국토연 2002-60

View metadata, citation and similar papers at core.ac.uk

provided by K

민간투자사업의 투자재원 다양화방안 연구

A Study on Diversification of Financing Method for PPI Projects

송병록 · 김기수 · 주재홍 · 황학천 · 도종광

國土硏究院

연 구 진

연구책임 · 송병록 연구위원
전문위원 · 김기수, 황학천
연구원 · 주재홍, 도종광

국토연 2002-60 · 민간투자사업의 투자재원 다양화방안 연구

글쓴이 · 송병록, 김기수, 주재홍, 황학천, 도종광 / 발행자 · 이정식 / 발행처 · 국토연구원
출판등록 · 제2-22호 / 인쇄 · 2002년 11월 27일 / 발행 · 2002년 11월 30일
주소 · 경기도 안양시 동안구 관양동 1591-6 (431-712)
전화 · 031-380-0426(출판팀) 031-380-0114(대표) / 팩스 · 031-380-0474
값 · 6,000원 / ISBN · 89-8182-197-6
http://www.krihs.re.kr

©2002, 국토연구원

* 이 연구보고서의 내용은 국토연구원의 자체 연구물로서
정부의 정책이나 견해와는 상관없습니다.

서 문

지난 ‘98년 사회간접자본시설에대한민간투자법이 개정된 이후 SOC 민간투자사업은 많은 성과와 발전이 있었다. 지난 '95년부터 ‘98년까지 민자유치대상사업으로 지정된 사업이 총 45개 사업에 달하였으나, 투자위험에 대한 안전장치 미흡과 불확실성, IMF 금융위기 이후 재원조달 여건의 악화 등으로 사업 추진이 매우 부진하였었다.

정부는 민간투자사업의 활성화를 위해 민간투자법 개정 등 관련제도와 사업추진체계를 정비하였으며, 이 과정에서 45개 대상사업 중 15개 사업이 제외되기도 하였다. 2002년 11월말 현재 SOC 민간투자사업은 총 128개 사업으로 국가관리사업 37개, 주무관청 자체관리사업 91개 사업으로 조사되고 있다. 이들 사업의 총 투자비는 국가관리사업이 34조 5천억 원, 자체관리사업이 약 5조 6천억 원으로 전체 투자비는 약 40조원에 이를 만큼 활성화되고 있다.

그러나, 우리나라의 민간투자사업은 투자자와 재원조달 구조 측면에서 상당한 문제점을 드러내고 있고 그러한 문제점이 민간투자사업의 성공적 추진에 걸림돌이 되고 있다. 건설업체 중심의 출자자 구성으로 투자자 다변화가 이루어지지 못하고 일부 금융기관에 의한 독과점적 타인자본 조달구조로 인해 민간의 창의와 재원조달의 유연성, 효율성이 달성되지 못하고 있다. 더욱이, 정부가 프로젝트금융 활성화를 위한 여러 가지 보장과 정책적 지원을 하고 있으나 그 재원조달에 반영되지 못하는 문제점을 드러내고 있다.

이 연구는 그러한 문제점을 개선할 수 있는 방안들을 찾기 위한 목적으로 추진되었다. 프로젝트금융 활성화를 통한 민간투자사업의 성공적 추진을 위해서는 투자자 다변화와 투자재원 다양화를 실현하지 않으면 안된다. 그리고 투자재원 다양화 즉, 재무적 투자자의 참여 확대가 이루어져야만 건전한 경쟁풍토를 조성할 수 있고 경쟁을 통한 총사업비 절감, 수익률 인하 등 민간의 창의와 효율을 유도할 수 있기 때문이다.

이 연구는 산·학·연이 공동으로 참여하여 연구를 수행하였으며, 국내외 사례에 대한 분석 그리고 은행, 제2금융권, 연기금, 건설업체 등 민간투자사업 재원조달과 관련이 있는 기관의 전문가들과 함께 여러 차례 간담회를 개최하는 등 다양한 현장의 목소리를 반영하고자 노력하고, 현실적인 대안을 모색하고자 노력한 점이 돋보이는 연구과제라고 할 수 있다.

끝으로 연구책임을 맡아 연구를 수행해 준 송병록 연구위원과 연구진으로 참여한 김기수 전문위원, 주재홍 연구원, 황학천 변호사, 도종광 연구원 그리고 외부자문위원으로 참여하여 현장감있는 대안들을 제시해 주신 한국투자증권 이호진 팀장, 신한맥쿼리 정유경 이사, 수원대학교 이준행 교수, 한국산업은행 이대현 부부장과 박웅찬 차장에게도 감사의 말씀을 드린다.

2002년 11월

국토연구원

원장 이 정 식

요 약

이 연구는 우리나라 SOC 민간투자사업의 가장 큰 과제로 대두되고 있는 투자자 다변화와 투자재원 다양화방안 모색을 목적으로 하고 있다. 즉, 건설사 위주의 출자자 구성과 소수의 은행에 의한 대출독점 등 투자재원의 공급독점적 구조로 인해 발생되는 문제점을 진단하고 그 해결방안을 모색하기 위해 추진되었다.

사회간접자본시설에 대한 민간투자사업의 성공 그리고 발전은 자본투자수익을 목적으로 하는 재무적 투자자가 얼마나 많이 참여하느냐 하는 것, 사업특성에 맞는 프로젝트 파이낸싱이 이루어지느냐 하는 것이 중요하게 작용한다. 이 연구는 그러한 관점에서 유연하고 경쟁적인 재원조달체계를 구축함으로써 투자재원을 확대하고 민간에 의한 자발적 효율을 유도할 수 있는 방안을 모색하였다. 구체적으로는 순수 재무적 투자자의 참여를 확대하여 자연스러운 경쟁을 유도하고 이를 통해 공사비 등 총사업비를 절감할 수 있도록 다양한 투자재원활용방안을 제시하였다.

또한 투자재원 다양화가 이루어지면 재원조달을 위한 프로젝트금융기법들이 다양해지고 금융조건과 재원조달구조도 유연해질 수 있다. 재원조달구조가 유연해지면 전문 사업개발자(Developer)가 사업을 개발하여 추진하는 선진국과 같은 형태의 사업추진이 가능해질 것이며 정부와 출자자, 신디케이션기관, 건설업체, 운영전문업체 등으로 사업 참여주체간의 기능과 역할분담도 명확해질 것이다.

이 연구는 기본적으로 잠재적 투자자들의 참여를 활성화할 수 있는 방안과 다

양한 금융상품 발굴과 활용을 통한 투자재원 다양화 방안을 모색하여 제시하는 데 초점을 맞추었다. 또한 이러한 방안들은 궁극적으로 정부의 다양한 지원정책이 대출금리 인하 등 사업자의 재원조달에 긍정적인 영향을 미쳐 사용료 인하로 이어지는 재정지원 축소와 같은 효과를 거둘 수 있도록 하는데 역점을 두었다.

이 연구는 모두 5개의 장으로 구성되어 있다. 제2장에서는 민간투자사업의 재원조달과 밀접한 관련을 갖고 있는 최근의 거시경제 동향 및 주식, 채권 등 자본시장의 동향을 분석하고 현재까지 추진되고 있는 민간투자사업의 투자재원 조달 현황과 구조적인 특성, 그리고 재원조달과 관련된 문제점에 대하여 고찰하였다. 제3장에서는 투자자 다변화 및 투자재원 다양화 측면에서 SOC 민간투자사업에 활용 가능한 각종 재원의 유형과 특성을 분석하였다. 먼저 투자자 다변화 측면에서 현재 투자에 참여하고 있는 투자자의 유형과 투자가 기대되는 잠재투자자 등을 모두 망라하여 민간투자사업에 활용 가능한 재원으로서 어떠한 것들이 있는지를 살피고 각 재원의 유형별로 현황과 특성을 분석하였다. 제4장에서는 민간투자사업 투자재원 활용 현황과 문제점, 활용 가능재원에 대한 분석결과를 토대로 투자자 다변화 및 투자재원 다양화를 실현할 수 있는 효과적인 활용방안을 모색하였다.

투자자 다변화 및 투자재원 다양화를 꾀하기 위해서는 먼저 순수 재무적 투자자들의 지분 참여가 활발해질 수 있는 여건을 조성해야 한다. 이를 위한 가장 효과적인 방법은 순수 재무적 투자자들이 지분투자와 함께 준자본형태의 후순위부채를 활용할 수 있도록 허용할 필요가 있다. 후순위부채를 허용하는 방법은 후순위부채를 자본금의 일부로 간주하는 방법이 있고, 자본금으로 인정하지 않되 현행의 자기자본비율을 일정비율(15%~20%)로 낮추어 주는 대신 후순위부채를 필요에 따라 탄력적으로 활용할 수 있도록 하는 방안이 있는데 이 연구에서는 후자가 더 바람직한 것으로 제시하였다.

재원조달방식과 조달구조를 유연하게 하고 투자재원의 확대를 도모하기 위해서는 연기금 등을 활용한 SOC 전용펀드의 설립・운용, REITs 펀드의 활용, 구조

화 채권 등 다양한 형태의 채권발행, 자산유동화를 통한 재원조달방안 등을 제시하였다. 특히, 가장 효과적인 민간투자사업 자금조달방법이며 다양한 상품 개발이 가능한 채권의 경우 일반채권, SOC 채권, 자산유동화증권(ABS : Asset Backed Securities)의 발행을 통한 재원조달방법과 다양한 형태의 구조화채권 활용방안을 제시하였다.

채권발행 활성화와 관련된 제도개선 방안으로서는 먼저 민간투자사업에 대한 대출자산을 기초로 하여 발행하는 ABS채권을 민간투자법(제58조)상의 SOC채권으로 인정할 필요가 있으며 연기금, 보험사 등 장기운용 가능한 투자자금이 채권을 인수할 있도록 채권 수요기반을 확충해야 하며, 다양한 금융상품 개발을 통한 SOC채권의 소화범위 확대와 SOC채권 및 ABS 상품에 투자하는 펀드에 대한 비과세혜택을 부여하고 개인이 인수하는 SOC채권 등에 대해서는 선순위채무의 범위에 포함하여 협약 해지와 같은 채무불이행(Default) 사태가 발생하는 경우 정부가 원리금의 지급을 보증한다는 것을 명문화할 필요도 있다.

또한 이 연구에서는 다양한 형태의 재원구성이 가능한 펀드를 활용하여 투자재원을 조달하는 방안을 제시하였다. 구체적으로는 연기금 등 장기 투자자산 또는 일반 투자재원을 활용한 SOC 전용펀드의 설립과 운용, REITs펀드의 활용을 위한 펀드의 기본적인 구조설계방법과 활용방안을 제시하였다. 증권화를 통한 채권상품 개발과 활용방안으로서 프로젝트채권, ABS채권, CDO모델, 고수익채권 등 구조화채권의 활용방법에 대해서도 제시하였다. 이 연구에서는 보험사, 연기금, 공제단체, 투신사 등 투자기관별로 민간투자사업에 대한 투자 참여를 활성화할 수 있는 방안도 제시하였다.

이러한 여러 각도에서 모색된 투자재원 다양화방안이 실효성을 갖기 위해서는 현재 우리나라 민간투자사업의 재원조달구조와 자본시장의 여건, 금융관행 등을 종합적으로 고려해야 하며 가장 손쉽게 추진할 수 있고 효과를 얻을 수 있는 방안들부터 단계적·점진적으로 추진할 필요가 있다. 따라서 이 연구에서는 그러한 점을 종합적으로 감안하여 다양한 투자재원 다양화방법들을 단기적으로 추진

가능한 것과 중장기적으로 추진해야 할 것으로 구분하고 각각의 대안들에 대한 단계적 활용방안을 제시하였다.

이미 언급했듯이 우리나라 민간투자사업의 가장 큰 현안과제는 투자자를 다변화하고 투자할 수 있는 재원을 다양화하는 것이다. 이를 위해서는 다양한 잠재투자자를 발굴하고 순수 재무적 투자자들이 민간투자사업을 주도할 수 있도록 사업추진 구조의 변화가 필요하다. 또한 민간투자사업이 효율적으로 추진되기 위해서는 정부의 제도적, 정책적 지원과 위험분담 노력들이 실제 재원조달에 반영될 수 있어야 한다. 가장 바람직한 방향은 다양한 형태의 펀드가 설립될 수 있도록 하고 다양한 형태의 채권상품을 개발하여 투자재원 조달수단으로 활용하는 것이다. 그러기 위해서는 지금의 사업계획 평가체계와 평가기준 등도 재무적 투자자와 전문 사업개발자의 참여를 유도할 수 있는 방향으로 전환할 필요가 있다.

차 례

서 문 ····· i
요 약 ····· iii

제 1 장 연구의 개요

1. 연구의 배경 및 목적 ····· 1
2. 연구의 범위 및 수행방법 ····· 3
   1) 연구의 범위 ····· 3
   2) 연구 수행방법 ····· 4
3. 연구의 주요내용 및 기대효과 ····· 5
   1) 주요 연구 내용 ····· 5
   2) 연구의 기대효과 ····· 7

제 2 장 민간투자사업의 투자재원 현황 및 문제점

1. 우리나라의 자본시장 및 SOC 투자현황 ····· 10
   1) 최근의 거시경제 동향 ····· 10
   2) SOC시설에 대한 민간자본 투자소요 ····· 17
2. SOC 민간투자재원 조달현황 ····· 18
   1) 민간투자사업의 총 투자규모 및 재원조달 현황 ····· 18

2) 민간투자사업의 재원조달구조 ····· 24
3) 민간투자사업 참여기관별 현황 ····· 30
3. 현행 민간투자재원 조달의 문제점 ····· 34
1) 구조적인 문제점 ····· 34
2) 투자기관의 문제점 ····· 36

제 3 장 민간투자사업의 활용 가능재원 분석

1. 투자자산 운용원칙과 민간투자사업과의 부합여부 ····· 42
1) 투자자산 운용의 일반원칙 ····· 42
2) 자산운용원칙과 민간투자사업의 관련성 ····· 45
2. 자기자본으로 조달 가능한 재원 ····· 47
1) 주식(Stocks) 공모 및 증자 ····· 48
2) 순수 재무적 투자자의 참여 ····· 50
3) 후순위부채의 활용 ····· 57
4) 펀드를 통한 재원조달 ····· 60
5) 프로젝트금융투자회사 ····· 64
3. 타인자본 조달 가능재원 ····· 70
1) 차입 방식에 의한 재원조달 ····· 71
2) 자산유동화 ····· 73
3) 프로젝트채권(Project Bond) 발행 ····· 74
4) 구조화 채권 ····· 78
4. 기관투자자의 투자재원 활용 ····· 82
1) 보험사 ····· 82
2) 연기금 ····· 83
3) 공제단체 ····· 88
5. 외국의 재원조달 사례 ····· 90

제 4 장 SOC 민간투자재원 다양화 방안

1. 기본방향 ····· 93
2. 재무적 투자자의 참여 활성화방안 ····· 94
   1) 재무적 투자자의 참여구조 ····· 94
   2) 재무적 투자자 참여방안 ····· 98
3. 펀드를 활용한 투자재원 다양화 ····· 101
   1) SOC 투자펀드 ····· 101
   2) REITs 펀드 ····· 103
4. 증권화를 통한 투자재원 다양화 ····· 104
   1) 프로젝트채권 활용 ····· 104
   2) ABS채권의 활용 ····· 105
   3) CDO모델의 활용 ····· 106
   4) 고수익채권의 활용 ····· 111
5. 기관투자자의 투자재원 활용 ····· 114
   1) 보험사 ····· 114
   2) 연기금 자산의 활용 ····· 114
   3) 공제단체 ····· 117
6. 단계별 투자재원 다양화 추진방안 ····· 118
   1) 단기적 방안 ····· 118
   2) 장기적 방안 ····· 119

제 5 장 결론 및 향후 과제

1. 요약 및 결론 ····· 121
2. 향후과제 ····· 126

참고문헌 ····· 128
SUMMARY ····· 131

표 차례

<표 2-1> 주요 물가 상승률 추이(전년 동기대비) ····· 12
<표 2-2> 주식자금 조달상황 ····· 14
<표 2-3> 유형별 상장채권 규모 추이 ····· 16
<표 2-4> 국가관리사업 추진현황 ····· 19
<표 2-5> 국가관리사업 총투자비 구성 ····· 20
<표 2-6> 자체관리사업 현황 (총괄) ····· 21
<표 2-7> 자체관리사업 현황 (주무부처별) ····· 22
<표 2-8> 주무관청 자체 관리사업 현황 (총 투자비 소요) ····· 23
<표 2-9> 15개 국가관리사업의 연도별 투자비 현황 ····· 24
<표 2-10> 국가관리사업 중 사업진행별 출자자 구성형태 ····· 25
<표 2-11> 국가관리사업중 사업유형별 출자자 구성형태 ····· 26
<표 2-12> 사업별 타인자본 조달현황 ····· 27
<표 2-13> 프로젝트금융 참여기관별 투자액 규모 ····· 28
<표 2-14> 국내 SOC사업의 채권발행 현황 ····· 29
<표 2-15> 은행별 민간투자사업 대출 참여 현황 ····· 30
<표 2-16> 생명보험회사의 민간투자사업 대출 참여현황 ····· 31
<표 2-17> 손해보험회사의 민간투자사업 대출약정 참여현황 ····· 32
<표 2-18> 프로젝트별 외국인 투자현황(확정) ····· 33
<표 2-19> 프로젝트별 외국인 투자현황(추진중) ····· 33

<표 3-1> 현행 Project Company와 PFV의 비교 ····· 66
<표 3-2> 프로젝트금융투자회사법(안)의 주요 내용 ····· 67
<표 3-3> 해외 프로젝트 본드 발행 통계 ····· 76
<표 3-4> 보험사의 자산운용 비율 한도 ····· 83
<표 3-5> 2003년도 기금운용규모안 ····· 85
<표 3-6> 기금의 자산내역 ····· 86
<표 3-7> 주식투자를 하고 있는 주요 기금의 투자규모 ····· 87
<표 3-9> 공제단체 현황 (2001. 9. 기준) ····· 89
<표 3-10> 해외 도로사업 재원조달(예) ····· 90

<표 4-1> 주요 투자대상분야 및 투자한도 설정(예) ····· 102

그림 차례

<그림 2-1> 주요 금리 추이(월말기준) ····· 12
<그림 2-2> 단기시장금리 추이(월말) ····· 13
<그림 2-3> 상장주식 시가총액의 연도별 추이 ····· 13
<그림 2-4> 총 상장채권 잔액 및 잔액/GDP 비율 ····· 15
<그림 2-5> 상장채권 유형별 구성비 ····· 16

<그림 3-1> 순수 재무적 투자자의 투자대안 설정(예) ····· 56
<그림 3-2> SOC-CR REITs 구조(예) ····· 64
<그림 3-3> PFV의 일반구조 ····· 70
<그림 3-4> 일반적인 금융기관 차입절차 ····· 72
<그림 3-5> Synthetic CDO 발행 구조 ····· 81
<그림 3-6> Highway 407 소유구조 ····· 91
<그림 3-7> Yorkshire Link 소유구조 ····· 92

<그림 4-1> 재원조달 기본구조도(예) ····· 95
<그림 4-2> 재원조달 수단별 금액의 결정흐름 ····· 98
<그림 4-3> CDO 활용한 Cash Flow Mismatching 문제 해결 ····· 107
<그림 4-4> CLO 거래도 ····· 109
<그림 4-5> CBO 발행 구조 ····· 111
<그림 4-6> 증권화의 구조 ····· 112

CHAPTER 1

연구의 개요

1. 연구의 배경 및 목적

최근 들어 사회간접자본(SOC) 시설에 대한 민간투자사업이 활기를 띠고 있다. 그러나, 사업의 성공여부에 가장 큰 영향을 미치는 투자재원의 조달은 아직 후진적이며 과거 일반적으로 행해지던 담보대출의 형태에서 크게 벗어나지 못하고 있다. 투자자도 건설업체 위주로 구성되어 저변이 확대되지 못하고 있으며 민간투자비의 70% 이상을 차지하는 타인자본 조달도 일부 금융기관에 의한 대출과 채권인수에 절대적으로 의존하고 있다.

투자자들의 재원조달에 안정감과 효율을 제공하기 위해 시행하고 있는 정부의 각종 위험분담과 정책지원도 재원조달에 반영되지 못함으로써 정부의 정책적 지원이 실효를 거두지 못하는 것으로 평가되고 있다. 문제의 핵심은 민간투자사업에서 민간의 창의와 효율이 나타나지 않고 있고, 민간투자사업의 특성에 맞는 프로젝트 파이낸싱이 이루어지지 못한다는 것이다. 여기에는 여러 가지 이유가 있겠으나 한가지 요인으로 압축해 본다면 투자자 다변화와 투자재원 다양화가 이루어지지 못한 때문이다.

우리나라의 건설사들이 민간투자사업의 주요 출자자로 참여하고 있고 출자지분의 80% 이상을 점하고 있다. 이는 우리나라 민간투자사업의 가장 큰 특징이기도 하지만 가장 취약한 아킬레스건이기도 하다. 건설회사는 기본적으로 시공을 통한 이윤추구를 지상 목표로 한다. 이러한 건설회사가 공사비 등을 절감하여 창의와 효율을 발휘하리라고 기대하는 것은 현실적으로 무리이다. 민간투자사업에 소요되는 자금도 소수의 금융기관에 의해 독과점되고 있다.

타인자본의 경우도 금융기관 차입과 SOC채권, ABS(Asset Backed Securities) 발행에 의존하는 매우 단순한 재원조달 구조를 가지고 있다. 이러한 투자재원의 공급독점적 구조로 인해 금융기관들은 프로젝트금융기법을 개발하거나 채권 등 재원조달 상품을 개발할 유인이 없어지고 투자자들간의 경쟁도 불필요해지게 되어 효율적인 투자재원 확보가 어려워지고 금융구조의 설계도 유연하게 이루어지지 않는 문제점을 나타내게 되었다.

이 연구는 성공적인 민간투자사업의 추진과 정착을 위해 지금 가장 필요한 것이 투자자를 다변화하고 투자재원을 다양화하는 것이라는 문제의식으로부터 출발하고 있다. 민간투자사업의 가장 바람직한 모델은 모든 국민이 투자자이면서 동시에 시설이용자가 되는 것이다. 그러기 위해서는 모든 국민들의 투자자금을 모아 투자할 수 있는 금융상품을 개발하고 투자자산을 운용하고 있는 다양한 투자기관이 민간투자사업에 참여할 수 있어야 한다.

따라서 이 연구에서는 크게 두 가지 관점에서 투자자 다변화와 투자재원 다양화를 위한 방안을 찾을 것이다. 하나는 현재 민간투자사업에 투자하고 있는 은행 등 이외에 민간투자사업에 자본을 투자할 수 있는 잠재투자자들로는 어떤 기관들이 있으며 그들이 운용하고 있는 투자자산을 민간투자사업에 투자하도록 하는데 어떠한 방안이 있는가를 찾는 것이며 다른 하나는 민간투자사업 투자재원을 확보하는데 활용할 수 있는 금융상품으로는 어떠한 것들이 있고 이들 금융상품을 효과적으로 활용할 수 있는 방안이 무엇인가를 찾을 것이다. 그리고 그러한 방안을 모색함에 있어서는 정부의 각종 위험분담 및 지원정책들이 어떻게 하면

프로젝트 금융구조 및 금융조건에 효과적으로 반영되도록 할 것인가도 아울러 고려할 것이다.

이 연구의 목적을 보다 세부적으로 제시하면 다음과 같다.

첫째, 중장기 자산운용이 가능하고 민간투자사업에 가장 적합한 투자자산을 보유하고 있는 보험사, 연기금, 공제단체 등의 민간투자사업 참여 촉진 방안을 모색한다.

둘째, 증권회사, 투자신탁회사에 의한 투자재원 모집과 SOC 전용펀드 설립, 운영을 통한 투자재원 확대 및 투자재원 다양화 방안을 모색한다.

셋째, 직접금융에 의한 투자자 확대 및 투자재원 다양화로서 주식의 공모 및 증자, 자산유동화증권(ABS) 및 SOC채권의 발행, Reits를 통한 재원조달 방안을 검토하고 이를 효과적으로 활용할 수 있는 방안을 모색한다.

넷째, 해외자본의 특성과 민간투자사업에 대한 참여 제약요인을 분석하고 외국자본과 국내자본과의 연계투자를 통한 투자활성화 방안을 모색한다.

다섯째, 우리 나라의 경제구조와 금융여건을 고려한 단계별 투자자 다변화 및 투자재원 다양화 방안을 제시한다.

2. 연구의 범위 및 수행방법

1) 연구의 범위

이 연구는 연구목적에서도 밝힌 바와 같이 사회간접자본시설에 대한 민간투자사업의 성공적 추진과 정착을 위해 가장 당면과제로 대두되고 있는 투자자 다변화와 투자재원 다양화방안을 찾고자 하는데 주요 목적을 두고 있다.

따라서 이 연구에서는 다음과 같이 연구범위를 설정하여 연구를 수행하였다.

첫째, 투자재원 조달과 밀접한 관련이 있는 우리나라의 거시경제 및 자본시장

의 동향을 분석한다.

둘째, 현재 추진되고 있는 SOC 민간투자사업의 규모와 재원조달 현황 그리고 현재까지의 투자재원 조달구조의 특성을 살펴본다.

셋째, 민간투자사업에 참여하고 있는 각 투자 주체들의 특성과 자산운용방법, 자산운용원칙을 분석하고 이들 투자주체들의 SOC 민간투자사업 참여 제약요인을 분석한다.

넷째, 기존의 투자자 이외의 잠재적 투자자 및 민간투자사업에 활용 가능한 재원 및 금융상품으로는 어떠한 것들이 있는지를 살피고 그러한 재원 및 금융상품들의 활용가능성을 분석한다.

다섯째, 이러한 분석결과를 토대로 다양한 투자자의 참여방안과 투자재원다양화 방안을 찾아 제시하며 아울러 투자재원 다양화를 위한 단계별 추진방안을 제시한다.

한편 이 연구에서는 당초 도로, 철도, 항만, 환경시설 등 주요 SOC 민간투자사업의 유형을 구분하여 각각의 사업특성에 맞는 가장 바람직한 재원조달구조가 무엇인지를 실증적으로 분석해보고 이를 현재 추진되고 있는 사업들의 재원조달구조와 비교, 분석하여 다양한 재원조달을 통해 어떠한 효과를 가져올 수 있는지를 실증적으로 분석해보고자 시도하였다. 그러나 아직까지는 각 투자기관 또는 투자재원별 특성이 뚜렷하게 구분되지 않고 있고, 새로 민간투자사업에 참여하고 있는 보험사, 공제단체, 연기금 등도 지금까지의 대출관행을 답습하는 형태를 보이고 있어 실증분석과 비교가 의미를 갖지 못하였다.

그러한 이유 때문에 당초 계획했었던 사업유형에 따라 가장 적합한 재원조달구조를 찾는 일과 실증분석을 통한 비교는 본 연구의 범위에 포함하지 못하였다.

2) 연구 수행방법

이 연구는 산・학・연 공동으로 연구를 추진하였다. 산・학・연 공동으로 연

구를 추진한 이유는 이 연구가 이론적 측면에서뿐만 아니라 실증적, 실질적이고 현실적인 대안을 모색이 필요하였기 때문이다.

투자자 다변화와 투자재원 다양화는 본질적으로 같은 맥락에서 접근할 수 있다. 그러나, 둘 모두 이론보다는 시장 즉, 현실에서 움직이는 주체이기 때문에 금융시장의 동향과 현실을 적극적으로 반영해야 한다. 따라서 이 연구에서는 현재의 투자자뿐만 아니라 잠재적 투자자를 대상으로 한 의견수렴 과정도 거쳤다. 은행, 보험사, 증권사, 공제단체, 연기금 등의 관련자뿐만 아니라 민간투자사업에 직접 참여하고 있는 건설업체의 재무담당자 및 회계법인, 법무법인의 전문가들의 의견도 수렴하였으며, 의견수렴 과정에서 제시된 여러 가지 제안들을 이 연구에 충실히 반영하였다.

의견수렴은 각 자산운용기관의 투자자산운용방식과 민간투자사업 참여 제약요인, 참여활성화를 위한 제도적, 정책적 개선방안, 실제 프로젝트금융 구조 마련 과정에서 당면하는 문제점과 극복방안, 향후 투자자 다변화 및 투자재원 다양화를 위한 시장기반 조성방안 등 민간투자사업의 재원조달과 관련된 각 분야의 사항들을 대상으로 이루어졌다.

3. 연구의 주요내용 및 기대효과

1) 주요 연구 내용

이 연구는 모두 5개의 장으로 구성되어 있으며 각 장에서는 다음과 같은 내용을 담고 있다.

제2장에서는 거시경제 및 자본시장의 동향을 분석하고 현재까지 추진되고 있는 민간투자사업의 투자재원 현황과 구조적 특성, 그리고 문제점에 대하여 고찰하였다. 최근의 거시경제 및 자본시장의 동향은 경제성장, 물가, 금리, 주식시장,

채권시장 동향을 분석하였으며, 전체 SOC 투자규모와 향후 10년 동안의 민간자본 투자소요를 파악하고 SOC시설에서의 민간자본 투자현황과 투자재원조달 현황 등을 분석하였다.

민간투자사업의 투자재원은 크게 정부보조금(건설분담금)과 사업시행자의 자기자본 투자액, 금융기관 등으로부터의 차입금(채권발행 포함)으로 구성된다. 이 중 정부보조금을 제외한 민간자본 투자액을 자기자본과 타인자본으로 구분하여 각 투자기관별, 사업유형별 구조와 특성을 분석하였다. 그 다음으로는 투자자 구성 및 재원조달의 문제점과 각 투자기관의 SOC 민간투자사업 참여제약 요인 등 투자자 다변화와 재원조달 다양화를 제약하는 문제점에 대해 분석하였다.

제3장에서는 민간투자사업에 활용 가능한 재원의 유형과 특성을 분석하였다. 먼저 투자자 다변화 측면에서 현재 민간투자사업에 참여하고 있는 투자자의 유형과 장래 투자가 기대되는 잠재적 투자자 등을 포함한 활용가능 재원을 파악하고 각각의 재원유형별 특성과 현황을 분석하였다. 다른 투자사업과 마찬가지로 SOC사업에 대한 투자도 크게 자기자본과 타인자본 형태로 이루어진다. 따라서 활용 가능한 재원도 스폰서(Sponsor)로 참여 가능한 투자재원 및 재원조달방법, 차입 등 부채의 형태로 조달되는 재원의 유형 및 금융상품에 어떤 것이 있는지를 분석하였다.

각 활용가능재원 하나 하나에 대하여도 각각의 특성과 활용 가능성에 대해 분석하였다. 직접금융방식으로는 주식 및 채권발행, 펀드 조성, 부동산신탁상품, 해외자본 도입 등에 대한 재원조달 가능성을 분석하였으며, 간접금융방식에 의한 재원조달방법으로는 선순위 및 후순위 차입, 외화차입, 채권발행, 자산유동화 증권을 활용한 재원조달 가능성 등을 살펴보았다. 또한, 잠재적 투자기관으로서 중장기 자산운용이 가능한 연기금, 보험사, 공제단체 등의 자산운용방법과 자산운용실태를 분석하고 현재 투자자산으로 운용하고 있는 자산의 활용 가능성에 대하여 분석하였다.

제4장에서는 이 같은 현황 및 문제점, 활용가능 재원에 대한 분석내용을 토대

로 SOC 민간투자사업에 대한 투자자 다변화와 투자재원 다양화를 실현할 수 있는 활용방안을 모색하였다. 방안모색에 있어서는 크게 두 가지 측면에서 접근하였다. 하나는 출자자를 다변화하고 이를 통해 경쟁을 촉진하여 민간투자사업의 효율을 제고할 수 있을 것인가 하는 것이고 다른 하나는 재원조달구조를 다양하고 유연하게 하기 위해서는 어떠한 금융상품들을 이용하는 것이 가장 바람직할 것인가 하는 것이다.

먼저 투자자 다변화와 관련해서는 어떻게 하면 건설회사가 아닌 순수 자본투자자와 시설운영전문회사 등의 참여를 확대할 것인가, 그리고 어떻게 하면 전문사업개발자(Developer)의 역할을 확대하고 투자자 다변화를 자연스럽게 유도할 수 있을 것인가에 초점을 맞추었다.

투자재원 다양화와 관련해서는 투자여력이 많은 보험사, 연기금 등 잠재적 투자자와 1차 자본시장에서 자본을 모집할 수 있는 증권사, 투신사, 펀드의 역할 증대와 이들이 활용 가능한 금융상품들에는 어떠한 것들이 있는가를 구체적으로 제시하는데 초점을 두었다. 특히 민간투자사업의 재원조달에 가장 효과적이라고 평가되고 있는 다양한 채권상품의 활용방안을 제시하는데 역점을 두었다.

마지막 제5장에서는 앞서의 논의를 종합하여 최종적인 결론을 도출하고 본 연구의 한계와 향후 연구과제에 대하여 언급하였다.

2) 연구의 기대효과

앞서 언급했듯이 우리나라 민간투자사업의 재원조달구조의 특징은 대부분이 건설사인 출자자 지분구성과 은행차입 또는 채권발행이라는 매우 단순한 구조를 가지고 있는 점이다. 이러한 재원조달 구조는 결과적으로 민간투자사업에서의 창의와 효율을 떨어뜨리고 민간투자방식의 다양성을 제약하며 민간투자사업 활성화를 위한 정부의 각종 위험분담과 지원제도의 효과를 반감시키는 결과를 초래하고 있다.

건설사 중심의 출자자 구성으로 공사비 등 사업비 절감이 효과적으로 이루어지지 않고 있고, 일부 금융기관에 의한 대출 독과점과 경직된 대출관행으로 인해 금리인하 효과 및 정부의 선순위채무 보장, 최소운영수입 보장, 환위험 분담 등의 정책적 효과가 재원조달조건에 거의 반영되지 못하고 있다. 물론 최근 들어 종래의 제한적 소구금융 또는 출자자 보증에 의한 완전소구금융형태에서 벗어나 일부 사업에서 완전비소구금융 형태의 대출이 이루어지고 있는 것이 그러한 정책효과라고 주장하고 있으나 완전비소구금융은 프로젝트금융의 전형적인 형태이므로 이를 정부지원정책의 효과라고 주장하는 것은 적절치 않다.

투자자 다변화 및 투자재원 다양화가 이루어질 경우 기본적으로 민간투자사업의 재원조달에도 경쟁체제가 도입됨을 의미한다. 경쟁체제가 도입된다는 것은 민간투자사업의 사업추진체계와 재원조달구조에 내재되어 있는 비효율이 제거될 수 있다는 것을 의미한다.

투자자는 가장 유리한 투자재원을 찾게 될 것이며, 투자재원 제공자 입장에서는 가장 효율적인 재원을 개발해야할 유인이 생긴다. 그리고 그 효과는 시설이용자 및 정부에 귀속된다. 순수 자본투자자의 참여로 경쟁이 이루어지고 총사업비가 절감되면 시설사용료 또는 정부 지원금을 낮출 수 있다. 아울러 투자재원 모을 수 있는 다양한 금융상품 개발과 선진화된 프로젝트파이낸스기법들이 도입, 개발도 이루어질 수 있다.

전문적인 사업개발자와 금융주선자, 시설운영에 노하우를 가진 전문업체들도 등장할 것이다. 프로젝트 파이낸스기법이 다양해지면 금융조건과 금융구조가 보다 유연하고 다양해질 것이고 스폰서와 금융기관, 정부, 건설업체의 기능과 역할도 보다 명확해질 것이다. 이러한 모든 것들은 민간투자사업을 성공시키는데 필요한 요소들이다. 결론적으로 투자자 다변화 및 투자재원 다양화는 SOC시설에 대한 민간투자 촉진과 사업성공에 필요한 가장 핵심적인 요체로 작용할 것이다.

이 연구는 그러한 측면에서 매우 유용한 정책적 함의를 제공할 것이며 현재 민간투자사업에 참여하고 있거나 참여를 고려하고 있는 수많은 잠재적 투자자들

에게도 현실적이고 실현 가능한 대안들을 제공해 줄 수 있다.

CHAPTER 2

민간투자사업의 투자재원 현황 및 문제점

1. 우리나라의 자본시장 및 SOC 투자현황

1) 최근의 거시경제 동향

민간투자사업은 그 나라의 경제상황 및 재정운용정책과 매우 밀접한 관련성을 가진다. 따라서 민간투자사업의 현황과 문제점을 분석하고 향후 전망을 위해서는 그 나라의 경제상황과 재정운용정책에 대한 검토가 필수적이다. 그런데 이 연구는 그 범위를 SOC 민간투자사업의 재원조달과 그 구조에 한정하기 때문에 재원조달과 가장 밀접한 관련이 있는 우리나라의 자본시장과 경제성장, 물가 등 거시경제 현황과 동향에 대해 개략 분석하기로 한다.

거시경제 동향에 대해서는 먼저 거시경제 지표로서 GDP성장률, 물가, 금리와 민간투자재원과 밀접한 관련이 있는 주식시장 및 채권시장의 현황과 최근 동향을 중심으로 살펴보기로 한다.

(1) 경제성장

우리나라는 지난 '97년말의 IMF 외환위기를 극복하기 시작하면서 매우 높은

경제성장을 시현해 왔다. '98년 -6.7%이던 경제성장률은 '99년 10.9%, 2000년 9.3%의 높은 성장률을 기록하였으며 2001년 들어서는 그러한 성장세가 둔화되어 3.0%로 크게 낮아졌다[1].

2001년 4/4분기 이후 국내소비의 증가와 건설경기 등 국내경기가 상승하고 그 상승세가 2002년 상반기까지 지속되는 여건 호전으로 2002년에는 약 6% 내외의 비교적 높은 경제성장이 이루어질 것으로 전망되고 있으며 내년에는 올해보다 약간 낮은 5%대 후반의 경제성장이 가능할 것으로 전망하고 있다.

그러나 2002년 하반기에 극심한 태풍피해를 입은 데다 미국의 이라크 침공 가능성, 테러발생 등 각종 위험이 도사리고 있고, 미국경제의 자산가격 추가 하락으로 미국의 경기회복이 지연되는 등 세계경제의 회복이 전반적으로 지연될 가능성이 높다. 또한 EU와 일본의 내수가 취약한 가운데 미국경제가 현재보다 부진해질 경우 우리 경제에도 부정적 영향을 미칠 것이라는 불확실성과 교역조건이 악화될 가능성이 높다는 우려 등으로 수출과 투자가 크게 확대되기는 어려울 것으로 보고 있다.

경제성장의 한 축으로 작용했던 내수부문도 최근 가계부채 위험론이 제기되는 등 가계신용이 이미 충분히 확대되어 있고, 현재와 같이 소득증가율을 상회하는 민간소비의 증가가 지속될 가능성은 높지 않을 것으로 전망하고 있다[2].

⑵ 물가

물가는 '98년에 큰 폭으로 상승하였으나 '99년 이후 전반인 안정세를 유지하고 있다. 소비자물가의 경우 지난해 4.1%로 상승세가 다소 확대되었으나, 수입물가와 생산자물가의 경우는 각각 4.9%와 1.9% 수준에 그쳐 상승률이 둔화되었다. 올해에는 소비자물가가 약 3.0% 내외에서 안정을 이루고 내년에도 이와 비슷한

---

1) 그 이유는 미국 등 주요국 경제의 동반침체와 IT산업의 부진 등으로 주요 수출품목인 반도체 수출 저조, 대내외 경제여건 불투명에 따른 기업들의 설비투자 축소, 소비 등 내수부문의 위축이 동시에 나타났기 때문으로 보고 있다.

2) 한국개발연구원, "KDI 경제전망", 2002. 3/4분기

수준에서 안정을 이룰 것으로 전망하고 있다.

<표 2-1> 주요 물가 상승률 추이(전년 동기대비)

(단위 : %)

	1997	1998	1999	2000	2001
- 소비자물가	4.4	7.5	0.8	2.3	4.1
- 생산자물가	3.9	12.2	-2.1	2.0	1.9
- 수입물가	9.5	28.2	-12.1	7.6	4.9
- 수출물가	6.6	31.3	-18.9	-1.0	6.2

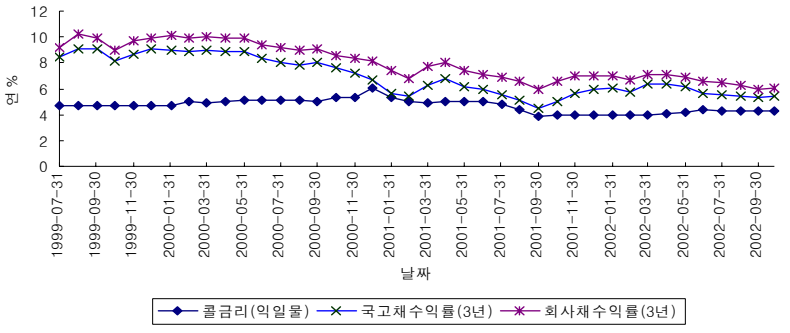
자료 : 한국은행

⑶ 금리

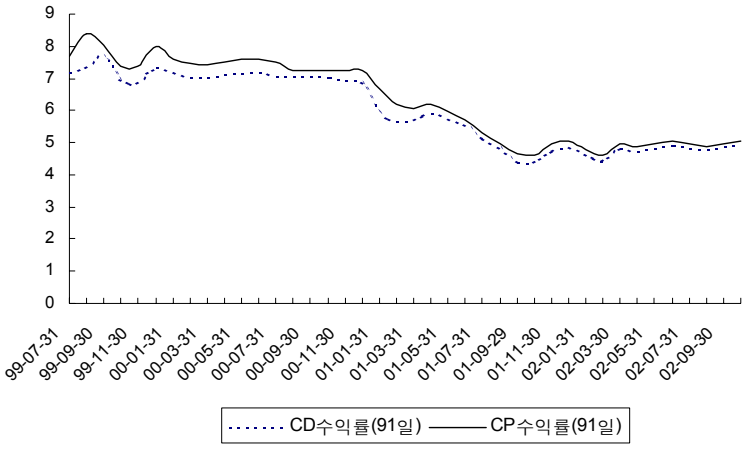
장기시장 금리 역시 '99년말 이후 전반적으로 하향 안정세를 유지하고 있다. 올 2/4분기 국고채(3년) 유통수익률 등 채권시장금리는 미국 경제의 불확실성 확대와 환율절상 등의 영향으로 국내경기의 본격 상승에 대한 기대감이 약화되면서 주가와 함께 큰 폭으로 하락하였다.

단기시장의 콜금리도 2001년에는 5%내외이던 것이 최근에는 4%내외로 하향 안정세를 유지하고 있으며 CD수익률 및 CP수익률은 '99년 이후 하락세를 지속하고 있다.

<그림 2-1> 주요 금리 추이(월말기준)



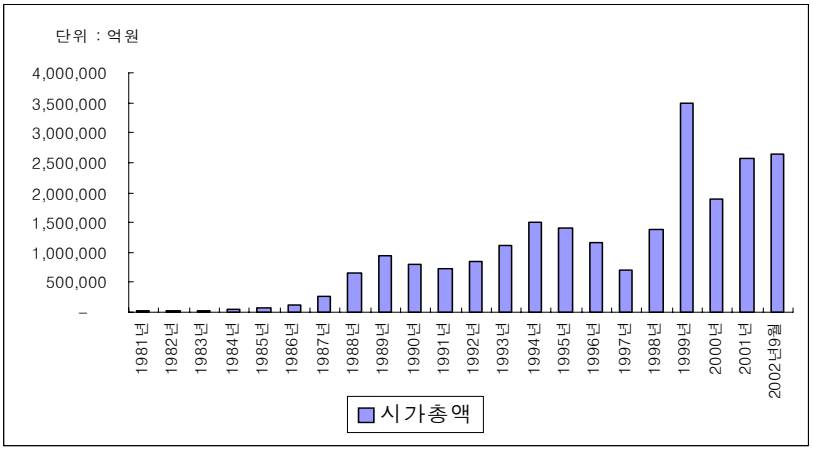
<그림 2-2> 단기시장금리 추이(월말)



⑷ 주식시장

우리나라의 주식시장 규모는 시가총액 기준으로 2002년 9월말 현재 약 263조 2천억원으로서 '80년대 초의 3조~5조 규모에 비해 약 70배 이상 성장하였다.

<그림 2-3> 상장주식 시가총액의 연도별 추이



자료 : 금융감독원,「금융통계월보」, 2002. 9 및 각 월호.

주식시장이 가장 호황을 이루었던 1999년 말의 상장주식 시가총액은 349조원 규모였으며, 우리나라의 주식시장에서는 매년 10조원 이상의 신규 재원조달이 이루어지고 있다. 2001년에는 약 12조원의 신규 재원 조달이 이루어졌으며, 2002년 2/4분기까지는 5조원 규모가 조달되었다. 주식시장이 활황을 보였던 1999년에는 다음 <표 2-2>에서 보는 바와 같이 약 41조원이 주식시장을 통해 신규 조달되었다[3].

<표 2-2> 주식자금 조달상황

(단위 : 억원, %)

년 도	기업공개	상장법인 유상증자	코스닥공모	기타공모	총계
1997	4,793 (14%)	26,763 (79%)	1,794 (5%)	540 (2%)	33,890
1998	368 (0.3%)	134,521 (95%)	1,676 (1.2%)	5,016 (4%)	141,581
1999	17,201 (4%)	334,269 (81%)	45,314 (11%)	14,356 (3%)	411,140
2000	- -	57,888 (40%)	71,255 (50%)	14,342 (10%)	143,486
2001	2,178 (2%)	50,977 (42%)	25,370 (21%)	41,608 (35%)	120,132
2002 6월말	4,991 (10%)	28,464 (56%)	10,061 (20%)	7,102 (14%)	50,618

주 : 기타 공모는 비상장법인의 주식공모

자료 : 금융감독원,「금융통계월보」, 2002. 2월호, 9월호.

국내 자본시장의 경우 주식을 신규 발행하거나 증자하는 방법은 기업들의 투자재원 조달에 있어 가장 유용한 수단의 하나로 평가되고 있다. 주식발행과 증자는 원리금을 상환해야 할 의무가 없고 법인의 자기자본비율을 높여 재무적 건전성을 제고함으로써 사업의 제반위험을 줄일 수 있다는 장점을 가지고 있기 때문이다[4].

3) 이 시기에는 기업공개와 코스닥공모가 활발하게 이루어졌으며, 상장법인의 유상증자를 통하여 주식자금 조달도 활발하게 이루어졌다.

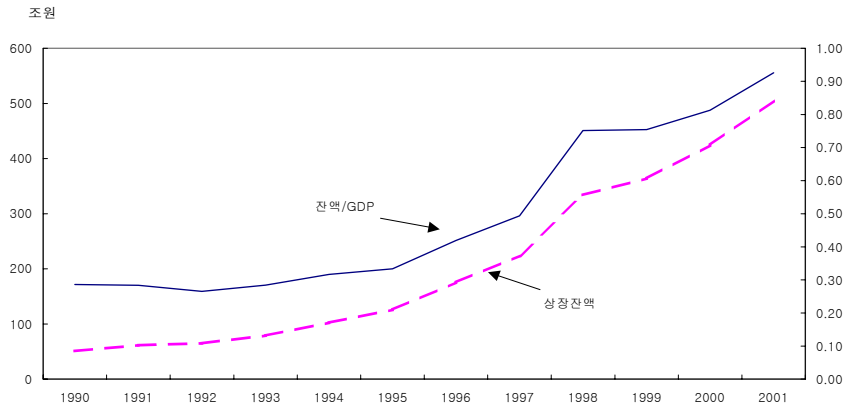
⑸ 채권시장

채권시장은 '90년대 후반 들어 폭발적 성장세를 보이고 있다. 특히 <그림 2-4>에서 볼 수 있듯이 '97년 외환위기 이후 그 성장세가 더욱 빨라지는 현상을 보이고 있다. 채권발행잔액 규모로 볼 때, '90년대 초 50조원 수준에서 '94년에는 100조원을 넘어서고, 2001년 말에는 504.7조원으로 다섯 배나 급성장하였다.

GDP 대비 상장채권 총 잔액규모비율은 '90년대 중반까지 별다른 증가세를 보이지 않다가 '96년 이후 빠르게 증가하기 시작하여 지난해인 2001년도에는 GDP의 90%를 상회할 만큼 그 규모가 확대되었다.

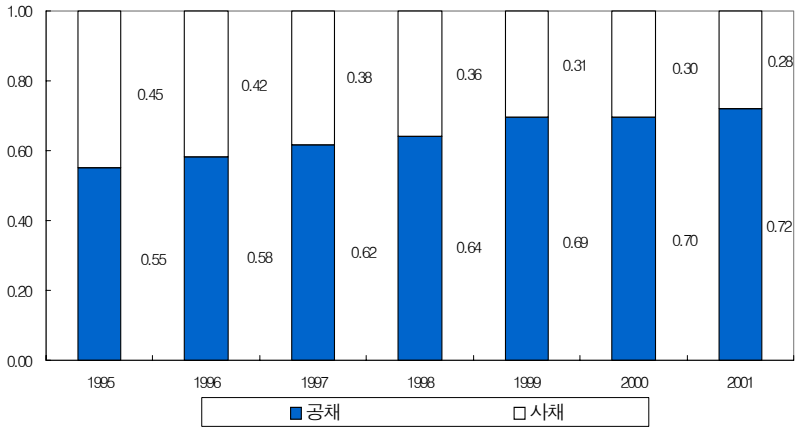
채권시장 규모가 이처럼 확대된 것은 발행액 절대규모가 급격히 증가했기 때문이며 이 기간동안에는 발행되는 채권의 종류와 비율에도 큰 변화가 나타났다. <그림 2-5>에서 볼 수 있듯이 '90년대 후반 이후 전체 채권시장에서 회사채가 차지하는 비중이 급감한 대신 국공채의 비중이 크게 증가하였다.

<그림 2-4> 총 상장채권 잔액 및 잔액/GDP 비율



4) 그러나 SOC 민자사업법인이 자신의 명의로 주식을 신규 발행하거나 증자하는 것은 현실적으로 매우 어렵다. 민자사업법인은 당해 사업을 시행하기 위해 설립한 특수목적법인으로서 시설을 건설할 때나 건설한 후 일정기간 동안은 초과현금흐름이 발생하지 않기 때문에 엄격한 기업공개요건을 충족할 수 없고 단기간 내에 배당 등 투자수익을 바라는 주식투자자의 요구에 부합하기 어렵기 때문이다. 이와 관련한 자세한 내용은 뒤의 제3장과 제4장에서 다룰 것이다.

<그림 2-5> 상장채권 유형별 구성비



자료 : 증권거래소, 증권통계연보, 2001.

<표 2-3> 유형별 상장채권 규모 추이

(단위: 조원, 년말기준)

연도	회사채	공 채					
		합계	국채	지방채	특수채	금융채	통안채
1995	56.5	69.5	19.5	3.2	4.6	27.7	14.5
1996	73.1	102.4	24.8	4.6	8.5	44.3	20.1
1997	86.0	138.1	31.5	6.0	20.9	56.6	22.8
1998	119.4	214.7	42.1	7.1	59.0	59.5	46.6
1999	111.1	253.3	61.6	9.1	81.4	50.1	50.8
2000	127.9	296.8	73.3	9.8	96.5	49.1	66.9
2001	141.2	363.5	82.9	9.5	136.6	55.4	79.1

자료: 한국은행 경제통계연보, 증권거래소 증권통계연보

회사채의 경우 1995년 56.5조 원에서 지난해에는 141.2조 원으로 약 2.5배 증가에 그쳤으나, 국공채의 경우는 1995년 69.5조 원에서 363.5조원으로 5배나 증가하였다. 이러한 현상은 외환위기 이후 정부가 기업에 대해 부채비율에 대한 규제를 가함으로써 그동안 주요 발행처였던 대기업들의 회사채 신규발행이 줄고, 투자위축에 따른 기업의 자금 수요 감소 및 방어경영으로 회사채 발행이 감소되었기 때문인 것으로 분석되고 있다.

1997년 이후에는 국채발행시장 및 유통시장의 하부구조에도 변화가 나타났다. '99년부터 국채발행시장에 국채전문딜러(PD, primary dealer)제도가 도입됨으로써 국채발행 물량에 대한 높은 bidding 수준이 지속적으로 유지되었다. 국채의 만기구조 장기화 및 다양화 노력으로 2000년 말부터는 만기가 10년인 장기 국채가 발행되기 시작하였고 국채종류의 표준화로 단일 발행물량도 증대되었다.

이처럼 우리나라의 채권시장이 급속히 성장하고 발행규모와 유통규모가 대폭 확대되었지만 아직까지 우리나라의 채권시장은 매우 후진적인 구조를 가지고 있다. 99% 이상의 채권이 거래소를 통한 장내 경쟁매매보다는 금융기관이나 법인 등 기관투자자간의 대량 상대매매 즉 장외거래를 통해 유통되고 있고, 채권 수요자의 80% 이상이 투신사(회사채), 은행(국공채)으로 수요기반 역시 매우 취약하다. 채권 거래가격에 있어서도 이론적으로 또는 실제적으로 장기채권이 단기채에 비해 금리가 높아야 하나 우리나라의 경우는 장기채가 단기채보다도 유통금리가 낮은 역금리현상이 발생하는 점도 우리나라 채권시장의 후진성을 단적으로 보여준다 하겠다.

2) SOC시설에 대한 민간자본 투자소요

정부는 물류비 절감과 국가경쟁력 확보를 위해 '90년대 후반 이후 SOC시설에 대한 지속적인 투자를 추진하고 있다. 그러한 정부의 노력에도 불구하고 1995~2001년 기간 중 SOC 시설에 대한 투자규모는 GDP 대비 약 2.4%에 불과하고 이

는 세계은행이 제시하는 적정 투자규모로 제시하고 있는 5% 수준에 크게 미달하는 것이다.

더욱이 2000년 이후부터는 복지예산의 증가 등으로 재정투자에서 SOC 투자가 차지하는 비중이 감소하고 있다. 따라서 SOC시설의 확충에 필요한 투자재원 부족이 발생하고 있다. 결국 정부는 수익성이 있는 SOC시설에 대한 민간투자를 통해 투자재원의 부족문제를 극복할 수밖에 없는 상황에 처해 있다. 최근에는 이러한 정부정책과 민간의 투자마인드 회복에 따라 민간자본의 참여도 활발하게 이루어지고 있으며 민간투자사업이 증가하면서 정부의 민간투자사업에 대한 지원예산도 크게 증가하고 있다. 2002년도에는 민간투자사업에 대한 지원예산이 8,766억원으로 편성됨으로서 전년 대비 216.6%가 증가하였다.

한편, 2002년 초에 수립된「중장기 민간투자계획」에 따르면 2002~2011년 기간동안 교통부문 SOC 시설에 대한 투자소요는 약 198.9조 원 규모가 될 것으로 추정[5]하고 있다. 이 중 재정을 통해 조달 가능한 재원은 약 159.2조 원 ~ 180.4조 원이고 부족한 18.5~39.7조 원의 투자자금은 민간자본의 투자를 통해 조달하는 것으로 계획하고 있다.

2. SOC 민간투자재원 조달현황

1) 민간투자사업의 총 투자규모 및 재원조달 현황

2002년 9월말 현재 우리나라의 민간투자사업은 총 128개인 것으로 조사되고 있다. 이중 국가관리사업이 37개 사업이고 주무관청이 직접 관리하고 있는 사업이 91개 사업이다. 37개 국가관리사업 중 협상대상자가 아직 지정되지 않은 영남권복합화물터미널사업과 중부권복합화물터미널사업을 제외한 35개 사업의 총

5) 이규방외 3인, 「중장기 민간투자계획 수립연구」, 국토연구원, 2001. 12., pp.13~19.

투자비 규모는 약 34조 4,381억 원이며, 주무관청이 자체 관리하는 91개 사업의 총투자비는 약 5조 6,000억 원으로서 현재 추진되고 있는 128개 민간투자사업의 총투자비 규모는 약 40조원 수준인 것으로 조사되고 있다.

<표 2-4> 국가관리사업 추진현황

구 분		사 업 명
사업자 지정된 사업 (15)	완공 (3)	○건교부(2) : 인천국제공항 고속도로('00.11), 인천공항화물터미널('00.10) ○광주시(1) : 광주 제2순환도로 1구간('00.11)
	시공중 (7개)	○건교부(3) : 천안논산고속도로(공정율 95%), 대구부산고속도로(25%), 일산-퇴계원 서울외곽순환도로(공정율 6%) ○해수부(2) : 부산 신항만 (공정율 7%), 목포 신외항 1단계 (59%) ○서울시(1) : 우면산 터널(공정율 67%) ○철도청(1) : 인천국제공항 철도 ('01.4 착공)
	착공 준비중 (5개)	○건교부(3) : 호남 복합화물터미널, 경인운하 ○해수부(1) : 인천북항 ○서울시(1) : 서울강남순환도시고속도로 ○경기도(1) : 일산대교
협약체결 협상중 (20개)		○건교부(5) : 서울-하남 경전철・부산-김해 경전철・제2연육교, 서수원오산평택고속도로・서울-춘천고속도로 ○부산시(3) : 부산-거제연결도로・부산 초읍선 경전철, 북항대교 ○경기도(1) : 인천 남동-도리IC도로 ○부천시(1) : 경인 우회도로 ○경남도(1) : 마창대교 ○인천시(1) : 용유무의관광단지 ○해수부(3) : 마산항 1단계, 울산신항만 1단계, 포항영일신항 ○서울시(1) : 서울도시철도9호선1단계 ○전라북도(1) : 전라북도 환경기초시설 ○김포시(1) : 고촌-월곶도로 ○의정부시(1) : 의정부 경전철 ○용인시(1) : 용인 경전철
사업자모집중 (2개)		○건교부 (2) : 중부권 복합화물 터미널, 영남복합화물터미널
합 계 (37개)		건교부(14), 해수부(6), 철도청(1), 서울시(3), 부산시(3), 인천시(1), 광주시(1), 경기도(2), 경남도(1), 전북도(1), 부천시(1), 용인시(1), 의정부시(1), 김포시(1)

자료 : PICKO 내부자료. 2002년 9월조사

⑴ 국가관리사업

국가관리사업은 <표2-4>에서 볼 수 있듯이 사업자가 지정된 사업이 15건이며, 실시협약체결을 위한 협상이 진행 중에 있는 사업이 20건, 사업자를 모집하는 중에 있는 사업이 2개 사업이다.

이중 사업자 모집 중에 있는 2개 사업을 제외한 35개 사업의 투자재원 조달구조를 조사한 결과 정부 재정지원금이 8조 7,940억 원(25.5%), 출자자의 자기자본 투자액이 7조 1,859억 원(20.9%), 금융기관 등으로부터의 타인자본 조달액이 17조 9,721억 원(52.2%), 그리고 기타[6]가 4,861억 원(1.4%) 을 차지하는 것으로 나타났다.

<표 2-5> 국가관리사업 총투자비 구성

	총투자비	재정지원	자기자본	타인자본	기 타
금 액(억원)	344,381	87,940	71,859	179,721	4,861
비 율 (%)	100.0	25.5	20.9	52.2	1.4

주 : 협상대상자가 지정된 35개 사업 기준

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 9월 조사

⑵ 자체관리사업

2002년 9월말 현재 주무관청이 자체 관리하는 91개 민간투자사업은 <표 2-6>과 같다. 대부분의 사업이 수도권(서울, 인천, 경기)과 부산권에 집중되어 있으며, 중앙부처 사업으로는 건설교통부의 공항시설사업과 해양수산부가의 항만시설사업이 거의 대부분을 차지하고 있다. 서울시의 경우 주차장, 부산시 등 광역시의 경우는 도로 및 터널사업, 도 및 시・군・구의 경우는 환경시설, 주차장, 관광단지사업이 주를 이루고 있다. 특히, 지자체가 관리하는 사업의 경우 환경시설(사업수의 35%)과 주차장사업(25%)이 가장 큰 비중을 나타나고 있다.

6) 인천공항철도의 1단계 운영수입 및 환차익을 말한다.

<표 2-6> 자체관리사업 현황 (총괄)

	도로 · 항만 · 공항	주 차 장	관광 · 정보	환 경
준 공 (23)	인천공항급유시설 열병합발전소 기내식 시설 지상조업장비시설 항공화물창고 인천항공기정비시설백 양터널, 수정산터널 문학산터널 공지천순환도로	서울장안동(2) 신월3동 신월4동 흑석동 호계동빌딩 경주제1공영* 경주제2공영*	해운대해저수족관 일산공원 아산온천관광지	보성소각시설* 상주소각로
공사중 (27)	목포신외항다목적부두* 광주2순환도로 3-1공구 대구범물안심도로 제2팔달로 만월산터널 철마산터널 대전천변도로 4공구* 미시령터널	반포천 (센트럴시티) 구로동, 면목동, 거여동 부산경기장노외 주차장*	중앙초교공원상가 충남각원사관광지 천안온천관광지 충북칠금관광지 충북죽도관광지 경남장목관광지	인천송도만수하수처리장* 양평군슬러지소각로* 가평군현리하수처리장 남양주진건하수처리장 이천시단월하수처리장 영도하수처리장* 가은하수처리장 전주하수처리장
공 사 준비중 (18)	-	용두유수지복개 용산동, 개봉동, 중곡동, 광장동, 독산동, 시흥본동 천호동, 불국사노외*	계룡산민속박물관 나주호관광지*	양주군하수처리장 화성시하수처리장* 동부반송하수처리장* 고흥도양하수처리장 대천하수처리장 유구반포하수처리장 왜관하수처리장*
협상중 (18)	황령3터널* 용마터널* 인천북항2-1단계* 군산비응항1-1단계* 광주제2순환4구간*	구의공원지하	국제회의시설* 만뢰산관광지	수도권매립지가스자원화 군포시대야하수처리장 고양시원능하수처리장 파주시금촌하수처리장 평택시하수처리장* 부산건설폐재중간처리시설 부산음식물쓰레기자원화시설* 검단하수처리장* 전남광역슬러지처리시설*벌교 회천하수처리장* 충북음식물쓰레기자원화시설
사업자 모집중 (3)	-	-	-	고양시벽제하수처리장* 옥과석곡하수처리장
사 업 검토중 (2)	-	-	-	파주문산하수처리장* 서천하수처리장
(91)	(23 [7]) 도로 6, 터널 8 항만 3, 공항 6	(23 [4])	(13 [2]) 관광지 8 기 타 5	(32 [14]) 하수 24, 소각 3, 자원화 3, 기타 2

주 : *표시는 민간제안사업을 말함

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 9월 조사

<표 2-7> 자체관리사업 현황 (주무부처별)

	사업수	총투자비(억원)	사 업 내 역
건교	6	5,232	인천공항시설 6
해수	3	3,981	목포신외항부두, 인천북항 2-1, 군산비응항
환경	1	901	수도권 매립지 가스지원화
서울	19	3,220	주차장 18, 터널
부산	10	9,285	터널 3, 환경 4, 주차, 국제회의, 수족관
인천	5	5,032	터널 3, 환경 2
대구	3	4,158	도로 2, 공원상가
대전	1	1,675	도로
광주	2	3,451	도로 2
경기	13	6,333	환경 12, 주차
강원	3	1,314	도로, 터널, 공원
충남	8	4,683	관광 4, 환경 3, 박물관
충북	3	1,990	관광 2, 환경
전남	6	2,363	환경 5, 관광
전북	1	493	환경
경남	1	786	관광
경북	6	942	환경 3, 주차장 3
계	91	55,839	

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 9월 조사

자체관리사업의 총투자비 중 약 75%인 4조 2,000억 원은 민간자본이고 나머지 25% 정도는 정부 재정지원금으로 조달하는 것으로 조사되고 있다. 시설유형별로는 공항시설 및 주차장사업의 경우 100% 민간자본으로 투자되고 있으며 환경시설의 경우는 중앙정부 양여금 및 지방비 지원비율이 높아 전체 사업비에서 민간자본이 차지하는 비율이 상대적으로 낮다.

<표 2-8> 주무관청 자체 관리사업 현황 (총 투자비 소요)

(단위: 억원, %)

	건수	총투자비	국 비	지방비	민 간	기 타
공 항	6	5,232	-	-	5,232 (100)	-
항 만	3	3,981	1,294 (33)	-	2,687 (67)	-
도 로	6	9,286	-	2,232 (24)	7,054 (76)	-
터 널	8	9,238	600 (6)	787 (9)	7,851 (85)	-
주 차 장	23	2,272	-	15	2,241 (99)	16
하수처리장	24	13,168	5,513 (42)	2,095 (16)	5,560 (42)	-
소각시설	4	1,263	770 (61)	76 (6)	417 (33)	-
기타환경	4	1,165	17 (2)	24 (2)	1,124 (96)	-
관 광 지	8	6,627	-	14	6,613 (100)	-
기 타	5	3,607	-	-	3,607 (100)	-
계	91	55,839	8,194 (15)	5,243 (9)	42,386 (76)	16(1)

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 9월 조사

⑶ 연도별 투자현황

한편 국가관리사업 중 공사착공을 준비중이거나 공사중인 사업, 또는 준공 후 운영중인 사업 등 사업진척도가 높은 15개 사업[7]을 대상으로 년도별 투자현황을 조사한 결과 <표 2-8>와 같이 조사되었다. 표에서 보면 '98년 이후 매년 민간투자사업의 투자비 규모가 큰 폭으로 증가하고 있으며, 공사 착공이 본격화되기 시작한 2002년부터 민간투자사업에 투자되는 투자비 증가폭이 더 두드러지고 있는 것으로 나타났다.

7) 15개 사업은 운영중인 사업 3개 사업(인천공항고속도로, 광주제2순환도로1구간, 인천공항화물터미널)과 공사중인 사업 7개 사업(천안논산고속도로, 우면산터널, 부산신항 1-1단계, 목포신외항1-1단계, 대구부산고속도로, 서울외곽(일산퇴계원)순환고속도로, 인천공항철도), 공사 준비중인 사업 5개 사업(호남복합화물터미널, 인천북항, 경인운하, 강남순환도로, 일산대교)을 말한다.

<표 2-9> 15개 국가관리사업의 연도별 투자비 현황

(단위 : 억원)

년 도	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년
투자비	5,178	8,106	10,068	7,995	20,395	26,780	31,164

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 9월조사
주1) : 국가관리사업 중 15개 사업 대상, 경상가격 기준
주2) : 2001년까지는 실적치, 2002년 이후는 투자계획상의 금액

2) 민간투자사업의 재원조달구조

SOC 민간투자사업의 재원은 크게 정부의 재정지원금과 지분투자자들에 의한 자기자본 투자 그리고 사업시행법인에 의해 조달된 타인자본 조달로 나뉘어진다. 이하에서는 이러한 민간투자사업의 총 투자비 가운데 정부 재정지원금을 제외한 총민간투자비를 기준으로 자기자본과 타인자본의 구성 및 조달형태, 각 투자기관별 투자현황 및 특성 등을 분석하기로 한다.

(1) 자기자본

우리나라의 민간투자사업은 대부분 총민간투자비의 25% 이상을 자기자본으로 투자하고 있다. 민간투자법이나 시행령에서 자기자본비율 관련 규정을 두고 있지는 않으나 대부분의 시설사업기본계획에서 총민간투자비의 25% 이상을 자기자본으로 투자하도록 요구하고 있고 민간제안사업인 경우에도 이러한 정부고시사업을 준용하여 검토, 평가하고 있기 때문이다.

실시협약이 체결된 국가관리사업 중 시설이 준공되어 운영중이거나 시공중인 사업, 그리고 공사 착공을 준비중인 15개 사업을 대상으로 조사한 바에 따르면 15개 사업의 총 자기자본 투자액은 총 4조 5,858억 원으로서 총민간투자비 대비 약 31%를 차지하는 것으로 나타났다.

다음 <표 2-10>는 조사를 실시한 15개 사업의 출자자 구성형태를 사업추진단계별로 구분해 본 것이다. 표에서 보면, 전체 사업의 자기자본 투자액 중 건설회사에 의해 투자된 금액이 3조 9,501억 원으로서 전체 자기자본 투자액의 86%를 차지하고 있고, 철도청, 수자원공사 등 공공부문에 의한 출자비율이 5.9%, 보험사 2.8%, 금융기관 등 기타 투자자가 5.1%를 차지하고 있다.

<표 2-10> 국가관리사업 중 사업진행별 출자자 구성형태

(단위 : 억원)

		자기자본	건설사	보험사	기타	공공
완 공(3개)	금액	5,198	4,272	512	413	-
	비율	100.0	82.19%	9.86%	7.95%	-
공 사 중(7개)	금액	29,135	25,721	756	1,191	1,466
	비율	100.0	88.3%	2.6%	4.1%	5.0%
착공준비(5개)	금액	11,525	9,508	32	726	1,260
	비율	100.0	82.5%	0.27%	6.3%	10.9%
합 계	금액	45,858	39,501	1,300	2,330	2,726
	비율	100.0	86.1%	2.8%	5.1%	5.9%

투자자 유형별로는 보험사의 경우 시설이 준공되어 운영중인 사업에 대한 투자비율이 다른 투자자들에 비해 상대적으로 높고, 공공부문의 경우는 착공준비중인 사업에 대한 투자비율이 높은데 이는 공공부문의 참여가 최근 들어 이루어지고 있기 때문인 것으로 분석되고 있다. 투자를 가장 많이 하고 있는 건설회사의 경우 시공에 대한 높은 관심을 반영하듯이 현재 시공 중에 있는 사업에서의 비중이 높게 나타났다[8].

8) 그러나, 현재까지는 이러한 투자자별 투자 특성이 뚜렷하다고 볼 수는 없으며, 최근 순수자본투자자의 참여가 확대되는 등 투자자 다변화 움직임이 나타나고 있어 앞으로는 사업유형별, 사업추진단계별 지분출자자 특성이 보다 뚜렷해질 것으로 예상되고 있다.

한편, 사업유형별로는 교량, 터널을 포함한 도로사업의 경우 건설사의 출자비율이 전체의 97%를 차지함으로써 거의 절대적인 비중을 차지하고 있다. 이에 반해 복합화물터미널 등 물류시설과 항만시설사업에서는 화물운송업 또는 보관업체와 해운선사 등 시설운영관련회사의 출자비중이 상대적으로 높은 대신 건설회사의 비중은 상대적으로 낮게 나타났다.

<표 2-11> 국가관리사업중 사업유형별 출자자 구성형태

(단위 : 억원)

		자기자본	건설사	보험사	기타	공공
도로/터널/교량 (8개)	금액	24,162	23,393	512	116	141
	비율		96.8%	2.1%	0.5%	0.6%
항만/운하(4개)	금액	11,724	8,514	670	850	1,690
	비율		72.6%	5.7%	7.3%	14.4%
철도(1개)	금액	9,038	7,276	118	750	895
	비율		80.5%	1.3%	8.3%	9.9%
화물터미널(2개)	금액	934	319	-	615	-
	비율		34.2%	-	65.8%	-

⑵ 타인자본(부채)

총민간투자비 중 지분투자액을 제외한 타인자본은 총민간투자비의 70% 내외를 차지하고 있는 것으로 조사되었다. 타인자본은 크게 국내 금융기관 등으로부터의 대출과 채권발행, 해외자본 조달로 구분되며, 해외자본 조달은 다시 대출과 외화채권 발행으로 구분된다.

다음 <표 2-12>은 2002년 5월 현재 타인자본 조달을 위한 금융약정이 완료된 18개 사업을 대상으로 타인자본 조달구조를 조사한 것이다. 조사대상 18개 사업의 타인자본 조달액은 총 5조 3,158억 원 규모로서 이중 국내에서 조달된 금액이 4조 9,258억 원으로 거의 대부분을 차지하고 있고, 국내에서 조달된 금액은 대출

이 약 54%, SOC채권과 ABS(Asset Backed Securities)채권 등 채권발행을 통한 투자자금 조달이 46%를 차지하고 있다.

<표 2-12> 사업별 타인자본 조달현황

(단위 : 억원)

사업명	내자		외자		계
	대출	채권	대출	채권	
인천국제공항고속도로	10,310				10,310
광주제2순환도로	1,151				1,151
대구부산고속도로	4,900	5,000	1,300		11,200
천안논산고속도로		7,300			7,300
서울외곽순환도로	4,000	5,000	1,300		10,300
대전천변고속화도로				1,300	1,300
철마산터널	340				340
백양산터널	820				820
이화령터널	470				470
목포신외항1-1단계	397				397
인천북항(1선석)	250				250
경인운하(임시방수로)	360	450			810
인천공항화물터미널(B/D)	490				490
인천공항화물터미널(C)	360				360
인천공항열병합발전소	540	1,000			1,540
안양부천열병합발전소	1,250	4,040			5,290
인천공항후기시설(B)	660				660
칠곡왜관하수처리장	170				170
합 계	26,468	22,790	2,600	1,300	53,158

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 5월 조사

18개 사업의 프로젝트금융에 참여한 대출기관별 현황을 살펴보면 다음 <표 2-13>와 같다. 먼저, 산업은행, 국민은행, 신한은행, 한빛은행 등 시중은행으로부터의 대출 또는 채권인수금액이 전체 타인자본 조달액의 66.5%로서 가장 높은

비율을 차지하고 있고 삼성생명, 교보생명 등 생명보험회사의 대출비율이 11.0%로 그 다음을 차지하고 있으며, 국민연금과 제2금융권 그리고 외자도입이 그 다음을 차지하는 것으로 나타났다[9].

<표 2-13> 프로젝트금융 참여기관별 투자액 규모

(단위 : 억원, %)

구 분	금 액		비 율
	대출	채권	
은 행	19,370	15,990	66.5%
생명보험	4,831	1,000	11.0%
손해보험	630	300	1.7%
정 부[1]	151	1,000	2.2%
제2금융권[2]	1,486	1,500	5.6%
국민연금		3,000	5.6%
외자도입	2,600	1,300	7.3%
합 계	29,068	24,090	53,158

주: 1) 광주제2순환도로 1구간사업에서 광주광역시의 대출 151억원과 정보통신부의 천안-논산간고속도로사업 ABS채권 인수금액임
2) 새마을금고연합, 신협중앙회, 국민연금, LG증권 등임
자료 : PICKO 내부자료, 2002년 5월 조사

채권발행을 통한 타인자본 조달현황은 다음 <표 2-14>과 같다. 현재까지 국내에서 채권을 발행하여 투자재원을 조달한 사업은 천안-논산간고속도로사업 등 총 7개 사업이며, 총 채권발행 규모는 2조 4,090억 원인 것으로 조사되고 있다. 발행채권은 SOC채권, 일반사채, ABS채권, 사모사채 등으로 구분되며, 단일사업으로는 천안~논산고속도로사업의 7,300억 원이 최대 규모를 기록하고 있다.

9) 최근 들어서는 손해보험사, 공제단체(군인공제, 교원공제), 연기금(사학연금, 공무원연금 등)의 대출참여도 크게 확대되고 있다.

채권은 민간투자사업의 특성에 가장 부합하는 재원조달 수단으로 인식되고 있는 가운데 최근 SOC채권, ABS채권, 사무라이본드 발행 등을 통한 투자재원 조달과 자산유동화증권 발행을 통한 재원조달 등이 활발히 모색되고 있지만 발행건수 등에 있어서는 아직 간접금융에 비해 그 실적이 미미한 수준이다.

<표 2-14> 국내 SOC사업의 채권발행 현황

(단위 : 억원)

사 업 명	발행형식	금액
- 인천공항열병합발전소	SOC채권	1,000
- 안양, 부천열병합발전소	채권	4,040
- 대구부산고속도로	SOC채권	5,000
- 천안논산고속도로	ABS채권	7,300
- 경인운하(임시방수로)	사모채권(한미은행)	450
- 서울외곽순환도로	회사채	5,000
- 대전천변고속화도로	외화채권	1,300
계		24,090

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 5월 조사

한편, 후순위채권(Subordinated debt)도 타인자본 조달의 유용한 수단으로 활용될 수 있다. 후순위채권은 형식적으로 부채이나 미리 정해진 일정요건에 따라 이자를 수취하는 대신 기업이 파산 또는 해산하는 경우 선순위채권이 변제된 뒤에 변제청구권을 행사할 수 있다. 따라서 후순위채권은 차입금과 자본금이라는 두 가지 특성을 모두 가지고 있는 이중자본(mezzanine capital 또는 mezzanine debt), 또는 준자본(quasi-Equity)이라고도 한다.

아직 우리나라는 후순위부채를 자기자본으로 인정하지 않고 있으며, 실제 후순위부채를 활용한 사례도 아직 없다. 다만, 신규사업들 중에서 후순위부채를 자금조달계획에 포함하여 제시하는 경우가 늘어나고 있는 점은 주목할 만하다.

3) 민간투자사업 참여기관별 현황

현재 민간투자사업에 참여하고 있는 투자기관 및 자산운용기관은 은행, 생명보험사, 손해보험사, 공제단체, 연기금, 신용협동조합 등 제2금융권, 해외자본 등이며 아직 투신사나 증권회사는 참여하지 못하고 있다.

(1) 은행

2002년 5월 현재 국내 은행이 지분출자를 통해 민간투자사업에 참여한 사례는 없다. 대부분 대출약정을 통해 투자에 참여하고 있다. 대출약정이 이루어진 18개 사업을 대상으로 조사한 결과 총대출 규모는 1조 9,370억 원이며 한국산업은행이 전체의 약 30%를 차지하고 국민은행과 한빛은행이 3,362억원과 2,613억원으로 그 다음이며 하나, 조흥, 신한은행이 각각 1,500억원 내외의 대출실적을 보이고 있다.

<표 2-15> 은행별 민간투자사업 대출 참여 현황

(단위 : 억원)

은행명	대출참여액	사업수	참여사업
산업은행	5,422	14	신공항고속도로, 인천공항열병합발전소 등
국민은행	3,362	6	신공항고속도로, 이화령터널 등
한빛은행	2,613	7	신공항고속도로, 안양, 부천열병합발전소 등
하나은행	1,586	4	광주제2순환도로, 칠곡왜관하수처리장 등
조흥은행	1,556	6	대구-부산고속도로 등
신한은행	1,314	5	신공항화물터미널 등
중소기업은행	868	6	신공항화물터미널, 신공항고속도로등
한미은행	578	2	신공항고속도로, 광주제2순환도로
기타	2,071	5	신공항고속도로, 광주제2순환도로 등
계	19,370		

주 : 1) 2002년 5월 현재
2) 기타는 평화·부산·서울·주택·대구·광주은행 등임
3) 대출약정 금액이므로 실제 대출 발생 액은 다를 수 있음

그러나 최근 들어서는 산업은행 등 일부 금융기관에 의한 대출독과점 형태에서 벗어나 각 시중은행의 민간투자사업 참여가 활발해지고 있으며, 대출조건 등의 경쟁 움직임이 서서히 나타나고 있다. 이러한 현상은 IMF 외환위기 이후 은행의 구조조정과 합병 등이 어느 정도 마무리되어 본격적인 투자가 가능하게 되고 민간투자사업의 투자 안정성 및 수익성에 대한 인식이 제고된 때문이며, 그밖에 기업의 설비투자 위축 등으로 마땅한 투자대상을 찾지 못하는 데도 원인이 있다.

⑵ 생명보험회사

생명보험회사는 2001회계년도 기준으로 총 운영자산이 95조 1,314억 원에 이른다. 이중 민간투자사업에 대한 대출은 2002년 5월 현재 4,831억 원으로 총 운영자산 대비 0.5% 수준이며, 참여 보험사도 삼성생명, 교보생명, 대한생명, 신한생명 등 4개사에 불과한 실정이다.

<표 2-16> 생명보험회사의 민간투자사업 대출 참여현황

(단위 : 억원)

사 업 명	삼성생명	교보생명	대한생명	신한생명	계
신공항고속도로	1,283				1,283
신공항화물터미널	120				120
서울외곽순화도로	350	350	50	100	850
대구부산고속도로	500	500	300		1,300
목포신외항	108				108
철마산터널	100	100			200
기타(5건)	770*	200**			970
계	3,231	1,150	350	100	4,831

주) * 이화령터널(100억), 안양부천열병합발전소(520억), 백양산터널(150억)
** 광주제2순환도로(100억), 인천공항후기시설B(100억)
자료 : PICKO 내부자료, 2002년 5월 조사

⑶ 손해보험사

국내 11개 손해보험회사의 총 운영자산은 2001 회계년도 기준으로 22조 792억 원 수준이며 이 가운데 SOC 민간투자사업에 대한 대출은 2002년 5월 현재 630억 원으로서 전체 운영자산의 0.3% 수준에 그치고 있다. 대출에 참여한 손해보험사도 삼성화재와 LG화재 두 회사로서 아직까지 손해보험사의 민간투자사업 참여는 매우 저조하다.

<표 2-17> 손해보험회사의 민간투자사업 대출약정 참여현황

(단위: 억원)

사 업 명	삼성화재	LG화재	계
서울외곽순환도로	100	50	150
대구-부산고속도로	100	-	100
백양산터널	100	100	200
안양부천열병합발전소	180	-	180
계	480	150	630

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 5월 조사

⑷ 해외자본

해외자본의 참여도 기대했던 것에 비해 그리 활발하지는 않은 편이다. <표 2-18>에서 볼 수 있는 바와 같이 외국인 투자가 확정된 사업은 대구-부산고속도로사업 등 총 5개 사업에 불과하며, 외국인 투자가 예정되고 있거나 투자협상이 진행 중에 있는 사업은 13개 사업으로 파악되고 있다[10].

외국인 투자가 확정된 사업은 지분투자의 경우 부산신항만사업 등 총 4개 사업에 1,041억 원이며, 외화차입 또는 외화채권 발행은 대구-부산고속도로사업과 대전천변고속화도로 사업으로 각각 1,300억원 규모이다.

10) 사업계획서를 제출하였거나 사업제안을 준비중에 있는 몇 개의 사업에서 외국인 투자자가 예정되어 있거나 투자와 관련된 협의가 진행 중에 있는 것으로 파악되고 있다.

<표 2-18> 프로젝트별 외국인 투자현황(확정)

(단위 : 억원)

사업명	출자		차입			
	출자액	출자사	차입액	투자자	외화채권	투자자
대구-부산고속도로			1,300	Mizuho		
대전천변고속화도로	60	Egis			1,300	노무라증권
부산신항만	720	CSX(홍콩)				
송도만수하수처리장	253	Vivendi				
영도하수처리장	8.4	Mitsui				
소 계	1041.4		1,300		1,300	

자료 : PICKO 내부자료, 2002년 9월 조사

<표 2-19> 프로젝트별 외국인 투자현황(추진중)

(단위 : 억원)

사업명	출 자		차 입			
	출자액	출자사	차입액	투자자	외화채권	투자자
강남순환도로			1,832	SMBC	1,030	Daiwa
부산신항만			3,500	미정		
검단하수처리시설	46	Vivendi				
광주제2순환3-1공구			900	신한멕쿼리		
마창대교	129	Bougues				
부산-김해경전철	459	Bougues				
	92	Systra				
부산경기장옥외주차장	89	Tesco	257	Tesco		
북항대교	200	Vinci				
서울외곽순환도로			1,300	UFJ		
수정산터널	837	신한멕쿼리				
제2연육교	112	AMEC	1,650	미정		
인천공항철도			2,700	MIZUHO		
전북환경기초시설	161.2	SNC-Lavalin				
소 계	5,010		12,421		1,030	

주 : 부산신항만은 크레디리오네(프), Intesa BCI(이), DZ(독), 도쿄 미츠비시(일), 하이퍼 프라인스(독) 등으로부터 각 700억원 차입 예정

자료: PICKO 내부자료. 2002년 9월 조사

실시협약 체결협상이 진행 중이거나 사업시행자가 지정될 예정으로 있는 마창대교, 부산-김해경전철사업 등에서 외국인 투자자의 지분출자 및 차입 등이 논의되고 있다. 지분출자의 경우 전북도 환경기초시설 등 9개 사업에 약 2,124억 원 규모, 외화채권을 포함한 차입은 서울외곽순환고속도로 등 7개 사업에서 약 1조 2,139억 원 규모가 협의되고 있는 것으로 조사되고 있다[11].

3. 현행 민간투자재원 조달의 문제점

1) 구조적인 문제점

이상에서 살펴 본 바와 같이 우리나라 SOC 민간투자사업의 투자재원 조달은 구조적인 측면에서 몇 가지 문제점을 가지고 있으며, 크게 두 가지로 요약된다. 하나는 사업시행자로 참여하는 출자자 즉, 스폰서가 건설업체 위주로 구성되고 있는 점이며, 다른 하나는 타인자본 역시 대출과 채권발행으로 단순화되어 있고 이 또한 일부 은행에 의해 독과점되고 있는 점이다.

실제 출자지분의 80% 이상을 건설사가 차지하고 있고 은행으로부터의 타인자본 조달이 60% 이상을 차지하고 있다는 것은 이미 분석한 바와 같거니와 이러한 구조 하에서는 민간투자사업의 효율과 재원조달의 유연성을 기대하기 어렵다. 최근 들어 보험사, 증권회사, 연기금, 공제단체 등의 참여가 증가하고 있다고는 하지만 투자전문가의 부족 등으로 그 역할을 단기간 내에 기대하기는 어렵고 사업 참여도 기존의 관행을 그대로 답습하는 경향이 있다.

우리나라의 민간투자사업은 이제 성장・발전단계에 접어들고 있다. 민간투자사업의 성장과 발전을 위해서는 민간에 의한 창의와 효율이 발휘되어야 하고 사

11) 외국자본의 투자는 지난 2000년 3월 대통령 유럽순방 시의 투자설명회, 일본 투자설명회('00.6), 미국 투자설명회('01.3), 호주・일본・영국・홍콩 투자설명회('02.6) 등을 통해 가시화되고 있으며, 우리나라의 프로젝트 성공사례가 나타나야만 보다 활발하게 이루어질 것으로 예상되고 있다.

업추진방식과 재원조달 등에서 유연성과 다양성이 확보되고 선진화가 이루어져야 한다. 이러한 것들은 투자자의 다변화와 투자재원의 다양화가 이루어져야만 가능하다. 우리나라 민간투자사업의 가장 큰 문제점으로 지적되고 있는 경쟁부재 문제도 결과적으로는 이 두 가지가 해결되어야만 가능해질 수 있다.

다른 한편으로는 경직적인 제도운영으로 민간창의와 효율, 그리고 다양성을 유인하지 못하는 구조적인 문제도 있다. 사업의 특성이나 제안내용, 투자재원의 다양성을 수용할 수 있는 제도운용이 이루어지지 못하고 있고 정부가 협약을 제대로 이행할 것인가에 대해 우려할 수 있는 조치들이 시공과정에서 나타나고 있기도 하다.

우리나라 민간투자사업의 구조적 문제점 중 다른 하나는 자본시장 특히, 금융시장의 후진성을 들 수 있다. 국가간 자본이동이 자유롭고 금리와 환율 등이 시장에 의해 결정되는 선진국형 구조를 구축하고 있으나 투자자산 운용과 관련해서는 지나치게 보수적이며 위험과 수익을 상호관계로 평가하지 않는 등 과거의 금융 우월적 사고가 아직 남아 있다.

낙후된 채권시장도 민간투자재원 조달의 구조적 문제점의 하나로 지적할 수 있다. 채권시장은 민간투자사업의 재원조달에 가장 효과적인 시장이다. 채권시장이 활성화되면 민간투자사업의 자산(자본과 부채)을 유동화하여 민간투자사업의 가장 큰 약점인 유동성문제를 극복할 수도 있다.

어떻게 보면 투자재원 다양화와 프로젝트금융기법의 선진화는 성숙된 채권시장을 전제로 하지 않고서는 달성할 수 없다[12]. 그러한 점에서 볼 때, 우리나라 민간투자사업에서의 투자재원 다양화는 아직은 어느 정도 한계를 가지고 있다고 볼 수 있다.

---

12) 이 연구에서 모색하여 제시하고자 하는 투자재원 다양화 방안의 대부분 채권시장 활성화를 전제로 한 것들이다.

2) 투자기관의 문제점

⑴ 금융기관

금융기관이 투자를 결정할 때는 투자대상의 위험에 가장 큰 관심을 가지며 위험에 대해서는 어느 누구보다 보수적이고 민감하다. 금융기관의 SOC시설에 대한 여신은 원칙적으로 일반여신과 동일하게 취급된다. 즉, SOC 대출에 대한 위험가중치가 원칙적으로 일반여신과 같기 때문에 SOC 대출이 증가할수록 BIS 자기자본비율은 낮아진다.

또한 SOC사업에 대한 대출은 회수기간이 장기이기 때문에 대출위험도이 그만큼 더 가중될 수밖에 없다. 이러한 문제점을 해소하기 위해 금융감독원은 다음과 같은 요건 하에서 SOC 대출이 이루어지는 경우 당해 대출자산에 대해 정부의 지급보증이 있는 것으로 간주하여 0%의 위험가중치로를 적용하는 것으로 유권해석하고 있다.

첫째, 정부와 민간사업자간에 체결된 실시협약에 따라 채권자인 금융기관이 당해 민간사업자가 보유한 관리운영권에 저당권을 설정하고

둘째, 만일 대출기간 중 원리금이 적시에 상환되지 않는 경우 실시협약의 한 당사자(정부 또는 민간사업자)가 그 상대방에게 당해 사업의 중도해지를 청구할 수 있으며

셋째, 해지 시 정부가 채권 금융기관에 그 채권액을 직접 지급함으로써 금융기관이 그 채권을 전액 회수할 수 있어 금융기관이 신용리스크를 부담하지 아니하는 경우

결과적으로 이러한 조건의 대출협약 및 실시협약이 체결되지 않을 경우 SOC 대출에 대한 위험가중치는 100%가 된다. 물론 은행의 입장에서 위험가중치를 고려하지 않는 전략적 선택을 통해 다양한 대출협약을 체결할 수 있고 위험이 높은 대신 고수익을 기대할 수 있는 투자대상에도 투자를 할 수는 있다. 그러나 이는 이론적으로만 가능한 것이며 현실적으로 이루어질 수 없다.

따라서 관리운영권에 대한 저당권 설정여부, 선순위채무에 대한 정부보장 여부, 해지 시 지급금 직접 지급 여부 등의 요건 충족을 조건으로 하는 위험가중치 적용보다는 각각의 대출에 대해 개별적으로 검토하여 위험가중치를 설정할 수 있는 기준을 마련하여 은행이 위험과 수익률을 동시에 고려하는 다양한 대출구조를 짤 수 있도록 하여 프로젝트금융의 유연성을 확보할 수 있도록 하는 것이 바람직할 것이다.

SOC 민간투자사업 대출에 참여하는 금융기관들이 안고 있는 또 하나의 문제는 SOC대출로 인해 경영평가등급이 악화될 가능성이 항상 존재한다는 점이다. 민간투자사업은 특성상 운영 초기에 현금흐름 부족이 발생할 가능성이 높다. 차입원리금을 상환할 수 없는 순현금흐름을 갖는 경우 자산건전성 분류상 '요주의' 이하로 분류(은행업무 감독규정 제27조) 된다. 이 경우 해당 금융기관은 대손충당금을 추가 적립해야 하고 낮은 경영평가등급을 받게 된다. 이렇듯 SOC 대출에 참여한 은행은 해당 사업의 현금흐름 부족 위험에 항상 직면하게 된다.

다행히 은행업무감독규정은 다음과 같이 여신 건별 건전성 분류를 조정할 수 있도록 하고 있어 그러한 위험이 다소 완화되고 있기는 하다. 첫째, 보증부여신은 거래기업뿐만 아니라 보증인의 채무상환능력을 평가하여 건전성을 분류할 수 있으며 이 경우 보증인의 보증채무 이행능력, 회수 가능성의 제약여부 등을 충분히 고려한다[13]. 둘째, 정부 및 지방자치단체 등이 보증한 여신은 거래기업의 건전성 불량에도 불구하고 정상으로 분류가 가능하다[14].

⑵ 연기금

연금기금의 경우 SOC 투자를 제약하거나 한정하는 투자자산운용규정은 없다. 그러나 SOC 투자를 담당할 전문가가 부족하고 수익률 제고 등에 대한 특별한 인센티브가 없어 주식과 채권에 투자하는 기존의 자산운용방식을 답습하고 있는

13) 이러한 이유로 SOC사업 대출에서는 금융기관과 출자자간에 보증계약을 추가하는 경우가 많았다.
14) 정부의 최소 운영수입 보장이 실시협약에서 규정되고 그 보장액이 여신액을 초과하는 수준이라면 SOC민자법인에 대한 프로젝트여신은 정상으로 분류될 수 있다.

점이 가장 큰 걸림돌이 되고 있다.

연기금은 지금까지 채권 등 현금화가 쉬운 상품에 대한 투자가 일반적이었고, 투자수익에 대한 면세혜택을 이미 누리고 있기 때문에 위험하거나 경험하지 못한 새로운 자산운용방식을 선택하는데 유인이 없었다. 자산운용의 제1의 원칙은 안전성 즉, 부실채권이 발생하지 않도록 하는 것이다. 자산운용자가 새로운 투자대상을 개발하여 고수익을 실현한다 하더라도 조직특성상 해당 자산운용자에게 별도의 인센티브를 제공하기 어렵다. 결과적으로 자산운용자는 새로운 투자대상을 찾아 적극적으로 투자할 필요성을 느끼지 못하는 것이다.

한편 연기금들이 SOC 사업이나 부동산 투자는 위험하다고 막연하게 인식하는 점도 걸림돌로 적용하고 있다. 투자자문을 하는 사람이나 자산운용자 대부분이 증권전문가와 채권전문가로 구성되어 있어 SOC사업과 프로젝트 파이낸싱에 대한 이해와 관심, 전문성도 부족하다. 더욱이 인센티브 없이 운용자산 부실에 대한 책임 추궁만 따르기 때문에 고수익보다는 확정수익이 보장되는 안전한 투자대상만을 찾는 구조적 문제점도 가지고 있다.

또한, 연기금의 SOC 투자가 법령이나 규정상 자산운용대상으로 명확히 규정되어 있지 않기 때문에 성공사례가 없는 한 적극적인 참여가 어렵고 연기금을 관할하는 주무관청과 감사원 등이 사실상 자산운용에 대한 직간접 간여를 하고 있기 때문에 자산운용자들의 독자적 판단에 의한 자율적 투자가 제약받는다고 보고 있다.

⑶ 공제단체

공제단체들도 연기금과 마찬가지로 제도적으로 SOC 사업에 대한 출자 및 대출 등의 자산운용상이 제약되지는 않는다. 다만, 공제단체는 형식상 회원의 자율가입형태를 띠기 때문에 투자수익률이 저조하거나 자산운용 부실이 발생할 경우 회원탈퇴 → 자산규모 축소 → 기금 부실화로 이어질 수 있다고 주장한다.

그러나 실제로는 그러한 표면적인 이유보다도 SOC 사업에 대한 경험과 인식

부족, SOC 사업에 자산을 투자하고 관리할 수 있는 전문가 부족이 더 큰 요인으로 작용하고 있다. 그러나 최근 들어서는 에는 군인공제회[15], 교원공제회[16] 등을 중심으로 시설이 운영중인 민간투자사업을 인수하거나 투자비를 대출하는 등의 참여가 활발해지고 있다. 공제단체들은 주로 터널사업과 같이 소규모 프로젝트의 지분을 인수하거나 출자 또는 대출컨소시엄에 참여하는 방법을 활용하고 있다.

⑷ 해외자본

해외투자자는 국내 투자자와 크게 두 가지 관점에서 차이가 있다. 하나는 국내 투자자들이 거의 느끼지 못하는 우리나라의 국가위험을 높게 인식한다는 것이며, 다른 하나는 외화자본 투자에 따른 환위험에 노출된다는 것이다. 이러한 특성으로 인해 외국투자자가 실제 투자를 하기까지는 많은 시간이 소요되고 있고 협상조건도 매우 구체적이고 실질적이다.

정부나 공동투자를 원하는 국내 투자자들은 외국투자자들에게 자본적 투자를 원하고 있으나 외국 투자자들은 반대로 자본투자보다는 기술자문, 금융자문 등 컨설팅과 기계・장비・설비공급 등에 비중을 두고 있어 서로의 needs에 차이를 보이고 있는 점도 투자가 활성화되지 못하는 요인으로 작용하고 있다. 자본투자인 경우에도 외국투자자는 장기 투자보다 시설 준공이후 상황에 따라 조기에 투자비를 회수할 수 있는 장치를 요구하고 있는 점도 투자가 기대했던 것보다 작은 이유로 작용하고 있다.

투자에 다른 환위험을 적절히 회피할 수 있는 헷징장치가 마땅치 않은 점도 외국자본의 투자가 활발해지지 못한 원인으로 작용한다. 우리나라 원화는 기축통화로서 기능하지 못하기 때문에 헷징비용이 높고 그로 인해 외국자본의 저금리 효과를 전혀 거둘 수 없게 된다. 현재는 국내 금리가 낮기 때문에 외화자금의

15) 군인공제회 : 대구 국우터널(개통), 문학산터널(공사중), 용마터널(협상중)
16) 철마산터널 등

표면금리가 낮다 하더라도 보험료, Swap 비용 등을 감안할 경우 총비용이 원화보다도 높은 결과가 나타나기도 한다. 현재 우리나라에 투자하고자 하는 외국투자자들은 국가위험, 환위험 등을 감안할 때 ROE(Return on Equity) 20%, IRR(Internal Rate of Return) 18% 내외의 투자수익률이 보장되어야 한다고 보고 있으나 이는 국내 자본투자자들이 요구하는 투자수익률보다 4%~5% 정도 높은 수준이다.

외국인 투자를 통해 선진기술과 선진 금융기법을 습득할 수 있는 이점이 있고 투자자를 다변화하고 투자재원의 다양성을 추구하여 국내 투자자들과의 건전한 경쟁 및 연계투자를 유도할 수 있는 장점을 가질 수 있기 때문에 가능한 한 많은 해외자본을 유치할 필요가 있다. 그러나 국내 자본이 풍부하고 해외자본이 국내자본에 비해 경쟁력이 낮은 상태에서 무리한 해외자본 유치는 오히려 부작용을 초래할 수 있다.

따라서 당분간은 기계·설비 등의 공급이 가능한 사업과 기술적으로 협력이 필요한 사업, 그리고 재원조달과 관련된 선진금융기법의 활용 측면에서 외국인 투자자의 SOC 사업 참여가 이루어질 수 있도록 하고 외국인 투자자가 사업적인 필요에 의해 투자에 참여할 수 있도록 투명한 사업추진이 이루어질 수 있도록 하는 여건을 조성하는데 초점을 두는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

CHAPTER 3

민간투자사업의 활용 가능재원 분석

이 장에서는 먼저 투자자산 운용기관의 자산운용 일반원칙을 검토하고 민간투자사업에 대한 투자가 이러한 자산운용원칙에 부합하는지의 여부를 살펴본다. 그리고 다음으로 민간투자사업에 활용 가능한 재원에는 어떠한 것들이 있으며 각각의 재원들은 어떠한 특성과 제약요인들이 있는지를 분석한다.

민간투자사업에 활용 가능한 재원에 대한 분석은 크게 두 가지 관점에서 접근하였다.

첫 번째는 현재 건설회사 중심으로 이루어지고 있는 투자자 편중문제를 해소할 수 있는 방안을 모색한다는 관점에서 SOC 민간투자사업에 지분투자할 수 있는 재원으로는 어떠한 것이 있는가를 살피고, 각각의 재원들이 가진 특성과 민간투자사업 활용 시의 장단점을 분석하였다.

두 번째는 프로젝트금융 즉, 타인자본 조달에 활용 가능한 재원조달방법에는 어떠한 것이 있으며, 각각의 방법들이 가진 장단점을 분석하였다.

그러나 민간투자사업에 활용 가능한 재원들은 지분투자용, 대출 등 타인자본용으로 명확히 구분되어 있지 않다. 따라서 이러한 분석은 지분투자에 활용할 수

있는 재원이 무엇이고 타인자본으로 활용할 수 있는 재원이 무엇인가로 구분하여 분석하는 것은 의미가 없게 된다. 따라서, 이러한 분석은 첫째, 민간투자사업에 투자할 수 있는 자산을 운용하는 각 기관들이 지분투자에 참여하는 방법이 무엇이며 대출, 채권인수 등과 같은 방법으로 프로젝트금융에 참여할 수 있는 방법이 무엇인지를 살펴보는 것이 될 것이며 두 번째는 펀드를 조성하여 투자하거나 주식 또는 각종 채권을 발행하여 재원을 조달하는 등의 재원조달에 이용할 수 있는 금융상품과 금융기법에는 어떠한 것이 있고 장단점은 무엇인지를 살펴보는 것이 될 것이며 이러한 방법들을 투자자 다변화와 투자재원 다양화 측면에서 분석하였다.

이를 위해 이 연구에서는 현재 SOC 사업에 투자하고 있는 은행 등 금융기관과 보험회사・공제단체・연기금 등이 운용하고 있는 투자자산을 활용할 수 있는 방법, 다양한 금융상품을 통한 투자신탁회사・증권사 등의 SOC사업 참여 가능성, 기타 투자펀드의 참여 가능성 및 장점, 각종 구조화채권 등 채권상품 개발과 활용 가능성, 해외자본의 활용방법 등에 대해 분석하였다.

1. 투자자산 운용의 일반원칙 및 민간투자사업과의 부합 여부

1) 투자자산 운용의 일반원칙

투자자산이란 투자수익을 목적으로 특정 투자대상에 투자하기 위한 자산이다. 이러한 투자자산을 운용하는데 있어서는 투자한 자산을 손실 없이 회수할 수 있도록 해야 하는 안전성원칙 등 다섯 가지 일반원칙이 적용된다. 투자자산을 운용하는 데는 일반적으로 안전성원칙, 유동성원칙, 건전성원칙, 수익성원칙, 공공성원칙 등 5가지 일반원칙이 적용된다.

⑴ 안정성원칙

안정성원칙이란 투자자산이 채권보전에 지장이 없고 안전하고 확실하게 회수될 수 있도록 운용되어야 한다는 원칙이다. 대부분의 투자자산은 일반 국민들의 예탁금에 의해 조성된다. 따라서 예탁자 보호 차원에서도 투자자산은 반드시 안전하게 회수되어야 하며 이는 투자자산 운용기관이 지켜야 하는 최산위의 자산운용원칙이기도 하다. 투자자산의 안전성을 지키기 위해서는 투자대상 사업의 사업성이 높아야 하고 차입자의 차입금 상환능력과 담보, 보증, 운용자산의 회전율, 사업의 현금흐름 등을 고려해야 한다.

안정성을 평가하기 위한 재무비율지표로는 국제결제은행(BIS)이 정한 위험가중자기자본비율이 가장 보편적으로 사용된다. 투자자산 운용기관들은 자신이 운용하는 자산에 대해 위험가중치에 따라 대손충당금을 적립하여야 하며, 투기적 자산운용을 감독 규제하기 위하여 각 자산운영기관의 유형에 따라 자산운용방법과 자산운용 대상별 적립비율을 정하고 있다.

⑵ 유동성원칙

투자자산을 운용하는 기관은 예탁된 금융상품의 인출에 대비하여 적정 수준의 유동성(liquidity) 즉, 현금 또는 현금 가능자산(cash equivalent assets)을 보유하여야 한다. 또한 고객에 대한 공신력을 유지하기 위해 기본적으로 지급능력 또는 청산능력(solvency)[17]을 갖추어야 한다.

유동성을 확보한다는 것은 현금 유・출입을 사전에 파악하고 예상치 못한 현금유출에 대비(Ex: 법정지불준비금)한다는 것을 의미한다. 최근에는 유동성 개념이 고객인출에 대비하는 것에서 고객의 대출요구 및 효율적 자산운용에 신속하게 대응하기 위한 것으로 전환되고 있다.

17) 청산능력이란 투자자산 운용기관이 영업을 중단하는 경우 자금 예탁자 등 이해관계자들에 대한 채무를 변제할 수 있는 능력을 의미한다.

⑶ 건전성원칙

투자기관은 계산된 투자위험을 부담하고 이에 상응하는 자산운용수익을 추구한다. 건전성원칙이란 투자자산의 위험을 적정수준으로 확보해야 하는 원칙을 말한다. 투자위험에는 채무불이행위험(default risk)과 시장위험(market risk)이 대표적이다. 채무불이행위험은 신용위험이라고도 하는데 IMF 외환위기 이후 개인과 기업의 도산이 급증함에 따라 채무불이행위험을 해소할 수 있는 장치가 더욱 중요하게 인식되고 있다.

민간투자사업에서의 채무불이행위험은 협약상대방의 협약내용 불이행이 대표적이고 시장위험으로는 운영수입 변동, 이자율 변동, 물가변동, 환율변동, 주가변동 등이 있다. 투자자산 운용기관은 건전성원칙에 따라 자산을 운용해야 하며 직면하는 위험에 대한 적절한 회피전략을 수립하여 시행해야 한다.

자산운용의 건전성을 확보하기 위해서는 대출대상자에 대한 사전조사 및 대출심사를 철저히 하며, 대출분산 등 적절한 포트폴리오 전략을 구사할 필요가 있다. 또한 시장위험에 대비하기 위해 선물, 옵션 등 파생상품을 활용한 헷징전략이 필요하다.

⑷ 수익성원칙

투자자산을 운용함에 있어 수익성원칙은 안정성원칙만큼이나 필수적이다. 수익성을 확보할 수 없다면 투자에 참여한 주주들에 대해 적정수준의 배당금을 지급할 수도 없으며 종업원들에 대한 후생복지 향상도 어렵게 된다.

일반적으로 수익성은 유동성 및 안정성과 상반된 관계(trade-off)를 띠고 있다. 대체로 수익성이 높은 자산운용은 유동성과 안정성이 낮으며 유동성과 안정성이 높은 자산운용은 그만큼 수익성이 떨어지게 된다. 은행 등 투자자산을 운용하는 기관은 단기적으로는 유동성과 안정성을 유지하며, 장기적으로는 수익성을 도모하는 자산운용전략을 구상하게 된다.

⑸ 공공성원칙

공공성원칙이란 투자자산 자체가 일반인들의 예탁금에 의해 조성되므로 자산운용기관의 경영방침 및 경영성과는 공익에 부합하여야 한다는 원칙이다. 투자자산 운용은 다수의 고객과 관련되어 있으므로 일차적으로는 고객들의 이익과 이해관계가 우선시 되며 투자수익이외에 국가경제에 대한 기여, 그리고 자금의 조달과 투자수익의 배분과정 등도 공정성이 확보되어야 한다.

2) 자산운용원칙과 민간투자사업의 관련성

투자자 다변화 및 투자재원 다양화 방안을 모색하기 위해서는 SOC 민간투자사업에 대한 투자가 앞서 살펴 본 다섯 가지 자산운용원칙에 부합하는지를 분석해 볼 필요가 있다. 투자기관의 입장에서 보면 SOC 사업은 여러 투자대상 중 하나에 불과하고 투자자산 운용원칙에 부합하지 않을 경우 투자에 참여할 이유가 없기 때문이다.

⑴ 안정성원칙과 민간투자사업

현행 민간투자제도는 민간투자자에 대한 여러 가지 보장장치를 두고 있다. 협약체결 이후 무상사용기간동안 수익률이 고정되고 정부에 의한 최소운영수입 보장, 선순위채무 보장, 환위험 분담, 불가항력 등에 의한 매수청구권 보장, 산업기반신용보증에 의한 신용보강 등이 그것이다.

정부가 이처럼 다양한 보장장치를 두고 있는 이유는 민간투자를 통해 건설되는 시설이 공공재이며 국민 모두가 이용하는 공용시설이기 때문이다. 이러한 정부의 보장장치는 민간투자사업에 대한 민간투자를 가장 안전한 투자대상의 하나로 만드는 것으로 평가되고 있으며 투자자 귀책으로 인한 특별한 문제가 발생하지 않는 한 투자비를 회수하지 못하는 일은 발생하지 않는다고 볼 수 있다.

⑵ 유동성원칙과 민간투자사업

민간투자사업에 대한 대출은 장기의 Project Financing으로서 유동성을 확보하는 데는 다른 투자대상에 비해 불리한 조건을 갖고 있다. 투자자금을 회수하는데 장기간이 소요되는 특성으로 인해 인프라사업에 투자된 자금은 비유동성자산으로 분류된다. 그러나 실제 인프라 민간투자사업은 현금흐름(Cash Flow)이 비교적 명확하고 기복이 심하지 않기 때문에 투자기관이 적절한 자산운용계획을 세운다면 유동성을 확보하는데 문제가 없을 뿐만 아니라 채권시장의 활성화와 대출채권의 유동화 등이 이루어진다면 유동성 부족문제는 충분히 극복 가능할 것으로 판단된다.

최근의 민간투자사업들을 보면 아직 운영수입이 발생하지 않는 사업이라 할지라도 수익성이 있는 사업을 개발하여 운영수입을 기대하는 타 기관에 지분을 매각하여 투자비를 회수하는 사례도 많으며 사업시행자가 가지고 있는 시설 관리운영권을 담보로 한 SOC채권을 발행하여 대출금을 회수하는 등의 방법으로 유동성을 확보하는 사례도 많이 나타나고 있다.

⑶ 건전성원칙과 민간투자사업

민간투자사업은 앞서 밝힌 바와 같이 신용위험, 시장위험 등에 대한 정부보장이 그 어떤 투자대상보다도 많은 사업으로서 자산운용의 건전성이 가장 높은 투자대상이라고 할 수 있다.

⑷ 수익성원칙과 민간투자사업

주식투자, 채권투자, 부동산 담보대출 등 다른 투자자산 운용방법에 비해 민간투자사업은 비교적 높은 수익률이 보장되고 있다. 지금까지 실시협약이 체결된 사업들의 경우 사업수익률이 15% 내외를 기록하고 있고 최근(2002.10월 기준)에 협상이 종결된 사업들만 하더라도 평균수익률이 14%(명목) 내외에 이르고 있는데 반해 중단기 금융상품의 투자수익률은 5%내외의 수준에 머물고 있다[18].

⑸ 공공성원칙과 민간투자사업

민간투자사업은 정부의 부족한 인프라 투자재원을 보완할 뿐만 아니라 다중이 이용하는 공공재이다. 따라서 현재 상품으로 나와 있는 투자대상 중 가장 공공성이 높은 투자대상이라 할 수 있다.

SOC 민간투자사업은 정부가 담당하여야 할 사회간접자본시설 투자를 민간자본에 의해 시행하는 것이기 때문에 투자로 인해 국가경제의 성장과 발전, 그리고 국가경쟁력 강화에 이바지한다는 측면에서 다른 어떤 투자대상보다도 공익성이 높다고 볼 수 있다. 또한 사업추진절차에서도 재무적·사회적 효용을 감안한 경제적 타당성에 기초하여 사업이 추진되고 있고 공정한 경쟁과 합리적 협상과정을 거치고 있는 점에서도 공공성이 높다고 할 수 있다.

2. 자기자본으로 조달 가능한 재원

최근 건설공사가 완공된 SOC 민간투자사업의 출자사들은 해당사업의 관리운영권을 매각하거나 자신이 보유한 출자지분을 매각하는 방법으로 투자비를 회수하고자 하고 있다. 이에 대해 각 주무관청들은 시설의 질과 운영에 대한 책임성 문제 등을 이유로 그에 대한 거부감을 나타내고 있다.

이러한 현상은 1차적으로 출자사의 대부분이 건설사로 구성된 데 기인한다. 건설사는 특성상 내부유보자금이 충분하지 않고 별도의 투자자산을 운용하지도 않는다. 따라서 민간투자사업에 대한 투자비는 대부분 외부로부터 차입하는 형태를 띠고 있다. 건설사 입장에서 보면 시설이 준공된 이후에 투자한 부채자산을 계속 보유해야 할 이유가 없게 된다. 출자지분을 계속 유지하는 경우 모기업의 재무구조에 나쁜 영향을 미치기 때문이다. 결과적으로 자신이 가지고 있는 지분을 매각하여 부채를 상환하거나 다른 대상에 투자하는 것이 바람직하게 된다.

18) 2002년 11월1일 기준 CD수익률(91일) 4.94%, 국고채수익률(3년) 5.31%, 회사채수익률(3년) 5.93%

즉, 건설사들이 민간투자사업의 관리운영권 즉, 출자지분을 장기 보유하기는 건설업체의 특성상 매우 어렵다.

제2장에서 분석한 바와 같이 우리나라 민자사업은 이러한 구조적인 문제점을 가지고 있다. 이러한 문제점을 해결하기 위해서는 장기 투자가 가능한 재원들이 지분투자자로 참여할 수 있는 기반과 여건을 조성하는 것이 무엇보다도 중요하다. 그러나 건설사 중심의 출자자 구성의 틀을 깨지 않는 한 이러한 문제는 지속적으로 발생될 수 있다.

이러한 문제는 투자자 다변화를 통해서만 해결할 수 있다. 재무적 목적의 투자자 즉, 중장기 투자자산 운용기관인 연기금, 공제단체, 보험사 등이 참여하고 은행 등 금융기관의 경우도 장기 운용이 가능한 자산의 일부를 지분출자 형태로 투자할 수 있다. 또한, SOC사업에만 투자하는 펀드를 설립하여 일반인들이 간접적으로 민자사업에 참여하는 방법도 있다.

투자자 저변이 확대될 경우 사업추진과정에서 경쟁이 보다 활성화될 수 있고 그로 인해 정확한 사업성 검토와 평가, 공사비 등 비용산정의 투명성을 기할 수 있고 사업비 절감효과도 기대할 수 있다. 이러한 효과는 결과적으로 정부의 건설분담금 지원규모 또는 사용료 인하효과로 나타나게 되고 운영기간동안의 정부보조금 지급 부담을 더는 효과도 얻을 수 있다.

1) 주식(Stocks) 공모 및 증자

주식공모란 주식시장에 등록・상장시켜 일반대중으로부터 투자자본을 모으는 재원조달방식으로서 IPO(Initial Public Offering)방식이라고도 한다. 공모에 의한 주식발행과 증자를 통한 투자자금 조달은 타인자본과 같이 원리금 상환의무가 없고 사업시행자의 자기자본비율을 높여 안정적인 사업추진에 도움이 된다는 점에서 가장 이상적인 재원조달방법의 하나라고 할 수 있다.

그러나 현실적으로는 SOC 민자사업법인이 자신의 명의로 주식을 발행하여 상장하거나 증자하는 방식으로 시장으로부터 재원을 조달하는 데는 현실적인 어려움이 따르고 있다. 그 이유는 우리나라가 투자자 보호를 위해 엄격한 기업공개요건을 적용하고 있기 때문이다.

별도의 특수법인으로 설립된 민자사업법인이 주식을 발행하여 기업을 공개하기 위해서는 첫째, 법인 설립 후 5년이 경과할 것 둘째, 소액주주 1,000명 이상으로 주식 분산이 이루어질 것 셋째, 최근 3년간 영업이익을 실현했을 것 등의 요건을 갖추어야 한다.

그러나, 민자사업의 경우 법인설립 직후부터 건설에 필요한 대규모 자본이 소요되고 건설이 완료된 이후라 하더라도 운영초기에 영업이익을 실현하기 어려운 구조적 특성을 가지고 있으며, 주주 분산도 현실적으로 어렵게 되어 있다. 그러한 기업공개요건에 부합하지 못하는 한계점 이외에도 단기간 내에 수익이 발생하지 않음으로써 단기 투자수익 발생을 원하는 주식투자자의 요구에 부합하지 않는 점, 사업구조가 복잡하여 개인 투자자가 주주로 참여하기 어려운 점, 출자 이후 추가적으로 부담해야 할 의무가 상존하는 등의 문제로 인해 일반적인 방식으로 기업을 공개하여 주식을 발행하고 증자하는 방식으로 재원을 조달하기는 어렵다고 볼 수 있다.

그러한 한계에도 불구하고 민간투자사업에서도 공모주 발행을 통한 재원조달을 모색할 수는 있다. 신용평가기관의 평가를 통해 일정 등급이상의 투자등급을 받게 되면 기업공개 요건이 대폭 완화된다. 발전사업과 같이 비교적 판매가격이 정해져 있어 안정적인 수입구조를 가질 수 있는 사업은 공사가 완료된 이후에 소정의 조업수준과 수입만 확보되면 상장자격을 얻을 수 있다. 도로사업 등도 이와 같은 방법으로 상장자격을 획득할 수 있다.

따라서 사업시행자는 이러한 점을 감안 타인자본 조달을 위한 금융약정을 체결할 때, 증자 등을 통해 차입금을 조기 상환할 수 있도록 조기상환에 필요한 금융조건을 확보해 두는 것이 바람직하다.

2) 순수 재무적 투자자의 참여

⑴ 순수투자자 참여의 의의

① 재무적 투자자의 참여 필요성

건설업체 등과 같은 전략적 투자자(strategic investor)가 아닌 순수한 재무적 목적으로 투자자(financial investor)가 민자사업의 출자자로 참여하는 의의는 다음과 같다.

첫째, 재무적 투자자는 자본수익을 목적으로 하기 때문에 사업계획에서 사업종료 때까지 전 기간에 걸친 사업의 안정성과 수익성 등에 근거하여 투자여부를 판단하고 투자를 실행한다. 따라서 준공 때까지의 시공이윤에 초점을 맞추는 건설업체들의 투자의사 결정과는 접근방법이 다르다.

둘째, 재무적 투자자들은 기본적으로 사업의 장래 안정성 확보를 중시하기 때문에 가능한 한 사업비를 줄여 사용료를 낮추고자 하는 유인을 가진다. 즉, 비용구조를 최소화함으로써 자신이 가지고 있는 관리운영권의 가치를 높이고자 한다. 이러한 속성은 건설단계 및 운영단계에서의 민간의 창의와 효율을 유도할 수 있고 결과적으로는 정부의 재정적 부담 또는 사용자의 부담을 경감시키는 효과를 가져다 준다.

셋째, 재무적 투자자들간 출자지분 매각 또는 인수가 활발하게 이루어져 민간투자사업 자체가 자본시장에서 하나의 투자상품이 될 수 있다. 민간투자사업은 시장에서 거래되지 않는 한 장기간동안 투자비를 회수하기 어려운 구조적 결함을 가지고 있다. 건설사들은 출자지분 매각과 시장에의 판매 등에서 한계를 가질 수밖에 없기 때문에 재무적 투자자들이 사업 전체를 관리하고 건설사들은 시공에 참여하는 바람직한 적절한 역할 분담이 가능하게 된다.

② 재무적 투자자 참여 제약요인

현재 우리나라에서 순수 재무적 투자자들이 민간투자사업의 출자자로 적극 참여하지 못하고 있는 이유는 다음의 몇 가지로 정리해 볼 수 있다.

첫째, 현행 민간투자사업에서 결정되고 있는 사업수익률은 자기자본 수익률이 민간투자사업의 위험을 충분히 반영하지 못한다고 본다[19]. 특히, 장래 금리수준이 현재와 같이 지속적으로 안정세를 유지할 것인가에 대한 불안감을 가지고 있다. 따라서, 순수 재무적 투자자들은 변동금리 적용이 가능하고 차입금에 대한 정부보장이 이루어지는 선순위대출에 더 큰 매력을 느끼고 있다.

둘째, 교통수요 등 장래 운영수입의 불확실성에 대한 우려가 크다. 비록 실시협약을 통해 적정한 자기자본수익을 달성할 수 있는 추정현금흐름을 확보할 수 있다 하더라도 운영단계에서 그러한 추정현금흐름이 현실적으로 이루어질 것인가에 우려하고 있다.

셋째, 프로젝트금융에 대한 인식전환이 아직 미흡하다. 은행을 포함한 우리나라의 여신기관들은 새로운 투자대상을 발굴하고 타당성을 분석하여 투자여부를 결정하는데 익숙하지 않다. 지금까지 여신기관은 누구에게 얼마를 대출해 주고 채권회수를 위해 어떠한 담보를 설정할 것인가에 관심을 두어왔었기 때문이다.

넷째, 순수 재무적 투자자가 출자자로 참여하여 사업을 주도한다 하더라도 완공지연이나 공사비 초과위험은 자신이 부담하지 않고 통상 시공자에게 전가할 필요가 있는데 그로 인해 공사비 등을 생각했던 것보다 낮게 결정하기가 쉽지 않을 것으로 예상하고 있다.

다섯째, 완전 비소구금융(non-recourse financing)이 어려운 인프라사업이 있고, 출자자가 우발채무(contingency)를 부담해야 하는 경우도 발생할 수 있다. 따라서 재무적 투자자들은 그러한 위험에 노출되는 것보다는 대출을 통해 채권자 지위를 확보하는 것이 더 안전하다고 생각한다.

---

19) 재무적 투자자는 건설회사와 달리 배당 또는 자본이득이외의 다른 방법을 통하여 투자수익을 증가시킬 수 있는 수단이 없다.

여섯째, 인프라펀드 등 펀드를 조성하여 참여하는 경우 일반적인 재무적 투자자가 가지는 제약요인과 함께 펀드 자체의 특성으로 인한 제약이 따른다. 예를 들어 폐쇄형펀드인 경우 존립기간이 단기이기 때문에 건설이 요구되는 신규사업(greenfield project)인 경우 투자대상으로서 적합하지 않을 수 있으며[20], 존립기간이 없는 개방형펀드라 하더라도 펀드 투자자가 원하는 때에 해당 지분을 언제라도 매각하여 상환할 수 있어야 하는데 지분매각이 제약을 받을 수도 있다. 이를 위해서는 시장에서 주식매각이 가능해야 하나 인프라사업의 경우 일반적으로 운영이 정상화되기 이전까지는 공사비 초과에 대한 추가출자, 운영기간중의 일정범위내의 자금보충약정(Cash Deficiency Support) 등의 부담이 있기 때문에 시장에서 주식이 자유롭게 매매되지 못하는 경우도 생길 수 있다.

마지막으로 연기금, 공제단체, 보험사, 신용협동조합 등 중장기 투자자산을 운용하는 기관투자자들의 경우 인프라사업에 대한 경험과 전문성 부족 등으로 과연 인프라사업에 출자자로 직접 참여할 것인가를 결정하기가 용이하지 않다.

이러한 다양한 제약요인이 존재함에도 불구하고 SOC 민간투자사업은 순수 재무적 투자자들이 주도적인 역할을 할 수밖에 없으며 재무적 투자자의 참여 없이는 원활한 사업추진과 사업성공을 기대하기도 어렵다. 자본수익을 목적으로 하는 순수투자자들을 출자자로 참여시키기 위해서는 후순위채를 활용한 투자수익의 조기 확보, 사업계획 평가방법의 개선, 출자지분의 자유로운 거래를 보장하는 등의 다양한 방안들이 모색되어야 한다. 이에 관하여는 다음 제4장에서 자세하게 다룰 것이다.

⑵ 순수 재무적 투자자 관점에서의 위험

순수 재무적 투자자의 참여를 확대하기 위해서는 그들 관점에서 어떠한 위험들이 민간투자사업에서 발생할 수 있는지를 분석해 보아야 한다. SOC 민간투자사업에는 건설위험, 운영위험, 수요와 관련된 시장위험, 이자율 변동위험, 인플레

20) 현재 설립되어 있는 인프라펀드는 폐쇄형으로 펀드의 존립기간이 10년이다.

이션위험, 유동성위험, 규제 및 정치적 위험 등이 존재한다. 따라서 순수 재무적 투자자들도 이러한 위험에 똑같이 직면하게 된다.

① 건설위험

건설위험이란 계획된 공사기간 내에 설계된 내역(spec)대로 시설을 완성할 수 없는 위험이다. 건설위험은 대부분 설계상의 결함이나 자연재해 등 불가항력, 시공사의 시공능력 부족, 보상지연 등에 따른 공기지연 등을 들 수 있다. 지분투자자의 경우 일반적으로 건설과 관련된 위험은 어떠한 경우라도 부담하지 않는 것을 원칙으로 한다. 그러나 사업비 초과나 준공지연 등은 출자자들에게 직접적인 영향을 미치게 되고 때로는 출자자들의 추가부담으로 나타나기도 한다.

우리나라의 경우 대부분의 출자자가 건설사이기 때문에 건설위험이 곧 출자자 자신의 위험이 되기도 하기 때문에 시공에 더 큰 관심을 가지는 장점이 있으나, 사업자와 시공자라는 상반된 이해충돌이 내부적으로 발생하는 문제도 있다. 그러나 순수 재무적 투자자의 비중이 높아지면 사업자와 시공사간의 역할과 기능은 현재와 같은 틀에서 벗어나게 될 것이며, 대부분의 건설위험을 시공자가 부담하는 구조로 전환될 수 있다.

② 운영위험

운영위험은 시설을 유지보수, 관리, 운영하는 과정에서 발생되는 위험을 말한다. 가장 큰 위험은 시설물의 질 저하로 유지보수비가 증가하거나 운영관리비용이 증가하는 것이다. 운영경험 부족으로 운영효율이 떨어지는 것도 운영위험에 속한다. 도로사업의 경우를 예로 들면 우리나라는 시설 운영방법이나 요금체계를 탄력적으로 조정하기 힘들기 때문에 사업시행자가 다양한 시설운영방식을 적용하는데 제약이 따른다. 반면 외국의 경우 교통량을 증가시키기 위해 속도제한(Speed Limit)을 차별화 하거나 통행시간, 통행량 등에 따라 요금을 차등화하거나 정기이용자 또는 월간 이용횟수에 따라 적용요금을 차별화하는 방법으로 시설을

운영하는 유연한 구조를 가지고 있다.

③ 수요관련 위험

수요관련 위험은 시설 이용자에 대한 예측이 실제와 달라짐으로써 발생되는 위험을 말한다. 실제 고도로 정밀한 수요예측을 한다 하더라도 추정 수요와 실제 수요간에는 차이가 발생하기 마련이며 그 위험은 원칙적으로 사업시행자 즉, 투자자가 부담하게 된다.

따라서 투자자들은 이러한 위험을 회피하고자 자체적으로 전문가팀을 두거나 외부 전문회사에 의뢰하여 수요를 추정하거나 추정수요를 검증하고 있다. 다행히 우리나라는 최소운영수입을 보장하는 체제를 갖추고 있기 때문에 수요 추정의 불일치로부터 발생되는 위험은 상대적으로 낮다고 할 수 있다.

④ 이자율 변동위험

이자율 변동에 따른 위험도 기본적으로는 사업자인 출자자가 부담해야 하는 부분이다. 투자비의 70%~80%가 타인자본에 의해 조달되기 때문에 이자율 변동은 사업성에 절대적 영향을 미친다. 이러한 위험을 회피하기 위해서는 고정금리를 적용한 자금차입계약을 결정하거나 이자율 변동에 대비한 별도계정을 운영하는 등의 방법으로 해소할 수 있다.

⑤ 인플레이션위험

인플레이션위험은 물가가 당초에 예상했던 것보다 크게 변동함으로써 발생하는 위험이다. 이러한 인플레이션위험은 이자율 변동위험과도 밀접한 관련을 갖고 있다.

우리나라의 경우 소비자물가 상승률 범위 내에서 매년도 사용료를 조정하도록 하고 있어 이론적으로는 물가변동에 따른 위험이 없으나 물가가 급격히 상승하는 경우 공공시설의 특성상 사용자의 저항 등의 이유로 사용료에 물가변동 분을

그대로 적용할 수 없는 문제가 발생할 수 있다.

⑥ 유동성위험

유동성위험이란 투자비를 곧바로 현금화할 수 없는 위험을 말한다. 자산의 유동성은 기대수익과 밀접한 관련을 가진다. 유동성이 낮으면 그에 대한 보상으로 기대수익 즉, 이자율이 높고 유동성이 높은 경우에는 그 반대이다. 재무적 투자자들은 일반적으로 유동성을 중시하는 투자를 한다.

유동성 확보에 가장 유리한 상품은 수단이 주식과 채권이다. 그러나 민자사업 법인은 시장에 곧바로 주식을 상장하기 어렵고 상장된다 하더라도 수익구조가 복잡하여 일반인 대상의 거래에도 제약이 따른다. 그러한 문제를 해소하기 위해서는 민간투자사업 전용펀드를 설립하여 일반인들이 간접적으로 투자할 수 있도록 하고 펀드를 주식시장에 상장하는 방법으로 환금성을 높일 수도 있다.

⑦ 정책 변경 또는 정치적 위험

정책변경 또는 정치적 위험은 사업자에게 부여된 관리운영권에 기한 권리 및 각종 정부지원 사항이 제대로 이행되지 못하는 위험이다. 투자자의 권리와 의무는 모두 실시협약을 기초로 한다. 그런데 만약 실시협약이 정치적인 이유나 정부의 정책변경으로 인해 제대로 이행되지 못하게 되면 투자자는 손실을 입을 수도 있고 극단적으로 파산할 수도 있다. 따라서 순수 재무적 투자자들은 협약의 내용이 법률적으로 얼마나 잘 작동할 수 있는가? 그리고 정부가 협약을 얼마나 잘 이행할 것인가에 매우 민감하다.

⑶ 순수 재무적 투자자의 투자방식

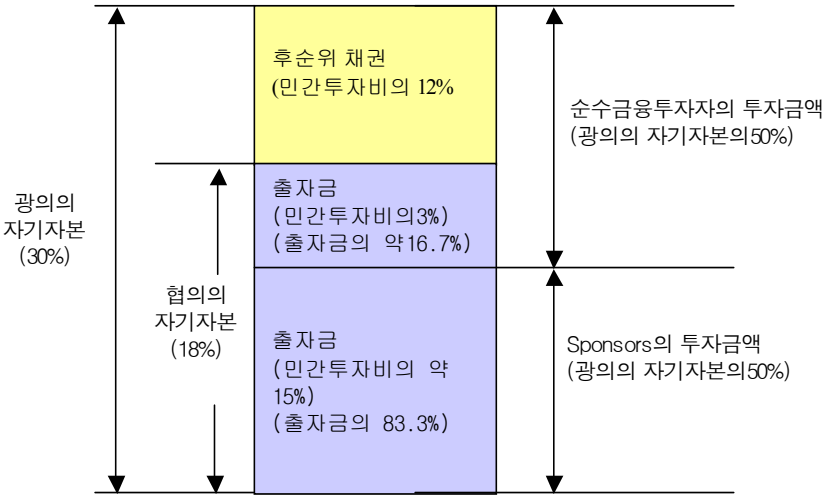
현재 국내 순수 재무적 투자자들이 사업 전체기간 동안 기대하는 투자수익률(ROE)은 약 15%~20% 수준인 것으로 알려지고 있으며, 해외 투자자들은 이보다 3%~4% 정도 높은 것으로 알려지고 있다. 이들 순수 투자자들은 또한 건설중인

사업의 지분이나 채권을 인수하는 경우 평균 10%~11% 수준의 수익률을 요구하는 것으로 알려지고 있다. 채권의 경우는 운영기간 중 주식으로 전환할 수 있는 권리도 보유하고 싶어한다.

출자자로 참여하는 조건으로서 금융기관 차입금에 대해 완전비소구금융일 것을 요구할 뿐만 아니라 우발적 위험이 발생하는 경우에도 추가적인 자금부담을 면제받고 싶어한다. 이러한 복잡한 요구조건이 적절히 충족되어야만 투자할 수 있다고 하는 등 지분출자에 대해서는 여전히 보수적이고 폐쇄적이다. 그 가장 큰 이유는 사업성 및 투자비 회수에 대한 불안감이지만 민간투자사업의 구조를 제대로 이해하지 못하고 전문성이 부족한 것도 이유의 하나이다.

다음 <그림 3-1>은 순수 재무적 투자자가 민간투자사업에 참여하는 경우 설정할 수 있는 투자대안을 예시한 것이다. 그림은 순수 투자자들이 자기자본(출자금+전환사채 발행액)의 50%를 인수하고, 나머지 50%는 다른 출자자(Sponsors)가 참여하는 구조이다.

<그림 3-1> 순수 재무적 투자자의 투자대안 설정(예)



순수 투자자가 이러한 구조로 참여하는 경우 투자자금은 과거의 자본금 선투입방식과 달리 전략적 투자자로 구성된 스폰서들이 채권을 발행하고 이를 순수 투자자가 인수하는 방법으로 자금투입스케쥴을 만들 수 있다. 즉, 1단계에서는 전략적 투자자인 출자자의 출자금이 투입되고, 2단계에서는 사업시행자가 발행한 전환사채를 순수 투자자가 인수하여 자금을 투입하며, 3단계에서는 출자자와 순수 투자자가 비례(Pro rata)적으로 출자하여 재원을 조달하는 구조를 만들 수 있다.

한편, 금융기관으로부터의 차입금은 1단계 출자가 완료한 시점 이후부터 자금을 인출할 수 있도록 하고 정부의 재정지원금은 건설공사의 기성실적에 따라 투입하거나 1단계 출자가 완료된 이후부터 투입하는 등의 방법으로 주무관청의 재원조달계획에 따라 협상을 통해 결정하면 될 것이다. 이러한 구조로 자금 투입스케쥴을 구성할 경우 똑같은 조건 하에서 순수 재무적 투자자의 투자수익률을 제고할 수 있게 된다. 채권 인수에 따른 수수료로서 건설기간 중 순수 재무적 투자자의 출자금에 대한 수익의 일부를 보전해 줄 수도 있으며, 예상 물가상승율과 실제 물가상승율 차이로 인한 과도한 추가 자기자본 투입도 조정할 수 있다.

3) 후순위부채의 활용

⑴ 후순위부채의 의의

사업초기 단계에서부터 재무적 투자자를 참여시키기 위해서는 운영수익이 발생하지 않는 건설기간 중에도 투자자금에 대한 수익의 일부를 제공할 수 있는 재원조달구조가 마련되어야 한다. 재무적 투자자들은 전략적 투자자들과 달리 수익률보다는 현금흐름을 가장 중시한다. 따라서 일정기간동안 투자에 따른 현금유입이 없는 투자대안을 선택하기가 매우 어렵다. 이러한 문제를 해소할 수 있는 대안 중 하나는 재무적 투자자들이 준자본(Quasi-equity) 형태로 투자할 수 있도록 하는 것이다.

가장 대표적인 준자본 형태의 투자방식은 후순위부채 형태로 자금을 조달하는 것이다. 후순위부채란 일반대출금 등 선순위채무보다 사업의 자산 및 현금흐름에 대한 청구권 순위가 낮은 부채를 말한다. 후순위채권은 원칙적으로 부채이기 때문에 원리금 상환청구권을 가지지만 원리금 청구권 순위가 가장 낮기 때문에 자본금과도 같은 성격을 갖는다. 따라서 파산, 청산 등에 있어 자본금보다는 위험이 작지만, 다른 부채에 비해 위험이 높은 특성을 가진다.

후순위채권은 선순위채권보다는 높은 위험을 부담하는 대신 그에 상응하여 높은 이자를 요구하는 것이 일반적이다. 후순위채권은 자본금과 같이 채무를 상환한 뒤에 배당을 통해 투자수익을 회수하지 않고 대출초기부터 이자를 수취할 수 있는 장점을 가진다. 또한, 후순위채권은 일반 대출 등에 참여하는 선순위채권자들에게 안정감(Comfort)을 제공함으로써 대출 및 채권발행을 용이하게 하는 효과도 가져다 준다.

⑵ 후순위부채의 활용 필요성

투자자 다변화 및 투자재원 다양화는 결과적으로 얼마나 많은 순수 재무적 투자자들이 참여하느냐에 달려 있다. 건설사 등 전략적 투자자들에 의한 출자자 구성 및 대출, 채권발행을 통한 타인자본 구성이라는 단순구조 하에서는 투자자 다변화와 투자재원 다양화를 이룰 수 없다. 건설사 중심의 민자사업 추진이 현실적으로 한계가 있다는 것은 이미 언급한 바와 같다. 순수 재무적 투자자의 참여 확대 없이는 민간투자사업에서 경쟁을 기대하기 어렵다. 시공이나 운영과정에서의 효율도 기대하기 어렵다.

후순위부채는 자기자본과 같은 하나의 재원조달 수단에 불과하고 프로젝트금융에서 매우 일반적으로 이용되는 금융기법의 하나이다. 후순위부채와 관련하여 현재 논란이 되고 있는 문제의 핵심은 후순위채권 관련제도를 도입할 것이냐 아니냐가 아니라 순수 재무적 투자자들이 후순위채권을 활용할 수 있도록 자기자본비율을 낮출 수 있을 것인가 하는 것이다. 이에 대해서는 다음 4장에서 구체적

으로 언급할 것이나 한가지 분명한 사실은 순수 재무적 투자자의 참여 확대를 위해서는 자기자본비율에 대한 규제완화를 통해 순수 재무적 투자자의 참여 확대를 꾀할 필요가 있다는 것이다.

⑶ 현행체계 및 문제점

대부분의 민자사업에서는 총민간투자비의 25% 이상을 자기자본으로 조달하도록 하고 있다. 준자본 성격을 가진 후순위채권을 활용하기 위해서는 1차적으로 이와 같은 자기자본비율이 적정한 수준인가 하는데 대한 검토[21]가 필요하다.

정부가 총민간투자비의 25% 이상을 자본금으로 납입하도록 하고 있는 이유는 대부분의 출자자가 건설사로 구성되고 있다는 점에서 설득력을 가진다. 즉, 출자자들이 시공이윤을 통해 투자비를 회수하는 경우 사업의 실패를 고스란히 정부가 떠 안게 되기 때문에 이를 방지하기 위해서는 일정수준 이상의 자기자본비율 규제가 필요하다는 것이다.

그러나 자기자본비율 규제를 통해 안정적인 사업추진 또는 사업 성공을 달성하는 데는 한계가 있으며 효과적인 수단도 아니다. 건설사인 출자자는 자기자본비율 규제를 받는 만큼 건설과정에서 투자비를 회수할 수 있는 방안을 찾게 될 것이기 때문이다. 따라서 얼마나 자연스럽게 이러한 문제를 해소할 수 있는가가 중요하다.

시공이윤을 축소하기 위해서는 무엇보다 경쟁을 통해 공사비 절감 등의 효율이 나타나야 하고 순수 재무적 투자자의 참여 확대를 통해서만 이의 실현이 가능하다. 그러나 아직까지 자기자본비율의 적정성에 대한 정부의 검토나 이에 대한 명확한 입장표명이 이루어지지 않음으로써 후순위차입금 처리에 대한 논란이 계속되고 있고 순수 재무적 투자자들이 사업 참여를 망설이는 요인으로 작용하고 있다.

---

21) 현재 재무적 투자를 희망하고 있는 사람들이 제기하고 있는 것처럼 후순위차입금의 자본금 인정여부는 문제의 본질에서 약간 벗어난 논의이다.

4) 펀드를 통한 재원조달

⑴ 일반 상업펀드의 활용

① 펀드 운영의 장점

일반적인 투자활동에서 펀드를 운영하는 가장 큰 장점은 각 개별 투자자로부터 다양한 형태의 자금을 투자목적에 맞게 모집할 수가 있고 각 개별 투자자가 각기 투자활동을 하는 것에 비해 펀드 운영회사의 전문성과 독립성을 기할 수 있으며, 여러 프로젝트에 대한 분산투자를 통하여 투자위험을 최소화할 수 있다는 점이다. 또한 개별 투자자에게는 한계가 있는 다양한 투자대상 선택과 대상사업에 알맞은 투자구조(Structure)를 만들 수 있을 뿐만 아니라 최적의 금융조건(Financing Scheme)을 개발하여 투자가치(Value)를 극대화할 수 있다는 장점도 있다.

② 펀드의 위험요소

펀드 역시 민자사업이 가지고 있는 유동성 부족위험과 국가위험, 이자율 변동위험, 환위험 등이 있으며 특히, 투자대상 국가가 개도국 또는 저개발국가인 경우에는 국가위험(Country Risk)과 투자 원리금의 적기 회수, 환전 위험이 크게 나타난다.

③ 일반펀드의 지분참여

일반펀드가 민자사업에 참여하는 데는 다음과 같은 어려움이 따르며, 이러한 점을 종합적으로 판단해 볼 때, 일반 펀드를 조성하여 SOC사업에 지분 출자하기는 매우 어려운 것으로 판단된다.

첫째, 주식형펀드는 만기가 길어야 3년이고 대부분은 1년 미만으로 매우 짧다. 채권과 달리 주식은 만기가 존재하지는 않으나 유통시장이 잘 발달되어 있어 언

제나 환금할 수 있고 주식시장 자체가 단기투자 중심으로 움직이기 때문에 장기형 주식펀드를 조성하는 예가 많지 않다. 따라서 주식형펀드는 SOC 민자법인의 주식이 시장에서 활발히 유통되는 여건이 조성되지 않는 한 활용하기가 용이하지 않을 것으로 판단된다.

둘째, 일반 기업의 주식은 영업실적 등에 따라 주식가격의 변동이 매우 심하다. 따라서 주식 투자자들은 배당수익이외에 주식가치 상승에 따른 자본이익을 기대한다. 그러나 SOC 민자사업법인의 주식은 추정수입의 120% 이상을 실현할 수 없기 때문에 경영실적이 획기적으로 개선되거나 악화되지 않는 특성을 가진다.

셋째, 주식 투자의 투명성 확보를 위해 일반 기업들의 경우 거래소시장이나 코스닥시장 공시를 통해 경영성과를 밝히고 있으나 SOC 민자사업 법인의 경우 자본비용 절감을 위한 재차입 등 이외에는 그러한 기업공시를 할만한 요건이 거의 없기 때문에 일반 투자자의 관심을 끄는데 한계가 있다.

⑵ 인프라 전용펀드(Infra Fund)

민간투자법 제41조의 규정에 근거하여 현재 한국인프라투융자회사(자산규모 2,200억원)가 설립・운용되고 있다. 이 투융자회사는 증권투자회사법에 의한 증권투자회사로 운영되고 있으나 지난 2000년 12월 캐나다의 CDPQ와 공동 투자약정 체결한 것 이외에 인프라사업에 대한 투자실적이 없다. 인프라 전용펀드가 조성되지 못하고 조성된 펀드의 투자실적도 부진한 이유는 아직 우리나라 금융시장이 펀드가 활성화될 만큼 성숙되지 못한 때문이기도 하지만 펀드설립과 관련된 제도적 뒷받침이 부족한 것도 하나의 원인이 되고 있다.

민간투자법 제43조는 인프라펀드의 자산운용 범위를 사회간접자본시설을 시행하는 법인의 출자 및 융자, 사회간접자본시설을 시행하는 법인이 발행하는 채권의 인수로 한정하여 규정하고 있다. 따라서 펀드가 민간투자사업 이외에 다른 사업을 대상으로 다양한 포트폴리오를 구성하지 못하는 약점이 있다. 그러나 그

보다 더 중요한 요인은 SOC 투자자금을 조달할 수 있는 다양한 금융상품 즉, 구조화채권(Structured Bond) 등을 이용한 재원조달이 원활하지 못하기 때문에 이러한 금융상품을 이용하여 펀드를 설립할 수 있는 증권사와 투신사 등이 인프라 민간투자사업에 참여하지 못하고 있다.

한편, IMF 이후 신용등급이 낮은 기업들의 자금조달을 위해 인가된 투신사의 비과세 고수익 투자신탁상품이 있다. 이 상품은 투자 부적격등급에 30% 정도를 투자하더라도 비과세 혜택이 주어지는 상품이다. 펀드자산의 100%를 투자등급에 투자하지 않고 일부분만 투자한다 하더라도 펀드의 이자소득에 대해 비과세 혜택이 주어진다. 따라서 자산의 일정비율(예: 70%) 이상을 SOC관련 대출 및 채권에 투자하는 펀드에 대해 세제혜택을 부여한다면 다양한 형태의 투자펀드가 조성될 수 있으며, 다양한 상품개발이 가능한 증권사와 투신사의 참여도 활발히 이루어질 수 있다.

⑶ REITs의 활용

① REITs의 의의 및 장점

REITs란 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산이나 부동산관련 증권에 투자하고 그 수익을 투자자들에게 배당방식으로 분배하는 회사형 부동산투자신탁을 말한다. REITs는 주식회사로서 증권투자회사법상의 뮤추얼펀드와 상법상의 일반주식회사의 중간영역에 해당하는 회사이나 뮤추얼펀드에 더 가깝다.

REITs는 2001년 7월 1일부터 시행된 부동산투자회사법 규정에 의해 설립·운영되며, 주식발행으로 모집한 자금을 부동산에 투자, 운용하여 얻은 수익을 투자자에게 배당하는 간접 투자기관이지만 한시적인 paper company가 아니라 영속기업인 점에서 뮤추얼펀드와 차이가 있다.

일반적으로 투자자가 부동산에 직접투자는 것보다는 REITs를 통해 간접 투자하는 경우 각종 조세감면과 전문가에 의한 대규모 투자자산 운용 등으로 직접

투자보다 수익성이 우수하며, 안전하고, 유동성을 확보할 수 있는 장점이 있다. 부동산투자회사법에 의하면 REITs가 투자할 수 있는 대상으로는 부동산이외에 지상권, 임차권 등 부동산 사용에 대한 권리가 포함되어 있다. 따라서 SOC 사업 시행자가 가진 관리운영권도 일정기간동안 시설을 무상으로 사용·수익할 수 있는 용익권의 하나이며 담보로 제공되기 때문에 REITs에 편입 가능한 자산이라 할 수 있다.

② REITs의 활용

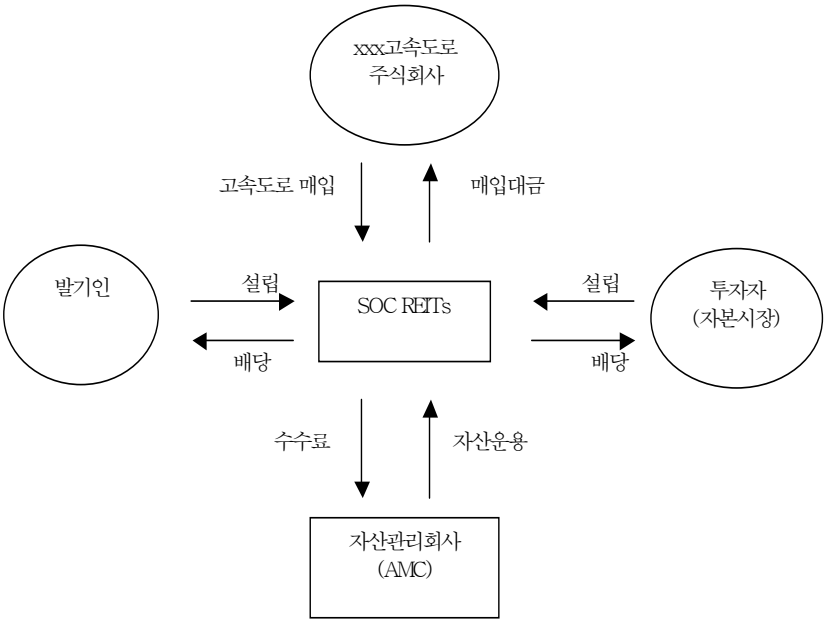
REITs를 SOC 민간투자사업에 활용하는데 어려움은 크게 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, REITs 투자자에 대해 수익을 어떻게 보장할 것인가? 둘째, 투자기간이 장기인 문제를 어떻게 해결할 것인가? 셋째, 투자원금 보장을 어떻게 확보할 수 있을 것인가 하는 것이다.

수익보장과 관련하여 REITs는 정기적인 현금흐름을 기초로 하고 있기 때문에 이자를 받는 채권과 유사하다. 따라서 SOC 민간투자사업에 활용하기 위해서는 정기적이고 안정적인 현금흐름을 확보가 가장 중요하다. 그런데 이같은 안정적인 현금흐름은 신용보증기금이나 금융기관에 의한 Credit Line 설정을 통해 가능하다.

부동산 REITs의 경우 그 기간이 5년이 주종을 이루며, 일반펀드의 경우는 1년 이하가 주를 이루고 있다. 따라서 최소 10년 이상의 장기투자가 필요한 SOC사업에 활용하기 위해서는 이러한 투자기간 불일치(mismatching)문제를 해결할 수 있는 방안이 모색되어야 한다.

REITs 투자자에게는 안정적인 배당금 이외에 투자원금을 안전하게 회수할 수 있는가가 중요한 관심사이다. 이를 위해 CR-REITs의 경우 REITs 투자자의 원금보장을 위해 REITs에 부동산을 처분하는 회사가 일정기간 또는 일정한 요건이 충족되는 경우 REITs가 보유하고 있는 당해 부동산을 적정가치로 매입할 수 있음을 보장하는 put-back option을 제공하기도 한다.

<그림 3-2> SOC-CR REITs 구조(예)



5) 프로젝트금융투자회사

(1) 도입 배경 및 기대효과

정부는 내수 진작을 통한 경기활성화를 목적으로 특별법 형태로『프로젝트금융투자회사(Project Financing Vehicle : PFV)법(안)』의 제정을 발표하고 구체적인 작업을 진행해 왔으나 법안이 국회를 통과하지 못하고 있다. 정부가 이 법을 제정하고자 했던 이유는 프로젝트금융을 활성화하여 사업성(Viability)이 있는 개별 프로젝트 및 해당 프로젝트를 추진하는 기업의 신용위험을 법적으로 분리하고자 하는데 있었다. 즉, 법 제정을 통해 특수목적회사(Special Purpose Company : SPC)

의 설립근거를 마련하는 한편, 특수목적회사의 설립 및 운영과정에서 나타날 수 있는 금융 및 세제상의 제약요인을 해소하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

이하에서는 정부가 마련한 PFV법(안)의 주요 내용을 살펴보고 PFV를 통한 민간투자사업 투자재원 조달 가능성에 대해 분석해 보기로 한다. PFV법은 기업에 대한 신용위험 부담으로 인해 금융기관이 사업성이 있는 프로젝트에 대한 자금지원이 소극적으로 이루어지는 것을 개선하는 것을 기본목적으로 하고 있다. 특히 내수 진작효과가 크고 프로젝트단위의 사업 추진이 가능한 주택건설, 설비증설, SOC시설의 구축 등에 대한 금융 및 세제지원을 활성화하는 것을 주요 목적으로 하고 있기 때문에 법이 제정되는 경우 대규모단지의 공동주택 건설과 민간투자방식의 SOC시설 확충에 효과적일 것으로 전망하고 있다.

<표 3-1> 현행 Project Company와 PFV의 비교

구 분	PC(Project Company)	PFV(Project Financing Vehicle)
실 체	○상법상 주식회사 ○사업시행자로서 프로젝트 추진 및 운영에 대한 법률상의 주체	○PFV법상의 paper company ○사업의 법률상 주체이지만 사업시행은 자산관리자에 위탁
목 적	○프로젝트 자산·부채 별도관리 ○대규모 차입에 따른 재무구조 악화방지 목적	○출자자와의 신용분리 목적 ○자금조달(금융)이 주 목적
존속기간	○금융기관이 대출금회수 이후에도 프로젝트 관리가 필요한 경우 계속 존속 가능	○일정기간 후 배당을 위한 해산·청산 * 계속 기업에 대해서는 세제혜택등 부여 곤란
배당제한	○금융기관이 배당을 통제	○일정률 이상 배당 필요(세제지원의 요건)
감 독	○금융기관(대주)가 차주(PC)의 사업수행을 감독하고 자금관리 ○대주단과 차주의 자율적 계약	○금융기관이 출자자등이 되어 사업수행을 감독하고 자금관리 ○법률로 최소한의 요건 법정화 ○감독기관의 감독 수반
추가차입	○사업계획 시점에서 필요자금 조달계획등 확정 ○차입한도 제한은 없지만 회사채발행시 상법(자기자본 4배)적용	○사업계획 시점에서 필요자금 조달계획등 확정 ○차입한도(자기자본 10배)를 설정하는 대신 상법상의 회사채발행한도 규제 배제 ○이익참가부사채 발행 허용

참고 : 김문희, “프로젝트금융투자회사법안(강운태의원 대표발의) 검토보고”, 재정경제위원회,2001.12

<표 3-2> 프로젝트금융투자회사법(안)의 주요 내용

요 건	주 요 내 용
대상사업	• 프로젝트 금융의 수행에 한정 • 대상 사업/업종의 구분 없이 광범위하게 지원 • 장기간 대규모 사업에 한정(2년 이상으로 정관 명시)
설 립	• 금융감독위원회 등록제 • 한시적 페이퍼 컴퍼니 • 금융기관의 일정 비율(10%) 이상 출자 의무화 • 사모만을 인정(주주 수 50인 이내) • 최저 납입자본금 50억원 이상의 주식회사(상장 불가)
업무내용	• 자산의 매입/취득, 관리, 운용 및 처분 • 자금 차입 및 사채 발행 • 이에 부수되는 계약의 체결
자산운용/ 자금관리	• 프로젝트금융계획서·업무위탁계약서에 따라 자산 운용 • 자금 관리 업무의 자금관리사무수탁회사 위탁 - 신탁업법에 의한 신탁겸영 금융기관
존립기간/ 해산요건	• 존립 기간은 등록일로부터 2년 이상 • 해산 요건 법정화 - 사업 목적 달성, 존립 기간의 만료, 주주총회의 해산 결의, 파산, 등록 취소 등
자산관리회사 (AMC)	• 출자자(사업주, 금융기관) 또는 출자자 단독 또는 공동 설립의 주식회사 - PFV 등록의 주요 조건(실질적인 등록제) - 자산의 관리·운용 및 처분 업무 수행 - 6개월 단위로 이사회에 자산 운용 내역 등 보고 의무 • 고유 계정과 위탁 계정의 분별 관리 • 손해 배상 책임(연대 책임 가능)
자금 차입/ 사채 발행	• 차입 허용(프로젝트금융계획서에 자금 조달 계획 확정) • 사업 목적 부합시, 사채 발행 허용(자기자본 10배 이내) - 사채, 이익참가부사채의 발행 허용
금융/세제지원	• 대도시에 법인 설립시, 등록세 일반세율(0.4%) 적용 • PFV에 현물 출자시, 취득세(2.0%)·등록세(3.0%) 면제 • 배당 가능 이익의 90% 이상 배당시, 법인세 면제 • 금융기관의 출자 및 투자 제한 규정 배제 - 은행의 출자 한도 제한, 보험사의 재산운용 제한, 종금사의 투자 제한 적용 배제 • 은행의 자회사 신용 공여 한도 산출시, PFV 배제 • 계열사 적용 기준 완화
감독	• 금융감독위원회의 최소한 감독 시행: 자료 제출/보고 요구 및 심사 - 위반 사항의 시정 조치, 업무의 전부/일부 정지, 등록 취소 등

자료 : 한국금융연구원, 「프로젝트금융투자회사법(가칭) 제정 추진방향」, 2001.
재정경제부, 「프로젝트금융투자회사법안」, 의안번호 1213, 2001. 11
----------, 「프로젝트금융투자회사법 요강」, 2001. 11.

⑵ 프로젝트금융투자회사의 설립 및 운영

PFV법(안)의 주요 내용을 설립요건 및 운영요건, 그리고 PFV에 대한 금융 및 세제지원 등 주요 항목별로 세분하여 살펴보면 다음과 같다.

① 설립요건

PFV는 기본적으로 2년 이상의 존립기간(정관 명시)을 갖는 한시적인 특수목적회사(SPC)이다. 등록 당시의 최저 납입자본금은 50억원 이상인 상법상의 주식회사이어야 하며, 금융감독위원회의 등록을 필요로 한다. 특히 PFV의 발기인 중에서 1인 이상은 금융기관(일반은행, 산업은행, 수출입은행, 중소기업은행, 증권회사, 보험회사, 종합금융회사, 기타 시행령에서 허용하는 금융기관)으로서 금융감독위원회에 해당 PFV의 등록을 신청할 당시 일정비율(10%) 이상의 납입자본금을 출자하여야 한다.

기타 법률에서 규정하고 있는 은행, 보험회사, 종합금융사 등 금융기관의 PFV에 대한 출자한도 제한, 재산운용 제한 및 투자 제한 등에 대하여 특례[22]를 인정함으로써 PFV에 대한 금융기관의 적극적 출자를 유도하고 있다.

② 운영요건

PFV는 기본적으로 한시적 명목회사(Paper Company) 형태의 SPC이다. 따라서 각각 자산관리회사(Asset Management Company: AMC)와 자금관리사무수탁회사에 의해 자산관리·운용 및 처분업무와 자금관리업무를 수행하게 된다. 자산관리회사는 PFV 출자자 또는 출자자가 설립한 상법상 주식회사로서 위탁받은 자산을 고유재산과 구분하여 관리하여야 하며 업무 소홀로 인해 PFV에 손해를 발생시킬 경우에는 연대하여 손해배상책임을 진다. 자금관리사무수탁회사는『신

22) 금융기관의 출자 제한, 운용 제한 및 투자 제한에 대한 현행 규정을 살펴보면, 『은행법』 제37조 제1항 및 제2항은 은행이 타회사의 의결권을 갖고 있는 주식의 15%를 초과하여 소유하는 것을 금지하고 있다. 『보험업법』 제19조는 보험회사가 비상장 주식을 취득하는 것을 원칙적으로 금지하고 있으며, 『종합금융회사에 관한 법률』 제17조는 종합금융사의 유가증권 투자 한도를 자기자본의 범위 이내로 설정하고 있다.

탁업법』에 의한 신탁업을 겸업하는 금융기관인 신탁 겸업은행으로서 자산관리회사의 책임과 동일하게 자산구분 및 연대 손해배상책임을 갖는다.

설립 당시부터 소요자금의 전부를 출자방식으로 조달하기 어려운 PFV의 특성을 감안하여 사업 수행 과정에서 외부 차입을 통하여 자금을 조달하도록 허용하고 있다. 다만, 외부 차입에 따른 레버리지가 너무 클 경우 사업내용의 건전성을 저해할 수 있으므로 자금 차입에 대한 일정한 제한이 설정된다. 또한 PFV는 자기자본의 10배를 초과하지 않는 범위 내에서 프로젝트 수행을 위한 사채 발행이 가능하며 현재 상장법인 및 코스닥 등록법인에게만 허용되고 있는 『증권거래법』에 의한 이익참가부사채를 발행할 수 있도록 상법상의 예외를 인정하는 것을 포함하고 있다.

⑶ PFV에 대한 금융・세제 지원

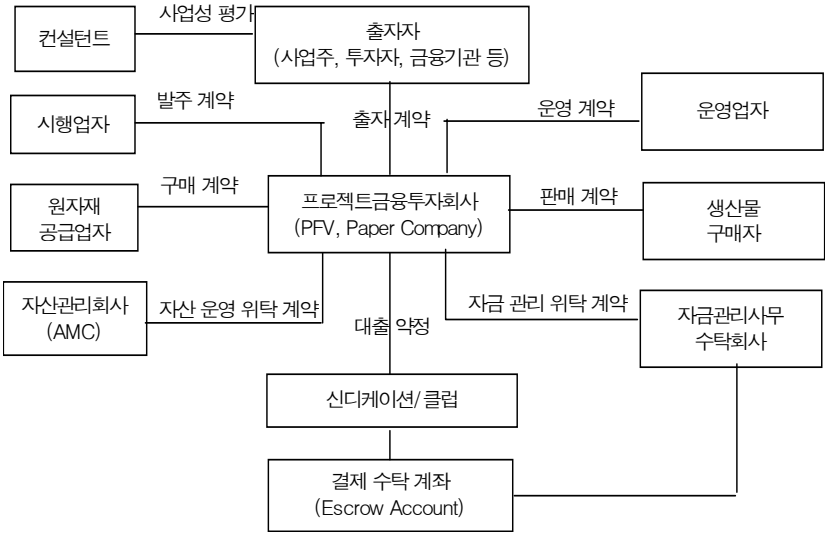
PFV에 대한 지원사항의 기본골격은 다른 SPC와 관련된 법률에서 규정하고 있는 금융・세제상의 지원기준 및 범위에 준하여 지원을 허용한다는 점이다. 먼저, 세법상의 지원은 PFV가 대도시에 설립될 경우 등록세에 대하여 중과세율(1.2%) 대신 일반세율(0.4%)을 적용하고, PFV에 대한 현물 출자는 취득세(2%) 및 등록세(3%)가 면제되며 PFV가 배분 가능한 이익의 90% 이상을 투자자에게 배당할 경우 법인세가 면제될 수 있도록 하고 있다.

금융관련 제한의 완화사항을 살펴보면 먼저 금융기관의 출자에 대한 제한규정이 배제되고 은행이 자회사에 대한 신용공여의 한도를 산출할 경우 PFV를 대상 적용에서 배제하며 계열사의 적용기준을 완화하기 위하여 연결재무제표 작성대상에서 제외하도록 하는 것을 골자로 하고 있다.

이러한 PFV법의 주요 내용에 기초하여 PFV의 구조를 도해하면 <그림 3-3>과 같이 나타낼 수 있다. PFV의 주요 특징은 프로젝트금융에 의하여 자금이 조달되는 현행 민간투자사업의 구조와 비교할 때 ①금융기관의 출자자 참여 의무화, ② 명목회사 형태의 SPC, ③ 자산운영의 AMC 일괄위탁 등에서 차이를 보이고 있

다.

<그림 3-3> PFV의 일반구조



3. 타인자본 조달 가능재원

민간투자사업의 재원조달 수단으로 금융기관 대출에 의한 간접금융이 한계를 보이는 가운데 채권발행과 자산유동화 방법이 민자사업의 특성과 구조에 가장 부합한다는 공감대가 형성되고 있다. 민자사업의 특성상 장기에 걸친 대규모 자금투자와 건설기간 및 운영초기의 투자비 회수 어려움 등을 해결하기 위해서는 다양한 유형의 재원을 결합하는 금융구조가 필요하게 된다.

따라서 이하에서는 현재와 같은 차입방식에 의한 재원조달과 다양한 유형의 채권발행, 관리운영권 등 자산의 유동화를 통한 재원조달 방법으로 어떠한 것들이 있는지 분석해 보기로 한다.

1) 차입방식에 의한 재원조달

⑴ 일반 선순위차입의 장점

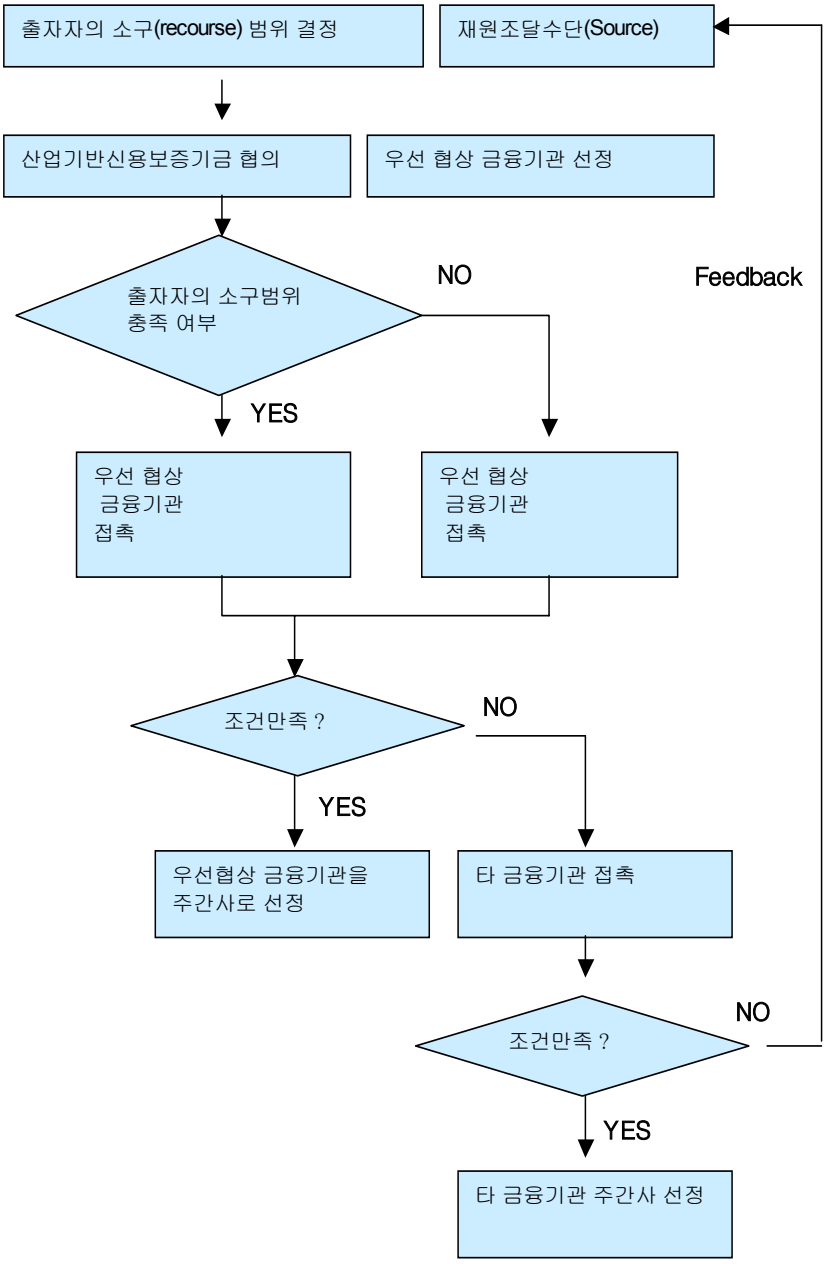
현재 SOC 민간투자사업 투자재원은 협조융자(Syndication)에 의한 은행차입(Bank Loan)이 주를 이룬다. 프로젝트채권(Project Bond)과 달리 절대적인 신용평가가 필요하지 않고 사채 발행에 따르는 Negative Carry 효과도 없으며 인출의 유연성, 탄력적인 상환스케쥴 설정이 가능한 장점을 가진다. 반면 Syndication을 성사시킬 수 있는 충분한 경험을 요한다는 점, 당사자간 이해관계 조정이 어려운 점, 금융주선기관(Arranger)의 경험과 능력이 매우 중요하게 작용하는 단점도 있다.

⑵ 차입절차

금융기관으로부터 차입금을 조달하려면 금융기관의 요구사항 및 프로젝트의 현금흐름에 부합하는 금융을 선택해야 한다. 즉, 비소구 금융과 상환구조에 부합하는 차입금 상환구조을 만들어야 한다. 금융기관의 요구사항을 충분히 반영할 수 있는 금융조건을 만들고, 최악의 상황에 대비한 다양한 금융패키지를 구성하여 실시협약을 체결해야 하는 것이 중요하다. 아울러 환리스크와 금리변동 리스크를 최소화할 수 있는 방안도 필요하다.

현재 국내외 금융시장에서 차입으로 활용할 수 있는 재원은 원화 신디케이트 대출, 원화채권, 외화 신디케이트 대출, 외화채권, 수출신용대출(Export Credit Agency) 및 보증, 보증패키지 등이 있다. 이들 대출상품을 효과적으로 활용할 경우 경쟁력 있는 재원을 조달할 수 있다.

<그림 3-4> 일반적인 금융기관 차입절차



⑶ 일반대출의 문제점

국내 금융기관의 인프라사업 대출의 가장 큰 문제점은 제2장에서도 지적한 바와 같이 일부 은행에 의한 대출 및 신디케이트 독과점이다. 그러한 대출구조는 결과적으로 선진 금융기법의 개발지연, 대출조건의 유연성 부족 등 금융구조의 유연성과 선진화에 걸림돌이 되었다는 평가를 받고 있다.

또한, 정부의 선순위채무 보장 및 최소운영수입 보장에 따른 대출위험 감소에도 불구하고 SOC 대출에 대한 위험가산율 인하 등 금리인하 효과가 나타나지 못한 점도 문제이다. 그리고 담보위주의 대출관행에 집착하여 사업 리스크를 분석할 수 있는 능력을 기르지 못하고 대부분의 프로젝트금융에서 불완전 비소구 또는 제한적 소구방식의 금융이 이루어져 온 점도 문제점으로 지적될 수 있다.

2) 자산유동화

⑴ 자산유동화의 의의

자산유동화란 한마디로 자산을 보유한 자가 보유자산을 현금화하는 것을 말한다. 자산유동화가 (부채)자산을 기반으로 한 유가증권의 형태로 이루어지는 경우 자산유동화증권(ABS : Asset Backed Securities)이라고 한다. ABS는 금융기관 또는 자산보유자가 대출채권 또는 보유자산을 기초로 자금을 조달하는 방법으로 자산보유자는 ABS 발행을 통해 자산의 현금흐름을 개선시킬 수 있으며, 자산보유자의 신용이 아닌 부채자산 자체의 신용으로 발행할 수 있다.

최근 우리나라에서도 정상적인 은행 차입 또는 회사채 발행이 곤란한 기업들이 ABS기법을 통한 자금조달에 성공한 바 있으며, 자산유동화금융기법이 활발히 이용되고 있다. 그 중 한 가지가 프로젝트금융에 ABS기법을 접목시키는 것이다. 프로젝트금융기법과 자산유동화기법은 둘 다 현금흐름을 중시하는 금융기법이며 특수목적기구(SPV)를 두고 실제로 자금을 사용하는 주체가 비소구금융(Non-Recourse Financing)을 이용한다는 점에서 유사하다.

⑵ 자산유동화 사례

천안-논산고속도로 프로젝트의 경우 프로젝트금융방식으로 조달할 예정이던 7천3백억원을 ABS채권을 발행하여 조달하였다. 대부분의 금융기관들이 BIS비율의 제약으로 투자자금이 장기간 묶이는 것을 기피하였고 높은 금리에 불구하고 Syndication 자체가 어려운 문제가 발생하였다. 이에 프로젝트금융을 주선한 산업은행은 천안-논산고속도로(주)에 단독으로 7천3백억원을 대출한 후 해당 대출채권 및 그에 상응하는 담보권을 유동화대상자산으로 하여 만기 5년에서 15년까지 6가지 종류의 ABS채권을 발행하여 단기간 내에 소화시키는 성과를 거두었다.

자산유동화법상의 발행요건을 충족하기 위하여 새로 설립된 특수목적법인이 대주단(산업은행)이 보유하고 있는 대출채권을 인수하고 이를 기초로 ABS채권을 발행하도록 하였다. 이는 장기의 대규모 SOC사업에 ABS기법이 적용된 매우 성공적인 사례로 꼽힌다. 스폰서(Sponsor)는 유리한 조건으로 적기에 자금을 조달하였고 투자자들도 신용등급이 양호하고 수익률 좋은 장기채를 다양하게 확보할 수 있었으며, 금융주선기관은 적기에 신속하게 금융주선을 종결하는 성과를 거둔 것이다.

3) 프로젝트채권(Project Bond) 발행

⑴ 채권발행의 장점

채권이란 확정이자부 유가증권(Fixed Income Securities)으로서 증권거래법이 정하는 바에 의하여 증권회사를 통하여 유가증권 시장에서 자유롭게 거래될 수 있다. 채권 발행은 사업자나 은행 등에게 여러 가지 이점을 가져다 준다. 우선 상환기일과 이율이 확정되기 때문에 안정된 자금사용과 자금계획 수립이 용이하다. 정확한 금리지표가 존재하여 객관적인 비용으로 발행이 가능하며, 채권만기까지 조기상환 압박이 적은 점도 장점이다. 또한 현금흐름 예측이 보다 정확해질 수 있으며 대출약정상의 각종 약정사항(인출 선행조건, 재무약정, 출자자 자금보

충약정 등)의 의무가 없고 일단 발행되면 업무적으로도 번거로움이 없는 점도 매우 큰 강점으로 작용한다.

⑵ 민간투자사업에서 채권발행

① 채권발행의 필요성

채권발행의 일반적인 장점을 고려할 경우 채권은 SOC 민간투자사업의 자금조달에 가장 적합한 방법이라 할 수 있는데, 채권발행을 통해 민간투자 자금을 조달하는 경우 구체적으로 다음과 같은 장점이 있다.

첫째, 현재의 민간투자 재원조달에 있어서 금융기관을 통한 단기 간접금융만으로는 한계가 있으며, 운영 후 일정기간이 경과되어야 상환이 가능한 장기 채권을 발행할 경우 민간투자사업의 성격에 가장 부합하는 자금조달방법이다.

둘째, 채권발행을 통한 재원조달은 간접금융에 비해 일반적으로 금리가 낮고 상환기관도 2~3년에서부터 20년 이상의 장기까지 탄력적으로 적용이 가능하다.

셋째, 차입의 장점인 분할상환방식도 채권에 도입할 수 있어 사업 특성에 맞는 다양한 상환구조 설정이 가능하다.

넷째, 투자적격 이상의 신용등급을 취득하면 인수기관과의 교섭만으로 직접계약 체결이 가능하고 약정 상 재무적 준수조항 완화로 운영에 대한 제약이 감소되며, 채권의 갖가지 옵션을 부가 할 수 있어 투자자의 Needs에 부응할 수 있다.

다섯째, 프로젝트 채권은 일반채권(회사채)과 달리 채권발행을 통하여 조달된 재원의 사용과 사용목적이 사전에 정해지기 때문에 일정한 제한이 따르며 채권상환 재원이 해당 프로젝트의 현금흐름에 기초할 수 있다.

이러한 장점들 때문에 최근 국제적인 대규모 SOC사업의 프로젝트금융에서 채권발행을 통한 직접금융을 많이 사용된다. 특히 동남아 국가 등 개도국의 대규모 SOC 프로젝트에서 다양한 기법을 동원한 채권발행이 프로젝트금융의 주류를 이루고 있는 점은 시사하는 바가 크다.

<표 3-3> 해외 프로젝트 본드 발행 통계

	Number of Project Bonds	Maturity (years)	Amount (USD mil)	At-issue Spread (average bpts. issued over US Treasuries)
1995	10	11.7	2,612	261
1996	19	10.9	4,875	198
1997	24	16	5,537	253
1998	20	14	4,596	376
1999	15	7.9	4,232	394
2000	12	7	4,538	343

주: Argentina, Brazil, Chile, China, Colombia, Czech, Dominican Rep., Hong Kong, Indonesia, S. Korea, Malaysia, Mexico, Panama, Philippines, Qatar, Russia, S. Africa, Thailand, Venezuela의 프로젝트 실적을 토대로 한 것임

출처: M. Dailami, and R Hauswald, "Pricing Global Project Bonds: Contractual, Financial and Economic Factors"

② 채권발행의 문제점

첫째, 채권유통시장이 낙후되고 효율성이 낮아 거래비용이 많이 소요된다. 전화를 통한 매매계약 등 거래방식이 낙후되고 거래내역도 제대로 공개되지 않아 정보부족과 정보의 비대칭성이 존재한다. 채권시장을 뒷받침하는 시장인프라가 불충분하며, 채권가격 결정에 중요한 영향을 미치는 신용평가의 신뢰성과 투명성 부족, 시가평가・결제시스템도 미흡하다.

둘째, 채권 발행금액이 납입자본금의 4배 이내로 제한됨으로써 신규사업의 경우 자본금 선투입요건을 충족할 수 없는 문제가 있다. 즉, 프로젝트금융에서는 사업구조의 사전 확정, 차주인 사업시행자의 행위가 관련 당사자들과의 계약에 의해 엄격하게 관리될 수 있는데도 불구하고 차입방식이 채권발행이라는 이유만으로 차입한도가 제약되고 있다.

셋째, 프로젝트채권은 특성상 일시에 발행할 수밖에 없기 때문에 일정기간동안 채권이 과다 발행되는 상태를 유지하는 역보유(Negative Carry)[23]효과가 발생한다. 따라서 일시적 과다발행으로 인한 이자부담이 채권발행을 통해 조달한 자금의 운용이익보다 커지는 문제가 발생한다.

넷째, 프로젝트채권은 경과물 매매가 어려운 특수 장기채권으로서 채권을 편입한 펀드는 시가평가위험(가격변동 위험)과 환금성위험(Liquidity Risk)에 노출되기 쉽다.

다섯째, 채권유통시장에서는 신용평가기관으로부터 AA이상의 등급을 받아야만 쉽게 인수될 수 있다. 따라서 낮은 등급을 받을 경우 유통시장에서 판매되지 않을 수 있다. 도한 운영수입의 안정성이 보장되지 않는 사업인 경우에는 채권발행이 용이하지 않을 수 있다.

③ 프로젝트채권이 활성화되지 못한 이유

채권발행이 민간투자사업에 가장 적합한 재원조달방법임에도 불구하고 민간투자사업에서 채권발행이 활성화되지 못한 이유는 다음과 같다.

첫째, 산업은행 이외에 국내 증권사가 채권을 인수하고자 하는 경우 고유계정으로 채권을 인수해야 하는 어려움이 따른다. 따라서 증권사는 통상 채권의 최종매입처를 확보한 후 총액을 인수하는 방식을 택한다. 그러나 이 역시 SOC사업 초기에 대규모 회사채를 발행할 경우 자금 소요시점보다 자금이 먼저 확보되어 사업자의 Idle Money가 발생하며 불필요한 현금으로 인한 역금리현상이 발생한다. 이러한 문제를 해소하기 위해 채권을 기성고에 따라 순차적으로 발행하는 방법을 활용할 수 있으나 여전히 증권사가 최종 인수처를 확보하지 못하고 채권발행자인 사업시행자에게 총액인수를 확약해야 하는 부담을 가지게 된다. 따라서 증권사는 최종 인수처의 매입의사를 확보하거나 사업의 리스크를 판단하여 최종매입처 없이도 채권발행이 가능하다고 판단될 경우에만 채권인수 확약을 사업시

23) 특정 금융상품의 보유비용 즉 금융비용이 그 상품보유에 따른 이익보다 큰 경우를 말한다.

행자에게 제시할 수 있다.

둘째, 구조화채권 발행을 위한 초기 시장진입의 어려움이 존재한다. 산업은행의 경우 많은 SOC 민간투자사업 추진경험과 know-how, 그리고 충분한 전문인력을 보유하고 있으나 새로 진입하고자 하는 증권사는 경험부족과 전문인력 부족으로 적극적인 영업활동을 전개하는데 어려움이 따르고 있다.

셋째, SOC 민간투자사업 관련 채권은 일반 회사채에 비해 장기이며 대규모이기 때문에 리스크 보존 및 신용보강과 관련된 보증 등을 활용하지 않고서는 투자적격 이상의 신용등급 획득이 현실적으로 어렵다.

4) 구조화 채권

채권은 Option, 구조상품, 각종 파생상품 등을 활용하여 다양한 발행구조를 만들 수 있고 이를 통해 사업시행자나 채권투자자의 요구조건에 맞는 다양한 형태의 재원조달이 가능하다. 앞서와 같은 문제점에도 불구하고 채권이 민간투자사업에 가장 부합하는 재원조달방식으로 평가되고 있는 이유도 이 때문이다. 특히, 금융환경의 불확실성 증대에 따라 가격변동, 신용위험 등이 커지면서 수익과 리스크를 투자자의 필요에 따라 일정범위에서 관리할 수 있는 구조화된 금융상품(structured financial product)이 주목받고 있다.

현재까지 금융상품의 구조화는 주로 채권분야에서 이루어져 왔다. 금융기관의 자산건전성을 제고하고 채권시장 활성화를 위해 후순위채, CBO(Collateralized Bond Obligation), 회사채 발행 등을 시작으로 미래에 발생할 매출채권의 현금흐름을 담보로 하는 ABS에 이르기까지 매우 다양하다. 또한, 금리변동성이 확대되면서 금리 리스크를 헷지할 수 있는 상품도 투신권을 중심으로 활발하게 거래되고 있다. 초기에는 금리스왑, 변동금리채 등 주로 금리상승 리스크를 헷징하기 위한 목적의 상품들이 거래되었지만 점차 듀얼FRN(변동금리단기증권, Floating-rate

Note), 디지털옵션채권 등 금리베이스 및 변동성에 투자하는 상품으로 다양해지고 있다.

장외파생상품(OTC Derivatives)이 증권사 겸영업무(증권거래법시행령 제36조의2)의 일종으로 도입될 예정으로 있어 상품구조화 및 상품개발의 수준을 한 단계 높일 수 있는 발판도 마련되었다. 장외파생상품이란 등록된 거래소 이외의 장소에서 거래되는 파생상품을 의미하는 것으로서 주식, 채권, 통화 등이 기초자산이 될 수 있다. 장외파생상품에는 옵션, 스왑, 선도거래 자체뿐 아니라 이들 파생상품이 내장(embedded)되어 있는 구조설계채권(structured note)이 포함될 수 있다. 장외파생상품을 이용한 위험구조설계(risk customizing)를 통해 위험을 헤지할 수 있으며 증권설계(security design)를 통한 기업금융 활성화에도 기여할 수 있다.

SOC사업은 사업성 판단이 난해하고 일반 투자자 입장에서 볼 때, 모니터링이 어렵다. 따라서 과세 상 특단의 조치가 없는 현 상황에서 개인 및 투신권의 투자를 유도하기는 어려운 실정이다. 이에 SOC 증권의 구조화를 통해 증권에 내재된 리스크를 분리해 내고 이를 투자상대방(counter party)에게 전가시킬 수 있다면 SOC 자금의 원천을 대폭 확대할 수 있다. 자기자본을 투자하는 건설사의 입장에서도 자산유동화를 통해 재무적 부담을 해소하는 방안을 찾을 수 있다.

(1) 이자, 원금 분리형 채권(STRIP)

채권의 원금과 이자를 분리하는 STRIP(Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities)은 투자자의 금리 기대를 반영하도록 설계된 상품이다. STRIP은 채권에서 이자부분만 지급되는 IO(Interest Only)와 원금만 지급되는 PO(Principal Only)로 구성된다. 금리 등락에 따라 IO와 PO의 손익은 상충되는데 금리가 상승하면 PO의 가치는 하락하지만 IO의 가격은 상승하기 때문에 금리변동을 헷지할 수 있는 수단으로 유용하다. IO와 PO를 일정비율로 혼합한 합성이자증권(Synthetic-coupon Security)도 발행되고 있다.

SOC채권을 STRIP 형태로 발행하는 것도 가능하지만 금리예측이 투자의 전제

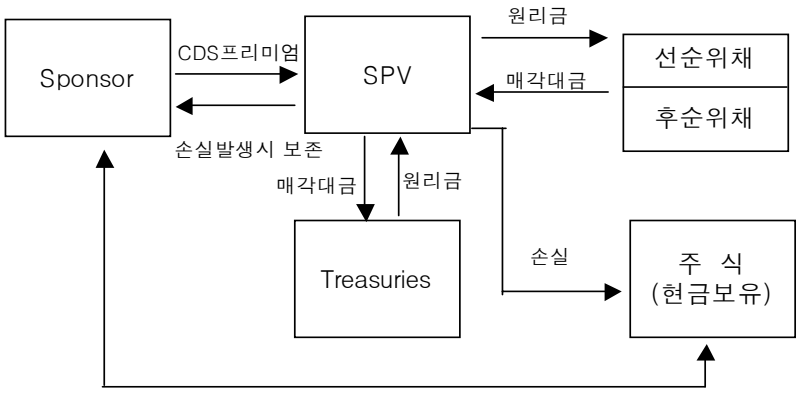
가 되고 있기 때문에 대규모 인수는 어려울 것으로 예상된다. CDO(Collateralized Debt Obligation)나 ABS를 발행하는 경우에는 하나의 등급(Tranche)으로 편입하는 것이 적절할 것이며, IO의 일부는 개인에게 연금상품형태로 매각하는 방안도 고려해 볼 수 있다.

⑵ Synthetic CDO

자산담보부증권(CDO: Collateralized Debt Obligation)이란 대출채권, 회사채 등을 특수목적기구(SPV)에 이전하여 SPV가 이를 담보로 발행하는 자산유동화증권을 말한다. 합성자산담보부증권(Synthetic CDO)은 참조자산의 소유권이 자산보유자(Obligor)의 장부에 남아 있고 동 자산과 관련된 신용위험을 신용파생상품을 통해 제3자(counter party)에 이전시키는 구조이다.

Synthetic CDO를 이용하여 건설기간 중 민간투자사업의 Default Risk를 분리할 수 있다. 이 때 자산보유자는 SOC 투자펀드나 CDS(Credit Default Swap)을 내재화한 구조화채권 Pool이 된다. 자산보유자는 SPV에 CDS 프리미엄을 지급하고 SPV는 지급 받은 프리미엄을 담보로 유동화증권을 발행하며, 유동화증권의 매각대금은 국고채와 같은 안전한 자산에 운용한다. 자산보유자는 자금 유입 없이 신용위험만을 SPV에 이전시키되 신용보강을 위해 SPV에 일정규모의 현금을 유보시키는 형태를 띤다.

<그림 3-5> Synthetic CDO 발행 구조



이러한 구조를 이용하여 건설초기 시공사의 출자자금 선투입방식으로 위험을 낮추는 방식을 개선할 수 있다. 출자자인 건설사가 Synthetic CDO 내에서 주식부문을 인수하는 신용사건이 발생하는 경우 한정된 위험을 부담하는 대신 프로젝트에 대한 직접적인 지분출자 규모를 감축시켜 출자사의 재무적 부담이 낮아질 수 있고 건설위험관리도 가능해진다[24].

⑶ 신용연계채권(CLN)

신용연계채권(CLN : Credit-linked notes)은 신용등급 등과 같이 발행기업의 신용을 나타내는 지표의 변동에 연계하여 이자 지불액이나 상환액이 변동되는 신용파생상품이 내재된 증권을 말한다. 신용연계채권은 일반채권과 같이 기간별로 일정이자를 지급하고 만기 시 원리금을 지급하지만 미리 약정된 주요 재무적 변수가 악화되는 등 신용사건이 발생하는 경우 발행자는 투자자에게 지급하는 금액을 줄이는 효과를 얻을 수 있다.

민간투자시설의 건설이 완료된 후 운영수입 등 미래현금흐름을 담보로 채권을

24) Synthetic CDO 구조 하에서는 자산보유자가 SPV를 통해 신용위험으로부터 보호된다. 일반적으로 보유자산의 규모에 비해 유동화증권의 규모가 작기 때문에 작은 비용으로 위험을 이전할 수 있는 것이다.

발행할 때 신용연계채권을 활용할 수 있다. 예를 들어 고속도로사업인 경우 도로 이용률을 사업의 신용지표로 삼아 이용률이 일정수준 이상이면 일반금리에 의한 이자를 지급하고 일정수준 이하로 감소하는 경우에는 낮은 금리로 이자를 지급하는 조항을 삽입하여 도로운영수익이 감소하더라도 이에 대한 부담을 줄일 수 있다.

신용연계채권에 투자하는 투자자는 손실의 폭은 제한하면서도 높은 수익을 얻을 수 있는 기회를 가지게 되며 일종의 채권이기 때문에 직접적으로 신용파생상품을 거래하기 힘든 기관투자가들이 활용할 수 있다

4. 기관투자자의 투자재원 활용 가능성

1) 보험사

보험회사는 보험업법 제19조에 따라 자산을 운용하고 있으며 보험업법시행령 제14조(재산운용의 방법)에서는 보험회사가 자산을 운용할 수 있는 방법을 규정하고 있다. 이에 따르면 보험사는 유가증권의 취득 및 이용, 부동산의 취득 및 이용, 대출 및 어음의 할인, 금융기관에의 예금, 금전·유가증권 또는 부동산의 신탁, 선물거래, 기타 금융감독원장이 정하는 방법으로 자산을 운용할 수 있다.

보험업법시행령 제14조(재산운용의 방법) 및 제15조(재산운용의 비율)에서 정하고 있는 구체적인 자산운용수단 및 비율은 다음 <표 3-4>과 같다.

<표 3-4> 보험사의 자산운용 비율 한도

· 주식의 소유	40%
· 부동산의 소유	15%
· 보험계약자가 아닌 자에 대한 대부	40%
· 동일회사의 채권 및 주식의 소유 또는 이를 담보로 하는 대부	5%
· 동일인에 대한 대부	3%
· 동일물건의 소유 또는 이를 담보로 하는 대부	5%
· 자기계열집단에 대한 대부의 합계액	2%
· 자기계열집단이 발행한 채권 및 주식의 소유 또는 이를 담보로 하는 대부	3%
· 동일한 기업집단에 대한 대부의 합계액	5%
· 동일한 기업집단이 발행한 채권 및 주식의 소유 또는 이를 담보로 하는 대부	3%
· 외국환, 외국부동산 및 외화증권의 소유	10%
· 중소기업이 발행한 주식의 소유	1%
· 선물거래 및 해외선물거래를 위한 위탁증거금의 합계액	3%
· 동일인 또는 동일한 기업집단에 대한 거액대부	20%

참조 : 보험업법 시행령 제15조(재산운용의 비율)

종전에는 보험사의 비상장주식 취득을 금지하였으나 보험업법시행령 개정(2002. 3. 25)을 통해 총자산의 5% 범위 내에서 비상장주식을 취득할 수 있도록 하였다. 이로서 민간투자사업 법인이 발행하는 비상장주식 등 모든 비상장주식을 한도 내에서 취득할 수 있고, 비상장주식의 소유한도 확대로 향후 보험사의 민간투자사업 참여를 제약하는 제도적인 제약요인은 거의 해소되었다고 볼 수 있다.

2) 연기금

(1) 연기금 현황

예산회계법 제7조[25]에 따르면 기금이라 함은 특정한 재원으로 특정한 분야의

사업에 대하여 지출이 필요한 경우 예산과 별도로 설치되는 자금을 말한다. 기금을 조성하여 운용하는 이유는 매우 복잡하고 급변하는 경제현실에서 국가의 특수한 정책목적을 실현하기 위하여 예산원칙의 일반적인 제약으로부터 벗어나 좀 더 탄력적으로 운영할 수 있도록 하기 위함이다.

기금이 처음 설치된 것은 1960년이며 이 때 3개의 기금이 설치되었다. 이후 각종 기금설치가 가속화되어 1993년에는 114개까지 그 수가 늘어났으나, 2002년 현재 기획예산처가 관리하는 기금은 총 55개이다. 각종 기금은 특정 목적을 달성하기 위해 특정자금을 운영할 필요가 있는 경우 설치하게 되며 일반회계는 조세수입이나 무상급부로 재원을 조달하지만 기금은 출연금, 부담금 등 다양한 수입원을 토대로 하며 대부분 융자사업 등 유상급부를 제공한다.

55개이며 기금의 규모는 총 316조 1,071억원(2002년 계획)이며, 이중 금융성 기금이 10개에 33조 2,824억원이다. 2001년까지는 조성재원이나 사업의 공공성 정도에 따라 공공기금과 기타기금으로 분류했었으나 기금제도 개혁에 따라 기금관리기본법이 개정(2001. 12.)됨으로써 이러한 기금의 분류가 폐지되었으며, 기금의 수도 2004년에는 52개로 통합할 예정이다.

2003년도 기금운용계획에 따르면 자산운용 규모는 총 163.3조원으로 2002년의 146.8조원보다 11.3% 증가하는 것으로 되어 있다. 국민연금기금 등 4개의 연금성 기금은 58조 3,444억 원이며 경제, 복지, 사회 등 40개의 사업성 기금의 운용규모는 51조원 규모이다.

---

25) 예산회계법 제7조에 의하면 국가가 "특정한 목적을 위하여 특정한 자금을 운용할 필요가 있을 때에 한하여" 법률로써 기금을 설치할 수 있으며(제1항), 이렇게 설치된 기금은 세입·세출예산에 의하지 아니하고 운용할 수 있도록(제2항) 규정하고 있다.

<표 3-5> 2003년도 기금운용규모안

(단위 : 억원)

구 분	2002년(A)	2003년(B)	증감 (B-A)	%
전 체(48개)	1,467,659	1,632,807	165,148	11.3
▪ 사업성(40개)	464,081	510,262	46,181	10.0
・경제・산업・과학(14개)	335,560	379,430	43,870	13.1
・복지・노동(11개)	94,132	95,537	1,405	1.5
・사회・문화(15개)	34,389	35,295	906	2.6
▪ 연금성(4개)	405,964	583,444	177,480	43.7
▪ 계정성 등(4개)	597,614	539,101	△58,513	△9.8

자료: 기획예산처,「2003년도 기금운용규모안」, 2002. 6.

2002년을 기준으로 할 때, 공공기금 총 규모는 재정규모의 2.2배 수준인 약 145조원에 이르며 사업비 규모는 약 48조원 수준이다. 기획예산처가 마련한 기금제도개혁 내용에 따르면 기금사업의 구조조정을 통한 기금의 지출소요를 감축하기 위해 각 기금은 기금설치 목적에 부합하는 핵심사업에 주력하도록 하고 예산과 기금, 기금과 기금사이의 중복적인 지원을 방지하는 한편 민간부문과 경합되는 사업은 최대한 억제하는 것을 주요 내용으로 하고 있다

<표 3-6> 기금의 자산내역

(단위 : 억원)

		금 융 자 산						정부내부거래		부동산	기타(무형자산 등)	합 계
		한은예치	예금은행예치	비통화금융기관(채권주식이외)	채권	주식	기타 민간 융자등	타회계위탁	타기금예탁			
기금(45개)	01년 말 기준	140,906	90,424	83,481	631,396	63,526	668,991	614,488	483,448	22,587	61,349	2,860,596
	02년계획 기준	193,924	76,710	74,425	827,395	81,124	761,186	654,947	510,143	23,802	66,283	3,269,939
금융성기금(10개)	01년 말 기준	17,285	82,464	1,240	116,442	10,842	20,079	0	6,100	1,195	464,192	719,839
	02년계획 기준	0	62,669	1,426	115,503	15,109	14,176	0	6,700	1,168	451,155	667,906

⑵ 연기금의 자본시장 참여

현재 자본시장에서는 연기금이라는 큰손의 시장참여를 어떻게 구체화시킬 것인가에 관심이 모아지고 있다. 우리나라의 증권시장은 폭과 깊이가 넓지 않아 대내외 경제적 충격에 민감하고 변동(volatility)이 크다. 이러한 문제를 극복하기 위해서는 장기에 걸쳐 안정적으로 자산을 운용할 수 있는 연기금 등 기관투자자의 시장참여 확대가 필요하다고 보고 있다. 연기금의 증권시장 참여는 미국의 경우 24%, 영국은 33%인데 반해 우리나라는 1%에 불과하다.

우리나라의 연기금 중 직접 주식투자를 하고 있는 기금은 3개에 불과하며 여유자금이 발생하는 경우 대부분 공공자금관리기금에 예탁(2000년 10조원)하고 있다. 또한 안정성을 너무 중시하여 채권매입, 금융기관 예치 등의 방법으로 운용함으로써 투자수익이 낮다. 이와 같이 기금자산을 최소한의 원금을 보장해주는 원금보장성 예탁상품 위주로 운용하도록 규정하고 있는 것은 기금의 자산운용정책에 기초한 자산배분이 이루어지지 않고 있음을 단적으로 보여주는 것이라 할 수 있다.

<표 3-7> 주식투자를 하고 있는 주요 기금의 투자규모

(2000년 8월말, 조원)

기금명	자산규모 (A)	주 식			
		직접투자	간접투자	계(B)	비율(B/A)
국민연금기금	56.3	3.0	0.6	3.6	6.4%
공무원연금기금	3.4	0.4	0.1	0.5	14.7%
사학연금기금	4.2	0.2	0.4	0.6	14.3%
우체국보험기금	11.4	-	2.5	2.5	21.9%
계	75.3	3.6	3.6	7.2	9.56%

자료 : 재정경제부, "연기금 주식투자 제약요인 해소방안", 2000.10.14일 보도자료

⑶ 투자자산 운용방법

연기금의 투자자산 운용은 기금의 설치목적 등이 법령 및 조례에 근거하여야 하며, 기획예산처, 감사원 등의 감독관리를 받아야 한다. 연금기금의 여유자금은 매우 다양한 형태로 운용되고 있다. 장기성 여유자금은 공공자금관리기금 예탁, 재정융자 특별회계예탁 또는 타 기금에의 예탁, 예금은행 또는 비통화 금융기관 예치, 공사채 및 주식 등의 유가증권 취득, 부동산 매입 등으로 운용한다. 단기성 여유자금은 요구불예금, 기타 단기성 금융상품 등에 운용하고 있다.

현재까지 연금기금의 민자사업 대출 및 지분 참여는 전무하다. 간접투자방법으로서 SOC채권을 일부 매입하고 있으나 대부분의 자산을 채권과 주식에 투자하는 방법으로 자산을 운용함으로써 매우 높은 위험에 노출되어 있고 투자수익률 또한 높은 수준을 시현하지 못하고 있다.

국민연금의 경우는 국민연금법 제83조제2항, 공무원연금의 경우는 공무원연금법 제74조제2항의 규정에 의하여 기금이 운용되고 있다.

<표 2-8> 국민연금과 공무원연금의 자산운용방법

국민연금	공무원연금
· 금융기관에의 예금 및 신탁 · 공공사업을 위한 공공부문 투자 · 유가증권의 매매 및 대여 · 금융상품지수에 대한 선물거래 · 복지사업 및 대여사업 · 특별법에 의하여 설립된 법인이 발행하는 유가증권의 매입	· 기금증식과 공무원의 후생복지를 위한 재산취득 · 금융기관의 매입 · 재정자금에의 예탁 · 국가, 지자체 또는 금융기관에서 직접발행하거나 채무이행을 보증하는 유가증권의 매입 · 공무원 또는 공무원연금을 받을 권리가 있는 자에 대한 대부 · 대통령령이 정하는 기금증식사업 또는 공무원후생복지사업 * 자금은 1년만기 정기예금이자율 이상 및 5년만기 국채수익률 이상의 수준에서 운용하여야 함

3) 공제단체

⑴ 공제단체 현황

현재 법률의 근거에 의하여 설립된 공제단체는 모두 5곳이며, 2001년말 기준으로 총자산 운용규모는 약 10조 7,000억 원으로 파악되고 있다. 기타 법률에 근거하지 않은 유사 공제단체들이 존재하나 임의단체(契)의 성격을 띠고 있으며 자산운용규모도 크지 않다. 다섯 개 법정 공제단체의 현황 및 자산운용 규모는 다음 <표 3-9>과 같다.

<표 3-9> 공제단체 현황 (2001. 9. 기준)

구 분	대한교원공제회	군인공제회	대한지방 행정공제회	경찰공제회	대한소방공제회
1.설립년도 (소재지)	▫1971. 3. 16 (영등포구여의도동)	▫1984. 2. 1 (강남구도곡2동)	▫1975. 2. 1 (마포구 공덕동)	▫1989. 10. 1 (중구 신당동)	▫ 1984. 10. 1 (송파구가락동)
2. 설립근거	▫ 대한교원공제회법 - 법 제2296호 ('71. 1. 22)	▫군인공제회법 - 법 제3698호 ('83. 12. 31)	▫ 대한지방행정공제회법 - 법 제4276호 ('90. 12. 31)	▫경찰공제회법 - 법 제4403호 ('91. 11. 30)	▫대한소방공제회법 - 법 제4404호 ('91. 11. 30)
3. 가입자격	▫국·공·사립학교 교직원 ▫교육기관 등에 근무하는 국가 및 지방공무원 ▫공제회 임·직원	▫장기하사관 이상의 군인, 군무원 ▫국방부 및 국방부소속의 공무원 ▫공제회 임·직원	▫ 지방자치단체 및 행정자치부 소속 기관에 근무하는 공무원 ▫공제회 임·직원	▫경찰공무원 ▫경찰관서 근무하는 공무원 ▫공제회 임·직원	▫소방공무원 ▫소방기관에 근무하는 공무원 ▫공제회 직원
4. 가입형태	▫자율가입	▫의무가입(대위급이상)및자율가입	▫자율가입	▫자율가입	▫자율가입
5. 자 산 (2000년말)	▫7조 4,745억원	▫1조 7,978억원	▫9,299억원	▫3,963억원	▫664억원
6. 회원수 (2000년말)	▫603,265명	▫136,386명	▫196,124명	▫83,454명	▫20,200명

⑵ 공제단체의 자산운용

공제단체는 회원들이 자율적으로 불입한 예탁금을 주식, 채권, 부동산 투자 및 회원대여 등의 방법으로 운용하여 약정된 수익금('급여금'으로 표현)을 지급하는 형태를 띤다. 법에서 정한 연기금기관(국민연금, 사립학교연금 등)에 해당되지 않기 때문에 자금운용에 대한 정부의 규제나 제한은 원칙적으로 없다.

자산운용팀은 내부 자금운용규정에 따라 자산을 운용하고 있으며 공익성을 띤 기금이므로 안정적 보수적 운용이 일반적이다. 각 공제단체들이 법률에 근거하여 설립되었기 때문에 감사원과 국회의 국정감사 수감을 통해 자금운용수익률과 운용방식에 대한 평가를 받고 있다.

5. 외국의 재원조달 사례

해외의 경우 재원조달 및 펀드운영 형태는 매우 다양하다. <표 3-10>에서 볼 수 있는 해외 도로사업을 예로 들 경우 소요재원은 선순위대출이 60～82% 수준이고 후순위대출과 자기자본을 합산한 금액이 12～40% 수준인 것으로 나타났다. 특히 후순위대출 비율이 10～19% 수준으로 나타나고 있어 자본금과 거의 같은 비율을 보이고 있는 점이 특징적이다.

또한 국내 프로젝트와 외국 프로젝트의 재원조달 특징을 살펴보면 우리나라의 경우 건설업체 등 법인이 직접 특수목적법인인 민자사업법인에 출자하고 해당 민자사업법인이 운영을 담당하는 형태를 띠고 있는데 반해, 외국 사례를 보면 지분에 참여하는 회사들이 출자하여 펀드를 설립하거나 지주회사(shareholder)를 설립하고, 설립된 펀드나 지주회사가 SOC 시설의 특수목적법인에 출자하는 형태를 띠고 있다.

<표 3-10> 해외 도로사업 재원조달(예)

(단위 : 백만)

Midland Expressway		Highway 407		Yorkshire Link	
선순위대출	GBP 637	선순위대출	C$ 2,700	선순위대출	GBP 237
후순위대출	GBP 146	후순위대출	C$ 465	후순위대출	GBP 49
자기자본	GBP 1	자기자본	C$ 1,400	자기자본	GBP 3

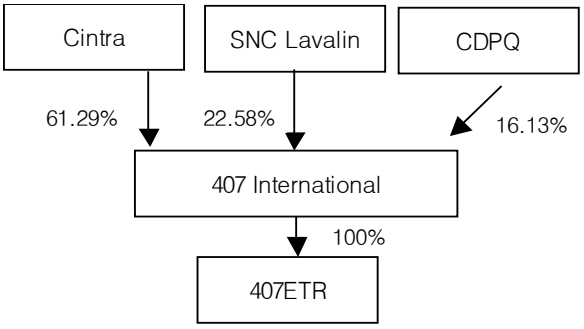
주1) : GBP(파운드), C$(캐나다 달러)

자료 : Macquarie International Group. 2002. "Analysts Package".

영국 버밍험지역에 위치한 Midland Expressway 사업은 호주의 Macquarie그룹이 75%, 영국의 Autostrad가 25%의 지분을 투자한 사업으로서 대출금리는 Swap 금리(6.425%)를 포함하여 7.625%로 금융약정이 체결되었다.

<그림 3-6>은 현재 캐나다 Toronto 북부에서 운영 중에 있는 Highway 407 프로젝트[26]의 구조를 나타낸 것이다. 이 사업은 Cintra, SNC Lavalin, CDPQ 세 개회사가 각각 61.29%, 22.58%, 16.13%의 지분을 투자하여 '407 International'이라는 지주회사를 설립하고 407ETR(Express Toll Route)이라는 특수목적법인에 전액 출자하는 구조를 띠고 있다.

<그림 3-6> Highway 407 소유구조



한편 <그림 3-7>은 영국의 Leeds지방에 위치한 Yorkshire Link 도로사업의 출자구조를 나타낸 것이다. 이 사업은 호주 증권거래소에 상장되어 있는 유료도로 투자전문펀드인 MIG[27]와 건설업체인 Balfour Beatty[28]가 50:50으로 지분 투자하여 지주회사인 YLHL을 설립하고 지주회사가 특수목적법인인 Yorkshire Link

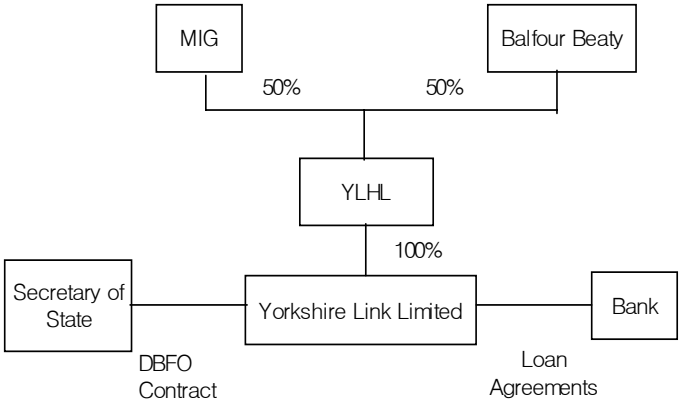
26) 캐나다 Ontario주에 위치한 108km 구간 도로. 2001년 개통되어 전구간 'electronic toll 시스템'을 도입하여 운영중이다.

27) 펀드가 보유하고 있는 주요 자산으로는 영국의 Midland Expressway, 포르투갈의 Taus Crossing, 독일의 Warnow Crossing와 호주 내에 5개 유료도로가 있다.

28) 국제적인 engineering, construction and service group으로서 연간 26억파운드 이상의 매출과 25,000명의 직원을 두고 있다.

Limited에 전액 출자하여 DBFO(Design, Build, Finance and Operate) 방식으로 추진한 사례이다. 타인자본의 경우 스코틀랜드은행과 Deutsche은행, MIG로부터 4천 9백만 파운드를 후순위대출로 차입하였으며, 유럽투자은행으로부터 8천8백만 파운드, 상업은행 신디케이션론으로 1억4천9백만파운드를 선순위대출 형태로 조달하여 사업을 추진하였다.

<그림 3-7> Yorkshire Link 소유구조



CHAPTER 4

SOC 민간투자재원 다양화 방안

1. 기본방향

이 장에서는 제2장 및 제3장에서의 분석결과를 토대로 SOC 민간투자사업의 투자재원을 다양화할 수 있는 방안을 모색할 것이다. 투자재원다양화 방안을 모색함에 있어서는 다음과 같은 여섯 가지 기본적인 방향을 설정하였으며, 이러한 다양화 방안이 정부의 각종 위험분담과 정책지원 효과 즉, 최소운영수입 보장, 선순위채무 보장, 환위험 분담, 매수청구권 보장 등의 효과가 재원조달조건에 반영될 수 있는 방안을 모색하기로 한다.

첫째, SOC 민자사업에 대한 투자자 저변을 확대함으로써 민간투자사업의 경쟁구조를 만드는 방안을 모색한다.

둘째, 민자사업 재원조달구조의 유연성과 다양한 금융조건을 확보할 수 있는 방안을 모색하였다. 즉, 민간투자사업의 특성에 맞는 다양한 재원설계가 가능하도록 활용 가능한 금융상품이 무엇인지를 제시한다.

셋째, 재무적 투자자의 참여 확대 등을 통해 민간의 효율성을 유도하고 궁극적으로 정부의 재정지원 절감 및 시설이용자의 편익 증대가 나타날 수 있는 재원조

달 방안을 모색한다.

넷째, 자산유동화 방안과 투자자의 민간투자사업 진입과 퇴출이 용이하도록 하는 방안을 모색한다.

다섯째, 개별 투자기관으로서 은행 등 금융기관 이외에 보험사, 연기금, 공제단체 등 장기의 투자자산 운용기관의 참여를 활성화 할 수 있는 방안을 모색하며 증권사, 투신사 등에 의한 SOC 투자펀드 및 연기금을 활용한 SOC 전용펀드 조성과 활용방안 그리고 해외자본의 활용방안도 아울러 모색한다.

마지막 여섯 번째는 이러한 방안들을 토대로 우리나라 금융시장 여건 등을 반영한 단계별 투자재원 다양화 방안을 제시한다.

2. 재무적 투자자의 참여 활성화방안

1) 재무적 투자자의 참여구조

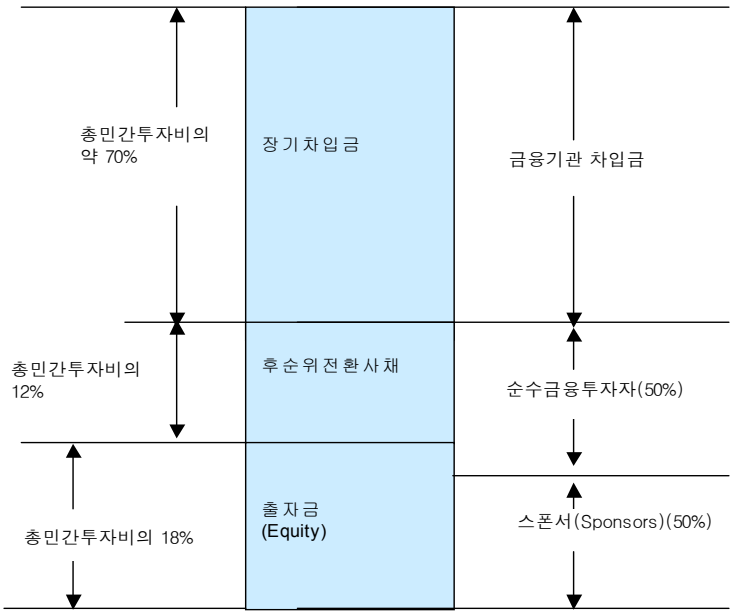
⑴ 전제조건 및 기본구조

재무적 투자자가 사업을 개발하는 단계에서부터 지분 투자자로 참여하기 위해서는 건설기간과 시설운영 초기에도 배당 혹은 이자수익이 가능해야 한다. 다른 한편으로는 정부 입장에서 볼 때 재무적 투자자라 하더라도 투자의 확실성과 사업추진의 안정성 확보를 위해 일정비율 이상의 자기자본비율 유지가 요구된다. 이러한 제약요인을 극복하기 위해서는 배당이 발생하지 않는 건설기간과 운영초기에 현금흐름을 발생시킬 수 있는 준자본형태(Mezzanine debt)의 자본참여가 가능하도록 하는 것이 가장 효과적이다.

그러한 방향에서 순수 재무적 투자자의 참여구조를 예시한 것이 <그림 4-1>이다. 자본금이 총민간투자비의 18%인 구조를 가정하였으며, 이러한 자본금비율의 하향조정 문제를 해소하기 위하여 총민간투자비의 12%에 해당하는 후순위 전환

사채를 출자자가 자기자금으로 투자하는 것으로 가정하였다. 그리고 우리나라의 현실을 감안하여 자본금과 후순위채를 포함한 자기자금은 순수 재무적 투자자와 건설사 등 전략적 투자자가 50:50으로 나누어 투자하는 것으로 가정하였다.

<그림 4-1> 재원조달 기본구조도(예)



이러한 구조를 가지게 될 경우 재무적 투자자는 후순위채를 통해 사업초기단계에서부터 이자를 수취할 수 있어 현금흐름을 확보할 수 있기 때문에 투자비 회수 장기화 문제를 해결할 수 있다. 건설사 등 전략적 투자자의 경우도 후순위 부채가 투입될 경우 초기 이자부담은 발생하지만 장기의 안정적 자금을 확보할 수 있고 금융기관 등을 상대로 선순위차입을 용이하게 이루어낼 수 있다.

후순위전환사채는 채권보전 순위상 차입금과 출자금 중간에 위치한다. 따라서 후순위채의 규모는 총민간투자비 규모와 최악의 상황이 발생하는 경우의 이자 미지급 가능성 등을 종합적으로 고려하여 그 규모를 결정하면 된다. 또한, 재무

적 투자자가 출자자로 참여하기 때문에 건설과정에서 창의와 효율을 유도하는 효과도 가질 수 있다.

⑵ 순수투자금액의 결정과정

다음 <그림 4-2>는 순수 재무적 투자자가 참여하는 경우에 소요재원 조달과 관련된 각 단계별 고려사항을 반영하여 최종적인 재원조달 수단별 조달액을 결정하는 흐름을 보여주고 있다.

첫 번째 단계는 총민간사업비를 결정하는 단계이다. 총민간사업비는 총사업비에서 재정지원금액을 제외한 금액을 의미하므로 정부와의 협상을 통해 결정된 사업수익률, 운영수입, 운영비용, 정부재정지원 규모 등에 의해 결정된다.

두 번째 단계는 총민간투자비를 결정하는 단계로서 총민간사업비에서 건설이자와 물가상승에 따른 예비비를 반영하여 결정한다. 총민간투자비를 결정할 때는 정부로부터 사업비로 인정받지 못하였으나 실제 발생되는 비용(사업타당성 분석비, 금융부대비용 등)을 반영해야 하며[29], 프로젝트금융을 위해 필요한 부채상환준비계정(DSRA)의 규모도 고려한다.

세 번째 단계는 해당 사업으로부터의 장래 운영수입을 고려하여 금융기관으로부터 최대로 차입 가능한 차입액을 결정한다. 이 경우 금융기관이 만족할 만한 최악의 상황하의 DSCR 수준을 고려해야 하며 최악의 상황 하에서 단기차입금이 발생할 가능성, 금융기관들이 만족할만한 원리금 상환스케쥴도 고려해야 한다.

네 번째 단계는 출자자의 투자금액을 결정한다. 이 때, 시공을 통해 얻을 수 있는 이익 등을 반영한 내부 ROE 수준을 결정하고 SPC가 계열기업에 편입되는지의 여부와 연결재무제표 적용대상인지 등을 고려하여 출자지분비율을 결정한다. 정부고시사업인 경우 시설사업기본계획상 요구사항도 반영하여야 한다.

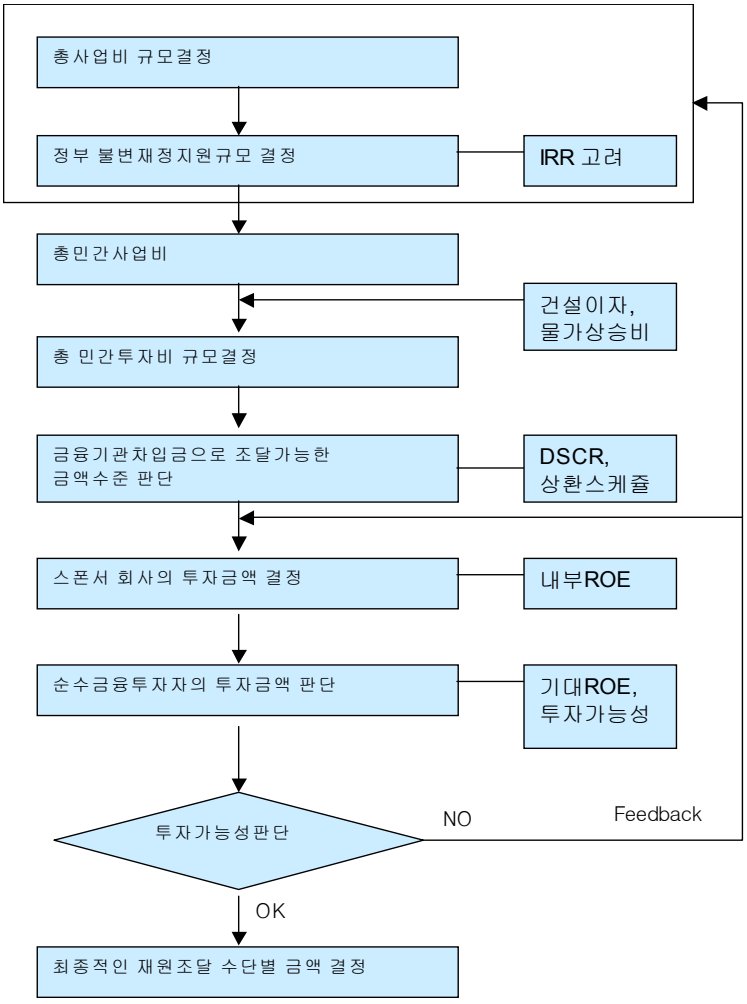
다섯 번째 단계는 순수 재무적 투자자로부터 유치해야할 목표투자액을 결정한

29) 사업비 항목 중 정부가 인정하지 않은 부분에 대한 과도한 증액은 순수금융투자자의 투자유치를 어렵게 하는 중대한 요인으로 작용할 수 있다.

다. 이 때는 순수 투자자의 ROE 기대수준, 순수 투자자가 해당 사업에 대해 고려하고 있는 건설기간 중 투자금액(스폰서들의 투자수준과 비교), 최악의 상황하에서 재무적 투자자가 인수한 채권에 대한 이자지급 가능성 등을 고려해야 한다.

마지막 단계는 해당 사업에 관심을 가지고 있는 잠재적 순수 투자자의 투자가능성을 판단하는 단계이다. 투자 가능성 판단은 순수 투자자가 참여하기를 원하는 투자규모가 목표금액에 미달하는지 아니면 투자 자체를 어렵게 하는 어떤 요인이 있는지 살펴야 하고 문제점이 발견되는 경우 Feed back 절차를 거치게 된다.

<그림 4-2> 재원조달 수단별 금액의 결정흐름



2) 재무적 투자자 참여방안

(1) 참여 유도방안

현재는 장단기 투자자산을 운용하는 보험사, 공제단체들이 민간투자사업에 참

여하면서 건설사인 출자자가 시공을 통해 얻는 시공이윤의 일정비율을 나누어 가지는 조건으로 지분 참여하는 편법을 사용하고 있다. 한마디로 정상적인 자본투자 수익을 목적으로 하지 않고 이면거래를 통해 지분 참여하고 있으며, 기존 사업의 지분을 인수함에 있어서도 주식의 적정가치에서 건설사가 시공을 통해 회수한 가치만큼을 차감한 가격으로 매입하는 형태를 보이고 있다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 재무적 투자자들이 사업계획단계에서부터 주도적 역할을 하도록 해야 한다. 그러기 위해서는 재무적 투자자들이 출자지분의 50% 이상을 보유해야만 가능하며, 건설기간 중에도 투자수익을 일부 얻을 수 있는 구조이어야 한다. 재무적 투자자의 참여를 활성화하기 위해서는 크게 두 가지 측면에서 개선이 이루어져야 한다.

첫째, 현재의 최소자기자본비율 요건을 완화하여 탄력적 운영이 필요하다. 구체적으로는 재무적 투자자의 지분이 일정수준(50%) 이상인 경우 최소 자기자본비율을 15% 내외로 하향 조정하는 대신 후순위부채를 총민간투자비의 15% 이상으로 유지하도록 하여 출자자의 자기자금 투자액이 총민간투자비의 30% 수준을 유지하도록 하는 방법을 고려해 볼 수 있다. 물론 재무적 투자자의 지분율이 50% 미만이거나 후순위부채가 없는 경우에는 현재의 자기자본비율 기준을 적용하면 되기 때문에 결과적으로 후순위부채를 활용한다 하더라도 시공이윤을 목적으로 한 투자자의 책임성을 약화시키는 효과는 발생하지 않는다.

둘째, 사업계획서 검토 및 평가방법을 개선해야 한다. 재무적 투자자가 참여하는 하는 경우 현재와 같이 동종업계의 평균치를 기준으로 출자자의 재무상태 또는 재원조달계획을 평가하지 않고 재무적 투자자와 건설사 등 전략적 투자자의 재무상태를 직접 비교하는 방법, 펀드의 경우는 펀드의 신용도 또는 펀드 투자자의 신용도, 금융기관의 경우 신용평가 등급으로 평가하는 방법 등이 현실적인 대안이 될 것이다. 특히 재무적 투자자의 지분이 일정수준(50%) 이상이고 공사비 등 사업비 절감계획이 충실하게 반영된 사업계획서는 그러한 인센티브가 주어지도록 해야 한다. 다만, 단순히 재무적 투자자의 지분참여가 일정수준 이상이라는

사실만으로 인센티브를 가지도록 해서는 안되며, 재무적 투자자가 참여함으로써 전략적 투자자보다 건설 및 운영단계에서 효율이 발생할 수 있어야 한다.

그러나, 순수 재무적 투자자의 지분 참여를 의도적으로 유도하는 특별한 제도적 장치를 마련할 필요는 없다. 정부가 상업적・경제적 측면에서 민간투자사업에 대한 순수출자자의 참여를 자연스럽게 유도한다는 정책방향이면 충분하기 때문이다. 가장 효과적인 방법으로 순수 투자자가 원하는 수준의 실질 자기자본수익을 보장하는 방법이 있을 수 있으나 그럴 경우 정부가 순수출자자의 참여를 유도하여 얻고자 하는 사용료 인하 및 건설분담금 절감과 배치되는 결과를 초래할 수 있다. 결론적으로, 순수출자자의 참여 애로요인을 보완하되 새로운 제도를 만드는 것이 아니라 시장에서 그러한 것들이 보완, 개선될 수 있는 여건을 만들면 충분히 목적을 달성할 수 있다.

⑵ 기대효과

이 같은 순수 재무적 투자자 참여 유도방안은 다음과 같은 효과를 가져다 줄 것으로 기대된다.

첫째, 자본이득을 목적으로 하는 순수투자자(Pure Investor)의 지분참여를 촉진하여 민간투자사업에 경쟁구조를 만들 수 있고 이를 통해 정부의 재정지원 감소 또는 사용료 인하효과를 가져올 수 있다[30].

둘째, 후순위차입을 통한 재원조달 활성화로 선순위차입 등 재원조달에도 도움이 되어 민간투자사업이 활성화될 수 있다.

셋째, 민간투자사업을 금융 투자자 및 CM회사 등이 주도하고 건설회사는 시공사로서의 역할을 수행하는 정상적인 역할과 기능배분이 이루어질 수 있다.

넷째, 후순위차입을 활용할 경우 외국의 우량펀드를 비롯한 외국인 투자자의 활발한 참여도 기대할 수도 있고[31], 국내에서도 인프라 투자를 목적으로 하는 전

30) 순수 자본투자자의 참여가 확대될 경우 사업신청자의 수가 늘게 되어 경쟁을 통한 효율성을 기대할 수 있다. 외국의 PPI사업에서는 순수 자본투자자들에 의한 사업추진과 자율견제를 통해 민간의 창의와 효율이 발휘되고 있다.

용펀드의 출현이 이루어질 수 있다.

3. 펀드를 활용한 투자재원 조달

1) SOC 투자펀드

⑴ 펀드의 기본구조

SOC 투자펀드는 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 SOC 사업에 직접 출자하거나 SOC채권, ABS채권 등을 인수하여 그 수익을 투자자들에게 배당의 형태로 배분하는 회사형 투자신탁펀드로 만들 수 있다. 펀드는 증권투자회사법상의 상업적 펀드(Mutual Fund)로 설립하고 은행 등 금융기관과 투신사, 증권사, 제2금융권, 보험사 등이 참여하는 사모펀드와 일반투자자를 대상으로 하는 공모펀드 두 가지 모두 설립할 수 있다.

민간 투자사업의 경우 건설기간을 포함하여 일정기간 현금흐름이 존재하지 않기 때문에 지속적인 현금흐름을 발생시킬 수 있도록 여러 개의 사업에 분산 투자하는 포트폴리오 구성을 통해 투자 초기부터 현금흐름이 발생하도록 하고 다양한 상품에 투자할 경우 지속적인 현금흐름을 창출할 수 있기 때문에 투자위험을 줄여 조기에 투자자들에게 안정적인 배당을 실행할 수 있다.

⑵ 활용방안

이러한 SOC 펀드가 활성화되기 위해서는 첫째, 사업 자체가 투자유인을 가질 만큼 충분한 사업성을 가져야 한다. 그리고 충분한 사업성과 투자 안정성을 확보할 수 있는 실시협약의 체결, 정부의 협약이행이 보장되어야 한다. 둘째, 제반 위험요소를 최소화할 수 있는 대책과 노력이 펀드 자산운영회사에 의해 강구되어

31) 인프라펀드 중에 준자본에만 투자하는 펀드도 있다. (High Yield Infrastructure Debt Fund)

야 한다. 이를 위해서는 다음 <표 4-1>에서 제시한 바와 같은 산업별・국가별・사업유형별・건별 투자한도의 기준(guideline)을 설정하고 그에 따라 분산투자 전략을 구사하여야 한다.

지분투자와 함께 중간자본(Mezzanine Debt) 투자를 병행하여 투자자금 회수기간을 단축하고 다양한 회수구조(Exit Strategy)도 마련해야 한다. 회수구조로는 IPO, Put Option, Sponsor 및 제3자에 대한 지분매각 등의 방법이 있다. 또한 펀드와 출자자간에 Credit Default Swap계약을 체결함으로써 건설기간동안의 사업해지 위험을 회피하고 프로젝트 초기의 자금조달을 위한 채권발행까지 확대가 가능하다. 스왑 체결기간동안 펀드는 프리미엄을 출자자에게 지급하고 사업해지가 발생하는 경우에 출자자는 채권원리금과 정부 보상금 차액을 지급하는 방법으로 출자자 지분을 확대하는 것과 같은 효과가 발생한다

<표 4-1> 주요 투자대상분야 및 투자한도 설정(예)

・Power and Gas	30%
・Transportation	20%
・Telecommunications	20%
・Water, Sanitation and Sewerage, Solid Waste Disposal and other Environmental Infrastructure	25%
・Industrial Estates, Urban Renewal and Regional Development and Other Infrastructure Related Industries	5%

⑶ 활용효과

SOC 투자펀드를 활용할 경우 일반적인 이점은 다음과 같다.

첫째, 일반투자자 즉 전국민의 자금을 이용하여 SOC 사업을 추진할 수 있어 공공성을 확보할 수 있다.

둘째, 설립 후 뮤추얼 펀드처럼 거래소에 상장되어 유동성이 부여되므로 SOC 민간투자사업에 대한 투자자금의 회수기간에 대한 우려를 해소할 수 있다.

셋째, 여러 사업에 분산 투자함으로써 각 사업에서 발생할 수 있는 리스크를 줄일 수 있다.

넷째, 전문가들에 의한 독립적, 전문적 사업성 분석과 자산운용으로 연기금, 공제단체, 보험사, 일반투자자 등의 전문성 부족을 보완할 수 있다.

다섯째, 기 투자한 금융기관이 유동화증권의 적극적인 수요처의 역할을 함으로써 ABS발행을 활성화시켜 민간투자사업의 자금조달을 용이하게 할 수 있다.

여섯째 다양한 형태의 증권화(securitization) 상품에 대한 수요를 촉진하여 상품시장의 다양화를 통한 자본시장 발전에 기여할 수 있다.

2) REITs 펀드

(1) 펀드의 기본구조

REITs 펀드는 REITs가 펀드형태로 모집한 자금을 SOC 민간투자사업에 투자하는 방법이다. 민간투자사업은 정부가 최소운영수입을 보장하는 등 비교적 안정적 현금흐름을 확보할 수 있는 장점이 있다. 따라서, 적정한 현금흐름이 확보될 경우 REITs는 청산시점에서 투자원금 회수에 대한 우려가 없으며, 일반적인 부동산 투자보다 투자원금 회수측면에서 더 안정적일 수 있다.

REITs 청산시점에 REITs가 보유하는 자산의 가치는 Zero(0) 가 되는 특성을 가지므로 REITs 투자자는 투자기간 동안 투자 배당금과 더불어 원금을 상환 받는 형태가 된다. SOC 민간투자사업의 경우 투자원금이 사업 전기간에 걸쳐 회수하는 구조이며, 유사시 정부에 대해 Put-back Option을 행사할 수 있도록 되어 있어 원금회수 측면에서 어느 정도 보장방안이 마련되어 있다고 볼 수 있다.

⑵ 활용방안

각종 세제혜택이 부여되는 REITs를 SOC 민간투자사업에 도입하게 되면 지분투자자를 다변화할 수 있는 좋은 방안이 될 수 있다. 이제까지 참여하지 못하고 있는 증권회사와 투자신탁회사가 참여할 수 있는 발판을 마련할 수 있고 재원조달에 있어 자연스러운 경쟁체제 구축에도 기여할 수 있다. 최근 건설교통부와 도로공사는 서울외곽순환도로 중 일산~퇴계원 구간을 제외한 나머지 구간의 운영권을 일정기간 제3자에게 넘긴 뒤 되돌려 받는 방안을 검토한 바 있다. 이 때 고려하고 있는 운영권 매각방식은 REITs를 설립하여 투자자를 모집하고 일정기간 요금징수 수입으로 이를 변제하거나 투자수익을 되돌려주는 방식이다.

따라서 사업시행자가 보유하고 있는 관리운영권 즉, 용익권인 시설의 무상사용·수익권에 투자할 수 있는 REITs 펀드를 설립하여 자금을 모집하고 운영수입을 가지고 투자자에 대해 배당을 실행하는 방법이 가장 바람직하다고 할 수 있다. 특히, REITs 펀드를 설립할 수 있는 증권사나 투신사 등이 시설운영이 임박한 사업 등을 토대로 구체적인 사업성분석 등을 해나가야 할 것이다.

4. 증권화를 통한 투자재원 다양화

1) 프로젝트채권 활용

프로젝트채권의 활용을 활성화하기 위해서는 먼저 민자사업 대출자산을 기초로 발행하는 ABS채권을 SOC채권(민간투자법 제58조)으로 인정하는 제도개선이 필요하다. ABS채권은 상법상 발행금액 제한을 받지 않으므로 사업시행자의 순자산규모가 작은 사업초기에도 대규모의 채권발행이 가능하다. 또한 관리운영권을 물상담보의 목적물로 하여 담보부사채 형태로 ABS채권이 발행될 경우 ABS채권을 보유한 자는 금융기관의 선순위지위를 그대로 유지하여 관리운영권에 대

한 선순위 저당권자가 될 수 있다. 이는 불특정다수인 SOC채권 보유자가 저당권자로 쉽게 등록할 수 없는 점을 보완하여 선순위자로서의 지위를 보완하는 효과를 가져다준다.

연기금, 보험사 등 장기성 자금과의 연계를 도모함으로써 기관투자가의 채권투자 확대를 유도하는 등 채권수요기반도 확충할 수 있다. 일반적으로 채권을 인수하는 펀드는 수익률 관리를 위해 가격변동이 큰 채권의 편입을 기피한다. 따라서 SOC채권을 장부가로 평가하여 채권가격을 안정화시키게 되면 시가평가위험과 환금성과 관련된 위험을 줄일 수 있다. 시가평가 시 펀드편입을 가능하게 하고 펀드가 환매되어도 다른 펀드나 고유재산으로 이전이 용이해 질 수 있다.

프로젝트채권의 활용을 활성화하기 위해서는 SOC채권의 소화범위를 확대할 수 있는 금융상품을 개발하고 SOC채권에 투자하는 펀드에 대한 비과세혜택과 개인에게 매각하는 채권에 대한 정부의 원리금 지급보증 방안 등 제도개선도 고려해 볼 필요가 있다.

2) ABS채권의 활용

현행 자산유동화법상 SOC사업의 관리운영권을 가장 효율적으로 유동화할 수 있는 방법으로는 정부 또는 정부투자기관을 개입시키는 방법이 있다. 예를 들어 도로의 통행료 징수의 최종책임을 건설교통부 혹은 도로공사에 귀속시켜 건설교통부 또는 도로공사가 자산유동화증권의 최종 채무자(Obligor)가 되도록 하는 방법이다. 그러나, 이러한 방법은 현재의 실시협약 구조하에서는 불가능하고 정부보증과 관련되기 때문에 국회의 동의를 필요로 하는 등 현실적인 방안으로 활용하기는 어렵다.

다른 방법의 하나로 Fast-pay부분은 선순위, Slow-pay부분은 후순위채무로 구성하여 시간적, 법적 우선 순위를 복합적으로 적용하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 그런데 이 방법은 현금흐름에 대한 구조설계과정에서 운용위험 부담이 생길

수 있다. 따라서, 수탁은행의 운용수익률 보장계약 및 신용공여(Credit Line) 등이 필요하게 된다.

가장 현실적인 대안은 민간투자사업의 자산을 담보로 발행되는 ABS채권을 민간투자법상의 SOC채권과 같은 채권으로 인정하여 펀드 등이 이들 수익증권을 인수할 수 있도록 하며, 사업시행법인이 발행한 ABS채권뿐만 아니라 관련 대출채권을 기초로 한 파생금융상품 등도 인수할 수 있도록 하는 조치가 필요하다.

ABS 발행을 통해 민간투자사업의 자금을 조달하는 경우 조달비용 및 수익률과의 관계를 고려해야 하며 신용보강방안도 필요하다. 따라서 ABS채권을 활성화하기 위해서는 정부정책 이외에도 채권발행을 담당하는 기관들이 발행비용, 정보관리비용 등을 절감할 수 있는 합리적인 방안[32]과 신용평가등급 향상방안[33]을 마련해야 한다. 또한, 현금흐름(Cashflow)에 대해 각각 만기 및 수익률이 상이한 몇 개의 채권등급(Tranche)을 설정하는 등 구조설계를 통한 조기상환 위험 완화가 가능하고 기관투자가의 참여를 유인할 수 있도록 할 필요도 있다.

3) CDO모델의 활용

CDO(collateralized debt obligations)란 채권담보부증권(CBO)과 대출담보부증권(CLO)을 통칭한 것으로서 현금구조가 부채증서들(debt instruments)의 개별성과(performance)에 연계된 구조화채권(Structured fixed income Securities)을 일컫는다. 국내에는 1999년 중반 대우사태 이후 구조화된 금융(structured financing) 활성화에 따라 본격적으로 도입되어 ABS의 주류를 이루고 있다. 특히 2000년 들어 투신권의 구조조정과 채권시가 평가제도 도입에 따른 펀드의 클린화를 위해 유통시장의 회사채 등이 기초가 되어 유통시장 채권담보부증권(Secondary CBO)의 발행이 증가하였다.

---

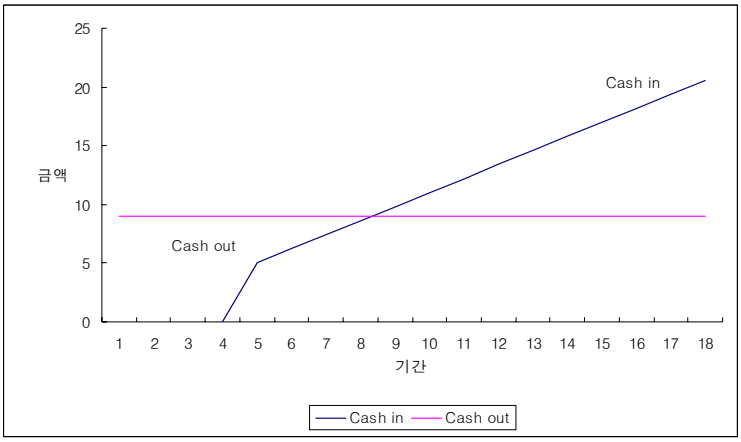
32) 예를 들어 부분차환구조(Asset Backed Commercial Paper)로서 장기자산을 유동화하면서 단기 CP를 반복적으로 차환 발행하는 방법으로 발행금리 절감이 가능하다.

33) 신용보증기금의 부분보증(50%)을 통한 신용보강으로 담보부증권(CLO) 발행이 가능할 수 있다.

그리고 정부의 기업자금 원활화 대책의 일환으로 중소 및 중견기업의 사모회사채에 신용보증기금 등이 부분 보증한 발행시장 채권담보부증권(Primary CBO)의 발행이 폭발적으로 이루어졌다. 회사채시장이 마비된 상황에서 2001년 만기 도래 회사채규모 약 65조원 중 차환발행에 애로가 예상되는 25조원의 회사채에 대하여 산업은행이 우선 인수토록 하는 정부의 회사채 신속인수 방안이 발표(2000.12.26) 됨으로써 Primary CBO 및 CLO 발행이 증가되는 결과를 가져왔다.

이러한 CDO 구조를 활용하여 민간투자재원을 효과적으로 확보할 수 있는데 CDO를 이용한 프로젝트 파이낸싱의 가장 큰 특징은 현재는 존재하지 않는 미래의 발생 현금흐름을 유동화하고 프로젝트 과정에서 발생하는 공사비 등 사업비를 동시에 확보해야 한다는 것이다. 이를 동시에 충족시키기 위해서는 금융기관이 우선 대출을 하거나 공사 참여업체가 채권을 발행하여 공사기간 중 발생하지 않는 현금흐름을 보완할 수 있도록 SPC내 대상자산의 pool을 구성하지 않으면 안 되도록 되어 있다. 공사기간 중 미스 매치되는 자금부분은 SPC내에 대출 또는 채권을 제공함으로서 유동화의 문제를 해결할 수 있기 때문이다.

<그림 4-3> CDO 활용한 Cash Flow Mismatching 문제 해결



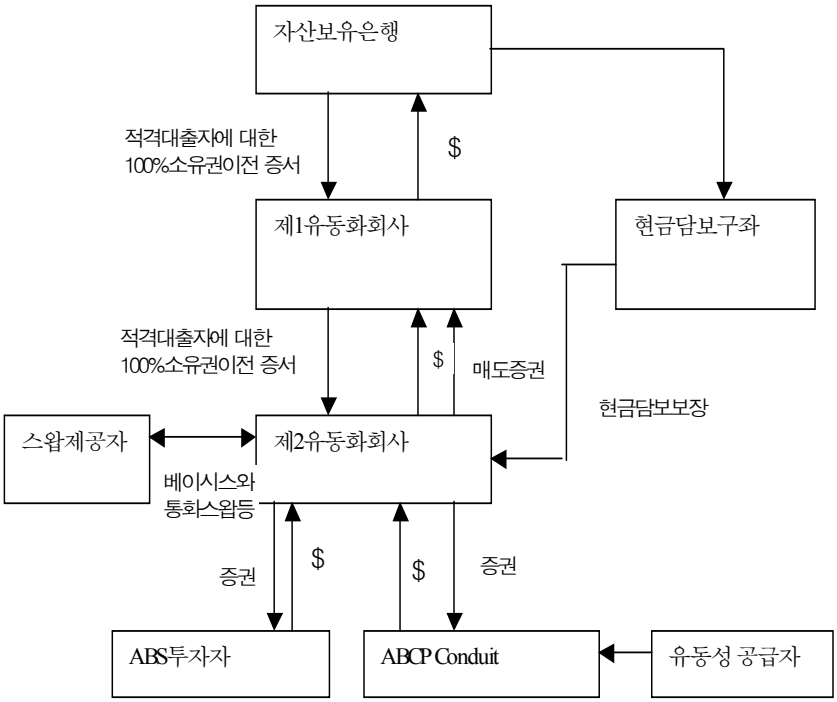
위의 그림은 프로젝트의 자금조달(Loan, bond)에 대한 이자지급과 그 이자 지급을 위한 현금흐름을 표현한 것이다. 공사기간을 4년이라 가정할 때 그 때까지는 현금의 유입이 없고 운영이 개시되는 시점부터 현금이 유입되고 기간이 지남에 따라 그 크기는 커진다. 또 그림에서는 9년 정도의 기간이 경과된 후에 Cash in과 Cash out이 같아지고 있다.

이는 착공시점부터 9년째까지 현금의 Mismatching이 발생함을 의미한다. 이러한 현금흐름 불일치를 해소시켜 줄 수 있는 CDO 발행을 생각해 볼 수 있는데, 부족한 Cash in 부분을 CDO나 CBO 발행을 통해 Cash Out의 실선과 같게 할 수 있다. 이때 다단계 Tranche 및 기간이 다양한 CDO 발행을 통해 시장에서의 마케팅파워를 높일 수도 있다. 물론 CDO를 구성할 때 Tranche의 신용등급과 투자기간에 따라 상품의 시장성은 달라질 수 있다. 그러나 고수익 Tranche 상품을 만들 수 있다면 투자자의 반응은 좋아질 것이며 장기적으로는 단기형 Tranche를 펀드에 편입하여 소화시키는 방법도 고려할 수 있을 것이다.

(1) CLO 발행구조

CLO 발행을 위해서는 우선 은행 또는 보험회사 등이 프로젝트에 참여하고자 하는 스폰서에 대하여 공사비 및 지급이자 분에 해당하는 만큼의 대출 약정이 체결되어야 한다. 대출자산을 보유하고 있는 은행, 보험사 등은 해당 대출자산을 유동화하기 위해 SPC를 설립하고 설립된 SPC가 유동화를 실행한다. 아래의 CLO 구조도는 2단계 SPC를 활용한 방법으로 이는 자산유동화의 상하부 구조를 이용하여 내부 신용보강을 도모하고자 하는 목적으로 이용된다.

<그림 4-4> CLO 거래도



2단계 SPV를 활용하는 경우 자산보유자는 1단계 SPC에게 유동화자산의 진정한 매매(True Sale)를 한후 1단계 SPC가 다시 2단계 SPC에 다시 회계상 매매(Accounting Sale)를 하여 최종적으로는 2단계 SPC가 양도받은 유동화자산을 기초로 유가증권을 발행하는 형식이 된다. 이 때, 유동화증권의 액면금액은 SPC로 전가된 대출자산의 액면가와 같아야 한다.

한편, 이 과정에서 대부 포트폴리오와 부합하는 어떤 기초위험이나 통화위험 또는 현금흐름의 mismatch를 보완하기 위한 수단으로 스왑계약을 체결할 수 있다. 스왑 상대는 자산보유은행의 자회사나 제3의 제공자가 될 것이며, 자산보유은행의 신용등급은 신용평가회사가 고려하게 된다.

⑵ CBO 발행구조

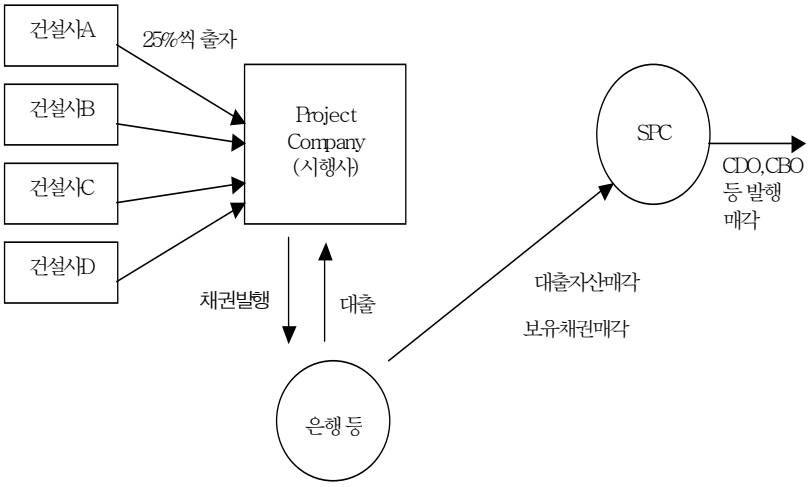
CBO구조를 이용하는 경우는 우선 프로젝트에 참여하고자 하는 스폰서가 공사비 및 수취이자 분에 해당하는 금액의 채권발행을 하여야 한다. CBO를 이용하여 프로젝트 파이낸싱을 할 때에도 현재는 존재하지 않는 미래 발생 현금흐름을 유동화하고 공사기간 중 발생하지 않는 현금흐름을 보완할 수 있도록 SPC내 채권발행을 통해 대상자산의 pool을 구성해야 한다는 점에서 CLO와 같다.

채권을 발행하는 방법은 프로젝트에 참여하는 건설업체가 직접 발행하는 방법이 있고 해당 건설업체가 프로젝트 컴퍼니에 출자금을 납입한 후 프로젝트 컴퍼니의 이름으로 발행하는 두 가지 방법 있다. 여기에서는 후자의 방법을 토대로 설명하기로 한다.

<그림 4-5>는 CBO 발행구조를 나타낸 것이다. 프로젝트에 참여하는 건설업체는 프로젝트 컴퍼니에 출자금을 납입한 후 프로젝트컴퍼니의 이름으로 채권을 발행한다. 다음 단계로 프로젝트컴퍼니가 발행한 채권은 프로젝트 참여 금융기관인 은행 및 보험사 등이 총액 인수한다.

자산보유자인 금융기관은 보유채권의 유동화를 위해 SPC를 설립하여 유동화한다. 다만 유동화단계에서 현금흐름의 미스매치 및 신용보강 문제점을 해결하여야 한다

<그림 4-5> CBO 발행 구조



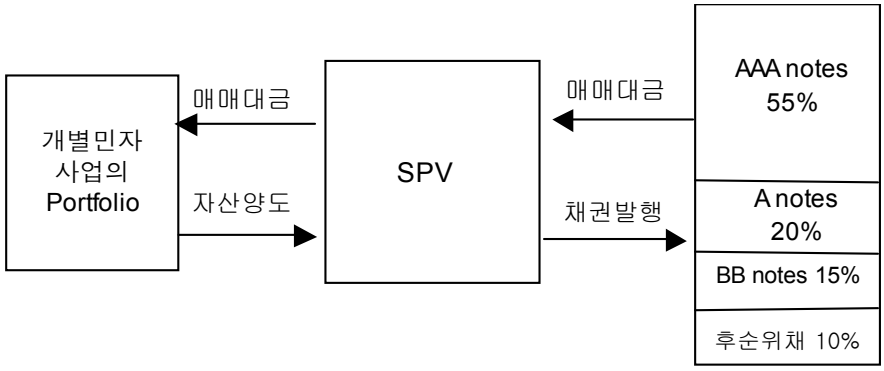
이러한 CLO, CBO 발행방법에 의한 CDO거래는 자산보유자의 대차대조표 상태를 개선시킬 수 있고 위험조정자산수익률을 증진시킬 수 있으며, 신용위험 노출을 조절할 수 있다. 또한 증권화를 통해 서비스수수료 수입과 보유지분으로부터의 수익을 발생시킬 수 있으며, 유동화를 통해 기금운용 Source가 확보된다. 아울러 자산보유자는 CDO거래를 통해 새로운 거래에 대한 신용라인에서 자유로울 수 있다.

4) 고수익채권의 활용

고수익 채권이란 대개 BB이하의 등급으로 이루어진 채권으로서 시장 정기예금 금리보다 2~3%이상 수익이 높은 상품이다. 정부가 채권시장 활성화를 위해 내놓은 고수익채권 전용 펀드는 잘만 운영되면 채권시장 정상화는 물론 시중의 부동자금을 자본시장으로 이끌어 내는데 한 몫을 할 수 있는 상품이다. 그러나 고수익채권은 투기등급으로 다소 투자 위험이 동반되지만 원리금을 보장하는 상품도 개발되고 있다.

증권화(Securitzation) 원리를 이용하여 SPC가 다양한 등급(tranche)의 증권을 발행하고 정책자금으로 주식적 성격의 신용보강을 하면 고수익채권의 안전성을 증대시킬 수 있다. 대신 위험을 부담하는 대가로 일정수준 이상의 수익을 발생시킬 경우 이를 우선적으로 향유할 수 있는 권한을 정책자금에 부여하도록 하는 것이다. 이 경우 저위험·저수익을 추구하는 보수적 투자자는 상위계층의 증권에 투자하면 되고, 고위험·고수익을 추구하는 투자자는 하위계층의 증권에 투자할 수 있어서 고수익채권에 대한 투자자 기반을 확대할 수 있게 된다.

<그림 4-6> 증권화의 구조



<그림 4-6>의 ABS발행 구조는 두 가지 특징을 가지고 있다. 우선 ABS 발행대상 자산을 여러 개의 project finance 포트폴리오로 구성함으로써 신용위험을 줄이고 두 번째로는 다양한 tranche의 채권을 발행함으로써 선순위채권의 소화를 쉽게 하고 실제 회수금을 크게 하는 구조이다.

그 동안 ABS발행은 주로 투자 적격등급의 채권을 발행하기 위해 발행자(sponsor)가 신용보강을 하는 형태로 주를 이루어 왔다. 이에 따라 신용위험이 클 경우 30~40%의 후순위채를 sponsor가 인수해야 AA~AAA 등급의 채권발행이

가능하고 회수금도 60~70%에 불과하였다. 그러나 <그림 4-6>의 구조는 원금회수의 우선 순위에 따라 다양한 등급의 채권을 발행하고 있어 실제 회수금을 크게 할 수 있다.

손실부담의 구조는 다음과 같다. 원금의 10% 손실까지는 후순위채를 인수하는 기관이 부담한다. 일반적으로 sponsor가 인수하지만 경우에 따라서는 SOC펀드 등의 소화를 원칙으로 신용기보증기금이 신용을 보강할 수 있다. CBO 발행시 신용보증기금과 기술신용보증기금에서 약 40% 가까이 신용보강을 한 것처럼 SOC사업의 ABS발행에 대해 산업신용보증기금을 이용하여 상당한 수준까지 신용보강이 가능하다. 다행이 SOC사업의 경우 유동화 대상자산의 quality가 CBO의 대상자산에 비해 매우 양호하므로 부담이 작은 이점이 있다.

만약 10% 이상의 원금 손실이 발생하는 경우에는 이에 영향을 받는 tranche는 BBB의 신용등급을 받을 수 있다. 마찬가지로 25% 이상의 원금 손실이 발생할 경우 이에 영향을 받는 tranche는 A의 신용등급을 받을 수 있고 45% 이상이면 AAA등급의 채권을 발행할 수 있다. 25% 이상의 원금 손실이 발생하는 경우에는 A등급 채권에 투자한 투자자가 부담한다. 45% 이상의 원금 손실이 발생하는 경우에는 AAA등급 채권에 투자한 투자자가 부담한다.

이와 같은 손실 부담대상의 차등화를 통해 다양한 tranche의 채권을 발행하되 시장에서 소화가 쉽지 않은 BBB등급의 채권은 SOC 전용펀드 또는 SOC 민간투자 관련 고수익채권펀드 설립을 통해 소화할 수 있도록 유도할 수 있다. 그러나 이러한 채권발행이 성공을 거두기 위해서는 펀드에 대한 정책적 지원이 뒷받침되어야한다. 주식시장에서 CBO펀드에 대해 세제혜택과 공모주의 우선 배정 혜택을 부여한 것이 하나의 예이다.

5. 기관투자자의 투자재원 활용

1) 보험사

보험회사는 투자대상의 위험을 분석하고 처리하는데 있어서는 전문성과 충분한 노하우를 가지고 있다. SOC사업의 프로젝트 파이낸스에서는 정부와 사업시행자간에 사업 리스크가 어떻게 배분되느냐에 따라 사업수익률 수준이 결정되기 때문에 리스크를 분석하고 평가하는데 전문성을 가진 보험회사가 직접 출자자로 참여하여 SOC 사업을 추진한다면 사업의 확실성을 증가시킬 수 있다. 또한, 사업시행에 따른 재무적·비재무적 위험을 철저히 분석하고, 적절한 위험배분을 통해 SOC시설을 건설·운영해 나간다면 사업시행에 따른 고수익의 보장수익률을 획득함은 물론 안정적이고 예측 가능한 투자자산 운용이 가능하다.

보험사의 SOC사업 참여를 제약하는 제도나 규정은 없다. 따라서 보험사의 참여를 활성화시키기 위해서는 자산 운용담당자에 대한 교육 및 홍보활동을 강화하고 보수적 투자를 고수하는 경영진에 대한 정부의 참여요청 등도 효과를 거둘 수 있다. 보험회사의 자산운용담당자들이 참여하는 민간투자사업 관련 세미나와 Workshop을 개최하고 프로젝트 파이낸스의 안정성 및 수익성에 대한 적극적인 홍보도 필요하다. 가장 효과적인 수단은 보험사가 참여하는 다양한 형태의 펀드를 조성하고 해당 펀드가 SOC사업에 투자하는 방식이 가장 바람직할 것으로 판단된다.

2) 연기금 자산의 활용

연기금이 SOC사업에 참여한 것은 SOC채권을 매입하는 방법에 국한되어 있으며 아직 대출이나 지분참여는 이루어지지 않고 있다. 그동안 연기금의 SOC사업

참여가 부진했던 이유는 채권 등 현금화가 손쉬운 상품에 대한 투자가 관행적으로 이루어져 온데다 SOC 투자나 부동산 투자는 위험이 높다는 인식을 가지고 있었기 때문이다. 또한 연기금은 이미 면세혜택을 받고 있기 때문에 일반 투자자금과 같이 SOC사업에 투자함으로써 얻을 수 있는 특별한 세제혜택도 없었기 때문이다.

연기금이 SOC사업에 투자하는데 제도적인 제약은 없다. "채권등급이 A미만인 채권에는 투자하지 못한다"라고 규정하고 있으나 현재 발행되는 거의 모든 SOC 채권이 AA이상 등급을 받고 있기 때문에 현실적인 제약요인은 없다. 연기금에 투자자문을 하거나 투자관리를 하는 전문가들이 대부분 증권전문가로 구성되어 있는 점도 SOC 사업에 대한 투자가 부진한 사유가 되고 있다. 연기금 운용과 관련한 주무관청의 관리와 감사 등도 연기금이 안전위주의 소극적 자산운용을 부추키고 있다.

과거 각 연기금은 일반회계나 특별회계에 중복되거나 국회의 감시가 상대적으로 적고 자의적인 지출이 많은 등의 문제점이 있었다. 하지만 2001년 말 정부가 기금관리기본법을 대폭 개정하면서 이러한 문제점들은 상당부분 해소되었다. 현재는 효율적인 기금운용을 위해 기금의 여유자금을 투자 풀(pool)로 일원화하여 운영하고 있다. 이러한 투자 풀은 2002년 말 5조원 수준으로 될 것으로 전망하고 있다[34]. 투자풀은 포트폴리오 전략을 구사하기 때문에 투자대상에 사실상 제한이 없다.

예산과 기금의 차이점은 여유자금의 존재에 있다. 기금은 정해진 용도에 사용하기 위해 자금을 조달한 것이기 때문에 여유자금을 다른 용도의 정부지출에 충당하는 것은 원칙에 맞지 않다. 기금설치 논리에 따르면 지속적으로 여유자금이 발생하면 다른 용도의 정부지출에 사용하기보다는 해당 기금에 배정된 부담금을 축소하는 것이 합리적이다. 그러한 면에서 기금의 여유자금을 SOC 민간투자사업에 투자하는 것은 충분한 명분과 실리가 있다. 현재 운용하고 있는 투자 풀을

34) 박기백, "기금 현황과 쟁점", 「재정포럼」, 2002. 7.

활용하는 것도 단기적으로 SOC 금융시장을 활성화시키는 효과를 얻을 수 있으나 지속적인 활용방법이 모색되어야 한다.

연기금을 활용하는 방법으로는 크게 두 가지를 생각해 볼 수있다. 하나는 각 연기금이 SOC 투자를 점담하는 자산운용팀을 두는 방법이고 다른 하나는 SOC 전용 펀드를 조성하여 각 연기금이 이 펀드에 투자하는 방법이다. 첫 번째 각 연기금마다 자산운영팀에 두는 경우 SOC 관련 전문가를 채용하거나 성과급을 지급하는 방법으로 기금운용의 책임성과 투자의 적극성을 유도할 수 있으며 inhouse 기능으로 커버할 수 없는 전문분야는 아웃소싱방법으로 자산을 운용할 수 있다.

그러나 가장 바람직한 대안은 연기금을 활용하여 SOC 전용펀드를 조성하는 방법이다. 각 기금이 투자하는 펀드를 조성하고 해당 펀드를 전문 펀드운영회사가 운영하도록 하여 SOC 민간투자사업에 직간접으로 투자할 수 있도록 하는 것이다. 연기금으로 조성된 펀드가 SOC사업에 참여할 경우 재원조달 조건이 양호해 질 수 있고 재원조달에 따른 리스크도 줄일 수도 있다. 또한 연기금의 SOC사업 참여는 가장 공익적인 사업에 투자하는 것이기 때문에 연기금의 자산운용 취지에도 가장 부합한다고 볼 수 있다.

각 연기금이 공동으로 출자하는 SOC 전용펀드를 설치하는 경우 다음과 같은 이점이 있다. 첫째, SOC 전용펀드는 우선 거래소 상장이 용이하여 유동성을 확보할 수 있기 때문에 개별 사업에 직접 투자하는 경우보다 투자비 회수 및 배당수익에 유리하다. 둘째, 전문가에 의한 자산운용으로 각 연기금이 별도로 개별사업에 대한 투자분석을 하는 비효율을 제거할 수 있고 다양한 포트폴리오 구성이 가능하다[35]. 셋째, 전문 자산운용회사를 통해 투자 전문성 부족문제를 해소할 수

35) 실제 연기금이 일반적이지 않은 상품에 투자했다가 손실을 보게 되면(비록 그 상품의 사전적인 위험은 크지 않았다 하더라도) 감사원의 감사에서 지적 받는 경우가 자주 있다. 또한, 투자를 결정하는 기관의 입장에서 지나치게 안정적인 운용을 강조하다 보니 조금이라도 수익구조가 복잡한 상품(비전문가가 이해하기 어려운 상품)의 경우에는 상급기관이나 CEO를 설득하는 데 애로를 겪게된다. 결국, 개별 민자사업에 직접투자하거나 SOC 관련 구조설계채권에 대한 투자를 고려할 경우 이들 상품의 risk-return 구조가 매우 우수하다 하더라도 유인을 갖지 못한다.

있고, 투자실패에 대한 책임추궁과 경영진의 투자에 대한 이해부족 등의 문제를 해소시킬 수 있다[36]. 전문적인 가치평가 등이 요구되는 투자에서 외부 위탁비중을 확대한다든지 자산운용을 위해 기금 Pool제도를 도입한 것 등은 이러한 장점들 때문이라 할 수 있다[37].

연기금 활용을 위한 정부의 정책은 각 연기금에 대해 SOC사업에 대한 참여를 권유하고 운용자산의 일정부분을 SOC사업에 투자하도록 하는 지침을 마련하는 정도로 충분하다. 제도적 측면에서는 기금의 민간투자사업 참여를 촉진하기 위해「기금관리기본법」제3조제3항을 개정하여 기금운용계획에 SOC 민간투자사업에 대한 투자 또는 출자를 명시하는 방법이 있다.「공공자금관리기금법」제8조(관리기금의 운용 및 관리) 및 같은법 시행령 제1조의2를 개정하여 기금운용대상으로서 SOC채권 및 SOC-ABS채권을 포함하는 것도 바람직하다.

3) 공제단체

최근 공제단체들의 SOC 사업 참여가 늘고 있고 투자에도 공격적인 태도를 보이고 있다. 그러나 대부분 시설이 준공된 시설의 관리운영권을 매수하거나 기존의 금융기관과 같은 형태의 대출에 치중하고 있으며 프로젝트 개발을 통한 지분참여에는 아직도 소극적이다. 그 이유는 아직 공제단체의 민간투자사업에 대한 이해와 경험이 부족하고 전문성도 낮기 때문이다. 따라서 이들에 대한 홍보와 교육을 실시하고 장기투자의 성격을 살릴 수 있도록 펀드에 대한 참여를 높이는 등 지분투자에 대한 참여를 확대할 필요가 있다.

---

36) SOC 전용펀드에 투자할 경우 여러 연기금이 같이 투자하기 때문에 특정상품에 대한 투자라는 우려를 불식시킬 수 있고, 운용인력의 전문성과 유동성, 분산된 위험 등의 장점으로 인해 감사기관의 지적으로부터 자유로울 수 있다.

37) 미국, 아일랜드, 오스트리아 등의 경우 운용자산의 50% 이상을 외부에 위탁하고 있으며 상당수 국가에서 40% 이상의 자산운용을 외부에 위탁하고 있다.

6. 단계별 투자재원 다양화 추진방안

이 장에서는 SOC 사업의 투자재원 다양화 방안으로서 순수 재무적 투자자의 참여 확대방안, SOC 투자를 위한 펀드의 조성 및 활용방안, 자산유동화 및 다양한 채권상품을 이용한 투자재원 조달방안을 제시하였다. 그리고 이 같은 재원조달방법과 별도로 SOC 투자에 참여할 수 있는 자산운용기관 즉, 연기금, 보험사, 공제단체, 증권사, 투신사 등 장기 투자자산을 운용하는 투자기관들의 참여 활성화 방안을 별도로 제시하였다.

그러나, 우리 나라의 사회경제적 여건과 자본시장의 특성, 금융기관들의 자산운용 관행 등을 고려할 때, 이러한 방안들 중 당장 실행하기 어려운 것들도 존재한다. 건설사 위주의 지분투자 구조를 일시에 재무적 투자자 중심으로 전환하는 것도 어렵고 채권시장이 성숙되지 않은 상황에서 대출방식의 재원조달 구조 또한 일시에 전환하기가 용이하지 않다. 현재 민간투자사업에 참여하고 있는 건설사와 금융기관, 엔지니어링회사 등 각 이해 당사자들의 입장과 민간투자사업에 대한 시각도 다르기 때문이다.

따라서 이 연구에서는 제시한 투자재원 다양화 방안을 단기적으로 추진할 수 있는 방안과 좀더 장기적인 관점에서 추진하는 것이 바람직한 방안으로 구분하여 재원조달 다양화를 추진하는 방안을 제시하고자 한다. 이러한 단계적·점진적 추진이 이루어져야만 투자자 저변 확대 및 재원 다양화로 인해 발생할 수 있는 부작용을 최소화하고 실효성을 높일 수 있으며 궁극적으로는 민간투자사업의 활성화를 기대할 수 있다.

1) 단기방안

단기적으로는 우선 순수 재무적 투자자들의 참여를 유인할 수 있는 방안을 먼저 시행할 필요가 있다.

첫째는 총민간투자비의 25% 이상으로 되어 있는 자기자본비율을 15% 내외로 낮출 필요가 있다. 물론 여기에는 앞서 언급한 바와 같이 재무적 투자자의 지분비율이 50% 이상이라는 전제가 있어야 한다. 그리고 자기자본비율 축소에 따른 자기자본 부족 분은 후순위부채를 통해 조달하도록 하는 보완이 필요하다.

둘째는 재무적 투자자들이 지분 참여하는 사업계획서의 경우 그 검토 및 평가에 있어서 현재의 기준을 변경하여 재무적 투자자의 특성에 맞는 검토 및 평가기준을 설정할 필요가 있다[38].

셋째는 재무적 투자자들의 참여를 통한 사업비 절감과 경쟁구조를 유도하기 위해 사업계획서 평가 시 자격기준으로서의 기술평가와 입찰로서의 가격평가로 분리하는 2단계 평가로 조속히 전환할 필요가 있다.

넷째는 연기금을 중심으로 하는 SOC 전용펀드를 조성하여 연기금 투자자산을 활용할 필요가 있다. 이를 위해 연기금에 대해 민간투자사업의 특성과 전용 펀드를 통한 투자의 이점 등에 대한 홍보를 강화할 필요가 있다.

다섯째는 보험사, 공제단체 등 기관투자자의 참여를 활성화할 수 있도록 교육 및 홍보활동을 강화할 필요가 있다. 이들 기관의 자산운용담당자가 참여하는 세미나와 워크숍을 개최하고 프로젝트 금융에 대한 이해를 증진시킬 필요가 있다.

2) 중장기방안

재원다양화를 위한 장기방안으로는 첫째, 투자자 다변화 및 재원다양화를 촉진할 수 있는 제도개선을 추진해야 한다. 연기금의 민간투자사업 참여가 촉진되도록「기금관리기본법」제3조제3항을 개정하여 기금운용계획에 SOC 민간투자사업에 대한 투자 또는 출자를 명시하고「공공자금관리기금법」제8조(관리기금의 운용 및 관리) 및 같은법 시행령 제1조의2를 개정하여 SOC채권 및 ABS채권을 기금운용 대상에 포함시킬 필요가 있다.

38) 이를 위한 구체적인 방법은 앞에서 설명한 바와 같다.

둘째, SOC 전용펀드가 활성화 될 수 있도록 SOC 민간투자사업에 자산의 70% 이상을 투자하는 펀드에 투자한 사람에 대해서는 소득세 감면 등 각종 세제지원 방안을 강구할 필요가 있다. 또한, 개인에게 매각하는 SOC채권에 대해 정부가 원리금 지급을 보증하는 방안에 대한 검토를 통해 일반투자자들이 SOC사업에 직간접으로 투자할 수 있는 길을 모색할 필요가 있다.

셋째, 채권시장 활성화 및 선진화를 추진하고 다양한 채권상품의 개발을 모색해야 한다. SOC사업은 다양한 형태의 채권을 통해 투자재원을 조달하는 것이 바람직하다. 채권이 활용되기 위해서는 채권시장의 선진화가 전제되지 않으면 안된다. 따라서 정부는 채권시장 활성화방안을 모색하고 증권사, 투신사 등 채권발행을 통한 SOC 사업 참여가 가능한 기관들은 다양한 채권상품 개발에 노력하여 SOC사업의 재원조달에 주도적인 역할을 담당할 수 있도록 해야 한다.

넷째, 증권시장 또는 채권시장 상장 등을 통해 투자비를 조기에 회수할 수 있는 다양한 회수구조(Exit Strategy)를 만드는 노력이 필요하다. 유연한 회수구조가 만들어질 경우 SOC사업의 가장 큰 약점인 유동성 부족문제를 해결할 수 있고 그럴 경우 다양한 투자자들이 참여할 수 있는 여건이 조성된다.

마지막 다섯 번째는 해외자본과 국내자본이 효율적으로 연계할 수 있는 방안을 모색하고 이를 통해 선진 금융기법 도입과 활용이 이루어지도록 하여 민간투자사업이 더욱 더 경쟁적이고 유연한 투자대상이 될 수 있도록 해야 한다.

CHAPTER 5

결론 및 향후 과제

1. 요약 및 결론

우리나라 SOC 민자사업의 재원조달은 대부분이 건설사인 출자자 구성과 소수의 은행대출에 의한 타인자본 조달로 특징 지워지고 있다. 따라서 우리나라 민간투자사업은 아직 민자사업의 특성에 맞는 프로젝트 파이낸싱이 이루어지지 못하고 투자자와 재원 다양화가 이루어지지 못하였다는 평가를 받는다.

이 연구는 이러한 문제를 해소할 수 있는 방안을 모색하고자 하는 목적에서 출발하였다. 잠재 투자자들 특히 중장기 투자자산을 운용하는 기관들의 참여를 활성화하여 투자자 다변화를 실현하고 다양한 금융상품 활용을 통해 재원조달의 독과점적 구조를 개선할 수 있도록 하자는 데 목적으로 두었다. 보다 궁극적으로는 이러한 여러 가지 방안을 통해 정부의 각종 투자자지원 정책이 재원조달조건 등에 실질적으로 반영하여 정책적 효과가 발휘되고 투자재원간 경쟁을 통해 민간의 창의와 효율이 발휘될 수 있도록 하자는 데 목적을 두고 있다.

세부적으로는 우선 보험사, 연기금, 공제단체 등의 민간투자사업 참여 촉진방

안을 모색하고 주식 공모 및 증자, 자산유동화증권(ABS) 및 SOC채권 등 각종 채권상품의 활용방안, REITs 등의 재원조달상품 개발과 증권회사, 투자신탁회사, SOC 전용펀드의 참여방안을 모색하고 이러한 투자자 다변화 및 투자재원 다양화 방안들의 효과를 증대할 수 있도록 단기에 추진해야 할 사항과 중장기적으로 추진해야 할 사항으로 나누어 단계별 추진방안을 제시하였다.

이 연구는 모두 5개의 장으로 구성되어 있다. 제2장에서는 거시경제 및 자본시장의 동향을 분석하고 현재까지 추진되고 있는 민간투자사업의 투자재원 현황과 구조적 특성, 문제점 등에 대해 고찰하였다. 제3장에서는 민간투자사업에 활용 가능한 재원의 유형과 특성을 분석하였다. 먼저 투자자 다변화 측면에서 현재의 투자자 유형과 잠재적 투자자 등을 포함하여 민간투자사업에 활용 가능한 재원과 각 재원유형별 특성 및 현황을 분석하였다. 제4장에서는 이 같은 분석을 토대로 SOC 민간투자사업에 대한 투자자 다변화 및 투자재원 다양화방안을 모색하였다

이 연구를 통해 기대하는 것은 투자재원 다양화를 통해 민간투자사업의 경쟁체제를 유도하고 비효율이 개선될 수 있도록 하는 것이다. 다양한 투자자산운용기관의 참여와 다양한 채권상품 및 자산유동화상품 그리고 SOC 전용펀드를 활용하여 일반투자자의 투자재원을 SOC 사업에 활용할 경우 지금과 같은 건설사 중심의 투자자 구성에 변화가 나타날 것이다. 그리고 사업비, 운영비 등이 절감되는 민간창의와 효율이 발휘될 것이며 이를 통해 사용료 인하 또는 재정지원 축소 등의 실질적 효과도 기대할 수 있을 것이다. 또한, 프로젝트 파이낸스기법의 선진화, 재원조달구조 및 금융조건의 유연성을 확보할 수 있으며, 스폰서·금융기관·정부·건설업체의 기능과 역할분담도 보다 명확해지고 전문 Developer의 출현도 기대할 수 있을 것이다.

2002년 9월말 현재 우리나라 SOC 민간투자사업은 총 128개 사업이며, 총투자비는 약 40조원이다. 총투자비의 25%는 정부의 재정지원으로 약 21%는 출자자의 자기자본(총민간투자비의 31%) 나머지는 은행대출 등 타인자본 조달에 의해

투자되고 있다. 자기자본 중 건설회사에 의해 투자된 금액은 3조 9,501억 원으로 전체 의 86%를 차지하고 있으며, 공공부분이 5.9%, 보험사 2.8%, 금융기관 등 기타 투자자가 5.1%를 차지하고 있다.

타인자본은 총민간투자비의 70% 내외를 차지하고 있으며 금융약정이 완료된 18개 사업을 대상으로 조사한 결과 대출에 의한 재원조달이 약 54%, SOC채권과 ABS(Asset Backed Securities)채권 등 채권발행을 통한 조달이 46%를 차지하고 있다. 해외자본의 경우 외국인 투자가 확정된 사업은 대구-부산고속도로사업 등 총 5개 사업에 불과하며, 외국인 투자가 예정되고 있거나 투자를 위한 협상이 진행중에 있는 사업은 13개 사업으로 파악되었다. 외국인 투자자가 지분 참여한 것은 부산신항만사업 등 총 4개 사업에 1,041억원, 외화차입 또는 외화채권 발행이 이루어진 사업은 대구-부산고속도로사업과 대전천변고속화도로사업으로 각각 1,300억원이 투자되고 있다.

현행 민간투자재원 조달의 문제점으로는 첫째, 출자자가 건설업체 위주이며 재원조달이 대출방식에 의한 은행의 독과점적 구조로 인해 투자의 효율성 및 유연성을 기대할 수 없다는 점 둘째, 관치금융시대의 우월적 사고에 의한 투자의사결정이 이루어지는 등 자본시장 및 금융시장이 후진적인 점, 셋째, 투자자 저변의 확대가 미흡하고 투자관련 상품의 개발 등 다양화가 추진되지 못한 점등을 지적할 수 있다.

각 투자기관의 참여를 제약하는 요인으로는 금융기관의 경우 위험가중치 적용, 자산건전성 분류, 중소기업 의무대출비율 적용 등을 들 수 있고, 연기금의 경우 SOC 사업에 투자자산을 운용할 전문가의 부족, 수익률 제고 등에 대한 특별한 인센티브 미흡, 주식상품과 채권상품 등에 투자하는 기존의 자산운용방식 답습 등을 지적할 수 있다. 공제단체의 경우 연기금과 마찬가지로 SOC 사업에 대한 출자 및 대출 등 자산운용상의 제도적 제약은 존재하지 않으며, 그동안 SOC 사업에 대한 인식과 경험 부족, 자산운용 전문가의 부족이 가장 큰 요인으로 분석된다. 해외자본의 경우는 우리나라의 국가위험을 너무 크게 보고 있으며, 환위

험을 헷징할 수 있는 장치가 미비하고, 자본적 투자보다 주로 기술자문, 금융자문 등을 통한 컨설팅 등과 기계・장비・설비 등의 공급에 비중을 두고 있는 점 등을 지적할 수 있다.

이 연구에서는 투자자 다변화를 위한 방안 마련을 위해 주식공모 및 증자, 펀드조성, 프로젝트금융투자회사, 순수금융투자자 참여 확대, 연기금 등 중장기 자산운용기관의 참여 확대, 각종 채권상품 등 활용 가능재원을 분석하였으며, 이를 토대로 각 재원별, 투자기관별 투자재원 활용방안을 제시하였다. 특히, 민간투자사업의 정상적 재원조달 구조를 만들기 위해서는 순수 재무적 투자자의 사업 참여가 활발해져야 한다는 것이 이 연구에서 제시하고자 하는 가장 큰 메시지이다.

사업초기 단계에서부터 재무적 투자자를 참여시키기 위해서는 운영수익이 발생하지 않는 건설기간 중에도 투자자금에 대한 수익의 일부를 제공할 수 있는 재원조달구조가 마련되어야 한다. 이러한 문제를 해소할 수 있는 가장 확실한 대안은 재무적 투자자들이 준자본(Quasi-equity) 형태 즉 후순위채권을 발행할 수 있는 구조를 만들어 주는 것이다.

투자자 다변화를 위한 재원조달 방안으로 SOC 전용펀드의 설립・운용과 REITs 펀드의 활용방안 등 펀드를 통한 재원조달 방안을 제시하였다. SOC 전용펀드가 활성화되기 위해서는 첫째, 사업 자체가 투자유인을 가질 수 있을 만큼 사업성이 충분해야 하고, 안정성과 수익성 등이 보장될 수 있는 실시협약 체결 및 정부의 협약 이행이 이루어져야 하며, 펀드 운영사에 의한 제반 위험요소의 최소화방안 강구, 산업별・국가별・건별 투자한도 기준(guideline) 설정 등 분산투자전략의 필요성 등도 제시하였다. REITs는 정기적인 현금흐름에 기초하고 있기 때문에 이자율을 배당 받는 채권과 유사하기 때문에 SOC 민간투자사업에 활용하기 위해서는 신용보증기금이나 금융기관에 의한 Credit Line 설정 등 정기적이고 안정적인 현금흐름을 확보해야 함을 제시하였다.

또한 이 연구에서는 채권발행이 SOC 민간투자사업의 자금조달 방안으로 가장 적합한 방법인 점을 고려하여 일반채권, SOC 채권, 자산유동화증권(ABS : Asset

Backed Securities) 및 다양한 구조화채권 활용방안도 제시하였다. 채권은 Option, 구조상품, 각종 파생상품 등을 활용하여 다양한 발행구조를 만들 수 있기 때문에 이를 통해 사업시행자나 채권투자자의 요구조건에 맞는 다양한 형태의 재원조달이 가능하다. 자산유동화기법은 현금흐름을 중시하는 금융기법으로서 특수목적기구(SPV)를 두고 실제 자금사용자가 비소구금융(Non-Recourse Financing)을 이용하는 방법이다.

이러한 채권발행이 활성화되기 위해서는 채권시장 활성화, 채권발행금액 제한의 예외 인정, Negative Carry효과 방지방안 마련, 시가평가 위험(가격변동 위험) 해소를 위한 장부가격 평가, 신용평가를 통한 유통 촉진으로 환금성 위험(Liquidity Risk)을 해소하는 등의 방안이 필요하다. 특히, 프로젝트채권을 활성화하기 위해서는 먼저 민간투자사업에 대한 대출자산을 기초로 발행하는 ABS채권을 SOC채권(민간투자법 제58조)으로 인정하는 제도개선이 필요하며, 연기금, 보험사 등 장기성 자금과의 연계를 도모하여 기관투자자의 채권투자 확대를 유도하는 등 채권수요기반을 확충해야 한다. 아울러 SOC채권 소화범위를 확대할 수 있는 금융상품을 개발하고 SOC채권에 투자하는 펀드에 대한 비과세혜택과 개인에게 매각하는 채권에 대한 정부의 원리금 지급보증 방안 등 제도개선도 고려해야 한다.

보험사, 연기금, 공제단체 등 중장기의 안정적 자산을 운용하는 기관의 참여를 활성화하기 위해서는 자산운용담당자에 대한 교육 및 홍보 강화, 이들 경영진에 대한 정부의 참여요청 등이 가장 현실적인 대안이며, 이를 위해 각종 세미나와 Workshop을 개최하고 프로젝트금융이 자산운용방식이 이들이 운용하는 자산에 가장 적합한 방식이라는 점에 대해 적극적인 홍보가 필요하다. 아울러, 연기금, 공제단체 등의 참여와 역할을 확대하기 위해서는 다양한 형태의 펀드조성이 가장 효과적이다. 펀드를 활용하지 않는 경우에도 기금운영팀에 자산운용 전문가를 채용하거나 성과급을 지급하는 기금운용의 책임성과급제를 도입하는 방안도 있다.

제도적 측면에서는 기금의 민간투자사업 참여를 촉진하기 위해「기금관리기본법」제3조제3항을 개정하여 기금운용계획에 SOC 민간투자사업에 대한 투자 또는 출자를 명시하는 방법이 있다.「공공자금관리기금법」제8조(관리기금의 운용 및 관리) 및 같은법 시행령 제1조의2를 개정하여 기금운용 대상으로서 SOC채권 및 SOC-ABS채권을 포함할 필요가 있다. 끝으로 이러한 투자재원 다양화방안은 단계별・점진적으로 추진하는 것이 타당한 것으로 제시하였다.

결론적으로 민간투자사업의 투자자 다변화 및 투자재원 다양화는 실질적 의미의 프로젝트 파이낸싱을 도모할 수 있고, 정부의 각종 위험분담 및 지원정책의 실효성을 제고할 수 있다. 민간투자사업에서 재무적 투자자의 역할은 절대적이며, 사업의 성패를 결정한다. 민간투자제도 발전단계에 있는 우리나라도 이제는 투자자 다변화와 재원다양화를 통해 민간투자사업의 기틀을 확립해야 할 때가 되었다. 건설사 위주의 출자자 구성에서 벗어나 순수투자자 참여를 확대해야 하고 은행 이외의 연기금, 공제단체, 해외자본 등의 투자가 더욱 확대되어야 한다. 그러기 위해서는 제도적인 측면에서뿐만 아니라 사업을 추진하는 각 단계 즉, 사업계획 검토, 평가, 실시협약 체결 등에 있어서 순수 재무적 투자자의 참여를 촉진할 수 있는 다각적인 노력과 제도운영이 필요하다 하겠다.

2. 향후 과제

이 연구에서는 당초 몇 개 사업의 재무모델을 이용하여 다양한 재원을 상정한 적정 투자재원 활용에 관한 실증적 분석을 시도하였다. 그러나, 투자재원의 공급 독점적 구조와 잠재적 투자자들의 경험 및 전문성 부족, 실질적인 프로젝트금융의 미 도입 등으로 각 투자재원별 재원조달 조건이 뚜렷이 구분되지 않는 문제점을 드러내었다. 즉, 민간투자사업에 참여하는 재원의 특성이 드러나지 않음으로써 실증분석을 통한 사업유형별 또는 프로젝트 규모별 적정 재원조달 구조를 분

석하는 의미를 찾지 못하였다.

따라서 이 연구에는 실증분석 결과를 반영하지 못하였다. 향후 기관투자자 및 순수 투자자의 참여가 활발해지고 민간투자사업의 운영이 본격적으로 개시되면 여러 유형의 사업들을 대상으로 하여 이 연구에서 다루지 못한 실증분석을 실시해 볼 수 있을 것이다. 또 이 연구에서 제시하고 있는 각종 구조화 채권 및 펀드 활용 방안 등은 아직 시장에서 검증되거나 활용되지 않은 것들이 많다. 따라서 향후 이들 상품의 활용 가능성에 대한 금융시장에서의 실효성 여부 검증도 필요할 것으로 판단된다.

참고문헌

공세일. 1999. 11. “프로젝트 소요자금 조달방안”. 「제2차 인프라 워크샵」. 경기 : 국토연구원 민간투자지원센터.

국민연금 기금운용 중장기 투자정책 위원회. 2002. 6.「국민연금 기금운용 중장기 투자정책 최종보고서」. 서울 : 기금운용 중장기 투자정책위원회.

국회사무처. 2002. 4. 9. “프로젝트금융투자회사법안에 대한 공청회”.「제229회 국회 재무경제위원회회의록」.

기획예산처. 2002. 6. 12. “2003년도 기금운용계획안 협의요구 현황”. 보도자료.

기획예산처. 2002. 5. 21. “기금의 투명성·효율성 제고를 위한 기금과목구조 개편”. 보도자료.

기획예산처. 2002. 3. 5. “기금제도 개혁 본격 추진”. 보도자료.

기획예산처. 각년호.「기금백서」.

기획예산처·민간투자지원센터. 2002. 「2002 사회간접자본시설에 대한 민간투자법·시행령·기본계획」. 경기 : 민간투자지원센터.

김기현. 2002. 7. “금융기관 입장에서 본 SOC 민간투자 재원조달 다양화방안”. 「국토」. 경기 : 국토연구원.

김문희. 2001. 12. “프로젝트금융투자회사법안(강운태의원 대표발의) 검토보고”. 재정경제위원회.

김탁경. 2001. 4. “SOC민간투자사업의 재원조달 다양화 방안”. 「민간투자지원센터 개소2주년 기념세미나」. 경기 : 국토연구원 민간투자지원센터.

박기백. 2001. 12. 「우리나라 재정운영 행태에 대한 연구」. 서울 : 한국조세연구원.

박동규. 1999.「프로젝트 파이낸싱의 개념과 실제」. 서울 : 한국프로젝트관리기술회.

박동규 · 이봉주. “프로젝트 금융에서의 금융공학을 통한 위험관리”.

박훤일. 1998. 12. “資産流動化에 의한 프로젝트 파이낸스의 留意點”. 「국제법무연구」. 서울 : 경희대국제법무대학원.

반기로. 1998. 6.「프로젝트 파이낸스」. 서울 : 한국금융연수원.

송병록. 2002. 10. “SOC민간투자사업의 투자재원 다양화 방안”, 「제5차 인프라 민간투자 Workshop 교육자료」. 경기 : 국토연구원 민간투자지원센터.

엘지증권주식회사. 1999. 1.「회사채발행실무」.

왕세종. 2002. 4. “SOC민간투자사업의 금융조달 원활화 방안”. 서울 : 한국건설산업연구원.

윤봉환. 1998. 2.「재무관리원론」. 문영사.

이규방 외 3인. 2002. 3.「중장기 민간투자계획 수립 연구」. 경기 : 국토연구원.

이규방. 2002. 7. “SOC 민간투자의 추진현황과 전망”. 「국토」. 경기 : 국토연구원.

이재원 · 임동욱. 1998. 12.「지방정부 투자재원 조달의 다각화 방안」. 경기 : 경기개발연구원, .

이정규. 2002. 7. “SOC 민간투자 활성화를 위한 정부의 제도적 노력”. 「국토」. 경기 : 국토연구원.

이종규 외 5인. 1995.「사회간접자본시설 확충을 위한 민간자본유치 방안」. 서울 : 서울시정개발연구원.

자산유동화 실무연구회. 1999. 5.「금융혁명-ABS」. 서울 : 한국경제신문사.

재정경제부. 2000. 4. 10. “자본시장에서의 연기금 역할 제고방안”. 보도자료.

재정경제부. 2000. 10. 16. “연기금 주식투자 제약요인 해소방안”. 보도자료.

재정경제부. 2000. 5. 4. “채권시장구조의 선진화 추진방안”. 보도자료.

재정경제부. 2002. 5. 4. “채권시장구조의 선진화계획”. 보도자료.

재정경제부. 2001. 10. 16. “프로젝트 파이낸싱 활성화를 위한 제도개선 방안”. 보도자료.

정익준 · 차진섭. 2001. 3「금융안정에 대한 연구」. 서울 : 한국은행 특별연구실.

정철한 · Guillaume Briand. 2002. 7. "외국인의 관점에서 본 한국의 민간투자제도". 「국토」. 경기 : 국토연구원.

증권거래소. 2002. 5.「증권통계연보(2001)」. 서울 : 한국증권거래소.

한국개발연구원. 2002. 10.「2002 3/4 KDI 경제전망(제19권 제3호)」. 서울 : 한국개발연구원.

한국금융연수원. 1997. 8.「신디케이티드론」. 서울 : 한국금융연수원.

한국은행. 2002. 10. 10. "최근의 국내외 경제동향". 보도자료(공보 2002-10-12호).

홍성덕. 2000. 10. "인프라 민간투자사업의 재원조달 방안". 「국토연구 통권 제30권」. 경기 : 국토연구원.

Antonio Estache & John String. 1999. "The Rise, Fall, and - the Emerging Recovery of Project Finance in Transport".

Baker & McKenzie. 1996.「The Guide to Financing Power Projects」. *Euromoney Publications PLC.*

International Finance Corporation. 1999.「Project Finance in Developing Countries」.

Michael Klein. 1996. "Risk, Taxpayers, and the Rolef Government in Project Finance". World Bank.

Peter K. Nevitt & Frank J. Fabozzi. 2000.「Project Financing 7th」. *Euromoney Books.*

Scott L. Hoffman. 1997.「The Law and Business of International Project Finance」. *Kluwer Law International.*

SUMMARY

A Study on Diversification of Financing Method for PPI Projects

Byung-Rok Song, Ki-Soo Kim, Jae-Hong Ju, Hak-Cheon Hwang

The aim of this research report is to explore various proposals for diversifying financing options and the investor base for Korean SOC PPI projects, an area of primary and growing interest. That is to say, to diagnose and promote investigation into solutions of the main financing problem that the market almost entirely consists of financing by the construction firms themselves and a relatively small number of banks.

The success and development of PPI(Private Participation in Infrastructure) depends heavily upon the amount of participation by profit-oriented financial investors and the growth of project financing. This research report investigates proposals to increase investment and promote private sector efficiency through the construction of a flexible and competitive financing market. More concretely, we present various

practical proposals to increase participation by purely financial investors, creating natural competition that will reduce both construction and overall project costs.

Furthermore, as new options for financing arise, project financing techniques can be expanded, and financing clauses in contracts and financing structures will become more flexible. As financing structures become more flexible, the promotion of projects will begin to resemble that in developed countries, leading to more precise functions for and partitioning of roles between the government, investors, loan syndicates, construction companies, and sponsors.

This report focuses on proposals to attract potential, but dormant, investors and the development of diverse financial products. Ultimately, the positive effects of reductions in interest rates for SOC projects, and other benefits, should lead to lower user fees and reduced government subsidies.

This report is divided into 5 main areas. Chapter 1 is a summary and outline. Chapter 2 analyzes macroeconomic and capital market trends as well as the current status, characteristics, and shortcomings of the types of funding for current and past PPI projects. Chapter 3 looks at the types and characteristics of potential financing methods, and evaluates their potential in infrastructure projects. From the point of view of investor diversification, we identify the types of current and potential investors, consider the possible contributions of each, and examine the characteristics of and outlook for each type of investment. Chapter 4 uses this analysis of status and shortcomings, as well as investigations into potential sources of funds, as a basis for practical, effective proposals

on diversifying the investor base and financing methods for PPI projects.

In order to benefit from diversification of financing methods and investors, first we have to evaluate the necessary conditions for more active minority participation by purely financial investors. For these investors, the most effective method is to permit the use of subordinated bonds, a type of quasi-equity structure. Of the two methods for facilitating subordinated bonds, the first to regard them as part of a companys capital, the second to lower the current minimum capital adequacy ratio to about 15-20% and permit flexible use of subordinated bonds when required, this report favors the latter approach as more attractive.

In order to increase investments and create more flexible financing methods and financing structures, we suggest proposals for diverse forms of bonds and securitization such as infrastructure-only investment funds financed by public pensions and other funds, operations and REIT funds, and structured notes. Bonds are the most effective of financing methods for PPI projects, as well as in other types of investments, and we look at standard bonds, infrastructure bonds, and asset-backed securities (ABS).

In order to stimulate the issuance of bonds, what is needed are improvements in the system that recognize the issuance of ABS as basic loan assets for projects as Private Infrastructure Bonds (Article 58, Private Participation in Infrastructure Law). Other proposals that should be considered are the expansion of the demand base for bonds through attraction of public pension funds, insurance company funds and other long-term capital; the development of financial products that increase

the markets ability to absorb infrastructure bonds; tax-exemption benefits for funds that invest in infrastructure bonds and asset-backed securities; and provisions in the law for government guarantees of principal and interest repayment for bonds sold to private investors in the event of contract termination or default.

This research report also looks at proposals for financing through the utilization of investment funds. Specifically, we look at proposals for the creation and operation of infrastructure-only investment funds and REITs invested in by public pension and other long-term capital, as well as by regular capital. With regard to securitization, we consider proposals for the development and use of various types of structured bonds such as ABS, the CDO model, and junk bonds. And consider proposals to promote participation by insurance companies, pension funds, credit cooperatives, investment trusts and other financial institutions.

For the proposals for new financing methods contained in this report to be effective, the organization of Korean PPI financing, capital market data, and current financial practices much be examined synthetically, and then these proposals should be implemented, beginning with the easiest and the most effective, gradually and in stages. Taking this into account, this report differentiates between short-term and mid- and long-term measures, and suggests gradual alternatives for each proposal.

As indicated above, the chief current concern of Korean PPI is the diversification of both investor base and financing methods. Changes in the project implementation system are needed to attract potential investors and lead purely financial investors. In addition, in order to

effectively implement PPI projects, the public sectors support and risk sharing policies and systems must be reflected in financing methods. The most promising directions are the establishment of various types of investment funds and the development of alternate types of debt products. To this end, the evaluation process and evaluation criteria for project proposals must turn in a direction that will attract the participation of financial investors and developers.