

## 금융기관(대주단) 입장에서 바라본 새로운 민간투자방식



전채욱 국민은행 투자금융부 인프라금융팀장

### I. 서론

우리나라 최초 민간투자사업인 신공항고속도로로부터 시작하여 2014년 국내 민간투자사업 도입 20년 주년을 맞이하여 민간투자 총누계금액 100조원이라는 의미있는 실적을 달성하였는 바 대규모 사회간접자본시설이 시기적절하게 투자가 이루어져 물류비용 감소, 교통혼잡 완화 등을 통해 우리나라 경제성장에 있어 기여한 바가 크다고 할 수 있다.

그러나, 이러한 의미있는 실적달성에도 불구하고 2007년 전 세계를 강타한 금융위기 이후 민간투자사업은 투자규모와 신규 사업 수가 지속적으로 감소하는 추세로 수익형민자사업(BTO)의 실시협약 체결액이 2007년도 5.2조원에서 2013년 1.9조원으로 급감하고 있는 실정이다.

이는 민자사업의 위험 증가, 수익성 악화 및 민자사업에 대한 부정적 여론에 기인하는 바가 크다고 할 수 있으며, 이에 과거 20년의 축적된 노하우를 바탕으로 한 단계 성장발전하기 위해서는 새로운 패러다임의 변화가 요구되고 있는 상황이다. 이에 민자활성화를 위해 정부가 발표한 새로운 민간투자방식에 대해 금융기관 입장에서 분석하고자 한다.

### II. 본론

#### 1. BTO사업의 주요 문제점

##### 1.1 수익성과 공공성 균형

민간투자사업의 문제점 중 하나로 시민사회단체(NGO)들은 공공성 측면 특히 사회간접자본시설 수요자의 입장이 제대로 반영이 잘 안되고 있다고 지적하고 있다. 대표적으로 통행료 산정에 있어 최초 통행료 및 이후 통행료가 매년 소비자물가 상승률을 반영하는 구조이므로 수요자의 요금 저항을 감안하지 않은 통행료의 상승을 가정하므로 공공성 측면에서 볼 때 문제

제기할 수 있다.

또한 수익성 측면에서 볼 때 적정 통행료의 산정을 위해 공기업의 요금과 비교 분석하는 경우가 많은데 이 역시 문제점을 내포하고 있다. 우리나라의 통행료, 전기료, 수도요금 등 공공요금은 OECD국가와 비교시 상당히 낮은 수준이며 이는 대부분의 공기업이 높은 부채비율에 의존한 정책적 요구에 부합한 요금체계임을 간과하고 있다. 따라서 공공요금과 민자사업간 요금의 단순비교는 의미가 없으며 요금비교에 앞서 선행적으로 공기업의 경영정상화를 감안한 적정수준으로 공공요금을 인상한 수준으로 가정한 후에 이를 기준으로 비교해야 합리적이라고 본다.

따라서, 향후 민간투자사업의 지속적인 성장을 위해서는 수요자의 입장과 사업성 확보가 가능한 적정수준의 요금 책정을 함께 고려하여 공공성과 수익성을 모두 확보할 수 있는 방법을 모색해야 할 것이다.

##### 1.2 수요 추정

민간투자사업의 무상사용기간은 평균적으로 도로사업은 30년, 항만사업은 50년에 달하며 총민간투자비의 회수를 위해 통상적으로 20년 이상의 대규모 장기여신이 필요하다. 일반적인 기업여신의 평균대출기간 3~5년과 비교해볼 때 장기여신이라는 점이 특징이며 금융조건 협상 등에서 대출원리금 상환분석을 대부분 수요추정에 근거하고 있는데 20여년 이상의 장기간 수요추정은 전문가의 영역에 속하며 정확도에 대해 논란이 많은 부분이기도 하다.

아울러 과거 여러 사례에서 건설단계를 거쳐 준공 후 개통시점에 주무관청의 요구로 최초통행료를 인하하거나 통행료 상승이 협약조건에 불이행되어 추정운영수입과 실적운영수입간

차이가 발생하는 문제가 다수 발생하여 민간투자사업 전체 신뢰도를 저하하는 문제가 발생하기도 하였다.

민간투자사업의 도입 초기 교통수요에 대한 통계자료가 미비하였고, 최소운영수입보장제도에 과다하게 의존한 몇몇 사업들로 인해 운영실적이 추정운영수입에 크게 하회하는 문제가 발생하기도 하였다. 하지만 장기간 시행착오를 거쳐 교통수요에 대한 통계자료의 정확도가 향상되고 있으며 운영단계 사업들의 실적에 대한 검증을 통해 최근 진행하는 사업들은 수요 추정의 정확도가 향상되고 있고, 금융기관의 학습효과 역시 이를 뒷받침하고 있어 대부분 사업들은 운영 초기단계에 자금재조달(Refinance)을 통해 사업 현실에 부합한 금융조건으로 개선되고 있다.

### 1.3 새로운 민간투자제도의 도입 필요성

현재 BTO방식의 민간투자사업은 민간이 모든 수요위험을 부담하는 구조이나 정부 역시 협약당사자로서 해지시지급금과 건설분담금 등을 통해 리스크를 분담하고 있다. 따라서, 이러한 사유로 인해 수요부족 등으로 사업에 문제가 발생하더라도 현실적으로는 정치적 부담, 민원 등으로 운영단계에 있는 민간투자사업을 중단하는 것은 정치적 결단이 요구되며 상당한 어려움이 있다.

현재 수요부족으로 인해 문제가 발생하는 경우 출자자와 대주단간의 자율적 구조조정을 통해 정상화 하거나 2014년 고시된 민간투자기본계획의 시행조건 변경 조항에 근거하여 사업 재구조화를 통해 문제를 해결하고 있는 실정이다.

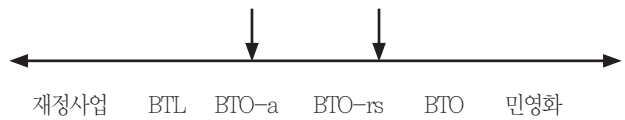
그러나 자율적 구조조정이나 사업재구조화 두가지 방식 모두 실행단계에서 어려움이 있는데 건설출자자, 운영출자자, 재무적 출자자로 다양한 이해관계인으로 구성되어 각자의 이해 상충으로 인해 출자자간에도 의견조율이 어려운 경우가 많다. 대주단 역시 선순위와 후순위 대주단으로 구성되는 것이 일반적이며 만약 외국인투자자가 주주로 참여하는 경우에는 외화 대출을 취급하는 해외금융기관이 참여하는 사례도 있어 협의에 있어 어려움이 더 늘어나게 된다. 따라서 사업전반에 대한 이해도의 차이 및 의사결정 시스템의 차이로 인해 사업정상화 과정에 있어서 장기간이 소요되는 요인으로 작용한다.

도로, 철도, 항만 등 각 분야에서 많은 사업들이 건설단계를 거쳐 운영을 개시함에 따라 수요 부족에 따른 운영이 어려운 사업들이 지속적으로 발생함에 따라 자본시장의 풍부한 유동성에도 불구하고 민간의 민간투자사업 참여시 제약요인으로 작용하여 수요위험을 분담하는 새로운 제도의 도입이 필요하게

되었다.

## 2. 위험분담방식(BTO-rs)과 손익공유방식(BTO-a)

기획재정부에서 보도자료와 기본계획을 통해 발표한 새로운 민간투자방식은 위험분담방식과 손익공유방식 두가지가 있다. 리스크 기준으로 스펙트럼을 만들어 볼 때 정부가 모든 리스크를 부담하는 재정사업, BTL, BTO-a, BTO-rs, BTO, 민영화 순으로 정부의 투자위험이 감소함을 이해할 수 있다.



(자료 : 투자(수요)위험 부담정도, PIMAC 김도일외 2012)

새로운 민자방식을 현행 BTO방식과 비교하면 전반적으로 민간의 리스크를 낮추고 대신 반대급부로 수익률 역시 낮추는 중위험/중수익 구조를 채택하고 있다. 또한 BTO-a 방식의 경우 그동안 수익자의 시각에서 문제가 되었던 통행료의 결정권을 주주관청이 가짐으로서 공기업과 유사한 수준으로 가능하도록 제도화하는 것을 고려하고 있다.

구 분	BTO(현행)	BTO-rs	BTO-a
민간리스크	높음	중간	낮음
기본 Concept	-	수요위험 분담을 통한 사용료 인하	투자위험 최소화를 통한 수익률 및 조달금리 인하
손익부담 주체(비율)	• 손실·이익 모두 민간 100% 책임	• 손실 발생시 정부와 민간이 50:50 분담 • 이익 발생시 정부와 민간이 50:50 공유	• 손실 발생시 민간이 먼저 30% 손실, 30% 넘을 경우 재정 지원 • 이익 발생시 정부와 민간이 공역약 7:3
정부보장 내용	없음	정부부담분의 투자비 및 운영비용	민간투자비의 70% 한도내 원리금, 민간투자비의 30% 이자비용, 운영비 (30% 원금은 미보전)
수익율 산정방법	민간수익률과 금리 자율제시	위험분담비율에 따른 가중평균 민간분담분 자율제시 정부부담분 국고채+사	통합수익율 정부보장조건에 따른 민간수익률과 금리 자율제시
'14 수익률 수준 (경상)	7~8% 대	5~6% 대	4~5% 대
적용가능 사업 (예시)	도로, 항만 등	철도, 경전철 등 수요 위험이 높은 사업	환경사업 등 수요위험이 낮은 사업
사용료 수준	협약요금 + 물가	협약요금 + 물가	공기업 유사 수준

(자료 : 기획재정부, 공공투자관리센터)

### 2.1 위험분담방식(BTO-rs)

위험분담방식(BTO rs)의 기본적인 개념은 위험과 수익기준으로 볼 때 BTO방식과 BTL방식의 혼합방식이며 현행 BTO제

도하에서는 건설단계에서 건설보조금을 제외한 전액을 민간투자비로 조달하는 구조이나 새로운 BTO-rs 방식에서는 건설단계에서 건설보조금의 별도의 정부부담이 발생하며 운영단계에서도 정부재정으로 운영비 지원을 통해 위험을 경감하는 구조이다. 대상사업분야는 수요위험이 있는 사업이며 서울시 경전철사업 등을 대상으로 하고 있다.

최근 고시된 2015년 민간투자사업기본계획을 보면 단일사업에 사업방식이 혼합되어 있음을 알 수 있는데 BTO방식 즉, 사업시행자가 위험을 부담하는 부분의 운영수입과 운영비용의 현금흐름이 있고, BTO-rs 방식의 위험분담 핵심인 주무관청의 위험분담금 산정식을 통해 BTL방식 즉, 주무관청이 투자위험을 부담하는 부분의 시설임대료에 주무관청이 투자위험을 부담하는 부분의 운영비용의 합계로 구성된다.

$$CC_{gi} = CC_2 \times \frac{r_{2(i)}}{1 - (1 + r_{2(i)})^{-(\text{운영기간})} + OC_{2(i)}}$$

CCgi(i년도 주무관청의 위험분담기준금) = 주무관청이 투자위험을 부담하는 부분의 민간사업비 시설임대료와 주무관청이 투자위험을 부담하는 부분의 운영비의 합계

현금흐름의 안정성이 BTO방식에 BTL방식을 혼합함에 따라 주무관청의 투자위험분담금으로 인해 상당부분 향상되었음을 알 수 있다. 따라서, 대주단의 입장에서 볼 때 기존 방식에 비해 현금흐름의 안정성을 통해 리스크가 경감되었다고 볼 수 있다.

다만, 주무관청의 투자위험분담금 규모가 유의미한지에 대해 분야별 여러 사례를 대상으로 다양한 시뮬레이션을 통해 심도있는 검토가 필요할 것으로 판단된다. 아울러 새로운 제도에 대한 민간의 충분한 이해가 전제되어야 자발적이고 적극적인 참여가 가능하므로 이를 위해 공공투자관리센터의 세부요령 검토시 민간의 적극적 참여가 필요할 것으로 생각된다.

또한 대상사업으로 논의되고 있는 서울시 경전철사업의 활성화를 위해서는 공기업의 공공요금 인상을 통해 민간투자사업의 공공성에 대한 시비를 사전에 차단함과 아울러 환승 할인이나 무임승차 등에 대한 제도개선을 통해 사업 전반에 대한 수익성 개선작업을 병행하는 노력이 함께 수반된다면 보다 효율적으로 활성화가 이루어 질 것으로 보인다.

## 22 손익공유방식(BTO-a)

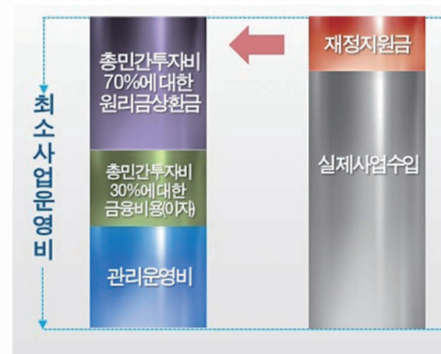
손익공유방식은 (1)총민간투자비의 70%과 (2)미보장 30% 잔

액에 5년 만기 국채수익률로 보전(원금 제외)함에 따라 위험분담방식(BTO-rs) 보다 더 높은 수준의 현금흐름을 재정지원으로 보장해주는 구조이다. 정부재정지원금의 보장비율이 높으므로 재정의 건전성을 유지하기 위해 민자사업 중 수요의 안정성이 높은 환경사업 위주로 손익공유방식을 적용하겠다는 것이 정부의 기본입장이다.

기획재정부에서 발표한 2015년 민간투자기본계획의 투자위험분담기준금 및 환수금 산정식을 살펴보면

$$CC_{gi} = OC_{fi} + TC_{spi} + TC_{up(i-1)} \times r_f$$

CCgi(i년도 주무관청의 투자위험분담기준금) = 고정비용 + 보전대상 민간투자비의 원리금상환액 + 미보전대상 민간투자비의 잔액 x 5년만기 국채수익률



따라서 산식을 기준으로 볼 때 고정비용과 국채수익률이 높을수록 주무관청의 투자위험분담기준금은 상향된다는 것을 알 수 있다. 운영수입에서 변동운영비를 차감한 공헌이익과 주무관청의 투자위험분담기준금과 비교하여 차액을 지급함에 따라 철도, 항만 등 변동비의 비중이 큰 사업일수록 공헌이익이 줄어들어 따라 주무관청의 재정부담액이 늘어나고, 도로 등 변동비의 비중이 낮을수록 공헌이익이 늘어나 주무관청의 재정부담액이 줄어드는 구조임을 알 수 있다.

손익공유방식(BTO-a)의 유효성을 현재 민간투자사업의 재원조달 구조를 통해 분석해 볼 필요가 있는데 민간투자사업의 자기자본비율이 2015년 금번 기본계획에서 총민간투자비의 20%에서 15%로 하향조정됨에 따라 총민간투자비에서 타인자본이 차지하는 비중이 85%로 늘어나게 되었다.

만약, 재무출자자의 출자가 이루어질 경우 사업별로 차이가 존재하지만 후순위대출금의 규모를 총민간투자비의 10% 수준이라고 가정한다면 선순위대출금의 비중이 대략 75%를 구성하게 된다. 손익공유방식은 총민간투자비의 70%와 미보장금액

30%에 대한 이자비용을 보장하지만 선순위대출이 총민간투자비의 75%를 차지할 경우 현금흐름측면에서 선순위대출금의 상환을 100% 보장하지 못할 가능성이 존재할 수 있으며, 또한 사업성에 대한 부정적 판단으로 재무투자자의 출자비용이 낮아져서 후순위대출금의 비율이 낮아질 경우 그만큼 선순위대출금의 미보장 비율이 증가할 가능성이 존재한다.

표 1. 재원조달 구조를 통한 분석 예시

구 분	세부구성	비율	비 고
자기자본(15%)	C 40%, F 60%	15%	미보장
타인자본(85%)	선순위	75%	70% 범위내 보장
타인자본(85%)	후순위	10%	미보장
합 계		100%	

\* 단, 미보장금액 30%에 대한 이자비용을 보장

그럼에도 불구하고 전통적인 BTO방식이 해지시지급금을 통해 정부가 선순위대출금을 보장하는 방식에 비해 손익공유방식(BTO-a)은 안정된 현금흐름을 정부가 보장하는 방식이므로 해지시지급금에 추가하여 현금흐름 측면에서도 신용이 보장되는 효과가 존재하므로 대출원리금 상환의 안정성이 향상하게 된다. 다만, 주무관청의 신용보강 중복으로 인해 당초 정부가 의도했던 금리인하 효과는 다소 제한적일 것으로 예상된다.

건설출자자의 부담을 경감하는 효과는 경우에 따라 차이가 발생할 것으로 예상된다. 첫째, 건설출자자 100%로 구성되는 경우에는 출자자의 자금보충의무나 자금제공의무 등 현금흐름의 불확실성에 의해 발생하는 출자자의 의무를 상당부분 경감이 가능할 것으로 예상된다. 둘째, 재무투자자가 참여하는 경우에는 총민간투자비의 70%만 주무관청에서 보장하므로 30% 미보장부분에 대한 위험이 존재함에 따라 재무투자자의 지분투자 및 후순위대출에 대한 신용보강을 요구할 가능성이 있을 것으로 예상됨에 따라 기존 BTO방식과 차이가 없을 것으로 보인다. 따라서, 건설출자자의 부담을 경감하기 위한 보다 많은 검토가 필요할 것으로 사료된다.

새로운 민간투자방식에 대한 세부요령이 아직 확정되지 않았고 큰 개념만의 기본계획만이 담겨있는 현시점에서 옳고 그름을 논하기는 이르다. 다만, 기존 민간투자사업에 더욱 확장된 개념을 도입하여 제2의 도약을 위한 발판을 마련한 것으로 생각된다. 이러한 도약을 위해서는 각 분야의 대표적인 시범사업에 대한 실증분석을 실시하여 각 분야별 전문가들의 의견을 수렴하여 보다 완성도 있는 방식으로 만드는 과정이 중요할 것이다.

### III. 제언 및 결론

민간투자사업은 과거 20년간의 성장기를 거쳐 100조원의 인프라를 적기공급하여 우리나라의 경제발전 기여 등 긍정적인 성과와 함께 살펴본 바와 같이 수익성과 공공성의 균형, 수요 추정 등 문제점으로 새로운 민간투자방식의 도입의 필요성도 함께 대두되었다.

이에 금융위기 이후 위축된 민간투자사업의 활성화를 위해 정부가 발표한 새로운 민간투자방식에 대해 민간투자기본계획을 통해 위험분담방식(BTO-rs)과 손익공유방식(BTO-a)의 기본계획의 개념과 산식을 중심으로 검토해 보면 기존 주무관청의 해지시지급금외 현금흐름의 안정성의 개선을 통해 민간의 100% 위험부담을 정부 부담으로 변경하여 중위험 중수익 개념으로 전환함에 따라 저금리시대 금융기관의 새로운 투자처로 활용될 것을 보인다.

다만, 새로운 민간투자방식에 대한 폭넓은 이해와 사업 참여를 위하여 민간의 적극적인 참여를 유도하여 세부요령 작성시 각 분야별 보다 다양한 사례를 대상으로 시뮬레이션을 하여 실질적으로 사업에 도움이 되는 방향으로 제정되기를 바라며, 도로, 철도, 항만, 환경분야 등 각 분야별로 사업의 특성이 다르고 변동비나 고정비의 비중이 상이한 바 각 분야별로 탄력적으로 적용할 수 있도록 가이드라인을 함께 수립하여 해당 주무관청에서 보다 쉽게 적용할 수 있도록 보완하는 것도 활성화에 도움이 될 듯 하다.

민간투자사업의 발전을 위한 중요한 시점을 맞이하여 민간의 참여를 통해 다양한 의견을 청취하여 과거의 문제점을 개선하고 이해관계자간 심도있는 의사 교환을 통해 새로운 민간투자제도가 취지에 맞게 민간투자사업의 활성화에 기여하여 통일한국과 해외진출의 새로운 도약의 발판이 될 수 있기를 기원한다.