

민간투자사업 주주차입금의 문제점과 개선 방향*

이 상 훈**

- I. 서론
- II. 주주차입금 - 개념과 발생 이유
- III. 주주차입금의 문제점
- IV. 문제점 개선을 위한 방안
- V. 결론

국문초록

이 글은 ‘사회기반시설에 대한 민간투자법’상의 민간투자사업(“민자사업”)에서 사업시행법인이 주주로부터 자금을 차입(“주주차입금”)하는 현상과 발생 이유, 민자사업 특유의 자금제조달 이익공유와 관련한 주주차입금의 효과, 관련 사례, 그리고 민자사업 주주차입금 현상의 문제점과 개선 방향을 검토한다.

최근 들어 민자사업은 주주차입금 현상에 따라 과거의 전통적인 자본금과 차입금의 구별, 선·후순위 차입금 간의 구별이 흐려지고 있다. 특히 선순위 주주차입금의 경우, ① 일산대교, 미시령터널 사업의 공익처분 논란에서 문제되었던 바와 같이 그 이자율이 통상적인 독립 당사자간이었다라면 체결되었을 금리 수준에 비하여 높은 수준의 금리가 유지되는 경우, ② 시장 이자율이 낮아질 경우 선순위 자금 물량을 대거 후순위로 배정하여 선순위 물량의 규모를 줄이고 그대신 선순위 약정 이자율은 다소 높은 상태로 유지하는 경우 등이 발생하고 있다. 이러한 현상은 풍부한 유동성 및 낮은 사업수익률로 인한 자기자본과 타인자본 간의 경계 모호 현상, 자금제조달 이익공유 회피 동기 등과

* 이하의 인터넷 검색일자는 특별한 기재가 없는 경우 모두 2022.3.11.이다.

본 논문은 2020년도 한국조세재정연구원 「조세전문가 네트워크 사업」(금융조세(2020), “민간투자사업 고율의 주주차입금의 세무상 함의”)의 내용 중 일부에 기초하고 있으며, 이를 대폭 수정 보완한 것이다.

** 경북대학교 법학전문대학원 교수.

더불어 앞으로 더욱 증가할 가능성이 있다.

주주차입금을 통하여 높은 이자율을 유지하거나 선·후순위간의 임의적인 자금배분을 통해 자금재조달 이익공유를 회피하는 행위들은 사업시행법인(SPC)의 주주들이 주무관청 등 관련 이해관계자의 이익을 선취해가는 실질이어서 문제가 있다. 여기에는 자금재조달 이익공유 제도의 편법적인 우회 이슈, 민형사상 배임 내지 공정거래법상 부당지원 이슈가 있으므로 이를 방지하는 것은 적절치 않다. 이에 대한 대책으로, 자금재조달 요청 관련 기본계획 조항의 실효성 강화, 자금재조달 이익공유 제도 운용 단계에서 주주차입금을 고려한 출자자기대수익률 적용, 사업수익률 협상 단계에서부터 자기자본 비율 규제 및 자금재조달 이익공유를 연계 고려, 고율의 이자 책정에 대한 법적 취급의 일관성 및 대응 강화, 주식과 부채의 세무상 차익의 제거, 민자사업 주주차입금의 이자비용 손금산입 혜택의 폐지, 민간투자법상의 공익처분 또는 소송에 기한 주주차입금의 문제점 시정 등의 방안을 고려할 수 있다.

- 핵심어 민간투자사업, 자금재조달, 자금재조달 이익공유, 선순위 차입금, 후순위 차입금, 일산대교, 미시령터널

I. 서론

민간투자사업이란 「사회기반시설에 관한 민간투자법」(이하 “민간투자법”이라 한다)에 근거하여 진행되는 사회기반시설 사업(이하 “민자사업”이라 한다)을 말한다. 사회기반시설 시설이란 주로 SOC 시설, 학교 시설 등 공공시설을 가리키는데¹⁾ “전통적으로 정부예산으로 건설·운영하여 온 도로, 항만, 철도, 학교, 환경 등의 사회기반시설²⁾들을 민간의 금융 및 재원으로 건설하고 민간이 운영하게 함으로써 정부의 재원부족 문제를 해결하면서 동시에 민간의 창의와 효율을 도모하고자 하는 사업”³⁾을 말한다. 민간투자사업은 1990년대

1) 최근에는 종래 일일이 열거하던 열거주의가 폐기되고, 도로, 항만, 학교, 공공시설 등 크게 범주를 제시하는 형태로 법이 개정되어 그 범위가 늘어날 것으로 예상된다(민간투자법 제2조 제1호).

2) 여기서 ‘사회기반시설’이란 ‘사회간접자본’시설이란 용어보다 더 포괄적인 시설범위를 의미하는 용어이다. 예컨대 ‘사회간접자본’시설이란 도로, 철도, 항만, 공항, 수자원, 산업단지, 지역개발시설등을 의미하는 용어로 쓰이지만, ‘사회간접자본’시설에 추가하여 여타의 생활기반시설인 학교, 환경, 국방 등을 모두 포괄할 때 ‘사회기반시설’이란 용어를 사용하게 된다, 김재형, “사회기반시설에 관한 민간투자 프로젝트파이낸싱 현황 및 과제”, 『BFL』, 제37호, 서울대학교 금융법센터, 2009, 6면.

3) 위 같은 곳.

에 들어서면서 정부 재정의 부족을 메우고 민간의 창의와 효율을 도입한다는 차원에서 도입되어⁴⁾ 2020년 말 현재 그 누적 투자액이 120.9조원⁵⁾에 이를 정도로 중요한 위치를 차지하고 있다.

민자사업의 사업구조는 민간이 자금을 조달하여 시설물을 건설, 운영하고, 시설 사용자가 납부하는 사용료를 통해 사업시행자의 투자비 및 이윤을 회수하는 형태가 전형적이다⁶⁾. 즉 특정 사업(project)에 돈을 투자한 뒤 그 사업을 통해 투자수익을 회수하는 전형적인 ‘프로젝트 파이낸싱’⁷⁾사업인 것이다.⁸⁾ 그러므로 사업의 재산이 투자자들의 재산과 섞이지 않도록 분리하고 투자자들의 신용위험으로부터 절연시키기 위하여 특수목적법인(Special Purpose Company, 이하 “SPC”라 한다)을 설립하여 이를 사업시행자로 내세워 사업인가를 받아 진행함이 보통이다.⁹⁾ 이에 따라 통상 민자 SPC는 해당 사업의 현금흐름을 담보 삼아 사업별로 적게는 수십억원에서 많게는 수조원에 이를 정도의 투자금을 조달한다.¹⁰⁾ 이 때 투자금 조달은 주식과 차입의 두 종류¹¹⁾인데, 통상 사업주 즉 출자자의 투자수익률(ROE)을 극대화하기 위하여, 자본금은 기본계획¹²⁾에 규정된 5~15%의 최소자기자본 비율에 맞추어 최소한도로 투입하고 조달금의 대부분을 타인자본 즉 차입에 의존하게 됨이 일반적이다¹³⁾.

-
- 4) 위 같은 곳; 민간투자법의 정비과정에 대한 연혁에 대하여는, 박원일, “SOC 투자활성화를 위한 민간투자제원 확충방안”, 「상사법연구」, 제24권 제1호, 상사법학회, 2005, 111~113면; 2016년까지의 상세한 변천 내용 및 설명은, 서순성·김기식, 『사회기반시설에 대한 민간투자법 이론과 실무해설』, 삼일인포마인, 2016, 35~57면.
 - 5) KDI 공공투자관리센터, 『2020년도 KDI 공공투자관리센터 연차보고서』 (이하 『연차보고서』), 2021, (https://pimac.kdi.re.kr/study/study_view.jsp?pub_no=17172&pageNo=1&classcd=FZ), 90면.
 - 6) 사용료의 성격과 그 납부 주체가 누구이냐에 따라 이른바 BTO사업과 BTL사업으로 나뉜다, 민간투자법 제4조 제1호 및 2호 참조.
 - 7) 반기로, 『프로젝트 파이낸싱』, 제11판, 한국금융연수원, 2021, 4면, 이러한 의미를 협의의 프로젝트 파이낸싱이라고 한다.
 - 8) 반기로, 전게서, 같은 곳; 박세화, “프로젝트금융의 활성화를 위한 법제도 개선에 관한 연구”, 「비교사법」, 제13권 제1호, 비교사법학회, 2006, 569~570면; 박준·한민, 『금융거래와 법』, 제2판, 박영사, 2019, 669~670면.
 - 9) 민간투자법 제14조 참조. 이는 프로젝트 파이낸싱의 일반적인 특징이기도 하다. 반기로, 전게서, 21, 32면. 한 민, “프로젝트금융의 법적 쟁점”, 「법학논집」, 제22권 제3호, 이화여자대학교 법학연구소, 2018, 49면.
 - 10) 건당 평균 투자금액의 추이는, KDI 공공투자관리센터, 『연차보고서』 (주5), 89~90면.
 - 11) KDI 공공투자관리센터, 『2014 자금제조달 세부요령에 관한 연구』 (이하 “KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』”(KDI 공공투자관리센터 홈페이지의 “자금제조달에 관한 세부요령 2014 개정안”에 수록되어 있다, https://pimac.kdi.re.kr/search/search_notice.jsp?sortby=REG_DT+DESC&pp=10&skey=%EC%84%B8%EB%B6%80%EC%9A%94%EB%A0%B9&title=Y&dateType=all&sdate=&edate=), 53면.
 - 12) 민간투자법 제7조의 위임을 받아 제정된 기획재정부 고시인 민간투자사업 기본계획을 지칭하며, 이하 같다. 2021.7. 공표된 현행 기본계획은, https://pimac.kdi.re.kr/study/study_list.jsp?classcd=FZ.
 - 13) 기본계획 제25조는 민간투자사업의 자기자본비율로 BTO사업의 경우 15% 내지 10%, BTL사업의 경우 5%를 최소한으로 요구하는데 거의 모든 사업이 이 최소한도로만 자본금을 투입한다. 이상훈·박경애, “민간투자사업 자기자본비율 규제의 현황과 개선방향”, 「금융법연구」, 제13권 제3호, 한국금융법학회, 2016,

이상에서 본 바와 같은 프로젝트 파이낸싱의 특성상 민자사업의 핵심은 금융, 그 중에서도 차입이 핵심이라고 할 수 있다. 민자사업의 차입은 그간 선순위와 후순위¹⁴⁾로 나누어 선순위는 외부의 금융기관 조달, 후순위는 주로 출자자들 즉 주주로부터 조달하는 것이 종래의 실무였다.¹⁵⁾ 이는 민자사업 뿐 아니라 프로젝트 금융에 의하는 사업의 경우 일반적인 현상이기도 하다.¹⁶⁾ 그런데 최근 들어 민자사업에서는 SPC가 주주로부터 차입하는 목적이, 타인자본인 선순위 채권의 담보력을 증가시키기 위한 것이 아니라, 오로지 주주의 투자 수익률을 제고하기 위한 목적인 경우가 점차 증가하고 있다. 주주의 투자수익률을 제고하기 위한 목적이다 보니 전체 조달금에서 차지하는 비중도 증가하여 급기야는 차입금을 전량 주주로부터 차입하는 경우(이처럼 민자 SPC가 주주로부터 차입하는 금원을 이하 ‘주주차입금’이라 한다)도 나타나고 있다.

이 글에서는 주주차입금의 발생 원인과 사례, 그에 따른 문제점을 짚어 보고, 그에 대한 개선 방향을 모색해 보고자 한다.

II. 주주차입금 - 개념과 발생 이유

1. 주주차입금의 개념

주주차입금 현상, 즉 민자 SPC의 전체 자금조달 중 주주차입금의 비중이 증가하는 현상은 두 가지 모습으로 나타난다. 첫째, 자본금을 대체하는 용도로 주주차입금을 조달하는 경우이다(‘자본금의 주주차입금화’). 자본금 규모를 최소화하고 그것을 주로 후순위 주주차입금으로 대체하는 것이 이에 해당한다. 이것은 넓은 의미의 자기자본(= 자본금¹⁷⁾ + 후순위 차입금) 계정에서의 내부 항목 간 이동이라고 할 수 있다. 둘째, 타인자본 즉 선순위 차입금을 대체하는 용도로 주주차입금을 조달하는 경우이다. 주주차입금을 일으키고 그것

243~247면.

14) 후순위란, 후순위채권자가 채무자의 선순위채권자들이 채권을 전부 변제 받기 전에는 변제를 받지 않기로 약정하는 것을 말한다, Philip R. Wood, 『Project Finance, Securitisation, Subordinated Debt』, 2007, 177면; 정순섭, “후순위약정의 법적 문제”, 『BFL』, 35호, 서울대학교금융법센터, 2009, 39면.

15) KDI 공공투자관리센터, 『2009 민간투자사업의 금융약정에 관한 연구 BTO사업을 중심으로-』, 40~41면 및 78~80면 참조.

16) 반기로, 전계서, 107면; 정순섭, 전계논문, 41면.

17) 민자 SPC는 자본잉여금, 이익잉여금, 자본조정이 발생할 일이 별로 없기 때문에 결손금이 발생하는 경우를 제외하면 대체로 [자기자본 = 자본금]의 관계가 성립한다, KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』(주 11), 64~68면.

으로 타인자본인 선순위 차입금의 전부 또는 일부를 상환하는 것이 이에 해당한다(‘타인자본의 주주차입금화’).

상기 두 가지 현상 모두 민자 SPC의 파이낸스 금액 즉 재무상태표의 대변 계정 금액 내에서 주주차입금이 차지하는 비중을 증가시킬 것이다. 이와 같이 늘어나는 주주차입금은 후순위일까 아니면 선순위일까? 언뜻 생각하기에는 자본금을 대체하는 경우에는 후순위로, 선순위 타인자본을 대체할 때에는 선순위여야 할 것 같지만, 반드시 그래야 할 이유는 없다. 만약 전량 주주차입금이라면 ① 선순위로 보호해야 할 외부의 이해관계인 즉 타인자본이 존재하지 않고 ② 원리금 전액이 주주의 계정이라는 ‘하나의 호주머니’로 들어갈 것이어서 선, 후순위 구별은 무의미하기 때문이다. 타인자본인 선순위 채권자가 존재하는 경우라도 그가 동의해 준다면 선후순위 구별이 중요치 않음은 전량 주주차입금인 경우와 다를 바 없다. 이 경우 주주차입금이 타인자본에 대한 신용을 보장한다는 종래의 목적은 사라지고 주주의 입장에서 투자 수익률을 제고한다는 목적만 남게 된다.

2. 프로젝트 파이낸싱 특성에서 비롯되는 주주차입금

민자사업도 프로젝트 파이낸싱의 일종인바, 프로젝트 파이낸싱 특성에서 비롯되는 다음과 같은 사항들을 주주차입금의 원인으로 생각해 볼 수 있다.

첫째, 주식에만 투자할 경우 상법상 배당가능 이익 제한 등으로 인하여 투자의 입장에서 현금흐름이 발생하지 않는다는 점이다¹⁸⁾. 민자사업은 통상 20~30년의 사업기간을 갖는데, 주식은 시장성이 떨어져 매각이 용이하지 않은데다가 배당도 제한이 걸려 있으므로, 투자자의 투자계정에 그 주식은 투자수익률이 0에 가깝게 잡히는 문제가 있다¹⁹⁾. 이때 주주로서는 후순위 대출금 투자를 병행하면, 정기적인 이자가 계상되어 현금흐름 내지 기간 수익률이 평탄화되는 잇점이 있다²⁰⁾.

둘째, SPC의 입장에서는 대출 이자에 대해 세무상 비용처리 즉 손금산입 효과가 발생하므로, 자금조달을 주식으로만 구성하는 경우에 비해 세후 수익이 증가하고, 결국 투자자

18) KDI 공공투자관리센터, 『2014 민간투자사업의 펀드 투자 현황 및 규제 개선에 대한 연구』 (https://pimac.kdi.re.kr/study/study_view.jsp?pub_no=13789&pageNo=9&classcd=FZ)(이하, “KDI 공공투자관리센터, 『2014 민간투자사업의 펀드 연구』”), 87면(인프라 펀드를 구성하여 투자하는 주된 원인으로 이와 같은 합산 수익률 확보 목적을 제시하고 있음).

19) 위 같은 곳.

20) 같은 취지로, 반기로, 전계서, 107면; 김도경, “프로젝트 파이낸스의 자금조달문제 중 후순위대출과 담보 확보에 관한 몇가지 법적 문제점”, 『상사법연구』, 제24권 제2호, 상사법학회, 2005, 47면.

즉 주주의 수익률 증가로 연결된다는 점이다²¹⁾. 이것은 주식이라는 투자형태를 대출금이라는 투자형태로 교체하려는 중요한 동기를 형성한다.

셋째, 투자기관의 투자 수요이다. 민자사업은 사업 초기에 건설단계에서는 건설업자가 주주로 참여하여 사업을 이끌게 되지만(“건설출자자”), 건설이 완료되고 운영단계로 접어들면 건설출자자들은 투자를 회수하고 나가려는(exit) 동기를 갖게 되어 주주의 변동이 일어나는데, 이 때 SPC의 재무상태표의 대변(finance) 계정이 대대적으로 변경되는 자금재조달(refinancing)이 함께 일어나게 된다²²⁾. 이 단계에서는 주로 은행이나 연금금 또는 보험 등 거액을 운용하는 장기 투자자들이 전술한 바와 같이 주주를 겸하여 후순위 대출에 투자하게 된다. 이 경우 선순위 대출과 함께 투자하는 경우도 발생한다²³⁾. 이렇게 투자하면 출자자가 타인자본까지 인수하는 것이어서 실질적인 자기자본비율이 높아져 레버리지 효과가 낮아져 출자자의 수익률 증가에 방해가 된다²⁴⁾. 그럼에도 이렇게 투자하는 것은 풍부한 자금의 유동성과 저금리 저성장 기조가 고착화되어 마땅한 투자처가 많지 않은 시장 상황에서 재무적 출자자가 주주로 참여함으로써²⁵⁾ 중수익/중위험 투자처로서의 민자사업의 매력도가 상대적으로 증가한 때문이라고 추측된다²⁶⁾. 즉 주식과 후순위는 기본적으로 자기자본 성격의 투자라고 할 수 있어 수익률은 높은 대신 위험도 높은 반면, 선순위 대출은 위험은 낮은 대신 수익 역시 낮은 저위험/저수익 투자라고 할 수 있다. 따라서 이들을 모두 합쳐서 투자하는 포트폴리오를 구성하면 투자의 성격이 주식과 채권의 중간 성격이 되어 중위험, 중수익 수준의 투자상품이 된다²⁷⁾. 해당 투자 기관의 특성상 이러한 장기간의 중수익/중위험 투자상품을 선호할 경우, 자본금, 선순위, 후순위 등과 같은 구별은 실질적인 의미가 없으며, 해당 사업 전체를 보고 투자한다는 의사결정이 가능해진다. 이것이 재무적 투자자가 중심이 되어 인프라펀드가 출현하게 된 배경인데, 인프라펀드의 투자가 늘어나면 이러한 형태의 투자는 더욱 촉진될 것으로 보인다²⁸⁾.

21) KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』 (주11), 56면.

22) 국회예산정책처, “민자사업 프로젝트 파이낸싱의 자금재조달 사후평가”, 2006.11, 1면(국내 민자사업은 일반적인 자금재조달과는 달리, 출자자변경에 따라 자금재조달이 이루어지는데, 주로 재무적 투자자로 구성된 출자자들은 지분 뿐만 아니라 대출금도 병행하여 일괄적으로 인수).

23) 전향 주 및 KDI 공공투자관리센터, 『민간투자사업의 자기자본수익률에 관한 연구』, 2018(https://pimac.kdi.re.kr/study/study_view.jsp?pub_no=16054), 86면.

24) 국회예산정책처, 전개서, 2만 프로젝트 파이낸싱 일반에 관하여 같은 취지로는, 반기로, 전개서, 105~106.

25) KDI 공공투자관리센터, 『민간투자사업의 자기자본수익률에 관한 연구』 (주23), 86면(민자사업의 경우 재무적 투자자는 자본금과 후순위 대출을 하나의 패키지 상품으로 묶어서 참여하고 경우에 따라서는 선순위 대출에도 참여하고 있음).

26) 같은 취지로, KDI 공공투자관리센터, 『2014 민간투자사업의 펀드 연구』 (주18), 83~84면.

27) 위 같은 곳.

3. 민자사업 특유의 고려사항 - 자금제조달 이익공유와의 관계

앞서 본 바와 같이 주주차입금 현상은 프로젝트 금융 사업의 특성, 특히 재무적 투자자 중심의 민자사업 시장 형성과 관련이 있다고 볼 수 있는데 민자사업은 여기에 자금제조달 이익공유라는 특유의 고려사항이 존재한다.

(1) 민자사업에서의 자금제조달 이익공유

민자사업에서는 SPC가 자금제조달(refinancing)을 통해 출자자기대수익률이 증가하는 경우 이를 정부 측과 공유하도록 되어 있는데(기본계획 제27조~30조), 이를 자금제조달 이익공유라고 한다. 다른 프로젝트 파이낸싱 분야와 달리 자금제조달 이익공유가 제도화된 이유는, 민자사업의 경우 정부가 많은 사업 지원을 하며 위험을 분담²⁹⁾함에 따라 높은 부채 비율이 가능한 것이므로 그에 따라 발생하는 약정 사업수익률 초과 이익은 정부와 공유하는 것이 타당하다는 사고(思考)에 터잡고 있다³⁰⁾. 자금제조달 이익공유 조항은 통상 민자사업 실시협약에 편입되어 거의 모든 사업이 예외없이 그 적용을 받는데,³¹⁾ 이에 따라 민자 SPC는 자금제조달을 하면 그로써 '당연히 그 자금제조달 이익을 정부측과 공유해야 할 의무 즉 공유이익 분담채무가 발생'³²⁾한다. 이 경우 사업시행자가 분담할 채무의 크기는 공유해야 할 자금제조달 이익의 크기에 좌우되므로, 자금제조달 이익이 얼마가 되는지가 중요하다. 따라서 공유이익 분담채무를 부담하는 사업시행자로서는 이 자금제조달 이익을 낮추려는 인센티브를 갖게 된다.

자금제조달 이익의 측정에 관한 세부적인 사항은 기본계획 및 그 위임을 받아 KDI 공공투자관리센터가 작성 공표하는 “자금제조달에 관한 세부요령”을 따르게 되어 있으며 현

28) 이와 같이 주식과 채권의 구별없이 전체를 합산, 풀링하여 투자하기에 적합한 투자도구가 바로 인프라펀드이며 이를 최근 민자사업에서 인프라펀드 형태로 투자가 자주 이루어지는 원인의 하나로 설명하는 것으로, 상계서, 84~87면.

29) 정부의 지원과 감독 외에도, 일반적인 프로젝트 파이낸싱과는 다른 민자사업의 특성에 대하여는, KDI 공공투자관리센터, 『민간투자사업의 자기자본수익률에 관한 연구』 (주23), 81~84면.

30) 이에 관한 상세한 설명은, KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』 (주11), 28~38면.

31) 기본계획은 대외적 구속력이 없으며 실시협약에 편입됨으로써 대외적 구속력을 갖는다는 취지로, 대법원 2019.1.31. 선고 2017두 48925판결.

32) 부산항(북항) 대교 사업에 관한 부산지법 2014.8.29. 선고 2013구합20609판결(항소심은 2심 부산고법 2015.9.23. 선고 2014누22397판결, 상고심은 대법원 2019.11.14. 선고 2015두 54920 판결): 객관적으로 자금제조달에 해당하는 행위가 이루어진 이상 공유이익분담채무는 이 사건 실시협약 및 그에 의하여 적용되는 관계 규정에 따라 당연히 발생.

재는 2014년에 개정된 것(이하 ‘세부요령’이라 한다)³³⁾에 의하고 있다(기본계획 제29조 제7항). 기본계획과 세부요령에 따르면 자금제조달 이익은 자본구조 변경 효과(가중평균자본비용 효과)로 인한 이익과 출자자 기대수익률 증가이익으로 구성된다³⁴⁾.

사업 시작부터 자본금을 주주차입금으로 교체하면(‘자본금의 주주차입금화’) 자금제조달 이익이 적게 측정되는 효과가 생기므로 정부와 이를 공유해야 할 채무의 가액이 줄어들고 이는 주주의 수익률(ROE) 상승으로 귀결된다. 한편 타인자본으로 조달하는 선순위 차입금도 이를 주주차입금으로 교체하면(‘타인자본의 주주차입금화’), 이 역시 자금제조달 이익을 낮출 수 있어 주주의 수익률이 올라간다. 이러한 부분들이 민자사업 특유의 주주차입금화 촉진 요인이라고 보는 것이다. 이하 차례로 본다.

(2) ‘자본금의 주주차입금화’에 따른 자금제조달 이익공유 회피 효과

자본금의 주주차입금화가 공유이익분담채무와 연결되는 경로는 전술한 자금제조달 이익 중 주로 가중평균자본비용 효과로 인한 이익과 관련된다.³⁵⁾ 가중평균자본비용 효과라 함은, 간단히 말하면 자금제조달의 결과 전체 민자사업 투자비 조달 내역(조달자금의 원천) 중에서 자기자본이 차지하는 비중이 감소함으로써 부채비율이 증가하는 효과 즉 ‘레버리지 효과’를 말한다³⁶⁾. 즉 자본비용이 저렴한 부채의 비중이 늘어나고 자본비용이 높은 주식의 비중이 줄어들에 따라 가중평균자본비용이 저감되는 효과를 의미한다. 전체 민간투자비 중 자기자본이 차지하는 비율을 감소시키는 행위가 자본구조 변경행위가 되며 이는 가중평균자본비용 효과로 인한 이익의 발생 요건이 된다.³⁷⁾ 그러므로 자금제조달 과정에서 자본구조가 변경되도록 SPC의 파이낸스 계정에 대하여 구조조정을 단행하는 것은 자금제조달 이익공유 의무를 발생시키는 이벤트가 된다³⁸⁾.

여기서 ‘자기자본’의 개념에는 자본금 뿐 아니라 후순위 주주차입금도 포함된다³⁹⁾. 자본금을 감소시키는 감자(減資)를 단행하면 자본금과 후순위 주주차입금의 합계금액(=자기자

33) KDI, 공공투자관리센터 홈페이지, “자금제조달에 관한 세부요령 2014 개정안”에 수록되어 있다 (https://pimac.kdi.re.kr/search/search_notice.jsp?sortby=REG_DT+DESC&pp=10&skey=%EC%84%B8%EB%69%80%EC%9A%94%EB%A0%B9&title=Y&dateType=all&sdate=&edate=).

34) 기본계획 제29조 제1항; 세부요령, 8면.

35) KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』 (주11), 57면.

36) 상계서, 53면.

37) 기본계획 제29조 제2항 및 제1항.

38) 기본계획 제28조 제1항 제2호.

39) 위 같은 곳; 세부요령, 8면.

본)이 줄어들므로 다른 조건이 동일하다면 자기자본비율이 감소(=레버리지 효과가 증가)하여 자금재조달 이익이 커진다. 이것은 주주의 공유이익 부담채무를 발생 또는 증가시킨다.

자본금을 감소시키고 동액만큼 이를 후순위 주주차입금으로 교체해두면, 전체 자기자본 총량에는 변화가 없으므로 자기자본 비율이 감소하지 않는다고 보아야 할 것 같지만, 자기자본과 후순위의 합산금액을 판단함에 있어 후순위 차입금은 감소하는 것만 인정하고 증가하는 것은 인정하지 않기 때문에 결국 위와 같은 경우는 자본금만 감소한 것이 되어 자본구조 변경에 해당한다⁴⁰⁾. 이처럼 중간에 후순위차입금으로 교체하는 것은 가중평균자본효과로 인한 재조달이익으로 분류되는 것을 면하는 데 도움이 되지 않으므로, 처음 실시협약 체결 시점부터 자본금은 최소화하고 가급적 후순위 차입금으로 채우려는 유인이 발생한다. 결국 기본계획에서 요구하는 최소자기자본 비율⁴¹⁾을 충족할 정도로만 자본금을 조달하고, 실제 타인자본 선순위 대주들이 원하는 수준의 필요한 자기자본 부분은 가급적 후순위 차입금으로 채워두게 되는데, 그렇게 되면 ① 자본금에 대한 배당은 세무상 비용으로 인정되지 않지만, 후순위 차입금에 대한 이자지급은 세무상 비용으로 인정되므로 수익률에 유리하고, ② 향후 SPC가 후순위 차입금 ‘원금’을 상환하는 경우에도 이는 감자(減資)가 아니므로 이익공유를 면하는 잇점이 생긴다. 예컨대 SPC가 자기자본 20, 민간투자비 100인 상황(자기자본 비율 20/100, 20%)에서 10만큼 후순위 원금을 변제하면, 자기자본은 10, 민간투자비는 90으로 줄어들므로써 자기자본비율이 11.1%(=10/90)로 감소한다. 이처럼 자기자본비율이 감소하는 것은 결과상으로는 자본구조 변경 효과를 초래하지만, 이것은 자금재조달 행위로 인한 것이 아니라 단지 후순위라는 차입금 채무의 변제에 기인한 것이므로 자금재조달 이익공유 목적상 ‘자금재조달’로 분류되지 않는다⁴²⁾. 세부요령이 후순위 주주차입금을 자본구조변경 효과 측정 목적상 ‘자기자본’으로 간주했으면서도, 그것을 감소시키는 ‘원금 변제’ 행위는 이를 자본구조 변경행위로 분류하지 않는데 따른 것이다. 주주의 입장에서 보면, 투자 원금을 10만큼 회수해간다는 경제적 실질에는 차이가 없음에도, 이를 자본금에 대한 ‘감자’의 형태로 진행하면 정부에게 이익공유 채무를 부담하지만, 이를 후순

40) 세부요령, 8~9면.

41) 최소 자기자본비율을 맞추기 위한 자기자본 개념에는, 후순위 차입금까지 합산하여 산정하는 자금재조달 이익공유에서의 자기자본비율과는 달리, 납입자본금만 포함된다. 기본계획 제25조, KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』 (주11), 63~68면.

42) 기본계획 제28조 제1항 제2호는 “후순위채 등을 증감시키는 자본구조의 변경”이라고 표현하고 있는데, 여기서의 “후순위채 등을 증감시키는 행위”에 채무의 상환도 포함되는지의 문제라고 할 수 있다. 실무상 여기서의 “증감”이라 함은, 재조달을 통한 채무가액의 변경만을 의미하고, 기존 채무를 그대로 둔 상태에서 단지 채무의 변제를 하는 것은 포함되지 않는 것으로 본다.

위채무의 '원금 변제' 형태로 구성하면 그렇지 아니한 규제차익이 발생한다. 이러한 규제차익의 발생이 어색하게 여겨질 수 있는데, 자본금으로 최소자기자본 비율을 채운 상태에서 그 초과분에 관하여만 발생하는 현상이라는 등의 논리로 규제차익의 합리화를 시도해 볼 수 있을 것이다.

(3) '타인자본의 주주차입금화'에 따른 자금제조달 이익공유 회피 효과

민자 SPC는 외부로부터 자금을 차입하면서 그 상환 재원을 보강하기 위하여 내부의 주주들로부터 후순위로 차입한다는 점은 전술하였다. 이로써 외부로부터 차입한 자금 즉 순수한 의미의 타인자본은 선순위 채무가 되고 주주로부터 차입한 자금은 후순위 채무가 된다.

이 상황에서 시장의 이자율이 낮아지면 민자 SPC의 입장에서는 선순위 채무를 대환하여 보다 낮은 이자율의 선순위 채무로 교체할 필요성이 생긴다. SPC의 입장에서는 굳이 시장 이자율보다 높은 이자율로 이자비용을 지급할 필요가 없고, 그것을 저리로 교체하면 이자 지급 명목으로 사외유출되는 비용을 줄여 최종 소득이 증가하고 이는 결국 주주의 수익률 증가로 이어지기 때문이다. 이처럼 선순위 차입금을 종전 대비 저리의 새로운 차입금으로 교체(=자금제조달)함에 따른 주주의 ROE 증가 효과를 기본계획에서는 타인자본 조달조건 변경 효과라고 하며⁴³⁾, 이로 인한 이익은 '출자자기대수익률 증가 이익'으로서 자금제조달 이익의 한 항목을 구성한다⁴⁴⁾. 요컨대 선순위 차입금을 종전 이자율 보다 더 낮은 이자율의 차입금으로 교체하면 주주의 수익률이 증가하고 그 증가한 이익은 자금제조달 이익이므로 그 중 일부를 정부와 공유해야 한다.

주주의 입장에서 이를 정부와 공유하지 않는다면 최종적인 ROE를 더욱 증가시킬 수 있을 것이다. 선순위 차입금을 외부로부터 빌리지 않고 주주로부터 빌린 상황이라면 어떻게 될까? 만약 선순위 차입금이 주주차입금이었다라면(= '타인자본의 주주차입금화'), 시장이자율이 낮아지더라도 더 낮은 이자율의 차입금으로 교체할 필요성이 없다. 차입금이 주주차입금이라면 SPC가 시세보다 높은 이자율로 이자를 지급하더라도 그 이자는 모두 주주의 계정으로 입고될 것인지를 주주의 입장에서는 그것이 전혀 아깝지 않으며 이를 절감할 유인을 갖지 않게 되는 것이다. 저리의 차입금으로 교체할 것인지 여부는 SPC의 경영판단 영역이지만, 주주가 SPC의 경영을 장악하고 있으므로 교체할 것인지 여부의 의사결정도

43) 기본계획 제29조 제3항; 2014 세부요령, 10면.

44) 기본계획 제29조 제1항.

통제할 수 있다. 이처럼 차입금이 전부 주주차입금이라면 시중 금리가 인하되더라도 자금 재조달을 하지 않은 채 약정상의 고금리 이익을 향유할 수 있고 그러면서도 정부로부터 그 이익을 공유당하지 않을 수 있다⁴⁵⁾. 이것이 '타인자본의 주주차입금화'에 내재된 자금 재조달 이익공유 회피 효과이다. 기획재정부가 2014년과 2018년 두 차례에 걸쳐 기본계획을 개정하여 자금재조달을 일부러 하지 않는 사업시행자에게 주무관청이 자금재조달을 요구할 수 있는 조항을 신설⁴⁶⁾한 것은 이러한 배경에 따른 것이다.

한편, 파이낸싱 일반 이론상 다른 조건이 동일하다면 주주로서는 레버리지 효과를 극대화하기 위해 타인자본인 선순위 채무의 비중을 늘리고 후순위 채무의 비중은 낮추는 것이 유리하다⁴⁷⁾. 반대로 말하면, 타인자본을 주주차입금으로 교체하는 것은 실질적인 자기자본 비율을 높이는 행위로서 레버리지 효과를 떨어뜨려 주주의 최종 수익률을 낮추는 마이너스 효과가 있다. 그러나 위 2.항에서 언급한 중위험/중수익 투자로서 전체를 주주차입금으로 조달할 유인 외에도, 자금재조달 이익공유 회피 이익이라는 플러스 요인이 생기므로, 자금재조달 이익공유 제도가 도입된 이후의 의사결정 과정에서는 이들 효과를 종합적으로 비교 결정하게 될 것으로 추측된다. 실제 현실에서 어떠한 요인이 우월하게 나타나 주주차입금화를 촉진하게 될지는 사업별로 다양할 것인바, 실증의 영역으로서 별도의 검토가 필요할 것이다.

다만 사건으로는, 자기자본에 대한 요구수익률이 상대적으로 높지 않는 사업 영역은 주주차입금을 통한 이익공유 회피의 플러스 효과가 레버리지 저감에 따른 마이너스 효과보다 상대적으로 클 것이라고 추측해 볼 수 있다. 예컨대 ① MRG(Minimum Revenue Guarantee; 최소 운영수입 보장) 조건이 부착되어 있어 수요위험이 정부에게 이전되어 있는 사업, ② BTL 사업⁴⁸⁾처럼 수요위험은 물론 금융(금리) 위험까지 상당부분 정부에게 이전되어 있는 사업, ③ 이른바 재구조화를 단행함으로써 수요위험과 금융(금리)위험은 물론, 운영위험까지 정부에게 이전⁴⁹⁾되어 사실상 [대출사업 + 위탁 운영 사업]으로 성격이 바뀐

45) 이처럼 '자금재조달을 하지 않은 이상 이익공유 의무가 없다'는 식의 형식논리가 타당하다거나 향후 분쟁이 벌어질 경우 법원에서도 그렇게 판결이 이루어질 것으로 예상한다는 의미는 아니며, 단지 현재 일어나고 있는 실무의 논리를 기술한 것이다.

46) 기본계획 제51조 제3항: "주무관청은 제2항의 내용을 참고하여 금융약정 체결 당시보다 더 좋은 조건의 자금재조달이 가능하다고 판단할 경우 사업시행자에게 자금재조달을 할 것을 요청할 수 있다. 사업시행자는 특별한 사정이 소명되지 않는 한 이에 응하여야 한다."

47) 국회예산정책처, 전제서, 2면; 프로젝트 파이낸싱 일반에 관하여는, 반기로, 105~106면.

48) 민간투자법 제4조 제 2호.

49) 이상훈, "민간투자사업 재구조화계약 - 금융원본 확대 실질과 문제점", 『은행법연구』, 제10권 제2호, 은행법학회, 2017, 119면 (재구조화 사업은 SPC의 입장에선 투자자들에게 상환해야 할 금융원리금과 운영비용은 실제 사업의 수입과 상관없이 항상 정부로부터 보장받음으로써 손실 리스크를 제거하는 것이 골자).

사업들이 그에 해당한다. 이들이 건설단계를 지나 운영단계에 진입한 경우에는 건설위험까지 모두 소멸하기 때문에, 사업의 위험특성이 ‘위험성이 큰 사회기반 시설 사업’이라기보다는 ‘신용도 높은 정부를 상대로 하는 대출사업’에 유사해진다. 그렇게 되면 SPC의 투자자들 입장에서 자기자본에게 요구되는 위험 프리미엄이 낮아질 것이고 이는 타인자본과 자기자본 사이의 요구수익률 차이를 작게 만들 것이다. 그렇게 되면 타인자본을 자기자본으로 바꾸더라도 그로 인한 레버리지 저감 효과 또한 상대적으로 작아질 것이고 그에 비례하여 자금재조달 이익공유 회피 효과는 상대적으로 크게 느껴질 것이다. 바꾸어 말하면 MRG 조건이 붙어 있는 사업, BTL사업, 재구조화 사업과 같은 저위험 사업은, 타인자본과 자기자본의 위험도 구별이 상대적으로 흐려질 것이고 따라서 타인자본을 주주차입금으로 교체할 동인도 상대적으로 커질 것으로 생각된다.

만약 위와 같은 동기로 인하여 선순위 차입금을 모두 주주차입금으로 교체하였다면, 설령 시장이자율이 낮아지더라도 자금재조달을 하지 않고 선순위 이자율은 시장보다 높은 상태로 유지함으로써 자금재조달 이익공유를 면하여 왔을 가능성이 높을 것이다. 한편, 재구조화 사업처럼 금리변동 위험까지 정부측이 부담하고 정부측이 그 손익을 전유하는 내용으로 실시협약을 체결할 경우에는 사업시행자로서는 더더욱 기존 차입금들을 주주차입금으로 바꾸어 둬으로써 향후 자금재조달의 필요성을 감소시키려는 유인을 가질 것으로 생각된다.

(4) 사례분석

필자가 금융감독원 전자공시시스템을 검색하여 확인한 선순위 고율사업의 사례를 몇 개 제시하면 아래와 같다.

1) 일산대교 민간투자사업⁵⁰⁾ - 연 8%

이 사업은 2002년 실시협약이 체결된 사업으로, 2001년 말 현재 불변가격으로 사업비는 약 1,784억원이고 협약상 추정통행료 수입의 88%를 정부가 보장하는 MRG 조건이 부착된 사업이다. 2009년 자금재조달을 통해 국민연금이 기존의 SPC가 발행한 모든 주식과 선, 후순위 대출채권을 취득하여 현재 1인 주주임과 동시에 1인 대주이다.

50) 이하의 사실관계는 달리 언급이 없는 한 모두 일산대교(주)의 2021.4.8.자 2020년 감사보고서(<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20210408000272>)에 의한 것이다.

선순위 대출의 대출금리는 연 8.0%로 대출약정 체결 당시(2009.12.)에는 고금리라 보기 어려울 수 있으나, 10여년이 지난 현시점에서는 현재의 시중금리(BTO 민자사업 기준)에 비추어 거의 두 배를 상회하는 상황이다. 최근 일산대교 사업시행자를 상대로 경기도지사가 공익처분을 내리면서 고금리를 언급한 것도 이를 지적한 것이다⁵¹⁾. 참고로 최근의 시중금리는 한국은행 기준금리가 0.5%로 역대 최저⁵²⁾였다가 최근 급등하였지만 여전히 1.25%이며,⁵³⁾ 국고채 3년물 금리 또한 2020년 11월 경 0.96% 였다가 최근 급등하였지만 여전히 2.98%에 불과하다⁵⁴⁾. 현재 회사채 3년물의 금리도 3.67%에 불과하다.⁵⁵⁾ 그럼에도 국민연금의 선순위 차입금 이자율은 그 모든 기간 동안 8%로, 10여 년간 변화가 없는데, 이러한 '타인자본의 주주차입금화'로 인하여 상당한 수준의 자금재조달 이익공유 회피 효과를 얻었을 것으로 추정된다.

2) 미시령터널 민간투자사업⁵⁶⁾ - 연 9%

이 사업은 2000년 실시협약이 체결되어 시작된 사업으로, 2009년 자금재조달을 통해 사업시행자(SPC)의 주주는 국민연금이 되었으며(1인 주주) 차입금에 대한 대주도 역시 전액 국민연금이다. 그 이자율은 선순위 952억원의 경우 연 9%, 후순위 291억원의 경우 연 25~45%으로, 이 이자율은 2009년부터 현재에 이르기까지 변화가 없다. 시장금리의 인하에도 불구하고 선순위와 후순위 차입금이 모두 고율을 그대로 유지한 채 이자율 인하를 위한 자금재조달을 단행하지 않았음을 알 수 있다. 이 사업 역시 협약상 추정 통행료 수입의 79.8%를 정부가 보장하는 MRG조건이 부착되어 있다. 일산대교 사업과 제기되는 쟁점이 동일하다⁵⁷⁾.

51) 2021.9.12., 뉴시스, “이재명, 일산대교 공익처분 관련 ‘국민연금, 배임·사기죄로 처벌 받아야’”(https://newsis.com/view/?id=NISX20210912_0001580515&cID=10301&pID=10300; 2022.3.3. 접속); 머니투데이, 2021.9.20., “전 민자도로 무료화한다고?...일산대교 건너는 이재명의 시선”(https://news.mt.co.kr/mtview.php?no= 2021091721131613284).

52) 한국은행 인터넷 홈페이지(https://www.bok.or.kr/portal/singl/baseRate/progress.do?dataSeCd=01&menuNo=200656; 2020.9.11. 접속).

53) 한국은행 인터넷 홈페이지(https://www.bok.or.kr/portal/singl/baseRate/list.do?dataSeCd=01&menuNo=200643; 2022.3.13. 접속).

54) 네이버 금융 시장지표(https://finance.naver.com/marketindex/; 2022.4.20. 접속).

55) 네이버 금융 시장지표(https://finance.naver.com/marketindex/; 2022.4.20. 접속).

56) 이하의 사실관계는 달리 언급이 없는 한 모두 미시령동서관통도로(주)의 2021.4.22.자 2020년 감사보고서(https://dart.fss.or.kr/dsa001/main.do?rcpNo=20210408000272)에 의한 것이다.

57) 강원일보, 2019.11.18., “미시령터널 용자 국민연금공단 12년째 고금리 ‘폭리’”(http://www.kado.net/news/articleView.html?idxno=997351); 강원일보, 2016.3.25., “‘혈세 먹는 하마’ 미시령터널 공익처분 검토”(http://www.kwnews.co.kr/nview.asp?s=101&aid=216032400129).

3) 검단 하수종말처리시설 민간투자사업⁵⁸⁾ - 연 19%

이 사업은 2004년 실시협약이 체결되어 사업시행자(SPC)의 주주인 주식회사 하나은행(키움맑은물사랑사모특별자산투자신탁(인프라사업)의 신탁업자)이 회사의 지분 100%를 보유하고 있다. 2013년 자금재조달을 통해 기존 채무를 변제하고 452억원을 새로 차입하면서 그 중 286억원에 대하여는 4.6%, 134억원에 대하여는 19%의 이자율을 약정하였는데(선후순위에 대한 구분 없음), 차입처는 위 주주이며, 현재에 이르기까지 이자율의 변화가 없다. 그 동안의 시장금리의 인하에도 불구하고 이자율 인하를 위한 자금재조달을 단행하지 않았음을 알 수 있다.

4) 동대문구 폐기물처리시설 민간투자사업⁵⁹⁾ - 연 15%

이 사업은 2005년 사업시행자가 지정되었고 현재는 인프라펀드인 미래에셋맵스그린에너지사모특별자산투자신탁1호(수탁은행 농협)가 100% 주주이다.

2012년 자금재조달을 통하여 위 주주가 선순위 대출금 221억원 이자율 15%의 대주가 되었으며 이자율은 현재에 이르기까지 변함이 없다. 시장금리의 인하에도 불구하고 이자율 인하를 위한 자금재조달을 단행하지 않았음을 알 수 있다.

5) 포항하수종말처리장 2단계(중설) 건설공사 민간투자사업⁶⁰⁾ - 연 25%

이 사업은 2003년 사업시행법인을 설립하여 시작된 사업으로, 2008년 자금재조달을 통해 사업시행자(SPC)의 주주는 현재 포항수질환경대부유한회사가 100%를 보유한 1인 주주 겸 선순위 차입금의 대주가 되었다⁶¹⁾.

2008년 당시 선순위대출금은 고정금리 I과 II 각 143억원씩 연 9%와 25%의 두 종류로 체결되었으며⁶²⁾ 2020년말 현재 상환 후 잔액은 고정금리 II 약 20억원으로 이자율 연 25%

58) 이하의 사실관계는 달리 언급이 없는 한 모두 검단에코텍 주식회사의 2020.4.14.자 2019년 감사보고서(그 이후의 것은 현재 공시되어 있지 않다)(<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20200414001453>)에 의한 것이다.

59) 이하의 사실관계는 달리 언급이 없는 한 모두 주식회사 동대문환경개발공사, 2021.4.1.자 2020년 감사보고서(<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20210401000935>)에 의한 것이다.

60) 이하의 사실관계는 달리 언급이 없는 한 모두 포항수질환경 주식회사, 2021.4.4.자 2020년 감사보고서(<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20210405002419>)에 의한 것이다.

61) 포항수질환경 주식회사, 2009.3.25.자 2008년 감사보고서(<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20090325000502>).

62) 위 같은 곳.

는 변함이 없다. 시장금리의 인하에도 불구하고 이자율 인하를 위한 자금재조달을 단행하지 않았음을 알 수 있다. BTO사업으로 하수처리사업의 특성상 안정적인 수요로 사업위험이 낮기 때문에 전량 주주차입금으로 변경함으로써 주주의 이익 제고를 도모하였을 것으로 추측된다. 이 사업도 고율의 이자가 불공정하다는 취지의 문제제기가 있었다는 점은 앞서 본 일산대교 및 미시령터널 사업과 동일하다⁶³⁾.

6) 서울시 지하철 9호선 사업 - 연 4.5~5.2 %

서울시 도시철도 지하철 9호선 사업은 2004년 사업시행법인을 설립하여 시작된 BTO사업인데, 2013년 재구조화를 통해 주무관청인 서울시는, 사업시행법인이 분기동안 실제 수령한 사업수익이 당해 분기의 사업운영비에 미달하는 경우 그 부족분을 분기단위로 지원하기로 약정하였다⁶⁴⁾. 이것은 향후 사업수익액이 자금재조달의 원리금 상환액, 관리운영비의 합계액을 충당하기에 부족한 경우 그 부족분을 서울시가 지원한다는 의미⁶⁵⁾로서 사업시행법인의 사업운영 위험 즉 수요위험과 운영위험, 금융(금리변동)위험이 모두 서울시에게 이전되었음을 뜻한다.

위 2013년 재구조화 과정에서 대대적인 자금재조달이 발생하여 SPC의 주주 및 대주가 모두 교체되고 차입금도 대환이 일어난다. 자본금 부분은 두 개의 인프라펀드가 각각 자본금 149억원 씩 50%의 주주가 되는 것으로 변경되고, 차입금 부분은 위 두 개의 인프라펀드를 포함한 보험사 등 13개 기관으로 그 대주가 교체된다⁶⁶⁾. 이 과정에서 기존의 후순위 대출금⁶⁷⁾이 없어지고 주로 고정금리 대출과 변동금리 대출이 남게 되었는데, 이 대출금은 실질적인 주주차입금 성격일 가능성이 상당할 것으로 보인다.⁶⁸⁾ 고정금리 대출은 연

63) 브레이크뉴스 대구경북, 2017.7.5., “포항시 민간투자 하수처리장 불공정 협약”(http://dk.breaknews.com/sub_read.html?uid=100040).

64) 서울시메트로구호선(주)의 2014.3.25.자 2013년 감사보고서(http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20140325000210).

65) 위 같은 곳.

66) 위 같은 곳.

67) 서울시메트로구호선(주)의 2013.3.12.자 2012년 감사보고서(http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20130312000222).

68) 그렇게 보는 이유는, ① 고정금리 대출 III과 변동금리 대출 II의 합계금 약 3천억원의 대주가 모두 위 인프라펀드인 것으로 보이고(신한BNP파리바자산운용과 한화자산운용), ② 위 ①을 포함한 나머지 고정금리 대출 I과 II, 변동금리 대출 I이 모두 감사보고서상 ‘특수관계인과의 거래’ 항목으로 분류되어 있으며, ③ 거액의 자금을 차입하면서 그 절반 정도인 3천4백억원 가량을 고정금리로 배치하는 등 금리 변동 위험을 별로 신경쓰지 않는 것으로 보이며, ④ 후순위를 없앤 점으로 미루어 대주 중에 후순위에 의한 상환재원 보장을 원하는 타인자본이 없을 것으로 추측되고, ⑤ 고정금리 대출과 변동금리 대출의 대주 명단이 거의 일치하며, ⑥ 10년 가까이 지난 현재에 이르기까지 이들 대주의 명단이 크게 변동이 없고 고정금

4.5~5.2%로서 현재까지 크게 바뀌지 않은 것으로 보이는데 변동금리 대출 부분을 통하여 금리 변동 위험이 일정 부분 주무관청에게 이전된 것으로 보이나 고정금리 부분은 이익공유 회피 효과가 발생하였을 가능성이 있어 보인다.

(5) 요약

이상의 필자의 논리를 요약하면, 민자사업은 사업주 즉 주주로서는 가능한 한 자본금 대신 후순위차입금을 사용하려는 동기(‘자본금의 주주차입금화’)와 선순위 타인자본도 주주차입금으로 교체함으로써 사실상 자기자본화 하려는 동기(‘타인자본의 주주차입금화’)가 존재한다. 이는 주로 재무적 투자자가 사업권을 인수함에 따라 생긴 현상으로 보이는데, 현재는 자금재조달 이익공유의 회피 효과를 초래하는 요인(정부의 입장에서는 자금재조달 이익공유 제도의 효과를 저해하는 요인)으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

‘자본금의 주주차입금화’는, 종래 자본금으로만 조달하던 자기자본에 후순위 차입금을 가미함으로써 자본금 감자의 필요 금액을 줄이고 그로써 자금재조달 이익공유 회피 효과가 발생하였을 것으로 보인다. 한편 ‘타인자본의 주주차입금화’의 경우, 레버리지 저감효과로 인한 상쇄 요인이 있으나 해당 사업이 건설단계가 지난 사업으로서(건설위험 소멸), 정부의 보장이 강한 사업인 경우(MRG 부착, BTL, 재구조화 기타 정부 보장 성격이 가미되어 사업위험도가 낮은 사업), 하수처리 또는 폐기물처리사업처럼 수요위험이 낮은 사업, 그리고 사업의 규모가 크지 않아 타인자본의 사용을 통한 리스크 분산 필요성이 작은 경우일수록 주주차입금의 잇점이 상대적으로 클 것으로 생각된다. 그리고 이러한 유형의 주주차입금화는 고율의 이자를 저리로 교체할 필요성을 줄여줌으로써 자금재조달 이익공유 회피 효과를 초래하였을 것으로 보인다.

사례 검토 숫자가 많아지면 결과가 다소 달라질 여지도 있겠으나, 앞서 살펴 본 최근 주주차입금이 문제되는 주요 사례들은 상기 필자의 추측을 뒷받침하는 상황이라고 여겨진다. 한편, 주주차입금은 주주 일부로부터만 차입할 경우 주주간의 이해관계가 달라지고, 또 주주가 여럿일 경우에는 주주간의 조정비용이 발생하기 때문에 주주차입금화에 장애

리로 약정한 대출금의 금리(4.5~5.2%)가 현재에 이르기까지 변동이 거의 없고, ⑦2013년의 재구조화 이후 현재에 이르기까지 그간의 저금리 기조에도 불구하고 이자율을 낮추기 위한 대환이 일어나지 않았던 것으로 보이며, ⑧ 주무관청이 모든 위험을 부담하는 재구조화 약정으로 인하여 투자자의 입장에서 자기자본에 대한 요구수익률이 매우 낮아져 타인자본과의 구별이 흐려졌을 것으로 보이는 점 등이 그 근거이다. 이상 위 서울시메트로구호선(주)의 2014.3.25.자 감사보고서(주64), 동 2021.3.23.자 2020 감사보고서(<https://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20210323000196>) 참조.

요인으로 작용할 것으로 생각된다. 그러므로 1인 또는 소수의 주주여야 주주차입금화가 용이해질 것인 바, 필자가 분석한 사례들이 모두 1인 또는 매우 소수의 주주이거나 여러 대주들의 손익을 하나로 귀속시킬 수 있는 펀드가 주주점 대주의 지위를 겸하고 있는 것은 이러한 이유에 기인하는 것으로 추정된다.

III. 주주차입금의 문제점

1. 자금재조달 이익공유 의무의 회피 문제

민자사업 주주차입금화의 가장 큰 문제점은 전술한 자금재조달 이익공유 회피 효과일 것이다. 그중에서도 고율의 후순위 차입금이 그간 문제의 초점이었는데, 이에 대해서는 그 이자율의 적정성을 두고 그간 많은 언론의 보도가 있었고, 감사원의 감사⁶⁹⁾, 세법상 부당 행위계산 부인을 둘러싼 세무소송⁷⁰⁾, 자금재조달 이익공유를 회피하는 점에 대한 민자 주 무관청의 감독명령과 사업시행자 측의 불복 등 행정소송⁷¹⁾이 다수 발생한 바 있다. 이에 관하여는 위와 같이 이미 다수의 소송에서 분쟁으로 다루어졌고 그에 대한 선행연구가 존재하므로 이 글에서는 자세히 다루지 않는다.

한편 위와 같은 문제제기 과정에서 민자사업에서의 후순위 차입금에 대하여는 부정적인 이미지가 씌워졌고, 최근에는 이러한 후순위의 부정적인 이미지를 피하고자 상당수의 주주 차입금이 '선순위'라는 명칭 하에 체결되고 있는 것으로 보인다. 또 어떤 때는 그 반대의 현상, 즉 선순위의 물량이 많고 시장 이자율이 낮을 경우 자금재조달 이익공유 과정에서 불리해질 것을 우려하여, 선순위 물량을 대폭 줄이고 그대신 선순위 약정 이자율은 다소 높인 뒤, 그로 인한 물량 및 이자율은 후순위에서 흡수하는 형태의 자금 구성도 발견되는 것으로 보인다. 이는 주주차입금화가 진행되는 경우에는 선·후순위의 구별은 무의미하며 그 때 그 때 편의에 따라 주주는 선순위와 후순위의 물량 및 이자율을 안배하는 조정이

69) 감사원, 『감사결과처분 요구서-최소운영수입보장 민자사업 사후관리실태 2011.5.』.

70) 이에 관하여는, 문성훈/오윤, “후순위사채의 세법상 취급 및 관련 이자율의 시가 결정 -외국자본의 민자 도로사업 투자 사례를 중심으로-”, 『세무와 회계저널』, 제19권 제6호, 한국세무학회, 2018, 274면 이하; 이상훈, “민간투자사업 후순위차입 계약의 성질과 ‘고율의 이자’”, 『상사법연구』, 제34권 제4호, 상사법학회, 2016, 181면.

71) 이에 관하여는, 이상훈, “민간투자사업 감독명령 분쟁의 쟁점과 시사점-광주2순환도로 및 2019년 선고된 6개의 대법원 판결 사안의 분석”, 『법학연구』, 충남대학교 법학연구소, 2019, 245면.

가능하다는 점에 기인하는 것으로 추측된다.

선순위 차입금이 주주차입금으로 바뀌면서, 고율의 이자를 유지한 채 자금재조달을 거부한다든지, 선순위 물량을 대거 후순위로 배정한다든지 함으로써, 자금재조달 이익공유를 회피하고, 그럼으로써 정상적인 이익공유가 이루어졌더라면 시민들의 사용료 인하 편익으로 돌아갔을 부분을 주주들이 가져가는 효과가 초래되는 것은 문제라고 할 수 있다. 이에 대응하기 위하여 전술한 바와 같이 기획재정부가 기본계획을 개정하여 주무관청의 자금재조달 요청 조항을 신설하였고, 최근 공익처분이 내려진 일산대교 사업의 경우 선순위 차입금을 8%의 고율로 유지하는 부분에 대해 경기도 측에서 이른바 ‘셀프차입’이라며 배임 등의 문제를 제기⁷²⁾한 것도 이와 관련된다고 할 수 있는데, 현재까지 이러한 대응은 그리 성공적이지 않아 보인다.

2. 금융의 규율기능 - 타인자본의 견제, 조달조건의 공정성과 투명성 저하

종래 타인자본에 의존하던 선순위차입금 마저 모두 주주차입금으로 전환된다는 것은 SPC의 자금조달 거래가 외부자본이 전혀 개입되지 않은 채 모두 특수관계인 간의 거래로 이루어지게 됨을 의미한다. 타인자본이란 문자 그대로 타인으로부터 자금을 차입하는 것으로써 그 과정에서 SPC 내부의 경영에 대한 투자자의 감시와 견제 기능이 작동하여 경영진의 대리인 문제(agency problem)를 일정 정도 제어하는 순기능이 발휘된다(이른바 금융의 규율기능). 타인자본이 없어지고 대출도 주주들이 담당하면, 대출자들의 주주/경영진 견제 기능은 기대하기 어렵다.

SPC 내에는, 주주의 이익만 존재하는 것이 아니라 실시협약상 채권자의 지위를 가지면서 민자사업을 공익의 관점에서 통제하고 감시해야 할 이해관계를 갖는 주무관청, 해당 시설의 이용자(이는 일반 기업에 있어서 재화와 용역을 구매하는 소비자의 지위에 견줄 수 있다)로서 일반 시민, SPC의 소득에 대하여 조세채권을 갖게 될 정부, 민자 업계에서 이들과 경쟁하는 동종업계 경쟁자 등 다양한 이해관계자들이 존재한다. 금융기관과 같은 대출채권자들이 수행하는 감시와 모니터 기능은 회사의 경영건전화, 재무상태의 건전성을 담보하는 중요한 기능을 수행함으로써 자연스럽게 이해관계자들의 이익을 보호하는 역할을 간접 수행하게 된다. 예컨대 타인자본 즉 외부로부터 자금을 차입할 경우에는 해당 사업의

72) 주51 참조.

수익률과 위험도가 객관적으로 검증되는 효과가 생기고 그에 따른 시장의 공정한 가격(차입금리와 전체 사업수익률)이 제시된다. 이러한 공정한 시장 가격을 발견하는 절차는, 사업권(관리운영권)을 부여하고 자금제조달 이익공유권을 갖는 정부(주무관청), 해당 사업의 수익에 대하여 세금을 부과하는 정부(세무당국), 시설을 이용하며 사용료를 납부하는 이용자 등에게 공정한 가격(이용료)이 얼마인지 가늠하는 정보제공 기능을 수행한다. 그러나 외부 조달이 없이 주주로부터만 전액 조달할 경우에는 정보 비대칭과 이해 상충으로 인하여 조달 비용이 과다 계상되고 운영상의 비효율이 적발·통제될 기제가 감소할 수 있다. 전술한 이익공유 회피효과도 이러한 정보 비대칭과 이해 상충 행위에 대한 견제 부족이 빚어낸 한 모습이라 할 수 있다.

민자사업에서 주주는 대주를 겸할 경우 대출금의 이자비용을 과다계상하고 싶은 유인이 있을 수 있다. 과다 계상된 조달비용이 주주의 이익으로 귀속되기 때문인데, 그렇게 되면 사실은 비용과 세금을 먼저 공제하고 난 뒤에 후순위로 주주에게 귀속되었어야 할 소득을 주주가 비용이라는 명목으로 주무관청 및 국세청과 같은 다른 채권자 등 이해관계자에 앞서 선순위 내지 동순위로 가져가는 문제가 생길 수 있다. 또한 사업자 지정 단계에서 가격(사업수익률)협상을 할 때, 정부의 입장에서는 원가 정보에 해당하는 독립된 제3자간에 적용될 금융비용을 정확히 추산하기 어렵게 만드는 요인이 되어 민자사업의 활성화에도 저해요인이 될 수 있다.

3. 민자사업 경쟁질서 훼손 가능성

대출채권과 출자금을 모두 투자할 수 있는 투자자는 비교적 큰 규모의 자금을 운용 또는 모집할 수 있을 뿐 아니라 타겟 목표수익률이 상대적으로 낮은, 금융업계에서도 ‘큰 손’일 가능성이 높을 것이다. 소수의 대규모 금융기관이 자본금 투자와 대출금 투자를 모두 ‘독식’할 경우, 금융기관, 금융 투자자금 상호간의 견제와 경쟁 질서를 흐리게 할 우려도 있다. 이들 대규모의 금융기관은 자신이 투자금을 독식할 경우에 예상되는 기대이익·여기에는 자금제조달 이익공유 회피 효과도 포함될 것이다-을 고려하여 입찰가를 높게 써 낼 수 있으므로 민자 사업권 매매 시장에서 높은 경쟁력을 가질 수 있다. 이는 민자 시장에서 큰 손으로의 쏠림 현상에 따른 경제력 집중 우려, 사업권 취득 시 높은 프리미엄을 지불할 경우에는 투하 자본 회수를 위하여 민자사업에 대한 착취 유인이 높아질 가능성 등 공정한 경쟁 질서와 민자사업의 공익성을 해칠 우려가 있다.

IV. 문제점 개선을 위한 방안

1. 자금재조달 의무 신설 및 실효성 강화

자금재조달 이익공유 의무를 회피하고자 선순위 타인자본을 주주차입금으로 교체한 뒤, 시장이자율이 떨어지는데도 불구하고 자금재조달을 거부하며 조달비용 인하를 회피하는 것은 문제가 있다.

이 문제에 대응하기 위하여 기획재정부가 기본계획에 주무관청의 자금재조달 요청 및 사업시행자의 이에 응할 의무에 관한 규정을 신설하기도 하였지만, 해당 조항이 신설되기 전에 협약에 체결된 사업에 대해서는 소급적용에 한계가 있을 수 있고, 신규 사업의 경우에도 이러한 기본계획 조항을 협약에 제대로 편입시키는 실무가 충분히 이루어지고 있지는 않은 것으로 보인다. 주무관청의 담당자 및 그 변호사들이 이 부분의 의미를 정확히 파악하지 못하여 협약 체결을 위한 협상 과정에서 이러한 부분이 제대로 관철되지 못하기 때문이라고 생각되는데, 사업의 고시, 제안 단계에서부터 이 부분이 사업의 조건에 명시되도록 할 필요가 있다. 또한 자금재조달 요청이 가능하려면 자금재조달 여건이 발생하였는지 확인이 가능해야 하므로 관련 정보에 대한 요구권 조항이 협약에 실효성 있게 포함되도록 할 필요가 있을 것이다.

2. 자금재조달 이익공유 제도의 보완

현재 자금재조달 이익공유 제도는 출자자의 기대수익률 증분을 공유한다는 개념에 입각해 있는데, 이것은 SPC의 자금조달 내역이 타인자본과 출자자의 자기자본 사이에 명확한 구분이 가능하다는 전제에 서 있음을 의미한다. 즉 차입금은 선순위와 후순위로 구분되고, 이중 선순위는 타인자본이며 이는 입찰에 부쳐 공정한 가격으로 조달한다는 전통적이고 전형적인, 이상적인 모델을 염두에 두고 체계가 구성되어 있다. 실제 기본계획과 세부요령은 전술한 최소자기자본비율 규정⁷³⁾ 외에도 이러한 전제에 입각하고 있음을 보여주는 규정을 다수 두고 있다⁷⁴⁾.

73) 주13 참조.

74) 예컨대, 기본계획 제25조의2(타인자본 조달) ① 총사업비가 5천억원 이상인 수익형 민자사업 및 혼합형 민자사업의 사업시행자는 주주로부터 차입하는 선순위채의 비율을 100분의 70 이하로 유지하도록 노력하여야 하고, 비주주로부터 경쟁을 통해 조달한 금리를 주주차입 이자율에도 적용하도록 노력하여야 한다.

그러나 최근 들어 일부 민자사업의 경우 주주차입금화가 광범위하게 진행됨에 따라 위와 같은 타인자본·자기자본의 이상적인 준별이 불가능해지는 경향이 나타나고 있다고 보인다. 이처럼 주주차입금화가 대거 진행된 사업인 경우에는 종래의 “[선순위 타인자본] vs [자본금 및 후순위 자기자본]”이라는 대립 구도를 전제로 하는 자금재조달 이익공유 제도의 ‘출자자 기대수익률 증분 측정’ 개념은 수정 내지 보완이 필요해 보인다. 즉 종래의 선·후순위 구별 취급에 입각한 자금재조달 이익 측정 및 그에 기한 자금재조달 요건 판단에 얽매이기 보다는, 주주의 투자금 전부(자본금 + 선·후순위를 불문한 주주차입금)를 대상으로 한 수익률 증분(주주의 ROI 내지 통합 ROE)을 측정하여 이것을 타겟 변수로 삼는 방향으로 관련 제도를 정비 내지는 보완하는 것이 바람직하다고 생각된다.

이 과정에서 주의할 것은, 주주차입금이 증가하면 레버리지 효과의 감소로 인하여 자본 구조변경 효과 등 ROE가 오히려 떨어지는 상쇄효과도 있을 수 있다는 점이다. 그러므로 종래의 선·후순위 구별에 의한 출자자 기대수익률 증분 측정법과, 전술한 주주의 ROI 내지 통합 ROE 증분 측정법의 효과를 상호 비교하여 융통성 있는 운용이 필요할 것으로 생각된다.

또한 주주차입금에 초점을 맞춘 보완책을 운용할 경우 사업시행법인 측에서는 사실은 주주차입금의 실질임에도 형식상으로는 마치 주주차입금이 아닌 것처럼 자금재조달 계획을 꾸며 올 가능성(가령 펀드를 이용함으로써 배후의 실질적인 이익의 귀속처가 주주라는 사실을 은폐한다든지, 또는 금융기관 끼리 서로 사전에 협의하여 주주차입금을 면하도록 품앗이처럼 돌아가며 컨소시엄에 참여하거나 기타 이면 거래를 통하여 주주차입금으로 분류되는 것을 회피함으로써 얻게 되는 이익을 나중에 다양하고 은밀한 형태로 상호 분배하기로 하는 경우)을 배제할 수 없을 것인바, 이러한 가능성을 염두에 두어 거래의 형식 보다는 독립된 당사자간의 금융거래 조건으로 볼 수 있는 수준인지 등의 실질을 중시함으로써 사업주(출자자) 측에서 자금재조달 이익공유 제도를 우회하려는 편법적인 행위를 시도하는 것과 그렇지 않은 것을 판별해 내는 적절한 대응이 필요할 것으로 생각된다.

이때, 주주로부터 차입하는 선순위채의 이자율은 사업수익률을 초과할 수 없다.

그 외에도, 기본계획 제30조(자금재조달의 절차) 제1항 제2호(사업시행자는 자금재조달 추진시 공정한 시장가격 및 조건이 반영될 수 있도록 최대한 노력하여야 한다) 및 세부요령 19면 참조.

3. 자기자본 비율 규제 및 수익률 협상과의 종합적인 연계 고려

자금재조달 이익공유는 자기자본과 타인자본의 구별을 전제로 하는 제도이고, 이는 다시 최소 자기자본 비율 규제를 전제로 한다. 사업 초기의 최소 자기자본 비율 규제에 따라 협약이 체결된 뒤, 사업이 안정화 단계에 들어서면서 사업의 위험도가 낮아짐에 따라 레버리지를 높이는 등의 금융 구조조정을 통해 얻게 되는 금융 부문의 초과수익률을 정부와 공유한다는 것이 자금재조달 이익공유 제도의 취지라고 할 수 있다⁷⁵⁾.

따라서 자금재조달 이익공유의 가능성과 그 폭은 처음에 최소 자기자본비율 수준이 어느 정도로 설정되었는지, 그리고 사업초기의 사업수익률을 얼마로 설정하였는지와 연동되어 있다⁷⁶⁾. 이것은 최소 자기자본 비율을 어떻게 설정하고 최초의 사업수익률 협상을 어떻게 하였느냐의 문제와 연계될 수 있음을 시사한다. 가령 건설위험이 제거된 뒤 사업의 안정화로 인한 금융부문의 초과수익 가능성을 미리 정확히 계산하여 최초 협약 단계에서 사업수익률 설정에 반영할 수만 있다면 사후적인 이익공유의 필요성과 폭도 그만큼 줄어들 것이다. 이것은 주무관청이 최초 사업을 인가해 줄 때 자기자본 비율 규제와 연계해가면서 수익률 협상 능력을 제고하는 것이 자금재조달 이익공유 회피 문제에 대한 상당한 대응이 될 수 있음을 의미한다.

4. 선순위 고율 약정에 대한 법적 취급 명확화

타인자본인 선순위 차입금을 주주차입금으로 교체한 뒤 고율의 이자 약정을 체결하거나 시장금리 이하에도 불구하고 저리로 교체하지 않고 시세보다 높은 종전 이자율을 유지하는 것은, SPC 임원이 그 주주에게 시가 대비 고율의 이자를 지원하는 행위이므로 민형사상 임원의 배임, 공정거래법상 특수관계인에 대한 부당지원⁷⁷⁾에 해당한다고 보아야 할 것이다.

75) 이에 관한 상세한 설명은, KDI 공공투자관리센터, 『2014 요령연구』(주11), 23~25면.

76) 이러한 관점에서, 후순위 차입금의 이자율과 자금재조달 계획을 반영한 투자수익률을 고려하여 사업수익률을 설정할 것을 제안하는 것으로, 이상훈·박경애, 전개논문, 267~268면; KDI 공공투자관리센터, 『민간투자사업의 자기자본수익률에 관한 연구』(주23), 336~342면.

77) 사업시행자가 1인 주주 등에게 고율의 이자율로 자금을 차입하는 것은 자신의 특수관계인에게 시장 이자율 대비 고율의 특혜를 제공하는 것으로서 공정거래법상 부당지원 금지 규정인 제45조 제1항 9호(구 제23조 제1항 제7호)에 위반될 수 있다. 100% 모자회사 사이의 지원도 부당지원에 해당한다는 판시로, 대법원 2004. 11. 12. 선고 2001두2034 판결.

이에 대하여 실무상 사업시행법인 측에서는, 통상 1인 주주를 위한 것이므로 배임이 아니라거나⁷⁸⁾ 민자사업 전체를 보고 투자한 것으로서 고율의 주주차입금은 투자회수의 방편이므로, 이를 정상적인 소비대차 이자율의 잣대로 평가해서는 안 된다는 취지의 주장을 펼친다. 그러면서도 정작 세무상 해당 대출의 이자비용 지급이 소비대차의 이자이나 아니면 주주로서의 배당이나는 문제에 이르러서는 앞서 언급한 후순위 대출 세무소송에서 보듯이 정상적인 소비대차의 이자비용이라는 주장을 내세움으로써 세무상 손금산입 혜택을 받고 있다⁷⁹⁾. 즉 업무상 배임 내지 공정거래법 이슈와 관련하여서는 정상적인 소비대차의 이자로 보아서 안 된다는 주장을 펼치고, 세무 이슈와 관련하여서는 정상적인 소비대차의 이자로 간주해야 한다는 정반대의 주장을 펼치는, 이중적·선택적인 태도를 보이고 그것이 현실에서 통용되고 있는 상황으로 보인다. 그러나 이러한 현상은 바람직하지 않다고 생각된다. 주무관청으로서의 협약 체결 단계에서부터 주주차입금의 고율의 이자에 대한 법적 취급이 일관성 있게 이루어질 수 있도록 하여 이 문제를 바로잡을 필요가 있다고 생각된다⁸⁰⁾.

5. 부채와 주식의 세무상 차이 제거

주주차입금화가 진행되는 근본적인 이유는 전술한 바와 같이 주식의 배당과 달리 부채의 이자비용에 대해서만 부여되는 세무상 손금산입 혜택 때문일 것이다. 일찍이 노벨 경제학상 수상이론인 밀라-모딜리아니의 정리를 통해 유명해진 바 있듯이, 위와 같은 세무상 취급의 차이는 부채비용을 높일 경우 수익률 증가의 주된 요인이 된다⁸¹⁾. 이러한 사실은, 주주차입금의 심화를 「억제해야 할 문제」라고 설정할 경우, 그 목적을 달성하는 가장 효과

78) 1인주주에 대한 지원의 경우에도 업무상 배임이 성립한다는 것이 관례이다, 대법원 2006. 11. 9. 선고 2004도7027 판결: “주식회사 상호간 및 주식회사와 주주는 별개의 법인격을 가진 존재로서 동일인이라 할 수 없으므로 1인 주주나 대주주라 하여도 그 본인인 주식회사에 손해를 주는 임무위배행위가 있는 경우에는 배임죄가 성립하고, 회사의 임원이 그 임무에 위배되는 행위로 재산상 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 회사에 손해를 가한 때에는 이로써 배임죄가 성립하며 위와 같은 임무위배행위에 대하여 사실상 주주의 양해를 얻었다고 하여 본인인 회사에게 손해가 없었다거나 또는 배임의 범의가 없었다고 볼 수 없다(대법원 1983. 12. 13. 선고 83도2330 전원합의체 판결, 1985. 10. 22. 선고 85도1503 판결 등 참조)”.

79) 이에 관한 상세는, 문성훈/오윤, 283면 2항 참조, KDI 공공투자관리센터, 『민간투자사업의 자기자본수익률에 관한 연구』 (주23), 361~381면.

80) 기본계획 제30조 제1항 제2호는 공정한 시장가격으로 재조달이 되도록 노력할 것을 규정하고, 세부요령 제19면도, 비주주로부터 경쟁 조달한 조건을 고려하도록 함은 물론 주주차입금의 경우에는 상법 제398조(자기거래)의 공정성에 관한 조항의 준수 및 증빙을 요구하고 있으나, 이러한 내용 및 그 위반시 제재 효과에 대하여 협약에 명시적으로 반영하고 있지 않고, 또 주무관청의 관심 부족으로 인하여 실무상으로는 거의 통제가 이루어지지 못하고 있는 실정이다.

81) 정기웅·김지수·변종국·이상학, 『현대기업재무』, 경문사, 2010, 300~317면.

적인 수단은 주식과 부채 사이의 세무상 차별을 없애 양자사이의 차익을 제거하는 것일 수 있음을 시사한다.

양자 사이의 세무상 차이를 없애는 방법은, ① 부채 쪽에서 이자비용에 대한 세금공제를 폐지하거나, ② 반대로 주식 쪽에서 배당에 대해서도 세금공제를 인정하는, 두가지 방법을 생각해 볼 수 있다. 이 문제는 국가의 조세정책 전반에 관한 문제이기도 한데, 그 경우 ①의 방안은, 이자비용에 대해 세금공제를 인정해주는 국가로 자금이 이동하기 때문에 전 세계적으로 합의가 되지 않으면 실효성이 없다는 문제점, ②의 방안은 세수가 줄어들어 다른 세원을 확보해야 한다는 문제점이 각각 지적된다⁸²⁾.

민자사업에 대해서만 위 방안을 도입하면 어떻게 될까? 우선, 주식의 배당에 대해서 손금산입을 인정해주는 방안은 큰 실익이 없을 것으로 생각된다. 이미 민자사업의 경우 상당 부분의 주식을 감자하고 그 부분을 차입금으로 메꾸으로써 배당 대신 차입금 이자로 지급하는 것이 현실이기 때문이다. 만약 부채의 이자비용에 대해 손금산입을 인정해주지 않는다면 어떻게 될까? 이는 민자사업의 세후 투자수익률 저하를 의미하므로 자금이 다른 곳으로 물리고 민자사업으로는 투자되지 않는 문제점이 예상된다. 따라서 국가 전체적으로, 그리고 전 세계적으로 보조가 맞추어지지 않으면 실효성 확보에 문제가 있을 것이다.

결론적으로 이 방안은 당장 도입하기에는 실익이 크지 않거나 현실성이 적은, 아이디어 차원의 방안이라고 할 수 있다. 다만 최근의 민자사업에서 두드러진 주주차입금 현상 및 그 문제점과 관련, 과연 부채와 주식에 대한 세무상 차별이 그토록 당연한 것인지에 대해서 의문을 던져 볼 필요성은 충분히 있어 보인다.

6. 민자사업 주주차입금에 대한 이자비용 손금산입 폐지

위 5.항이 주식과 부채 일반에 관한 방안이라면, 이곳 6.항에서 제시하는 방안은 부채 일반이 아닌 주주차입금, 특히 민자사업의 주주차입금에 초점을 맞추어 민자사업 주주차입금을 세법상 주식과 마찬가지로 보아, 그 이자지급에 대한 손금산입 혜택을 폐지하는 방안이다. 차입금이라는 형식에도 불구하고 그 실질이 자기자본 성격을 갖는다는 점에 주목하는 접근이므로 실질을 우선시하는 접근이라 할 수 있다. 현행 세법상으로도 실질과세의 원칙이 도입되어 있으므로 해석론에 의한 위와 같은 처리가 법리상 불가능한 것은 아니지

82) Charles Goodhart/Manoj Pradhan(백우진 역), 『인구 대역전』, 생각의 힘, 2021, 287~288면.

만, 기본적으로 법 형식을 중시하는 세법의 현행 실무관행상 해석에 의한 성격 재분류는 현실적으로 쉽지 않다고 보아 법 개정이 필요하다는 관점⁸³⁾이라고 할 수 있다.

7. 공익처분 또는 소송에 의해 주주차입금의 문제점 시정

이상 1.~6.항은 향후의 제도 개선에 관한 사항이라면, 이곳 7.항은 기존의 민자사업에서 이미 진행된 주주차입금 현상을 시정하는 ‘처분적’인 방안이다.

주주차입금은 기본적으로 금전소비대차계약에 기한 것이라고 보아 독립된 제3자간에 진 행되었더라면 책정되었을 것으로 추정되는 적정 금리를 넘어서는 부분은 민자 SPC의 관점 에서는 업무상 배임이자 공정거래법상 부당지원에 해당하는 불법행위라고 보고, 이러한 불 법행위에 기해 민자사업(이용자)에 귀속되었어야 할 이익을 출자자가 부당하게 선취해감으 로써 민자사업의 정상적인 운영과 공공성을 저해한다고 보아 민간투자법상의 감독명령 및 공익처분(법 제45조 내지 47조)을 통해 시정을 명하고 그 위반시 제재를 가하는 방법이 한 예가 될 것이다⁸⁴⁾. 한편, 민사적인 방법으로, 예컨대 채권자대위의 법리(민법 제404조) 에 기해, SPC가 주주점 대주 또는 그 이사에 대하여 가지는, ① 위법행위에 대한 손해배상 청구권(상법 제399조 및 제401조의 2) 또는 ② 상법 제398조(자기거래) 위반으로 인한 무 효에 기한 차익(부당이익)반환 청구권을, 공법상 당사자소송 내지 민사소송의 형태로 주무 관청이 SPC를 대위하여 행사하는 방법도 고려해 볼 만하다고 생각된다.

이 방법은 문제된 부분만 특정하여 시정을 구한다는 점에서 핀포인트 규제의 장점이 있 는 반면, 미래를 향한 제도적인 시정은 아니라는 점, 사법부의 판단에 의존해야 하며 위법 성과 무효 등 청구원인과 그 이득가액을 주무관청이 발굴, 입증해야 하므로 주무관청으로 서는 전문가 선임 등 검토 비용과 패소위험을 부담해야 한다는 단점이 예상된다.

83) 예컨대, 문성훈/오윤, 290~293면.

84) 일산대교 사업에서 경기도는 과거 후순위 차입금이 고율이라는 이유로 시정을 명하는 행정처분을 내렸다가 패소 확정된 바 있고, 2021년에도 공익처분을 내린 적이 있으나, 그 처분 근거 사유가 이 글에서 소개한 논리에 근거한 것 같지는 않아 보인다, 경기도의 2021.9.3.자 및 2021.9.7.자 각 보도자료 참조(경기도 홈페이지, https://gnews.gg.go.kr/briefing/brief_gongbo_view.do?BS_CODE=S017&number=50332; https://gnews.gg.go.kr/briefing/brief_gongbo_view.do?BS_CODE=S017&number=50362).

VI. 결론

이상에서 민자사업의 주주차입금화의 개념과 발생 이유, 민자사업 특유의 자금재조달 이익공유와 관련한 주주차입금의 효과, 관련 사례, 그리고 민자사업의 주주차입금화의 문제점과 개선 방향에 관하여 살펴보았다.

최근 들어 민자사업은 주주차입금 현상에 따라 과거의 전통적인 자본금과 차입금의 구별, 선·후순위 차입금 간의 구별이 흐려지고 있다. 특히 선순위 주주차입금의 경우, ① 그 이자율이 통상적인 독립 당사자 간이었더라면 체결되었을 금리 수준에 비하여 높은 수준의 금리가 유지되는 경우, ② 시장이자율이 낮아질 경우 선순위 자금 물량을 대거 후순위로 배정하여 선순위 물량의 규모를 줄이고 약정 이자율은 다소 높은 상태로 유지하는 경우 등이 발생하고 있다. 이러한 현상은 풍부한 유동성 및 낮은 사업수익률로 인한 자기자본과 타인자본 간의 경계 모호 현상, 자금재조달 이익공유 회피 동기 등과 더불어 앞으로 더욱 증가할 가능성이 있다.

주주차입금을 통하여 높은 이자율을 유지하거나 또는 선·후순위간의 임의적인 자금배분을 통해 자금재조달 이익공유를 회피하는 행위들은 사업시행법인(SPC)의 주주들이 주무관청 등 관련 이해관계자의 이익을 선취해가는 실질이어서 문제가 있다. 여기에는 자금재조달 이익공유 제도의 편법적인 우회 이슈, 민형사상 배임 내지 공정거래법상 부당지원 이슈가 있으므로 이를 방지하는 것은 적절치 않다. 이에 대한 대책으로, 자금재조달 요청 관련 기본계획 조항의 실효성 강화, 자금재조달 이익공유 제도 운용 단계에서 주주차입금을 고려한 출자자기대수익률 적용, 사업수익률 협상 단계에서부터 자기자본 비율 규제 및 자금재조달 이익공유를 연계 고려, 고율의 이자 책정에 대한 법적 취급의 일관성 및 대응 강화, 주식과 부채의 세무상 차익의 제거, 민자사업 주주차입금의 이자비용 손금산입 혜택의 폐지, 민간투자법상의 공익처분 또는 소송에 기한 주주차입금의 문제점 시정 등의 방안을 고려할 수 있다.

■ 참고문헌

- 국회 예산정책처, “민자사업 프로젝트 파이낸싱의 자금재조달 사후평가”, 2006.11
- 감사원, 『감사결과처분 요구서-최소운영수입보장 민자사업 사후관리실태 2011.5.』, 2011.
- 김도경, “프로젝트 파이낸싱의 자금조달문제 중 후순위대출과 담보확보에 관한 몇가지 법적 문제점”, 『상사법연구』, 제24권 제2호, 상사법학회, 2005.
- 김재형, “사회기반시설에 관한 민간투자 프로젝트파이낸싱 현황 및 과제”, 『BFL』, 제37호, 서울대학교 금융법센터, 2009.
- 문성훈·오윤, “후순위사채의 세법상 취급 및 관련 이자율의 시가 결정 -외국자본의 민자도로사업 투자 사례를 중심으로-”, 『세무와 회계저널』, 제19권 제6호, 한국세무학회, 2018.
- 박세화, “프로젝트금융의 활성화를 위한 법제도 개선에 관한 연구”, 『비교사법』, 제13권 제1호, 비교사법학회, 2006.
- 박준·한민, 『금융거래와 법』, 제2판, 박영사, 2019.
- 박원일, “SOC 투자활성화를 위한 민간투자채권 확충방안”, 『상사법연구』, 제24권 제1호, 상사법학회, 2005.
- 반기로, 『프로젝트 파이낸스』 제11판, 한국금융연수원, 2021.
- 서순성·김기식, 『사회기반시설에 대한 민간투자법 이론과 실무해설』, 삼일인포마인, 2016.
- 이상훈, “민간투자사업 재구조화계약 - 금융원본 확대 실질과 문제점”, 『은행법연구』, 제10권 제2호, 은행법학회, 2017.
- _____, “민간투자사업 후순위차입 계약의 성질과 ‘고율의 이자’”, 『상사법연구』, 제34권 제4호, 상사법학회, 2016.
- _____, “민간투자사업 감독명령 분쟁의 쟁점과 시사점-광주2순환도로 및 2019년 선고된 6개의 대법원 판결 사안의 분석”, 『법학연구』, 충남대학교 법학연구소, 2019.
- _____. 박경애, “민간투자사업 자기자본비율 규제의 현황과 개선방향”, 『금융법연구』, 제13권 제3호, 한국금융법학회, 2016.
- 정기웅·김지수·변중국·이상학, 『현대기업재무』, 경문사, 2010.
- 정순섭, “후순위약정의 법적 문제”, 『BFL』, 35호, 서울대학교금융법센터, 2009.
- 한 민, “프로젝트금융의 법적 쟁점”, 『법학논집』, 제22권 제3호, 이화여자대학교 법학연구소, 2018.
- Philip R. Wood, 『Project Finance, Securitisations, Subordinated Debt』, 2007.
- Charles Goodhart/Manoj Pradhan(백우진 역), 『인구 대역전』, 생각의 힘, 2021.
- KDI 공공투자관리센터, 『2014 자금재조달 세부요령에 관한 연구』 (KDI, 공공투자관리센터 홈페이지, “자금재조달에 관한 세부요령 2014 개정안”에 수록되어 있음,

https://pimac.kdi.re.kr/search/search_notice.jsp?sortby=REG_DT+DESC&pp=10&skey=%EC%84%B8%EB%B6%80%EC%9A%94%EB%A0%B9&title=Y&dateType=all&sdate=&date=).

KDI 공공투자관리센터, 『2014 민간투자사업의 펀드 투자 현황 및 규제 개선에 대한 연구』
(https://pimac.kdi.re.kr/study/study_view.jsp?pub_no=13789&pageNo=9&classcd=FZ).

KDI 공공투자관리센터, 『2020년도 KDI 공공투자관리센터 연차보고서』, 2021
(https://pimac.kdi.re.kr/study/study_view.jsp?pub_no=17172&pageNo=1&classcd=FZ).

KDI 공공투자관리센터, 『민간투자사업의 자기자본수익률에 관한 연구』, 2018
(https://pimac.kdi.re.kr/study/study_view.jsp?pub_no=16054).

KDI 공공투자관리센터, 『2009 민간투자사업의 금융약정에 관한 연구- BTO사업을 중심으로-』.

■ Abstract

Issues regarding SPC's borrowing from its shareholders in PPP projects

Lee, Sang Hoon*

This article examines the phenomenon in which a business entity borrows funds from shareholders in a business project("Shareholder Lending") under the Public-Private Partnership Act, its reasons, its relevance to refinancing profit sharing, related cases, and its problems and directions for improvement.

As there are issues of expedient circumvention of the refinancing profit-sharing system, civil and criminal breach of trust, or unfair support under the Fair Trade Act, it is not appropriate to neglect the phenomenon of Shareholder Lending and several measures need be taken.

The following measures need to be considered, 1) Reinforcing the effectiveness of the refinancing obligation clause, 2) Applying the return on investment in consideration of Shareholder Lending in the refinancing profit-sharing system, 3) Negotiating the rate of return by linking equity capital ratio regulation and refinancing profit sharing system, 4) Reinforcement of consistency and response to high interest rates.

• Key Words PPP Act, PPP project, Refinance in PPP project, Project Company's borrowing from its shareholders in PPP project

* Professor of Kyungpook National University Law School

