

## “공기업 부채와 도덕적 해이: 정부의 암묵적 보증에 따른 수혜규모 추정\*”

### I 배경 및 문제점

- 본 연구의 동기는 지난 4~5년 사이 정부의 공공기관 관련 정책에 있어 가장 중요한 이슈였던 공기업의 과다 부채 문제
  - 2008년부터 2013년까지 전체 공공기관의 부채 증가율은 약 80%로, 이는 같은 기간 정부 부채 증가율 56%와 가계 부채 증가율 41%를 넘어서는 수치(하세정 외 2014, p.18)
  - 최근 들어 공공기관의 부채 문제가 공공부문 비효율 상징처럼 부각되면서 이를 계속 방치하는 것이 국가 재정의 건전성을 위협하는 결과를 가져올지도 모른다는 우려가 제기되고 있는 실정
- 기존의 연구(김상헌 2014; 박정수 2013; 박진 외 2013; 하세정 외 2014)들은 공공기관의 부채 규모(혹은 증가속도)나 발생 원인에 주로 초점을 두고 있는 반면, 본 연구는 정책결정자들에게 다른 각도에서 부채 문제를 볼 것을 주문하고 있음
- 본 연구는 의회나 정책당국자로 하여금 도덕적 해이(moral hazard)의 관점에서 공기업의 부채 문제를 볼 것을 요구하고 있음
  - 특히 상대적으로 소홀히 다루어져온 부채의 조달 비용 문제에 관심을 기울 것을 강조하고 있음

\* 본 보고서는 저자의 2015년도 기본연구과제 “공기업 부채와 도덕적 해이: 정부의 암묵적 보증에 따른 수혜규모 추정”의 내용을 요약·정리한 것임

- ● 공기업의 경우는 민간기업과 달리 그 부실의 크기가 얼마든지 간에 파산하지 않을 것이라는 시장의 기대와 확산, 이른바 TPTF(Too Public To Fail)이 존재
  - 그 대표적인 사례가 대한석탄공사의 사례(이은경, 2012)
  - 현재 자본잠식상태에 있는 석탄공사가 2007년부터 2015년 사이 발행한 회사채 규모는 약 4,800억원
  - 만약 석탄공사가 민간기업이었다면 이미 퇴출되었을 가능성이 높는데 시장에서는 공기업인 석탄공사의 퇴출 가능성을 믿지 않고 이들에게 자금을 공급해줌
  
- ● 이처럼 석탄 공사가 계속 사업을 영위할 수 있고, 심지어 자본잠식 상태에서도 사채를 통해 자금을 조달할 수 있는 이유는 공사의 설립법인 「대한석탄공사법」에 있는 손실액에 대한 정부보전 조항 때문
  - 공사가 발행하는 사채의 원리금 상환을 정부가 보증하고 있기 때문에 공사가 발행한 사채에는 국채 수준의 신용등급이 주어지고 이로 인해 모든 시장 규율은 무력화
  - 이것이 실제 석탄공사의 부채비율을 적정 수준보다 높이고 국가재정에 부담을 주는 악순환을 가져올 수 있음 (허원제, 2014)
  
- ● 이러한 관점에서 공기업 부채 문제를 보다 체계적으로 분석하기 위해 본 연구에서는 지난 10년간 미국의 연방준비위원회와 의회를 중심이 되어 검토해온 ‘대마불사(Too Big To Fail: 이하 본 보고서는 TBTF로 약칭)’에 대한 학계의 연구(TBTF에 대한 가장 포괄적 문헌 연구로 Strahan, 2013 참고)들을 참고
  - 2007~2008년 미국의 모기지 금융위기 당시 시장에서는 월가(Wall Street)의 거대 금융기관에 대한 TBTF의 논리가 득세하였고 이로 인해 당시 시장에서는 이들 금융기관에 대한 연방정부의 구제(bail out)를 믿는 강한 기대가 존재하였음
  - 그 대표적인 예가 자금조달비용인데, 금융위기 당시 월가의 거대 금융기관의 경우 다른 중(소) 규모의 금융기관에 비해 월등히 낮은 금리로 자금을 조달
  - 학자들은 거대 은행들이 누리게 된 저금리 이득을 정부의 암묵적 보증(implicit guarantee)에서 나오는 재정 보조금(subsidy)으로 인식하고 이것이 발생하는 조건과 보조금의 크기의 관계, 그 사회적 비용에 대해 연구 진행(GAO, 2014)
  
- ● 본 연구는 이러한 기존 연구의 문제의식과 방법론을 공기업의 부채 문제에 적용하려고 한 첫 번째 시도
  - 즉 공기업이 부채를 통해 자금을 조달하는 과정에서 실제 시장금리와 이들과 유사한 조건의 민간기업 채권의 시장금리와의 차이로 인해 절약된 자본 조달비용을 정부의(묵시적) 채무 보증에서 기인한 재정보조금으로 보고,
  - 그 보조금이 실제 존재하는지, 만약 존재한다면 그 크기는 어느 정도 되는지를 살펴보고자 함

## II 분석방법, 데이터 및 연구결과

### 1. 분석 방법

- ● 본 연구에서는 다음의 3단계 과정을 통해 자금 조달과정에서 공기업이 누리는 혜택, 본 연구의 표현을 빌리면 정부로부터 받는 보조금의 규모를 추정함
- ● 첫 번째 단계로 우선 기존 학계의 연구(Campbell and Taksler, 2004; Chen, Lesmond and Wei, 2007)에 근거하여 신용등급을 결정하는 모형을 설계
  - 설계의 핵심은, 정부의 보증이 없을 경우 공공기관의 실제 신용등급이 어느 정도가 될 것인지에 대해 합리적으로 추정하는 것
- ● 민간기업에는 정부의 보증이 적용되지 않는다는 가정하에, 경제학과 재무학의 가장 일반적인 이론, 즉 기업고유 위험(firm-specific risk)과 시장 위험(market risk)이 기업 채무불이행 위험(default risk)과 신용등급을 결정한다는 이론에 근거하여 모형을 구성함
- ● 다음 단계로 이러한 모형에 근거하여 민간기업 자료를 사용한 회귀분석을 통해 기업고유 위험과 시장 위험이 신용등급에 미치는 영향을 파악한 후, 여기에 공공기관 고유 위험요소들을 대입하면 정부의 보증이 없을 경우 공공기관의 채무불이행 위험과 신용등급이 추정됨
  - 이를 바탕으로 정부의 보증이 없을 경우 공공기관 채권의 수익률에 대한 추정작업 진행
  - 이처럼 신용등급 추정과 수익률 추정의 2단계 과정을 거치는 이유는 공공기관 채권수익률에 공공기관 신용등급이 영향을 미치는 것은 이미 신용등급에 정부보증 효과가 반영되어 있기 때문
  - 기존 신용등급에서 정부보증효과를 제거해야 만 정부보증이 없을 경우의 채권수익률에 대한 합리적 추정이 가능
  - 이 모형의 벤치마크 모델은 민간기업의 자료를 이용하여 추정될 것
- ● 마지막 단계로 앞에서 구한 공기업 채권의 추정 수익률을 실제 수익률과 비교하여 수익률 스프레드(공공기관 채권의 추정 수익률 - 공공기관 채권의 실제 수익률)를 구한 뒤, 이에 공기업의 연도별 채권 발행액을 곱하여 공기업이 절감한 자금 조달 비용을 계산
  - 이와 같이 절감된 이자비용을 사실상 정부가 해당 공기업에 준 보조금으로 인식하는 것

## 2. 데이터

- ● 본 보고서의 분석대상 공공기관은 총 35개이며 그 목록은 <표1>과 같음

- 이를 유형별로 나누면 ▲ 한국가스공사나 한국전력공사와 같은 시장형 공기업이 13개, ▲ 한국도로공사나 한국토지주택공사와 같은 준시장형 공기업이 11개, ▲ 예금보험공사나 한국장학재단과 같은 기금 관리형 및 위탁집행형 준정부기관이 각각 5개와 4개, ▲ 한국수출입은행과 같은 기타 공공기관이 2개

<표 1> 데이터셋에 포함된 공기업(2015년 기준)

구분	기관명
시장형 공기업 (13)	한국가스공사, 한국석유공사, 한국전력공사, 한국광물자원공사, 한국지역난방공사, 인천국제공항공사, 부산항만공사, 한국남동발전, 한국남부발전, 한국동서발전, 한국서부발전, 한국수력원자력, 한국중부발전,
준시장형 공기업 (11)	한국도로공사, 한국토지주택공사(한국토지공사), 대한석탄공사, 여수광양항만공사(한국컨테이너부두공단), 제주국제자유도시개발센터, 한국수자원공사, 한국철도공사, 인천항만공사, 울산항만공사
기금관리형 준정부기관 (5)	근로복지공단, 한국자산관리공사, 예금보험공사, 한국주택금융공사, 중소기업진흥공단
위탁집행형 준정부기관 (4)	한국장학재단, 한국농어촌공사, 한국산업단지공단, 한국철도시설공단
기타 공공기관 (2)	한국수출입은행, 한국정책금융공사

자료: 한국조세재정연구원, 『공공기관 현황 편람』, 2015 일부 발췌

- ● 공공기관을 분류하는 또 하나의 기준은 해당 공공기관의 설립근거법에 정부의 손실보전 의무조항이 존재하는지 여부에 따라 살펴보는 것
- ● 공공기관의 손실보전 의무조항이란 공공기관이 이익적립금으로 자체 결손을 보전할 수 없는 경우 정부가 그 부족액을 보전해주도록 하는 법률 조항
  - 2015년 5월 말 현재 설립 근거법에 정부의 손실보전 조항이 규정되어 있는 공공기관은 대한석탄공사, 한국토지주택공사 등 13개 기관임(기관 리스트는 <표2> 참고)

- 이와 같은 손실보전 조항은 비록 공공기관이 발행한 채권에 대한 직접적 보증은 아니지만 투자자 입장에서는 채권을 발행한 공공기관의 파산 가능성을 정부가 사실상 제거해준다는 점에서 직접 보증에 준하는 간접적 보증

〈표 2〉 손실보전 의무조항 공공기관 리스트

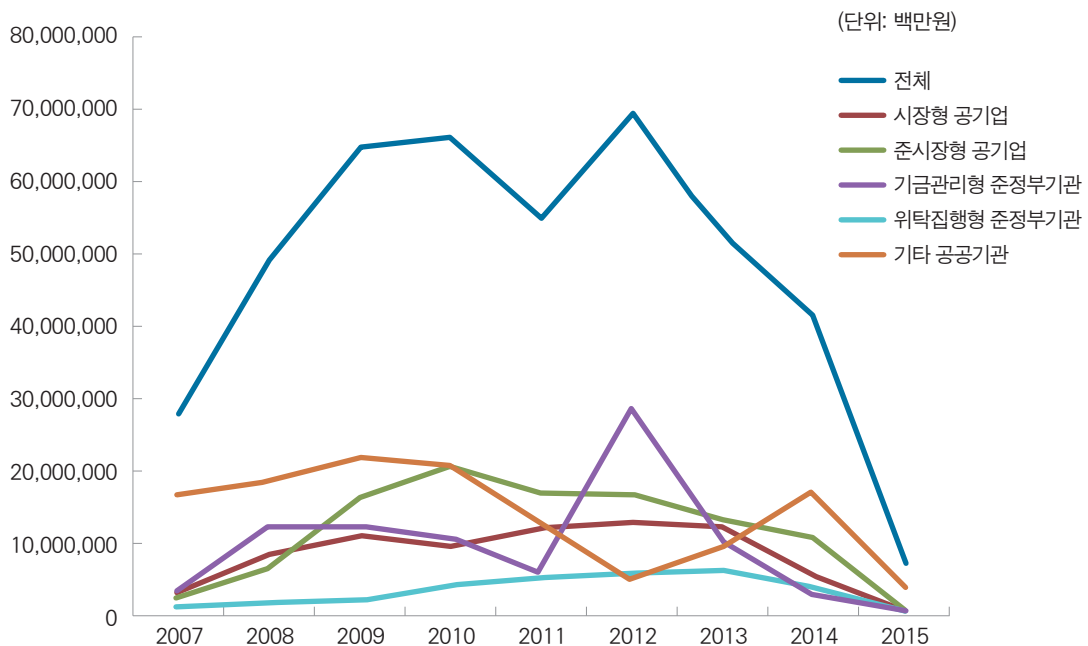
	기관	관련 법조문	손실보전 내용
준 시장형 공기업	대한석탄공사	「대한석탄공사법」 제12조	제12조(손익금의 처리) ② 공사는 매 사업연도의 결산과 손실이 생긴 경우에는 제 1항제2호에 따른 이익준비금으로 보전하되, 보전한 후에도 남는 손실액은 정부가 보전할 수 있다
	한국광물자원공사	「한국광물자원공사법」 제15조	제15조(손익금의 처리) ② 공사는 매 사업연도의 결산결과 손실이 생겼을 경우에는 제1항 제3호에 따른 사업확장 적립금으로 보전하고, 그 적립금으로도 부족할 때에는 제1항 제2호에 따른 이익준비금으로 보전하되, 이익준비금으로 보전하고도 부족한 금액은 정부가 보전할 수 있다
	한국토지주택공사	「한국토지주택공사법」 제11조	제11조(손익금의 처리) ② 공사는 매 사업연도의 결산결과 손실이 생긴 때에는 제1항 제2호에 따른 사업확장 적립금으로 보전하고, 그 적립금으로도 부족할 때에는 같은 항 제2호에 따른 이익준비금으로 보전하되, 그 미달액은 정부가 보전한다. 다만, 손실보전은 「보금자리주택건설 등에 관한 특별법」에 따른 산업단지조성사업 등 대통령령으로 정하는 공익사업에서 발생한 손실에 한한다.
위탁 집행형 준정부기관	대한무역투자진흥공사	「대한무역투자진흥공사법」 제12조	제12조(손익금의 처리) ② 공사는 매 사업연도를 결산한 결과 손실이 생겼을 경우에는 제1항 제3호에 따른 적립금으로 보전하고, 그 적립금으로도 부족할 경우에는 제1항 제2호에 따른 적립금으로 보전하되, 보전하고도 부족한 금액은 정부가 보전할 수 있다
	한국장학재단	「한국장학재단 설립 등에 관한 법률」 제23조	제23조(이익금과 손실금의 처리) ② 재단은 매 사업연도 결산에서 손실에 생기면 제1항의 적립금으로 보전하고, 적립금으로도 보전하고도 부족할 때에는 정부가 보전할 수 있다

	기관	관련 법조문	손실보전 내용
기금관리형준정부기관	신용보증기금	「신용보증기금법」 제41조	제41조(결손보전) ② 기금의 결산에서 손실금이 생긴 때에는 제1항의 적립금으로 보전하고 그 적립금이 부족한 때에는 정부가 이를 보전한다
	기술보증기금	「기술신용보증기금법」 제45조	제45조(결손보전) ② 기금의 결산에서 손실금이 생긴 때에는 제1항의 적립금으로 보전하고 그 적립금이 부족한 때에는 정부가 이를 보전한다
	중소기업진흥공단	「중소기업진흥에 관한 법률」 제66조의 2	제66조의 2(기금운용계획안의 수립과 기금의 결산) ④ 기금의 결산에서 손실금이 생긴 때에는 제3항의 적립금으로 보전하고 그 적립금이 부족한 때에는 정부가 이를 보전한다
	한국무역보험공사	「무역보험법」 제36조	제36조(이익금과 손실금의 처리) ② 기금을 결산하여 손실금이 생기면 제1항의 적립금으로 보전하고, 적립금이 부족할 때에는 정부가 보전한다
	한국주택금융공사	「한국주택금융공사법」 제51조	제51조(손실금의 보전) 공사의 결산에서 손실금이 생긴 경우에는 제50조 제1호에 따라 적립한 금액으로 보전하고, 적립금이 부족할 때에는 정부가 보전한다
기타공공기관	한국정책금융공사	「한국정책금융공사법」 제31조	제31조(손실금의 보전) 공사의 결산순손실금은 회계연도마다 적립금으로 보전하고, 적립금이 부족하면 정부가 보상한다
	한국수출입은행	「한국수출입은행법」 제37조	제37조(손실금의 보전) 수출입은행의 결산순손실금은 사업연도마다 적립금으로써 보전하고, 적립금이 부족할 때에는 정부가 보전한다
	중소기업은행	「중소기업은행법」 제43조	제43조(손실금의 보전) 중소기업은행의 결산순손실금은 회계연도마다 적립금으로 보전하고 적립금으로 보전하고도 부족할 때에는 정부가 보전한다
	한국산업은행	「한국산업은행법」 제32조	제44조(손실금의 보전) ① 한국산업은행의 결산순손실금은 회계연도마다 적립금으로써 보전하고 적립금이 부족할 때에는 정부가 보전한다

자료: 조영철·김재환, 『손실보전 의무사항 공공기관의 채권발행 현황과 법률 개선과제』, 국회예산정책처, 2011, pp.4-5의 내용을 요약 및 수정

- 2007년부터 2015년 사이 모든 공공기관이 발행한 채권 총액은 약 443조원
  - 공기업의 유형별로 살펴보면 시장형 공기업의 경우 약 78조원, 준시장형 공기업의 경우 105조원, 기금관리형 준정부기관은 88조원, 위탁집행형 32조원, 기타 공공기관의 경우 128조원
  - 명시적 결손보전조항의 적용을 받는 공기업이 발행한 회사채의 규모는 226조원, 그렇지 않은 경우는 207조원

[그림 1] 공기업의 채권발행 추이



자료: 한국자산평가로부터 제공받은 데이터를 바탕으로 저자 작성

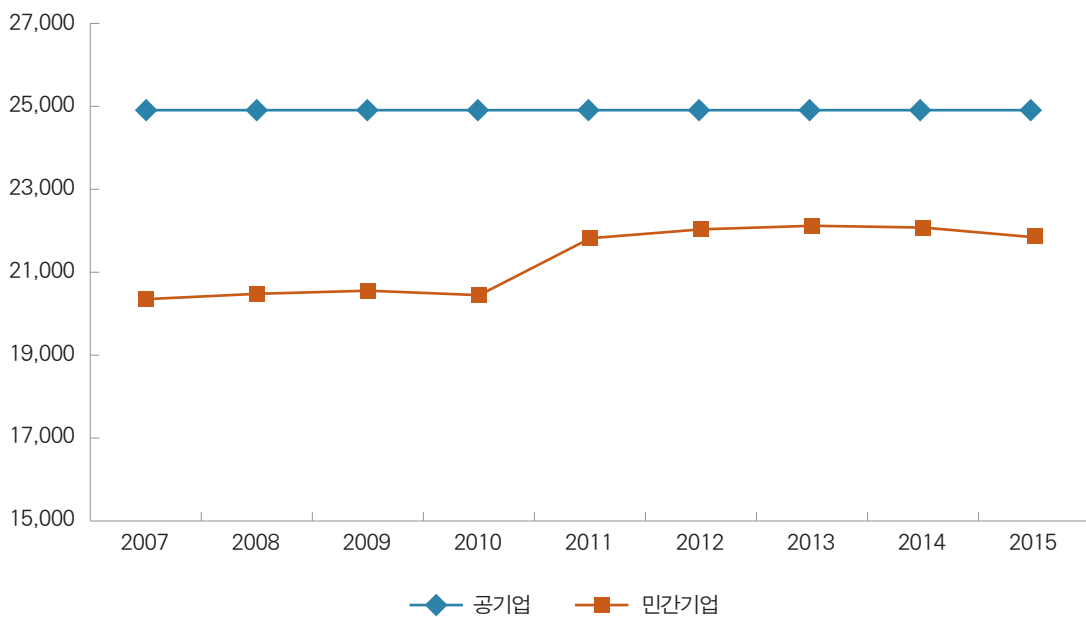
- 지난 2007년부터 2015년 사이 공기업이 발행한 회사채의 평균 등급은 AA+(점수 환산 24.98)
  - 이러한 등급은 사실상 국채 수준에 해당하는 것으로 이는 시장에서 공기업이 발행한 회사채의 경우 사실상 국가가 채무의 이행을 담보하는 것으로 인식하고 있음을 보여줌
  - 공기업을 그 유형별로 나누어 살펴본 결과 시장형, 준시장형, 기금관리형, 위탁집행형 공기업사이에서 신용등급의 차이 역시 거의 없는 것으로 나타났음(〈표 3〉 Panel A). 명시적으로 정부가 보조하는 공기업과 아닌 공기업간의 신용등급 차이도 거의 나타나지 않았음(〈표 3〉 Panel B)
  - 같은 기간 동안 민간기업이 발행한 회사채의 평균 등급은 A0(점수 21.43)로 공기업채의 평균 등급과 비교하여 약 4등급(점수 3.55) 차이(〈그림 2〉참고)

〈표 3〉 공기업 신용등급(유형별 분석)

	공기업 전체	시장형	준시장형	기금 관리형	위탁 집행형	기타
Panel A	24.98 (11,955)	25 (1,849)	24.99 (3,579)	25 (909)	25 (987)	24.97 (4,631)
	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Panel B	공기업 전체		명시적 결손보전 공기업		결손보전규정 없는 공기업	
	24.98 (11,955)		24.99 (7,226)		24.97 (4,729)	
	AA+		AA+		AA+	

자료: 저자 작성

[그림 2] 공기업과 민간기업 채권의 신용등급(연도별)

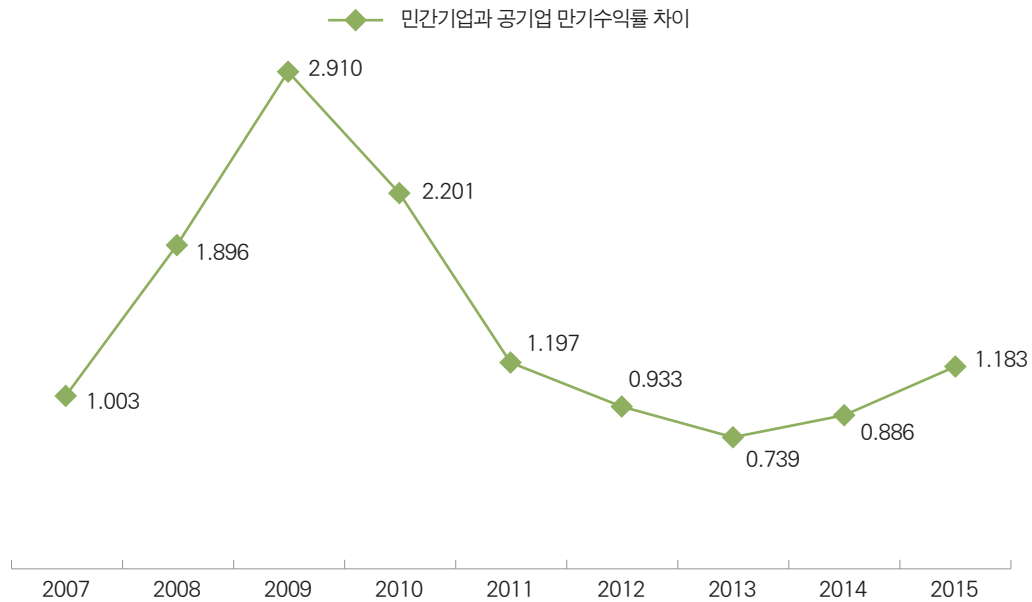


자료: 분석결과를 바탕으로 저자 작성

● ● 공기업 채권의 만기수익률은 평균 3.69%, 민간기업의 경우는 5.05%

- 민간기업과 공기업의 만기수익률 차이는 1.36%p로 이는 통계적으로 유의미
- 이러한 만기수익률의 차이는 투자자 입장에서는 공기업 채권에 비해 채무불이행위험(default risk)이 높은 민간기업의 채권을 보유하는 것에 대한 보상, 즉 리스크 프리미엄(risk premium)이라고 해석할 수 있음

[그림 3] 공기업과 민간기업 채권의 수익률 스프레드



자료: 분석결과를 바탕으로 저자 작성

- ● 공기업 채권의 만기수익률을 그 유형별로 살펴본 결과 시장형, 준시장형, 기금관리형, 위탁집행형이 발행한 사채의 만기수익률은 모두 대략 3%대 중반의 만기수익률(〈표 4〉 Panel A)
  - 유형에 따라 만기수익률의 차이가 없었다는 것을 의미
  - 명시적 결손보전 공기업과 결손보전 없는 공기업의 경우에도 수익률에 큰 차이를 보이지는 않음<sup>1)</sup>(〈표 4〉 Panel B)

〈표 4〉 공기업 채권의 만기수익률 분석결과

	공기업 전체	시장형	준시장형	기금 관리형	위탁 집행형	기타
Panel A	3.69% (11,953)	3.57% (1,849)	3.63% (3,577)	3.37% (909)	3.54% (987)	3.88% (4,631)
Panel B	명시적 결손보전 공기업			결손보전 규정 없는 공기업		
	3.64% (4,727)			3.77% (7,226)		

주: \*( )의 숫자는 표본 개수

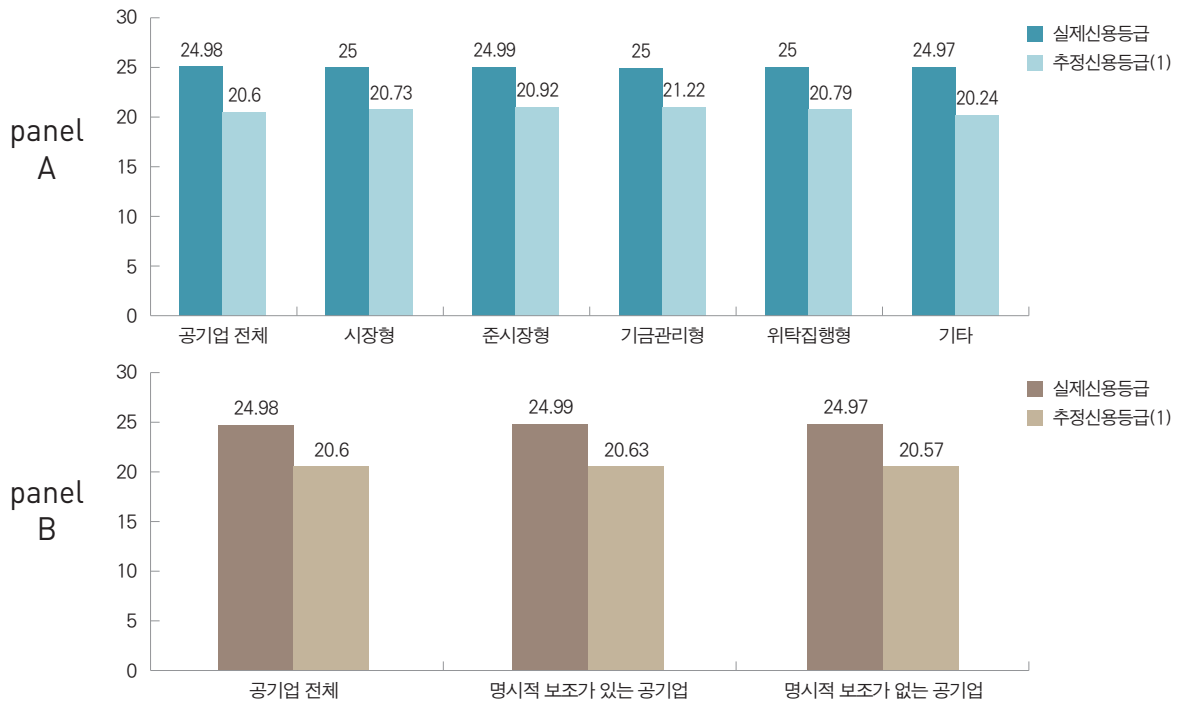
자료: 저자 작성

1) 명시적 보증이 있는 공기업과 명시적 보증이 없는 공기업 사이의 만기수익률의 차이는 통계학적으로는 유의미하다. 그러나 수익률 차이가 0.13%에 불과하기 때문에 큰 차이를 보이지 않는다고 표현하였다.

### 3. 분석 결과

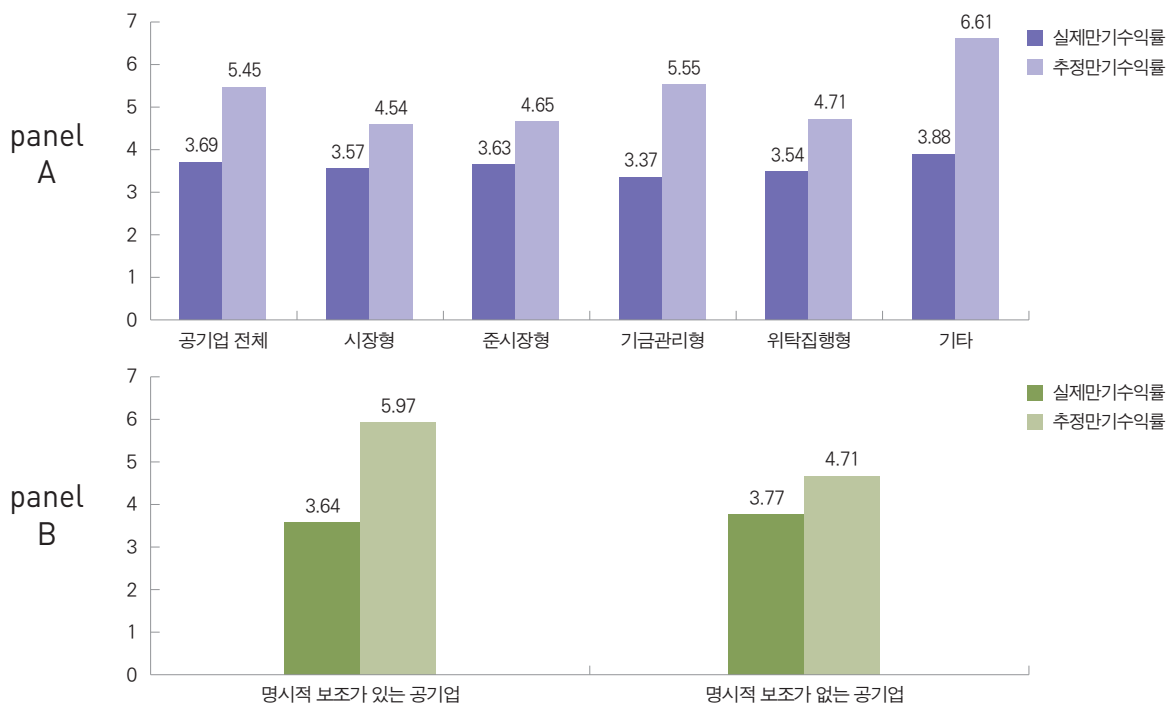
- ● 위에서 설명한 방법론과 데이터를 통해 도출된 본 연구의 주요 결과는 다음의 4가지로 정리될 수 있음
- ● [신용등급] 민간기업을 대상으로 한 벤치마크 모델을 이용하여 추정된 공기업의 신용등급은 평균적으로 A0
  - 이와 같이 추정된 공기업의 신용등급은 실제 공기업 신용등급인 AA+와는 약 4등급 정도의 차이(그 차이는 통계적으로 유의미)
  - 놀랍게도 추정된 공기업의 신용등급은 민간기업 신용등급 평균보다도 낮음
- ● 공기업을 그 유형별로 나누어 각각 실제 신용등급과 추정 신용등급의 차이 살펴봄
  - 차이가 가장 많이 벌어지는 공기업 유형은 ▲ 기타공공기관으로 그 격차가 4.73 ▲ 그다음으로는 시장형 공기업으로 실제 신용등급과 추정신용등급의 차이는 4.27
  - 가장 적게 차이가 나는 경우는 기금관리형 공공기관으로 그 차이가 3.78
  - 명시적 재정 보조가 있는 공기업과 명시적 재정 보조가 없는 공기업 간에는 그 차이가 거의 없었음
  - 명시적 재정 보조가 있는 공기업의 경우는 실제 격차는 4.36이고 명시적 재정 보조가 없는 경우는 그 차이는 4.40(그림 4) 참고)
- ● [수익률] 추정된 공기업채권의 만기수익률은 평균적으로 5.45%
  - 실제 공기업 채권의 만기수익률과의 스프레드를 구해보면 공기업들은 약 1.76%p의 수익률 이득을 보고 있는 것으로 나타남
  - 유형별로 보면 기타공공기관의 만기 수익률 스프레드가 2.73%p로 가장 크고 기금관리형 공기업이 그다음으로 차이는 2.18%p
  - 명시적 결손보전이 있는 공기업의 추정 만기수익률은 5.97%로 실제 만기수익률과 2.33%p 차이를 보임 (〈그림 5〉)
  - 결손보존 규정이 없는 공기업보다 수익률 스프레드가 큰 것으로 나타남

[그림 4] 최소자승추정법(OLS)를 통한 추정 신용등급



자료: 분석결과를 바탕으로 저자 작성

[그림 5] 최소자승추정법(OLS)를 통한 추정 만기수익률



자료: 분석결과를 바탕으로 저자 작성

- ● [보조금 규모 I] 2007년부터 2015년 사이 회사채에 의한 자금 조달 과정에서 정부의 암묵적 보증으로 인해 공기업이 이득을 본 금액(즉 절감된 자본조달비용)은 총 약 6조 8,400억원 정도로 추정
  - 한 해에 평균적으로 7,600억원 정도의 보조금이 주어진 셈
  - 공기업 유형별로 살펴보면 ▲ 기타공공기관이 약 3조 4,900억원 ▲ 기금관리형 공공기관이 약 1조 1,800억원, ▲ 준시장형 공기업이 약 1조 500억원의 보조금을 받은 것으로 추정
- ● 정부의 명시적 보증이 있는 공기업은 약 4조 4,000억원을, 명시적 보증이 없는 공기업은 약 2조 4,400억원의 보조금을 받은 것으로 추정
- ● [보조금 규모 II] 결론적으로 본 연구에서 공기업이 1억원의 회사채를 발행할 경우 같은 조건의 민간 기업에 비해 약 150만원 정도 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있다는 사실을 확인
  - 이는 공기업이 채권을 통해 1억원의 투자자금을 조달할 경우, 정부가 이들 공기업에 150만원 보조금을 지원하고 있다는 것으로 이해할 수 있음
  - 유사한 조건의 민간기업과 비교하였을 때 한국석탄공사가 1억원을 발행할 경우 약 580만원, 한국철도공사가 약 230만원, 예금보험공사는 약 160만원 정도의 이득을 받는 것으로 추정
  - 장학재단은 1억원 발행시 약 80만원, 한국토지주택공사 85만원, 한국전력의 경우 약 136만원 정도 이자 비용을 절약하는 것으로 추정
- ● 이러한 묵시적 형태의 보조금은 비록 그 크기에 있어서 개별 기업마다 차이가 있었지만 공기업의 유형이나 직접적 재정보조와 상관없이 모든 형태의 공기업에서 공통적으로 발견됨
- ● 이는 그 형태와 근거법을 막론하고 모든 공기업이 단지 공기업이라는 이유만으로 자금조달 과정에서 민간 기업이 누릴 수 없는 혜택을 받고 있음을 의미
- ● 이러한 보조금은 여러 가지 사회적 비용을 유발시킴
  - 과다부채 문제는 그 사회적 비용의 일부일 뿐

### Ⅲ 현행 공기업 부채 관리제도 평가 및 정책 대안

#### 1. 현행 공기업 부채 관리제도 평가

- ● 본 절에서는 공기업의 부채 관리 방식으로 사용되는 부채비율을 인위적으로 설정하는 총량규제의 접근 방법에 대해 평가하고자 함
  - 정부(기획재정부, 2014)는 공공기관의 경우 부채비율을 2017년까지 200% 수준으로 관리하고 이를 위해 공공기관이 발행하는 공사채와 단기 유동성(CP, 전단채 등)의 잔액 한도를 사전에 설정하는 총량 통제방식으로 부채 문제를 접근
- ● 총량규제의 장점은 다음과 같음
  - 무엇보다도 외부에서 용이하게 감시할 수 있어 정책의 집행비용을 감소시킴
  - 총량규제를 정당화할 수 있는 특별한 사정- 가장 대표적인 사례가 외환위기 직후 정부가 대규모기업집단의 부채비율을 200% 이내로 할 것을 요구했던 것-이 있을 때에는 의미를 가짐
- ● 공사채 총량규제의 실효성을 약화시키는 조건
  - 일관성 문제: 정부는 공공기관의 경우 부채비율을 경영평가의 항목의 하나로 선정하여 평가. 문제는 정부 스스로가 그 비율 계산함에 있어 각종 예외 사유를 만들어왔다는 점
  - 예컨대 공공기관 경영평가 시 “부채 비율”을 정의함에 있어 핵심 국책 사업이었던 4대강, 아라뱃길, 해외사업 등 관련 부채는 정부정책에 따라 발생한 것으로 보아 이는 해당 공기업이 통제할 수 없다는 이유로 공기업의 경영평가에서 제외(감사원, 2013)함
  - 이와 같은 예외를 인정할 경우 총량규제의 효과는 떨어질 수밖에 없음
- ● 적정부채수준(optimal debt level)의 문제: 정보의 비대칭적 상황을 고려할 때 정부가 특정 공기업의 적정부채비율을 산정할 능력이 있는가라는 의문
  - 현재처럼 모든 공기업에 일률적으로 적용할 수 있는 가이드라인이 존재할 수 있는가라는 의문도 제기될 수 있음
- ● [특수채 시장에 미치는 부정적 효과]: 공사채 총량제는 그 의도와 무관하게 자본시장, 특히 특수채 시장에 부정적 효과를 줄 우려가 있음
  - 공사채 총량제 도입은 결국 시장에서 꾸준히 수요가 있는 공사채 발행 규모를 감소시킬 것이 분명하고 이로 인해 크레딧 시장의 수급 불균형이 가속화될 수 있기 때문(대우증권, 2014)

## 2. 정책대안

- ● 정부의(묵시적) 보증에 의해 발생하는 사회적 비용을 줄이기 위해 본 보고서에서는 4가지 정책적 대안을 제시
  - 공기업 부채 관리 정책에 대해 총량규제 외의 또 다른 시각 제공
- ● 4가지 대안은 그 세부 내용에 있어 각각 차이가 있지만 이를 관통하는 하나의 아이디어가 있음
  - 이는 정부의(묵시적) 보증에 의해 외부에 전가되고 있던 공기업의 부채 발행 비용을 내부화시키는 것
- ● [대안 1] 교정세 부과를 통한 내부화
  - 이러한 아이디어는 월가 거대 은행에 대해 부과하려고 했던 교정세금(이른바 ‘은행세’)에서 이미 시도된 바 있음
  - 은행제도 금융기관에 불가피하게 주어지는 암묵적 보증에 따른 폐해를 교정하기 위해 제기된 것(Kocherakota, 2010)
  - 이러한 접근방법의 장점은 경제학적으로 과세의 근거가 명확하다는 것이나 반면에 입법적으로 실현 가능성의 문제가 제기될 수 있음
- ● [대안 2] 정부가 보증에 대한 수수료를 받는 방식으로 공기업에 주어진 보조금을 회수하는 것
  - 예컨대 예금보험공사는 부보은행으로부터 예금잔액에 비례하는 일정 금액을 수수료 형식으로 징수하고 있음
  - 본 연구에서 보여준 것처럼 정부 역시 공기업의 채권에 대해(명시적 혹은 묵시적 형태의) 보증을 해주고 있기 때문에 이를 근거로 보증 수수료를 받는다는 것은 논리적 문제는 없음
- ● ‘보증 수수료 형식을 통한 내부화’ 대안의 장점은 계약의 형식을 통해 회수가 이루어지기 때문에 세금의 형식으로 징수하는 것에 비해 집행에 있어 훨씬 더 탄력적
  - [대안 3]으로서 제시되는 배당방식의 회수와 달리 이윤이 남지 않더라도 집행할 수 있기 때문에 외부비용의 내부화라는 관점에서 볼 때 보다 바람직
  - 예상되는 문제점으로는 계약을 통해 이를 징수함에 따라 다른 채권자의 권리를 침해할 소지가 있음
  - 특히 공기업의 경영성과가 안 좋을 경우 주주나 다른 선순위 채권자와의 법적 분쟁이 발생할 수 있음
- ● [대안3] 암묵적 보조금을 정부가 공기업으로부터 배당의 형식으로 회수하는 것
  - 보조금을 정부가 해당 공기업으로부터 받아야 할 배당의 최저한도로 보고 배당 결정 시 최소한 이만큼의 배당을 요구하는 것

- ‘배당을 통한 내부화’의 장점은 외부비용의 내부화가 배당의 형식으로 이루어지므로 다른 채권자의 권리를 침해할 소지가 없고, 정부 배당 가이드라인의 최저한도의 논리적 근거를 제시해줄 수 있다는 점
  - 그러나, 이 안이 갖고 있는 약점은 배당 형식으로 거두어갈 경우 해당 공기업이 적자 발생 시 이를 환수할 수 없으며 채권 발행에 따른 보증 수수료를 자본이득의 형식인 배당으로 환수하는 것이 논리적으로 정당화 되지 못하는 문제가 있음
- [대안4] 보조금을 정부가 실제로 가져가는 대신, 채권발행으로 자금을 조달하여 수행하고자 하는 사업의 예비타당성 평가 과정에서의 추정된 보조금을 비용항목에 반영하여 사업의 추진 여부를 평가하는 방법
  - 실제 공기업의 회사채 발행은 애초 이들이 추진하고자 하는 사업의 자원 조달의 방식일 뿐
  - 「국가재정법」에 따르면 대규모 신규 사업에 대해서는 예비타당성 평가를 진행해야 함
  - 특히 공공기관 사업 중 비용이 500억원 이상이고, 국가의 재정 지원 및 공공기관의 자기 부담액이 300억원을 초과하는 경우 공공성과 수익성 평가를 진행해야 함
  - 이 경우 경제성 평가와 수익성 평가 모두 해당 사업의 비용과 수익을 계산하도록 되어 있는데 본고가 추정한 보조금의 액수를 비용항목으로 추가시킴으로써 신규 사업의 투자 여부를 판단하고 그 정도를 조정할 필요가 있음
- 만약 정부가 공공기관들에 대한(묵시적) 보증에 대한 시장 기대를 최소화하고 공기업들이 자기 책임 하에 자본조달을 하도록 제도를 설계할 수 있다면 이는 중장기 재무계획의 획일적 적용과 같은 경직성으로부터 나오는 문제점을 극복할 수 있는 보다 효율적인 부채 관리방법이 될 것 임

| 작성자 |

최한수 / 한국조세재정연구원 부연구위원  
(044-414-2206)

## | 참고자료 |

- 감사원, 『감사결과보고서: 공기업 재무 및 사업구조 관리실태』, 2013.
- 기획재정부, 「14~18년 공공기관 중장기 재무관리계획 주요 내용」, 2014.9.19.
- 김상헌, 「공기업 부채절감방안」, KERI 정책제언 14-04, 2014.
- 대우증권, 「공사채 총량제, 발행 규모 감소 고착화우려」, Credit Issue, 2014.8.4.
- 박정수, 「공기업 부채 무엇이 문제이고 어떻게 해결할 것인가?」, 『한국경제포럼』 제5권 제2호, 2013.
- 박진·허경선, 「공공기관 부채의 원인과 대책」, 『공공기관 부채 문제의 현황과 해결방안』, 한국조세재정연구원, 2013.
- 조영철·김재환, 『손실보전 의무사항 공공기관의 채권발행 현황과 법률 개선과제』, 국회예산정책처, 2011.
- 최한수·이창민, 『공기업 부채와 도덕적 해이: 정부의 암묵적 보증으로 발생한 보조금 규모 추정』, 연구보고서 15-20, 한국조세재정연구원, 2015.
- 이은경, 『공공기관 금융부채 조달 한도와 의사결정체계의 문제점과 개선과제』, 국회예산정책처, 2012.
- 하세정·오영민·라영재, 『지속가능한 공공기관 부채관리를 위한 정책적 대응방안』, 한국조세재정연구원, 2014.
- 한국조세재정연구원, 『공공기관 현황 편람』, 2015.
- 한국신용평가, 「2015 공기업 Handbook」, 2015.
- 허원제, 「공공기관 부채 국가재정에 독이 되는 ‘공공기관 손실보전 의무조항」, KERI column, 2014.
- Campbell, John Y. and Glen B. Taksler, “Equity volatility and corporate bond yields,” *The Journal of Finance*, 2004.
- Chen, Long, David A. Lesmond, and Jason Wei, “Corporate yield spreads and bond liquidity,” *The Journal of Finance*, 62.1, 2007, pp.119~149.
- GAO, Large Bank holding Expectations of Government Support 2014.
- Kocherlakota-President, Narayana, and Audience Q&A. “Too-Big-to-Fail: The Role of Metrics,” Subsidy Workshop Federal Reserve Bank of Minneapolis Minneapolis, Minnesota November 18, 2013.
- Kocherlakota, Narayana. “Taxing risk and the optimal regulation of financial institutions,” No. 10-3. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2010.
- Strahan, Philip E. “Too big to fail: Causes, consequences, and policy responses.” *Annu. Rev. Financ. Econ.* 5.1 (2013) pp. 43-61.