

지방자치단체의 신용평가제도 도입방안

2001. 12



연구진

김태영 (수석 연구원)

이상용 (선임연구위원)

서정섭 (수석 연구원)

조기현 (연구원)

이 보고서의 내용은 본 연구진의 견해로서
한국지방행정연구원의 공식 견해와는 다를 수도 있습니다.

서 문

신용평가의 본질적 기능은 신용위험과 관련된 신호를 투자자에게 제공하여 신용시장에 내재하는 정보의 비대칭성과 불확실성을 제거하는데 있다. 지방재정을 둘러싼 대내·외적 환경은 급격하게 변모하고 있고, 우리 사회는 시장원리에 입각한 질적 시스템으로 전환할 것을 요구받고 있다.

기채승인제도는 나름대로의 합목적성에도 불구하고 지방채시장의 기반을 위축시키는 역기능을 노정하고 있다. 기채승인제도가 바람직한 규제양식 아니지만, 시장이 존재하지 않는 이상 가격기구를 동원한 새로운 시스템으로의 전환이 현실적으로 가능한가에 대한 이슈가 제기되고 있다.

본 연구는 지방채 신용평가제도의 도입방안을 다루고 있다. 신용평가 관련 기본 개념부터 시작하여 신용평가의 기능과 한계, 국내·외 신용평가기관의 현황과 평가체계, 그리고 지방채를 중심으로 한 신용평가의 방법론을 연구하였다. 특히, 지방채 신용평가에서 중요하게 간주하는 구성요소들이 무엇인지를 이해하는데 최우선적인 관심을 기울였다. 또한 평가모형을 개발하여 광역단체를 대상으로 적용함으로써 모형의 타당성과 정책적 시사점을 도출하였다. 기채승인제도의 대안으로써 신용평가제도를 도입할 경우 소기의 정책효과를 거둘 수 있는지 여부를 검증하고 이로부터 동 제도의 도입전략을 강구하였다.

아무쪼록 본 연구가 정책당국, 지방자치단체와 학계에 많은 참고가 되기를 기대합니다. 끝으로 본 과제를 수행한 연구진의 노고에 감사드립니다.

2001년 12월

한국지방행정연구원 원장 박우서

요 약

주지하듯이 지방재정을 둘러싼 대내외적 환경은 급격하게 변모하고 있다. 그동안 성장일변도의 획일화된 양적 시스템에 익숙해져 있던 우리 사회는 시장원리에 입각한 질적 시스템으로 전환할 것을 요구받고 있다. 규제완화, 경쟁체제의 강화, 공공부문의 개혁과 책임성 증진 등 일련의 흐름들은 정부의 과잉개입에 대한 자기반성이다. 이러한 역사적 조류는 지방자치제도의 의미와 역할을 새롭게 조명하는 역사적인 계기로 작용하고 있는바 기채승인제도 역시 그 중의 하나이다.

널리 알려진바대로 기채승인제도는 나름대로의 합목적성에도 불구하고 분권적 의사결정구조를 왜곡하고 지방채시장의 기반을 위축시키는 역기능을 노정하고 있는게 사실이다. 지방채무에 대한 중앙정부의 직접규제는 대부분의 규제 일반이 그러하듯이 한계원리를 부정함으로써 자원배분의 비효율성을 초래한다. 물론 시장실패가 불가피한 상황에서는 정부개입의 정당성이 확보될 수는 있지만 개입양식은 시장친화적이며 간접적인 형태로 이루어지는 것이 바람직하다는 점은 이론의 여지가 없이 분명한 사실이다. 그러나 다른 한편으로 우리의 지방채시장이 시장실패를 거론할 정도로 진정한 의미의 시장인가? 다시 말하면 기채승인제도가 바람직한 규제양식은 아니지만 시장이 존재하지 않는 이상, 가격기구를 동원한 새로운 시스템으로의 전환이 현실적으로 가능한가?에 대한 의문이 제기된다.

본 연구는 이러한 의문을 가지고 지방채 신용평가제도 도입방안을 다루고 있다. 신용평가제도는 금융시장에 만연하는 정보의 비대칭 문제를 어떻게 효과적으로 통제할 수 있는가에 대한 해답을 제공한다. 또한 신용평가제도는 정보유통과 관련한 사회적 거래비용을 절감시킨다. 신용평가기관이 공시하는

신용등급은 신용위험의 신호를 투자자에게 전달하며 투자자는 저렴한 비용으로 이 정보를 입수함으로써 신속하게 가격에 반영시킬 수 있다. 신용위험에 대한 미래의 불확실성이 반영된 가격은 가격차별화로 이어지며 중국에 가서는 시장내 가격기구의 파라미터적 기능에 의해서 효율적인 자원배분을 가져온다.

이러한 순조로운 흐름을 가능케 하는 사회적 인프라가 바로 신용평가제도이며 동 제도의 도입이 내포하는 의의이기도 하다. 그런데 시장에 존재하지 않는 상황에서 신용평가의 신호기능이 제대로 작동할 수 있으며, 작동한다 해도 신호효과가 미약하다면 앞에서 언급한 사회적 편익을 기대할 수 있는 것인가? 현실적으로 우리의 지방채시장은 중앙정부와 자치단체간에, 그리고 기초단체와 광역단체간의 내부거래가 80% 이상을 점유하는 기형적인 시장이다. 이와는 정반대로 신용평가와 직접적으로 관련된 채권형식의 채무는 15%에도 미치지 못하고 있다. 여기에 덧붙여 시장원리에 따른 자기책임성을 구현하는 제도적 장치와 사회적 여건은 매우 취약한게 지금의 현실이다. 지방의 정치시장은 후진성을 면치 못하고 있으며 주민의 자치의식도 선진국에 비하면 현저하게 뒤쳐져 있다.

이러한 현실에서는 신용평가제도의 도입으로 인한 시장실패가 기채승인제도에 잠재된 정부실패를 압도하는 역기능이 발생할 수 있다. 시장실패의 가능성은 신용평가기관이 사회적 역할을 제대로 발휘하지 못할 때 현저하게 증가하는데 오늘날 국내 신용평가기관이 명성자본을 충분하게 구축했는가에 대해서는 지극히 회의적이다. 먼저 국내 신용평가기관은 지방채 신용평가모형을 자체적으로 개발하지도 못한 실정이라는 점을 지적할 수 있다. 아직까지 국내 신용평가기관은 지방채를 대상으로 신용평가한 경험이 없을 뿐 아니라 기본적으로 자치단체가 채무불이행을 경험하지 않는 이상 평가결과의 신뢰도는 근본부터 흔들릴 수 밖에 없다. 국내 신용평가시장의 구조와 행태,

평가기관이 보유한 인적·물적 기반, 그동안 이루어진 평가사례 등을 종합적으로 미루어봐도 신용평가제도가 정부실패를 교정하는 유력한 수단이라고 보기는 어렵다.

본 연구는 이러한 현실인식하에 지방채 신용평가제도를 개괄하는 한편 지방재정의 실태를 수렴한 신용평가모형을 개발·적용함으로써 신용평가의 신호기능을 검증하였다. 본 연구에서 개발한 지방채 신용평가모형과 본 모형으로부터 유도된 결과를 정리하면 다음과 같다.

(1) 지방자치제도, 기채승인제도, 지방재정조정제도를 1차기준으로 설정하고, 채무, 재정성과, 지역경제, 산하기관의 경영성과의 4개 분야로 구분하여 재무적 건전성을 평가하였다.

(2) 중앙정부가 암묵적 최종대부자로서 기능한다는 점, 지방공사 및 공단, 주요 국가공기업을 대상으로 한 국내 신용평가기관의 평가결과 등을 감안하여 1차기준은 AA등급으로 설정할 수 있었다.

(3) AA등급 이상에서 상대적인 신용등급의 격차는 5등급으로 분류한 재무적 건전성에 따르며 채무상환비율, 지방채잔액지수, (수정)실질수지비율, (수정)경상수지비율, 자주재원비율의 5개 지표를 적용하였다. 이때 5개 지표의 총 배점은 1,000점만점에 각 20점을 기준으로 하되, 지표의 중요성을 반영하여 채무상환비율은 300점, 자주재원비율은 100점으로 가중치를 차별화하였다.

(4) 이러한 정량적 분석 이외에 재정분석 및 진단제도에서 입수한 지역경제동향, 투자사업의 타당성, 자금관리실태 등으로 정성적 분석을 가미하였다. 특히, 현지실사가 이루어지는 재정진단의 결과를 적극 활용하였다.

전술한 지방채 평가방법론은 광역단체를 대상으로 적용한바, 다음과 같은 모의실험 결과를 얻을 수 있었다.

(1) 서울특별시와 도분청(제주도 제외)은 국채의 신용위험도와 견줄 수 있

는 AAA등급으로 판정되었다.

(2) 제주도와 광역시는 AA등급 범위에 포함되며, 울산, 인천, 대전은 AA+, 제주와 광주는 AA, 부산과 대구는 AA- 등급으로 판정하였다.

(3) 우리나라의 지방채는 최하 AA- 등급일 정도로 신용도가 매우 우수하였으나 자치단체간 신용격차가 미미하여 신용평가제도의 신호기능이 미흡한 것으로 나타났다.

따라서, 지방채 신용평가제도의 기능이 취약함에 따라 지방재정과 채권시장의 발전과정, 분권화의 구조 및 수준 등과 연계하여 점진적인 도입이 바람직하다는 결론을 도출할 수 있었다. 본 연구로부터 도출된 정책적 시사점과 건의사항을 제시하면 다음과 같다.

(1) 1단계 조치로서 기채승인제도를 유연하게 운용하는 포괄적 기채승인제도의 도입을 추진한다. 포괄적 기채승인제하에서는 지방채시장에서 대표적인 채권인 지역개발공채와 도시철도채권만을 대상으로 신용평가를 실시한다. 이때의 신용평가는 기채승인제도와는 별개로 이루어지는 임의평가이며 평가결과를 시장에 공시함으로써 유통시장에서의 가격차별화를 적극적으로 유도하도록 한다. 다른 한편으로 채무의 범위를 확대하여 공단·공사채까지 포함시키는 한편 국도비보조금으로 상환하는 채무는 제외시키는 등 채무상환비율을 보완하고, 적채기준을 완화할 필요가 있다. 예를 들어 행정수요의 차이를 반영하여 광역단체의 채무상환비율은 25% 수준으로 상향조정하며 10% 이하인 단체는 승인대상에서 제외하는 방안도 검토가능하다.

(2) 중간적 형태의 총액한도제를 도입하여 광역단체만을 대상으로 신용평가제도를 부분적으로 도입하도록 한다. 이를 위해서는 무엇보다 지방채가 의무적으로 신용평가를 받도록 “증권투자신탁업 감독규정(제62조 2항)”을 개정하는 제도적 장치가 요구된다. 동시에 발행한도의 기준과 타당성을 지속적으로 검토해야 한다. 발행한도는 연간 기준이 아니라 잔액기준으로 설정하되,

후보지표는 1인당 채무부담, 1인당 실질채무부담, 순채무비율 I, 순채무비율 II, 순채무비율III, 순채무부담비율 등을 검토할 수 있다.

(3) 마지막으로 규범적 총액한도제를 도입한다. 즉, 총액한도제의 전제조건이 성숙하였다고 판단한 시점에서 전면적으로 신용평가제도를 도입하도록 한다. 모든 지방채를 신용평가대상에 편입시켜 의무적으로 신용평가를 받도록 하되, 제도적 보완책으로서 자치단체의 파산법을 도입하며 후속조치로서 재정위기관리제도의 도입이 불가피하다. 이 경우 단체장에 대한 권한제한이 가해져야 하며 자구노력을 전제로 한 중앙정부의 정책지원이 이루어져야 한다. 동시에 예산관리에 대한 부단한 교육과 우수사례 전파, 재정운영 성과의 공개와 그 결과를 반영한 예산통제제도의 도입과 같은 제도적 안전장치가 요구된다.

| 목 차 |

제 I 장 연구목적과 방향	1
제1절 연구목적	1
제2절 연구범위와 방법	4
 제 II 장 신용평가제도의 의의와 도입 필요성	 7
제1절 신용평가제도의 의의	7
1. 신용평가의 개념	7
2. 신용평가제도의 기능	14
3. 신용평가와 재정진단	21
4. 신용평가제도의 한계	25
제2절 신용평가제도의 도입 필요성	27
1. 지방채시장의 선진화	27
2. 금융환경의 변화 : 국제결제은행의 자기자본규제(안)	39
 제 III 장 신용평가기관의 현황과 평가체계	 44
제1절 신용평가의 역사	44
제2절 신용평가기관의 현황	47
1. 선진국의 신용평가기관	47
2. 우리나라의 신용평가기관	49

제3절 신용평가의 체계	55
1. 세계적 신용평가기관의 신용평가체계	55
2. 우리나라 신용평가기관의 신용평가체계	62
제IV장 지방채에 대한 신용평가방법	67
제1절 지방채 신용평가의 구조와 기준	67
1. 지방채 신용평가의 기본구조	67
2. 지방채 신용평가의 기준	69
제2절 신용평가 방법과 평가사례	72
1. Moody's	72
2. Standard and Poor's	86
3. Fitch	100
4. 일본의 지방채 신용평가	113
제V장 지방채 신용평가모형의 개발과 적용	126
제1절 모형설계의 기본방향	126
제2절 신용평가의 구성요소와 지표개발	128
1. 신용평가의 구성요소	128
2. 지표개발	131
제3절 신용평가모형의 개발과 적용	146
1. 신용평가 모형의 개발	146
2. 신용평가모형의 적용 : 사례분석	156
3. 지방채 신용평가모형의 한계	165

제VI장 지방채 신용평가제도의 도입방안 169

 제1절 기본방향 169

 제2절 신용평가제도 도입의 선결조건 171

 1. 신용평가기관의 한계 171

 2. 국내 신용평가기관의 한계 175

 3. 지방채시장의 도입기반 미흡 179

 4. 신용등급의 신호기능 미흡 183

 제3절 신용평가제도의 도입단계 185

 1. 신용평가제도 도입의 기본전략 185

 2. 포괄적 기채승인제 : 1단계 195

 3. 중간적 총액한도제 : 2단계 197

 4. 규범적 총액한도제 : 3단계 199

제VII장 요약 및 정책건의 204

 제1절 연구의 요약 204

 제2절 정책건의 207

<참고문헌> 211

 【Abstract】 217

<부록 1> 자치단체별 지표값 220

<부록 2> 자치단체별 재무적 건전도 시뮬레이션 결과 238

<부록 3> 신용평가관련 지표의 기초통계량	242
<부록 4> 국내의 지방채 신용평가 사례	245
<부록 5> 총액한도지표 시뮬레이션 결과	253
<부록 6> 총액한도제 기준의 비교분석	261

표 목 차

<표 II-1> 신용등급과 채무불이행 가능성	14
<표 II-2> 재정분석진단과 신용평가의 비교	25
<표 II-3> 상장채권별 유통현황	30
<표 II-4> 외부신용평가등급과 위험가중치 관계	41
<표 II-5> 우리나라 국가신용등급과 자치단체 신용등급 현황	42
<표 II-6> 유가증권의 신용등급 활용 현황	43
<표 III-1> 선진국 신용평가산업의 발전과정	46
<표 III-2> 주요 신용평가기관의 현황	49
<표 III-3> 국내 신용평가기관 현황	50
<표 III-4> 지정요건과 허가요건 비교	52
<표 III-5> 신용평가 관련 규정	54
<표 III-6> 신용등급 기호와 내용	60
<표 III-7> 신용등급의 척도와 유형	62
<표 III-8> 국내 신용평가기관의 회사채 신용등급 정의	66
<표 IV-1> 지역별 지방채 신용평가 현황	72
<표 IV-2> 지방채 신용등급 분포 현황	73
<표 IV-3> Moody's의 장기 지방채 평가	74
<표 IV-4> 무디스의 장기지방채 신용등급 체계	82
<표 IV-5> 신용등급과 채무불이행 확률	83
<표 IV-6> 무디스의 우리나라 지방채 신용등급	84
<표 IV-7> S&P의 일반재원채 평가	88

<표 IV-8> S&P의 장기지방채 신용등급 체계	94
<표 IV-9> S&P의 우리나라 지방채 신용등급	96
<표 IV-10> Fitch의 지방채 신용평가	102
<표 IV-11> 피치의 장기지방채 신용등급 체계	111
<표 IV-12> R&I의 지방채 신용평가	114
<표 IV-13> R&I의 신용등급 체계	120
<표 IV-14> 재무적 건전성의 부호와 의미	121
<표 IV-15> 재무적 건전성 분포	122
<표 V-1> 주요 신용평가기관의 지방채 평가요소	129
<표 V-2> 기업에 대한 한국신용평가의 평가요소	130
<표 V-3> 신용평가기관의 채무관련 지표	134
<표 V-4> 신용평가기관의 지역경제관련 지표	141
<표 V-5> 장기지방채 신용등급 체계	149
<표 V-6> 재무적 건전도 시뮬레이션 결과	158
<표 V-7> 광역단체 신용등급 결과	160
<표 VI-1> BIS의 신용평가기관 적격요건	172
<표 VI-2> 미국 지방채시장평가를 위한 기본체계	180
<표 VI-3> 발행형태별 지방채 비중	181
<표 VI-4> 계층별 채무비상환비율	184
<표 VI-5> 각국의 지방채관리시스템	187

| 그림 목차 |

<그림 II-1> 신용평가의 절차와 체계	9
<그림 II-2> 재정진단의 흐름도	22
<그림 II-3> 지방채 승인을 추이	29
<그림 II-4> 주요 지방채의 유통수익을 추이	32
<그림 II-5> 주요 채권의 유통수익을 추이	33
<그림 III-1> S&P의 신용평가 절차	56
<그림 III-2> 국내 신용평가기관의 신용평가 절차	64
<그림 V-1> 지방채 신용평가체계와 분석지표	145
<그림 V-2> 지방채 신용평가 흐름도	147
<그림 V-3> 지방채 신용위험도 (I)	155
<그림 V-4> 지방채 신용위험도 (II)	166
<그림 VI-1> 서울시 신용등급 변화추이	177
<그림 VI-2> 지방채 신용평가제도와 사회적 순편익	193
<그림 VI-3> 신용평가제도의 단계별 도입전략	194
<그림 VI-4> 연간 총액한도제와 지방채무	203

제 I 장 연구목적과 방향

제1절 연구목적

지방채는 지방분권화 논의에서 가장 논란이 많은 이슈 가운데 하나이다. 실제적으로도 각국의 지방채제도는 시장규율에 의존하는 형태에서 직접통제방식에 이르기까지 다양한 관리방식을 채택하고 있다. 지방채 관리방식이 다양한 스펙트럼을 형성하는 이유는 헌법정신, 정치적·행정적 통제수준, 재정규율, 재정적·거시적 불균형, 금융시장의 발전단계 등 환경요인이 국가마다 비동질적이기 때문이다.¹⁾

환경적 요인은 지방자치의 태동 배경과 역사적 경험, 경제발전 수준, 민족적 구성과 특성 등이 다른데서 연유한다. 예컨대 지방채제도의 이상향으로 거론하는 미국의 경우 국가 형성과정에서 다민족의 이주와 정치적 자유를 모토로 분권적 의사결정과 시장기능을 자연스럽게 수용하는 문화를 형성하였다. 반면에 민족적 성격이 동질적이면서 단일국가를 유지하는 우리나라나 일본, 영국 등은 중앙과 지방간의 재정관계가 수직적인 위계질서를 유지하고 있으며 이러한 흐름 속에서 기채권 역시 중앙정부의 감독과 통제를 상당수준으로 허용한다.

물론 환경적 요인을 이해한다 해도 기채승인제도에 내재하는 한계를 부정하기는 어려울 것이다. 그리고 원칙적인 견지에서 지방자치원리에 부응하기 위해서라도 기채권의 분권화가 당연한 순리이다. 다만, 기채권의 분권화가

1) 주요국의 지방채 관리방식과 영향요인에 대해서는 보고서의 VI장 3절 신용평가제도의 도입단계에서 상술하기로 한다.

현 단계에서 바람직한가? 분권화가 불가피하다면 새로운 시스템은 무엇이며 그 운용은 어떤 방향에서 이루어져야 하는가? 등등에 대한 실질적인 논의가 있어야 할 것이다. 다시 말하면 이상론적인 차원에서 단순히 기채권의 자율성을 주창하기에 앞서 보다 책임 있는 자세와 실천적인 의지를 갖고 정책대안을 모색하는 작업이 긴요하다고 사료된다.

본 보고서는 이러한 문제의식 하에 일부에서 기채승인제도의 대안으로 제기하고 있는 신용평가제도의 도입가능성을 검토하고자 한다. 신용평가제도는 금융시장에서 이자율이 가격기능을 발휘하는데 핵심적인 인프라일 뿐 아니라 지방정치시장의 경쟁구조를 촉진시키는 출발점이므로 단순히 기채승인제도의 개선에 그치지 보다는 지방자치제도가 질적으로 변모하는 분기점이 될 가능성이 높다. 그러나 신용평가제도가 지니는 파급효과가 지대함에도 불구하고 지금까지 이루어져 왔던 논의들이 문제제기 수준에 그쳤다는 아쉬움이 있었다. 가장 기본적인 신용평가의 개념부터 시작하여 평가방법 및 체계, 금융시장의 수용가능성, 지방채 관리방식과 지방채시장과의 관계정립 등 세부적인 운용시스템을 망라한 본격적인 연구는 매우 미진하였다.

본 연구는 바로 이러한 검토과제들을 중심으로 신용평가제도의 도입가능성과 전략을 연구대상으로 설정하고 있다. 특히, 신용평가제도의 도입에 있어서 지방채를 위한 신용평가모형의 개발이 시급하다는 점을 중시하고 이 부분에 상당부분을 할애하였다. 국내 신용평가기관들도 모형개발의 필요성을 인식하고 있으나 지방재정에 대한 전문인력을 확보하는데 애로를 겪고 있고 사업성이 불확실한 상태에서 투자가치에 자신하지 못하는 실정이다. 이러한 이유로 상당수의 민간전문가들이 도입 필요성에 대하여 공감만 표시하고 있을 뿐 심층적인 연구가 거의 이루어지지 못하고 있다.

지방채 신용평가모형의 개발은 신용평가제도의 도입에서 중요한 위치를 점하고 있으나 그렇다고 해서 이것이 전부라고 말하기는 어렵다. 엄밀한 의미에

서 모형개발은 신용평가제도 도입을 위한 수단이지 목적이 될 수는 없기 때문이다. 어떤 의미에서 보면 지방채 신용평가제도의 도입은 중앙정부의 정책판단과 의지가 문제의 본질이지 방법론은 부차적인 문제로 치부할 수도 있다. 그럼에도 모형개발을 중시하는 것은 크게 다음과 같은 두 가지 이유에서이다.

첫째, 신용평가모형을 개발하고 실제로 적용함으로써 신용평가제도의 도입 효과 내지는 유용성을 사전에 평가할 수 있다는 점이다. 일종의 모의실험으로 이러한 과정을 거치면서 신용평가제도 도입에 따른 역기능과 순기능을 비교하고, 동 제도의 도입에 따른 사회적 비용을 절감시키는데 유용한 기초자료로 활용할 수 있다.

둘째, 평가방법의 체계적인 분석을 통하여 이 분야에 대한 연구영역을 확대하고, 실질적인 정책논의가 활발하게 이루어지기를 바라는 희망에서이다. 국내에 신용평가제도 일반에 대한 연구조차도 미흡한 실정에서 세부적으로 지방채를 대상으로 한 신용평가모형을 개발한다는 것은 의미 있는 작업으로 사료되며 이러한 기초연구가 이 분야의 연구에 긍정적인 효과를 가져다 줄 것으로 기대된다.

전술한 의도 속에서 본 연구는 신용평가모형을 개발하고, 이를 바탕으로 신용평가제도의 유용성과 도입방안을 검토하는 순서를 밟았다. 문제는 지방채시장의 선진화와 신용평가제도는 필요충분조건으로서 서로간에 긴밀한 관계를 맺는다는 점이다. 신용평가제도의 도입이 지방채시장의 발전에서 핵심적인 인자임에는 분명하지만 지방채시장의 기반이 일정 수준으로 성숙했을 때 비로서 신용평가제도의 도입이 가능하기도 하다. 때문에 지방채 신용평가제도의 도입방안은 동 제도 자체와 관련한 도입과 지방채제도 전반의 틀 속에서의 도입으로 양분된다. 후자의 접근방식은 지방채 신용평가제도의 도입방안이 지방채제도 개선방안의 일부로 포함됨으로써 본 연구의 의도와 표적을 희석시키며 연구대상이 모호해지는 문제가 있다. 그러므로 본 연구에서는

가능한 지방채 신용평가제도 자체에 중점을 두고 도입을 위한 선결조건과 도입전략을 집중적으로 논하였다.

다른 한편으로 신용평가제도가 비단 지방채에 국한된 사안이 아니라는 사실이다. 신용평가제도는 우리나라의 금융감독정책, 전 세계적 금융환경의 변화, 금융산업의 구조 및 발전단계, 채권시장의 기반 등 통화금융정책이나 금융공학과 유기적인 관계를 맺으면서 진화한다. 지방채시장은 재정정책의 일부이기도 하지만 다른 측면에서는 금융시장의 구성요소에 불과하다. 이 말은 중앙정부의 재정정책과 통화금융정책, 금융시장의 변화와 성숙도 등과 영향을 주고받으면서 지방채시장은 발전하며 그 자체가 제약요인이라는 점을 뜻하기도 한다.

본 연구는 이러한 제반 현상을 종합적으로 인식하면서 지방채 신용평가제도의 도입방안을 강구할 계획이다. 이 과정에서 신용평가제도가 지방채 관리방식의 하위개념이라는 사실에 주목하고 있다. 즉, 먼저 지방채 관리방식에 대한 진지한 모색이 있어야 하며, 그 후속조치로서 신용평가제도의 도입논의가 이루어지는 편이 보다 현실적인 접근방법이라고 보는 것이다. 이러한 차원에서 일각에서 제기하는 총액한도제도를 부분적인 연구대상에 포함시켰으며 이를 토대로 기채승인제도, 총액한도제, 신용평가제도 3자간의 관계를 전략적으로 접근하는 정책방안을 도출하였다.

제2절 연구범위와 방법

전술한대로 본 연구에서 다루고자 하는 주제는 미시적으로는 모형개발에서 출발하지만 거시적으로는 기채승인제도, 통화금융정책, 금융시장의 변화

신용평가산업의 발전 등을 감안해야 하는 다중적인 성격을 내포한다. 원론적으로 볼 때 신용평가제도의 도입에 대해서는 반론을 제기하기가 어려운게 사실이다. 그런데 여기에서 반드시 짚고 넘어가야 할 부분이 있다. 그것은 첫째, 현실적으로 신용평가제도를 도입할 여건이 충족되어 있는가 하는 점이고 둘째, 도입여건이 비단 지방재정에 국한할 수 없고 작게는 채권시장과 신용평가산업의 기반, 크게는 금융시장의 구조와 행태변화 등 지방재정 이외의 외생변수와 밀접한 관련을 맺는다는 점이다.

첫 번째 사안과 관련해서 말하자면 재정분권화의 수준과 지향점, 지방채시장의 구조개선, 지방재정조정제도의 역할을 빼놓을 수 없다. 두 번째 사안은 신용평가제도의 도입 가능성에 대한 현실적인 제약요소로 작용한다. 본 연구 주제와 관련하여 가장 중요한 판단요소 가운데 하나가 바로 신용평가기관의 신뢰성인데, 신용평가산업의 구조 자체가 그리고 신용평가기관의 평가방법에 신뢰하기가 어렵다면 국가의 중요한 채무정책을 방치하는 결과를 초래할 수 있다. 또한 채권시장의 기반이 취약하다면 신용평가제도를 도입한다 해도 시장이 소화시킬 수 없는 이른바 시장의 실패를 염두해두지 않을 수 없게 된다.

이처럼 지방채 신용평가제도는 복잡다기한 성격을 내포하고 있으며 도입 방안 역시 관련되는 재정정책적·금융정책적 제반 요소들을 두루 검토했을 때 비로소 현실의 세계에서 수용 가능하다고 사료된다. 문제는 이러한 복합적인 요소들을 모두 포괄할 경우 본 연구에서 다루고자 하는 연구의 성격이 모호해지고 백화점식 나열에 그칠 수 있다는 사실이다. 따라서 본 연구는 앞에서 언급한 첫 번째 사안, 즉 지방재정의 테두리 내에서 신용평가제도의 도입방안을 강구하며 두 번째 사안은 신용평가기관의 신뢰성을 제외한 나머지 부분은 연구대상에서 배제하였다. 연구의 범위를 보다 구체적으로 기술하면 다음과 같다.

첫째, 신용평가의 기능과 역할을 정리함으로써 신용평가제도의 의의를 재

조명한다. 이를 위하여 이론적·실증적 연구결과를 광범위하게 분석하여 신용평가제도 도입론의 현실성을 검증하는 기준으로 활용하였다.

둘째, 세계적인 신용평가기관이 활용하고 있는 지방채 신용평가의 방법과 체계를 비교 분석한다. 우리는 이러한 비교 분석적 연구를 기초로 국내 실정에 부합하는 신용평가모형을 개발할 수 있게 된다.

셋째, 본 연구에서 제안한 신용평가모형은 이제 시작단계에 불과하므로 광역단체에 한하여 시범적으로 적용한다. 이를 근거로 신용평가제도의 도입가능성과 전략적으로 고려해야 할 부분을 집중적으로 검토한다.

넷째, 도입방안은 지방재정에 한정하여 도출한다. 다시 말하면 채권시장이나 신용평가시장, 금융산업의 실태 및 개선안은 고려대상에서 제외하고 순수하게 지방재정과 지방채시장의 수용여건을 감안하여 도입방안을 검토한다는 의미이다.

다섯째, 연구목적에서 언급하였듯이 지방채제도의 일반적인 개선방안은 다양하고 신용평가제도 도입방안에 초점을 둔다. 즉, 신용평가모형의 개발과 응용을 통한 유용성 검토, 현실적인 제약요인과 전략적 접근방식을 논함으로써 연구 주제에 부응하기로 한다.

본 연구는 이를 위하여 크게 문헌조사, 통계분석, 현장조사를 동원하고 있다. 문헌조사는 본 연구의 수행에 필요한 이론적 기틀과 국내외 관련연구를 살펴보는데 주로 활용하였다. 특히, 지방채 신용평가제도는 국내의 선행연구가 전무에 가까운 실정이어서 그 어떤 연구보다 문헌조사에 대한 의존도가 높았다. 신용평가의 개념, 의의, 기능, 평가방법 및 체계는 세계적 신용평가기관의 공개자료가 매우 유용하였다. 통계분석은 신용평가와 총액한도제의 대안을 모색하는 과정에서 후보지표의 실증분석에 활용하였다. 현장조사는 신용평가모형을 적용하는 과정에서 신용분석을 보완하는 수단으로 중요한 위치를 점하고 있다.

제II장 신용평가제도의 의의와 도입 필요성

제1절 신용평가제도의 의의

1. 신용평가의 개념

통상 경제적 거래는 재화와 용역을 구매할 때 그 대가로서 화폐를 지급하는 과정을 거친다. 그런데 교환경제에서 재화와 용역의 급부가 이루어지면 이에 대한 반대급부가 동시에 이루어지는 것이 아니라 시간적 간격을 두고 행해질 수 있는데, 이를 신용(credit)이라 한다(Hicks, 1946). 재화와 용역의 거래가 시차를 두고 이루어진다는 것은 쌍방간에 거래약속을 요구하며 이 약속을 어느 정도 충족시킬 수 있는가? 다시 말하면 거래약속에 대한 믿음 내지는 신뢰가 전제될 때 비로소 가능하다. 신용은 바로 결제수단으로서의 화폐가 거래 상대방에 대한 신뢰를 기반으로 미래에 이연되는 것으로 미래의 통화로 결제하겠다는 조건하에 차입자가 현재의 구매력을 일시적으로 사용할 수 있게 한 계약이다.

경제이론, 특히 화폐금융론에서 화폐(money)나 통화(currency)에 비하여 신용(credit)을 광의의 개념으로 인식하는 것은 신용을 증명하는 수단이 다양하기 때문이다. 흔히 신용을 공여한다 혹은 여신이라는 말은 바로 거래상대방에 대한 믿음을 어떤 부채수단(debt instrument)의 형태로 준다는 의미이며 그 믿음의 징표가 현금이 될 수도 있고, 보증을 하거나 약속어음이나 채권을 매입하는 등 다양한 방식으로 이루어질 수도 있다. 그리고 그 믿음은 신용을 공여시에 차입자가 상환할 것이라는 신뢰이다.

문제는 신뢰의 정도이다. 차입자의 상환능력, 상환할 가능성이 어느 정도 인가에 따라 신용공여의 규모와 질은 달라질 수 있다. 불확실성의 세계에서 신용공여자는 차입자의 상환능력에 관심을 가질 수 밖에 없으며 당연히 이에 대한 정보를 필요로 한다. 바로 이 점이 정보를 요구하지 않으면서 지급 결제수단으로서만 기능하는 화폐와 다른 점이다(Ostroy, 1973).²⁾

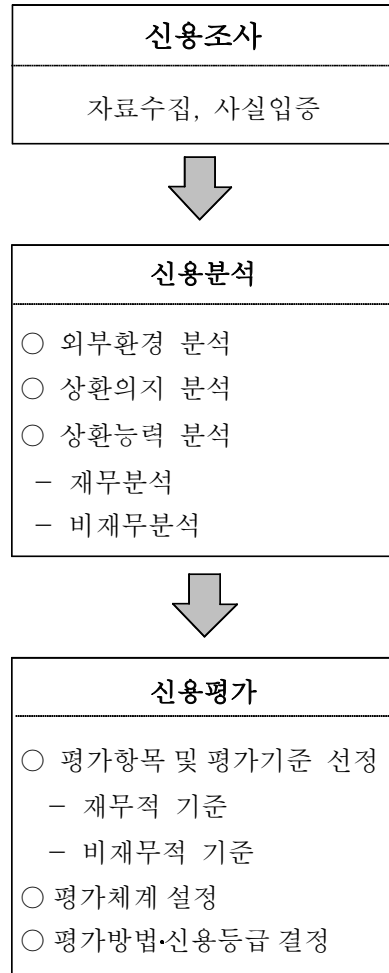
그렇다면 구체적으로 신용평가란 무엇인가? 앞에서 설명한 신용의 의미를 연상하면 신용을 공여할 정도로 상환능력을 확보하고 있는지 여부에 대한 평가임을 쉽게 이해할 수 있다. 후술하겠지만 그러나 신용평가의 개념은 이보다 좀더 정교하며 평가방법은 더욱 복잡하다. 우리는 신용평가가 무엇인가라는 질문에 답하기에 앞서 유사하게 사용하고 있는 용어들을 기술하면서 신용평가의 개념을 정리하기로 한다.

신용평가와 별다른 구분 없이, 그러나 엄밀한 의미에서는 차별화해야 하는 용어 가운데 신용조사와 신용분석이 있다. 신용조사(credit investigation)는 분석자의 판단과 분석목적에 합당한 결론을 생략하고 자료에서 나타난 표면적인 사실을 인지하고 사실관계의 전달에 치중한다. 신용조사와 달리 조사목적에 맞게 해석하고 유용한 정보를 창출하는 과정이 신용분석(credit analysis)이며 신용평가(credit evaluation)는 바로 이러한 신용조사와 신용분석을 거쳐 얻어진 정보를 근거로 신용조사 대상자에 대한 상대적 신용도(credit worthiness)를 측정하는 과정을 말한다. 그리고 상대적 신용도를 일정한 부호로 등급화할 때 이를 신용등급(credit rating)이라 한다.³⁾

2) 화폐와 신용의 차이에 대해서는 다양한 견해가 제기된바 있다. Gurly and Shaw (1960)는 외부화폐(outside money)와 내부화폐(inside money)로 화폐와 신용의 차이를 설명하고 있으나 일반적으로는 미래의 화폐로 결제하겠다는 조건하에 차입자가 현재의 구매력을 일시적으로 사용할 수 있게 한 계약을 신용으로 정의한다.

3) 본래 은행의 고유기능이던 신용분석이 직접금융시장의 성장에 따라 불특정 투자자에게 정보제공을 목적으로 독립적인 위치에서 수행하는 것이 신용평가이다. 즉, 신

<그림 II-1> 신용평가의 절차와 체계



용분석의 고객이 금융기관의 내부고객이라면 이를 외부화한 신용평가의 고객은 투자자이다.

구체적으로 설명하면 부채수단의 발행자인 “채무자가 약정기간 이내에 변제조건을 완전하게 상환할 능력과 의지(ability and willingness)를 상대화된 위험”, 즉 상대적인 신용위험(credit risk)을 측정하여 일정한 부호체계로 나타낸 것이 신용등급이다.⁴⁾ 쉽게 말해서 채무불이행 가능성(default probability)을 등급의 형태로 알려주는 것이다(Yves, Truglia and Samuel 1998). 여기서 상환할 능력과 의지, 상대적인 신용위험이란 표현에 유의하도록 하자.

상환능력이란 변제조건을 완전하게 충족시킬 현금동원능력 내지는 유동성을 의미한다. 상환능력에서 자본스톡은 현금흐름의 하위개념으로 기능하며 이런 의미에서 자산-부채의 조화가 무엇보다 중요하다. 상환의지는 비계량적 요소가 중요하게 작용하는데, 채무에 대한 경영자의 인식수준, 실무자의 관리능력 등이 복합적으로 영향을 미친다. 상환의지는 유동성 확보를 위한 자구노력으로 투영되며 상환의지가 강할수록 유동성은 증가하고 이는 채무불이행 가능성의 저하로 연결되기 때문에 신용평가에서 중요한 평가항목으로 인식한다.

지방채를 예로 들면, 자치단체의 상환능력은 지방세 징수액, 세외수입, 이 전채원 등 동원 가능한 현금규모의 통제가능성이다. 문제는 “상환하려는 의지”이다. 사실, 지방채 신용평가지 간과해서는 안되는 부분이 바로 채무를 상환하려는 의지이다. 채무상환의 의지는 객관적인 자료를 가지고 측정할 수도 있지만 실사과정에서 드러난 단체장의 마인드나 실무자의 관리능력, 해당 지역의 정치환경 등 주관적인 요소도 상당한 영향력을 행사한다. 예컨대 정치적인 문제가 채무상환을 지체시키는 결정적인 원인이 될 수 있으며 감세나 세출제한과 같은 자구노력을 회피하는 것은 상환의지가 미약하다는 증거로 받아들여진다. 이와는 정반대로 채무상환 실적, 특히 과거에 재정상황이

4) 이 정의는 Moody's나 S&P 등 대부분의 신용평가기관이 받아들이고 있다.

매우 어려웠던 시기에 채무상환이 제대로 이루어졌다면 상환의지가 강하다는 유력한 증거가 된다.

다음으로 신용위험은 채무불이행 또는 신용등급의 악화 등으로 변제의무를 이행하지 못함으로써 신용공여자가 부담하는 경제적 손실을 의미하며 거래상대방으로 인하여 발생하는 위험(counterparty risk)이라고도 한다. 금융시장에서는 다양한 형태의 위험이 존재하므로 획일적으로 구분하기는 어렵지만 미국의 통화감독청(OCC)은 위험의 종류를 신용위험, 가격변동위험, 이자율위험, 유동성위험으로 구분한다⁵⁾. 신용평가는 이처럼 다양한 위험들 가운데 신용위험만을 대상으로 위험의 정도를 평가한다.

상대적이란 표현은 평가방법과 결과를 획일적으로 적용하지 않고 차입자의 유형에 따라 구분하여 신용위험의 정도를 서열화 한다는 의미이다. 예컨대 과세권과 발권력을 독점적으로 행사하는 정부와 순수한 영업수익으로 채무를 상환해야 하는 기업을 동질적으로 취급하여 신용위험을 비교하는 것은 불공평할 뿐 아니라 신용평가의 의미를 훼손할 수 있다는 논리이다. 때문에 신용평가기관들은 차입자의 특성에 따라 4~6개 유형별로 분리한다. 통상 기업, 정부, 금융기관, 금융상품 등으로 구분한 후 카테고리별로 신용위험의 순위를 매기고 특정의 부호체계로 나타낸 신용등급과 신용위험의 순위를 연결시키는 방식을 취한다.

5) 가격변동위험(price change risk)은 기초적인 시장가격(주식, 환율 등)의 예상치 못한 변동으로 파생상품의 포지션가치가 변동함으로써 발생하는 위험으로 시장위험(market risk)이라고도 한다. 이자율위험(interest rate risk)은 이자율 변화로 인하여 순이자소득의 가치가 하락하는 위험이며 유동성위험(liquidity risk)은 자금조달계획상의 차질 등의 원인으로 유동자금이 부족함으로써 채무를 만기에 지급할 수 없는 위험이다. 이 외에도 내부통제시스템의 결함으로 발생하는 운영위험(operational risk), 여론악화로 인하여 경제적 손실이 발생하는 평판위험(reputation risk) 등이 존재한다.

신용등급은 신용의 질(credit quality)을 비교하는 부호체계를 통하여 자본 시장 참여자에게 정보를 제공하는 수단이다. 신용의 질은 채무불이행 가능성으로 결정되며, 채무불이행 가능성은 다시 약정기간 이내에 원리금을 상환할 능력과 의지로부터 결정된다. 따라서 신용의 질은 채무불이행 가능성, 손실의 정도, 재무적 건전성 등을 포괄하는 다차원적인 개념이며 신용등급이 동일하다 해도 구성요인들의 가중치를 어떻게 반영하는가에 따라 실질적인 신용의 질은 다를 수 있다(Reddy, 2000).

신용평가가 채무불이행의 가능성과 손실율의 함수라는 점은 다음과 같은 간단한 식으로부터 쉽게 이해할 수 있다. 일반적으로 채권의 만기수익율을 결정하는 요인은 실질이자율, 인플레이션율, 채권의 만기, 채권 자체에 대한 보상의 네 가지로 집약된다. 실질이자율과 인플레이션율은 채권발행기관의 의지와 상관없이 외부적인 환경변화로부터 발생하여 모든 채권에 공통적인 영향을 미치므로 결국 만기 수익률을 결정하는 요인은 수익률의 기간구조와 위험구조라고 할 수 있다.

채권 수익률의 위험구조는 약속수익율(r)과 그 채권과 동일한 만기를 갖는 무위험채권의 수익률(r_f)과의 차로 나타낼 수 있다.

$$y_s = r - r_f$$

그런데, 이 수익율차 (y_s)는 채무불이행 프리미엄(default premium : dp)과 유동성 프리미엄(liquidity premium : lp)의 합이다.

$$y_s = dp + lp$$

이제 다른 조건이 동일하고 발행기관의 신용위험이 변화된다면 이는 채무

불이행 위험에 대한 프리미엄을 통하여 수익률차를 변화시키고 채권가격에 영향을 미치게 된다. 채무불이행 위험에 대한 프리미엄은 다음 식에 의하여 결정된다.

$$dp = r - E(r) = \frac{E(r) + \lambda p_d}{(1 - p_d)} - E(r)$$

상기 식에 의하면 채무불이행 프리미엄은 약속수익율에서 기대수익율 $E(r)$ 을 차감하여 결정된다. 기대수익율은 무위험이자율 r_f 와 유동성 프리미엄 lp 의 합이다. λ 는 채무불이행에 대한 손실율이고 p_d 는 채무불이행 확률이다. 따라서 채무불이행 위험에 대한 프리미엄은 채무불이행 확률과 이에 따른 손실에 의해 결정된다.

신용평가는 바로 이 채무불이행 가능성과 손실율을 측정하는 것이다.

다음은 Moody's의 신용등급이 채무불이행 가능성과 어떤 관계를 맺으면서 형성되는지를 잘 보여준다. 최상위인 Aaa등급은 발행후 20년 동안 채무불이행 가능성이 2.2%에 불과하지만 투기등급인 B등급은 무려 50% 이상이 변제약속을 지키지 못했음을 알 수 있다⁶⁾. 전반적으로 Baa이상의 투자등급은 발행 후 20년 동안 6.5%가 채무조건을 이행하지 못했으나 투기등급은 6배가 넘는 43%에 달한다. 이처럼 신용등급은 채무불이행 가능성을 일정한 부호로 나타내는 수단이다.

6) 신용평가기관은 최하위인 D등급에 채무불이행 발행자를 할당한다. Moody's나 S&P는 모두 특정연도의 모집단(Moody's는 이를 cohort, S&P는 static pool이라 칭함)을 구성한 후 이 모집단의 채무불이행을 계속 추적하는 방식을 취한다.

<표 II-1> 신용등급과 채무불이행 가능성

신용등급		발행후 5년	발행후 10년	발행후 20년
투자 등급	Aaa	0.1	0.8	2.2
	Aa	0.4	1.1	2.6
	A	0.5	1.7	4.8
	Baa	1.7	4.5	11.4
투기 등급	Ba	11.4	20.9	37.7
	B	28.6	43.9	51.5
투자등급		0.8	2.4	6.4
투기등급		17.7	28.3	43.0

자료 : Yves, Truglia and Samuel(1998)

결국 지금까지의 논의를 정리하면 신용평가는 (i) 차입자의 특성에 따라 몇 개 그룹으로 구분하고, (ii) 그룹내에서 차입자의 신용위험을 상대평가하며, (iii) 평가기준은 상환능력과 상환의지이고, (iv) 그룹내에서 상대평가한 결과를 일정한 부호인 신용등급의 형태로 나타내는 일련의 과정이라고 요약할 수 있다. (i) ~ (iv)까지는 평가방법과 관련된 내용으로 본 보고서의 제 IV장에서 상세하게 설명하기로 하고 다음에서는 신용평가의 의의 내지는 유용성을 기술하고자 한다.

2. 신용평가제도의 기능

신용평가의 본질적 기능은 신용위험과 관련된 신호를 투자자에게 제공하여 신용시장에 내재하는 정보의 비대칭성과 불확실성을 제거하는데 있다고 말할 수 있다. 이 기능은 시대 상황이 어떻게 변하든 신용평가제도가 고수해야 할 준립근거이기도 하다. 최근 국제결제은행(Bank for International

Settlements : BIS(2000))은 금융감독의 핵심기관으로서 신용평가기관의 위치를 정립하면서 신용평가기관이 정보의 비대칭성과 대출자간의 중복적인 정보수집비용을 제거하고 정보수집의 단위비용을 절감시킨다는 점을 강조한바 있다. 사실 금융이론에서는 오래 전부터 정보의 비대칭성이 중요하다는 연구가 지속적으로 이루어져 왔다⁷⁾. 특히, Jaffee and Russel(1976)와 Stiglitz and Weiss(1981)는 차입자와 대출자간의 비대칭적 정보가 역선택(adverse selection)과 도덕적 해이(moral hazard)를 초래하고 이것이 대출가격, 즉 이자율이 신용시장의 자동조절기능을 저해함으로써 결과적으로는 신용할당(credit rationing)이 발생한다는 점을 지적했다. 물론 자금공여자가 직접 정보를 수집할 수도 있지만 정보수집 범위상에 한계가 있을 뿐 아니라 비용상의 문제도 피하기 어렵게 된다.

결국 신용평가의 의의는 정보의 비대칭성을 완화함으로써 금융시장의 효율성을 증대시킨다는 것으로 집약할 수 있으며 그 이론적 배경은 정보제공대가설(reputational capital view)에 근거하고 있다. 의문의 여지없이 효율성의 출발점은 정보이다. 정보가 있는 투자자는 동일한 신용등급을 접하고도 훨씬 더 효율적으로 재무위험을 관리할 수 있다. 이를 위해서는 무엇보다 금융시장의 가격인 이자율이 각종의 위험을 반영하여야 한다. 고전적 의미에서 가격차별화는 시장이 효율적으로 작동하는가를 판단하는 열쇠이다. 금융이론에서 효율적인 시장이란 모든 투자가가 투자에 대한 정보를 완전하게 접근할 수 있어야 하며 이 정보를 어떻게 해석하느냐에 따라 투자가치에 차이가 난다. 모든 시장참여자가 서로 상이한 가치를 갖고 거래하는 과정에서 시장가격이 결정되며 시장은 효율적으로 작동한다.

그러나 금융혁신이 진전된 오늘날에 와서는 다양한 위험이 등장함에 따라

7) 대표적으로 Akerlof(1970)를 들 수 있다.

신용평가의 외연이 확대되고 있다. 신용위험의 노출 정도는 만기구조, 발행자(국가, 자치단체, 기업, 금융기관)의 특성, 이자율이나 환율 등 금융시장의 가격변동성에 의존하는바, 국가간 자본이동의 제한이 대폭 완화된 오늘날에는 감독당국의 통제력을 벗어난 상태이다. 때문에 신용평가의 일차적 기능이 정보의 대칭성을 구현하는데 있다 해도 생산된 정보를 어떻게 이용하는가에 따라 이차적인 기능이 수반된다. 그리고 이차적 효과는 투자자와 발행자, 더 나아가 불특정 일반에게도 사회적 편익이 돌아가는 공공재적 성격을 내포한다.

원론적인 의미에서 신용평가제도의 도입 효과 내지는 의의를 정리하면 다음과 같다.

가. 투자자를 위한 기능

신용평가의 주된 역할은 투자자들이 보유하고 있거나 매입하려는 채권의 잠재적인 신용위험을 비교가능하고 일관적인 척도로 제공함으로써 미래에 발생 가능한 손실로부터 보호하는데 있다. 즉, 투자자들에게 발행자에 대한 신용위험 가이드라인을 제공하여 투자결정에 유용한 정보를 제공하고, 포트폴리오의 적정성 내지 수정방향을 결정하는데 도움을 준다.

둘째, 불확실성을 감소시킨다. 개별 채권에 대한 사적 불확실성(private uncertainty)은 물론 금융시장 전체에 만연된 사회적 불확실성(social uncertainty)을 감소시킴으로써 투자자의 신뢰성을 증대시키고 시장의 효율성과 유동성을 제고한다.

셋째, 투자자가 투자기회를 찾아내는데 발생하는 탐색비용(search cost), 선정한 투자의 긍정적인 생산성과 수익성을 심사하는데 소요되는 검증비용(verification cost) 등 금융시장에 존재하는 각종 거래비용 혹은 정보수집비용을 경감시킬 수 있다. 투자자가 투자대상을 물색하는데 필요한 시간적·금전적 비용을 적게 투입하고도 동질·동량의 정보를 획득할 수 있도록 기여

하는 것이다. 정보수집비용은 효율적인 자본시장 구축에 필요조건이라는 점에서 중요하다.

넷째, 투자자의 시계(investment horizon)를 확대한다. 유능한 투자자라 해도 수많은 투자사업에 전문적인 분석능력을 확보하기는 어렵기 때문에 신용평가기관이 신용위험을 상대평가하고 그 결과를 시장에 공개하면 금융시장의 외연을 확장시킬 수 있다. 또한 신용평가기관이 신용위험을 알려주므로 투자자는 다른 위험(이자율위험, 환위험)의 헛지에 더 많은 관심을 기울일 수 있다(Kenneth 1997).

다섯째, 국제적인 투자의 경우 기관투자가라 해도 국가간의 회계제도, 공시정보, 법제도 등의 차이로 독자적인 신용평가가 용이하지 않은데, 이때 신용평가제도를 통하여 국제자본시장의 참여가 활발해진다.

나. 발행기관(차입자)을 위한 기능

첫째, 국제자본시장에서 잘 알려져 있지 않은 발행자는 신용평가를 근거로 신뢰성을 확보하고 이를 바탕으로 자본조달기회를 확대시킬 수 있게 된다. 오늘날 전세계 주요 기관투자자들은 신용평가기관이 발표하는 신용등급정보를 대단히 중시하고 있다. 상업은행 역시 이제는 내부 신용평가는 물론 외부 신용평가기관의 평가결과를 대출심사의 핵심적인 자료로 활용해야 하는 처지이므로 차입자의 입장에서는 직접금융시장을 이용하든 간접금융시장을 이용하든 우수한 신용평가를 받아야 할 필요성이 높아지고 있다.⁸⁾ 우수한 신용평가는 일종의 신용여권(credit passport)의 역할을 수행함으로써 금융시장에 대한 접근을 확대시켜 준다.

8) 신용평가와 은행의 최소자기자본규제에 대한 최근의 동향에 대해서는 뒤이어 2절의 2.금융환경의 변화에서 세부적으로 논하기로 한다.

둘째, 자본시장에의 접근이 용이해질수록 양호한 조건으로 차입이 가능해지는 자금조달비용의 절감효과를 기대할 수 있다. 선진화된 신용평가제도에서는 신용등급에 따라 채권의 가격과 만기수익율이 달라지며 은행권으로부터의 차입 역시 대출이자율이 연동된다. 때문에 신용등급이 우수할 수록 자금조달비용을 더욱 낮출 수 있다. 물론, 신용평가 수수료를 감안하여 자금조달비용상의 잇점을 비교해야 하지만 일반적으로 투자자가 수용할 수 있을 정도의 신용등급을 받을 수만 있다면 자금조달비용의 절감은 충분히 기대할 수 있다.

셋째, 신용등급은 그 자체가 시장의 평가로 받아들여지며 운영·관리의 성과가 바로 등급조정으로 나타나기 때문에 경영의 건전성을 유지하는데 기여한다. 신용등급은 발행단계와 유통단계에서 수익률에 영향을 미치며 시장에서 수익률의 변화는 바로 발행기관 신용위험의 변화로 간주하므로 발행기관은 자금운용, 현금창출능력, 투자사업의 효과 등 경영 전반에 세심한 주의를 기울이기 마련이다. 자금조달비용의 절감효과는 발행시점에서 볼 때 과거와 미래의 신용위험을 반영하여 나타나지만 발행기관의 건전성은 즉각적 혹은 약간의 시차를 두고 유통시장에서 위험프리미엄으로 나타난다. 일종의 신호효과(signaling effect)인데, 신용등급은 가격변화의 신호를 반영하거나 경우에 따라서는 선도함으로써 발행기관의 건전성을 유도한다.

넷째, 양질의 신용등급을 획득하면 투자자의 신뢰확보, 홍보, 유동성 한도의 협상력 제고, 담보의 필요성 제거, 산하기관의 차입능력 제고 등의 효과를 거둘 수 있다. 양질의 신용등급은 여권효과(passport effect)를 발휘하므로 무명의 발행기관이라 해도 자본시장에의 진출이 용이해진다. 이러한 여권효과는 국내자본시장 보다는 국제자본시장에서 현저하게 나타나기 마련인데 언어, 관습 등 각종의 진입장벽을 낮추는데 효과적인 기능을 발휘한다(Eddy and Fred, 2000).

다섯째, 규제와 관련된 비용절감효과이다. 신용평가는 신뢰할만한 정보를

제공하는데 일차적인 존립의의가 있으나 최근 감독당국이 신용등급을 규제 부과의 판단기준이나 요건으로 삼을 경우 신용평가기관은 신용정보는 물론 규제준수와 관련된 재산권도 판매한다는 주장이 제기되고 있다(Partony 1999). 예컨대 높은 신용등급을 받으면 규제준수 비용을 줄이거나 면제받을 수 있는 경우 발행기관은 규제준수비용을 경감시킬 수 있는 영업상의 허가권을 구입하는 효과가 일어난다.

다. 금융중개기관을 위한 기능

금융시장 측면에서는 첫째, 신용등급 및 관련 분석정보를 제공함으로써 시장의 투명성과 중개기능을 제고하여 자금의 효율적 배분에 기여한다. 투명성은 증권가격이 시장의 변화에 즉각적이면서 효율적으로 조정되게 하여 차익거래 기회를 줄여준다. 동시에 불량채권과 우량채권을 신속 정확하게 식별함으로써 생산적인 투자사업에 자금이 흐르도록 유도하며 이는 결과적으로 국가 전체적인 효율성을 제고시킨다.

둘째, 신용위험에 대한 불확실성을 제거하여 직접금융시장의 발전을 도모한다. 직접금융시장은 간접금융시장에 비해 상대적으로 큰 가격변동위험과 신용위험을 수반한다. 반면에 직접금융시장은 장기자금을 안정적으로 제공하고 투자자의 자산운용기회를 제공하며 소득의 재분배기능도 수행한다. 만약 신용평가에 의한 신용등급이 신호기능을 발휘하지 못한다면, 그리고 그 결과로서 신용위험과 불확실성을 증폭시킨다면 직접금융시장은 이러한 역할을 발휘하기 어렵게 된다. 여러 가지 요인들이 복합적으로 작용한 결과이기는 하지만 오늘날 미국의 금융시장이 직접금융시장 중심인데 반하여 유럽의 금융시장이 간접금융에 의존하는 기저에는 바로 신용평가기관이 미국에서 태동하여 발전한 역사적 경험이 자리잡고 있다.

셋째, 공개된 정보의 신뢰도를 기반으로 소문 등으로 발생하는 불필요한

혼란을 예방함으로써 시장의 안정을 도모할 수 있다. 루머에 의한 왜곡된 정보가 금융시장을 교란하는 사례를 종종 관찰할 수 있는데, 이는 단순히 시장 교란에 그치지 않고 선의의 차입자가 채무불이행 상황에 직면하는 사태까지 야기할 수 있다. 신용평가는 바로 불필요한 사회적 비용을 예방함으로써 금융시장의 신뢰와 안정성을 유지시킨다.

넷째, 신용등급의 신속한 조정과 공시로 투자자의 손실을 최소화하고 문제가 된 차입자가 시장규율기능을 통하여 자연스럽게 퇴출될 수 있도록 유도한다. 진입과 퇴출이 자유롭게 이루어질 때 시장경제의 발전을 기대할 수 있는데 금융기관이 정보의 제약으로 불량채권과 우량채권을 제대로 식별하지 못하거나 불충분하게 이루어지면 시장의 규율은 작동하기 어렵게 된다. 시장 규율의 미흡은 결과적으로 실물시장의 경쟁을 제한하고 합리적인 투자결정을 어렵게 함으로써 금융시장과 실물시장의 괴리를 초래한다.

라. 감독기관을 위한 기능

감독기관의 관점에서 보면 신용평가제도의 도입은 정보의 불완전성에서 파생하는 각종의 감독실패를 예방할 수 있다. 물론 이 논리는 신용평가기관이 외부의 압력에 독립적이며 평가결과의 신뢰성을 확보했다는 전제하에 가능하지만 원론적으로 볼 때 시장에 참여하는 모든 차입자의 활동을 신속하고 정확하게 감시한다는 것은 대단히 어려운 일이다. 신용평가기관은 금융제도 내부에서 신용위험을 평가하고 공시함으로써 감독기관이 감독기능을 효율적으로 수행하는데 도움을 준다.

감독당국이 특정 신용등급 이상의 채권에만 투자하도록 강제하거나 대출 심사의 주요 기준으로 제시하는 것은 신용평가의 순기능을 인정한다는 의미로 해석할 수 있다. 실제 미국의 경우 은행이 투자할 수 있는 채권을 BBB 이상으로 제한하는 등 일찍부터 신용등급을 금융규제의 수단으로 활용했는

데, 이러한 조치들이 신용평가제도의 정착에 큰 기여를 했다는 평가이다.

한편, 거시경제적 차원에서도 신용도를 기초로 금리차등화가 이루어지므로 금융산업의 발전적 토대를 배양하는 기회를 제공할 뿐 아니라 담보나 보증 위주의 금융관행을 개선하고 금융기관별로 중복적인 여신심사에 소요되는 부수비용을 절감하여 대외경쟁력을 강화시키는 효과가 있다.

3. 신용평가와 재정진단

가. 신용평가와 재정분석진단의 의미

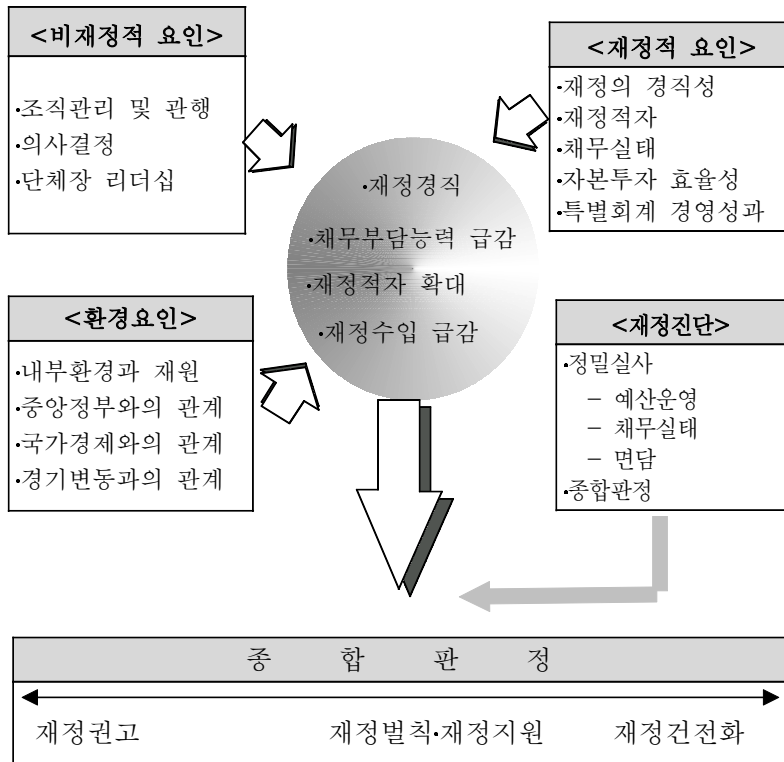
신용평가는 기관에서 발행하는 특정채권에 대한 신용을 평가하는 것이다. 일차적으로 채권에 대한 원금과 이자를 정해진 기간에 상환할 수 있는 능력에 기초한다. 지방자치단체에 대한 신용평가 역시 해당 단체에서 발행하는 지방채에 대한 원금 및 이자의 적시 상환 능력을 평가하는 것이다. 따라서 지방채의 신용평가란 “어떤 지방자치단체가 부담해야 할 채무에 관해 지불할 확실성에 대한 질적 지표”로 정의할 수 있다.

반면, 우리 나라에서 현재 이루어지고 있는 재정분석진단은 자치단체의 재정여건 및 운영의 문제에 대하여 분석·조사하는 것이다. 일차적으로 지방자치단체의 재정관련 사항을 체계적으로 점검하고 분석하여 재정상태나 문제점을 파악하여 적절한 처방을 모색하는 과정까지 포함한다. 특히, 재정진단이란 재정분석 결과, 건전성과 효율성이 현저하게 떨어지는 자치단체를 대상으로 재정상태를 정밀 진단하여 재정부실 혹은 재정압박의 정도와 재정위기의 가능성을 판별하는 일련의 과정이다(<그림II-2> 참조).

재정분석진단과 신용평가는 지방자치단체의 재정운영에 대한 평가결과를 이용자에게 제공한다는 재정정보의 성격을 가지고 있다. 다만 재정정보의 활

용면에서 재정분석진단의 재정정보는 정부(중앙정부나 지방정부)의 재정관리 측면에 중점을 두며, 신용평가의 재정정보는 채권자나 투자자의 의사결정에 중점을 둔다. 어떤 의미에서 재정분석진단과 신용평가는 방법론에서는 서로 유사하나 핵심내용 및 정보의 활용에서는 다소 차이가 있다. 그리고 재정분석진단은 중앙정부나 해당 단체의 인위적인 의지에 의해 이루어지나 신용평가는 민간시장에 의해 결정된다고 할 수 있다. 현재 우리 나라에서 제도적으로 정착되어 있는 재정분석진단과 신용평가에 대한 차이점과 유사점을 좀더 구체적으로 살펴본다.

<그림 II - 2> 재정진단의 흐름도



나. 양 제도의 차이

재정분석진단제도나 신용평가는 평가방법과 절차 등에서 매우 유사한 성격을 지니고 있다. 먼저 재정분석진단제도나 신용평가는 경제상황, 재무상황, 채무상황, 행정운영상황 등 지방재정에 미치는 영향요인들을 종합적으로 평가한다는 점에서 차이가 없다. 특히, 정밀 진단단계에 해당하는 재정진단은 신용평가에서 반드시 거치는 현지실사와 동일한 목표와 성격을 지니고 있다. 재정분석진단제도 역시 신용평가와 마찬가지로 예비단계로서 기초분석을 수행하며, 이로부터 얻은 분석결과와 미비점을 현지실사에서 확인하는데 이러한 일련의 절차는 동일하다고 볼 수 있다. 다음으로 재정분석진단이나 신용평가 모두 지표를 통한 계량분석 및 비계량적 분석을 통하여 재정상황과 상환능력을 평가한다. 양자 모두 거의 유사한 분석 틀에 의해 평가한다는 것이다.

이처럼 양 제도는 형식상의 유사성에도 불구하고 내용상으로는 주의해야 할 차이가 있는바, 이를 구체적으로 정리하면 다음과 같다.

첫째, 평가성격과 관련한 것이다. 재정분석진단제도는 지방재정의 건전성과 효율성의 평가에 중점을 둔다. 반면, 신용평가는 지방자치단체 또는 특정 지방채의 원리금 상환의 확실성 평가에 중점을 둔다. 때문에 건전성을 통한 채무상환능력을 평가한다는 측면에서는 기본적으로 동일하나 재정진단제도는 재정운용의 효율성을 독립적인 항목으로 분리하여 별도로 평가한다는 차이가 있다. 물론 신용평가 역시 재정운용의 효율성을 중시한다. 그러나 신용평가기관이 생각하는 효율성은 현금흐름의 안정성과 채무 상환능력을 평가하는 하나의 수단에 불과하며 재정분석진단은 건전성과 동격의 수준으로서 별개의 평가항목으로 간주한다는 차이가 있다.

둘째, 평가의 목표에 차이가 있다. 재정분석진단제도는 중앙정부 차원에서 지방재정의 애로요인을 정확히 파악하고, 이것이 구조적인 문제인지 아니면 자치단체 자체적인 관리상의 문제인지를 구분한다. 만약 중앙과 지방간 행재

정의 관계 속에서 불가피하게 발생하는 문제라면 관련 제도의 개선에 주력하며 자체적인 문제라면 자구노력을 유도하는 방향으로 애로요인을 해결하는 재정적 지원시스템이다. 즉, 동 제도의 목표는 지방재정의 효율성과 안정성 개선하기 위한 재정적 지원에 두는 것이다. 반면에 신용평가제도는 지방재정의 신용위험을 평가하고 그 결과를 시장에 공시함으로써 금융시장의 효율성과 안정성을 확보하는데 의의를 둔다.

셋째, 평가주체에서 차이가 난다. 재정분석진단제도는 중앙정부 차원의 지방재정 관리시스템인 반면에 신용평가는 신용평가기관이 주체가 되어 신용위험을 평가하는 민간 차원의 관리시스템이다. 다시 말해서 전자는 정부의 지방재정에 대한 관리제도의 하나이며 평가의 핵심에 정부정책을 고려하지만 신용평가는 시장의 합리적인 의사결정에 필요한 신용정보체계이며 그 주체는 민간이다.

넷째, 국가 제도의 고려이다. 재정분석진단에서는 지방자치, 국가와의 재정관계 등 재정관련 제도를 평가에 고려하지 않고, 제도의 틀 내에서 평가하게 된다. 제도적 환경을 주어진 조건으로 보고 상대적인 척도로 분석결과를 활용하는 것이다. 다만, 현재의 계층구조에서는 행정수비의 범위가 다르므로 시도, 시, 군, 자치구 4개 그룹으로 구분하여 상대평가를 시도한다. 반면에 신용평가에서는 국가제도가 중요한 판단요소가 된다. 예를 들면 분권화 정도나 재정조정제도 등 중앙과 지방간의 재정관계를 중요시하는데, 왜냐하면 이러한 요소들이 상환재원과 지출구조에 절대적인 영향을 미치기 때문이다. 그러면서 계층별로 분리하지 않고 국가 제도의 전체 틀 속에서 신용도를 평가한다.

다섯째, 정보이용자 측면이다. 재정분석진단의 정보는 재정정책을 다루는 중앙정부, 상급정부, 해당 단체의 장, 지방의회의원, 지역주민들이 이용 할 수 있다. 반면, 신용평가는 지방자치단체의 채권자나 투자자들이 주로 이용

하게 된다. 하지만 양 정보는 상호관계에 있다고 볼 수 있다. 재정분석진단이 신용평가에 이용될 수 있고, 신용평가 결과가 재정분석진단에 활용될 수도 있다. 그러나 일차적인 이용대상자가 공공부문과 금융시장의 민간투자자라는 차이는 분명히 존재한다.

<표 II-2> 재정분석진단과 신용평가의 비교

구분	재정분석진단	신용평가
성격	중앙정부 차원의 지방재정관리 시스템	민간차원의 지방채 상환능력 평가 시스템
주체	정부 (중앙정부, 상급단체, 해당단체)	민간시장 (신용평가기관)
내용 및 요소	지방재정 건전성과 효율성 - 요소 : 재정적 요소, 비재정적 요소 - 기준 : 해당단체 자체 재정운영능력	상환능력 평가 중심 - 요소 : 부채요소, 재무요소, 행정 운영요소, 경제요소 - 기준 : 부채 상환능력(보증관계 등)
평가 방법	- 계량적 분석(지표분석) - 비계량적 분석	- 계량적 분석(지표분석) - 비계량적 분석
결과 활용	- 정부의 재정정책 및 재정운영 - 재정위기 조기경보체제로 운영	- 지방채 발행의 기초
등급 부여	- 건전성 및 효율성 기준	- 상환능력 기준

4. 신용평가제도의 한계

전술한대로 신용평가기관은 피평가기관 및 이들이 발행한 채권의 신용위험을 판별하여 알파벳 문자나 숫자 등으로 기호화하여 발표하는 신용등급의 평가를 전문으로 한다. 그러므로 신용평가의 목적은 채권의 원금과 이자가

약속대로 상환될 수 있는 정도를 측정하여 투자자에게 전달함으로써 이러한 정보를 알지 못하여 발생할 수 있는 손실로부터 투자자를 보호하는데 있다. 여기서 주의할 점은 신용등급이란 단지 특정 채권의 채무불이행 위험정도를 파악하여 그 정보를 간략한 기호로서 투자자에게 전달하는 것이지 특정 채권을 투자대상으로 추천하거나 미래의 채권가격을 예측하려는 것이 아니라는 사실이다. 특히 신용등급을 투자목적으로 이용할 경우에는 다음 사실을 염두에 두어야 한다.

첫째, 신용등급은 어디까지나 신용평가기관의 의견에 불과하다는 사실이다. 즉, 특정 증권에 대한 매수나 매도를 추천하거나 채무불이행이 발생하지 않는다는 것을 자동적으로 보증하지 않는다. 다시 말하면 신용평가기관은 발행기관의 신용력이 아니라 차입자가 발행한 부채수단 가운데 평가하려는 부채수단만을 대상으로 신용력을 평가하는 것이며, 그것도 상대평가이므로 단순히 채무불이행의 가능성에 국한하여 의견을 제시하는 수준에 그친다는 것이다. 이 점은 세계적인 신용평가기관이라 해도 공통적으로 강조하는 사항이다.

둘째, 신용등급은 신용위험만을 측정할 뿐 유동성위험, 가격위험, 이자율위험, 외환위험 등 각종 위험요소까지 측정하지는 않는다. 계량적·비계량적 관점에서 채무불이행의 가능성을 측정할 뿐 예측하기 어려운 가격위험, 이자율위험, 외환위험에 대해서는 사전에 단정적으로 언급할 수 없다는 논리이다. 때문에 투자자는 신용등급이 내포하는 신용위험의 정보만을 접근할 수 있지 다른 위험요소는 자신이 자체적으로 판단해야 한다. 어떤 측면에서 보면 신용평가기관의 책임 회피적인 발언으로 받아들일 수 있는 여지가 있지만 분명히 신용평가의 근본적인 한계가 바로 여기에 있다는 사실을 인식할 필요가 있다.

다음으로 기술적인 측면에서 신용평가제도가 갖는 유용성과 한계는 신용

등급의 분석과정과 결정과정의 본질을 이해하는데서 출발한다. 재차 강조하지만 신용등급이란 채무자가 적시에 상환할 가능성의 상대적 정도를 일정한 형태의 부호로 표기한 것으로 그 이상도 그 이하도 아니다. 여기서 상환가능성과 상대적 정도라는 표현에 유의하자. 상환가능성은 계량적·비계량적 요소가 다양한 조합을 이루면서 영향을 미친다. 물론 신용평가기관들도 이 점을 충분히 숙지하고 있지만 각국의 제도적·정치적·경제적·문화적 요인들을 적절한 수준으로 이해하면서 등급을 판정한다고 보기는 어렵다. 뿐만 아니라 계량평가라 해도 각각의 신용평가기관들이 허용 가능한 위험의 범위가 결정적인 기준으로 작용하지만 이에 대해서는 공개된바 없다.

제2절 신용평가제도의 도입 필요성

1. 지방채시장의 선진화

가. 지방채시장의 한계

우리나라 지방채정책의 기본방향은 건전재정원칙(지방재정법 제2조)에 입각한 비모채주의(非募債主義)이며 원칙적으로 자치단체의 세출은 지방채 이외의 세입으로 충당해야 하지만 예외적으로 특정 조건에 한하여 채무발행을 용인한다⁹⁾. 지방채 관리체계는 사업기준과 단체기준으로 양분하여 설명할 수 있다. 사업기준은 사업 자체의 타당성에 대한 기준으로 지방재정법시행령

9) 예외적으로 인정하는 조건은 지방자치법(제 115조)에 명시하고 있는바, “자치단체의 항구적 이익이 되거나 또는 비상재해복구 등의 필요가 있는 때”이며 “행정자치부장관의 승인을 받은 범위안에서 지방의회의 의결을 얻어” 지방채를 발행할 수 있다.

(제 6조)에 규정한 6개 유형¹⁰⁾에 부합하는지 여부를 판단하는 질적 승인기준이다. 단체기준은 지방채 발행을 신청한 단체의 채무상환능력이 양호한지 여부를 판단하는 양적 승인기준으로 이른바 적채단체가 이에 해당한다. 단체기준은 비공식적으로는 5가지 기준을 적용하고 있으나 공식적으로는 3가지 기준 - 채무비상환비율, 실질수지비율, 지방세 징수실적 - 이 실질적인 적채기준으로 작용한다¹¹⁾.

이처럼 우리나라의 기채승인제도는 중앙정부가 개입하는 전형적인 직접규제방식이다. 때문에 기채자율권의 확대가 시급하다는 주장이 지속적으로 이루어져 왔다. 자치원리의 구현, 재정자율성의 신장, 지역개발의 촉진 등이 대표적인 폐지론의 골자이다. 기술적인 측면에서는 비현실적인 적채기준, 심사체계의 불투명성, 장기저리자금의 안정적 확보 등이 끊임 없이 지적 받아 왔다.

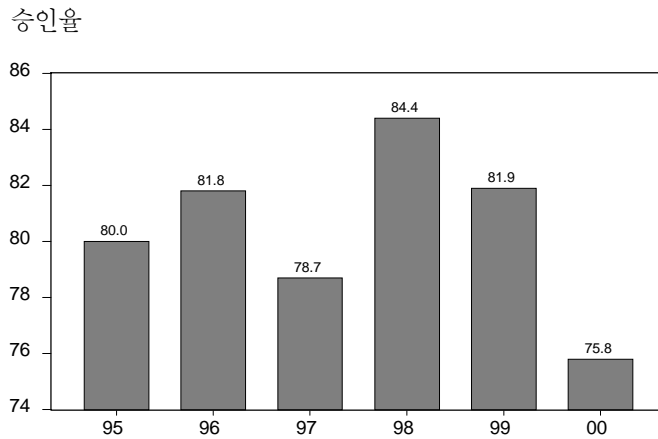
그러나 이러한 시각과 접근방식이 일면 타당한 측면이 있음을 부인하기 어렵지만 최소한 승인기준과 관련해서는 설득력이 부족하다. 다음 <그림 II-3>에서 제시하였듯이 매년도 승인율은 80% 내외로 비교적 높은 수준임을 알 수 있다. 이처럼 높은 승인율은 매출공채방식의 사업, 전년도 심사에서

10) ① 공용 및 공공용시설의 설치, ② 당해 사업의 수익금으로 원리금상환이 가능한 사업, ③ 천재지변으로 공공용시설의 설치, ④ 재해예방 및 복구사업, ⑤ 기발행한 지방채의 차환, ⑥ 기타 주민의 복지증진 등을 위하여 특히 필요하다고 인정되는 사업을 말한다.

11) 보다 구체적으로 설명하면 적채기준은 단체기준과 사업기준을 각각 25점씩 총 50점 만점으로 환산한 종합판단표를 활용한다. 단체기준은 채무상환비율(12점), 실질수지비율(3점), 지방세징수실적(3점), 예산대비 채무비율(4점), 채무증가율(3점) 5개 지표를 적용한다. 사업기준은 우선순위(4점), 사업성 심사여부(8점), 차입조건(6점), 투자재원(6점) 4개 분야를 평가한다. 상기 기준에 평가한 적채성은 다시 차입선이 정부자금, 지역개발자금, 민간자금 3개 유형으로 구분하여 승인 여부를 최종적으로 판단한다.

적합관정을 받은 계속사업, 국가 주요시책, 중앙정부 용자사업은 특별한 하자가 없는 한 승인을 하기 때문이다. 다만, 2000년도분의 경우 117개 자치단체에서 324개 사업 3조 5,005억원을 신청하였으나 75.8%인 2조 6,525억원이 승인을 받아 다소간의 저조한 실적을 보였다.

<그림 II-3> 지방채 승인율 추이



장기저리자금의 지원 요구도 지방채시장의 발전을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 장기저리자금의 공급은 일종의 정책금융 내지는 선별금융으로 자원배분의 비효율성을 잉태하고 있으며 시장친화적 발행시장을 위축시킴으로써 유통시장을 왜곡시키는 문제로까지 확대되고 있기 때문이다. 이 보다는 기재승인제도를 시장친화적인 방향으로 유도하는 정책대안이 중요할 것이다.

다음 <표 II-3>에 정리한바와 같이 유통시장내에서 지방채의 위치는 대단히 미미하다. 지방채증권의 거래회전율은 겨우 2.9%에 불과한데, 이는 특수채의 거래회전률 52.0%는 물론 국채와 회사채의 거래회전률이 14.4%, 15.6%인 것에 비교해 볼 때 매우 낮은 수준이다.

<표 II-3> 상장채권별 유통현황

(단위 : 억원, %)

구 분	거래대금	상장잔액	거래회전률
국 채	3,579	22,314	14.4
특수채	66,343	192,274	52.0
지방채	174	7,002	2.9
회사채	15,575	115,210	15.6

주 : 거래대금은 장내거래

자료 : 한국증권거래소, 조사부 통계과

물론 지방채 유통시장이 발달하지 못한 이유는 우리나라 채권시장이 갖는 구조적인 한계에 기인하지만 기채승인제도에 내재하는 모순에서 파생하는 측면도 간과할 수 없다. 그리고 이 내재적 모순은 단순히 적채기준의 현실화와 같은 기술적인 문제가 아니라 지방채 관리시스템에 관한 본질적인 문제이다. 즉, 기채승인제도 자체에 대한 전면적인 재검토를 수반하지 않는한 해소하기가 어려운데, 그 주요 내용을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, “정부의 실패(government failure)” 가능성이다. 기채승인제도의 유용성은 중앙정부가 신용정보를 충분히 확보하고 있을 때 의미를 지닌다. 최소한 신용위험에 관련한 자치단체와 비교하여 정보의 양과 질에서 절대적인 우위를 점해야 한다. 지방채시장에서 정보의 비대칭성이 자치단체에게 유리하게 형성되어 있다면 기채승인제도의 승인기준은 무력해지며, 신용위험이 높은 자치단체가 승인을 받는 소위 “역선택의 문제(adverse selection)”가 발생할 수 있다. 정보의 비대칭으로부터 연유하는 역선택의 문제는 시장의 안정을 기하려는 중앙정부의 정책의도를 교란함으로써 결과적으로 자금배분의 비효율성을 초래한다.

둘째, 정보의 독점에 따른 폐해이다. 역선택의 문제가 존재하지 않는다 해

도 중앙정부가 독점적으로 신용정보를 취득하고 이용한다면 다른 시장 참여자들의 합리적인 투자결정을 저해하거나 중앙정부 스스로가 도덕적 해이에 빠져 선별적인 자금배분이 이루어질 수 있다. 흔히 기채승인제도의 자의적 운용이 문제라는 지적은 바로 정보의 독점적 이용에 따른 역기능을 지칭하는 다른 표현이다.

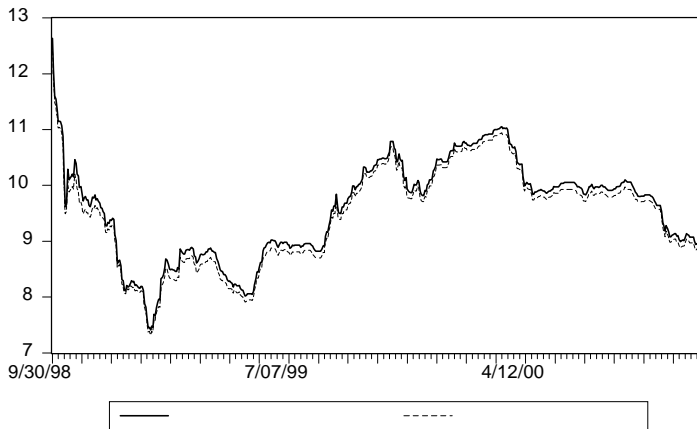
셋째, 직접규제에 따른 비시장적 구조이다. 우리나라의 지방채시장은 경직적인 발행시장과 유통시장의 왜곡으로 특징지을 수 있다. 현재의 적체기준은 지방채정법 시행령(제6조)에서 열거하고 있는 사업이면서 채무상환비비율 20% 이하를 충족해야 하는바, 지방의 기채권을 제한함으로써 발행시장의 발전을 저해하고 있다. 또한 비시장적인 강제첨가소화에 의존하는 발행방식으로 시장의 자율성을 침해하기도 한다. 발행시장의 낙후는 발행물량의 과소와 발행주체의 난립을 초래하며 유통시장에서의 상품성을 저하시키는 주 요인으로 작용한다. 즉, 발행시장과 인수시장, 그리고 유통시장이 유기적으로 작동하지 않음으로써 지방채시장의 수요기반이 취약해 진다는 논리이다.

넷째, 지방채시장에서 가격의 파라미터적 기능이 작동하지 않는다. 효율적인 금융시장이란 먼저 이자율이 신축적으로 작동하여 청산기능을 수행해야 하며 그 다음으로는 차입자의 신용도를 반영한 스프레이드가 차입이자율에 연동됨으로써 가격차별화가 이루어져야 한다. 그런데 지방채시장은 정보의 비대칭성, 발행시장의 경직성, 유통시장 기반의 위축 등이 복합적으로 작용하여 가격기능이 작동불능에 가까울 뿐 아니라 자치단체별로 대출이자율 격차가 거의 발생하지 않는다. 공모채라 해도 발행이자율이 자치단체의 신용력과는 무관하게 결정되는 특이한 현상이 관찰된다.

다음 그림은 지방채시장에서 대표적인 채권인 지역개발공채와 서울지하철채권의 유통수익율로 움직이는 패턴이 동일하며 수익률 격차도 거의 발생하지 않는다는 것을 알 수 있다. 이는 양 채권에 대한 시장의 평가가 동일하

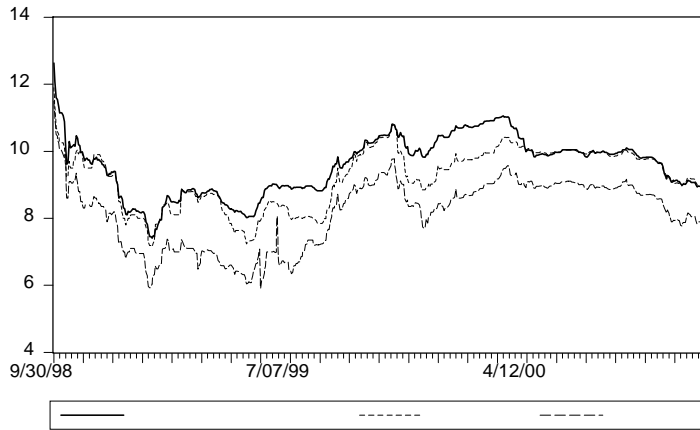
다는 의미로 받아들일 수 있는데, 그러나 분명히 서울시 지하철공사의 상환 능력과 개별 광역자치단체의 상환능력이 동일하다고 볼 수 없는 이상 유통 수익율에 격차가 발생하는 것이 정상일 것이다. 그럼에도 변동과정과 수익률 격차가 발생하지 않는다는 것은 지방재정에 대한 정보부족이 큰 영향을 주었다고 해석된다.

<그림 II-4 > 주요 지방채의 유통수익율 추이



정보부족이 지방채의 유통성과 상품성에 어떤 영향을 주었는지는 다음 그림에서 보다 분명하게 인식할 수 있다. 다음 그림은 지역개발공채, 회사채, 국고채 3년물 유통수익율을 도시한 것으로 통상적으로 받아들이기 어려운 현상이 발생하고 있다. 즉, 지방채가 회사채에 비하여 안전성에서 우위를 점한다고 볼 때 유통수익율은 국채와 회사채의 중간영역에서 움직여야 함에도 회사채 이상의 수준에서 변동하고 있다. 그 이유는 부분적으로 만기구조의 차이에서 비롯하기도 하지만 본질적으로는 정보부족, 유통시장의 왜곡 등 수요기반의 취약성이 자리잡고 있다.

<그림 II-5> 주요 채권의 유통수익율 추이



한마디로 진정한 의미에서의 지방채시장이 존재한다고 보기 어렵다고 보는게 타당하다. 시장이란 가격이 형성되어 신호기능을 수행하고 시장에 보내는 신호에 따라 시장참여자들이 합리적인 의사결정을 내릴 수 있어야 하지만 지방채시장은 시장을 청산하는 가격이 존재하지 않으며 명목상의 가격 조차도 신호기능을 거의 발휘하지 못하고 있다. 때문에 지방채시장은 시장규율(market discipline)이 작동할 수 없는 구조이며 자치단체의 자금수요를 효과적으로 충족시킬 수도 없다.

마치 중소기업금융의 최대 현안이 자금의 가용도와 접근성이 저조하다는 현실과 유사한 결과라고 볼 수 있다. 통상 중소기업금융의 애로요인으로 거론하는 담보관행에 의한 후진적인 금융시스템은 자금의 접근성과 관련되며 정부의 정책자금 부족, 어음결제에 따른 유동성제약 등은 자금의 가용도와 관련되어 있다. 지방채도 비슷한 맥락에서 접근할 수 있다. 즉, 중앙정부의 기채승인이라는 제도상의 제약으로 외부자금에의 접근이 어려우며 지방채의

상품성과 유통기능의 미흡, 그리고 인수자금의 부족으로 동원가능한 자금이 절대적으로 부족하다.

물론 지금까지 지적인 정보의 비대칭성, 비현실적인 발행수익률, 유통기능의 취약 등의 문제는 단지 지방채에 국한하는 문제라기 보다는 우리나라 채권시장이 직면하고 있는 구조적·제도적 한계이기도 하다. 이 문제는 금융시스템의 재구축과 금융산업의 혁신이라는 구조적이고 거시적인 시각에서 접근해야 할 문제임에 틀림없다. 그럼에도 금융시장의 발전에 보조를 맞춰 지방채시장도 시장친화적·시장경쟁적인 방향으로 개선해야 할 필요성이 있으며 그 핵심에는 정보중개의 매개체로서 신용평가기관이 자리잡고 있다.

나. 지방채시장과 신용평가

전술한 지방채시장의 제약요인은 근본적으로 정보의 비대칭성에 있으며 이로 인하여 도덕적 해이, 시장의 투명성 부족, 시장규율의 취약, 경쟁체계의 왜곡, 재정관리의 부실로 귀결된다. 우리는 이미 원론적인 의미에서 신용평가의 기능과 의의를 살펴본바 있다. 신용평가의 기능과 의의는 앞에서 언급한 지방채시장의 한계와 관련하여 상당부분 관통된다. 신용평가의 주된 기능이 가격형성에 필수적인 신용정보의 생산과 유통이라 볼 때 가격기능의 회복은 시장참여자에게 신호를 보냄으로써 시장균형(market equilibrium)과 신호균형(signaling equilibrium)에 도달하게 하며 정확하고 객관적인 신용정보의 유통은 역선택(adverse selection)과 도덕적 해이(moral hazard)를 제거하는데 기여한다. 동시에 신용평가는 정보수집비용을 절감시킬 뿐 아니라 자치단체의 합리적인 투자풍토를 조성하고 재무내용을 개선시키는 부수적인 효과도 기대할 수 있다.

전술한 지방채시장의 현실과 함께 신용평가제도의 필요론은 주인-대리인(principle-agent)의 개념으로 접근할 수 있다. 지방채시장은 크게 세 부류

의 주체(중앙정부, 금융기관 및 투자자, 자치단체)가 주인-대리인 관계를 형성하는 특징을 보인다. 자치단체는 다시 내부적으로 산하기관과 주인-대리인 관계를 형성한다. 이러한 관계는 다시 다음의 관계 속에서 역동적인 변화를 보인다(Noel 2000).

- 중앙정부 및 자치단체의 주인인 지역주민의 행동
- 지역주민의 대리인으로서, 자치단체의 주인으로서 중앙정부의 행동
- 중앙정부와 지역주민의 대리인으로서 자치단체의 행동
- 투자자의 대리인으로서, 자치단체의 주인으로서 대출자의 행동

가) 중앙정부, 자치단체, 대출자간 주인-대리인문제

첫 번째 대리인 문제는 감춰진 행동(hidden action)이다. 즉, 대리인인 자치단체가 주인인 대출자에게 상환하지 않으려는 유인이 작용하는 문제로 이는 자치단체가 채무불이행시 중앙정부가 구제금융을 지원할 것이라고 믿는데서 발생하며 결과적으로 도덕적 해이를 초래한다. 두 번째는 감춰진 정보(hidden information)로 인하여 발생하는 대리인 문제다. 자치단체는 주인인 대출자에게 자신에 대한 특성, 특히 신용위험과 관련하여 불리한 내용을 공개하지 않으려는 유인이 작용함으로써 역선택을 초래한다.

감춰진 행동과 감춰진 정보는 지방채시장의 시장구조에 따라서도 영향을 받는다. 일반적인 시장구조와 마찬가지로 지방채시장도 독점적인 시장구조, 경쟁적인 시장구조, 과점적인 시장구조 혹은 혼합형 시장구조로 구분할 수 있다. 우리나라의 지방채시장은 중앙정부가 압도적인 시장지배자로서 시장을 선도하며 금융기관이 추종하는 과점적 시장구조에 가까우며 어떤 측면에서는 중앙정부가 사실상의 독점권을 행사하는 시장구조라고도 볼 수 있다. 중앙정부가 유일한 대출자인 독점적 시장구조에서는 부실한 감시체계로 인하여 사후적인 효율성 위험(efficiency risk)이 초래된다. 반면에 미국이나 프랑

스가 채택하는 경쟁적인 시장구조는 분권화된 신용시스템이 신뢰성을 강화 시키므로 도덕적 해이와 효율성 위험을 크게 저하시킨다.

과점적 시장구조는 양 극단의 중간형태로 대부분의 개도국에서 발견할 수 있는데 지방채의 배분과 대출이 다양한 채널을 거쳐 이루어지며 그 결과 다수의 주인과 다수의 대리인문제가 상존한다. 신용공여의 판단은 중앙정부가 독점적으로 행사하므로 정부자금이 50%에 달한다. 정부자금은 각종 특별회계자금, 정부관리기금이며 이들은 소관 부처별로 운용하므로 결과적으로 개별 부처가 주인의 권한을 행사하는 문제가 발생하는 것이다. 만약 분산된 다수의 주인들간에 효과적인 감시체계가 작동하지 못한다면 역선택의 가능성은 높아지게 된다.

이러한 도덕적 해이와 역선택의 문제는 신용평가제도의 도입으로 상당부분 해소할 수 있다. 현재의 기채승인제도하에서는 중앙정부가 감춰진 정보와 감춰진 행동을 정확하게 파악하는데 한계가 있다. 5가지 재무지표를 토대로 승인여부를 판단하는 상황에서는 자치단체의 전략적 행위를 원천적으로 예방하기가 불가능하다고 보아야 할 것이다. III장에서 살펴보겠지만 세계적인 신용평가기관들은 재무실태는 물론 지역경제, 제도요인, 정치환경 등 광범위한 조사를 거쳐 신용위험을 평가한다. 이에 더하여 신용평가기관들은 상시감시체제를 운용하므로 돌발적인 신용위험에도 기민하게 대응함으로써 감춰진 행동과 정보를 최소화할 수 있다. 즉, 신용평가기관이 객관적인 3자의 위치에서 주인과 대리인 사이에 존재하는 정보의 비대칭을 대칭화시키는데 기여한다는 점이다.

나) 상급정부와 산하기관, 지역주민간 주인-대리인 문제

현행의 계층구조에서는 중앙정부, 자치단체, 대출자간의 주인-대리인 관계가 복잡해진다. 즉, 중간단계인 광역단체가 기초단체에 대한 대출이나 보

조금 배분의 책임을 지는 부분이 있으며 이 경우 중앙정부와 자치단체간에는 주인을 식별하는 일이 어렵게 된다. 대표적인 예로 지역개발공채를 거론할 수 있다. 지역개발공채는 광역단체가 첨가소화방식으로 발행한 후 시군에 용자하는 전대자금의 원천이다. 이 지역개발공채는 광역단체가 자신의 과세력을 담보로 지역주민에게 판매하며 소화자금을 기반으로 지역개발기금을 조성하여 시군에 용자한다. 지역개발기금을 차입선으로 하는 지방채가 전체의 30%에 달하므로 대단히 중요한 자금이지만 명목상의 상환책임과 실질적인 상환책임이 다르다는데서 문제가 발생한다.

명목상 발행주체는 광역단체이므로 지역주민에 대한 상환책임도 광역단체가 된다. 그러나 상환재원은 전대받은 시군이 광역단체에 상환한 자금이 원천이므로 실질적인 상환책임은 시군에 있다고 보아야 할 것이다. 문제의 핵심이 바로 이 부분이다. 광역단체는 지역주민의 입장에서 볼 때 대리인이지만 시군에게는 채권자로서 주인의 위치에 있다. 광역단체는 대리인으로서의 의무와 주인으로서의 권한이 동시에 주어지는 것이다. 대리인으로서의 의무와 주인으로서의 권한은 광역단체가 역선택과 도덕적 해이를 예방할 수만 있으면 동시에 충족할 수 있는 사안이지만 현실은 그러하지 못하다.

차입선이 지역개발기금인 기채사업은 광역단체가 긍정적인 입장을 취하면 중앙정부도 특별한 하자가 없는 한 지방채 발행을 승인한다¹²⁾. 문제는 광역단체가 그럴만한 능력과 감시체계를 보유하고 있으며 법적·제도적 차원에서 제약하고 있는가에 있다. 지역개발기금은 광역단체의 다른 특별회계나 기금에도 대출하고 있는데 내부자간의 거래에서 엄격한 심사가 이루어진다고 보기 어려우며 실제로 도덕적 해이가 발생하고 있다. 시군에 대해서도 본래는 도비보조사업이지만 재원이 부족할 경우 우선 지역개발기금을 이용하여

12) 여기서 말하는 특별한 하자란 적채조건 뿐 아니라 허위보고 등 지방채발행지침을 벗어난 전략적 행위를 말한다.

차입을 알선한 후 만기도래시에는 도비보조금을 지원하여 상환하게 하는 변칙적인 방법이 동원되고 있다. 이러한 방식은 정책적 현안사업을 추진하는 것이 중요하지 재무적 검증, 사업의 타당성 등은 부차적인 요인으로 전락하게 된다.

지방공기업도 주인-대리인 문제를 복잡하게 한다. 자치단체는 공기업의 운영효율성, 자구노력, 재무실태 등과 같은 중요한 정보를 인지하기 어려울 수 있으며 인지한다 해도 주인인 지역주민에게 감춰진 정보만을 공개할 수 있다. 자치단체 일반회계 전입금에 대한 의존도가 높은 공기업은 이를 암묵적인 보증으로 받아들여 도덕적 해이에 강한 유인을 갖는다. 상환의지가 느슨해지며 주인을 지역주민이 아니라 자치단체로 인식하는 경향이 강하게 나타난다. 이런 경우 지방채시장은 정보의 비대칭성으로 인하여 역선택의 가능성이 현저하게 증가하며, 이는 결과적으로 자금배분의 비효율성으로 귀결된다.

사실 지역주민은 지방채시장에서의 대리인문제를 형성하는데 중요한 역할을 수행한다. 사전적으로 볼 때 지역주민은 자치단체의 주인으로서 투자사업과 채원조달 유형을 결정하는 과정에서 강력한 영향력을 행사한다. 지방채 발행이 투표나 지방의회의 승인을 받아야 하는 경우에는 영향력은 절대적인 수준이 된다. 그러나 기채승인제도가 존재하는 한 주인으로서 지역주민의 역할을 기대하기는 대단히 어려워진다.

이와 같이 계층구조에서 비롯하는 주인-대리인 문제, 지방자치의 제도적·문화적 환경에서 연유하는 주인-대리인 문제는 신용평가제도의 도입으로 상당부분 완화시킬 수 있다. 신용평가기관은 객관적인 위치에서 신용위험과 상환의지를 파악하기 위하여 계량적·비계량적 요소를 동원하기 때문에 광역단체-기초단체, 자치단체-공기업, 지역주민-자치단체-산하기관 사이에 존재하는 숨겨진 정보를 예방할 수 있다. 신뢰할만한 정보의 생산과 유통

은 지방채시장을 투명하게 하고 시장규율을 강화시킴으로써 도덕적 해이와 역선택의 가능성을 차단하는데 기여한다.

2. 금융환경의 변화 : 국제결제은행의 자기자본규제(안)

가. 새로운 자기자본규제(안)의 배경

1970년대 이후 주요 선진국들이 금융정책 운용과정에서 금융시장의 효율성을 증시함에 따라 금리자유화, 은행 업무에 대한 규제 완화, 국가간 자금 이동의 자유화, 자금조달 및 운용 측면에 있어서의 증권화 등 금융규제의 완화 및 국제화가 급속한 진전을 이룩하였다. 이에 따라 은행간 경쟁이 심화되면서 은행의 수익성이 크게 악화되었는데, 은행은 이를 보전하기 위하여 고위험·고수익 위주의 자산운용 전략을 추구함으로써 자산의 질이 저하되는 문제가 발생하였다.

이와 함께 미국에서는 1982년 남미의 외채위기 이후 은행의 자기자본 충실도의 중요성이 크게 대두하였으나, 미국 은행만 규제하면 국제적 경쟁력을 저하시킬 수도 있다는 우려가 제기되면서 국제적 통일기준 설정의 필요성을 요구하기 시작했다. 그 결과, 국제결제은행(Bank for International Settlements : BIS)의 바젤은행감독위원회(Basle Committee on Banking Supervision : 이하 바젤위원회)는 1988년 7월 「자기자본 측정과 기준에 관한 국제적 합의」를 제정하였다.¹³⁾

13) 각국 감독당국간 협력강화를 통하여 국제금융시장의 불안정성을 해소하기 위해 설립된 동 기구의 회원은 미국, 일본, 독일, 프랑스, 영국, 이탈리아, 캐나다, 네덜란드, 벨기에, 스웨덴, 스위스 등 11개 G-10 그룹 소속국가와 룩셈부르크 등 12개국 중앙은행 및 감독당국 대표자로 구성된다.

BIS는 1988년 은행의 자기자본 보유를 의무화하는 자기자본규제제도를 도입하였으나 최근 자산증권화를 중심으로 급속히 진전된 금융혁신으로 차입자의 신용위험을 정확히 반영하지 못하는 사태에 직면하였다. 이에 따라 1999년 “새로운 자기자본규제(안)”을 발표하여 의견을 수렴하고 그 결과를 바탕으로 2001년 1월에 개편시안을 공표하였으며 올해 최종안을 확정하여 2004년부터 G-10국가들이 우선적으로 시행할 예정이다. 현재 우리나라를 비롯한 G-10 이외의 국가들은 자국의 사정에 따라 자율적으로 시행함을 원칙으로 정하였으나 시기상의 차이만 있을 뿐 BIS권고안의 수용이 불가피하다는게 지배적인 견해이다.

BIS의 자기자본규제에 대한 합의는 각국간에 존재하는 회계제도, 세제, 금융관행 등의 상이점을 극복하여 국제은행시스템의 건전성 유지를 확보하기 위한 것으로 신용위험을 규제대상에 포함시켰다. 그리고 신용위험을 객관적으로 측정하기 위하여 은행 자신이 평가할 수도 있지만 의무적으로 외부 신용평가기관의 평가결과를 적용하도록 강제화하였다. 동시에 BIS는 은행의 자기자본비율을 8% 이상 유지하도록 하였다. 현재 우리나라는 1997년 IMF와의 협약에 의해 BIS가 권고한 8%를 적용하고 있다.¹⁴⁾

위험가중치가 높아지면 자기자본비율이 낮아지며 최저 8%를 유지하기 위해서는 자기자본을 그만큼 더 충당해야 한다. 이는 은행의 입장에서 볼 때 고수익자산에 투자할 여유자금이 축소된다는 의미이므로 위험가중치에 비례하여 대출이자율을 인상시키는 효과를 가져온다. 때문에 BIS의 권고안이 어떤 형태로 확정되는가에 따라 지방채시장은 상당한 영향을 받을 수 밖에 없다. 은행은 자치단체에 대출시 신용평가기관이 평가한 해당 지방채의 신용등

14) 자기자본비율의 산식은 다음과 같다.

$$\text{자기자본비율} = \frac{\text{자기자본}}{\text{위험가중자산}} = \text{최소 8\%}$$

급을 기준으로 위험가중치를 적용해야 하는데 신용등급이 낮다는 것은 신용 위험이 높다는 의미이며 이는 높은 위험가중치를 적용받으므로 자치단체의 차입비용은 증가하게 된다.

나. 새로운 자기자본규제(안)과 신용평가

BIS가 제안한 새로운 자기자본규제(안)은 은행보유 자산을 시장위험 대상과 신용위험 대상으로 구분하고 각각 별도의 기준에 의해 필요자기자본규모를 산정토록 했는데, 중앙정부는 위험이 없는 것으로 간주하여 가중치가 0이며 기업은 1.0이다. 올해 1월에 발표된 자기자본규제(안)에 의하면 은행은 차입자의 유형에 따라 신용등급별 위험가중치를 다음과 같이 설정해야 한다.

신용등급이 AA- 이상인 국가의 중앙정부가 차입할 경우 대출은행은 위험가중치가 0이므로 문제가 없지만 A-~A+ 에 속하는 경우에는 위험가중치가 0.2이므로 자기자본을 더 충당해야 한다. 반면에 기업이나 은행은 국가와 비교할 때 완벽한 상환능력을 보유했다고 볼 수 없으므로 AA- 이상의 최우량 신용등급이라 해도 위험가중치 0.2를 적용하며 이는 AA- 이상의 국채에 비해 자기자본을 20% 더 충당해야 한다는 의미이다.

<표 II-4> 외부신용평가등급과 위험가중치 관계

신용평가등급			발행자에 대한 위험가중치		
S&P	Moody's	Fitch IBCA	정부	기업	은행
AAA~AA-	Aaa~Aa3	AAA~AA-	0	0.2	0.2
A+~A-	A1~A3	A+~A-	0.2	0.5	0.5
BBB+~BBB-	Baa1~Baa3	BBB+~BBB-	0.5	1.0	1.0
BB+~B-	Ba1~B3	BB+~B-	1.0	1.5	1.0
CCC+~D	Caa1~C	CCC+~D	1.5	1.5	1.0
무등급(unrated)			1.0	1.0	1.0

자료 : BIS(2001)를 참조하여 작성

반면에 지방채등 준정부채(sub-sovereign debt)는 각국 감독당국의 재량에 따라 0, 0.1, 0.2, 0.5를 적용할 수 있다. 우리나라는 “은행감독업무시행세칙”에 의거하여 자치단체, 지방공기업이 발행한 지방채는 0.1의 위험가중치를 적용하고 있다.

다음 <표 II-5>는 2001년 5월 현재 우리나라의 국가신용등급과 지금까지 신용평가를 받은 자치단체의 신용등급을 보여준다. <표 II-4>와 <표 II-5>를 연결하면 S&P 기준으로 자치단체 신용등급이 BBB이므로 G-10국가의 자본시장에서 차입할 경우에는 위험가중치 0.5만큼 조달비용 증가를 부담할 수 밖에 없다. 정반대로 국내 대출시장에서 지방채는 0.1의 위험가중치를 적용받고 있으며 이는 최우량 회사채인 AAA등급에 해당하므로 안정성에서 절대적인 우위를 점하는 효과를 거두게 된다. 이처럼 신용평가기관의 신용등급은 금융감독정책에 심대한 영향을 미치고 있으며 그 과급효과는 더욱 증가할 것으로 예상된다.

<표 II-5> 우리나라 국가신용등급과 자치단체 신용등급 현황

	국가신용 등 급	서 울 특별시	대 구 광역시	인 천 광역시	경기도	제주시
S&P	BBB	BBB	BBB	-	-	-
무디스	Baa2	Baa2	Baa2	-	-	-
R&I	BBB+	-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+

국내 금융시장에서 자금을 조달하는 경우에도 금융감독 차원에서 신용평가를 활용하고 있다. 현행 은행감독규정(제30조)에 따르면 은행은 유가증권의 건전성을 자체 신용평가모형으로 분류하되 발행기관의 신용등급을 산출하기 어려운 경우에는 국내외 신용평가기관이 평가한 신용등급을 활용하여

건전성을 분류해야 한다. 금융감독원은 회사채 BBB 이상, 기업어음 A3 이상인 유가증권만 정상으로 간주하고 있다.

<표 II-6 > 유가증권의 신용등급 활용 현황

	국내신용평가기관		해외 신용평가기관	
	회사채	기업어음	S&P	무디스
정 상	BBB 이상	A3 이상	BBB 이상	A3 이상
요 주 의	BB	B	BB	Ba
고 정	B	-	B	B
회수의문	C~CCC	C	C~CCC	Caa 이하
추정손실	D	D	D	-

제Ⅲ장 신용평가기관의 현황과 평가체계

미국 등 선진국의 경우 공신력 있는 신용평가기관의 신용등급이 자본시장에서 효율적인 자원배분의 역할을 수행해 오고 있다. 우리나라는 IMF 유동성 위기 이후 자본시장의 재편이 진행중이며 이에 따라 신용등급의 가격조절기능이 중요한 문제로 부각되고 있다. 최근에는 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」을 개정하여 진입장벽을 낮추고 전문성을 강화하는 방향으로 신용평가시장의 육성에 나서고 있는바, 일련의 환경변화는 신용평가의 역할에 지대한 영향을 미칠 것으로 판단된다.

이하에서는 우리나라와 선진 주요국의 신용평가시장의 실태와 문제점을 살펴보고 세계적 신용평가기관의 지방채 신용평가방법을 분석하는 과정을 거치면서 지방채시장에서 신용평가제도의 도입방안을 논하고자 한다.

제1절 신용평가의 역사

현대적인 의미에서 신용평가는 1909년 투자자의 이해를 돕고 신용위험을 관리할 목적으로 John Moody가 철도투자에 대한 분석(analysis of railroad investment)이란 재무관련 서적을 발간한 것이 효시이다.¹⁵⁾ 당초 Moody는

15) 19세기 초의 미국은 대규모 공공투자를 요구하는 건국초기로 주정부 별로 활발한 사회간접사업이 추진되었으며 그 핵심은 철도건설이었다. 물론 그 부작용으로 1840년대에 9개 주정부가 파산하기도 했으나 급격한 도시화로 자치단체가 그 역할을 대행함으로써 유럽에 비하여 일찍이 국채, 지방채를 중심으로 하는 채권시장이 성장함으로써 신용평가기관이 탄생하는 토대를 마련하였다. 미국에서 독자적인 신용평

250여개 철도관련 채권을 대상으로 신용등급을 판정했으나 1914년에는 회사채와 공공기관 채권까지 확대하고 1918년에는 지방채에 대해서도 신용평가 업무를 개시하기에 이르렀다. 초기만 해도 채무수단이 단순하고 위험관리의 인식수준이 낮아 신용평가산업의 위상은 미미하였으나 1930년대 대공황을 기점으로 신용평가의 유용성을 재인식시키는 계기로 작용하였다. 대공황기에 발행채권의 1/3이 파산했는데, 역설적으로 이러한 경험은 신용평가의 필요성과 신용위험을 부각시켰다. 투자자들은 시장붕괴에 직면하자 신용위험의 신호를 제공하는 독립적인 평가기관이 필요하다는 것을 자각하였던 것이다 (Kenneth 1997).

그러나 신용평가기관의 형성 배경은 나라에 따라 다르다. 무디스, S&P 등 영미계통의 신용평가기관들은 자생적으로 시장에서 형성된 반면에 일본의 경우에는 주로 정부주도하에 정책적으로 육성되었다. 앞에서 언급한대로 미국의 신용평가산업은 1930년대 대공황을 경험하면서 평가등급이 높은 채권일수록 채무불이행 빈도가 낮다는 사실을 새롭게 인식하였으며 신용평가가 투자자에게 가치있는 정보로서 인정받기 시작하였다. 무디스나 S&P가 세계적인 신용평가기관으로 인정받기 시작한 것도 이 무렵이며 이른바 명성자본 (reputation capital)을 축적하는 기회이기도 했다.

가제도가 생성할 수 있었던 배경에는 이미 신용정보기관(credit reporting agency), 금융전문신문, 투자은행 3대 요소가 갖춰져 있었다는 점도 주목할 필요가 있다. 1841년 Lewis Tappan이라는 포목상이 거래업체의 신용도를 개인적으로 관리하다가 상업적 목적으로 활용하고자 Dun and Company를 설립하면서 출발한 신용정보기관은 1857년 Bradstreet가 세계 최초의 신용등급 책자를 발간하기에 이른다. 이들은 1933년 Dun and Bradstreet로 합병하면서 Moody's와 관련을 맺는다. 한편, 철도사업과 관련한 각종 투자정보 제공을 목적으로 한 전문지를 1849년에 Poor가 창간하는데, 이것이 지금의 S&P의 모태이다. 신용평가기관의 역사적 성장배경과 과정에 대해서는 Sylla(2001)를 참조하라.

<표 III-1> 선진국 신용평가산업의 발전과정

구 분	미 국	유 럽	일 본
신용평가 도입	·19세기말 도입 ·1970년대 급성장	·1970년대 후반 ·1980년대 발전	·1980년대 중반
발전형태	·시장주도형	·시장주도형 (프랑스는 정부주도)	·정부주도형
신용평가제도	·신인도 인정받은 기관을 지정	·자유경쟁체제	·지정신용평가제도
신용평가기관	·Moody's, S&P가 양대 신용평가기관 ·DCR, TBW 등이 활동중	·Fitch를 제외한 모 든 신용평가기관이 Moody's, S&P에 흡수합병	·R&I, JCRA

자료 : 한국금융연구원(2000)

1909년 Moody's가 최초의 신용평가를 실시한 이후 그 뒤를 이어 S&P (1922년), Fitch(1924년)가 신용평가산업에 진출하기 시작했다. 그러나 초창기에는 신용평가의 인식은 낮아서 성장속도가 미약하였다. 그러다가 1936년 미국 재무부가 은행 고유계정에서 투기등급(BBB 미만) 채권을 매입하지 못하도록 규제하는 조치를 취함으로써 신용평가산업은 도약의 발판을 마련하였다. 채권 발행기관은 BBB 이상의 평가등급을 받아야 하므로 신용평가기관이 채권발행 허가권을 사실상 보유하는 결과를 가져왔기 때문에 신용평가산업이 급성장하는 결정적인 계기로 작용하였던 것이다.

그럼에도 무디스나 S&P가 오늘날과 같이 세계적인 신용평가기관으로 발전하게 된 것은 불과 1970년대 이후이다. 1973년 미국 증권거래위원회(SEC)는 공인신용평가회사(NRSRO) 지정제도를 도입하는 한편 증권, 연금, 은행, 부동산, 보험업 등에 신용평가를 의무적으로 받도록 규제하는 신용평가산업 육성책을 시행하였다. 그 결과 신용등급에 대한 의존도가 높아지고 상위등급

채권의 유동성이 크게 증가하는 등 유통시장에 이르기까지 신용평가의 역할이 증진되었다.

1980년대 들어와 미국계 신용평가기관인 무디스와 S&P가 global player로 성장하고 세계 신용평가시장을 과점하는 단계에 이르렀다. 반면에 일본, 유럽의 비영미계 신용평가기관은 local player로 전략하면서 현상유지에 급급한 실정이다. 유럽의 경우 Euroratings이 파산한 이후 독일, 프랑스, 포르투갈, 스웨덴은 자국 신용평가기관들을 의도적으로 육성하여 국내시장을 확보할 수 있었으나 오늘날에는 모두 폐업하거나 S&P와 IBCA에 흡수되었다. IBCA도 과점화된 세계 신용평가시장에서의 생존전략으로 1997년 미국의 Fitch사와 합병하여 FitchIBCA로 재탄생하였고 2000년 6월에는 다시 Buff & Phelps(NCR)을 흡수합병하여 Fitch로 기관명을 변경하였다. Fitch 조차도 복합금융상품(structured financing)에 특화하는 nitch market player에 불과하다(한국금융연구원 2000).

일본의 신용평가산업은 유럽계와 유사하나 정부의 암묵적 보호정책에 힘입어 자국내 시장을 유지하고 있다. 당초 일본의 신용평가산업은 3개 기관이 공존하고 있었으나 시장점유율이 가장 큰 일본공사채연구소와 일본투자서비스(Japan invest service)가 합병됨으로써 2개 기관이 남아 있다.

제2절 신용평가기관의 현황

1. 선진국의 신용평가기관

미국계를 제외하면 전 세계적으로 35~40개 신용평가기관이 활동하는 것으로 보고되고 있다. 그러나 이들 신용평가기관도 대부분 global player와 전

략적 제휴관계에 있거나 자회사 형태로 존속하는 것에 불과하므로 신용평가 산업은 전형적인 독과점적 시장구조로 볼 수 있다. White(2001)에 의하면 그 이유로 미국의 증권거래위원회가 신용평가 지정제도를 실시하면서 전국적인 네트워크 구축을 요구했기 때문이며 신용평가기관이 명성자본을 획득하기 위해서는 전세계적인 네트워크와 광범위한 전문인력을 요구한다는 점을 지적한 바 있다. 규모의 경제(economise of scale)와 범위의 경제(economise of scope)가 강하게 나타나는 산업이 바로 신용평가산업이라는 것이다.

이러한 사실은 BIS(2001)가 발표한 최근에 보고서에서 그대로 드러난다. 이 보고서도 주요 신용평가기관의 실태를 정확하게 파악하지는 못한 것으로 판단되는데 일단 소개하면 무디스는 2000년 6월 현재 14개국에 1,500명의 직원이 근무하며 전문 평가인력만 700명에 달한다. 5,000여개의 기업, 6,800여 공공기관 등 총 143,000여 기관을 대상으로 신용평가 서비스를 제공하고 있으며 평가대상 채권규모는 30조 달러에 이른다

S&P 역시 전문 평가인력만 700명이며 22개 해외지사를 설치하여 70개국을 신용평가한다. 평가대상 채권규모는 11조달러이며 38,000여 기관을 대상으로 신용평가 서비스를 제공한다. Fitch도 이에 못지 않게 40여개 해외사무소, 75개국 신용평가, 1,100명의 직원을 보유하는 global player로 급성장하였다.

신용평가기관의 핵심조건 가운데 하나인 소유구조를 살펴보면 무디스는 1962년 이후 Dun & Bradstreet사의 100% 자회사이며 S&P는 1966년 McGraw-Hill사가 100% 자회사이다. Fitch의 최대 주주는 Fimalac이라는 프랑스계 지주회사이다. 무디스와 S&P가 100% 자회사로 된 주요한 이유는 수입, 지출 등 영업실적을 공개할 의무가 없음을 물론 신용등급을 취득해야 할 의무도 없기 때문이다. 신용평가기관이 신용평가를 회피할 목적으로 자회사 형태로 운영하는 셈인데, 오늘날 신용평가기관의 신뢰성에 의문을 제기하는 측은 이러한 소유구조로 인한 독립성 취약을 거론한다.

<표 III-2> 주요 신용평가기관의 현황

평가기관	종업원	평가범위	소유권	평가대상	기타
JCR	74명	600	보험회사, 은행	35개국	global
R & I	140명	1,100	니케이신문		global
Moody's	1,500명	-	Dun&Bradstreet	100개국	global
S & P	700명 (평가인력)	-미국외 기업:3,478 -미국내기업:2,614	McGraw-Hill	86개국	global
Duff&Phelps	600명	-남미의 68%	독립	50개국	global
Fitch IBCA	1,100명	-미국외:10,163 -미국내:9,033 -금융기관:1,600 -보험사:700 -국가:67 -차치단체:17,000	FIMALAC (프랑스)	75개국	global

자료: BIS, Credit Rating and Complementary Sources of Credit Quality Information, 2000.

한편, 세계적인 신용평가기관이라 해도 지역별 비교우위는 다르다. 무디스는 아시아 지역에서 비교우위를 점하며 S&P는 남미지역에서 강점을 보인다. S&P는 남미 신용평가시장의 68%를 점유하는데 국가별 시장점유율은 칠레 64%, 멕시코 45%, 페루 75%, 콜롬비아 100%이다(BIS 2000). 일본계 신용평가기관은 제한적인 범위에서 세계적인 네트워크를 형성하고 있다. 한편, 보험회사만을 대상으로 하는 전문화된 신용평가기관으로는 유일하게 A. M. Best가 있다.

2. 우리나라의 신용평가기관

가. 일반 현황

우리나라 신용평가제도는 1980년대 들어와 직접금융시장이 확대됨에 따라

투자자 보호, 금리차등화, 금융기관의 자금운용 건전성 제고를 목적으로 정부주도하에 도입하였다. 1985년 9월에 정부주도하에 다수의 금융기관이 출자하여 신용평가제도를 도입하였는데 종금사, 투신사를 중심으로 한 제2금융권이 공동으로 출자하여 한국신용평가를 설립한 것이 우리나라 신용평가기관의 효시이다. 이후 1986년 9월에는 은행권이 출자한 한국신용정보가, 1987년 11월에는 한국산업은행이 출자한 한국기업평가가 신용평가시장에 진출하였다. 전년도에는 서울신용평가정보가 전문 신용평가기관으로 지정을 받아 2001년 8월말 현재 4개 신용평가기관이 활동중이며 미국과 일본의 신용평가기관과는 전략적 협조관계에 있다. 이들 4개 신용평가기관은 금융감독위원회의 “무보증사채 신용평가 전문기관의 지정 등에 관한 기준”에 의거하여 지정되었다. 이중 한국신용정보, 한국기업평가, 한국신용평가는 모든 무보증사채를 평가하며 서울신용평가는 ABS 및 CP에 한하여 신용평가업무를 수행한다.

<표 III-3> 국내 신용평가기관 현황

(2001년 3월 현재)

구 분	한 국 신용평가	한 국 기업평가	한 국 신용정보	서 울 신용평가정보
평가업무개시	85. 9	87. 11	87. 6	2000. 1
자 본 금	50억원	300억원	237억원	100억원
매 출 액 ¹⁾ (당기순이익)	128억원 (26억원)	229억원 (61억원)	594억원 (70억원)	239억원 (△29억원)
임직원수 (전문평가인력)	73명 (57명)	175명 (89명)	276명 (79명)	665명 (29명)
업무제휴기관	Moody's (98. 8)	Fitch (99. 1)	R & I (2000.4)	JCR (2000. 8)

자료 : 금융감독원(2000)

초기에는 가격규제에 따른 이자율 차등화가 어려웠으며 담보위주의 여신 관행, 보증채 위주의 회사채 발행, 투자자의 인식부족 등으로 제도정착이 미흡하였다. 그러다가 1990년대 들어와 신용평가의무제도 재도입, 복수신용평가제도 도입, 직접금융시장의 발달에 힘입어 신용평가제도의 활성화가 이루어지고 있다. 외환위기 이후에는 종금사, 카드사, 리스사 등이 발행한 채권에 대해서도 신용평가를 받도록 하는 등 신용평가 대상범위를 확대하였으며 자산유동화증권 발행의 활성화, 무보증회사채의 발행증가, 채권시가평가제의 전면시행 등으로 신용평가에 대한 수요가 증가하는 추세이다.

그동안 우리나라의 신용평가제도는 일정 요건을 구비한 신용평가기관을 전문기관으로 지정하는 “지정제도”를 운용하였으나 신용평가의 공공성을 중시하여 올 초에 허가제로 전환하였다.¹⁶⁾ 즉, 일정 요건을 충족하면 신용평가기관을 설립할 수 있는바, 기존에는 정부가 지정한 신용평가기관의 신용등급만을 인정하였으나 이제는 허가를 받은 신용평가기관의 신용등급은 모두 인정하는 체제이다. 이는 신용평가시장을 보다 경쟁적인 시장구조로 유도함으로써 평가결과의 신뢰성을 제고하려는 정책의도이다.

허가제의 세부적인 요건은 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」 시행령(제4조 제1항)에 적시하고 있는바 자본금, 전문인력과 평가업무에 필요한 전산설비 요건은 지정제도와 비교할 때 대폭 강화하였다. 기존에는 전문평가인력을 최소 10명 이상, 자본금이 10억원 이상을 요구하였으나 허가제하

16) 통상 신용평가기관은 등록의 인가 또는 허가의 형태로 나타난다. 인허가 조건은 국가별로 다소 다르지만 일반적으로 최소자본요건, 평가인력, 공시체계 등에 대한 제반 조건들을 요구한다. 미국의 경우 공인신용평가기관(NRSRO) 제도를 운용하므로 누구나 자유롭게 신용평가기관을 할 수 있으며 일본은 우리나라와 같이 지정신용평가제도이다. 지정신용평가제이란 국가가 신용평가실적, 자본 및 인적구조, 평가방법, 신뢰성 등을 종합적으로 판단하여 특정의 신용평가기관을 지정하고, 이 지정된 평가기관으로부터 받은 신용등급만을 인정하는 제도이다.

에서는 전문평가인력의 규모를 30명 이상으로 강화하면서 전문평가인력에는 공인회계사와 신용평가 유경험자가 각각 5명씩 포함되도록 허가기준을 대폭 보장하였다. 자본금 역시 10억원에서 50억원으로 상향조정하였는데, 이는 평가업무에 필수적인 전산, 자료 등의 인프라를 구축하기 위한 최소한의 물적 기반을 요구하기 위함이다. 전산설비 및 자료관리체제는 금융감독위원회가 별도로 정한다.

한편, 동법 시행령(제6조 제3항)은 신용평가기관의 독립성과 중립성을 보장하기 위하여 신용평가기관에 5% 이상 출자한 법인 또는 계열회사의 관계가 있는 법인이 발행한 유가증권에 대하여는 신용평가를 할 수 없도록 규정하고 있다.

<표 III-4 > 지정요건과 허가요건 비교

구 분	지 정 제	허 가 제
전문인력	·상시근무직원 10명 이상	·상시근무직원 30명 이상 ·공인회계사 5인 ·유가증권분석 유경험자 5인
자 본 금	·10억원 이상	·50억원 이상

나. 신용평가의 범위

현재 신용평가의 대상 혹은 범위는 기업어음과 무보증 회사채에 국한하여 이루어지고 있다. 이들 유가증권은 일차적으로 발행시장에서 일정 수준이상의 신용등급을 받아야 발행할 수 있도록 제한하고 있다. 유통시장에서는 증권사, 종금사, 은행 신탁계정, 투신사의 매매관련 규정을 적용하여 일정 수준이상의 신용등급을 받은 기업어음이나 무보증 회사채에 한하여 매출 또는 중개가 가능하도록 제한하였다. 이러한 제한조치는 자본시장을 안정화시키는 지렛대로 신용등급을 활용한다는 것을 말해 준다.

1) 발행시장

기업어음은 “종합금융회사 감독규정(제19조 및 제20조)에 의거하여 종금사가 매출 및 증개하는 무담보 어음을 발행한 기업은 하나 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가를 받아야 하며 최저 B 등급 이상이어야 한다. 또한 “자유금리기업어음(CP) 직접매입업무처리요령”에 따라 은행이 종금사를 통하지 않고 직접 할인하여 매입할 수 있는 CP적격업체는 2개 이상의 신용평가기관으로부터 A 등급 이상의 신용등급을 받아야 한다.

평가대상 채권은 “증권투자신탁업 감독규정(제62조 2항)”에 의거 “국채 및 정부가 원리금 지급을 보증한 채권, 지방채, 통화안정증권을 제외한 모든 무보증회사채”가 해당하며 의무적으로 2개 전문평가기관으로부터 신용등급을 받아야 은행과 투신사의 신탁재산에 편입될 수 있다. 이 규정에 따라 지방채는 의무적으로 신용평가를 받아야 할 필요가 없다. 물론 자치단체 스스로가 신용평가를 의뢰하거나 신용평가기관이 자의적으로 자치단체 혹은 특정 지방채의 신용위험을 평가하여 공시할 수는 있다. 그러나 기채승인제가 존재하는 한, 그리고 지방채도 신용평가 대상 채권으로 의무화하는 방향으로 증권투자신탁업 감독규정을 개정하지 않는 한 발행시장에서의 지방채 신용등급은 별다른 의미를 갖지 못한다.

한편, 자산유동화증권은 무보증사채에 준하여 1개 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가등급을 받아야 한다.

2) 유통시장

무보증회사채, 기업어음, 자산유동화증권 등 각종 채무증권들은 유통시장에서의 거래를 통하여 자금의 재배분이 이루어진다. 이때 신용위험의 정보가 불충분하면 합리적인 투자결정을 저해하여 금융시스템을 교란시키는 문제가 발생한다. 만약 유통시장에서도 신용등급을 매개로 신용위험의 정보가 공시

된다면 금융시스템을 안정화시키고 자금배분의 효율성을 기할 수 있게 된다.

이런 차원에서 우리나라도 유통시장에서의 신용등급 적격기준을 요구하고 있다. 발행시장과 달리 유통시장에서는 금융분업주의를 반영하여 금융시장별로 다르게 적용한다. 먼저 증권사의 어음 매매는 “증권거래법(제2조) 및 동법 시행령(제2조 제3항)”에 근거하여 재경부장관이 고시한 일정 신용등급 이상의 어음에 대해서만 가능하다. 종금사는 “종합금융회사 감독규정(제19조 및 제20조)”과 “종합금융회사 감독업무시행세칙(제11조)”에 의하여 신용등급이 B 이상인 무담보 기업어음만 매출하거나 증개할 수 있다.

<표 III-5 > 신용평가 관련 규정

금융기관	관련 규정	내 용
기업어음 신용평가		
종금사	종합금융회사 감독규정	무담보 매출어음 및 무보증 증개어음은 2개 이상 신용평가기관으로부터 신용평가를 받고 최저등급이 B 이상
증권사	재경부고시	상장법인 혹은 협회등록법인이 발행한 무담보어음 중 2개 이상의 신용평가기관으로부터 B급 이상의 신용등급을 받은 경우 직접매입 가능
은행	CP 직접매입 업무처리요령 (은행연합회)	기업어음 중 2개 이상의 신용평가기관으로부터 A3급 이상의 신용등급을 받은 경우 직접 할인매입이 가능
무보증 회사채 신용평가		
무보증채권 인수기관	유가증권 인수 업무에 관한 규정(금감위)	2개 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가를 받은 무보증채권에 한하여 인수가 가능
증권투자신탁의 무보증채 신용평가	증권투자신탁업법 감독규정	국채, 정부가 원리금 지급을 보증한 채권, 지방채, 통화안정증권을 제외한 모든 무보증채권은 2개 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가등급을 받아야 함

신탁계정의 경우 은행권과 투신사를 구분하여 감독하고 있는바, 은행 신탁계정은 무보증 사채와 보증사채를 막론하고 “신탁업 감독규정(제18조)”에 의해 2개 이상의 신용평가기관으로부터 신용평가를 받아야 한다. 다만, 무보증사채는 발행일로부터 3개월 이내에, 보증사채는 1년 이내에 받은 신용평가를 받아야 한다는 단서가 추가된다. 투신사 신탁계정은 “증권투자신탁업법 감독규정(제54조 제2항)”의 적용을 받는다. 무보증회사채는 은행 신탁계정과 동일한 규정을 적용 받으며 신종 MMF에 편입하는 CP는 A3- 이상으로 제한하고 있다. 어음은 신용평가와 관련한 별다른 규정을 두지 않고 있다.

앞의 <표 III-5>는 지금까지 설명한 신용평가의 범위를 요약 정리한 것이다.

제3절 신용평가의 체계

1. 세계적 신용평가기관의 신용평가체계

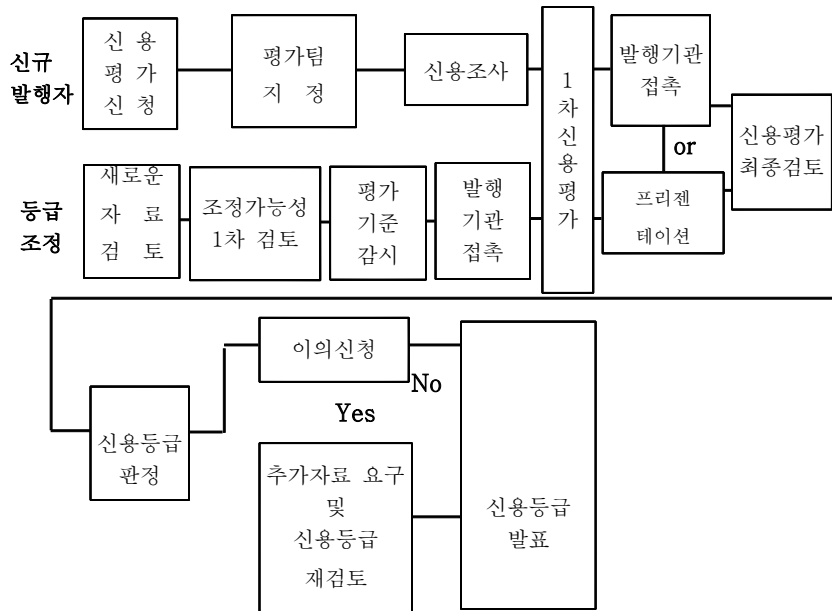
가. 신용평가 절차

일반적으로 신용평가 방법은 발행자가 요구하여 수수료를 받고 이루어지는 의뢰평가와 발행자의 의뢰와 무관하게 수수료 없이 행해지는 임의평가로 대별한다. 그러나 신용평가기관에 따라서는 의뢰평가와 임의평가의 구분이 명확하지 않을 수 있다. 임의평가는 평가대상자의 전면적인 협조가 어렵기 때문에 정보접근이 제약되고 신용등급 역시 정확성이 떨어질 수 있다. 이런 이유로 S&P는 “pi 등급”으로 표시하여 임의평가임을 나타낸다. 반면에 무디

스는 발행자의 의뢰가 없어도 공개정보나 시장의 평가로부터 신뢰성 있는 신용등급을 부여할 수 있다고 판단하여 의뢰평가와 임의평가를 구별하지 않고 공표하는 것이 특징이다.

의뢰평가는 다시 예비평가와 본평가로 구분한다. 예비평가는 기재계획이 결정되어 있지 않거나 사전준비 차원에서 발행하려는 채권의 등급이 어느 정도인가를 알아볼 목적으로 시행하는 평가로 유효기간은 통상 1년이다. 예비평가의 결과는 발행자가 원하지 않는 한 공표하지 않는게 원칙이다. 본평가는 구체적인 발행계획에 입각하여 해당 채권을 대상으로 신용도를 평가하며 평가결과는 투자자에게 공시해야 한다.

<그림 III-1 > S&P의 신용평가 절차



상기의 <그림 III-1>은 S&P 기준으로 본 신용평가 절차를 축약한 것으로 신규발행자에게 적용하는 의뢰평가와 기존 발행자의 신용등급이 상황변화로 인하여 조정할 필요가 있을 때 이루어지는 임의평가의 평가순서를 나타낸다. 하단의 순서도가 비록 S&P 기준이기는 하지만 무디스나 Fitch 역시 이 틀에서 크게 벗어나지 않으므로 세계적인 신용평가기관이 채택하는 신용평가의 절차로 이해해도 무방할 것이다.

이하부터는 주요 평가단계를 중심으로 평가내용과 흐름도를 설명하기로 한다.

■ 서면평가단계(1차 평가) : 신용평가 신청이 접수되면 평가기관은 전담 평가팀을 구성한다. 전담 평가팀은 신청자의 특성, 예컨대 산업적·기업적 특성에 맞는 전문가들로 구성한다¹⁷⁾. 신청기관은 평가기관에 요구하는 소정의 양식에 맞춰 관련 자료를 제출하며 전담 평가팀은 이 관련 자료를 기초로 서면상의 1차 평가를 실시한다.

■ 현지실사(2차 평가) : 서면평가에서 발견된 사항을 확인하고 미비점을 보완하기 위하여 의뢰기관을 실사한다. 평가팀은 신청기관을 방문하기 전에 준비할 수 있도록 몇 주 전에 일정을 잡으며 최근 3~5년간 재무제표, 사업보고서, 결산자료, 사업설명서, 채무자료, 업종별 협회나 국제기관에서 발행한 각종 자료, 정부기관의 보고서 및 통계자료를 중점적으로 체크한다. 평가팀은 현지실사시 반드시 최고경영자와 재무담당임원을 면담하는데, 그 이유는 의뢰기관의 핵심적인 영업·재무계획, 경영정책, 미래 전망에 대한 의견을 수렴하여 현금창출능력과 상환의지를 객관적으로 이해하기 위함이다.

17) 신용평가기관에 따라 다소간의 차이가 있지만 금융기관, 정부기관, 준정부기관, 기업, 구조화자금(structured finance) 등 5가지 내외로 구분하여 평가모형을 구축한다. 평가방법, 전담 평가팀 역시 이 그룹별로 따로 관리한다. 평가팀의 선임자는 관련 업종에 정통한 전문가를 등급평정위원회의 당연직 위원으로 참여한다.

제출자료는 각 신용평가기관이 정하는 양식에 기입하는 기초자료와 함께 다음과 같은 재무자료가 포함된다.

- 최근 3년간 감사보고서 및 결산서
- 경영진 이력서, 사업보고서, 영업보고서
- 최근 금융거래현황(여수신, 지급보증, 담보 등)
- 지급보증 및 담보를 제공한 업체의 감사보고서 혹은 재무제표
- 사업계획서, 합계잔액시산표
- 구조조정계획 및 실행내역
- 회사채 및 CP 발행한도 및 미상환잔액, 한도소진시 대응방안

■ 신용등급 예비평가 : 서면평가와 현지실사에서 확인한 내용을 기초로 평가팀 자체적으로 신용등급을 판정한다. 이때 현재는 물론 미래의 현금창출 능력과 채무흐름을 중시한다.

■ 신용등급 최종결정 : 평가기관은 평가위원회(rating committee)를 소집하고 전담 평가팀이 잠정적으로 결정한 신용등급을 공식적인 신용등급으로 확정하는 단계이다. 평가팀의 선임자는 잠정적으로 판정한 신용등급의 근거를 설명하며 평가위원회는 선임자의 의견과 평가기관의 평가기준 등을 감안하여 다수결 원칙에 입각하여 신용등급을 결정한다¹⁸⁾. 평가위원회의 역할은 신용위험 요소를 객관화시키고 전세계적 일관성을 유지하는데 있다. 평가위

18) 사실 이 부분에서 평가결과의 신뢰성에 이의를 제기할 수 있다. 모든 신용평가기관이 개략적인 평가방법을 소개하면서도 신용등급을 최종적으로 결정하는 평가위원회의 판정과정과 기준은 투명하게 공개하지 않는다. 공개된 판정기준도 만장일치제를 적용하며 평가위원의 주관적 판단이 상당부분 영향을 준다는 점에서 합리성을 결여하고 있다는 비판을 받는다. 신용평가기관은 이러한 비판에 대해 객관적 사실에 기초한 주관적 판단이라고 반박하고 있지만 평가위원회의 활동내역을 투명하게 공개하지 않는 이상 설득하기는 어려울 것이다. 무디스 스스로도 이러한 비판적 시각을 의식하여 최종결정단계를 black box라고 표현하고 있는데 대단히 시사적이다.

위원회는 평가팀 선임자, 부서책임자, 부사장이 반드시 참여하며 발행규모, 신용의 복잡성 등에 따라 위원회의 구성과 규모가 달라진다. 위원장은 중재자의 역할에 그치며 다른 위원과 마찬가지로 한표의 투표권만 행사할 수 있다 (Moody's 1999(b)).

■ **이의신청** : 평가위원회가 결정한 신용등급과 결정사유를 의뢰기관에 통보한다. 의뢰기관이 판정 결과에 승복하기 어렵다고 판단하면 평가기관에 이의를 신청할 수 있다. 이의신청은 반드시 증빙자료를 첨부하여야 한다. 평가기관은 이의신청이 이유가 있다고 판단하면 다시 평가위원회를 소집하여 증빙자료를 검토, 신용등급을 재심사한다. 그러나 이미 충분한 분석하에서 신용등급을 결정하였고 적시에 시장에 공개되어야 의미가 있다는 이유로 이의신청이 받아들여지는 경우는 흔치 않다.

나. 등급체계

신용평가기관은 1년 이상 장기채와 1년 미만 단기채로 분리하여 등급체계를 구성하고 있다. 장기채권등급은 기본적으로 채무불이행 확률과 손실비율을 측정한다. 채무불이행확률은 채무상환에 필요한 현금창출능력에 의존하며 손실비율은 채무불이행시 손실의 심각성에 대한 예측이다. 단기신용등급은 장기신용등급과 달리 채무불이행확률은 예측하지만 손실의 심각성은 고려하지 않는다. 즉, 단기채권은 신용위험의 성격이 다를 뿐 아니라 투자자 역시 원하는 정보가 다르기 때문에 장기채와 별도로 취급하며 신용등급 역시 다른 기호를 사용한다.

주요 신용평가기관이 사용하는 장기신용등급의 기호와 의미는 <표 III-6 > 과 같다. 무디스는 Aaa~C까지의 기호를 사용하나 대부분 S&P의 AAA~D 기호를 사용한다. 동시에 일정한 등급 범위내에서 한 등급을 3가지로 구분하는 등급 세분화를 시행하고 있다. 무디스는 Aa1, Aa2, Aa3 처럼 Aa~Caa

등급까지 1, 2, 3을 추가하며 S&P는 BBB+, BBB, BBB- 식으로 AA~CCC 등급까지 +/-를 추가하고 있다. Fitch도 S&P의 형식을 따르나 다만 AA~B 등급까지만 +/-를 추가한다.

<표 III-6> 신용등급 기호와 내용

신용등급	의 미
Aaa(Moody's) AAA(S&P) AAA(Fitch) AAA(JCR) Aaa(R&I)	·최상급이라고 판정한 채권의 신용등급 ·변제능력이 극히(extremely) 강하다 ·원리금의 지불을 보증하는 몇가지의 요소가 변화되는 것도 생각할 수 있으나 이러한 변화가 채권의 기본적인 안정성을 저해하지는 않는다
Aa(Moody's) AA(S&P) AA(Fitch) AA(JCR, R&I)	·종합적으로 상급으로 판정한 채권 ·변제능력이 매우(very) 강하다 ·최상급격 채권에 비하여 안정성, 변동성, 장기적 위험에서 다소 열위이다
A(Moody's) A(S&P) A(Fitch) A(JCR) A(R&I)	·중상위급 채권 ·변제능력이 강하긴 하나 정치적·경제적 상황변화로 부정적인 영향을 받을 가능성이 있다 ·원리금 지불의 확실성은 인정되지만 정치·경제환경의 악화등으로 영향을 받기 쉽다
Baa(Moody's) BBB(S&P) BBB(Fitch) BBB(R&I) BBB(JCR)	·중급으로 판정한 채권 ·적절한(adequate) 변제능력이 있다 ·현시점에서 원리금 지불이 확실하나 장래 정치·경제 환경의 변화로 상위등급의 채권에 비하여 원리금의 지불능력이 저하될 가능성이 강하다
Ba(Moody's) BB(S&P) BB(Fitch)	·투기적 요소가 강하다 ·장래 원리금 상환을 보장할 수 없으므로 주의 요망 ·투자부적격 대상

주 : 1) Moody's의 경우 Ba1, S&P는 BB+, R&I, JCR은 BB부터 투자부적격대상으로 분류함

다. 신용등급의 척도

위에서 설명한 신용등급 기호체계와 의미는 차입자와 무관하게 공통적으로 적용하지만 특정 등급으로 판정하는 기준 혹은 척도는 발행채권의 통화나 차입자의 국적 등에 따라 다르게 적용한다. 일반적으로 세계적인 신용평가기관은 국제기준과 국내기준으로 구분하여 신용등급을 판정한다.

국제기준 신용등급은 외화표시등급(foreign currency ratings)과 자국통화표시등급(local currency ratings)로 구분된다. 양자 모두가 각각의 화폐로 표시된 채무와 관련하여 상환능력을 나타내므로 위험수준이 다르다. 즉, 자국 표시 신용등급은 채무자가 속한 국가의 화폐로 행하는 상환능력을 나타내는데 반해 외화표시 신용등급은 외화로 행하는 상환능력을 가리킨다. 일반적으로 대부분의 신용평가기관은 자국통화표시 신용등급을 외화표시 신용등급에 비해 높게 설정하는데, 중앙정부(sovareign)가 자국내에서 과세권, 발권능력, 금융시스템에 대한 통제능력을 보유한 주체이지만 외화는 일국의 공권력으로 통제 가능한 범주를 벗어나기 때문이다.

이런 이유로 국가가 아닌 준정부(sub-sovereign), 민간기업, 금융기관의 신용위험은 국가 혹은 중앙정부의 신용위험보다 높다고 판단하며 이 원칙은 자국통화표시 채무이든 외화표시 채무이든 공통적으로 적용된다. 신용평가기관은 이를 국가신용등급 상한제(sovareign ceiling)라 지칭하며 외화표시 채무에서 엄격하게 적용하는 잣대이다. 예컨대 우량 민간기업이라 해도 외화표시채는 자국통화가 아닌 외환으로 상환해야 하며 이는 국가의 외환보유고, 거시경제적 성과, 정치적 안정성 등에 직접적인 영향을 받으므로 국가신용등급을 상회하기 어렵다는 현실을 반영한 것이다. 국제기준에 의한 국가신용등급은 미 재무부증권과 같은 초우량 채권을 기준으로 상대평가한 결과이다.

국내기준 신용등급은 오직 “해당 국가내”라는 영역에서 평가된 국가신용에 대한 상대적인 신용상태를 나타낸다. 국내기준은 해당 국가의 정부가 최고

의 신용을 보유한 주체로 간주하여 최상위 등급을 부여하고, 이와 비교한 차입자의 상대적인 신용도를 판단한다. 국내 신용평가기관이 발표하는 신용등급은 바로 국내기준이며, 무디스나 S&P도 역시 국내 신용평가시장에 진출하여 국내 차입자를 대상으로 신용도를 평가할 경우에는 이 국내기준을 적용한다.

<표 III-7 > 신용등급의 척도와 유형

구 분		개 념
국제기준	자국화폐표시	·자국화폐표시 채무 상환능력을 나타냄 ·통상 외화표시 등급보다 높게 책정됨
	외화표시	·외화표시 채무 상환능력을 나타냄 ·국가신용등급으로 이용됨
국내기준		·해당 국가에서만 이용이 가능함 ·자국 정부를 최상위신용으로 간주함 ·국가신용등급상한제 없음
독립등급		·기업의 순수한 신용상태에 의한 등급 ·외부 미공개
기업등급		·국가신용등급상한제 적용

2. 우리나라 신용평가기관의 신용평가체계

가. 신용평가 절차

어느 나라 신용평가기관이든 신용평가는 무디스나 S&P가 개발하여 오랫동안 유지해 온 평가절차를 따른다. 우리나라의 신용평가기관도 예외가 아니어서 세계적인 신용평가기관이 활용하는 평가절차에서 크게 벗어나지 않는다. 물론 국내 신용평가기관이라 해도 평가절차가 동일하다고 보기는 어렵지

만 핵심적인 과정과 순서는 대동소이하다.

먼저 구체적인 평가절차에 들어가기 전에 신용평가를 유형화할 필요가 있는데 평가시점을 기준으로 예비평가, 본평가, 정기평가, 수시평가 4가지로 구분할 수 있다. 예비평가는 부채수단의 발행을 계획하고 있는 발행기관이 금융시장의 변화에 대응하여 신속하게 발행할 목적으로 예비적으로 실시하는 등급평가를 말한다. 통상 예비평가임을 나타내기 위해 정식평가등급 부호 앞에 예비(preliminary)라는 의미의 P를 첨부한다¹⁹⁾.

본 평가는 평가의뢰시 공식적으로 실시하는 평가이다. 기업어음은 결산일로부터 특정 기간 이내에 실시해야 하며, 무보증 회사채는 발행시점에 평가하도록 되어 있다. 정기평가는 본평가등급을 받은 발행기관에 대하여 정기적으로 신용도를 평가하여 등급을 공시하는 제도이다. 기업어음은 결산일 기준으로 6개월 이내에, 무보증 회사채는 새로운 결산실적이 발표되고 난 후에 실시한다. 한편, 기존에 공시된 신용등급에 영향을 줄만한 상황변화가 발생할 수 있으며 기존 등급을 수정할 사유가 발생하거나 발생할 가능성이 높다고 인정될 때 투자자 보호를 위해 실시하는 평가가 수시평가이다.

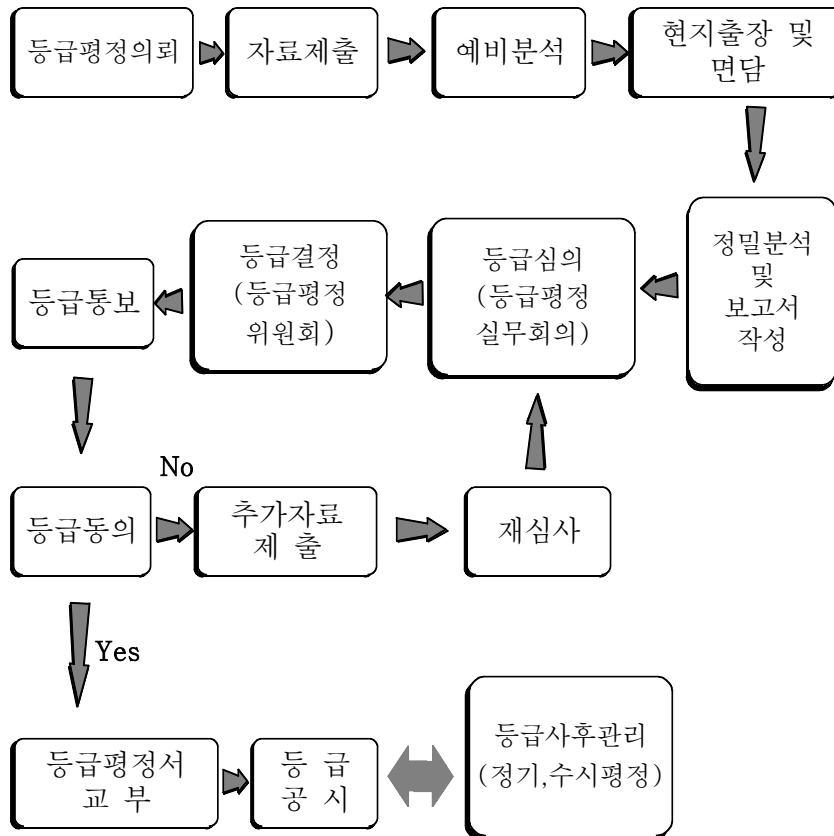
이들 각각의 평가는 공시의 시급성과 적시성에 따라 일부 평가단계를 무시할 수 있다. 다음은 본평가를 기준으로 할 때 취해지는 신용평가의 절차를 요약하여 도시한 그림으로 다음 단계를 거쳐 최종등급에 도달한다.

■ 예비분석단계 : 신용평가를 원하는 차입자는 신용평가기관에 수수료를 납입하면서 신용평가기관이 요구하는 평가자료를 제출해야 한다. 신용평가기관은 전담 평가팀을 구성한 후 제출 자료들을 근거로 일차 서면평가를 실시한다. 평가팀은 서면분석을 통하여 얻어진 문제의식과 보강작업을 위하여 실사과정을 거친다. 실사단계에서 실무자는 물론 최고경영진까지 광범위한 의

19) 예를들어 P-AAA, P-BBB와 같이 표기한다.

건을 청취한다.

<그림 III-2> 국내 신용평가기관의 신용평가 절차



■ 보고서 작성단계 : 평가팀은 서면평가와 현지실사 결과를 기초로 보고서를 작성한다. 보고서 작성시 평가팀은 현 수준은 물론 미래의 재무적·비재무적 분석을 정밀하게 실시한다. 이때 보고서에는 평가팀이 판단한 의뢰기관의 신용등급 결정내용을 담아내야 한다.

■ 등급결정단계 : 신용평가기관은 현지실사 후 2~7인으로 구성된 등급평

정위원회(rating committee)를 소집한다. 평가팀의 선임자는 분석결과를 등급평정위원회에 보고하는데 평가팀이 판단한 신용등급을 추천한다. 등급평정위원회는 추천된 신용등급, 보고서 등을 종합적으로 참작하여 최종 신용등급을 판정하는데 통상 다수결의 원칙에 따른다.

■ 등급통보 및 이의제기 : 결정된 신용등급을 의뢰기관에 통보한다. 의뢰기관은 통보 받은 신용등급에 이의가 있을 경우에는 증빙자료를 추가적으로 제출하여 재심사를 요청할 수 있다. 의뢰기관의 이의제기 논리가 합당하다고 판단하면 등급평정위원회를 재가동한다.

■ 등급공시단계 : 의뢰기관이 판정결과에 동의하면 등급평정서와 보고서를 교부하고 시장에 공시한다. 이후부터는 일종의 사후관리단계로 일단 신용등급을 받은 발행기관에 대해서는 정기평가나 수시평가 방식으로 등급조정 가능성을 감시한다.

나. 등급체계

국내 신용평가기관이 사용하는 신용등급은 S&P사와 유사한 형식으로 등급기호는 동일하다. 신용등급은 CP와 회사채로 구분하여 다른 기호를 사용하고 있다. 예컨대 CP는 A1, A2, A3, B, C, D 6등급 기호로 표시하며 A1~A3은 투자등급, B~D는 투기등급으로 간주한다. 특히 D등급은 상환불능상태임을 나타낸다. A2, A3, B 등급은 (+) 혹은 (-)를 추가하여 동일 등급내에서 우열을 세분화하고 있다.

회사채 등급 역시 S&P사와 유사한 기호를 사용하는데, AAA 등급부터 BBB 등급까지가 투자등급이며 BB 등급부터 D 등급까지가 투기등급이다. 여기서도 D 등급은 상환불능상태를 나타낸다. 회사채 역시 AA, A, BBB, BB 등급에는 (+) 혹은 (-)를 추가하여 등급을 세분화하고 있다. 다음 <표 III-8>

은 회사채를 대상으로 한 신용등급의 기호와 의미를 정리한 것이다.

<표 III-8 > 국내 신용평가기관의 회사채 신용등급 정의

등 급	한국신용정보	한국기업평가	한국신용평가
AAA	·원리금지급 확실성이 최고 수준 ·합리적으로 예측가능한 장래의 어떠한 환경변화 에도 영향을 받지 않음	·원리금지급 확실성이 최고 수준임	·원리금 지급능력이 최상
AA+ AA AA-	·원리금지급 확실성이 매우 높음 ·투자위험은 AAA에 비해 다소 열등	좌 동	좌 동
A+ A A-	·원리금지급 확실성 높음 ·급격한 환경변화에 다소 영향을 받음	·원리금지급 확실성 높음 ·장래 환경변화에 다소 영향을 받음	·원리금 지급능력 우수 ·상위등급에 비해 경제여건 및 환경변화에 쉽게 영향을 받음
BBB+ BBB BBB-	·원리금지급 확실성 안정 ·환경변화로 지급 확실성 저하 가능성이 있음	·원리금지급 확실성 있음 ·환경변화에 따라 저하될 가능성 내포	·원리금 지급능력 양호 ·상위등급에 비해 경제여건 및 환경변화에 지급능력 저하가능성 내포
BB+ BB BB-	·원리금지급 확실성에 당면 문제는 없지만 ·장래 안정성에 투기적 요소 내포	좌 동	·원리금 지급능력상 문제는 없으나 ·장래안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적 요소 내포
B	·원리금지급 확실성 부족하여 투기적	좌 동	·원리금 지급능력 결핍되어 투기적 ·불황시 이자지급 불확실
CCC	·채무불이행 가능성 내포 ·매우 투기적	·채무불이행 가능성 내포	·원리금 지급능력이 현재에도 불안 ·매우 투기적
CC	·채무불이행 가능성 높음 ·상위등급에 비해 불안요소가 더 많음	·채무불이행 가능성 높음	·상위등급에 비해 불안요소가 더 큼
C	·채무불이행 가능성 극히 높고 회복가능성 없음	·채무불이행 가능성 극히 높음	·채무불이행 가능성 높음 ·원리금 상환능력 없음
D	·원금 또는 이자 지급불능 상태	·채무불이행 상태	·채무불이행 상태

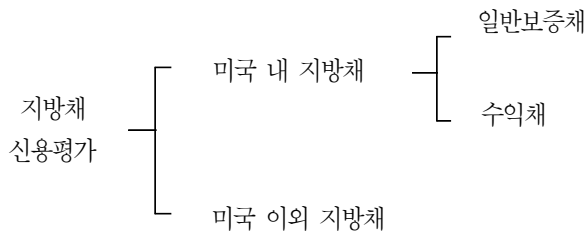
제 IV 장 지방채 신용평가방법

제1절 지방채 신용평가의 구조와 기준

1. 지방채 신용평가의 기본구조

신용평가의 대상채권은 평가기관에 따라 다소 상이하지만 대체로 기업, 은행, 보험회사, 미국의 공공재정, 미국이외 국가의 재정, 복합금융상품(structured finance) 등으로 구분한다. 다만, S&P만은 미국이외 국가의 재정을 정부(sov​er​eign)와 준정부(sub-sov​er​eign)로 분리하여 지방채를 중시하는 경향을 보인다.

다음 그림은 지방채 신용평가 체계를 정리한 것이다.



미국의 지방재정은 우리의 분석대상인 지방채를 지칭하므로 결국 세계적 신용평가기관들은 미국내 지방채와 미국이외 지방채로 구분하여 별도로 평가함을 알 수 있다. 세계적 신용평가기관들이 지방채를 미국과 미국 이외지역으로 구분하여 평가하는 이유는 다음 두가지로 설명할 수 있다.

첫째, 무디스가 1918년 최초로 미국내 지방채를 분석하였지만 다른 국가의 지방채는 1990년대 들어와 비로소 평가대상에 편입됨으로써 미국내 지방채와 미국 이외 지방채간에 평가경험상의 차이가 존재한다는 사실이다. 둘째, 지방채 평가기법이 미국의 지방재정을 근간으로 발전하였기 때문에 지방자치, 재정제도 등 제도적·사회적·경제적 여건이 다양한 세계 각국의 지방채를 동일선상에 놓고 비교평가하기가 어렵기 때문이다.

미국의 지방채는 일반보증채(general obligation bond)와 수익채(revenue bond), 특수채(hybrid and special bonds)로 재구분한다. 수익채²⁰⁾는 병원, 주택, 전력, 상하수도, 공항, 항만, 자원재생, 도로, 관광 등의 수익사업이 그 대상이며 특수채²¹⁾는 일반보증채와 수익채의 성격을 동시에 지니는 지방채이다. 상환재원이 조세수입인 일반보증채와 과세력이 담보되지 않은 수익채, 그리고 양자가 혼합된 특수채는 본질적으로 다른 차원에서 접근해야 하므로

20) 대표적인 수익채로 다음을 열거할 수 있다. 공항수익채(airport revenue bonds), 단독주택저당수익채(single family mortgage revenue bonds), 다세대주택수익채(multifamily revenue bonds), 병원수익채(hospital revenue bonds), 대학수익채(college and university revenue bonds), 공공전력수익채(public power revenue bonds), 자원재생수익채(resources recovery revenue bonds), 종합운동장 및 컨벤션센터수익채(sports complex and convention center revenue bonds), 항만수익채(seaport revenue bonds), 하수도수익채(sewer revenue bonds), 상수도수익채(water revenue bonds), 학자금대출수익채(student loan revenue bonds).

21) 대표적인 특수채로는 중하류층 임대주택건설자금으로 활용하는 연방저축대부보험공사 보증채(federal savings and loan insurance corporation backed bonds), 보험회사가 지방채 상환을 보증하기 위해 발행하는 보험채(insurance bonds), 임대료수입으로 지방채 상환을 보증하는 임대보증채(insured bonds), 노년층 장기주거시설재원용인 생활보호수익채(life care revenue bonds), 일반보증채나 수익채로 발행하였으나 제3자기탁금(escrow fund)으로 상환을 보장하는 상환채(refunded bonds), 자치단체가 심각한 재정위기에 처했을 때 구제할 목적으로 발행하는 구제금융채(troubled city bailout bonds) 등이 있다. 미국 지방채시장의 구조 및 특성, 주요 지방채상품에 대한 자세한 설명은 Fabozzi, Fabozzi and Feldstein(1995)을 참조하라.

독립적으로 평가하는 것이다. 또한 역사적으로 다양한 형태의 수익채와 특수채를 발행하였고 발행물량에서도 중요한 위치를 점한다는 점도 분리평가의 근거이다. 반면에 미국 이외의 지방채는 평가경험의 축적이 미흡할 뿐 아니라 발행물량도 충분하지 않아 일반보증채와 수익채를 구분하지 않는다.

2. 지방채 신용평가의 기준

그렇다면 무엇을 기준으로 평가하는가? 바로 이 부분이 지방채에 관한한 신용평가기관들이 직면하는 당면과제이다. 앞에서 언급한대로 모든 지방채는 어떤 발행자를 불문하고 상환재원이 상환능력을 가장 잘 대변하는 핵심적인 위치에 있다. 문제는 민간부문과 달리 지방채의 상환재원은 과세력에 의존하며 과세력은 다시 공공재정 일반으로부터 규정된다는 사실이다. 그리고 공공재정은 국가마다 독특한 제도적·경제적·사회문화적 여건에서 파생하며 이로부터 상환재원의 안정성이 결정된다.

신용평가기관은 이와 관련하여 최우선적으로 외화표시채권에 적용하는 국가신용등급 상한제(sovereign ceiling)로 판단한다. 국가신용등급 상한제란 특정 국가의 주권이 미치는 범위내에 있는 차주가 부채증권을 발행할 때 가장 높을 수 있는 신용등급은 해당 국가에서 외환위험(foreign currency default risk)이 가장 낮은 발행자의 신용등급으로 부여한다는 원칙을 지칭한다(Truglia 1999). 간단히 말해서 sovereign ceiling은 미국 이외의 발행자는 모국이 받은 신용등급 이상으로 신용등급을 받을 수 없다는 원칙이다. 그러나 국내자본시장에서 발행된 자국통화표시 지방채는 국가신용등급상한제를 적용받지 않는다. sovereign ceiling원칙을 적용하는 이유는 중앙정부만이 발권력과 과세력을 토대로 자국내 외화자산의 유동화 능력이 가장 우수할 뿐

아니라 자치권을 제한할 수 있고 자치단체의 상환능력이 거시경제적 환경으로부터 민감한 영향을 받는다고 믿는데 있다(Eddy, 2000).

두 번째로 중요한 기준이 일국의 지방자치제도하에서 이루어지는 재정분권화의 수준과 법적 체계이다. 바로 여기서부터 재산세위주의 과세체계와 수익채발행이 활발한 미국과는 차별화된 평가기준을 적용한다. 대부분의 국가는 미국과 달리 수익재 기반이 저조하며 과세체계도 현저한 차이를 보인다. 때문에 신용평가기관들은 중앙-지방간 재정관계에 일차적인 잣대를 대며 세부적으로는 지방재정조정제도의 내용, 기채승인제도의 존재 여부, 지방자치법을 중심으로 주요 법적 체계의 안정성을 중점적으로 파악한다. 이 세가지 요소로부터 신용의 질이 결정적인 영향을 받는다고 해석하는 것이다²²⁾. 여기에 지역경제의 다양성과 견고함을 추가적으로 분석한다. 여기서 핵심이 되는 것은 지역의 고용상황과 과세기반이며 특정부문에 대한 집중도를 특별히 주목한다. 다만 무디스는 채무현황, S&P는 경제적 기반, Fitch는 재정관리에 높은 가중치를 부여한다(Lam and Rapport 1987).

결국 미국이외의 지방채는 자치단체의 규모나 국가에 상관없이 동일한 평가기준을 적용하며 일국의 거시경제적, 규제적, 국제적 영향요인을 반영하여 지방채 신용등급을 결정함을 알 수 있다. 예외적으로 개도국과 체제전환국의 자치단체는 제도적 요인들이 급변하거나 부실한 자료를 제출하는 경향이 강하므로 법적 체계의 변화, 우발채무, 지방공기업의 실태, 정부간 재정관계, 통계자료의 신뢰성, 사회간접자본의 수요와 관리능력 등을 중점적으로 검토한다(Eddy and Fred 2000).

지금까지 우리는 신용평가기관들이 동원하는 지방채 신용평가방법의 공통

22) 엄밀한 의미에서 신용평가는 대상채권에 한정하지만 국가신용등급상한제와 함께 국가별 제도적·정책적 특수요인을 반영하므로 발행주체인 자치단체의 신용등급까지 포괄하는 광의의 의미를 내포한다.

적인 사항들을 살펴보았다. 지방채의 신용평가도 그 방법에 있어서는 기본적으로 기업이나 금융기관의 평가방법에 준하는 부분이 많다. 즉, 채무분석에 이용하는 정보의 종류는 다르기는 하지만 정보를 평가하는 기본적인 방법은 동일하다는 것이다. 또한 일단 신용등급이 부여되면 발행자나 해당증권의 신용도에 대하여 지속적인 사후관리가 이루어진다는 점도 동일하다.

반면에 지방채는 국공채의 일부로서 조세수입을 주력 상환재원으로 삼으며 상급정부와의 행재정 관계 속에서 다양한 형태의 이전재원을 보조받으므로 일반적인 채권과 동일하게 취급하기는 어렵다. 때문에 상환능력과 상환의지를 다른 기준에 입각하여 평가해야 할 필요성도 분명히 존재한다. 신용평가기관마다 평가철학과 정책, 평가요소별 우선순위에서 다소간의 차이를 보이지만 기채승인제도를 운용하고 있고, 외부 회계기관의 감사를 받으며 예산관리가 건실하고 지역경제의 성장능력과 다양성, 이전재정을 통한 예산지원, 채무비율이 낮은 자치단체는 신용등급에 긍정적인 영향을 준다는 점에서는 이론의 여지가 없이 분명하다²³⁾. 무엇보다 예산운영의 성과를 중요한 평가항목으로 설정하고 있다. 반대로 최근 5년 동안 2개년도 이상 예산적자가 발생했거나 과도한 단기채 의존도, 채무규모의 과중, 과거 채무불이행 경험, 예산관리 능력이 미흡하면 우수한 신용등급을 받기가 어렵게 된다.

이하에서는 세계적인 신용평가기관별로 구체적인 지방채 평가방법을 기술하고자 한다.

23) 신용평가기관들은 1970년대 뉴욕시의 재정위기를 시작으로 최근에는 오렌지 카운티의 파산신청에 이르기까지 일련의 사건들을 경험하면서 노하우를 축적해 왔다. 예컨대 뉴욕시 재정위기는 표면적으로는 인구감소, 재산세 감소 등의 경제적 문제로부터 촉발하였으나 그 이면에는 현금주의 회계제도, 과도한 단기채 발행, 비합리적인 재정관리, 내부통제의 결여가 근본적인 원인이라는 점을 신용평가기관들은 강조하고 있다.

제2절 신용평가 방법과 평가사례

1. Moody's

가. 평가방법

무디스가 평가하는 미국내 지방채는 주정부, 카운티, 시, 산하단체, 교통, 학교, 전력 등 일반보증채와 수익채, 특수채를 포함하여 총 17,000 종류에 달한다. 미국을 제외하면 22개국 95개 자치단체의 신용도를 평가하며 대부분 일반보증채 성격의 지방채이다. 1993년에는 56개 자치단체에 불과하였으나 1998년에는 95개로 대폭 증가하였다.

<표 IV-1> 지역별 지방채 신용평가 현황

지 역	1993년	1998년
북 미 ¹⁾	25	29
남 미	0	8
유 럽	24	47
아 시 아	7	11
합 계	56	95

주 : 1) 미국내 지방채는 제외

무디스가 평가하는 자치단체의 50%는 유럽권으로 단일통화시장의 탄생으로 국제자본시장 진출이 활발해지는 현실을 반영하고 있다.²⁴⁾ 신용등급은 평

24) 그러나 재정책임성과 분권화 수준이 높은 독일, 프랑스, 스페인을 제외하면 대단히 저조하다.

가대상 자치단체의 75%가 A등급 이상이다. 이는 유럽권 자치단체가 과반수를 점유하고, 개도국 역시 일정 요건을 충족한 자치단체에 한하여 국제자본 시장에 진출하기 때문으로 추측된다.

<표 IV-2> 지방채 신용등급 분포 현황

Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B
15% (14건)	39% (37건)	20% (19건)	4% (4건)	4% (4건)	18% (17건)

자료 : Yves, Truglia and Samuel(1998)

무디스는 지방채 신용등급 결정시 5가지 요소 - 경제적 기반, 예산운영성과, 채무현황, 제도적 요인, 정부구조 및 정치적 요인 - 를 반영한다²⁵⁾. 무디스는 이 5가지 요소를 동등한 위치로 규정하지 않고 가장 취약한 요소의 신용등급을 최우선적으로 반영하는 이른바 취약요소 연계방식(weak link approach)을 취한다. 이때 지방채시장의 참여자들이 위험회피적인 특성을 보인다는 사실에 주목하여 채무불이행위험과 전환위험(transition risk)²⁶⁾에 더 많은 가중치를 부여한다(Watson etc. 2000). 또한 일반 채권에 대한 신용평가와 마찬가지로 정성적인 요소도 경시하지 않는다. 무디스의 지방채 평가기준에 대해서는 다음 <표 IV-3 >에 요약하여 정리하였다.

25) 5개 요소별 지표들에 대해서는 Yves, Truglia and Samuel(1998)를 참조하라.

26) 신용등급 하락으로 부담하는 위험을 말한다.

<표 IV-3> Moody's의 장기 지방채 평가

구분	평가요소	평가항목
경제적 기반	<ul style="list-style-type: none"> ·인구통계 ·소득수준 ·주택사정 ·주요 납세자 정보 ·주요 고용자 정보 ·노동시장의 성격 	<ul style="list-style-type: none"> ·연령구성, 취업율, 취학율 등 ·소득의 중간수준, 1인당 소득 등 ·주택가격, 건축연수, 주택보유비율 등 ·세수기반의 안정성 및 다양성 ·해당 지역 고용의 안정성 ·전국대비 해당지역 총취업자수 및 실업율
채무현황	<ul style="list-style-type: none"> ·부채내용 ·상환재원 조달 ·채무관리 적절성 	<ul style="list-style-type: none"> ·부채총액, 부채의 종류, 상환일정 등 ·지역인구, 과세기반, 개인소득, 해당 지역 과세자산의 추정 시가평가액 ·과세기반의 성장전망, 장단기부채비율
예산운영 성과	<ul style="list-style-type: none"> ·재정관리능력 ·재정정책의 성격 ·재정의 유연성 	<ul style="list-style-type: none"> ·세입과 세출의 균형, 결산과 예산의 격차 적정 지불능력의 유지 ·보수적 또는 팽창적 ·잉여자금 축적정도(통상 예산총액의 5% 정도)
제도적 요인	<ul style="list-style-type: none"> ·자치단체 구조분석 ·지방세제 ·법적 규제 	<ul style="list-style-type: none"> ·권한의 집중 또는 분산, 예산에 대한 권한 및 책임소재, 정책의 일관성 및 연속성 유무 ·자산의 가치평가액 또는 세율의 변경, 징수된 세금의 비율, 신탁증서, 관련법령, 조례 등 ·자금이동에 관한 조항, 향후 추가채무기준, 필요준비금, 수수료·사용료

이처럼 무디스는 지방채 신용위험 평가시 계량적·비계량적 기법을 구분하지 않고 광범위하게 동원한다. 계량적 평가는 주로 다음의 지표들을 중심으로 이루어지며 비계량적 기법은 5가지 요소의 성격에 따라 신축적으로 이루어진다.

■ 재정운영관련 지표

○ 용어정의

- 자체수입 : 자치단체가 징수하는 수입으로 지방세, 사용료·수수료, 투자수입, 이전재원을 지칭함
- 총수입 : 자체수입 이외에 모든 기타수입
- 총지출 : 경상지출 + 자본지출
- 재정흑자 : 총수입 - 총지출

○ 지표

- 자체수입 / 총수입, 이전재원 / 총수입, 이자상환 / 총수입, 재정흑자 / 총수입
- 자본지출의 재정흑자 / 총수입

■ 부채관련 지표

○ 용어정의

- 총채무 : 직접채무 + 우발채무
- 순채무 : 총채무 - 우발채무 - 감채기금
- 순외채 : 환율변동을 반영한 외채
- 단기채 : 1년 이하 채무

○ 지표

- 1인당 순채무, 순채무 / GDP, 순채무 / 총수입, 순외채 / 총채무, 단기채/총채무

1) 제도적 요인(institutional framework)

먼저 자치단체 신용도에 영향을 주는 국가 전체의 제도적 요인을 분석한다. 극단적으로는 중앙정부가 지방채 상환을 명시적으로 보증하기도 하는데, 이 경우 국가신용등급이 바로 지방채 신용등급이므로 분석은 간단해진다. 그러나 명시적으로 상환을 보증하는 경우는 거의 없으므로 지방채 신용등급에 영향을 주는 요인들을 식별하여 분석하기 시작하며 자치단체 활동에 대한 중앙정부의 감독범위가 중요한 위치를 점한다. 엄격한 예산준칙, 채무감독, 과세권에 대한 승인 등이 영향력을 행사하며 이들에 대한 통제권을 중앙정부가 보유하면 채무위기의 잠재성을 감소시키는 것으로 간주하여 신용도에 긍정적인 효과를 미친다.

일본이나 유럽의 상당수 국가들은 강력한 감독체계를 견지하고 있는바, 이러한 통제는 금융위기나 채무위기의 잠재성을 감소시킨다²⁷⁾. 피상적으로는 중앙집권적인 체제일수록 신용평가에 유리하게 작용할 것으로 생각할 수 있지만 반드시 그렇다고 보기는 어렵다. 분명히 중앙정부의 통제력이 강하면 재정위기가 즉각적으로 정책지원이 뒤따를 것이고 결과적으로 신용위험의 방어기제로 작용하는 게 사실이다.

그러나 시장은 강력한 감독체계와 명시적인 채무보증을 동일하게 받아들이지 않는다. 명시적인 채무보증 없으면 시장은 중앙정부가 즉각적으로 구제금융을 지원할 것으로 확신하지 않으며 설사 중앙정부가 개입한다 해도 상환지연의 문제는 남는다. 다른 한편으로 중앙집권체제가 우수한 감독체계를 지녔다 해도 분권적 정치구조에 비하여 더 나은 정책지원이 이루어질 것이라고 단정할 수도 없다. 분권적 정치구조도 이전재정을 통하여 강력한 재

27) 대표적인 국가로 프랑스를 거론할 수 있다. 프랑스는 세계적으로 최상위권의 기채 자율권을 보장하고 있지만 경상수지균형을 요구하며 동시에 지방채 발행을 자본지출 형태로 제한하고 있다.

정지원이 가능하기 때문이다. 예컨대 부유지역의 재정자원을 빈곤지역에 이전함으로써 수평적 재정형평성을 도모하거나 채무상환과 관련해서 자치단체의 책임을 강화시킬 수 있다.

무디스는 대표적인 비교사례로서 독일과 캐나다를 거론한다. 독일의 수평적 재정조정시스템, 특히 헌법정신과 통합원칙은 자치단체간 신용도 격차를 완화시키는데 결정적인 기여를 한다고 평가한다. 반면에 캐나다는 독일과 같이 정교한 재정조정시스템을 운용하고 있지만 중앙재정에 대한 의존도가 너무 커서 중앙재정의 위기가 바로 지방재정의 위기에 전염될 우려가 높고 수평적 재정조정원칙에 대한 신념이 미약하여 신용도가 취약한 자치단체가 상존한다는 것이다.

2) 경제적 기반(economic fundamentals)

일단 제도적 요인에 대한 분석을 완료하면 다음 단계에서는 자치단체에 내재하는 본질적인 특성을 분석한다. 무디스는 본질적 특성 중에서 경제적 기반을 우선적으로 중시한다. 그 이유는 경제적 기반이 세입의 결정요소이며 궁극적으로는 상환능력에 절대적인 영향을 미친다고 보기 때문이다. 무디스는 이러한 인식하에 경제적 기반 및 다양성, 그리고 주요 산업의 경쟁력을 평가하며 특히, 현재의 경제적 기반이 미래에도 지속될지 여부를 중시한다.

예컨대 지역경제가 특정 산업에 과도하게 의존하는가? 핵심산업은? 핵심산업이 미래에도 경쟁력을 유지할 수 있는가? 등의 질문을 염두해 두고 이 부분을 중점적으로 검증한다. 특정 산업에 대한 과도한 의존도는 국내경제 및 국제경제의 변동에 취약한 구조이며 결과적으로 세입기반을 잠식할 우려가 높다고 본다. 이에 대해서는 국내 및 해외로부터의 경기변동에 대한 충격, 감염효과(contagion effect)를 분석하여 실증적으로 규명한다. 무디스는 특히 핵심산업의 미래 경쟁력을 분석함으로써 앞으로의 현금창출능력과 지

역경제의 기반을 평가한다.

단기적으로는 노동공급, 노동력의 질, 빈곤구조 및 연령구조에 영향을 주는 지리적(지정학적) 여건 등 노동시장 및 인구통계학적 특성도 중시한다. 지역경제를 가장 잘 대변하는 지표가 바로 인구규모와 질적 특성이라고 보는 것이다. 인구관련 데이터는 무디스 뿐만 아니라 모든 신용평가기관이 중시하지만 무디스는 노동시장과 연계시켜 지역경제의 경쟁력을 보완하는 보조지표로 적극 활용한다는데 차이가 있다. 예를 들어 비슷한 인구규모의 자치단체와 비교할 때 인구노년층이나 빈곤층의 비중이 높다면 이 자치단체의 노동경쟁력은 취약하면서 사회복지분야의 재정수요 압박이 크다는 의미이므로 신용위험은 증가한다.

3) 예산운영성과(budgetary performance)

지방재정을 분석할 때 무디스는 먼저 예산제도에 근거한 세입 및 세출구조를 파악한다. 이때 세입의 안정성, 예산규모의 변동성, 세율결정권한, 재정분권화 수준 및 이전재원 의존도 등이 예산운용의 기초자료로서 중시하는 판단요소이다. 지출구조에서는 계층별 기능을 토대로 재정운용의 신축성이 잣대가 된다. 지출구조가 신축적일 수록 재정불균형시 지출조정능력이 크다고 간주하는 것이다. 이와 함께 지출요인의 동태적 특성을 분석한다. 다른 자치단체와 비교할 때 지리적 특수요인과 같이 지출구조상 불리하게 작용하는 요인은 없는지, 사무배분으로 인하여 추가적인 재정수요가 유발될 가능성은 어느정도인지 등을 세밀하게 점검한다.

재정구조를 파악하면 구체적으로 예산운용의 성과를 측정하는 단계에 돌입한다. 무디스는 다른 신용평가기관과 달리 상대적으로 예산성과를 강조하는데, 자체세입으로 경상경비나 채무상환비를 어느정도 충족시키는가가 핵심적인 지표로 기능한다. 이를 위하여 선행적으로 경상지출과 자본지출을 구분

한 후 자본지출의 재원확보능력, 특히 자체적인 재원조달 능력을 평가한다. 이에 근거하여 무디스는 당연히 자체재원 조달비율이 높고 채무의존도가 낮을수록 신용도가 높다고 판단한다.

무디스는 과거의 예산성과 못지 않게 미래의 중장기 예산운영기조를 더중시한다. 중장기 정책목적과 이 정책목적의 현실성이 중요하며 중장기적 관점에서 몇가지 시나리오하에 시뮬레이션을 시도하여 예산운영의 성과와 수지균형을 분석한다. 만약 수지불균형이 발생한다면 이것이 순환적 요인인지 아니면 구조적 요인으로부터 비롯된 것인지를 판단하여 이에 대한 자치단체의 정책대응과 향후 채무동향을 면밀히 검토한다.

4) 채무현황(debt profile)

채무분석과 관련해서는 지방채 발행제도와 관련한 법령을 우선적으로 검토한다. 즉, 어떤 법적 체계하에서 지방채의 발행이 이루어지고 상환책임이 주어지는지를 파악한다. 무디스는 이와 관련하여 해당 지방채의 변제의무와 다른 지방채의 변제의무가 동일한지 여부, 채무보증의 형태 등을 필수적으로 파악한다. 우리나라의 환경에서는 이해하기 어렵지만 다종다양한 지방채를 접촉하는 무디스의 입장에서는 특이한 형태의 지방채를 염두하면서 신용도를 평가한다.²⁸⁾

일단 법적 체계가 명확하게 정리되면 그 다음에는 채무의 특징을 분석한다. 우선 총채무의 규모를 파악한 후 세입기반과 지역경제을 기준으로 상대

28) 예를들어 남미지역의 일부 자치단체는 중앙정부가 앞으로 보조할 것으로 기대하고 이 이전재원을 가지고 상환하겠다는 약속하에 지방채를 발행하는 경우가 있다. 경우에 따라서는 특정의 이전재원을 구체적으로 지목하기도 한다. 신용평가기관의 입장에서는 미래의 특정한 이전재원을 담보로 지방채를 발행하는 것이므로 과세권을 담보로 한 일반적인 지방채와는 변제의무, 즉 신용위험이 다르다고 판단한다.

적인 채무부담의 크기를 분석한다. 채무구조 역시 중요한 검토 사항인데 만기구조, 차입조건, 차환채 가능성 등이 대표적인 요소들이다. 계속사업의 경우 지속적인 재원조달가능성을 중시한다. 외환위험이 상존하는 외화표시 채무는 관리수준, 차입규모, 사용하고 있는 헷지수단이 적절한지 등을 검토하여 채무구조의 특징을 도출한다.

채무실태 분석에서 핵심적인 내용 가운데 하나로 간주하는 것이 바로 우발채무(contingent liabilities)이다. 자치단체가 직접 발행한 지방채도 중요하지만 산하기관(지방공기업 등)의 채무도 신용위험에 직접적인 영향을 미친다는 점을 간과하지 않는다. 무디스는 캐나다, 프랑스, 오스트레일리아, 남미의 자치단체에서 우발채무의 영향력이 크고 실제로 신용도에 영향을 준 역사적 경험을 평가방법에 반영한 결과이다.²⁹⁾

5) 정부구조 와 정치적 요인

마지막으로 자치단체 재정운영에 영향을 주는 정부구조, 지방자치제도, 정치적·사회적 환경도 관심사항이다. 무디스는 경제적·재정적 실천프로그램을 성공적으로 추진하는데 반드시 요구되는 행정부의 권한과 책임, 입법능력을 중시한다. 행정부의 권한과 책임, 정치적 합의는 재정위기시 결정적인 요소로 작용한다. 집권세력의 정치철학 및 정책의지, 추진력, 야당과의 정치적 역학관계에 따라 정책프로그램이 영향을 받으며 이는 궁극적으로 상환능력

29) 캐나다 사카치완(Saskatchewan)주의 경우 산하 공기업의 우발채무가 20억 캐나다달러에 달하여 총채무가 세입의 20%로 급증하였으며 아르헨티나의 멘도자(Mendoza)주는 1995년 산하 지방은행의 채무로 채무부담율이 4%에서 15%로 급증하였다는 점을 지적한다. 우발채무로 인한 채무불이행 혹은 신용등급 하락은 남미의 아르헨티나, 브라질에서 실제로 발생하였으며 브라질은 제도적으로 용인된 주정부산하 은행의 자금운용 실패로 채무불이행을 경험한바 있다. 이에 대해서는 Wildasin(1997)을 참조하라.

을 규정하는 요소로 작용한다고 판단하는 것이다. 정부구조의 기계적인 측면 이외에 정치적 역동성과 사회적 환경을 반드시 분석하는 것은 자구노력의 현실성과 추진력이 이로부터 결정된다고 믿기 때문이다.

나. 등급체계

무디스의 지방채 신용평가등급은 Aaa에서 최하 C까지 9단계로 이루어진다. 지방채 등급체계는 무디스의 일반적인 등급체계(기호와 의미)와 동일하다. 상위 4등급(Aaa, Aa, A, Baa)을 투자등급(investment grade)으로 간주하며 Aa1, A1, Baa1, Ba1, 그리고 B1 등으로 표시한다. 하위 4등급(Ba~C)는 투기등급(speculative grade)이며 신용위험이 큰 지방채들이 여기에 포함된다. 한편, 1994년부터는 산업개발과 공해방지를 위해 발행하는 지방채는 Aa부터 B까지 1, 2, 3을 붙여 각각 상위, 중위, 하위 신용도를 나타낸다.

지방채도 다른 채권과 마찬가지로 장기채, 어음(municipal note)으로 구분하며 특수한 형태로 존재하는 면세지방상업어음(tax-exempt commercial paper)³⁰⁾을 추가시켜 신용위험을 평가한다. 다음 <표 IV-4>은 무디스의 장기 지방채 신용등급 체계로 핵심적인 내용위주로 정리하였다.

30) 자치단체가 발행하는 연방이자소득세가 면제되는 상업어음으로 만기는 1일에서 270일까지이다.

<표 IV-4 > 무디스의 장기지방채 신용등급 체계

등 급	의 미	
투자 등급	Aaa	최우수등급 : 최소의 신용위험 수반
	Aa	우수등급 : Aaa에 비해 신용위험이 큼
	A	중상등급 : 안전성이 적당하나 손실의 우려가 있음
	Baa	중 등 급 : 안정성이 높지도 낮지도 않음
투기 등급	Ba	투기등급 : 신용위험 보호장치가 보통임
	B	비권장등급 : 매일매일의 경제환경에 민감하게 반응함
	Caa	열위등급 : 채무불이행 상태에 있으나 실질적인 해결책은 있음
	Ca	고도의 투기등급 : 채무불이행 상태에 있으나 명목상 해결책이 있음
	C	절망적인 채무불이행 상태

어음(단기지방채)에 대한 신용등급은 4등급 체계이다. MIG1은 최우수등급이며, MIG2(우수), MIG3(보통), MIG4(열등)이다. 면세지방상업어음은 3등급 체계로 최우수등급은 prime 1(P-1)이며, 우수등급이 prime 2(P-2), 보통이 prime 3(P-3)이다(Fabozzi, Fabozzi, and Feldstein 1995).

한편, 평가대상 채권에 신용위험에 영향을 주는 기초적인 요소가 변했을 때 무디스는 신용등급을 조정한다. 이자율, 환율 등의 거시지표나 발행기관의 기초적인 상황능력에 근본적인 변화를 보일 때 공식적으로 등급검토에 들어간다.³¹⁾ 조정방향은 상향조정(upgrade), 하향조정(downgrade), 불확실(direction uncertain) 3가지로 구분한다. 결정된 조정방향은 무디스가 정기

31) 무디스는 등급조정 사유가 발생하면 공식적인 등급심의위원회를 소집한다. 동 위원회는 당초 평가팀의 선임자를 비롯한 최소 4명으로 구성하며 결정이 나면 발행기관과 언론매체에 결정내용과 사유를 통보한다.

적으로 발행하는 watchlist에 수록한다.

위의 <표 IV-4>에서 제시하는 장기지방채 신용등급의 의미는 채무불이행 확률과의 관계를 통해서 보다 단순명료하게 이해할 수 있다. 다음 <표 IV-5>는 신용등급과 채무불이행 확률간의 matrix로 과거 70년간의 경험치로부터 유도된 결과물이다. 먼저 최우수등급인 Aaa 등급은 지방채 발행 후 5년 이내에 채무불이행에 직면할 확률이 0.1%이며 20년 이후에도 2%에 불과하다는 사실을 설명해 주고 있다.

<표 IV-5> 신용등급과 채무불이행 확률

신용등급	발행후 5년	발행후 10년	발행후 20년
Aaa	0.1	0.8	2.2
Aa	0.4	1.1	2.6
A	0.5	1.7	4.8
Baa	1.7	4.5	11.4
Ba	11.4	20.9	37.7
B	28.6	43.9	51.5
investment	0.8	2.4	6.4
speculative	17.7	28.3	43.0

이와는 정반대로 투기등급은 채무불이행 확률이 급증하기 시작하는데 발행 후 5년만에 Ba 등급은 11%, B 등급은 30%에 달한다. 발행후 5년 기준으로 볼 때 채무불이행 확률은 B 등급이 Aaa 등급에 비해 무려 286배나 높으며 시간을 연장하여 발행 후 20년을 기준으로 해도 25배의 차이가 발생한다. 결국 B 등급은 Aaa 등급과 비교할 때 신용위험이 25배 크다는 의미로 받아들일 수 있다.

다. 평가사례

우리나라 지방채에 대한 무디스의 신용평가는 현재 달러화표시 채무를 발행한 서울과 대구에 대해서만 이루어지고 있다. 서울과 부산의 신용등급은 국가신용등급 상한제 적용을 받아 국가신용등급과 동일한 Baa2로 중상등급 바로 이전 단계이다. 원화표시채무의 신용등급은 이보다 한 단계 낮은 Baa1이며 이 역시 국가신용등급과 동일하다. 등급전망은 상향조정으로 이는 무디스가 향후 우리나라의 국가신용등급과 서울의 신용등급을 한 단계 높일 가능성이 높다는 것을 말해준다. 한편, 이들 자치단체가 단기채는 발행한바 없어 단기채에 대한 신용평가는 이루어지지 않았다.

<표 IV-6 > 무디스의 우리나라 지방채 신용등급

		국가신용등급	서울	대구
장기채	외화표시	Baa2 (상향조정)	Baa2 (상향조정)	Baa2 (-)
	원화표시	Baa1	-	-
단기채		-	-	-

다음은 서울시를 대상으로 한 신용평가 요약문으로 무디스의 지방채 신용평가방법을 체감적으로 확인할 수 있다. 서울시의 신용등급은 안정적인 재정 운영에도 불구하고 우리나라의 국가신용등급에 구속되고 있으며 지하철 등 대규모 공공사업으로 인한 현금흐름의 추이를 면밀하게 분석하고 있다. 또한 서울이 지니는 정치적·경제적 위상을 높게 평가하고 있음을 분명히 지적하고 있다(Moody's 2000).

■ 신용등급 의견(opinion)

- 서울의 외화표시채 신용등급은 Baa2임. 이 신용등급은 서울시가 한국 내에서 차지하는 정치적·경제적 위상을 반영한 결과임
- 외환위기 동안에 주요 투자사업을 재검토하였을 뿐 아니라 경상경비의 구조조정을 실시함으로써 비용을 절감하였음
- 경제회복으로 세입이 증가하고 채무절감을 유도하였으나 향후에도 지속적인 지출억제를 통하여 재정적 안정성을 유지해야 함
- 중기적인 관점에서 서울시의 채무는 적정 수준임
- 자치단체의 자율성이 신장되어 왔으나 중앙정부는 여전히 강력한 감독체계를 행사하고 있음
- 중앙정부가 지방채를 명시적으로 보증하지 않지만 예산편성과 기채승인 감독권을 확대하고 있음. 따라서 자치권의 자율성이 확대될 경우 서울시 신용도는 내부적인 재정성과와 경제적 안정성을 중시할 것임

■ 경제회복과 구조조정

- 외환위기 이후 서울시의 지역경제와 재정운영은 회복하고 있는바, 이는 한국경제의 활력과 함께 서울시 자체의 긴축재정에 힘입은 결과임
- 1999년 서울의 경제는 활력을 되찾았으며 특히, 건축허가건수가 크게 개선됨. 그 결과 지방세 수입은 10% 이상 증가함
- 본청은 물론 지하철공사등 산하기관 전반에 대한 대대적인 인력조정으로 1,770억원의 경비절감 효과를 거둠
- 경제위기의 여파로 주요 지방채사업을 축소하였으며 민간투자를 적극적으로 유치하고 있음

■ 투자사업의 확대와 기채사업의 축소

·공원, 고속화 도로, 지하철, 주택, 상하수도 분야에 대한 투자사업을 계획하고 있음. 이들 사업은 지역경제 활력을 촉진시킬 목적으로 추진하고 있으나 이 중에는 수익자부담과 중앙정부 보조금으로 재원을 조달하는 사업도 있음

·지하철체계의 개선과 월드컵 경기를 대비한 투자사업의 수요가 지속적으로 발생하고 있음. 2단계 지하철사업 완료 후에도 3단계 사업이 2001년부터 착수되며 월드컵 경기장의 투자재원은 서울시가 30%를 조달해야 함

·서울시는 지방채사업을 재조정하여 채무감축에 돌입하였음. 2003년 채무잔고는 1999년대비 9% 저하시킬 계획임

·이 계획에 따르면 2003년 연간 지방채 발행액은 1999년 발행액의 1/3 수준으로 하락함

·법적인 발행한도는 없으나 중앙정부가 기채승인권엔 근거하여 서울시의 채무동향을 면밀하게 감독하고 있음

2. Standard and Poor's

가. 평가방법

S&P는 현재 미국 이외 25개국 100개 이상의 자치단체를 신용평가하고 있다. 신용평가시 적용하는 기준은 자치단체의 국적과 규모를 불문하고 동일하며 원칙적으로 미국내 자치단체에 적용하는 평가방법을 준용한다. 경제적·제도적·행정적 요인을 비롯하여 예산성과 및 재정적 유연성, 재무실태에 주목한다. 다만 미국과 다른 제도적·경제적 환경을 반영하여 국가별 특수성을

가미하지만 국제적 영향요인, 중앙-지방간 재정관계, 거시경제를 둘러싼 환경은 S&P가 공통적으로 반영한 요소들이다(S&P, 1999).

S&P역시 무디스와 마찬가지로 국가신용등급을 우선적으로 고려하여 지방채 신용도를 평가한다. 이 점에 대해서 S&P는 무디스와 다소 다른 논리를 제시하는데, 중앙정부가 과세권과 발권력을 수단으로 대외채무의 우선적인 변제권을 행사한다는 점에서는 무디스와 동일하게 인식한다. S&P는 여기서 더 나아가 중앙과 지방간의 행재정관계에서 중앙정부는 자치단체의 세입과 세출을 제한할 수 있다는 점, 거시경제적 환경이 중앙정부의 경제정책의 부산물이라는 점을 추가한다. S&P가 무디스에 비하여 국가신용등급 상한제 고수의지가 강하다는 것을 알 수 있다. 최근에 발표된 무디스 보고서는 신흥국가, 남미국가의 특수한 사례를 거론하면서 상황에 따라서는 국가신용등급 상한제를 신축적으로 응용할 수 있다는 점을 피력한바 있다³²⁾.

S&P의 지방채 신용평가는 채무요인, 지역경제, 지방자치제도에 따른 행정적 요인, 재정운영 4부분으로 구분하여 이루어진다. 구성요소는 무디스와 별반 차이가 없지만 채무요인을 더 중시한다는 특징을 보인다. 예컨대 무디스는 우발채무의 범위를 공기업등에 한정하지만 S&P는 공기업, 산하공공단체, 산하 자치단체까지 포괄적으로 파악하여 총채무의 개념으로 접근한다.

지방채도 S&P가 채택하고 있는 정형화된 평가절차를 따르며 평가방법 역시 계량적·비계량적 방식을 적절하게 혼합하여 신용등급을 최종 판정한다. 비계량적 요소는 지방자치제도, 재정분권화 수준, 중앙정부의 감독체계 등을 종합적으로 감안하며 계량적 요소는 핵심지표들을 동원하여 객관성을 유지한다. 다음은 S&P의 지방채 신용평가기준을 요약 정리한 표이다.

32) 무디스는 국가신용등급이 절대적으로 낮은 국가에서는 신용도가 우수한 차입자가 존재할 수 있으며 이런 경우에는 국가신용등급 상한제에 얽매이지 않고 차입자의 순수한 신용도를 평가하여 신용등급을 결정할 필요가 있다는 점을 제시하였다.

<표 IV-7 > S&P의 일반재원채 평가

구 분	평가요소	세부항목
채 무 요 인	<ul style="list-style-type: none"> ·법률상의 문제 ·상환재원 ·상환율 ·세입대비 상환비율 ·과거실적 ·향후 5개년 전망 	<ul style="list-style-type: none"> ·채권발행의 주민투표제 유무, 부채한도 유무 ·1인당 부채액, 1인당 소득대비 부채비율, 과세 자산의 시가평가총액대비 부채비율 ·장단기채의 균형, 단기부채 의존도 ·건전(10% 이하), 위험(20% 이상) ·채무불이행 경험 ·추가 채무발행 필요성 유무, 부채잔액대비 추가소요금액
지 방 자 치 제 도	<ul style="list-style-type: none"> ·지방자치제 ·행정책임자 ·세수실적 ·세입구성 ·법률적 문제 	<ul style="list-style-type: none"> ·자치단체의 권한과 책임의 범위, 과세능력 유무, 직접주민투표제 운영 여부 ·전문성 유무, 장기계획 입안능력, 연금채무 ·당해연도 과세액 징수비율, 우수(98% 이상), 양호(95% 이상), 불량(95% 이하) ·세입구성의 균형(특정 세원의 의존도) ·부채상환에 영향을 주는 세율상한선의 유무
경 제 요 인	<ul style="list-style-type: none"> ·기초경제환경 ·인구동태 	<ul style="list-style-type: none"> ·세수기반의 다변화, 고용안정성, 실업율 ·인구증감율, 총과세자산의 1인당 추정시장가격, 주택의 1인당 추정시장가격, 1인당 도소매금액
재 정 요 인	<ul style="list-style-type: none"> ·수지균형 ·예산규모 ·보유 유동자산 ·재무회계의 건전성 	<ul style="list-style-type: none"> ·예산대비 재정지출, 일반회계수지 ·예산규모의 증감율 정도 ·현금 및 현금화가 가능한 유가증권 ·외부감사제도 도입유무, 재정운영의 건전성
채무비용 부담능력	<ul style="list-style-type: none"> ·고정금융비용 부담 	<ul style="list-style-type: none"> ·사업수입대비 금융비용, 금융비용 부담능력

1) 경제적 기반(economy)

지역의 경제기반 및 다양성을 중요한 결정요소로 간주하며 지역경제의 구조, 지정학적 위치, 성장전망을 중심으로 평가한다. 경제동향은 지역의 인구구성, 경제구조를 배경으로 평가하며 지역산업의 경쟁력은 입지(최근 항만시설의 유무, 유틸리티시장에의 접근성 등), 자원(광물, 에너지, 노동 등), 인프라시설을 중점적으로 검토한다. 경제구조는 세입신장의 안정성을 예측할 목적으로 지역 경제기반과 다양성, 성장성을 중점적으로 살펴보는 데 노동력의 특징, 고용의 종류, 소득수준, 실업수준의 중기적 변동으로 판단한다.

S&P 역시 인구구성, 인구의 절대규모, 인구밀도, 인구 증가율, 세대분포, 피부양인구 등 인구생태학적 구조가 장래의 세입과 세출에 중요하다는 점을 인식하고 있다. 특정 산업 혹은 기업에 의존도가 높으면 시장변화, 경기변동, 해당 산업이나 기업의 경쟁력으로부터 받는 충격이 크다고 보고 경제기반의 다양성에도 높은 가중치를 부여한다.

고용이나 개인소득, 생산의 신장성, 실업수준의 중기적 변동은 경제기반의 안정성을 나타내는 최선의 실적지표로 간주한다. 이 분석의 목적중 하나는 고용이 감소하는 산업분야나 개별기업에 집중되었는지 여부를 판단함으로써 만약 고용이 특정 산업이나 기업에 집중되어 있다면 해당 산업이나 기업의 건전성, 성장가능성이 지역의 세수기반을 좌우하기 때문이다.

일반적으로 1인당 소득과 자산수준이 높으면 증세나 서비스 제한에 관한 정부의 유연성은 증가한다. S&P는 이 유연성을 1인당 소득과 국내총생산으로 측정하며 지하경제의 비중도 가능하면 확인한다. 또한 분배가 크게 편향되어 있으면 사회적 압력이나 세출압력을 발생시킬 가능성이 존재하므로 평균치를 조정하여 소득분배를 분석한다. 경제동향은 지역의 인구구성, 경제구조를 배경으로 하며 지역산업의 경쟁력은 입지(최근 항만시설의 유무, 유틸리티시장에의 접근성 등), 자원(광물, 에너지, 노동 등), 인프라시설을 중점적으로

검토한다. 이외에 변동하는 경제를 측정하기 위하여 민간-공공투자, 건설공사, 소매판매량의 최근동향과 수준을 파악한다.

2) 지방자치제도(system structure and management)

먼저 정부간 계층구조를 파악한 후 지방재정조정시스템을 집중적으로 분석한다. 이 중에서 수평적 형평화를 목적으로 하는 일반보조금의 성격이나 안정성이 가장 중요한 위치를 점한다. 지방재정조정시스템에 대한 분석을 완료하면 세입-세출의 균형과 재정관리, 재정운영방침 등에 대한 실태파악에 주력하여 예산운동을 둘러싼 제도적 환경과 전반적인 운영실태를 분석하고 있다. 중앙-지방간 행정 및 재정관계, 기능배분과 자원배분, 보조금제도가 중심적인 평가대상 항목이다. 이에 대해서는 기존의 제도는 물론 최근의 동향과 기능이양이 재정의 유연성을 손상시켰는지 여부를 중시한다. 상위정부가 하위 정부에 대하여 세입이나 과세권을 이관하지 않고 세출을 의무화한 경우에는 신용평가에 부정적인 요소로 간주한다.

신흥시장의 자치단체에 대해서는 이전재정의 규모, 예측가능성, 환경변화의 적응능력에 초점을 두며 수평적 형평성을 목적으로 하는 보조금이나 기채승인제도는 재정압박시 큰 위력을 발휘한다고 보아 긍정적인 요소로 간주한다. 재정균형을 유지하려는 행정적 태도는 과거 실적을 기준으로 평가하는 바, 세출관리, 징수실적, 현금관리시스템 등 예산을 예측하고 감시하는 제도가 평가대상이다. 재정보고서는 정부회계기준에 따라야 하며 독립적인 회계기관의 감사보고서도 요구한다. 한편, 집행부와 지방의회가 심하게 대립할 경우에는 부정적인 영향을 미친다.

S&P가 제도적 요인을 강조하는 것은 법적 체계의 미비가 투자의 불확실성을 초래하기 때문이다. 이러한 사례는 신흥국가(emerging market)에서 주로 발견할 수 있으며 S&P 역시 무디스와 함께 이 점을 중시하여 신흥국가

의 자치단체는 특별하게 취급한다.³³⁾ 이들 지역의 지방채에 대해서는 새롭게 변경된 제도는 없는지를 지속적으로 점검하며 우발채무의 존재, 불완전한 인구통계학적 자료, 사회간접자본에 대한 수요, 인플레이션 등에 각별한 주의를 기울이면서 신용도를 평가한다.

3) 재정적 요인(fiscal flexibility and performance)

재정요인은 세입-세출의 구조와 유연성이 핵심이다. 이를 위하여 최근 5년간 재정불균형, 재정의 유연성, 세입 및 세출 증가율과 구조를 중점적으로 분석한다. 먼저 세입구조는 주요재원, 주요재원의 중요성과 추세, 경제기반과의 적합성, 세입증가의 가능성에 주목한다. 이를 위하여 1인당 자체세입, 1인당 세수, 1인당 사용료·수수료수입 등의 지표를 동원하고 있다. 자체세입은 자치단체가 직접적으로 지배하는 재원이므로 반드시 분석하는 대상이며 국가별로 재정분권화 수준에 차이가 있으므로 상급정부와의 재정관계를 대단히 중시한다. 즉, 자체세입의 비중이 낮은 경우에는 정부간 재정관계의 안정성, 교부세의 예측가능성에 집중한다. 이전재원의 역할이 크고 정부간 재정관계가 안정적이면서 예측가능할수록 유리하게 작용하는데 역설적으로 중앙집권적 경향이 강하다는 것은 상환능력이 양호하다는 의미로 해석한다.

다음으로 세출은 재량적 경비의 비율,³⁴⁾ 세출을 억제하려는 정치적 의지, 세출압력을 주목한다. 일반적으로 자본지출은 단기간에 연기 혹은 중단이 용이하지 않으므로 외부의 강제가 아닌 내부적으로 조정가능한 투자비중이 높

33) S&P는 체제전환국, 남미국가 등의 사례를 제시하면서 이들 신흥국가내 자치단체들은 상세한 재정정보를 제시하지 않거나 독립적인 감사기관이 작성한 감사보고서가 전무에 가깝고 악성 인플레이션, 빈번한 제도변경 등으로 신용평가의 정확성을 기하기 어렵다는 점을 강조하고 있다(Eddy and Haddad 2000).

34) S&P는 재량적 경비(discretionary expenditure)를 기초적인 자본지출, 즉 내부적인 판단에 의해 필수적으로 수행해야 하는 투자지출과 경상지출로 정의한다.

으면 재량의 범위와 세출의 유연성은 증가한다. 세출의 유연성을 측정하기 위하여 S&P는 기존의 인프라사업을 유지하면서 불가피하게 긴급한 신규사업을 완료하기 위하여 필요한 최저한의 자본지출을 추정한다. 일반회계에서는 채무상환비와 인건비를 비재량적 지출로 본다. 때문에 노사관계는 매우 중요하며 임금교섭의 과정, 시기, 결과, 노동분쟁을 중점적으로 검토한다.

한편, 예산운영의 성과와 자금조달능력이 재정적 요인에서 중요한 위치를 점하고 있다. 당초예산과 결산과의 차이가 반복적으로 크게 발생한다는 것은 예산관리수준의 한계이면서 이를 시정하려는 의지의 부족으로 간주한다. 자금조달능력은 현재 수준은 물론 중장기적 관점에서 접근한다. 주로 향후 5년 이내에 추진하려는 대형 공공사업의 타당성과 재원조달가능성, 추가적인 채무 유발가능성을 분석하여 재정적 성과를 판단한다(Eddy, 2000).

4) 재무실태(financial position)

상환능력과 재무적 안정성을 파악하기 위하여 자치단체의 재무실태를 광범위하게 조사한다. S&P는 무디스와 달리 채무부담의 평가에 그치지 않고 유동성을 중시하며 채무의 범위를 폭넓게 인정하고 있다. 채무는 연간 상환비용과 잔액을 기준으로 비교 평가하는데, 이때 직접채무, 보증채무, 우발채무 등 직간접적으로 관련된 모든 채무를 반영한다³⁵⁾. 채무분야에서는 유동성 확보가 중요하다고 보고 내부유동성, 투자정책, 차입의존도, 단기채무 비중, 현금창출능력을 분석한다. 특히, 평균적인 준비금 수준, 세출총액 및 채무상환과 비교한 현금잔고는 분석과정에서 중요한 요소들이다. 만약 단기채무의 비중이 높거나 만기구성이 불규칙하다면 현금흐름상의 단절을 초래할 수 있다. 반면에 감채기금과 같은 상환준비금이 존재하고 중앙정부가 제도적으로

35) 직접채무가 예산을 100% 초과하거나 GDP대비 상환비율이 25%를 초과하면 위험 수준으로 간주한다.

이전재정 항목에 지방채 상환비를 반영하면 긍정적인 요소로 작용한다(S&P, 2000).

S&P는 자치단체가 소유하는 모든 사업체(은행, 공익사업체, 지방공사), 연금부족액, 기타 우발채무를 통합예산 차원에서 접근하여 簿外債務 개념으로 규정한다. 앞에서 지적하였지만 S&P의 부외채무는 무디스의 우발채무보다 광의의 개념으로 자치단체의 모든 공공부문에서 발행한 지방채를 포괄한다. S&P는 이 부외채무를 포함한 총채무의 개념과 자치단체가 직접 차입한 순채무의 개념을 동시에 적용하여 채무실태를 광범위하게 조사한다. 주요 검토 항목으로는 보증을 요청할 가능성, 공기업체 지원가능성, 공적연금을 이용할 가능성, 자금수요 예측을 들 수 있다. 공기업의 건전성은 보조금이나 이때까지 자금주입의 필요성을 조정한 후 수익성에 기초하여 평가한다. 공기업의 건전성을 평가하는 이유는 공기업의 신용력에 따라 자치단체 일반회계의 개입가능성과 잠재적인 개입규모가 결정되기 때문이다.

나. 등급체계

S&P는 <표 IV-8>에서 보듯이 지방채의 신용등급을 최고 AAA에서 최저 D까지 10단계로 평정하고 있다. AAA~BBB의 상위 4등급이 투자등급이며 D~BB의 하위 6등급은 투기등급이다. D 등급은 이미 채무불이행 상태에 있는 지방채의 신용등급을 나타내며 AA에서 BB까지는 상대적인 우열을 나타내기 위하여 (+) 또는 (-)를 붙인다. 이처럼 지방채의 등급체계도 S&P가 일반 채권에 적용하는 등급체계를 그대로 적용한다. 단지, 지방채라는 그룹내에서 신용위험을 상대평가한다는 점만 차이가 날 뿐이다.

<표 IV-8 > S&P의 장기지방채 신용등급 체계

등 급	의 미	
투자 등급	AAA	최상위 : 매우 강력한 안전장치
	AA	준최상위 : AAA와 안전면에서 근소하게 열등
	A	상 위 : 안전장치가 강력하나 AA 등급에 비해 경제환경 변화에 민감하게 반응
	BBB	보 통 : 불리한 경제환경변화가 안전성을 약화
투기 등급	BB	최저수준의 투기 : 위험노출
	B	투 기 : 위험노출
	CCC	투 기 : 상환불능 가능성이 높음
	CC	최고수준의 투기 : 상환불능 가능성이 매우 높음
	C	이자지급 정지
	D	이자와 원금의 채무불이행 상태

무디스와 비교할 때 S&P의 등급체계가 투기등급을 단순히 1단계 더 추가했다는 의미가 아니라 신용위험을 보수적으로 관리한다는 차원에서 이해해야 할 것이다. 이것은 채무의 범위를 보다 포괄적으로 인식한 결과이며 약간의 보완설명이 필요하다. 투자등급은 신용위험의 노출 정도가 기준이지만 투기등급은 채무불이행의 가능성이 중요한 판정기준이 된다. 이 가운데 C 등급과 CC 등급은 채무불이행 가능성이 대단히 높다는 것을 말해준다. 특히 C 등급은 현재 법원에 파산신청을 제출했지만 채무이행은 계속되고 있는 지방채이며 D 등급은 다른 등급과 달리 채무불이행에 대한 전망이 아니라 실제로 발생한 지방채에 해당한다.

S&P 역시 지방어음과 면세지방상업어음을 대상으로 신용평가가 이루어진다. 무디스는 지방어음의 신용등급을 3단계로 구분하지만 S&P는 4등급 체계를 운용하고 있다. SP-1은 우수 등급이며 압도적인 안정성을 보장하는 지방

어음은 SP-1+로 별도 표기한다. SP-2는 보통수준의 상환능력을 나타내며 SP-3는 투기적 성격의 지방어음이다. 면세지방상업어음 역시 4단계 체계, 즉 A-1+(최상위), A-1(준최상위), A-2(상위), A-3(보통)로 운영한다.

한편, 내부적·외부적 환경변화에 따라 신용등급의 수정가능성 제기될 수 있는데 S&P는 크레딧워치(CreditWatch)를 이용하여 정기적으로 등급전망 (rating outlooks)을 서비스한다.³⁶⁾ 등급전망은 5가지로 - 긍정적(positive), 부정적(negative), 안정적(stable), 유동적(developing), 의미 없음(N.M.)으로 구분한다.³⁷⁾

다. 평가사례

우리나라 자치단체를 대상으로 한 S&P의 신용평가는 서울과 대구를 대상으로 이루어졌다. 서울은 1994년, 대구는 1997년에 최초로 신용평가가 이루어졌으며 2001년 8월 현재 외화표시 지방채 신용등급은 국가신용등급과 동일한 BBB이다. 등급전망은 모두 긍정적으로 향후 신용등급이 상향조정될 가능성이 높다는 것을 시사하고 있다. 반면에 원화표시 지방채 신용등급은 서울이 국가신용등급과 동일한데 반하여 대구는 한 등급 낮은 BBB+이며 등급전망도 서울은 상향조정의 가능성이 높은 긍정적이지만 대구는 당분간 조정할 계획이 없다는 의미의 안정적이다. S&P의 평가기준으로 볼 때 서울과 대구의 신용등급은 현재로서는 한 등급, 앞으로는 두 등급 정도 격차가 발생할 수 있음을 알 수 있다.

36) 신용위험에 영향을 주는 요소의 변화추이가 당초 예상과 어긋나거나 새로운 정보가 추가되어 신용등급을 재조정할 상황이 발생하면 크레딧워치에 수록한다.

37) 긍정적인 등급의 상향조정 가능성을 가리키며 부정적은 하향조정 가능성을 가리킨다. 안정적은 등급의 변경가능성이 희박한 경우이며 유동적은 등급조정을 어떤 방향으로 해야 할지 불확실한 경우이다.

<표 IV-9 > S&P의 우리나라 지방채 신용등급

		국가신용등급	서울	대구
장기채	외화표시	BBB/긍정적	BBB/긍정적	BBB/긍정적
	원화표시	A/긍정적	A/긍정적	BBB+/안정적
단기채		A-3 : 외화표시 A-1 : 원화표시	-	-

다음은 서울의 신용등급이 BBB라는 판정근거로 이를 통하여 우리는 S&P의 지방채 평가방법이 구체적으로 어떤 관점에서 접근하고 있는지를 명확하게 인식할 수 있다. 판정근거에서 보듯이 S&P는 서울의 채무부담을 총채무의 개념으로 접근하여 자치구 채무까지 총채무의 범주에 포함시키고 있다는 점은 대단히 시사적이다. S&P는 통합예산 차원에서 본 채무부담이 증가하고는 있지만 수도로서 서울시가 갖는 중요성, 안정적인 지방자치제도, 충분한 현금보유 등이 긍정적인 요소로 작용하고 있음을 지적하고 있다. 반면에 지방세수 구조의 불안정, 대규모 자본지출사업은 감점요인으로 작용하였다.³⁸⁾

38) 서울시 신용평가 내용은 S&P(2000c)을 참조하여 정리하였다.

■ 판정근거(rationals)

서울시 신용등급 판정은 다음 사항들을 반영한 결과이다.

- 1998년 국가적인 금융위기를 경험할 당시에도 일반회계상에 잉여금을 지속적으로 기록하였으며 공기업의 결손금은 적정수준에 머물렀음
- 서울시 총채무는 6조 6,000억원으로 적정 수준임. S&P 추산에 따르면 1999년말 서울시 운영수입의 70% 선임
- 한국의 금융 및 행정의 수도로서 서울시가 갖는 중요성과 자치단체의 대표적인 위치를 반영함
- 중앙정부와의 안정적인 재정관계
신용등급 판정에서 고려한 제약요인은 다음과 같음
- 부동산 및 경제활동이 세입에 미치는 민감도가 큼
- 향후 7년간 25조원에 달하는 자본지출사업으로 채무부담이 증가할 위험을 내포함

■ 전망(outlook)

- 서울시의 신용등급은 국가 신용도에 제한을 받은 결과이므로 긍정적인 전망이 내려졌다는 사실은 국가 신용도에 대한 긍정적인 전망이 반영되었음을 의미함
- 국가 신용등급에 변화가 있을 경우 즉각적으로 서울시의 신용등급 변화로 연계될 가능성이 높음

■ 제도 및 경영(institution and management issues)

- 서울시의 신용등급은 중앙정부의 안정적인 지원체계에 힘은바 크 이는 중앙집권적 감독체계, 세원공유제도, 재정조정제도, 경우에 따라 이루어지는 긴급지원체제로 이루어져 있기 때문임
- 일정 공식에 근거한 재정조정제도는 자치단체의 안전망 역할을 함
- 중앙정부는 지방채의 기채승인권을 행사함

■ 인구 및 경제적 특성(demographic and economic characteristics)

- 1998년 경기침체 이후 서울시 경제전망은 밝은 편임
- 서울시 인구는 1,032만명으로 한국 전체 인구의 22%임. 그러나 높은 생계비로 5개 신도시로 연 평균 0.5% 인구유출이 발생함
- 1998년 현재 15세 이하가 19%, 경제활동인구가 76%임
- 금융, 보험, 부동산, 서비스업이 43%를 차지함
- 가구당 평균 소득은 전국 평균에 비하여 4% 높은 수준임
- 높은 부동산가격과 생활비는 위험요소임

■ 재정적 유연성과 성과(fiscal flexibility and performance)

- 지하철공사와 도시철도공사의 재정상태는 취약함. 1997년에는 도시 철도공사에만 1조원이 지원됨
- 과거 5년 동안 일반회계 운영수지 흑자는 운영수입의 30%에 달함

- 중기재정전망은 매우 공격적인 것으로 약간의 위험을 내포함. 향후 10년 동안 5조 5,000억원 자본지출을 발표한다, 민자유치 실적이 부진 시 서울시 부담 예산규모는 증가할 가능성이 있음
- 탄력세율을 이용하여 50% 세율을 이상 인상할 경우 1조 5,000억원의 세수증가가 기대됨
- 세수기반은 다양하나 경기변동에 민감하게 반응함. 1998년 경기침체로 자동차세, 취득세, 등록세는 35%나 감소했음
- 세출의 60%가 자본지출인 관계로 필요한 경우 자본투자를 어느정도 연기할 수 있으므로 세출구조의 유연성을 확보하고 있음
- 조직 통폐합, 인력감축 등 경상비 절감을 위한 노력을 진행중임

■ 재무상태(financial position)

- 통합예산 기준 서울시 총채무는 6조 3,000억원으로 지역총생산의 6.9%, 1인당 609,000원에 달함
- 서울시는 채무가 2003년에 5조 7천억원 수준으로 감소할 것으로 예측하지만 고속도로, 밀레니엄시티, 월드컵경기장 등 대형 자본지출 사업을 감안하면 증가할 위험성을 내포함
- 지하철공사가 채무의 대부분을 차지함. 지하철공사의 채무는 2조 9천억원으로 총채무의 45%에 달함. 이는 지방채 신용평가지 통합예산적 차원에서 접근하는 것이 얼마나 중요한지를 보여줌
- 총채무의 14%가 1년 이내, 60% 이상이 5년 이내에 만기도래함. 그러나 1조 120억원의 현금을 보유하고 있어 유동성은 적정함
- 자치구 차입금 293억원도 우발채무로 볼 수 있음

3. Fitch

가. 평가방법

Fitch(2000)는 다른 평가기관과 별다른 차이 없이 채무현황, 재정성과, 경제적 기반, 행정적·법적 요인 4가지 요소로 구분하여 신용위험을 평가한다. 피치는 이 가운데 재정성과, 구체적으로 예산운영시스템과 관리수준에 중점을 두면서 지방채를 신용평가한다.³⁹⁾ 예산을 엄격하게 운영한다면 잠재적 신용등급을 극대화시킬 수 있으나 정반대로 관리수준이 허술하다면 지역경제나 재정구조가 강력하다 해도 신용등급에 부정적인 영향을 준다.⁴⁰⁾ 현금주의 예산회계, 최근 2개년도 재정적자, 높은 채무증가율, 과도한 상호차입, 운영자금을 목적으로 하는 공격적인 투자정책, 과도한 경상지출은 신용등급에 부정적인 영향을 주는 대표적인 예산운영방식이다(Larkin 2000).

물론 피치가 고려하는 지방채 신용평가의 4가지 요소는 상호작용하면서 신용도를 결정하지만 관리시스템과 관리수준이 신용등급을 개선하는데 중요한 인자라는 것이다. 이러한 결론을 내리게된 배경은 피치가 평가한 지방채 신용등급과 발행기관의 특성간의 상호관계를 실증적으로 분석한 경험으로부터 유도된 산물이다. 피치는 최근 지방채 신용평가에 대한 자체적인 점검을 시도한바 있는데, 이에 의하면 50년 전에 개발한 신용평가기법을 약간의 수정만 거친채 오늘날에도 그대로 원용하고 있음을 비판하였다.

39) 보다 상세하게 설명하면 피치는 예산균형정책, 현금유보, 채무상환능력을 매우 중시한다. 중기재정계획이나 재정보고서, 자본지출정책, 채무를 유발하지 않는 지출정책, 채무구조 개선을 목적으로 하는 차환정책 등이 그 다음으로 중요한 요소이다. 고정자산의 감가상각, 자본개선계획, 중립적인 기관이 평가한 예산평가서도 신용평가에 영향을 주는 문건으로 받아들인다.

40) 피치는 Baltimore시가 장기적인 경기침체에도 불구하고 건전한 예산운영을 견지한다는 이유로 A등급의 신용평가를 받았다는 점을 대표적인 예로 든다.

자체평가의 결과로부터 피치가 앞으로 보완하려는 평가방향은 다음과 같다. 첫째, 발행기관의 특성, 특히 유동성과 현금수요, 재정운영의 유연성을 강조한다. 유동성 부족과 재정운영의 경직성은 잠재적 채무불이행 위험을 증가시킨다고 본다.⁴¹⁾ 둘째, 통합예산 관점을 더욱 중시할 예정이다. 우발채무나 연결채무가 중요함에도 불구하고 이로 인하여 신용등급이 하락하는 사례는 드물었다고 자평하면서 앞으로는 직접채무의 비율이 낮은 경우 통합예산 기준으로 본 총채무를 중요한 평가기준으로 활용할 계획이다. 셋째, 관리의 질적 수준을 더욱 강조한다. 피치가 다른 신용평가기관에 비하여 상대적으로 이 부분을 중시해 왔음에도 재강조하는 것은 관리시스템과 실무자의 역량이 재정위기에 결정적인 안전망으로 작용한다고 믿기 때문이다. 넷째, 그동안 관행적으로 혹은 무의식적으로 소득수준이 높고 재정규모가 큰 자치단체의 신용도를 높게 평가했으나 향후에는 순수한 신용위험의 방어장치를 핵심기준으로 삼아 신용도를 평가한다(Larkin and Raphael 2000).

마지막으로 피치의 지방채 신용평가는 모든 국가에 대해서 일관된 기준을 적용한다는 원칙에 입각하여 이루어지고 있다고 주장한다. 일관된 기준의 하나는 법적 체계를 중심으로 한 지방자치체제가 중요하다는 점이며 다른 하나는 국가신용등급 상한제이다. 이는 무디스나 S&P와 동일한 기준으로 특별할 것은 없다.

다음 <표 IV-10>은 피치가 지방채 신용평가지 적용하는 평가기준들을 나름대로 정리한 내용이다.

41) 주로 미국의 지방채 신용평가로부터 얻은 경험의 산물이다. 피치는 1970년대 이후 납세자반란이 증가함으로써 재정적 유연성이 취약해졌고 보건의료 개혁을 둘러싼 불확실성이 증가하는 등 외부적 환경변화가 신용평가방법의 수정을 요구하였다는 점을 지적하고 있다.

<표 IV-10> Fitch의 지방채 신용평가

구 분	평가요소	세부항목
채 무 요 인	·법률상의 문제	·기채자율권 수준, 채무한도제
	·상환재원	·1인당 채무액, 1인당 총채무, 재산가치 대비 채무비율 및 총채무비율
	·상환율	·향후 상환율(5년내 25%, 10년내 50%이상), 총지출 대비 상환비율(10% 이하)
	·과거실적	·단기채 의존도 및 증가율, 장단기채 비율
	·채무관리행태	·상환액/경상수입, 상환액/경상지출, 직접채무/재산세 가치, 직접채무/1인당 소득
	·미래채무 평가	·SOC수요와 장기자본계획 타당성
재 정 성 과	·운영성과	·경상지출과 경상세입간 수지균형, 지출증가율, 지출의 통제능력, 세입추세 및 변동성
	·세입분석	·과세자주권, 징수제도의 효율성, 세원분포, 이전재원제도, 10대 납세자의 비중
	·지출분석	·지출증가 원인 및 추세, 경직성 경비, 산하단체 지원
	·대차대조표	·유동성, 자금수지, 지출대비 준비금(5%)
행정적 법 적 요 인	·관리수준	·중장기 재정예측, 자본지출균형, 예산감독, 재정보고
	·행정적 법적 요소	·중앙과 지방간 헌법적·정치적 관계, 우발채무, 재산평가정책, 재정자율권, 납세자 성향, 노동환경, 정부구조, 계층별 권한과 책임
경 제 기 반	·세수기반	·인구증가 추세, 지역GDP/전국GDP, 세수변화, 향후 경제전망, 취약산업
	·인구의 안정성	·인구 유출입 원인분석, 연령구조, 피부양자비율, 지역역사, 토지이용계획
	·세원의 다양성	·주력산업의 GDP 및 고용 비중, 주요 납세자 비중(상위 10위 납세액 30% 이상이면 위험)

한편, 피치가 그동안 평가한 지방채의 채무불이행율 보면 누적채무불이행율(cumulative default rate)⁴²⁾이 1.5%이다. 그러나 어떤 지방채인가에 따라 누적채무불이행율은 달라진다. 일반보증채, 상하수도채, 교통 및 교육관련 지방채는 0.01~0.4%로 매우 낮은 수준이나 보건, 전기, 다가구주택은 1~4%대로 증가하며 채무불이행율이 최고수준인 산업개발채권은 무려 15%에 달한다. 이 수치는 회사채라 해도 투기등급에 해당한다.⁴³⁾ 무디스나 S&P는 공개된 지방채 채무불이행율 자료가 없어 피치와 비교평가하기가 곤란하지만 일단 피치는 지방채의 신용위험이 극히 낮은 수준으로 평가하고 있음을 알 수 있다. 피치의 연구보고에 의하면 일반적인 지방채는 A~AAA 등급의 회사채와 비슷한 신용도이며 신용위험이 높은 보건의료, 다세대주택도 BBB ~A 등급의 회사채 수준으로 평가한다(Litvack and Rizzo 1999).⁴⁴⁾

이하에서는 분야별로 지방채 평가방법을 정리하기로 한다.⁴⁵⁾

1) 채무요인(debt factors)

채무요인은 하위조직의 채무를 포함하여 통합예산 차원의 총채무를 중시한다. 피치는 채무분석을 위하여 1인당 채무, 1인당 총채무, 재산가치 총채무

42) $\frac{\text{당해연도 채무불이행액}}{\text{당해연도까지 누적된 지방채 발행액}}$ 으로 구한다.

43) 분야별로는 상하수도 0.04%, 교통 0.04%, 교육 0.05%, 공공시설 0.13%, 독신자주택 0.18%, 일반보증채 0.26%, 보건 2.6%, 전력 2.8%, 다세대주택 4.9%이다. 일반보증채는 오렌지 카운티(Orange County)의 파산이 반영되어 채무불이행율이 높게 나타났다.

44) 피치가 신용평가한 회사채가 10년간 누적채무불이행율은 AAA 등급이 0.06%, AA 등급 0.82%, A 등급 0.79%, BBB 등급 3.27%, BB 등급 18.09%, B 등급 34.99%, CCC 등급 56.65% 이다.

45) 피치의 지방채 평가방법은 주로 Fitch IBCA(1998)과 Fitch IBCA(2000)을 참고하였다.

비율 등의 지표를 적용한다. 직접적인 순채무도 파악하는 것은 경험적으로 볼 때 총채무 보다 직접채무를 제대로 관리하지 못했을 때가 채무불이행에 더 부정적인 영향을 주었다는 인식에서 출발하며 총채무는 일관적인 비교평가가 어렵다는 기술적인 문제도 하나의 이유이다. 그럼에도 1인당 총채무는 지역주민이 상환해야 할 모든 채무의 부담을 측정하는데 의의가 있으므로 중요한 지표로 활용하고 있다.

그러나 피치는 지표값을 무의미하게 받아들이지는 않으며 자치단체의 발전단계와 연계시켜 해석한다. 성장단계에 있는 자치단체는 불가피하게 사회간접자본의 수요가 증가하므로 지역경제의 성장전망, 사회간접자본의 투자성과 등에 특별한 관심을 기울인다. 반대로 성숙단계에 진입한 자치단체는 세원 위축에 따른 채무부담이 증가하므로 세원의 변화과정에 집중한다.

향후 채무 유발가능성은 사회간접자본에 대한 투자수요와 장기자본계획을 토대로 판단한다. 현재 채무부담이 낮다 해도 기재한도제, 투자부진 등이 그 원인이라면 장기자본계획상 증가할 수도 있다. 피치는 이 부분에 유념하여 장기자본계획을 실현하는데 동원해야 하는 재원의 현실타당성, 재원조달의 수단 등을 검토한다. 채무의 변화추세도 검토사항인데, 채무증가율이 낮다고 해서 반드시 긍정적으로만 보지는 않으며 경우에 따라서는 경제성장에 필요한 규모만큼 채무발행이 이루어지지 않은 것이 부정적인 영향을 미칠 수 있는바, 바로 이 점이 무디스나 S&P와 다른 부분이다.

다음으로 단기채의 구조와 규모를 파악한다. 단기채는 유동성과 직접적인 관련을 맺으므로 세밀한 분석을 요구한다. 피치는 현금흐름의 계절적 요인을 감안하여 계절조정 후 정상적인 추세에서 벗어난 채무를 집중적으로 점검한다. 단기채 의존도와 장단기채 비율을 토대로 단기 유동성의 적절성을 파악하며 단기채 증가율이 지출 증가율을 상회하는 경우 재정압박의 조기징후로 받아들인다. 피치는 5년내 상환율이 25%, 10년내 상환율이 50% 미만이어

야 신용도에 긍정적인 효과를 준다.

2) 재정성과(financial performance)

재정운영의 성과는 예산운영의 일관성, 자금수지의 유형에 중점을 두고 분석하는바 통상 경상예산의 수지구조 및 추세, 재정지출에 대한 통제능력, 세입추세 및 변동성을 토대로 판단한다.

세입은 변동성과 다원성 분석을 통하여 안정적인 세입확보능력을 판단하며 과세자주권에 대한 제한이 재정적 신축성에 미치는 전반적인 영향을 평가한다. 주요 세입원이 불안정한 자치단체는 세입예측과 예산편성을 보수적으로 해야 하며 지속적인 감독이 중요하다. 특히, 경기변동에 민감하게 반응하는 세입원은 경기후퇴기에 각별한 주의를 기울여야 한다. 과세자주권에 대한 제한도 검토사항이다. 과세권이 제한적인 자치단체는 추가적으로 과세가 가능한 여력이 어느정도이며 과거 경험상 한도내에서 어떻게 운영했는가를 평가한다.

세출은 증가속도와 통제능력이 중요하다. 무엇보다 세출의 통제능력이 중요한데 지출증가의 원인이 경직성 경비인가 아니면 행정수요에 대한 재정적 수용의 결과인가가 중요하다. 이때 경직성 경비에는 채무상환비, 법령에 의해 이루어져야 하는 지출은 물론이고 상하수도, 쓰레기시설, 병원 등 공기업에 대한 재정지원까지 포괄적으로 반영한다.

3) 행정적·법적 요인(administrative and legal factors)

대표적인 행정적·법적 요인으로는 투자정책, 우발채무, 연금, 재산평가정책 등을 거론할 수 있다. 지방세, 세입, 세출에 대한 각종 규제조치도 신용평가에 영향을 주며 납세자의 성향, 노동환경, 정부구조, 발행기관과 투자자간의 관계도 고려한다. 정부구조는 다른 신용평가기관과 마찬가지로 행재정관

계에서 신용위험의 안전망 역할을 한다는 차원에서 핵심적인 평가기준으로 활용하고 있다. 피치의 독특한 특성은 노동환경과 납세자의 성향을 중시한다는 점일 것이다. 무디스나 S&P도 이 부분을 경시하는 것은 아니지만 피치는 납세자가 순응적일수록, 협조적인 노사관계를 유지할수록 세입기반과 상환능력이 견고해진다는 차원에서 비중을 둔다.⁴⁶⁾

자치단체의 책무와 관리형태도 신용등급에 영향을 준다. 피치는 단체장이 선출직인가 아니면 임명직인가에 따라 다른 평가기준을 적용한다. 선출직인 경우에는 단체장이 지출결정에 효과적으로 대응하는지를 보며 임명직은 경제적 환경과 재정여건의 변화에 기민하게 반응하는지를 파악한다. 이와 더불어 집행부와 지방의회간의 관계도 파악하여 운영 전반에 대한 영향요인을 분석한다.

다음으로 응급사태시 재정적 대응능력을 매우 중요하게 여긴다. 이것은 결국 자치단체 내부역량과 관리수준의 결과인데 평소 예산감독이 효과적으로 이루어졌거나 자본계획 혹은 재정보고를 실질적으로 접근했다면 돌발적인 상황에 직면해도 충격이 크지 않다고 보는 것이다. 이 부분에서 관리수준의 질이 상환능력의 핵심적 인자로 기능한다는 피치의 소신을 읽을 수 있는 대목이다. 이러한 피치의 소신은 1970년대 이후 발생한 자치단체의 재정위기 사례를 분석하면서 얻어진 결론으로 볼티모어를 대표적인 사례로서 거론하고 있다. 볼티모어시는 만성적인 경기침체, 빈곤층의 증가 등 일반적인 신용평가기준으로 볼 때 부정적인 요소가 압도적인 지역이지만 엄격한 내부관리에 힘입어 양호한 재정성적을 거두어 왔으며 피치는 이러한 내부관리상의 노력을 높이 평가하여 A 등급을 부여한 경험이 있다.⁴⁷⁾

46) 노동환경이 우호적이면 인원조정이나 인건비 감축 등의 방식으로 재정위기를 쉽게 타개할 수 있다는 논리에서 중요한 평가요소로 간주한다.

47) 정반대의 사례로 뉴욕시의 경험을 제시한다. 뉴욕시는 경기침체, 인구감소, 지출증

4) 경제적 기반(local tax base and economy)

경제적 기반분석은 채무상환의 잠재능력을 파악하는데 유용하다. 피치는 경제적 기반을 지역경제의 세수기반이 어느 정도 견고한지 여부로 판단한다. 이 부분에서 피치는 무디스나 S&P와 마찬가지로 인구통계학적 안정성을 중시한다. 이는 지역 내부에서 발생하는 경제활동과 재정적 압박은 인구의 질적·양적 변화로부터 쉽게 관찰할 수 있다고 보기 때문이다. 인구의 유출과 유입의 원인을 규명하면 지역경제의 실태파악이 정확하게 이루어지며 서비스의 유형과 수준, 지방세 부담을 상호연계시켜 세입-세출의 관계를 유기적으로 접근할 수 있다.

인구통계학적 안정성과 함께 피치가 중시하는 또 다른 지표로 납세자의 편중도를 들 수 있다. 피치는 상위 10위의 납세자가 전체 납세액의 30%를 초과하거나 특정 납세자가 납세액의 5%를 초과하면 특정 산업이나 기업에의 세입 의존도가 과중하며 이는 지역경제가 경기변동에 취약하다는 반증으로 받아들여 신용등급에 부정적인 요소로 간주한다. 납세능력 역시 신용도에 중요한 영향을 미친다. 피치는 납세능력을 1인당 소득과 재산세원의 시장가치를 기준으로 판단하는데, 절대적인 능력은 물론 다른 자치단체와의 상대적 비교를 통하여 납세능력을 파악한다. 한편, 징세율이 지역경제의 상태와 예산관리의 수준을 대변한다고 인식하고 있다. 징세율이 하락하는 추세이면 주요 납세자나 지역경제의 활력이 저조하다는 징표로 받아들이며 만성적으로 징세율이 저조하면(통상 90% 이하) 징세행정등 재정관리시스템이 부실하다는 식으로 해석한다.

지역경제는 일차적으로 과거의 성과를 토대로 판단하지만 향후의 안정성

가 등 세입·세출의 구조적 불균형으로 인하여 재정위기에 직면했다고 알려져 있으나 피치의 관점에서 볼 때 이는 피상적인 원인일 뿐 현금주의회계, 부실한 재정관리, 내부통제의 결여와 같은 느슨한 내부감독체계가 재정위기의 근본적인 원인이다.

과 성장성에 더 비중을 둔다. 분석에 이용하는 통계자료로는 인구, 부동산가격, 건축허가, 고용, 도소매 판매량 등이다. 만약 지역경제가 정체상태라면 인프라시설에 대한 자본투자수요와 재원확보수단, 현금창출능력을 집중적으로 분석하여 미래 현금흐름의 건전성을 판단한다. 지역경제의 다양성은 신용도에 긍정적인 영향을 주지만 이보다 더 중요한 요소로 안정성을 들고 있다. 피치는 경기변동의 진폭이 안정적일수록 장기 신용위험을 감소시킨다는 점을 강조하면서 가시적으로 드러난 수치가 아니라 기저에 잠재된 지역경제의 기초여건이 중요하다는 점을 지적하고 있다.

지금까지는 정량적인 자료를 토대로 객관화시킨 평가요소들로 피치는 3~5년의 장기적인 관점에서 판단하며 모든 국가의 자치단체에 동일한 가중치를 부여함으로써 평가결과의 일관성을 유지한다고 주장하고 있다. 이러한 정량적 분석과 함께 가치판단이 개입된 정성적 분석도 병행하는데, 피치는 특히 정치적 안정성과 합의를 중시한다. 이를 위하여 최근 지방선거와 총선거의 결과, 지방선거제도, 주요 정당의 활동, 향후 선거시기, 주요 정치인의 행적, 정치적 우선순위 등 주요 정치사건들을 포괄적으로 입수·분석한다(Fitch IBCA, 1998).

다음은 피치가 지방채 신용평가지 정량적·비정량적 분석을 위하여 발행기관에 요구하는 자료들이다. 이 자료들은 과거 3~5년간 실적치이어야 하며 다양한 요소들을 토대로 신용평가가 이루어진다는 점을 이해할 수 있다.

■ 정치제도 및 행정제도

- 중앙정부와 자치단체와의 헌법적·정치적 관계
- 최근 지방선거와 총선거의 결과
- 지방선거제도, 주요 정당의 활동, 향후 선거시기

■ 인구통계학적 요인

- 연령구조, 피양자 비율, 인구 유출입 동향, 사망률, 출생율
- 주요 주거지, 산업, 천연자원, 교통, 토지이용

■ 지역경제

- 고용이 취약한 분야
- 노동력(규모, 기술, 노사분쟁)과 실업(ILO기준)
- 투자동향(외국인직접투자 포함)

■ 재정

- 총세입 및 총세출의 예산치와 결산치
- 신규차입, 상환액, 경상계정과 자본계정 분석
- 자치단체와 중앙정부간 세원공유 근거, 과세자주권 정도(세율, 세목)
- 10대 납세자의 징수액 및 비중
- 세수 및 여타 세입의 체납규모
- 예산균형에 대한 정책, 예산회계제도 이외의 자금
- 지방재정조정제도
- 주요 지출항목의 책임성, 비용유발요인
- 우발채무, 채무조건, 승인절차, 계획된 채무, 투자사업 자금조달방안

나. 등급체계

피치는 지방채 신용등급을 10단계로 표시하고 있다. AAA 등급을 제외하고는 각 등급의 우열을 (+)와 (-)로 표기한다는 점은 S&P와 동일하며 투자등급과 투기등급의 기호, 각 등급별 기호가 내포하는 신용위험의 의미도 S&P와 동일하다. 차이가 나는 부분은 채무불이행을 DDD, DD, D 등급 3단계시스템으로 운용한다는 점이다. 실제 채무불이행 상태에 있을 때 다른 신용평가기관은 별다른 구분없이 최하위 등급을 부여하지만 피치만은 정도를 따져 세분화 한다. 예컨대 DDD 등급은 채무불이행 상태라 해도 원리금 회수가능성이 높은 수준이며 DD 등급은 회수가능성이 50~90%, D 등급은 회수가능성이 50% 미만일 정도로 극히 낮다는 것을 의미한다. 회수가능성은 손실규모와 직접적인 관련을 맺으므로 결국 피치의 신용등급은 다른 신용평가기관에 비하여 손실규모 중요성을 강조한다는 의미로 해석할 수 있다.

지방어음은 6단계로 구분하여 가장 상세하게 신용등급을 평가한다. 투자등급은 F1~F3로 F1이 최고의 신용도이며 F2는 양호한(good) 신용도, F3는 적절한(fair) 신용도를 가리킨다. 투기등급은 B~D 등급으로 D 등급으로 내려갈수록 채무불이행 가능성이 증가하는바 D 등급은 현재 채무불이행이거나 임박했음을 의미한다.

한편, 피치도 신용등급의 조정가능성과 방향을 예고하는 RatingAlert제도를 시행하고 있다. 등급조정 예고는 단기간으로 한정되며 향후 등급개선의 가능성이 높은 긍정적(positive), 반대로 신용등급이 하락할 가능성이 높은 부정적(negative), 등급조정이 불확실한 유동적(evolving)으로 구분하여 이루어진다.

피치의 신용등급 체계와 의미는 <표 IV-11>에 정리하고 있다.

<표 IV-11 > 피치의 장기지방채 신용등급 체계

등 급	의 미	
투자 등급	AAA	신용도가 최상위(highest)
	AA	신용도가 매우 높음(very high)
	A	신용도가 높음. 환경변화에 민감하게 반응(high)
	BBB	만족스런 신용도 수준
투기 등급	BB	신용위험이 투기적(speculative)
	B	신용위험이 매우 투기적(highly speculative)
	CCC	상환불능 가능성이 존재(may lead to default)
	CC	상환불능 가능성이 매우 높음
	C	상환불능 상태가 임박
	DDD, DD, D	채무불이행 상태. 극히 투기적

다. 평가사례

국제 지방채시장에서 피치는 주로 유럽과 남미, 중앙아시아 지역에 치우쳐 있다. 태평양 연안 아시아권은 지방채 신용평가가 거의 이루어지지 않고 있으며 우리나라와 일본의 자치단체에 대해서는 신용평가 실적이 전무하다. 이에 따라 본 보고서는 미국의 지방채를 대상으로 피치가 발표한 신용평가를 보고하도록 한다.⁴⁸⁾ 다음은 LA시를 사례로 본 피치의 지방채 평가방법을 정리한 것이다.

48) 피치가 공식적으로 공개한 자료에는 미국의 지방채에 대한 자료만 있을 뿐 미국이 외의 지방채 신용등급 결정사유에 관한 자료를 찾을 수 없었다. 당초 본 보고서는 서울을 사례로 무디스, S&P, 피치의 평가방법상 차이를 규명하려 했으나 부득이 이 용자료의 한계로 미국의 지방채를 대상으로 정리하기로 한다.

■ 전망(outlook)

- LA시의 일반보증채 신용등급이 AA인 것은 지역경제의 발전, 재정성과의 개선, 건전한 관리정책, 적절한 채무수준을 반영한 것임
- 지역경제의 발전에 힘입어 세입기반의 다원화가 진전되었고 이는 재정운영에 기여함
- 재정규율의 결과 수지균형과 낮은 채무수준을 유지함

■ 등급사유(rating comment)

- 지방채 발행은 주민투표를 거쳐 승인받아야 함
- 1인당 채무부담은 1,761달러, 재산세의 3%로 낮은 수준임
- 고용은 지속적으로 증가추세이며 건축활동도 활발함
- 도심지역의 건물 공실율은 낮은 수준을 유지하면서 하락추세임
- 세입원은 다양하며 전년에 비해 7~10% 증가할 정도로 양호함
- 보수적으로 예산을 운용하며 자본투자는 기초 공공시설에 국한시켜 이루어짐. 그 결과 돌발상황시 투입가능한 예비비가 29억달러임
- 2002년 예산은 수지균형에 맞춰 편성하고 있음
- 치안행정부문에서 1억달러 이상의 채무가 발생할 것으로 예측됨
- 할리우드를 비롯한 3개 지역이 LA시에서 분리되지만 재정상의 타격은 없을 것으로 예상됨
- 주법에 의거 분리지역의 채무이전은 주정부가 안전망을 제공하므로 투자자의 손실가능성은 없음

4. 일본의 지방채 신용평가

가. 평가방법

일본의 지방채 신용평가는 1990년대 후반기에 들어와서야 이루어지고 있으나 중앙정부로부터 공식적인 인정은 받지 못한 실정이다. 일본의 신용평가기관은 일본신용투자정보(Japan Rating & Investment Information ; R&I)⁴⁹⁾와 일본신용평가연구소(Japan Credit Rating Agency) 활동중이나 현재로서는 R&I만 지방채를 신용평가하고 있다.⁵⁰⁾

일본의 버블경제가 붕괴된 1990년대 초반 이후에는 자산가치의 폭락, 지방채 발행의 급증, 재정불균형의 심화, 3섹터등 외곽단체의 부실 등이 동시적으로 발생하면서 지방채 신용위험에 대한 우려가 급격히 증가하기 시작하였다. 특히 1997년 아시아의 금융위기를 경험하면서 지방채의 유통수익율에 뚜렷한 격차가 벌어지자 시장의 관심과 신용평가에 대한 압력이 높아지기 시작하였다. 이에 따라 R&I는 1998년 봄부터 신용평가 작업에 착수, 1999년 3월부터 신용평가 결과를 공개하고 있다. 그러나 28개 도도부현과 지정시만을 대상으로 자치단체 신용을 평가하는데 그치고 있다. R&I가 28개 단체에 국한하여 신용도를 평가한데는 이들만이 신용평가의 대상인 공모채를 발행하고 있으며 시정촌과는 다른 행정적·재정적 구조를 지니고 있다는 점이 배

49) 1998년 일본공사채연구소와 Japan Investor Service가 합병하여 탄생한 일본 최대의 신용평가기관이다. 대주주는 일본경제신문사(53%)이며 1975년 신용평가업무를 시작하였다. 사무라이채권 평가에서는 세계 최대이며 일본, 한국, 영국, 홍콩에서 지정신용평가기관으로 인정받고 있다.

50) 일본내 지방채에 대한 신용평가만을 볼 때 그렇다는 것이다. 일본 외부의 자치단체가 발행한 지방채는 일본내 투자자를 보호할 목적으로 사무라이채시장을 중심으로 신용평가가 이루어져 왔으나 일본내 지방채는 기채승인제와의 관계설정상 1998년에 비로서 착수된다.

경이다.

R&I가 채택하는 지방채 신용평가는 채무실태, 지역경제, 재정상태 3개 분야로 구성되어 있다. 경상수지비율, 채무상환가능연수와 같은 장기적 요인과 기채제한비율, 적자제한비율, 수정단년도수지비율의 단기적 요인, 일반회계 이외의 돌발적인 재무위험⁵¹⁾을 평가한다.

<표 IV-12 > R&I의 지방채 신용평가

구 분	평가요소	세부항목
채 무 요 인	<ul style="list-style-type: none"> ·채무상환가능연수 ·이자보상비율 ·1인당 실질채무잔고 ·공채부담비율 ·기채제한비율 	<ul style="list-style-type: none"> ·세출삭감등의 방식으로 총채무액 상환여력 ·금융비용 부담능력 ·자치단체의 기초적인 상환능력, ·일반재원에서 차지하는 공채비율 ·표준재정규모에서 차지하는 공채비율 ·기채승인요건으로 20% 초과시 기채제한
지 역 경 제	<ul style="list-style-type: none"> ·1인당 과세소득 ·과세소득대비 세출비율 ·지방세수 증감율 ·평균지가 ·표준재정규모 ·자주재원비율 	<ul style="list-style-type: none"> ·담세력 평가 ·과세지주권, 징수제도의 효율성, 세원분포, ·3년 평균 지방세수 증감율 ·고정자산세 평가액으로 담세력 측정 ·자치단체의 잠재적인 재정규모 측정 ·자주재원이 세입에서 점유하는 비율
재 정 상 태	<ul style="list-style-type: none"> ·경상수지비율 ·경상경비충당 일반재원 ·수정단년도수지비율 ·실질수지비율 ·적자제한비율 	<ul style="list-style-type: none"> ·재정의 경직성 측정 ·삭감이 어려운 세출의 증가속도를 측정 ·지방채 발행 혹은 상환이 없는 경우의 여유자금이나 부족자금 ·세입 - 세출 - 익년도 이월액 ·표준재정규모에서 차지하는 적자액

51) 채무보증, 손실보상의 이행, 재해 및 재난에 따른 재정수요를 지칭한다.

이때 지방자치제도, 중앙정부와의 관계, 지역경제의 안정성 등 보편적인 지방채 신용평가방법을 적용한다. R&I도 통합예산적 차원에서 하수도, 지하철도, 공기업채와 자치단체 지분율이 50% 이상인 외곽단체, 제3섹터사업 등을 포함시키고 있다. 이와는 별도로 일반회계만을 대상으로 공통적인 기준을 적용하여 자치단체의 재무순위를 매겼다.

1) 주요 평가지표와 그 의미⁵²⁾

현재 R&I가 적용하는 지표들 가운데 핵심적인 내용은 대부분 중앙정부가 기채승인시 적용하는 적채기준이나 개념들을 준용한 것들이 대부분이다. 물론 수정단년도수지나 채무상환가능연수와 같이 독자적으로 개발한 지표가 있으나 가장 핵심적인 지표는 중앙정부가 적채기준으로 이용하고 있는 기채제한비율과 적자제한비율이며 표준재정이란 개념으로 재정력과 상환능력을 측정하고 있다.⁵³⁾ 이러한 배경은 R&I 스스로가 평가경험 부족으로 자신감이 결여된 사정도 있지만 중앙정부를 의식하면서 조심스럽게 접근한다는 전략적 고려가 더 강하다. 현금주의 예산제도에 따른 회계적 불투명성, 통합예산시스템의 결여 등 복잡한 회계구조와 정보부족도 하나의 요인으로 작용하였다.

평가방법은 구미의 신용평가기관과 다르게 계량적 지표해석의 의존도가 높다는 점이 특징이다. 구미의 신용평가기관은 전세계 지방채를 포괄하므로 지방자치제도, 정치적 환경, 재정분권화 등 제도적·비계량적 요소가 일차적인 기준으로 작용하지만 R&I는 지표 중심의 계량분석에 의존한다. 물론 R&I

52) 이하의 내용은 R&I(1999)를 참조하여 정리하였다.

53) 기채제한비율은 20~30%이며, 적자제한비율은 5%(도도부현), 20%(시정촌)이다. 표준재정규모는 우리나라의 기준재정수입액과 유사한 개념으로 다음 산식에 따라 구한다.

$$(\text{기준재정수입액} - \text{각종 양여세}) \times 0.8 + \text{각종 양여세} + \text{보통교부세}$$

도 일본 이외의 지방채를 평가할 때는 보편화된 원칙, 예를 들면 국가신용등급 상한제, 제도적 안전망, 재정적 건전성과 관리수준 등을 광범위하게 조사하지만 일본내에서는 이러한 기준들이 공통적으로 작용하므로 지표해석에 치중한다.

다시 말하면 본 보고서에서 제시하는 R&I의 평가방법은 자국통화표시 지방채를 대상으로 하며 무디스나 S&P, 피치의 평가방법은 외화표시 지방채에 한하여 정리했다는 차원에서 이해해야 할 것이다. 우리나라의 지방채 신용평가제도도 우리나라 통화인 원화표시 지방채가 평가대상이 될 수 밖에 없으므로 어떤 측면에서 보면 R&I의 평가방법이 더 유용할 수 있다. 일본의 지방자치제도가 우리와 유사하다는 점, 자국통화표시 지방채를 대상으로 평가한다는 점, 기재승인제도와는 같등 속에서 신용평가기관이 선도적으로 신용평가를 시도한다는 점 등 제반 상황이 여러모로 벤치마킹의 대상으로 판단된다.⁵⁴⁾ 이런 차원에서 본 보고서는 핵심 지표를 중심으로 그 의미를 파악하기로 한다.

■ 경상수지비율

인건비나 공채비등 소모성경비가 지방세나 교부세등 경상적인 수입에서 점유하는 비율⁵⁵⁾로 재정의 유연성을 나타낸다. 경상수지비율의 악화는 인건비나 채무상환비 등 의무적 경비가 증가하거나 지방세수입의 감소가 그 원인이므로 재정분석의 가장 기초적인 지표로 간주한다. R&I는 이 지표값이

54) 일본 정부는 1999년 7월 “지방분권일괄법안”에 의거 중앙정부의 규제를 완화하고 지방분권화를 추진하고 있는바, 일련의 정책 흐름 속에서 지방채 발행제도역시 2006년에는 허가제에서 협의제로 이행할 계획이다. 그러나 아직 협의제의 구체적인 운용방식은 불확실하다.

55) 경상수지비율 = $\frac{\text{경상경비총당 일반재원}}{\text{경상일반재원}}$

도도부현 75%, 시정촌은 80% 이하가 바람직하다고 판단하고 있다.

■ 채무상환가능연수

R&I가 개발한 지표 가운데 의미상으로 가장 매력적인 지표로 판단된다. 일반재원에서 경상지출을 제외하면 용도제약이 없는 부분은 통상 투자사업 비로 채무상환가능연수는 이 투자에 들어가는 부분을 채무상환 이외의 자금으로 하고 모든 채무상환에 충당한다면 몇 년간에 걸쳐 상환이 가능한가를 나타낸다. 즉, 이론상 투자사업을 모두 중단하면 몇 년 동안에 걸쳐 채무상환이 가능한가를 가리킨다.

$$\text{채무상환가능연수} = \frac{\text{실질채무잔고}}{\text{상환후 남은자금}}$$

여기서, 실질채무잔고 = 지방채잔고+채무부담행위-적립금잔고-실질수지
 상환후 남은자금 = 일반재원 + 사용료 + 수수료 -
 (경상경비충당 일반재원-원금상환액)
 적립금잔고 = 재정조정기금+적립기금+기타기금

■ 수정단년도수지

현금흐름의 건전성을 파악할 목적으로 개발한 지표이다. 단년도수지나 실질단년도수지가 현금흐름에 자금조달 및 상환부담의 증감(재무적 현금흐름)을 더한데 대하여 수정단년도수지는 지방채 발행이나 상환이 없다면 어느 정도의 자금잉여 혹은 자금부족이 발생할 것인가를 의미한다.

$$\text{수정단년도수지비율(3년 평균)} = \frac{\text{수정단년도수지}}{\text{표준재정규모}}$$

단, 수정단년도수지 = 단년도수지 + 적립금잔고증감액 - 지방채잔고 증감액

■ 투자적 경비에서 점유하는 기채비율

지방채 발행의 여유분이 어느정도 남아있는가를 보기 위하여 개발한 지표이다. 이 비율이 높다는 것은 투자사업을 취소해도 채원부족대책으로서는 유용하지 않다고 해석한다.

2) 통합예산적 접근

일반회계 이외의 신용위험, 연결채무를 종합적으로 반영하여 자치단체 신용위험을 평가한다. 일본의 공영사업회계는 독립채산이 원칙이지만 반드시 지켜진다고 보기 어렵다는 현실을 직시한 것이다. R&I는 공기업, 경영수익사업, 제3섹터 분야의 경영실적이 부진하며 자치단체에 따라서는 재정건전성에 위협을 줄 정도로 심각하다는 사실을 강조하고 있다. 특히 대도시권은 하수도, 지하철, 항만개발 등의 사업이 일반회계에 과도하게 의존한다는 현실에 우려하고 있다. 때문에 채무를 연결하여 외곽단체의 채무까지 합산한 총채무가 중요하다고 보며 이 총채무가 표준재정규모에 점유하는 비율을 토대로 상환부담을 측정한다. 이때 중복계산되는 전대채는 제외한다.

공영사업회계의 경영수지가 악화될 경우에는 그 원인이 내부적 요인인지 아니면 외부적 요인에 의해 불가피하게 발생한 것인지 여부를 분석한다. 하수도사업을 예로 들면 비효율적 내부경영으로 인한 가동률 저하에 있는지, 정책적인 요금인상 억제에 따른 것인지를 따져 보며 그 원인에 따라 개선책을 도출하고 현금창출능력을 평가한다.⁵⁶⁾ 또한 외곽단체와 자치단체간의 거래가 통합예산적 차원에서 볼 때 자산-부채상 상쇄된다면 순채무는 존재하

56) 이 점은 우리나라의 재정분석진단제도와 유사하다. 우리의 재정분석진단제도 역시 지방재정의 애로를 내부적 요인과 외부적 요인으로 구분하며 후자의 경우에는 중앙정부의 각 부처에 제도적으로 보완하는 방안을 권고하며 그 원인이 전자에 있다면 자치단체의 자구노력을 요구한다.

지 않는 것으로 간주한다.⁵⁷⁾

나. 등급체계

R&I의 지방채 등급체계는 S&P와 동일한 기호체계이다. S&P와 마찬가지로 AAA~BBB 구간은 투자등급이며 BB~C 구간이 투기등급이다. 세부적으로는 (+)와 (-) 부호를 이용하여 동일 등급내에서의 신용도를 차별화하고 있다. S&P와 다른 점은 DDD~D 등급이 없으며 채무불이행 상태에 있거나 그럴만한 징후가 강하게 포착될 때는 C 등급이다. 이로 미루어 신용등급의 판단이 다소 우호적임을 알 수 있다.

다음의 <표 IV-13>은 신용등급체계, 이에 따른 민간 기업과 자치단체의 분포를 보여준다. 분포도에서 보듯이 R&I는 자치단체의 상환능력에 상당한 신뢰성도를 보이고 있다. 자치단체의 신용도는 최우수등급인 AAA는 없지만 최하 AA- 등급을 부여함으로써 변제 의무의 이행가능성이 매우 높다는 결론을 내리고 있다. 28개 단체 모두 AA 구간에 집중되어 있어 신용등급의 격차가 거의 발생하지 않고 있다. 이는 개발 자치단체의 재무적 건전성이 양호하기 때문이 아니라 중앙과 지방간 재정관계에서 구조적으로 신용위험의 안전망이 보장된다는 현실론을 수용한 결과이다. 대표적으로 동경도의 재정은 악화일로에 있으나 신용등급은 가장 우수한 AA+로 판정하였다.⁵⁸⁾

57) R&I는 대표적인 예로 토지개발공사를 들고 있다. 상당수의 자치단체가 산하에 토지개발공사를 운영하고 있는데 토지개발공사가 자치단체로부터 일시차입하여 토지를 매입하는 사례가 빈번하며 이 경우 토지개발공사는 채무이지만 자치단체는 자산으로 계상할 수 있으므로 순채무를 없는 것으로 간주하는 것은 당연한 논리이다.

58) 자치단체별 신용등급은 다음과 같다. 호카이도현(AA-), 미야기현(AA), 이바라키현(AA), 사이타마현(AA+), 치바현(AA+), 동경도(AA+), 카나가와현(AA), 니가타현(AA+), 나가노현(AA), 시즈오카현(AA+), 아이치현(AA), 교토현(AA+), 오사카현(AA-), 효고현(AA-), 히로시마현(AA+), 후쿠오카현(AA), 사포르시(AA+), 효코하마

<표 IV-13 > R&I의 신용등급 체계

신용등급	정 의	세부등급	기 업	자치단체
AAA	·채무이행 확실성이 최고로 높음	AAA	24	-
AA	·채무이행 확실성이 매우 높음	AA+	20	11
		AA	29	11
		AA-	46	6
A	·채무이행 확실성이 높음 ·우려되는 요소가 부분적으로 존재함	BBB+	76	-
		BBB	92	
		BBB-	127	
BBB	·채무이행 확실성은 충분함 ·장래환경 변화시 주의요소가 있음	BB+	90	-
		BB	126	
		BB-	110	
BB	·상환상 문제는 없으나 ·장래환경의 변화시 주의요소가 상당함	B+	36	-
		B	3	
		B-	0	
B	·채무이행 확실성에 문제가 있음	CCC+~	2	-
CCC	·채무불이행 가능성이 높음			
CC	·채무불이행 가능성이 매우 높음			
C	·채무불이행에 직면해 있거나 ·그 가능성이 대단히 강함			

일반적인 신용평가와는 별도로 재무적 건전성을 측정하여 순위를 매기고 있다. 재무적 건전성은 op등급을 결정하기 위한 기초자료로 활용하며 일반 회계만을 기준으로 측정한다.⁵⁹⁾ 재무적 건전성은 일단 공개자료에 입각하여

(AA), 카와사키(AA), 나고야(AA), 교토시(AA-), 오사카(AA), 고베(AA-), 히로시마시(AA), 기타큐슈(AA+), 후쿠오카시(AA-).

59) op 등급이란 의뢰를 받지 않고 공개된 정보(예산서 및 결산서, 각종 의회 보고자료)에 입각하여 평가한 신용등급을 의미한다. 구미 신용평가기관이 이용하는 등급 전망과 유사한 개념이지만 예비평가의 성격도 동시에 지니고 있다. op 등급은 평가 결과의 공개에 앞서 발행기관의 동의를 구한다는 점에서 임의평가와는 다르다.

평가하므로 공모채를 발행하는 28개 단체 이외에 670개 시도 포함시켜 측정하며 일종의 참고자료로서의 성격이 강하다. 재무적 건전도는 a~e 까지의 기호로 나타낸다.

<표 IV-14 > 재무적 건전성의 부호와 의미

부호	의 미
a	·경제력과 채무관계간 균형이 대단히 우수함 ·환경변화에 충분한 대응력을 확보하고 있음 ·외곽단체의 지불능력은 전혀 문제가 없음
b	·경제력과 채무관계간 균형이 비교적 우수함 ·환경변화시 대응력이 있으며 외곽단체의 지불능력이 높음
c	·경제력과 채무간의 균형은 허용가능한 범위에 있음 ·적절한 재정운영이 이루어져야만 환경변화에 대응할 수 있음 ·현행 제도가 유지되는 한 정부의 추가지원 가능성은 낮음
d	·경제력과 채무간의 균형에 문제가 있음 ·현행 제도에서 환경변화가 악화될 경우 정부의 추가지원 필요 ·외곽단체의 지불능력은 일부 제약을 받고 있음
e	·경제력과 채무간의 균형이 손상을 받아 재정운영에 문제 ·정부의 재정지원이 필요하거나 향후 재정지원 가능성이 높음 ·준재정재건단체의 지정이 필요함 ·외곽단체의 지불능력이 충분치 않음

먼저 경제력과 채무간의 균형이 대단히 양호하여 건전한 재정상태를 확보한 단체는 a 등급에 속한다. 반면에 최하등급인 e 등급은 경제력과 채무간에 균형을 이루지 못함으로써 재정운영에 문제가 발생한 단체로 중앙정부의 재정지원이 필요하다. 중간수준인 c 등급은 재정운영이 적절하게 이루어지고 있으며 현행의 지방자치제도가 유지되는 한 중앙정부의 재정지원 필요성이 낮다는 것을 뜻한다. 재무적 건전성 역시 동일 등급내에서의 우열은 (+)와

(-)로 구분하고 있다. 도도부현의 경우 최우수 등급인 a를 받은 자치단체는 없으며 가장 불량한 등급이 e 등급에는 2개 단체가 포함되어 있다. 보통 수준인 c 구간은 11개 단체로 가장 높은 빈도를 보였다.

<표 IV-15 > 재무적 건전성 분포

등 급	a	b+	b	c+	c	d+	d	e+	e
단체 수	-	3	2	7	4	7	1	2	2

다. 평가사례

R&I의 지방채 신용평가 사례는 일본내 자치단체와 일본의 자치단체를 구분하여 제시하고자 한다. 일본의 자치단체는 우리나라의 인천시를 대상으로 실시한 신용평가 결과를 제시하였다.⁶⁰⁾ 일본내 자치단체에 대한 신용평가는 우리나라 지방채시장에 신용평가제도 도입시 평가모델을 구축하는데 유용할 것으로 판단되며 인천시의 신용평가 사례는 구미 신용평가기관과 비교자료로서 활용하고자 한다.

먼저 1997년에 인천시가 사무라이채를 발행할 때 R&I가 평가한 신용등급 평가항목과 근거를 살펴보면 분명하게 이해할 수 있다.⁶¹⁾ 전술한바와 같이 경제-지정학적 특성, 지방-정부간 재정관계, 채무현황 등을 광범위하게 조사하여 신용등급을 결정한다. 특히 중앙정부의 보조금 규모와 재정조정제도가 채무상환능력을 결정하는 주요 요인으로 판단하고 있다. 지금까지 지방자치단체가 국가신용등급과 동일한 수준으로 신용평가를 받을 수 있었던 배경

60) 2001년 8월 현재 R&I가 신용평가하고 있는 우리나라의 자치단체는 제주도, 인천시, 경기도 3개 단체이며 신용등급은 국가신용등급과 동일한 BBB+이다.

61) 주간사이었던 노무라증권으로부터 입수한 자료를 근거로 정리하였음

에는 바로 지방-정부간 재정관계가 큰 영향을 준 것으로 보인다. 인천시의 재정이 크게 악화되어도 정부가 이를 방지할 가능성은 거의 없으며 한국의 국내법에 따라 미국처럼 지방자치단체가 파산하는 경우는 불가능하므로 한국정부의 신용력을 강하게 반영하여 신용등급을 결정했음을 강조하고 있다.

평가내용을 정리하면 다음과 같다.

■ 장 점

- 인구규모가 전국 4위로 서울인근의 항만도시이며 광역시로서 행정상 중요성이 높다. 자동차, 철강, 기계 등 중공업이 발달하였으며 GNP의 5%를 점유하는등 경제적 비중이 높다
- 지방교부세제도에 의한 수평적 재정균형을 달성하고 있으며 사회간접자본은 중앙정부가 지원하는 체제가 확립되어 있다. 동시에 중앙정부는 지방자치단체의 재정운영에 대하여 엄격하게 심사한다.
- 비교적 양호한 세수기반을 갖고 있다. 광역시 가운데도 재정자립도가 높다. 종래 재정균형의 원칙하에서 지속적으로 재정흑자를 시현하였으며 안정적인 재정운영이 이루어지고 있다.
- 본 채권의 자금용도인 지하철사업의 경우 중앙정부의 지원체계가 견고하여 건설자금의 약 30%를 국고에서 보조할 계획이다.

■ 단 점

- 지방세수입이 부동산경기에 영향을 받기 쉽다
- 지하철건설사업을 목적으로 필요자금을 차입함으로써 채무잔고가 증가하는 경향에 있다

다음은 오시카시를 대상으로 R&I가 평가한 신용평가 사유와 재무적 건전성을 정리한 내용이다. 일본내 자치단체는 제도적 환경이 동일하므로 재무적 건전성을 토대로 신용평가가 이루어졌음을 알 수 있다.

■ 신용등급 : AA-, 재무적 건전성 : e+

■ 판정근거 및 개요

- 고정자산세는 3년 연속 감소하였으며 경상수지비율과 채무상환가능연수도 악화됨
- 이에 따라 재무건전도는 d에서 e+로 하향조정함
- 신규지원을 필요로 하는 외곽단체를 감안하여 신용등급을 AA에서 AA-로 하향조정함

■ 재정상황

- 중심지 지가가 회복하지 못하고 고정자산세가 3년 연속 감소
- 경상수지비율과 채무상환가능연수가 악화됨. 지방교부세가 4배 증가했음에도 지표값이 악화되었다는 사실이 심각한 문제로 대두됨
- 인건비와 채무상환비가 세출에서 차지하는 비율이 증가함
- 기채제한비율은 다소 개선되었으나 채무상환비는 2002년까지 압박을 받을 가능성이 큼

■ 공공투자사업

- 대형 공공투자사업이 분산투자되고 있고 계속 사업도 부진한 상태임
- 재정건전화를 위해서는 전면적인 재검토가 필요함

■ 공영사업회계

- 8개 공영사업 가운데 항만, 수도, 공업용수를 제외하면 적자임
- 특히 고속철도사업은 적자폭이 증가하고 있음
- 8호선 지하철사업비 3,200억엔 가운데 1,700억엔을 차입으로 조달

■ 외곽단체

- 아시아태평양교통센터를 비롯한 3개 단체에 재정지원이 계속됨
- 오사카돔은 99년 38억엔의 적자를 기록함
- 오사카시 출자비율이 50%가 넘지 않은 외곽단체도 재정지원을 지속

제 V 장 지방채 신용평가모형의 개발과 적용

제 1 절 모형설계의 기본방향

IV장에서 주요 신용평가기관들이 채택하고 있는 지방채 신용평가방법을 제시하였지만 실질적인 사례연구 대상은 일본의 R&I라고 판단된다. 구미계 신용평가기관은 global player로서 미국을 비롯한 전 세계의 지방채를 평가 대상으로 한다. 그런데 미국내 지방채는 재정구조, 지방자치체제 등 핵심적인 환경요인이 우리와는 판이하게 다르다. 미국 이외의 지방채도 국가신용등급상한제와 같이 비재정적 요인이 압도하는 문제가 발생한다. 물론 평가기준으로서 각종 지표들은 참고할 만한 가치가 충분하지만 평가목적이 지나치게 포괄적일 뿐만 아니라 우리나라의 정부회계제도와는 부합하지 않는 측면이 다분하므로 매우 제한적이다.

반면에 R&I 평가방법은 일본 정부를 강하게 의식한 나머지 지나치게 소극적인 태도를 보인다는 점이 걸림돌이다. 그러나 기본적으로 일본의 지방재정제도와 우리의 지방재정제도가 유사하다는 점, 양국 모두가 기채승인제도를 유지한다는 점, 예산회계제도 역시 큰 차이를 보이지 않는다는 점, 지방공기업등 외곽단체의 문제의식도 대동소이하다는 점 등으로 미루어 볼 때 신용평가의 기준이나 방법도 큰 차이를 보이지는 않을 것이다. 특히 일본과 우리나라의 지방채시장이 특성과 구조 측면에서 매우 유사하고 양국 모두 기채승인제하에서 신용평가를 시도해야 하는 환경적 어려움이 있으므로 지표개발과 등급결정시 유용한 사례연구로 활용할 수 있다.

본 연구는 현실상의 이점을 살린다는 차원에서 R&I의 평가모형에 더 비

중을 두는 방향으로 접근하고자 한다. 그렇다고 해서 구미계와 일본계의 지방채 평가모형이 전혀 다르다고 보기는 어렵다. 신용평가는 미국계 신용평가기관에서 발원하며 R&I 역시 이들로부터 평가 노하우를 전수받아 지방채를 신용평가하는 것이므로 기본원칙은 동일하다. 예컨대 정부간 재정관계, 재정규율 수준, 미래의 현금창출능력과 투자수요, 지역경제의 안정성, 상환의지와 관련된 정성적 분석 등은 어떤 신용평가기관을 불문하고 공통적으로 적용하는 기준이다.

본 연구에서도 상기의 공통요인들을 중시하면서 채무실태와 재정규율 내지는 예산성과를 최우선순위에 놓고 평가모형을 개발한다. 단지 일본이나 우리나라 자치단체의 채무불이행 경험이 전무하여 원초적으로 신용위험을 객관화시키는데 있어 절대적인 채무불이행 확률과 손실가능성을 도출하기가 사실상 불가능하며, 따라서 지표값을 통하여 신용위험을 파악하는 간접적인 방법이 유용하다는 점에 착안하여 지표개발 과정에서 R&I의 평가방법을 참조할 뿐이다. 이는 R&I식으로 재무적 건전성을 신용평가의 핵심으로 간주한다는 의미이다. 그리고 재무적 건전성에 기초하여 공공투자사업의 타당성과 재원확보방안, 단체장과 실무자의 재정관리 능력, 미래의 현금창출능력, 경제적 기반 등 공통적 요소들을 가미하여 신용도를 최종평가하는 구조이다.

신용평가의 목적이 신용위험과 상환의지를 상대평가하여 시장에 전달하는데 있음을 상기하면 본 평가모형의 취지를 이해할 수 있을 것이다. 채무불이행 가능성을 완벽한 절대값으로 나타낼 수는 없으며 그럴 필요성도 크지 않다. 신용평가는 단지 채무불이행의 가능성을 평가대상 그룹 내에서 상대적으로 비교하고 그 결과를 시장에 공시하는데 그친다.

평가결과의 객관성과 신뢰성은 경험적 축적과정을 통하여 시장이 판단하는 문제이지 본 연구의 본질은 아니다. 본 연구는 이러한 기본방향하에서 평가모형을 개발할 계획이며 평가기준과 절차 역시 이 틀을 벗어나지 않을 것

이다. 다만, 지표의 적합성에 대해서는 논란의 여지가 제기될 수는 있다. 이에 대해서는 본 연구가 지방채 신용평가의 기초연구에 불과하므로 평가모형의 정교화 작업은 후속연구를 통하여 보완해야 할 것이다.

제2절 신용평가의 구성요소와 지표개발

1. 신용평가의 구성요소

신용평가는 채무불이행과 직접적 혹은 간접적으로 영향을 주고받는 요소들을 총 망라하여 이루어진다. <표 V-1>에 제시한대로 본 연구에서 검토한 신용평가기관의 지방채 신용평가 요소는 명칭만 다를 뿐 평가목적이나 의의, 적용하고 있는 지표상에 큰 차이를 보이지 않는다. 채무실태와 지역경제의 기반, 예산 혹은 재정운영의 성과는 기본으로 들어가며 제도적 요소는 국가마다 정치적·행정적·재정적 환경을 반영하여 세부항목에서 다소간의 차이가 나지만 지방자치시스템을 가장 핵심적인 항목으로 간주한다는 점에서는 차이가 없다. 이처럼 각국의 지방재정 구조나 지방자치제도 환경 등이 다양한 스펙트럼을 보이고 있음에도 불구하고 평가방법이 비슷하다는 것은 자치단체의 신용위험이나 상환능력을 대변하는 핵심적인 인자가 동일하다는 의미로 해석된다.

<표 V-1> 주요 신용평가기관의 지방채 평가요소

	무디스	S&P	Fitch IBCA	R&I
평가요소	·경제적 기반 ·제도적 요인 ·예산운영 성과 ·채무실태	·경제적 기반 ·지방자치제도 ·재정적 요인 ·채무실태	·경제적 기반 ·행정·법적 요인 ·재정성과 ·채무실태	·경제적 기반 ·제도적 요인 ·예산운영 성과 ·채무실태

사실 발행기관에 상관없이 신용위험에 영향을 주는 요소들은 기본적으로 유사하며 파급경로도 마찬가지로이다. 신용위험은 단기적으로 현금흐름의 안정성 내지는 유동성이 절대적이며 이를 측정하기 위하여 재무적 관점에서의 평가가 이루어진다. 장기적으로는 현금창출능력과 자금수요가 중요하며 이는 비재무적 관점에서 외부환경 - 경제적 안정성, 법적·제도적 환경, 내부관리 시스템 -을 분석한다. 단지, 피평가 대상이 기업, 금융기관, 중앙정부, 자치단체인가에 따라 상환재원, 지출구조, 수입구조, 사업전망, 각종 비재무적 요소 등에 차이가 날 뿐이며 기술적인 측면에서 지표와 평가항목(check list)을 다르게 운용하는 것이다.

대표적인 예로 국내신용평가기관이 무보증 회사채나 기업어음에 적용하는 평가항목의 구성요소와 지방채를 비교하면 신용위험의 원인은 별반 다를게 없다는 것을 알 수 있다. 다음 <표 V-2>은 한국신용평가의 신용평가 구성요소로 경영관리위험, 계열위험, 산업위험, 사업 및 영업위험, 재무위험 5개 분야로 구분하여 신용위험을 측정한다.⁶²⁾

재무위험과 계열위험은 상환능력과 직·간접적으로 관련된 채무규모 및

62) 한국기업평가는 현금흐름분석을 독립적인 평가요소로 설정하여 유동성을 더 중시한다는 특성을 보이지만 기본적으로는 동일하다고 볼 수 있다. 한국기업평가는 5가지 분야로 구분하는바 산업분석, 계열분석, 사업분석, 재무분석, 현금흐름분석이 그것이다.

구조, 유동성 확보능력, 우발채무 등을 중시한다는 것을 알 수 있다. 이는 지방채 신용평가에서 채무실태 내지는 재무적 건전성에 해당한다. 지방채도 직접채무 뿐만 아니라 산하단체가 발행한 각종 우발채무까지 포괄하므로 기업의 계열위험을 반영한다는 것을 알 수 있다. 경영관리위험과 사업/영업위험은 지방채의 재정성과 혹은 예산성과에 견줄 수 있는 평가요소이다. 지방채 신용평가에서도 단체장과 실무자의 의식수준, 관리능력, 정책방향, 정치적 안정성, 사업의 타당성과 우선순위, 정책성과 등을 토대로 채무불이행 가능성을 평가한다. 마지막으로 산업위험은 지방채 신용평가에서 지역경제의 기반, 행정적·제도적 환경요소와 유사한 취지로 현금창출능력과 하부구조가 어느 정도 견고한지를 통하여 장래 신용위험의 크기를 측정한다.

<표 V-2> 기업에 대한 한국신용평가의 평가요소

구성요소	평가내용
경영관리위험	지분 및 지배구조, 경영진의 경영능력, 기업관 및 기업문화, 경영정책 및 경영전략, 기타 특기사항
계열위험	계열그룹 사업위험, 계열그룹의 재무위험, 계열기업에 대한 의존도, 자금지원, 지급보증 또는 담보제공 능력
산업위험	산업특성 및 수명주기상의 위치, 업종의 주기적 특성, 수요변화의 요인, 공급변화 요인, 산업의 재무적 특성, 규제 및 입법, 경쟁상태 및 진입장벽, 기타 잠재적 위험요소
사업/영업위험	사업구성, 사업의 경쟁력 및 지위, 영업효율성, 영업정책
재무위험	회계정책, 매출 및 수익구조, 자본구조 및 안전성, 유동성 및 현금흐름, 재무적 탄력성, 자산의 건전성

자료 : 한국신용평가 웹사이트 참조

전술한대로 국내외 신용평가기관들이 채택하고 있는 평가요소를 토대로 종합적으로 판단해 볼 때 지방채 역시 큰 줄기에서는 대동소이할 것으로 판단된다. 다만, 문제가 되는 것은 평가요소별 세부항목과 지표를 무엇으로 할 것인가인데, 평가요소별 지표는 다음에서 구체적으로 상술하기로 하고 여기서는 채무실패, 재정성과, 지역경제, 제도적 환경부문으로 구분하여 평가요소를 설정하기로 한다. 각 평가요소의 취지와 목적은 주요 앞에서 이미 언급하였으므로 재론하는 절차는 생략하기로 한다. 다만, 제도적 환경부문은 전 차치단체에 해당하는 공통사항이라는 점을 미리 지적하고자 한다.

2. 지표개발

가. 채무실패

주지하듯이 채무실패는 채무불이행 가능성에 강력하면서 직접적인 영향력을 행사하므로 가장 중요한 평가요소이다. 채무규모 및 구조, 채무의존도, 채원조달의 안정성, 상환재원의 확보능력, 장단기 현금흐름의 건전성 등이 상호간에 영향을 주고 받으면서 지방재정의 안전성을 좌우하며 궁극적으로는 채무불이행의 정도를 규정한다고 보아야 할 것이다. 따라서 채무실패를 파악한다는 것은 결과적으로 재정의 건전성 내지는 안전성을 측정한다는 얘기와 다르지 않다.

그럼에도 불구하고 지방재정에서 채무실패를 파악하는 일은 생각보다 용이하지 않다. 그것은 민간부문과 달리 지방재정은 자금흐름의 경로가 복잡다기하기도 하지만 근본적으로는 현금창출능력이 영리사업이 아니라 지역내 과세기반에 크게 의존하기 때문이다. 그리고 과세기반은 장기간에 걸쳐 지역경제의 성과로부터 영향을 받은 결과이기도 하다. 일반적으로 채무불이행위

험(default risk)을 측정하기 위한 기본적인 개념은 채무액과 채무부담능력의 비율로 측정할 수 있다.

$$\text{상환능력} = \frac{\text{채무액}}{\text{채무부담능력}}$$

상기 기본식에서 논쟁점은 ① 채무를 무엇으로 볼 것인가? 즉, 자치단체의 채무로서 무엇이 포함되어야 하는가의 문제와 ② 채무부담능력, 즉 상환재원의 확보능력을 무엇으로 볼 것인가?에 있다. 첫번째 이슈와 관련해서는 신용평가기관들이 공사·공단등 산하기관의 우발채무까지 포함하는 광의의 개념으로 접근하고 있으므로 크게 문제될 게 없다고 사료된다. 두 번째 이슈는 개념상의 문제는 없으나 현실적으로 이를 대변하는 적정지표를 선정하는게 용이하지 않다. 통계자료의 이용가능성에 제약이 있기도 하며 상환재원을 어디까지 보아야 할 것인가에 대한 견해상의 차이도 있다.

따라서, 본 연구에서는 선진 신용평가기관들이 채택하여 활용하고 있는 지표, 국내에서 민간기업의 채무실태를 파악하는데 적용하는 지표를 중심으로 우리의 지방재정에 적합하고 실용가능하다고 판단되는 지표를 도출하고자 한다. 먼저, 한국은행이 매년 정기적으로 「기업경영분석」에서 적용하는 채무관련 지표를 참조할 수 있다.

부채비율(debt ratio)은 자기자본과 타인자본간의 관계를 나타내는 대표적인 채무구조지표로서 부채의 절대규모와 부담 정도를 개략적으로 측정하는데 유용하며 일반적으로 100% 이하를 표준비율로 본다. 자기자본은 기업의 자금 펀드멘털인데, 지방재정에서 이 개념에 상응하는 대상을 찾기가 어렵지만 지방세가 가장 근접한 대상이 아닌가 사료된다. 이 경우 지방세대비 채무비율을 상정할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{부채비율} &= \frac{\text{유동부채} + \text{고정부채}}{\text{자기자본}} \times 100 \\ \text{유동부채비율} &= \frac{\text{유동부채}}{\text{자기자본}} \times 100 \\ \text{유동성비율} &= \frac{\text{유동자산}}{\text{유동부채}} \times 100 \\ \text{차입금 의존도} &= \frac{\text{장단기 차입금} + \text{회사채}}{\text{총자본}} \times 100 \end{aligned}$$

유동부채(current debt)는 1년 이내에 만기도래하는 채무를 지칭하므로 유동부채비율과 유동성비율은 단기지급능력을 측정하는 척도이다. 이 가운데 유동성비율은 원칙적으로 유동부채의 상환재원은 유동자산이라는 견지에서 단기지급능력을 보다 현실적으로 측정하는데 유용하다⁶³⁾. 유동자산은 가용재원의 개념에 가깝지만 예산구조나 운영실태상 가용재원을 정확하게 산출하기가 어려우므로 차선책으로 일반재원을 활용할 수도 있다. 차입금 의존도는 총자본에서 점유하는 부채비율로 재무적 안정성을 판단하는 지표이다. 지방재정의 안전성은 총세입 혹은 일반재원의 채무의존도를 상정할 수 있다.

다음으로 신용평가기관이 지방채 신용평가지 적용하는 주요 지표들을 보면 공통적으로 1인당 채무액을 활용하고 있음을 알 수 있다(<표 V-3> 참조). 이때의 채무액은 산하단체의 우발채무를 포괄하는 총채무의 개념이며 자치단체의 채무부담 규모를 나타내는 대표적인 stock이다. 또한 미상환채무의 규모이므로 향후 상환해야 할 채무부담이기도 하며 따라서 현시점에서 본 미래의 채무흐름을 개략적으로 파악하는데 유용하다.

63) 일반적으로 200% 이하이면 건전한 상태라고 판단한다.

<표 V-3> 신용평가기관의 채무관련 지표

무디스	S&P	Fitch	R&I
·1인당 채무	·1인당 채무	·1인당 채무	·1인당 채무
· $\frac{\text{채무액}}{\text{지역소득}}$	· $\frac{\text{채무액}}{\text{지역소득}}$	· $\frac{\text{채무액}}{\text{지방세}}$	·채무상환가능연수
· $\frac{\text{채무액}}{\text{총세입}}$	· $\frac{\text{채무액}}{\text{지방세}}$	· $\frac{\text{채무액}}{\text{경상세입}}$	·이자보상비율
	· $\frac{\text{1인당 채무액}}{\text{1인당 소득}}$	· $\frac{\text{1인당 채무액}}{\text{1인당 소득}}$	·공채부담비율
			·기채제한비율

그 다음으로 자치단체 채무실태를 파악하는데 애용하는 지표가 지역내총생산(GRDP)를 기준으로 한 채무비율이다. 이 지표는 주로 중앙정부의 신용평가, 즉 국가신용등급을 평가할 때 국내총생산(GDP)을 적용하는 관행을 모방한 것으로 추측된다⁶⁴⁾. 지역내총생산은 자치단체의 경제적 기반을 대변하며 경제적 기반은 세입의 원천이므로 결국 이 지표는 세입능력에 비춰볼 때 채무규모가 어느 수준인지를 파악하고자 하는 것이다. 그러나 지역내총생산은 개념상 일정 시점을 기준으로 지역내 부가가치의 합이므로 상환재원의 확보능력과는 직접적인 관계를 맺는다고 보기는 어렵다. 뿐만 아니라 우리나라에서는 광역단위에서만 산출하므로 통계자료의 이용가능성에 한계를 보이며 신용평가를 기초단위까지 확대할 때 실용성에 문제가 있다.

총세입, 지방세, 경상세입 등을 기준으로 한 채무액비율은 R&I가 일반재원을 기준으로 산출하는 공채부담비율과 동일한 성격이다. Peterson(1998)이 주

64) 국가신용등급의 평가는 크게 정부체제, 경제적 성과, 재정운영, 대외채무현황 4개 분야로 이루어진다. 과거에는 대외채무의 국가간 상대적 수준은 GDP를 이용하여 비교하였지만 무역의존도가 높은 국가는 DSR(debt service ratio), 즉 수출액과 이자배당수입, 순이전수입의 합에서 대외채무지급액의 비율이 바람직하다는 견해가 더 설득력을 얻고 있다. 이는 상환능력에서 자산의 stock 보다는 현금의 flow가 중요하다라는 사실을 중시한 결과이다.

장한대로 이 지표는 자치단체의 상환능력을 검증하는데 가장 기본적인 지표이기도 하다. 그러나 이 지표의 생명력은 상환재원으로서 어떤 재원이 가장 바람직한가에 달려 있다. 나아가 지방재정조정제도의 성격과 운영실태에 좌우되는 문제이기도 하다. 이전재원의 의존도가 낮을수록 상환재원은 지방세에 의존하기 마련이지만 정반대로 이전재원, 특히 지역간 형평성을 추구하는 이전재원의 역할이 클수록 일반재원이 상환재원으로 기능할 가능성은 높아질 것이다. R&I가 일반재원을 기준으로 공채부담비율을 산정하는 것은 바로 일본의 재정분권시스템을 반영한 결과이며 우리에게 있어서도 일반재원이 자유롭게 채무상환 용도로 활용가능한 재원으로 판단된다.

지방채 신용평가와 관련한 국내 연구에서 재정진단제도는 안정성에서 경상수지비율, 세입세출충당비율, 채무상환비율 3개 지표를 적용하고 있다. 이들 3개 지표는 재정구조, 수지의 탄력성, 재무적 안정성을 측정하기 위하여 도입하였으며 2년여에 걸친 평가경험으로 미루어 우리나라 현실에 부합하는 지표로 평가된다. 이 분야의 초기 연구자인 김성봉(1997)은 지방채부담율, 지방채경상비율, 실질수지비율, 자주재원비율, 경상일반재원, 경상수지비율 6개 지표를 제안한 바 있다⁶⁵⁾. 김성봉은 일반재원을 중심적 위치에 놓고 분자에 3개 변수를 응용하는 방식을 취하였다.

지금까지 채무실태와 재무적 안정성에 대한 국내외 지표들을 종합하면 지방채도 다른 채권과 마찬가지로 유동성과 채무구조가 중요하다는 사실을 알

65) 6개 지표의 구체적인 산식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{지방채부담율} &= \frac{\text{상환액}}{\text{일반재원}}, & \text{지방채경상비율} &= \frac{\text{지방채}}{\text{경상일반재원}}, \\ \text{실질수지비율} &= \frac{\text{실질수지액}}{\text{일반재원}}, & \text{자주재원비율} &= \frac{\text{자주재원}}{\text{세입총액}}, \\ \text{경상일반재원} &= \frac{\text{경상일반재원}}{\text{세입총액}}, & \text{경상수지비율} &= \frac{\text{경상적 경비}}{\text{경상일반재원}} \end{aligned}$$

수 있다. 즉, 유동성(flow)과 잔고(stock)를 적절하게 대변함으로써 장단기 현금흐름의 건전성을 포착할 수 있어야 한다. 본 연구는 이와 관련하여 채무지표를 다음과 같이 설정하였다.

첫째, (수정)채무상환비율이다. 채무상환비율⁶⁶⁾은 기채승인제도의 적채 기준으로서 핵심적인 위치를 점하고 있으며 경험적인 신뢰성을 확보하고 있다는 점이 강점이다. 개념상으로는 세입·세출을 동시에 고려하면서 자치단체의 채무부담 능력을 고려하므로 재무적 건전성을 적절하게 측정해 준다. 다만, 과거 4년간 실적으로 단순평균한 결과 최근의 추세를 사장시키거나 재무적 건전성을 과소평가 혹은 과대평가하는 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 이를 수정하여 당해연도 수치를 그대로 적용하거나 가장 최근 연도를 50%~70% 반영하여 3년간 가중평균하는 방식으로 대처하였으며 시산 결과 최종적으로는 70%로 설정하였다.⁶⁷⁾

$$(수정)채무상환비율 = \frac{\text{최근 3년간 채무상환액 가중평균치}}{\text{최근 3년간 일반재원 가중평균치}}$$

여기서, 가중치는 t년도:0.7, t-1년도:0.2, t-2년도:0.1

66) $\frac{\text{최근 4년간 (평균)순지방비로 상환한 채무액}}{\text{최근 4년간 (평균)일반재원 수입액}}$

67) 후술하겠지만 종합적인 재무적 건전성을 평가할 때 연도별 가중치를 무엇으로 하든 의미상의 차이는 무시해도 무방할 정도로 미미하였다. 현재 채무상환비율 지표값이 4년 단순평균으로 구해지고 있으므로 가중치도 4년 기간을 적용할 수 있다. 그러나 실제 4년치를 적용할 결과 최근 2~3년 전부터 이 지표값이 급격히 악화된 지역(대표적으로 제주도권 지역)은 4년전의 지표값으로 인하여 하향조정되는 문제를 관측할 수 있었고, 이에 따라 3년간 가중평균치를 적용하게 되었다.

둘째, 실질적인 재정수지는 현재의 실질수지비율을 수정하여 이용할 수도 있다. (수정)실질수지비율은 세입을 실질개념으로 파악하여 세입결산액에서 지방채 발행액을 제거한 세입을 실질적인 세입으로 보는 것이다. 즉, 통상 적자 재정의 보전수단은 공채발행이므로 지방재정에서도 지방채를 통하여 형식수지의 균형을 맞춘다는 논리에서 출발한 지표이다. 따라서 이 지표는 재정수지의 균형 여부, 재정적자의 규모와 감당가능한가를 토대로 채무상환능력을 측정할 때 유용하다. 부수적으로는 재정성과를 측정하는 지표로도 활용할 수 있다.

$$(수정) \text{실질수지비율} = \frac{\text{실질수지}}{\text{일반재원}} \times 100(\%)$$

$$\text{실질수지} = \text{실질세입} - \text{실질세출}$$

$$= (\text{세입결산액} - \text{지방채발행액}) - (\text{세출결산액} - \text{익년도 이월금})$$

셋째, stock지표로서 지방채잔액지수가 있다. 지방채잔액지수는 상환재원에서 앞으로 상환해야 할 채무잔고의 크기를 측정하는 지표이다. 이 지표는 향후 채무상환 압력의 크기를 통하여 미래 현금흐름의 건전성을 파악하는데 의의를 지닌다. 특히, 현 수준에서의 상환부담을 측정하는데 그치는 채무상환비율의 한계를 효과적으로 보완할 수 있다.

$$\text{지방채잔액지수} = \frac{\text{미상환 채무잔액}}{\text{일반재원}} \times 100(\%)$$

여기서, 미상환 채무잔액은 일반회계채와 기타특별회계채 포함

넷째, 1인당 채무액은 모든 신용평가기관이 활용하는 지표이며 자치단체의

재정압박 정도를 대략적으로 판단하는데 도움을 주는 지표적 기능을 갖는다. 지방채무의 총액도 중요하지만 재정여건을 기준으로 감내가능한 규모인지 여부를 파악하는 일도 소홀히 다룰 수 없다. 감내가능하다는 기준은 소득변수가 가장 바람직하지만 현실적으로 이용가능성에 제한이 있다는 점, 소득변수는 지역경제와의 연결고리 속에서 파악하는 것이 더 효과적이라는 점 등을 감안하여 인구규모로 조정하였다. 또한 인구규모로 조정하면 자치단체별 채무부담을 비교할 때 유용하다는 점도 선정이유이다.

나. 재정성과 : 재정운영의 효율성

재정운영의 성과와 생산성 측정문제는 현재의 지방예산회계제도로서는 적절한 대표지표 선정이 어려운 실정이다. 민간기업에서는 부가가치를 기준으로 생산성을 측정하고 이윤의 개념으로 경영성과의 측정이 가능하지만 단식부기와 현금주의를 사용하는 예산회계제도에서는 가장 중요한 재정적자를 산출하기가 어렵기 때문에 재정운영의 성과를 측정하는데 한계를 보인다. 설사 복식부기와 발생주의(accrual basis) 요소를 가미시킨다 해도 투입물과 산출물간 관계를 체계화시키기는 어렵다. IV장에서 살펴보았듯이 영미계 신용평가기관들이 특정의 지표를 활용하여 재정성과를 분석하기 보다는 경상경비 증가율, 수지불균형 등 몇몇 변수들의 추세와 구조를 토대로 재정성과를 평가하는 것도 이러한 어려움 때문으로 추측된다.

한편 재정운영 성과와 관련하여 일본과 우리나라의 대표지표를 살펴보면 R&I의 경우 경상수지비율, 경상경비충당 일반재원, 수정단년도 수지비율, 실질수지비율, 적자제한비율 5개 지표를 활용하고 있다. 우리나라의 재정진단은 재정계획운영비율, 세입예산반영비율, 투자비비율 3개 지표를 적용하고 있다. 반면에 김성봉(1997)은 인건비비율, 인건비 자체충당지수, 경상경비 자체충당지수, 소득대비 지방세비율, 금융수지비율을 제안한바 있으나 엄밀한

의미에서 볼 때 재정성과를 대표한다고 보기는 어렵다.

사실 지방채 신용평가의 목적이 재정운영의 성과보다는 재무적 안정성을 평가하는데 있으므로 재정성과의 지표가 기여할 부분은 상대적으로 작다. 재정성과는 재정부실에 결정적인 영향을 미치는 요인이라는 관점에서 보다는 그것이 신용위험의 장기적이고 직접적인 원인에 해당한다는 차원에서 접근하는게 바람직하다. 이러한 관점에서 본 연구는 재정지출(input)에 대한 산출결과(output), 재정지출의 생산성, 세입의 성장성과 징세노력에 중점을 두어 다음의 지표를 선정하였다.

첫째, 현재의 경상경비에 채무 상환액을 추가하여 광의의 개념으로 접근한 (수정)경상수지비율이다. 경상수지비율은 본래 경상예산 범위에서 본 수지균형을 파악할 목적으로 개발한 지표이지만 다른 한편으로는 의무적 경비인 인건비, 관서운영비, 경상적 경비를 포함시키고 있으므로 예산구조의 경직도를 살펴보는 데도 유용한 지표이다. 본 연구는 후자의 입장에서 이 지표를 다루고 있으며 채무상환비 역시 의무적 경비로 분류하는게 타당하다는 관점에서 경상경비를 확대적용하였다. (수정)경상수지비율은 재무구조의 유연성을 측정하는데 일차적인 목적을 두며 부차적으로 상환능력의 장기적 안정성도 예측가능한 지표이다.

$$(수정)경상수지비율 = \frac{\text{경상경비}}{\text{일반재원}} \times 100(\%)$$

여기서, 경상경비 : 인건비 + 관서운영비 + 경상적 경비 + 채무상환비

둘째, 세출 소요액을 당해 연도 세입으로 충당할 수 있는 능력을 나타내는 세입·세출충당비율이다. 이 지표는 크게 두가지 관점에서 해석할 수 있다.

하나는 재정적자가 발생하기 어려운 현재의 예산회계제도에서 실질적인 재정적자단체를 포착하는데 의의가 있으며 두 번째는 세입-세출간의 계획성을 파악하는데도 유용하다. 실질적인 재정적자는 후술하는 재정운영 성과편에서 적용하게 될 (수정)실질수지비율로 대체할 수 있으므로 여기서는 재정운영 계획성의 대표지표로 활용하고자 한다. 사실 현장에서 자치단체들은 조상충용을 억제하는 대신에 일시차입금을 적극적으로 활용하고 있다. 세출소요액에서도 이월사업비를 포함시킨 것은 자원부족을 간접적으로 포착하는데 당초의 의도가 있었지만 다른 한편으로 보면 이월사업이 발생하는 연유가 재원조달이나 사업타당성 등 사전계획의 부실로부터 발생하므로 세입·세출충당비율은 재정운영의 계획성을 비교하는 지표로 충분히 활용할만한 가치가 있다.

$$\text{세입·세출충당비율} = \frac{\text{세출소요액}}{\text{세입결산액} - \text{조상충용액}} \times 100(\%)$$

세출소요액 : 세출결산액 + 이월사업비 + 국도비사용잔액 +
국도비보조사업 미부담액 + 지방채 미상환액

셋째, 투자비비율을 상정할 수 있다. 투자비비율은 재정성과를 측정해 주는 직접적인 지표로 보기는 어렵지만 현실적으로 투자비비율의 고저가 재정운영의 효과성을 반영해 주는 측면이 있으므로 효율성 측정의 기본지표로 사용하여도 큰 무리는 없을 것으로 판단된다. 일반적으로 세출에서 자본투자비가 차지하는 비율이 높아진다는 말은 현재소비에 비해 미래에 더 많은 투자를 한다는 의미이며 다른 측면에서 보면 재정지출이 생산적인 방향으로 이루어진다고 해석할 수 있다. 단, 지하철사업을 공기업특별회계로 운영하는 경우에는 다른 자치단체와의 형평성 차원에서 포함시켜 시산하였다.

$$\text{투자비비율} = \frac{\text{사업비 총액}}{\text{세출결산액}} \times 100(\%)$$

여기서, 대상회계는 일반회계와 기타특별회계임

다. 지역경제

지역경제는 공식적인 통계자료, 특히 거시적인 집계자료(aggregate data)를 최대한 활용하여 분석한다. 채무실태나 재정성과와 달리 특정의 대표지표에 의존하기 보다는 거시변수의 추세나 동향, 예측치를 토대로 지역경제의 안정성과 성장성을 분석하며, 이것이 신용위험에 미치는 파급효과를 통하여 신용도를 판단한다. 신용평가기관들이 공통적으로 동원하는 거시변수는 인구구조 및 동향, 지역경제의 성장률, 고용구조, 실업률 패턴, GRDP이며 세수구조 및 기반, 주력산업의 경쟁력, 산업구조 등 미시분석도 중요한 의미로 받아들이고 있다. 다만, R&I만은 특정 지표를 적용하고 신용도 역시 그 결과에 상당부분 의존하는 차별성을 보인다. R&I가 지역경제와 직접적인 관련성이 낮은 지방세수 증감율, 표준재정규모, 자주재원비율 등을 적용하는 것은 정량분석의 편이성과 함께 이들 지표도 종국적으로는 지역경제의 활력으로부터 영향을 받을 수 밖에 없다는 현실을 반영한 결과로 해석된다.

<표 V-4 > 신용평가기관의 지역경제관련 지표

무디스	S&P	Fitch	R&I
·인구구조	·인구구조	·인구구조	·1인당 과세소득
·평균소득	·세수기반	·GRDP/GDP	·세출/과세소득
·세수기반	·주택가격	·지역경제 전망	·지방세수 증감율
·주택가격	·고용/실업률	·고용/실업률	·평균지가
·고용/실업률	·도소매 출하액	·산업구조/성장성	·표준재정규모
			·자주재원비율

본 연구는 일단 영미계 신용평가기관의 접근방식을 따라 일차적으로 거시적·미시적 분석을 중시하고자 한다. 경제적 집계자료의 패턴을 살펴봄으로써 지역경제의 구조와 안정성, 미래의 성장성에 대한 흐름을 감지하는게 중요하다고 보았기 때문이다. 이 부분에서는 객관적인 통계치에 입각하여 정성적인 판단이 개입될 것이다.

다른 한편으로 R&I가 취한 접근방식을 제한적인 범위내에서 응용하는 것도 의미있는 작업으로 사료되는바, 자주재원비율이나 표준재정규모는 우리의 지방재정에서도 도입가능한 지표이다. 양 지표는 지역경제의 동향에 영향을 받으므로 객관화된 지표로서 충분하다는 판단이다. 물론, 이들 지표는 우리 현실에 맞춰 약간의 수정을 요한다. 표준재정규모는 우리 기준으로 기준재정 수입액과 기준재정수요액에 유사한 개념이다.

$$\begin{aligned} \text{자주재원비율} &= \frac{\text{지방세수입} + \text{세외수입}}{\text{세입결산액}} \\ \text{재정력지수} &= \frac{\text{기준재정수입액}}{\text{기준재정수요액}} \end{aligned}$$

다른 한편으로 1인당 채무액은 자치단체의 재정력을 충분히 반영하지 못한다. 따라서 절대규모를 조정하는 조치가 필요한데 1인당 소득이 적절한 조정변수라고 판단된다. 그러나 지역소득 자료의 이용가능성에 한계가 있으므로 광역단체는 지역내총생산으로 하되, 기초단체는 (소득할)주민세로 대체하였다. 1인당 소득으로 조정한 1인당 채무액, 즉 1인당 채무부담능력의 구체적인 산식은 다음과 같다.⁶⁸⁾

68) 광역단체의 경우 (소득할)주민세를 이용하는 편이 분석방법의 일관성에서 유리하지만 원칙적으로 지역내총생산이 바람직하다는 점, (소득할)주민세나 지역내총생산

$$\text{1인당 채무부담능력} = \frac{\text{1인당 채무액}}{\text{1인당 소득}}$$

•여기서 소득은 지역내총생산임. 단, 시군의 1인당 소득은 1인당 (소득할)주민세로 대체함

라. 법적·제도적 환경

법적·제도적 환경은 정성분석이 이루어지는 대표적인 평가요소이다. 외화 표시 지방채나 자국통화표시 지방채를 불문하고 신용평가기관이 최종단계에서 신용등급을 판정할 때 가장 결정적인 인자로 작용하는 부문이 바로 법적·제도적 환경이다. 또한 초기단계에서 자치단체의 제반 실태를 파악하는데 일차적인 기초자료로 활용하는 부문도 법적·제도적 환경이다. 어떤 측면에서 보면 법적·제도적 환경을 토대로 기준적인 신용등급을 부여한 후 재무적 안정성, 경제적 기반, 재정성과의 정량분석 결과를 반영하여 차별화한다고 해도 과언이 아닐 정도로 핵심적인 위치에 있다.

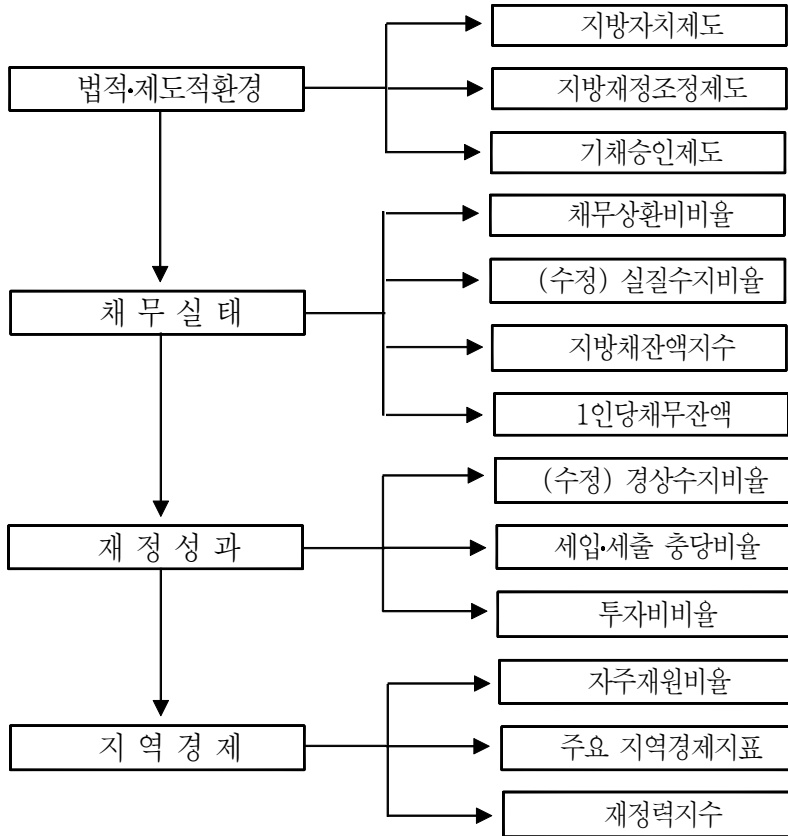
신용평가기관들이 고려하는 법적·제도적 환경요인은 대동소이하다. 먼저 지방자치체제의 큰 틀내에서 중앙과 지방간의 행·재정 관계를 개관한 후 계층별 권한과 책임, 지방재정조정제도, 예산에 대한 권한과 책임소재, 예산회계제도, 과세자주권, 기채승인권, 재정균형에 대한 제도적 강제력 등 신용위험에 직·간접적으로 영향을 미치는 환경요인을 광범위하게 조사한다. 이 가운데 기채승인제도를 중심으로 한 지방채 감독체계, 지방재정조정제도의 위상과 역할, 재정균형장치는 지방채 신용등급에 결정적인 기준으로 작용한다.

이나 상대적 신용위험의 차이가 없었다는 점에서 지역내총생산을 적용하였다.

본 보고서 역시 신용평가기관들의 사례를 따라 법적·제도적 환경요소를 평가할 예정이다. 우선적으로 지방재정조정제도, 특히 지방교부세의 역할과 정책목적, 기채승인제도의 의미와 기능을 중점적으로 검토할 것이다. 이전재원의 의존도가 높은 재정분권화 체제에서는 지방교부세의 안정적 지원이 불확실성을 저하시킴으로써 일정 수준의 신용도를 유지시키는 안전망으로서의 역할이 크다. 기채승인제도 역시 의도한 결과가 아니라해도 시장에서는 중앙정부가 암묵적으로 보증한다는 신호로 받아들여므로 신용도 저하요소를 상쇄시키는 기능을 발휘한다.

그런데 이러한 환경요소는 특정의 자치단체에만 해당하는 것이 아니라 모든 자치단체에게 주어진 동일한 조건이다. 다시 말하면 우리나라의 지방자치체제하에서 신용위험을 상대평가 받는 것이므로 법적·제도적 환경은 동일하게 간주한다는 의미이다. 다만, 법적·제도적 환경에 대한 평가는 정성적 평가에 의존하며, 평가결과를 토대로 일정한 신용등급을 모든 자치단체에게 동일하게 부여한다. 따라서 재무적 안정성, 채무실태, 지역경제의 기반에서 제시한 지표값에 따라 자치단체의 신용등급이 영향을 받으며 지역간 등급격차도 여기서 발생하게 된다. 지금까지의 내용을 도식적으로 나타내면 <그림 V-1>과 같이 정리할 수 있다.

<그림 V-1 > 지방채 신용평가체계와 분석지표



제3절 신용평가모형의 개발과 적용

1. 신용평가 모형의 개발

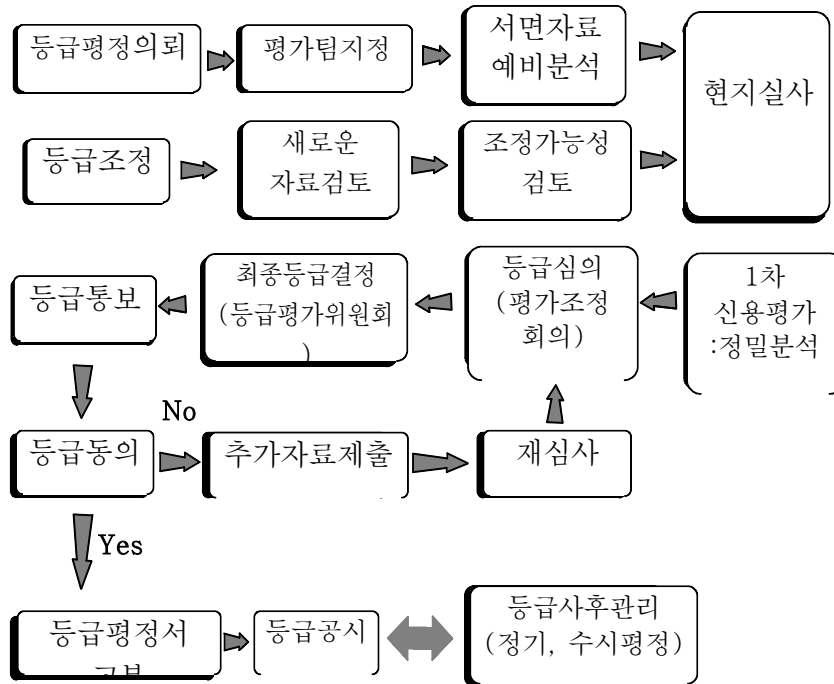
가. 평가절차

본 보고서의 지방채 신용평가모형이 제시하는 평가절차는 국내의 신용평가기관이 운용하고 있는 평가절차를 기초로 일반화시켰다(<그림 V-2 > 참조). 즉, 처음으로 신용등급을 의뢰한 지방채와 이미 평가가 이루어진 지방채의 신용등급 조정으로 양분한 후 신용평가에 착수한다. 처음으로 실시하는 신용평가의 경우 담당 평가팀을 구성한 후 의뢰기관이 제출한 자료를 중심으로 예비분석에 들어간다. 예비분석은 일종의 지표분석으로 바로 앞에서 제시한 평가요소별 지표값을 산출하고 각종 보조지표⁶⁹⁾와 재정적·비재정적 요인의 다년도 경향분석을 통하여 의뢰기관의 신용위험을 예비평가한다. 예비평가 단계는 재정진단의 재정분석과 유사한 성격을 지니고 있다.

예비분석을 거치면 현지실사 단계이다. 현지실사는 예비분석 단계에서 얻은 실태를 확인하고 미진한 부분을 보완하는데 의의를 지닌다. 특히, 현지실사는 단체장이나 실무자와의 면담을 통해서 재정건전화에 대한 의지와 노력, 관리수준, 향후 사업계획, 외곽단체의 경영성과 실태를 파악하고, 이를 기초로 계량화가 곤란한 신용위험의 비계량적 요소를 보완하는데 가장 큰 의미가 있다. 실사팀은 예비분석에서의 계량평가와 현지실사의 비계량평가를 취합정리하여 1차 신용등급을 결정한다.

69) 재정진단의 지표들을 보조지표로 활용할 수 있다. 본 보고서는 재정진단의 10개 지표의 일부(재정력지수, 재정계획운영비율, 세입예산반영비율, 자체수입증감율, 경상경비증감율)와 가용재원비율, 1인당 지방세액, 재정압박지수, 경직성경비비율, 지방세 징수율, 의존재원비율을 추가하여 보조지표로 활용하였다.

<그림 V-2 > 지방채 신용평가 흐름도



실사팀에서 결정한 1차 신용등급의 일관성을 유지하고 객관성을 극대화하기 위하여 최종 신용등급은 등급평가위원회가 결정한다. 신용평가는 미래에 대한 전망을 포괄하는 작업이므로 등급평가위원회는 다양한 관점과 관련된 위험요소를 추출하고 이해함으로써 절차상의 객관성을 최대한 유지해주는 역할을 한다. 이를 위하여 발행단체 또는 발행 채권의 향후 전망에 대한 변동을 감안하여 다양한 분야의 전문가들의 판단에 따라 최종 등급을 도출한다. 등급평가위원회의 의사결정은 만장일치를 원칙으로 하며 의견이 일치하지 않거나 피평가 자치단체가 재심을 요청하는 경우에는 평가위원회

를 통해 등급을 결정한다. 등급평가위원은 담당 팀장, 팀내 평가자, 담당 팀 이외의 담당 팀장, 관련 사업부문 senior analyst로 구성할 수 있을 것이다.

나. 등급체계

지방채 신용등급은 국내 신용평가기관과의 등급체계에 맞춰 10등급 체계를 준용하였다. 그 이유는 등급기호와 등급체계를 동일하게 함으로써 투자자의 혼란을 예방하고, 회사채나 기업어음과의 신용위험을 용이하게 비교하는데 편리하기 때문이다. 또한 은행권의 위험가중치에 연계시킬 필요가 있다는 금융감독상의 현실도 중요한 이유 가운데 하나이다.

각 신용등급별 의미는 <표 V-5>에서 제시한대로 기존의 등급체계와 동일하도록 설계하였다. 동일 등급에서의 신용위험의 강약은 (+), (-) 기호를 이용하여 표기한다.

AAA 등급은 최상위 지방채로서 현재의 지방자치체제를 지탱하는 법적·제도적 환경이 변하거나 지역경제가 급격한 침체에 직면한다 해도 상환능력상의 문제는 극히 희박하다는 의미이다. 그러므로 AAA 등급은 국채의 신용도와 동등 수준으로 간주할 수 있는 지방채가 포함된다.

AA 등급은 상급으로 판정한 지방채가 해당된다. AA 등급은 외부변화에도 불구하고 상환능력은 상당히 강하지만 AAA 등급에 비해 다소간의 불안요인이 더 강하다는 의미이다. 특히 재무적 안정성, 장래 현금창출능력과 재정수요 등에서 열위를 보이는 지방채는 AA 등급으로 분류할 수 있다.

<표 V-5 > 장기지방채 신용등급 체계

신용등급		의 미
투 자 등급	AAA	<ul style="list-style-type: none"> ·최상급이라고 판정한 지방채의 신용등급 ·변제능력이 대단히(extremely) 강하다 ·원리금의 지급을 보증하는 외부변화(법적·제도적 환경, 지역 경제 여건)가 지방채의 기본적인 안정성을 저해하지는 않는다
	AA	<ul style="list-style-type: none"> ·종합적으로 상급으로 판정한 지방채 ·변제능력이 상당히(very) 강하다 ·최상급격 지방채에 비하여 안정성, 변동성, 장기적 위험에서 다소 열위이다
	A	<ul style="list-style-type: none"> ·중상위급 지방채 ·변제능력이 강하긴 하나 외부변화로 부정적인 영향을 받을 가능성이 있다
	BBB	<ul style="list-style-type: none"> ·중급으로 판정한 지방채 ·원리금 지급 확실성은 인정되지만 외부환경의 변화로 지불능력이 저하될 가능성이 강하다
투 기 등급	BB	<ul style="list-style-type: none"> ·투기적 요소가 존재한다 ·당장 상환능력상 문제는 없으나 장래 원리금 상환은 불확실하므로 주의를 기울일 필요가 있다
	B	<ul style="list-style-type: none"> ·상환능력이 현재에도 미흡하다 ·장래 상환능력은 상당히 불확실하며 투기적이다
	CCC	<ul style="list-style-type: none"> ·채무불이행 가능성이 존재하여 매우 투기적이다
	CC	<ul style="list-style-type: none"> ·채무불이행 가능성이 높다 ·상위등급에 비해 불안요소가 크다
	C	<ul style="list-style-type: none"> ·채무불이행 가능성이 매우 높다 ·현 단계에서 볼 때 원리금 상환능력이 없다
D	<ul style="list-style-type: none"> ·현재 채무불이행 상태에 있다. 	

현재의 법적·제도적 여건으로 미루어 볼 때 상환능력은 충분히 확보하고 있지만 외부변화가 급변할 경우 부정적인 영향을 받은 가능성이 있는 지방채는 A 등급으로 분류된다. A 등급은 재무적 안정성이 취약하고 중장기 투자계획의 현실성(자금조달, 사업의 타당성, 추가적인 재정수요 유발가능성)이 떨어지는 지방채가 여기에 해당한다. 사실상 이 등급은 지방교부세와 같은 중앙정부의 지원체계만 없다면 상환능력이 불확실한 BB 등급과 유사한 신용위험을 보이는 지방채로 간주할 수 있다.

BBB 등급은 전형적인 중급 채권으로 외부환경이 변할시 상환능력이 저하될 가능성이 높은 지방채가 포함된다. 투자적격등급 가운데 최하위 등급이다. BB 등급부터는 투자부적격등급으로 현재로서는 상환능력상의 문제는 없으나 장래에는 불확실하여 투기적 요소가 다소 존재하는 지방채가 포함된다. B 등급은 현재 수준으로도 상환능력이 미흡한 지방채이다. B 등급으로 판정 받은 지방채는 회사채 기준으로 사실상 C 등급에 놓여 있다고 보아야 할 것이다. 즉, 자체적으로 상환능력을 상실했으나 중앙정부의 재정지원으로 채무불이행이 가시적으로 나타나지 않은 경우이다.

C~CCC 등급은 채무불이행의 가능성이 실질적으로 존재하는 지방채로 위험도의 경중에 따라 CCC, CC, C 등급 3개 체계로 세분화할 수 있다. 이 구간에 속하는 지방채는 실질적으로는 채무불이행 상태에 직면했다고 봐도 과언이 아니며 이미 지역사회에 큰 파장을 초래했을 것이다. 마지막으로 D 등급은 채무불이행 단계에 있는 지방채이다. 현행 지방자치체제상 그 가능성은 전무에 가깝다고 사료된다.

다. 정성적 분석 : 법적·제도적 환경요소

자금공여자의 입장에서는 신용위험은 차주인 자치단체가 채무불이행에 직면할 확률이다. 다른 차주와 달리 자치단체는 영리를 추구하지 않으므로 위

크아웃(workout)과 같은 형태로 협상이 이루어지거나 대출을 재조정하려는 경향이 강하게 나타난다. 때문에 자금공여자는 자치단체의 채무불이행이 발생할 사건들을 명료하게 분류하는 법적·정치적 과정이 중요해진다. 예를 들어 채무불이행시 채권의 우선권은 자금공여자, 자치단체, 투자자 가운데 누구에게 주어지며 상급정부의 역할과 개입범위는 어디까지인가? 등과 관련한 게임의 원칙이 분명하게 정해져야 한다.

통상 지방채는 암묵적으로 상급정부의 보증을 받고 있다고 인식하지만 상급정부의 입장에서는 채무불이행이 발생할 때 자신의 행동을 분명하게 규정하는 것을 원하지 않을 수 있다. 그 이유는 특정 상황이 돌발적으로 발생했을 때 자신의 대응력과 선택범위를 제도적으로 제한하는 우를 범한다고 인식하는데 있다. 그러나 중요한 사실은 신용시장에서 중앙정부의 보증여부, 법적·정치적 절차가 중요한 판단요소로 작용한다는 점이다. 분명히 이러한 요소들이 법령상에 명확하게 규정되어 있다면 지방채 신용위험을 감소시키는데 도움을 준다(Peterson 1998).

우리나라 지방채의 신용도를 평가할 때 주시해야 할 법적·제도적 환경요소는 다음과 같다. 첫째, 중앙정부가 자치단체 예산운용 전반을 감독하고 지역간 재원균형을 추구하는 중앙집권형 행·재정시스템이 존재하며 그 결과 지방재정의 안정성을 유지할 수 있다는 사실이다. 지방채의 채무불이행이 발생하지 않는 이유가 이 시스템의 안정성에 있다. 둘째, 기채승인제도의 기능을 들 수 있다. 기채승인제도가 자치원리를 침해한다는 점은 부인하기 어렵지만 중앙정부가 이러한 정책수단을 통하여 지방채 동향을 감시할 수 있고 재정위기를 예방한다는 점도 분명한 사실이다.

어떤 신용평가기관이든 이 두가지에 대해서는 신용위험을 경감시키는 긍정적인 요소로 간주한다. 그러나 부정적인 요소도 부인할 수 없는데 무엇보다 재정정보의 투명성이 미흡하다는 점이 가장 큰 걸림돌이다. 지방재정법

(제118조 제3항)⁷⁰⁾에 재정정보의 공개범주와 근거를 마련하고는 있으나 이는 주민의 공개청구를 전제로 한 소극적인 방식이다. 여기서 주문하는 재정정보의 투명성은 정보공개외의 차단요소를 제도적으로 제거하고 신용평가의 재무분석과 재정성과와 관련된 자료를 자발적으로 생산·제공하는 능동적인 방식을 말한다.

다른 한편으로 재정위기에 대한 제도적 장치가 구비되지 않았다는 점도 부정적으로 작용한다. 재정위기에 대한 정부의 대응이 지연된 경우 중앙집권형 행정시스템의 장점이 크게 손상될 가능성이 있다. 특히 채무불이행 이후의 청산절차가 불분명함으로써 채권자의 손실을 가중시킬 수 있으며 이는 결과적으로 지방채 신용위험에 부정적인 영향을 미친다.

그렇다고 해서 이들이 지방채 신용등급을 악화시키는 결정적인 요소라고 보기는 어렵다. 분명히 이들 부정적인 요소가 신용등급에 불리하게 작용할 여지는 있지만 기준등급 자체에 영향을 줄 정도는 아니다. 지방채 신용평가 방법에서 기술하였듯이 기준등급은 법적·제도적 환경이라는 시스템 자체에서 발생하는 것이지 환경적인 주변요소가 아니었다. 예를 들어서 S&P가 일본의 지방채를 평가할 때 핵심적인 인자로 간주했던 점은 채무상환비를 반영하는 지방교부세제도 자체에 있었다(S&P 2000)⁷¹⁾.

70) 지방재정법 제118조 3(재정운영상황의 공개) : 지방자치단체의 장은 조례가 정하는 바에 의하여 회계연도마다 1회 이상 세입·세출예산의 집행상황, 지방채 및 임시차입금의 현재액, 공유재산의 증감 및 현황, 중요 물품의 증감 및 현재액, 기타 재정운영에 관한 중요 사항을 주민에게 공개하여야 한다.

71) 도도부현은 12개 지방채(재해복구채, 지방채감수보전채, 지역재정특례대책채, 임시재정특례채, 재원대책채, 감세보전채, 지역개선대책채, 재원대책채, 감세보전채, 지역개선대책특정사업채, 공해방지사업채, 석유콤비나이트채, 지진대책긴급정비채, 재해부흥채, 임시세수보전채), 시정촌은 14개 지방채(재해복구채, 변지대책사업채, 지방채감수보전채, 지역재정특례대책채, 임시재정특례채, 재원대책채, 감세보전채, 지역개선대책특정사업채, 과속대책사업채, 공해방지사업채, 석유콤비나아트채, 지진대책긴

우리나라의 지방재정제도는 일본과 비슷하게 중앙집권형이기는 하나 비교적 유연성이 높은 체제이다. 감독 및 조정메커니즘은 지방자치법, 지방세법, 지방교부세법 등 법적 체계속에 담겨져 있으며 중앙정부는 매년 예산편성지침을 수단으로 자치단체의 세입과 세출을 관리하고 있다. 핵심 세입원인 지방교부세는 지역간 재정불균형을 해소하는데 정책의 우선순위를 두고 교부된다. 물론 일본의 지방교부세제도와 같이 채무상환비를 제도적으로 보전해 주는 시스템은 아니지만 1조원에 달하는 특별교부세는 재정위기시 지방재정의 안전망으로 기능할 수 있다.⁷²⁾

지방양여금이나 국고보조금, 도비보조금도 채무상환비 용도로 활용하고 있다. 원래 이들 이전재원은 특정 사업을 지정하여 지원하지만 중앙정부나 시도의 예산사정이 충분치 못하면 채무상환 방식으로 운용하기도 한다. 대표적으로 환경부의 국고보조사업을 들 수 있다. 축산폐수시설, 오폐수처리시설, 하수종말처리장 등 환경관련 인프라사업은 환경부 「국고보조사업 신청지침」에 의거 일단 공공자금관리기금에서 차입한 후 국고보조금, 양여금, 도비보조금으로 상환재원의 상당부분을 지원하는 형식을 취한다. 양여금사업이기는 하나 양여재원의 부족과 사업의 긴급성을 감안하여 먼저 공공자금관리기금에서 차입하도록 하고, 그 대신 상환시 양여금과 국고보조금으로 지원하는 방식이다.

이와 같이 지방재정조정제도는 중앙정부가 최종대부자로서의 역할을 수행하는데 핵심적인 정책수단으로 기능하고 있으며 실제 재정위기시에는 충분히 그럴만한 능력을 보유하고 있다. 기채승인제도 역시 적채기준을 충족시

급정비사업채, 재해부흥채, 임시세수보전채)의 상환비를 기준재정수요액의 공채비 항목에 반영하고 있다.

72) 특별교부세의 비중은 9.09%로 영국(5%), 일본(6%)과 비교해서 높은 수준이므로 시책사업수요나 재정보전수요, 특정현안수요 항목으로 지원할 수 있다.

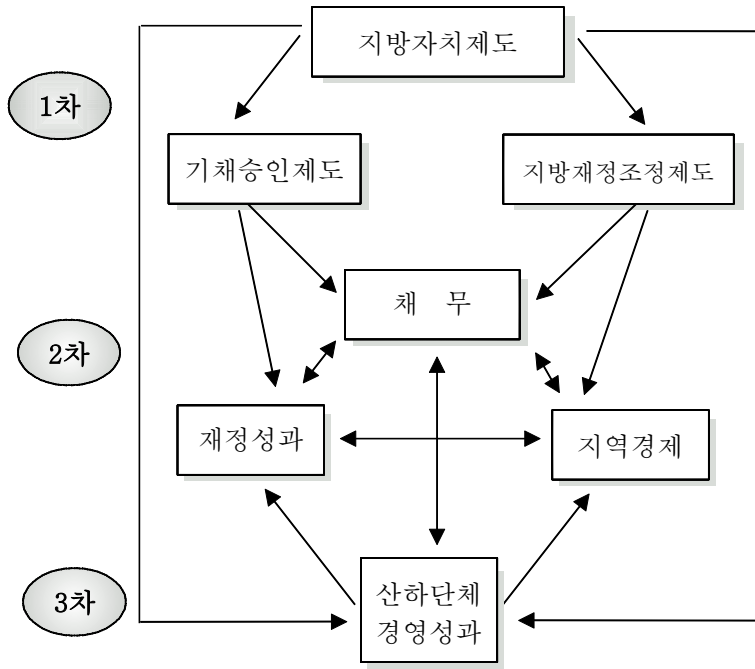
키지 못하면 지방채발행 허가를 받을 수 없으므로 재정위기를 예방하는데 유효한 안정장치로 기능한다⁷³⁾. 따라서 우리나라의 지방채는 기본적으로 중앙정부의 안전망에 의해 높은 신용도를 보유하고 있다는 게 연구자의 소견이며 신용등급 체계상 최하 AA 등급에 해당한다고 판단된다. 물론, 이에 대해서는 자치단체가 채무불이행을 경험한 사례가 없으므로 실증적인 근거를 제시할 수는 없다. 그러나 우리의 지방자치제도로 미루어 채무불이행 가능성은 전무에 가깝다는 게 연구자의 판단이며 기준등급을 AA 등급으로 설정하고 재무적 안정성에 따라 신용등급을 차별화하는 방식이 현실적으로 타당하다고 사료된다.

라. 신용평가체계

신용평가는 자치단체의 재정적 요인과 지역경제, 법적·제도적 요인 등 비재정적 요인을 종합적으로 검토한다. 이러한 분석의 범주들은 어떤 공식에 의하여 종합되는 것은 아니며 그렇다고 완전히 분리할 수도 없고 상호의존적이다. 그러므로 신용평가는 부분적으로 객관성을 지니고 있기도 하지만 상당부분이 주관적인 정성분석을 요구하기도 하며 결론도 주관적 요소가 개입될 수밖에 없다. 신용평가기관 혹은 신용평가 분석자의 역할은 바로 이러한 주관적 결론을 최대한 객관화된 근거에 기초하여 내리고 논리적인 설명으로 투자자의 공감을 얻어내는 것이다.

73) 기채승인제도와 지방채시장의 실태에 관해서는 조기현(2000)을 참조하라.

<그림 V-3 > 지방채 신용위험도 (I)



<그림 V-3>은 본 연구에서 고려사항을 도식화한 일종의 신용위험도 (credit risk map)로 자치단체의 경영과 관련한 제반 요인이 구조적인 연관 관계 속에서 파악하는 것임을 보여준다. 먼저 최우선적인 고려대상은 법적·제도적 환경요인이다. 법적·제도적 제약조건하에서 과세자주권과 세원분포, 상환재원의 확보능력이 규정되므로 지방채에 관한 한 가장 중요한 요소이다. 2차 고려대상은 신용평가가 채무불이행 가능성에 대한 분석인 만큼 채무사항을 재정성파나 지역경제와의 관련성 속에서 분석한다. 마지막으로 3차 고려대상은 민간기업에 적용하고 있는 일종의 계열분석으로 산하단체의 신용상태와 재무적 의존관계를 검토한다.

본 보고서는 이미 앞에서 법·제도적 환경요인을 기술하였으며 이에 근거하여 지방채 신용등급의 기준은 AA 등급으로 설정하였다. 따라서 최종 신용등급은 2차와 3차 고려대상에서 유도한 재무적 안정성, 재정성과, 지역 경제의 기반을 종합적으로 고려하여 결정될 것이다.

2. 신용평가모형의 적용 : 사례분석

본 연구는 <그림 V-3>에서 도시한 신용위험도 접근방식에 따라 지방채를 신용평가한다. 여기서 지방채 신용평가란 결국 자치단체에 대한 신용평가를 지칭한다. 엄밀하게 말해서 개별 지방채의 신용도와 자치단체의 신용도는 다르지만 우리나라와 같이 일반보증채가 압도적이고 수익채라 해도 일반회계 의존도가 높은 실정에서는 일반보증채와 수익채의 구분이 무의미할 수 있으며 이러한 차원에서 지방채 신용평가와 자치단체 신용평가는 동의어로 사용할 수 있다.⁷⁴⁾

한편, 본 연구에서는 광역단체만을 대상으로 신용평가를 시도하였다. 본 연구에서 광역단위에 한정하여 자치단체 신용도를 평가한 근거는 다음의 두 가지 현실적인 이유에서다. 첫째, 신용평가란 정량적·정성적 분석을 망라해야 하므로 기초단위까지 시도하기에는 물리적으로 무리라는 판단이다. 특히, 전 자치단체를 대상으로 정성분석을 시도한다는 것은 비현실적이다. 둘째, 신용평가는 일차적으로 채권을 대상으로 이루어지는바, 공모채든 첨가소화방

74) 대표적으로 도시철도채권은 지하철을 대상으로 한 수익채의 일종이다. 이 채권은 독립채산제의 원칙상 사업수입으로 상환해야 하지만 영업결손의 대부분을 일반회계에서 전출받으므로 자치단체가 자신의 과세력을 기반으로 보증하는 결과를 가져오며 이런 의미에서 수익채와 일반보증채의 구분이 큰 의미가 없다는 뜻이다.

식이든 채권 형식으로 자금을 조달하는 자치단체는 광역단체이다. 물론 일부 기초단체에서도 공모채를 발행한 사례가 있으나 큰 의미를 지니지는 못한다.

일단은 사례분석이 광역단체에 한정하기는 하지만 본 연구에서 제시한 지표분석과 재무적 안전성은 전 자치단체를 대상으로 이루어졌다. 이들 9개 지표의 결과치는 <부록 1>에, 재무적 안전성에 대한 종합평가는 <부록 2>에, 그리고 개별 지표의 기초통계량과 분포는 <부록 3>에 제시하였다. 재무적 안정성은 9개 지표 모두를 적용하지 않고 별도로 5개 지표를 선정하였으며 나머지 4개 지표는 최종등급 판정시 보조지표로 활용하였다.⁷⁵⁾ 5개 지표는 채무실태에서 채무상환비율, 지방채잔액지수, (수정)실질수지비율 3개이며 재정적 성과와 지역경제에서 (수정)경상수지비율, 자주재원비율을 추출하였다. 이들 각 지표들은 원칙적으로 200점 만점을 기준으로 총 1,000점 만점으로 정량화를 시도하였다. 다만, 채무상환비율은 상환능력과 관련하여 유일하게 경험적으로 검증된 지표이고 의미 또한 중요하므로 300점을 부여하였으며 중요도와 산식의 현실성이 떨어지는 자주재원비율은 100점을 부여하는 식으로 가중치를 조정하였다.⁷⁶⁾

재무적 순위는 다음 <표 V-6>에 요약 정리하여 제시하고 있다.⁷⁷⁾ 표에서

75) 1인당 채무부담능력은 개념상으로는 논리적이면서 분명하나 지역경제적 요소가 아닌 지방세제도로부터 영향을 받으므로 획일적으로 비교하기가 곤란하다. 그러나 동일 계층내에서는 지방세제도 자체가 동일하게 적용되므로 1인당 채무부담능력은 지역경제와 채무부담의 관계를 잘 설명해 주는 것으로 나타났다. 특히 광역단체는 채무잔액지수, 1인당 채무액, 채무상환비율을 효과적으로 보완하는 기능을 발휘하였다.

76) 본 연구에서는 9개 지표값 모두를 대상으로 다양한 조합을 구성한 후, 종합점수를 시산하였으며 상관관계, 결과치의 분포와 해석, 현실의 부합도 등을 다각적으로 검토하여 최종적으로 5개 지표를 선정하였다. 특히, 1인당 채무액, 재정력지수 등 상관관계가 0.7 이상으로 높게 나타난 지표는 최종 단계에서 배제하였다.

77) 전 자치단체의 재무분석 결과는 <부록 2>에 제시하였다. 한편, 재무적 안정성의 상대평가는 Z-Score법과 분산분석(ANOVA)을 응용하였지만 전적으로 의존하지는

보듯이 재무적 순위는 A~E까지 5등급으로 구분하였다. A는 재무적 건전성이 대단히 우수하다는 것을 의미하며 계층별로 하나씩 3개 단체가 포함되어 있다. 전체의 41.1%인 102개 단체가 우수등급인 B 등급에 속하며 자치구는 대부분 재무적 건전성이 우수하였다. 보통 수준인 C에는 과반수에 해당하는 126개 단체가 포함되며 시군에서 집중적으로 분포하고 있음을 알 수 있다. 하위 그룹인 D에는 시군이 압도적인 비중을 점유하였다. 마지막으로 가장 열등한 재무적 건전도를 지칭하는 E 등급은 총 4개 단체이며 이 가운데 광역단체가 3개 단체나 포함된다.

<표 V-6> 재무적 건전도 시뮬레이션 결과

	A (최 상)	B (상)	C (보 통)	D (하)	E (최 하)
광역단체	1	2	9	1	3
시 군	1	43	106	12	1
자치구	1	57	11	0	0
합 계	3 (1.2%)	102 (41.1%)	126 (49.2%)	13 (5.2%)	4 (1.6%)

대체적으로 볼 때 자치구의 재무적 건전성이 가장 우수하며 광역단체는 보통 이하에 80%가 넘는 13개 단체에 이르고 있다. 이러한 사실은 전체 왜도값에 대한 계층별 왜도값의 비율인 상대적 왜도값(skewness)으로 재확인

않았으며 지표의 성격에 따라 주관적인 판단을 추가하였다. 예를 들어 채무상환비 비율은 적채기준이 20%이므로 20%를 기준치로 삼아 이를 초과한 단체는 가장 불량한 단체로 분류하였으며 15%를 초과하면 상환부담이 어려워지기 시작하는 하위 그룹으로 판단하였다. 이밖에 요인분석법과 판별분석방법도 고려하였으나 채무불이행이 발생한 경험이 없는 한 정상집단과 비정상집단을 구분하기가 어렵고 이런 상태에서는 해석상의 의미가 크지 않다고 판단하였다.

할 수 있는바, 자치구는 상대적 왜도값이 1.22로 평균치의 우측에 많이 분포하고 있으며 이는 자치구의 재무적 건전도가 우수하다는 것을 말한다(<부록 2 참조). 반면에 광역단체는 상대적 왜도값이 0.12로 전국 평균의 재무적 건전도에 가장 가까운 결과를 보였으며 시(0.23)와 군(0.54)의 순서대로 재무적 건전도가 개선됨을 알 수 있었다.

본 연구는 전술한 재무적 건전도의 객관적 사실을 토대로 하되 최종적인 신용등급은 정성적 분석을 가미하여 판단하였다. 정성적인 요소는 지역경제의 안정성과 성장성, 재정운영 실태와 미래의 현금흐름에 주목하였으나 법적·제도적 환경이 절대적인 영향을 주었다. 특히 재무적 안정성이 취약하면서 신용등급을 판단하기가 모호한 단체는 재정진단의 결과물을 최대한 활용하는 방식으로 대처하였다.

광역단체의 신용평가 결과치는 <표 V-7>에 정리하여 제시하고 있다. 표에서 보듯이 광역단체의 신용등급은 최하 AA- 등급에서 시작하여 AAA를 최상위 등급으로 결정하였다. 최저선은 법적·제도적 환경을 절대적으로 반영한 결과이다. 상한선은 지방재정의 근간이 중앙재정이고 지방재정체도를 통하여 암묵적 보증이 이루어지고 있다는 현실을 반영하여 최상위 등급인 AAA까지 확장하였다. 보완해야 할 여지가 없지 않지만 일단 본 연구에서는 AAA 등급에 서울을 비롯하여 제주도를 제외한 8개 도 전체를 포함시켰으며 울산, 인천, 광주, 대전, 제주는 AA 등급으로 분류하였다. 같은 AA 등급이라 해도 신용력의 강도에 따라 (+)와 (-) 기호로 구분하여 부산과 대구는 하위등급인 AA-로 판정하였다.

<표 V-7> 광역단체 신용등급 결과

신용 등급	세부 등급	회 사 채			자치단체	비 고
		한기평	한신평	한신정		
AAA	AAA	14	14	14	9	서울 및 도(제주 제외)
AA	AA+	5	6	2	3	울산, 인천, 대전
	AA	10	12	11	2	제주, 광주
	AA-	15	15	13	2	부산, 대구
A	A+	18	18	13	-	-
	A	12	16	16		-
	A-	27	21	25		-
BBB	BBB+	24	19	23	-	-
	BBB	47	36	43		
	BBB-	48	27	37		
BB	BB+	37	29	33	-	-
	BB	41	39	29		
	BBB-	36	26	20		
B	B	16	17	2		-
CCC	CCC	3	1	1	-	-
CC	CC	1	-	7		-
C	C	7	8	2		-
D	D	9	-	8		-

자료 : 각 신용평가기관 홈페이지에서 관련자료를 취합정리하였음

주1) 한국신용평가는 (+)와 (-)로 분리된 B등급을 합산한 것임

한편, 부산과 대구는 지하철공사와 도시개발공사가 보유하고 있는 우발채무의 잠재적 위험성이 크다는 점, 직접채무 역시 과중하다는 점, 지역경제의 안정성과 다양성이 취약하다는 점 등을 반영하여 AA-로 판정하였다. 제주도는 재무적 건진성만 보면 울산, 인천, 대전의 AA+ 등급에 포함시킬 수 있으

나 미래 현금흐름의 불안정, 외화채의 환리스크 부문에서 불안요인이 잔존해 있다고 판단하여 한 등급 낮은 AA 등급으로 판정하였다. 그러나 2007년까지 지속적으로 압박하게 될 채무부담을 어떻게 관리하느냐에 따라 부산과 대구와 동일한 AA- 수준으로 조정될 가능성도 있다.

사실 신용등급 상한선을 AAA로 설정하는 문제와 관련해서는 신용평가기 관별로, 때로는 평가자 개인별로 다른 견해를 보일 수 있다. 자치단체의 신용력이 아무리 우수하다 해도 중앙정부의 발권력과 과세능력, 중앙정부의 직간접적인 통제수단이 지방재정의 신용도에 영향을 준다는 점, 「은행감독업무시행세칙」에서 자치단체의 위험가중치가 10%인 반면 국채는 무위험자산으로 분류하고 있다는 점을 고려하면 한 단계 낮은 AA+를 상한선으로 설정할 수도 있다. 그럼에도 불구하고 자치단체의 신용력을 최상위 등급인 AAA까지 확장한 데는 현재 국내 신용평가기관의 신용평가 결과를 수렴하고 최대한 조화를 도모함으로써 투자자의 혼란을 최소화하는 것이 바람직하다고 보았기 때문이다.

일종의 현실론인데, 현재 국내 신용평가시장에서 자치단체와 연관된 신용평가는 한국기업평가(이하 한기평)와 한국신용정보(이하 한신정)에서 이루어지고 있다. 한기평의 경우 서울도시철도공사와 지하철공사는 AA+, 대구도시개발공사와 부산교통개발공단은 AA, 대구지하철공사는 AA- 신용등급을 부여하였다. 한신정은 부산교통개발공단만 신용평가하며 한기평과 마찬가지로 AA 등급으로 판정하고 있다. 이들은 지방공기업이기는 하지만 자치단체의 재정지원에 의존하고 있다는 이유로 자치단체의 신용도가 부분적인 영향을 미치고 있다. 예컨대 서울도시개발공사와 지하철공사는 대규모 결손에도 불구하고 지방공기업 가운데 최상위인 AA+ 등급으로 판정한데는 서울시의 신용도와 높은 정치적 위상이 크게 영향을 주었으며 부수적으로 지하철사업은 공공성이 강하여 중앙정부가 방치하기 곤란하다는 현실인식에 근거하고 있

다(<부록 4> 참조).⁷⁸⁾ 대구시의 도시개발공사와 지하철공사도 비슷한 맥락에서 신용등급을 결정하였다.

한편 AAA 등급에 속하는 공공기관 현황을 살펴보면 한기평의 경우 14개 기관 가운데 공공기관이 중소기업은행, 산업은행, 도로공사, 수자원공사, 한국전력, 한국전기통신공사 6개 기관이며 이들의 성격을 미루어 볼 때 서울과 제주도를 제외한 7개 도의 신용도가 떨어진다고 보기는 어려울 것이다. AA 구간에서도 토지공사(AA+), 주택공사(AA)와 광역시의 신용도를 동격으로 간주해도 큰 무리는 없다는 판단이다. 결국 재차 언급하지만 지방채 신용등급은 재무적 건진도를 밑바탕으로 하여 법적·제도적 요소, 사회경제적·정치적 파급효과 등 다양한 환경요인이 복합적으로 투입된 결과이다. 이런 측면에서 볼 때 비단 지방채 뿐만 아니라 일반적인 의미에서의 신용평가는 객관적인 사실에 기초를 둔다는 점에서는 Science이지만 최종단계에서 애널리스트의 정성적 판단이 가미된다는 점에서 Art라고 볼 수도 있다.

다음은 제주도를 대상으로 본 연구에서 판정한 신용평가의 근거를 요약 정리한 내용으로 지방채 신용평가의 핵심을 나타내고 있다.

78) 한기평, 한신평, 한신정의 관련 애널리스트와의 인터뷰 과정에서 지방공기업이라 해도 사실상 자치단체의 신용도가 부분적인 영향을 준다는 사실을 확인할 수 있었다. 또한 국내 신용평가기관은 수송분담율을 공공성을 나타내는 중요한 지표로 간주한다. 즉, 수송분담율이 높다는 것은 그만큼 공공성이 높다는 것을 뜻하며 사회경제적 파급효과를 고려하면 중앙정부가 결코 채무불이행을 방치하지 않을 것이라는 기대를 하고 있었다.

■ 지역경제

- ▶ 도내 소득의 주요 원천인 관광수입에서 내국인의 비중이 매우 높아 국내 경제여건 변화에 대한 지역경제의 민감도가 높음
- ▶ 지난 5년간 제주도의 산업구조는 큰 변화가 없으나 서비스업과 농업위주의 산업구조를 형성한 반면, 2차산업은 3.7%로 매우 취약함
- ▶ 산업구조가 소규모 서비스업 위주로 형성되어 있고, 세수탄력성이 상대적으로 높은 2차 제조업의 비중이 매우 낮아 세수확보의 안정성이 취약함
- ▶ 실업율은 낮지만 고급인력의 역외유출이 발생하고 있음

■ 재정운영 성과

- ▶ 2000년도 결산기준으로 일반회계 5,586억원, 기타특별회계 491억원, 공기업특별회계 499억원으로 총 재정규모는 6,577억원임
- ▶ 제주도의 재정자립도는 5년간('96-2000년) 34.5%으로 전국 도 평균인 48.4%보다 낮으며 3년 연속 전국 평균치에 미달함. 이러한 양상의 주된 요인은 지방세수입의 둔화와 함께 세외수입의 하락에 있음
- ▶ (수정)경상수지비율은 50.9%로 광역단위에서 가장 높으며 이는 결과적으로 재정의 경직성과 가용재원의 위축을 초래함
- ▶ 세입·세출충당비율은 97.8%로 정상수준이며 투자비비율 역시 73%로 예산을 효율적으로 집행하고 있음
- ▶ 민선 1기시 의욕적인 투자사업을 추진하였으나 비체계적이고 비전략적으로 수행함으로써 사업성과가 불투명하고 채무급증에 따른 재정압박이 증가추세임

▶ 광역폐기물소각시설사업, 컨벤션센터, 월드컵경기장 등 주요 투자사업의 안정적 정착이 불확실함. 컨벤션센터는 '98년 이후 매년 10억원 이상 영업손실을 기록하고 있으며 월드컵경기장은 사후관리 및 활용방안에 따라 낙관적이지만은 않음

▶ 제주도 지방개발공사는 유동부채가 증가하는 대신에 유동자산은 감소하고 있어 자산·부채관리에 주의를 기울일 필요가 있음

■ 채무실태

▶ 제주도의 채무는 민선 1기 이후 급격한 증가세를 보이고 있음. '93년 13억원에 불과했던 제주도의 채무는 '98년 4,391억원으로 338배나 증가하였음. 다만 민선 2기 이후부터 전면적인 사업조정에 착수하여 채무 총량규모 제한정책등 긍정적인 조치가 이루어지고 있음

▶ 공식적인 채무상환비비율은 '96년 3.8%에서 '99년에는 13.9%로 급증하다가 이후부터는 감소추세를 보이거나 사무라이채 환위험 헷지방안으로 설치한 감채기금도 실질적인 상환이므로 이를 포함하면 18.7%에 달하게 됨

▶ 사무라이채는 '97년 관광지 연계도로사업 명목으로 200억엔(당시 환율기준으로 1,577억원)을 발행하였음. 이 사업은 관광지에 시도 및 군도가 연계될 수 있도록 개설하는 공사로 본청이 사무라이채를 발행한 후 4개 시군에 전대한 외채이며 본청의 직접채무는 877억원임

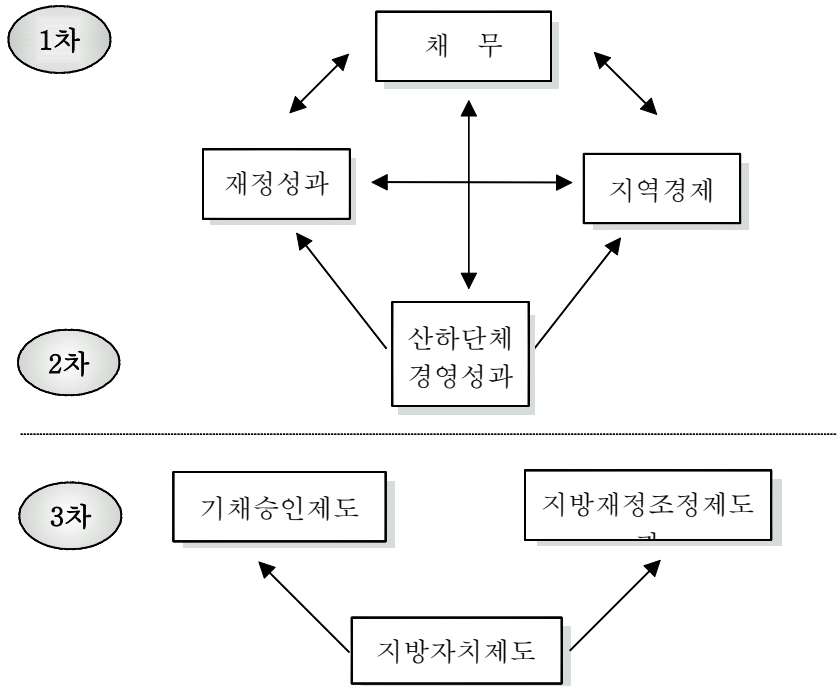
▶ 사무라이채 만기가 도래하는 2007년까지 매년 450억원 내외를 상환해야 하므로 현금흐름이 불안정하지만 이후부터는 채무부담이 급격하게 감소하므로 2001~2007년 기간의 채무관리에 주의를 요함

3. 지방채 신용평가모형의 한계

본 연구에서 제시하고 있는 지방채 신용평가모형은 이 분야의 기초연구라는데 의의를 찾을 수는 있으나 접근방식과 방법론상에서 지속적인 보완이 이루어지거나 관련 전문가와의 논쟁이 필요하다. 사실 방법론상의 한계는 기술적인 사항이므로 수정·보완작업은 그리 어렵지 않다. 문제는 접근방식이다. 접근방식은 지방채 신용평가를 바라보는 기본시각에 따라 달라질 수 있기 때문이다. 예를 들어 <그림 V-3>에서 제시한 평가모형은 법적·제도적 환경요소를 일차적인 잣대로 적용하고 산하단체를 망라하여 자치단체의 전반적인 재무적 안정성을 이차적인 기준으로 설정하였다. 이러한 흐름도는 우리나라의 지방자치체제가 지방채 신용평가의 핵심인자로 인식하였다는 점을 말해 준다. R&I가 재무적 등급을 별도로 관리하는 것은 본 평가모형과 같이 중앙정부와의 관계 속에서 기준등급을 AA 범주로 설정하고 재무적 등급으로 차등화하는 방식을 취했기 때문이다. 그러나 정 반대로 먼저 재무적 안정성을 측정하고 후 법적·제도적 환경을 고려하여 최종적인 신용등급을 결정할 수도 있다.

이러한 차이는 지방채 신용위험의 경로를 다르게 인식했다는 것이며 근원적으로는 지방재정의 위상과 역할에 대한 상이한 시각에서 연유한다. 다음 <그림 V-4>에서 도시한대로 일차 기준을 재무적 안정성으로 상정했다는 것은 법적·제도적 환경의 중요성을 무시하지는 않지만 신용위험의 크기는 자치단체 스스로의 관리수준과 능력이 좌우한다는 의미이다. 여기서 법적·제도적 환경은 재무적 안정성을 보완하는 부차적인 기능에 머무른다.

<그림 V-4 > 지방채 신용위험도 (Ⅱ)



사실 이 방식이 본래의 신용평가체계에 부합하는 방식이며 본 연구의 평가모형대로 법적·제도적 환경을 일차 기준으로 적용할 경우에는 중앙정부의 암묵적 보증요소가 개입됨으로써 신용등급이 과대 평가될 가능성은 높아진다. 즉, 중앙정부의 신용도가 개별 자치단체의 신용도를 상쇄함으로써 신용등급을 부양시키는 효과를 가져온다. 반대로 채무적 안정성을 일차기준으로 적용하면 자치단체의 실질적인 신용도에 근접시킬 수 있는 장점을 발휘한다. 예를 들어 채무적 안정성에서 본 신용도가 BBB 등급이라 해도 지방자치제도를 감안하여 A등급으로 상향조정하는 식이다. 이처럼 신용위험의 전

달경로와 결정인자와 관련한 인식의 차이는 재정분권화체제는 물론 지방자치제도 전반에 대한 정책적 검토를 요하는 부분이다.⁷⁹⁾

두 번째 문제로는 지방채에 대한 신용등급과 자치단체의 신용등급의 분리가 불분명하다는 점을 지적할 수 있다. 본 보고서는 문맥에 따라 지방채 신용도와 자치단체 신용도를 혼용하고 있으나 신용평가란 발행기관의 신용위험이 아니라 특정 채권에 대한 신용위험을 측정하는 것이므로 엄밀하게 말하면 지방채 신용평가와 자치단체 신용평가는 다른 의미이다. 따라서 평가모형 역시 자치단체와 지방채를 분리하여 설계하여야 하며 지방채도 일반보증채와 수익채를 구분하여 각각의 평가모형을 제시하는게 합당하다. 후속연구에서 이 부분에 대한 보완이 이루어질 것으로 기대하지만 본 연구의 한계임에는 틀림없다.

셋째, 기술적인 차원에서 채무불이행 예측기법을 개선할 필요가 있다. 본 연구에서는 Z-Score를 응용하였으나 로짓모형(logit model), Zeta model 등 도산예측모형을 개발하고 이로부터 신용위험을 측정하는 것도 하나의 방법이 될 수 있다. 물론 채무불이행의 역사적 경험이 전무하므로 도산예측모형의 신뢰성을 검증할 방법은 제한적이다. 그럼에도 신용평가의 핵심이 여기에 있는 이상 모형개발의 지속적인 수정보완은 불가피하다.

79) 본 연구에서는 실제로 이 접근방식을 취하여 신용평가를 시도하였으나 파산사태가 없어 재무적 건전성과 신용등급을 연계시키기가 어려웠다. 예를 들어 최하 등급인 E등급이 어떤 신용등급에 해당하는지 판단하기 위해서는 적용한 지표의 실증적 검증이 반드시 필요하나 파산 경험이 없을 시에는 지표값에 의존하여 신용등급을 판정하기가 곤란하다. 또 하나 강조하고자 하는 바는 설사 1차 기준으로 재무적 건전성이 BBB 등급이라 해도 2차 기준인 법적·제도적 환경이 충분히 상쇄하고도 남을 정도라면 어떤 접근방식을 취하든 동일한 결과를 가져올 수도 있다. 만약 결과상의 큰 차이가 없다면 법적·제도적 환경을 1차 기준으로 하든, 2차 기준으로 하든 큰 문제는 아니며 오히려 어느 정도의 비중을 두고 재무적 건전성을 조정할 것인지가 관건이라고 볼 수 있다.

마지막으로 지표의 적합성과 포괄성에 관한 문제이다. 본 연구는 채무실태, 재정성과, 지역경제의 기반 3개 평가요소별로 관련지표를 개발·적용하였으나 대표성에 의견을 달리할 수 있다. 신용위험의 징후를 신속정확하게 포착하기 위해서는 선행적으로 적절한 지표개발이 필수적이다. 미국과 같이 지방채의 파산을 용인하는 환경에서는 채무불이행의 영향 변수들을 식별하거나 채무불이행확률을 경험적으로 도출할 수 있으므로 적정지표의 문제는 중요한 이슈가 아니며 단지 추세분석과에 필요한 자료로서의 성격이 강하다. 그러나 경험적으로 채무불이행이 발생한 사례가 없고 제도적으로도 그 가능성이 극히 희박한 우리나라의 환경에서는 애초부터 채무불이행확률의 산출이 불가능하므로 지표의 대표성은 모형의 신뢰성을 좌우할 정도로 중요한 문제가 된다. 따라서 신용평가의 신뢰성을 제고하기 위해서는 대표성이 높은 지표의 추가적인 개발과 기존 지표의 수정보완이 이루어져야 한다.

제VI장 지방채 신용평가제도의 도입방안

제1절 기본방향

신용평가제도의 도입은 지방채시장의 수급기반을 확충하는데 있어 핵심적인 제도적 장치이다. 신용등급으로 표현되는 신용위험의 신호는 시장의 가격에 반영되고 균형을 회복하려는 가격의 움직임은 수시로 투자자에게 합리적인 선택기회를 제공한다. 그리고 투자자의 주권적 투자행위는 발행자인 자치단체로 하여금 재정책임성과 건전성에 대한 경각심을 일깨워주는 사회적 기능을 발휘한다. 그러나 신용평가제도가 이러한 순기능을 발현하기 위해서는 반드시 신용평가기관의 신뢰성, 신용등급의 객관성, 등급판정의 투명성, 판정결과의 공시성 등을 일정 수준 충족시켜야 한다.

따라서 신용평가제도는 도입에 앞서 우선적으로 신용평가기관의 본질적 한계와 신용평가시장의 실태를 정확하게 이해하는 선행작업이 필요하다. 여기에 지방채시장이 신용평가제도를 수용할 수 있는지 여부를 냉정하게 판단하는 작업이 추가된다. 본 연구가 이러한 사안들을 굳이 다루려는 것은 신용평가제도가 지니는 당위성에도 불구하고 현실의 수용능력이 성숙되지 않았을 때 예상되는 사회적 과장을 염두해 둔 것이다. 즉, 신용평가제도의 도입이 전혀 새로운 지방채 관리방식을 뜻하며 국가 채무정책의 질적 전환이라는 중대한 의미도 내포하므로 가능한 사회적 비용을 최소화하면서 사회적 편익을 증대시키는 기본원칙이 필요하며 그것은 점진적 도입이다.

둘째, 신용평가제도의 역할과 기능의 범위는 어떤 지방채 관리방식을 채택하는가에 따라 지대한 영향을 받는다. 통상 신용평가제도를 기재승인제의 완

전대체물로 받아들이고 있으나 반드시 그렇다고 볼 수는 없다. 기채승인제하에서도 신용평가제도는 도입가능하며 극단적으로는 완전히 시장에 방임하면서 신용평가제도를 도입하지 않을 수도 있다. 따라서 본 연구에서는 기채관리방식을 상위개념으로 놓고 신용평가제도의 도입방안을 모색하는 노력을 기울이고자 한다.⁸⁰⁾

셋째, 자치단체간의 경쟁을 촉진하고 재정책임성을 제고한다는 방향에서 신용평가제도의 도입방안을 논하고자 한다. 신용평가제도의 도입 취지가 시장친화적인 감독정책과 자원배분의 효율성에 주어진 만큼 자치단체간의 경쟁을 통하여 재정운영에 대한 책임성을 확보하고 재원조달의 영역을 확대함으로써 지역개발을 촉진시켜야 한다. 자기책임하에 재원을 조달하고 투자효과를 극대화함으로써 지역경제의 성장기반을 구축하는 일은 신용평가제도가 적극적으로 추구하는 정책목표이다.

넷째, 신용평가제도는 작게는 지방채제도, 크게는 채권시장을 중심으로 한 금융산업의 발전과 감독정책까지 포괄한다. 신용평가기관에 대한 불신, 신용평가산업의 낙후, 채권시장의 저발전과 같이 금융산업 전반적인 문제들이 신용평가제도 도입을 저해하는 현실적인 요인들이다. 이들을 언급하지 않고는 신용평가제도의 도입방안을 실질적으로 논하기가 어려울 정도이다. 그러나 여기까지 다룰 경우 연구범위가 지나치게 방대해지고 논의의 초점을 흐릴 수 있으므로 지방재정에 한정하여 도입방안을 모색한다.

80) 단, 기채관리방식을 상세하게 논할 경우 신용평가제도 개선방안이 아니라 지방채 발행제도 내지는 기채승인제도의 개선방안으로 흐를 위험성이 있으므로 핵심내용 위주로 언급한다. 예를 들어 적채기준과 지표의 개선, 지방채시장의 활성화방안 등은 가능한 깊게 다루지 않을 계획이다.

제2절 신용평가제도 도입의 선결조건

우리는 앞에서 본 연구가 제시한 지방채 신용평가모형의 한계를 지적한바 있다. 여기서는 지방채시장에 신용평가제도를 도입하는데 있어 주의해야 할 선결조건을 지적하고자 한다. 이를 위하여 먼저 신용평가기관 자체에 대한 한계를 지적하며 이어서 우리나라 신용평가시장의 문제점을 재인식하고자 한다. 이러한 과정을 거침으로써 우리는 지방채 신용평가와 관련하여 보다 냉정하게 현실을 인식할 수 있을 것이다. 즉, 지방채 신용평가제도를 도입하는데 있어 현실적인 장애요인이 무엇인지를 객관적인 시각에서 살펴보는 데 목적이 있다.

1. 신용평가기관의 한계

본 보고서의 II장에서 지방채시장에 신용평가제도의 도입이 필요한 근거를 기술한바 있다. 전술한대로 신용평가제도는 정보의 비대칭성을 완화함으로써 주인-대리인간의 문제에서 파생하는 역선택의 문제, 숨겨진 정보와 숨겨진 행동의 문제, 가격기능의 왜곡 등 시장규율의 장애요소를 완화시키는데 핵심적인 기반이다. 그러나 이러한 유용성이 현실의 세계에서 실현될 수 있는가는 별개의 문제일 수 있다. 신용평가제도가 이른바 신호균형을 달성하는데 핵심기능을 수행한다는 것은 분명한 사실이지만 그 전제는 신용평가산업의 경쟁적 시장구조와 신용평가기관의 규범적인 행동이기 때문이다.

BIS(2001)도 이 점을 인정하여 신용평가기관의 자격요건으로 다음의 6가지 기준을 요구하고 있다.

<표 VI-1> BIS의 신용평가기관 적격요건

구 분	세부내용	비 고
객관성	·평가방법의 엄정성, 체계성, 지속성 ·평가결과의 지속적인 점검 ·피평가기관 재무상태 변화 즉각 반영	·평가등급 전이행 열 및 부도확율 제시
독립성	·정치적·경제적 압력으로부터의 독립	
국제적 이용가능성	·다국적 기업에 대한 평가결과는 국내 외 이해관계자에게 제공	
투명성	·평가방법, 부도율, 평가결과 공시	·평가결과 수시 공개
인적자원	·양질의 평가를 담보하는 인적자원	
신뢰성	·비밀정보 오용방지를 위한 엄격한 내부통제시스템 구축	

자료: BIS, The New Capital Accord, January 2001.

첫째, 객관성(objectivity)으로 신용평가방법은 엄격하고 체계적이며 검증과정을 거쳐야 한다. 평가방법의 근간인 채무불이행확률과 전이행열의 공개가 대표적인 예이다. 둘째, 독립성(independence)으로 신용평가기관은 독립적으로 운영되어야 하며 평가에 영향을 줄 수 있는 정치적·경제적 압력을 받지 않아야 한다. 셋째, 이해관계를 갖는 국내외 기관 모두가 동등한 조건으로 이용하는 국제적 이용가능성(international access)이다. 넷째, 투명성으로 평가방법, 실제부도율, 평가결과를 정기적으로 공시(disclosure)해야 한다. 다섯째, 신용평가기관은 양질의 신용평가를 담보하는 충분한 인적·물적 자원을 보유해야 한다(resources). 여섯째, 상기 5가지 기준을 충족하여 최종적으로

는 시장참여자로부터 신뢰성(credibility)을 확보해야 한다.

그렇다면 신용평가기관이 상기의 6가지 조건을 충족하고 있는가? 이에 대해서는 최근 비판적인 보고가 집중적으로 발표되고 있다⁸¹⁾. 대표적인 연구로 Giovanni, Li, and Giovanni(2001)는 신BIS제도하에서 신용평가기관의 역할을 평가하는 실증분석을 시도했는데, 국가신용등급이 하락했을 때가 상승할 때 보다 자기자본 준비금에 더 큰 영향을 주며 이는 결과적으로 자본시장의 접근을 어렵게 하므로 신용등급 이외의 또 다른 규제방식으로 보완해야 함을 제시한바 있다. 신용평가기관의 평가결과와 국가차원에서의 규제가 상호 보완하는 방향으로 전개할 필요성이 있다는 것이다. White(2001) 역시 1930년대에 이미 신용등급의 과급력이 금융시장 참여자에게만 국한되지 않는다는 논리로 신용평가기관에 대한 규제요구가 제기되어 왔다는 점을 지적하면서 금융시장이 신용평가기관을 필요로 한다는 점은 자명하지만 그렇다고 해서 이들에게 주어져야 할 의무가 시장에서 자동적으로 충족된다고 볼 수는 없다고 주장한바 있다.

다른 한편으로 신용평가제도를 도입하기 위해서는 우선적으로 평가결과가 발행국가나 발행자에 상관없이 (i) 평가결과의 정확성, (ii) 평가기준의 일관성, (ii) 등급조정 적시성을 확보해야 한다(Jackson and Perraudin 1999). 먼저 발행국가별 신용등급의 일관성과 관련하여 미국, 영국, 일본을 대상으로 분석한 Nickell, Perraudin and Varotto(1999)에 의하면 일본계 기업들의 신용등급이 미국이나 영국계 기업에 비하여 훨씬 불안정함을 보였는데, 이는

81) 1990년대 초반 해도 신용평가기관(산업)과 관련한 이론적·실증적 연구는 매우 부진한 실정이었다. 그러다가 신용평가기관의 역할이 증대하고, 금융혁신이 진전됨에 따라 금융감독의 효율성 차원에서 재조명하기 시작하였다. 특히 1999년 BIS가 자기자본규제안을 수정하려는 움직임이 일고, 아시아 외환위기의 원인을 규명하는 과정에서 신용평가기관과 신용평가산업에 대한 실증적인 분석이 활발하게 이루어지기 시작하였다.

발행자의 국적에 따라 신용평가의 결과가 다르다는 것을 시사하며 세계적 신용평가기관들은 자국편향적(home bias)인 입장에서 일본계 기업을 차별한다고 비판한 일본국제금융센터(JCIF, 1999)의 주장을 경험적으로 뒷받침한다.⁸²⁾ Beattie and Searle(1992) 역시 신용평가기관이 자국에 관대한 입장에서 평가한다는 신용등급 분리론(split rating)을 주장한바 있다.

둘째, 발행자별 평가결과의 일관성은 일찍이 Cantor and Packer(1994, 1995)가 S&P와 Moody's를 대상으로 비교조사한바 있다. 이들에 의하면 양 신용평가기관은 발행 기업별·국가별로 신용등급의 차이가 크게 발생함을 보였다. 특히 소득수준이 낮은 국가에서 신용등급의 차이가 극심하게 발생했으며 채무상황이 정치적 의지에 좌우될 뿐 아니라 근본적으로는 관련자료의 축적과 양적·질적으로 평가인력이 부족한데서 그 원인을 찾고 있다.⁸³⁾ 최근에는 Ammer and Packer(2000)가 신용등급이 발행자별로 불완전하다는 점을 지적하였다.

마지막으로 신용평가기관을 신뢰할 수 있는가? 이와 관련하여 1990년대 초반 해도 긍정적인 연구가 대부분이었다. 그러나 최근 들어와서는 비판적인 연구가 주류를 이루고 있는바, Blume, Lim, and MacKinlay(1998)는 동일한 재무지표를 지닌 발행자의 신용등급을 시대별로 비교분석한 결과 1970년대에 비하여 1990년대에 현저하게 하락한 것으로 보고한바 있다. Dilianedis and Geske(1998)는 신용의 질이 변했음에도 불구하고 신용등급이 즉각적으로 반응하지 않는 이른바 등급의 경직성(rating stickiness)이 존재함을 보

82) 일본국제금융센터는 금융기관(175개사), 제조업(89개사)을 대상으로 신용평가산업이 직면하고 있는 주요 이슈에 대한 견해를 설문조사한바, 무디스와 S&P가 시장을 과점함으로써 신용평가기관간의 건전한 경쟁을 저해하고 있다는 점이 지적되었다.

83) IMF가 global player를 대상으로 실시한 조사자료를 보면 신용평가대상 평균 국가 수는 70개 국가인데 반하여 신용평가기관이 보유한 전문분석가(country analyst)는 12명에 불과하여 1명이 6개 국가를 담당하는 것으로 나타났다.

였다.

셋째, 산업조직론적 시각에서 접근한 White(2001)는 신용등급이 표면상으로는 채무불이행확률과 높은 상관관계를 맺는 것은 사실이지만 이러한 결과는 신용등급이 시장성과를 반영한 것이 지나지 않는다고 비판한다. 다시 말하면 원론적인 의미에서 신용등급이 발행자의 채무불이행에 선행하여 경고 지표로서 기능해야 하지만 정반대로 채무불이행이 발생한 이후에 신용등급의 조정이 이루어진다는 것으로 신용평가의 조기경보기능이 미흡하다는 중요한 정책적 함의를 내포한다.

2. 국내 신용평가기관의 한계

지금까지 우리는 신용평가제도의 유용성과 한계, 세계적 신용평가기관의 평가방법 및 기준을 살펴보았다. 그동안 제기된 논의로 미루어볼 때 신용평가제도는 미국적 토양에서 출발하였으나 오늘날에는 세계적 표준으로 자리 잡고 있고 앞으로도 그 역할은 증대할 것으로 예상된다. 그러나 분명한 사실은 우리나라의 신용평가산업의 신뢰성은 매우 미흡하며 지방채에 대한 신용평가의 경험축적이 전무하다는 점이다.

비판적 연구결과에서 제시한대로 세계적인 신용평가기관들도 독립성, 평가결과의 정확성 및 일관성, 그리고 신뢰성에서 확신을 보여주지 못하고 있음을 알 수 있었다. 기업의 경우에는 채무불이행 사건이 다반사로 발생할 뿐 아니라 충분한 자료축적이 이루어진 상태이므로 평가결과에 대한 지속적인 검증이 가능하지만 평가경험이 10년 내외에 그치고 있는 지방채는 검증 자체가 불가능에 가까운 실정이다.⁸⁴⁾ 기존의 실증적 연구들이 평가경험이 충분

84) 무디스에 의하면 최소 30년간 평가자료를 축적해야 통계적 신뢰성을 확보할 수 있

한 회사채를 중심으로 이루어졌음에도 의문을 제기하고 있는데, 역사가 일정한 지방채를 대상으로 연구가 이루어졌다면 신용평가기관의 신뢰성에 대한 의문은 결코 작지는 않았을 것이다.

다른 채권도 마찬가지이지만 지방채 역시 평가과정과 방법론이 투명하지 못하며 신용평가기관들은 정형화된 기준에 입각하여 각국의 다양성과 특수성을 반영한다고 주장하나 지방채에 관한 신용평가의 신뢰성을 검증한 실증적인 자료가 없는 실정에서는 이를 그대로 수용하기가 어렵다. 무엇보다 세계적인 신용평가기관은 일차적으로 *sovereign ceiling*을 적용하므로 중앙정부의 정책성과가 개별 자치단체의 상환능력을 압도하는 문제가 발생하며, 평가대상 채권이 외국통화표시채권이므로 국내 자본시장에서 조달하는 지방채는 평가대상에서 제외된다는 문제가 있다.⁸⁵⁾

다음은 서울시에 대한 *global player*들의 신용등급 추이를 나타낸 그림으로 국가신용등급과 동행하면서 하락하고 있음을 알 수 있다. 외환위기 이전 A+(S&P 기준) 이었던 서울시 신용등급은 외환위기 직후에는 무려 9단계나 추락하여 투기등급인 B+로 전락하였다.⁸⁶⁾ 그러다가 1999년 말부터는 국가

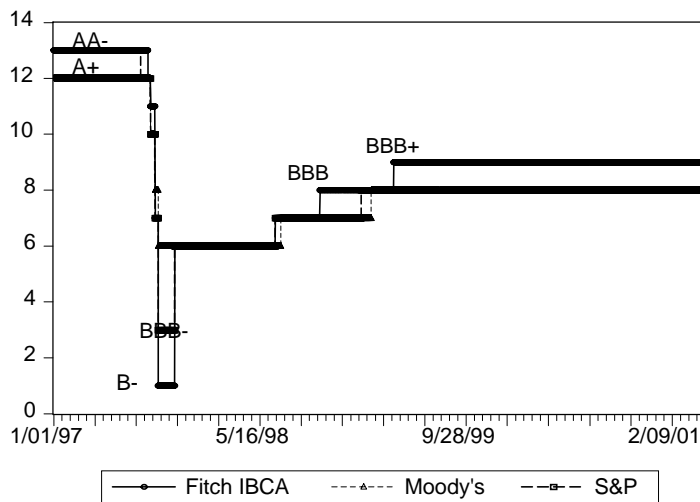
다고 한다. 반면에 지방채는 1990년대 들어와서야 국제자본시장에 진출하였기 때문에 역사적 경험자료가 절대적으로 부족하다. 이러한 실정은 국가신용등급도 마찬가지인데 1980년대만 해도 신용도를 평가의뢰한 국가는 30여개 국가에 불과하였으며 신흥시장국가는 1990년대 초반부터 신용평가를 받기 시작하였다. 참고로 우리나라는 S&P로부터 1988년에 처음으로 신용평가를 받았으며 원화표시국채는 불과 4년전인 1997년 10월에 S&P가, 1998년 12월에는 무디스가 비로서 평가하였다.

85) 일부 자치단체에서 S&P나 무디스의 신용평가 결과를 제시하면서 국가신용등급과 동일할 정도로 국제적으로 신용력을 인정받고 있다는 점을 강조하는데 이는 외화채 발행과 원화표시채권 발행간의 평가방법의 차이, *sovereign ceiling*의 의미를 오해한 데서 기인한다.

86) 피치의 신용등급의 하락폭은 더욱 심하여 외환위기 이전에는 S&P와 동일한 A+이었다가 외환위기 직후에는 11단계나 하향조정하여 B- 등급으로 결정하였다. 무디스는 A-에서 BB+로 하락폭이 6단계에 그쳤다.

신용도의 회복에 힘입어 BBB 등급으로 회복하는데 신용등급의 급격한 변동은 신용평가기관의 신용평가가 정확하지도 못할뿐더러 조기경보기능을 발휘하지 못한채 사후적인 등급조정에 급급했다는 단적인 예이다.

<그림 VI-1 > 서울시 신용등급 변화추이



이와 같이 세계적인 신용평가기관이라 해도 지방채에 대한 신뢰성은 그리 높은 편이라고 보기는 어렵다. 물론 국내자본시장에서 발행된 지방채만을 대상으로 신용평가한다면 <그림 VI-1>에서 처럼 극심한 등급변화를 보이지는 않을 거라는 반론이 제기될 수 있다. sovereign ceiling이 적용되지 않는 원화표시채권은 보다 안정적인 패턴을 보일 가능성이 높은게 사실이다. 또 국내신용평가기관과 전략적 제휴를 통해서 지방채에 대한 평가경험을 충분히 활용할 경우 신뢰성의 문제는 상당부분 해소될 수도 있다.

그러나 국내신용평가산업의 현실을 이해한다면 이러한 긍정적인 효과를 기대하기가 쉽지만은 않다는 점을 알 수 있다. global player들의 제약요인은

제휴관계에 있는 국내 신용평가기관이 보완해 주는게 바람직하지만 현실적으로 한계가 있다는게 본 연구의 소견이다. 그동안 다양한 경로를 거쳐 제기된바 있는 국내 신용평가산업에 대한 비판적 견해를 지방채와 연관시켜 정리하면 다음과 같다.

첫째, 아직은 국내신용평가기관의 신뢰성이 만족스럽지 못하다는 점이다. 신용평가에 대한 인식부족, 평가기법의 낙후, 무보증채 발행규모의 과소 등으로 신용평가제도가 정착되지 못했으며 신용위험을 우호적으로 평가한다는 비판을 받아 왔다. 예컨대 국내 신용평가기관의 과거 10년간 투자적격등급의 무보증채 부도율은 4~6%에 달하는데, 이는 세계적 신용평가기관의 2%에 비하여 매우 높은 수준이다. 특히 지방채에 대한 신용평가 경험이 전무하다는 점이 가장 큰 문제이며 시장이 평가결과의 신뢰성을 인정하기 위해서는 최소 10년 이상의 축적이 있어야 한다(금융감독원 2000).

둘째, 평가결과의 객관성과 공정성에 불신을 받고 있다. 최근 일련의 구조조정과정에서 신용평가의 중요성을 인식하고 평가건수가 증가하고 있으나 우리나라의 신용평가산업은 여전히 대기업에 편중되어 있다. 이는 국내 신용평가산업의 시장규모를 제약함으로써 평가기관간의 불공정경쟁을 유발하는 근본요인으로 작용한다. 인적자원의 양과 질에서도 선진국 수준에 훨씬 미치지 못하고 있다(금융연구원 2000).

셋째, 신용평가에 필요한 정보를 신속·정확하게 수집하고 평가정보를 원활히 유통시키는데 제약이 있다. 국내 신용평가기관은 금감원공시 감사보고서나 사업보고서를 제출받아 직접 DB화 하는 방식을 택하고 있어 DB를 완료하는데 결산일로부터 5개월이 소요되는 것으로 알려져 있다. 차입금등 핵심자료의 허위보고를 감시하기 위해서는 은행연합회 기업여신정보나 한국은행 외환정보를 이용해야 하나 정확성과 접근성에서 문제가 있다. 대표적으로 대우자동차를 들 수 있다. 대우자동차의 기업어음은 '98년 6월 A3+이었으나

정확히 1년 후에는 B+ 수준으로 급락한 것은 평가방법상의 문제라기 보다는 재무정보의 허위공시와 접근성에서 문제를 찾을 수 있다.

3. 지방채시장의 도입기반 미흡

국내외 신용평가기관에 잠재된 현실적인 제약 뿐만 아니라 근본적으로 신용평가제도가 기채승인제도의 대안으로서 유효한가에 대한 논의가 심도있게 이루어져야 한다. 신용평가제도의 대안가능성은 먼저 미국적 특수성과 한국적 특수성을 비교분석하는 과정을 거쳐 시사점을 유도할 수 있다. 이와 관련하여 Leigland(1997)는 상당히 흥미로운 주장을 제기한바 있는데 그는 미국적 지방채시장의 특성을 다음과 같이 정리하면서 신흥국가들이 지방채시장을 재구축할 때 유의할 필요가 있음을 강조하였다.

수요측면에서 첫째, 미국의 지방채시장은 200여년에 걸쳐 법적·절차적 조치들을 개발한 결과 채무불이행의 충격에도 견뎌낼 수 있는 능력과 투자자의 신뢰를 확보하고 있다. 둘째, 유통시장(secondary market)의 발달로 상품성과 유동성이 보장됨으로써 지방채의 경쟁력을 유지한다. 셋째, 자원배분의 비효율성을 유발한다는 비판이 있지만 투자유인을 자극하는 조세감면채가 존재한다. 넷째, 다종다양한 수익채가 발행·유통됨으로써 투자선택의 기회를 제공한다. 다섯째, 투자위험을 회피할 수 있도록 표준적인 회계정보, 감사자료, 재정보고서를 의무적으로 공개해야 하는 법적·재정적 조치를 구비하고 있다.

<표 VI-2> 미국 지방채시장평가를 위한 기본체계

공급/수요	핵심적 장점	시장의 특성
지방채 수요 : 투자가 유인	<ul style="list-style-type: none"> ·투자자의 신뢰 ·지방채 거래능력 ·투자의 자유 ·만족스런 투자수익율 ·강력한 신용도 ·위험에 대한 정보 ·정보해석의 지원 	<ul style="list-style-type: none"> ·200년의 법적·절차적 발전 ·활발한 2차시장(유통시장) ·비정부통제 : 시장규율 ·조세감면채 ·표준화된 법적·재정적 자료 ·금융중개기관 : 신용평가기관, 지방채보험사, 뮤추얼펀드
지방채 공급; 발행자 유인	<ul style="list-style-type: none"> ·감내가능한 차입비용 ·장기채 유통화(상각) ·소규모 차입자 지원 ·감독의 용이성 	<ul style="list-style-type: none"> ·낮은 이자율과 발행비용 ·만기연장 ·지방채은행, 통합발행 ·자기규제에 대한 책임

공급측면에서는 무엇보다 자기규제의 원칙이 확고하게 자리잡고 있다는 점을 지적한다. 둘째, 효율적인 금융시장과 정치체도로 자치단체 스스로가 사업타당성을 분석하고 차입에 대한 행정적·정치적 책임의식이 강하다. 셋째, 조세감면채등 강력한 수요기반으로 발행비용의 절감이 가능하다. 넷째, 소규모 자치단체에 대해서는 통합발행등 주정부의 정책지원이 활발하다.

그렇다면 우리의 지방채시장은 상기의 조건과 특성을 구비하고 있는가? 신용평가제도가 기채승인제도를 대체하기 위해서는 이 질문에 긍정적으로 답변할 수 있어야 한다. 다음 <표 VI-3>은 신용평가제도의 도입과 관련하여 지방채시장이 당면하고 있는 문제가 무엇인지를 극명하게 보여준다. 첫째, 신용평가의 직접적인 대상인 증권발행채가 지방채무의 15%에 불과하다. 은행권으로부터의 대출도 3%에 그치고 있으므로 신용평가와 직간접적으로 관련을 맺는 지방채는 전체의 20%에도 미치지 못한다는 결론이다. 둘째, 이와

는 정반대로 정부자금과 공공자금은 80%에 이를 정도로 압도적인 위치를 점하고 있다. 이는 공공부문 내부에서 중앙정부와 자치단체간에 대차관계, 즉 정부계층간의 내부거래이므로 신용평가와는 하등의 관련이 없다.

<표 VI-3> 발행형태별 지방채 비중

(단위 : %)

구 분	1994	1995	1996	1997	1998	1999
증서차입채	76.8	78.6	79.7	76.1	86.3	85.0
· 정부자금	28.3	30.7	32.4	34.8	44.8	50.6
· 공공자금	30.2	30.2	31.1	30.3	30.1	27.8
· 차 관	9.5	9.6	9.4	5.9	6.4	3.6
· 민간자금	8.8	8.1	6.8	5.1	5.1	3.0
증권발행채	23.2	21.4	20.3	23.9	13.7	15.0
· 모집공채	9.8	7.9	6.6	11.5	6.8	8.5
· 매출공채	11.2	11.0	10.9	10.2	5.2	4.7
· 교부공채	2.2	2.5	2.8	2.2	0.6	0.3
· 해외증권	-	-	-	-	1.1	1.5

자료 : 행정자치부

모집공채라 해도 서울, 부산, 대구, 울산 등 일부 대도시에 국한하여 발행이 이루어지는 과점적 시장구조이므로 신용평가 대상 지방채는 매우 제한적일 수 밖에 없다. 마찬가지로 매출공채도 대표적인 채권이 지역개발공채와 도시철도채권인데 광역단체가 발행하여 기초단체에 전대하는 자금이므로 신용평가의 대상은 광역단체가 된다. 결국 우리나라의 지방채시장은 시장이라고 말할 수 없을 정도로 정부간 거래비중이 압도적이며, 신용평가의 대상 채권은 잔액기준으로 20%를 넘지 못한다. 발행건수를 기준으로 하면 총 255건에서 공모채는 6건 2,500억원에 불과할 정도로 매우 협소하다.⁸⁷⁾

87) 발행건수는 6건이지만 발행단체는 대구, 김해, 평택, 시흥 4개 단체이다.

그나마 발행단체는 4개 단체로 더 감소하는데, 이 4개 단체에서 발행한 공모채를 위하여 신용평가제도를 도입한다는 것은 사회적인 낭비일 뿐만 아니라 지방채무감독체계를 무책임하게 방치하는 결과를 초래할 수 있다. 이들 4개 단체를 제외한 나머지 자치단체는 신용평가의 대상도 아니면서 중앙정부의 감시영역에서도 벗어난, 시장규율과 중앙정부 감독의 사각지대에 놓이게 됨으로써 정부실패의 가능성을 시장실패의 가능성이 압도하고 지방채시장의 감독체계가 일거에 허물어지는 크나큰 문제를 발생시킨다는 점이 결정적인 장애요인이다.

다음으로 미국의 지방채시장은 상급정부의 재정규율과 시장의 신용규율이 조화를 이루었기 때문에 신용평가를 핵심적인 정책수단으로 활용할 수 있었다는 사실에 유의하자. 1930년대의 대공황, 1970년대 뉴욕시를 중심으로 한 지방재정의 위기를 경험하면서 재정규율을 강화하고 이를 토대로 지방채 신용평가에 대한 신뢰가 형성될 수 있었다. 이는 신용평가가 기재승인제도를 대체하기 위해서는 바로 재정규율의 강화가 선행되어야 함을 강력하게 시사한다. 기업과 마찬가지로 자치단체 역시 재정부실의 원인과 진행과정이 다양하며 부실의 징후도 재무적 요인은 물론 비재무적 요인에서 비롯되는 경우가 일반적이다.⁸⁸⁾

비재무적 요인은 시장정보분석 혹은 경영전략분석을 이용하여 어느 정도의 예방이 가능하지만 근본적으로는 외부충격이 원인이므로 통제력은 한계가 있다. 또한 비재무적 요인에서 촉발했다 해도 재무적인 경로를 거쳐 신용

88) 오렌지카운티(Orange County)의 파산은 비재무적 요인에서 비롯된 대표적인 재정부실의 예이다. 1990년대 들어와 일본의 자치단체도 심각한 재정위기에 봉착하고 있다. 통상 외곽단체의 부실을 거론하지만 역사적으로 볼 때 1950년대 이루어진 자치단체 통합, 버블붕괴 타개책으로 중앙정부가 유도한 재규모 재정확대정책이 누적된 결과이다.

위험은 노출된다. 따라서 재무분석이나 현금흐름분석만 충실히 수행한다면 신용위험의 징후는 조기에 포착할 수 있다. 문제는 신용분석의 기초이면서 핵심인 재정정보가 투명하고, 정확하면서, 즉시적으로 전달될 수 있는 재정규율이 갖춰져 있느냐는 것이다. 복식부회계제도의 정착과 이에 근거한 재정정보의 공시, 예산운영에 대한 상급정부의 감독과 지역사회의 감시, 연결채무를 중심으로 하는 채무정보의 구축 등은 재정규율의 근간이지만 우리의 지방채시장은 이러한 사전준비가 부실한 실정이다. 신용평가기관들이 신흥시장의 지방채를 별로도 취급하면서 신중하게 접근하는 이유가 바로 재정규율이 평가결과의 신뢰성을 좌우할 정도로 중요한 하부구조이기 때문이다.

4. 신용등급의 신호기능 미흡

본 신용평가모형에 의하면 우리나라 자치단체의 신용도는 최하 AA-등급 일 정도로 상당히 우수한 수준이다. 자치단체의 높은 신용도는 기채승인제 운용에 따른 엄격한 채무감독체계, 지방재정조정제도를 이용한 상환능력 보강과 중앙정부의 암묵적 보증이 어우러진 결과이다. 사실 우리나라의 지방재정은 일부 대도시를 제외하면 부실 징후를 찾기가 어렵다. 핵심적인 적채기준으로 기능하는 채무상환비율을 보면 대도시를 제외하면 10% 미만이며 특히 자치구는 0.6%에 불과할 정도로 채무발행이 극히 저조하다.⁸⁹⁾

89) 지방채를 발행하지 않은 자치구가 무려 26개 단체에 달한다.

<표 VI-4> 계층별 채무비상환비율

특별·광역시	도·분청	시	군	자치구
10.1%	7.1%	5.0%	4.8%	0.6%

자료 : 행정자치부, '2000년말 기준

지방채시장의 제도적 환경이 이리하기 때문에 재무분석의 결과가 양호하고 당연히 지역간의 편차도 작게 나타난다. 자치단체간에 재무적 상황이 별반 차이가 없다면 특별한 돌발요인이 없는 한 신용등급이 특정 구간에 집중되는 것은 하등 이상할게 없다. 신용평가 결과에서 나타났듯이 대부분의 지방채는 국채에 준하는 신용도를 인정받을 가능성이 높으며 최우수등급 직전의 등급에 분포하게 된다. 높은 신용등급에 더하여 특정 등급에 밀집되어 있다면 신용평가가 발휘해야 할 신호균형의 의미는 큰 효력을 발휘하기가 어렵게 된다.

지금까지의 논의를 간략하게 재정리해 보자. 신용등급이란 신용위험을 상대평가하여 일정한 기호로 나타낸 것이므로 신용등급은 노출된 신용위험의 크기를 하나의 신호로서 시장에 전달하는 효과를 거둔다. 시장은 전달된 신호를 받아서 risk premium을 판단하고 이를 기준이자율에 가산하여 대출가격이나 채권가격을 결정하는 과정을 거친다. 그런데, 신용등급의 격차가 미미할 뿐 아니라 기본적으로 상위등급에 속해 있다면 노출된 신용위험의 역시 큰 차이를 보이지 않을 것이며 이는 결과적으로 신용등급의 신호기능이 약해진다는 것을 뜻한다.⁹⁰⁾ 다시 말하면 신용등급의 신호기능을 통하여 정보

90) 신용위험을 R, 신용등급을 CR이라 하면 신용위험과 신용등급간의 함수적 관계는 $CR=f(R)$ 로 표기할 수 있다. 이때, 함수형태가 $f'(R) > 0$, $f''(R) < 0$ 을 만족한다면 신용등급이 양호해질 수록 신용등급간 신용위험의 갭은 감소한다. 이는 신용등급이 양호해질 수록 risk premium의 갭은 축소된다는 의미이다. 따라서 신용등급이 우수

의 비대칭성을 완화하고 합리적인 투자결정을 유도한다는 신용평가제도의 존립근거가 모호해진다.

제3절 신용평가제도의 도입단계

1. 신용평가제도 도입의 기본전략

전술한대로 결과가 이렇다면 신뢰성도 확신하기 어렵고, 지방채시장의 하부구조도 취약하며, 시장규율을 대체하기에는 무리가 따르는 재정규율 수준에서 신호효과도 불분명한 신용평가제도를 굳이 도입할 필요가 있을까? 본 연구는 문제의 핵심이 신호효과에 있다고 판단하고 있다. 신용평가제도가 기채승인제도를 대체하는데 소요되는 시간은 바로 신호효과에의 함수이며 신호효과가 어느 정도 빠른 기간 내에 발휘될 수 있는가에 따라 신용평가제도의 현실성과 도입전략이 달라질 수 있다.

II장에서 지적하였듯이 신용평가란 기본적으로 채무불이행의 경험적 사건들이 확률의 개념으로 받아들일 수 있는 수준까지 누적되었을 때 신뢰를 얻을 수 있는데, 현행의 중앙-지방간 관계에서는 채무불이행의 가능성이 지극히 희박하며 이런 상태에서는 자치단체간 신용등급의 격차가 실질적인 정보로서 기능하지 못하게 된다. 신용의 질이 무차별하거나 차별화의 정도가 크지 않으면 투자자에게는 신용등급이 더 이상 유용한 정보로서 기능하지 못

할 수록 가산금리의 격차는 작아지며, 반대로 신용등급이 열등할 수록 가산금리의 격차는 증가하게 된다. 결과적으로 모두 우수한 신용등급을 받았다면 신호효과는 현저하게 축소된다.

하며 정부의 감독기능을 민간기관에 위임하는 무책임한 결과가 초래될 개연성이 높아진다. 이는 정부실패를 예방하는 수단으로 도입한 신용평가제도가 오히려 시장실패를 조장하는 주범이 되는 모순된 결과를 초래할 수도 있다는 의미이기도 하다.

이것은 무엇을 뜻하는가? 신용등급의 신호효과는 지방자치제도, 재정분권화시스템, 재정규율, 지방채시장의 선진화 등과 긴밀한 상호의존관계에 놓여 있다는 것을 뜻한다. 즉, 신용평가제도가 본래 취지대로 시장규율을 강화하여 합리적인 투자결정을 유도하고, 감독기능을 충실히 수행하여 지방채시장의 안정을 도모하기 위해서는 법적·제도적인 차원에서의 정비와 맞물려 움직여야 한다는 논리이다. 이런 차원에서 볼 때 Ter-Minassian(1997)이 비교분석한 각국의 지방채 관리시스템과 재정분권화 구조간의 관계는 우리의 연구에 의미 있는 시사점을 던져 주고 있다.

그녀에 의하면 53개 국가를 대상으로 지방채관리 유형을 비교분석한바, 정도의 차이만 있을 뿐 대부분의 국가는 지방채 발행을 제한하고 있었다. 6개 국가를 제외한 모든 국가의 중앙정부가 지방채 발행을 제한하였으며 19개 국가는 지방채 발행 자체를 금지하고 있었다. 지방채 발행을 허용하는 국가라 해도 19개 국가는 외채발행을 금지하였다. Ter-Minassian은 이를 토대로 각국의 지방채 관리시스템을 4가지로 유형화하였다.

<표 VI-5> 각국의 지방채관리시스템

	시장규율형		상호간 협력형		행정적 통제형		규범적 관리형	
	해외채	내국채	해외채	내국채	해외채	내국채	해외채	내국채
선진국								
오스트레일리아			●	●				
오스트리아					●	●		
벨기에			●	●				
캐나다	●	●						
덴마크			●	●				
핀란드	●	●						
프랑스	●	●						
독일							●	●
그리스					●	●		
아일랜드					●	●		
이탈리아							●	●
일본						●		
네덜란드							●	●
노르웨이					●	●		
포르투갈	●	●						
스페인					●	●		
스웨덴	●	●						
스위스							●	●
영국					●	●		
미국							●	●
개도국								
아르헨티나				●	●			
브라질				●	●			
한국					●	●		
멕시코						●		
남아공화국			●	●				
헝가리					●	●		
러시아	●	●						

그녀가 분류한 4가지 유형에 대해서는 반론의 여지가 없지는 않지만 일단 첫 번째 유형은 시장규율형(market discipline)이다. 시장규율형은 어떤 식이든 중앙정부가 지방채시장에 개입하지 않고 가격기능에만 의존한다. 원칙적으로 신용평가제도와 가장 부합하는 지방채 관리시스템이다. 그녀는 캐나다, 프랑스, 핀란드, 포르투갈, 스웨덴을 대표적인 시장규율형 국가로 분류하였으나 사전적인 의미에서의 시장규율형 국가는 아니며 단지 여기에 가장 가까운 국가라고 보는게 현실적인 해석이다. 시장규율형의 전제조건⁹¹⁾을 충족시키는게 어렵기 때문인데, 대부분의 국가가 시장규율에만 의존하지 않는 이유가 여기에 있으며 이 전제조건에 어느 정도 접근했는가에 따라 시장규율형과 규범형을 구분할 수도 있다.

두 번째 유형으로는 규범형(rule-based approach)을 들 수 있다. 규범형은 시장규율의 전제조건을 기준으로 분류할 수도 있으나 법령상에 승인기준을 분명하게 적시하고 법규를 저촉하지 않는 범위 내에서 기재자율권을 허용하는 지방채 관리방식이다. 미국, 독일, 이탈리아, 스위스 등 연방형 국가에서 주로 채택하고 있으며 차입한도(global borrowing limit)를 근간으로 삼는다. 규범형은 투명성과 객관성에서 우위를 점하며 중앙과 지방간의 지루한 협상 절차를 제거하고 정치논리가 아닌 거시적 안정성을 고려하는데 장점이 있다. 반면에 유연성이 부족하며 규범을 회피하려는 동기가 발생한다는게 결정적인 약점이다. 차입한도 대상에서 제외된 산하단체를 설립하여 지방채를 발행하거나 수익채나 리스채(sale-leaseback bond)를 전략적으로 활용한 행위가

91) 사전적인 의미에서의 시장규율형은 다음 조건을 구비해야 한다. 첫째, 시장이 자유롭고 개방적이어야 한다. 둘째, 상환능력등 차입자에 대한 정보를 대출자가 적절하게 이용할 수 있어야 한다. 셋째, 채무불이행시 구제금융이 이루어질 것이라는 느낌을 대출자가 인식하게 해서는 안된다. 넷째, 차입자가 채무불이행 상태에 빠지기 이전에 시장이 보내는 신호에 대응할 수 있도록 관련 제도를 구비하고 있어야 한다.

대표적인 예이다. 신용평가기관들이 우발채무를 중시하는 이유도 바로 규범형 국가에서 전략적 행위로 인하여 채무불이행 사례가 발생하고 있기 때문이다. 따라서 규범형이 효과적으로 작동하기 위해서는 명확하고 통일된 회계 기준, 예산외 운영에 대한 엄격한 제한, 채무의 포괄적 정의, 현대화된 재정 정보관리체계 확립, 재정지출 정보를 적시에 제공할 수 있는 제도적 장치를 구비함으로써 전략적 행위를 제어해야 한다.

셋째, 협력형 통제방식(cooperative control)이다. 협력형은 국가 전체의 거시정책을 효과적으로 달성하기 위하여 자치단체에 협조를 구하고 정책과정에 적극적인 참여를 유도하는 방식으로 오스트레일리아, 북유럽권에서 운용하고 있다. 오스트레일리아를 예로 들면 정치적 협의체로서 대출위원회(Australian loan council)를 두고 여기서 수상과 주지사가 매년도 지방채 총 발행규모와 주정부별 발행규모를 결정한다.⁹²⁾ 이때 협의의 최상위 기준은 물가안정이며 그 수단으로서 통화량과 재정적자 규모를 결정한 후 중앙정부의 재정적자와 자치단체 재정적자의 허용범위, 세입-세출 주요 항목의 증가와 관련한 정책 가이드라인에 합의하게 된다. 협력형은 중앙정부와 주정부, 자치단체가 상호간에 정보를 교환함으로써 투명성을 확보하는데 장점이 있다. 또한 자치단체가 직접 국가 전체의 거시경제정책에 동참한다는데도 의의를 찾을 수 있다. 그러나 재정규율과 연방주의 문화가 상대적으로 발달한 국가

92) 오스트레일리아의 대출위원회는 총리와 주지사간의 협상채널이지만 거시정책의 조율에 있는 만큼 재무부장관과 중앙은행총재가 업저버 자격으로 참여한다. 대출위원회는 주정부간의 차입경쟁을 조정할 목적하에 자발적으로 1923년에 구성하였으나 공식적인 조직체로서의 활동은 1927년이다. 1928년에는 헌법을 개정하여 동 위원회의 법적 근거를 확보함으로써 국가채무와 관련해서 유일한 헌법기관으로 성장하였다. 대출위원회는 차입규모, 차입이자율 등 국가채무와 관련한 모든 사항이 관리대상이며 연방정부가 요청하거나 3개 이상의 주정부가 요청할 때 개최한다. 오스트레일리아 지방채 관리시스템에 대해서는 (Grewal 2000)을 참조하라.

에서는 효과적으로 작동하지만 시장규율이나 중앙정부의 경제적-재정적 관리능력이 취약한 국가에서는 효과적이지 않을 수 있다. 오스트레일리아의 대출위원회는 1984년에 총액한도제 실시를 결정하였으나 지방채무를 축소하려는 당초 목표는 성공적이지 못했던 것으로 평가받고 있다.⁹³⁾ 그 이유는 총액한도 초과시 제도화된 벌칙이 없었으며 재정규율이 부실했다는 지적은 시사적이다(Hagen etc 2000).

넷째, 앞의 세가지 관리방식은 시장을 최대한 활용한다는 측면에서 간접규제인데 반하여 행정적 통제형(administrative control)은 중앙정부가 직접규제한다는 특징이 있다. 우리나라를 포함하여 일본, 영국, 그리고 개도국의 대부분이 이 방식을 따른다. 직접통제는 개별 자치단체의 연간 발행한도 설정, 차입에 대한 승인과 감독, 차입에 대한 중앙집권화, 특정 기채사업의 제한 등 중앙정부가 지방채무와 관련하여 시장에 개입하는 관리방식이다. 때문에 지방채시장은 다른 금융시장과의 연결고리가 차단되거나 장벽이 높은 폐쇄적인 성격을 내포한다. 행정적 통제방식은 국가 전체의 경제정책을 통합함으로써 자원배분의 효율성을 제고하고 지방재정의 건전성을 유지하는데 유리하다. 반면에 직접통제방식은 근본적으로 정보의 불완전성이 강하게 남아있으며 이로 인하여 중앙정부의 미시적 정책판단(지방채사업의 타당성, 자원조달, 상환능력)이 오류를 범할 가능성이 높고 도덕적 해이를 유발한다. 또한 채무불이행시 중앙정부는 재정지원을 거부하기가 어렵게 됨으로써 국민 전체가 채무상환을 부담해야 하는 모순이 발생하기도 한다. 재정위기에 직면할

93) 총액한도제는 중앙정부, 주정부, 자치단체는 물론 정부의 통제력이 미치는 모든 공기업에 대상으로 하며 공공부문 총채입의 2% 이내로 제한하였다. 그러나 1991~1992년 총차입 규모는 한도액을 172.4%, 1992~1993년에는 118%를 초과하는 결과를 초래하였다. 이에 따라 Victoria주는 15억달러이었던 지방채가 27억달러로 증가함으로써 재정위기에 직면하였다.

때 중앙정부가 재정지원(bailout)을 할 것이라는 기대가 형성된다면 행정적 통제하에서도 차입은 증가할 수 있다. 신용등급과 관련해서는 특정 자치단체의 재정위기가 다른 자치단체의 신용등급 하락으로 이어지는 이른바 전염효과(contagion effect)의 부작용이 우려된다.

신용평가제도는 상기 4가지 기채관리방식 가운데 행정적 통제방식을 제외한 3가지 유형과 조화를 이룰 수 있다. 지금까지 4가지 기채관리 유형을 다소 장황스럽게 설명한 이유는 바로 신용평가제도가 기채승인제도를 대체하는 별개의 지방채관리 시스템이 아니기 때문이다. 신용평가제도의 정책효과 내지는 순기능은 지방채 관리방식이란 제약조건하에서 달라진다. 이런 관점에서 보면 신용평가제도는 지방채 관리시스템의 하위개념이며 어떤 관리시스템을 도입·운용할 것인가에 따라 신용평가제도의 도입전략은 종속된다고 보아야 할 것이다.

시장규율형은 당연히 신용평가의 신호기능에 완전하게 의존하므로 신용평가제도와 가장 잘 부합하는 시스템으로 평가된다. 규범형과 협력형은 일단 정해진 원칙내에서는 기채자율권을 보장하므로 신용평가는 시장규율형에 근접한 수준에서 기능을 발휘할 수 있다. 협력형도 합의수준을 벗어나지 않는 범위에서 신용평가제도를 활용할 수 있다. 행정적 통제형에서도 신용평가는 자신의 역할을 수행할 수 있으나 차입 여부를 중앙정부가 결정하므로 활동범위는 금리스프레이드를 반영하는 수준으로 제한된다. 문제는 규범형과 협력형이라 해도 재정규율의 수준에 따라 신용평가제도의 역할이 달라질 수 있다는 사실이다. 미국의 지방채시장과 같이 워크아웃이나 파산제도가 존재하고 재정책임성을 중시하는 문화라면 신용평가제도는 효과적으로 작동할 수 있지만 오스트레일리아와 같이 재정규율이 취약하고 지역간 형평성을 최우선적으로 고려하는 국가에서는 신용평가제도는 매우 제한적일 수밖에 없다. 또한 금융시장의 구조와 감독체제도 상당한 영향을 미친다. 채권시장을

중심으로 직접금융시장이 발달할수록, 간접규제적 금융감독체계를 지향할수록 신용평가제도의 입지는 확대된다.

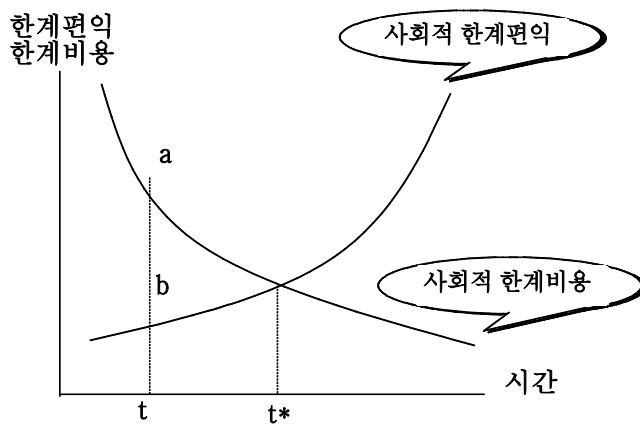
이와 관련하여 조기현(2001)은 흥미로운 연구결과를 보고한바 있다. 그는 binary choice model을 이용하여 지방채 관리방식과 재정분권화 구조간의 관계를 분석한바, 지방세의 비중이 클수록, 그리고 재정지출과 이전재원의 비중이 낮을수록 시장규율형 관리방식을 선택할 가능성은 높아지며 우리의 지방채 관리방식은 협력형 내지는 규범적 통제형으로 전환할 수 있는 여건을 구비하고 있었다. 협력형은 우리의 정치문화와는 거리감이 있으므로 결국 기채승인제도의 대안으로서는 규범적 통제형이 바람직하다는 의미로 받아들여진다.⁹⁴⁾

따라서 지금까지의 내용을 종합해 볼 때 신용평가제도는 최소한 사회적 편익이 사회적 비용과 일치하는 시점부터 도입하는 전략적 사고가 바람직하다고 볼 수 있다. 이때 사회적 편익과 사회적 비용은 지방채 관리시스템, 재정규율, 분권화 구조 및 수준 등의 함수이며 세부적으로는 선결조건에서 제시한 국내외 신용평가시장의 한계와 기반이 부족한 지방채시장의 여건을 어떤 방식으로 이해하느냐에 따른다. 선결조건에 대한 적절한 대책이 없는 상태에서 신용평가제도의 도입은 사회적 한계편익보다 큰 사회적 한계비용을 유발하게 된다. <그림 VI-2>는 바로 이러한 사실을 보여주고 있다. 선결조건이 충족되지 못한 현 시점(t 기)에서 지방채 신용평가제도를 도입할 경우에는 $\overline{a b}$ 만큼의 사회적 순비용을 유발한다는 것을 보여준다. 선결조건은 바

94) 오스트레일리아의 중앙-지방간 재정관계는 다른 나라와 달리 정치적 협상력에 상당부분 좌우되는 독특한 시스템이다. 대표적인 예로 교부세를 거론할 수 있다. 오스트레일리아의 교부세제도는 총리와 주지사, 재무부장관이 각 주정부에 배분될 교부세 규모를 정치적으로 결정하는바, 지방채도 이러한 정치문화적 환경에서 태동한 것으로 이해된다.

로 사회적 순비용을 저감시키기 위한 필요조건을 의미하며 사회적 순비용이 완전 해소되는 t^* 시점까지 제도적 보완을 강구하는 장기적 전략이 요구된다. 그리고 이 장기전략의 가치와 정책적 의지에 따라 t 에서 t^* 까지의 기간단축이 결정된다.

<그림 VI-2> 지방채 신용평가제도와 사회적 순편익

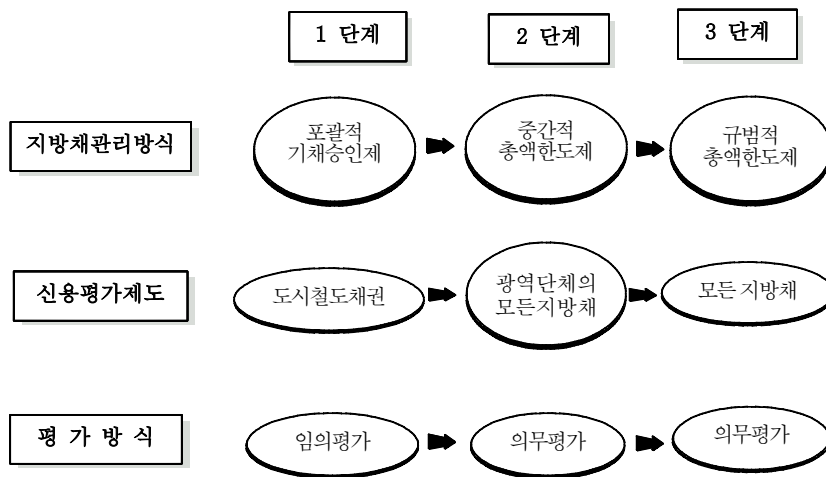


본 연구에서는 우선 1단계 조치로서 현행의 기재승인제도가 보다 포괄적으로 운용될 수 있도록 적채기준을 개선하는 이른바 포괄적 기재승인제도의 도입을 상정할 수 있다. 2단계로는 재정분권화와 재정규율의 제도적 보완을 추진하는 중간적 총액한도제이며 선결조건을 보완하면서 사회적 순편익을 저감시키는 단계이다. 3단계는 총액한도제의 도입으로 t^* 이후의 시기를 의미한다. 총액한도제의 기저에는 견고한 지방채시장, 채무발행에 대한 정치적·재정적 책임의식, 지역 스스로의 견제장치, 과세자주권 등의 하부구조가 상당수준으로 정착됨으로써 사회적 순편익이 발생하도록 한다. 만약 이러한

하부구조가 부실하다면 총액한도제는 $t \sim t^*$ 구간에서 지금의 행정적 통제방식과 결합된 운용체계를 거치는 발전과정에 그치며 신용평가제도 역시 부분적 도입에 그칠 수 밖에 없다.

다음은 지방채 관리시스템과 신용평가제도의 도입전략을 도시한 그림으로 포괄적 기채승인제하에서는 지방채시장에서 대표적인 채권인 지역개발공채와 도시철도채권만을 대상으로 신용평가를 실시한다. 이때의 신용평가는 신용평가기관의 임의평가로 시범적인 성격이 강하다. 2단계에서는 부분적 총액한도제이지만 앞에서 제시한 전제조건을 충족한다면 곧바로 3단계인 규범적 총액한도제로 넘어갈 수 있다. 2단계부터는 신용평가 대상채권에 지방채를 포함시키는 조치가 수반되며 이에 근거하여 광역단체의 지방채는 의무적으로 신용평가를 받도록 한다. 모든 지방채에 대한 전면적인 신용평가는 3단계에 도입한다.

<그림 VI-3> 신용평가제도의 단계별 도입전략



도입전략과 관련하여 지방채 신용평가제도의 주체는 동 제도의 특성상 당연히 민간의 신용평가기관이다. 다만, 도입단계와 관련하여 중앙정부의 개입 범위와 주체의 성격은 가변적일 수 있다. 1단계에서는 기채승인제도를 다소 완화하는 수준이므로 중앙정부가 핵심적인 주체로서 기능하며 2단계는 광역 단체에 한하여 민간 신용평가기관이 간여한다. 마지막으로 3단계에 진입하면 지방채 발행에 관한 중앙정부가 개입할 여지는 거의 없으며 단지 사회적 비용을 최소화한다는 차원에서 재정규율과 사후감독에서 역할이 가능하다. 그러나 어디까지나 신용평가제도의 주체는 신용평가기관이며 평가의 신뢰성은 지방채시장에서 결정한다.

2. 포괄적 기채승인제 : 1단계

행정적 통제방식으로서 기채승인제도가 정당성을 확보하기 위해서는 무엇보다 운영과정이 투명하고 승인기준이 객관적이며 재정운영의 효율성을 담보하는 수단이어야 한다. 운영과정의 투명성은 큰 문제가 없다고 보여지지만 수시분리 전략적 행위의 통로로 이용될 가능성이 있고, 기채승인이 명확한 법적 근거없이 지침수준에서 운용하는 것은 보완해야 할 부분이다. 이에 대해서는 수시분리의 요건을 엄격하게 해석하여 재해, 재난 등 예측불가능한 사안에만 제한적으로 적용하고, 지방채발행지침을 최소한 시행규칙 혹은 부령 수준으로 격상하여 법적 근거를 명문화하면 쉽게 해결할 수 있다.

문제는 지표의 적합성이다. 투명하게 운영한다 해도 지표가 적합하지 않다면 승인기준의 객관성은 확보될 수 없으며 기채승인제도의 경직성도 완화하기가 어렵기 때문이다. 더 나아가 지표가 신용위험을 조기에 포착할 수만 있다면 기채승인제도를 보다 유연하게 운영할 수 있는 토대가 된다. 가장 핵심

적인 위치에 있는 채무상환비비율의 경우 채무의 범위를 확대하여 공단·공사채까지 포함시키는 한편 국도비보조금으로 상환하는 채무는 제외시키는 등의 보완이 필요하다. 또한 미래의 현금흐름상 상환부담의 규모를 보다 정확하게 반영할 수 있는 지표의 개발도 필요하다. 본 연구의 IV장에서 채무실태와 관련한 지표개발은 적채기준의 개선을 염두하면서 제시한 것이다. 행정수요의 차이를 반영하여 기초단체와 광역단체로 분리하는 것도 고려할만하다. 광역단체의 채무상환비비율은 25% 수준으로 상향조정하는 것이 대표적인 예이며 채무상환비비율이 10% 이하인 단체는 승인대상에서 제외하는 포괄적 기채승인제의 도입도 고려할만하다.

이러한 개선조치와 함께 지방채시장에서 대표적인 지표채권(benchmark)인 지역개발공채와 도시철도채권을 대상으로 신용평가를 실시함으로써 평가노하우를 축적하도록 한다. 기채승인제도를 고수하는 한 지방채를 의무적으로 신용평가를 받아야 하는 채권으로 분류하기가 어렵기 때문에 일단은 광역단체가 발행한다는 점, 지방채시장에서 대표적인 지표채권이라는 점, 신용평가제도를 본격적으로 받아들이기에는 지방채시장의 기반구축이 미흡하다는 점 등을 감안하여 부분적으로 실시하는 게 현실적이다. 이때의 신용평가는 기채승인제도와는 별개로 이루어지는 임의평가이며 평가결과를 시장에 공시함으로써 유통시장에서의 가격차별화를 유도하는 제한적인 기능을 수행하는데 그친다. 즉, 공식적으로는 신용평가제도를 도입한 게 아니므로 신용평가의 결과는 시장의 투자정보로서의 역할에 머무르며 지방채발행 여부는 여전히 중앙정부의 권한에 속한다.

그럼에도 불구하고 중앙정부는 신용평가제도의 도입 여건을 조정하는데 정책적 지원을 기울일 필요가 있다. 신용평가와 직·간접적으로 관련된 재정정보를 시장에 공개함으로써 D/B 구축의 기반을 제공하고 지역내에서 자율적인 규제가 이루어지도록 여건을 조정하는 일은 지방재정의 선진화를 위해

서도 조속히 이루어져야 할 일이다. 이와 관련하여 전년도부터 실시하고 있는 재정진단제도를 신용평가제도와 연계하여 전략적으로 활용하는 것도 적극적으로 고려할 필요성이 있다. 예컨대 재정분석의 결과는 투자정보로서 충분한 가치를 갖고 있으며 지방채시장에 내재한 불확실성을 완화하는데도 유용하게 활용할 수 있다. 특히, 신용평가기관이 지방채 신용평가모형을 설계하는 초기단계에서는 재정분석에 이용한 지표와 모형들이 기여할 여지가 많다고 사료된다.

중앙정부 자체적으로도 재정진단제도는 효과적으로 운용할 수 있다. 여건상 민간부문의 신용평가제도를 도입하지는 않는다 해도 중앙정부 스스로가 자치단체의 신용도를 평가할 수 있으며, 평가결과를 토대로 기채승인제도를 유연한 방향으로 개선할 여지도 있다. 프랑스의 경우 1982년 기채승인제도를 폐지하면서 내무부 주관하에 재정위기 조기경보제도(réseau d'alerte)를 운용하고 있는데, A, B, C 3등급으로 구분하여 재정위기의 징후를 찾아내고 있다.⁹⁵⁾ 이런 유형의 재정진단제도는 우리나라에서도 충분히 적용가능하며 안정성 분야를 중점적으로 개선하면 곧바로 신용평가모형으로 발전시킬 수도 있다는 게 본 연구진의 판단이다.

3. 중간적 총액한도제 : 2단계

총액한도제 혹은 지방채 발행한도제는 이론상 신용불량단체를 시장에서 규제케 함으로써 중앙정부의 정책개입을 최소화하는 시장친화적·분권지향적인 지방채 관리체제이다. 때문에 그동안 기채승인제의 찬반논쟁에서 대칭

95) 프랑스의 재정진단제도와 관련한 세부적인 논의는 한국지방행정연구원(2000)을 참조하라.

적 위치에 있었던 재정분권화의 진전과 재정위기의 예방을 동시에 충족시킬 수 있는 매력적인 시스템으로 인정받고 있다. 그럼에도 총액한도제에 관한 본격적인 연구는 이제 시작단계에 머물러 있다. 총액한도제의 핵심인 한도기준에 대한 실증적 연구도 초보적인 수준이며 총액한도의 개념 조차도 혼선을 거듭하는 실정이다.

일각에서 거론하는 총액한도제는 문제제기만 이루어졌을 뿐 가장 기본적인 개념부터 입장정리가 이루어지지 않은 상태이며 그로 인해 당연히 구체적인 운영방식, 현행 기채승인제도와와의 관계 등 핵심적 이슈들은 논의조차 이루어지지 않고 있는 실정이다. 특히, 총액한도제는 발행한도 이내에서 기채자율권을 보장하고 발행 여부는 시장에서 평가하는 체제이므로 신용평가제도의 도입과 직접적으로 연결된다. 총액한도제와 신용평가제도는 개별적으로 존재하는 것이 아니라 하나로 통합된 유기체로 보아야 한다. 따라서 총액한도제가 어떤 형태인가에 따라 신용평가제도의 도입 수준과 전략은 달라진다.

먼저 지방채시장이 여전히 정부간 내부거래에 의존하고 있다거나, 과세자주권등 재정분권화의 진전이 미흡하거나, 지역 스스로의 견제장치가 제대로 갖춰지지 않는 등 총액한도제의 전제조건을 충족시키기가 어려운 경우에는 기채자율권의 신장책으로서 중간적 총액한도제를 검토할 수 있다. 중간적 총액한도제는 기채승인제에서 규범적 총액한도제로 이행하는 과도기적 체제로 성격지을 수 있다. 과도기적 색채는 기채승인제도를 어느 정도 계승하는가에 달려 있는바, 극단적으로는 지금의 기채승인제도도 운용의 묘만 살린다면 중간적 총액한도제로 받아들일 수 있다.

예를 들어 채무상환비율 20%는 그 자체가 발행한도의 기준이며 이 기준치 이내의 자치단체에 대하여 기채자율권을 인정하면 총액한도제로서 기능하는 것이다. 이러한 유형의 중간적 총액한도제는 앞에서 제기한 포괄적 기채승인제도를 발전시킨 시스템이며 현행 체제에서 가장 손쉽게 이행할 수

있는 지방채 관리방식이기도 하다.⁹⁶⁾ 또 다른 형태의 중간적 총액한도제로는 광역단체만 총액한도제를 실시하고 기초단체는 중앙정부가 계속 기채승인권을 행사하는 시스템이다. 어떤 형식이든 중간적 총액한도제에서 광역단체에 한하여 부분적으로 도입할 수 있다. 대상 지방채는 일반보증채, 공사·공단채를 망라하여 광역단체 본청과 산하단체가 발행하는 모든 지방채가 해당된다. 이때 신용평가제도가 실질적인 기능을 발휘하기 위해서는 지방채도 의무적으로 신용평가를 받도록 “증권투자신탁업 감독규정(제62조 2항)”을 개정하는 제도적 장치가 요구된다.

4. 규범적 총액한도제 : 3단계

마지막으로 3단계는 총액한도제의 전제조건이 성숙하였다고 판단한 시점에서 전면적으로 도입하는 규범적 총액한도제이다. 이 규범적 총액한도제의 모태는 미국형 총액한도제이지만 현실적으로 도입가능성에 대해서는 회의적인게 사실이다. Leigland(1997)의 논리대로 미국의 지방채시장과 우리나라의 지방채시장은 시장환경 - 금융시장의 구조와 감독체계, 지방채시장의 수요기반, 재정분권화 및 지방자치제도의 발전단계, 지방채에 대한 사회문화적 인식 - 등 다양한 측면에서 비동질적이기 때문이다. 우리의 지방채시장이 기본적으로 채권중심이 아니라 은행시장에서의 대출중심이며, 중앙정부로부터의 차입에 크게 의존하는 특수성도 중요한 고려요인이다.

그러나 지금의 추세대로 금융혁신과 세계화가 진전된다면 지방채시장 역시 개방적인 체제로 전환하라는 시장의 압력을 외면하기가 어려워지므로 현

96) 단, 이 시스템하에서는 채무상환비율의 산식에 문제가 없어야 하며 기준치를 초과한 단체에 한해서는 엄정하게 기채승인을 불허해야 한다.

실의 한계와는 무관하게 총액한도제를 도입할 수도 있다. 하여튼 규범적 총액한도제하에서는 그동안 지방채시장의 최대 애로중의 하나였던 발행물량의 부족 문제가 상당부분 해소될 것이고, 이는 유통시장의 활성화로 이어져 지방채시장이 실질적인 시장으로서 자리 매김하는 기회가 될 것이다. 때문에 이 단계에서는 신용평가제도의 전면적인 도입을 요구하는 압력이 거세지며 중앙정부는 신용평가기관과 유기적인 협조 속에서 지방채무를 감독하는 체제로 전환된다. 즉, 신용평가의 신호기능을 왜곡시키는 저해요소를 차단하는 한편, 시장규율이 제대로 작동될 수 있도록 정책지원이 이루어져야 한다. 예를 들어 재정정보의 D/B 구축과 지원체계의 지원은 당연하며 파산법이나 주민투표의무제와 같은 재정책임성 확립을 위한 제도도입, 예산관리에 대한 부단한 교육과 우수사례 전파, 재정운영 성과의 공개와 그 결과를 반영한 예산통제제도의 도입 등의 제도적 안전망이 요구된다.

한편, 총액한도제는 개별 자치단체의 발행한도를 의미하기도 하고 일부에서는 오스트레일리아와 유사하게 광역단체의 발행한도를 설정하면 한도 내에서 광역단체가 기초단체의 발행한도를 재설정하는 식으로 해석하기도 한다. 전자는 미국의 총액한도제를 지칭하는 개념인데 본 연구에서도 이 개념을 받아들여 논의하고 있다. 한도 기준과 관련해서는 다양한 지표들을 상정할 수 있다. 본 연구에서는 1인당 채무부담, 1인당 실질채무부담, 순채무비율 I, 순채무비율 II, 순채무비율 III, 순채무부담비율의 6개 지표를 선정하여 시뮬레이션을 시도하였다(<부록 5> 참조).

$$\begin{aligned} & \cdot 1인당 실질채무부담 : \frac{1인당 채무부담}{1인당 주민세} \\ & \cdot 순채무비율 I : \frac{순채무}{일반재원} \\ & \cdot 순채무비율 II : \frac{순채무}{(수정)기준재정수입액} \\ & \text{(수정)기준재정수입액 : 기준재정수입액} + 0.8 \times \text{경상적 제외수입} \\ & \cdot 순채무비율 III : \frac{순채무}{자체세입} \\ & \cdot 순채무부담비율 : \frac{순채무}{일반재원} \end{aligned}$$

시뮬레이션의 결과를 요약하면, 1인당 실질채무부담은 의령군(59.17), 함평군(53.1), 남제주군(36.7), 연천군(35.9) 등 군단위에서 최상위권을 형성하였다. 군이 평균 15.1로 가장 크며 자치구는 0.25로 현저하게 낮게 나타나는데, 조세체계상 시군세인 주민세의 세율이 빈약한 결과로 추정된다. 따라서 신빙성이 높은 지역소득 자료의 생산이 가능하기 이전에는 1인당 채무액으로 대체하도록 하며, 이 경우 커널밀도(Kernel density)와 누적분포로 볼 때 한도액은 100만원을 상정할 수 있었다.⁹⁷⁾

일반재원대비 순채무비율 I 은 시단위가 평균 0.18로 가장 높으며 광역단체

97) 1인당 채무액과 1인당 실질채무부담의 상관관계가 0.81로 높다는 점도 하나의 이유이다. 한편, 6개 지표의 한도액 임계치는 사전에 모수적 분포가 미지이므로 비모수적 밀도추정방식인 커널분포 추정방법을 응용하였다. 구체적으로 이용한 커널은 Epanechnikov이며 밴드의 크기(bandwidth)는 Silverman(1986)이 제시한 규칙을 따랐다. 여기서 N은 관측치 수, s는 표준편차, R은 4분위 크기이다.

$$h = 0.9kn^{-1/5} \min(s, R/1.34)$$

(0.10), 군단위(0.09)의 순서이다. 개별적으로 보면 김해시(0.52), 시흥시(0.46), 평택시(0.42), 의정부시(0.38) 구리시(0.37), 의왕시(0.35) 등이 최상위권이며 주로 경기도의 시들에서 높은 수치를 보였으며 군은 남제주군(0.30), 음성군(0.30), 광주군(0.26), 연천군(0.27)이 상위권이였다. 광역단체는 부산, 대구, 광주가 0.25 내외로 나타났다. 이 지표는 기초와 광역간에 편차가 크게 발생하므로 임계치는 50%(광역단체)에서 70%(시군) 범위에서 탄력적으로 결정할 수 있다.

순채무부담비율은 임시적 세외수입을 일반재원에 포함시켜 실질적인 상환 재원을 확대하는데 의의를 지닌다. 시산 결과는 예상대로 수치만 미세하게 변했을 뿐 순채무비율 I 과 대동소이하였다. 따라서 임계치는 순채무비율 I 에 비해 다소 낮은 40%~60% 사이에서 탄력적으로 적용할 수 있다.

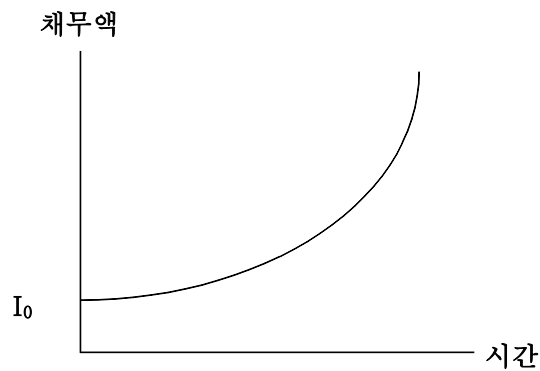
순채무비율 II 는 개념상의 의미는 있으나 조세체계상 계층간 과세기반의 차이가 극심하게 나타나는 문제가 있다. 그럼에도 불구하고 기본적인 상환능력을 바탕으로 총액한도의 기준을 제시하는데 의의를 둔다. 시뮬레이션 결과 예상대로 계층간·지역간 큰 편차를 보였다. 의령군이 59.1로 가장 큰 수치를 기록하였으며 함평군(53.1), 남제주군(36.7), 김해시(32.3)가 높은 수치를 기록하였다. 광역단위에서는 광주시가 16.3으로 가장 크며 나머지 광역시는 10 내외로 비슷한 수준을 보였다. 따라서 시군은 40~60, 광역단체는 20을 상정할 수 있다.

순채무비율 III 는 계층간·지역간 편차가 현저하게 감소하여 지표의 안정성에서 우월하였다. 군단위에서는 남제주군이 1.42로 전국 최고치를 기록하였으며 시단위에서는 북제주군(1.14), 광역은 부산(1.06)만이 1.0을 초과하였다. 따라서 동 지표의 임계치는 1.5~2.0 수준으로 판단된다.

다음으로 중요한 이슈가 매년도 총액한도액을 설정할 것인지, 아니면 시기에 상관없이 잔액기준으로 총액한도를 설정할 것인지이다. 이론적으로 볼 때

총액한도액은 연간 발행규모를 기준으로 하기 보다는 잔액기준으로 설정할 때 지방채무의 급증을 예방할 수 있다. <부록 6>에서 제시하였듯이 연간 발행물량을 한도기준으로 설정하면 지방채무는 기하급수적으로 증가하는 문제가 발생한다. 다음 <그림 VI-4>에서 도시하였듯이 연간 발행기준으로 할 경우 초기치 I_0 에서 지속적인 증가세를 시현함으로써 재정위기의 가능성을 현저하게 증폭시킨다.

<그림 VI-4> 연간 총액한도제와 지방채무



제Ⅶ장 요약 및 정책건의

제1절 연구의 요약

주지하듯이 지방재정을 둘러싼 대내외적 환경은 급격하게 변모하고 있다. 그동안 성장일변도의 획일화된 양적 시스템에 익숙해져 있던 우리 사회는 시장원리에 입각한 질적 시스템으로 전환할 것을 요구받고 있다. 규제완화, 경쟁체제의 강화, 공공부문의 개혁과 책임성 증진 등 일련의 흐름들은 정부의 과잉개입에 대한 자기반성이다. 이러한 역사적 조류는 지방자치제도의 의미와 역할을 새롭게 조명하는 계기로 작용하고 있는바 기채승인제도 역시 그 중의 하나이다.

널리 알려진바대로 기채승인제도는 나름대로의 합목적성에도 불구하고 분권적 의사결정구조를 왜곡하고 지방채시장의 기반을 위축시키는 역기능을 노정하고 있는게 사실이다. 지방채무에 대한 중앙정부의 직접규제는 대부분의 규제 일반이 그러하듯이 한계원리를 부정함으로써 자원배분의 비효율성을 초래한다. 물론 시장실패가 불가피한 상황에서는 정부개입의 정당성이 확보될 수는 있지만 개입양식은 시장친화적이며 간접적인 형태로 이루어지는 것이 바람직하다는 점은 이론의 여지가 없이 분명한 사실이다. 그러나 다른 한편으로 우리의 지방채시장이 시장실패를 거론할 정도로 진정한 의미의 시장인가? 다시 말하면 기채승인제도가 바람직한 규제양식은 아니지만 시장이 존재하지 않는 이상, 가격기구를 동원한 새로운 시스템으로의 전환이 현실적으로 가능한가?에 대한 의문이 제기된다.

본 연구는 이러한 의문을 가지고 지방채 신용평가제도 도입방안을 다루고

있다. 신용평가제도는 금융시장에 만연하는 정보의 비대칭 문제를 어떻게 효과적으로 통제할 수 있는가에 대한 해답을 제공한다. 또한 신용평가제도는 정보유통과 관련한 사회적 거래비용을 절감시킨다. 신용평가기관이 공시하는 신용등급은 신용위험의 신호를 투자자에게 전달하며 투자자는 저렴한 비용으로 이 정보를 입수함으로써 신속하게 가격에 반영시킬 수 있다. 신용위험에 대한 미래의 불확실성이 반영된 가격은 가격차별화로 이어지며 중국에 가서는 시장내 가격기구의 파라미터적 기능에 의해서 효율적인 자원배분을 가져온다.

이러한 순조로운 흐름을 가능케 하는 사회적 인프라가 바로 신용평가제도이며 동 제도의 도입이 내포하는 의의이기도 하다. 그런데 시장에 존재하지 않는 상황에서 신용평가의 신호기능이 제대로 작동할 수 있으며, 작동한다 해도 신호효과가 미약하다면 앞에서 언급한 사회적 편익을 기대할 수 있을까? 주지하듯이 우리의 지방채시장은 중앙정부와 자치단체간에, 그리고 기초단체와 광역단체간의 내부거래가 80% 이상을 점유하는 기형적인 시장이다. 이와는 정반대로 신용평가와 직접적으로 관련된 채권형식의 채무는 15%에도 미치지 못하고 있다. 여기에 덧붙여 시장원리에 따른 자기책임성을 구현하는 제도적 장치와 사회적 여건은 매우 취약한게 지금의 현실이다. 지방의 정치시장은 후진성을 면치 못하고 있으며 주민의 자치의식도 선진국에 비하면 현저하게 뒤쳐져 있다.

이러한 현실에서는 신용평가제도의 도입으로 인한 시장실패가 기채승인제도에 잠재된 정부실패를 압도하는 역기능이 발생할 수 있다. 시장실패의 가능성은 신용평가기관이 사회적 역할을 제대로 발휘하지 못할 때 현저하게 증가하는데 오늘날 국내 신용평가기관이 명성자본을 충분히 구축했는가에 대해서는 지극히 회의적이다. 먼저 국내 신용평가기관은 지방채 신용평가모형을 자체적으로 개발하지도 못한 실정이라는 점을 지적할 수 있다. 아직까

지 국내 신용평가기관은 지방채를 대상으로 신용평가한 경험이 없을 뿐 아니라 기본적으로 자치단체가 채무불이행을 경험하지 않는 이상 평가결과의 신뢰도는 근본부터 흔들릴 수 밖에 없다. 국내 신용평가시장의 구조와 행태, 평가기관이 보유한 인적·물적 기반, 그동안 이루어진 평가사례 등을 종합적으로 미루어봐도 신용평가제도가 정부실패를 교정하는 유력한 수단이라고 보기는 어렵다.

본 연구는 이러한 현실인식하에 다음과 같이 수행되었다.

먼저 II장에서는 신용평가제도에 대한 국내 연구가 미진하였다는 점을 감안하여 기본 개념부터 시작하여 신용평가의 기능과 한계, 도입론의 이론적 근거를 분석하였다. 무엇보다 II장에서는 지방채시장의 선진화와 간접규제 양식으로의 전환을 위하여 신용평가제도의 역할을 조명하였으며 금융제도의 안전성 차원에서 BIS가 추진하는 새로운 자본규제안의 파장을 강조하고 있다.

III장에서는 일반적인 신용평가산업의 실태를 분석하였다. 지방채 신용평가라 해도 신용평가 일반의 한 부류에서 크게 벗어날 수는 없으므로 이러한 실태분석은 중요한 의미를 차지한다. 여기서 본 연구는 신용평가의 역사적 연유를 추적함으로써 동 제도의 취지와 기능을 재확인하며 국내외 신용평가기관의 현황과 평가체계를 중점적으로 검토하였다.

IV장에서는 지방채에 국한시켜 신용평가의 방법론을 집중분석하였다. 이는 신용평가제도 도입의 중심에는 모형개발이 자리잡고 있다는 인식에서 출발한 것이며 세계적 신용평가기관이 채택하고 있는 평가방법론의 이해가 긴요하다고 판단했기 때문이다. 이를 위하여 지방채 신용평가와 일반적인 신용평가의 평가방법론적 차이, 신용평가기관별 평가방법론적 차이를 비교분석학적 관점에서 접근하였다. 무엇보다 지방채 신용평가에서 중요하게 간주하는 구성요소들이 무엇인지를 이해하는데 최우선적인 관심을 기울였다.

V장에서는 IV장에서 이해된 지방채 평가방법론을 토대로 국내 실정에 맞는 평가모형을 개발하는데 대부분의 지면을 할애하였다. 먼저 신용위험을 측정하기 위하여 후보지표를 개발하였으며, 법적·제도적 차원에서 감안해야 할 요소들을 정리하였다. 이와 함께 등급체계, 신용평가의 제반 절차도 정립하였다. 이러한 과정을 거쳐 개발된 평가모형은 광역단체를 대상으로 적용함으로써 모형의 타당성과 정책적 시사점을 도출하였다.

VI장에서는 신용평가모형의 사례분석으로 얻어진 결과를 토대로 신용평가제도의 도입의 역기능을 실증적으로 확인하였다. 즉, 기채승인제도의 대안으로서 신용평가제도의 도입가능성에 회의를 표하면서 장기적인 관점에서 점진적 도입론을 제안하였다. 도입전략은 지방채 관리방식을 최상위 개념으로 놓고 기채승인제도, 총액한도제, 신용평가제도의 3자 관계를 유기적으로 결합한 3단계 도입론이다.

제2절 정책건의

본 연구의 수행결과를 토대로 향후 신용평가제도 도입론에 도움이 될 것으로 판단되는 주요 사항들을 요약 정리하여 제시하면 다음과 같다.

1. 포괄적 기채승인제

(1) 신용평가제도의 도입은 장기적인 관점에서 지방채 관리시스템, 재정규율, 분권화 구조 및 수준 등과 연계하여 장기적인 안목에서 점진적으로 추진하는게 바람직하다.

(2) 이를 위하여 1단계 조치로서 기채승인제도를 유연하게 운용하는 포괄적 기채승인제도의 도입을 추진한다. 포괄적 기채승인제하에서는 지방채시장에서 대표적인 채권인 지역개발공채와 도시철도채권만을 대상으로 신용평가를 실시한다. 이때의 신용평가는 기채승인제도와는 별개로 이루어지는 임의 평가이며 평가결과를 시장에 공시함으로써 유통시장에서의 가격차별화를 적극적으로 유도하도록 한다.

(3) 적채기준을 개선할 필요가 있다. 채무상환비비율은 채무의 범위를 확대하여 공단·공사채까지 포함시키는 한편 국도비보조금으로 상환하는 채무는 제외시키는 등의 보완이 필요하다.

(4) 행정수요의 차이를 반영하여 광역단체의 채무상환비비율은 25% 수준으로 상향조정하며 10% 이하인 단체는 승인대상에서 제외하는 방안도 검토 가능하다.

(5) 신용평가와 직간접적으로 관련된 재정정보를 시장에 공개함으로써 도입여건을 정책적으로 지원하도록 한다. 이와 관련하여 재정진단제도를 신용평가제도와 연계하여 전략적으로 활용하는 것도 고려할만 하다. 재정분석 결과를 투자자에게 적극적으로 공개하여 지방채의 가격차별화를 유도하는 일이 대표적인 전략이다.

(6) 중앙정부 자체적으로도 재정진단제도는 효과적으로 운용할 수 있다. 중앙정부 스스로가 자치단체의 신용도를 평가할 수 있으며, 평가결과를 토대로 기채승인제도를 유연한 방향으로 개선할 여지도 있다. 예컨대 채무상환비비율이 25%를 초과한 자치단체는 재정진단제도의 현지실사를 활용하여 승인 여부를 판단하도록 한다.

2. 중간적 총액한도제

(1) 광역단체에 한하여 신용평가제도를 부분적으로 도입하도록 한다. 대상 지방채는 일반보증채, 공사·공단채를 망라하며 광역단체와 산하단체가 발행하는 모든 지방채가 해당된다.

(2) 신용평가제도가 실질적인 기능을 발휘하게끔 지방채도 의무적으로 신용평가를 받도록 “증권투자신탁업 감독규정(제62조 2항)”을 개정하는 제도적 장치가 요구된다.

(3) 실질적인 총액한도제로 이행하는데 선결요건들을 정비하도록 한다. 파산제도와 재정위기관리제도의 도입가능성을 검토하며 지방채 발행의 주민승인제도를 도입하도록 한다.

(4) 발행한도의 기준과 타당성을 지속적으로 검토한다. 발행한도는 연간 기준이 아니라 잔액기준으로 설정하되, 후보지표는 1인당 채무부담, 1인당 실질채무부담, 순채무비율Ⅰ, 순채무비율Ⅱ, 순채무비율Ⅲ, 순채무부담비율 등을 검토할 수 있다.

3. 규범적 총액한도제

(1) 총액한도제의 전제조건이 성숙하였다고 판단한 시점에서 전면적으로 도입하도록 한다.

(2) 이 단계에서 지방채 신용평가제도를 본격적으로 도입한다. 모든 지방채를 신용평가대상에 편입시켜 의무적으로 신용평가를 받도록 한다.

(3) 자치단체의 파산법을 도입하며 후속조치로서 재정위기관리제도의 도입이 불가피하다. 이 경우 단체장에 대한 권한제한이 가해져야 하며 자구노력

을 전제로 한 중앙정부의 정책지원이 이루어져야 한다.

(4) 예산관리에 대한 부단한 교육과 우수사례 전파, 재정운영 성과의 공개와 그 결과를 반영한 예산통제제도의 도입과 같은 제도적 안전장치가 요구된다.

【 참고문헌 】

- 김성봉, “지방정부에 대한 신용평가모델의 적용 - 광역자치단체를 중심으로 -”, 한국지방재정학회 춘계학술대회, 1998.
- 금융감독원, 「신용평가등급의 활용현황과 은행감독 목적상 활용확대방안」, 2000.
- 한국금융연구원, 「신용평가산업의 발전방향」, 2000. 9.
- 한국지방행정연구원, 「재정건전화를 위한 지방채 발행제도의 개선방안」, 평택시 용역연구, 2000.
- 조기현, “지방채제도의 운영실태와 개선방안”, 「지방재정」, 제 19권 제 5호, 한국지방재정공제회, 2000, pp. 28~48.
- _____, “지방채 발행제도의 한계와 정책대응: 기채승인권과 승인기준을 중심으로”, 「한국지방재정논집」, 제6권 제1호, 한국지방재정학회, 2001, pp. 117~137.
- 한국신용정보, 「신용평가산업의 발전방안」, 2000. 10.
- Ahmad, Jumaid K., *Decentralizing Borrowing Power, Poverty Reduction and Economic Management Network(PREM) Notes 15*, The World Bank, 1995
- Akerlof, D. A., “The Market for ‘Lemons’: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics* 89, August 1970, pp. 488~500.
- Ammer John and Frank Packer, How Consistent are Credit Ratings? A Geographic and Sectoral Analysis of Default Risk, *International Finance Discussion Papers* No. 668, Board of Governors of the

- Federal Reserve System, June 2000.
- Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, *Working Paper* No. 3, August 2000.
- _____, *The New Capital Accord*, January 2001.
- Beattie, Vivien and Susan Searle, "Credit Rating Agencies: The Relationship between Rater Agreement and Issuer/Rater Characteristics", *Journal of International Securities Markets*, Winter 1992, pp. 371~375.
- Blume, M, Lim, F., and C. MacKinlay, "The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality?", *Journal of Finance* 4, 1998, pp. 1389~1413.
- Cantor, Richard and Frank Packer, "The Credit Rating Industry", Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Summer/Fall, 1994, pp. 1~24.
- _____, "Sovereign Credit Ratings", *Current Issues in Economic and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, June 1995.
- Delianedus, G and Geske, R., "Credit Risk and Risk Neutral Default Probabilities: Information about Ratings Migrations and Defaults", *Working Paper*, Anderson School, UCLA, 1999.
- Eddy Jane and Haddad Fred, Local Government Ratings Worldwide, *Standard and Poor's Viewpoint*, 2000.
- Eddy Jane, "Rating Regional and Local Governments", *Standard & Poor's Local & Regional Government*, March 2000.
- Fabozzi, Frank J., Dessa Fabozzi, and Sylvan G. Feldstein, *Municipal Bond Portfolio Management*, Irwin, 1995.

- Fitch IBCA, *Sub-National Rating Methodology*, January 1998.
- _____, *Local Government General Obligation Rating Guidelines*, May 2000.
- Giovanni Ferri, Li-Gang Liu, and Giovanni Majnoni, "The Role of Rating Agency Assessments in Less Developed Countries: Impact of the Proposed Basel Guidelines", *Journal of Banking & Finance* 25, 2001, pp. 115~148.
- Grewal, B. S., Australian Loan Council : Arrangements and Experience with Bailouts, *Inter-American Development Bank Research Network Working Paper # R-397*, 2000.
- Gurly, J. G., and E. S. Show, *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institute, 1960.
- Hagen J. V., Bordignon M., Dahlberg M., Grewal B. S., Petterson P., and Seitz H., Subnational Government Bailouts in OECD Countries : For Case Studies, *Inter-American Development Bank Research Network Working Paper # R-399*, 2000.
- Hicks, J. R., *Value and Capital*, 2nd ed., Oxford University, 1946.
- Jackson Patrica and William Perraudin, "The Nature of Credit Risk: The Effect of Maturity, Type of Obligor, and Country of Domicile", *Financial Stability Review*, Bank of England, November 1999, pp. 128~140.
- Jaffee D. and T. Russell, "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics* 90, Nov., 1976, pp. 651~666.
- Japan Center for International Finance, *Characteristics and Appraisal of Major*

- Rating Companies*, April 1999.
- Kenneth Pinkes, The Function of Ratings in Capital Markets, *Moody's Special Report*, November 1997.
- Lamb R., and S. P. Rappaport, *Municipal Bonds*, McGraw-Hill, 1987.
- Larkin, Richard P., Impact of Management Practices on Municipal Credit, *Fitch IBCA Special Report*, May 2000.
- Larkin, R. P., and R. J. Raphael, Credit Ratings in the 21st Century, *Fitch IBCA Special Report*, March 2000.
- Leigland James, *Accelerating Municipal Bond Market Development in Emerging Economics ; An Assessment of Strategies and Progress*, Center for International Development, Reserach Triangle Institute, 1997.
- Litvack, Jennie, Junaid Ahmad, and Richard Bird, "Decentralization: Rethinking Government", *World Development Report 1999/ 2000*, The World Bank, 2000, pp. 107~124.
- Litvack, David and F. Rizzo, Municipal Default Risk, *Special Report*, Fitch IBCA, september 1999.
- Moody's, "Rating Methodology : Japan's Local Governments", March 1999(a)
- _____, "The Usefulness of Local Currency Ratings in Countries with Foreign Currency Country Ceilings", *Moody's Rating Methodology*, July 1999(b).
- _____, "Opening the Black Box : The Rating Committee Process at Moody's", *Moody's Rating Methodology*, July 1999(c).
- _____, *Seoul Metropolitan Government*, June 2000.
- Nickell, Pamela, William Perraudin, and Simone Varotto, Stability of

- Transition Matrices, *Bank of England Working Paper*, Dec. 1988.
- Noel Michel, *Building Sub-National Debt Markets in Developing and Transition Countries : A Framework for Analysis, Policy Reform and Assistance Strategy*, World Bank Mimeo, Jan. 2000.
- Ostroy, Joseph, "The Informational Efficiency of Monetary Exchange", *American Economic Review* 63, 1973, pp. 597~610.
- Partony, Frank, "Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies", *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, No. 3, 1999.
- Peterson, George E., *Measuring Local Government Credit Risk and Improving Creditworthiness*, World Bank, March 1998.
- Reddy, V. V., "Credit Rating : Changing Perspectives", *Reserve Bank of India Bulletin* 54, No. 5, 2000. 5.
- Japan Rating & Investment Information, 「地方債格付け」, 1999.
- _____, 「格付けの手引き」, 2000.
- _____, 「R&I レーティソク" 情報」, 2001. 3.
- Standard and Poor's, 「地方自治體格付の規準」, 1999.
- _____, 「政府の調整能力に依存する地方自治體の信用力」, 2000.
- _____, *Public Finance Criteria*, 2000(a).
- _____, *Local and Regional Government*, 2000(b)
- _____, *Seoul Metropolitan Government Rated LC 'A/A-1, FC 'BBB/A-3'; Outlook Positive*, 2000(c)
- Stiglitz Joseph E., and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, 1981, pp. 393~410.
- Sylla Richard, "A Historical Primer on the Business of Credit Ratings",

- conference on The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy*, The World Bank, March 2001.
- Ter-Minassian Teresa and Jon Craig, "Control of Subnational Government Borrowing", edit by Ter-Minassian Teresa, *Fiscal Federalism in Theory and Practice*, IMF, 1997.
- Truglia Vincent J., *Moody's Sovereign Ratings : A Ratings Guide*, *Moody's Special Report*, March 1999.
- Watson Douglas, Dennis Farrell, Chee Mee Hu, and Levenstein Laura, *What's Ahead for Municipal Ratings?*, *Moody's Special Reprot*, February 2000.
- White L. J., *The Credit Rating Industry : An Industrial Organization Analysis*, mimeo, New York University, 2001.
- Wildasin, D. E., "Externalities and Bailouts: Hard and Soft Constraint in Intergovernmental Fiscal Relation", *Policy Research W/P*. 1843, The World Bank, 1997.
- Yves Lemay, Vincent Truglia, and Theodore Samuel, *Subnational Government: A Rating Agency Perspective*, *Moody's Special Report*, July 1998.

【 Abstract 】

The Application of the Credit Rating System to the Municipal Bond Market in Korea

As the local autonomy system has been introduced, the demand to fiscal decentralization attracts more concern than ever before. In turn each local government seeks alternative financial tools to compliment the diminished revenue capacity. The issuance of municipal bonds is among them. As a result, the past 10 years have been experiencing the augmented debt of local governments in Korea.

The various efforts to keep the financial condition of local governments healthy have been made by both national government and local governments. For example, the local governments can not finance any project through bond issuance without the permission of the national government. There are well sophisticated indicators to check the financial position of local governments that are applying for debt issuance. It is, however, not easy to propose objective indicators that pick up the problematic governments. The western democracies have been utilizing both governmental regulations and credit rating systems to curb the rampant debt issuance of local governments.

This study introduces the credit rating system of municipal bonds as a policy alternative to keep the financial condition of local governments healthy. Before introducing the details of credit rating system, it has

investigated the so-called debt limit approach that guidelines each government the proper level of public debt. The local governments are free to issue municipal bonds within the limit of debt issuance. This report recommends a strategic introduction of credit rating system referring to the debt limit approach.

The report describes the essence of credit rating system and the justification of applying it to the municipal bond market in Korea. Secondly, it introduces the brief history of credit rating industry and the role of credit rating agencies (Moody's, Standard and Poor's, Fitch, and Japanese credit rating companies). It also touches on the Korean credit rating companies and the industry as well. Thirdly, the report contains various approaches of credit rating techniques and important cases that show both the financial criteria and the non-financial criteria being applied. Fourth, the study goes on the development of its own credit rating model of municipal bonds. For a test, municipal bonds being issued by 16 metro governments in Korea are rated with the application of the model. Fifth, it proposes strategic approaches of introducing the credit rating system of municipal bonds. The first step involves understanding of the existing municipal bond market of Korea and reducing the riskiness of adopting a new system. The second step utilizes the debt limit approach as a temporary alternative. Finally, the report recommends that a financial crisis management system should be employed before the full scale credit rating system is introduced in the Korean municipal bond market.

부 록

- <부록 1> 자치단체별 지표값
- <부록 2> 자치단체별 재무적 건전도 시뮬레이션 결과
- <부록 3> 신용평가관련 지표의 기초통계량
- <부록 4> 국내의 지방채 신용평가 사례
- <부록 5> 총액한도제 기준의 비교분석
- <부록 6> 총액한도지표 시뮬레이션 결과

<부록 1> 자치단체별 지표값

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
기장군	0.78	90.20	0.00	7.64	47.87
달성군	1.93	93.73	0.00	6.09	60.93
강화군	1.41	94.39	0.00	0.00	56.48
용진군	0.00	92.51	0.00	0.00	54.06
울주군	0.00	84.13	0.00	0.00	32.96
양주군	3.83	96.13	1.38	51.22	54.13
여주군	5.62	84.47	0.00	63.86	55.57
화성군	1.75	92.13	1.25	65.77	47.69
광주군	2.88	88.80	1.14	111.28	52.97
연천군	6.84	97.32	0.00	110.99	64.85
포천군	1.48	92.17	1.09	34.44	46.17
가평군	2.73	88.29	2.99	53.05	60.03
양평군	4.35	94.98	1.11	83.36	54.23
홍천군	3.08	91.32	0.00	30.44	48.48
횡성군	9.63	89.41	0.00	25.59	58.62
영월군	6.92	93.97	2.06	19.78	59.10
평창군	3.57	93.80	0.00	37.93	58.61
정선군	3.25	94.64	0.00	21.21	56.50
철원군	6.95	97.22	9.33	40.82	57.10
화천군	3.64	97.56	8.52	16.64	65.04
양구군	3.57	90.55	12.24	21.57	56.16
인제군	3.62	95.44	8.07	10.12	48.96
고성군	1.54	95.16	3.98	14.03	55.59
양양군	5.80	97.13	2.89	28.46	71.83
청원군	3.66	93.92	0.00	7.65	48.90
보은군	6.35	96.00	0.00	30.68	62.38
옥천군	6.47	92.42	0.00	49.35	66.39

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
영동군	4.54	89.94	0.00	34.33	65.16
진천군	5.55	96.05	0.00	52.92	71.57
괴산군	5.02	92.37	0.00	11.73	56.25
음성군	2.92	90.99	0.46	136.22	61.39
단양군	7.31	95.40	2.55	30.07	71.22
금산군	11.87	96.91	2.98	41.48	74.85
연기군	3.84	92.80	0.00	86.84	63.54
부여군	8.59	96.62	1.53	50.35	67.29
서천군	13.71	99.29	0.10	60.59	78.09
청양군	10.51	96.94	2.95	27.38	69.54
홍성군	8.63	95.65	1.04	36.35	62.50
예산군	6.82	97.89	1.16	36.80	66.70
태안군	3.00	93.15	0.00	21.28	51.32
당진군	10.84	95.25	0.11	32.58	60.41
완주군	2.55	93.07	5.83	82.58	56.44
무주군	3.03	87.93	20.57	10.95	54.45
진안군	1.40	85.77	2.03	30.78	56.93
장수군	1.56	91.46	0.00	7.04	52.32
임실군	4.40	94.82	2.14	10.94	59.62
순창군	4.77	95.50	0.00	14.45	64.85
고창군	9.31	93.73	1.60	35.88	60.61
부안군	3.95	89.19	0.00	50.91	61.66
담양군	6.06	93.95	6.37	66.79	65.01
곡성군	3.76	94.26	0.00	13.83	62.34
구례군	3.01	96.99	0.00	22.17	69.18
고흥군	4.66	95.59	0.94	33.20	55.30
보성군	2.91	92.98	0.85	17.43	61.97
화순군	10.04	93.56	3.76	85.79	76.13
장흥군	1.32	92.02	0.00	7.16	61.43

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
강진군	2.02	92.29	5.70	13.14	58.90
해남군	3.83	97.02	0.00	27.10	56.62
영암군	6.62	94.91	0.00	58.02	69.79
무안군	13.38	97.46	0.00	66.28	69.62
함평군	5.37	87.96	10.78	88.21	69.56
영광군	5.56	93.06	0.64	53.70	64.28
장성군	5.88	89.45	0.00	66.65	68.00
완도군	7.84	96.79	0.00	59.34	66.72
진도군	4.56	92.04	1.95	30.03	57.57
신안군	1.94	98.33	19.27	17.74	59.44
군위군	14.70	96.28	0.00	38.52	76.07
의성군	5.73	96.24	0.27	33.25	66.06
청송군	3.19	92.99	0.00	12.41	62.04
영양군	2.87	93.90	0.00	15.11	60.92
영덕군	4.15	95.61	4.88	34.57	66.54
청도군	3.94	95.62	6.27	73.24	66.59
고령군	5.55	89.69	3.87	66.37	68.40
성주군	5.18	90.36	0.68	13.96	64.73
칠곡군	2.77	92.16	2.45	47.36	64.97
예천군	5.67	97.23	8.95	42.29	69.05
봉화군	3.25	95.22	4.92	23.60	54.76
울진군	3.56	83.78	0.00	19.58	48.58
울릉군	2.40	93.84	0.00	22.49	72.12
의령군	10.69	88.86	5.63	73.61	63.27
함안군	4.36	90.75	2.93	56.77	57.75
창녕군	2.16	93.47	3.73	79.03	54.94
고성군	5.46	94.98	0.98	31.27	60.25
남해군	5.97	94.16	1.47	36.25	55.81
하동군	2.78	92.79	0.00	19.71	57.88

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
산청군	6.99	90.82	0.00	22.62	55.89
함양군	2.08	88.75	0.00	8.68	47.42
거창군	5.84	90.94	1.28	49.83	54.95
합천군	3.02	91.31	0.00	13.42	57.92
북제주군	9.69	97.92	3.45	113.39	62.85
남제주군	10.80	95.98	4.84	119.28	64.26
수원시	1.48	88.24	0.51	54.09	38.68
성남시	5.63	85.89	0.00	60.60	38.59
의정부시	1.88	93.18	0.87	154.69	37.56
안양시	1.88	85.36	0.13	22.59	46.32
부천시	3.11	90.14	1.75	52.26	63.08
광명시	3.97	87.81	0.39	34.35	51.46
평택시	2.99	97.43	1.39	183.36	56.34
동두천시	14.06	94.05	1.20	112.16	62.94
안산시	0.01	88.58	0.79	45.46	31.17
고양시	0.45	73.27	0.07	28.27	32.55
과천시	0.14	85.72	0.00	1.23	25.12
구리시	6.30	90.03	0.66	154.56	48.79
남양주시	5.20	93.53	1.31	61.13	38.23
오산시	3.25	93.77	1.04	75.78	46.12
시흥시	1.69	81.84	0.00	184.57	38.31
군포시	2.83	90.47	0.00	69.23	43.91
의왕시	2.67	91.18	0.00	144.19	47.67
하남시	2.91	93.28	0.58	23.59	58.16
파주시	6.16	96.55	0.02	61.80	71.88
이천시	2.08	96.84	1.19	102.15	71.88
용인시	3.22	84.48	0.31	23.02	27.51
안성시	1.68	94.78	0.64	96.24	55.85

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
김포시	7.39	88.22	1.97	137.17	54.16
춘천시	11.41	93.12	0.74	102.85	52.52
원주시	5.76	86.77	0.26	53.42	55.19
강릉시	3.94	94.98	1.30	93.52	59.36
동해시	3.14	96.74	1.54	125.17	62.37
태백시	7.27	95.03	0.57	64.87	68.71
속초시	2.63	95.28	0.00	122.50	60.14
삼척시	3.01	98.15	2.02	41.87	53.61
청주시	6.06	85.88	0.75	68.61	54.44
충주시	7.79	90.24	0.32	92.71	58.17
제천시	9.90	88.21	0.00	71.77	56.67
천안시	8.94	84.81	0.00	33.65	53.02
공주시	7.84	96.79	0.00	30.98	62.90
보령시	13.79	94.17	0.17	88.23	66.93
아산시	5.87	91.74	0.00	56.65	55.82
서산시	9.46	92.66	0.00	47.16	54.52
논산시	10.31	95.97	3.38	30.60	62.51
전주시	6.08	94.42	0.58	78.93	60.94
군산시	10.59	87.93	0.19	120.03	60.40
익산시	2.86	85.82	0.00	71.87	45.21
정읍시	11.80	96.63	0.00	82.23	72.09
남원시	8.04	95.74	0.00	67.51	64.92
김제시	8.29	94.79	2.18	49.25	64.97
목포시	4.73	92.01	0.00	99.34	57.92
여수시	4.19	88.23	0.36	29.55	49.22
순천시	3.52	93.43	0.20	44.59	54.55
나주시	5.80	95.74	0.00	89.92	66.50
광양시	2.36	91.19	0.40	70.05	50.66

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
포항시	7.97	91.75	0.21	88.75	49.99
경주시	6.97	94.51	3.19	80.60	53.92
김천시	3.18	94.44	0.55	40.65	51.20
안동시	4.03	92.74	0.00	37.48	60.23
구미시	4.63	85.06	0.35	82.69	50.58
영주시	8.98	92.51	3.31	58.22	62.89
영천시	4.67	90.67	0.00	53.94	60.08
상주시	5.55	93.27	0.00	39.66	54.30
문경시	8.51	96.60	7.48	61.48	67.66
경산시	4.11	94.32	3.02	111.20	60.08
창원시	1.90	89.59	0.54	17.36	42.43
마산시	3.29	90.58	0.00	55.79	59.19
진주시	8.23	89.07	0.28	105.50	56.91
진해시	0.77	95.40	1.17	46.05	46.34
통영시	11.33	97.08	2.80	90.30	58.32
사천시	4.92	90.78	0.97	24.78	54.41
김해시	4.11	96.83	2.62	242.93	46.87
밀양시	6.03	94.25	3.17	83.12	54.81
거제시	3.68	95.49	0.00	36.86	46.06
양산시	4.41	87.92	0.00	105.32	46.36
제주시	2.89	91.82	1.70	101.06	53.09
서귀포시	6.76	98.64	6.61	128.03	63.51
종로구	0.00	77.30	0.05	4.77	69.72
중구	0.00	82.30	0.00	0.00	59.97
용산구	0.00	75.29	0.00	0.00	64.58
성동구	0.00	76.70	0.00	0.00	70.39
광진구	0.09	89.71	0.00	5.31	65.07
동대문구	0.56	84.40	0.00	0.00	69.29

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
중랑구	0.00	88.66	0.00	0.00	75.43
성북구	0.18	89.94	0.38	7.51	73.31
강북구	0.00	91.05	0.00	0.00	66.83
도봉구	0.01	87.73	0.00	0.73	65.57
노원구	0.00	84.91	0.00	0.00	69.69
은평구	0.00	86.55	0.00	0.00	95.93
서대문구	0.00	78.77	0.00	0.00	69.56
마포구	0.00	68.27	0.00	0.00	68.98
양천구	0.00	80.53	0.00	0.00	54.64
강서구	0.00	81.91	0.00	0.00	59.24
구로구	0.00	81.61	0.00	0.00	67.98
금천구	0.00	84.15	0.00	0.00	65.65
영등포구	0.00	75.23	0.00	0.00	60.47
동작구	0.00	78.64	0.00	0.00	71.15
관악구	0.03	86.61	0.00	2.06	77.96
서초구	0.00	78.84	0.00	0.00	50.06
강남구	0.78	74.18	0.00	0.00	49.80
송파구	0.01	86.98	0.00	1.23	75.40
강동구	0.06	81.50	0.00	2.51	70.97
부산중구	0.34	67.43	0.00	4.35	89.26
부산서구	2.06	93.65	0.00	15.55	85.60
부산동구	1.48	87.36	0.00	10.27	86.60
영도구	1.35	93.00	0.00	8.57	85.44
부산진구	0.61	78.64	0.00	8.93	70.71
동래구	1.66	90.36	0.00	6.61	73.31
부산남구	1.04	93.27	0.03	11.69	83.08
부산북구	1.18	91.34	0.00	7.60	74.63
해운대구	0.28	91.71	0.00	2.28	72.77
사하구	3.08	93.09	0.01	6.61	78.04
금정구	1.75	92.13	0.00	0.94	76.31

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
강서구	2.17	87.66	1.15	11.24	72.39
연제구	1.15	85.44	0.00	6.71	72.65
수영구	0.70	94.68	0.00	6.51	75.83
사상구	0.16	73.59	0.00	0.76	63.94
대구중구	2.21	92.65	0.44	13.63	103.27
대구동구	3.78	93.81	0.00	7.00	98.38
대구서구	3.94	95.29	0.00	53.58	103.66
대구남구	0.66	95.39	0.06	4.91	109.62
대구북구	2.94	94.92	0.97	6.46	92.64
수성구	3.08	93.90	0.26	6.22	76.39
달서구	0.77	92.22	0.00	0.00	69.22
인천중구	0.57	84.31	0.00	0.00	59.98
인천동구	1.24	94.37	0.61	0.00	67.36
인천남구	0.77	94.89	0.00	0.00	67.72
연수구	0.36	90.89	2.21	0.00	57.73
남동구	0.91	88.17	0.00	0.00	63.52
부평구	0.93	90.51	0.00	0.00	63.67
계양구	0.67	95.22	0.37	0.00	63.82
인천서구	1.81	85.09	0.00	0.00	68.78
광주동구	1.59	95.10	0.00	22.31	70.99
광주서구	1.10	95.64	0.00	6.81	64.75
광주북구	1.25	94.85	0.00	2.89	44.71
광산구	1.68	88.42	0.05	11.57	87.81
광주남구	0.52	94.05	0.00	16.35	74.05
대전동구	1.18	93.12	0.00	7.44	61.63
대전중구	1.62	84.77	0.14	5.84	67.36
대전서구	0.19	92.26	0.00	5.48	61.38
유성구	1.78	93.32	0.00	2.39	64.80
대덕구	1.22	90.60	0.09	9.00	59.86

(계속)

단 체	채무상환 비 율	세입세출 충당비율	1인당채무 부담능력	지방채 잔액지수	경상수지 비 율
울산남구	0.00	89.20	0.00	0.00	49.30
울산북구	0.06	97.68	0.79	0.00	64.38
울산중구	0.00	96.37	0.00	0.00	76.76
울산동구	0.00	92.76	0.00	0.00	66.30
서울특별시	3.24	94.40	0.20	21.68	13.59
부산광역시	19.91	96.92	0.95	166.53	40.63
대구광역시	24.65	95.49	2.50	168.23	47.61
인천광역시	6.56	96.17	0.85	139.36	23.74
광주광역시	16.13	97.54	2.02	183.16	44.55
대전광역시	11.14	91.31	1.26	134.61	33.08
울산광역시	12.34	94.24	1.46	90.85	34.27
경기도	2.56	94.48	0.55	20.11	12.38
강원도	3.50	97.94	2.02	42.30	35.68
충청북도	3.38	94.53	0.34	31.07	35.80
충청남도	6.57	94.99	1.24	71.15	35.68
전라북도	4.42	98.62	0.84	30.45	36.99
전라남도	11.30	97.84	0.41	17.99	44.05
경상북도	11.58	98.27	0.46	36.46	36.62
경상남도	0.97	96.75	0.21	6.89	23.27
제주도	9.48	97.84	1.60	127.06	50.89

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
기장군	4.64	37	52.14	50.44	73.83
달성군	2.67	22	59.78	70.37	69.09
강화군	5.27	-	38.67	22.26	78.01
옹진군	2.20	-	33.29	7.7	67.26
울주군	-	-	71.10	73.86	73.87
양주군	-1.38	239	50.16	67.04	74.31
여주군	2.28	357	48.12	51.28	69.55
화성군	5.10	300	64.26	81.76	67.41
광주군	-7.53	529	64.87	89.06	71.99
연천군	-5.10	828	22.21	22.39	75.51
포천군	1.77	156	51.72	62.26	71.16
가평군	-0.98	370	50.33	38.35	74.82
양평군	-2.14	559	51.52	30.05	77.31
홍천군	3.34	246	42.68	18.63	68.41
횡성군	2.22	256	50.68	20.77	75.18
영월군	3.13	180	32.00	14.8	64.18
평창군	3.94	366	48.65	26.82	70.84
정선군	6.00	188	46.63	12.28	75.55
철원군	0.07	338	16.14	21	61.99
화천군	1.89	199	21.81	17.24	67.94
양구군	4.55	281	21.80	12.19	60.90
인제군	7.04	122	25.82	13.85	74.86
고성군	3.24	131	37.80	21.12	71.08
양양군	2.92	295	29.47	18.25	62.76
청원군	4.57	44	42.29	39.85	72.56
보은군	0.35	277	59.96	16.15	81.43
옥천군	1.37	323	30.68	22.62	62.48
영동군	4.51	253	38.60	17.69	63.88

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
진천군	4.94	311	41.06	41.44	61.02
괴산군	3.57	73	36.41	11.83	65.81
음성군	-7.54	702	44.94	46.52	68.93
단양군	2.43	259	34.10	19.61	66.20
금산군	-0.02	250	37.87	20.62	63.93
연기군	1.38	431	53.26	42.69	69.39
부여군	-0.87	286	39.21	20.63	67.01
서천군	-1.81	325	32.87	27.89	59.58
청양군	-0.31	227	34.55	12.14	69.10
홍성군	2.07	170	41.78	29.76	71.47
예산군	1.64	177	42.46	27.85	70.17
태안군	5.68	147	45.91	24.44	76.64
당진군	1.26	163	58.11	49.32	74.09
완주군	-3.02	543	37.92	27.08	69.18
무주군	6.83	127	37.92	17.82	70.37
진안군	4.31	367	31.72	12.24	72.98
장수군	5.01	80	33.06	13.73	72.12
임실군	2.13	121	28.69	10.3	69.35
순창군	2.50	152	28.58	8.8	65.57
고창군	2.72	248	32.80	15.7	69.14
부안군	3.50	323	39.05	19.05	65.25
담양군	1.33	423	33.14	18.56	70.22
곡성군	2.50	128	30.37	11.23	67.93
구례군	4.69	201	55.66	15.98	72.51
고흥군	0.85	205	26.44	12.19	72.26
보성군	1.86	126	27.25	12.55	71.75
화순군	0.95	566	30.16	21.8	63.22
장흥군	2.97	52	29.21	11.63	73.92
강진군	2.42	98	25.89	13.2	71.09

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
해남군	1.91	168	35.20	16.64	71.85
영암군	4.02	369	40.90	30.28	67.99
무안군	-1.04	396	29.03	17.67	73.53
함평군	0.10	649	42.59	19.74	69.58
영광군	-1.72	323	29.07	22.52	75.82
장성군	1.84	469	40.63	20.84	69.21
완도군	-0.62	404	23.57	12.36	72.45
진도군	1.92	284	32.25	10.38	72.81
신안군	3.21	178	22.18	10.19	77.16
군위군	0.31	379	38.76	12.69	65.06
의성군	1.90	225	39.36	15.76	73.38
청송군	3.78	127	39.22	10.66	68.23
영양군	2.51	194	26.29	8.1	68.10
영덕군	-0.58	254	30.42	14.6	71.48
청도군	-3.03	495	39.34	17.17	69.88
고령군	-0.16	531	38.53	26.05	59.50
성주군	6.20	102	39.29	18.92	64.34
칠곡군	0.96	223	50.44	49.29	64.70
예천군	0.66	297	30.49	12.98	69.45
봉화군	2.38	228	22.52	9.95	75.53
울진군	5.99	154	48.55	23.03	72.95
울릉군	6.91	354	33.62	8.53	59.52
의령군	2.84	827	39.91	10.24	63.75
함안군	1.63	371	50.87	32.53	70.74
창녕군	-2.77	521	39.63	22.93	74.64
고성군	0.31	210	37.17	19.84	71.35
남해군	1.42	229	34.28	15.17	75.17
하동군	4.41	148	34.60	20.4	74.09

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
산청군	9.04	240	44.34	14.61	71.80
함양군	5.25	80	35.59	13.12	75.24
거창군	1.82	349	36.57	17.08	68.41
합천군	5.08	106	43.55	13.36	71.96
북제주군	-6.41	676	34.27	34.26	74.50
남제주군	-8.71	763	27.19	27.47	67.61
수원시	2.92	192	83.01	137.51	70.11
성남시	5.23	199	83.73	151.82	69.45
의정부시	-14.02	438	66.29	89.76	73.90
안양시	5.61	71	88.21	119.57	73.04
부천시	1.22	134	70.57	112.34	53.79
광명시	0.42	80	64.46	79	66.16
평택시	-9.43	638	60.01	75.13	64.20
동두천시	-2.92	611	45.06	42.58	66.87
안산시	-0.22	145	82.07	145.45	67.22
고양시	17.22	88	81.85	156.13	71.03
과천시	8.73	17	96.09	267.66	60.66
구리시	-8.91	511	68.15	85.29	67.83
남양주시	0.70	238	66.09	68.58	77.37
오산시	-1.27	400	61.00	63.8	78.53
시흥시	-3.80	662	82.99	118.71	60.54
군포시	2.63	180	76.97	102.37	65.79
의왕시	-5.99	509	65.39	72.67	68.62
하남시	10.42	86	85.90	73.8	66.72
파주시	-1.96	275	45.16	64.62	74.27
이천시	1.74	422	55.99	82.32	72.18
용인시	5.77	135	85.90	166.96	68.11
안성시	-0.97	471	52.12	50.63	70.80

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
김포시	6.15	673	58.97	84.89	63.54
춘천시	-1.74	518	47.71	46.53	67.29
원주시	2.58	237	59.47	51.07	66.46
강릉시	-1.68	442	55.61	40.86	68.63
동해시	-8.17	627	54.15	40.58	71.45
태백시	2.88	485	50.52	19.68	66.95
속초시	0.07	602	52.96	49.86	74.15
삼척시	-0.96	348	34.41	18.8	74.69
청주시	6.57	210	76.48	95.14	63.79
충주시	-1.87	456	54.52	38.72	64.09
제천시	-0.53	400	37.81	27.83	70.69
천안시	2.13	129	60.46	70.43	66.31
공주시	1.68	178	41.22	26.79	63.33
보령시	1.03	501	44.26	26.54	64.91
아산시	-1.59	263	53.24	53.55	66.37
서산시	2.66	262	50.36	39.33	70.04
논산시	0.53	120	38.82	33.73	68.09
전주시	0.50	239	65.19	91.57	60.80
군산시	-1.80	518	50.70	49.06	62.45
익산시	3.28	282	51.58	45.72	72.40
정읍시	-1.24	441	35.87	23.85	65.54
남원시	-0.47	480	30.82	20.72	65.56
김제시	0.04	312	33.22	23.73	63.19
목포시	1.91	365	57.48	46.49	70.39
여주시	4.36	147	55.37	41.52	66.35
순천시	1.24	198	55.28	42.01	74.37
나주시	-3.00	616	37.34	22.63	65.27
광양시	3.60	410	59.41	56.23	65.80
포항시	-1.24	339	70.77	89.84	62.07

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
경주시	-1.16	364	54.16	52.6	63.81
김천시	1.05	244	47.86	32.62	73.45
안동시	1.58	210	41.44	25.17	72.26
구미시	-0.45	353	70.88	88.09	63.43
영주시	-0.96	322	36.97	27.6	69.57
영천시	-0.38	321	37.53	27.05	55.56
상주시	3.19	286	55.15	17.42	82.51
문경시	0.46	431	35.02	17.24	70.33
경산시	-3.76	395	47.97	64.54	70.96
창원시	3.60	64	73.09	148.06	77.69
마산시	5.08	180	73.94	95.26	57.75
진주시	-1.19	431	57.64	46.88	71.15
진해시	0.83	196	49.97	56.22	72.61
통영시	1.10	472	38.19	29.7	65.35
사천시	3.25	149	49.36	27.99	75.18
김해시	-20.96	907	57.05	65.41	80.06
밀양시	-3.09	452	38.71	33.9	77.99
거제시	3.85	190	51.76	47.78	69.85
양산시	3.69	411	76.95	89.32	66.96
제주시	-2.63	414	50.59	63.62	61.27
서귀포시	-7.07	790	34.47	42.54	68.03
종로구	2.48	21	61.48	72.09	45.91
중구	7.38	-	92.46	131.89	40.64
용산구	7.37	-	55.65	50.46	44.33
성동구	5.06	-	46.40	39.34	48.54
광진구	2.63	10	41.70	40.74	48.41
동대문구	5.01	-	38.64	34.75	49.09
중랑구	4.46	-	32.90	34.15	49.99
성북구	2.15	15	40.22	40.42	49.20

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
강북구	4.10	-	30.01	29.79	50.06
도봉구	5.64	1	44.48	29.89	49.52
노원구	7.92	-	43.67	37.34	56.82
은평구	5.35	-	43.19	33.62	29.18
서대문구	0.94	-	41.49	33.26	46.50
마포구	11.65	-	51.66	44.92	43.30
양천구	7.01	-	51.78	43.89	52.87
강서구	10.06	-	46.07	47.38	57.91
구로구	8.90	-	45.23	44.39	48.88
금천구	8.33	-	40.19	35.77	50.02
영등포구	3.76	-	71.90	79.45	49.14
동작구	8.31	-	50.01	40.23	46.79
관악구	5.42	3	37.93	37.26	50.41
서초구	7.74	-	89.59	103.05	52.30
강남구	10.58	-	90.77	162.45	48.15
송파구	8.71	2	74.08	85.24	43.83
강동구	4.67	4	46.13	42.34	46.38
부산중구	2.41	17	54.21	44.57	38.71
부산서구	0.64	30	34.48	21.13	61.57
부산동구	2.82	22	37.93	31.87	58.54
영도구	1.91	13	30.47	22.74	58.12
부산진구	3.09	12	57.77	52.76	58.847
동래구	3.08	8	53.50	41.94	56.47
부산남구	1.69	14	48.72	34.58	63.54
부산북구	4.03	9	40.23	24.65	65.54
해운대구	3.41	3	42.64	53.79	65.90
사하구	3.63	8	47.97	49.31	63.11
금정구	3.77	1	50.22	37.69	66.35
강서구	4.36	44	38.73	22.69	57.35

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
연제구	6.72	10	43.80	34.04	58.83
수영구	3.86	11	49.58	36.11	54.68
사상구	5.62	1	54.93	39.28	68.17
대구중구	2.26	45	51.64	38.11	57.87
대구동구	4.45	9	47.01	20.28	61.20
대구서구	0.23	63	47.51	22.57	58.53
대구남구	3.51	7	44.27	20.07	51.00
대구북구	5.38	8	44.47	25.79	64.04
수성구	2.23	7	46.41	29.82	58.45
달서구	5.10	-	54.76	34.13	63.92
인천중구	6.67	-	50.62	38.35	52.49
인천동구	4.61	-	22.54	24.21	76.56
인천남구	1.61	-	43.39	53.02	61.49
연수구	3.14	-	39.34	46.42	73.93
남동구	2.94	-	45.28	49.24	59.61
부평구	3.03	-	43.32	54.97	62.46
계양구	4.53	-	48.60	44.66	62.03
인천서구	5.84	-	57.91	73.56	57.61
광주동구	2.47	66	52.91	37.4	65.45
광주서구	3.22	11	44.41	39.37	72.63
광주북구	5.49	4	32.93	42.42	65.10
광산구	3.64	21	42.52	30.35	69.63
광주남구	4.46	27	34.98	24.42	68.13
대전동구	3.90	16	32.98	26.42	62.75
대전중구	3.29	12	42.92	37.05	54.80
대전서구	4.79	7	46.84	43.36	63.54
유성구	6.45	6	48.31	53.72	62.35
대덕구	4.96	18	43.39	40.41	62.77

(계속)

단 체	(수정)실질 수지비율	1인당 채 무	재 정 자립도	재정력 지 수	투자비 비 율
울산남구	4.38	-	59.23	48.14	56.08
울산북구	5.19	-	46.31	30.27	61.85
울산중구	9.39	-	37.08	27.93	55.49
울산동구	-	-	47.88	41.66	53.48
서울특별시	-3.89	108	88.70	133.61	49.85
부산광역시	-11.65	534	66.03	106.16	57.28
대구광역시	-24.78	518	67.96	99.22	63.45
인천광역시	-10.32	437	71.24	110.97	64.66
광주광역시	-7.14	631	64.09	81.98	57.10
대전광역시	-9.83	478	66.81	95.19	55.92
울산광역시	1.12	298	68.98	100.69	56.76
경기도	-2.42	52	62.59	132.32	72.91
강원도	-6.82	97	24.15	54.98	83.79
충청북도	-3.86	68	39.59	60.28	73.90
충청남도	-7.53	152	32.69	61.22	83.06
전라북도	-8.71	55	24.53	59.61	83.37
전라남도	-6.81	34	22.71	53.49	86.86
경상북도	-7.49	74	31.23	65.16	79.93
경상남도	-3.33	13	37.19	74.79	77.15
제주도	-21.33	401	33.03	55.75	72.99

<부록 2> 자치단체별 재무적 건전도 시뮬레이션 결과

단 체	재무적건전도	단 체	재무적건전도
기장군	870	금산군	800
달성군	870	연기군	830
강화군	880	부여군	810
용진군	840	서천군	760
울주군	840	청양군	780
양주군	830	홍성군	820
여주군	800	예산군	800
화성군	840	태안군	870
광주군	740	당진군	790
연천군	750	완주군	800
포천군	830	무주군	900
가평군	830	진안군	860
양평군	830	장수군	840
홍천군	810	임실군	860
횡성군	820	순창군	880
영월군	830	고창군	810
평창군	870	부안군	820
정선군	890	담양군	810
철원군	800	곡성군	880
화천군	860	구례군	870
양구군	860	고흥군	860
인제군	860	보성군	860
고성군	840	화순군	740
양양군	790	장흥군	860
청원군	850	강진군	860
보은군	780	해남군	820
옥천군	810	영암군	820
영동군	860	무안군	760
진천군	780	함평군	800
괴산군	830	영광군	790
음성군	790	장성군	820
단양군	830	완도군	770

(계속)

단 체	재무적건전도	단 체	재무적건전도
진도군	840	평택시	800
신안군	860	동두천시	710
군위군	800	안산시	870
의성군	790	고양시	890
청송군	860	과천시	890
영양군	840	구리시	750
영덕군	820	남양주시	830
청도군	840	오산시	840
고령군	770	시흥시	810
성주군	830	군포시	840
칠곡군	850	의왕시	800
예천군	810	하남시	890
봉화군	880	파주시	780
울진군	870	이천시	790
울릉군	860	용인시	890
의령군	780	안성시	710
함안군	830	김포시	740
창녕군	800	춘천시	730
고성군	810	원주시	800
남해군	790	강릉시	810
하동군	860	동해시	770
산청군	840	태백시	760
함양군	860	속초시	790
거창군	790	삼척시	820
합천군	890	청주시	850
북제주군	730	충주시	780
남제주군	720	제천시	790
수원시	830	천안시	830
성남시	820	공주시	840
의정부시	800	보령시	750
안양시	890	아산시	800
부천시	820	서산시	780
광명시	860	논산시	780

(계속)

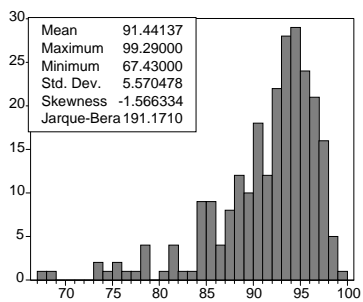
단 체	재무적건전도	단 체	재무적건전도
전주시	790	종로구	880
군산시	710	중구	890
익산시	810	용산구	890
정읍시	740	성동구	870
남원시	790	광진구	870
김제시	810	동대문구	880
목포시	830	중랑구	840
여주시	830	성북구	830
순천시	850	강북구	840
니주시	710	도봉구	890
광양시	830	노원구	870
포항시	790	은평구	870
경주시	780	서대문구	870
김천시	850	마포구	870
안동시	850	양천구	850
구미시	800	강서구	870
영주시	790	구로구	870
영천시	800	금천구	850
상주시	800	영등포구	880
문경시	830	동작구	890
경산시	770	관악구	780
창원시	880	서초구	850
마산시	840	강남구	870
진주시	760	송파구	840
진해시	870	강동구	850
통영시	720	부산중구	870
사천시	870	부산서구	860
김해시	790	부산동구	860
밀양시	790	영도구	840
거제시	830	부산진구	870
양산시	800	동래구	830
제주시	790	부산남구	870
서귀포시	690	부산북구	890

(계속)

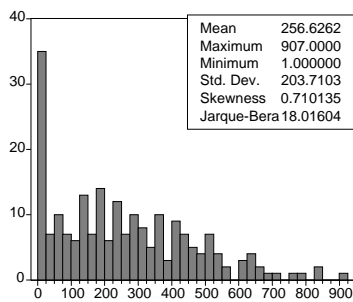
단 체	재무적건전도	단 체	재무적건전도
해운대구	850	광주남구	860
사하구	870	대전동구	840
금정구	870	대전중구	870
강서구	860	대전서구	850
연제구	870	유성구	850
수영구	870	대덕구	850
사상구	870	울산남구	870
대구중구	850	울산북구	870
대구동구	890	울산중구	880
대구서구	830	울산동구	910
대구남구	870	서울특별시	910
대구북구	870	부산광역시	690
수성구	850	대구광역시	680
달서구	870	인천광역시	770
인천중구	870	광주광역시	670
인천동구	840	대전광역시	740
인천남구	870	울산광역시	760
연수구	860	경기도	880
남동구	870	강원도	840
부평구	870	충청북도	840
계양구	870	충청남도	790
인천서구	830	전라북도	860
광주동구	850	전라남도	800
광주서구	890	경상북도	780
광주북구	860	경상남도	840
광산구	870	제주도	750

<부록 3> 신용평가관련 지표의 기초통계량

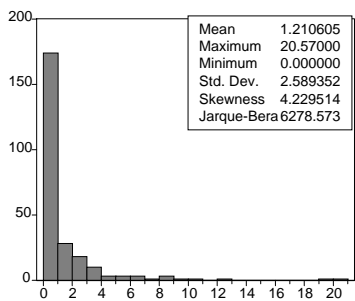
■ 세입·세출총당비율



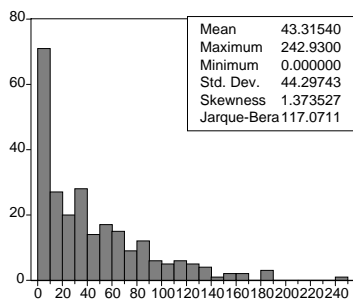
■ 1인당 채무액



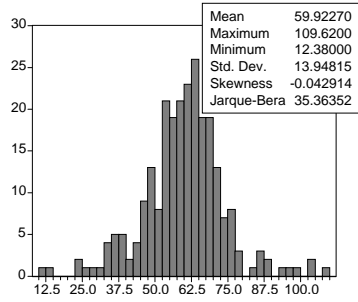
■ 1인당 채무부담능력



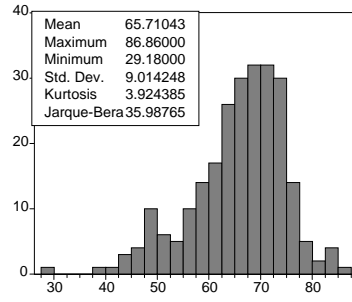
■ 지방채잔액지수



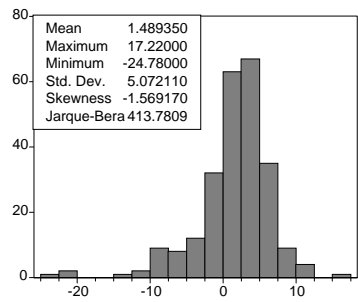
■ (수정)경상수지비율



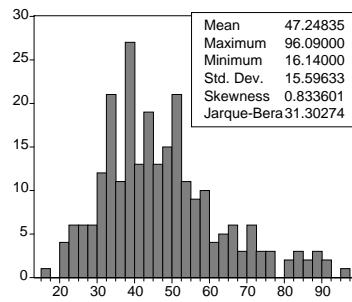
■ 투자비비율



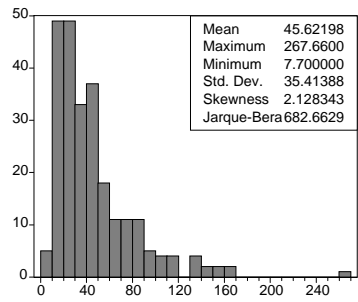
■ (수정)실질수지비율



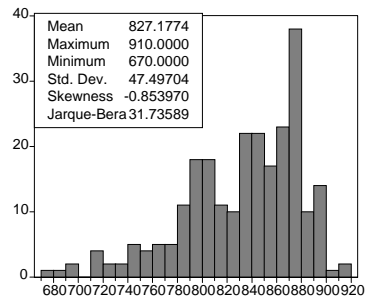
■ 재정자립도



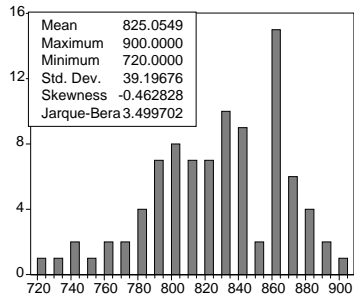
■ 재정력지수



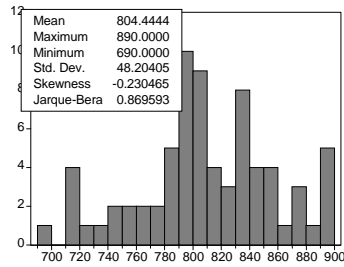
■ 종합점수(전국)



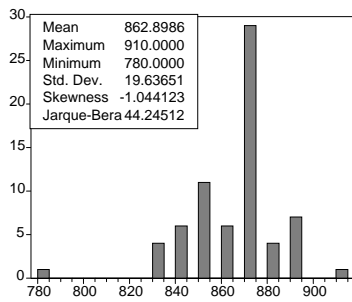
■ 종합점수(군)



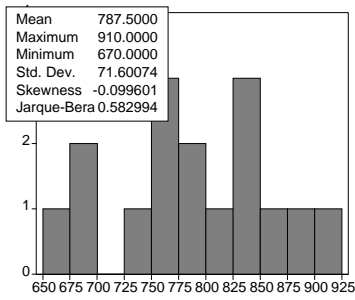
■ 종합점수(시)



■ 종합점수(자치구)



■ 종합점수(시도)



<부록 4> 국내의 지방채 신용평가사례

1. 한국산업은행

- ▶ 평가종류 : 회사채 본평정
- ▶ 평가일자 : 2001/04/04
- ▶ 평가등급 : AAA
- ▶ 종합평가의견
 - 동행은 기업의 신증설 및 생산성 향상을 위한 투자와 국민경제의 성장 및 산업의 발전을 촉진하기 위한 중요산업자금의 조달과 공급을 목적으로 한국산업은행법에 의거하여 정부의 전액 출자로 1954년 4월에 설립된 국책은행임.
 - 자금 조달과 운용의 특성을 보면, 국책은행으로서 산업 자본의 조달창구 역할을 수행해 왔던 동행은 조달자금 중 상당부분이 산업금융채권 및 외화차입금으로 구성되어 있으며, 상업적 동기보다는 국가 경제적 차원에서 효과적 자원 배분 및 원활한 자금 공급을 위한 목적으로 자금이 운용되고 있음. 한편 외화차입금의 상당부분이 ADB 전대차관과 IBRD 전대차관 등 후순위 차입금으로 구성된 정부차입금이며, 이들 차입금의 상당부분에 대한민국 정부가 지급보증을 제공하고 있는 바, 외화부채 비중이 다소 과다함에도 불구하고, 차입금 구조 및 질적 내용은 안정적인 것으로 판단됨.
 - 대규모의 부실채권 매각과 대손상각을 실시하여, 2000년 12월 말 기준 고정이하 여신이 전기말 대비 약 4조원 이상 감소되었던 바, 지표상 자산의 질은 개선되는 추세를 보였음. 그러나 동행은 회사채 시장의 위축

으로 인해 채권펀드 조성 참여 및 유동성 위험의 가능성이 있는 일부 업체들의 회사채 차환 발행 지원으로 이로 인해 다소 과다한 기존의 워크아웃여신과 더불어 향후 시장환경 변화에 따라 신용위험이 크게 증대할 가능성이 있음. 다만 상기 회사채 신속인수제도에 따른 신용위험의 상당부분이 신용보증기금 및 채권 은행들로 분산되어 이로 인한 부정적 요인이 다소 경감되었으며, 여신의 상당부분이 신용보증기금 및 채권 은행들로 분산되어 이로 인한 부정적 요인이 다소 경감되었으며, 여신의 상당부분이 상업적 기반보다는 산업 전반에 적절한 자금공급을 위한 정책성 자금으로서 운용되고 있는 현실과 국책은행으로서의 지위를 감안할 때, 부실자산에 대한 일정수준 이상의 위험보전 능력이 인정됨.

- 2000년 중 거액의 적자시현으로 인한 결손금 발생으로 9,600억의 무상감자를 실시하여 기말 BS 기준 자본금은 4.1조원이며 1,000억의 유상증자를 실시하였음에도 불구하고 기말 기준 BIS 자기자본비율은 전년 대비 크게 감소한 11.2% 내외로 추산됨. 그러나 동행은 국책은행으로서 산업은행법에 의하여 전액 대한민국 정부가 출자하도록 규정되어 있고, 결손금에 대한 정부의 보상이 명시되어 있어 향후 위험 발생가능성에 대한 동행의 자본 완충능력은 양호할 것으로 전망됨.
- 수익성은 국책은행으로서 정책상 지원 및 장기성 여신 제공으로 인해 다소 저조한 편이며, 특히 2000년 중에는 보수적인 충당금 적립에 따른 일부 충당금의 환입에도 불구하고, 대규모의 대출채권 매각손과 증시침체로 인해 정부의 공기업 민영화 방침과 관련된 투자기분 및 구조조정 기금 등을 중심으로 한 유가증권 관련 손실의 확대로 기중 상당 규모의 적자가 발생되었음. 또한 동행은 영리성 위주보다는 금융시장안정과 국가의 정책에 따른 산업자본의 공급 및 외국자본 조달의 통로로서 역할을 수행하고 있으며, 이로 인해 향후에도 동행의 수익성은 미진한 수준

에 머물 것으로 예상됨.

- 한편 동행은 향후 중간금융지주회사를 설립하여 지주회사 아래 증권, 보험 등 각 자회사들에게 민간자본 및 외자를 유치하여 상업적 기반으로 운용하고, 동행은 산업자금의 원활한 지원을 위한 국책은행으로서 본연의 역할을 다할 예정이나, 현시점에서 그 구체적 계획과 실행 가능성은 다소 불확실함.

▶ 종합 의견

- 동행은 산업자금의 공급 및 관리를 목적으로 설립된 국책은행기관으로서, 기존의 대규모 장기성 정책여신과 최근 채권펀드 조성 참여 및 회사채 차환 발행 지원 등을 통한 추가적인 신용공여 제공으로 인해 자산의 질 및 수익성이 다소 악화되었으나, 향후에도 정부의 강력한 직간접적인 지원이 지속될 것으로 예상됨에 따라, 동행의 적기 채무 상환 능력은 최고 수준인 것으로 판단됨. 따라서 동행이 발행할 산금 0104 할 3A 금융채권의 신용등급을 AAA(트리플 에이)로 평정함.

2. 서울특별시지하철공사

▶ 평가종류 : 회사채 정기평정

▶ 평가일자 : 2001/06/05

▶ 평가등급 : AA+

▶ 종합평가의견

- 70년 6월 서울특별시 지하철건설본부로 발족되어 81년 제정된 『서울특별시지하철공사조례(조례 제1533호)』에 따라 서울특별시 지하철의 건설

과 운영을 목적으로 81년 9월 설립되어 서울지하철 1~4호선을 운영중인 공기기업임.

- 74년 8월 1호선 개통 이후 78년 3월 2호선 착공, 80년 2월 3~4호선 건설에 착수하여 84년 5월 순환 2호선 개통(80년 10~84년 5월까지 5단계에 걸쳐 순차적으로 개통), 85년 10월 34호선을 개통하면서 서울지하철 1, 2, 3호선 및 4호선 건설을 완료하였고, 이후 2, 3, 4호선 지선 및 연장구간의 개통을 통해 운행거리를 확충하여 왔음.
- 동사는 지하철 운영이라는 공공성이 강한 업무를 수행중인 바, 정부의 물가정책 등에 의거 운임을 적정선까지 인상하지 못하는 영업상 한계를 지니고 있어 운송수입이 원가에 미달하는 가운데 초기 지하철건설과 관련된 거액의 자본투자에 따른 감가상각비와 누적차입금에 대한 금융비용 부담으로 매년 대규모 손실 시현이 불가피하고 특히 2000년에는 1,627억원에 달하는 퇴직급여충당금의 추가 설정으로 영업적자 규모가 크게 확대되면서 2000년말 기준 누적결손금이 3조 8,947억원에 이르고 있음.
- 이에 따라 설립이후 2000년말까지 총 3조 1,825억원(2000년 증자액 3,579억원)의 서울시 출자가 이루어졌음에도 불구하고 초기 거액의 부채인수에 따른 원리금 상환부담과 운영부문에서 발생하는 거액의 결손 및 자본적지출로 인한 자금소요 등으로 매년 자금부족액이 발생되어 차입금이 누적되는 결과를 초래함으로써 재무구조도 취약한 수준임.
- 향후에도 지하철운임의 현실화와 누적부채에 대한 근본적인 대책이 수립되지 않는 한 현재의 열악한 수익성 및 재무구조의 개선은 힘들 전망이나, 동사 운영노선에 대한 건설이 대부분 완료된 상태에서 연간 금융비용(건설부채 원금상환분 일부 포함) 및 시책사업비 수준의 서울시 출자는 지속될 것으로 보여 총차입금 규모는 점진적인 감소가 예상됨.

- 더불어 기존 차입금의 상환자금도 서울시의 출자, 대부, 보조금 및 차입에 대한 지급보증 등 다양한 조달원천을 통해 원활하게 조달 가능할 것으로 예상되어 자금흐름도 안정적인 수준을 유지할 것으로 판단됨.

▶ 종합 의견

- 동사는 영업상의 구조적 제약요인으로 인해 영업이익이 실현되지 못함에 따라 영업조정자금을 통한 만기도래 차입금의 상환능력은 취약한 수준이나, 2000년 기준 서울특별시도시철도공사와 더불어 서울시 교통수용의 35.5%를 분담하는 등 공공성이 매우 높고, 차입금의 대부분이 서울특별시의 명의로 조달되거나 지급보증 되어있어 실질적으로 동사 차입금의 적기 상환여부는 서울시의 재정상태에 근거한 지원여부로 판단됨.
- 더불어 지하철 건설 및 운영이 정부주도하에 이루어지는 공공사업으로서 향후에도 지하철부문에 대한 정부 및 지방자치단체의 지원체제는 더욱 강화될 것으로 전망되어 동사 차입금의 원리금 상환능력은 매우 우수한 수준으로 판단됨.
- 이에 따라 동사 기발행 제43회 서울시지하철공사채권의 신용등급을 AA+로 평가함.

3. 대구광역시지하철공사

- ▶ 평가종류 : 회사채 정기평정
- ▶ 평가일자 : 2001/06/05
- ▶ 평가등급 : AA-
- ▶ 종합평가의견

- 대구광역시지하철공사는 1995년 11월 지방공기업법과 대구광역시지하철공사설치조례(조례 제3019호)에 의거 대구광역시 지하철의 효율적 운영을 목적으로 설립된 지방공기업임. 동사는 97년 11월 26일 1호선 1단계 구간(진천~중앙로, 11.4km)을 개통하였으며, 이후 98년 5월 2일 2단계 구간(중앙로~안심, 16.2km)의 건설을 완료하면서 대구지하철 1호선 전구간(진천~안심, 24.6km)을 완전 개통하여 운영중에 있음.
- 대구광역시의 중장기 지하철건설 계획에 의하면 총 사업비 6조 8,719억원을 투입하여 3단계로 구분하여 1단계 노선인 1, 2호선을 비롯하여 3호선 칠곡~범물구간, 그리고 2단계 노선인 순환선, 3단계 노선인 3호선 지선(원대오거리~어린이회관), 5호선 서대구공단~봉무동, 5호선 지선(서부시장~성서공단), 6호선(파동~효목동) 등 6개노선(2개 지선)을 2002년까지 단계별로 건설할 계획임.
- 97년 11월 1호선 1구간 개통이후 2000년말까지 대구지하철 1호의 누적 수송실적은 수송인원 148,102천명, 운수수익 667억원이며 운행일수 기준 1일 평균 수송인원 및 운수수익은 각각 130,948명, 59백만원 수준으로 건설당시 예측치(1일 수송인원 671천명)에 크게 미달하고 있음. 이와 같은 수송실적 부진은 역세권의 개발부진과 단일노선 운영에 따른 여타 대중교통수단과의 연계성 부족으로 자체 수요창출에 한계가 있는데다 서울 등 여타 대도시에 비해 육상교통 여건이 상대적으로 양호한데 원인이 있는 것으로 분석됨.
- 동사의 적극적인 승객유치 노력과 1호선 연장구간의 단계적 개통에도 불구하고 1호선의 일평균 수송인원이 130~140천명 수준에서 고정화되는 모습을 보이고 있어 2호선 개통이 예정된 2005년까지 연간 수송인원 증가는 미미한 수준에 그칠 전망이나 지하철 운임인상 등으로 운송수익은 지속적인 증가가 가능할 전망이다.

- 수송실적 부진에다 개통초기 인건비, 감가상각비 등의 고정비부담이 매우 크고 정부의 공공요금 통제로 운임의 현실화가 어려워 운송수익이 수송원가에 크게 미달하는 구조적 문제점을 안고 있어 운영비(감가상각비 제외)와 금융비용에 대한 대구시 보조금의 영업외수익 계상에도 불구하고 매년 거액의 적자가 불가피한 실정임. 현재 대구시 교통여건과 단 일노선 운영에 따른 한계로 수송인원의 대폭적인 증가요인이 미미하고 지하철 운임의 현실화도 기대하기 어려워 향후에도 거액의 적자가 지속될 것으로 보이며, 특히 단기적으로는 대구시 재정여건 악화로 운영손실 등의 보전을 위한 보조금의 지원여부도 불투명하여 적자규모가 크게 확대될 것으로 전망됨.
- 취약한 수익구조로 영업활동현금창출능력은 극히 저조한 수준이나 지하철 운영손실 및 원리금상환에서 발생하는 자금소요액의 대부분을 대구시 보조금으로 조달하면서 차입규모가 감소하는 등 자금흐름은 안정적인 모습을 보였으나, 2001년에는 국비불균형분(778억원)에도 불구하고 대구시의 일시적인 재정지원 축소로 운영적자와 원리금상환 자금의 상당부분을 외부차입에 의존할 전망이다.

▶ 종합 의견

- 절대 수송인원이 미미하여 교통수요 분담률이 낮고 수익구조의 특성상 매년 거액의 적자가 불가피하여 영업조성자금을 통한 만기도래 차입금의 상환능력은 취약한 수준임. 그러나 차입금의 대부분이 대구시 명의로 조달되거나 지급보증 되어있어 실질적으로 동사 차입금의 적기 상환여부는 대구시의 재정상태에 근거한 지원여부로 판단되며, 특히 지하철의 높은 공공성으로 인해 정부 및 지방자치단체의 지원은 지속될 것으로 예상되어 본건 회사채를 포함한 동사 차입금의 원리금 상환능력은 매우

우수한 수준으로 분석됨.

- 이에 따라 동사 기발행 제1회 대구광역시지하철공사채권에 대한 신용등급을 AA-로 평가함.

<부록 5 > 총액한도지표 시뮬레이션 결과

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
기장군	-	0.02	0.08	0.07	0.06
달성군	-	0.01	0.01	0.03	0.04
강화군	-	0.00	0.00	0.00	0.00
용진군	-	0.00	0.00	0.00	0.00
울주군	-	0.00	0.00	0.00	0.00
양주군	6.38	0.12	0.13	0.30	0.29
여주군	11.70	0.16	0.17	0.47	0.45
화성군	6.32	0.16	0.15	0.40	0.32
광주군	15.66	0.26	0.31	0.55	0.68
연천군	35.97	0.27	0.27	1.33	0.94
포천군	5.80	0.09	0.09	0.25	0.24
가평군	12.98	0.12	0.11	0.40	0.31
양평군	19.02	0.20	0.18	0.79	0.48
홍천군	11.45	0.07	0.07	0.46	0.29
횡성군	9.78	0.06	0.06	0.27	0.23
영월군	5.35	0.05	0.05	0.32	0.25
평창군	14.65	0.09	0.09	0.40	0.29
정선군	10.58	0.05	0.04	0.36	0.12
철원군	19.25	0.11	0.11	0.67	0.48
화천군	7.03	0.04	0.04	0.23	0.19
양구군	15.42	0.05	0.06	0.26	0.24
인제군	6.27	0.03	0.03	0.17	0.11
고성군	5.85	0.04	0.04	0.17	0.15
양양군	13.42	0.06	0.07	0.23	0.39
청원군	1.43	0.02	0.02	0.07	0.07
보은군	16.15	0.08	0.06	0.58	0.19
옥천군	10.41	0.11	0.12	0.60	0.65
영동군	13.19	0.08	0.08	0.55	0.39
진천군	4.98	0.11	0.12	0.40	0.46
괴산군	5.55	0.03	0.03	0.23	0.14

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
음성군	16.09	0.30	0.31	1.16	1.12
단양군	5.18	0.07	0.07	0.37	0.34
금산군	12.97	0.10	0.10	0.61	0.43
연기군	13.15	0.14	0.20	0.35	0.60
부여군	13.10	0.11	0.11	0.43	0.37
서천군	8.65	0.13	0.15	0.68	0.95
청양군	15.13	0.06	0.06	0.29	0.29
홍성군	6.54	0.08	0.08	0.37	0.36
예산군	10.05	0.09	0.08	0.45	0.30
태안군	4.53	0.05	0.05	0.16	0.17
당진군	5.04	0.08	0.08	0.26	0.21
완주군	21.83	0.20	0.20	1.11	0.75
무주군	6.85	0.03	0.03	0.14	0.09
진안군	19.91	0.07	0.07	0.45	0.35
장수군	6.64	0.02	0.02	0.15	0.09
임실군	8.74	0.03	0.03	0.29	0.15
순창군	12.05	0.04	0.03	0.32	0.20
고창군	20.92	0.09	0.08	0.66	0.36
부안군	21.61	0.12	0.11	0.72	0.43
담양군	26.99	0.15	0.15	1.01	0.68
곡성군	7.02	0.03	0.03	0.30	0.21
구례군	13.49	0.05	0.05	0.30	0.15
고흥군	20.61	0.08	0.08	0.67	0.48
보성군	9.74	0.04	0.04	0.37	0.29
화순군	25.66	0.19	0.21	1.02	1.02
장흥군	4.39	0.02	0.02	0.17	0.11
강진군	5.74	0.03	0.03	0.29	0.20
해남군	10.76	0.07	0.06	0.52	0.29
영암군	19.03	0.13	0.13	0.61	0.49
무안군	29.00	0.16	0.16	1.17	0.76
함평군	53.06	0.21	0.18	1.33	0.60
영광군	7.90	0.10	0.14	0.36	0.79

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
장성군	24.60	0.16	0.14	0.98	0.54
완도군	32.31	0.14	0.14	1.07	0.83
진도군	23.56	0.08	0.08	0.58	0.36
신안군	23.43	0.04	0.04	0.43	0.22
군위군	20.95	0.10	0.09	0.96	0.46
의성군	16.21	0.08	0.07	0.65	0.33
청송군	9.78	0.03	0.03	0.29	0.15
영양군	17.45	0.04	0.04	0.56	0.27
영덕군	18.94	0.08	0.08	0.62	0.44
청도군	17.63	0.17	0.17	1.59	0.82
고령군	22.24	0.14	0.17	0.48	0.81
성주군	6.78	0.03	0.03	0.17	0.15
칠곡군	7.52	0.09	0.12	0.22	0.38
예천군	21.74	0.10	0.10	0.83	0.51
봉화군	11.55	0.06	0.06	0.66	0.35
울진군	3.77	0.05	0.05	0.24	0.18
울릉군	17.76	0.06	0.05	0.42	0.20
의령군	59.17	0.18	0.17	1.03	0.69
함안군	15.11	0.13	0.13	0.49	0.40
창녕군	31.96	0.19	0.19	0.88	0.78
고성군	6.92	0.08	0.07	0.48	0.30
남해군	21.49	0.09	0.09	0.70	0.44
하동군	6.28	0.05	0.05	0.30	0.20
산청군	13.75	0.06	0.05	0.32	0.22
함양군	6.30	0.02	0.02	0.17	0.08
거창군	20.24	0.12	0.12	0.73	0.53
합천군	7.94	0.03	0.03	0.14	0.11
북제주군	26.88	0.28	0.31	1.02	1.14
남제주군	36.67	0.30	0.32	1.46	1.42
수원시	3.86	0.13	0.17	0.24	0.34
성남시	3.42	0.15	0.18	0.26	0.35
의정부시	16.61	0.38	0.43	0.80	0.86

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
안양시	1.65	0.05	0.06	0.10	0.12
부천시	4.04	0.12	0.15	0.23	0.33
광명시	3.92	0.08	0.09	0.21	0.23
평택시	14.91	0.42	0.44	1.08	1.16
동두천시	25.81	0.25	0.27	0.69	0.67
안산시	3.31	0.11	0.12	0.22	0.23
고양시	2.99	0.06	0.08	0.10	0.12
과천시	0.15	0.00	0.01	0.00	0.01
구리시	15.05	0.37	0.44	0.73	0.92
남양주시	7.84	0.16	0.16	0.38	0.33
오산시	8.14	0.20	0.20	0.59	0.45
시흥시	21.02	0.46	0.54	0.82	0.99
군포시	5.34	0.17	0.20	0.33	0.40
의왕시	10.06	0.35	0.38	0.91	0.99
하남시	3.10	0.06	0.06	0.14	0.13
파주시	6.47	0.15	0.16	0.37	0.38
이천시	9.46	0.25	0.25	0.62	0.58
용인시	1.53	0.06	0.07	0.12	0.14
안성시	13.59	0.24	0.24	0.81	0.66
김포시	19.00	0.31	0.38	0.59	0.75
춘천시	10.37	0.26	0.27	0.94	0.96
원주시	6.42	0.13	0.14	0.41	0.40
강릉시	9.87	0.22	0.21	0.84	0.58
동해시	21.43	0.29	0.27	1.08	0.73
태백시	18.18	0.15	0.14	0.76	0.42
속초시	17.33	0.27	0.28	0.93	0.81
삼척시	12.11	0.11	0.11	0.63	0.43
청주시	4.34	0.16	0.18	0.35	0.37
충주시	17.42	0.22	0.22	0.83	0.65
제천시	15.59	0.17	0.18	0.87	0.67
천안시	2.54	0.07	0.09	0.17	0.27
공주시	6.88	0.07	0.08	0.25	0.33

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
보령시	16.59	0.20	0.20	0.98	0.74
아산시	6.65	0.13	0.13	0.45	0.46
서산시	7.53	0.11	0.11	0.47	0.41
논산시	8.26	0.08	0.08	0.41	0.31
전주시	5.22	0.19	0.25	0.39	0.61
군산시	15.26	0.27	0.29	0.96	1.04
익산시	10.72	0.18	0.18	0.69	0.59
정읍시	25.01	0.18	0.19	0.96	0.90
남원시	25.10	0.17	0.17	1.10	0.87
김제시	19.13	0.12	0.12	0.77	0.61
목포시	9.98	0.23	0.23	0.80	0.62
여주시	3.86	0.07	0.08	0.25	0.24
순천시	6.13	0.11	0.10	0.42	0.30
나주시	26.73	0.20	0.21	1.03	0.93
광양시	5.18	0.16	0.18	0.55	0.55
포항시	5.47	0.20	0.22	0.52	0.56
경주시	10.66	0.19	0.20	0.71	0.72
김천시	9.09	0.10	0.10	0.43	0.37
안동시	6.65	0.08	0.09	0.39	0.37
구미시	5.05	0.18	0.22	0.46	0.61
영주시	13.32	0.14	0.14	0.75	0.56
영천시	14.43	0.13	0.14	0.87	0.70
상주시	16.75	0.10	0.09	0.68	0.28
문경시	24.37	0.15	0.15	1.06	0.73
경산시	12.03	0.22	0.26	0.60	0.81
창원시	0.95	0.04	0.05	0.07	0.12
마산시	3.45	0.13	0.15	0.27	0.37
진주시	12.62	0.25	0.26	0.84	0.77
진해시	7.13	0.11	0.11	0.37	0.37
통영시	18.49	0.22	0.23	1.16	0.96
사천시	7.12	0.06	0.06	0.32	0.20
김해시	32.31	0.52	0.57	1.26	1.28

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
밀양시	21.11	0.20	0.19	0.95	0.71
거제시	4.23	0.09	0.10	0.33	0.28
양산시	6.86	0.26	0.27	0.62	0.60
제주시	7.31	0.22	0.26	0.67	0.79
서귀포시	21.00	0.29	0.31	1.04	1.06
종로구	0.04	0.01	0.01	0.04	0.10
중구	-	-	-	-	-
용산구	-	-	-	-	-
성동구	-	-	-	-	-
광진구	0.19	0.01	0.02	0.06	0.15
동대문구	-	-	-	-	-
중랑구	-	-	-	-	-
성북구	0.34	0.02	0.02	0.08	0.22
강북구	-	-	-	-	-
도봉구	0.06	0.00	0.00	0.01	0.02
노원구	-	-	-	-	-
은평구	-	-	-	-	-
서대문구	-	-	-	-	-
마포구	-	-	-	-	-
양천구	-	-	-	-	-
강서구	-	-	-	-	-
구로구	-	-	-	-	-
금천구	-	-	-	-	-
영등포구	-	-	-	-	-
동작구	-	-	-	-	-
관악구	0.10	0.00	0.01	0.02	0.05
서초구	-	-	-	-	-
강남구	-	-	-	-	-
송파구	0.02	0.00	0.00	0.01	0.02
강동구	0.11	0.01	0.01	0.03	0.07
부산중구	0.04	0.01	0.01	0.03	0.05
부산서구	0.74	0.04	0.04	0.19	0.19

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
부산동구	0.20	0.02	0.02	0.10	0.13
영도구	0.44	0.02	0.02	0.10	0.14
부산진구	0.18	0.02	0.02	0.07	0.07
동래구	0.16	0.02	0.02	0.06	0.06
부산남구	0.52	0.03	0.03	0.11	0.11
부산북구	0.48	0.02	0.02	0.09	0.10
해운대구	0.09	0.01	0.01	0.02	0.02
사하구	0.21	0.01	0.02	0.04	0.06
금정구	0.03	0.00	0.00	0.01	0.01
강서구	0.91	0.03	0.02	0.20	0.11
연제구	0.24	0.02	0.02	0.07	0.07
수영구	0.19	0.02	0.02	0.07	0.07
사상구	0.03	0.00	0.00	0.01	0.01
대구중구	0.19	0.03	0.03	0.14	0.10
대구동구	0.34	0.01	0.01	0.07	0.05
대구서구	1.79	0.10	0.09	0.56	0.41
대구남구	0.18	0.01	0.01	0.05	0.04
대구북구	0.23	0.01	0.01	0.07	0.05
수성구	0.12	0.01	0.01	0.06	0.06
달서구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
인천중구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
인천동구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
인천남구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
연수구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
남동구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
부평구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
계양구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
인천서구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
광주동구	0.46	0.05	0.05	0.23	0.19
광주서구	0.37	0.02	0.02	0.06	0.07
광주북구	0.12	0.01	0.01	0.02	0.03
광산구	0.79	0.03	0.03	0.13	0.11

(계속)

	1인당실질 채무부담	순채무비율 I	순채무부담 비율	순채무비율 II	순채무비율 III
광주남구	1.45	0.04	0.04	0.21	0.18
대전동구	0.55	0.02	0.02	0.09	0.11
대전중구	0.14	0.01	0.02	0.05	0.08
대전서구	0.23	0.02	0.02	0.05	0.06
유성구	0.07	0.01	0.01	0.02	0.02
대덕구	0.39	0.02	0.02	0.10	0.10
울산남구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
울산북구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
울산중구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
울산동구	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
서울특별시	0.96	0.04	0.04	0.12	0.15
부산광역시	10.97	0.24	0.29	0.70	1.04
대구광역시	11.35	0.25	0.25	0.85	0.82
인천광역시	11.05	0.21	0.23	0.69	0.80
광주광역시	16.29	0.24	0.28	0.70	0.91
대전광역시	9.76	0.22	0.24	0.73	0.91
울산광역시	4.88	0.15	0.19	0.40	0.47
경기도	1.26	0.02	0.02	0.05	0.06
강원도	2.84	0.03	0.03	0.12	0.09
충청북도	1.83	0.02	0.02	0.09	0.08
충청남도	4.69	0.05	0.05	0.18	0.19
전라북도	1.85	0.02	0.02	0.08	0.08
전라남도	1.19	0.01	0.01	0.05	0.04
경상북도	1.97	0.02	0.02	0.10	0.09
경상남도	0.35	0.00	0.00	0.02	0.02
제주도	9.44	0.12	0.13	0.45	0.45

<부록 6> 총액한도제 기준의 비교분석

여기서 최종목표 (x)는 재정위기 예방이며 정책수단 (I)은 지방채 발행인 경우를 상정한다. 이때 다음의 확률적 선형관계를 갖는다고 가정하면 다음과 같이 표기할 수 있다.

$$x_t = aI_t + u_t$$

여기서 x_t 와 x_t^* 는 t기에 최종목표의 실제치와 목표치이며 I_t 는 자치단체가 선택한 지방채 발행규모이며, u_t 는 다음의 성격을 갖는 확률변수 (multiplicative stochastic disturbance)이다. 이때, 최종목표는 재량적 정책판단 요소인 a 로부터 영향을 받으며 재량의 크기는 시간별로 일정하지 않으므로 a 는 확률변수로 간주한다. 따라서 지방채 발행이 재정위기 예방이란 최종목표에 미치는 영향도 시간별로 다른 충격을 주게 된다.

$$E(u) = \bar{u}, E(a) = \bar{a}, Var(u) = \sigma_u^2, Var(a) = \sigma_a^2, \rho = \frac{E(a, u)}{\sigma_a \sigma_u}$$

그러면 손실함수(loss function)는 다음의 형태를 보인다.

$$\begin{aligned} \text{Min } E(U) &= E[(x_t - x_t^*)^2] \\ \text{s.t } x_t &= a I_t + u_t \end{aligned}$$

상기 목적함수식과 제약식을 결합하여 최소화문제를 풀면,

$$\begin{aligned} E(u) &= E[(a I_t + u - x_t^*)^2] \\ &= \sigma_a^2 I_t^2 + \sigma_u^2 + 2\rho\sigma_a\sigma_u I_t + (\bar{a} I_t + \bar{u} - x_t^*)^2 \end{aligned}$$

$$\frac{\partial E(u)}{\partial I_t} = \frac{\bar{a}(x_t^* - \bar{u}) - \rho\sigma_a\sigma_u}{a^2 + \sigma_a^2} = 0$$

$$I_t^* = \frac{\bar{a}(x_t^* - \bar{u}) - \rho\sigma_a\sigma_u}{a^2 + \sigma_a^2} \dots\dots\dots(1)$$

식 (1)은 사회적 손실을 최소화하는 지방채 발행규모는 정책판단에 따라 결정된 발행물량의 분산에 의존한다는 것을 말해준다. 이것은 지방채를 재량적으로 발행하기 보다는 규범(rule)에 따라 체계적으로 발행하는 것이 사회적으로 효율적임을 나타낸다.

다음으로 최소화문제의 필요조건을 만족하려면 $(x_t^* - \bar{u}) = 0$ 이고 $\sigma_a\sigma_u = 0$ 혹은 σ_a 와 σ_u 가운데 하나가 0이어야 한다. 그런데 현실의 세계는 불확실한 세계이므로 $\sigma_a = \sigma_u \neq 0$ 로 보는게 타당하며 따라서 다음 관계가 성립한다.

$$\bar{a}(x_t^* - \bar{u}) - \rho\sigma_a\sigma_u = 0$$

$$x_t^* = \frac{(\rho \sigma_a \sigma_u)}{a} + \bar{u}$$

제약식을 전미분하여 증가율로 표기하면,

$$\Delta x_t = a \Delta I_t + \Delta u_t \dots\dots\dots(2)$$

상기 식은 매년도 채무부담(Δx_t)은 연간 채무발행액(ΔI_t)과 그동안의 차입으로 누적된 자치단체의 재정적 어려움(Δu_t)에 따라 결정된다는

것을 말해준다. 즉, 지금까지 차입한 채무로 인하여 발생한 상환부담의 크기에 따라 올해 발행한 채무가 재정위기에 미치는 영향은 달라진다.

그런데 연간 채무발행액이 잔액기준 총액한도가 아니라 매년도 총액한도에 따라 이루어진다면 채무액은 기하급수적으로 증가함으로써 재정위기에 미치는 영향력은 더욱 크게된다. 매년도 채무한도액 범위내에서 실제 발행액이 임의보행(random walk)과정을 따른다고 가정하면 식 (3) 과 같다. 여기서 ε_t 는 백색잡음(white noise)인 확률변수이다.

$$I_t = a I_{t-1} + \beta \varepsilon_t \dots\dots\dots(3)$$

식 (2)와 식 (3)을 통합하여 정리하면, 다음과 같이 채무발행액은 기하급수적으로 증가하면서 재정위기는 더욱 악화된다.

$$\Delta x_t = a \sum_{t=1}^{n-1} I_t + \left(\sum_{t=1}^{n-1} \varepsilon_t + \Delta u_t \right)$$

지방자치단체의 신용평가제도 도입방안

발행일 : 2001년 12월 29일

발행인 : 박 우 서

발행처 :

서울특별시 서초구 서초동 1552-13

Tel. 02)3488-7300

인쇄처 : 동 양 정 보 문 화 사

Tel. 02)2277-1645

E-mail:dongjb@hosanna.net

* 출처를 밝히는 한 자유로이 인용할 수는 있으나 무단전제나 복제는 금합니다.

ISBN 89-7865-242-5