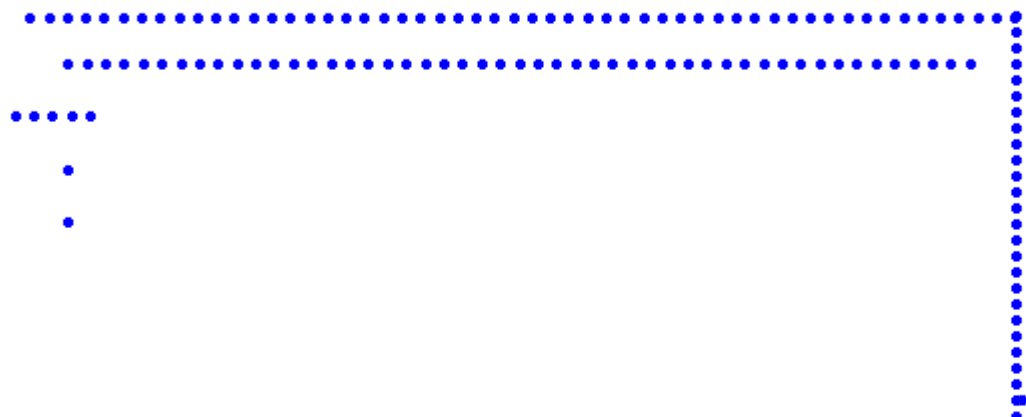


# 지방채시장의 재구축: 신용평가의 유용성과 한계

Building Municipal Borrowing Markets in Korea : The Usefulness  
and Constraints of Credit Rating System



- I. 서론
- II. 신용평가의 의의
- III. 지방채 신용평가시장의 실태
- IV. 신용평가제도의 한계와 도입방안 검토
- V. 결론

**한국지방행정연구원**

## **【Abstracts】**

The advantage of using municipal borrowing to finance infrastructure is increasing to policy makers in Korea. Some of policy makers have been making efforts to accelerate the development of municipal borrowing markets. These efforts use the strengths of the credit rating system in U.S. municipal borrowing markets. The purpose of this paper is to review municipal borrowing markets in Korea and to investigate the characteristics of U.S. credit rating system. In conclusion, it suggests that the usefulness of credit rating system in Korean municipal borrowing markets is not high. Korean municipal borrowing markets are not competitiveness, credit rating's signal effect, and institutional system of prevention against moral hazard.

## I. 서론

지방채<sup>0</sup>는 지방분권화 논의에서 가장 논란이 많은 이슈 가운데 하나이다. 실제적으로도 시장규율에 의존하는 형태에서 직접통제방식에 이르기까지 다양한 관리방식을 채택하고 있다. 지방채 관리방식이 다양한 스펙트럼을 형성하는 이유는 헌법정신, 정치적·행정적 통제 수준, 재정규율, 재정적·거시적 불균형, 금융시장의 발전단계 등 환경적 요인이 작용한데 있다(Ter-Minassian and Craig 1997). 동시에 전통적인 재정연방주의가 주창한 지방분권화의 논리, 즉 거시적 안정성, 지역간 형평성, 자원배분의 효율성이 과거와 같이 신뢰를 받지 못한다는 점도 지방채의 논란에 일조하고 있다<sup>1)</sup>.

이와 관련하여 조기현(2001)은 실증적으로 재정분권화와 지방채 관리방식간에는 인과관계가 존재하며 우리의 재정분권구조로 미루어 볼 때 지방채시장은 규범적(rule-based) 관리방식으로의 전환이 바람직할 수 있음을 보인다. 그러나 규범적 관리방식에도 다양한 형태가 존재한다. 총액한도제가 있는가 하면 특정 발행기준을 요구할 수도 있다. 아니면 지방의회와 주민투표의 승인요건을 강화하거나 지방채시장의 신뢰, 예컨대 일정 수준 이상의 등급을 요구하는 신용평가제도도 상정해 볼 수 있다.

본고는 이 가운데 신용평가제도의 도입가능성을 논의하려 한다. 신용평가 도입론은 일단의 전문가그룹과 자치단체에서 지속적으로 제기한 이슈이다. 도입론자들은 기본적으로 중앙정부가 기채승인권을 보유한다는 사실에 부정적이며 시장원리에 입각한 간접규제를 선호한다. 그러나 이들이 내세우는 논거는 미국의 사례와 원칙론에 입각한 당위론적 수준에 머물러 있다. 신용평가제도를 도입한다는 것은 정부의 감독기능이 민간의 신용평가기관으로 대체된다는 의미이다. 모두에서 언급하였지만 지방채 관리방식은 스펙트럼이 극단적일 정도로 다양하며 이는 일국의 정치적·재정적·사회문화적 산물인데서 비롯한다. 때문에 신용평가제도의 도입론은 실천적 관점에서 현실성을 확보하는 것이 무엇보다 중요하다.

본 연구는 바로 신용평가제도의 도입론을 비교분석학적 시각에서 접근함으로써 현실성을 확보하기 위한 예비연구의 성격을 갖는다. 즉, 신용평가제도의 도입전략을 구체적으로 제시하기 보다는 신용평가의 최근 동향과 유용성에 대한 연구들을 정리함으로써 정책적 시사점을 도출하는 수준에서 그치고자 한다. 본고의 구성체계는 다음과 같다. 신용평가제도에 대한 국내연구가 미진하다는 점을 감안하여 II장에서는 신용평가의 의의 및 유용성을 검토하며, III장에서는 세계적 신용평가기관이 적용하는 지방채 평가기준과 방법, 국내 신용평가시장의 현황을 소개한다. IV장에서는 국제결제은행(BIS; Bank of International Settlements)의 최저자기자본규제(안)과 신용평가제도에 대한 비판적 연구성과들을 정리하면서 정책적 시사점을 도출한다.

## II. 신용평가의 의의

0 자치단체에 대한 신용공여는 크게 대출(municipal loan)과 지방채(municipal bond) 발행이라는 두가지 방식으로 이루어진다. 이들은 발행수단과 시장에서 큰 차이를 보이지만 신용위험을 평가하는 절차는 동일하므로 특별한 언급이 없는한 지방채는 양자를 포괄하는 개념으로 이해하기 바란다.

1 분권화와 지방채 관리방식의 관계에 대해서는 Litvack, Ahmad, and Bird(2000)를, 각국의 기채통제방식에 대한 상세한 설명은 Ter-Minassian and Craig(1997)를 참조하라.

## 1. 신용평가의 개념

교환경제에서 재화와 용역의 급부가 이루어지면 이에 대한 반대급부가 동시에 이루어지는 것이 아니라 시간적 간격을 두고 행하여질 때 이를 신용(credit)이라 한다(Hicks, 1946). 재화와 용역의 거래가 시차를 두고 이루어진다는 것은 쌍방간에 거래약속을 요구하며 이 약속을 어느정도 충족시킬 수 있는가? 다시 말하면 거래약속에 대한 믿음 내지는 신뢰가 바로 신용이다. 당연히 신용은 상대방에 대한 정보를 필요로 하며 바로 이 점이 정보를 요구하지 않으면서 지급결제수단으로서 기능하는 화폐와 다른 점이다(Ostroy, 1973)<sup>2)</sup>.

신용평가는 바로 이러한 신용을 제공할 때 차입자가 약정기간 이내에 차입조건을 완전하게 상환하려는 차입자의 능력과 의지(ability and willingness)를 상대평가하는 일련의 절차를 지칭한다. 그리고 이 상대적인 신용위험(credit risk)을 측정하여 일정한 부호체계로 나타낸 것이 신용등급이다<sup>3)</sup>. 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 자본소통은 현금흐름의 하위개념으로 기능하며 이런 의미에서 자산-부채의 조화가 무엇보다 중요하다. 상환의지는 비계량적 요소가 중요하게 작용하며 채무에 대한 경영자의 인식수준, 실무자의 관리능력 등이 복합적으로 영향을 미친다. 상환의지는 유동성 확보를 위한 자구노력으로 투영되며 상환의지가 강할수록 유동성은 증가하고 이는 채무불이행 가능성을 저하시키므로 신용평가기관은 중요한 평가항목으로 인식한다.

다음으로 신용위험은 채무불이행 또는 신용등급의 악화 등으로 변제 의무를 이행하지 못함으로써 신용공여자가 부담하는 경제적 손실을 의미한다. 금융시장에서는 다양한 형태의 위험이 존재하므로 일의적으로 구분하기는 어렵지만 미국의 통화감독청(office of the comptroller of the currency)은 신용위험, 가격변동위험, 이자율위험, 유동성위험으로 구분한다<sup>4)</sup>. 신용평가는 이처럼 다양한 위험들 가운데 신용위험만을 대상으로 위험의 정도를 평가한다.

상대적이란 표현은 평가방법과 결과를 획일적으로 적용하지 않고 차입자의 유형에 따라 구분하여 신용위험의 정도를 서열화한다는 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 분리하는데 통상 기업, 정부, 금융기관, 금융상품 등으로 구분한 후 카테고리별로 신용위험의 순위를 매기고

2 화폐와 신용의 차이에 대해서는 다양한 견해가 제기된다. Gurlly 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 이 정의는 Moody's나 S&P 등 대부분의 신용평가기관이 받아들이고 있다.

4 가격변동위험(price change risk)은 기초적인 시장가격(주식, 이자율, 환율 등)의 예상치 못한 변동으로 파생상품의 모지션값이 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 금융시장에서는 환율변동에 따른 외환위험(foreign exchange risk), 내부통제시스템의 결함으로 발생하는 운영위험(operational risk), 여론악화로 경제적 손실이 발생하는 평판위험(reputation risk) 등이 존재한다.

특정의 부호체계로 나타낸 신용등급과 신용위험의 순위를 연결시키는 방식을 취한다. 신용등급은 신용의 질(credit quality)을 비교하는 부호체계를 통하여 자본시장 참여자에게 정보를 제공하는 수단인데, 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 손실률의 함수라는 점은 다음과 같은 간단한 식으로부터 쉽게 이해할 수 있다. 일반적으로 채권의 만기수익률을 결정하는 요인은 실질이자율, 인플레이션률, 채권의 만기, 채권 자체에 대한 보상의 네 가지로 집약된다. 실질이자율과 인플레이션률은 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 약속수익률( )과 그 채권과 동일한 만기를 갖는 무위험채권의 수익률( )과의 차로 나타낼 수 있다.

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

이제 다른 조건이 동일하고 발행기관의 신용위험이 변화된다면 이는 채무불이행 위험에 대한 프리미엄을 통하여 수익률차를 변화시키고 채권가격에 영향을 미치게 된다. 채무불이행 위험에 대한 프리미엄은 다음 식에 의하여 결정된다.

상기 식에 의하면 채무불이행 프리미엄은 약속수익률에서 기대수익률 을 차감하여 결정된다. 기대수익률은 무위험이자율 와 유동성 프리미엄 의 합이다. 는 채무불이행에 대한 손실률이고 는 채무불이행 확률이다. 따라서 채무불이행 위험에 대한 프리미엄은 채무불이행 확률과 이에 따른 손실에 의해 결정된다. 신용평가는 바로 이 채무불이행 가능성과 손실률을 측정하는 것이다.

다음은 Moody's의 신용등급이 채무불이행 가능성과 어떤 관계를 맺으면서 형성하는지를 잘 보여준다. 최상위인 Aaa등급은 발행후 20년 동안 채무불이행 가능성이 2.2%에 불과하

지만 투기등급인 B등급은 무려 50% 이상이 변제약속을 지키지 못했음을 알 수 있다. 전반적으로 Baa이상의 투자등급은 발행 후 20년 동안 6.5%가 채무조건을 이행하지 못했으나 투기등급은 7배가 넘는 43%에 달한다. 이처럼 신용등급은 채무불이행 가능성을 일정한 부호로 나타내는 수단이다.

〈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)

## 2. 신용평가의 기능:유용성

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<sup>6)</sup>. 당초 Moody는 250여개 철도관련 채권을 대상으로 신용등급을 판정했으나 1914년에는 회사채와 공공기관 채권까지 확대하고 1918년에는 지방채에 대해서도 신용평가 업무를 개시하기에 이르렀다. 그러나 초기만 해도 채무수단이 단순하고 위험관리의 인식수준이 낮아 신용평가산업의 위상은 미미하였다. 그러나 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). 이처럼 당초에 지녔던 신용평가의 기능은 신용위험과 관련한 신호를 제공하여 신용시장에 내재하는 정보의 비대칭성과 불확실성을 제거하는데 있었다. 오늘에도 이 기능은 여전히 유효한데, 최근 BIS(2000)는 금융감독의 핵심기관으로서 신용평가기관의 위치를 정립하면서 정보의 비대칭성, 대출자간의 중복적인 정보수집비용을 제거하고 정보수집의 단위비용을 절감시킨다는 점을 강조한바 있다. 사실 금융이론에서는 오래전부터 정보의 대칭성이 중요하다는 연구가 지속적으로 이루어져 왔다<sup>6)</sup>. 특히, Jaffee and Russel(1976)와

6) 19세기 초의 미국은 대규모 공공투자를 요구하는 전국조기로 주정부 원로 팔팔한 사회간접사업이 추진되었으며 그 핵심은 철도건설이었다. 물론 그 부작용으로 1840년대에 9개 주정부가 파산하기도 했으나 급격한 도시화로 자치단체가 그 역할을 대행함으로써 유럽에 비하여 일찍이 국채, 지방채를 중심으로하는 채권시장이 성장함으로써 신용평가기관이 탄생하는 토대를 마련하였다. 미국에서 독자적인 신용평가체도가 생성할 수 있었던 배경에는 이미 신용정보기관(credit reporting agency), 금융전문신문, 투자은행 3대 요소가 갖춰져 있었다는 점도 주목할 필요가 있다. 1841년 Lewis Tappan이라는 모욕상이 거래업체의 신용도를 개인적으로 관리하다가 상업적 목적으로 활용하고자 Dun and Company를 설립하면서 출판한 신용정보기관은 1857년 Bradstreet가 세계 최초의 신용등급 책자를 발간하기에 이른다. 이들은 1933년 Dun and Bradstreet로 합병하면서 Moody's와 관등을 맺는다. 한편, 철도사업과 관련한 각종 투자정보 제공을 목적으로 한 전문지들 1849년에 Poor가 창간하는데, 이것이 지금의 S&P의 모태이다. 신용평가기관의 역사적 성장배경과 과정에 대해서는 Sylla(2001)를 참조하라.

Stiglitz and Weiss(1981)는 차입자와 대출자간의 비대칭적 정보가 역선택(adverse selection)과 도덕적 해이(moral hazard)를 초래하고 이것이 대출가격, 즉 이자율의 자동 조절기능을 저해함으로써 결과적으로는 신용할당(credit rationing)이 발생한다는 점을 지적했다. 물론 자금공여자가 직접 정보를 수집할 수도 있지만 정보수집 범위의 한계, 비용상의 문제를 피하기 어렵다.

결국 신용평가의 의의는 차입자에 대한 신용정보를 객관적인 위치에서 정확하게 전달하여 자금의 효율적 배분에 기여하는데 있음을 알 수 있다. 의문의 여지없이 효율성의 출발점은 정보이다. 정보가 있는 투자자는 동일한 신용등급을 접하고도 훨씬 더 효율적으로 신용위험을 관리할 수 있다. 이를 위해서는 무엇보다 금융시장의 가격인 이자율이 각종의 위험을 반영하여야 한다. 가격차별화는 고전적인 의미에서 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 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 통제범위를 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 편익이 돌아가는 공공재적 성격을 강하게 내포하게 된다.

먼저 투자자의 입장에서는 첫째, 미래에 발생 가능한 손실로부터 외부 정보이용자들을 보호하는데 있다. 즉, 투자자들에게 발행자에 대한 신용위험 가이드라인을 제공하여 투자결정에 유용한 정보를 제공하고, 포트폴리오 적정성 내지 수정방향을 결정하는데 도움을 준다. 둘째, 불확실성을 감소시킨다. 불확실성의 감소는 투자자의 신뢰성을 증대시킴으로써 시장의 효율성과 유동성을 제고한다. 셋째, 투자자의 시계(investment horizon)을 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). 넷째, 정보수집비용을 절감할 수 있다. 투자자가 투자대상을 물색하는데 필요한 시간적·금전적 비용을 적게 투입하고도 동질·동량의 정보를 획득할 수 있다. 정보수집비용은 완전자본시장의 필요조건이라는 점에서 중요하다. 다섯째, 국제적인 투자의 경우 기관투자자라 해도 국가간의 회계제도, 공시정보, 법제도 등의 차이로 독자적인 신용평가가 용이하지 않은데, 이때 신용평가제도를 통하여 국제자본시장의 참여가 활발해진다.

발행자의 입장에서는 첫째, 국제자본시장에서 인지도가 낮은 발행자는 신용평가를 토대로 신뢰성을 확보하고 자본조달기회를 확대시킬 수 있게 된다. 둘째, 자본시장에의 접근이 용이해질수록 양호한 조건으로 차입이 가능해지는 자금조달의 신속성(financing flexibility)을 제고한다. 셋째, 신용등급은 그 자체가 시장의 평가로 받아들여지며 운영·관리의 성과가 바로 등급조정으로 나타나기 때문에 경영의 건전성을 유지하는데 기여한다. 넷째, 국제자

6 대표적으로 Akerlof(1970)를 들 수 있다.

본시장에 진출하지 않는다 해도 높은 신용등급을 획득하면 투자자의 신뢰 확보, 홍보, 협상력 제고, 담보의 필요성 제거, 산하기관의 차입능력 제고 등의 효과를 거둘 수 있다(Eddy and Fred, 2000).

금융시장 측면에서는 첫째, 신용정보를 시장에 제공함으로써 투명성과 중개기능을 제고하여 자금의 효율적 배분에 기여한다. 둘째, 신용위험에 대한 불확실성을 제거하여 직접금융 시장으로의 자금유입을 촉진하고 발행자의 자금조달의 기회를 확대한다. 셋째, 공개된 정보의 신뢰도를 기반으로 소문 등으로 발생하는 불필요한 혼란을 예방함으로써 시장의 안정을 도모할 수 있다. 넷째, 신용등급의 신속한 조정과 공시로 투자자의 손실을 최소화하고 문제가 된 발행자가 시장규율기능을 통하여 자연스럽게 퇴출될 수 있도록 유도한다.

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

### Ⅲ. 지방채 신용평가시장의 실태

#### 1. 기본적인 현황

신용평가의 평가대상은 평가기관에 따라 다소 상이하지만 대체로 기업, 은행, 보험회사, 미국의 공공재정, 미국이외 국가의 재정, 복합금융상품(structured finance)으로 구분하고 있다. 다만, S&P만은 미국이외 국가의 재정을 중앙정부(sovereign)와 준정부(sub-sovereign)로 분리하여 지방채를 중시하는 경향을 보인다. 미국의 지방재정은 우리의 분석대상인 지방채를 지칭하므로 결국 세계적 신용평가기관들은 미국내 지방채와 미국이외 지방채로 구분하여 별도로 평가한다고 볼 수 있다<sup>7)</sup>.

미국의 지방채는 일반보증채(general obligation bond)와 수익채(revenue bond)로 재구분하여 평가하며 수익채는 병원, 주택, 전력, 상하수도, 공항, 항만, 자원재생, 도로, 관광 등의 수익사업이 그 대상이다. 상환재원이 조세수입인 일반보증채와 과세력이 담보되지 않은 수익채는 본질적으로 다른 차원에서 접근해야 하므로 독립적으로 평가하는 것이다<sup>8)</sup>. 반면에 미국 이외의 지방채는 평가경험의 축적이 미흡하여 일반보증채와 수익채를 구분하지 않는다. 그렇다면 무엇을 기준으로 평가하는가? 바로 이 부분에서 신용평가기관들은 어려움에 직면한다.

앞에서 언급한대로 지방채 역시 상환재원의 안정적인 확보능력이 핵심적인 위치에 있다. 문제는 민간부문과 달리 지방채의 상환재원은 공권력에 의존하며 공권력은 다시 공공재정 일반으로부터 규정된다는 사실이다. 그리고 공공재정은 국가마다 독특한 제도적·경제적·사

7 그 이유는 두가지 이유로 설명할 수 있다. 첫째, Moody's가 1918년 최초로 미국내 지방채를 분석하였지만 다른 국가의 지방채는 1990년대 들어와 미로서 평가대상에 권입됨으로써 평가경험상의 차이가 존재하며 둘째, 지방채 평가법이 미국의 지방재정을 근간으로 발전하였기 때문에 지방자치, 재정제도 등 제도적·사회적·경제적 여건이 다양한 세계 각국의 지방채를 동일선상에 놓고 비교평가하기가 어렵기 때문이다.

8 역사적으로 다양한 형태의 수익채를 발행하였고 발행량에서도 중요한 위치를 점한다는 점도 분리평가의 근거이다.



회문화적 여건에서 파생하며 이로부터 상환재원의 안정성은 결정된다. 신용평가기관은 이와 관련하여 최우선적으로 외화표시채권에 적용하는 국가신용등급 상한제(sovereign ceiling)로 판단한다<sup>9)</sup>. 그 이유는 중앙정부만이 발권력과 과세력을 토대로 자국내 외화자산의 유동화 능력이 가장 우수할 뿐 아니라 자치권을 제한할 수 있고 자치단체의 상환능력이 거시경제적 환경으로부터 민감한 영향을 받는다고 믿기 때문이다(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 수익채 기반이 저조하며 과세체계도 현저한 차이를 보인다. 때문에 신용평가기관들은 중앙-지방간 재정관계에 일차적인 잣대를 대며 세부적으로는 지방재정조정제도의 수준, 기채승인제도의 존재 여부, 지방자치법을 중심으로 한 법적 체계의 안정성을 중점적으로 검토한다. 이 세가지 요소로부터 신용의 질이 결정적인 영향을 받는다고 해석하는 것이다<sup>10)</sup>. 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, Fitch IBCA는 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. 그러나 예외적으로 신흥국가(emerging market)의 자치단체는 제도적 요인이 급변하거나 부실한 자료를 제출하는 경향이 현저하게 나타나므로 법적 체계의 변화, 우발채무, 지방공기업의 실패, 정부간 재정관계, 통계자료의 신뢰성, 사회간접자본의 수요와 관리능력 등을 특별히 중시한다(Eddy and Fred 2000).

지금까지 우리는 신용평가기관들이 동원하는 지방채 신용평가방법의 공통적인 사항들을 살펴보았다. 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 분명하다<sup>11)</sup>. 무엇보다 예산운영의 성과를 중요한 평가항목으로 설정하고 있다. 반대로 최근 5년 동안 2개년도 이상 예산적자가 발생했거나 과도한 단기채 의존도, 채무규모의 과중, 채무불이행 경험, 예산관리 능력이 미흡하면 우수한 신용등급을 받기가 어렵다.

이하에서는 신용평가기관별로 구체적인 지방채 평가방법을 기술하기로 한다.

- 
- 9 특정 국가의 주권이 미치는 범위내에 있는 자주가 부채중립을 발행할 때 가장 높이 받을 수 있는 신용등급은 해당 국가에서 외환위험이 가장 낮은 발행자의 신용등급으로 부여한다는 원칙을 국가신용등급상한제라 한다 (Truglia, 1999). 간단하게 말해서 미국 이외의 발행자는 모국이 받은 신용등급 이상으로 신용등급을 받을 수 없다는 원칙이다. 자국통화표시 지방채는 국가신용등급 상한제를 명시적으로 적용하지 않지만 사실상 이 원칙을 준용하고 있다.
  - 10 엄밀한 의미에서 신용평가는 대상채원에 한정하지만 국가신용등급상한제와 함께 국가원 제도적·경제적 특수요인을 반영하므로 발행주체인 자치단체의 신용등급까지 포괄하는 의미를 강하게 내포한다.
  - 11 신용평가기관들은 1970년대 뉴욕시의 재정위기를 시작으로 최근에는 오렌지 카운티의 흑산신체에 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, 미합리적 인 재계관리, 내부통제의 결여가 근본적인 원인이라는 점을 인식하였다.

## 2. 주요 신용평가기관의 지방채 신용평가방법

### 가. Moody's

무디스는 미국을 제외한 22개국 95개 자치단체의 신용을 평가하고 있는바, 이는 최근 5년 동안 70% 증가한 수치이다. 무디스가 평가하는 자치단체의 50%는 유럽권으로 단일통화시장의 탄생으로 국제자본시장 진출이 활발해지는 현실을 반영하고 있다<sup>12)</sup>. 신용등급은 평가대상 자치단체의 75%가 A등급 이상이다. 이는 유럽권 자치단체가 과반수를 점유하고 있고 개도국의 자치단체도 일정 요건을 충족한 상태에서 국제자본시장에 진출하기 때문으로 추측된다.

---

12 그러나 개계 책임성과 분권화 수준이 높은 독일, 프랑스, 스페인을 제외하면 대단히 저조하다.

〈표 III-1〉 지방채 신용등급 분포 현황

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

자료 : Yves, Traglia and Samuel(1998)

무디스는 지방채 신용등급 결정시 5가지 요소 - 경제적 기반, 예산운영성과, 채무현황, 제도적 요인, 정부구조 및 정치적 요인 - 를 반영한다. 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)<sup>13)</sup>에 더 많은 가중치를 부여한다(Watson etc. 2000).

먼저 자치단체 신용도에 영향을 주는 국가 전체의 제도적 요인을 분석한다. 이때 자치단체 활동에 대한 중앙정부의 감독범위가 중요하다. 엄격한 예산준칙, 채무감독, 과세권에 대한 승인 등이 영향력을 행사하며 이들에 대한 통제권을 중앙정부가 보유하면 채무위기의 잠재성을 감소시키는 것으로 간주하여 신용도에 긍정적인 효과를 미친다.

일단 제도적 요인에 대한 분석을 완료하면 다음 단계에서는 자치단체에 내재하는 본질적인 특성을 분석한다. 무디스는 본질적 특성 중에서 경제적 기반을 우선적으로 중시한다. 경제적 기반 및 다양성, 그리고 주요 산업의 경쟁력을 평가하며 특히, 현재의 경제적 기반이 미래에도 지속될지 여부를 분석한다. 단기적으로는 노동공급, 노동력의 질, 빈곤구조 및 연령 구조에 영향을 주는 지리적(지정학적) 여건 등 노동시장 및 인구통계학적 특성도 중시한다.

13 신용등급 하락으로 인하여 채무불이행의 가능성이 증가하는 위험을 말한다.

〈표 III-2〉 Moody's의 장기 지방채 평가

구 분	평가요소	평가항목
경제적 기반	인구통계 소득수준 주택사정 주요 납세자 정보 주요 고용자 정보 노동시장의 성격	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	부채내용 상환재원 조달 채무관리의 적절성	부채총액, 부채의 종류, 상환일정 등 지역인구, 과세기반, 개인소득, 해당 지역 과세자산의 추정 시가 평가액 과세기반의 성장전망에 대한 상황을, 장단기부채비율
예산운영성과	재정관리능력 재정정책의 성격 재정의 유연성	세입과 세출의 균형, 결산과 예산의 격차 적정 지불능력의 유지 보수적 또는 팽창적 잉여자금 축적정도(통상 예산총액의 5% 정도)
제도적 요인	자치단체 구조분석 지방세계 법적 규제	권한의 집중 또는 분산, 예산에 대한 권한 및 책임소재, 정책의 일관성 및 연속성 유무 자산의 가치평가액 또는 세율의 변경, 징수된 세금의 비율, 신탁 증서, 관련법령, 조례 등 자금이동에 관한 조항, 향후 채권발행을 규정하는 추가채무기준, 필요준비금, 수수료·사용료 조항 등

지방재정을 분석할 때 무디스는 먼저 예산제도에 근거한 세입 및 세출구조를 파악한다. 이때 세입의 안정성, 예산규모의 변동성, 세율결정권한이 중요한 판단요소이다. 지출구조에서는 계층별 기능을 토대로 재정운용의 신속성이 잣대가 된다. 지출구조가 유연할 수록 재정불균형이 발생해도 조정능력이 크다고 간주하는 것이다. 한편, 무디스는 다른 신용평가기관과 비교할 때 예산성과를 강조하는데, 상환능력의 지표로서 자체세입의 비중을 관찰한다. 과거의 예산성과 못지않게 미래의 예산운영기조도 중시한다. 예컨대 재정불균형이 발생했다면 이것이 순환적 요인인지 아니면 구조적 요인으로부터 비롯된 것인지를 판단하여 이에 대한 자치단체의 정책대응과 향후 재정적자 감축가능성을 면밀히 검토한다. 채무분석과 관련해서는 지방채 발행제도와 관련 법령을 우선적으로 검토한다. 일단 법적 체계가 명확하게 정리되면 그 다음에는 채무의 특징을 분석한다. 즉, 채무규모에서 출발하여 세입과 지역경제에 미치는 부담정도, 채무구조를 분석하여 상환능력을 대변하는 지표들을 객관화시킨다. 이때 채무현황은 통합예산의 관점에서 우발채무(contingent liabilities)까지 반영한다는 사실에 주목할 필요가 있다. 마지막으로 정치적·사회적 환경도 관심사항이다. 집권세력의 정치철학 및 정책의지, 추진력, 야당과의 정치적 역학관계에 따라 정책프로그램이 영향을 받으며 이는 궁극적으로 상환능력을 규정하는 요소로 작용한다고 판단하는 것이다.

#### 나. Standard and Poor's(S&P)

S&P는 현재 미국 이외 25개국 100개 이상의 자치단체를 신용평가하고 있다. 경제적·제도적·행정적 요인, 재정성과 및 재정적 유연성을 주목한다. 해당 국가의 국제적 특징, 중앙-지방간 재정관계, 거시경제를 둘러싼 환경은 S&P가 공통적으로 반영한 요소들이다(S&P, 1999).

먼저 지역의 경제기반 및 다양성은 매우 중요한 결정요소로 간주하고 있다. 경제동향은 지역의 인구구성, 경제구조를 배경으로 평가하며 지역산업의 경쟁력은 입지(최근 항만시설의 유무, 유력시장에의 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 크기 때문에 경제기반의 다양성에도 높은 가중치를 부여한다. 행정적 요인에서는 중앙-지방간 행정 및 재정관계, 특히 기능배분과 자원배분, 보조금제도를 중점적으로 조사한다. 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. 신용시장의 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 평가하는바, 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.

### (표 III-3) S&P의 일반재원채 평가

구분	평가요소	세부항목
부채요인	법률상의 문제 상환재원  상환율 세입액대비 상환비율 과거실적 향후 5개년 전망	채권발행의 주민투표제 유무, 부채한도 유무 1인당 부채액, 1인당 소득대비 부채비율, 과세자산의 시기평가총액대비 부채비율 장단기채의 균형, 단기부채 의존도 건전(10% 이하), 위험(20% 이상) 채무불이행 경험 추가 채무발행 필요성 유무, 부채잔액대비 추가소요금액
행정요인	지방자치체  행정책임자 세수실적  세입구성 법률적 문제	지자체의 권한과 책임의 범위, 과세능력 유무, 직접주민투표제 운영 여부 전문성 유무, 장기계획 입안능력, 연금채무 대응능력 당해연도 과세액에 대한 징수비율, 우수(98% 이상), 양호(95% 이상), 불량(95% 이하) 세입구성의 균형(특정 세원의 과도한 의존도 유무) 부채상환에 영향을 주는 세율상한선의 유무
경제요인	기초경제환경 인구동태	세수기반의 다변화, 고용안정성, 실업률 인구증감을, 총과세자산의 1인당 추정시장가격, 주택의 1인당 추정시장가격, 1인당 도소매금액
재정요인	수지균형 예산규모 보유 유동자산 채무회계의 건전성	예산대비 재정지출, 일반회계수지 예산규모의 증감을 정도 현금 및 현금화가 가능한 유가증권 외부감사제도 도입유무, 재정운영의 건전성
채무비용 부담능력	고경금융비용의 부담	사업수입대비 금융비용, 금융비용 부담능력의 양과 질

재정요인은 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. 다음으로 세출은 세출평가는 경상경비비율, 세출을 억제하려는 정치적 의지, 세출압력을 주목한다. 정치적 의지는 직원규모와 인건비 추세로 판단한다. S&P는 당초예산과 결산을 중시하는데, 양자간의 격차가 반복적으로 크게 발생하면 예산관리의 의지와 능력에 문제가 있는 것으로 간주한다(Eddy, 2000). 채무는 연간 상환비용과 잔액을 기준으로 비교평가하는데, 이때 직접채무, 보증채무, 우발채무 등 직간접적으로 관련된 모든 채무를 반영한다<sup>14)</sup>. 주요 검토항목으로는 보증을 요청할 가능성, 공기업채 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. 유동성은 내부유동성, 투자정책, 세입과 세출의 계절성을 고려한 신용공여의 적절성을 중시하며 이 분석에서는 단기채 비중, 만기구조, 감채기금과 같은 상환준비금의 존재가 중요한 위치를 점하며 중앙정부가 이전재정에 제도적으로 지방채 상환비를 반영하면 긍정적인 요소로 작용한다(S&P, 2000).

14 직접채무가 예산을 100% 초과하거나 GDP대비 상환비율이 25%를 초과하면 위험수준으로 간주한다.

## 다. Fitch

자치단체의 합리적인 예산운영과 관리방식을 중시한다는 점이 Fitch의 지방채 신용평가방법에서 가장 큰 특징이다. 예컨대 예산을 엄격하게 운영한다면 잠재적 신용등급을 극대화시킬 수 있으나 반대로 관리수준이 허술하다면 지역경제나 재정구조가 강력하다 해도 신용등급에 부정적인 영향을 준다<sup>15)</sup>. 현금주의예산회계, 최근 2개년도 재정적자, 높은 채무증가율, 과도한 상호차입, 운영자금을 목적으로 하는 공격적인 투자정책, 과도한 경상지출은 신용등급에 부정적인 영향을 주는 대표적인 예산운영방식이다(Larkin 2000).

Fitch(2000)는 채무현황, 재정성과, 경제적 기반, 행정적·법적 요인으로 구분하여 지방채를 신용평가한다. 채무요인은 하위조직의 채무를 포함하여 통합예산 차원의 총채무를 중시한다. 1인당 총채무, 재산가치 총채무비율 등의 지표를 적용한다. 그러나 지표값을 무의미하게 받아들이지는 않으며 자치단체의 발전단계와 연계시켜 해석한다<sup>16)</sup>. 향후 채무수요는 장기자본계획을 토대로 판단하며 이때 재원조달의 타당성, 채무발행수단을 검토한다. 재정운영의 성과는 수지균형, 경상지출의 구조 및 추세, 재정지출에 대한 통제능력, 세입추세 및 변동성을 중점적으로 파악한다. 세입은 변동성과 다원성 분석을 통하여 안정적인 세입확보능력을 판단하며 과세자주권에 대한 제한이 재정적 신축성에 미치는 전반적인 영향을 평가한다. 재정지출은 자치단체의 통제능력을 중시하는데 지출증가의 원인이 경직성 경비인가 아니면 행정수요에 대한 재정적 수용의 결과인가를 분석한다. 동시에 상하수도, 쓰레기시설, 병원 등 산하기관에 대한 재정적 지원까지 포함한 전체적인 재정지출 요인도 분석대상에 포함시킨다.

---

15 퍼치는 Baltimore시가 장기적인 경기침체에도 불구하고 건전한 예산운영을 견지한다는 이유로 A등급의 신용 평가를 받았다는 점을 대표적인 예로 든다.

16 성장단계의 자치단체는 SOC 구축의 필요성에 따라 채무부담이 과중하므로 지역경제의 성장률, SOC 달성도 등에 특별한 관심을 기울인다. 반대로 성숙단계의 자치단체는 세입위축에 따른 채무부담이 증가하므로 세입의 변화과정에 주목한다.

〈표 III-4〉 Fitch의 지방채 신용평가

구분	평가요소	세부항목
부채요인	법률상의 문제 상환재원	기채지율권 수준, 채무한도제 1인당 채무액, 1인당 총채무, 재산가치 대비 채무비율 및 총채무 비율
	상환율	현재 채무의 향후 상환율(5년내 25%, 10년내 50% 이상), 총지출 대비 상환비율(10% 이하)
	과거실적 채무관리행태	단기채 의존도 및 증가율, 장단기채 비율 상환액/경상수입, 상환액/경상지출, 직접채무/재산세 가치, 직접 채무/1인당 소득
	미래채무 평가	SOC수요와 장기자본계획 타당성
재정요인	운영성과	경상지출과 경상세입간 수지균형, 지출증가율, 지출의 통제능력, 세입추세 및 변동성
	세입분석	과세자주권, 징수제도의 효율성, 세원분포, 이전재원제도, 10대 납세자의 비중
	지출분석 대차대조표 분석	지출증가 원인 및 추세, 경직성 경비, 산하단체 지원 유동성, 자금수지, 지출대비 준비금(5%)
행정적 법적 요인	관리수준	중장기 재정여력, 자본지출균형, 예산감독, 재정보고
	행정적·법적 요소	중앙과 지방간 헌법적·정치적 관계, 우발채무, 재산평가정책, 재 정지율권, 납세자 성향, 노동환경, 정부구조, 계층별 권한과 책임
경제기반	세수기반	인구증가 추세, 지역GDP/전국GDP, 세수변화, 향후 경제전망, 취약산업
	인구통계학적 안정성	인구 유출입 원인분석, 연령구조, 피부양자비율, 지역역사, 토지 이용계획
	세원의 다양성	주력산업의 GDP 및 고용 비중, 주요 납세자 비중(상위 10위 납 세액 30% 이상이면 위험)

행정적·법적 요인은 일단 응급사태시 재정적 대응능력을 파악하는데 분석의 목적을 둔다. 이를 위하여 먼저 자치단체의 재정적·행정적 내부관리 수준이 채무, 재정, 지역경제에 미치는 영향을 분석하는 한편 효과적인 예산감독 및 자본계획, 건전한 재정보고가 이루어지고 있는지 여부를 분석한다. 그 다음에는 투자정책, 우발채무, 납세자의 성향, 노동환경, 정부 구조 등과 관련한 행정적·법적 체계를 검토하는데, 그 이유는 이러한 요인들이 재정수요와 재정수입에 직접적인 영향을 미친다고 보기 때문이다<sup>17)</sup>.

경제적 기반분석은 채무상환의 잠재능력을 파악하는데 유용하다. 피치는 경제적 기반을 지역경제의 세수기반이 어느정도 견고한지를 여부로 판단한다. 이 부분에서 피치는 인구통계학적 안정성을 중시하는데, 이는 지역내에서 발생하는 경제활동과 재정적 압박은 인구의 질적·양적 변화로부터 쉽게 관찰할 수 있다고 보기 때문이다. 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.

지금까지는 정량적인 자료를 토대로 객관화시킨 평가요소들로 피치는 3~5년의 장기적인 관점에서 판단하며 모든 국가의 자치단체에 동일한 가중치를 부여함으로써 평가결과의 일

17 노동환경이나 납세환경이 미우호적이면 예산상의 선택범위, 예컨대 인건비 감축, 세출인상을 통한 수지균형을 어렵게 한다.



관성을 유지한다고 주장하고 있다. 이러한 정량적 분석과 함께 가치판단이 개입된 정성적 분석도 병행하는데, 피치는 특히 정치적 안정성과 합의를 중시한다. 이를 위하여 최근 지방 선거와 총선거의 결과, 지방선거제도, 주요 정당의 활동, 향후 선거시기, 주요 정치인의 행적, 정치적 우선순위 등 주요 정치사건들을 포괄적으로 입수·분석한다(Fitch, 1998).

### 3. 우리나라의 신용평가시장

우리나라는 1985년 9월에 정부주도하에 다수의 금융기관이 출자하여 신용평가제도를 도입하였다<sup>18)</sup>. 초기에는 가격규제에 따른 이자율 차등화가 어려웠으며 담보위주의 여신관행, 보증채 위주의 회사채 발행, 투자자의 인식부족 등으로 제도 정착이 미흡하였으나 1990년 대 들어와 신용평가의무제도를 재도입하면서 복수신용평가제도의 운용, 직접금융시장의 발달에 힘입어 신용평가시장의 활성화가 이루어지고 있다. 최근에는 자산유동화증권과 무보증회사채의 발행증가, 채권시가평가제의 전면시행으로 신용평가에 대한 수요가 증가하는 추세이다(한국신용정보 2000).

그동안 우리나라의 신용평가제도는 일정 요건을 구비한 신용평가기관을 전문기관으로 지정하는 지정제도를 운용하였으나 신용평가의 공공성을 중시하여 허가제로 전환할 계획이다<sup>19)</sup>. 현행 제도하에서는 4개 평가기관이 전문신용평가기관으로 지정받아 활동중이며 미국과 일본의 신용평가기관과는 전략적 협조관계에 있다<sup>20)</sup>. 평가대상 채권은 "증권투자신탁업 감독규정 제62조 2항"에 의거 모든 무보증회사채가 해당하며 2개 전문평가기관으로부터 신용등급을 받아야 금융권의 신탁재산에 편입될 수 있다<sup>21)</sup>. 한편, 국내 신용평가기관은 유사한 평가기준과 등급체계를 유지하고 있다. 예컨대 평가기준은 재무적 항목과 비재무적 항목으로 구분하며 등급체계 역시 "무보증사채 신용평가 전문기관의 지정 등에 관한 기준 제4조"에 의거 감독당국이 신용등급의 정의를 제시하고 있다.

(표 III-5) 국내 신용평가기관 현황

(2001년 3월 현재)

18 동금사, 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.

19 지정제도하에서는 납입자본금 10억 원 이상, 상시근무 평가분석요원 10명 이상, 동일인 출자비율 10% 이내의 요건을 충족해야만 전문신용평가기관으로 지정될 수 있었다. 금융감독원은 이러한 진입장벽을 완화하면서 신용평가의 신뢰성을 제고할 목적으로 올해 상반기에 납입자본금, 인적자원 등의 요건을 강화한 '신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률'을 개정하면서 허가제로 전환하였다.

20 한국신용정보, 한국기업평가, 한국신용평가는 모든 무보증사채를 평가하며 서울신용평가정보는 ABS 및 CP에 한하여 신용평가 업무를 수행하고 있다.

21 모든 채권이 2개 신용평가기관으로부터 신용평가를 받아야 하는 것은 아니며 국채, 정부가 밀리금 지급을 보증한 채권, 지방채, 통화안정증권은 신용평가 대상에서 제외된다.

구분	한국신용평가	한국기업평가	한국신용정보	서울신용평가정보
평가업무개시일	85. 9	87. 11	87. 6	2000. 1
자 본 금	50억원	300억원	237억원	100억원
매 출 액1) (당기순이익)	128억원 (26억원)	229억원 (61억원)	594억원 (70억원)	239억원 (Δ29억원)
입직원수 (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

주 : 1) 2000년말 기준임

#### IV. 신용평가제도의 한계와 도입방안의 검토

II장에서 검토한바와 같이 신용평가는 시장참여자간의 정보공유를 밑바탕으로 정보의 비대칭성을 제거하는 한편 시장의 투명성과 자금배분의 효율성을 제고하고 발행자의 자본조달기회를 확대하는데 존립근거를 둔다. 그러나 이러한 신용평가의 본질적인 기능에 대해서는 다수의 비판적인 연구결과가 제기되어 왔다. 이미 아시아 외환위기 이후 일각에서는 신용평가기관의 독립성과 객관성에 의혹을 제기한바 있다<sup>22)</sup>. 특히, 국제결제은행의 바젤위원회(Basel Committee)가 금융감독시스템의 강화를 목적으로 신용평가 결과를 적극적으로 활용하는 최저자기자본규제(안)을 제안한 이후에는 유용성과 파급효과를 실증적으로 확인하려는 연구가 활발하게 이루어지고 있다. 본 연구에서는 신용평가기관을 둘러싼 최근의 동향이 지방채시장에도 중요하다는 점을 인식, BIS의 최저자기자본규제(안)을 간략하게 살펴본 후 지방채시장에 신용평가제도를 도입하는데 관심을 기울여야 할 정책적 시사점을 유도하고자 한다.

##### 1. BIS 최저자기자본규제(안)과 신용평가

바젤위원회가 제안한 새로운 BIS 최저자기자본규제(안)<sup>23)</sup>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. 반면에 준정부채(sub-sovereign debt)는 국가마다 다른 것으로 인식하고 위험가중치를 각국에 일임하고 있다<sup>24)</sup>. BIS비율이 높아진다는 것은 지방채와 관련한 자기자본을 더 충당해야 한다는 의미이며, 이는 자치단체의 자금조달비용을 증가시킴과 동시에 여신심사가 더 엄격

22 대표적으로 일본국제금융센터(JCIF)는 아시아 외환위기 이후 신용평가기관이 보여준 행동을 불신하여 매년 일본계 기업과 미일본계 기업간의 신용등급을 비교평가하는 보고서를 발표하고 있다.

23 BIS는 1988년 은행의 자기자본 보유를 의무화하는 자기자본규제체도를 도입하였으나 최근 자산중립화를 중심으로 급속히 진전된 금융혁신이 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 G10국가들에게 우선적으로 시행할 예정이다. 현재 G10 이외의 국가들은 자국의 사정에 따라 자율적으로 시행함을 원칙으로 정하였으나 시기상의 차이만 있을 뿐 BIS권 고안의 수용이 불가피하다.

24 현재 우리나라는 지방채 위험가중치를 0.2로 간주하고 있다.

해지는 등 지방채시장이 큰 영향을 받을 수 있다(Peterson 1998).

올해 1월에 발표된 신BIS제도는 3가지 핵심사항<sup>25)</sup>을 담아내고 있다. 이 가운데 최저자기 자본규제(안)은 격격한 외부신용평가기관의 신용평가등급 혹은 은행 자체의 신용평가등급에 기초하여 위험가중치를 적용할 계획이다. 은행이 위험가중치를 결정할 때 외부신용평가기관의 신용평가등급을 이용하는 경우 등급별 위험가중치는 다음과 같이 연결된다.

〈표 IV-1〉 외부신용평가등급과 위험가중치 관계

신용평가등급			발행자에 대한 위험가중치		
S & P	Moody's	Fitch IBCA	정부	기업	은행
AAA~AA-	Aaa~Aa3	AAA~AA-	0	20	20
A+~A-	A1~A3	A+~A-	20	50	50
BBB+~BBB-	Baa1~Baa3	BBB+~BBB-	50	100	100
BB+~B-	Ba1~B3	BB+~B-	100	150	100
CCC+~D	Caal~C	CCC+~D	150	150	150
무등급(unrated)			100	100	100

자료 : BIS(2001.)를 참조하여 작성

다음 〈표 IV-2〉는 2001년 5월 현재 우리나라의 국가신용등급과 지금까지 신용평가를 받은 자치단체의 신용등급을 보여준다. 표에서 보듯이 국가신용등급 상한제에 의거 자치단체의 상환능력에 상관없이 무차별적으로 국가신용등급과 동일하다.

25 최저자기자본규제의 개편, 감독기능의 강화, 공시확충을 통한 시장규율 강화

〈표 IV-2〉 우리나라 국가신용등급과 자치단체 신용등급 현황

	국가신용등급	서울특별시	대구광역시	인천광역시	경기도	제주시
S&P	BBB	BBB	BBB	-	-	-
Moody's	Baa2	Baa2	Baa2	-	-	-
R&I	BBB+	-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+

〈표 IV-1〉과 〈표 IV-2〉를 연결하면 우리나라 국가신용등급이 BBB이므로 G10국가의 자본시장에서 차입할 경우에는 위험가중치 50%만큼 조달비용 증가를 부담할 수 밖에 없다. 정반대로 국내 대출시장에서 지방채는 20%의 자기자본비율을 적용받고 있으며 이는 최우량 회사채인 AAA등급에 해당하므로 안정성에서 절대적인 우위를 점하는 효과를 거둔다. 이처럼 신용평가기관의 신용등급은 금융감독정책에 심대한 영향을 미치고 있으며 그 파급효과는 더욱 증가할 것으로 예상된다. BIS(2001)도 이 점을 인정하여 다음과 같은 6가지 기준의 충족을 요구하고 있다. 첫째, 객관성(objectivity)으로 신용등급 평가방법은 엄격하고 체계적이며 과거경험에 기초하여 검증과정을 거쳐야 한다. 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 이용할 수 있어야 하는 국제적 이용가능성(international access)이다. 넷째, 평가방법, 실제부도율 등의 정보를 공시(disclosure)해야 한다. 다섯째, 신용평가기관은 양질의 신용평가를 수행할 수 있는 충분한 인적자원을 보유해야 한다(resources). 여섯째, 상기 5가지 기준을 충족하여 최종적으로는 신뢰성(credibility)을 확보해야 한다. 그러나 오늘날 신용평가기관이 상기의 6가지 조건을 충족하고 있는가에 대해서는 비판적인 견해가 다수이며 규범적인 시각에서도 정부 금융정책의 한 축을 민간의 신용평가기관에 의존해야 하는가에 대한 회의도 제기되고 있다. 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. 다시 말하면 신용평가기관의 평가결과와 국가차원에서 규제가 상호보완하는 방향으로 전개할 필요성이 있다는 것이다. White(2001) 역시 1930년대에 이미 신용등급의 파급력이 금융시장 참여자에게만 국한되지 않는다는 논리로 신용평가기관에 대한 규제요구가 제기되어 왔다는 점을 지적하면서 금융시장이 신용평가기관을 필요로 한다는 점은 자명하지만 그렇다고해서 이들에게 주어져야 할 의무가 시장에서 자동적으로 충족된다고 볼 수는 없다고 주장한다.

## 2. 신용평가제도의 한계

신용등급이 갖는 유용성과 한계는 신용등급의 분석과정과 결정과정의 본질을 이해하는데서 출발한다. 재차 강조하지만 신용등급이란 채무자가 적시에 상환할 가능성의 상대적 정

도를 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 허용가능한 위험의 범위가 결정적인 기준으로 작용하지만 이에 대해서는 공개된바가 없다.

신용평가제도를 도입하기 위해서는 우선적으로 평가결과가 발행국가나 발행자에 상관없이 (i) 평가결과의 정확성, (ii) 평가기준의 일관성, (iii) 등급조정 의 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 발행자의 국적에 따라 신용평가의 결과가 다르다는 것을 시사하며 세계적 신용평가기관들은 자국 편향적(home bias)인 입장에서 일본계 기업을 차별한다고 비판한 일본국제금융센터(JCIF, 1999)의 주장을 경험적으로 뒷받침한다. 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 있는데, 이들에 의하면 양 신용평가기관은 발행 기업별·국가별로 신용등급의 차이가 크게 발생함을 보였다. 특히 소득수준이 낮은 국가에서 신용등급의 차이가 극심하게 발생했으며 채무상환이 정치적 의지에 좌우될 뿐 아니라 근본적으로는 관련자료의 축적과 정확도가 부실한데서 그 원인을 찾고 있다. 최근에는 Ammer and Packer(2000)가 신용등급이 발행자별로 불완전하다는 점을 지적하였다. 마지막으로 신용평가기관을 신뢰할 수 있는가? 이와 관련해서는 1990년대 초반 해도 긍정적인 연구가 대부분이었다. 그러나 최근에는 비판적인 연구가 발표되고 있는바, Blume, Lim, and MacKinlay(1998)는 동일한 재무지표를 지닌 발행자의 신용등급을 시대별로 비교분석한 결과 1970년대에 비하여 1990년대에 현저하게 하락한 것으로 나타났다. Dilianedis and Geske(1998)는 신용의 질이 변했음에도 불구하고 신용등급이 즉각적으로 반응하지 않는 이른바 등급의 경직성(rating stickiness)이 존재함을 보였다.

셋째, 산업조직론적 시각에서 접근한 White(2001)는 신용등급이 표면상으로는 채무불이행 확률과 높은 상관관계를 맺는 것은 사실이지만 이러한 결과는 신용등급이 시장성과를 반영한 것이 지나지 않는다고 비판한다. 다시 말하면 원론적인 의미에서 신용등급이 발행자의 채무불이행에 선행하여 경고지표로서 기능해야 하지만 정반대로 채무불이행이 발생한 이후에 신용등급의 조정이 이루어진다는 것으로 신용평가기관의 평가능력을 신뢰하기 어렵다는 중요한 정책적 함의를 내포하고 있다.

### 3. 정책적 시사점

지금까지 우리는 신용평가제도의 유용성과 한계, 세계적 신용평가기관의 평가방법 및 기준을 살펴보았다. 그동안 제기된 논의로 미루어볼 때 신용평가제도는 미국적 토양에서 출발하였으나 오늘날에는 세계적 표준으로 자리잡고 있고 앞으로도 그 역할은 증대할 것으로 예상된다. 그러나 분명한 사실은 우리의 지방채시장에서 신용평가제도는 도입 가능성을 탐

색하는 수준에 머물러 있다는 점이다.

비판적 연구결과에서 제시한대로 세계적인 신용평가기관들도 독립성, 평가결과의 정확성 및 일관성, 그리고 신뢰성에서 확신을 보여주지 못하고 있다. 기존 연구들이 회사채를 중심으로 이루어졌음에도 불구하고 의문을 제기하고 있는데, 역사가 일천한 지방채의 신뢰도가 이보다 높다고 보기는 어렵다. 국가신용등급 조차도 1980년대까지는 불과 30여개 국가에 불과하였으며 신흥시장국가는 1990년대 초반부터 신용평가를 받기 시작했다<sup>26)</sup>. 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 어렵다고 보여진다. 그것도 국가적으로 중요한 정책과 연관된 문제라면 더더욱 그러하다.

무엇보다 세계적 신용평가기관은 일차적으로 sovereign ceiling을 적용하므로 중앙정부의 정책성과가 개별 자치단체의 상환능력을 압도하는 문제가 발생하며, 평가대상 채권이 외화통화표시채권이므로 국내 자본시장에서 조달하는 채무는 평가대상에서 제외된다. 이러한 제약요소는 국내 신용평가기관이 보완해 주어야 하나 BIS가 신용평가기관에 요구하는 6가지 기준으로 보면 발전시켜야 할 여지가 많다고 판단된다.

첫째, 아직은 국내신용평가기관의 신뢰성이 만족스럽지 못한 수준이다. 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 여전히 대기업에 한정되어 있다. 이는 국내 신용평가산업의 시장규모를 제약함으로써 평가기관간의 불공정경쟁을 유발하는 근본요인으로 작용하고 있으며 등급쇼핑, 우호적 평가등 객관성과 공정성에 의혹을 받고 있다. 인적자원의 양과 질에서도 선진국 수준에 미치지 못하고 있다.

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 소요된다. 차입금 등 핵심자료의 허위보고를 감시하기 위해서는 은행연합회 기업여신정보나 한국은행 외환정보를 이용해야 하나 정확성과 접근성에서 문제가 있다. 지방채와 관련해서는 개별 자치단체의 재정통계, 재정운영 성과에 대한 감사보고서 및 평가자료, 지방행정과 지역경제의 기초자료 등 광범위한 자료구축이 이루어지고 시장에서 공유하는 시스템이 완비되어야 하나 대단히 미흡하다.

다른 한편으로 신용평가제도가 현행 기채승인제도를 대체하기 위해서는 일반화된 사실은 물론 미국적 특수성과 한국적 특수성을 비교분석하는 선행작업이 이루어져야 한다. Leigland(1997)는 미국적 지방채시장의 특성을 다음과 같이 정리하면서 신흥국가들이 지

26 우리나라는 S&P로부터 1988년에 처음으로 신용평가를 받았으며 원화표시국채는 불과 4년전인 1997년 10월에 S&P가, 1998년 12월에는 Moody's가 평가하였다.

방채시장을 재구축할 때 유의할 것을 강조한바 있다. 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 수익채의 존재로 투자선택의 기회를 제공한다. 다섯째, 투자위험을 회피할 수 있도록 표준적인 회계정보, 감사자료, 재정보고서를 의무적으로 공개해야 하는 법적·재정적 조치를 구비하고 있다.

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

〈표 N-3〉 미국 지방채시장평가를 위한 기본체계

공 급/수 요	핵심적 장점	시장의 특성
지방채 수요 : 투자가 유인	-투자자의 친숙함과 신뢰 -지방채 거래능력 -투자의 자유 -만족스런 투자수익율 -강력한 신용도 -위험에 대한 정보 -경보해석의 지원	-200년의 법적·절차적 발전 -활발한 2차시장(유통시장) -비정부통제 -조세감면채 -표준화된 법적·재정적 자료 -금융중개기관(신용평가사, 지방채보험사, 뮤추얼펀드)
지방채 공급: 발행자 유인	-감내가능한 차입비용 -장기채 유통화(상각) -소규모 차입자 지원 -감독의 용이성	-낮은 이자율과 발행비용 -만기연장 -지방채은행, 통합발행 -자기규제에 대한 책임

자료 : Leigland(1997)

그렇다면 우리의 지방채시장은 상기의 조건과 특성을 구비하고 있는가? 신용평가제도가 기채승인제도를 대체하기 위해서는 이 질문에 긍정적으로 답변할 수 있어야 한다. 조기현(2000)의 지적대로 지방채의 78%가 중앙정부와 자치단체간의 내부거래이고 신용평가의 대상인 채권발행이 모집공채와 매출공채 합해서 15%에 불과한 실정에서는 엄밀한 의미에서의 지방채시장이 존재한다고 보기 어렵다. 일단 신용평가의 일차적 기준인 채권발행이 대단히 부진함으로써 투자자에 친숙하지 못하고 유통시장의 기능이 극히 저조하다. 정보의 비대칭성도 심각하여 지방재정의 동향을 신속정확하게 전달하는 정보네트워크나 강제화된 재정정보의 공개제도가 전무에 가까운 실정이다.

다음으로 신용평가기관이 민간기업인 이상 상대적 평가를 적용해도 무리가 없으나 최종대부자(lender of last resort)로서의 중앙정부는 절대적 평가에 의한 재정규율을 강조할 수밖에 없다. 민간 차입자의 채무불이행은 거래 당사자간의 문제이지만 자치단체의 채무불이행은 그 비용을 국민전체가 부담해야 한다. 지방자치원리상 지방채의 상환불능은 해당

지역주민과 채권자간에 해결해야 함에도 불구하고 정부가 개입하는 것은 자치단체의 산출물이 지방공공재이고 공공성이 강할수록 시장실패의 개연성이 높아지기 때문이다. 시장실패의 교정은 정부개입을 정당화시키며 정부는 시장실패의 예방수단으로 상환능력을 절대적으로 평가하고 이에 근거하여 지방채를 직간접적으로 통제할 필요가 있다. 미국의 지방채시장이 기채자율권을 상당부분 보장해주고 있지만 그 이면에는 주정부의 재정규율이 가해진다는 사실에 유념할 필요가 있다.

미국의 지방채시장은 이처럼 상급정부의 재정규율과 시장의 신용규율이 조화를 이루었기 때문에 신용평가를 핵심적인 정책수단으로 활용할 수 있었다. 무엇보다 중요한 점은 지금은 양자간의 조화가 이루어졌지만 1930년대의 대공황, 1970년대 뉴욕시를 중심으로 한 지방재정의 위기를 경험하면서 재정규율이 강화되고 이를 토대로 시장에서 지방채 신용평가에 대한 신뢰가 형성되었다는 사실이다<sup>27)</sup>. 바로 이 점이 미국의 지방채제도가 원칙형 관리시스템이라고 분류하는 근거이기도 하다.

이는 신용평가가 기채승인제도를 대체하기 위해서는 바로 재정규율의 강화가 선행되어야 함을 강력하게 시사한다. 복식부회계제도의 정착과 이에 근거한 재정정보의 공시, 예산 운영에 대한 상급정부의 감독과 지역사회의 감시, 연결채무를 중심으로 하는 채무정보의 구축 등은 신용평가제도의 도입에 앞서 선행되어야 할 중요한 재정규율이다. 거시적인 측면에서는 구조조정, 완결과 국민경제의 안정적 성장, 채권시장의 발전이 병행해야 할 것이다. Ahmad(1995)의 주장대로 우수한 정보시스템, 파산법, 재정과 금융시스템의 분리, 시장분권화, 예산규율을 위한 감독 및 법규 등의 필요조건이 충분하지 않으면 기채권을 제약하면서 장기적인 제도개선을 도모하는 전략이 바람직할 수 있다. 예컨대 재정분권화는 단계적이고 대칭적인 접근으로 실행할 수 있는바 기채권의 분권화 이전에 재정분권을 추진하면서 광역단체나 지방공기업에 우선적으로 자본시장 접근을 허용하는 것도 한 방법이다. 마지막으로 지방재정의 파산을 허용하는 사회적 여건이 마련될 때 비로서 신용평가제도의 정착이 이루어진다. II장에서 지적하였듯이 신용평가란 기본적으로 채무불이행의 경험적 사건들이 확률의 개념으로 받아들일 수 있는 수준까지 누적되었을 신뢰를 얻을 수 있다. 그런데 현행의 중앙-지방간 관계에서는 채무불이행의 가능성이 지극히 희박하며 이런 상태에서는 자치단체간 신용등급의 격차가 실질적인 정보로서 기능하지 못할 가능성이 높다. 다시 말하면 신용의 질이 무차별하거나 차별화의 정도가 크지 않으면 투자자에게는 신용등급이 더 이상 유용한 정보로서 기능하지 못하면서 정부의 감독기능을 민간기관에 위임하는 무책임한 결과가 초래된다. 즉, 시장실패의 역기능이 정부실패보다 더 커지는 모순이 발생할 수 있다.

## V. 결론

그동안 지방채제도의 재구축과 관련한 논의는 다양한 수준에서 이루어져 왔다. 그 가운데 하나가 신용평가제도를 도입하여 기채승인제도를 대체하자는 주장이다. 신용평가도입론은 시장친화적인 간접규제방식이며 재정운영의 성과가 금융시장에서 객관적으로 평가받는다는 장점이 있다. 중앙정부가 아닌 시장이 평가한다는 점에서 지방자치이념에 부합하며 기

27 양자간의 조화란 신용평가의 취약부분 엄격한 재정규율로 보완하여 시장의 신뢰를 얻었다는 점에서의 조화이다.



채승인제도의 결합으로 지적받은 투명성과 객관성이 자동적으로 확보되는 순기능을 기대할 수 있다. 반면에 신용평가제도는 중앙정부의 감독기능을 금융시장이 대체하는 새로운 시스템으로 역기능을 우려하는 시각이 상존하는게 사실이기도 하다.

본고는 문제의식은 바로 여기에서 출발한다. 원론적인 의미에서 신용평가제도의 순기능을 부인하기 어렵지만 현실적으로 과연 기대효과를 발휘할 수 있는가? 새로운 시스템의 도입에 따른 부작용은 없는가? 부작용이 예상된다면 그 보완책은 무엇인가? 등등에 대한 자문이 본 연구의 출발점이었다. 이 질문에 대한 해답으로 본 연구는 신용평가제도의 이론적·경험적 연구들을 정리하였으며 이로부터 정책적 시사점을 유도하였다. 특히 본 연구는 신용평가제도에 절대적으로 의존할 수 밖에 없었던 미국 지방채시장의 특성을 기술하면서 재정규율의 강화를 중심으로 한 제도적 보완책을 강조하였다.

## 【참고문헌】

- 조기현, “지방채제도의 운영실태와 개선방안”, 「지방재정」, 제 19권 제 5호, 한국지방재정공회, 2000, pp. 28~48.
- \_\_\_\_\_, “지방채 발행제도의 한계와 정책대응: 기재승인권과 승인기준을 중심으로”, 「지방재정의 건전성 제고」, 2001년 한국지방재정학회 1차 정기학술대회, 2001, pp. 39~61.
- 금융감독원, 「신용평가등급의 활용현황과 은행감독 목적상 활용확대방안」, 2000.
- 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.
- \_\_\_\_\_, Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, Federal Reserve Bank Economic Policy Review, October 1996, pp. 37-54.
- Cantor Richard, Multiple Ratings and Credit Standards : Difference of Opinion in the Credit, Federal Reserve Bank of New York Staff Papers, April 1996.
- Delianedus, G and Geske, R., “Credit Risk and Risk Neutral Default

- Probabilities: Information about Ratings Migrations and Defaults”, Working Paper, Anderson School, UCLA, 1999.
- Diamond, Douglas, “Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt”, *Journal of Political Economy* 99, 1991, pp.
- 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.
- Fitch, *Local Government General Obligation Rating Guidelines*, May 2000.
- \_\_\_\_\_, *Sub-National Rating Methodology*, January 1998.
- 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.
- Gurly, J. G., and E. S. Show, *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institute, 1960.
- Hicks, J. R., *Value and Capital*, 2nd ed., Oxford University, 1946.
- Jackson Patricia 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, November 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.
- 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*, Fitch IBCA Special Report,

september 1999.

- Noel, Michel, Building Sub-National Debt Markets in Developing and Transition Countries, mimeo, The World Bank, January 2000.
- Morgan, Don, Judging the Risks of Banks : What Makes Banks Opaque?, Federal Reserve Bank of New York Working Paper, March 1998.
- Moody's, The Usefulness of Local Currency Ratings in Countries with Foreign Currency Country Ceilings, Moody's Rating Methodology, July 1999.
- Nickell, Pamela, William Perraudin, and Simone Varotto, Stability of Transition Matrices, Bank of England Working Paper, December 1998.
- Ostroy, Joseph, "The Informational Efficiency of Monetary Exchange", American Economic Review 63, 1973, pp. 597~610.
- 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.
- Robert Lamb and Rappaport Stephen P., Municipal Bonds, McGraw-Hill, 1987.
- 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. 7
- \_\_\_\_\_, Public Finance Criteria, 2000.
- 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", 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.
- Yves Lemay, Vincent Truglia, and Theodore Samuel, Subnational Government : A Rating Agency Perspective, Moody's Special Reprot, July 1998.