

# 미국의 지방채시장 활성화와 지방자치제 발전에 관한 연구\*

- 우리 나라에 주는 시사점을 중심으로 -

김 규 영\*\*

## 요 약

미국의 지방자치제 발전의 재정적인 견인차 역할을 하고 있는 지방채 시장의 활성화로부터 우리가 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 주 헌법에 명시된 법률상의 통제 외에는 지방채의 기채제한이 없으므로, 지방자치단체의 자율적인 의사결정에 따라 지방채 발행이 활성화되어 있다.

둘째, 대부분의 지방채가 이자소득에 대하여 연방소득세가 면제되는 면세채권의 형태로 발행되고 있는데, 이는 지방자치단체의 재정부담을 경감시켜 줄 뿐 아니라, 투자자들에게 세금우위라는 투자유인을 제공하고 있다.

셋째, 지방채 발행이 활성화됨에 따라 필연적으로 나타나게 되는 채무불이행 상태에 대비하기 위한 제도적 장치로서 신용평가제도와 지방채 보험 및 보증제도가 확립되어 있다.

넷째, 발행된 지방채의 인수단에 의한 인수제도가 확립되어 있으며, 인수자들간의 역할 분담이 잘 이루어지고 있다.

---

\* 한국학술진흥재단의 1996년도 해외파견 연구지원으로 작성되었음.

\*\* 조선대학교 경영학과 교수

## I. 서 론

1995년 7월 1일부터 지방자치제가 본격적으로 실시되어 1998년 7월 1일에는 민선 2기의 지방자치단체가 출범하는 등 우리는 소위 地方化 時代를 살아가고 있다. 지방화시대 도래의 경제적 의미는 지방자치단체의 입장에서 볼 때 첫째, 재정자결권 증대, 둘째, 발전계획의 자율적 수립, 셋째, 독자적인 수출입 및 투자정책의 수립 등으로 요약될 수 있다. 이러한 중앙정부와 지방자치단체간의 분권관계가 성립이 된다면, 지방자치제를 통해서 국가는 국민전체의 경제적 후생을 증진시킬 수 있음이 오래 전에 Tiebout(1956)에 의하여 논증되었다.<sup>1)</sup>

지방자치단체가 주민의 기호와 욕구에 부합하는 공공재(Public goods)를 공급하기 위해서는 막대한 자금이 필요한 것은 두 말할 나위가 없을 것이다. 그러나, 우리나라의 지방자치단체는 재정자립도가 빈약하기 그지없다 할 것이다. 지방자치제가 세계에서 가장 잘 실시되고 있는 것으로 평가되는 미국의 사례에 비추어 볼 때, 실현 가능한 한 대안은 地方債(municipal bonds)의 발행을 활성화시키는 것이라 생각된다. 본 논문은 이러한 문제의식에서 출발하여, 지방자치제 발전의 젓줄 역할을 하고 있는 미국의 지방채시장 현황을 분석함으로써 우리 나라에 주는 시사점을 도출하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 미국 지방채 시장의 현황을 분석함으로써 우리 나라에 주는 시사점을 도출한다. 제Ⅲ장에서는 우리나라 지방채 시장 육성의 기본방향을 제시한다. 본 논문의 결론은 제Ⅳ장에 요약된다.

---

1) 유장희(1995)는 Tiebout(1956)를 인용하여 공공서비스가 전국민에게 미치는 국방이나 외교, 안보, 통화공급 등의 전국적 공공재가 아니면 가급적 지방행정단위로 이양 하는 것이 주민의 혜택을 최대로 증대시킬 수 있음을 지적하고 있다. 이에 대한 최근의 논의에 대해서는 Hochman, Pines, and Thisse(1995)를 참조할 것.

## II. 美國 地方債市場의 現況<sup>2)</sup>과 示唆點

### 1. 美國 地方債市場의 現況

#### (1) 개 황

미국의 지방자치제 발전에 있어서 지방채시장 활성화가 차지하는 비중과 역할은 매우 크다고 할 수 있다. 지방자치제에서 지방채(municipal bonds)의 중요성은 다음과 같은 지방채의 목표에서 잘 드러난다. “국민의 행동으로부터, 그리고 국민에 의해 창조된 지방채는 국민의 생활수준을 유지하고 개선하는데 필요한 공공시설 건설에 소요되는 자금을 조달한다.”<sup>3)</sup>

1820년대 뉴욕주에서 이리운하 건설을 위해서 최초로 지방채를 발행한 이래<sup>4)</sup>, 미국의 지방채시장은 발행건수가 150만 건을 초과하고, 발행규모가 12조 달러에 달하는 방대한 시장을 형성하고 있다. 지방채는 5만여개의 지방자치단체와 산하기관들에 의하여 발행되고 있는데, 발행건수 면에서는 지방채 시장이 국채 및 회사채 시장을 압도하고 있다.

미국 채권시장은 이자소득에 대하여 세금이 부과되는 과세채권시장(taxable bond market)과 세금이 면제되는 면세채권시장(tax-exempt bond market)으로 구성된다. 전자에는 정부와 공공기관 그리고 기업이 발행하는 채권이 포함되어 있고, 후자의 경우에는 이자소득에 대하여 연방세가 면제되며<sup>5)</sup>, 지방세는 과세되거나 면제될 수 있는 채권이 거래된다. 대부분의 면세채권은 지방자치단체와 산하기관들에 의해 발행<sup>6)</sup>되므로, 지방채시장(municipal bond market)과 면세채권시장이 동의어로 사용된다. 그러나 모든 지방채가 면세채권으로 발행되는 것은 아니다.

지방채에 투자하는 주요 동기는 지방채의 세금우위에 있다. 1993년 세법에 의하

2) Fabozzi, Fabozzi, and Feldstein(1995), Zipf(1995)와 Strumeyer(1996) 등을 참고하였다.

3) Davis(1958) p.1.

4) 지방채의 역사에 대해서는 Zimmerman(1991) pp.17-26을 참조할 것.

5) 1913년의 대법원 판결에 의하여 지방채의 이자소득에 대한 연방세 면제가 시발되어 1913년의 제16차 헌법개정에 의한 소득세법 개정으로 입법화되었다.

6) 주헌법에 특별규정이 있는 경우를 제외하고는 지방채의 발행을 광범위하게 허용하고 있다. 그러나, 면세지방채에 대해서는 연방정부법률(Tax Reform Act of 1986)에 의하여 기채건설 및 발행단체별로 기채제한이 이루어지고 있다.

여 한계세율이 증가함에 따라 투자자들이 지방채의 매입을 늘리고 있다. 지방채의 주요 매입자는 개인투자자로서 1996년 기준으로 발행잔액의 약 73%를 차지하며, 나머지는 비금융기업, 상업은행 그리고 손해보험회사 등이다. 연금기금과 같은 기관투자자의 경우에는 세금우위를 이용하기 위하여 지방채에 투자할 필요가 없지만, 일부 기관투자자들이 높은 수익률을 얻기 위하여 지방채시장에 진출하는 경우가 있다.

지방채는 상이한 상환특성, 신용위험 그리고 유동성 등 아주 다양한 형태로 발행된다. 지방채를 보유한 투자자는 회사채와 같은 위험에 노출되지만, 추가적으로 세법의 개정이 지방채 보유를 불리하게 할 수 있다는 세금위험(tax risk)에 직면한다.

## (2) 지방채의 특성과 유형

### 1) 지방채의 특성

지방채는 그 이자소득에 대하여 연방세가 면제된다는 점외에도 다음과 같은 특성을 갖고 있다.

#### ① 액면가(par value)

지방채는 일반적으로 5천 달러 단위로 발행된다. 발행이후에는 시장이자율의 변화에 따라 시장가격이 액면가와 달라지며, 시장가격이 액면가를 초과하면 할증채, 그리고 시장가격이 액면가를 하회하면 할인채라고 부르는 것은 일반채권의 경우와 같다. 지방채시장에 참여하는 투자자들은 지방채 시장가격을 액면가대비 백분율로 표시하는 것이 관례로 되어 있다.

#### ② 표면이자율(coupon interest)

표면이자율은 채권의 수명기간 동안 고정되거나 또는 주기적으로 조정될 수 있다. 전자를 고정(표면이자율)채권, 그리고 후자를 변동(표면이자율)채권으로 호칭한다. 파생증권적 특성이 가미된 일부 지방채의 경우에는 일정한 기간동안에는 표면이자율이 변동하고 그 이후에는 고정되기도 한다. 다음과 같은 두 가지 유형의 지방채는 투자자에게 채권의 수명기간동안 이자를 지급하지 않는다. 첫째 유형은 표면이자율이 0인 채권이며, 둘째 유형은 표면이자율이 정해져 있지만 만기까지 이자의 지급이 유예되어 만기가 도래하여야 액면가와 함께 지급되는 채권이다.

#### ③ 만기(maturity date)

회사채의 만기는 일반적으로 한 가지 또는 두 가지 기간으로 정해지는데, 지방채는 만기가 여러 해 동안 연속적으로 도래하도록 계획하고 있다. 이러한 채권을 분할상환채(serial bonds)라 부르는데, 지방채의 경우 만기가 10 또는 그 이상인 경우가 보통이다.

일부 지방채는 연속적 만기의 최종회 이후에 만기를 회사채처럼 두 가지로 명시하기도 하는데, 이러한 채권은 일시상환채(term bonds)라 불린다. 이러한 일시상환채가 지방채시장에서 인기를 끌어왔는데, 이는 일시상환채가 발행되면 활발한 유통시장이 출현할 수 있기 때문이다.

#### ④ 법적의견(legal opinion)<sup>7)</sup>

지방채의 안전성과 법적의견의 관계는 다음 세 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 채권고문변호사는 발행자가 법적으로 지방채를 발행할 수 있는지의 여부를 검토한다. 둘째, 이 변호사는 채권발행이 다른 법률과 규정을 위반하지 않고서 요구되는 여러 가지 조례, 결의안 그리고 신탁조항 등을 시행함으로써 채권매출에 대비하고 있는지를 살펴본다. 셋째, 이 변호사는 채권발행자나 보증은행과 같은 제삼자가 서약한 채권보유자에게 부여된 안전장치와 그 치유책이 연방정부 및 지방자치단체의 법률과 규정에 의하여 실질적으로 충족된다는 것을 보증한다. 채권보유자의 입장에서는 채권보유자들이 이를 근거로 소송을 제기할 수 있기 때문에 법적의견이 궁극적인 안전장치가 될 수 있다.

#### ⑤ 소지자채권(bearer bonds), 등록채권(registered bonds)과 장부기입형채권(book-entry bonds)

지방채는 소지자채권 혹은 등록채권 형태로 발행된다. 소지자채권은 소지자이면 누구나 양도가 가능하며, 이표가 부착되어 있으며, 발행자는 이표를 제출한 사람에게 표면이자를 지급한다.

등록채권의 경우에는 채권보유자의 이름이 발행자에게 등록되며, 이자소득에 대하여 연방소득세를 면제받으려면 발행자가 등록자에게 현금과 이자를 송부한다.

---

7) 19세기에는 지방채가 법적의견 없이 발행되었다. 그러나, 세계대공황이후 일부 지방채의 채무불이행사태가 도래했을 때, 투자자들이 지방채 원리금을 회수하기 위하여 발행자를 고소하였으나, 지방채가 애당초 합법적으로 발행되지 않았다는 판결을 받아 패소하였다. 투자자들의 지방채 발행의 합법성에 대한 회의를 불식시키기 위한 것이 법적 의견이었다. 보다 상세한 내용은 Zipf(1995) pp.224-226을 참조할 것.

1983년 7월 1일부터 모든 신규지방채는 등록채권 혹은 장부기입형의 형태로 발행되도록 요구되고 있다. 일부 발행자는 인쇄된 채권증서를 발행하지 않고 소유기록을 컴퓨터에 보관하는데, 이는 채권 발행비용을 절감하기 위해 마련된 장부기입형 채권으로 일컬어진다. 장부기입형채권에는 증서화된 장부기입형채권(certificated book entry bonds)과 순수장부기입형채권(pure book entry bonds)이 있다.

#### ⑥ 수의상환 규정(call provisions)

만기가 도래하기 전에 채권발행자가 채무를 상환할 수 있는 권리가 부여된 채권을 조기상환가능채(callable bonds)라고 하며, 이러한 권리가 부여되지 않은 채권을 조기상환불능채(noncallable bonds)라고 하는데, 미국 지방채시장의 경우 이 두 가지 유형의 채권이 공존하고 있다.

#### ⑦ 감채기금 규정(sinking fund provisions)

분할상환채(serial bonds)의 경우, 발행자의 채무는 수년간에 걸쳐 나누어 분할상환된다. 일시상환채(term bonds)의 경우에도 감채기금을 운영하여 채무상환에 충당할 수 있다. 감채기금은 채무잔액 또는 일부를 상환하는데 사용될 수 있는데, 이러한 규정은 채권약관에 포함되어 있다.

#### ⑧ 기타 특성(other features)

풋채권(put bonds)은 채권보유자가 만기 이전에 채권을 액면금액으로 반환할 수 있는 권리를 갖는 채권인데, 반환기간은 하루부터 10년까지 다양하게 규정되어 있다. 인수권부채권(bonds with warrants)은 채권보유자가 일정기간(보통 2년)동안에 채권을 발행자로부터 액면가와 지정된 표면이자율로 매입할 수 있는 채권이다.

특별만기(super sinker)는 초기의 기지급액이 채권을 상환하는데 이용되는 단독주택수익채(single-family housing revenue bonds)의 경우에 구체적으로 규정된 만기를 말한다.

### 2) 지방채의 유형

#### ① 일반지방채(straight municipal bonds)

지방채는 채권의 안전성구조(security structure)에 의하여 일반의무채(general obligation bonds)와 수익채(revenue bonds)로 분류될 수 있다.

일반의무채는 발행자의 조세권에 의해 보장된다. 일반의무채는 보통 발행자의 무

제한적인 조세권에 의해 보장되는데, 주정부나 대도시에 의해 발행되는 지방채의 경우의 상환보장약속을 완전신뢰 및 신용의무(full faith and credit obligations)라고 일컫는다. 또한 특정의 일반의무채는 발행자의 조세권뿐만 아니라 다른 기금에 의해 상환이 보장되기도 하는데, 이러한 경우에는 상환이 이중으로 보장된다(double barreled). 모든 일반의무채가 무제한적 조세권에 의해 상환이 보장되는 것은 아니며, 제한적 조세권에 의해 상환이 보장되는 지방채를 제한조세일반의무채(limited-tax general obligation bonds)라고 부른다.

수익채는 채권발행자가 채권보유자에게 투자사업으로부터의 수익을 보장함으로써 투자사업의 재원조달에 이용하는 지방채를 말한다. 수익채의 유형을 살펴보면 <표 II-1>과 같다.

〈표 II-1〉 수익채의 유형

유형	수익
공항수익채(Airport Revenue Bonds)	착륙료, 주유료 등 통행관련 수익이나 터미널과 같은 시설이용에 대한 항공사로부터의 임대수익
대학수익채(College and University Revenue Bonds)	기숙사 임대료, 수업료, 그리고 어느 경우에는 대학의 일반자산
병원수익채(Hospital Revenue Bonds)	연방정부 및 지방자치단체의 보조금, 제삼의 납부자, 개별적인 특허료
단독주택저당수익채(Single Family Mortgage Revenue Bonds)	주택저당채권, 주택저당채권 대부금지원금
다세대 주택수익채 (Multifamily Revenue Bonds)	연방정부에 의해 보증되는 주택저당채권, 연방정부의 보조금, 금융비용 보조금, 지방재산세 감면액
공공전력수익채 (Public Power Revenue Bonds)	발전소로부터 창출되는 수익
자원재생수익채(Resource Recovery Revenue Bonds)	쓰레기 처리료, 전기, 증기, 연료 등의 판매수익, 재생자원의 판매수익
항만수익채(Seaport Revenue Bonds)	시설 임대료, 터미널 및 화물료
하수도수익채(Sewer Revenue Bonds)	설치료, 사용자부담금
종합운동장 및 회의장수익채(Sports Complex and Convention Center Revenue Bonds)	운동경기장, 회의장의 입장료 및 임대료, 호텔과 모텔이용에 부과되는 지방세
학자금대부수익채 (Student Loan Revenue Bonds)	연방정부 또는 주정부에 의해 보증
유료도로 및 주유세 수익채(Toll Road and Gas Tax Revenue Bonds)	통행료, 주유세, 자동차등록비, 운전면허료
수리시설수익채(Water Revenue Bonds)	수리시설 사용료

② 혼성 및 특수채(Hybrid and Special Bonds)

일부지방채는 일반의무채와 수익채의 성격을 동시에 갖고 있는데, 이를 요약하면 다음 <표 II-2>와 같다.

<표 II-2> 특수채의 유형 및 개요

유형	개요
연방저축대부보험공사 보증채(Federal Savings and Loan Insurance Corporation-Backed Bonds)	채권매출대금을 저축대부금고(Savings and Loan Association)에 예치하면 이 금고는 양도성예금증서를 발행함. 이 양도성예금증서는 채권보유자 1인당 원금과 이자를 합하여 100,000달러까지 연방저축대부보험공사에 의해 보증됨. 저축대부금고는 이 자금을 중하류소득층의 임대주택건설계획의 재원으로 활용함. 현재는 더 이상 발행되고 있지 않으나, 유통시장에는 수십억 달러 규모의 채권이 거래됨.
보험채(Insured Bonds)	발행자의 수익뿐만 아니라 보험회사의 보험증권에 의해 채권의 원리금 상환이 보장됨. 채무불이행상황이 도래하면 보험회사가 채권보유자에게 원리금을 즉각 상환함.
임대보증채(Lease-Backed Bonds)	임대료 수입에 의해 원리금 상환이 보장됨.
신용장보증채(Letter of Credit-Backed Bonds)	발행자의 수익뿐만 아니라 상업은행의 신용장에 의해 채권의 원리금 상환이 보장됨. 일반적으로 신용장은 취소할 수 없으며, 필요한 경우에는 이것이 채권보유자에게 지급되는데 사용됨.
생활보호수익채(Life Care Revenue Bonds)	노년층의 장기주거시설 건설의 재원 마련을 위해 발행됨. 수익은 보통 거주자의 기초보증금과 월임대료로부터 발생함.
도덕의무채(Moral Obligation Bonds)	주정부가 발행한 채권의 경우 채권보유자에게 지급할 재원이 필요하면 관련 주의회가 일반 주단위의 세금으로부터 재원염출을 할 수 있도록 법적으로 인가됨. 그러나, 강제성은 요구되지 않음.
지방공익지역수익채(Municipal Utility District Revenue Bonds)	상하수도, 도로 등의 건설에 필요한 자금을 조달하기 위해 발행됨. 채권의 안전성은 신주택의 판매에서 백화점과 사무실의 임대 에 이르기까지의 관련 개발계획의 상업적 성패에 좌우됨.
신주택건설채(New Housing Authority Bonds)	연방주택성으로부터의 연간 기부금에 의해 원리금 상환이 보장됨. 현재는 발행되지 않고 있음.
세금배분채(Tax Allocation Bonds)	사무실건물과 기타 신건물의 건설에 필요한 자금을 조달하기 위하여 발행됨. 재개발된 부동산에서 부과되는 재산세에 의해 원리금 상환이 보장됨.
자치령채(Territorial Bonds)	푸에르트리코, 버진 아일랜드, 괌 등 미국의 자치령에 의해 발행됨. 대부분의 자치령에서 이자소득세가 면제됨.
재정적 곤경에 처한 도시 구제금융채(Troubled City Bailout Bonds)	일반의무채의 발행자가 심각한 재정적자에 처했을 때 이를 구제하기 위해 발행됨.
상환채(Refunded Bonds)	원래는 일반의무채나 수익채로 발행되었으나, 채권보유자에게 충분한 현금흐름을 제공하는 제삼자기탁금(escrow funds)에 의해 원리금이 보장됨.



### ③ 단기금융시장상품(money market products)

이자소득세가 면제되는 단기금융시장의 지방채에는 어음(Notes), 상업어음(Commercial Paper), 변동금리요구채(Variable Rate Demand Obligations), 그리고 상업어음과 변동금리요구채의 합성상품 등이 포함된다.

- 어음(Notes)

지방자치단체가 발행하는 어음에는 세금기대어음(Tax Anticipation Notes), 수익기대어음(Revenue Anticipation Notes), 공여기대어음(Grant Anticipation Notes) 그리고 채권기대어음(Bond Anticipation Notes) 등이 있다. 어음의 만기는 단기 3개월에서 장기 3년까지 걸쳐 있으나, 12개월이 주류를 이룬다.

- 상업어음(Commercial Paper)

지방자치단체가 발행하는 연방이자소득세가 면제되는 상업어음의 만기는 1일에서 270일 까지다.

- 변동금리요구채(Variable Rate Demand Obligations)

이는 명목상의 만기는 장기이나 매일 또는 매주 재조정되는 표면이자율을 갖는 채권이다. 투자자는 일주일전에 통지하면 언제나 채권을 반납할 수 있는 옵션을 보유한다. 반납가격은 액면가에 발생이자를 합한 금액으로 정해져 있다.

- 상업어음/변동금리요구채 합성(Commercial Paper/VRDO Hybrid)

이는 투자자의 현금흐름의 욕구를 충족시키기 위해 마련된 금융상품이다.

### ④ 파생증권부 지방채<sup>8)</sup>

최근에 고정금리 지방채로부터 아주 다양한 지방채 금융상품이 출현하였는데, 이는 표면이자지급과 원금지급을 분할함으로써 가능해졌다. 파생증권이라는 용어가 사용되는 것은 이 금융상품의 가치가 기초적인 고정금리 지방채에서 파생되기 때문이다.

### 3) 지방채에 영향을 미치는 세법규정

지방채의 투자자는 연방세와 지방세 규정에 추가하여 미국세청법의 두 가지 규정에 유의하여야 한다. 이는 대체적 최소세(alternative minimum tax)<sup>9)</sup>와 지방채매

8) Gray and Cusatis(1995)를 참조할 것.

9) 자세한 내용은 Strumeyer(1996) pp.14-16을 참조할 것.

입에 소요된 금융비용의 손비인정여부(deductibility)이다.

#### 4) 발행시장과 유통시장

##### ① 발행시장

###### • 신규발행과정의 중요성

지방채의 신규발행과정은 다음과 같은 이유로 지방채시장에서 중요한 의미를 갖는다.

첫째, 지방채의 신규발행과정이 지방채 사업의 주요부분을 형성하여 지방채의 활동성과 수익성을 결정한다.

둘째, 지방채의 신규발행과정은 인수자가 지방채 매입자의 기호와 욕구에 직접적으로 신속하게 대응할 수 있도록 하여 준다.

셋째, 지방채의 신규발행시장이 유통시장을 압도하며 유통시장을 이끌고 가기도 한다.

###### • 지방채 발행자의 지방채시장 진출

지방채 발행자는 지방채에 의한 자금조달을 합리화하기 위해 다음과 같은 자금의 필요성을 제시하여야 한다.

첫째, 자본투자안(capital project)이라 불리는 새로운 투자안이 요구된다. 자본투자안에는 도로, 학교, 시청, 소방서 등의 건설이 포함된다.

둘째, 지방채 발행자가 소유하는 재산에 대한 수리 및 유지에 필요한 자금이 요구된다.

셋째, 기존 지방채의 원리금 상환을 위해 지방채 발행이 요구될 수 있다.

넷째, 기존 지방채의 약관 수정을 위해 지방채 발행이 요구될 수 있다.

다섯째, 지방자치단체의 경상비를 조달하기 위해 지방채 발행이 요구될 수 있다. 지방채의 신규발행은 흔히 두 가지 이상의 목적을 가지며, 위의 다섯 가지 목적 모두를 갖는 경우도 있다.

###### • 재무자문가의 역할

재무자문가(financial advisor)는 지방채 발행과정에 대하여 발행자에게 자문서비스를 제공하는데, 인수(underwriting)에는 참여하지 않는 것이 상례이다. 재무자문가는 수수료를 받고 자문을 하게되며, 이에는 독립된 법인, 상업은행, 그리고 증권

회사 등이 포함된다.

재무자문가가 인수에 참여하려면, 경쟁인수(competitive underwriting)의 경우 발행자의 동의를 얻어야 한다. 협상인수(negotiated underwriting)의 경우에는 재무자문가를 사임하고 발행자의 승인을 얻어야 하며, 보수의 원천 및 금액 그리고 이해상충의 가능성을 공시하여야 한다.

지방채 발행자는 경쟁입찰에 의하여 지방채를 매각하거나(경쟁인수) 혹은 증권회사를 선정하여 인수업무를 수행하도록(협상인수) 고용할 수 있다. 재무자문가는 통상적으로 이 과정에서 지방채 발행자에게 자문을 하게 된다.

경쟁인수에서는 지방채 발행자가 재무자문가와 협의하여 매각조건을 지정한다. 발행자는 이를 매각공식통보(Official Notice of Sale)에 신고 경쟁입찰을 받는다. 발행자는 최저이자비용을 제시한 입찰자에게 지방채를 넘겨주고 약 1개월 후에 현금을 받는다.

발행자가 협상인수 방식을 채택하는 경우에는 인수업무를 관장하는 주간사 인수자(lead underwriter)를 발행자가 선정하고 공동간사 인수자들(joint underwriters)을 선정하며, 경우에 따라서는 신디케이트 계정회원들(syndicate account members)을 선정하기도 한다. 주간사 인수자는 지방채의 발행조건과 발행시기를 발행자와 협상하는데 발행조건과 시기는 지방채 시장의 상황에 따라 조정될 수 있다.

지방채 발행자는 지방채가 합법적으로 발행된다는 것을 보증하도록 기타법령을 준수하여야 하는데, 이 법령은 주마다 다르다. 많은 경우에 지방채 발행은 관할 지역 주민투표에 의하여 승인되어야 한다.

#### • 경쟁인수와 협상인수의 비교

경쟁인수의 경우, 입찰에 참여하는 인수자는 자기가 낙찰자가 되리라는 것을 모르기 때문에 입찰 준비 및 입찰 이전의 지방채 판매에 많은 노력을 기울일 수 없다. 반면에, 발행자는 최저의 이자비용을 제시하는 입찰자를 낙찰자로 선정할 수 있으므로 경쟁이 촉진된다.

협상인수의 경우에는, 인수자가 인수업무를 수행할 수 있도록 보장되므로 판매노력에 많은 시간을 할애할 수 있으며, 발행자와 고객의 기호와 욕구에 맞는 거래를 고안할 수 있다. 인수자는 이 노력에 대하여 보상을 받으며, 발행자는 보다 효과적인 지방채 매각서비스를 제공받게 되어, 이것이 지방채의 이자비용을 경감시킬 수

있다. 인수자는 또한 지방채를 판매할 최적시점에 대하여 발행자에게 자문하게 된다.

위의 두 방법은 각각 장단점을 갖고 있다.<sup>10)</sup> 발행되는 지방채가 품질이 높고, 단순하고 직선적인 특성을 가지며, 특별한 정보와 판매노력이 필요하지 않고, 시장변화에 민감하지 않은 경우에는 경쟁인수 방식이 바람직한 것으로 알려져 있다. 그러나, 판매에 추가적인 노력과 시간이 필요하며, 잠재적인 매입자들이 이자율 수준에 민감하게 반응할 가능성이 높은 지방채는 협상인수방식으로 발행되는 것이 유리하다고 할 수 있다.

#### • 경쟁입찰 및 판매

지방채 발행자가 경쟁인수방식을 채택하면, 재무자문가의 도움을 받아 먼저 지방채의 발행 및 모집조건을 지정하여야 하는데, 이 조건에는 발행규모, 채권만기의 일정, 판매시장·장소·날짜, 보증금 규모, 낙찰자 선정 방법 등이 포함된다. 다음으로, 발행자는 지방채 판매를 지방신문 또는 지방채 전문지인 'The Bond Buyer'에 광고하게 되는데, 이를 매각공식통보(Official Notice of Sale)이라 부른다.

모든 인수자들과 거의 모든 지방채 업무종사자들이 'The Bond Buyer'의 무기명 입찰공고(Sealed Bids Invited Section)를 본다. 인수단의 회원은 주간사회사에 입찰참가 여부를 문의하고 주간사회사는 입찰참가를 결정하게 되면 계정을 설정한다.

지방채 인수단(municipal syndicate)은 지방채 신규발행의 입찰 및 인수를 위해 설립된 합작법인으로서 신규발행이 매진되고 모든 지방채가 매각 완료되면 해체된다. 인수단은 경쟁입찰과 협상인수의 경우에 모두 구성되며, 지방채 딜러(municipal dealers), 딜러은행(dealer banks) 등이 인수단의 회원으로 참여한다.

인수단에는 주간사(lead manager)가 있으며, 주간사는 계정을 관리하고 인수단 회의를 주재한다. 인수단에는 공동간사(joint manager)를 둘 수 있으며, 공동간사가 번갈아 주간사를 맡을 수 있다.

인수단에서 회원이 차지하는 몫을 지분(participation)이라고 부르는데, 이는 보통 채권의 수로 측정된다. 때로는, 지분이 인수단에 차지하는 비율 또는 백분율로 표시되기도 한다.

주간사와 회원들이 함께 표면이자율, 수익률 및 가격, 스프레드, 그리고 주문기간

---

10) Mark Page, "The Merits of Negotiated versus Competitive Deals," Heide-Klein-Lederman(1994), pp.281-288을 참조할 것.

등을 협의하여 결정하며, 주간사가 입찰계산, 입찰서 제출에 책임을 지며, 입찰서가 입찰요구 조건에 부합되는지의 여부를 검토한다.

입찰에 참가한 인수단들이 입찰가격을 비교하여 낙찰 인수단을 결정하는데, 발행자 또는 재무자문가가 정확성을 기하기 위하여 항상 입찰계산을 검토·확인한다. 발행자가 낙찰자에게 실제로 채권을 교부할 때까지는 낙찰자가 채권을 소유하지 않는다.

아주 드물기는 하지만, 가끔 발표된 낙찰자가 입찰계산이 검토된 후에 실제 낙찰자가 아닌 것으로 판명되기도 한다. 이러한 실수는 이자비용 계산의 오류 또는 서류상의 표기오류 등과 같은 입찰제출서류상의 오류에 기인하는 것이 보통이다. 이러한 오류도 인수단에 법적 구속력을 가질 수 있으며 낙찰자가 손해가 나는 입찰도 받아들여야 할 경우가 발생한다.

#### • 협상인수

협상인수방식에서는 지방채 발행자가 주간사, 공동주간사, 그리고 때로는 인수단의 회원들까지도 선정한다. 발행자는 수많은 잠재적인 인수자들을 초청하여 그들의 인수 및 판매능력에 대한 발표회를 개최한다. 잠재적인 인수자들은 왜 자기회사가 주간사가 되어야 하는지를 설명하고, 발행자는 이들에게 채권판매기술과 기타사항에 대하여 질문공세를 퍼붓는다.

주간사, 공동주간사, 그리고 때로는 회원들이 발행자에 의해 선정된 후에 인수자들이 합의를 통해서 인수단 계정을 설정한다. 발행자는 협상인수 내용에 대해서 주간사 및 공동주간사와 협의한다.

발행자와 주간사가 합의를 마친 후에 인수단이 지방채를 모집하게 되는데, 시장 반응에 따라 발행자의 승인을 얻어서 주간사가 지방채의 가격을 조정할 수 있다. 그러나, 인수자들이 협상인수된 지방채의 가격을 2회 이상 조정하지 않는데, 이는 이것이 그들의 인수 및 판매능력에 불리하게 작용하는 것을 우려하기 때문이다.

지방채가 판매된 후에 인수자와 발행자는 악수(handshake)라고 불리는 비공식적인 합의에 도달하는데, 이는 발행자가 지금까지 마련된 조건에 따라 지방채를 인수단 계정에 팔기로 합의했고 발행자가 곧 지방채를 인수자에게 넘겨주겠다는 내용을 포함한다. 악수는 구속력이 없으며, 인수단 계정은 발행자가 실제로 채권을 넘겨줄 때까지는 채권을 소유하지 않는다. 채권의 실제인도와 대금지급은 보통 채권

판매후 약 1 개월 후에 이루어진다.

## ② 유통시장

지방채는 전국 각지의 수백 명의 지방채 딜러들이 있는 장외시장에서 거래된다. 발행규모가 작은 지방채시장은 지방증권회사, 지방은행, 그리고 일부 뉴욕시 소재 회사들에 의하여 유지되며, 발행규모가 큰 지방채의 경우에는 대형증권회사, 대형은행 등이 참여하는데, 이들은 채권발행자와 인수자의 관계인 경우가 많다. 딜러와 대형기관투자가 사이에 지방채의 대량거래를 중개하는 브로커가 존재한다. 많은 딜러들은 'The Blue List' 라고 하는 책자에 지방채 판매를 광고한다. 지방채시장에서는 개인투자자의 경우에 단주는 액면가 10만 달러 미만이며, 기관투자자의 경우에는 액면가 100만 달러 미만이다.

역사적으로, 은행, 보험회사, 그리고 개인투자자 등 세 가지 유형의 투자자들이 지방채를 집중적으로 매입하였으나, 최근에는 대부분의 지방채매입이 개인 투자자에 의해 이루어지고 있다. 개인투자자는 직접매입, 신탁계정, 그리고 상호기금 등의 방식을 통해서 지방채를 매입하는데, 개인투자자의 지방채 보유는 이자소득에 대한 연방소득세의 면세조치에서 촉발되고 있다고 할 수 있다.

## (3) 지방채의 신용분석(Credit Analysis)

### 1) 신용분석의 중요성

지방채에 대한 투자는 과거에는 안전성에 있어 재무성증권(Treasury securities)에 다음 가는 것으로 여겨졌으나, 현재는 많은 투자자들이 지방채의 신용위험에 대하여 지속적인 관심을 표명하고 있다. 이는 지방채의 신용등급에 관계없이 적용되고 있다. 특히 1994년까지는 상호기금(mutual funds)이 지방채 매입에 있어 압도적인 위치를 점하였다. 상호기금의 관리자는 지방채의 신용등급 평정에 지대한 관심을 갖고 있는데, 이는 기금에 편입된 지방채의 신용등급하락이 외부평가자에게 알려져 궁극적으로 기금가격의 하락을 초래하는 것을 우려하기 때문이다. 이러한 기금가격은 신문지상에 매일 매일 발표되며, 기금의 성공적인 유치에 핵심적인 역할을 한다.

지방채 투자자들이 신용위험에 더욱 더 관심을 갖게 된 것은 다음과 같은 이유 때문이다. 첫째, 1975년 뉴욕시의 수십억 달러에 이르는 재정위기사태이후 1979년

에 파산개혁입법(Bankruptcy Reform Act)이 도입되어 지방채발행자는 파산신청을 함으로써<sup>11)</sup> 채권보유자들로부터 보다 손쉽게 보호를 받게 되었다. 둘째, 지방채시장에 파생증권의 특성을 갖는 금융상품들이 도입되어, 지방채의 상환을 위해 법정 소송이 제기되면 그 법적 결과를 예측하기가 이전보다 더욱 어려워졌다. 셋째, 지방자치단체에 대한 연방정부의 공여 및 보조계획이 1980년대에 대폭 삭감되었다. 넷째, 미국경제가 여러 부문의 경기침체를 가져온 구조조정을 경험하였다는 점을 지적할 수 있다. 다섯째, 개인투자자와 기관투자자들이 모두 지방채시장에서 강한 매입성향을 보인 결과 지방채의 전통적인 안전성이 침식되고 있다. 여섯째, 투자자들이 지방채를 만기까지 보유하기보다는 중도에 매각함으로써 매매차익을 실현하려는 경향이 심화되어 지방채의 신용등급에 더욱 큰 관심을 가지게 되었다.

## 2) 신용평가회사

지방채의 신용등급을 결정하는 신용평가회사로는 무디스(Moody's)와 스탠다드 앤드 푸어스(Standard & Poor's), 그리고 피치(Fitch) 등이 있다. 이들 신용평가회사는 채권발행자, 채권보험사, 그리고 채권인수인 등으로부터 신용평가 수수료를 징수하는데, 매채권 매출당 무디스는 12만5천 달러, 스탠다드 앤드 푸어스는 5만 달러까지 수수료를 부과하고 있다.

### ① 무디스

무디스의 지방채 신용평가등급은 <표 II-3>에 있는 바와 같이 최고 Aaa에서 최하 C까지 9단계로 이루어진다. 상위 4등급(Aaa, Aa, A, Baa)이 투자권장등급(investment-grade quality)으로 간주된다. Aa에서 B까지의 등급을 가진 지방채의 경우 각 등급에서 가장 우수한 것을 Aa1, A1, Baa1, Ba1, 그리고 B1등으로 표시한다. 1994년부터는 산업개발과 공해방지를 위해 발행되는 지방채의 Aa부터 B까지 1, 2 그리고 3을 붙여 표시하고 있는데, 1은 상위, 2는 중위, 그리고 3은 하위를 각각 나타내고 있다.

지방어음과 지방상업어음에 대한 무디스의 신용평가등급은 <표 II-4> 및 <표 II-5>와 같다.

11) 1980년 1월부터 1994년 3월까지 주단위 법원에 지방자치단체가 파산신청을 한 것만도 105건에 달하였다.

〈표 II-3〉 무디스의 지방채 신용등급(municipal bond ratings)

등 급	정 의
Aaa	최우수등급 : 최소의 투자위험수반
Aa	우 수 등 급 : Aaa만큼 보호장치가 크지는 않음
A	중 상 등 급 : 안전성이 적당하나 손상의 우려가 있음
Baa	중 등 급 : 안전성이 높지도, 낮지도 않음
Ba	투 기 등 급 : 보호장치가 아주 보통임
B	비권장등급 : 매일매일의 경제환경에 민감
Caa	열 위 등 급 : 채무불이행 상태에 있으나, 해결책이 있음
Ca	고도의 투기등급 : 채무불이행상태에 있으나, 명목적 해결 책이 있음
C	절망적인 채무불이행 상태

〈표 II-4〉 무디스의 지방어음 신용등급(municipal note ratings)

등 급	정 의
MIG 1	최우수(Best quality)
MIG 2	우 수(High quality)
MIG 3	보 통(Favorable quality)
MIG 4	열 등(Adequate quality)

〈표 II-5〉 무디스의 면세지방상업어음 신용등급  
(tax-exempt commercial paper ratings)

등 급	정 의
Prime 1(P-1)	상환면에서 최우수(Superior Capacity)
Prime 2(P-2)	상환면에서 우 수(Strong Capacity)
Prime 3(P-3)	상환면에서 보 통(Acceptable Capacity)

② 스탠다드 앤드 푸어스

스탠다드 앤드 푸어스는 <표 II-6>에서 볼 수 있는 것처럼 지방채의 신용등급을 최고 AAA에서 최저 D까지 10단계로 평정하고 있다. AAA, AA, A 그리고



BBB의 상위 4등급이 투자권장등급으로 간주된다. AA에서 BB까지의 등급에 대해서는 상대적인 우열을 나타내기 위하여 + 또는 -를 붙인다.

지방어음과 지방상업어음에 대한 스펀다드 앤드 푸어스의 신용평가등급은 <표 II-7>과 <표 II-8>에 표시되어 있다.

<표 II-6> 스펀다드 앤드 푸어스의 지방채 신용등급

등 급	정 의
AAA	최 상 위 : 아주 강력한 안전장치
AA	준최상위 : AAA와 안전면에서 아주 근소한 차이
A	상 위 : 안전장치가 강력하나 AAA나 AA보다 경제환경변화에 민감함
BBB	보 통 : 불리한 경제환경변화가 안전성을 약화 시킴
BB	최저수준의 투기 : 위험노출
B	투 기 : 위험노출
CCC	투 기 : 주요위험노출
CC	최고수준의 투기 : 주요위험노출
C	이자지급정지
D	이자와 원금의 채무불이행상태

<표 II-7> 스펀다드 앤드 푸어스의 지방어음 신용등급

등 급	정 의
SP-1	원금과 이자를 지급할 능력이 강력함. 압도적인 안전성이 보장되는 등급은 + 표시를 함.
SP-2	원금과 이자를 지급할 능력이 만족할 만함.
SP-3	원금과 이자를 지급할 능력이 투기적임.

<표 II-8> 스펀다드 앤드 푸어스의 면세지방상업어음 신용등급

등 급	정 의
A - 1 +	최상위의 안전성
A - 1	준최상위의 안전성
A - 2	상위의 안전성
A - 3	보통의 안전성

### ③ 피치(Fitch)

피치의 지방채 신용등급은 <표 II-9>와 같이 10단계로 표시되어 있다. AAA등급을 제외하고는 모든 등급에 대해서 각 등급에서의 우열을 표시하기 위하여 +와 -가 사용된다.

<표 II-9> 피치의 지방채 신용등급

등 급	정 의
AAA	최 상 위
AA	준최상위
A	상 위
BBB	보 통
BB	투 기
B	고도의 투기
CCC	채무불이행의 가능성
CC	채무불이행의 개연성
C	채무불이행의 박두
DDD,DD,D	채무불이행 상태

### (4) 지방채 보험(Municipal Bond Insurance)

#### 1) 지방채 보험계약

지방채 보험은 발행자가 지급하기로 약속하였으나, 지급하지 않는 원리금의 지급을 보장한다. 발행자가 원리금을 지급하지 않는 이유는 문제가 되지 않으며, 지급하지 않는다는 사실이 중요하다.

보험자는 강제적인 감채기금 지급금을 포함해서 지방채의 원리금을 지급할 것을 약속한다. 지급약속에는 기타 기금계정에 대한 지급 혹은 수익상환같은 기타 채권 지급이 포함되지 않는다.

#### 2) 지방채 보험의 효익

지방채 보험은 가입자에게 다음과 같은 세 가지 효익을 제공한다.

첫째, 지방채 보험은 지방채의 원리금 지급에 대하여 추가적인 안전장치를 제공한다.

둘째, 지방채 보험은 발행자가 단독으로 지방채를 발행하는 경우보다 높은 신용등급을 신용평가기관으로부터 받게 하여 준다.

셋째, 지방채 보험은 보험에 가입된 다른 종목들과의 시장동질성을 부여함으로써 채권보유자가 소유한 채권들의 판매가능성을 향상시킨다.

#### ① 추가적인 안전장치의 제공

지방채 보험자는 다른 보험자들과 마찬가지로 보험금 지급을 보장한다. 지방채 보험자에게 지급이 요청된 보험금은 전액이 신속하게 지급된다. 가끔씩 보험금지급이 지방채의 액면금액의 전액지급에 국한되기도 하나, 기한이 도래된 이자와 원금의 지속적인 지급이 이루어지는 것이 보통이다.

#### ② 높은 신용등급의 제공

대부분의 지방채 보험자들은 무디스와 스탠다드 앤드 푸어스와 같은 유명 신용평가기관으로부터 최상의 신용등급인 AAA를 받고 있다. 이러한 높은 신용등급은 보험에 가입된 지방채의 판매가능성을 향상시키며, 이러한 이유로 발행자들이 지방채 보험에 가입하게 된다. 지방채 보험회사들의 높은 신용등급은 지방채 보험에 가입한 지방채에게도 적용되므로, 거의 모든 보험지방채가 AAA의 높은 신용등급을 갖는다.

#### ③ 판매가능성의 증대

보험에 가입한 지방채의 매입자들은 그들이 매입하는 지방채가 보험에 들어있기를 요구할 뿐이지, 어느 보험회사가 지방채의 원리금 지급을 보증하는지에 대해서 큰 신경을 쓰지 않는다. 상이한 지방채 보험회사들에 의해 보증되는 지방채는 거의 비슷한 가격수준에서 거래된다. 이러한 시장동질성이 지방채 보유자에게 판매가능성에 있어서의 우위를 제공한다.

### 3) 지방채 보험의 역할

지방채 보험은 지방채 투자자의 욕구를 충족시켜 준다. 보험지방채의 대부분이 개인투자자에 의해 매입되므로, 개인투자자들은 보험의 부가가치를 인식하고 있다. 지방채 보험업계의 추산에 의하면, 보험지방채의 약 80%가 개인투자자에 의해 매

입된다고 한다.

#### 4) 지방채 보험 가입방법

지방채는 세 가지 방식으로 보험에 가입될 수 있다.

첫째, 지방채가 인수될 때 신규발행 지방채를 보험에 가입시키는 것이다. 지방채가 시초에 보험에 가입되어 보험지방채로 팔리며, 지방채 보험계약이 채권증서에 인쇄된다. 대부분의 지방채 보험은 이러한 방식으로 이루어진다. 둘째, 지방채가 발행된 후에 보험에 가입하는 방법이 있는데, 이는 유통시장 보험이라 일컬어진다. 유통시장 보험은 대부분의 지방채 보험회사들에 의해 제공되고 있지만, 그들 수입의 5%에서 20%정도밖에 차지하지 못하고 있다. 셋째, 지방채 투자신탁기금 혹은 지방채 상호기금의 일부로서 지방채 보험을 구입하는 방법이 있다. 지방채 투자신탁기금 또는 지방채 상호기금은 흔히 보험지방채의 형태로만 제공된다. 이들 기금은 발행시에 보험에 가입한 지방채를 매입하거나 혹은 유통시장보험을 구입할 수 있다. 제삼의 방법은 이들 기금용의 보험을 구입하는 것이다. 이들 기금은 매월 보험료를 납입하고, 지방채가 이들 기금에 편입되어 있는 동안에 원리금의 지급을 보장받는다.

#### 5) 지방채 재보험

대부분의 보험회사들은 그들의 보험위험의 일부를 다른 보험회사에 이전하는데, 이를 재보험이라고 부른다. 지방채 보험회사들은 흔히 그들의 보험지방채의 일부에 대해서 재보험에 가입한다. 이러한 재보험 때문에 지방채 보험회사들은 추가적으로 보험을 판매할 수 있다.

#### 6) 지방채 보험회사

지방채 보험시장에서 활동하고 있는 보험회사는 8개 회사이나, 이중에서 3개 회사가 약 90%의 시장점유율을 가지고 있다. 이들 3대회사들은 MBIA(Municipal Bond Investors Assurance Corp.), AMBAC(AMBAC Indemnity Corp.), 그리고 FGIC(Financial Guaranty Insurance Co.) 등이다.

#### 7) 신규발행된 지방채의 보험

신규발행된 지방채는 여러 가지 방식으로 지방채에 가입될 수 있는데, 보험에 가입될 수 있으려면 최저 투자등급(investment grade)이상의 신용등급을 보유하여야 한다.

지방채가 경쟁입찰 방식에 의하여 발행되는 경우에는 지방채 보험회사의 인수자들이 자동적으로 지방채의 보험허용여부를 검토하게 된다. 지방채 보험회사가 신규발행지방채가 보험의 자격요건을 갖추고 있다고 결정하면, 이 사실을 공포하고 보험료를 제시한다. 그러면, 지방채인수자가 어느 편이 발행자에게 유리한 지를 판단하여 지방채 보험 가입여부를 결정하게 된다.

신규발행된 지방채는 흔히 지방채 보험회사의 보험판매노력의 결과로서 혹은 인수업무를 담당하는 증권회사들에 의해 지방채 보험에 가입하게 된다. 어느 경우에도, 보험회사가 신규발행된 지방채의 보험가입여부를 검토한다. 보험회사가 발행자와 발행자의 인수자와 협력관계에 있으면, 보통 보험이 성사되게 된다. 보험회사는 보험증권을 발행자에게 전달하고, 지방채가 지방채 인수자에게 대금지급을 요청하기 위해 넘겨질 때 보험료를 수령하는 것이 관례이다

## 2. 미국 지방채시장의 시사점

미국 지방채시장의 현황분석으로부터 우리가 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같이 요약될 수 있을 것이다.

첫째, 주헌법에 명시된 법률상의 통제 외에는 지방채의 기채제한이 없으므로, 지방자치단체의 자율적인 의사결정에 따라 지방채 발행이 활성화되어 있는 실정이다. 즉, 약 5만의 각종 지방자치단체들이 지방채를 발행하는데, 발행건수 면에서는 약 150만 건으로 다른 채권시장을 압도하고 발행잔액이 12조 달러에 달하는 방대한 지방채시장을 형성하고 있다. 또한 지방자치단체는 투자자들의 기호에 부응하기 위하여 일반지방채뿐만 아니라 파생증권부 지방채나 단기 금융시장 상품으로서의 단기지방채 등 다양한 지방채를 발행하고 있다. 이러한 사실들은 지방채 발행의 승인제를 채택함으로써 지방채 발행을 엄격하게 규제하고 있는 우리 나라에게 시사하는 바가 크다 할 것이다.

둘째, 대부분의 지방채가 이자소득에 대하여 세금이 면제되는 면세채권(tax

-exempt bonds)의 형태로 발행되고 있는데, 이는 지방자치단체의 재정부담을 경감시켜 줄 뿐 아니라 투자자들에게 세금우위라는 투자유인을 제공하고 있다. 이러한 지방채의 세금우위는 지방채의 수요기반을 확충하는데 있어서 아주 중요한 역할을 수행하고 있는 것이다. 그러나, 우리 나라는 지방채의 세금우위가 존재하지 않음은 물론이고, 대부분의 지방채들이 비현실적으로 낮은 발행금리로 인하여 첨가소화방식에 의하여 강제할당되고 있는 실정이다. 이러한 상황에서 지방채에 대한 수요를 창출한다는 것은 애초부터 무리라고 할 수 있다.

셋째, 지방채의 발행이 활성화됨에 따라 필연적으로 나타나게 되는 채무불이행상태에 대비하기 위한 제도적 장치로서 신용평가제도와 지방채 보험 및 보증제도가 확립되어 있다는 점을 지적할 수 있다. 특히, 무디스나 스텐다드 앤드 푸어스와 같은 공신력있는 신용평가기관의 신뢰성있는 신용분석은 지방채발행자나 지방채투자자들 모두에게 혜택을 부여함으로써 미국 지방채시장의 활성화에 기여하고 있다고 할 수 있다. 이러한 점에서 우리 나라 신용평가회사들의 신용분석능력의 제고가 우리 나라 지방채시장 활성화를 위한 시급한 당면과제로 떠오르고 있다. 또한 채무불이행상태가 도래하면 보험회사나 상업은행이 지방자치단체를 대신하여 지방채의 원리금을 상환하여 주는 지방채보험 및 보증제도의 도입도 우리 나라 지방자치단체의 열악한 재정상태에 비추어 볼 때 조심스럽게 검토할 필요가 있을 것으로 생각된다.

넷째, 발행된 지방채의 인수단에 의한 인수제도가 확립되어 있으며, 소액발행규모의 지방채는 지방증권회사, 지방은행 등 지역금융기관들에 의해 인수가 이루어지고 발행규모가 큰 지방채의 경우에는 전국적인 증권회사, 은행 등에 의하여 인수되는 등 역할분담이 잘 이루어지고 있다. 지방채의 원활한 인수를 위해서 우리 나라에서도 지역금융기관의 육성과 지방자본시장의 발달이 요청된다고 할 수 있다.

### Ⅲ. 우리 나라 地方債市場의 育成方向

우리 나라 地方債市場은 지방자치제의 본격적인 실시로 바야흐로 전환기를 맞고 있다. 미국의 사례에 비추어 볼 때 지방자치제의 성공적인 정착을 위해서는 地方債

市場의 育成이 필수 불가결한 것으로 생각된다. 본 논문에서는 이러한 시각에서 우리 나라 地方債市場의 育成方向<sup>12)</sup>을 모색해 보고자 한다.

## 1. 地方債發行에 대한 규제완화

지방재정법 제7조에 의하면 “지방자치단체의 세출은 지방채외의 세입을 그 재원으로 하여야 한다”라고 규정하고 있고, 부득이한 경우에만 지방채를 발행할 수 있도록 되어 있다. 또한 지방자치법 제115조에서는 “지방자치단체의 장은 그 지방자치단체의 항구적 이익이 되거나 또는 비상재해복구 등의 필요가 있는 범위 안에서 지방의회 의 결의를 얻어 지방채를 발행할 수 있다”라고 규정하고 있다. 더욱이, 지방자치법시행령 제45조에 의거 지방채 발행은 내무부장관의 승인을 받도록 되어 있다.

이러한 규제조항들은 지방자치단체의 투자재원 조달수단으로서 지방채 발행을 중앙정부가 통제하는 수단으로 활용되고 있다. 그러나 지방채는 지방자치단체의 채무이므로 그 단체의 책임하에 발행되는 것이 지방자치제의 자치재정원칙에 맞다고 할 수 있다. 따라서, 지방채 발행에 대한 규제를 대폭완화<sup>13)</sup>하여 지방채 발행의 승인제도를 미국의 기채제한제도와 같은 간접규제방식으로 전환하여야 할 것이다. 물론, 이러한 규제완화는 급진적 방식(big-bang approach)보다는 점진적 접근방법(gradualism approach)에 의하여 이루어지는 것이 바람직하다고 생각된다.

## 2. 地方債 發行利率의 현실화

우리 나라 지방채는 대부분 시장이자율보다 낮은 이자율로 발행되기 때문에 첨

---

12) 地方債市場은 證券市場이나 債券市場의 일부분이므로 지방채시장의 육성은 증권시장이나 채권시장의 발전방향의 테두리 내에서 논의되어야 할 것이다. 그러나, 본 논문에서는 지면의 제약상 지방채시장과 직접적으로 관련이 되는 내용에 초점을 맞추어 논의를 전개하였다. 우리 나라 증권시장이나 채권시장의 과제에 대한 논의는 윤계섭 외(1994), 이영기·남상구(1994), 이상빈(1995) 그리고 정기웅·김지수(1995) 등을 참조할 것.

13) 지방자치단체들의 소위 도덕적위험문제(moral hazard problem)나 대리인문제(agency problem)로 인하여 지방채 발행이 과도하게 이루어 질 것을 우려하는 견해도 있다(박운섭1994)). 그러나, 이러한 문제는 지방자치단체장등에 대한 임기중사임제(recall system)와 같은 감시기능에 의해 해결되어야지, 지방채 발행을 억제함으로써 해결되어서는 안된다고 생각된다.

가소화방식에 의한 강제할당이 불가피한 실정이다. 이는 우리 나라 지방채시장의 활성화를 저해하는 장애물로 작용하고 있으므로, 지방자치단체의 재정의 부실화가 초래되지 않는 범위 내에서 시장이자율에 의한 지방채발행이 절실하게 요청되고 있다.

그러나, 우리 나라 지방자치단체들의 재정상태가 극히 취약하다는 점에 비추어 볼 때, 미국에서 발행되고 있는 면세지방채(tax-exempt municipal bonds)의 도입<sup>14)</sup>을 신중하게 검토하여야 할 것이다. 면세지방채를 도입하는 경우에는 미국의 사례와 같이 기채건별 및 지방자치단체별로 발행규모를 제한할 필요가 있으며, 지방자치단체의 파산가능성에 대비하여 관련법령을 정비하여야 할 것이다.

### 3. 투자자들의 기호를 고려한 地方債商品의 開發

지방채발행이 자율화되어 지방자치단체들이 지방채를 자유롭게 발행할 수 있더라도, 발행된 지방채가 투자자들로부터 외면을 당한다면 지방채시장 활성화의 길은 요원할 것이다. 따라서, 지방자치단체들은 투자자들의 기호에 맞는 지방채상품의 개발을 위해 노력하여야 할 것이다.

미국의 경우, 일반지방채뿐만 아니라 보험회사가 원리금상환을 보증하는 보험지방채(insured municipal bonds), 상업은행이 원리금상환을 보증하는 은행보증지방채(bank-backed municipal bonds), 그리고 파생증권 특성이 부여된 지방채(municipal derivative securities)등 아주 다양한 지방채상품을 개발·도입하여 투자자들의 다양한 욕구를 만족시키려 하고 있다. 또한 만기가 장기인 지방채(municipal bonds)뿐만 아니라 지방어음(municipal notes), 지방상업어음(municipal commercial paper) 등 단기 금융시장 상품이 도입되어 활발하게 거래되고 있는 점도 우리가 타산지석으로 삼아야 할 대목으로 생각된다.

---

14) 면세지방채의 도입은 지방채시장의 활성화에 크게 기여할 것이지만, 다음과 같은 부작용을 초래할 수 있다. 첫째, 고소득계층의 지방채 투자유인이 강하여 기업의 자금조달에 애로를 초래하는 이른바 구축효과(crowding-out effect)를 초래한다. 둘째, 지방자치단체의 과도한 지방채발행의 유인으로 작용한다. 셋째, 지방채를 많이 발행한 지방자치단체가 더 큰 세금혜택을 보게 되어 지방자치단체간의 균형발전을 저해한다. 이에 대한 논의는 한국산업은행(1995)을 참조할 것.



#### 4. 地方債 流通市場의 확충

지방채발행이 활성화되기 위해서는 잘 발달된 지방채유통시장이 존재하여야 함은 두말할 나위가 없을 것이다. 미국의 경우, 지방채는 주로 장외시장에서 거래되는데, 전국 각지에서 수백 명의 지방채 딜러들이 이 시장을 지지하고 있다. 특기할 만한 사실은 소규모로 발행된 지방채는 지방증권회사, 지방은행 등 지역금융기관에 의해 시장이 유지되며, 대규모로 발행된 지방채는 전국 규모의 대형증권회사와 대형은행 등에 의해 시장이 유지되는 등 역할분담이 이루어지고 있다는 점이다. 그러나, 우리 나라에서는 지방자본시장의 미발달로 인하여 미국에서와 같은 역할 분담이 가능하리라고는 생각되지 않는다.

지방채유통시장의 확충은 전반적인 채권유통시장의 구조개선<sup>15)</sup>의 테두리내에서 논의되어야 할 것이다. 그러나, 지방채 매매의 전담 금융기관으로서 지방증권회사, 지방은행 등 지역금융기관의 육성은 시급한 과제라 생각되며, 지방의 직접금융 활성화를 위하여 지방증권거래소의 설립도 지방화시대를 맞아 긍정적으로 검토되어야 할 것이다.

#### 5. 信用評價機關의 육성과 地方債保險 및 保證制度의 도입 검토

앞으로 지방채 발행이 활성화됨에 따라 필연적으로 다수의 지방자치단체들이 채무불이행상태에 직면하게 될 것이다. 미국의 경우, 이에 대비하는 제도적 장치로서 지방채의 신용평가제도와 지방채 보험 및 보증제도가 확립되어 운용되고 있다. 특히 무디스나 스탠다드 앤드 푸어스와 같은 공신력있는 신용평가기관의 신뢰성있는 신용분석은 미국 지방채시장의 활성화에 기여하는 바가 크다고 할 수 있다.

이러한 미국의 사례에 비추어 볼 때, 우리 나라 지방채시장 활성화를 위하여 신용평가회사들의 신용분석능력 제고<sup>16)</sup>가 시급한 당면과제로 제시되고 있다. 아울러,

---

15) 정기용·김지수(1995)는 국공채 유통시장구조의 개선방안으로 매매거래제도 및 상장제도의 개선, 전문딜러제도의 도입, 채권상의 양성화, RP시장의 활성화, 채권시장개방 및 신상품개발촉진, 그리고 공시제도 및 결제제도의 개선 등을 제시하고 있다.

16) 무보증채권의 경우 신용평가기관으로부터 BBB이상의 신용등급을 받아야 발행이 가능하도록 되어 있는데, 한국신용평가(주), 한국신용정보(주), 한국기업평가(주)등 3개 회사가 증권관리위원회에 의해 신용평가 전문기관으로 지정되어 있다.

채무불이행상태가 도래하면 보험회사나 상업은행<sup>17)</sup>이 지방자치 단체를 대신하여 지방채의 원리금을 상환하여 주는 지방채 보험 및 보증제도의 도입도 신중하게 검토할 필요가 있을 것으로 사료된다.

## IV. 結 論

1995년 7월 1일부터 지방자치제가 본격적으로 실시되고 1998년 7월 1일에 제 2기 민선지방자치단체가 출범함에 따라 바야흐로 우리는 地方化時代를 맞고 있다. 地方化時代에 지방자치단체가 주민의 기호와 욕구에 부합하는 공공재를 공급하기 위해서는 막대한 재원이 필요한 실정이나, 우리 나라 지방자치단체의 재정은 아주 취약한 상태에 있다. 따라서, 실현가능한 한 대안으로서 地方債發行의 活性化를 생각할 수 있을 것이다. 본 논문은 이러한 문제의식에서 출발하여, 지방자치제가 세계에서 가장 잘 실시되고 있는 것으로 평가되는 미국의 사례로부터 우리 나라 지방채시장 육성의 기본방향을 모색해 보고자 시도하였다.

우리 나라 地方債市場 育成의 기본방향은 다음과 같이 요약될 수 있다.

첫째, 지방채발행에 대한 중앙정부의 규제를 대폭 완화하여야 한다. 즉, 지방재정법, 지방재정법시행령, 지방자치법, 지방자치법시행령, 지방공기업법, 그리고 지방공기업법시행령 등을 정비하여 지방자치단체의 지방채발행을 광범위하게 허용하고, 지방채발행의 승인제도를 점진적으로 미국의 기채제한제도와 같은 간접규제방식으로 전환하여야 할 것이다.

둘째, 지방채의 발행이자율을 시장이자율 수준으로 현실화하고, 이자소득에 대하여 세금이 면제되는 면세지방채의 도입을 신중하게 검토하여야 한다. 특히, 시장이자율을 훨씬 밑도는 이자율로 발행된 지방채를 첨가소화방식에 의해 강제로 할당하는 관행은 조속히 철폐되어야 할 것이다.

셋째, 투자자들의 기호에 맞는 다양한 地方債商品을 개발하여야 할 것이다. 미국

---

17) 상업은행의 지방채보증형태는 LOC(letter of credit), ILC(irrevocable line of credit), RLC(revolving line of credit), 그리고 BPA(bond purchase agreement) 등이 있다. 이에 대한 자세한 논의는 Fabozzi, Fabozzi, and Feldstein(1995), pp.53-54를 참조할 것.

에서 발행되고 있는 보험지방채, 은행보증지방채, 파생증권 특성이 부여된 지방채, 그리고 만기가 1년 미만인 단기지방채 등은 우리 나라에서도 도입해 볼 만한 지방채상품으로 생각된다.

넷째, 지방채 유통시장이 확충되어야 한다. 특히, 지방채 매매의 전담기관으로서 지방증권회사, 지방은행 등 지역금융기관의 육성은 시급한 과제라 생각되며, 지방의 직접금융 활성화를 위하여 지방증권거래소의 설립도 지방화시대를 맞이하여 긍정적으로 검토되어야 할 것이다.

다섯째, 신용평가기관을 적극 육성하고 지방채 보험 및 보증제도의 도입을 검토하여야 한다. 우리 나라 신용평가회사들의 신용분석능력의 제고가 시급한 당면과제로 부각되고 있으며, 채무불이행상태가 도래하면 보험회사나 상업은행이 지방자치단체를 대신하여 지방채의 원리금을 상환하여 주는 지방채 보험 및 보증제도의 도입도 적극적으로 검토할 필요가 있을 것으로 사료된다.

## 참 고 문 헌

- 광주·전남 발전연구원, 『민자유치사업 개발방안연구』, 착수보고서, 1995.8.
- 김재형, 『지방자치제하 지역균형 개발방안의 모색』, 포스리 경제저널, 여름호, 1995, pp.58-75
- 류삼열, 『민자유치관련 관광계획 및 법에 대한 고찰』, 강원포럼, 강원개발연구원, 1995. 3.
- 박운섭, 『지역금융 활성화방안 논의에 대한 검토』, 한국은행 청주지점, 1994. 6.
- 박종구, 『지역경제 활성화와 지방재정의 역할』, 이계식의, 『지역발전과 지방 재정』, 한국개발연구원, 1990. 10.
- 박종구, 『지방세출구조의 조정방향』, 송대회, 노기성편, 『지방자치제 실시에 따른 중앙·지방재정기능의 재정립』, 한국개발연구원, 1992. 6.
- 박현일, 『프로젝트 파이낸스의 효과적인 자원조성을 위한 법적장치 연구』, 산은조사월보, 한국산업은행, 1995. 4. pp.26-83.
- 어윤대, 『금융의 세계화와 우리 나라 자본시장 육성대책』, 대한상공회의소, 부산상공회의소 세미나 『세계화시대의 지방금융 발전전략』, 1995. 11. 27.
- 유장희, 『세계화시대의 지방금융』, 전북은행 창립 26주년기념 지역금융 세미나, 『지방자치와 지방금융의 역할』, 1995. 11. 8.
- 윤계섭외, 『신경제와 증권시장의 진로』, 매일경제신문사, 1994.
- 이상빈, 『거래소시장과 장외시장간의 상호관계 정립에 관한 연구』, 한국증권학회 증권심포지엄, 1995. 11. 7.
- 이영기·남상구편, 『국제경쟁력 확보를 위한 한국 증권시장의 과제』, 한국개발연구원, 1994. 3.
- 정기웅·김지수, 『국공채 유통시장구조의 개선방안에 관한 연구』, 한국증권학회 증권심포지엄, 1995. 11. 7.
- 정창영, 『우리 나라 지방채시장 활성화 과제와 전략』, 한국증권학회 증권심포지엄, 1995. 11. 7.
- 지역금융연구기관협의회, 『지역자금 역외유출 및 금융제도 개편과 지방은행의 입장』, 1995. 7. 8.
- 한국산업은행, 『지방채 가이드』, 1995.
- American Banker Inc., The Bond Buyer 1997 Yearbook, 1997.
- Davis, E. H., ... Of The People, By The People, For The People ... - An Informal Analysis of Tax-free Public Bonds-, John Nuveen & Co., 1958.

- Fabozzi, Frank J. T., Dossa Fabozzi, and Sylvian G. Feldstein, *Municipal Bond Portfolio Management*, Irwin, 1995.
- Fisher, Ronald C., *State and Local Public Finance*, Irwin, 1996.
- Gray, Gary and Patrick Cusatis, *Municipal Derivative Securities*, Irwin, 1995.
- Heide, Susan C, Robert A. Klein, and Jess Leaderman, *The Handbook of Municipal Bonds*, Probus, 1994.
- Hochman, Oded., David Pines, and Jacques-Francois Thisse, "On the Optimal Structure of Local Governments", *American Economic Review*, Vol.85, December 1995, pp.1224-1240.
- Strumeyer, Gary M., *Keys to Investing in Municipal Bonds*, Barron's Educational Series, Inc., 1996.
- Tiebout, Charles M., "A Pure Theory of Local Expenditures", *Journal of Political Economy*, 64, 1956, pp.416-424.
- Zimmerman, Dennis, *The Private Use of Tax-Exempt Bonds*, Urban Institute Press, 1991.
- Zipf, Robert, *How Municipal Bonds Work*, New York Institute of Finance, 1995.