

연구보고서 98- (제 권)

지방자치단체 해외자본  
도입 · 관리제도의 개선방안

연구책임 조 기 현

한국지방행정연구원

지방자치단체 해외자본  
도입 · 관리제도의 개선방안

Policy Proposal for the Improvement of Foreign  
Capital Management System in Local  
Governments

연구책임 : 조 기 현

한국지방행정연구원

## 서 문

경제위기로 인하여 지방세수가 감소하는 상황에서는 지방채의 기능을 제한된 범위내에서 운용할 이유가 없다는 논리가 설득력을 얻고 있다. 사실 제정의 자동안정기능이 효과적으로 작동하지 못하는 현실에서 성장잠재력의 토대를 이루는 SOC부문까지 재정지출을 억제하는 긴축정책이 바람직하다고 볼 수는 없다. 그렇다고 해도 해외자본의 도입확대가 최선의 정책선택인가에 대해서는 보다 엄밀한 분석이 필요하다.

당위론적으로 해외자본의 도입필요성에 대해서는 의문의 여지가 없으나 해외자본의 정책적 성과에 대한 평가가 전제되어야 할 것이다. 환리스크를 반영한 실질조달비용과 대상사업의 평가, 제도적 장벽 등 미시적 분석이 선행되었을 때 정책목적을 효과적으로 달성할 수 있기 때문이다. 이들은 그 중요성에도 불구하고 심도있는 연구가 이루어지지 못했던 이슈들이다. 본 연구보고서는 이러한 이슈들을 대상으로 한 본격적인 연구이다.

본 연구보고서는 조기현박사가 집필하였다. 저자는 보고서의 집필과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 국가전문행정연수원의 이재성교수와 건국대학교의 김종순교수에게 진심으로 감사하고 있다.

1999년 3월

韓國地方行政研究院

院長 李 達 坤

## 요 약

해외자본은 내국채와 달리 국제금융시장의 흐름에 따라 도입당시의 가치가 크게 변동하는 특성을 갖는다. 해외자본의 경제적 가치를 결정하는 환률과 국제금리가 외부적 충격에 민감하게 반응하며, 선진국들간 역학관계 속에서 예측불가능할 정도로 임의보행(random walk)을 하는 사례가 종종 발생한다. 때문에 지방자치단체는 명목비용이 아닌 실효차입 비용을 기준으로 해외자본 도입의 타당성을 면밀하게 분석하는 신중한 접근이 필요하다.

그럼에도 대부분의 지방자치단체는 내국채 조차도 체계적으로 관리하지 못하고 있는게 현실이다. 실질적인 의미에서의 자본자유화가 이제 비로서 추진하는 단계에 있으므로 외부적 수단에 의존하는 위험회피전략도 제한적인 범위내에서만 가능하다. 그렇다면 내부관리체계를 최대한 활용해야 하는데, 이를 대비하는 조직체계가 거의 마련되어 있지 않다. 또한 해외자본의 관리는 단순히 위험회피를 넘어 지역개발과 긴밀하게 연계해야 하나 이를 기획하고 조정하는 정책능력이 부족하다.

본 연구는 전술한 문제들을 분석하면서 현실타당한 정책방안들을 제시하고 있다. 주로 환위험 회피에 유용한 전략으로 판단한 내부관리기능과 외부관리기능에 중점을 두고 있으나, 단순히 해외자본에 국한하지 않고 지방채 전반을 종합적이고 체계적으로 관리할 수 있는 정책방안을 모색하였다.

본 보고서에서 제시하는 정책방안을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 적체단체의 현행기준을 유지하면서 적체사업의 범위를 확대하여야 한다. 기존 해외자본의 대상사업인 환경오염방지사업, 도로사업, 산업단지 핵심기반시설사업, 유통단지시설사업을 포함하도록 한다. 동시에 지역경제의 활성화가 국가적으로 중요하므로 이와 관련한 사업들에 대해서도 신속적으로 대응하는 정책전환이 이루어져야 한다.

둘째, 환위험을 합리적이고 체계적으로 관리할 수 있는 조직과 인력, 정보체계의 구축이 이루어져야 한다. 이를 위하여 전담조직을 신설하며 민간전문가들을 영입하여 이들이 실제적으로 활동할 수 있는 권한과 기구를 부여한다. 관리조직은 집중식으로 하며 내부규정을 명시적이고 구체적으로 작성·시행함으로써 감시효과를 극대화 한다.

셋째, 환차손준비금을 확장한 감채기금의 설치를 제안한다. 여기서 제안하는 감채기금은 단순히 환차손을 준비하는 영역을 벗어나 지방채의 연체가능성, 나아가서는 재정위기의 예방조치라는 종합적인 시각에서 감채기금의 운용을 상정하고 있다.

넷째, 이종통화간 상쇄효과와 다양한 파생금융상품을 이용할 수 있도록 발행통화를 다변화한다.

다섯째, 재정자문기관을 활용하도록 한다. 전문능력을 보유한 국내은행 및 증권사를 재정자문기관(Financial Advisor)으로 지정하여 해외자본의 도입과 사후관리를 효과적으로 추진하도록 한다. 재정자문기관에 대해서는 소정의 수수료를 지급하되 조달계획, 발행수단, 발행시장, 도입조

건, 계약서의 작성 등의 도입단계와 환위험의 헷지에 필요한 금융기법, 정보제공, 교육훈련 등 사후관리지원체제를 포함하여야 한다.

# 목 차

제1장 서론 .....	1
제1절 연구의 목적 .....	1
제2절 연구범위 및 방법 .....	4
제2장 지방채제도와 해외자본 .....	6
제1절 지방채제도의 운용현황 .....	6
1. 지방채제도의 운용현황 .....	6
2. 지방채제도의 당면과제 .....	9
제2절 해외자본의 의의 .....	15
1. 해외자본의 도입모형 .....	15
2. 지방채로서 해외자본의 의의 .....	19
제3절 해외자본시장의 동향과 도입절차 .....	23
1. 해외자본시장의 구조 및 동향 .....	23
2. 신용평가의 절차 및 내용 .....	30
제3장 현행 해외자본 도입제도 및 실태분석 .....	39
제1절 해외자본의 도입제도 .....	39
1. 해외자본의 발행절차 .....	39

2. 현행 해외자본 도입제도 .....	45
제2절 해외자본의 도입실태 분석 .....	52
1. 지방자치단체 해외자본 도입의 개관 .....	52
2. 부문별 해외자본 도입현황 .....	54
제3절 해외자본의 사후관리 현황 .....	67
1. 파생금융상품과 우리나라의 파생금융시장의 현황 .....	67
2. 해외자본의 사후관리 현황 .....	73
제4절 해외자본 도입의 타당성 분석 .....	75
1. 실효차입비용의 분석 .....	75
2. 환차손의 평가 .....	78
3. 연체위험도 분석 .....	82
제4장 해외자본 도입제도의 개선방안 .....	87
제1절 기본방향 .....	87
제2절 관련법령 및 제도의 정비방안 .....	90
1. 관련법령의 검토 .....	90
2. 기재승인제도의 개선 .....	94
제3절 내부관리기능의 제고방안 .....	100
1. 인사·조직체계의 재정비 .....	102
2. 감채기금의 설치 .....	108
3. 통화구성의 다양화 .....	111
제4절 외부관리기능의 제고방안 .....	115



1. 파생외환금융상품의 활용 .....	115
2. 재정자문기관의 활용 .....	117
제5장 요약 및 정책건의 .....	120
제1절 연구의 요약 .....	120
제2절 정책건의 .....	122
<참고문헌> .....	126

## 표 목 차

<표 2- 1> 지방채사업의 관계부처별 협의자금 .....	9
<표 2- 2> 공공자금의 지방채 인수비중 .....	14
<표 2- 3> 유려채와 외국채의 비교 .....	26
<표 2- 4> 해외자본시장의 차입수단별 비중 .....	28
<표 2- 5> 표시통화별 구성내용 .....	29
<표 2- 6> 신용등급 기호와 내용 .....	37
<표 3- 1> 주간증권사 제언서 내용의 상호비교 .....	45
<표 3- 2> 3단계 외환거래 자유화계획 .....	51
<표 3- 3> 우리나라의 외채 추이 .....	53
<표 3- 4> 시도별 해외자본 도입현황 .....	55
<표 3- 5> 지방채대비 해외자본의 비중 .....	56
<표 3- 6> 원금대비 이자비중의 비교 .....	58
<표 3- 7> 지방자치단체 외화증권채 발행현황 .....	60
<표 3- 8> 표시통화별 비중 .....	61
<표 3- 9> 사업주체별 공공차관 도입현황 .....	63
<표 3-10> 지역별·사업별 공공차관 도입현황 .....	65
<표 3-11> 사업별·형태별 공공차관 도입현황 .....	66
<표 3-12> 우리나라 파생외환금융상품 거래현황 .....	73
<표 3-13> 실효차입비용 분석 결과 .....	78
<표 3-14> 환차손 규모의 추계 .....	81

<표 3- 15> 연체위험확률의 추정 결과 .....	86
<표 4- 1> 이전재원 축소 현황 .....	96
<표 4- 2> 주요 환률간 파급효과 .....	114

## 그림 목 차

<그림 2- 1> 해외자본의 최적차입모형 .....	17
<그림 2- 2> 해외자본의 도입과 외부비경제 .....	18
<그림 2- 3> 지방채로서 해외자본의 위치 .....	20
<그림 2- 4> 구축효과와 비교정태분석 .....	22
<그림 4- 1> 주요 환률의 변동추이 .....	112

## 제1장 서론

### 제1절 연구의 목적

IMF는 외환위기를 극복하는데 필요한 국제금융을 제공하면서 크게 두가지 이행조건을 제시한바 있다. 첫째는 당면한 외환위기를 초래한 직접적이고 단기적인 요인에 대한 대책이며, 둘째는 구조적이고 장기적인 정책대안으로 취약한 경제질서를 개선하기 위한 것들이다. 소위 안정화 프로그램에 해당하는 전자는 기본적으로 경상수지를 개선하기 위한 총수요 감축을 목표로 하므로 당연히 긴축정책으로 나타난다. 구조조정 프로그램에 해당하는 후자로는 진정한 변동환율제도로의 이행, 명확하고 엄격한 퇴출정책과 경쟁촉진에 의한 금융산업의 구조조정, 금융개혁을 통한 재벌의 차입경영행태 쇄신, 기업경영의 투명성 제고 등의 제반조치들을 실시함으로써 기업지배구조 및 기업구조를 근대화한다는 내용이다. 한마디로 게임의 룰을 재정립하고 시장경쟁을 촉진함으로써 자원배분의 효율성을 제고하겠다는 신자유주의적 의지이다. 기존의 양적성장을 지지해온 자의적인 규제규율(regulatory discipline)을 탈피하여 자율적인 시장규율(market discipline)로 전환하는 새로운 성장패러다임을 구축하는 것이다.

이러한 국가전반의 시스템적 변화에 대응하여 우리의 지방채정책도 기존의 직접규제양식에서 벗어나 이제는 간접적인 규제로 전환하는 문제를 진지하게 검토할 단계에 있다고 판단된다. 기채승인권의 완화나 지방자치단체로의 이양은 보다 완화된 직접규제이며 장기적으로는 지방채시장에 참여하는 신용평가기관과 투자가가 결정하는 시장규율로 전환하는 문제를 실질적으로 검토해야 할 것이다. 현실적으로도 지방재정이 당면하고 있는 대내외적 여건을 감안하면 지방채발행을 확대시키는 정책의 유연성을 필요로 한다.

1999년도에는 실업률이 사상최고인 8%에 이를 것으로 예상하는등 실물경제의 침체가 심각한 수준이며 1998년도 경제성장률은 -6%에 그칠 것으로 보인다. 이미 내수소비에 민감한 영향을 받는 취득세와 등록세의 징수실적이 전년대비 30% 정도 감소하고 있으며 지방양여금, 지방교부세 등 이전재원도 상당수준 감축한 상태에서 지원되고 있다. 반면에 실업자구제를 위한 공공사업비의 일정부분은 지방자치단체가 부담해야 하며 세수기반 확충을 위한 지역산업의 진흥, SOC관련사업에 대한 재정수요는 증대하고 있어 세입-세출의 불균형이 악화될 수 밖에 없다. 이런 추세라면 재정적자가 구조화되어 재정위기의 단초로 작용할 가능성도 배제할 수 없게 되었다.

서울을 중심으로 외부불경제하에 놓여 있는 몇몇 대도시들과 외부경제적 효과를 실현·제고해야 하는 도본청은 정반대의 이유이긴 하나 모두 사회기반시설을 확충해야 할 상황에 있다. 대도시들은 삶의 질을 향상시키는데 필요한 행정수요와 교통난, 주택난, 환경공해 등의 사회경제

적 문제를 해결해야 집적의 불이익을 최소화할 수 있다. 반면에 도본청의 경우는 대도시들이 당면하고 있는 이러한 애로요인들을 해결하면서 한편으로는 상하수도의 정비나 확충, 도로건설, 공단조성 등 지역경제의 진흥과 집적의 이익을 실현할 수 있는 분야에 대한 대규모 투자가 요구되는 시점에 있다.

이와 같이 오늘날의 지방재정은 직접적으로 삶의 질을 향상시키는 환경관련사업, 교통사업은 물론 성장잠재력 배양에 필요한 지역개발사업, 경제위기 극복에 필수적인 SOC사업, 실업자구제를 위한 공공투자사업 등 급격한 재정수요에 직면해 있다. 이런 상황에서는 지방채가 갖는 연도간 재원조정기능과 재원조달기능을 적극적으로 활용하는 전략적 선택이 이루어질 수 밖에 없다. 최근 지방자치단체들이 해외자본의 도입에 관심을 기울이는 것은 이러한 사정에 기인한 것으로 이해된다.

해외자본은 장기저리의 자금으로서 내국채에 비하여 도입조건이 대단히 양호하다. 때문에 지방자치단체들이 해외자본을 활용하여 지역의 현안사업을 해결하려는 욕망을 제어하기는 어려울 것이다. 그러나 국제금융시장에 대한 전문인력이 전무하고 사후관리체계가 미흡한 현실을 감안하면 과도한 해외자본 도입은 신중을 기할 필요가 있다. 정부가 지난 5월에 발표한 「제3단계 자본자유화계획」에 따르면 올해 7월부터 용도제한을 폐지하며 지방자치단체도 자유롭게 해외자본을 도입할 수 있다.

우리나라의 외환정책이 인가제에서 신고제로, 전혀 새로운 시각에서 출발하므로 지방자치단체는 그 어느때 보다 도입단계부터 상환만기까지 자기책임하에 외채관리를 해야 한다. 문제는 현재 지방자치단체가 보유

한 역량이 절대적으로 부족하다는 사실이다. 다이내믹하게 변동하는 환률과 국제금리를 추적하는 것은 당연하며 내국채까지 포괄하여 지방채전반을 합리적으로 관리·운용할 수 있는 인사·조직체계가 미흡한 실정이다. 더 나아가 환률과 국제금리의 변화를 반영한 실효차입비용을 검토하면 해외자본의 조달비용이 내국채에 비하여 반드시 유리하지도 않다.

본 연구는 전술한 문제를 종합적으로 검토하면서 개선방안을 제시하고 있다. 여기에는 자본자유화 추세에 부합하는 지방채정책의 전환도 포함하고 있다. 어쨌든 현재의 위기국면에 대응하기 위해서는 기채승인제도를 재검토하지 않을 수 없다는 현실적인 이유도 있다. 이밖에 환위험을 효과적으로 회피할 수 있는 내부관리기능의 재정비, 감채기금의 설치등을 중심으로 사후관리를 제고할 수 있는 정책방안도 제시하고 있다.

## 제2절 연구범위 및 방법

일반적으로 해외자본이라 하면 상업차관, 공공차관, 외화증권채, 외국인직접투자, 외화대출 등을 포괄하는 개념이다. 그러나 본 연구에서는 차관과 외화증권채에 한하여 분석하며, 따라서 여기서 언급하는 해외자본이란 바로 외국인직접투자와 외화대출을 제외한 개념이다. 본 연구는 실효차입비용과 환차손을 추계하고 있으며 Logit모형을 이용하여 연체위험도를 분석하였다. 동시에 지방채의 거시경제적 효과를 실증적으로 확인하고 있다.

본 연구의 구성체계는 다음과 같다. 먼저 제2장에서는 해외자본의 최적차입모형을 이용하여 사후관리정책의 기본방향을 기술하고 있으며 해외자본시장의 동향, 신용평가항목을 설명하였다. 제3장은 현황분석으로 공공차관을 대상으로 사업별·지역별·표시통화별 특징을 파악하였다. 동시에 해외자본의 의의를 정확하게 확인하고자 환차손 규모와 실효차입비용의 추계, 연체위험도를 실증적으로 확인하였다. 제4장에서는 기채승인제를 제검토하면서 해외자본의 사전적·사후적 관리체계를 강화하는 정책방안들을 제시하고 있다. 구체적으로 새로 개정된 외환관련법령을 검토하고 있으며 환위험을 회피하는데 유용한 전담조직과 전담인력의 확보, 외환과생상품의 이용, 감채기금의 설치, 표시통화의 다변화방안을 포함한다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구를 종합함과 동시에 정책방안들을 정리하여 제시하고 있다.



## 제2장 지방채제도와 해외자본

### 제1절 지방채제도의 운용현황

#### 1. 지방채제도의 운용현황

기채승인제도 현재 우리나라의 지방채제도<sup>1)</sup>는 이른바 非募債主義에 의한 기채승인제도를 근간으로 한다. 즉, 지방자치법(제115조)은 행정자치부장관의 승인하에 지방채를 발행하도록 규정하고 있으며 동시에 지방채정법 시행령에서 발행대상사업을 포괄적으로 명시하고 있다. 이처럼 지방자치단체의 자율에 맡기지 않고 중앙정부의 승인을 받도록 하는 것은 건전재정을 유지함으로써 재정위기로 인한 공공서비스의 공급기능이 마비되는 사태를 사전에 방지해야 한다는 논리에 근거를 둔다. 이밖에 공평한 자금배분으로 균형있는 지역개발을 도모하고 국가정책과 연계성을 강화하여 효율적인 자원배분을 도모하는 것도 부수적인 이유이다.

그러나 근본적으로 기채승인제도는 재정위기를 방지한다는 예방적

1) 엄밀하게 말해서 지방채의 사전적 의미는 증권발행채를 지칭한다. 그러나 대부분 관련 문헌들은 중서차입채까지 포괄하는 개념으로 지방채란 용어를 사용하고 있으며, 여기서도 지방채는 증권발행채와 중서차입채 모두를 지칭하는 개념으로 사용하고자 한다

조치에 운영의 목표를 두고 있으며 내면적으로는 지방자치단체의 재정운용 행태에 대한 중앙정부의 불신이 자리잡고 있다. 그것은 우리의 지방자치제도 역사가 일천하여 합리적인 중앙-지방간 재정관계를 확립하지 못한데 있으나 사실 지방자치단체의 재정운영이 신뢰감을 주지 못한 측면도 있음을 부인하기 어렵다.

기채승인제도는 적체사업과 적체단체를 근간으로 한다. 전자는 적체성원칙에 의하여 지방채사업의 효율성을 극대화하는 질적제약으로 지방채정법 제6조는 다음을 適債事業으로 규정하고 있다. 첫째, 공용·공공시설의 설치, 둘째 수익금으로 원리금상환이 가능한 사업, 셋째 천재지변으로 인한 재해등 예측할 수 없는 세입결함의 보전, 넷째 재해예방 및 복구사업, 다섯째 지방채의 차환, 여섯째 기타 주민복지의 증진을 위하여 특별히 인정한 사업이 이에 해당한다. 반면에 후자는 재정위기와 직접적이고 긴밀한 관계가 있는 발행규모를 제한하는 기능을 갖는다.

지방채를 발행할 수 있는 적체단체이기 위해서는 첫째, 채무비비율<sup>2)</sup>이 20% 이하이어야 하며, 둘째 기준년도의 지방세징수 전망 또는 기준년도의 지방세징수실적이 기준 전전년도에 비하여 90% 이상인 단체, 셋째 기준 전년도의 실질수지비율<sup>3)</sup>이 -10% 이하인 단체, 넷째 순지방비로 상환해야 할 채무의 연체가 없는 단체, 마지막으로 과거 부정환 방법으로 기채했거나 승인을 받지 않고 기채한 사실이 없는 단체가 여기에 해

2)  $\frac{\text{최근 4년간 순지방비로 상환한 평균채무액}}{\text{최근 4년간 평균 일반채원 수입액}} \times 100$

3)  $\frac{\text{실질수지(형식수지 - 다음 연도 이월금)}}{\text{일반채원(지방세+보통교부금+경상세외수입+조정교부금)}} \times 100$

당한다. 그러나 현실적으로 적체단체에 해당하는 지방자치단체는 전무하다해도 과언이 아니다. 이는 그동안 중앙재정과 지방재정을 불문하고 건전재정의 원칙에 입각하여 지극히 보수적인 재정운용을 보인 데 있다. 사실 우리의 지방채제도가 엄격한 사전승인제도를 고수하고 있는 배경은 바로 재정운영은 건전해야 한다는 당위론에 정책의 최우선순위를 부여한 데 있다. 한편 지방공기업은 발행기준을 별도로 제시하고 있는데, 하수도 사업은 기채충당률(총사업비대비 지방채자금의 비율)이 시의 경우에는 70% 이하, 군은 60% 이하이어야 한다.

**지방채발행계획제도** 기채승인제도와 함께 지방채사업의 기준으로서 지방채발행계획제도를 운영하고 있다. 지방채발행계획은 중앙정부가 당해연도의 국가경제와 지방재정의 상황을 고려하여 기채승인의 기본방침을 정하고 사업별 예정액과 자금별 한도액을 조정한 종합계획으로 투자재원을 안정적으로 확보하는데 목적이 있다. 이를 위하여 중앙정부는 각 지방자치단체가 지방채발행계획을 수립하는데 기초가 되는 「지방채발행계획수립지침」을 작성하여 시달한다. 그러면 지방자치단체는 이 지침을 근거로 각자의 지방채발행계획을 수립하여 중앙정부에 보고하는데, 각 지방자치단체는 사전에 관계부처와 협의하여 사업의 필요성, 재원지원의 가능성과 지원액 등 지방채사업을 원활하게 추진하는데 필수적인 요소들을 반영하여야 한다. 관계부처의 지원계획을 반영하지 않은 경우 기채승인을 받기 어렵다. <표 2-1>은 관련부처와 협의할 수 있는 자금과 사업들을 정리한 것이다.

<표 2-1> 지방채사업의 관계부처별 협의자금

관련부처	협 의 자 금
재정경제부	지방채발행계획 총규모, 해외자본, 財特자금, 공공자금 관리기금 등
농림부	농산물가격안정기금(농수산물도매시장 건립), 농어촌구조개선특별자금(농어촌 정주권개발, 관광휴양단지), 재특자금(도서벽지전화사업, 농공단지조성사업) 등
통상산업부	재특자금(농공단지 조성, 도서벽지전화사업), 에너지 및 자원사업 특별회계자금(지역난방사업) 등
건설교통부	토지관리 및 지역균형개발특별회계자금(광역상수도사업, 지방공단지조성사업), 국민주택기금(주택건설, 택지 조성), 道特자금(지하철, 철도건널목설치사업) 등
환경부	재특자금(쓰레기소각장시설, 지역상수도사업), 공공자금 관리기금(농공단지폐수처리시설, 하수처리장시설)

## 2. 지방채제도의 당면과제

지방채는 급변하는 지방재정의 환경에 맞추어 재원확충과 정책목표에 순발력 있게 대응할 수 있고 단기적으로 실현가능성이 높은 정책수단이란 점에서 존재의의가 높은 세입원이다. 특히, 지방채는 국채와는 달리 인플레이션이나 이자율 상승 등 통화정책상 교란요인으로 작용하기 어려우면서도 경제하부구조의 구축, 공공투자를 통한 지역개발 및 소득향상

등 재정정책적 효과를 기대할 수 있어 다른 외부재원에 비하여 뚜렷한 차별성을 갖는다.

그럼에도 현행 우리나라의 지방채제도는 규제규율에 의존함으로써 다음과 같은 문제를 안고 있다. 첫째, 지방채발행제도 측면에서 적채사업과 적채단체에 대한 기준이 현실을 제대로 반영하지 못하여 지방자치단체의 기채권이 제약되어 있고, 이로 인한 발행물량의 과소와 발행주체가 난립하고 있다. 둘째, 발행금리가 시장실세금리에 비해 심하게 괴리됨으로써 상품성이 떨어진다. 셋째, 지방채의 자본시장 유통이 거의 이루어지지 않아 공권력적인 재정행위로 강제소화하고 있으며 투자자를 유인할 수 있는 정보전달체계가 거의 이루어지지 않아 수요기반이 대단히 취약하다.

한마디로 지방자치단체의 부족재원을 중개하는 지방채시장이 형성되지 않았다고 볼 수 있다. 지방채도 여타 금융상품과 마찬가지로 만기, 이자율, 환매가격 등 자신의 가치를 결정하는 부채수단(debt instrument)이란 사실을 경시하고 있는 것이다. 때문에 현재의 지방채시장은 지방자치단체의 자금수요를 효과적으로 충족시키지 못하고 있는 실정이다. 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 제

도상의 제약으로 외부자금에의 접근이 어려우며 지방채의 상품성과 유통기능의 미흡, 그리고 인수자금의 부족으로 동원가능한 자금이 절대적으로 부족하다. 여기에는 우리나라의 채권시장이 금융선진국 수준으로 기능하지 못하는 현실이 근본적인 원인으로 작용한다.

앞에서 지적하고 있는 정보의 비대칭성, 비현실적인 발행수익률, 유통기능의 취약 등의 문제는 단지 지방채에 국한하는 문제라기 보다는 우리나라 채권시장이 직면하고 있는 구조적·제도적 한계이기도 하다. 따라서 이 문제는 금융시스템의 재구축과 금융자율화라는 장기적이고 거시적인 시각에서 접근해야 할 문제이고 여기서는 해외자금의 도입과 관련하여 기채승인제도와 공공자금을 핵심으로 하는 양질의 인수자금이 부족하다는 점을 제점토하는 수준에서 정리하기로 한다.

**기채승인제도의 문제** 현재 관련 전문가들이 제기하는 기채승인제도의 문제는 크게 중앙-지방간 재정관계하에서의 당위론적 입장과 실제 운영과정에서 나타나는 기술적인 사항으로 정리할 수 있다. 첫 번째 사항은 지방자치원리에 입각하여 지방자치단체가 권한과 책임을 공유해야 하며, 지방재정의 자율성을 제고함으로써 독자적인 지역발전정책이 가능해야 하고, 수평적 재정조정(지방채 이외의 다른 정책수단으로 해결하는게 바람직하다는 논리이다. 두 번째 사항은 현재 지방채의 발행물량이 우려할만한 단계가 아니며, 적채기준이 불분명할 뿐 아니라 현실에 부합하지 않는 기준을 적용하고 있고, 지방채의 중요한 기능인 자원조달기능을 약화시킨다는 점이다.

재원조달기능의 취약은 실증적으로 확인할 수 있다. 1972~1996년 기간을 대상으로 통상회귀법(OLS)를 이용, 지방채 행태식을 추정하였다. 여기서 설명변수는 세입만으로 세출을 충당할 수 없는 경우에 지방채를 발행하는 것으로 보아 각각 일반회계와 특별회계를 합한 세입과 세출의 차이인 SU를 설정하였다. 따라서 본 모형에 의하면 추정계수가 1이어야 지방채가 재원조달수준으로서 적절한 기능을 수행한다고 판단할 수 있다. 즉, 세입 - 세출 차의 증가분은 지방채발행으로 재원을 조달한다고 본다. 그러나 실증분석 결과 추정계수인 탄력성이 0.88로 나타나 이론적 수준인 1에 미달하는 것으로 나타났다.

$$\ln \text{Bond}_t = 1.07 + 0.88 \ln \text{SU}_{t-1} \quad R^2 = 0.93, \text{ D.W.} = 1.63$$

(3.0)\*\* (7.06)\*\*

\*\*는 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각함을 의미

**인수자금의 문제** 우리의 지방채제도는 시장원리에 충실한 미국의 지방채제도도 아니면서 그렇다고 일본과 같이 중앙정부가 적극적으로 인수자금을 지원하여 지방채의 발행과 유통을 촉진하는 시스템도 아닌 애매모호한 형태로 운영하고 있다. 물론 미국의 지방채제도라 해도 완전히 시장에 맡기지만은 않는다. 원칙적으로 시장에 일임하되 과세권이 채무

의 담보가 되는 일반보증채(General Obligation Bond)에 한하여 발행량을 제한하는 부분적인 기채상한제도를 운용한다<sup>4)</sup>. 이는 채무불이행으로 인한 지방자치단체의 행정서비스 중단, 투자자보호의 관점에서 이루어지는 최소한의 안전장치이다. 그러나 대상사업, 도입조건 등은 사업의 타당성과 상환능력에 따라 지방채시장에서 결정하며 그 핵심은 신용평가에 있다. 인수자금에 대한 연방정부의 지원은 인수자금의 인수와 같은 직접적인 지원 보다는 조세감면채와 같이 간접적인 지원에 의존한다.

우리과 동일하게 일본의 지방채제도도 작채단체와 적채사업을 기준으로 중앙정부가 기채를 승인하는 시스템이다. 그러나 지방채사업의 대상이 광범위하며 발행가능한 지방채의 종류도 다양하여 지방재정의 자율성을 상당부분 보장하고 있다. 그러면서 동시에 중앙정부는 양질의 공공자금으로 지방채를 인수할 수 있는 제도적 장치를 마련해 놓고 있다. 예컨대 1997년 현재 정부자금으로 지방채를 인수하는 비율이 48.3%에 이르고 있으며 공영공고의 자금까지 감안하면 공공자금의 인수비중이 60%를 상회한다. 30%에 불과한 민간자금에도 우대금리로 차입하는 연고자금이나 공제자금이 포함되어 있어 일본의 지방채는 양질의 조건으로 소화하는 셈이다<sup>5)</sup>.

4) 미국의 경우 기채제한은 크게 절대적 제한과 상대적 제한으로 구분할 수 있다. 절대적 제한은 인디애나주와 같이 일반보증채의 발행을 금지하는 것으로 특별한 경우를 제외하고는 지방채발행 자체를 금지한다. 상대적 제한은 기채상한제를 의미하는데, 상한의 기준은 주에 따라 다양하게 나타난다. 그러나 대체로 절대적인 발행물량을 제한하거나 자산가치의 일정비율까지 지방채발행을 허용하는 형태로 나타나고 있다. 이에 대해서는 다음 논문을 참조

W. B. Hildreth, "State and Local Government as Borrowers : Strategic Choices and the Capital Market", PAR, Vol. 53, No. 1, 1993.

5) 地方債制度研究會, 「地方債の手引」, 1997, p. 290.



<표 2-2> 공공자금의 지방채 인수비중

(단위 : 억원, %)

합 계	중서차입채					증권발행채			
		정부 자금	공공 자금	차 관	민간 자금		모 집	매 출	교 부
190,711	114,994 (60.3)	52,593 (27.6)	45,802 (24.0)	8,831 (4.6)	7,768 (4.1)	75,717 (39.7)	17,407 (9.1)	54,986 (28.8)	3,324 (1.7)

주 : 1) 원금잔액기준

자료 : 행정자치부 재정경제과

이에 비하여 우리나라는 정부자금과 지방공공자금을 포함한 공공자금의 인수비중이 1997년말 현재 51.7%에 불과한 실정이다. 상당부분의 지방채가 강제침가형식으로 소화한 증권발행채(38.4%)이다. 정부자금 가운데 가장 큰 비중을 차지하는 것은 각종 정부관리기금과 재정투융자특별회계의 융자계정이다. 그러나 정부관리기금 가운데 농수산물가격안정기금, 국민주택기금 등 일부 기금에만 한정되어 있어 지방자치단체가 추진하고자 하는 SOC사업과 부합하지 못하고 있다. 물론 재특자금에 도로 관련 특별회계가 마련되어 있으나 가용규모가 절대적으로 부족하여 인수자금으로서 동원능력에는 한계가 있다.

## 제2절 해외자본의 의의

### 1. 해외자본의 도입모형

해외로부터 도입가능한 자본에는 공공차관과 상업차관을 포괄하는 일반적인 의미의 차관과 외화채발행, 외화대출, 외국인 직접투자(FDI)가 있다. 이 가운데 1995년부터 도입이 중단된 공공차관을 제외하면 상업차관, 외화채, 외화대출, 그리고 외국인 직접투자가 현행 외환관리제도하에서 지방자치단체가 도입가능한 해외자본들이다. 본 연구는 외화대출과 외국인 직접투자는 분석대상에서 제외하기로 하고 상업차관과 외화채가 갖는 국민경제적 효과를 기술하고자 한다.

폐쇄경제하에서 일국의 투자는 국내저축으로부터 재원을 조달한다. 그러나 통상 국내에서 동원가능한 재원은 한정되어 있기 마련이며, 설사 가능하다 해도 선진국의 고급기술이 체화된(embodied) 자본재를 수입해야 하는 경우에는 해외자본을 이용할 수 밖에 없다. 우리나라는 과거 생산요소의 양적투입으로 생산력을 증대시키는 외연적 성장전략을 추진함으로써 만성적인 자금부족을 경험한바 있다. 투자자금에 대한 초과수요 현상은 오늘날에 와서도 해소되지 않고 있는데, 이는 우리경제가 여전히 지속적인 경제성장을 요구하고 있고 이에 필요한 민간부문과 공공부문의 투자수요가 국내저축을 상회한데 있다. 따라서 지속적인 성장을 위해서는 국내저축의 부족분에 해당하는 자본에 대해서는 해외로부터 차입하였는데, 흔히 외채로 지칭하는 해외자본은 국내저축의 대칭적인 개념으로서 해외저축이라 한다. 이 해외자본의 공과에 대해서는 이견이 없는바

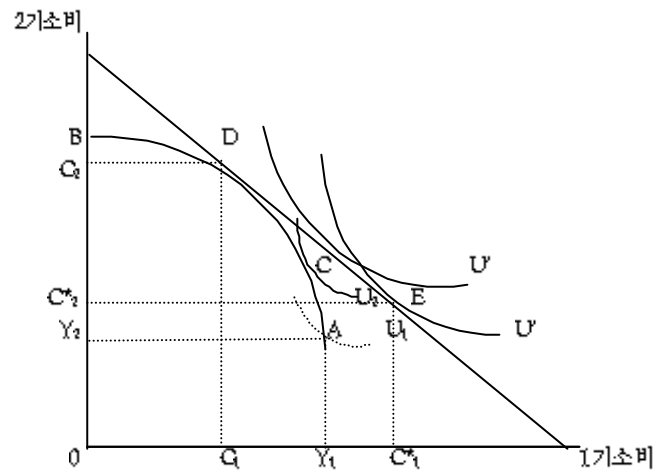
아니나 대체로 경제성장을 위한 재원으로서 긍정적인 평가를 내리고 있다.

이론적으로 해외자본에 대한 논의는 크게 두가지 방향에서 접근하고 있다. 하나는 간단한 Harrod - Domar류의 성장모형을 이용하여 자본의 한계자본계수와 국내저축률이 주어졌을 때 해외자본의 규모가 결정됨을 보여준다. 다른 하나는 시점간(intertemporal) 최적화모형으로 사회후생함수로부터 후생수준을 극대화하는 최적해외차입규모를 유도한다. 여기서는 투자 및 성장이론에서 널리 이용하고 있는 2기모형을 응용하여 해외차입의 결정요인을 도출하기로 한다. 이 모형은 현재소비와 미래소비간 최적배분을 설명한다. 예컨대 전기간이 2기일 때 총소득 ( $Y_1 + (Y_2 / 1 + r^*)$ ) 으로 총소비 ( $C_1 + (C_2 / 1 + r^*)$ )을 충당한다면 사회적 후생수준을 극대화하는 최적소비  $C_1^*, C_2^*$  가 유도된다. 그러면 해외자본의 최적차입수준은 1기의 최적소비에서 1기의 소득을 차감한  $B^* = C_1^* - Y_1$  이 된다. 여기서  $r^*$ 는 할인률로 개방경제하에서는 국제자본시장에서의 할인률과 일치한다.

<그림 2-1>은 바로 해외자본의 최적차입이 결정되는 과정을 보여준다. 먼저 생산활동이 존재하지 않는 폐쇄경제를 상정하면 매기 소비배분은 매기의 소득수준과 일치해야 하므로 사회적 후생수준은  $U_1$ 이다. 그러나 1기에 투자와 저축을 통해서 생산이 가능해지면 1기의 생산은 생산가능곡선을 따라 점 A에서 점 C로 이동하여 후생수준도  $U_1$ 에서  $U_2$ 로 향상된다. 그러나 경제가 완전개방되어 국내이자율이 국제자본시장의 이자율  $r^*$ 와 일치하게 되면 무차별곡선의 기울기 =  $r^*$  = 생산가능곡선의

기울기를 만족하는 점에서 최적수준의 생산·소비가 결정된다. 즉, 최적 소비는 점 E에서 최적생산은 점 D에서 이루어지며, 이에 따라 사회적 후생수준도  $U_2$ 에서  $U_3$ 로 향상되는 결과를 가져온다. 이때 1기의 최적 소비는  $OC^*_1$ , 실제 소비는  $OC_1$ 이므로 사회적 후생수준을 극대화하기 위해서는  $C_1C^*_1$ 만큼 해외에서 차입해야 한다. 즉, 1기에  $C_1C^*_1$ 만큼의 해외자본을 도입하여 2기에  $C^*_2C_2$ 에 해당하는 원리금을 상환하는 것이 사회적으로 최적이다<sup>6)</sup>.

<그림 2-1> 해외자본의 최적차입모형

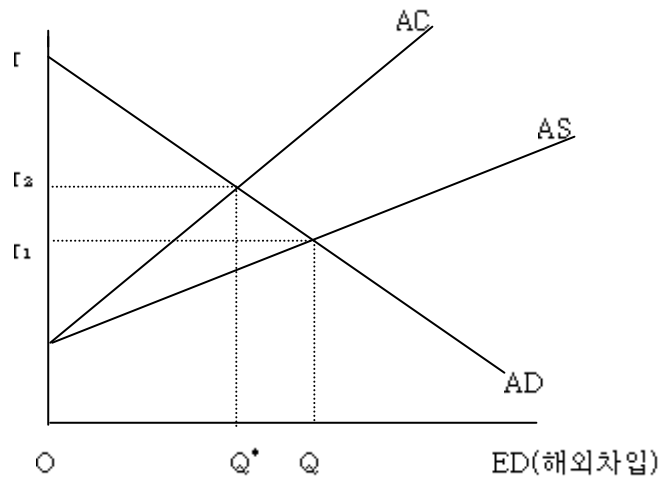


다음으로 상업차관을 중심으로 해외자본의 차입모형을 살펴보도록 하자. 이 모형을 통하여 우리는 해외자본의 도입과 관리시 유의해야 할

6) J. Hirshleifer, Investment, Interest and Capital, 1970.

정책적 시사점을 얻을 수 있다. 공공차관을 제외한 해외자본의 차입금리는 차입규모에 비례하여 상승하는게 일반적이며 차입자간의 경쟁으로 차입비용의 외부비경제가 발생한다. <그림 2-2>에서 AD는 국내총투자에서 국내총저축을 차감한 해외자본의 수요곡선을 나타낸다. AS는 국제금융시장에서 차입국에 제공하는 해외자본의 공급곡선으로 채무지불불능 위험도에 따라 가산금리(spread)가 증가하는  $r = r^* + a B$ 의 함수형태를 갖는다.

<그림 2-2> 해외자본의 도입과 외부비경제



외부경제가 존재하지 않는다면 균형차입규모는  $OQ^*$ 이다. 그러나 국내 차입자간에 자금조달경쟁이 과도하게 발생할 경우 한계차입에 적용하는 한계금리는 기채무자의 채무부담마저 올리게 된다. 이때 국내차입자

전체가 부담하는 총이자지급액은  $rB = (r^* + aB)B$  이므로 한계차입비용은  $MC = \partial r / \partial B = r^* + 2aB$ 가 되어 해외자본 공급곡선보다 위에 위치하면서 우상향하는 AC의 형태를 갖는다. 따라서 국가전체적 관점에서 보면 도입금리는  $r_1$ 에서  $r_2$ 로 상승하며, 이에 따라 정부는 해외자본 도입 규모를 적정차입규모  $OQ^*$ 수준으로 조정하는 시장개입이 이루어져야 한다.

상기 모형으로부터 알 수 있는 사실은 첫째, 국제금융시장에서 국내 차입자간의 과당경쟁이 발생할 경우에는 정부차원에서 외부비경제를 내부화하는 조정정책이 필요하다는 점이다. 둘째, 차입국의 국가신용도가 가산금리의 주요한 결정요인이 되므로 정치·사회적 불안요인을 제거함과 동시에 효율적인 경제운용이 이루어져야 한다. 이는 지방자치단체들이 요구하는 해외자본의 대상사업 확대나 승인요건의 완화와 같은 사항은 국가전체의 외부비경제를 내부화할 수 있는가의 관점에서 접근해야 함을 시사한다. 동시에 최소한의 비용으로 해외자본을 도입하기 위해서는 근본적으로 국가신용도가 높은 수준을 유지해야 하지만 지방자치단체 자신도 건전한 재정운용을 유지해야 함을 함축한다.

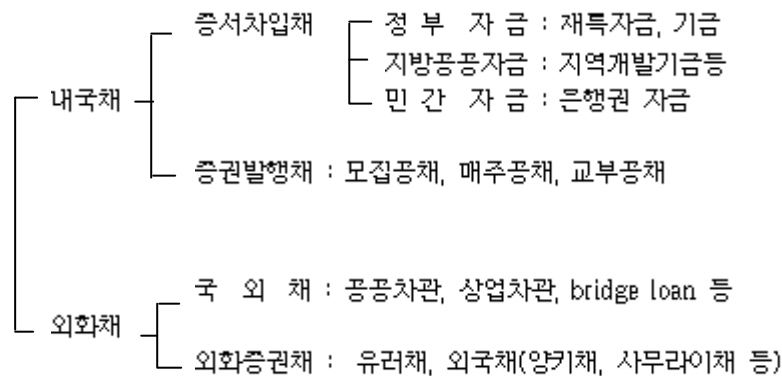
## 2. 지방채로서 해외자본의 의의

지방채는 크게 내국채와 외화채로 구분된다. 외화채는 다시 중서차

7) A. C. Harberger, "On Country Risk and the Social of Foreign Borrowing by Developing Countries", IMF, 1976.

입채의 일종인 국외채와 증권발행채인 외화증권채가 있다. 공공차관, 상업차관, 외화대출이 바로 국외채에 해당하며 국제자본시장에서 외화표시채권을 발행하여 자금을 조달하는 채무수단이 외화증권채이다.

<그림 2-3> 지방채로서 해외자본의 위치



지방자치단체가 내국채가 있음에도 굳이 외화채를 발행하려는 것은 여러 가지 이유가 있으나 근본적으로 조달비용이 저렴하고 대규모 장기자금을 조달할 수 있기 때문이다. 앞에서 지적하였지만 우리경제는 외연적 성장전략으로 만성적인 자금부족과 인플레이션에서 벗어나지 못한 상태이며, 그 결과가 국내금리가 국제금리의 2배에 가까운 고금리체제로 나타나 있다. 즉, 민간투자와 정부투자를 불문하고 국내저축의 부족과 고금리라는 2중의 어려움에 직면해 있는 것이다. 때문에 지방자치단체의

입장에서는 재정수요를 충족시키고 지역 경제의 토대를 구축하는데 필요한 투자재원을 국내 금융시장에서 조달하기가 쉽지 않다. 더구나 지방채 시장이 유명무실한 상황에서는 중앙정부가 양질의 공공자금으로 지방채를 인수함으로써 자금의 파이프라인의 역할을 해 주는게 바람직하나 현실적으로 가용재원이 절대적으로 부족한 형편이다. 이런 상황에서는 과도하게 지방채발행이 이루어질 경우 구축효과(crowding-out effect)를 초래할 가능성이 높아진다.

공공자금은 시장실세금리를 크게 하회하는 6% 전후의 수준에서 지원하므로 그 자체가 보조금의 기능을 갖고 있으며, 때문에 지방자치단체의 입장에서는 그 어떤 자금보다도 가장 조건이 유리한 자금원이다. 그러나 우리의 재정정책이 경직된 건전재정기조에서 벗어나 과감하게 적자재정을 수용하는 방향으로 전환하지 않는 이상 공공자금에 의한 지방채인수확대가 어렵다고 보면 지방자치단체가 관심을 갖을 만한 자금원은 해외자본 밖에 없다.

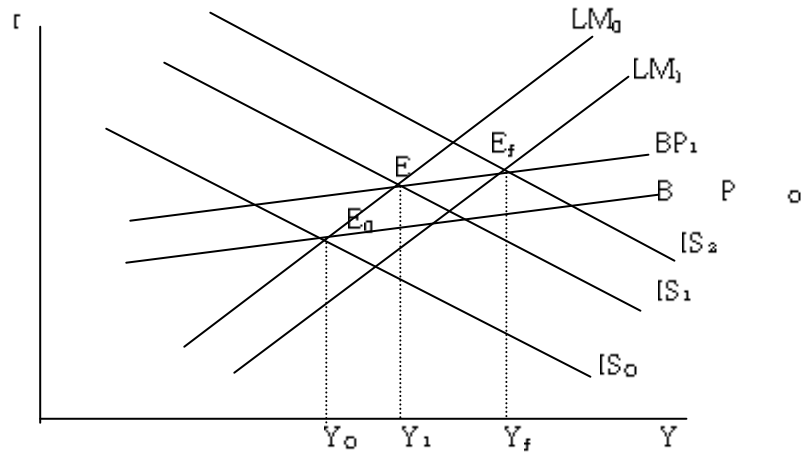
해외자본은 지방채시장이 갖는 이러한 한계를 벗어나 지방자치단체의 투자재원으로서 지역주민의 후생과 성장잠재력을 확충시키는데 지대한 역할을 수행할 수 있다. 물론 지방자치단체가 해외자본을 어느정도 합리적으로 관리·운용하느냐에 달려있는 문제이긴 하나 현행제도하에서 지방자치단체의 해외자본 대상사업이 SOC관련부문에 한정되어 있으므로 최소한 투자의 효율성측면에서는 별 문제가 없을 것으로 보인다. 이는 과거 경제발전과정에서 공공차관이 지대한 역할을 수행했던 경험을 상기하면 쉽게 이해할 수 있는 부분이다. 여기서 해외자본의 대상사업을 거



론하는 것은 해외자본을 재원으로 한 공공투자사업이 반드시 긍정적인 효과를 가져온다는 보장이 없기 때문이다.

이 문제는 정책방안에서 거론할 대상사업의 확대와 직접적으로 관련 되는데, 결론부터 말하면 민간투자를 구축하는 사업인 경우에는 국내 총 투자는 오히려 감소할 수 있다. 이는 <그림 2-4>에 의해서 분명하게 드러난다.

<그림 2-4> 구축효과의 비교상태분석



현재의 경제상태가 점  $E_0$ 에 있다고 하자. 이때 해외자본의 도입은 내국채와 달리 본원통화량을 증대시킴으로써 통화정책상 교란요인으로 작용할 수 있다. 때문에 해외자본을 재원으로 한 공공투자의 확대는 IS

곡선과 LM곡선 모두를 우측으로 이동시킴으로써 궁극적으로는 완전고용소득수준인  $Y_f$ 를 달성할 수 있다. 그러나 민간부문이 투자하는게 더 효율적이거나 현재와 같이 금융시장이 극도로 위축되어 있는 상황에서는 지방채사업이 민간투자를 구축함으로써 IS곡선이  $IS_1$  만큼 이동할 뿐이며, 그 결과 완전고용소득수준에 미달하는  $Y_1$ 만을 달성하는데 그친다.

### 제3절 해외자본시장의 동향과 도입절차

#### 1. 해외자본시장의 구조 및 동향

**해외자본시장의 구조** 해외자본시장은 발행채무의 표시통화가 무엇이나에 따라 외국시장(foreign market)과 유러시장(Euromarket)으로 분류할 수 있다. 외국시장은 각국의 국내시장과 국내법에 따라 국내통화 표시로 외국차입자에게 자금을 대부하는 시장이다. 외국시장은 다시 외국사업자들이 국내은행으로부터 차입하는 외국은행시장(foreign banking market)과 외국정부나 기업이 국내채권시장에서 채권을 발행하는 외국채시장(foreign bond market)으로 형성되어 있다<sup>B)</sup>. 유러시장(Euromarket)은 주로 금융거래가 일어나는 소재국의 통화가 아니라 다른나라 통화로 표시되는 경우를 말한다. 유러시장은 다시 유러커렌시시장, 유러채시장,

B) <그림 2-3>의 국외채는 외국은행시장에서, 외화증권채는 외국채시장에서 조달하는 해외자본이다.

유러주식시장으로 구분된다.

유러커렌시(Eurocurrency)는 대표적인 국제대출시장으로 당초에는 단기자금시장이었으나 1960년대 이후부터 중장기자금수요를 보전하는 중개기능을 수행하고 있다. 유러커렌시란 은행이 소재하고 있는 국가의 통화가 아닌 국제적 교환성을 갖는 미국 달러, 독일 마르크, 영국 파운드, 일본 엔 등으로 표시되어 있는 정기예금이다. 이러한 외국통화로 예금을 수취하고 대출을 공여하는 은행을 유러은행(Eurobanks)라 하며, 이 유러은행으로 구성되어 있는 시장이 유러커렌시시장이다. 유러은행들은 이자기간이 시작할 때 이자율을 새로 책정하는 회전대출금리(rollover pricing)를 통하여 손실위험을 회피하고 있는데, 이때 기준금리는 은행간 대출금리이다<sup>9)</sup>.

우리에게 익숙한 신디케이트대출은 바로 유러커렌시시장에서 대출재원을 단기차입하여 조달하며, 따라서 풍부한 유동성과 다수의 상업은행이 참여하므로 대규모 중장기자금을 차입하는데 유리하다. 신디케이트대출은 유로시장의 전형적인 자금조달과 운용기간에 맞추어 대출금리를 정기적으로 조정하는 회전대출의 개념이 보편화되어 있어 차입자의 중장기자금수요를 충족시킬 수 있는 것이다. 신디케이트대출은 여러국가의 금융기관이 차관단을 구성함에 따라 국제적 담보관리가 기술적으로 어렵다. 때문에 물적담보 없이 신디케이트대출이 이루어지는게 보통이며, 이

9) 대표적인 기준금리로는 LIBOR가 있으며, 이밖에 B1BOR(Baharin Interbank Offered Rate), BR1BOR(Brussels Interbank Offered Rate), HK1BOR(Hong Kong Interbank Offered Rate), S1BOR(Singapore Interbank Offered Rate) 등이 있다. 경우에 따라서는 JLTP(Japan Long-Term Prime Rate)나 미국의 우대금리 등을 유로크레딧의 기준금리로 사용하기도 한다.

를 보완하는 방안으로 신용도가 높은 차주가 자금대출의 대상이 된다. 경우에 따라서는 차입국 정부나 신인도가 높은 금융기관의 지급보증을 요구하기도 하며 중장기자금인 관계로 통상 변동금리를 적용한다.

외국은행시장에서 이루어지는 국제대출이 간접금융인데 비하여 증권 발행을 통하여 자금조달이 일어나고 증권이 거래되는 직접금융시장이 국제채시장이다. 국제채시장(International Bond Market)은 앞에서 설명한 외국채시장과 유러채시장으로 이루어져 있다. 유러채(Eurobonds)는 표시 통화국 이외의 지역에서 발행하여 국제적인 인수단의 인수하에 전세계 투자자를 대상으로 판매하는 채권이다. 이자소득에 대한 원천세 등 각종 세금이 부과되지 않으므로 자금조달비용이 저렴하고 소지인식(bearer form)으로 발행할 수 있어 투자자의 익명성을 보장한다는 장점이 있다.

외국채는 발행하고자 하는 국가의 자본시장에서 외국의 자금수요자가 그 발행시장국의 통화로 발행해야 하므로 그 나라의 국내법에 따라 각종 규제를 받으며 대부분 일정수준 이상의 신용등급을 요구하는 등 발행절차가 까다로운 편이다. 그러나 일단 발행이 이루어지면 국제적 신인도를 단기에 확보할 수 있다는 장점이 있다. 외국채는 주로 발행국의 금융기관으로 구성된 인수단을 통하여 인수·판매된다. 발행자가 비거주자인 점을 제외하면 내국채와 유사하므로 발행국가의 관련법규를 충족시켜야 하는 어려움이 있다. 이에 따라 외국채시장은 1970년대 이후부터 발행규제가 없는 유러채시장에 국제자본시장의 주도권을 내주고 있다. 지방자치단체들의 활용도가 높은 사무라이채, 양키채 등은 바로 일본과 미국의 자본시장에서 엔화와 달러화로 표시하여 발행한 외국채들이다(10).

<표 2-3> 유러채와 외국채의 비교

구 분	국 제 채	
	유 러 채	외 국 채
발행규제	없음	발행시장 금융당국의 허가 또는 신고가 필요함
인수판매단	국제적 인수단	발행시장국 금융기관 중심
발행형태	소지인식	등록식
이자지급	연 1회	각 발행시장의 관행에 따라 다름
세 금	이자소득에 대한 원천세 면제	통상 비거주의 이자소득만 원천세 면제
신용등급	원칙적으로 공시의무나 신용등급 불필요	대부분 공시의무나 일정수준 이상의 신용등급 요구
발행수수료	2~2.5%	발행시장마다 다름
특 징	자금조달비용이 저렴하고 신속한 모집이 가능	재원조달원의 다양화와 발행국에서의 지명도 제고

자료 : 1) 금융연수원편, 「국제채」, 1996.

한편 국제채를 발행형태별로 분류하면 일반적인 채권이라 할 수 있는 고정금리채(Straight bond)와 기준금리에 연동하여 변동하는 변동금리채가 대부분을 차지한다. 1980년대 들어와서는 금융기법 및 외환관리기법이 발달하면서 전통적인 채권과는 전혀 다른 새로운 형태의 채권이 많이 등장하고 있다. Structured Bond, Hybrid Bond 등으로 불리는 이들 채권은 이자지급의 조건이나 만기, 상환방법 등을 변형시키거나 각종

10) 외국채는 발행지역에 따라 특수한 명칭으로 불리어지는데 미국에서 발행한 외국채는 Yankee bonds, 일본에서 발행한 외국채는 Samurai bonds, 네덜란드에서 발행한 외국채는 Rembrandt bonds, 그리고 런던에서 발행한 외국채는 Bulldog Bonds라 한다.

option을 부여하는등 특이한 조건을 가지고 있다. 시장전체에서 이들 채권이 차지하는 비중이 높지는 않으나 각 채권의 특성을 살리면 자금조달비용의 절감과 위험관리를 효과적으로 달성할 수 있다. 이외에 1980년말 이후 유러채와 외국채를 동시에 활용하는 글로벌채권(Global Bond)의 발행이 활발하게 이루어지고 있다. 이 채권은 동시에 여러시장에 진출함으로써 단기간에 거액의 자금을 조달할 수 있으며 폭 넓게 투자가를 확보할 수 있다는 장점이 있다. 때문에 높은 신용도를 요구한다. 우리나라에서는 한국전력이 1993년에 최초로 13.5억달러를 발행한바 있다.

**해외자본시장의 동향** 전년도 해외자본시장을 통한 자금조달 규모는 저금리와 세계경제의 성장세에 힘입어 1996년대비 12.6% 증가한 1조 7,690억달러에 달하였다. 이 가운데 국제채가 66.1%에 달하는 1조 2,426억달러, 신디케이트대출이 3,904억달러로 22.0%를 점유한다. 그러나 태국 바트화의 폭락으로 촉발된 아시아지역의 통화위기의 영향을 받아 1997년도 4/4분기 국제채의 발행실적은 전년동기대비 40% 감소세로 돌아섰다. 이 추세는 올해에도 지속되어 지방자치단체가 국제채시장에 접근하는데 어려움을 겪을 것으로 보인다.

그러나 아직은 해외자본시장에서 국제채가 갖는 중요성은 지속되고 있다. 예컨대 해외자본시장을 차입수단별로 살펴보면 대표적인 국제채인 보통채(straight bonds)가 30.8%이며 유러채까지 포함하면 자금조달원으로서 국제채의 비중은 여전히 압도적이다. 신디케이트대출은 1995년을 기점으로 지속적인 감소추세를 보여 전년도에는 22.1%를 점유하고 있으

지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

나 절대규모면에서는 1996년대비 13.1% 증가를 시현하였는데, 이는 전세계적 차원이서 이루어지고 있는 대규모 인수·합병등 기업구조조정과 관련한 자금수요가 증가한데 있다.

<표 2-4> 해외자본시장의 차입수단별 비중

(단위 : %)

	1994	1995	1996	1997
국제채	630	605	620	661
보통채	300	275	295	308
유러채	230	269	220	232
변동금리부	100	61	105	121
주식	47	32	37	48
신디케이트	244	269	220	221
총액(10억달러)	967.6	1,284.3	1,571.6	1,769.3

자료 : OECD, Financial Market Trends, 1998, 2.

유러채는 1963년에 최초로 발행된 이후 비약적인 성장을 하였으며 1997년말 현재 2,970억달러 규모가 발행되었다. 발행통화별 구성을 보면 미 달러, 독일 마르크, 일본 엔 등 3대 통화가 유러채 발행금액의 2/3 이상을 점하고 있다. 발행자별로는 개도국의 비중이 점차 증가하는 추세이나 아직은 OECD국가의 비중이 90% 이상을 차지하고 있으며 대부분 고정금리채(70%)의 형태로 발행되고 있다.

국제채의 통화별 구성내역을 보면 달러화의 비중이 압도적인 우위를

보이고 있는 가운데 엔화표시채권의 비중이 급격히 감소하고 있다. 엔화 표시채권의 발행실적이 저조한 이유는 90년대 들어와 거품경제의 붕괴로 야기된 경기침체와 부실채권 등의 문제로 취약해진 금융시스템을 반영한다.

<표 2 - 5> 표시통화별 구성내용

(단위 : %)

	1994	1995	1996	1997
미국 달러	37.5	39.5	43.0	45.1
독일 마르크	7.8	15.5	14.0	16.1
일본 엔	13.3	12.6	8.6	4.9
영국 스텔링	8.8	5.9	8.8	9.0
프랑스 프랑	7.0	2.8	6.4	6.3
스위스 프랑	5.5	3.8	4.9	5.3
기타	20.1	19.9	14.3	13.3
합 계(10억달러)	438.5	447.4	719.0	889

자료 : OECD, Financial Market Trends, 1998. 2.

반면에 달러화 표시채권의 발행비중이 높은 것은 미국 금리의 하락, 달러화 강세, 아시아의 통화위기에 따른 안전투자물의 선호증대와 전통적으로 달러화를 선호하는 신흥개도국의 차입비중 증가, 그리고 유럽국가 마스트리히트조약의 경제수렴조건을 충족시키지 못할 것이라는 우



려 등이 복합적으로 작용한데 있다. 한편, 마르크화와 스텔링화의 비중은 꾸준히 증가하고 있어 이들 통화로 표시한 채권이 엔화표시채권을 상당 부분 대체할 것으로 보인다.

## 2. 신용평가의 절차 및 내용

신용평가는 지방자치단체가 해외자본의 도입시 반드시 거쳐야 하는 절차이면서 대단히 중요한 의미를 지닌다. 아직은 우리나라의 신용평가제도가 유명무실한 상태에 있으나 외환위기 이후 금융감독기능을 대대적으로 보완하는 과정에서 엄격한 신용평가제도가 확립될 것으로 예상된다. 특히 전년도말에 발표한 채권시장의 완전개방조치는 선진적인 신용평가제도를 근간으로 한다는 의미에서 엄격한 신용평가시스템의 구축은 더 이상 미룰 수 없는 정책현안으로 대두하였다. 따라서 앞으로는 지방자치단체들도 종전보다 강화된 절차속에서 신용평가를 받아야 한다는 점을 인지해야 할 것이다.

신용평가의 절차와 내용을 사전에 인지하고 준비하는 작업은 자금조달비용을 최소화할 뿐 아니라 궁극적으로 지방재정을 건전화하는 방향으로 유도한다는 점에서 대단히 중요하다. 예컨대 일본에서 사무라이본드를 발행하거나 미국에서 양키본드를 발행하고자 하는 경우에는 공인된 신용평가기관으로부터 최소한도의 신용등급을 획득해야 한다. 이 신용등급의 판정에 따라 채권소화와 발행조건이 영향을 받는데, 투자가능등급(investment grade)인 BBB이상을 받지 못하면 채권발행이 사실상 불가능

하다<sup>11)</sup>. 이는 양키채의 시장소화에서 큰 비중을 차지하는 기관투자자들 중 연금기금, 저축대부조합 등 공익성을 가진 기관들에 대하여는 각 주의 증권법이 일정등급 이상의 채권에만 투자하도록 규제하고 있고, 또한 다른 기관투자자들도 대부분 내부지침에 의하여 비슷한 투자제한을 받기 때문이다. 한편 신용등급 평가기간 및 수수료는 상황에 따라 언제든지 변동될 수 있으므로 자세한 추가정보를 얻고자 할 경우에는 해당 신용평가기관에 문의하는게 바람직하다.

**신용평가의 절차** 세계적인 신용평가기관이 수행하는 신용평가의 절차는 크게 평가단계와 신용등급의 결정단계로 구분할 수 있는데, 서류심사와 현장심사를 병행하여 객관성을 최대한 확보하고 있다<sup>12)</sup>. 평가단계에서는 발행자의 신청부터 예비평가까지의 단계이다. 신용평가기관은 일차적으로 서류심사로 잠정적인 평가를 한 후 현장조사를 통하여 예비평가를 한다. 이 과정에서 3명 내외의 분석가가 결정되는데, 이들은 발행자가 제출한 자료를 가지고 자체 평가매뉴얼에 근거하여 신용등급을 평가한다. 동시에 서류상의 한계를 극복하고자 현지조사와 면접조사를 실시하는데, 통상 1~2개월의 기간이 소요된다.

신용등급 결정단계에서는 서류심사와 현지조사를 토대로 분석가가 잠정적으로 결정한 예비등급을 공식적인 신용등급으로 확정하는 단계이

11) 그러나 실제로는 성공적인 채권발행을 위하여는 최소한 싱글(single) A 이상의 신용등급 관정을 받아야 한다.

12) 세계적인 신용평가기관으로는 미국의 Moody's, Standard & Poor, Fitch IBCA가 대표적이며 이밖에 지방자치단체들이 주로 도입하고 하는 일본의 경우에는 일본공사채연구소(JBFI), 일본레이팅연구소(JCR) 등이 있다.

다. 통상 각 신용평가기관들은 신용등급 판정위원회의를 두고 있으며 이 위원회가 최종등급을 결정한다. 위원회는 새로운 자료제출을 전제로 재심사할 수도 있다. 예비판정에서 최종확정까지의 기간은 1개월 정도 소요되는데, 예비판정한 신용등급은 발행자의 승낙없이 공표하지 않는게 원칙이다.

**신용평가 내용** 현재 각 신용평가기관들이 고려하는 평가항목은 다소 다르게 사실이며 특히, 정치적·사회적 안정성을 평가하는 정성적인 분석은 상당한 차이를 보이고 있다. 정량적인 분석 조차도 신용평가기관에 따라, 동일한 신용평가기관이라 해도 평가대상이 정부, 기업, 공공기관, 금융기관인가에 따라, 정부도 중앙정부, 지방자치단체인가를 기준으로 다른 평가항목을 적용한다. 더 나아가 평가항목에 부여하는 가중치가 최종평가에 상당한 영향을 주도록 설계되어 있다. 그럼에도 공통적으로 채무부담능력에 최우선적인 관심을 기울이고 있으며 평가항목과 가중치의 차이는 바로 이 채무부담능력을 보다 정확하고 신속하게 포착할 수 있는 지표들을 개발하는 과정에서 나타난 결과로 이해해야 한다. 다음에서 기술하는 내용은 미국의 지방자치단체들에 적용하는 평가항목들을 정리한 것인데, 일본의 신용평가 내용도 크게 벗어나지는 않는다<sup>13)</sup>.

13) 이하의 내용은 다음 자료를 참조하여 정리하였다.

M. S. Wall, "Evaluating Your City's Credit Position", in edited by J. Matzer, Capital Financing Strategies for Local Government, ICMA, 1983.

C. Johnson and M. M. Rubin, "The Municipal Bond Market : Structure and Changes", in edited by Thompson, F. and M. T. Green, Handbook of Public Finance, Marcel Dekker, 1998.

한편 우리나라는 3대 신용평가기관(한국신용평가, 한국신용정보, 한국기업평가)이 있으

신용평가기관은 채무상환과 재정상황(financial condition)을 기준으로 리스크를 측정한다. 여기에는 해당 지방자치 단체가 보유한 외부자원(인구, 소득, 재산, 고용, 산업활동)을 지역의 특수성과 결부시켜 평가하고 있으며 상환능력의 직접적인 요소로 부채 및 재정현황을 면밀하게 검토한다. 해당국의 지방자치제도하에서 지방채와 관련한 각종 제도적 요소들도 중요한 평가항목이다. 이밖에 단체장, 의회, 담당공무원의 부채에 대한 인식도도 평가항목의 대상이다. 이와 같이 미국의 신용평가기관들은 지방채의 상환능력과 관련한 대부분의 요인들을 평가항목으로 지표화하고 있는데, 크게 환경적 요인(경제·지정학적 특성, 외부경제적 조건, 지방-중앙간 재정관계)과 행정·재무적 요인(세입, 세출, 부채구조, 재정상태, 미상환부채)으로 구분할 수 있다. 전자는 채무상환의 간접적·장기적 능력을 평가하는 것이며 후자는 직접적·단기적 능력과 관련한 평가항목이다. 구체적인 평가내용은 다음과 같다.

○ 상환능력을 측정하는 총자원 : 현재 및 미래의 이용가능한 자원, 주민이 기대하는 서비스의 수준과 유형, 지방자치의 자율성 정도, 재정지출에 대한 지역주민과 선출직 공무원의 인식도

○ 효과적인 부채관리 판단요소 : 과거의 재정수입, 과거, 현재, 미래의 서비스수준, 상환능력과 관련한 부채구조, 현금흐름

○ 경제적·지정학적 특성 : 과표현실화율, 과세기반의 견고성, 재산세 평가액의 감소여부, 고용의 안정성, 인근지역과의 고용비교, 실업률,

나 지방자치단체를 신용평가 대상으로 취급하지는 않고 있다

지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

산업별 고용변화, 해당지역 및 국가전체의 경제상태, 제조업 비중, 주민의 소득수준, 직업별·산업별·지역별 소득수준과 소득격차, 지역내 제조업, 도소매업, 서비스업의 유형, 산업별 조세수입 기여도, 산업의 지역내 위치, 인구 증감상태, 연령 및 성별 인구구조, 18세 이하 및 65세 이상 인구의 비중, 해당단체의 지역특성, 천연자원 현황, 수송시설 현황

○ 지방-중앙간 재정관계 : 지방채 발행에 대한 중앙정부와 지역주민의 승인 여부, 발행규모의 제한 여부, 적체기준의 충족도, 세율상한제도 여부, 현재 세율이 상한선에 근접했는지 여부

○ 외부적 경제조건 : 예산증가율, 인플레이션, 실질성장률, 실업률

○ 지방자치 수준 : 정부형태, 권한과 책임의 범위, 과세의 자율성, 행정의 전문성, 행정적 측면에서 중앙정부의 평가, 재정운용에 대한 상급정부의 감독수준, 당해단체의 향후 투자사업, 투자사업의 개선 가능성 및 효율적 관리 여부, 투자사업의 지출우선순위, 매년 회계감사 여부 및 반영도

○ 재정관리 : 세입과 세출, 부채구조로 구분하여 다음 항목을 체크한다.

① 세입 : 세입의 증가 여부, 세입의 안정성, 감소하는 세입부문, 상급정부의 보조금 규모, 투자사업과 사업수입의 균형도, 재산의 평가방법 및 현실화수준

② 지출 : 재정지출에서 정부보조금이 차지하는 비중, 보조금에서 일반행정비와 자체수입의 비중, 1인당 지출수준, 가구당 지출수준

③ 부채구조 : 채무보증 형태(완전보증, 부분보증, 무보증), 채무잔액, 원리금 상환불능 경험 유무, 과거 20년간 상환불능 발생 여부, 향후 5년간 상환해야 할 부채규모, 당년도 원리금 상환규모, 필요한 차입규모, 채무잔액대비 차입규모, 자산가치대비 채무비비율, 자산가치 증가율과 채무비 증가율의 비교, 총지출대비 채무비비(10% 미만이어야 하며 20~25%이면 위험), 총채무대비 단기채비, 총지출대비 단기채비

○ 재정운영 상태 : 재정수지 흑자 여부, 재정수지의 추세, 채무상환에 충분한 유동성 확보 여부, 긴급사태 대비한 유보자금 확보 여부

전술한 평가항목 가운데 균형예산, 안정적 성장과 조세수입 기반, 다양한 과세기반, 부채상환에 충분한 유동성, 안정적인 고용증가율, 건전한 부채계획을 확보하고 있으면 신용평가에 긍정적인 요인으로 작용한다. 이와는 달리 1회계년도 이상 예산적자이거나 미상환 단기채가 존재하고, 과도한 부채규모, 과세기반의 급격한 위축, 특정세목에 대한 높은 의존도, 인구가 급증 또는 급감한 경우에는 부정적인 요소로 작용한다. 특히 세율이나 부채규모가 법적 상한선에 근접하여 있거나 과거에 파산경험이 있으면 양호한 신용등급을 받기가 어렵다.

일본의 신용평가기관이 설계한 평가항목도 이와 유사한데, 실제 인천광역시 사무라이채를 발행할 때 JBRI가 평가한 신용등급 평가항목과 근거를 살펴보면 분명하게 이해할 수 있다<sup>14)</sup>. 전술한바와 같이 경제·지정학적 특성, 중앙-지방간 재정관계, 부채현황 등을 광범위하게 조사하

14) 주간사이었던 노무라증권으로부터 입수한 자료를 근거로 정리하였음

여 신용등급을 결정하고 있는데, 특히 중앙정부의 보조금 규모와 재정조정제도가 채무상환능력을 결정하는 주요 요인으로 작용하고 있다. 지금까지 지방자치단체가 국가신용등급과 동일한 수준으로 신용평가를 받을 수 있었던 배경에는 바로 중앙-지방간 재정관계가 큰 영향을 준 것으로 보인다<sup>15)</sup>. 예컨대 인천시의 재정이 크게 악화되어도 정부가 이를 방치할 가능성은 거의 없으며 우리의 국내법에 따라 미국처럼 지방자치단체가 파산하는 경우는 불가능하므로 한국정부의 신용력을 강하게 반영하여 신용등급을 결정했음을 강조하고 있다.

평가내용을 정리하면 다음과 같다.

< 장점 >

① 인구규모가 전국 4위로 서울인근의 항만도시이며 중앙정부 관할 하에 있는 광역시로 행정상 중요성이 높다. 자동차, 철강, 기계 등 중공업이 발달하였으며 GNP의 5%를 점유하는등 경제적 비중이 높다

② 지방교부세제도에 의한 단체간 재정균형을 달성하고 있으며 사회간접자본등 재정수요는 국고보조금의 탄력적인 지출로 중앙정부가 지원하는 체제가 확립되어 있다. 동시에 중앙정부는 지방자치단체의 재정운영에 대하여 엄격하게 심사한다

15) 일국의 정치적 지배력이 미치는 법인은 Sovereign Ceiling에 의해 국가신용등급 이상으로 신용평가를 받을 수 없다. 때문에 지방자치단체들이 국제채를 발행하고자 할 경우에는 현시점 우리나라의 신용등급 이내의 신용등급을 받을 수밖에 없다. 참고로 1998년 6월말 현재 각 신용평가기관이 관정한 우리나라의 신용등급은 Moody's(Bal), S&P(BB+), JBRI(BB), JCR(BB) 으로 투자부채격대상을 벗어나지 못하고 있다.

③ 인구가 지속적으로 증가하고 있으며 비교적 양호한 세수기반을 갖고 있다. 광역시 가운데도 재정자립도가 높다. 종래 재정균형의 원칙하에서 지속적으로 재정흑자를 실현하였으며 안정적인 재정운영이 이루어지고 있다.

④ 본 채권의 자금용도인 지하철사업의 경우 중앙정부의 지원체계가 견고하여 건설자금의 약 30%를 국고에서 보조할 계획이다.

< 단점 >

① 지방세수의 상당부분이 부동산관련세이어서 세수가 부동산경기에 영향을 받기 쉽다

② 지하철건설사업을 목적으로 필요자금을 차입함으로써 채무잔고가 증가하는 경향에 있다

신용평가기관들은 전술한 평가항목을 대상으로 개별 점수를 부여하고, 이 개별점수를 합산한 총점으로 신용등급을 판정한다. 신용등급은 크게 투자대상등급과 투자부적격대상으로 구분하고 있다. <표 2-6>은 투자대상등급의 내용을 정리한 것이다.



<표 2-6> 신용등급 기호와 내용

신용등급	의 미
Aaa(Moody's) AAA(S&P) AAA(JBRI) Aaa(JCR)	· 최상급이라고 관정한 채권의 신용등급 · 최우량채권이다. 투자리스크가 최소이다. · 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(JBRI) Aa(JCR)	· 종합적으로 상급으로 관정한 채권 · 변제능력이 매우(very) 강하다 · 최상급채권에 비하여 안정성, 변동성, 장기적 위험에서 다소 열위이다
A(Moody's) A(S&P) A(JBRI) A(JCR)	· 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(JBRI) Bbb(JCR)	· 중급으로 관정한 채권 · 적절한(adequate) 변제능력이 있다 · 현시점에서 원리금 지불이 확실하나 장래 정치·경제환경의 변화로 상위등급의 채권에 비하여 원리금의 지불능력이 저하될 가능성이 강하다 · 투기적 요소가 존재
Ba(Moody's) BB(S&P) BB(JBRI) Bb(JCR)	· 투기적 요소가 강하다 · 장래 원리금 상환을 보장할 수 없으므로 주의 요망 · 투자부적격 대상

자료 : <http://www.jbri.co.jp/html/fugou.htm>  
<http://www.moody's.com/ratings/ratuse.htm>  
<http://www.moody's.com/defaultstudy/index.html>  
<http://www.ratings.standardpoor.com/definitions/claims.htm>  
<http://www.ratings.standardpoor.com/definitions/issuer.htm>  
 주 : 1) Moody's의 경우 Ba1, S&P는 BB+, JBRI, JCR은 BB부터 투자부적격대상으로 분류함

## 제3장 현행 해외자본 도입제도 및 실태분석

### 제1절 해외자본의 도입제도

#### 1. 해외자본의 발행절차

국내 채와 마찬가지로 국제 채시장에서 발행하는 외화증권 채도 공모와 사모의 두가지 방식으로 이루어진다. 공모발행(public offering)은 인수단을 통하여 투자자에게 채권을 매각하는 방법으로, 거액의 기채가 용이하며 공시를 통해 시장지명도를 높이는 이점이 있다. 또한 공모채는 증권거래소 상장을 통한 유통거래가 보장됨으로 표면금리 등 발행조건이 사모채에 비해 유리하다. 인수단을 구성하지 않고 기관투자자에게 직접 매각하는 사모발행(private offering)은 발행조건에 융통성이 있으며 발행비용이 상대적으로 저렴하다는 이점이 있다. 그러나 전술한 내용은 일반적인 도입절차일 뿐 표시통화별·자금조달방식별·발행시장별로 다양한 형태를 보인다. 여기서는 주요 해외자본과 관련한 발행절차를 상업차관과 외화증권채로 구분하여 기술하기로 한다<sup>16)</sup>.

**신디케이트대출** 대표적인 은행단차관인 신디케이트대출은 개도국의 채무불이행, 금융시장의 증권화·세계화로 1980년대 이후 위축되어 있다. 최근 환률과 금리의 변동성 증대로 국제금융시장이 불안정해지고 기업간 인수합병이 활발해지자 다시 주요 자금조달원으로서 기능하고 있다. 신디케이트형식으로 상업차관을 도입하기 위해서는 다음과 같은 절차를 밟아야 한다.

○ 도입계획의 수립

먼저 상업차관을 도입하기 위해서는 도입규모, 도입조건, 도입시기 등을 포함한 도입계획을 주무부처인 재정부와 협의하여 수립해야 한다. 도입계획을 수립할 때는 국내외 경제동향, 특히 환률과 금리를 중심으로 해외자본시장의 여건을 면밀히 검토하는게 자금조달비용을 최소화하는 방법이다. 이를 위해서는 해외자본시장의 동향을 조사하고 예상 주간사은행을 통하여 가장 유리한 조건으로 도입할 수 있는 시기, 금액, 통화에 대한 정보를 교환함은 물론 이 과정에서 차관도입의 가능성을 사전에 검토해야 한다.

○ 차관공여조건(Firm Offer)의 의뢰 및 접수

차관도입계획이 확정되면 세계적인 지명도를 갖춘 은행 가운데서 주

16) 해외자본의 발행절차에 대해서는 다음 자료를 참조하여 정리하였다.  
한국산업은행, 「국제금융상」, 1997.  
한국외환은행, 「공공부문을 위한 외자도입안내」, 1997.  
한국금융연수원, 「국제재」, 1996.

간사은행을 물색, 이들로부터 가능한 차관공여조건을 제시하도록 요청한다. 이때 이들이 제시한 표면적인 조건뿐만 아니라 부대비용을 포함한 총조달비용을 심층분석하여 가장 유리한 차관공여조건을 선정한다.

○ 차관조건의 수락 및 교섭의뢰서(Mandate Letter) 발급

선정한 차관공여조건을 제시한 은행에 대해 그 조건을 수락함과 아울러 주간사(Lead Manager)로서 차관교섭에 나서줄 것을 정식으로 의뢰한다. 이 단계부터 본격적인 도입절차가 진행된다.

○ 차관단의 모집 및 법률고문의 선정

주간사는 차관참여가 가능한 은행을 접촉한 후 주간사와 함께 차관 금액을 인수하는 간사은행단(Managr Banks)과 간사은행보다 소규모로 참여하는 차관참여은행단(Participants)을 구성한다. 한편 교섭의뢰서를 발급한 후 법률고문을 선정하여 차관도입과 관련한 법률적 문제에 자문을 구하고 인출선행조건시 필수적인 법률의견서를 작성토록 한다.

○ 차관계약서 초안(Loan Agreement Draft)의 작성 및 검토

법률고문으로 하여금 계약서 초안을 작성토록 한다. 작성한 초안은 차주는 물론 차관단에 참여하는 모든 은행이 검토한 후 협상과 합의과정을 거친다. 초안에는 용어의 정의, 차관조건, 부대비용, 차주의 서약, 인출조건, 위약사태시 조치사항 등을 포함한다.

○ 계약의 체결

계약서안이 확정되면 내부결계와 주무부처 장관의 승인을 획득해야 하며, 이 과정을 거쳐 차관참여은행들과 정식으로 계약서에 서명한다.

**국제 채시장** 국제 채는 성격상 대부분 공모발행의 형식을 취하므로 다음과 같은 4단계의 절차를 거쳐 자금을 조달한다. 즉, 주간사를 선정하여 발행내용을 검토하는 준비단계, 발행공고와 함께 신디케이트단을 구성하는 모집단계, 발행가격을 결정한 후 채권을 판매하는 판매단계, 그리고 발행자의 구좌에 발행대금을 입금하는 종료단계 등 4단계로 나뉘어진 다. 물론 유러채와 외국채의 발행절차가 동일한 것은 아니다. 예컨대 외 국채는 발행시장국의 증권관리기관(미국의 경우 증권거래위원회(SEC), 일본은 대장성)으로부터 발행등록을 하고 국제적인 신용평가기관으로부터 일정수준의 신용등급을 획득해야 하는 제도적 장벽이 존재한다. 그러나 다음의 내용은 어떤 국제 채이든 공통적으로 밟아야 하는 절차이다. 여기서는 지방자치 단체와 직접적인 관계에 있어 유의해야 하는 준비단계 와 모집단계만을 기술한다.

○ 준비 단계(Preissued period) : 발행공고

지방자치 단체가 주간사와 발행교섭을 개시하는 시점부터 발행에 관 한 모든 준비가 완료되어 발행공고가 이루어지기까지의 기간을 말한다. 통상 2~3주의 기간이 소요되는데, 상업차관과 마찬가지로 주간사의 선

정이 기채의 성공여부에 결정적인 영향을 주므로 신중하게 선정해야 한다. 도입계획의 수립, 주간사의 선정, 법률고문의 역할 등과 관련한 유의 사항은 신디케이트대출에서 기술한 내용과 대동소이하다. 다만 유러채는 채권이므로 발행자에 대한 신용조사가 큰 비중을 차지한다는 점이 다르다. 물론 외국채와 달리 유러채는 국제적인 신용평가기관이 관정한 신용등급을 반드시 요구하지는 않으나 주간사의 자체 평가는 이루어진다. 주간사는 발행자의 명성, 과거 발행실적 등을 기준으로 신용조사를 하며, 동시에 재무계획등을 검토하여 표시통화, 발행형태, 만기 등 조달비용을 좌우하는 발행조건을 발행자에게 제시한다.

○ 모집 단계(Offering Period) : 신디케이트의 구성

채권발행이 본격적으로 이루어지는 단계이다. 지방자치단체가 주간사와 발행조건을 합의하여 발행을 공고하면 채권인수단(underwriters)과 판매단(selling group)이 결성되어 최종발행조건을 결정한다(7). 이 최종발행조건을 근거로 판매업자에게 발행물량을 할당하는데, 모집 단계에서 지방자치단체가 원하는 수준의 발행물량을 소화시켜야 하므로 주간사와 함께 설명회(road show)를 개최, 채권의 안정성과 수익성을 확신시켜주는 작업이 필요하다. 이 과정에서 시장의 반응, 투자가의 예상수요 등을 검토하여 희망하는 금융기관들은 인수단을 결성하는데, 인수단이 제시하

17) 인수단의 구성방법은 크게 유럽식, 미국식, 사모방식 3가지가 있는데 유럽식은 유러채의 표준적인 방식이다. 이들은 기본적으로 메커니즘이 유사하나 발행자와 인수단간 법적 관계가 다소 다르다. 즉, 유럽식은 발행자가 간사단만 거래하므로 간사단은 발행자의 대리인으로서 연대인수책임이 있다. 반면에 미국식은 간사단과 인수단이 통합되어 있으며 간사단은 인수단의 대표로서 개별적인 인수책임만 진다.

는 구입희망액이 과대평가되는 경우가 많으므로 정확한 분석이 이루어져야 한다. 그렇지 않을 경우 유통시장에서 투매가 일어나 지방자치단체의 대외신용을 저하시킬 수 있으며 발행가격을 제조정해야 하는 어려움에 직면하게 된다.

한편 국제채를 발행할 때 유의해야 할 점은 자금조달비용을 대안별로 상호비교시 각종 부대비용까지 포함해야 한다는 사실이다. 간사수수료, 인수수수료, 판매수수료 등 제반수수료는 발행자가 부담하는게 관행이며 발행액의 일정비율을 적용한다<sup>18)</sup>. 때문에 채권만기가 장기일수록, 발행액이 대규모일수록 제수수료는 높아진다. 또 다른 부대비용으로는 발행경비가 있다. 주간사의 법률자문비용, 여비, 통신비 등 실제 지급한 발행경비도 발행자부담이 원칙이다. 물론 국제채발행에 따른 발행자 자신의 비용도 추가해야 할 것이다<sup>19)</sup>.

부산시가 전년도에 사무라이채를 발행하는 과정에서 주간증권사가 제안한 제안서를 비교한 자료를 살펴보면 쉽게 이해할 수 있다. <표 3-1>은 일본의 경쟁증권사들이 부산시에 제안한 각종 부대비용을 비교한 것인데, 인수수수료는 0.4%로 동일하나 가산금리와 변호사비용, 인쇄비, 조인식비용 등 각종 부대비용은 큰 차이가 있음을 알 수 있다. 부대비용은 닛코증권이 가장 저렴한 조건으로 제시하고 있는데, 그 결과 총비용

18) 만기에 따라 수수료율이 다르나 양키채의 경우 발행금액의 0.6~0.7%를 간사수수료, 인수수수료, 판매수수료로 지급해야 한다.

19) 양키채의 수수료구조를 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 신용등급사정 수수료가 채권발행시 5만달러, SEC앞 등록수수료가 발행금액의 0.03%, 변호사비용으로 미국 측과 국내에 각각 3~5만달러, 채무대리인 수수료가 발행시에는 5천달러이며 매년 2~3천달러가 지급된다. 이밖에 인쇄비용은 실비이며 상장수수료로 8~10만달러가 소요된다.

은 닛코증권과 야마이쯔증권, 그리고 고꾸사이증권간 가산금리 차보다 확대되고 있다. 예컨대 야마이쯔증권과 닛코증권간 가산금리 차는 18bps 이나 부대비용까지 포함한 총비용은 20.3bps로 그 격차가 더 커졌음을 알 수 있다.

<표 3-1> 주간증권사 제안서 내용의 상호비교

구 분	노무라	다이와	야마이찌	닛코	고꾸사이
가산금리	미제시	10~20bps	25bps	7bps	10bps
인수수료	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
부대비용	1,500만엔	840만엔	1,200만엔	500만엔	850만엔
총비용 (all-in-cost)	-	2.208~ 2.308%	2.37%	2.167%	2.208%
기타제안	전문인력양성, 연수기회제공	좌동	좌동	좌동	좌동

자료 : 부산시 내부자료

## 2. 현행 해외자본 도입제도

1995년부터 공공차관의 도입이 중단됨에 따라 지방자치단체의 해외 자금은 상업차관과 해외기채, 외국인직접투자에 국한된다<sup>20)</sup>. 우리나라의

20) 그러나 올해부터는 외환위기 극복차원에서 IMF(210억달러), ADB(40억달러), BRD(100억달러) 등 주요 국제금융기구로부터 2000년까지 총 350억달러를 차입할 계획으로 있으므로 공공차관의 도입을 재개했다고 볼 수 있다. 물론 이는 차주가 정부이고 자금용도 역시 외환보유고 확보, 중소기업지원, 구조조정 및 실업자구제책원으로 한정되어 있



경우 1990년대 들어와 경제의 개방화·국제화가 진전됨에 따라 해외자본의 국내유입이 활발해지고 있다. 이미 1994년에 저리의 國公債에 대한 발행시장 인수가 허용되었고 국제기구의 원화채권 발행이 허용(1995년)되는 등 해외자본을 활용할 수 있는 여건이 한층 좋아지고 있다. 1997년부터는 광역자치단체에 한하여 현금차관의 도입을 허용하여 내국채와 별도로 다루고 있다. 특히, 1998년부터는 외환위기 극복을 위하여 용도에 구애받지 않고 해외자본을 도입할 수 있도록 1년간 한시적으로 조치한바 있다. 이는 적정수준의 외환보유고를 유지함으로써 외환시장을 안정화시키려는데 정책목적이 있다.

이것은 최근 정부가 적극적으로 추진하고 있는 자본자유화정책과 규제완화정책의 흐름을 분석하면 더욱 그러하다. 이미 정부는 외환위기가 발생한 이후 IMF와 협약에 따라 종목당 30%로 규제한 국공채의 1인당 한도를 폐지하는등 채권시장을 사실상 전면개방한바 있다. 거주자의 해외차입에 관한 각종 규제도 대폭 완화하는 조치를 취하였다. 첨단시설제 수입용으로 대기업과 외국인투자기업에 대한 상업차관 도입을 허용하였으며 민간자본유치법에 따라 도로, 항만, 공항 등 제1종시설사업의 경우 순공사비가 5,000억원 이상일 경우에는 순공사비의 20%이내에서 현금차관 도입을 허용하였다. 이러한 일련의 해외자본 도입에 대한 규제완화속에서 지방자치단체도 상업차관과 외화중권을 발행하여 현금차관을 도입할 수 있도록 하였다. 차입용도에 있어서도 해외증권투자, 부동산 취득, 해외지사의 운영자금 등을 제외하고는 조달자금의 용도를 자유화하

---

으므로 지방자치단체와는 직접적으로 관련이 없는 공공차관이다.

였다. 따라서 최소한 올해에 한해서는 해외자금 도입과 관련한 규제가 사실상 무너졌다 해도 과언이 아니다.

그러나 이것은 일반적인 내용이고 지방자치단체의 경우는 해외자본을 도입하기에 앞서 충족시켜야 할 제도적 절차가 남아 있다. 그것은 지방채제도와 함께 「외국인투자 및 외자도입에 관한 법률」에서 규정하고 있는 도입용도와 도입한도, 그리고 도입조건에 부합해야 함을 말한다. 현행제도상 지방자치단체가 해외자본을 활용하기 위해서는 우선적으로 지방채정법 및 지방자치법상의 기채승인 요건을 만족해야 한다. 즉, 현행 지방채제도는 기채승인제도를 근간으로 하고 있으므로 차관도입이 이루어지기 위해서는 무엇보다 적채사업, 적채기준을 충족하여 행정자치부로부터 승인을 얻는게 가장 중요하다. 해외자본은 행정자치부장관 승인 → 지방의회승인 → 재경부장관 인가 → 도입선 결정으로 이루어진다.

구체적으로 해외자본을 도입하고자 하는 지방자치단체는 도입계획신청서를 작성하여 행정자치부장관과 재경부장관에게 신고하여야 한다. 행정자치부장관은 차관도입을 희망하는 지방자치단체의 요건, 사업의 타당성, 상환능력, 도입금액의 적정성을 검토하여 이에 대한 의견서를 재경부장관에게 송부하면, 재경부장관은 의견서를 참조하여 인가여부를 통보한다. 그러면 지방자치단체는 이를 근거로 행정자치부장관에게 다시 지방채 승인신청을 하여 승인을 받아야 한다. 지방채승인을 획득하면 차관계약에 들어갈 수 있는데 차관도입 선정일로부터 6일 이내에 차관도입계약을 체결하지 못하면 차관도입 예정자로 선정된 재경부장관의 결정은 취소된다. 이와 함께 차관계약 체결일부터 10일 이내에 재경부장관에 인가

신청을 하고, 차관도입일부터 10일 이내에는 내용을 보고하여야 한다.

해외자본은 이처럼 기채승인제도와 외자도입제도의 주무부처인 행정자치부와 재경부의 요구사항을 모두 충족시켜야 하는 다소 복잡한 절차를 거쳐야 한다. 즉, 차관을 도입하고자 하는 지방자치단체는 차입금에 대한 원리금상환의 연체가 없으며, 채무비율이 20% 이하이고, 전년도 자체재원 징수실적이 전전년도 자체재원 징수실적의 90% 이상이어야 한다. 이러한 적채요건을 만족한 지방자치단체는 외환관리상 외국환관리규정(제18조)과 외자도입법(제19조~22조), 그리고 동법 시행령(제21조~22조)의 도입인가, 용도, 차입조건을 충족시켜야 한다. 구체적으로는 재경부의 「외화증권발행과 관련한 통칙(이하 통칙)」과 「상업차관도입 인가지침(이하 지침)」의 범위내에서 해외자본을 도입할 수 있다.

상업차관은 상업차관도입 인가지침(제5조)에 의거하여 용도를 제한하고 있다. 즉, 시설재 도입자금, 시설재 도입에 수반하는 기술도입비 및 기술용역비, 외화채무의 조기상환자금<sup>21)</sup>, 동시에 지방자치단체에 대하여는 동지침(제22조)에 다음의 사업에 한하여 차관도입을 인정하고 있다.

- ① 산업단지하수처리시설, 산업단지연계도로 등 산업단지관련 핵심 기반시설의 확충사업
- ② 지방자치단체 물류비의 현저한 절감과 직결되는 도로건설사업
- ③ 사회간접자본시설에 대한 민간자본유치법상의 제1종시설<sup>22)</sup>중 폐

21) 조기상환자금은 기존외채의 만기 및 원리금 상환잔액 범위내로 하는 것을 원칙으로 하나 재경부장관이 불가피하다고 인정하여 별도로 인가할 수 있도록 규정하고 있다.

22) 도로 및 도로부속물, 철도, 도시철도, 항만시설, 공항시설, 다목적댐, 수도, 하수도, 중달처리장, 하천부속물, 어항시설, 폐기물처리시설, 전기통신설비

기물처리시설

④ 사회간접자본시설에 대한 민간자본유치법상의 제2종시설<sup>23)</sup>중 유통단지, 화물터미널 및 창고, 가축폐수정화시설 및 재활용시설

⑤ 지방자치단체장이 위의 ①과 ④번항의 사업을 수행하는데 있어 사업시행자를 별도로 지정하는 경우 사업시행자에 대한 전대

그러나 전술한 용도로 해외자본을 도입한다고 해서 신청금액 전액을 인가하지는 않는다. 정부는 거시경제정책의 입장에서 인플레이션의 부담이 없는 수준내에서 도입상한을 설정하고 있다. 1997년의 경우 적채요건과 용도 등을 감안하여 도입한도를 5억달러로 결정하였다.

한편 국제채의 경우는 상업차관과 약간 다른 형태로 도입인가를 내주고 있다. 전년도말 외환위기가 발생한 직후 재경부는 적정수준의 외환보유고를 유지하려는 정책목적으로 외화증권을 발행하여 조달한 해외자본의 사용용도를 폐지하였다. 다만 외환증권발행 신고시에는 용도를 명기하도록 통첩에 규정하였으며 3년 이상의 만기로 발행하여야 한다. 도입절차는 상업차관과 대동소이하나 외화증권은 상업차관의 도입계획신청서가 아니라 외화증권발행신고서를 제출한다는게 다르다. 동 신청서에는 발행계획서와 발행자금의 용도를 증명하는 서류, 주무관청의 사업 인·허가서사본을 첨부해야 한다. 외화증권의 발행신고를 한 지방자치단체는 곧바로 외환증권 발행교섭에 들어갈 수 있으며 만약 교섭과정에서 주요

23) 전원설비, 가스공급시설, 집단에너지시설, 전산당, 유통단지, 화물터미널 및 창고, 여객자동차터미널, 종합여객설비, 관광지 및 관광단지, 노외주차장, 도시공원, 폐수종말처리시설, 축산폐수정화시설, 재활용시설, 생팔체육시설, 청소년수련시설, 도서관, 박물관 및 미술관

사항이 변경될 경우에는 재경부장관에게 변경신고를 하여야 한다. 발행조건의 변경도 마찬가지인데, 발행금액, 발행금리, 기간은 물론 시장진출시기나 수수료등도 당초 신고한 내용과 큰 차이가 발생하면 변경신고를 하도록 규정하고 있다(통람 제5조).

그러나 우리나라의 국제신인도가 단기간에 회복하거나 외채규모를 획기적으로 감축하기가 어렵다는 점을 감안하면 당초 한시적으로 운용할 계획이었던 용도제한 폐지정책을 원래의 제도로 환원하기는 어려울 것으로 판단된다. 실제로 지난 5월 정부가 발표한 「제3단계 외환거래 자유화방안」에 따르면 올 7월 1일부터 기업의 만기 1년이상 해외차입과 외환증권발행을 자유화할 계획이다(<표 3-2> 참조).

구체적으로 만기 1~3년이고 도입규모가 3,000만달러 이하인 해외자본은 해당 은행에, 3000만달러 이상은 재경부에 신고하는 것으로 절차를 간소화하였다. 동시에 그동안 해외자본의 도입을 규제했던 외자도입법을 폐지하고 9월부터 「외국인투자촉진법」으로 대체할 예정이다. 이 계획대로라면 지방자치단체와 관련한 상업차관과 외화증권채에 가해졌던 용도, 발행한도, 발행조건에 관한 외환거래법상 규제는 철폐된다고 보아야 할 것이다. 종전의 인가제에서 신고제로 전환하는 것이다. 즉, 앞으로 해외자본은 행정자치부장관의 승인 → 지방의회 승인 → 재경부장관(혹은 외국환은행)에 신고의 절차를 밟아 도입할 수 있다.

특히, 1999년 4월 1일부터는 1년 이하 단기해외자본의 차입이 허용되며 실수요자원칙도 폐지된다. 단기자본 유출입의 자유화와 실수요자원칙의 폐지는 환률변화를 더욱 확대하는 요인으로 작용할 것이다.

<표 3 - 2> 3단계의 환거래자유화계획

시행시기	제도개선 내용
1단계(1998년 7월 1일)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 만기 1년이상 해외차입 허용</li> <li>· 해외증권 발행허용</li> <li>· 연자급수입 대상품목 및 기간제한 폐지</li> <li>· 수출선수금 및 착수금 관련제한 폐지</li> </ul>
2단계(1999년 4월 1일)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 외화실수요원칙 폐지</li> <li>· 기업의 수출대금 해외예치 및 운용 자유화</li> <li>· 금융기관의 해외영업 자유화</li> <li>· 환전상 등록제로 전환</li> </ul>
3단계(2001년 1월 1일)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 여행경비, 해외송금 제한 폐지</li> <li>· 해외교포 국내재산의 국외반출 자유화</li> <li>· 개인의 해외예금, 외국인의 국내예금 허용</li> <li>· 개인의 해외부동산투자 자유화</li> </ul>

자료 : 한국금융연구원·재정경제부, 「3단계 외환거래 자유화방안」  
공청회자료, 1998. 5.

그러나 이는 계획안에 불과하므로 규제완화의 내용이 수정될 가능성이 있으며 개정 법률안이 국회에서 통과해야 하는 절차가 남아 있다. 그럼에도 해외자본과 관련한 정부의 정책방향은 외환규제를 완화하여 외자유입을 촉진하겠다는 점을 분명하게 드러냈다고 볼 수 있고, 사실상 해외자본과 관련한 법적 장벽은 이제 일반적인 지방채제도의 한계로 국한된다.

## 제2절 해외자본 도입의 실태분석

### 1. 지방자치단체 해외자본 도입의 개관

지방자치 단체의 해외자본과 관련하여 신뢰할만한 통계자료가 절대적으로 부족한 실정이다. 지방자치 단체들은 총액기준으로 집계하고는 있으나 기초자치단체까지 파악하는 수준은 아니며 도입조건, 대상사업, 당해연도 상환예정액, 도입유형 등 해외자본의 사후관리에 절대적으로 필요한 기초자료도 충분하게 확보되지 않은 상태이다. 특히, 해외자본의 상당부분을 점유하는 것으로 예상되는 지하철 및 도로건설관련 공사·공단자료는 자료의 신뢰성이 낮아 이용하기 어려웠다. 때문에 본 연구에서 제시하는 통계자료는 지방자치단체의 해외자본 도입과 활용실태를 완벽하게 나타낼게 아니며 총도입규모가 과소평가되어 있음에 유의하기 바란다<sup>24)</sup>. 주어진 자료를 가지고 종합적이고 심층적인 분석을 하는데 자료상의 제약이 있으나 본 연구에서는 일단 공사·공단을 제외한 일반회계 중심으로 지방자치단체의 해외자본 도입실태를 분석하기로 한다.

1997년말 현재 지방자치 단체가 도입한 해외자본은 약 12억달러로 당시 환률로 환산하면 1조 8,119억원(잔액기준)이다. 이 정도의 도입규모는 우리나라 총외채 1,544억달러의 1%에도 미치지 못하는 수준이다<sup>25)</sup>. 공사·공단을 포함해도 1~2% 수준에 머물러 것으로 보인다. 이로 미루어

24) 이러한 문제는 지하철 및 도로건설사업의 투자재원으로 해외자본을 적극적으로 활용한 특별시와 광역시에서 두드러지게 나타난다.

25) 이는 실질적인 대외채무 규모를 파악하고자 IMF와 협의하에 새로 정한 World Bank 기준으로 외채에 금융기관 역외금융과 국외점포 해외차입금을 합산한다.

전년도에 발생한 외환위기에 지방자치단체의 해외자본은 거의 영향을 주지 않은 것으로 보인다. 지방자치단체가 도입한 해외자본은 절대규모면에서 뿐만 아니라 대상사업에서도 성장잠재력과 밀접한 관련이 있는 SOC관련사업이며 대부분 1980년대에 도입한 공공차관이어서 오늘날 국가적으로 큰 문제로 대두하고 있는 해외자본의 비생산적 활용에 대한 비판에서도 비껴나 있다. 특히나 외환위기의 직접적인 원인이 단기외채에 의한 유동성 부족에 있으므로 5~10년의 중장기 해외자본을 도입한 지방자치단체의 해외자본은 문제시할 수는 없다고 보여진다.

<표 3-3> 우리나라의 외채 추이

(단위 : 억달러)

	1996	1997.3	1997.6	1997.9	1997.11	1997.12
총외채(A)	1,047	1,103	1,167	1,197	1,161	1,208
장기	437 (41.7)	461 (41.8)	489 (41.9)	541 (45.2)	545 (46.9)	696 (57.6)
단기	610 (58.3)	642 (58.2)	678 (58.1)	556 (54.8)	616 (53.1)	512 (42.4)
역외금융(B)	528	-	468	509	457	336
총대외지불 부담(A+B)	1,575	-	1,635	1,706	1,618	1,544

자료 : 한국은행, 「연차보고서」, 1998.

주 : 1) 기말기준

2) ( )내는 비중



## 2. 부문별 해외자본 도입현황

**시도별 현황** 시도별 도입현황을 살펴보면 대구시가 전체의 21.5%에 해당하는 2.6억달러(3,895억원)로 형식적으로는 가장 활발하게 해외자본을 도입한 것으로 나타났다. 대구시의 1997년말 기준 해외자본 도입규모는 6억 8,600만달러이다. 여기에는 4차순환도로, 신천동로, 화랑로 확장 등 도로건설사업을 용도로 발행한 양키채 3억달러가 포함되어 있다. 그러다가 올해 3월 미국 자본시장에서 9,000만달러를 조달하여 이미 집행한 8,200만달러와 피사용액 2억 1,800만달러를 전액 상환한 결과를 반영하여 대구시는 1998년 3월말 기준으로 작성하였다<sup>26)</sup>. 한편 그 뒤를 이어 제주도가 17.1%인 2.1억달러(3,103억원)이나 일반적으로 알려져 있는 재정력을 감안하면 대단히 높은 수준으로 판단된다(<표 3-4> 참조). 반면에 해외자본의 도입규모가 가장 클 것으로 예상한 서울시가 상대적으로 소규모로 나타난 것은 공사·공단의 자료가 누락된 영향으로 보인다. 이밖에 부산시와 경기도의 해외자본 도입실적이 현저한 특징을 보이고 있다. 전반적으로 서울, 부산, 대구, 인천, 경기, 제주 등 특정 지방자치단체가 집중적으로 해외자본을 활용하였으며 대부분의 도는 내국채를 통하여 투자재원을 조달하였음을 알 수 있다. 이는 인구집중으로 규모의 비경제가 발생하는 광역시들이 교통·환경오염방지·재개발사업을 추진하는 과정에서 파생한 결과로 이해된다. 그러나 전체 지방채 발행실적과 관련하여 내국채와 해외자본을 상호비교하면 몇가지 다른 특징과 함께 어느 지방자치단체가 해외자본을 활발하게 도입했는가를 명확히 알 수 있다.

26) 1년만기로 일종의 bridge loan이다.

<표 3-4> 시도별 해외자본 도입 현황

(단위 : 억달러, 억원)

단체	외화채 현황				단체	외화채 현황			
	소계	원금	이자	비중		소계	원금	이자	비중
합계	12.19 (18,119)	9.69 (14,399)	2.50 (3,715)	100.0	경기	1.13 (1,665)	0.96 (1,432)	0.17 (233)	9.2
서울	1.54 (2,299)	1.20 (1,779)	0.34 (520)	12.7	강원	0.31 (454)	0.23 (340)	0.08 (114)	2.5
					충북	0.14 (213)	0.11 (161)	0.03 (52)	1.2
부산	1.78 (2,644)	1.43 (2,124)	0.35 (520)	14.6	충남	0.03 (49)	0.03 (41)	0 (8)	0.3
대구	2.62 (3,895)	2.28 (3,385)	0.34 (510)	21.5	전북	0.06 (90)	0.05 (77)	0.01 (13)	0.5
인천	1.08 (1,603)	0.73 (1,086)	0.35 (517)	8.8	전남	0.04 (56)	0.04 (52)	0 (4)	0.3
광주	0.34 (511)	0.25 (380)	0.09 (131)	2.8	경북	0.03 (52)	0.03 (48)	0 (4)	0.3
대전	0.48 (709)	0.36 (533)	0.12 (176)	3.9	경남	0.12 (178)	0.08 (124)	0.04 (54)	1.0
울산	0.40 (598)	0.29 (430)	0.11 (168)	3.3	제주	2.09 (3,103)	1.62 (2,403)	0.47 (700)	17.1

자료 : 행정자치부 재정경제과

주: 1) 달러 및 원화환산은 1997년 12월 31일 현재 금융결제원 전신환매도율 (1,485.96원/1\$, 830.50원/1DM, 1,022.33/15fr, 1,142/100¥)을 기준으로 함

2) 공사·공단은 제외한 도입액임

3) 1997년말 잔액기준. 단 대구시는 1998년 3월말 기준임

지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

<표 3-5>에서 전체 지방채에 대한 해외자본의 상대적 크기는 제주도가 42.7%로 현저하게 높게 나타남을 알 수 있다. 제주도의 지방채 총 발행액은 7,223억원이나 해외자본은 무려 3,103억원을 차지한다.

<표 3-5> 지방채대비 해외자본의 비중

(단위: 억원)

	지방채			해외자본			
	소계(A)	원금	이자	소계(B)	원금	이자	B / A
전국	258,678	190,711	67,967	18,119	14,394	3,725	7.0
서울	14,639	10,246	4,393	2,299	1,779	520	15.7
부산	25,944	20,024	5,920	2,644	2,124	520	10.2
대구	30,739	21,283	9,456	3,895	3,385	510	11.0
인천	14,704	10,627	4,077	1,603	1,086	517	10.9
광주	11,925	8,885	3,040	511	380	131	4.3
대전	9,363	6,923	2,440	709	533	176	7.6
울산	3,621	2,795	826	598	430	168	16.5
경기	44,125	33,357	10,768	1,665	1,432	233	3.8
강원	11,954	8,949	3,005	454	340	114	3.8
충북	9,087	6,690	2,397	213	161	52	2.3
충남	11,608	8,807	2,801	49	41	8	0.4
전북	13,552	9,948	3,604	90	77	13	0.7
전남	12,793	9,316	3,477	56	52	4	0.4
경북	16,565	12,225	4,337	52	48	4	0.3
경남	20,836	15,282	5,554	178	124	54	0.8
제주	7,223	5,351	1,872	3,103	2,403	700	42.9

주 : 1) 공사·공단은 제외  
 2) 1997년말 잔액기준. 단 대구시는 1998년 3월 기준임

이렇게 높은 비중을 차지하는 이유는 전년도에 200억엔에 달하는 사무라이채를 발행한 결과이다. 울산시 역시 해외자본의 비중이 16.5%에 달하고 있어 상당히 높은 수준을 시현하였다. 서울시, 부산시, 대구시, 인천시는 절대규모 뿐 아니라 상대적 크기에서도 여타 시도에 비하여 높은 비중을 보이고 있다. 이와는 대조적으로 경기도는 절대규모면에서는 상당수준의 해외자본을 도입하였으나 전체 지방채에서 점하는 비중은 불과 3.8%에 불과하다. 전체적으로 전술한 4대 대도시와 제주도가 해외자본을 통한 지방채사업을 적극적으로 추진하였으며 제주도를 제외한 도본청은 공공차관위주의 해외자본을 도입한 결과 대단히 미미한 실적을 보이고 있음을 알 수 있다.

**해외자본의 도입조건** 다음으로 해외자본의 도입조건을 살펴보도록 하자. 조입조건에 관한 자료가 전무하여 엄밀한 분석이 불가능하나 1997년말 기준으로 원금대비 이자비를 통하여 간접적으로 유추해석할 수는 있다. 먼저 해외자본이 전체 지방채액에서 점유하는 비중이 7.0%인데, 이 가운데 원금이 7.5%이며 이자가 5.5%이다. 원금비중 보다 이자비중이 더 낮다는 것은 전체 지방채보다 해외자본의 도입조건이 더 양호하다는 것을 시사한다. 이는 시도별로 원금대비 이자비중을 내국채와 해외자본으로 구분하여 비교하면 더욱 뚜렷하게 나타난다. 전체 지방채의 원금대비 이자비는 35.6%인데 비하여 해외자본은 25.9%이다. 해외자본의 조달금리가 전체 지방채의 조달금리보다 37.4% 포인트 저렴하다고 해석할 수 있다. 1997년말 기준으로 전체 지방채의 가중평균한 조달금리가 6.2%

지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

이므로 해외자본의 조달금리는 37.4% 포인트 낮은 42% 정도의 수준일 것으로 예상된다.

<표 3-6> 원금대비 이자비중의 비교

(단위 : %)

	해외자본/내국채			이자/원금	
	소 계	원 금	이 자	내국채	해외자본
전 국	7.0	7.5	5.5	35.6	25.9
서 울	15.7	17.4	11.8	42.9	29.2
부 산	10.2	10.6	8.8	29.6	24.5
대 구	12.7	15.9	5.4	44.4	15.1
인 천	10.9	10.2	12.7	38.4	47.6
광 주	4.3	4.3	4.3	34.2	34.5
대 전	7.6	7.7	7.2	35.2	33.0
울 산	16.5	15.4	20.3	29.5	39.1
경 기	3.8	4.3	2.2	32.3	16.3
강 원	3.8	3.8	3.8	33.6	33.5
충 북	2.3	2.4	2.2	35.8	32.3
충 남	0.4	0.5	0.3	31.8	19.5
전 북	0.7	0.8	0.4	36.2	16.9
전 남	0.4	0.6	0.1	37.3	7.7
경 북	0.3	0.4	0.1	35.5	8.3
경 남	0.8	0.8	1.0	36.3	43.5
제 주	42.9	44.9	37.4	35.0	29.1

그러나 모든 시도가 국내 채보다 저렴한 조건으로 해외자본을 조달한 것으로 보이지는 않는다. <표 3-6>을 보면 시도에 따라 원금대비 이자

비가 상당한 차이를 보이고 있다. 즉, 서울시, 인천시, 광주시, 대전시, 울산시, 강원도, 충북, 경남, 제주도는 전국 평균보다 높은 비중을 보이고 있다. 이 가운데 서울시와 인천시를 제외하면 해외자본의 도입규모가 크지 않은 단체로, 도입규모가 소규모일 수록 도입조건이 불리한 현상이 나타난다. 정확한 원인은 미시자료가 없어 확신하기 어려우나 80년대에 도입한 공공차관의 차입금리가 7% 내외이었다는 점을 감안하면, 공공차관에 의 의존도가 높은 이들 지방자치단체에서 상대적으로 이자비중이 높은 것으로 보인다. 물론 해외자본의 도입규모가 절대적으로 소규모인 지방자치단체는 이자비중이 높다고 해서 큰 문제가 있는 것은 아니다.

**외화증권채 발행** 1997년 한해에 도입한 외화증권채는 모두 외국채로 총 6억 1,500만달러이며 부산, 대구, 경기, 제주에서 발행하였다. 대상사업은 모두 도로관련사업이며 대구시를 제외한 나머지 지방자치단체는 사무라이채를 발행하여 해외자본을 도입하였다. 도입조건은 내국채에 비하여 현저히 낮은 차입금리를 부담하고 있으나 양키채를 발행한 서울시의 경우 상당히 높은 조달비용을 감내하고 있다<sup>27)</sup>. 이러한 결과는 발행 당시 미국과 일본의 금융시장에서 형성된 금리차에 기인한 것으로 일본의 경우 경기부양책의 일환으로 공정한인률을 0.5% 수준으로 유지하는 초저금리정책을 견지했기 때문이다. 이는 외화채 발행시 통화표시국의 경제사정에 따라 도입조건이 영향을 받을 수 있음을 보여준다.

27) 외환위기 이후 대구시의 해외자본 동향에 관해서는 본문의 54쪽을 참조할 것. 여기서는 외화채 발행사례를 살펴본다는 측면에서 대구시를 포함시켰다.

<표 3-7> 지방자치단체 외화증권채 발행현황

발행 시장	발행 단체	발행액	표면 금리	만기	대상 사업	계약 년도	원화 환산액
사 무 라 이 채	인천시	60억엔	2.8%	10년	지하철	1996	685억원
	대구시	50억엔	3.55%	5년	"	1993	571억원
		60억엔	2.8%	10년	"	1996	685억원
	부산시	60억엔	2.05%	5년	도로건설	1998	683억원
	경기도	109억엔	2.1%	5년	"	1998	1,245억원
	제주도	200억엔	3.05%	10년	"	1998	2,284억원
	소계	539억엔					6,155억원
양키채	서울	3억달러	7.875%	10년	지하철	1994	4,600억원

**표시통화별 현황** 일본 자본시장에 대한 높은 의존도는 결국 엔환표 시부채의 비중을 높이는 결과로 나타난다. 1997년말 현재까지 지방자치단체가 도입한 해외자본의 표시통화는 달러화, 마르크화, 스위스프랑화, 엔화에 한정되어 있다. 3단계 자본자유화정책에 따라 올 7월부터는 원칙적으로 자기책임하에 해외자본을 도입할 수 있을 것으로 보이나 전년도까지는 엄격한 외환관리정책상 지방자치단체의 해외자본시장에 대한 접근성이 대단히 제약되어 있었던게 사실이다. 그 결과가 4개 통화, 엄격하게 말하면 달러와 엔화 2개 통화로 표시한 채무수단을 활용한 것으로 나타났다.

<표 3-8> 표시통화별 비중

(단위 : %)

	달러화	마르크화	스위스 프랑화	엔화
서울	47.4	-	-	52.6
부산	31.5	1.87	-	66.6
대구	2.3	-	-	97.7
인천	43.8	-	-	56.2
광주	21.3	-	-	78.7
대전	53.2	-	-	46.8
울산	7.5	-	-	89.8
경기	1.4	-	2.73	98.6
강원	87.6	-	-	12.4
충북	6.9	-	-	93.1
충남	51.1	-	-	48.9
전북	96.3	-	-	3.7
전남	98.6	-	-	1.4
경북	100.0	-	-	-
경남	99.3	-	-	0.7
제주	0.2	-	-	99.8
전국	37.0	0.14	0.05	62.8

외화채 가운데 달러표시 채무는 37%, 엔화표시 채무는 62.8%로 양자본시장이 지방자치단체 해외자본의 99.8%라는 압도적인 자금중개기능을 수행하고 있다. 마르크화와 스위스 프랑화는 부산시와 경기도에서 각각 1차례씩 도입한 경험밖에 없는 실정이다(<표 3-8> 참조). 시도 전체로는 엔화표시 채무의 비중이 높으나 시도에 따라서는 상당히 다른 양상으로 나타나고 있다. 예컨대 경북과 같이 전적으로 달러표시 채무에 의존



하는 지방자치단체가 있는가 하면 정반대로 엔화표시 채무의 비중이 압도적인 시도(대구시, 경기도, 충북, 제주도)도 있다. 대체로 특정통화에 편중하여 해외자본을 도입하고 있는데, 그럼에도 서울시, 인천시, 충남은 엔화표시와 달러표시에 분산시켜 외화증권채를 발행하였다.

**공공차관의 도입현황** 해외자본의 운용과 관리실태를 정확하게 파악하려면 무엇보다 지역별·사업별·도입선별·조달비용별로 미시적인 분석이 이루어져야 한다. 본 연구에서는 일단 재경부의 「공공차관현황」 자료를 토대로 분석하고자 한다<sup>28)</sup>. 물론 전체 해외자본을 포괄하지는 못하지만 외화증권채는 앞에서 살펴보았으므로 공공차관만으로도 우리가 알고자 하는 주요 내용을 유도하는데 큰 무리는 없다.

<표 3-9>는 우리나라 총 공공차관과 지방자치단체의 공공차관의 도입현황을 보여주고 있다. 1997년말 현재(잔액기준) 지방자치단체가 도입한 공공차관은 7억 8,300만달러로 국가전체 공공차관 도입액의 7.7%에 불과하다<sup>29)</sup>. 주요 도입선은 ADB, IBRD 등 국제기구와 일본의 OECF차관이며 이들이 지방자치단체 공공차관의 99%를 점할 정도로 압도적이다.

28) 재경부의 「공공차관 현황」을 근거로 연구자가 지역별·사업별·도입선별·조달비용별로 분류하여 시사하였다.

29) 도입규모는 발행통화별 차이에도 불구하고 모두 달러화로 환산한 것이다. 재경부가 적용한 미달러화 환산률은 엔화의 경우 1엔당 0.00769, 독일마르크는 1마르크당 0.55886이다.

<표 3-9> 사업주체별 공공차관 도입 현황

(단위 : 100만달러)

차 입 선		정부기관	지방자치 단 체	정부투자 기 관	민 간	합 계
국제기구	IDA	72	-	2	-	75
	IBRD	833	134	3,293	299	4,559
	ADB	161	63	2,113	-	2,337
	소 계	1,067	197	5,408	299	6,971
미 국	AID	196	2	-	7	205
	PL480	478	-	-	0.5	479
	기 타	-	-	13	-	13
	소 계	674	2	13	8	697
일 본	OECF	710	581	190	7	1,489
	식량청	136	-	-	-	-
	기 타	-	-	-	-	136
	소계	846	581	190	7	1,625
유 럽	KFW	22	3	18	42	84
	기 타	-	-	803	-	803
	소 계	22	3	521	42	887
기 타	4	-	5	-	10	
합 계	2,613	783	6,437	356	10,189	

자료 : 재경부, 「공공차관 현황」, 국고자료-97, 1998.

이제 지방자치단체 공공차관의 내역을 지역별·사업별로 살펴보도록 하자. 주의할 점은 앞의 <표 3-9>의 도입선별 내용은 환률조정을 하지 않은 원래의 도입액을 기준으로 한 것이므로 환률조정계수<sup>3)</sup>를 이용하

여 상환액을 표시한 <표 3-10>과 다소 차이가 있다는 사실이다. 또한 완료사업을 제외한 잔액기준이므로 어느정도 활발하게 공공차관을 도입했는지에 대해서는 완전하게 반영했다고 볼 수는 없다<sup>30)</sup>.

이러한 사실을 염두해 두면서 도입실태를 살펴보면, 현재기준으로 공공차관의 도입은 지역별로 상당한 격차를 보이고 있다. 먼저 서울특별시 5억 1,830만달러로 전체의 59.3%를 점유하고 있는데, 이는 2기 지하철사업의 재원으로 OECF차관 4억 4,240만달러를 도입한데 따른 것이다. 따라서 단일 사업으로 압도적으로 규모가 큰 2기 지하철사업을 제외하면 대구가 8,280만달러로 가장 크다고 볼 수 있다. 부산도 대구와 비슷한 수준이며, 대체로 광역시가 활발하게 공공차관을 도입한 것으로 나타났다. 반면에 충남지역은 잔액이 전무하는등 대부분의 도단위 지역은 상환해야 할 공공차관의 규모가 1,000만달러 내외이다.

사업별로는 상수도사업과 하수처리시설에 집중적으로 공공차관을 도입하였다. 특히 공공차관은 하수처리시설의 투자재원으로 지대한 역할을 한 것으로 보인다. 이들은 주로 환경오염방지사업으로 중앙정부의 환경정책이 강화되기 시작한 1980년대 후반부터 집중적으로 도입하였으며 집

30) 이는 주로 달러화에 연동된 개도국의 외화채무를 환위험으로부터 보호하고 재정운용의 계획성을 도모하고자 [BFD가 개발한 지표로 공공차관을 도입한 국가는 이 지표로 환산한 자국통화표시 채무액을 예산에 계상한다. 현재 이용하고 있는 환율조정계수는 CPS(Currency Pooling System)방식이나 Pool Unit Approach방식으로 개선할 계획으로 있다. 양 방식의 현재가지환산기법에 대해서는 다음 자료를 참조할 것. World Bank, Pool Unit Approach to Currency Pool Loans, 1995.

31) 우리나라는 OECD가입에 따라 1995년 2월부터 공공차관의 도입은 불가능하다. 따라서 재정부의 「공공차관 현황」 자료는 1995년 2월 이전까지 도입한 공공차관이며, 본 연구는 이 가운데 만기가 도래하지 않아 미상환 상태에 있는 미완료 공공차관사업만을 분석대상으로 설정하였다.

<표 3-10> 지역별·사업별 공공차관 도입 현황

(단위 : 10만달러)

단체	관광시설	지역개발	상수도	하수처리장시설	교통	지하철	쓰레기처리장	합계
서울	-	-	13	746	-	4,424	-	5,183
부산	-	-	23	427	273	-	-	723
대구	-	-	482	340	-	-	6	828
인천	-	-	-	264	-	-	5	269
광주	-	-	-	250	-	-	-	250
대전	-	-	138	102	-	-	-	240
울산	-	-	-	49	-	-	-	289
경기	-	-	-	226	240	-	-	226
강원	-	-	-	149	-	-	-	149
충북	-	-	-	100	-	-	-	100
충남	-	-	-	-	-	-	-	-
북	-	76	-	36	-	-	-	112
전남	-	75	-	-	-	-	-	75
경북	20	-	-	-	-	-	-	20
경남	-	0.3	-	190	-	-	-	190
제주	-	-	-	76	-	-	-	76
전국	20	151	656	2,957	513	4,424	12	8,733

적의 비효율성이 현저하게 발생하는 광역시에 편중되어 있다. 반면에 예상과 다르게 지역개발이나 교통관련사업에 대한 공공차관의 역할은 크지 않았던 것으로 보인다. 교통사업은 도로건설사업이 주종이며 지역개발은

지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

전주권이나 광주권 지역개발사업과 같이 중앙정부가 국토의 균형발전을 목적으로 광역화하여 추진하는 사업들이다. 한편 관광사업은 경주권 관광단지를 확충하는데 도입한 공공차관이다.

다음으로 공공차관의 도입유형을 살펴보면, 대부분 고정금리(77.3%)인데, 변동금리가 71.6%인 전체 공공차관의 금리구조와는 정반대의 양상이다. 이러한 사실은 국가신인도의 추락으로 해외자본시장에서의 조달비용이 급증한 최근의 상황에 비추어 볼 때 이자율위험이 상당부분 회피된 것으로 이해된다.

<표 3-11> 사업별·형태별 공공차관의 도입 현황

(단위 : 10만달러)

사업별	금리유형		표시통화채무		합 계	가중 평균 금리	건수
	변동금리	고정금리	달러	엔화			
관 광	-	20	20	-	20	7.25	1
지역개발	76	75	151	-	151	7.27	6
상 수 도	482	174	519	137	656	6.06	5
하수처리	1,143	1,814	1,294	1,663	2,957	5.45	25
교 통	273	240	273	240	513	5.47	2
지 하 철	-	4,424	-	4,424	4,424	4.0	1
쓰 레 기	12	-	-	12	12	4.74	2
합 계	1,986 (22.7%)	6,747 (77.3%)	2,257 (25.8%)	6,476 (74.2%)	8,733	4.8	42

반면에 도입조건은 사업부문에 따라 다소 다르게 나타난다. 예를 들어 상수도사업은 변동금리의 비중이 높으나 쓰레기처리시설사업은 전액 고정금리이며 하수처리시설도 고정금리의 비중이 높게 나타났다. 금리수준도 비중별로 가중한 조달금리는 평균 4.8%인 것으로 분석되었으나 사업별로 상당한 격차를 보이고 있다. 쓰레기처리시설사업은 조달금리가 4.74%에 불과하나 관광사업, 지역개발사업은 7% 이상으로 상환부담이 클 것으로 보인다.

발행통화는 엔화표시 부채가 74.2%로 우리나라 공공차관과 유사하다. 사업별로는 도입조건과 같이 쓰레기처리시설사업과 하수처리시설사업은 엔화표시채무가, 상수도사업은 달러표시부채의 비중이 높다. 이러한 결과가 나타난 원인은 엔화표시채무가 모두 고정금리채무인데 따른 것이다. 한편 지하철사업이 단일 건수임에도 도입규모가 압도적이나 하수처리시설사업이 전체의 60%인 25건으로 가장 활발하게 도입한 사업임을 재확인할 수 있다.

## 제3절 해외자본의 사후관리 현황

### 1. 파생금융상품과 우리나라의 파생금융시장의 현황

해외자본의 관리정책을 사전적 관리와 사후적 관리로 구분한다면 사전적 관리는 도입선과 최종계약하기 이전 단계까지의 모든 과정을 포괄한다. 따라서 사전관리는 투자의 효율성과 주민의 후생수준을 극대화하

는 사업을 선정하는 문제, 적정규모의 해외자본을 도입하는 문제, 최소의 조달비용으로 발행하는 문제라고 볼 수 있다. 반면에 사후적 관리는 최종계약을 체결한 이후부터 상환까지 전 과정에서 발생하는 각종 위험으로부터 원래의 도입가액 혹은 그 이하로 상환할 수 있도록 도입한 해외자본을 합리적으로 관리하는 것이다. 이런 의미에서 사전적 관리와 관련한 도입절차는 1절에서 기술한바 있으므로 여기서는 사후적으로 해외자본을 적절하게 관리하는데 중요한 각종 파생금융상품 가운데 현실적으로 지방자치단체가 이용가능한 스왑과 선물환거래를 설명하기로 한다<sup>32)</sup>.

**스왑(Swap)** 스왑이란 원리금상환비용을 최소화할 목적으로 채무자 상호가 자신의 상환조건을 교환하기로 한 약정이다. 교환의 대상이 서로 다른 형태의 이자율이면 이자율스왑(interest rate swap)이며 표시통화일 경우는 통화스왑(currency swap)이라 한다<sup>33)</sup>.

이자율스왑은 거래당사자가 같은 통화표시의 채무를 부담하고 있을 때 금리변동위험을 헷지할 목적으로 이자지급을 일정기간 동안 교환하는 거래이다. 가장 전형적인 이자율스왑은 차입금의 이자지급조건을 변동금

32) 이하의 내용은 다음 자료를 참조하여 정리하였다.

J. Andrews, *Buying Municipal Bonds*, The Free Press, 1987의 1장~3장, 5장, 25장, 31장  
S. Heide, Klein, R, and J. Lederman(eds.), *The Handbook of Municipal Bonds*, Probus Publishing, 1994.

J. Marshall and K. Kapner, *Understanding Swap Finance*, South - Western Publishing Co., 1990.

33) 엄밀하게 말하면 외환스왑과 통화스왑으로 구분해야 한다. 외환스왑은 원금만을 미리 정해진 날짜와 환율에 따라 교환하고 그후 다시 사전에 정한 날짜와 환율로 교환하는 거래이다. 이에 비하여 통화스왑은 서로다른 통화로 표시된 일련의 이자지급을 미리 정해진 기간동안 교환하고 미리 정한 환율로 이중 통화간의 원금을 교환하는 거래이다. 외환스왑은 통상 중앙은행이 유동성조절, 외환관리 등을 목적으로 사용한다.

리에서 고정금리로 또는 고정금리에서 변동금리로 교환하는 것이다. 예를 들어 A가 1억달러를 5년간 변동이자로 조달하기를 원하고 B는 1억달러를 5년간 고정이자로 조달하고 싶어한다. 그리고 A는 현재능력으로 고정이자로는 연 10%, 변동이자로는 LIBOR+2.0%로 조달할 수 있으며 B는 12%의 고정이자와 LIBOR+3.0%의 변동이자로 조달할 수 있다고 가정하자<sup>34)</sup>. A가 B에 대하여 고정이자와 변동이자 모두에서 절대적인 우위에 있으며 B는 A에 대하여 변동이자에서 비교우위에 있음을 알 수 있다. 따라서 A와 B는 비교우위에 있는 시장에서 해외자본을 조달하여 스왑거래를 함으로써 서로 이득을 볼 수 있다. 즉, A는 10%의 고정금리로 자금을 조달하고 B는 LIBOR+3.0%의 변동금리로 자금을 조달한 후 B가 A에게 11.5%의 고정이자를 지불하고 A는 B에게 변동이자 LIBOR+3.0%로 지불하기로 스왑계약을 체결한다. 이렇게 하면 A는 B로부터 고정이자를 받으면서 원래 원하던 변동이자로 자금을 상환하는 효과를 얻을 수 있다. 더 나아가 A는 LIBOR+1.5%로 상환할 수 있어 50bp(basis point)만큼 이자비용을 절약할 수 있다<sup>35)</sup>. 동일한 원리로 B도 A로부터 받는 LIBOR+3.0%에서 원래 상환이자율 LIBOR+3.0%와 A에 지불해야 하는 고정금리 11.5%를 차감하면 순비용은 11.5%의 고정금리가 되어 50bp의 이자비용을 절약할 수 있다.

통화스왑시장에서 거래되는 일반적인 통화스왑이란 두 당사자가 서

34) 고정이자율을 스왑쿠폰(swap coupon)이라 하고 이자지불의 근거인 원금을 개념적원금(notional principal)이라 한다. 이자율스왑에서 개념적원금은 교환되지 않으며 거래자 각자가 지불해야 할 이자의 차액만을 상대방에게 지불한다.

35) 스왑을 이용하지 않을시 고정이자율 10.0%와 스왑계약에 따라 B에 지불해야 할 변동금리 LIBOR+3.0%를 합한 총비용에서 A가 B로부터 받을 11.5%의 고정금리를 차감하면 A의 순비용은 LIBOR+1.5%가 된다.



로다른 통화로 표시된 원금을 교환하고, 일정기간에 걸쳐 사전에 약정한 대로 이자와 원금을 지불하는 거래이다. 통상 각 통화에 대해 고정금리가 적용되는데, 이자율스왑과 달리 조달비용을 낮추는데 상대적으로 유리하다. 예를들어 사무라이채를 발행하여 엔화표시 부채를 필요로 하는 지방자치단체가 있다고 하자. 이 지방자치단체가 엔화부채를 도입할 수 있는 방법은 크게 2가지이다. 하나는 사무라이채나 쇼군채처럼 직접 엔화표시의 채권을 발행하거나 아니면 달러화 부채를 발행한 후 엔화 부채와 교환하는 방법이 있다. 후자가 바로 스왑거래인데, 만약 후자가 전자보다 조달비용이나 상환비용을 절감시킨다면 스왑거래를 활용하는 방법이 유리하다.

다음의 예를 보면 쉽게 이해할 수 있다. A는 5,000만달러의 투자재원이 필요하며 13.0%수준의 금리로 조달할 수 있다. B는 스위스 프랑화가 필요하고, 프랑화를 직접조달하면 연 6.0%의 금리를 부담해야 한다. 이때 A와 B는 자신이 필요로 하는 통화를 직접조달하는 대신 차입조건이 유리한 통화로 차입하여 스왑계약을 체결하는 것이다. 즉, A는 1억프랑을 연 6.5%에 조달하며, B는 5,200만달러를 연 11.5%로 조달하여 200만달러는 현물시장에서 프랑화로 환전하고 나머지 5,000만달러를 A의 1억프랑과 교환한다. 만기는 5년이며 A는 지불이자 5,200만달러를 B에게 지급하는 대신 1억프랑을 받기로 했다고 합의하자. 그러면 이 스왑거래를 통하여 A는 달러를 연 12.58%의 비용으로, 그리고 B는 프랑화를 연 5.56%의 비용으로 조달한 결과가 되어 실제 상환비용을 낮출 수 있다.

**선물환** 선물환거래의 기준인 제2영업일을 경과한 특정일자에 외환을 결제하기로 매매계약을 체결하고, 결제일이 되면 매매계약시 약정한 환률로 해당자금을 수수하는 외환거래가 선물환(outright forward)거래이다. 즉, 앞으로의 환률변동을 예측한 후 장래 외환결제에 적용할 환률을 현시점에서 미리 약정하는 것이다. 예를들어 현재 원/달러환률이 1,000 원이고 이자지급기인 3개월 이후 원/달러환률을 1,200원으로 예측하였다면 1,200원 이하로 선물환계약을 체결할 수 있다<sup>36)</sup>. 따라서 선물환거래는 스왑이나 옵션 등의 파생상품과 달리 단순명료한 과정을 밟지만 환률을 정확하게 예측해야 하는 어려움이 있다. 환률이란 장기적으로 보면 국내 외 이자율차와 외환의 수급에 의해 결정되는 것이지만 단기적으로는 루머나 국내외적인 경제동향으로부터 민감하게 반응한다. 외환시장 자체가 합리적인 예측이 가능하도록 작동하지 않으면 선물환거래가 오히려 환위험을 증폭시킬 수도 있는 것이다. 특히 우리나라는 원/달러 환률을 기준으로 여타 통화와 원화간 환률을 결정하는 시스템이어서 환률예측이 더욱 어렵다고 볼 수 있다<sup>37)</sup>.

36) 결국 선물환거래가 성립하려면 미래의 환률수준을 다르게 예측하는 거래상대방이 존재해야 한다. 예에서 처럼 모든 외환거래자가 1,200원 이상으로 예측했다면 1,200원 이하로 선물환계약을 원하는 거래자는 없을 것이다.

37) 엔화에 대한 원화환률의 경우 국제외환시장에서의 엔/달러환률과 국내외환시장에서의 원/달러환률의 관계속에서 원/엔환률이 결정된다. 예컨대 엔/달러 환률이 130 엔이고 원/달러 환률이 1,000 원이라면 원/엔환률은 다음 공식에 따른다. 원/엔환률 = (원/달러환률 ÷ 엔/달러환률) × 100 = (1,000 ÷ 130) × 100 = 769 이다. 따라서 엔/달러환률이 상승하면(달러에 대한 엔화 가치가 평가절하) 원/엔환률은 하락(엔에 대한 원화 가치가 평가절상)하여 엔화표시 채무비용이 높은 채무자는 원리금상환비를 하락분만큼 절약할 수 있다. 이러한 환률결정시스템은 달러를 기축으로 하는 국제경제의 역학관계에 따른 것인데, 최근 일본은 아시아국가들의 대엔화 환률을 해당국 통화와 직접 연동시키는 엔화의 국제화를 적극적으로 추진하고 있다.

이때 명목환률뿐 아니라 국내금리와 표시통화국의 금리간 격차, 즉 선물환마진(foward margin)을 고려하여 선물환거래를 해야 한다는 점에 주의해야 한다. 예컨대 채무자가 1개월후 1억엔을 상환해야 하는데, 엔화의 1개월 금리가 0.5%이고 원화의 금리가 18%라면 채무자는 엔화를 매각, 원화로 예치함으로써 17.5%의 금리차익을 얻을 수 있다. 때문에 예측환률이 현재환률보다 17.5% 이상 높을 것으로 예측되지 않는한 예측환률로 선물환거래를 하는 것은 손해라는 것을 알 수 있다.

**파생외환상품 거래 현황** 외국환관리규정은 파생금융상품의 거래를 선물환과 스왑, 옵션, 선물옵션 등을 포괄하는 금융선물로 나누어 편의상 선물환을 제외한 모든 파생금융상품을 금융선물로 분류하고 있다. 금융선물거래는 다시 거래소에서 거래하는 장내거래와 그렇지 않은 장외거래로 구분한다<sup>38)</sup>. <표 3-12>는 우리나라의 파생외환상품의 거래현황을 정리한 것이다. 우리나라의 파생외환상품의 거래규모는 1995년 이후 빠른 속도로 증가하다가 1998년 들어와 큰 폭으로 감소하였다. 이는 외환위기 이후 외국은행들이 국내기업과 은행에 대한 외환거래 신용한도를 축소한 데다 기업들의 거래심리가 위축한데 따른 결과이다.

1998년 1/4분기 파생외환상품의 거래는 전년동기대비 48.6% 감소한 774억달러로 거래 자체가 크게 위축되어 있다. 거래형태별로는 선물환거래가 654억달러로 전체의 84.4%라는 압도적인 위치를 차지하고 있는데, 정부가 선물환거래를 상대적으로 일찍 허용하였기 때문이다. 선물환거래

38) 장내거래란 외국환관리법상 매매중개기관인 한국은행의 자금중개실과 외환브로커회사를 경유하여 이루어지는 거래이다.

현황을 구체적으로 살펴보면 선물환계약이 이루어지는 outright선물환거래가 전년동기에 비하여 64.9%나 감소하였으며 현물환거래와 선물환거래가 동시에 이루어지는 외환스왑거래는 33% 감소하였다. 특히 외국은행 국내지점이 신용위험을 회피할 목적으로 거래를 크게 축소함으로써 203억달러를 거래하는데 그치고 있다. 이외는 달리 우리나라의 금융선물은 거래규모나 활동성 측면에서 매우 부진한 양상을 보이고 있는데, 아직 국내의 외환기법이 낙후된데 그 원인이 있다.

<표 3-12> 우리나라 파생외환상품 거래 현황

(단위 : 억달러)

	1996	1997			1998	
		소계	1/4	4/4	1/4	
합 계	3,477	5,565	1,104	1,506	774	
선물환	2,551	4,287	749	1,268	654	
	outright	1,117	2,164	364	613	215
	외환스왑	1,434	2,123	385	655	439
금융선물	926	1,278	355	239	120	

자료 : <http://www.bok.or.kr/cgi-bin/nph-hwp2.html>

## 2. 해외자본의 사후관리 현황

상업차관도입인가지침(제25조)은 차관도입으로 조달한 외화는 지정

거래 외국환은행에 개설한 거주자의 화예금계정에 예치하도록 규정하고 있다. 동시에 지정거래 외국환은행의 장으로부터 지침이 규정한 용도에 적합하다는 것을 확인받아야 인출과 사용이 가능하다. 지정거래 외국환은행장도 분기별 예치와 인출내역을 다음 분기 시작일부터 15일 이내에 재경부장관에 보고하도록 규정하고 있다. 단, 외화증권채는 상업차관과 달리 지정거래 외국환은행이 매월 예치 및 인출내역을 한국은행에 보고하며, 한국은행총재는 이를 종합하여 다음달 20일 이내에 재경부장관에게 보고하도록 되어 있다. 그러나 상업차관이든 외화증권채이든 모두 외국환관리규정(10-85조)에 의거하여 지정거래 외국환은행에 개설한 거주자 외화예금상태로 예치하여야 한다. 이것은 차입자가 실수요자원칙에 맞게 해외자본을 활용하고 있는가를 사후확인하기 위함이다. 만약 발행 당시 신고한 용도 이외의 다른 용도로 자금을 사용하고자 할 경우에는 당초 예금계정에 재입금한 뒤 재경부장관의 사전협의를 거쳐 변경하도록 조치하고 있다.

전술한대로 중앙정부 차원에서 해외자본의 사후관리체계는 제도적으로 엄격하게 확립되어 있다. 이에 반하여 지방자치단체가 해외자본의 사후관리에 관심을 기울이기 시작한지는 불과 1~2년 전부터로 아직은 중요성에 비하여 인식수준이 낮은 단계에 머물러 있다. 과거 전대형식으로 도입한 공공차관을 재경부의 해당부서에서 사후관리를 도맡아 온데 따른 사고의 전환이 이루어지지 않은 탓이다. 특히 해외자본 도입실적이 미미한 시도나 공공차관이 압도적인 시도는 이러한 경향이 심하여 엄격한 사후관리를 해야 한다는 원칙론에만 공감만 하고 있을 뿐 실제로는 아무런

조치를 취하지 않고 있다.

그런 가운데서도 몇몇 시도에서는 선물환거래를 이용하여 환차손을 줄이거나 전담부서를 설치하여 해외자본을 통합관리하려는 움직임을 보이고 있다. 대표적으로 부산시, 대구시, 제주도를 들 수 있다. 이들 시도는 하나같이 대규모 해외자본을 도입하여 환위험을 직접적으로 경험하였기 때문에 상대적으로 사후관리에 대한 인식수준이 높은 편이다. 예컨대 부산시와 대구시는 해외자본 전담부서로서 경영행정계와 외자관리계를 신설한바 있다. 그러나 전담조직만 신설했을 뿐 이를 뒷받침하는 소프트웨어인 인력지원과 효율적인 운영체계가 취약한 상태이다. 국제금융에 대한 고도의 전문지식을 요구하는 해외자본의 사후관리를 공무원조직으로 커버하기에는 현실적으로 무리인게 사실이다. 물론 제주도와 같이 선물환거래를 활용하여 이자상환비를 절감한 단체도 있다.

## 제4절 해외자본 도입의 타당성 분석

### 1. 실효차입비용의 분석

해외자본의 실효성은 사업과 조달비용의 타당성을 분석하는데서 출발한다. 개방경제에서 조달비용은 단지 국내외 이자율차에 국한하지 않으며 표시통화국에 대한 환률의 변동성(volatility)으로부터도 영향을 받는다. 환률의 변동이 국내외 명목이자율간 차를 상쇄하여 오히려 해외자

본의 조달비용이 국내보다 높아질 가능성이 있는 것이다. 환률변동이 국내의 명목이자율간 차와 일치하는 손익분기점을 실효차입비용(effective borrowing cost)이라 정의하면, 이 정의에 근거하여 해외자본의 도입이 불리하게 작용하는 이자율과 환률수준을 유도할 수 있을 것이다. 즉, 지방자치단체들이 기대한대로 해외자본의 조달비용이 국내자본보다 저렴한지, 저렴하다면 어느정도이며 저렴하지 않다면 불리하게 작용하는 조건은 무엇인지를 평가할 수 있다.

본 연구에서는 기초자료의 미비로 일단 지금까지 지방자치단체들이 발행한 외화증권채를 대상으로 실효차입비용을 도출한다. 분석에 이용하는 환률은 도입시점의 월말 환률과 1998년 5월말 현재 환률이다. 이자율은 1997년말 현재 지방채의 가중평균한 이자율(6.2%), 지역개발기금의 융자금리(8%), 은행권의 우대금리(13%)이다<sup>39)</sup>.

현재 지방채의 가중평균이자율이 6.2%이므로 양키채에 의한 해외자본 도입이 결코 유리한 조건이 아님을 알 수 있다. 물론 국내은행의 우대금리와 비교하면 양키채가 68% 저렴한게 사실이다. 그러나 지방자치단체들의 해외자본 도입배경이 국내 지방채시장에서 원하는 수준의 대규모자금을 발행하기 어렵다는 현실에서 비롯하므로 국내은행의 우대금리와 비교하는 것이 바람직할 것이다. 지방자치단체들이 선호하는 사무라이채는 일본 통화당국의 초저금리정책에 따라 국내 이자율과 현격한 격차를 보인다. <표 3-7>의 표면이자율을 가중평균한 해외자본의 가중평균이자율은 2.9%로 명목이자율로 보면 지방채자금에 비하여 1.13배 저렴

39) 가중평균금리는 지역별 지방채현황을 근거로 연구자가 산출하였다.

하다.

그러나 엔화표시 외화증권채 조차도 환율변화에 따라 국내 지방채보다 불리해질 수 있음을 <표 3-13>은 보여주고 있다. 표의 상단은 도입시점의 환률과 발행이자율, 그리고 만기를 고려하여 원화로 환산한 것으로 환율변화에 따른 상환비용의 추이를 나타낸다. 하단은 가중평균조달금리로 지방채를 발행한 경우와 지역개발기금, 국내은행의 차입이자율로 발행한 경우의 상환비용 추이이다. 개별 엔화부채에 따라 다소 차이가 있으나 전체적으로 보면 지방채 가중평균조달금리의 손익분기점은 원/엔환률이 926원일 때이다. 즉, 원/엔환률이 926원 이상으로 상승(원화가치 평가절하)하면 국내채를 발행하는 편이 자금조달비용측면에서 유리하다. 동일한 맥락에서 원/엔화환률이 1,015원(지역개발기금), 1,148원(국내은행 차입) 수준으로 각각 상승할 경우에는 엔화표시부채가 원화표시부채보다 불리해진다.

이를 역으로 표현하면 환률이 1,148원일 때 실효차입이자율은 국내은행 차입이자율인 13%로 볼 수 있다. 5월말 현재 원/엔 환률이 1,016원이므로 실효차입비용은 지역개발기금에서 차입한 이자율과 동일한 효과를 갖는다. 결론적으로 5월말 현재기준 외화증권채는 최소한 자금조달비용 측면에서 보면 국내채와 비교할 때 절대적인 우위를 보이지는 않고 있다<sup>40)</sup>.

40) 2장에서 우리는 지방자치단체들이 지방채시장에 접근하기 어렵다는 현실적 어려움으로 해외자본시장을 선호함을 지적한바 있다. 따라서 조달비용이 국내채와 동일하다 해서 해외자본의 도입 필요성이 무의미해지는 것은 아니다. 해외자본은 조달비용은 물론 도입규모, 시장에 대한 접근성까지 고려하는 종합적인 시각에서 평가하는게 바람직하다.



<표 3-13> 실효차입비용 분석 결과

(단위 : 억원)

	외화증권채				
	도입액	원화상환액 적용환률(원/100엔)			
		도입시	926원	1,015원	1148원
인 천	60억엔	558	711	779	882
대 구	50억엔	428	545	598	676
	60억엔	558	711	779	882
부 산	60억엔	528	613	671	759
경 기	109억엔	898	1,115	1,222	1,383
제 주	200억엔	2,039	2,417	2,649	2,996
합 계	539억엔	5,010	6,112	6,700	7,577
	내 국 채				
	가중평균이자율	지역개발기금	국내은행 차입		
인 천	706	785	1,003		
대 구	476	508	599		
	706	785	1,003		
부 산	628	671	791		
경 기	1,065	1,139	1,342		
제 주	2,531	2,812	2,812(확인요)		
합 계	6,113	6,698	7,549		

주 : 1) 원금과 표면금리를 고려하여 환산하였으며 이자비용은 매년 분할상환한다는 전제하에 시산하였음

## 2. 환차손의 평가

국가간 자본이동이 자유롭다면 각국 통화의 이자율은 균등해져야 한

다. 이른바 국제 피셔효과(International Fisher Effect)가 성립할 경우 각국 간 명목이자율의 차이는 환률을 반대방향으로 이동시켜 정확하게 상쇄시키므로 환위험이란 사실상 존재하지 않게 되는 것이다. 그러나 환률이란 단순히 국가간 명목이자율에 의해서만 영향을 받는 것은 아니며 다양한 요인들이 환률변동을 결정하기도 한다. 단기적으로 환률은 인플레이션, 정치적 안정성, 통화당국의 정책의도, 외환거래자의 기대심리 등 다양한 요인들이 복합적으로 작용하여 결정하는게 보통이다.

때문에 외환거래자들은 어느 누구를 막론하고 단기적으로 환위험의 노출로부터 벗어날 수 없으며 지방자치단체도 예외가 아니다. 상환시기에 표시통화국의 통화가 평가절상(appreciation) 되거나 국제금리가 상승하면 환차손이 발생한다. 고정금리로 해외자본을 도입했다 해도 환률변화로 인한 상환비용의 추가부담은 피할 수 없게 된다. 여기서는 지방자치단체가 도입한 해외자본의 환차손을 추계하기로 한다.

환위험을 측정하는 방법에는 환산환위험(translation exchange risk), 거래환위험(transaction exchange risk), 영업환위험(operating exchange risk)이 있다. 그러나 기업처럼 자회사를 두고 결합제무제표를 작성하거나 환률변동으로 상품판매의 손익이 변동하는 경우는 없으므로 지방자치단체와 관련한 환위험은 거래 환위험이다. 거래환위험은 자금의 차입이나 대출시 계약시점과 결제시점과의 환률차이에 의해 발생하는 환위험을 말한다<sup>41)</sup>. 거래환위험은 좁은 의미로는 외환거래로부터 발생하는 환차손의

41) 외화표시채무를 보고통화로 환산할 때 적용하는 환률은 현행환률, 역사적 환률, 평균환률이 있다. 이들은 각기 장단점이 있으나 통상 현행환률을 적용할 때 외화표시채무의 경제가치 변동이 가장 크며 역사적 환률이 가장 작은 것으로 알려져 있다. 본 연구에

가능성을 의미하며 회계적 관점에 국한한다. 외화표시약정까지 고려하는 넓은 의미의 거래환위험이 바람직하나 본 연구에서는 분석편의상 협의의 개념에 근거하여 환차손을 추계하기로 한다. 그리고 여기서 말하는 환차손 규모는 실제 발생했다는 사후적 의미가 아니라 전술한대로 발생할 가능성임에 유의하자.

환차손의 정확한 추계는 개별 해외자본의 전년도 상환시기와 올해 상환시기의 환률을 기준으로 하여야 한다. 그러나 개별 해외자본의 상환 시기에 관한 미시자료가 없어 본 연구에서는 전년도 연평균환률과 올해 1월부터 5월까지 일별환률을 기준으로 환차손을 평가하기로 한다. 때문에 정확한 추계라고 볼 수는 없을 것이다. 특히, 최근과 같이 엔/달러 환률이 급속히 상승하는 추세가 지속된다면 엔화표시부채를 지고 있는 지방자치단체의 환차손은 과대평가될 가능성이 높다. 실제로 원/엔환률은 1997년말 1,142.8원에서 올해 5월에는 9.6% 하락한 1,032.9원을 기록하고 있다<sup>42)</sup>.

1998년 5월말 현재기준으로 평가한 환차손규모는 지방자치단체 해외자본의 3.5%에 달하는 581억원으로 추계되었다. 즉, 5월말 현재 원/엔환률수준이 올해의 연평균 환률수준이라면 지방자치단체들은 581억원에 달

서는 평가의 중립성 차원에서 평균환률을 이용한다.

42) 구조조정의 지연, 경기부양의 실패 등의 원인으로 일본경제에 대한 신뢰감이 급격히 약화되고 있어 대부분의 국제금융 전문가들은 엔/달러 환률이 150엔 수준으로 급락할 것으로 전망하고 있다. 엔화가치가 이런 추세로 평가될 경우 엔화표시 부채비중이 높은 지방자치단체들은 환차손의 위험으로부터 상당부분 벗어날 수 있을 것으로 보인다. 그러나 엔/달러 환률의 움직임은 미·일간 역학관계에 의하여 예측하기 어려우며, 정반대로 110엔 수준으로 상승할 수도 있다. 이 경우 엔화표시 부채비중이 높은 지방자치단체들은 환차손이 증가할 수도 있다. 엔/달러 환률의 역사적 변동성에 대해서는 4장 통화구성의 다양화에서 상술하고 있다.

하는 원리금 상환비용을 추가로 부담해야 할 가능성이 있다는 것이다. 해외자본의 평균이자율을 알지 못하는 상태이지만 일단 3% 전후로 상정하면 실효차입비용은 3.5%를 추가한 6~7% 수준으로 악화되는 것이다.

<표 3-14> 환차손 규모의 추계

단 체	잔 액		1998년 상환계획			환차손 (B)	B / A
	달러 기준	원화기준 (A)	달러 기준	원화기준 (1997년)	원화기준 (1998년)		
서울	1.54	2120.9	0.2	190.0	275.4	85.5	4.0
부산	1.78	2451.4	0.18	171.0	247.9	76.9	3.1
대구	2.62	3608.3	0.54	512.9	743.7	230.8	6.4
인천	1.08	1487.4	0.05	47.5	68.9	21.4	1.4
광주	0.34	468.2	0.03	28.5	41.3	12.8	2.7
대전	0.48	661.1	0.05	47.5	68.9	21.4	3.2
울산	0.4	550.9	0.03	28.5	41.3	12.8	2.3
경기	1.13	1556.2	0.05	47.5	68.9	21.4	1.4
강원	0.31	426.9	0.04	38.0	55.1	17.1	4.0
충북	0.14	192.8	0.02	19.0	27.5	8.5	4.4
충남	0.03	41.3	0.01	9.5	13.8	4.3	10.3
전북	0.06	82.6	0.02	19.0	27.5	8.5	10.3
전남	0.04	55.1	0.03	28.5	41.3	12.8	23.3
경북	0.03	41.3	0.03	28.5	41.3	12.8	31.0
경남	0.12	165.3	0.02	19.0	27.5	8.5	5.2
제주	2.09	2878.3	0.06	57.0	82.6	25.6	0.9
전국	12.19	16,788	1.36	1,292	1,873	581	3.5

주 : 1) 원화환산은 1997년의 경우 연평균 환율(원/달러=949.8), 1998년은 1월~5월말까지 일평균환율(원/달러=1,377.2)를 기준으로 시산하였음

지방자치단체별로 보면 전남과 경북의 비중이 높게 나타나 있으나 절대적 크기로 보면 문제될게 없다고 보여진다. 다른 지방자치단체도 자체적으로 무리없이 흡수할 수 있는 크기이다. 다만 대구시의 환차손 규모가 231억원에 달하여 재정부담이 클 것으로 보인다. 물론 원/엔환율이 지금까지 추세대로 하락한다면 예상 환차손의 규모는 축소될 수 있을 것이다.

### 3. 연체위험도 분석

아시아국가의 통화위기 이후 IMF를 중심으로 한 주요 국제금융기관들은 채무국의 상환능력을 위기이전에 정확하게 포착할 수 있는 조기경보지표(Early Warning Indicators)의 개발에 노력을 기울이고 있다. 종래에는 금리스프레드나 국제적 신용평가기관의 신용등급 등 여러가지 지표들을 활용하였으나 적절하게 반응하지 못했다는 반성에 따른 것이다. 그러나 아직까지 만족할 만한 지표가 개발되지 않은 상태이다.

기존의 외환위기에측지표가 잘 맞지 않았던 이유는 기본적으로 채무자의 경제 및 재정상태를 정확하게 파악할 수 있는 기초자료의 신뢰도가 부족했기 때문이다. 자금을 공여하는 금융기관의 입장에서 보면 국가신용도(Country Risk)란 해당국 정부의 관리범위내에 속하는 기관에서 어떤 사태가 발생함으로써 초래되는 손실의 노출이다. 즉, 정부의 통제력하에 있는 지방자치단체, 공공기관, 공기업 등이 경영상의 오류나 국가의 정치·경제적 교란에 의해 채무불이행 상태에 빠질 가능성이다<sup>43)</sup>.

지금까지 개발한 조기경보지표들은 대부분 주요 거시경제 지표들의 움직임을 적절하게 배합한 것들인데, 대표적으로 카민스키와 라인하트(Kaminsky and Reinhart)에 의하면 외환위기 전후 18개월 기간에 거시 변수들의 움직임은 다음과 같은 특징을 보인다고 한다. 첫째, 외환위기가 시작할 무렵에는 외환보유고의 연간변동율이 평시에 비하여 45% 포인트 정도 낮아진다. 둘째, 외환위기 이전에는 자국통화의 실질가치가 지속적으로 고평가를 유지하다가 위기 이후에는 대폭 평가절하한다. 셋째, 위기 이전에는 자국통화의 고평가로 수출증가율이 낮아지나 위기 이후에는 수출증가율이 급증한다. 넷째, 교역조건의 악화가 대부분 위기에 선행하여 나타나며 이는 다시 산업생산의 둔화로 연결된다<sup>43)</sup>.

이런 의미에서 보면 지방자치단체들의 해외자본과 관련하여 채무불이행을 경보하는 시스템은 결국 국가전체의 채무불이행<sup>45)</sup>에 긴밀하게 연동한다는 점을 알 수 있다. 국가가 외환위기 상태에 직면하면 해외자본을 도입한 지방자치단체도 외환위기 상태에서 벗어나기 어렵다고 볼 수 있다. 해당 지방자치단체의 채무구조가 건전하고, 경제적 기반이 튼튼

43) 이것을 주권적 리스크(sovereign risk)라 하는데, 국제금융기관이나 신용평가기관들은 이 주권적 리스크 이외에 정치적 리스크(political risk), 기업경영상의 리스크(commercial risk) 등을 모두 국가신용도로 간주한다.

44) G. L. Kaminsky and C. M. Reinhart, "The Twin Crisis : The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problem", Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers, No. 544, 1996.

45) 차입국이 취하는 자세와 형태에 따라 외환위기의 용어를 구분하여 사용한다. 먼저 차입국이 상환의지가 없는 것으로 채무상환을 이행하지 않는다든가(default) 채무지불을 거부(repudiation)하는 경우이다. 다음으로 상환의지는 있으나 상환능력이 없는 경우에는 용자조건의 변경(renegotiation), 상환시기의 재조정(rescheduling), 일시적 상환유예(moratorium)로 표현한다. 이외에 당초 도입조건을 다른 새로운 조건으로 전환하기도 한다(consolidation).

하다 해도 외환의 유동성이 극심하게 부족하다든가 채권금융기관이 조기 상환을 요구하는 경우에는 사실 별다른 대책이 없다.

본 연구는 이런 시각에서 해외자본을 도입한 지방자치단체들이 연체 위험에 빠질 가능성을 도출하고자 한다. 연체위험은 두가지 경로를 통하여 발생할 수 있다. 첫째, 불건전한 채무구조이다. 외환위기의 발생여부와 상관없이 상환능력을 초과한 규모로 지방채를 발행했거나 단기채위주로 만기구조가 구성되어 있을 경우 연체위험은 높아진다. 둘째, 국가가 외환위기에 직면한 경우로 이때는 해외자본의 도입실적이 미미하거나 공공차관의 비중이 압도적인 지방자치단체는 별다른 영향을 받지 않을 것이다. 그러나 상업차관이나 외화증권채를 발행한 지방자치단체는 발행규모가 상환능력 범위내라 해도 외환유동성을 극복하기 어려울 정도의 규모라면, 예컨대 조기상환을 요구했을 때 국내외환시장에서 표시통화를 구하기 어렵다거나 해외자본시장에서 차환채를 발행할 수 없을 정도로 국제신인도가 하락한 상황이라면 연체위험에 빠질 확률은 높아진다.

채무자의 연체위험도를 예측하는 기법에는 과거 미국수출입은행을 중심으로 주요 국제금융기관에서 활용한바 있는 Logit모형이 있다. 이 분석법은 채무국은 채무제조정국가와 그렇지 않은 국가로 구분하여 주요 거시경제변수들을 비교한다. 그러나 이 분석법은 몇몇 변수만 가지고 해외자본의 상환능력을 평가하기가 어려우며, 모형에 포함시킨 독립변수가 무엇이나에 따라 채무불이행에 빠질 확률이 민감하게 반응하고 과거의 변수를 가지고 미래의 상환능력을 평가한다는 한계가 있다. 때문에 로짓 모형으로부터 유도한 확률에 과도하게 집착할 필요는 없을 것 같다. 그

럼에도 이 모형은 평가대상 채무자들간 상환능력을 상대평가하는데 유용한 정보를 제공할 수는 있다.

본 연구에서 이용하고 있는 변수는 먼저 외환위기시 극복할 수 있는 외환동원능력으로 GDP대비 외환보유고(X1), GDP대비 외채총액(X2), 해당 지방자치단체의 일반재원대비 채무잔액(X3), 채무잔액대비 해외자본비(X4)이다. 이들 변수들은 성격상 외환위기와 정의 관계를 갖는다. 예컨대 해외자본비가 클수록 외환위기로 인하여 연체할 가능성이 높다고 볼 수 있다.

본 연구에서 이용하고 있는 로짓모형은 다음과 같이 일반적인 형태이다.

$$P_i (Y = 1 | X = X_i) = \frac{\exp(\beta \cdot X)}{1 + \exp(\beta \cdot X)}$$

연체위험이 발생하면  $Y = 1$ , 발생하지 않으면  $Y = 0$  으로 놓고 우도함수를 극대화하는  $\beta$  를 추정한다. 본 연구는 최우법(Maximum Likelihood Estimation)을 이용하였으며, 추정결과는 <표 3-15>에 보고하고 있다.

통상 로짓모형에 의해 구한 연체확률이 25% 이상이면 주의대상에 포함시키는데, 본 연구에 의하면 지방자치단체들의 연체위험은 최대 10%로 우려할 정도는 아닌 것으로 보인다<sup>46)</sup>. 그러나 상대적으로 서울시,

46) 본 연구에서 추정한 연체위험확률은 해외자본에 한정해서 구한 결과이다. 통상적인 지



지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

부산시, 대구시, 인천시, 제주도의 연체위험확률이 높은 것으로 나타났다. 이들은 대체로 채무액의 절대규모가 크고 해외자본을 활발하게 도입하는 지방자치단체들이다. 반면에 해외자본 도입실적에 비하여 경기도의 연체 위험확률이 낮은 이유는 재정기반이 견고한데 따른 것으로 보인다.

<표 3-15> 연체위험확률의 추정 결과

(단위 : %)

시 도	연체위험확률	시도	연체위험확률	추정결과
서울	8.8	충북	0.7	$Y = 1 - \exp \left( \frac{0.87}{(2.1)^t} X1 + \frac{0.59}{(2.0)^t} X4 \right)$
부산	5.5	충남	0.4	
대구	7.4	전북	0.5	
인천	6.1	전남	1.5	
광주	1.4	경북	0.4	
대전	3.4	경남	0.5	
강원	1.2	제주	10.0	
경기	1.2			

주 : 1) ( )내는 t 통계치이며 \*는 5% 유의수준을 의미

방채를 포함하는 연체위험확률은 내국채의 성격을 반영하는 설명변수를 도입하여 별도로 구해야 하며, 이로부터 유도한 추정결과는 <표 3-15>와 다를 수 있다. 예컨대 재정위기에 직면할 확률은 단순히 해외자본에 의한 연체위험도보다 클 수 있다.

## 제4장 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

### 제1절 기본방향

해외자본의 관리는 사전적 관리와 사후적 관리로 구분할 수 있다. 2장에서 설명한 해외자본의 도입절차는 사전적 관리차원에서 중앙정부가 제도적 수단으로 규제하는 것으로 해석할 수 있다. 행정자치부가 기채승인제도나 투융자심사제도를 가지고 사업의 타당성, 상환능력을 사전에 점검하는 것이나 재경부가 거시경제적 정책목적하에 도입한도, 도입조건 그리고 도입용도 등을 종합적으로 판단하여 인가하는 것은 바로 사전에 해외자본의 활용을 극대화하는 한편 채무불이행에 따른 국가신인도의 추락을 미연에 방지하려는데 있다. 물론 OECD수준으로 자본자유화를 달성하려는 정책방향에서 보면 이제 재경부가 해외자본의 도입을 규제할 수 있는 정책수단은 매우 제한적이지만 행정자치부는 여전히 기채승인제도를 근간으로 해외자본의 도입을 사전에 관리할 수 있다. 따라서 현행과 같이 엄격한 기채승인제도를 고수하는 한 중앙정부 차원에서 사전적 관리는 별 문제가 없다고 보여진다. 그렇다면 중앙정부의 사전관리정책

이 적정수준으로 이루어지고 있는가? 만약 적정수준이라면 지방자치단체 스스로 사전적·사후적인 관리능력을 확보하고 있는가?에 대한 검토가 있어야 한다.

해외자본 관리의 궁극적 목표는 도입규모를 적정수준으로 관리하고 효율성을 극대화하는 부문에 사업을 추진하며 가장 낮은 비용으로 자본을 도입하는데 있다. 도입규모와 용도를 중앙정부가 정책적으로 관리한다면 결국 자금조달비용의 최소화는 지방자치단체 자신이 해결해야 할 사안이다. 중앙정부가 차입하여 지방자치단체에 전대했던 공공차관은 사후적으로도 재정부의 국고과가 관리하였으므로 지방자치단체가 굳이 관심을 기울일 필요가 없었다. 그러나 자기책임하에 도입해야 하는 상업차관과 외화증권채는 일차적으로 조달비용을 최소화는 노력과 함께 사후에 발생하는 각종 환위험을 회피할 수 있는 금융기법을 충분히 숙지하고 있어야 한다. 아울러 해외자본을 체계적으로 종합관리하는 조직과 인력을 확보하고 있어야 한다. 이러한 software적 기반없이 자금조달비용상의 잇점에만 중점을 두는 해외자본관리정책은 대단히 위험한 결과를 초래할 수 있다.

자본자유화를 진전시키고 충분한 외환유동성을 확보하는게 중요한 정책과제일지 모르나 현재의 금융시스템과 지방재정의 여건을 감안하면 조심스러운 입장에서 접근할 수 밖에 없다. 그 이유는 근본적으로 금융시스템의 여건에 비추어 외환자유화의 속도가 다소 빠르다는 점이다. 실수요자원칙의 폐지는 원화가 언제든지 외국 투기자금의 공격대상이 된다는 의미이며 단기자금의 자유로운 유출입까지 상정하면 환률변동은 대단

히 확대될 것이다. 그렇다면 외환거래 내용을 추적할 모니터링시스템과 조기경보체계를 갖추어야 하는데, 자본자유화 일정에는 이 부분에 대한 별다른 언급이 없다. 예컨대 해외자본이 얼마나 유입되었고 어떤 용도로 사용되었는지 확인하기 위해서는 외환, 증권, 선물시장을 통합한 전산망 구축이 전제되어야 하는데도 불구하고 취약한 상태이다. 즉, 감시체계가 불완전한 단계에서 자본자유화가 추진되고 있는 것이다.

때문에 국가전체의 차원에서 볼 때 외환위기에 다시 직면할 가능성이 상존하며 지방차원에서도 재정운용의 계획성·합리성을 심각하게 저해할 수 있다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 예상치 못한 환률변동 내지는 이자율변동으로 노출된 환위험은 회피하기가 어려우며, 이로 인한 환차손의 발생은 열악한 지방재정에 타격을 가할 수 있다. 둘째, 환차손이든 환이익이든 모든 환위험은 지방재정의 계획적 운용에 부정적인 결과를 가져온다. 셋째, 해외자본을 효과적으로 관리할 수 있는 전문인력과 조직의 준비가 미흡한 수준이다. 넷째, 일부 지방자치단체에 한정하는 문제이긴 하나 채무구조가 불건전하여 연체위험에 직면함으로써 국제자본시장에서의 국가신인도에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 마지막으로 실효차입비용 측면에서 보면 해외자본이 결코 국내채에 비하여 유리하지만은 않다는 점이다. 특히 자본자유화의 진전은 국내외 이자율갭을 제거하므로 해외자본이 갖는 조달비용상의 잇점은 기대하기 어렵게 된다<sup>47)</sup>. 이런 의미에서 본 연구는 해외자본의 도입에 부정적인 입장을 취하고 있다.

47) 자본자유화가 진전될 경우 국내이자율은 국제이자율 수준에 근접하게 된다. 즉, 지방자치단체들은 6% 내외의 차입이자율로 국내자본을 도입할 수 있게 된다. 앞에서 실효차입비용을 제시하였지만 만약 국내이자율과 국제이자율간 갭이 크게 축소될 경우 조달비용에 근거한 해외자본의 논리적 당위성은 없다고 판단된다.

그럼에도 불구하고 국내 지방채시장이 갖는 한계에 비추어볼 때 해외자본이 갖는 현실적 당위성을 무시할 수는 없다. 국내 이자율의 하향안정화, 환율 변동성의 확대는 해외자본에 대한 관리비용을 증대시킬 뿐 실질적인 이득을 제거할 수도 있으나, 국내 지방채시장이 대규모 지방채를 인수할 여력이 없다면 해외자본이 갖는 역기능을 보완하는 정책방안을 제시하는 일이 현실적인 대안일 수 있다. 이미 대규모 해외자본을 도입한 자치단체나 도입할 계획으로 있는 자치단체에게 필요한 관련정보를 제공해야 하는 현실적인 이유도 있다.

본 연구는 일단 해외자본의 도입에 부정적인 시각에서 접근하고 있지만 지방채의 흡수능력이 충분하지 못한 현실을 받아들이는 한편 지방채제도의 개선이라는 종합적인 차원에서 접근하기로 한다.

## 제2절 관련법령 및 제도의 정비방안

### 1. 관련법령의 보완

**외환관련법령의 보완** 지방자치단체가 해외자본시장에 접근하는데 가장 큰 제도적 장벽은 「외국인투자 및 외자도입에 관한 법률」과 「외환관리규정」상의 각종 규제조항이었다. 상기 법률들은 원칙적으로 시설채 도입자금 이외의 용도로는 해외자본을 활용할 수 없도록 규정하고 있다. 예외적으로 지하철사업을 중심으로 몇건의 외화증권채를 인가한 사례가 있었으나 이는 사업의 중요성에도 불구하고 충분한 수준으로 국고

보조금을 지원할 수 없었던 데 따른 대안이었다. 이러한 배경이 있었기에 시설재 도입 이외의 사업에 대해서는 해외자본시장에 접근하기가 어려웠고 지방채 인수자금으로서 역할이 미흡한 결과로 나타났다. 지하철사업이 몇몇 대도시에서는 현안사업일 수 있으나 그렇지 않은 광역자치단체의 입장에서는 또 다른 특혜로 인식될 수 있으며 지역간 불균등발전을 보완한다는 기채승인제 본래의 의무를 왜곡하는 역기능이 있었다.

물론 올해에 한하여 용도제한 없이 현금차관도 도입할 수 있도록 허용한바 있고 용도제한의 완전폐지를 골자로 하는 제3단계 자본자유화계획(이하 계획안)을 발표하였으므로 이 문제는 더 이상 해외자본을 도입하는데 걸림돌로 작용하지는 않을 전망이다. 사실상 외자도입과 관련해서 지방자치단체를 제약하는 장벽은 없다고 해도 과언이 아니다. 때문에 현단계에서 외환거래와 관련해서 별다른 제도적 보완책은 없으며 해외자본과 관련한 실질적인 제도적 장벽은 기채승인제로 축소된다. 내국채와 해외자본의 구분이 무의미해져 형식상의 차이만 존재하는 것이다.

따라서 구체적인 내용은 기채승인제를 중심으로 지방채제도의 개선방안에서 논의하기로 하고 여기서는 계획안에 대한 몇가지 보완점을 제안하는 수준에서 논하기로 한다. 첫째, 기초자치단체까지 해외자본의 도입을 전면적으로 허용할 것인지, 허용한다면 사후적 관리는 어떤 방향, 어느 수준으로 할 것인지에 대한 제도적 보완이 있어야 한다. 정부는 지방자치법에 의거하여 기초자치단체의 해외자본 도입은 여전히 불허할 방침으로 있다. 그러나 개인까지 자유롭게 외환거래를 허용하는 상황에서 공권력과 과세권을 보유한 지방자치단체에 해외자본 도입을 제한하는 것

은 논리적으로 모순이라는 비판을 받을 수 있다.

**기초자치단체의 해외자본도입 확대** 지방재정의 건전성을 확보한다는 차원에서 이 문제는 사전에 관계부처와 긴밀한 정책협의를 한 후 추진해야 하겠지만 아직 9월 정기국회에서 확정된 단계가 아니므로 최소한 일정수준의 요건을 충족한 기초자치단체는 해외자본을 도입할 수 있도록 긍정적인 검토가 있어야 할 것이다. 예컨대 인구 50만 이상이면서 적체단체의 요건을 충족한 기초자치단체에게는 해외자본 도입을 허용해도 큰 무리는 없을 것으로 판단된다. 사실 기초자치단체가 해외자본을 활용할 만한 대상사업이 있는가에 대해서는 의문의 여지가 있다. 50만 이상의 시라 해도 대부분 지방교부세의 불교부 단체에 포함될만큼의 자생력을 갖춘 기초자치단체는 흔치 않다. 이런 상황에서 통상 도입규모가 1,000억원에 이르는 해외자본을 무리없이 조달하고 관리할 수 있는 기초자치단체는 전무하다 해도 과언이 아니다.

그럼에도 불구하고 긍정적인 검토가 있어야 한다고 생각하는 것은 소규모 해외자본으로도 만족스런 투자효과를 거둘 수 있는 사업이 있기 때문이다. 예컨대, 상·하수도, 쓰레기처리장 등은 기초자치단체의 성격에 부합하는 공공체로서 투자효과가 높은 대상사업들이다. 이러한 사업들에 대해서는 광역자치단체가 관할 기초자치단체에 전대하는 방법으로 해외자본의 도입을 활성화시킬 수 있다. 즉, 과거 중앙정부가 지방자치단체에 전대한 공공차관과 같이 광역자치단체가 관할 기초자치단체의 해외자본 수요규모를 파악, 도입하여 전대해 주는 것이다. 이러한 전대형식은

거래비용을 절약하고 통합관리가 용이해지는 장점이 있다. 그러나 이 방식으로 도입한 해외자본을 관리하기 위해서는 사전에 도입 및 관리비용의 부담액을 결정해야 하고 광역자치단체는 통합관리가 가능하도록 전담 조직과 전문인력을 구성해야 할 것이다.

**부처간 협조체계의 구축** 사후관리차원에서 관계부처와 정보를 공유하고 신속하게 전달하는 협조체계가 미흡하다는 사실이다. 정부는 자본자유화의 보완책으로 금융기관에 대한 감독을 강화하고 외환전산망으로 외환수급동향을 점검하는 등 외부감시기능을 대폭 강화할 계획이나 지방자치단체와 관련한 감독 및 감시에 대해서는 별다른 언급이 없다. 특히, 환위험을 헛지할 목적으로 다양한 외환파생금융상품의 거래가 활발해질 것으로 예상되는 상황에서 관련부처에 신속한 정보를 제공하는 보완책이 필요하다.

3,000만달러 이하의 해외자본은 지정 외국환은행이 실수요자원칙을 기준으로 1차적인 사후관리 책임을 맡으며 최종적으로는 한국은행에 관련정보를 보고하도록 할 방침이다. 반면에 3,000만 달러 이상에 대해서는 종전대로 재경부가 최종 감독권을 갖고 있어 사후관리 주체가 이원화되어 있다. 통화·외환정책의 주무기관인 재경부와 한국은행이 사후관리의 책임을 지는 것은 당연하나 지방자치단체와 관련해서는 행정자치부와 유기적인 협조체계를 구축하는게 관리의 효율성을 제고하는 길이다. 행정자치부가 지방자치단체의 해외자본 이용실태를 신속·정확하게 파악하는 일은 지방재정의 건정성을 유지하는데 중요한 과정이라고 판단되기 때문



이다.

전술한 보완사항은 모두 관계부처와 사전협의를 필요한 부분들로 현행 외환관련법령이 필요조건으로서 적채단체를 명문화하고 있는 이상 이에 대한 충분한 검토가 있어야 할 것이다.

## 2. 기채승인제도의 개선

정부의 방침은 모든 국내 거주자의 외환거래를 자유화한다는 것이다. 1단계(7월 1일)로 1년이상 상업차관과 외화증권발행이 자유화되며 2단계(99년 4월 1일)부터는 1년 이하 단기해외차입도 자유화된다는 것이다. 해외자본의 도입을 지금의 인가제가 아닌 신고제로 전환하는 획기적인 변화가 이루어지는 것이다. 이를 통하여 매년 40~60억달러의 해외자본을 유입시켜 절대적으로 부족한 외환보유고를 적정수준으로 유지하려는데 정책의도를 두고 있다. 물론 급격한 자본자유화로 거시경제적 교란이 발생할 가능성이 있으나 사후관리를 강화함으로써 부작용을 최소화할 방침으로 있다. 문제는 사전적·사후적 관리체계가 미흡하다는 점이다. 개별 지방자치단체의 사후적 관리방안에 대해서는 후술하는 3절에서 논하겠지만 사전적 관리제도를 재정비하는 문제가 당면과제라고 판단된다.

해외자본 도입의 한 축을 담당했던 외환관련법령이 대폭 개정됨에 따라 이제 규제수단은 기채승인제도에 불과하다. 종전에도 적채단체의 요건에 해당하지 않으면 사실상 해외자본시장에 접근할 수 없었으므로 사전관리기능이 크게 약화되는 것은 아니다. 그러나 어쨌든 외환관련법

령은 적체단체 요건을 근거로 용도제한을 하고 있었으므로 이에 대한 제도적 보완이 있어야 한다고 판단된다. 중앙정부가 용도제한을 시행했던 근거는 투자효과의 극대화라는 자원배분의 효율성 측면에서 찾을 수 있다. 일반적으로 외채관리의 핵심은 적정규모의 도입과 사후관리, 투자효과의 제고라고 볼 수 있으므로 해외자본을 포함시켜 기채승인제를 재정비하는 것이 논리적으로 타당하다.

**적체단체 요건의 완화** 지방채시장의 활성화문제는 크게 지방채발행과 관련된 중앙정부의 억제 정책을 완화하여 지방자치단체가 보다 자율적으로 지방채를 발행하고 책임질 수 있게끔 하는 문제와 전체 채권시장을 발전·활성화시키는 문제로 나누어 볼 수 있다. 전자의 문제는 1차시장인 발행시장에서 지방채에 대한 지방자치단체의 수요를 충족시키면서 동시에 중앙정부가 가장 우려하는 재정위기를 방지할 수 있는 제도적 보완을 어떤 형식으로 구축할 것인가에 있다. 주지하듯이 금융기관에 대한 효과적인 규제와 감독의 부실이 바로 외환위기의 단초가 되었다는 점은 매우 시사적이다. 현단계에서 지방재정에 대한 규제와 감독의 문제도 결국 어느 수준으로 유지할 것인가가 논의의 핵심이 될 것이다.

현재 지방재정은 일찍이 경험하지 못한 위기국면에 직면해 있다. 경기침체, 소비위축, 고실업 등의 영향으로 세입여건은 악화되고 있는 반면에 실업 및 복지관련 지출, 성장잠재력 배양 등 세출수요는 대폭 증가하고 있어 세입·세출의 불균형은 악화될 가능성이 높다. 통합재정수지 적자폭을 GDP대비 1.7%(7.7조원)로 늘리기로 IMF와 협의한바 있으나 건축

지방자치단체 해외자본 도입·관리제도의 개선방안

재정의 기조는 여전히 고수하고 있다. 중앙정부는 재정적자의 대부분은 실업자구제와 구조조정재원으로 활용하되 불요불급한 재정지출은 연기 혹은 삭감하는 방향으로 재정을 운용할 계획으로 있다. 그러면서 지방재정에서 상당부분의 책임을 지도록 요구하고 있는 형편이다. 구체적으로 세출삭감분의 상당부분을 지방재정의 주 세입원인 지방교부세와 지방양여금의 삭감으로 대처하고 있다. 지난 4월에 확정된 '98년도 추경예산안을 보면 총 1조 5,382억원 규모의 의존재원이 축소된다. 특히 지방양여금, 국고보조금의 감소폭이 상대적으로 커 지방자치단체가 추진하는 각종 SOC사업의 축소가 불가피하다.

<표 4-1> 이전재원 축소 현황

(단위 : 억원)

구 분	'98 예산	'98 추경	증 감
합계	170,197	154,815	△15,382
지방교부세	72,591	69,892	△ 2,699
지방양여금	30,977	26,185	△ 4,792
국고보조금	66,629	58,738	△ 7,891

반면에 침체된 지역경제를 활성화하는데 필요한 지역경제관련 시책사업과 실업대책비 등 재정지출에 대한 수요는 급증하고 있다. 현재 정부가 발표한 주요 실업대책인 공공자원봉사사업, 구인·구직자 연계기능

강화, 실직자 직업훈련 강화 및 귀농자지원, 지방중소기업 지원강화, 생계곤란자지원 등에 필요한 재원(7.9조원)의 10%에 해당하는 8,000억원은 지방비로 부담해야 하는 상황이다<sup>48)</sup>.

이러한 대내외적 어려움을 현실적으로 극복할 수 있는 정책수단은 지방채발행 밖에 없다고 보여진다. 당연히 지구노력을 통하여 최대한 재정지출을 억제해야 하지만 현재의 상황은 단순히 이런 차원에서 해결할 수 있다고 보여지지는 않는다. 이런 의미에서 최근 각 지방자치단체와 관련전문가 일부에서 지방채 승인기준을 완화할 것을 요구하고 있다. 이들은 채무구조가 악화되어 있는 일부 지방자치단체를 제외하면 대부분의 지방자치단체들은 건전재정을 유지하고 있으므로 적체단체의 요건을 완화해도 그다지 큰 문제는 없다고 주장한다. 본 연구는 이러한 주장에 대하여 원칙적으로 동감하지만 실제 정책으로 확정하기에 앞서 신중한 검토가 있어야 함을 강조하고자 한다. 그것은 어떤 형태이든 발행시장에 대한 중앙정부의 개입은 불가피하다고 보기 때문이다.

최근의 불황국면은 취득세, 등록세, 주민세를 중심으로 심각한 세수부족으로 나타나고 있다. 실증분석에 의하면 올해 세수부족규모는 당초 예산대비 15~20% 감소할 것으로 예상하고 있다<sup>49)</sup>. 관련 연구기관들은 현재의 경제위기가 향후 2~3년간 지속할 것으로 예상하는바, 세수부족의 어려움은 올해에 국한하는 현상은 아닐 것으로 보인다. 이런 상황에서 지방채발행이 과다하게 이루어질 경우 중앙정부가 우려하는대로 재정

48) 이상용·조기현, 「IMF체제 이후 지방채정책의 방향」, 「1998년도 춘계 학술대회 발표논문집」, 한국지방재정학회, 1998, 5.

49) 이영희, 서정섭, 조기현, 「세수부족과 채원대책」, 한국지방행정연구원 내부자료, 1998.

위기가 현재화되는 상황을 배제할 수 없다. 미국과 일본의 재정위기 사례를 검토해 보면 채무누적이 이루어진 상태에서 경제위기와 같은 외부적 충격으로 재정위기가 발생하고 있음을 확인할 수 있다. 우리와 유사한 지방채제도를 운영하고 있는 일본이 오늘날 과도한 재정적자로 경기침체에서 벗어나지 못하는 이유가 바로 1차·2차 오일쇼크시기에 지방채를 과도하게 발행한데 있음에 주목할 필요가 있다<sup>50)</sup>.

이러한 당위론적인 논거 이외에도 지방채발행을 확대해도 소화될 수 있는가라는 현실적인 의문이 따른다. 과도한 공채발행은 금리상승을 초래하여 민간투자를 구축하기도 하지만 중앙정부차원에서 이미 구조조정 및 실업대책의 재원으로 각종 국공채를 발행할 계획으로 있는 현실이 가장 큰 장벽이다. 이미 정부는 실업대책 재원으로 비실명형태의 고용안정채권(1.6조원) 외에 중소기업과 금융기관 구조조정 목적으로 예금보험기금채권(12조원), 부실채권정리기금채권(12조원) 등 총 30조원에 달하는 국공채를 발행할 계획이어서 채권시장이 지방채까지 흡수할 수 있는 여력이 없다. 더 나아가 구조조정이 현안으로 등장한 은행권은 대출여력이 절대적으로 부족한 상황이다. 결론적으로 최소한 경제위기국면을 벗어나기 전에는 현행 기채승인제도 가운데 적채단체의 요건은 그대로 유지하는게 바람직하다고 판단된다.

**적채사업의 확대** 현행의 기채승인제를 고수할 경우 전면적인 자본

50) 재정위기에 대한 미국과 일본의 역사적 경험은 다음 자료를 참조  
이상용·이효·조기현, "지방자치단체의 재정위기 관리방안", 「정책연구자료집95-10」,  
한국지방행정연구원, 1996.

자유화에도 불구하고 지방자치 단체의 해외자본도입이 크게 확대되는 것은 아니다. 그것은 적채사업의 범위가 공공·공용시설, 차환채, 천제지변 등 몇몇 영역에 국한시켜 놓고 있을 뿐 아니라 구체적으로 내용을 정하지 않은데 있다. 지방채발행이 주택, 상하수도, 지하철 등 일부 사업에 편중되어 다양한 지역개발사업을 저해하고 있는 현실이 바로 여기에 연유한다. 때문에 그동안 지방자치 단체들은 기채승인제의 완화와 권한이양을 요구해 왔는데, 이와 관련하여 차제에 해외자본도입의 대상사업까지 포괄하여 적채사업을 확대·구체화하는 방향으로 기준을 완화하는게 바람직하다.

재정위기에 대한 우려는 현행의 적채단체 요건으로 충분히 예방할 수 있다고 판단된다. 장기적으로는 채권시장의 발전, 신용평가체제의 확립, 내부통제시스템의 완비 등이 이루어지면 시장규율(market discipline)에 일임할 수도 있다. 그러나 적채사업은 재정위기와는 직접적으로 관련이 없는 문제이므로 적극적인 검토가 필요하다. 문제는 대상사업의 범위인데, 최소한 현행 상업차관도입 인가지침(22조)에서 규정하고 있는 사업을 적채대상사업에 포함시켜야 한다. 국가정책의 연속성차원에서 그렇고 실질적으로 해외자본의 도입을 현수준으로 유지하기 위해서도 필요한 조치이다. 둘째, 지방재정법(제6조)이 규정하는 적채사업의 요건을 구체적으로 명시하는 정책보완을 검토할 필요가 있다. 중앙정부가 적채사업의 성격을 세세하게 파악하기에는 현실적으로 어려우며 승인의 객관성을 유지하기도 곤란하다. 따라서 외환관련법령의 폐지에 맞추어 적채사업의 범위를 확대·구체화하는 방향으로 지방재정법의 개정이 요구된다. 특히

이들은 공공부문과 민간부문이 충돌하여 구축효과를 초래하지 않으며 외부효과가 큰 사업들이므로 자원배분의 효율성 측면에서도 바람직하다 하겠다.

적채사업의 규제를 완화한다고 해서 투자효과의 저하라는 부작용이 현저해지는 것은 아니다. 이미 투융자심사를 통하여 지방채사업의 타당성 검토가 이루어진 상태이므로 적채단체가 신청한 사업이라면 승인을 거부할 이유가 없다. 게다가 승인과정에 자의적 판단이 개입될 경우에는 정부정책의 신뢰성을 저하시키고 불필요한 오해를 가져올 뿐이다. 따라서 SOC관련사업, 환경오염방지사업, 공단조성사업 등의 분야까지 적채사업의 범위를 확대할 필요가 있다. 장기적으로는 현행의 Positive System에서 비적채사업만을 규정하는 Negative System으로 전환해야 할 것이다.

### 제3절 내부관리기능의 제고방안

환위험은 사전에 예측하여 미연에 방지하는 것이 최선이다. 그러나 사후에 인식했다 해도 다양한 관리기법을 이용하여 환위험을 최소화하거나 완전히 제거할 수도 있다. 사후적인 관리가 가능하기 위해서는 무엇보다 환위험을 합리적이고 체계적으로 관리할 수 있는 조직과 인력, 정보체계의 구축, 그리고 의식의 전환이 필요하다. 그러나 대부분의 지방자치단체들은 예상되는 환위험을 회피하고자 노력한 흔적을 찾기 어려운

실정이다. 기존에 도입한 공공차관을 보면 재경부가 국고관리차원에서 상환시기가 오면 각 지방자치단체에 상환액을 시달하고 지방자치단체는 시달액에 맞추어 상환하는 수준이다. 지방자치단체들도 전대받은 규모가 소규모이고 현재 남아있는 잔액도 미미하다는 이유로 별다른 관심을 기울이고 있지 않다. 외화증권채를 발행한바 있는 일부 광역자치단체조차도 환위험의 심각성은 인식하고 있으나 효과적으로 회피할 수 있는 조직과 인력을 갖추지 못하고 있다.

더 큰 문제는 도입주체별로 분리관리하고 있다는 사실이다. 물론 외자관리계통을 설치하여 종합관리하는 지역도 있으나 대부분은 도입주체인 공단과 공사가 개별관리하고 있다. 이러한 관리방식은 원천적으로 해당 지방자치단체의 자산과 부채를 연계하여 수익을 극대화하는 방향으로 자금운용을 할 수 없는 체제이다. 그동안 지방채의 합리적 관리를 위해서는 통합조정이 가능한 조직을 신설하여 전문성을 제고하도록 제안하여 왔으나 여전히 예산담당관실이 주관하는 다분히 형식적인 관행을 지속하고 있는 것이다. 해외자본은 내국채와 달리 국제금융시장의 변화에 경제적 가치가 크게 변동할 수 있음에도 내국채와 동일하게 관리하고 있다는 것은 시급히 개선해야 할 사안이다.

환위험을 관리하는 방법에는 크게 내부적 관리기법과 외부적 관리기법이 있다. 내부적 관리기법은 환위험이 노출하는 크기를 축소하거나 더 이상 증가하는 것을 방지하려는 관리전략이다. 여기에는 상계(netting), 매칭(matching), 리딩과 래깅(leading and lagging), 자산-부채관리, 거래통화의 다양화, 환차손준비금 등 다양한 방법들이 개발되어 있다. 그러나



이들은 지방자치단체가 이용할 수 없거나 성격에 맞지 않는 전략들이어서 현실적인 개선방안이라고 보기는 어렵다. 외부적 관리전략도 선물환계약, 통화선물, 통화옵션 등 전문적인 금융기법을 요구하며 현재 우리나라에는 통화선물 및 옵션거래소가 설립되어 있지 않기 때문에 선물환거래만을 이용할 수 있을 뿐이다. 따라서 본 연구에서는 위험관리 제고방안으로서 내부관리측면에서는 인사·조직의 강화, 외부관리측면에서는 선물환거래를 중심으로 정책방안을 제시한다. 감채기금의 설치와 발행시장의 다변화, 자문기관의 활용은 광의로는 내부관리전략의 일부분이나 사안의 중요성을 감안하여 독립적으로 다루고자 한다.

## 1. 인사·조직체계의 재정비

환위험관리의 성패는 최적의 관리전략을 도출하고 이를 효과적으로 수행할 수 있는 조직과 인력을 확보하고 있는가에 달려 있다. 파생금융상품의 거래가 활발했던 지난 10여년 동안 발생한 파생금융상품관련 금융사고들을 살펴보면 위험관리시스템의 구축과 합리적인 운용이 어느정도 중요한지 이해할 수 있다. 예컨대 거래당사자가 권한이 없음에도 파생금융상품을 투기적 목적으로 거래한 경우, 거래당사자가 파생금융상품의 내용과 결과를 잘 모르면서 계약을 맺은 경우, 해당 기관이 거래자의 계약체결이나 거래상황에 대하여 내부통제를 제대로 하지 못한 경우에 금융사고가 발생하였다.

대표적으로 오렌지 카운티사건을 들 수 있다. 카운티의 재무국장은

재정수입이 감소하자 파생상품투자로 만회하고자 미국금리가 하락할 것으로 보고 금리가 하락하면 이익을 볼 수 있는 인버스 플로터(inverse floater) 거래를 하였는데 예상과 달리 금리가 지속적으로 상승하여 15억달러에 달하는 손실을 입고 연방법원에 파산을 신청하는 결과를 가져온바 있다<sup>51)</sup>. 위스콘신주 공공펀드사건도 유명한데, 위스콘신주 공공펀드는 지방자치단체로부터 예탁받은 자금으로 레버리지(leverage)금리스왑을 거래했다가 멕시코 페소화 폭등으로 9,500만달러의 손실을 입은 경험이 있다.

이러한 사건은 파생금융상품의 거래에 대한 내부통제장치가 미흡했고 위험했지에 주력해야 할 지방자치단체가 투기적 거래목적 설정한데서 원인을 찾을 수 있다. 우리와는 다른 사례이긴 하지만 자본자유화계획이 예정대로 추진될 경우 지방자치단체도 공격적인 외환거래를 할 수 있다는 점에서 과소평가할 수 없는 문제이다. 단순히 환위험을 회피하는 소극적 전략을 설정했다 해도 사전에 합리적인 조직체계와 인사관리를 준비하지 않으면 소기의 목적을 달성하기 어렵다. 앞에서 올해 환차손의 규모를 581억원으로 예상한바 있는데, 내부관리체계만 제대로 구축해서 운용해도 상당부분 축소시킬 수 있는 부분이다. 환위험을 회피하는 방법으로 외부관리방식을 중시하고 있으나 사실은 거래비용을 크게 절약하면서 동일한 효과를 거둘수 있는 내부관리방식에 관심을 기울여야 한다.

이런 관점에서 내부관리기능의 제고방안으로서 해외자본과 내국채를

51) 오렌지 카운티의 상세한 파산배경에 대해서는 다음 자료를 참조.  
County of Orange, Disclosure Statement with Respect to the Plan of Adjustment for the County of Orange, 1995.

막론하고 모든 지방채를 통합관리할 수 있는 조직의 신설과 민간부문의 전문인력을 적극 활용할 것을 제안한다. 아울러 소프트웨어로서 이러한 관리조직을 이끌어갈 정보체제를 구축해야 함을 강조하고자 한다. 본 연구에서 제안하고 있는 통합관리는 일종의 집중식 관리조직으로 환위험 관련정보를 외환관리 전담조직에 집중시키고 외환관리 전담조직은 이 정보들을 통합·분석하여 필요한 전략을 결정하는 방식이다.

가능한 전담조직으로는 여러 가지 형태를 상정할 수 있으나 크게 기존조직을 확대개편하거나 전담조직을 신설하는 방안이 있다. 전자의 형태로는 우선 현재 지방채 관리조직인 예산담당관실이 이 기능을 흡수하는 방안을 상정할 수 있다. 그러나 지방채관리를 부수적인 업무로 취급하는 예산담당관실의 성격상 현실성 있는 방안이라고 보기는 어렵다. 오히려 이 보다는 현재 광역자치단체가 운용하고 있는 국제담당관실의 기능을 확대개편하는 방안이 효과적이다. 1994년 대통령령에 의해 광역자치단체에 설치한 국제담당관실은 통상지원, 외국인직접투자유치 등에 관한 지원을 주업무로 하고 있는데, 현재로서는 해외자본의 도입과 사후관리를 수행할 수 있는 가장 유사한 조직이다. 국제담당관실에 속해있는 기존의 전문직 공무원에다 해외자본을 담당할 전문직 공무원을 가담시킬 경우 상당한 시너지효과를 거둘 수 있을 것으로 기대된다.

전담조직을 신설하는 후자의 방법은 사전에 주의해야 할 점이 있다. 이 전담조직의 기능과 업무영역을 어떻게 설정할 것인지에 대하여 명확한 인식이 있어야 한다는 사실이다. 이것은 단체장이 판단해야 할 문제라고 생각하는데, 왜냐하면 채무관리란 기본적으로 권한은 없고 책임만

있는 그다지 매력적인 업무가 아니기 때문이다. 특정의 관리부서가 해외 자본만을 전담관리할 수도 있으나 지방채 전반을 통합관리하거나 더 나아가 자산-부채의 포지션을 조정함으로써 해당 단체의 자금운용까지 영역을 확대할 수도 있다. 당연히 순노출(net exposure)을 최소화하는 후자의 방식이 바람직한데, 아직 지방자치단체의 재정운용이 이 정도의 수준까지 충족시킬 수 있는지에 대해서는 확신할 수 없다. 그러나 결국에는 자산가치와 부채가치를 종합적으로 분석하는 과정에서 환위험을 방어하는 조직의 신설이 바람직하다고 사료된다.

둘째, 전담조직의 형태가 무엇이든 집중식 관리조직은 지방자치단체 전체의 환위험을 인식한 상태에서 헷지방안을 강구하므로 자원의 낭비를 막고 장기적인 안목에서 의사결정이 이루어질 수 있다는 장점이 있다. 반면에 특정한 주관적 판단에 지나치게 의존하여 정반대의 결과를 초래할 수 있다는 문제가 있다. 때문에 상충부의 엄격하고 정기적인 감독이 반드시 필요하다. 오렌지 카운트나 위스콘신주 공공펀드의 실패사례는 전담조직에 대한 관리감독의 부실이 근본적인 원인이었음을 시사한다.

내부통제장치의 부실은 한순간에 막대한 재정손실을 초래하며 최악의 경우 재정위기의 단초로 작용할 수도 있다. 환위험을 효율적으로 관리하기 위해서는 관리기능이 횡적 또는 종적으로 연계되면서 동시에 집중적인 관리도 가능해야 한다. 전담조직에 대한 횡적·종적 통제는 예산담당관실이나 감사부서, 혹은 기획관리실에서 수행할 수 있다. 즉, 예산담당관실이 견제 기능을 보유하고 있어야 하며 감사부서와 기획관리실은

종적으로 감시하는 엄격한 내부통제가 이루어져야 한다. 동시에 이와 관련한 내부규정을 명시적이고 구체적으로 작성·시행함으로써 감시효과를 극대화하여야 한다.

셋째, 전담조직이 전문성과 예측력을 구비하기 위해서는 무엇보다 전문인력의 확보가 가장 중요하다. 환위험의 헛지는 고도의 전문지식을 요구하므로 전문성이 높다할 수 없는 공무원이 무리없이 수행하기는 어려운 영역이다. 특히 순환보직의 형태로 운영하는 공무원조직의 성격상 전담조직을 신설했다 해서 당초 의도대로 운용할 수 있기를 기대하기란 어려운게 사실이다. 현실이 그렇다면 결국 민간부문의 전문가를 적극적으로 활용할 수 밖에 없는데, 그러기 위해서는 현재의 전문직 공무원제도에 적용하는 인사와 보수문제를 재검토하여야 한다. 대다수의 전문직 공무원들은 재계약과 관련한 신분상의 불안, 낮은 보수수준으로 어려움을 겪고 있다. 특히 정책결정권이 없이 단순히 연구와 조언자의 역할에 그치고 있어 당초 기대한대로 전문직 공무원제도의 실효성을 거두지 못하고 있다.

외환딜러들의 정신적 부담은 과중한 것으로 알려져 있고 그 보상책으로서 일정한 성과를 거둘 경우에는 성과에 비례하는 고액연봉을 지급하고 있으므로 이들을 유인하기 위해서는 최소한도의 보수와 안정적인 장래를 보장해야 한다. 따라서 이들에 대해서는 예산편성지침상의 기준보다 급여수준을 대폭 상향조정하거나 일정한 횟수로 재계약하는 경우에는 일반직 공무원으로 특채하는 방안들을 강구할 필요가 있다. 동시에 총정원 대상에서 제외시켜 전문직 공무원과 일반직 공무원간의 업무협조

가 원활하게 이루어질 수 있도록 하여야 한다.

물론 출연연구기관이나 후술하는 재정자문기관의 외부인력을 활용하는 방안도 있으나 지방채는 성격상 내부인력이 일정한 책임과 권한을 갖고 관리하는게 바람직하다. 따라서 무엇보다 중요한 것은 전담조직을 신설하든 Team제로 운영하든 전문직 공무원이 해외자본의 도입부터 사후관리까지 권한을 행사할 수 있도록 전문직 공무원위주로 조직을 구성해야 한다는 사실이다. 외환업무는 성격상 상당수준의 권한이 위임되어 있어야 급변하는 국제금융시장의 움직임에 신속적으로 대응할 수 있기 때문이다.

마지막으로 정책결정선상에 있는 상충부의 의식전환이 대단히 중요하다는 점을 강조하고자 한다. 민간기업의 최고경영자 조차도 헷지전략의 실패시 모든 책임을 실무자에게 전가하는 경향이 강하다. 그러나 이러한 인식은 대단히 잘못된 것이며 경우에 따라서는 실무자로 하여금 책임회피를 목적으로 비정상적인 외환거래나 허위보고를 유발케 함으로써 돌이킬 수 없는 금융사고를 초래할 수 있다.

상충부는 선물환률이 미래의 현물환률에 대한 평균적인 기대치에 불과하다는 사실을 유념해야 한다. 예컨대 환위험을 선물환계약으로 헷지하는 경우가 전혀 헷지하지 않은 상태에 비하여 이익을 보는 때도 있고 손실을 보는 때도 있으나 장기적으로 보면 선물환거래를 통한 이익과 손실은 서로 상쇄되어 없어져 순이익은 0이라는 중립적인 결과를 가져온다. 따라서 단체장은 물론 주요 상충부는 위험관리의 한계를 명확히 인식하고 실무자에게 인사상·급여상 불이익이 과도한 수준으로 전가되지

않도록 주의하는게 필요하다. 이 정도의 인식이 불가능할 정도의 수준이라면 극단적으로는 해외자본을 도입하지 않는 편이 오히려 바람직하다.

## 2. 감채기금의 설치

현재 지방자치단체들은 환차손이 발생하는 경우 원리금 상환의 추가분을 추경예산에 계상하는 방식으로 회계처리하고 있다. 이러한 관리방식은 다른 사업에 투입해야 할 투자재원을 원리금 상환에 충당하는 것으로 비합리적·비체계적인 사후관리방식이다. 환차손이든 환이익이든 환위험의 발생분만큼 당초예산의 수정이 불가피해지는 상황이 매년 반복된다는 것은 지방재정의 계획성을 저해하는 요소임에 틀림없다.

본 연구는 내부적 관리전략의 일종인 환차손준비금(exchange loss reserve)을 확장한 개념으로 감채기금의 설치를 제안한다. 원래 환차손준비금은 장래의 환차손 발생에 대비하여 잉여금의 일부를 적립하고 실제 환차손이 발생하면 이 적립금을 환차손에 충당하는 제도이다. 이 제도는 환차손이 발생한 경우에 사후적으로 일정기간에 걸쳐 이연분산시킴으로써 특정연도의 환차손으로 재정운용이 왜곡되는 문제를 평준화할 수 있게 해준다. 때문에 원리금상환을 목적으로 부담해야 하는 별도의 현금비용 부담을 완화시킬 수 있으며 예산운용의 계획성을 제고할 수 있다. 물론 환차손이 현재화되지 않으면 적립금을 그대로 유지하면 그만이고 반대로 환차익을 얻으면 이익분을 기금에 적립하여 장래의 환차손에 대비하면 재정운용의 계획성은 자동적으로 담보된다.

본 연구에서 제안하는 감채기금은 단순히 환차손을 준비하는 영역을 벗어나 지방채 전체를 대상으로 한다. 즉, 내국채까지 포함하여 이자율, 환률등 거시변수의 예상치 못한 변화로부터 원리금 상환의 연체가능성을 예방하는 성격을 갖는다. 일본의 경우 이 감채기금을 적극적으로 활용하여 지방자치단체가 채무불이행에 직면하는 사태를 최대한 예방하고 있는데 이러한 기능을 갖는 감채기금을 설치하자는 것이다.

일본의 감채기금은 장래의 지방채의 상환재원을 계획적으로 확보하기 위한 것으로서 지방채증권을 매입하는 방식으로 기금을 운용하고 있다. 즉, 繰上償還에 따른 적립, 교부세액과 실제 상환액간 차액의 적립, 공채비의 급중에 대처하기 위한 적립, 기금운용에 의한 지방채증권의 매입, 신용력의 유지 등이 그것이다. 이러한 목적을 달성하기 위하여 당해 단체의 지방채 현재고, 각 연도의 공채비등 다양한 재정지표와 연관하여 목표액을 설정하고 있는데, 실질적인 재원충당이 가능하도록 하여 일정 수준의 상환능력을 제도적으로 보장하고 있다. 이는 일종의 적립금제도인데, 아직 우리에게 없는 제도이나 일본에서는 적극적으로 활용하고 있다.

일본의 적립금제도는 순잉여금<sup>52)</sup> 일정부분을 적립하여 지방채의 상환재원으로 활용하거나 각종 기금에 편입하여 특정 목적에 투자하기도 한다. 구체적으로 일본의 지방재정법(제7조)은 각 회계연도에 있어서 결

52) 결산잉여금(실제수입액 - 실제지출액)에서 익년도 이월액을 차감한 것이 순잉여금이다. 결산잉여금이란 결산의 완결로 예산집행의 결과 발생하는 잉여금으로 회계연도 도중에 발생하는 세제현금과는 다르다. 일본의 적립금제도에 대해서는 다음 자료를 참조  
이창균, "자지단체의 연도간 재원조정에 관한 연구", 「1998년도 하계 학술대회 발표논문집」, 한국지방재정학회, 1998. 7



산잉여금은 당해 잉여금의 1/2 이상을 익익년도까지 적립하거나 상환기간을 앞당겨 지방채를 상환하는 재원으로 충당하도록 규정하고 있다. 적립금제도는 연도간 재원조정을 근간으로 하면서 재정운용의 신축성, 방만한 재정운용의 억제 등의 효과를 갖는 것으로 알려져 있다. 따라서 아직 우리나라에서 운용하고 있지는 않으나 일본의 적립금제도가 갖는 정책의도를 받아들여 실질 잉여금을 감채기금의 재원으로 충당할 수 있도록 유연성을 발휘하는 것도 하나의 방안이라고 판단된다.

여기서 제안하는 감채기금의 성격도 이와 유사하나 보다 포괄적인 의미를 상정하고 있다. 환위험은 물론 지방채의 연체가능성, 나아가서는 재정위기의 예방조치라는 종합적인 시각에서 감채기금의 운용을 상정하는 것이다. 중앙정부가 가장 우려하는 부분이 바로 과도한 지방채발행으로 인한 재정위기이며, 금융환경의 변화로 예상치 못한 상환부담이 추가될 가능성이 높아지고 있다. 자율화·개방화 추세에 있는 국내금융시장의 변화를 감안하면 해외자본 뿐만 아니라 내국채도 이자율위험에 놓여 있다고 볼 수 있다. 때문에 불확실성이 높아지는 국내외 금융환경과 연체위험의 가능성에 대응한다는 측면에서 감채기금의 설치는 유용한 관리전략이라고 사료된다.

한편 감채기금이 본연의 역할을 수행하기 위해서는 당해연도 해외자본 상환액의 30~40%를 충당할 수 있어야 한다. 해외자본의 비중이 높은 단체, 채무구조가 불건전하다고 판단한 단체일수록 목표적립액은 상향조정해야 하며 적립기간은 단축하는게 바람직하다. 때문에 적립금의 주재원은 일반회계에서 전입하는 방법이 가장 현실적이다. 구체적으로

지방세 수입이나 세입의 일정비율을 매년 적립할 수 있을 것이다. 그리고 설치와 운용, 목표액, 전입방법 등 기금운용과 관리에 요구되는 주요 사항은 당연히 조례를 정하여 투명성을 확보해야 한다.

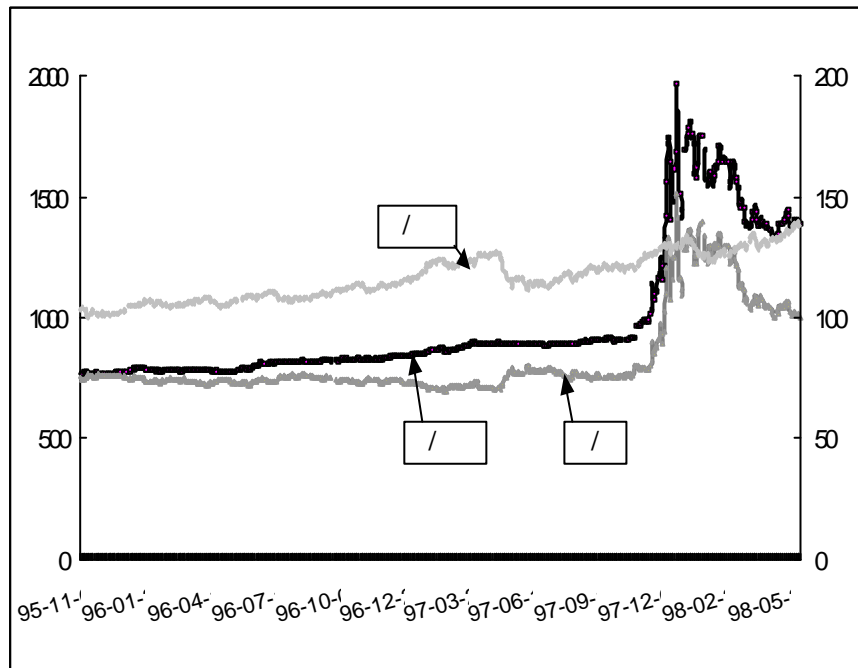
### 3. 통화구성의 다양화

국내시장에서의 자금조달은 환위험이 없으므로 이자율이 가장 저렴한 방법으로 도입하면 되나 해외자본은 환위험이 개제되므로 이에 대한 고려가 필요하다. 해외자본의 명목이자율이 낮다 하더라도 외화의 평가절상 정도가 더 크다면 오히려 해외자본의 조달이 더 불리해질 수 있음은 이미 앞에서 지적한바 있다. 따라서 실효차입비용에 대한 검토와 함께 자금조달시장을 다양화하는 방안을 적극 검토할 필요가 있다.

채무자가 동시에 여러 통화의 환위험에 노출되어 있으면 각 통화의 환률변동이 상호상쇄하는 효과가 있어 환위험이 자연스럽게 감소하는 효과가 있다. 변동환률제하에서 각종 통화에 대한 환률은 서로 변동하는데, 모든 외환가격이 같은 방향으로 일제히 상승하거나 하락한다는 것은 있을 수가 없고 이종통화간 상대가격이 지속적으로 변화한다. 그러므로 다양한 외국통화로 표시된 부채를 보유하고 있는 경우에는 어떤 특정 통화에서 예측하지 못한 환률변동이 발생한다 해도 다른 통화가 반대방향으로 움직임으로써 환위험을 상당부분 방어할 수 있다. 이론적으로는 외국 통화의 수가 많을수록, 이들간 환률변동의 상관관계가 낮을수록 전체적인 환위험의 방어는 보다 용이해진다. 주요 통화간 상관관계를 보면 원/

달러와 원/엔 환율은 0.98, 원/달러와 엔/달러 환율은 0.8, 원/엔과 엔/달러 환율이 0.66의 높은 상관관계를 보이고 있어 전체적인 환위험의 방어가 쉽지 않을 것으로 보인다.

<그림 4-1> 주요 환률의 변동추이



현재 지방자치단체가 도입한 해외자본의 통화구성비를 보면 엔화와 달러화가 절대적인 비중을 점유하고 있다. 특히, 공공차관을 제외한 외화증권채만 보면 1994년 서울시가 3억달러 규모의 양키채를 발행한 경우를 제외하고는 모두 엔화표시부채이다. 그런데 원/엔환률의 기준이 되는 엔/달러환률을 보면 변동폭이 대단히 크다는 것을 알 수 있다(<그림 4-2> 참조). 1995년 1월~1998년 5월 기간동안 엔/달러환률의 평균치는 117.25이나 최저 100.10에서 최대 139.68까지 극심한 변동을 보이고 있다.

엔/달러환률의 변동이 달러표시부채와 엔화표시부채 어디에 더 영향을 주는지는 실증분석에 의해서 규명할 수 있다. 먼저 Granger적 의미에 의한 동시적 인과분석을 해 보면 우리의 환률결정메커니즘에 부합하는 엔/달러환률 → 원/달러환률 → 원/엔환률의 결과를 보이고 있다. 엔/달러환률의 변화는 1차적으로 원/달러환률에 영향을 주고 다시 원/엔환률에 연속적인 전달과정을 거치고 있다. 엔/달러환률이 원/달러환률과 원/엔환률의 변화에 기여하는 영향력을 알아 보고자 코크레인-오컷(Cochrane-Orcutt)반복추정법으로 자기상관을 제거한 통상최소자승법(OLS)을 적용한 결과 다음과 같이 나타났다.

<표 4-2>에서 보는바와 같이 엔화가치가 달러당 1엔 평가절하하면 원화는 달러에 대하여 0.41원이 평가절하하나 엔화에 대해서는 0.59원 평가절상하는 상반된 움직임을 보이는 것으로 나타났다. 즉, 엔/달러환률이 상승할 경우 엔화표시부채와 달러표시부채가 동일한 구성비로 이루어졌다 해도 원리금 상환비는 자연스럽게 절감할 수 있다. 반대로 엔/달러환률이 하락하는 경우에는 엔화표시부채가 불리한 결과를 초래한다.

<표 4-2> 주요 환률간 파급효과

○ Grange Causality
WS → WY : (345) <sup>***</sup> , YS → WY : (416) <sup>***</sup> , YS → WS : (281) <sup>*</sup>
○ OLS
LWY = 938 - 0.59 LYS, R <sup>2</sup> = 0.67, D,W = 1.35
(13.3) <sup>***</sup> (-3.92) <sup>***</sup>
LWS = 4.78 + 0.414 LYS, R <sup>2</sup> = 0.94, D,W = 1.11
(4.75) <sup>***</sup> (388) <sup>***</sup>

주: 1) ( ) 내는 t값이며 \*\*는 1%, \*는 5% 유의수준에서 귀무가설을 기각  
 2) WY : 원/엔환률, WS : 원/달러환률, YS : 엔/달러환률

현재 일본 경제가 자산디플레이션의 영향으로 극심한 경기침체국면에 서 벗어나지 못하고 있어 초저금리정책을 고수할 수 밖에 없는 형편이므로 명목이자율로만 보면 엔화표시채권을 발행하는 편이 유리한 것은 분명하다. 더구나 일본의 자본시장이 갖는 지리적·문화적 측면에서의 무형의 잇점도 무시할 수 없는 선택요인이다. 그러나 일본과 미국간 경제적·정치적 역학관계 속에서 엔/달러환률은 앞으로도 상당한 진폭을 보일 수 밖에 없다는 점을 고려하면 특정 통화에 지나치게 의존하는 것은 바람직한 위험관리전략이라고 볼 수 없다.

최근에는 일본 경제에 대한 회의론이 급속히 확산됨에 따라 이른바 Japan Premium이 상승하는등 일본 금융기관들의 인수능력이 약화되고

있다. 국제자본시장의 환경도 유럽단일통화 유로(Euro)의 등장으로 기존의 미·일중심에서 미·일·유럽의 삼각체제로 전환하고 있다. 이것은 지방자치단체가 유럽시장에 진출할 수 있는 기회가 확대될 가능성이 높다는 것을 의미한다. 따라서 지방자치단체들은 눈에 보이는 단기이익에 집착하여 사무라이채를 선호하기 보다는 유러채나 글러벌채, 쇼군채 등에도 관심을 기울여 적극적인 환위험관리전략을 구사할 필요가 있다. 그레야 이종통화간 상쇄효과를 거둘수 있음은 물론 스왑등 다양한 파생금융상품을 이용할 수 있는 여지가 확대된다.

## 제4절 외부관리기능의 제고방안

### 1. 파생외환금융상품의 활용

카민스키와 라인하트(Kaminsky and Reinhart)의 지적대로 외환보유고의 연간변동율이 평시에 비하여 45% 포인트 정도 낮아지며, 외환위기 이전에는 자국통화의 실질가치가 지속적으로 고평가를 유지하다가 위기 이후에는 대폭 평가절하고, 위기 이전에는 자국통화의 고평가로 수출증가율이 낮아진다는 사실은 지방자치단체가 유념해야 할 사항들이다. 이러한 정형화된 사실은 무엇보다 실무책임자가 국내경제 동향을 면밀하게 감시해야 함을 의미한다. 물론 국제경제 흐름을 이해해야 한다는 점도 무시할 수 없다. 그러나 설사 국제경제에 대한 지식이 부족해도 국내경

제 동향을 주의깊게 관찰한다면 어느정도 외환위험을 회피할 수 있는 방안을 사전에 강구할 수 있다는 것을 알 수 있다. 이게 가능하려면 내부 관리와 병행하여 환위험을 외부적으로 회피하는 전략을 취해야 한다. 내부적 관리전략을 통해 모든 환위험을 헤지하기는 어려우므로 외부시장을 이용하는 수 밖에 없다.

그런데 문제는 앞에서 스왑과 선물환거래에 의한 헷지기법을 간략하게 설명하였지만 현재의 금융시장 여건과 자본시장 개방화 수준에서는 헷지할 수 있는 수단이 대단히 한정되어 있다는 점이다. 외환시장의 낙후로 인한 시장의 제약, 외환정책에서 기인하는 정부의 규제 등으로 지방자치단체가 활용가능한 외부적 환위험관리전략은 선물환거래에 불과하다. 선물환거래 조차도 1개월물을 중심으로 하는 단기거래이며 은행이 매수인과 매도인을 이어주는 기능을 제대로 못하고 있다. 1999년 4월에 개장하는 선물거래소도 규모가 적어 선물환거래에 대한 수요를 충분히 소화하기 어려운 실정이다. 결국 현재로서는 지방자치단체가 환위험을 효과적으로 방어할 수 있는 관리수단은 대단히 제한적이다.

그러나 자본자유화계획에 따라 실수요자원칙이 폐지될 경우 선물환거래를 통하여 어느정도 환위험의 회피가 가능해질 것이다. 설사 선물환거래가 환위험 회피수단으로서 만족스런 성과를 거두지 못한다 해도 지방재정의 계획성·투명성이란 관점에서 보면 유용한 관리수단으로 활용 가능하다. 선물환계약은 미래의 원화가치를 고정시킬 수 있는 보수적인 위험회피전략이다. 때문에 환률이나 이자율의 변동에 상관없이 선물환률로 원리금상환액을 예산상에 정확하게 반영할 수 있어 계획적인 재정은

용이 가능해진다. 선물환 이외에도 다양한 파생금융상품이 있으나 재정 운용의 안정성과 계획성에서 보면 선물환거래를 통한 환위험의 회피가 바람직한 외부관리전략이다.

외부적 관리전략은 지방자치단체가 주체가 되어 수행할 수도 있으나 전문성을 갖춘 금융기관을 재정자문기관(Financial Advisor)으로 활용하는 방안도 있다. 즉, 내부관리방안에서 제외된 전담기구가 외부관리전략을 수행할 수도 있으나 정보수집 및 분석, 새롭고 안정적인 전략의 탐색 등은 재정자문기관의 도움이 필요하다. 그것은 최종선택한 관리전략의 타당성을 횡적·종적으로 검증하는데도 유용하며 전담조직을 신설했다 해도 아직은 전문성과 노하우를 축적하는 단계이기 때문이다. 재정자문기관의 역할과 범위에 대하여는 별도로 기술할 것이나 여기서는 전담조직과 재정자문기관이 유기적인 협조체제가 필요함을 지적하고자 한다.

## 2. 재정자문기관의 활용

해외자본의 도입은 별도의 추진기획단을 구성하여 경험과 전문지식을 가지고 있는 국내은행 및 증권사를 재정자문기관(Financial Advisor)으로 지정하여 자문을 구하는 것이 바람직하다. 최근 국내 금융기관들은 금융자유화와 자본자유화의 영향과 금융산업의 구조개편으로 치열한 시장경쟁을 벌이고 있는 상황이다. 분업주의체제하에서 안주했던 고유의 영역을 벗어나 신금융상품을 개발함으로써 경쟁산업의 영역에 진출하거나 틈새시장을 적극적으로 선점하려는 경영전략을 추진하고 있다. 이에



따라 이들은 관심의 사각지대로 방관했던 지방자치단체의 자금운용부문에 지대한 관심을 기울이고 있다. 지방채발행시 우대금리수준으로 인수함은 당연하며 이외에도 각종 부대서비스를 제공할 의향으로 있으므로 비용을 거의 들이지 않고서도 환위험의 자문기관으로 활용할 수 있는 여건이다.

먼저 자문기관의 선정과 활용은 이들의 역할과 협력범위를 어디까지 규정할 것인가에 따라 다양한 모습으로 나타날 수 있다. 단지 해외자본의 사전적·사후적 관리에 한정한다면 국제금융시장에 대한 노하우나 전문성을 기준으로 선정하면 그만이므로 어려운 문제는 아니다. 그러나 기존의 금고역할을 염두해 두고 보다 합리적인 자금운용, 지역산업의 진흥에까지 범위를 확대할 방침이라면 종합적인 시각에서 신중하게 선정해야 할 것이다. 어쨌든 금고은행이 퇴출은행으로 선정된 지방자치단체들은 새로운 금고를 지정해야 할 상황인데, 가능하면 재정자문기관과 금고은행을 일치시켜 시너지효과를 극대화하는 방향에서 추진하도록 한다. 자문기관의 선정은 수의계약보다는 질 높은 서비스를 제공받을 수 있는 경쟁입찰방식이 바람직하다.

선정한 재정자문의 범위는 협약서 작성시 구체화하여야 하는데, 크게 자본조달과정과 사후관리 측면에서 다음의 내용을 담아내야 한다. ① 해외자본조달계획의 타당성 검토, ② 표시통화, 도입조건 등 발행수단의 검토, ③ 발행시장에 대한 시장조사, ④ 도입조건에 대한 제반업무의 지원, ⑤ 상업차관 및 외화증권 발행과 관련한 각종 계약서 검토, ⑥ 선물환, 통화 및 이자율스왑 등 환위험의 사후관리에 필요한 관리전략의 자

문, ⑦ 국내의 금융시장 동향에 대한 정보제공, ⑧ 실무자에 대한 채무관리, 자금운용기법의 교육, ⑨ 지역내 중소기업에 대한 외화자금 지원.

이 가운데 도입조건의 협상과정에서 재정자문기관의 역할이 중요하다. 해외자본은 사후관리 못지않게 당초 도입과정에서 유리한 조건으로 계약을 체결하는 것이 무엇보다 중요하기 때문이다. 외국 금융기관과의 자본도입협상은 노련한 협상기술과 함께 강인한 정신력을 요구하는 어려운 과정이다. 때문에 앞에서 지적한 전담조직의 실무자들과 긴밀한 공조체제를 구축하여 기술적인 측면에서 큰 틀을 잡아주는게 필요하다. 도입단계에서 협상력을 어느정도 발휘하는가가 바로 해외자본관리의 출발점이라는 점을 염두해 두어야 한다.

한편 경쟁격화로 각 금융기관들이 무료로 자문에 응할 계획으로 있으나 해외자본의 관리는 일정한 책임을 갖고 임해야 하므로 일정수준의 수수료를 지급하거나 도입한 해외자본을 재정자문기관에 예치하는 방식으로 혜택을 부여하는게 바람직하다. 가능하다면 수수료방식 보다는 거주자 외화예금으로 예치하는 방식이 바람직하다고 보는데, 그 이유는 외화예금을 지역내 중소기업의 금융지원자금으로 활용할 수 있기 때문이다. 외환위기 이후 무역금융에 대한 금융기관의 지원이 미흡한 실정이므로 해외자본을 적절하게 활용할 경우 지역의 수출증진, 고용촉진에 기여하는 부수적인 효과를 거둘 수 있다.

## 제5장 요약 및 정책건의

### 제1절 연구의 요약

최근의 경제위기국면이 장기적이고 구조적인 양상으로 전개될 것으로 예상됨에 따라 지방재정의 세입-세출간 불균형도 일시적인 현상에 머무르지 않는 것이다. 지방세수입과 이전재원의 감소, 실업자구제와 지역개발에 대한 신규 재정수요의 증가는 지방재정의 현금흐름을 악화시키고 있으며 적자보전재원의 조달에 애로를 겪고 있다. 물론 지방자치단체들은 경상경비를 중심으로 불요불급한 재정지출을 억제하고 있으나 오늘날의 위기국면은 이 정도의 자구노력으로 극복할 수 있는 범위를 넘어선 것으로 보인다. 따라서 지방세율을 자율적으로 결정하지 못하고 세원이 빈약한 현실에서 보면 지방자치단체가 선택가능한 정책수단은 지방채 발행을 확대하는 것이다. 지방채 가운데서도 해외자본은 대규모 자금을 장기저리로 도입할 수 있어 지방자치단체의 수요가 급증하고 있다.

그러나 해외자본은 내국채와 달리 국제금융시장의 흐름에 따라 도입 당시의 가치가 크게 변동하는 특성을 갖는다. 해외자본의 가치를 결정하는 환률과 국제금리가 외부적 충격에 민감하게 반응하며, 선진국들간 역

학관계 속에서 예측불가능할 정도로 임의보행(random walk)을 하는 사례가 종종 발생한다. 때문에 지방자치단체는 명목비용이 아닌 실효차입 비용을 기준으로 해외자본 도입의 타당성을 면밀하게 분석하는 신중한 접근이 필요하다.

그럼에도 대부분의 지방자치단체는 내국채 조차도 체계적으로 관리하지 못하고 있는게 현실이다. 현단계에서 우리나라의 금융시장이 비효율적으로 움직이고 있고 실질적인 의미에서의 자본자유화가 이제 비로서 추진하는 단계에 있으므로 외부적 수단에 의존하는 위험회피전략은 대단히 제한적이다. 그렇다면 내부관리체계를 최대한 활용해야 하는데, 이를 대비하는 조직체계가 거의 마련되어 있지 않다. 또한 해외자본의 관리는 단순히 위험회피를 넘어 지역개발과 긴밀하게 연계해야 하는데, 지방자치단체가 이를 기획하고 조정하는 정책능력을 확보하고 있다고 자신하기도 어렵다.

본 연구는 전술한 문제들을 분석하면서 현실타당한 정책방안들을 제시하고 있다. 주로 환위험 회피에 유용한 전략으로 판단한 내부관리기능과 외부관리기능에 중점을 두고 있으나, 단순히 해외자본에 국한하지 않고 지방채 전반을 종합적이고 체계적으로 관리할 수 있는 정책방안을 모색하였다. 대상사업의 확대는 대표적인 예이다.

## 제2절 정책건의

**기채승인제의 개선** 외환관련법령이 용도제한을 전면 폐지하는 방향으로 개정됨에 따라 이제 기채승인만 획득하면 모든 광역자치단체는 자유롭게 해외자본을 도입할 수 있다. 따라서 ① 기존의 법령하에서 인정했던 해외자본의 대상사업인 환경오염방지사업, 도로사업, 산업단지 핵심기반시설사업, 유통단지시설사업을 포함하도록 한다. 동시에 지역경제의 활성화가 국가적으로 중요하므로 이와 관련한 사업들에 대해서도 신속적으로 대응하는 정책전환이 이루어져야 한다. ② 적채사업의 확대에 따른 지방채의 증가는 재정위기를 현재화시킬 수 있다. 그러므로 현행의 적채단체 기준은 그대로 유지하는 것을 원칙으로 한다. 다만, 현재의 위기상황을 감안하여 적채단체를 차별화하는 방안을 검토할 수 있다. 즉, 채무구조가 건전하지 못한 일부 지방자치단체는 기채승인을 엄격하게 적용해야 하나 그렇지 않은 지방자치단체에 대해서는 가능한한 적채사업의 대상을 포괄적으로 수용하도록 한다.

**인사·조직체계의 재정비** 환위험을 합리적이고 체계적으로 관리할 수 있는 조직과 인력, 정보체계의 구축이 이루어져야 한다.

① 전담조직의 신설 : 해외자본과 내국채를 막론하고 모든 지방채를 통합관리할 수 있는 집중식 관리조직의 신설과 민간부문의 전문인력을 적극적으로 활용하여야 한다. 구체적으로 지방자치단체의 자산과 부채를 연계시켜 종합적으로 관리하는 전담조직을 신설한다. 전담조직은 현재

광역자치단체가 운용하고 있는 국제담당관실의 기능을 확대개편할 수도 있고 아니면 전혀 새로운 조직을 설치할 수도 있다. 그러나 어떤 형태이든 조직의 운용은 민간부문의 전문인력으로 구성된 전문직 공무원으로 구성해야 하며, 이들이 책임을 지고 능동적으로 대처할 수 있도록 실질적인 권한을 부여해야 한다.

② 민간 전문인력의 유치전략 : 유능한 전문직 공무원을 유치하기 위해서는 예산편성지침상의 기준보다 급여수준을 대폭 상향조정하거나 일정한 횟수로 계약하는 경우에는 일반직 공무원으로 특채하는 방안들을 강구할 필요가 있다. 동시에 총정원 대상에서 제외시켜 전문직 공무원과 일반직 공무원간의 업무협조가 원활하게 이루어질 수 있도록 하여야 한다.

③ 내부통제장치의 구축 : 집중식 관리조직은 특정인의 주관적 판단에 의존함으로써 한순간에 막대한 재정손실을 초래하며 최악의 경우 재정위기의 단초로 작용할 수도 있다. 때문에 횡적 또는 종적으로 상호감시가 가능한 내부통제시스템의 구축이 필요하다. 전담조직에 대한 횡적·종적 통제는 예산담당관실이나 감사부서, 혹은 기획관리실에서 수행하도록 한다. 동시에 이와 관련한 내부규정을 명시적이고 구체적으로 작성·시행함으로써 감시효과를 극대화 한다.

**감채기금의 설치** 환위험의 내부적 관리전략의 일종인 환차손준비금을 확장한 감채기금의 설치를 제안한다. 여기서 제안하는 감채기금은 단순히 환차손을 준비하는 영역을 벗어나 지방채의 연체가능성, 나아가서

는 재정위기의 예방조치라는 종합적인 시각에서 감채기금의 운용을 상정하고 있다. 감채기금은 지방채의 일정비율을 단기간에 조성해야 하므로 일반회계에서 전입하도록 한다.

**통화구성의 다양화** 엔/달러 환율은 앞으로도 상당한 진폭을 보일 수 밖에 없다는 점을 고려하면 특정 통화에 지나치게 의존하는 것은 바람직하지 않다. 국제자본시장의 환경도 유럽단일통화 유로(Euro)의 등장으로 기존의 미·일중심에서 미·일·유럽의 삼각체제로 전환하고 있다. 이것은 지방자치단체가 유럽시장에 진출할 수 있는 기회가 확대될 가능성이 높다는 것을 의미한다. 따라서 지방자치단체들은 눈에 보이는 단기 이익에 집착하여 사무라이채를 선호하기 보다는 유러채나 글러벌채, 쇼군채 등에도 관심을 기울여 적극적인 환위험관리전략을 구사할 필요가 있다. 그래야 이종통화간 상쇄효과를 거둘수 있음은 물론 스왑등 다양한 파생금융상품을 이용할 수 있는 여지가 확대된다.

**파생외환금융상품의 활용** 외환시장의 낙후로 인한 시장의 제약, 외환정책에서 기인하는 정부의 규제 등으로 지방자치단체가 활용가능한 외부적 환위험관리전략은 선물환거래에 불과하다. 물론 선물환 이외에도 다양한 파생금융상품이 있으나 재정운용의 안정성과 계획성에서 보면 선물환거래를 통한 환위험의 회피가 바람직한 외부관리전략이다. 그러나 아직은 지방자치단체가 독자적인 운용능력을 갖추고 있지 못하므로 재정자문기관과 유기적인 협조체제가 필요하다.

**재정자문기관의 활용** 전문능력을 보유한 국내은행 및 증권사를 재정자문기관(Financial Advisor)으로 지정하여 해외자본의 도입과 사후관리를 효과적으로 추진하도록 한다. 재정자문기관에 대해서는 소정의 수수료를 지급하되 책임과 자문영역을 분명하게 설정한다. 재정자문기관과의 협약은 다음과 같은 내용을 담아야 한다. ① 해외자본조달계획의 타당성 검토, ② 표시통화, 도입조건 등 발행수단의 검토, ③ 발행시장에 대한 시장조사, ④ 도입조건에 대한 제반업무의 지원, ⑤ 상업차관 및 외화증권 발행과 관련한 각종 계약서 검토, ⑥ 선물환, 통화 및 이자율스왑 등 환위험의 사후관리에 필요한 관리전략의 자문, ⑦ 국내외 금융시장 동향에 대한 정보제공, ⑧ 실무자에 대한 채무관리, 자금운용기법의 교육, ⑨ 지역내 중소기업에 대한 외화자금 지원.



## <참고문헌>

- 김정완, “지방정부 해외자본 도입의 가능성과 정책과제”, 「한국행정학보」, 제 29권 제 1호, 한국행정학회, 1995.
- 김종순, “지방재정 확충을 위한 지방채제도의 개편방향”, 「한국행정학보」, 제 28권 제 4호, 한국행정학회, 1994.
- 정창영, “우리나라 지방채시장 활성화 과제와 전략”, 「증권학회보」, 제 19집, 한국증권학회, 1996.
- 조기현, 서정섭, 「세수부족과 재원대책」, 한국지방행정연구원 내부자료, 1998. 6.
- 이상용·조기현, “IMF체제 이후 지방재정정책의 방향”, 「1998년도 춘계학술대회 발표논문집」, 한국지방재정학회, 1998. 5.
- 이상용·이효·조기현, “지방자치단체의 재정위기 관리방안”, 「정책연구자료집 95 - 10」, 한국지방행정연구원, 1996.
- 이창균, “자치단체의 연도간 자원조정에 관한 연구”, 「1998년도 하계학술대회 발표논문집」, 한국지방재정학회, 1998. 7
- 조기현, 「지방채제도의 운영관리 개선방안」, 한국지방행정연구원, 1996.
- 금융연수원편, 「국제채」, 1996.
- 재경부, 「공공차관현황」, 국고자료 - 97, 1998.
- 한국금융연구원·재정경제부, 「3단계 외환거래 자유화방안」, 1998. 5.
- 한국산업은행, 「국제금융 상·하」, 1997.
- 한국외환은행, 「공공부문을 위한 외자도입안내」, 1997.

- 한국은행, 「연차보고서」, 1998.
- 地方債制度研究會, 「地方債の手引」, 1997.
- Andrews, J., *Buying Municipal Bonds*, The Free Press, 1987.
- Barro, R. J., *Optimal Debt Management*, NBER Working Paper 5327, 1995.
- County of Orange, *Disclosure Statement with Respect to the Plan of Adjustment for the County of Orange*, 1995.
- Heide S., Klein. R., and J. Lederman(eds.), *The Handbook of Municipal Bonds*, Probus Publishing, 1994.
- Johnson, C. and M. M. Rubin., "The Municipal Bond Market : Structure and Changes", in edited by Thompson, F. and M. T. Green, *Handbook of Public Finance*, Marcel Dekker, 1998.
- Gray, G. and P. Cusatis, *Municipal Derivative Securities*, Irwin, 1995.
- Harberger, A. C., *On Country Risk and the Social of Foreign Borrowing by Developing Countries*, IMF, 1976.
- Hildreth, W. D., "State and Local Government as Borrowers : Strategic Choices and the Capital Market", *PAR*, Vol. 53, No. 1, 1993.
- Hirshleifer, J., *Investment, Interest and Capital*, World Bank, 1970.
- Kaminsky, G. L. and C. M. Leinhardt, "The Twin Crisis : The Causes of Banking and Balance - of - Payments Problem", *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*. No. 544, 1996.
- Marshall, J. and K. Kapner, *Understanding Swap Finance*, South -

Western Publishing Co., 1990.

Poterba, J. M., and Kim S. Rueben, *State Fiscal Institutions and U.S. Municipal Bond Market*, NBER Working Paper 6237, 1997.

Rabin, J., "Public Debt : A Symposium", *PAR*, Jan/Feb 1993.

Ramsey, J. and M. Hackbart, "Municipal Bond Sales in Foreign Markets : Experience and Results", *Public Budgeting & Finance*, Fall/1996.

Wall, W. S., "Evaluating Your City's Credit Position", edited by J. Matzer, *Capital Financing Strategies for Local Government*, ICMA, 1983.

World Bank, *Pool Unit Approach to Currency Pool Loans*, 1995.

OECD, *Financial Market Trends*, 각호.

<http://www.bok.or.kr/cgi-bin/nph-hwp2html>

<http://www.jbri.co.jp/html/fugou.htm>

<http://www.moody's.com/ratings/ratuse.htm>

<http://www.ratings.standardpoor.com/definitions/claims.htm>

<http://www.ratings.standardpoor.com/definitions/issuer.htm>

## Abstract

### **Policy Proposal for the Improvement of Foreign Capital Management System in Local Governments**

The economic values of foreign capital fluctuate much reflecting the conditions of international monetary markets. For foreign exchange rates and international interest rates both determining the values of foreign capital will respond sensitively to external impacts. Therefore, it may well be necessary for the local governments to analyze the feasibility of introducing foreign capital based not on nominal cost but on effective borrowing cost. In some cases, the default risk probability was not high according to Logit model, but as a result of calculating the effective borrowing cost, it was found that introduction of foreign capital was not necessarily favorable.

Nevertheless, most local governments cannot afford to manage

even the domestic bonds in a systematic way. Although they are requested to use their internal management system to a maximum degree, they are almost not organized enough to manage the foreign capital. Such problems are analyzed in this report to suggest their realistic solutions, which are primarily focused on internal and external management techniques deemed useful to avoid the foreign exchange risk. Furthermore, this report explores the policy measures to systematically manage not only the foreign capital but also the domestic bonds in overall terms.

This reports suggests (1) expansion of the allowable scope for issuance of municipal bonds, (2) establishment of organization, manpower and information system for a effective management of foreign exchange risk, (3) introduction of the exchange loss reserves and (4) use of financial advisors.