Ⅳ. 미국의 지방채보험 시장분석 및 언더라이팅

1. 지방채보험(MBI)[46] 시장의 개황

가. 지방채(Municipal Bond : MB)의 개요

미국에서 지방채(Municipal Bond)란 학교, 고속도로, 병원, 하수처리 시스템, 기타 많은 공익을 위한 프로젝트를 구축하기 위해 자금을 조달하고자 하는 목적으로 州, 도시, 카운티, 기타 정부기관에 의해 발행된 채무증서 혹은 채무증권이다.

지방채는 과세여부에 따라 면세채권(tax-exempt municipal bonds)[47]과 과세채권(taxable municipal bonds)이 있다. 대부분의 지방채권의 경우 연방 또는 州정부로부터 소득세 면제를 제공하지만 모든 지방채에 대해 면세하는 것은 아니며, 연방차원에서 과세되어 발행되는 완전히 별도의 지방채시장도 있다. 그러나 여전히 주 그리고 통상의 지방차원에서 발행되는 州의 주민에게 지불되는 이자소득세에 대해 세금면제가 허용된다.

연방정부는 주로 공익에 중요한 기여를 하지 못하는 특정활동을 위한 자금조달의 경우 보조하지 않기 때문에 과세지방채권이 있게 된다. 투자자 주도의 주택건설, 지역스포츠시설, 재설정기금의 재발행, 지방자치단체의 부족재원연금플랜을 보충하기 위한 차입 등 4개 유형은 채권발

---

46) "지방채권보증보험", "지방채권보험"이라고도 한다. 본 보고서에서는 지방채보험 혹은 Municipal Bond Insurance의 약어로 "MBI"로 표기한다.

47) 미국에서는 州債 및 市債 등 지방채의 이자소득에 대하여는 연방소득세가 부과되지 않으며 대부분의 주에서는 자체 발행채 및 주내 지방정부의 채권이자에 대해 州稅를 부과하지 않는다. 다만 이자소득에 관해서만 비과세이고 자본이득(capital gain)에 대해서는 다른 채권과 동일한 취급을 받는다.

행시 연방차원에서 과세한다.[48] 최근 과세채권시장의 성장은 괄목할 만하다. 지난 5개년 동안 660억불 이상의 과세채권이 발행되었다.

지방채권은 장기채 및 단기채로 구성되어 있다. 단기채권은 흔히 어음(note)이라고 하며 전형적으로 만기가 1년 이하이다. 통상 채권(bond)이라 함은 만기가 1년 이상인 장기채권(long-term municipal bond)을 말한다. 단기채는 발행자가 조세, 주·연방보조금 및 본드 프로시드(bond proceed)와 같이 미래 수익을 기대하여 자금을 모집하는데 이용된다. 또한 예측할 수 없는 결손을 보충하고, 장기금융 조달시까지 즉각적인 자금수요를 마련하기 위한 비정기적인 자금흐름을 보완하기 위해 발행될 수 있다. 지방채권은 보통 장기간에 걸친 자본계획에 따라 자금을 조달하기 위해 발행된다.

지방채권의 기본적인 2가지 유형으로 일반채권(GO bond : general obligation bonds)과 수익채권(revenue bond)으로 구분된다.

일반채권은 원금과 이자가 발행자의 완전한 신뢰와 신용에 의해 확보되는 채권을 말한다. 통상 발행자의 무제한적 혹은 제한적인 조세권에 의해 지원된다. GO bond를 발행시에는 통상 주민의 투표에 의해 인가(voter approved)를 받아야 한다.

수익채권의 원금과 이자는 채권발행에 의해 설치된 시설의 이용자에 의해 지불되는 요금, 사용료 혹은 부담금으로부터 나오는 수익에 의해 확보된다. 수익채에 의해 자금이 조달되는 공공사업에는 도로, 교량, 공항, 상하수도 처리시설, 병원 및 극빈자 숙소 등이 있다. 대부분의 이들 채권은 특수한 목적으로 설립된 특수기관에 의해 발행된다.

나. MBI의 도입 및 시장형성

미국에서 MBI는 1971년 8월에 AMBAC(American Municipal Bond Assurance Corporation)의 설립과 함께 판매되기 시작하였다. 그 후 1973년

---

48) http://www.investinginbonds.com

에 Municipal Bond Insurance Association(MBIA)가 설립되었다.

지방채보험의 도입 초기에는 AMBAC와 MBIA가 서로 다른 목적으로 지방채보험상품을 개발하여 사업에 참여하게 되었다.

AMBAC는 당시 시장지배적 위치에 있었던 모기지보험회사인 MGIC (Mortgage Guaranty Insurance Company)가 상품 다양화 차원으로 개발한 상품을 판매하였다. 반면 일부 대형 손해보험회사로 구성된 풀의 형태인 MBIA는 면세채권(tax-exempt bond)에서 보험자의 실질적인 전문투자분석에 따라 수익성 있게 활용하기 위한 상품으로 개발되었다.

1974년에 MBIA는 S&P로부터 Triple A(AAA)의 클레임지급능력 등급을 받아 최초로 재정보증에 있어 최고의 등급을 획득하였다. 그 후 AMBAC가 1979년에 동일한 클레임지급능력 등급을 획득하였다.

MBI가 본격적으로 성장을 하게된 시기는 1980년대 이후이다. 기존에 기관투자가에 의해 유지되어온 지방채시장이 80년대 들어 개인투자 혹은 실적배당형투자신탁(unit investment trusts : UIT) 및 채권기금(bond funds)시장으로 전환되면서 지방채시장은 면세채권에 대한 기술적인 어려움과 단지 발행자만이 채무불이행(default)위험을 알게 되는 정보비대칭과 같은 복잡하고 명확하지 않은 특성 때문에 어려움을 겪게 되었다. 그래서 지방채는 여타의 소매투자금융 수단에 비해 느린 속도로 발전되었다. 이러한 상황에서 MBI는 다양한 투자상품을 제공할 수 있도록 해줌에 따라 채권기금 및 UIT 투자자들에게 이상적인 확신을 심어 주었다. 지방채시장에서 MBI의 가입 비율은 개인 혹은 기금을 통해 투자되는 지방채의 성장과 비슷하게 진행되었다.

지방채보험자는 채권발행자의 파산위험 및 장기간에 걸친 실제 파산사례의 발생 등에 의해 이 보험의 필요성이 강조됨으로써 MBI의 판매에 박차를 가하게 되었다. 예를 들면, 1975년 뉴욕시, 1983년 워싱턴 전력공급시스템(Washington Public Power Supply System), 그리고 1990년 필라델피아에서 지방재정의 문제들이 발생하게 되었다. 이는 곧 지방채보험자들에게 지방채시장의 단기적인 불안정성으로 보험회사에 손

실압박으로 작용할 것처럼 보였다. 그러나 장기적으로는 간간이 발생하게 되는 실제 지방채발행자의 위험들은 MBI의 필요성을 입증해 줌으로써 단기적인 파산위험으로 인한 보험금 지급을 능가하는 효과를 보여왔다.

70년대 초부터 판매되기 시작한 MBI는 80년 대 이후 본격적인 성장을 하게 되었다. 미국의 지방채권 보험시장에서는 5개사가 영업을 하고 있다. MBI보험자는 금융보증 및 그와 유사한 위험만 취급하는 단종회사일 것을 州법은 정하고 있다.

MBI 보험산업은 외형 및 수익성 관점에서 그 잠재력이 소진될 정도로 성숙되어 있다. MBI보험료가 총계로서는 계속 증가될 것으로 보이지만, 신계약고가 총신규발행채권의 30%을 점유하면서 시장침투를 하는 등 그 성장성에의 한계도달 여부가 시험중에 있다. 이에 MBI보험자는 비지방금융보증부문으로 사업을 확대하고 있는데, 이 경우 MBI에서 획득한 신용증대기법을 적절히 활용하고 있다.

미국의 MBI보험자와 재보험자들로 인하여 유럽보험시장도 금융보증보험을 받아들이게 되었고 그 효용가치를 일깨우게 되었다. 금융보증보험시장은 세계자본시장의 발전과 함께 점점 확대되고 있다.[49]

다. MBI의 담보내용 및 기능

1) MBI의 담보내용 및 상품종류

MBI란 지방채권의 상환기일에 그 발행자가 원리금 및 이자의 지급을 이행하지 못하는 경우 피보험자가 입게 되는 손해를 보상하는 보험이다. MBI는 보증보험의 한 형태로 금융보험의 일종이며 州보험법의 적

---

49) 금융보증보험자들은 세계시장에서 채권뿐만 아니라 폭넓은 금융채무에 대한 보증상품을 제공한다. 예를 들면, Direct Senior Obligations of Sovereigns, Semi-Sovereigns & Local Government Agencies, Infrastructure Financings, Asset-Backed Securities, Collateralized Debt Obligations 등이다.

용을 받는다. 피보험자는 채권을 인수하는 채권소유자가 된다. 발행자의 채무불이행시 MBI보험자는 당초 정해진 지급스케줄에 따라 보험에 가입된 채권의 원리금을 지급한다. 더욱이 보험자는 발행자가 취한 어떤 선지급이 연방파산법상 무효가 되는 優先移替(preferencial transfer)이거나 동 지급에 대해서 법원이 변상을 명하는 경우 그로 인해서 발생되는 부족분에 대해서까지 보상한다.

MBI는 채권의 지급대리인이나 수탁자의 지급불능 또는 과실에 의하여 야기되는 원리금의 지급거절에 대해서는 담보하지 아니한다. MBI보험자는 그가 지급한 보험금 한도내에서 피보험자가 갖는 청구권을 대위받아 구상권을 행사할 수 있다. 이 MBI는 무조건적, 취소불능적 계약으로 보험자는 중도에 계약을 해지할 수 없다.

상각(redemption), 조기지급(acceleration), 또는 선지급(advancement of maturity)의 경우 지급하여야 할 금액에 대하여 보험자가 면책을 주장하는데에 예외가 있다. 보험자는 부보채권에 의무사항으로 명시되어 있는 모든 상각에 대해서는 보상책임이 있는데, 이 경우 의무적 감채기금분할납 적용시에 지급되어져야 하는 금액을 예로 들 수 있겠다. 이러한 지급약속은 발행자의 계약상 책임으로서 채권소유자가 그 이행을 합리적으로 기대하고 있고, 또한 부보채권의 신용도를 높힌다는 견지에서도 반드시 지켜져야 할 것이다.

수리적 분석을 전제로 하여 언더라이팅을 행하는 일반 손해보험과는 달리 MBI는 매 계약건별로 신용상태를 분석하는 것을 위주로 하여 언더라이팅을 행한다. 자기자본에 대한 위험인수액(원리금)은 1대 100 이상의 비율로 유지되는데, 이는 "무손해"와 매계약건별 신용상태분석을 전제로 하여 위험이 인수되고 있음을 반영하기 때문이다.

MBI영역에 속하는 보험상품으로는 다음과 같다.

i) 신규발행채권보험(new issue insurance)

ii) 단위투자신탁보험(insurance of unit investment trusts) : 추가설정불능 투자포트폴리오

iii) 뮤츄얼펀드보험(insurance of mutual funds)

iv) 개인포트폴리오보험(insurance of individual portfolio)

v) 제2시장보험(secondary market insurance)

vi) 채무준비금보험(debt service reserve fund insurance)

vii) 기타 지방채이자 스왑, 지방장비리스채, 지방기금의 은행예탁보험

2) MBI의 기능

미국의 지방채시장에서 MBI의 주요기능을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, MBI는 州정부 또는 州정부 산하 공공기관이 발행하는 투자적격채권의 신용도를 높여준다. S&P 및 Moody`s와 같은 신용평가기관은 지방채권의 등급을 정하는 데 있어 지방채의 위험을 인수한 보험자의 보험금지급능력을 감안해서 결정한다. 미국 주요 MBI 보험자의 보험금지급능력은 S&P가 AAA, Moody`s가 Aaa를 부여하고 있고, 따라서 이들 보험자가 보증한 지방채는 트리플 A로 분류된다.

채권시장에서 지방채의 신용등급을 높여줌으로써 이 보험은 i) 동 채권의 구조와 신용 정도 등에 대한 복잡한 설명을 간소하게 해주고 ii) 시장가격보다 통상 할인되어 판매되는 일부 채권을 정상으로 돌려놓으며 iii) 채권발행의 빈도가 낮거나 규모가 적은 그러한 시장이 활성화되도록 하고 iv) 채권발행의 빈도가 높고 규모가 큰 채권에 대해서 그 잠재시장을 다양하게 해주는 역할을 한다.

둘째, MBI는 지방채시장에서 발행자의 채권발행비용을 절감해 준다. 그 절감효과는 보험 보증이 있음으로서의 트리플 A의 채권가격과 보험 보증이 없었을 때의 채권가격의 차액이 보험료보다 클 경우에 나타난다.[50]

---

50) 금융보증보험자협회(AFGI : Association of Financial Guaranty Insurors)의 추정에 따르면 1999년에 미국에서 MBI 부보채권의 신용등급(credit rating) 향상으로 인한 채권발행자의 차입비용(borrowing cost)의 절감 규모는 약 27억불에 이를 것으로 보았다. 또한 MBI가 도입된 1971년 이래 1999년까지 총 발행비용 절감은 약 300억불에 달할 것으로 추정하였다. 자료 : http://www.afig.org

셋째, 채권구입자 입장에서 MBI는 i) 일시적이고 최종적인 손해로부터 보호를 해주고, ii) 제2시장(채권유통시장)에서 동 채권에 대한 유동성 확보가 용이하게 해주며, iii) 부보채권의 신용정도가 주기적으로 변화하는데 따른 가격의 급변동위험을 감소시켜 준다.

2. MBI 시장분석

가. MBI보험회사

MBI는 개념상 금융보증보험의 파생상품이다. 초기의 금융보증보험은 일반보험종목의 한 분야로 분류되었고, 이러한 분류는 19세기까지 계속되었다.

일반적으로 보험클레임으로 성립되기 위하여는 특정사고의 발생이 있어야 하나, MBI 담보는 금융보증으로서 기능을 수행하고 있다는 점이 더 중요하다. 이 보험 담보는 보증보험의 형태를 취하고 있으나 실상은 금융보증을 하는 것이라 할 수 있다. 이 금융보증보험에 대한 전문적인 자료의 부재와 독특성으로 과거 긍정적인 평가를 받지 못해 온 것도 사실이다.

미국에서 MBI보험회사의 설립으로 금융보증보험이 각광을 받게 되었다. 모기지보증보험의 확장상품인 이 MBI는 금융보증보험의 한 독립된 종목으로 인정받는 최초의 보험이 되었다. 1970년대와 1980년대 초반까지 2개 회사가 MBI를 영위하고 있었다. AMBAC사가 1971년에 MBI증권을 최초로 발급하였다. 이 회사는 당시 모기지보증보험을 주로 영위하여 온 보험지주회사인 MGIC투자회사의 100% 자회사로 단종회사의 형태를 취하고 있었다. 일반 손해보험회사의 형태로 출발한 MBIA사는 1974년에 설립되었고, 1983년에서 1986년까지의 기간 중 FGIC사, BIG사, CGIC사가 시장에 진출하였다. 1989년에 MBIA사가 100% 재보험수

재로서 BIG사를 인수하였고, 1990년에 금융보증보험 회사인 FSA사가 MBI를 신규로 영위하기 시작하였다.

금융회사, 손해보험회사 그리고 국내외 은행과 같은 금융서비스기관이 지방채시장에 보증자로서 선도적인 역할을 담당하여 왔고, 이들 중 몇몇 회사는 채권종류의 보험을 전업으로 하여 시장에 선택적으로 참여하여 왔다. 그러나 이들 회사의 상당수는 요율인하와 함께 MBI보험회사는 단종회사의 형태를 취해야 한다는 규제요건을 충족할 수가 없어 영업활동을 중지하고 있다. 다음 <표 13>은 미국의 주요 MBI보험사와 그들 회사의 소유구조를 나타내 주고 있다.

<표 13> 주요 MBI 보험사의 소유구조

MBI보험사 및 자본참여주체	%
AMBAC Indemnity Corp.(AMBAC)	
- Public	100.0
Financial Guaranty Insurance Co.(FGIC)	
- Ge Capital Corp.	99.0
- The Sumitomo Marine & fire Insurance Co.	1.0
Financial Security Assurance(FSA)	
- Public Shareholders & FSA employees	62.5
- MediaOne Capital Corp.	5.7
- White Mountains Insurance Group Ltd.	20.0
- Tokio Marine & Fire Insurance Co., Ltd.	6.4
- XL Capital Ltd.	5.4
Municipal Bond Investors Assurance Corp.(MBIA)	
- Public Shareholders	100.0

자료 : FITCH ICBA, "Bond Insurers Transcend Municipal Market", 1999.11.19(http:/ / www.fitchibca.com)

지난 몇 년 사이에 MBI에 대한 수요가 증대되어 온 반면(<그림 5> 참조), 이들 금융보증보험회사들의 소유구조도 큰 변화를 가져왔다. <표 17>에서 보는 바와 같이 MBI보험회사는 단일 대형기관투자자에 의하여

지배되거나 일반투자자의 소유비중이 높다는 점이 특이하다. 일반자본 시장에의 접근으로 소유구조가 집중화되는 현상은 MBI보험회사의 성숙을 성공적으로 완수하게 해 주는 징조로 보인다.

나. 등급판정(ratings)

S&P사와 Moody's는 MBI보험자의 보험금 지급능력을 평가하여 등급을 매긴다[51]. 1971년부터 1979년까지 AMBAC사의 보험금지급능력은 S&P사에 의해 AA로 판정 받았었으나, MBI만큼은 유일하게 트리플 A 보험으로 등급이 매겨졌다. 양 사는 경기하강으로 인한 대형보험사고 발생에도 지속적으로 견딜 수 있는 지급능력의 보유, 즉, 트리플 A등급을 받을 수 있는 지급능력의 표준모형을 개발하였다. 이 경우 이들이 참작하는 사항은 보험자의 자본금, 장래 자본동원능력, 자금흐름계획, 부보포트폴리오의 질과 다양성, 투자포트폴리오의 적격성 등이다. 이 외에 언더라이팅 절차와 기준, 보험 경영과 사무행정사항도 고려된다.

FGIC, AMBAC, MBIA, FSA사 등 MBI보험자들은 S&P사 및 Moody's 사로부터 각각 트리플 A등급을 받았다.[52]

MBI보험자의 보험금지급능력을 평가함에 있어서 평가기관간 평가방법을 서로 달리하고 있다. 보다 큰 규모의 채권발행 또는 위험의 누적을 가져오는 채권의 재발행은 지방채 시장에서 중요한 몫을 차지하고 있고, 보험자로서는 이들 위험을 인수하는 경우 규모의 경제 관점에서 높은 이익을 실현할 수 있다.

그러나 신용평가기관으로서는 보험자가 그러한 거대단일위험을 인수하는 것은 재무건전성에 중대한 위협이 될 수 있다고 보고 위험인수를 제한하고 있다. 이에 S&P사는 보험자를 평가하는 기준으로서 단일위험의 보유(재보험출재 감안)를 자기자본의 일정비율로 제한하고 있다. 이

---

51) 1984년 이전에는 S&P사만 실시하였다.

52) CGIC사는 S&P사로부터만 트리플 A 등급을 받았다.

자기자본비율은 최대가능손실액을 추정하여 채권종류별로 설정된다.

이 자기자본의 비율은 MBI보험자가 자기가 입은 손실을 2년에 걸쳐 다시 복구할 수 있는 능력이 있음을 가정해서 설정된다.

자본적정성의 측정을 위하여 부보포트폴리오에 경제불황 시나리오를 적용함에 있어, S&P사는 MBI보험자가 채권종류별로 서로 다른 채무불이행의 발생빈도와 정도에 대해서 적절하게 대처할 수 있도록 연간채무액의 일정 비율에 상당하는 자기자본을 보유하고 있을 것을 내용으로 하는 자본적정성 가이드라인을 설정하고 있다(<표 14> 참조).

Moody's사는 보험자의 자본적정성 측정과 관련하여 경제불황 시나리오상 거대손해에 대해 매 위험당 보유금액을 제한하고 있다. 이상 거대손해는 신용정도에 의해서가 아니라 채권종류별로 그 규모가 달리 조정된다. Moody's사가 보험자의 자본적정성을 평가할 목적으로 채권종류별로 채무불이행 위험을 실제 차등화하고 있으면서도(S&P사는 신용정도를 중시), 그에 관한 정보를 공개치 않아 묵시적으로 채권종류의 중요성을 덜 강조하는 결과가 되었고 가격차등화 추세에도 역행하는 그런 결과를 가져오게 하였다.

<표 14> 자본적정성(Capital Adequacy) 가이드라인

구 분	자본 소요액(%)
MBI Market :	
일반채무[주1]	
주정부	3
시/ 카운티(군)	10
학교 - 초등/ 중등	4
특별구(special districts) :	
중등학교이후의 교육	10
비공익사업	12
공익사업	17
의료사업	
병원	30
병원시스템(지역분산으로 3개 이상 병원)	20
병원장비대출 프로그램	25
회원제 민간 건강유지조합(HMO)	30
병원제휴 외래환자 진료소	30
장기요양시설	30
장기요양시설시스템(지역분산으로 3개 이상)	20
종신개호센타	35
종신개호센타시스템(지역분산으로 3개 이상)	25
공공시설	
전력기관(규모 大, 원자력 발전 포함)	40
전력기관(규모 小, 원자력 발전 불포함)	15
수도, 하수도, 전기/ 가스 시스템(수입보장)	12
쓰레기처리(수입보장)	35
쓰레기처리시스템(매립, 에너지화 시설 有)	25
쓰레기운반장소, 트럭(매립, 에너지화 시설 無)	15
주택	
주정부기관 단일세대	10
지방정부기관 단일세대	20
다세대(보험가입)	6
다세대(보험불가입)	20
근저당된 신용장	8

구 분	자본 소요액(%)
특별수익채	
대학/ 대학교	
공립	
일반채무-무한	
수업료 및 보수담보	9
일반채무-유한:	
수업료 및 보수담보	10
보조기업	15
사영사업:	
일반채무	25
보조기업	35
지방채 합동운영 채권기금	25
학생보증대출	10
공항	12
공항-세제부분지원	10
항구	18
항구- 세제부분지원	14
주차시설 수입	25
유료도로 - 5년 운영 기록	20
- 5년 이하 운영기록	30
교량 - 5년 운영 기록	25
5년 이하 운영 기록	35
세제지원부채:	
판매세 - 지방	15
판매세 - 주 전체	8
가스세 - 지방	18
가스세 - 주 전체	12
가스차량등록 - 지방	15
가스차량등록 - 주 전체	10
세액배분	25
절대적 권리	10
특별부과금	30
호텔, 모텔세	25

주) 일반채무(GO Bond)는 발행자의 신의/ 신용, 즉, 발행지방자치단체의 과세능력에 의존하는 채무계약으로 교량, 터널 등 수입에 의존하여 원리금을 상환하는 수익채와는 차이가 있음.

그럼에도 이러한 채권종류별 위험차등화는 보험자가 자기자본의 할당 이용을 매 계약건별로 결정하게 해주고 그 결과 보험가격이 자기자본비

용에 정확하게 반영될 수 있도록 해준다는 긍정적인 면이 있다.

현재 Moody's사는 경화자금(hard capital)에 비중을 두어 보험자가 자기자본을 충분히 보유하고 있을 것을 요구하고 있는 반면, S&P사는 자본형태의 용인에 신축성을 두어 투자자약정, 신용시설 등과 같은 대체자본도 인정하고 있고 아울러 현금흐름측면을 중시하고 있다.

이러한 신용평가기관의 평가기준은 보험감독당국이 적용하고 있는 기준과는 다르다. 신용평가기관은 AAA를 부여함으로서 보험자가 최악의 경제상황에서도 능히 재무적으로 견딜 수 있다는 기대를 표시하고 있고, 반면 감독당국은 그 기준을 계약자의 권익보호에 초점을 맞추고 있다. 즉, 감독관들은 보험자가 경제침체기에 생존경쟁력을 가지고 버터나갈 수 있느냐 보다는 보험계약자 보호측면에서 일반적 경제상황에서 보험금 지급능력이 있느냐에 더 큰 관심을 갖는다.

다. 경영관리 및 조직

MBI 보험자는 통상적으로 법정위험 대 자본레버리지 비율을 100대 1과 200대 1사이에 두고 사업을 영위하고 있다. 여기서 법정위험이란 재보출재분과 담보회수분을 감안한 후의 미상환 정미원리금의 총합계를 말하고, 법정자본금은 계약자잉여금에다 비상위험준비금을 합산한 금액을 말한다. 따라서, 보험자의 위험보유 총액은 법정자본금의 100배 내지 200배의 범위에 해당하는 금액이 된다. 이에 언더라이팅 또는 신용분석 심사기능은 보험경영에 핵심업무가 될 수 밖에 없고, 내부조직도 이 언더라이팅 기능의 중요성을 반영하여 편성되고 있다.

MBI 회사의 직원 수는 대개 300명선을 넘지 않는다. 이중 상당수가 신용분석의 전문가들이다. 언터라이터들은 정부, 학계, 상업은행, 신용평가기관, 투자은행, 기관투자포트폴리오 관리인 그리고 법률전문회사에서 근무한 경력이 있다. 언더라이팅 그룹은 지자체의 금융, 건강의료재정, 세금유대 일반채권, 공공사업, 교육 및 주택 등 여러 부분의 전문가들로 구성되어 있다. MBI 보험자들은 채권의 부보적격여부 판정을 지원하는

법률전문가를 상당수 보유하고 있다.

마케팅, 언더라이팅, 보험가격과 관련된 직무분장이 균일하게 정해져서 배치되어 있지 않아 언터라이터가 마케팅·판매업무를 수행할 수도 있고 마케팅이 언더라이팅으로부터 분리될 수도 있다. 피보험채권에 대한 계약체결협상과 거래구조는 다소 복잡한 업무에 속한다. 이들 업무를 통상 언더라이터, 판매담당자, 법률전문가들이 팀을 이루어 수행하기 때문에 이들 각각의 고유기능이 무색해지는 경우가 있다.

보험가격은 정교한 분석과정을 거쳐서 산정된다. 보험자들은 가격산정모델을 개발하여 사용하고 있다. 가격산정은 언더라이팅 부서의 통제하에 또는 징계·규율위원회의 지시 하에 마케팅 부서에서 그 산정책임을 질 수가 있다. 마케팅은 서비스와 정보의 기능이다.

MBI 영업은 지방자치단체의 시장크기, 금리수준, 시장에서 주어지는 파이낸싱의 상대적 복잡성, 신용평가기관의 평가서비스 적기제공능력, 이자소득에 대한 면세법 등 외부요인에 의해 제한된다. 이러한 외부요인은 수요를 억제하고 잠재시장 침투를 어렵게 한다.

라. 시장점유율

AMBCA사가 S&P로부터 AA 등급을 받고 MBIA사가 AAA등급을 받았던 70년대 후반에는 MBIA사가 신규발행시장을 지배하였다. 1979년에 AMBCA사가 AAA 등급을 획득하였고, MBIA사가 총계 7억불의 계약고로 시장의 2/3을 차지하였다.

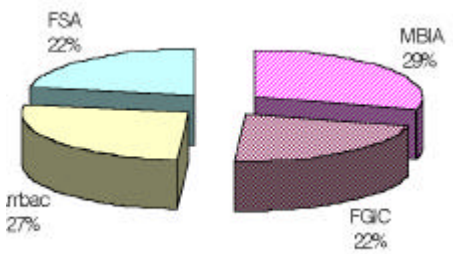
1983년 1987년 기간 중 MBI 시장은 수요가 폭증하였고 1985년에는 신규발행채권의 부보액이 434억불에 달하였다. 이 기간 중 새로운 보험자가 MBI시장에 진출하여 영업을 개시하였고, 그 결과 회사별 시장점유율에 변화를 보이기 시작했다. 1986년 말 현재 신규발행시장에서 AMBAC사가 27%, FGIC사 28%, MBIA사가 37%로 점유하였다. 1987년에 BIG사가 시장을 공략해서 시장점유율을 확대하였고, 이 해에 대부분의 주요 MBI보험자는 보험금지급능력에 있어 AAA/Aaa 등급을 모두

확보하게 되었다.

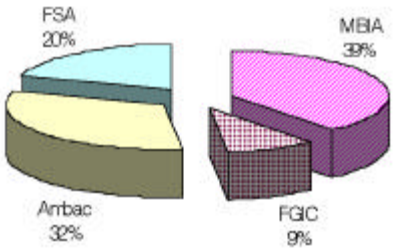
90년까지 신규발행고 1,280억불의 26.5%가 보험에 가입되었다. 87년 90년 기간 중 모집경쟁이 심화되어 요율이 인하되었고, 그 이후 시장은 소강상태가 지속되었다. AMBCA사, MBIA사, FGIC사가 시장점유율에 있어 번갈아서 수위다툼을 하였다. 지금도 회사간 경쟁이 치열하지만, 덤핑요율을 제시하면서 자사에의 보험가입을 유인하는 보험자는 없다.

불과 몇 년 전만 해도 MBIA의 시장 점유율이 40%이상을 차지하였었다. 그런데 MBIA는 최근 들어 요율을 인상하고 'BBB'등급을 가진 Health Care Bond에 대한 인수를 거부하자 시장점유가 떨어지게 되었다. FGIC는 매우 낮은 요율로 저위험 채권, 예를 들면 GO Bond, 리스채권, 상하수도채권, 교통 및 공공교육채권 등을 집중적으로 인수하고 있다. 이러한 저위험/저보험료(low risk/low premium) 정책에 따라 부보금액의 시장점유는 22%이나 보험료에 있어서는 불과 9%의 점유만을 보이고 있다.

<그림 5> MBI의 시장점유율 (부보금액기준)



<그림 6> MBI의 시장점유율 (보험료 기준)



자료 : FITCH IBCA

이러한 시장점유율 경쟁에도 불구하고 회사마다 언더라이팅 기준이 설정되어 있는 바, 이는 회사의 경영규율과 평가기관의 집중감시를 부분적으로 반영하고 있음을 뜻한다. 장기적인 관점에서 보아 이 시장점유율 경쟁은 보험가격정책, 그리고 당기순이익과 자본수익간에 적절한 균형을 유지하게 해주는 내부전략수립에 한 기능을 담당하게 될 것으로 기대되고 있다.

3. MBI의 성장요인 분석

지방채의 MBI 부보규모 및 MBI 수입보험료 측면에서 성장 요인을 살펴보면 크게 4가지로 설명할 수 있다.

MBI의 부보금액(규모) 측면에서는 첫째, 신규 발행되는 지방채의 총금액(차환발행 및 파생 시장 활동 포함), 둘째, 시장에서 유통되는 지방채중 보험에 가입되는 규모이다.

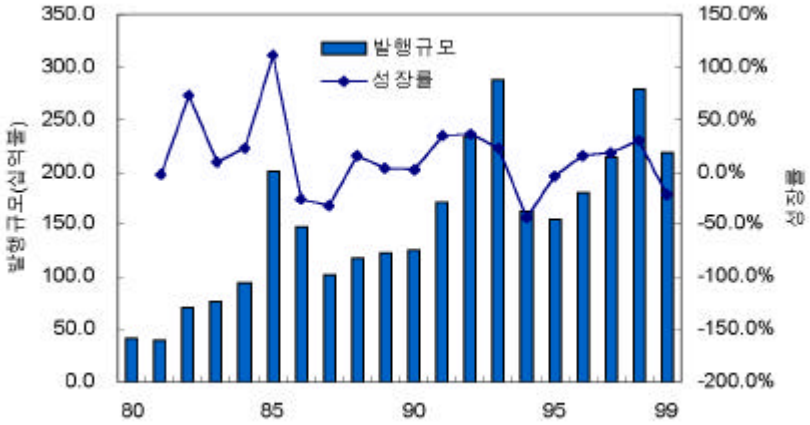
MBI의 수입보험료 측면에서는 경제적으로 MBI에 가입해야 할 규모에 영향을 미치게 되는 시장보급도(market spreads)와 보험요율, 즉 경쟁 및 가격규제의 복합적인 요인에 의해 영향을 받는다.

가. 지방채 발행규모

지방재정 활동 중 채권발행을 증가시키게 되는 요인으로 첫째, "인프라 수요" 즉, 충분한 공공주택 건축, 오래된 도로, 교량, 기타 공공시설 교체 필요성을 들 수 있다. 둘째, 州 및 지방차원에서 심각한 조세저항 때문에 지방재정 적자의 문제해결을 위해 지방재정관료들은 가능한 많은 자금 수요를 채권으로 발행하게 하는 원인을 제공한다. 셋째, 주 및 지방정부에 의한 압력으로 의회는 새로운 세법 제정 시 현행 면세적용 제한을 완화시킬 가능성이 높다.

과거 20년간 미국의 지방채권 신규발행 추이를 보면 1980년대 중반(87 88)과 1990년대 중반(94 95)의 하락을 제외하면 매년 10% 이상의 성장률을 보이고 있다. 특히 세제 혜택이 부여되었던 1985년과 불경기였던 1991년에는 35% 이상의 높은 성장률을 나타내었다(<그림 7>참조).

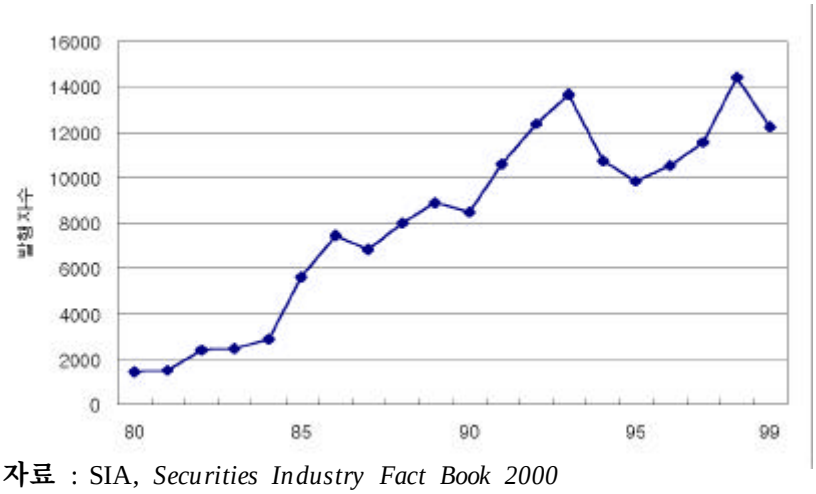
<그림 7> 미국 (장기)지방채 신규발행 규모 및 성장률 추이



자료 : SIA, *Securities Industry Fact Book 2000*

장기지방채권의 발행자수도 1994 1995년을 제외하면 과거 20년 동안 지속적인 증가추세를 보이고 있다(<그림 8> 참조).

<그림 8> 미국 (장기) 지방채 발행자수 추이



자료 : SIA, *Securities Industry Fact Book 2000*

나. 차환발행(refinancing activity)

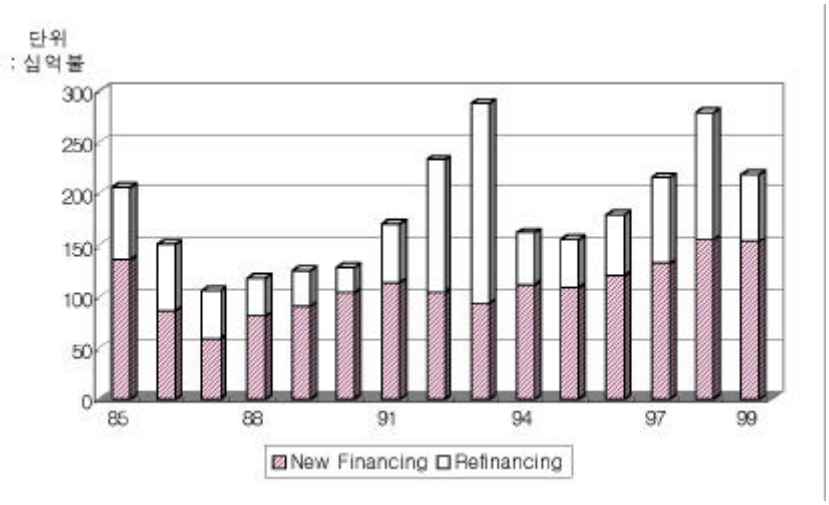
전체적으로 MBI의 성장률은 차환발행(혹은 자금의 재조달 활동)의 수준에 따라 영향을 받게 된다.

지방채 보험자의 중요한 수입은 기존에 부보된 채권의 차환발행으로부터 발생된다. 보험에 가입된 채권이 차환발행되었을 때 이 채권에 대해 남아있는 미경과보험료는 즉각적으로 수입이 된다. 대부분의 경우 보험자는 일반적으로 최초의 채권(original bond)으로부터의 미경과보험료의 잔여부분을 가지고 차환에 대한 보험료를 보조한다는 점에서 현행 부채를 재조달하기 위해 발행된 채권을 보험에 가입시키고자 할 것이다. 이러한 방법으로 지방채 보험자는 보통 재발행 위험의 50% 60%를 다시 보험으로 인수할 수 있게 된다.

차환발행은 지방채보험자들에게는 장단점이 있게 된다. 차환과 동시에 포기되는 미경과보험료의 손실은 현재의 이익을 증가시키지만 일반적으로 미래 경과보험료의 비용이 된다. 이것은 경쟁적 압력을 야기시키므로 그것은 보험자에게 최초의 채권에 대해 받았던 요율보다 낮은 요율로 새로운 보험을 인수하도록 요구한다. 보험료는 보험자에게 신규보험료가 표준요율을 초과하는 정도까지 구 보험료 부분을 지불하지 않도록 한다. 그러나 표준요율에서 할인하는 그러한 지불유예행위(credit act)는 그것에 대해 차환발행금액의 가치를 떨어뜨린다.

신규발행을 “신규자금”과 “차환발행”으로 분리하는 것은 지방채 시장 성장의 약간의 다른 형태를 가져온다.

<그림 9> 미국의 연도별 신규발행 및 재발행 규모 추이



자료 : *The Bond Buyer 1992 Year Book*(1985 1990) ; SIA, *Securities Industry Fact Book 2000*(1991 1999)

앞에서도 언급한 바와 같이 MBI의 신규 발행규모의 성장이 지속되어 왔다. 그러나 차환발행 활동은 주기적인 경향을 띤다. 총신규발행규모는 순수한 신규발행 규모의 성장의 지표로 잘못 인식되었다. 1989년과 1990년 총발행은 거의 유사하지만 신규발행의 요인이 경기가 불확실하고 침체 조건에도 불구하고 1991년에는 거의 16% 가량 증가하였다. 이것은 산업에 대한 합리적인 성장에 대한 확신에 찬 예측이 보다 큰 기반이 된다는 것을 의미한다.

일정한 기간동안 차환의 규모에 영향을 주는 것은 주로 이자율이다. 만약 면세이자율이 낮고, 시장에서 시간이 지남에 따라 이자율이 상승하는 방향으로 움직인다면 상대적으로 차환의 규모는 증대될 것이다. 1993년의 경우 신규발행은 전년에 비해 떨어졌지만 차환발행의 규모는 매우 큰 폭으로 증가한 것도 이와 맥락을 같이한다. 또한 차환은 신용등급상의 변화, 수월한 계약을 체결하고자 하는 수요와 같은 특정 발행자와 채무자의 상황에 따라 이루어진다.

경제적 요인에 의해 이자율을 떨어뜨리고자 하는 현재의 압력과 일반

적으로 향후 부채 자금조달에 대한 우울한 전망은 1991년보다 1992년 차환을 많이 하도록 하는 결과를 가져왔다. 이러한 차환발행의 증가는 지방채보험자에게 경과보험료와 이익의 증대를 가져다 주는 데 매우 중요한 기여를 할 것이다.

다. 보험침투율

지방채권의 발행 규모 중 보험가입은 전체시장에 대한 위험인식과 시장에서 개인투자자의 참여라는 복합적 요인에 의해 영향을 받는다.

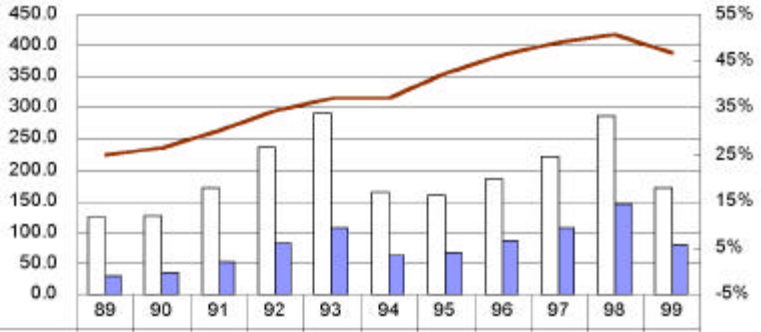
지방채 시장 여건이 불안하게 보이지 않는다면 기관투자자는 MBI에 대한 필요성을 느끼지 못할 것이다. 대부분의 기관투자자는 보험에 가입된 채권으로 약간 낮은 이자율을 수용하는 것보다는 자신의 시장 판단에 따른 미부보된 보다 높은 이자율의 채권이 선호하게 될 것이다.

일부 지방채권의 경우 복잡한 구조 혹은 신용상태에 대한 인식에 기인하건 간에 심지어 기관투자자들 조차도 양질의 채권에도 불구하고 매입을 꺼리는 경우가 있게 된다. 그러한 채권을 시장에서는 소위 스토리 본드(story bond)라고 하는데, 이 경우 매수자에 관계없이 MBI에 가입하게 될 가능성이 높다.

개인투자자들에게 MBI는 AAA/Aaa등급을 제공하므로 투자결정에 있어 매우 중요하다. 이것은 특히 투자가 채권기금(bond fund) 혹은 UIT를 통해 이루어질 때 매우 중요하다. 또한 채권이 보험을 들지 않았을 때 AAA/Aaa등급을 받는 것이 사실상 불가능하거나, 다양한 기초 포트폴리오가 개인들의 신용평가(credit judgement)를 하는 것이 어려운 경우에 보험은 중요한 역할을 한다.

다음의 그림은 미국의 총 신규발행 지방채권의 MBI 가입현황을 보여준다. 미국에서 총지방채권 발행금액 중 MBI에 가입한 비율을 보면 1971년 동 보험이 도입된 이래 1976년 2.7%, 1981년 5.1%, 1986년 15.6%에서 1991년 처음으로 30%를 상회하였고 1999년 9월말 현재 47%의 보험가입율을 보이고 있다.

<그림 10> MBI의 시장침투율('89 '99)



	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99
신규발행금액	125.0	128.0	172.0	235.0	292.0	165.0	160.0	185.0	221.0	286.0	171.0
부보금액	31	34	52	81	108	61	68	86	108	145	80
침투율	25%	27%	30%	34%	37%	37%	43%	46%	49%	51%	47%

주 : 99년 실적은 9월 말 기준임.
자료 : The Bond Buyer 2000 ; FITCH IBCA

라. MBI 요율

1) 요율차이(Rate Spread)의 영향

초기 MBI가 개발되었을 때 이 보험의 주요특성으로 인해 채권발행자에게 순이익을 제공하였다. 즉, 채권기간에 걸쳐 보험료를 상쇄하는것 이상으로 보험의 결과로서 차입비용을 줄일 수 있었다. 유사한 개념이 개인투자자들에게도 존재한다. Aaa등급 부보채권상품에 대한 유통이자율은 적어도 이론적으로 시장에서 유통되는 Aaa 등급 미부보채권보다 더 낮게 된다. 결과적으로 MBI 가격의 기초는 부보의무등급과 이에 필적하는 AAA/Aaa등급 채권간의 요율 차이(spread)가 되어야만 한다. 아래 표는 연도말 혹은 분기말 Moody's Aaa와 Baa채권간의 이자율차이를 보여준다.

<표 15> Aaa와 Baa등급 장기채에 대한 지방채이자율 차이

년도말	Aaa 이자율	Baa이자율	차이
1984	9.54	10.45	0.91
1985	7.98	9.05	1.07
1986	6.28	7.24	0.96
1987	7.45	8.42	0.97
1988	7.35	7.76	0.41
1989	6.71	7.03	0.32
1990	6.63	7.10	0.47
1991 1/ 4	6.76	7.29	0.53
1991 2/ 4	6.83	7.21	0.38
1991 3/ 4	6.51	6.87	0.36
1991 4/ 4	6.32	6.65	0.33

자료 : *Moody's Investor Service 1992 Municipal Bond*

<그림 11> 채권보험요율의 결정

실무상 이러한 고려요인들은 실제로 제한된 경제력을 가진다. 보험에 가입된 채권은 Aaa등급에도 불구하고 일반적으로 미부보된 Aaa채권보다 더 높은 이자율로 거래된다. 다음의 데이터는 1992년 9월 시장상황을 나타낸다.

<표 16> 보험가입 및 미가입된 채권 수익률

미부보채권	10 Year	20 Year	30 Year
Aaa	5.30%	6.10%	6.25%
Aa	5.60%	6.25%	6.50%
A	5.85%	6.50%	6.80%
Baa	6.05%	6.90%	7.20%
부보채권 - Aaa			
AMBAC	5.50%	6.20%	6.35%
FGIC	5.50%	6.20%	6.35%
MBIA	5.50%	6.20%	6.35%

FSA나 CGIC에 의해 부보된 채권 수익률은 투자자에게 추가의 0.05% (five basis points)의 수익률을 투자자들에게 제공하는 경향이 있다. 이것은 FSA가 채권보험시장에 최근에 진입하였고 CGIC가 Moody's 등급이 열악하기 때문이다.

Aaa수익률과 신용등급이 낮은 미부보채권 수익률간의 차이는 보험료로 지불되어야만 하고, 투자자에게 일반적인 Aaa 채권 위에 일정부분의 추가이자를 제공하고, 그리고 발행자는 보험에 가입한다면 순이자비용을 절감시킬 수 있다. 채권보험자는 이들간의 차이(spread)의 몫을 최대화하는 것이다. 3 당사자(보험자, 발행자, 투자자)중 발행자는 흔히 보험으로부터 거의 혜택을 받지 못한다. 보험자는 경쟁시장에서 팔리는 신규발행채권에 대한 보험가입 및 미부보 채권에 대한 최대 입찰가의 비교시 발행자 및 회사로부터 혜택을 받을 수 있도록 결정한다. 따라서 흔히 보험자는 스프레드 부분의 대부분 혹은 실제로 전부를 받게 된다. 부보된 Aaa가 실제 Aaa보다 더 나은 것으로써 매입하는 일반인들에게 확신시킬 수 있도록 만들어진 성공적 마케팅과 광고캠페인은 보험자에게 추가로 보험료로 10점(ten basis point) 혹은 그 이상을 받을 수 있도록 한다. 10점의 추가보험료는 전형적인 보험료의 2배 정도에 해당할

수 있다. 부보된 채권이 대량으로 공급된다면 이러한 보험자의 의도를 어렵게 할 수 있게 될 것이다.

신용조건의 차이는 경기침체기 동안 주기적이고 정상적으로 넓어지는 경향을 띤다. 침체기 다음 기간 동안 일단 경기가 완전히 회복되면 스프레드가 줄어드는 것이 뒤따르게 된다. 이것은 완만한 개선을 보이는 경제 스프레드가 일정기간 동안 현행수준보다 좁혀지지는 않는다는 것을 시사한다.

2) 채권보험가격의 경쟁

채권보험은 처음보다 상당히 경쟁적인 사업임에 틀림없다. 채권보험의 수익성에 대한 기업들의 인식은 1984년 AMBAC가 Baldwin-United liquidation의 부분으로 매각을 하면서부터 일기 시작하였다. Citicorp에 의해 주도된 그룹이 AMBAC를 인수하는 한편, 2개의 타 그룹은 FGIC와 Bond Investors Guaranty Insurance Company를 만들었고, 이것이 후에 MBIA에 의해 인수되었다. 4개의 시장참여자[53]가 생기면서 채권보험 가격은 매우 급속하게 인하되었다.

1988년에 급격한 하락을 보인 이래 상당 기간동안 보험료는 거의 비슷한 수준을 유지하고 있다. 1988년 이후 추가적인 하락을 보이지 않는 것은 요율규제의 영향이다. 州 보험감독청의 강제와 요율산출단체의 규제라는 복합요인으로 각 채권에 대한 보험요율 산정시 제한을 두는 경향을 띠게 되었다.

53) AMBAC, FGIC, FSA, MBIA

<표 17> 채권보험요율의 변화추이

년도	보험요율	년도	보험요율
1984	$ 0.78	1991	0.52
1985	0.73	1995	0.38
1986	0.75	1996	0.43
1987	0.77	1997	0.38
1988	0.54	1998	0.36
1989	0.53	1999	0.41
1990	0.53		

자료 : Association of Financial Guarantors(1988-1991) ; Standard & Poor's Bond Insurance Book(1995-1999), 2000

4. MBI의 위험평가 및 언더라이팅

가. MBI의 위험 평가

투자자의 입장에서 MBI 위험은 다음 3가지 과정을 통해 분석된다.

첫째, 타 투자형태에 비해 지방채에 대한 채무불이행 위험(default risk)은 어느 정도인가? 타 투자형태와 비교할 때 손실결과를 어떻게 할 것인가?

둘째, 실제로 보험에 가입된 지방채에 대한 현실적인 채무불이행 시나리오(default scenarios)는 무엇인가?

셋째, 지방채보험자 및 재보험자가 그들의 포트폴리오내에서 리스크를 어떻게 다룰 것인가?

1) 채무불이행 위험 (Relative Fefault Risk)

채무불이행에 관한 정보는 제한되어 있고, 시간이 지남에 따라 일관된 기준을 제공하지 않기 때문에 채무불이행 비율은 조사기관 혹은 신

용평가기관마다 약간은 상이하다.

1940년부터 1994년까지 미국에서 발생한 지방채의 채무불이행(default) 비율을 보면 0.5%이다.[54] 회사채의 채무불이행 비율이 실제로 2%를 초과하는 것을 본다면 매우 낮은 수치이다.

<표 18> 기간별 지방채의 채무불이행 비율

기간	채무불이행 건수	발행건수	채무불이행 비율(%)
1940 - 49	79	40,907	0.2
1950 - 59	112	74,592	0.2
1960 - 69	294	79,941	0.4
1970 - 79	202	77,620	0.3
1980 - 94	1,333	130,092	1.0
계	2,020	403,152	0.5

자료 : *The Bond Buyer Year Book / Bond Investors Association*

지방채에 대한 채무불이행 비율을 금액으로 보면 1980년대 이후 발행된 2조6천 억불 중 채무불이행으로 보고된 금액이 167억불로 0.8%의 채무불이행비율을 나타내었다.

지방채의 종류별로 채무불이행 비율을 살펴보면, 지역개발채권(industrial development bond)이 14.89%로 가장 높았으며, 다가구주택채권 4.86%, 전력채권 2.77%, 의료채권 2.62%로 타 지방채권에 비해 높은 수준이었다. 따라서 4개의 주요 MBI보험자들은 지역개발채권이나 다가구주택채권의 경우 거의 인수하지 않는다. 반면 전통적인 지방채권 부문인 GO Bond와 일부 수익채권(교육, 교통, 상하수)은 채무불이행 비율이 0.3% 이하로 매우 낮았다.

54) 여기서의 디폴트율(default rate)은 디폴트가 되었으나, 궁극적으로 투자자가 원금 및 이자를 전부 혹은 일부를 회수한 것까지 포함한 수치이다.

<표 19> 지방채권 부문별 누적채무불이행 비율(1979 1986)

부문별	채무불이행 금액(천불)	총발행 금액(천불)	채무불이행 비율(%)
GO Bond(Tax-supported)	687,786	260,670,619	0.26
Single Family Housing	219,846	122,869,856	0.18
Multifamily Housing	3,935,040	81,029,673	**4.86**
Health Care	2,392,202	91,461,633	2.62
Industrial Development	4,410,432	29,618,681	**14.89**
Environmental Facilities	203,590	63,056,919	0.32
Electric Power	2,757,260	99,401,688	2.77
Water & Sewer	23,210	64,592,202	**0.04**
Transportation	24,665	59,573,054	**0.04**
Public Facilities	24,500	18,863,322	0.13
Education	47,355	95,202,270	0.05
Total	14,725,886	986,339,916	1.49

주 : "Industrial Development"를 제외한 전체적인 파산비율은 1.08%임.
자료 : *The Bond Buyer/Securities Data Company Yearbook*

지방채에 관한 불경기 시나리오(depression scenarios)를 개발하고 그 영향을 예측하기 위한 연구가 여러 경제학자 및 신용평가기관에 의해 수행되었다. 그 중 가장 잘 알려진 것으로는 George H Hempel의 박사학위논문인 "Hempel depression scenario"이다. S&P나 Mood'y에 의해 개발된 잘 만들어진 형태도 특별한 기여를 하지 못하였다. 지방채의 채무불이행에 대한 사실들을 일반화하면 다음과 같다.

- 일반채권(GO Bond)과 공익목적의 수입을 위해 자금을 조달하는 채권(Revenue Bond)의 경우 채무불이행의 가능성은 매우 희박하다.
- 채무불이행이 GO Bond의 발행에 위협을 주는 경우[55] 채무불이행을 피하기 위해 조세권을 활용하는 새로운 메카니즘이 신속하게 개발되었다.

55) 예를 들면, 1975년 New York City의 경우이다.

- 어느 정도 채무불이행이 될 가능성이 높은 면세채권은 다음과 같은 프로젝트 수행의 자금조달에 활용되는 채권이다. 첫째, 수입이 향후 수년간 발생되지 않을 경우 둘째, 공공정책의 변화가 성공적으로 프로젝트를 수행할 수 없도록 하는 경우이다.[56]
- 1986년 세법개정 이래 거의 없는, 주로 회사 신용등급에 의해 발행된 면세채권은 회사채무의 통상적인 위험이며, 회사가 파산(bankruptcy)시 채무불이행 되기 쉽다.[57]
- 본질적으로 부동산 채무[58] 혹은 부동산 개발 시 수입지원에 의존하는 면세채권은 지역 부동산경기에 따라 허약해지기 쉬운 것으로써 이해되어야 한다.
- 비주류 건강보험, 특히 간병(nursing homes) 및 라이프케어센터와 같은 시설로부터 수입에 의해 지원되는 채무는 상당한 정도까지 부동산 투자로 다른 지방채무에 비해 채무불이행 위험이 노출되기 쉽다.

2) 부보 지방채 포트폴리오의 채무불이행 위험

보험에 가입된 지방채의 포트폴리오는 채권시장 전체적으로 볼 때 채무불이행 위험이 낮다. 그 이유로는 다음과 같다.

- 보험가입 지방채는 전체 지방채 시장보다 높은 신용등급을 가진 채권에 투자하는 비율이 훨씬 높다.
- 지방채 신용영역(credit area)에서 MBI 언더라이팅 기법의 전문화는 본질적으로 회사채 혹은 자산지향적 채무보다 지방채 신용거래에 대한 그들의 보험가입 활동에 영향을 끼칠 것이다.

---

56) 예를 들면, Washington Public Power System Unit 4 and 5 in 1983 이다.
57) 예를 들면, LTV Corp. in 1986 and Executive Life guaranteed investment contract backed bonds in 1991 이다.
58) 예를 들면, Harris County Housing Finance Corporation in 1987 and Mutual Benefit Life Insurance backed real estate issues in 1991이다.

3) 경제불황 시나리오

MBI가 영위되기 시작한 이후 현재까지 보험자의 레버리지 효과에 대한 우려의 소리가 계속 들려왔다. MBI 회사들은 그간 경제불황을 이겨내는 방편으로 레버리지와 피보험포트폴리오의 구성을 개선하는 것을 목표로 삼아 왔다. 1930년대 경제 대공황시의 지방정부의 지급불능사태에 대한 Dr. George Hempel의 연구[59]는 보험자, 감독자, 평가기관들이 경제불황 시나리오별로 소요되는 자본적정성을 측정하는데 있어 중요한 지표를 제공하였다. 이 연구에 의하면, 1930년대 경제대공황이 절정에 달하였을 때 미상환지방채권의 연간누적채무액의 16%가 지급불능된 것으로 나타났다. 대공황 제7차년도 말에 이 지급불능 비율은 6%로 감소되었다.

경제대공황 이후 지방채시장에 큰 변화가 일어났다. 최근 들어 MBI 보험자들은 Hempel이 연구한 것과 성격상 다른 부류의 지방채까지 인수하고 있다. 대공황기에 발생된 상당수의 채무불이행 사태는 투자적격등급에 관한 문제에 기인한 것이 아니라 MBI 보험자가 보험으로 인수하기에는 부적합한 채무에 기인하고 있다. 이 채무불이행 채권중에는 지급불능에 빠진 은행에 기금이 예치되어 있어 이의 인출불능으로 보험자가 상환지급을 하지 못하므로 발생되는 클레임도 상당수 있었다. 이러한 채무불이행 위험은 그 이후 감독정책의 개혁으로 크게 감소하였다.

그러나 지금은 지방채시장의 다양화 즉, 복잡한 자금조달 구조와 개념, 수입채권 파이낸싱, 프로젝트 파이낸싱, 사기업이 보증하는 파이낸싱 등의 등장으로 그 위험이 종래보다 더 크고 다기화 되어 가고 있다. 따라서 이 신지방채시장의 위험은 대공황시 대종을 이루었던 일반채무위험과 비교를 통해서 평가되어야 할 것이고, 이것이 보험자와 평가기

59) 박사학위 논문제목은 "The Postwar Qulaity of Municpal Bonds", The University of Michigan, 1984

관이 상품별로 위험차등을 하게된 배경이다. 그럼에도 차기 공황시에는 지방채시장에서 어떤 형태로 충격이 올 것인가에 대해서는 아직 불확실하다.

지방채권의 지급불능에 관한 연구[60]에서 MBIA사의 Robert Godfrey는 평가기관의 채무불이행 위험 인식이 보수적이고 따라서 보험자의 자본적정성 요건이 과대 평가된 면이 있으며, 채무불이행 위험 요소로서 채권종류, 지역관련 요소의 합당성에 의문을 제기하였다. 이에 대한 대안으로서 채무불이행을 일으키는 주된 요인으로 대차대조표상 재무건전성, 레버리지 정도, 채무상환의 재원으로서의 수입흐름을 들고 이 부문을 중시할 것을 제안하였다.

나. MBI보험자의 위험관리

MBI보험자의 핵심적인 활동은 담보력을 훨씬 초과할 수 있는 재정적 손실의 리스크를 최소화하는 것이다. 보험산업 내에서 회사들에 의해 다양하게 추구되는 모든 업무는 손실위험을 줄이는 것이다.

① 위험 분산(risk distribution)

위험관리의 관점에서 지방채보험자는 지역적 및 산업부문별로 위험의 분산을 이루어야 한다. 지역적 분산은 지역의 경제적 문제의 영향을 조절하는데 중요한 역할을 하는데, 주 예산 위기에 의해 야기되는 파급효과는 단순하지 않은 문제이다. 높은 성장률을 가진 주(예 캘리포니아, 플로리다)에서 신규 발행한 채권에 집중하거나, 단일 주(예 뉴욕주)의 채권에 집중하는 부보지방채 소매투자자의 과세지향적 수요는 특정 州에 있어서 과잉 부보되는 결과를 가져왔다. 신용평가기관의 기준에 의해 3개의 선도적인 지방채보험자는 다음 표에서 보는 바와 같이 지역적 리스크의 균형을 이루기 위해 노력해 왔다.

---

60) Robert Godfrey, "Risk Based Capital Charges for Municipal Bonds," JAI Press Ltd., 1990

<표 20> 채권보험의 주요회사의 지역별 위험분포 현황

채권 등급	AMBAC	FGIC	MBIA
Florida	10.5%	9.2%	10.6%
California	10.6%	6.3%	10.7%
New York	6.3%	8.5%	8.3%
Texas	11.1%	9.5%	6.8%
Pennsylvania	8.0%	8.0%	7.6%
New Jersey	3.6%	5.7%	5.0%
Ohio	4.2%	N/A	3.2%
Illinois	4.2%	2.7%	4.3%
Massachusetts	2.4%	N/A	3.1%
Louisiana	N/A	1.9%	2.1%
Michigan	4.3%	1.9%	2.0%
All Other States	34.8%	46.3%	36.3%

주 : AMBAC/MBIA는 1991.12.31현재, FGIC는 92.6.30현재
자료 : AMBAC 2/19/92 prospectus, MBIA 2/25/92 Prospectus, and FGIC 6/30/92 Market Review

산업별 부문의 분산을 이루는 것 또한 어느 정도의 노력이 요구된다. 한편으로 보험에 대한 기본 수요가 높을수록, 투자위험이 가장 높을 것이라고 인지되는 부문(주택, 건강의료, 전력)에서 요율차이(spread)가 커지게 된다. 따라서 MBI에 대한 가격은 이러한 산업에서 상당히 높아지게 된다. 반면, MBI의 신용등급 구조에서 S&P는 다양한 산업부문에서의 서로 다른 자본비용을 부과함으로써, 요율차이가 적고 가격이 매우 경쟁적인 경우, 일반채권 발행에 대한 자본을 배급(rationing capital)하는데 중요한 인센티브를 제공하는 방법을 사용한다.

<표 21> AFGI 보험자의 채권종류별 위험인수 현황

(단위 : 백만불, %)

채권 등급	부보금액	비율
General Obligation	242,480	33.6
Tax-backed Revenue	116,102	16.1
Utility Revenue	130,677	18.1
Health Care Revenue	78,449	10.9
Transportation Revenue	61,264	8.5
University Revenue	31,256	4.3
Housing Revenue	23,702	3.3
Student Loan	6,343	0.9
International	9,856	1.4
Others	21,361	3.0
Total Municipal	721,490	100.0

주 : 1999.12.31 현재 기준임.
자료 : AFGI 1999 Annual Report

산업부문별 관리는 또한 시간에 따라 방향이 변화한다. 1980년대 초 및 중반, 특히 핵발전소 프로젝트에 자금조달을 위해 이용한 공공수입채권에는 그 자체가 면세채권시장의 주요 요인이었다. 핵발전소에 대한 논쟁과 모든 신규 공공발전소 건설의 하향 추세라는 복합적 요인으로 공공수입채권이 거의 발행되지 않거나 흔히 바람직하지 않은 것으로 만들었다. 결과적으로 AMBAC는 공공수익채권을 1986년 39%에서 1990년 22%로 감소된 반면 GO Bond로 인한 보험은 동 기간동안 21%에서 36%로 증가하였다.

② 보험자의 개입

발행자 재무상태 및 계약준수를 지속적으로 관찰함으로써 보험자는 일반적으로 발행자 재무상태에 대한 위기발생 여부를 사전에 파악할 수 있다. 그러나 이러한 사전경고 그 자체로 채무불이행의 기회를 감소시키지는 않는다. 발행자의 재무상태가 우려할 수준에 도달했다고 보험자가 결론지을 때 보험자는 그러한 상황하에서 가능한 적절한 조치를 취하는 등 적극적으로 개입하게 된다. 이러한 활동에는 다음과 같은 것들

이 있다.

- 예산분석 및 권고(recommendations)
- 세금, 수수료 혹은 요율에 대한 인가시 자문 지원
- 신용평가기관 혹은 정부기관과의 협상
- 재조달 채무의 개발 및 집행 지원

MBI보험자는 그러한 행동을 통해서 원금을 회수하는 것이 높을 것이라고 판단한다. 열악한 상황하에서 손실을 줄이고자 하는 보험자의 노력은 발행자의 수입기반 소유여부, 채권발행자에 대한 보험자의 레버리지, 발행자에 의해 제공되는 서비스에의 지원이 있을 경우에 보다 성공적일 것이다.

라. 언더라이팅

1) 신용등급

MBI 보험자에게 있어 채권발행자의 신용등급 평가는 언더라이팅의 핵심업무이다. MBI 보험자는 채권발행자의 채무상환능력을 건별로 심사해서 인수여부를 결정한다. 신용평가기관과 투자자들도 채권발행자의 신용을 평가한다. 그런데 문제는 채권발행자의 신용이 중도에 나빠지는 경우이다. 이 경우 신용평가기관은 등급을 낮추고 투자자는 당해 채권을 유통시장(제2시장)에서 매각 처분하면 되지만, MBI 보험자는 한번 발급한 증권을 해지할 수 없고, 그렇다고 인수위험의 양을 재조정할 수도 없다. MBI 보험자가 보유하고 있는 보험계약포트폴리오의 평균 보험기간은 15 17년이다. 따라서 신용평가과정상에서 MBI 보험자의 책임기간이 장기라는 점이 충분히 고려되어야 한다.

상환능력의 적정성 평가는 투자자가 고려하여야 할 여러 가지 사항중 하나에 불과하다. 투자자는 당해 채권의 명목적 등급이 과대 또는 과소 평가되어 있는 것은 아닌지, 감채기금의 할부금이 채권가치를 떠받치고

있는 것은 아닌지, 환급 또는 채권매도선택권 행사의 가능성은 없는지 등을 고려하여야 한다. 이러한 고려사항은 MBI 보험자의 언더라이팅 분석과정에서 반드시 필요한 사항은 아니다. MBI 보험자가 위험인수시 가장 중시하는 사항은 당해 채권이 약정일자에 과연 지급될 수 있겠는가에 있다. 한번 인수결정을 내리면, 그 결정은 채권기간에 걸쳐 유효하다.

신용평가에 관한 보험자의 언더라이팅 기준은 채권종류별로 다르다. 이 기준에는 경제, 재무, 경영관리, 사회, 정치적인 요소들이 포함되어 있다. 이 언더라이팅 기준은 또한 MBI 보험자별로 다르다. 그러나 공통적인 사항은 피보험포트폴리오에 대해서 평가기관이 부여한 등급이 최소한 투자적격등급[61]을 유지하고 있어야 한다는 점이다. 투자적격등급의 한계상에 있는 BBB- 와 Baa3 등급은 기일내 상환에 불확실성이 존재하고 장기적으로 보아서는 채무불이행의 위험요인이 있을 수도 있음을 뜻한다. 어느 지방채권을 투자적격등급으로 판정하는 데 있어 보험자 소속 신용평가인과 신용평가기관 소속 평가인 사이에 의견 불일치는 거의 없다.

2) 포트폴리오관리

일반적으로 보험포트폴리오는 채권종류, 금액, 지역, 만기일자별로 위험이 다양하게 분산되어 있어야 한다. 특히 위험의 지역적 분산으로 특정지역에만 국한되는 자연재해, 지역경제 등에서 발생되는 손해를 어느 정도 완화시킬 수 있다.

지역집중위험은 그 지역에 위치해 있지 않는 보증개선시설을 이용해서도 경감시킬 수 있다. 예를 들어, 지방독신자 주택채권의 연방주택국보험 또는 모기지보험 그리고 피보험채권금액의 상환지에서 멀리 떨어진 곳에 위치한 보험자가 발급한 화재특정(지진)보험증권 등이 지역적

61) 투자적격등급이란 채권발행자가 상환기일에 채무를 이행할 수 있음을 의미하며, S&P는 BBB-, Moody's는 Baa3 이상이다.

집중을 개선시킬 수 있다.

여러 종류의 채권을 혼합하여 포트폴리오 내용을 다양화하는 것도 좋은 방안이다. 예를 들어, 병원수익채권과 같은 특정채권에만 위험이 편중되어 있는 경우 의료산업에 불황이 닥친다면 엄청난 손해를 입을 것이라는 것은 뻔한 일일 것이다.

위험크기(매 위험당 보증금액)의 배분문제도 쉬운 일이 아니나 포트폴리오 관리에 가치가 있는 일이다. 소형채권(보험자 관점에서 1,000만불 이하)도 대형채권에 못지 않은 수준의 신용분석이 요구된다. 소형채권이라 해도 고정비 지출에는 큰 차이가 없기 때문에 규모의 비경제에 시달린다.

대형채권(1억불 이상)이 보험자에게는 더 큰 위험일 수 밖에 없다. 규모가 큰 채권일수록 보험자가 대형·이상손해를 입을 가능성은 더욱 커지고, 그 결과 현재 또는 장래의 클레임 지급을 위한 현금흐름이 원활치 못하게 될 뿐만 아니라 준비금 적립에 필요한 자기자본 감소의 가능성은 더욱 커진다. 이러한 가능성을 줄이기 위해서는 포트폴리오 관리에 소액채권의 비중을 높이고, 고액채권에 대한 신용분석을 강화하며 대형·이상손해에서도 수익구조가 보존될 수 있도록 GAAP 기준에 맞추어 특별준비금을 적립하는 것이다. 또한 비례적 재보험, 위험당 또는 총액기준 초과손해재보험을 이용하여 대형채권위험을 분산한다. 대부분의 주요 보증보험자들은 이들 위험관리방안을 수립해서 사용하고 있다.

3) 가격

MBI를 일명 "잠자는" 보험이라고 하지만 그럼에도 채권발행자, 포트폴리오 담당책임자, 제2시장에서의 딜러, 단위형 투자신탁 및 뮤츄얼펀드의 출자자들은 이 보험을 구매하고 있다. 구매이유로는 우선 시장참여자들은 AAA 등급에 연유해서 가격상 이득을 볼 수 있다. 또한 이 보험은 제2시장에서 환금성을 쉽게 해준다. 이러한 점은 발행자가 잘 알려지지 않은 채권, 내용이 복잡하게 되어 있는 채권에 특히 유리하게

적용된다.

대형채권의 상당부분을 보증하여 소매투자자들에게 흥미를 갖도록 함으로서 시장성을 높일 수가 있다. 보증보험으로 지급이율을 낮출 수 있고, 그 결과 보험료가 지급이자 감소분보다 적게 되는 이득이 있다.

MBI 보험요율은 채권기간 중 지급되는 원리금의 일정비율로 나타난다. 예를 들어 보험료가 0.60%이라 함은 만기시 상환될 원리금에 0.60%을 곱한다는 말이다.

MBI 보험료는 사업비, 수익, 시장상환, 경쟁 등을 고려하여 결정된다. 사업비는 평가기관 자본요건, 신계약비, 기타 채권발행과 관련된 서비스비용 즉, 사무비용, 데이터 프로세스, 보고, 신용조사, 구제관리비용 등을 포함한다. 일례로 병원수익채권은 기업성에 입각한 수입에 의존하기 때문에 고도의 신용분석과 상시 감시가 요구되고, 따라서 비용도 많이 소요된다. 이 채권의 보증보험료는 다른 일반채권에 비해 비싼 편이다. 후자에 대한 보증의 경우 신용평가기관이 요구하는 보험자의 자본요건은 덜 엄격하고 신계약비와 서비스 비용도 낮다.

보험료 산정에 있어 시장상황과 관련된 사항은 보험가입채권과 불가입채권과의 금리수준과 예정수익율을 들 수 있다. MBI 보험자의 수익에 영향을 미치는 기본적 요소는 손해액, 투자수익 및 사업비이다.

시장점유율 경쟁은 결국 가격경쟁으로 이어지는데, 제2시장보험에서 보험가격은 신규채권 발행분의 보험가격과 비슷하고, 이 가격이 MBI에 원용된다. 포트폴리오 상품(단위투자신탁 및 뮤츄얼펀드)에 대한 보험가격은 신규발행채권 정도의 수익을 예정하고 산정 된다. 신규발행분과 제2시장보험의 보험료는 연간보험료 방식이 널리 사용되고 있지만 대체적으로 증권발급시 전액 지급된다.

MBI 종목의 보험료 산정은 최근 들어 더욱 정교하게 되어가고 있고, 현재 각 사마다 시장상황 등을 감안하여 건별로 적용되는 수익모델을 개발하여 사용하고 있다. 이들 모델이 과학적인 기초에 근거하고 있지만 궁극적으로 보험가격은 경쟁결과의 산물로서 나타난다.

4) 신용감시

MBI 보험자는 여러 종류의 채권에 대해서 보험담보를 제공하고 있다. 주요 MBI 보험자들은 일반지방채(세제지원), 병원수익공채, 공공사업수익공채, 주택수익공채 등 여러 종류의 채권으로 구성된 보험포트폴리오를 보유하고 있다. 상환이 어느 정도 보장되어 있는 공채(지방채)라면 이를 보험에서 담보하지 않을 이유가 없다.

주요 MBI 보험자는 수천 건의 채권보증계약을 보유하고 있고, 이들에 대해서 신용상태를 상시 점검하고 있다. 신용상태의 점검·통제방법은 회사마다 약간씩 다르다. MBIA사는 20여명의 전문가로 구성된 신용조사부를 별도로 운영하고 있고, 뒤이어 FGIC사도 하나의 독립 부서를 설치하였다.

AMBAC사는 이 신용감시업무를 몇몇 언더라이팅 그룹의 책임 하에 두고 있다. 대부분의 보험자들은 신용조사·분류 시스템을 개발해서 보유위험을 등급화하는데 사용하고 있다. 재무건전성에 문제가 발생되고 있는 계약자에 대해서는 구제활동과 함께 특별관리를 실시하고 있다.

마. 손해실적

언더라이팅의 목적은 손해액을 최소화하는데 있다. MBI 보험자는 언더라이팅을 무손해(no loss)에 기초해서 실시한다. 재산운용상 예정손해율(지급기준)을 경과보험료의 10%로 보고 있고, 실제 손해액도 전체 보험료 규모에 비해서 보면 미미한 편이다.

최근 12개년(1988 1999)동안 4개 주요보험사를 중심으로 한 MBI산업의 손해율[62]을 살펴보면, 1998년 중 20.7%[63]를 나타낸 것을 제외하면 최근 들어 10% 미만의 손해율을 나타내었다.

---

62) 손해율 = (손해액+손해사정비용) / 경과보험료

63) 1998년의 경우 AHREF(Allegheny Health Education and Research Foundation)의 파산이 있었다.

<표 22> MBI의 손해율 추이

연도별	경과보험료	발생손해액	손해율
1988	234.1	12.4	5.3
1989	231.9	37.6	16.2
1990	238.7	43.6	18.3
1991	335.3	40.6	12.1
1992	410.5	56.4	13.7
1993	597.1	(8.1)	(1.4)
1994	521.5	56.9	10.9
1995	456.6	24.6	5.4
1996	564.3	11.4	2.0
1997	644.4	44.2	6.9
1998	799.7	**165.5**	**20.7**
1999	823.2	30.6	3.7
계	419.5	43.0	10.2

주 1. 손해액에는 손해사정비용을 포함함
2. AMBAC, FGIC, FSA, MBIA 데이터만을 사용한 실적치임.
자료 : FITCH IBCA

피보험채권의 지급불능이 바로 보험자의 최종손해로 연결되는 것은 아니다. 일반채권, 세제지원채권 그리고 지방수익공채 등에서 발생되는 발행자의 지급불능은 종종 현금흐름 부족에 기인한 경우가 많다. 지방채에서의 지급불능은 일시적인 것으로 고비를 넘기면 다시 복구가 가능하다. 또한 손해가 발생하였다 하더라도 구상회수분 등을 감안한다면 실제 손해액은 극히 적다. 구상회수율은 90% 이상이다.

의료사업(병원, 장기요양시설 등)과 같은 종류의 지방채권은 보험자 입장에서 최종손해의 발생가능성이 크다. 이들 채무는 독립되어 있는 의료사업체의 수입에만 의존하는 것이기 때문에 동 사업체의 경영악화로 지급불능이 있는 경우 이는 영구적인 것으로 된다. MBI에서 보험자는 보험금을 조기 지급할 수 없다는 점이 하나의 특징이다. 보험자는 단지 원리금이 최초에 정해진 스케줄에 따라서 지급되는 것을 보장할 뿐이다.

지급불능이 일어나거나 일어날 것이 임박해 있을 때, 클레임건별 추산금이 준비금으로 계상되어야 한다. 준비금 계상방식이 아직 통일되어 있는 것은 아니나 통상 다음 3년내에 상환된 채무액의 현가가 준비금이 된다. 드문 일이지만 영구적 전손이 예상되는 경우 부보원금 또는 최종 정미손해 상당액을 준비금으로 계상한다. 건별 준비금 적립에 이자손해는 현가 적용을 하지 아니한다.

일부 보험자는 소위 워크아웃 부서를 설치하여 문제가 심각한 클레임을 담당하도록 하고 있다. 디폴트 직전에 차환 발행, 외부로부터의 금융지원 등의 구제방법을 생각할 수 있다. 가끔 보험자와 채무이행자간에 별도의 보험약정을 맺어 어느 일방이 그 약정을 위반하는 경우 차환발행을 하거나 아니면 채무상환을 하도록 하는 경우도 있다.

바. 재보험

신용평가기관은 물론 주보험법은 MBI 보험자에게 최저자본금 요건을 부과하고 있고, 위험당 최고한도 그리고 위험인수총액한도를 정하고 있다. 평가기관은 MBI 보험자가 요건을 갖춘 재보험자에게 재보험을 붙인 경우에 한하여 출재분만큼 보유책임액을 감액하는 것을 허용한다.

이러한 점은 주보험법하에서도 마찬가지다. 재보험을 통해서 상기한 총액위험책임과 단일위험책임을 감소시킬 수 있고 그 결과 신계약인수에 필요한 담보력을 증대시킬 수 있다. 더욱이 모든 원보험자는 언더라이팅 기준과 내부지침에 따라 자기가 보유하고 있는 보험포트폴리오를 관리하여야 하는데, 재보험 출수재야 말로 이들 포트폴리오의 위험을 관리하는데 적격이다. 재보험은 언더라이팅 실적을 안정시켜 주고 자금베이스를 다양하게 해준다.

MBI 보험자가 재보험을 이용하는 이유는 i) 담보력 증대, ii) 감독기준 또는 신용평가기준의 충족, iii) 재무능력 증대, iv) 위험관리 등에 있다.

재보험은 크게 특약재보험과 임의재보험으로 나뉘어 진다. 특약재보

험은 원보사의 출재와 재보사의 수재가 의무화되어 있는 재보험이고, 임의재보험은 출수재가 원·재보사의 선택에 따라 이루어지는 재보험이다. 임의재보험은 출재하고자 하는 위험이 특약에 적용되는 위험이 아니거나 특약한도를 초과하는 경우에 주로 사용된다.

재보험은 또한 비례적 재보험과 비비례적 재보험으로 나뉜다. 비례적 재보험에는 비례재보험과 초과액 재보험이 있다. 비례재보험에서 수재분은 원수위험의 일정비율로 나타나고 초과액 재보험에서 수재분은 출재사 보유의 일정배수로 나타난다.

출수재금액이 보험금액의 일정비율로 나타나는 비례적 재보험과는 달리 이 비비례적 재보험은 손해액을 기준으로 해서 재보험이 이루어지기 때문에 원수보험금액과는 비례관계가 성립되지 않는다. 이 재보험은 손해액이 일정금액을 초과할 때 재보험자의 지급책임 개시되기 때문에 초과손해액재보험이라고도 부른다. 이 재보험방식에는 위험당 담보, 사고당 담보, 초과손해율 담보, 총액 초과손해액 담보 등이 있고, 단일위험, 자연재해위험, 포트폴리오 위험 등으로부터 원수보험자를 보호하는 데 유용하게 쓰인다.

MBI 보험자는 위험관리차원에서 비인가재보험자에게 재보험을 할 수 있다. 그러나 이 경우 감독규정상 또는 평가기관에 의한 등급평가상 재보험크레디트를 받을 수 없다는 불이익을 감수하여야 한다.

지방채보증보험에 대한 해외재보험시장의 담보력은 극히 한정되어 있다. 세계적인 금융전업재보험자로서 Capital Re, Enhance Re 있다. S&P사는 이들 재보험자의 보험금 지급능력을 AAA 등급으로 평가하고 있다.

현재 재보험크레디트를 부여받을 수 있는 재보험자의 수가 크게 늘어날 것 같이 보이지 않는다. 이러한 상황에서 Capital Re 등 금융전업재보험자는 위험의 신티케이트화를 시도하고 있고, 재재보험 프로그램을 개발하는 등으로 세계보험시장에서의 재보험인수능력 증대를 주도하고 있다.

5. 지방채 보험회사의 평가와 규제

가. 보험회사의 평가

피보험자 관점에서 MBI 보험자를 평가하는데에는 다음의 기본적 사항을 고려하여야 한다.

(1) 보험자의 자본형태와 자금상황
(2) 보험위험에 대한 자본베이스(레버리지)
(3) 보유위험포트폴리오 내용과 위험분산 정도
(4) 투자포트폴리오 구성과 실적
(5) 유동성 관점에서 보험금 지급능력
(6) 보험금 지급재원(계약자잉여금, 비상위험준비금, 미경과보험료 준비금, 클레임건별 준비금, 재보험 등)
(7) 보험금지급의 자발성 정도
(8) 자금조달방법
(9) 재산운용성과
(10) 소유구조와 위임
(11) 경영관리

1) 재무지표

모든 MBI 보험자는 보험당국에 통일된 기준에 따라 작성된 재무보고서를 제출하여야 한다. 이 보고서는 어느 보험자가 피보험자 보호를 얼마나 할 수 있겠는가를 알 수 있도록 만들어 졌기 때문에 당해 보험자 또는 다른 보험자와의 비교분석을 하는데 유용하게 쓰이고 있다. 피보험자 보호와 관련한 각종 재무지표는 다음과 같다.

■ 재무건전성

· 법정자본금 (계약자잉여금과 비상위험준비금)

· 보험금지급 재원 (계약자잉여금, 비상위험준비금, 미경과보험료 준비금, 건별 지급준비금, 기타 보조여신시설)
· 법정순이익 (경과보험료 및 투자수익)
· 인정자산 (현금 및 투자자산)
· 인가재보험
· 보유위험 (미지급 원리금 : 재보험 및 담보회수분 감안)
· 연간 채무금액 (당년도, 차년도)
· 가중평균된 채무금액
· 포트폴리오 평균기간,
· 연간사업비
· 보유위험 대 자기자본
· 부보원금 대 자기자본
· 보유위험 대 보험금지급용 자금
· 연간채무금액 대 자기자본
· 연간채무금액 대 세전수익

■ 투자포트폴리오
· 투자포트폴리오 평균기간 및 단일 최대투자위험 (미국 국공채 제외)
· 피보험포트폴리오상 단일 최대위험과 중복여부
· 투자분산정도
· 투자믹스 및 듀레이션

■ 평가항목
· 단일최대위험 대 자본금
· 미경과보험료준비금 대 보유위험
· 당기순이익 대 연간채무금액
· 사업비율 (언더라이팅 비용 대 보유보험료)
· 지급손해율 (지급보험금 대 경과보험료)

· 발생손해율 (발생손해액 대 경과보험료)
· 합산비율 (사업비율 및 발생손해율)
· 총자산 대 보유비율

2) 자본금

자본금은 MBI 보험자의 재무능력을 나타내는 초석이고 보험금 지급능력을 측정하는 척도이다. 이 자본금은 법적으로 계약자잉여금과 비상위험준비금의 합산액을 말하며, 그 외에 재보험 및 대용자본을 포함한다. AAA 등급을 계속 유지하고 싶으면 자본잠식 없이 보험금지급능력을 갖추고 있어야 한다. 몇몇 보험자는 유동성 확보와 총액자본의 대체를 목적으로 GAAP를 기준으로 한 준비금 회계방식을 채택·사용하고 있으나, 무엇보다도 자본잠식을 막는 최상의 방법은 보험사고 발생시 부보포트폴리오(경과보험료)와 투자포트폴리오(투자수익)로부터 현금흐름이 있게 하는 것이다.

3) 현금흐름

현금흐름은 투자수익, 미경과보험료 준비금에서 해제되어 나온 경과보험료, 그리고 연간보험료로 구성되어 이루어진다. 보험포트폴리오의 명목적인 소멸을 가정해서 경과보험료 수준을 예측한다. 피보험채권의 선지급 또는 다른 방법으로의 상환을 통해서 보험료 경과분을 가속화하기도 한다. 연간보험료는 보험자가 작성하는 법정대차대조표상에 반영되지 아니한다. 비상위험준비금 적립은 법정보유기간(20년)까지 계속되므로, 동 적립금이 준비금으로부터 해제되어 비할당잉여금을 크게 하고, 그 결과 유동성을 높이게 할 것이다.

4) 보험포트폴리오

보험포트폴리오의 질적 수준과 구조는 매우 중요하다. 보험포트폴리오의 평균신용도, 시간경과에 따른 위험의 급변동 가능성, 지역적 분산,

채권종류별 균형과 질적 수준 등이 포트폴리오의 건전성을 나타내는 지표가 된다. 보험포트폴리오의 위험 크기에 있어 대형채권(1억불 이상)과 중소규모의 채권이 얼마나 조화롭게 구성되어 있는 가를 특히 다수의 보험사고가 동시에 발생했을 때 보험자의 보험금지급능력을 측정하는데 좋은 지표가 된다.

5) 투자포트폴리오

투자포트폴리오의 크기, 운용, 구조가 중요하다. 투자위험의 집중을 피하고, 보험포트폴리오상의 대형발행채권과의 중복보유를 최소화하여야 한다. 또한 투자의 질을 높이고, 보험자의 지급책임조건에 맞도록 배분·조정이 필요하며 유동성이 확보될 수 있도록 하여야 한다.

6) 소유구조

기관투자자들의 소유구조, 질 그리고 매매약정 내용이 중요하다. MBI는 자금 집약적인 보험이다. 따라서 보험자의 자금조달능력은 기업경영에 필요 불가결한 요소이다. 재정상황이 곤경에 처했을 때 AAA 등급을 계속해서 유지할 수 있는가의 여부는 전적으로 자금동원여부에 달려있다. 투자자들이 매력을 갖고 투자하도록 해서 필요시 자금보강이 원활하게 이루어질 수 있도록 하여야 한다.

나. 규제

MBI는 보증보험의 일종이고, 따라서 州보험법의 규제를 받는다. 71년 뉴욕보험청이 최초로 MBI를 보험종목으로 인정하여 규제를 하였고, 그 이후 캘리포니아, 플로리다, 일리노이즈, 위스콘신, 뉴저지주가 MBI 규정을 별도로 입법화하여 보험법의 한 부분으로 하여 시행하고 있다. 이들 주 당국은 MBI를 특별한 규제기준을 요하는 하나의 독특한 보증보험종목으로 인정하고 있다. 다른 주에서는 이 MBI를 넓은 의미의 보증 또는 신용보험의 범주에 포함시키고 있으나, 그에 상응하는 규제감독이

뒤따르지 못하는 것으로 보인다.

89년 뉴욕주는 MBI관련규정을 종합금융보증보험법으로 대체하였다. 현재까지 뉴욕주, 켈리포니아주 그리고 NAIC 모델법이 단종보험형태로 영위될 것으로 요하고 있다. 각 주의 MBI관련규정은 그 규정이 행정규칙의 형태로 되어 있던, 아니면 입법화되어 있던 관계없이 다음과 같은 사항을 포함하고 있다.

(1) 단일위험당 또는 단일기관이 발행한 채권, 단일수입원에 의하여 수입이 보장되는 채권 등에 대해서 보험자의 위험보유한도 설정

(2) 법정자기자본의 일정 배수내에서 위험보유총액 제한

(3) 특별준비금(비상위험준비금 및 클레임 건별 준비금)의 적립

(4) 보유위험에서 유효재보험 공제 허용

(5) 인가 및 보고사항

단일위험당 보유한도는 자기자본의 일정비율로 제한되고 있는 데, 지방채권의 경우 뉴욕주법과 켈리포이나주법은 동일수입원에 의해서 수입이 보장되는 채권에 대해서 연간평균채무액을 자기자본(계약자잉여금과 비상위험준비금의 합산액)의 10%로 제한하고 있다. 또한 단일위험당 미지급원금을 자기자본의 75% 이내로 제한하고 있다. 보험자의 위험보유총액도 법정자본금과 연관해서 규제되고 있다.

법정자본금에 대한 미상환원리금(재보험 및 담보확보분 감안) 총액도 법정자본금의 일정비율로 초과할 수 있다. 300대 1의 위험 대 자본비율이 주보험법에 의해서 오랫동안 지방채권에 적용되어 왔다.

비상위험준비금은 경제공황기에 발생되는 이례적인 손실로부터 피보험자를 보호할 목적으로 적립되는 준비금이다. 이 준비금은 금융보증보험과 모기지보증보험에 독특한 준비금이다. 이들 단종보험은 매 계약건별로 "무손해"에 기초해서 인수되는 종목이나 경제사이클에 따라 손해가 한번 발생했다하면 포트폴리오 전체가 보험사고화 하는 그런 특성을 가진 종목이다. 비상위험준비금 적립방식은 州마다 다르나 일반적으로

경과보험료(또는 원수 보유보험료)와 실제위험인수액(도는 미상환액)에 기초해서 산정 된다. 이 준비금은 보험자의 기업채무에 대한 이자와 배당금 지급 이전에 적립된다.

피보험채권에 보험사고가 틀림없이 일어날 것으로 보이는 시점에 개별 클레임 건별로 손해사정된 지급준비금을 적립한다. 이 클레임 건별 준비금은 지방채무불이행은 일시적인 것이고 보험자의 지급책임은 기일을 앞당겨서 이행될 수 없다는 것을 전제로 하고 있다. 일시적 채무불이행의 경우 다음 3년 간에 예정되어 있는 채무비(債務費)에 상당하는 금액을 준비금으로 적립하고, 채무불이행이 성격상 영구적인 것 같으면 원금에 대한 최종정미손해[64] 상당액을 적립한다. 건별 준비금 계상에 있어 화폐의 시간적 가치의 공제가 적용된다. 즉, 명목적 준비금이 현가로 할인되어 계상된다.

뉴욕주법과 캘리포니아주법은 지방채권보험자의 위험인수금액에서 재보험출재분 공제를 허용하고 있는데, 이 경우 재보험자는 다음과 같은 자격요건을 갖추고 있을 것을 정하고 있다.

(1) 해당 관할규역에서 면허를 받은 금융보증보험자
(2) 복수종목 취급 재보험자로서,
  (a) 최저수준 이상의 계약자잉여금을 보유하고 있고
  (b) 금융보증보험에 대한 특별준비금을 정히 적립 · 유지하고 있으며
  (c) 금융보증보험자에 적용되는 수준의 절반정도로 되어 있는 인수위험 총액한도를 준수하고 있는 자
(3) 무면허 재보험자이나 명시적으로 정해진 기준을 충족하고 있고 자기가 인수한 재보험책임액에 대해서 담보를 제공하고 있는 자

손해보험규정상 재보험분에 대한 재무제표상 크레디트 부여는 당해 재보험자가 관할지역내에서 허가를 받고 재보험책임준비금에 대해서 담

64) 최종정미손해(Ultimate Net Loss)는 재보험회수금 및 구상액 등을 공제한 후 보험자가 입게 되는 최종적 손해를 말한다.

보가 제공되어 있는 경우에 허용되고 있다. 금융보증보험을 특별히 규제하고 있는 州에서는 보험보증기금의 수혜자격을 동 보험의 피보험자에게 부여하지 않고 있다. 일반적으로 금융보증보험의 약관과 요율은 감독당국으로부터 사전인가를 받아서 사용토록 하고 있다.

1986년 NAIC는 금융보증보험에 관한 모델법을 최초로 제정한 바, 이에 의하면 MBI는 단종보험의 형태로만 위험인수될 것을 요건으로 하고 있다. 뉴욕주법, 캘리포니아주법 그리고 NAIC 모델법상 단종보험요건이라 함은 MBI보험자는 금융보증관련 보증종목에 한해서만 보험산업을 영위할 수 있고, 그 외의 보험종목 영위에 대해서는 허가가 부여되지 않음을 말한다.

이렇게 단종보험을 고집하는 이유는 금융보증보험을 다른 종목으로부터 격리시켜 타종목 취급 보험자의 재무건전성이 금융보증보험사고에 의해 위해 받지 않게 하기 위함이다. 그러나 금융보증위험의 성격과 정도에 대해서는 아직도 논란이 끊이지 않고 있다. 클레임실적을 가지고 판단할 때 MBI가 다른 종목보다 위험이 더 크다는 증거는 없다. 오히려 전통적 손해보험종목이 MBI 종목보다 대재해손해를 입을 가능성이 더 크다. 그럼에도 NAIC 모델법 등에서는 단종체재[65]를 고수하고 있다.

1) 금융보증보험자협회(AGFI)

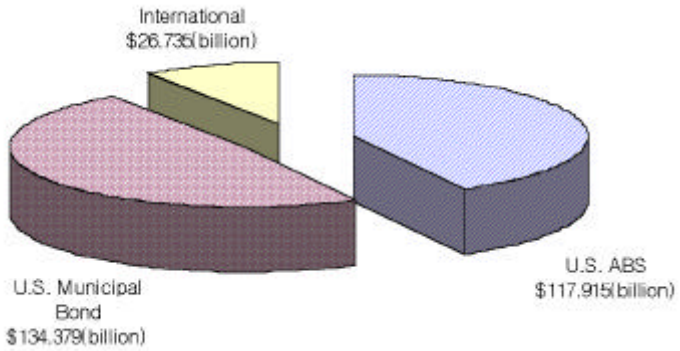
1986년에 금융보증보험자협회(Association of Financial Guaranty Insurors : AFGI)가 설립되었다. AFGI의 설립목적은 i) 회원공동의 이익을 위한 토론의 장 제공, 입법의원, 감독관, 보험소비자 및 금융업계 관계자 등과 현안문제에 대한 의견교환, ii)정보수집 및 전파, iii) 금융보증보험의 효율적 운영 도모, iv) 금융보증보험이 신용시장에서 존재 인정을 받을 수 있도록 개발, v) 채권발행인, 채권자, 금융보증제공자

65) 이러한 단종체재가 법상 재보험자에게 까지 강제되는 것은 아니기 때문에 MBI 시장은 단종문제로 크게 영향을 받을 것으로는 보이지 않는다.

모두에게 부합하는 합리적인 규제환경 조성 등으로 되어 있다.

AFGI는 현재 MBI와 ABS(Asset-Backed Securities)를 주요 업무로 취급하는 10개의 원보험자 및 재보험자로 구성되어 있다. AFGI의 회원회사로는 ACE Financial Guaranty, ACE Guaranty Re, AMBAC, AXA Re Finance S.A., Enhance Re, FGIC, FSA, MBIA, RAM Re, XL Capital 등 선도적인 대부분의 금융보증보험회사가 가입되어 있다. 또한 동 협회가 설립된 이후 약 30여년 동안 AFGI에 의해 보증된 채권의 등급이 떨어진 경우가 없으며, 만기시 부보채권 투자자에 대한 지급의무를 수행하지 않은 회사가 없었다.

<그림 12> AFGI의 금융보증보험 부보 규모 구성



자료 : AFGI 1999 Annual Report

협회활동과 관련한 주요 현안사항으로는 연방세, 연방규제, 지방채 공모에 따른 공시기준, 법정 회계원칙, 통계정보의 보고, 신용시장의 육성방안 마련 등이 있다.

2) 법정회계원칙(SAP)과 일반회계원칙(GAAP)

MBI 보험자는 SAP에 기초하여 작성된 연차회계보고서(Annual Financial Statement)를 보험감독당국에 제출할 의무가 있다. MBI 보험

자는 또한 분기별 보고서 그리고 회계감사를 필한 연차회계보고서를 투자자와 증권거래위원회(SEC)에 제출하여야 하는데, 이 보고서는 GAAP에 의해서 작성된다.

SAP가 피보험채권소유자 보호에 주안점을 두고 있다면 GAAP는 투자자 또는 주주를 염두에 두고 있다. SAP와 GAAP의 근본적 차이는 비상위험준비금과 신계약비의 회계처리에 있다. SAP는 관련규정에 따라 비상위험준비금 적립을 의무화하고 있는 반면 GAAP는 이를 인정하지 않고 있다. 신계약비 회계처리에 있어서도 GAAP는 피보험채권의 전기간에 걸쳐 상각을 인정하고 있으나 SAP는 비용이 발생된 당해연도에 언더라이팅 비용으올 전액 인수할 것을 요구하고 있다. 따라서 GAAP는 세전당기순이익이 SAP의 경우보다 더 크게 나타난다. GAAP와 SAP는 경과보험료의 계상방식에 있어서도 차이를 나타내고 있다.

SAP에 관한 세부사항은 보험감독규정에 정해져 있다. GAAP는 합리성의 연속에 따라 회계처리를 할 수 있도록 어느 정도의 신축성을 부여하고 있다.