

은행의 자동적 자본금 확충 제도

김 병 덕 (한국금융연구원 선임연구위원)

1. 서론

전 세계적 금융위기의 발생 여파가 실물부분을 강타하고 있다. 이에 각국 정부는 다양한 경제부양책을 실시함과 동시에 부실화된 금융회사에 공적자금을 투입하여 부실자산을 매입해주거나 자본금을 확충해주는 조치를 취하고 있다. 우리나라의 경우에도, 선제적인 조치의 측면에서 감독당국은 20조원대의 자본확충펀드를 조성하여 은행의 자본확충을 도와줄 예정이다. 이를 위해 감독당국은 상황유인이 없는 상위(non-innovative)하이브리드 채권의 자기자본 인정한도를 새로이 15%로 추가하고 자본확충펀드가 이를 매입하도록 할 것으로 전망된다.

일반적으로 위기가 발생하여 금융회사들의 건전성이 악화되고 금융시장이 경색되면 금융회사들이 시장을 통해 자본금을 확충하는 데 많은 어려움을 겪게 된다. 경색된 금융시장 상황하에서는 증자에 대한 기존주주들의 반발이 심하고, 증자가 시장에 오히려 나쁜 시그널을 줄 수도 있기 때문이다.

이에 금융회사 자본 건전성 규제의 새로운 방법의 하나로 위기상황이 발생하면 자동적으로 금융회사의 자본금이 확충되도록 하는 방안에 대해 최근 활발한 논의가 진행되고 있다. 금융위기로 인한 금융규제 및 감독시스템 구조개혁의 필요성에 대해 많

은 논의가 진행되는 가운데에도 동 이슈가 포함되어 있다. 특히 올해 4월 런던에서 개최될 G20 회담에서 구체적인 금융 감독시스템의 개선방안이 제시될 것으로 전망되고 있는데 동 회의에서 우리나라도 “한국의 제안(Korean proposal)”을 발표하면서 논의를 주도해 나갈 것으로 전망된다. G20 회의에서 논의될 금융 감독시스템 개편방안의 주요 내용으로는 현행 금융 감독시스템의 경기순응성(pro-cyclicality) 완화 방안, 금융회사의 자동적 자본금 확충제도 등이 주요 의제로 거론되고 있다.

본고에서는 이상의 금융 감독시스템 구조개혁 논의 중에서 금융회사의 자동적 자본금 확충제도의 도입방안에 관하여 검토해 보고자 한다. 우선 금융회사의 자동적 자본금 확충제도 도입방안의 필요성을 살펴보고, 최근 다양한 금융학자들이 제시하는 구체적인 도입방안의 장단점을 분석해 보고자 한다. 이와 함께 이들이 제시하는 방안보다 더 나은 대안이 없는지도 모색해 보고자 한다.

2. 자동적 자본금 확충제도의 필요성

위기상황이 발생하여 금융회사에 손실이 대규모로 발생하게 되면 우선 금융회사는 감독당국이 요구하는 최저자본금 기준을 충족할 수 있도록 증자를

통해서 새로운 자본금을 확보하려는 노력을 하게 된다. 그러나 위기상황으로 인해 금융시장이 경색되어 있는 상황에서 금융회사가 증자를 하는 것이 매우 어려워진다. 첫째, 증자를 실시하여 금융회사를 정상화시키는 것은 결국 금융회사가 보유하고 있는 기존 부채의 가치를 보전함으로써 기존주주의 이익을 침해할 소지가 있는 부채 잔존(debt overhang) 문제가 발생하기 때문에 증자에 대하여 기존주주의 반발이 심하기 때문이다. 둘째, 시장 참가자의 심리상태가 위축되어 있는 상황에서 금융회사가 증자를 한다는 것은 아직도 추가적인 부실이 발생할 가능성이 높다는 의미로 해석되어 시장에 부정적인 시그널로 작용할 수 있다. 이러한 이유로 인해 위기상황 하에서 금융회사의 증자는 매우 어려운 난관에 봉착하게 된다. 실제로 금융위기로 인해 금융회사들의 손실이 구체화되기 시작한 2007년 말부터 글로벌 금융시장에서 금융회사들의 증자액은 대손상각 금액에 훨씬 못 미치고 있다.

증자가 어려워진 금융회사가 할 수 있는 차선책은 자산을 매각함으로써 디레버리징(deleveraging)을 하는 것이다. 그런데 금융회사들의 급격한 자산 매각은 다양한 부정적 외부효과(externality)를 발생시킨다.

첫째, 자산의 헐값매각(fire sale)이라는 디레버리징 악순환(vicious cycle)이 발생한다. 예를 들어 “은행(갑)”이 일부 모기지 자산을 매각하면서 동 자산의 시장가격이 하락하였다고 가정하자. 시가평가제의 회계시스템 하에서 이는 유사한 모기지 자산을 보유하고 있는 “은행(을)”의 자산 가치를 하락시키게 한다. 자산가치의 하락으로 자기자본비율이 하락하게 되면 “은행(을)”도 적정 자기자본비율을 유지하기 위해 보유자산을 매각하게 된다. 이러한 금융회사들의 자산매각과정은 상승작용을 일으키면서 자산 가격이 폭락하는 악순환을 유발하게 된다. Greenlaw, Kashyap, Shin(2008)는 위기상황 하에서 금융회사에 의한 디레버징의 악순환을 실증적으로 보여주고 있다. 이들은 미국의 상업은행과 투자은행의 자산증가율과 레버리지 증가율 간에 양(+)의 상관관계가

존재함을 보임으로써 금융회사 레버리지의 경기순응성(pro-cyclicality)을 입증하였다. 즉 자산이 증가하는 경기호황기에는 레버리지도 증가하는 반면 자산이 축소되는 경기불황기에는 레버리지도 하락하는 양상을 보이고 있다는 것이다.

이러한 자산증가율과 레버리지 증가율간의 양(+)의 상관관계는 우리나라에서도 확인할 수 있는데 특히 2003년 이후 은행 및 비은행 금융회사에서 뚜렷하게 나타나고 있다.

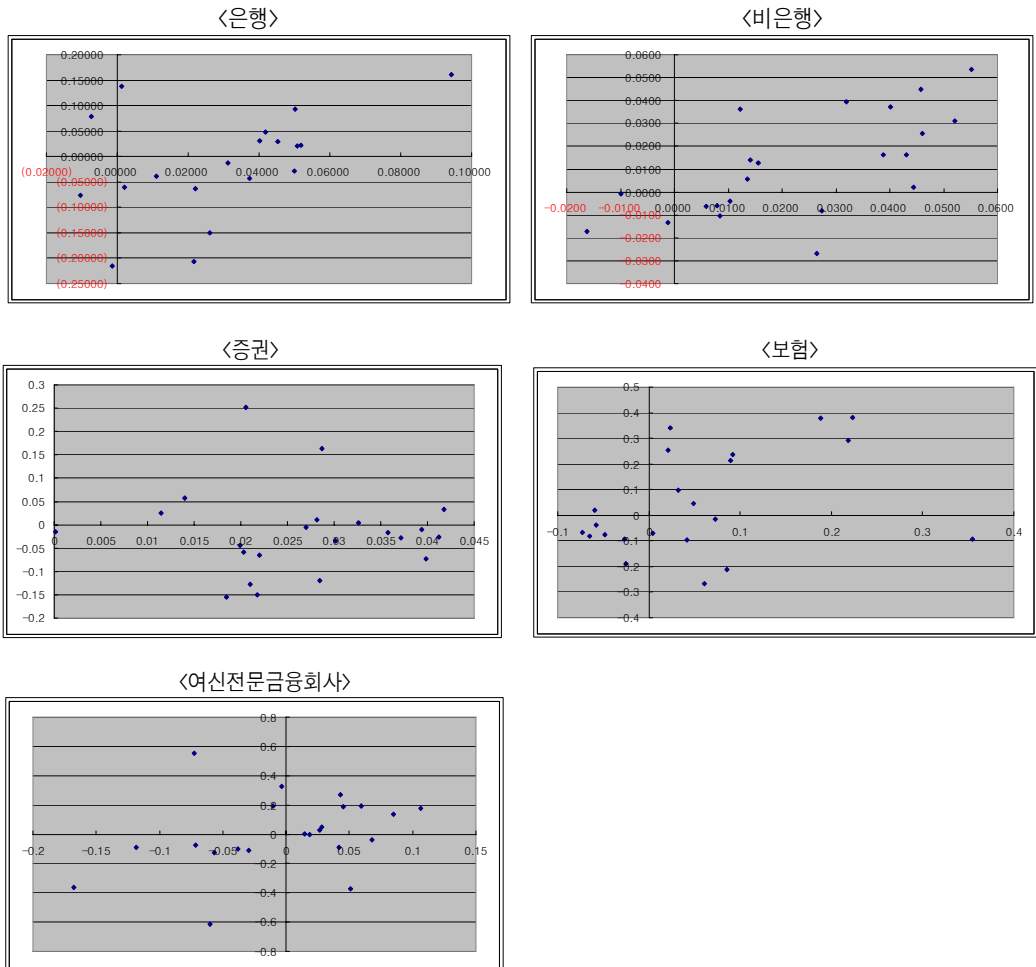
둘째, 금융회사의 대출 축소로 인한 신용경색(credit crunch)이 발생한다. 손실 발생으로 적정 자본금비율을 확보하지 못한 은행들은 대출을 축소하게 되고 이로 인해 건전한 회사들까지도 자금난을 겪게 되고 심지어는 도산에 이르는 신용경색을 유발할 수 있다.

한편 금융회사에 대한 전통적인 사전적 건전성 규제는 금융회사의 자산을 위험도에 따라 분리하고 더 위험한 자산에 대해서 더 많은 필요자본을 부과하는 위험가중 자기자본비율의 형식이다. 대표적인 예가 바젤II의 자본금 규제이다. 금번의 글로벌 금융위기로 인해 이러한 전통적 방식의 금융회사 건전성 규제가 얼마나 취약한지가 속속 드러나고 있다.

우선, 사전적인 건전성 규제는 이상에서 설명한 위기상황에서 발생하는 자산의 헐값매각에 따른 디레버리징, 신용경색 등의 외부효과에 대해 아무런 대책이 되지 못한다. 금융회사의 입장에서는 이러한 위험가중 자기자본 비율의 건전성 규제가 존재하는 한, 위기상황이 발생하면 자산을 매각하고 대출을 축소하는 것이 오히려 최적의 대책이 되는 것이다. 말하자면 사전적인 건전성 규제는 개별 금융회사의 도산방지의 목적은 달성할지 몰라도, 위기상황이 발생하면 외부효과를 유발시키기 때문에 사회 전체적으로는 바람직하지 못한 결과를 가져올 수 있는 것이다. 개별 금융회사에 대한 미시적 감독수단이 거시적으로는 오히려 바람직하지 못한 결과를 유발하는 금융감독 측면에서 구성의 오류가 발생할 수 있다.

바젤II로 대변되는 위험가중 자기자본비율 규제는 바젤I에 비해 훨씬 진화된 형태이다. 즉, 자산을

〈그림 1〉 자산증가율과 레버리지 증가율



위험도에 따라 차등화하여 이에 상응하는 자본금을 보유토록 하는 것이다. 한편 금번 금융위기로 인해 노출된 바젤II 상의 문제점에 대해 다양한 개선책이 논의되고 있다. 그러나 아무리 정교하게 다양한 위험을 정의하고 이에 대한 위험도를 측정하는 새로운 방법론을 개발하여 감독기준에 구체화한다고 하여도 새로운 금융혁신(financial innovation)을 통하여 이러한 규제를 회피하여 규제차익(regulatory arbitrage)을 확보하려는 노력은 또 다시 반복될 것이다. 즉 금융혁신은 바이러스와 같이 부단한 변종

(mutation)을 반복하기 때문에 사전적인 금융회사의 건전성 규제만으로는 원천적으로 금융위기를 차단하는 것에는 한계가 있을 수밖에 없다. 결국 지금은 예상할 수 없는 새로운 형태의 금융위기가 미래에 또 다시 발현할 가능성이 매우 높다는 점을 인식해야 할 것이다.

이상의 논의를 통해서 볼 때 미래에도 새로운 형태의 금융위기가 발생할 가능성이 높기 때문에 위기 상황이 발생하면 자동적으로 금융회사의 자본금이 확충되도록 함으로써 위기로 인한 외부효과 및 사회

적 비용을 최소화하는 것이 바람직할 것이다.

3. 자동적 자본금 확충제도의 장단점 분석

1) 역전환 채권(Reverse Convertible Debenture)

Flannery(2005)는 금융회사의 자동적 자본금 확충제도로써 역전환 채권(Reverse Convertible Debenture: RCD)을 제안하고 있다.

역전환 채권이란 금융회사 주식의 시장가격을 이용하여 산정된 시장 자기자본비율(market capital ratio)이 사전적으로 정해진 일정한 수준 이하로 떨어지면

어지면 자동적으로 채권이 해당 금융회사의 현 주가 수준에서 자본금으로 전환되는 구조를 가지게 되는 채권으로 정의된다.

여기에서 주의할 것은 시장 자기자본비율은 주식의 액면가가 아닌 시장가격을 기준으로 산정한 자기자본비율이며, 전환가격도 현재의 주식 가격으로 책정된다는 점이다. 또한 역전환 채권의 주식 전환이 이루어진 경우, 주식으로 전환된 역전환 채권 부분을 대체하기 위해 금융회사는 즉각적으로 새로운 역전환 채권을 발행하게 된다.

구체적인 사례를 들어 역전환채권을 통한 자본금 확충사례를 살펴해보도록 하자.

〈그림 2〉 Mechanics of RCD Conversion

t = 0		t = 1/2		t = 1	
A	L	A	L	A	L
100	87 Deposits	97	87 Deposits	97	87 Deposits
	5 RCD		5 RCD		2.24 RCD
	8 Equity		5 Equity		7.76 Eq
N=10 → P _S = \$0.80		P _S = \$0.50		N=15.52 → P _S = \$0.50	

역전환 채권의 발행과 관련하여 은행의 모든 자산과 부채는 시장가치(market value)로 평가된다. 또한 시장 효율성 가정 하에 은행의 주가는 정확하게 은행의 가치를 반영하게 된다고 가정한다. 이러한 상황에서 은행의 의무적 최저 시장자기자본비율을 8%라고 가정하자. 또한 감독당국이 자산대비 유지해야하는 역전환 채권 비율(RCD/Assets)을 5%로 의무화하였다고 가정하자.

t=0 시점에 은행의 대차대조표를 살펴보면, 총 자산은 100\$이며, 부채는 87\$의 수신, 5\$의 역전환채권, 8\$의 자기자본으로 구성된다. 자기자본 8\$는 보통주 10주를 주당 0.8\$에 발행한 것이다.

t=1/2 시점에 은행의 주가가 0.5\$로 하락하여 은행의 자기자본이 0.5\$ x 10 = 5\$ 로 하락하였다고

하자. 따라서 은행의 자산가치도 97\$ 로 하락하게 되며 은행의 시장자기자본 비율은 5/97=5.15%로 하락하여 의무적 최저 시장자기자본비율 8%를 회피하게 된다. 따라서 의무 시장자기자본비율 8%를 충족시키기 위해서는 자기자본은 97\$×8%=7.76\$가 되어야 하므로 7.76\$ - 5\$ = 2.76\$의 자기자본이 부족하게 된다.

t=1 시점에 5\$의 역전환채권 중 2.76\$ 어치가 자기자본으로 자동 전환되어 시장자기자본비율은 7.76/97=8%를 회복하게 된다. 한편 2.76\$의 역전환 채권을 주식으로 전환한 채권 보유자는 주당 0.5\$씩 2.76\$/0.5\$=5.52주를 교부받게 된다. 따라서 주식 수는 전체 10+5.52=15.52로 증가하게 된다. 여기에서 역전환 채권 소유자는 2.76\$의 역전환

채권에 대한 전환으로 동일한 가치의 주식을 수령함으로써 전환에 따른 손익이 발생치 않는다. 한편 은행은 최소 역전환 채권 비율 5%를 유지하기 위해서 일부 예금부채를 역전환 채권으로 교체하는 과정을 거쳐야 한다.

시장 영향력이 큰 거대 금융회사가 부실화되면 시스템리스크가 발생하여 정부가 개입하지 않을 수 없게 되어 구제금융 등의 사회적 비용을 초래하게 된다. 만약 이상의 예에서 보여주듯이 금융회사의 자본금구조에 역전환 채권의 발행의무를 부여하면, 감독당국은 금융회사가 부실화되기 전에 자동적으로 자본금을 확충하도록 함으로써 정부의 개입을 미연에 방지하여 사회적 비용을 축소할 수 있을 것으로 판단된다.

이러한 자동적 자본금 확충을 통한 사회적비용의 축소라는 장점이 있음에도 불구하고, 역전환 채권을 제도화하고 동 채권을 실제로 발행하는 데는 상당한 제약이 따를 것으로 판단된다.

첫째, 만약 역전환 채권이 주식으로 전환되는 경우, 해당 금융회사의 주주구성이 바뀌게 된다. 실제로 역전환채권이 주식으로 전환되면 기존주주에게는 배당권, 의결권 등이 희석화되는 효과가 있다. 따라서 기존주주 입장에서는 역전환채권의 발행에 적극적이지 않을 가능성이 높다.

둘째, 대부분의 국가에서 은행의 대주주 및 주요 주주에 관하여는 엄격한 사전적 자격심사(fit and proper test)를 하는 것이 일반적이다. 그러나 역전환 채권을 제도화할 경우 역전환 채권의 소유자가 자동적으로 주주로 변환되기 때문에 감독당국이 사전적으로 주주와 관련된 자격심사를 할 수 없는 사태가 발생할 수 있다. 특히 역전환 채권의 주식전환으로 대주주 및 주요주주의 변동이 생겨서 감독당국이 사전적으로 제어하지 못하는 다양한 형태의 M&A가 일어날 가능성도 배제할 수 없다.

셋째, 역전환 채권 투자자의 입장에서는 은행에 부실이 발생하고 주가가 하락하는 시점에 주식으로 전환되는 채권을 매입하는 것이다. 따라서 일반 채권에 비해 상대적 가격이 매우 매력적이지 않으면

투자를 꺼릴 가능성이 높다. 따라서 역전환 채권의 발행비용이 일반채권에 비해 매우 높게 형성되어야 할 것으로 판단되며, 실제로 발행 시장에서 자연스럽게 소화될 수 있을지도 의문이다.

넷째, 역전환 채권의 주식전환 여부가 시장 자기 자본비율에 의거하여 결정되기 때문에 주식시장으로 부터 많은 영향을 받을 우려가 있다. 예를 들어 해당 은행의 역전환 채권이 존재할 경우 역전환 채권의 주식전환으로 기존 주주의 권익이 침식(dilution)될 것이라는 예상을 하게 되면서 주식시장에서 해당 은행의 주식가격이 더욱 하락하고, 이는 실제로 역전환 채권이 주식으로 전환되는 계기를 촉발함으로써, 자기실현적(self-fulfilling) 주가하락 사태를 초래할 가능성도 있다.

또한 주식시장이 항상 효율적으로 움직이는지에 대해서는 아직도 많은 논란이 있다. 특히 주식시장의 심도가 깊지 못할 경우 잘못된 노이즈에 의해서 해당 은행의 주가가 크게 변동함에 따라 역전환 채권이 주식으로 전환된다든지, 해당 은행의 주가를 조작하여 역전환 채권의 주식전환을 꾀한다든지 등 다양한 가상 상황을 생각해 볼 수 있다.

한편 주주나 경영자의 입장에서도 해당은행 주가의 작은 변동으로 인해 채권이 자본금으로 전환되는 상황을 맞이할 수도 있으므로 이와 관련된 도덕적 해이(moral hazard) 현상이 발생할 가능성이 높다 하겠다.

2) 자본금 보험(Capital Insurance)

Kashyap, Rajan, and Stein(2008)은 금융회사들이 사전적으로 자본금 보험에 가입한 후 전체 금융회사의 대손상각 합이 일정수준 이상으로 발생하면 보험사고가 발생한 것으로 간주하여 보험을 가입한 금융회사가 보험금을 지급받아 자동적으로 자본금이 확충되도록 하는 자본금 보험제도를 제안하고 있다.

자본금보험제도의 가상적인 예를 살펴보면 다음과 같다. 은행A가 보험금으로서 총 10조원을 받을 수 있는 자본금보험에 가입을 원한다고 가정하자. 이 경우 자본금보험의 만기가 5년이라면, 은행A는

향후 5년 동안 매년 말에 만기가 돌아오도록 보험금 2조원짜리 계약을 순차적으로 5개 가입하게 된다. 즉 은행A가 2009년말, 2010년말, 2011년말, 2012년말, 2013년말에 각각 만기가 돌아오는 보험금 2조원짜리의 보험을 순차적으로 5개 가입했다고 가정하자. 결국 은행A는 매년 새로운 2조원 보험금 계약을 갱신하게 되며, 일정 시점에 있어서는 만기가 다른 5개의 보험에 가입하여 있게 된다. 이렇게 다수의 보험을 여러 기간에 걸쳐 만기를 가지도록 (staggered maturity) 가입하는 것은 위기상황이 일정기간 지속될 수 있으므로 자본금 보험이 일회성으로 종결되지 않도록 하기 위함이다.

은행A가 가입한 보험의 사고발동 요건(trigger)은 보험 가입 당사자인 은행A를 제외한 해당 국가의 나머지 은행들의 일정기간 동안 대손상각의 누적액이 일정수준을 초과하는 경우 발동되도록 설계된다. 예를 들어 해당 국가에 총 10개의 은행이 있다고 하

면, 은행A가 가입하는 자본금 보험의 사고발동 요건은 은행A를 제외한 나머지 9개 은행들의 지난 4분기 동안 대손상각의 누적액이 100조원을 초과하면 발동된다고 설정된다. 여기에서 은행A가 가입한 자본금 보험의 사고발동 요건을 정의할 때 가입 당사자인 은행A의 대손상각액을 제외시키는 것은 은행A가 보험금을 타기 위해서 실제로 발생한 대손보다 과다하게 대손상각을 실시하려고 하는 도덕적 해이(moral hazard)를 방지하기 위해서이다.

보험사고 발동 요건이 발동되었을 때 지급되는 보험금은 일회성으로 지급되는 것보다 사고발동 요건이 발생한 후에는 대손상각액에 비례하여 연속적으로 다 기간에 걸쳐서 지급되는 것이 바람직하다. 이러한 특징을 반영하기 위해 은행A가 가입한 자본금보험의 보험금은 다음과 같은 공식으로 지급되도록 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{보험금} &= \frac{4\text{분기누적대손} - \max(\text{high watermark}_{t-1}, \text{trigger})}{\text{최대보험금액지급누적대손} - \text{trigger}} \times (\text{보험당 보험금액}) \\ &\quad \text{if } 4\text{분기누적대손} > \text{high watermark}_{t-1} \\ &= 0 \quad \text{otherwise} \end{aligned}$$

여기에서 대손의 최고점 마크(high water mark)의 역할은 매 분기별로 이전 4분기동안의 누적대손을 기준으로 보험금을 산정하되(4분기 moving window), 해당 분기에 추가적으로 대손이 발생했을 경우에만 추가적인 보험금이 지급되도록 하는 구조를 만들기 위해서이다.

이상의 예에서 보험 당 보험금액=2조원, trigger=100조원, 최대보험금액지급 누적대손=200조원으로 설정되었음을 가정할 때, 이러한 자본금보험의 구조하에서 다음의 표는 가상적인 대손발생에 따른 보험 가입자인 은행A에게 지급되는 보험금을 나타낸다.

	2008년 4/4분기	2009년 1/4분기	2009년 2/4분기	2009년 3/4분기	2009년 4/4분기
해당분기 대손	50조원	40조원	20조원	0	140원
4분기 누적대손	80조원	120조원	140조원	110조원	200조원
대손의 최고점마크 (high water mark)	80조원	120조원	140조원	140조원	200조원
보험 당 보험금	0	0.4조원	0.4조원	0	1.2조원
5개 보험 총 보험금	0	2조원	2조원	0	6조원
총 누적 보험금	0	2조원	4조원	4조원	10조원

2009년 1/4분기에 4분기 누적대손이 120조원이 되면서 보험사고가 발생하기 시작하여 은행A는 5개 보험으로부터 각각 0.4조원씩 총 2조원의 보험금을 지급받게 된다. 2009년 2/4분기에는 4분기 누적대손이 140조원으로 늘어나면서 은행A는 5개 보험으로부터 각각 0.4조원씩 총 2조원의 보험금을 지급받는다. 그러나 2009년 3/4분기에는 4분기 누적대손이 110조원으로 trigger인 100조원을 상회하지만 당 분기에는 추가적인 대손이 발생치 않아서 4분기 누적대손이 high water mark_{t-1} 보다 적으므로 보험금이 지급되지 않는다. 2009년 4/4분기에는 대손이 대폭 증가하면서 4분기 누적대손이 200조원이 되면서 5개 보험으로부터 각각 1.2조원씩 총 6조원의 보험금을 지급받게 되는 것이다.

이상의 예에서 설명된 자본금 보험은 역전환 채권에 비해서 다양한 장점을 지니고 있는 것으로 판단된다.

첫째, 역전환채권의 경우 해당 은행의 주가에 의해 자본금 확충 여부가 결정되기 때문에 주가와 관련된 도덕적 해이현상이 발생할 수 있는 가능성이 높다. 이에 반해 자본금 보험은 해당 은행을 제외하 나머지 은행들의 누적 대손상각액에 의해 보험금 수령여부가 결정되기 때문에 해당은행의 대손상각, 주가, 경영성과 등을 조작하는 도덕적 해이를 방지하는 측면에서 훨씬 진일보한 제도라고 할 수 있다.

둘째, 자본금 보험제도는 보험사고가 발생하여 자본금이 확충될 때 보험금을 외부로부터 제공 받기 때문에 기존의 주주 구성에 아무런 변화가 없다. 이러한 주주구성 변화가 없는 점은 감독당국의 감독과 주주의 이해상충 해결측면에서 바람직한 요소인 것으로 판단된다.

이처럼 자본금 보험은 이론적으로 많은 장점을 지닌 제도로 평가된다. 그러나 현실적인 제도로 구현되기에는 상당한 제약이 따를 것으로 예상된다. 자본금 보험에서 예상되는 현실적 제약을 살펴보도록 하자.

첫째, 자본금 보험은 또 다른 형태의 도덕적 해이를 유발할 가능성이 있다. 자본금 보험에 가입한 은

행은 금융권 전체의 대손이 증가하여 금융위기 상황이 발생하면 보험금을 수령하게 되므로 이러한 시스템 위기의 발생에 의도적으로 둔감하게 행동하고 전체적으로 더 위험하고 공격적인 포트폴리오를 구성할 수 있다. 즉 시스템적 도덕적 해이 현상이 발생할 수 있으며 이러한 금융회사들의 행태는 전체 금융시스템의 위험을 증가시킬 우려가 있다.

둘째, 자본금 보험의 인수자 문제이다. 이는 자본금 보험의 가장 현실적인 문제로 귀착될 것이다. Kashyap, Rajan, and Stein(2008)은 자본금 보험의 인수자로서 소버린 펀드(sovereign fund) 또는 연금 등의 가능성을 제시하였다. 이들은 자금력이 풍부하고 포트폴리오 구성상 자본금 보험과 같은 상품을 포트폴리오에 편입시켜도 무방할 것이라는 것이 이들의 주장이다. 즉 정부가 직접 개입하지 않고 소버린 펀드, 연금 등의 자생적 사적시장(private market)을 통해서 자본금 보험시장을 형성함으로써 금융회사의 자본 확충이 가능 할 것이라고 이들은 주장한다.

그러나 필자가 생각하기에 실제로 정부가 개입하지 않고는 자본금 보험의 자생적인 시장이 형성되지 않을 가능성이 높다. 우선 자본금 보험의 가격을 산정하는 것이 무척이나 어려울 것으로 판단된다. 자본금 보험은 성격상 보험사고의 발생확률은 매우 작으나 경제전체의 상황이 악화되고 위기의 징후가 보일 때 보험사고가 발생한다. 더군다나 다양한 만기를 가진(Staggered Maturity) 다수의 보험을 연속적으로 가입하여야 하나, 금융시장 상황이 악화되면서 보험사고가 발생하게 되면 보험의 가격이 급등하면서 보험의 인수자가 나타나지 않아 추가적인 보험갱신이 불가능할 가능성이 매우 높다. 자본금 보험의 자생적 시장이 형성되기 어려워, 정부 이외에는 인수자가 없어서 자본금 보험을 결국 정부가 인수해야 한다면 이는 정부의 공적자금 투입과 동일한 효과를 가져온다. 즉 정부가 어떠한 가격으로 자본금 보험을 인수해주는가에 따라 정부의 공적자금 투입비율과 정부의 손실분이 결정되는 것이다. 그러나 정부의 입장에서조차 어떠한 가격에 자본금 보험을 인수해

야하는지, 특정한 가격으로 자본금 보험을 인수했을 때 사후에 발생하는 정부 손실분이 어느 정도되는지에 대해 판단할 수 있는 근거가 미비하다.

셋째, 상당히 특별한 경우가 되겠지만, 실제로 대손이 발생치 않는 우량은행만 자본금 보험에 가입하고 나머지 대손이 발생하는 불량은행은 자본금 보험에 가입하지 않는 사례가 발생할 수도 있다. 이 경우에 보험을 가입한 우량은행은 자동적으로 자본이 확충되고, 불량은행은 자본이 확충되지 못하게 된다. 결과적으로 우량은행은 불필요한 과다 자본(over capitalized)의 상태가 되는 반면 불량은행은 과소 자본(under capitalized) 상태에 처하게 된다. 따라서 감독당국이 원하던 자본금 보험제도의 원래 목적을 달성치 못하게 되는 결과를 초래한다.

3) 우발적 자본금확충 계약(Contingent Capital Injection Contract)

이상에서 살펴본 자본금 보험제도의 현실적인 한계를 감안하여 필자는 우발적 자본금 확충계약이라는 새로운 형태의 자동적 자본금 확충제도를 제안하고자 한다. 우발적 자본금확충 계약의 대략적인 구조는 다음과 같다.

우발적 자본금확충 계약의 당사자는 정부와 은행이다. 그러나 우발적 자본금확충 계약의 가입여부는 은행의 자발적 선택사항(opt-in basis)이다. 이를 설명하기 위해서 우선 다음과 같은 3단계의 은행 자기자본비율을 정의하도록 하자.

첫째, $K(\min)$ 는 국제적 감독기준에 맞춘 최저 자기자본 비율한도이다. 예를 들어 $K(\min)=8\%$ 라고 하자.

둘째, $K(\text{rec})$ 는 완충적 자본금을 포함하는 감독당국이 제시하는 권장 자기자본 비율이다. 예를 들어 $K(\text{rec})=10\%$ 라고 하자.

셋째, $K(\text{rec}+)$ 는 자본금 확충계획에 의해 정부의 자금이 은행에 투입된 후 정부자금을 회수하는 조건을 판단하는 기준이 되는 자기자본 비율로서 이에 대해서는 추후에 좀 더 설명하도록 하겠다. 예를 들어 $K(\text{rec}+)=12\%$ 라고 하자.

은행의 선택은 다음과 같다. 감독당국에 의해 모든 은행은 권장 자기자본비율인 $K(\text{rec})$ 이상을 유지할 의무가 있다. 그러나 만약 자기자본 비율이 $K(\text{rec})$ 를 하회하여 $K(\min) < \text{자기자본 비율} < K(\text{rec})$ 이 되는 경우에는 은행은 즉각 권장 자기자본 비율 $K(\text{rec})$ 를 유지하도록 자본금을 확충하던지, 또는 정부와 우발적 자본확충 계약을 체결하여야 한다. 이러한 측면에서 은행의 자본확충 계약의 가입여부는 자발적인 증자의 대안으로서 은행의 선택사항이 되는 것이다.

우발적 자본확충 계약의 내용은 다음과 같다. 우발적 자본확충 계약 체결만으로는 계약의 당사자인 은행과 정부사이에 아무런 현금흐름이 발생치 않는다. 그러나 자본확충의 발동요건(trigger)이 작동하게 되면 은행은 자동적으로 하이브리드 채권을 발행하고 정부가 하이브리드 채권을 매입하도록 한다. 따라서 자본확충 발동요건이 작동하게 되면 계약을 체결한 은행은 자동적으로 자본이 확충되는 자동적 자본금확충제도가 되는 것이다.

자본확충의 발동요건은 거시경제지표 조건이 일정수준으로 악화되고 자본확충계약을 체결한 은행들의 대손상각의 합이 사전적으로 정한 일정수준 이상일 경우라고 감독당국이 적절히 정하도록 한다. 예를 들어 거시경제지표는 경기동행지수 등을 사용할 수도 있고 또는 감독당국이 금융위기로 인해 외부효과(externality)가 발생한다고 판단할 수 있는 지표를 개발하여 사용할 수도 있을 것이다.

하이브리드 채권의 발행규모는 계약 체결 은행의 자기자본 비율이 권장자본금 비율 $K(\text{rec})$ 을 충족시킬 수 있는 만큼까지 발행하게 된다. 주지하다시피 하이브리드 채권은 만기 30년 이상 장기채로 바젤 기준에 의거하여 tier I 자본금으로 간주되므로 하이브리드 채권의 발행으로 인해 은행의 자기자본 비율은 자동적으로 $K(\text{rec})$ 수준으로 상승하는 결과가 된다.

하이브리드 채권은 다음과 같은 특별한 부대조건을 가지고 발행토록 한다. 하이브리드 채권은 일정한 수준의 이자를 지급토록 하되 계약체결 은행의

〈표〉 유럽경제지역 국가의 하이브리드 채권의 기본자본 인정한도

(단위: %)

국가	Innovative 증권	Non-innovative 증권 (Innovative 증권 한도를 포함)	비누적적 우선주 (보통주에 대한 %)	하이브리드 증권한도
오스트리아	15	30	33	30
벨기에	15	33	33	33
불가리아		불인정		규정 없음
싸이플러스	15	15	제한 없음	15
체코		불인정		규정 없음
독일	15	50	규정 없음	50
덴마크	15	15	제한 없음	15
에스토니아		불인정	제한 없음	불인정
스페인	15	30	50	30
핀란드	15	15	제한 없음	50
프랑스	15	25	25	50
헝가리	불인정	15		제한없음
아이슬랜드	15	33	규정 없음	33
아일랜드	15	49	제한 없음	49
이탈리	15	20	50	20
리히텐슈타인		불인정	규정 없음	불인정
리투아니아		불인정	33	제한 없음
룩셈부르크	15	15	규정 없음	15
라트비아		불인정	제한 없음	불인정
말타	15	불인정	제한 없음	15
네덜란드	15	50	제한 없음	15
노르웨이	15	15	제한 없음	15
폴란드		불인정		규정 없음
포르투갈	20	20	50	20
루마니아			불인정	
슬로바키아			규정 없음	
시에라리온	15	15	제한 없음	49
영국	15	15	제한 없음	50

자료 : Committee of European Banking Supervisors, "Report on a quantitative analysis of the characteristics of hybrids in the European Economic Area", 2007

자본금비율이 권장비율을 초과하는 K(rec+) 수준에 이르면 발행된 하이브리드 채권은 자동적으로 우선주(preferred stock)로 전환하게 된다. 전환된 우선주는 배당의 우선권을 보유하며 배당금으로 정부가 투입한 공적자금을 모두 회수하게 되면 자동적으로 소멸되게 된다. 정부 투입 공적자금이 모두 회수될 때까지 전환된 우선주는 계속 존재하면서 배당의 우선권을 가지게 된다. 정부가 투입한 공적자금을 모두 회수하였는가를 판단하는 기준은 순 현금흐름 기준(net present value)으로 다음과 같이 단순화할 수

있다.

$$\begin{aligned}
 & \text{NPV(하이브리드 채권 매입금액)} \\
 &= \text{NPV(전환이전의 채권이자 + 배당금)} \\
 &+ \text{위험프리미엄}
 \end{aligned}$$

여기에서 위험프리미엄은 정부가 하이브리드채권을 매입하는 투자에 대한 프리미엄을 나타낸다.

실제로 대부분의 유럽국가에서 하이브리드 채권의 기본자본 인정한도는 15%~50%내외로 규정되

고 있다. 따라서 기존의 감독기준 한도내에서 해당 은행이 이미 하이브리드 채권을 한도까지 최대한 발행하지 않았다면 자본금 확충 계약을 통한 하이브리드 채권의 발행에는 큰 문제가 없게 된다. 또한 이상에서 제안된 우선주 또는 보통주 전환요건을 가진 유사한 종류의 하이브리드 채권을 실제로 상당수의 국가에서 이미 발행하고 있는 것으로 파악된다.

만약 하이브리드 채권의 만기 때까지 은행의 자본금비율이 $K(rec+)$ 에 이르지 못하고 또한 공적자금이 완전히 회수되지 못한 경우에는 순 현금흐름 기준으로 계산하여 미 회수된 공적자금, 즉 NPV(채권매입 금액) - NPV(채권이자), 만큼을 채권 만기 때 은행의 주가에 기준하여 보통주로 전환하게 한다.

이상과 같이 설계된 우발적 자본금확충 계약은 역전환 채권이나 자본금 보험에 비교하여 다음과 같은 장점을 가지는 것으로 판단된다.

첫째, 자본금확충 계약의 상대방이 정부이므로 발행되는 하이브리드채권의 시장소화 문제가 발생치 않게 된다. 은행이 발행한 하이브리드채권을 정부가 매입하되, 사후적으로 정부가 투입한 공적자금이 회수되면 채권 및 전환된 우선주가 소멸하기 때문에 채권의 가격상장 문제가 발생치 않는다. 이는 가격상장 문제 및 자생적 시장형성 여부가 문제시 되는 자본금 보험에 대비하여 뚜렷한 장점이라고 판단된다.

둘째, 자본금 확충계약은 우발적(contingent)인 성격을 가진다는 것이다. 은행이 자본금 확충계약을 정부와 체결하였다 하더라도 경제상황이 악화되지 않고 계약체결 은행들의 대손상각이 일정수준에 이르지 않아서 발동요건이 작동치 않는다면 은행에게는 계약으로 인해 아무런 현금흐름이 발생치 않는다. 따라서 발동요건이 작동치 않는 경우 은행에게는 아무런 사전적 비용이 발생치 않게 된다. 이에 반해 자본금 보험은 보험을 가입하는 순간부터 보험료가 은행에게 사전적 비용으로 발생하게 된다. 만약 보험만기까지 보험사고 발동요건이 작동치 않는다면 자본금 보험으로 인해 우량은행은 보험료를 지

불하게 되고, 보험의 인수자가 이를 이익으로 취하는 형태의 현금흐름이 발생하게 된다.

셋째, 자본금 확충계약으로 인해 정부가 하이브리드 채권을 매입하더라도 은행의 기존주주 구성(governance structure)에 변화가 없게 된다. 정부가 하이브리드 채권 및 전환된 우선주를 보유하더라도 기존 주주의 의결권에는 아무런 영향을 미치지 않으며, 투입된 공적자금이 모두 회수되는 즉시 우선주는 소멸된다. 따라서 은행 주주들이 자본금 확충계약에 대해 주주 가치 회손 등의 이유로 계약을 꺼릴 이유가 없으며 자발적으로 계약에 동의할 가능성이 높다.

넷째, 자본금 확충계약으로 인해 정부가 투입한 공적자금에 대한 명확한 회수계획이 제시되므로 정부의 입장에서 공적자금의 집행에 정당성을 확보하기가 수월하다. 위기가 발생하여 체계적 위험을 감소하기 위해서 명확한 회수계획이 없이 갑자기 공적자금을 집행하는 경우 정부가 투입한 공적자금을 제대로 회수치 못할 가능성이 높으며, 이러한 경우 공적자금의 집행에 대한 정당성을 확보하기 어려워 많은 사회적 저항이 수반되기 마련이다.

다섯째, 자본금 확충계약의 발동요건을 감독당국이 적절히 정할 수 있으므로 해당은행의 도덕적 해이와 자본금 보험에서 발견될 수 있는 체계적 위험에 대한 도덕적 해이 문제를 최소화할 수 있다.

여섯째, 자동적 자본금 확충을 통한 외부효과(externality)를 최소화한다는 자동적 자본금 확충제도의 근본적 취지에 충실할 수 있다.

한편 우발적 자본금 확충제도에 대한 비판도 가능할 것으로 생각되는데, 필자가 생각하는 이에 대한 대응방안은 다음과 같다.

첫째, 하이브리드 채권을 발행한 은행이 최종적으로 도산할 경우에는 투입된 공적자금을 회수치 못할 가능성이 있다는 점이다. 이러한 점에 대비하여 정부는 우발적 자본금 확충계약을 체결함에 있어서 상당히 신중을 기해서 해야 할 것이다. 구체적으로는 해당은행의 도산이 체계적 위험을 유발하는 대형 은행들에 국한하여 계약을 체결하는 방안을 고려해

볼 수 있겠다.

둘째, 정부가 하이브리드 채권을 매입해주는 것은 일종의 공적자금을 지원해주는 것인데 이는 은행 경영진의 도덕적 해이를 유발할 수 있으므로 이에 대한 벌칙이 필요하다는 주장도 제기될 수 있다. 이에 대해서는 정부가 가급적 은행의 경영권이나 지배 구조는 침해하지 않고 공적자금의 회수기준에 적용되는 위험 프리미엄을 상향조정하여 회수금액을 차별화하는 방안을 검토해 볼 수 있을 것이다.

4. 맺음말

본고에서 최근 활발한 논의가 진행되고 있는 금융회사의 자동적 자본금 확충제도에 대하여 살펴보았다. 금융학자들이 제안하고 있는 역 전환 채권, 자본금 보험제도의 실례를 살펴보고 이러한 제도들이 현실적으로 제도화되는데 어떠한 한계점을 가질 것인가를 분석하였다.

필자는 이에 대한 대안으로서 정부와 은행 간의 우발적 자본금확충계약이라는 제도를 제안하였다.

동 제도는 역 전환 채권, 자본금 보험제도에 비해 현실적인 측면에서 다양한 장점을 가지고 있는 것으로 판단된다. 본고에서 논의된 자동적 자본금 확충제도가 현실적으로 제도화되기 위해서는 앞으로도 많은 추가적인 연구가 필요할 것으로 생각된다.

■ 참고문헌

- Flannery, Mark J., (2005), "No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via Reverse Convertible Debenture," *Capital Adequacy Beyond Basel: Banking Securities and Insurance*, Oxford Univ. Press.
- Greenlaw, D., J. Hatzius, A. Kashyap, and H.S. Shin, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," *Proceedings of the U.S. Monetary Forum*, 2008.
- Kashyap, Rajan, and Stein, "Rethinking Capital Regulation," *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole*, 2008.