

조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 역 전환채권 구조를 중심으로 -

2010. 7.

연구위원

권세훈

연구위원

장정모



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

《 著 者 主 》

글로벌 금융위기 이후 금융회사의 자본건전성 강화 및 자본확충 방안으로 조건부 자본에 대한 논의가 활발한데, 주로 논의되고 있는 형태는 역전환채권 구조로서 평소에 후순위채권으로 발행되었다가 위기 시 주식으로 전환되는 방식입니다.

금융회사는 조건부 자본을 통해 과도한 자본 보유에 따르는 부담을 줄이고, 위기상황에서는 자본을 확충하는 효과를 얻을 수 있습니다. 그리고 이해당사자간 시장거래를 통해 부실위험을 처리함으로써 국가의 구제금융 부담을 줄이고 금융회사 경영진 및 주주의 도덕적 해이를 예방할 수 있습니다.

그러나 규제 수단으로서의 조건부 자본은 일반적인 역전환채권의 경우와 달리 규제를 위한 추가적 제약사항으로 인해 발행자인 금융회사와 투자자 모두로부터 외면당할 소지가 있습니다. 이는 개별 금융회사 차원의 기업가치 극대화과 금융시스템 차원의 금융안정 목적이 상충될 수 있기 때문입니다.

특히 복잡한 증권구조로 인해 가격산정이 어렵고, 금융위기 상황에서 주식으로 전환되는 높은 위험성으로 인해 적합한 투자자가 존재하지 않을 수도 있습니다.

조건부 자본의 시장형성이 어렵다면 발행을 강제하거나 지원하는 방안을 고려해 볼 수 있습니다. 먼저 발행을 강제하는 경우 발행자인 금융회사나 금융소비자가 그 규제비용을 부담하게 되므로 해당 국가의 금융경쟁력을 저하시킬 수 있습니다

한편 조건부 자본의 근본 취지가 이해당사자들간 시장거래를 통해 금융회사의 건전성을 강화하는 것이므로, 조건부 자본 발행을 위한 공적지원은 정당성을 확보하기 어렵습니다.

그러므로 개별 국가 차원에서 조건부 자본 발행을 강제하는 규제를 도입하기보다는 국제적 규제가 도입되는 경우를 대비하여 적절한 공조정책을 마련하는 것이 바람직하며, 다만 각국의 입장이 상이하므로 향후 논의 동향을 예의주시할 필요가 있습니다.

다만 기존 사례를 참고할 때 조건부 자본을 사후적으로 금융회사의 부실을 처리하는 수단으로 활용하는 것은 개별 국가 차원에서도 효과적일 것으로 판단됩니다.

회계 및 세계 측면에서는 조건부 자본이 부채 또는 자본으로 간주되는지 여부가 중요한 문제입니다. 규제가 도입된다면 혼동을 예방하기 위해 규제의 취지에 부합하며 금융회사의 부담을 완화하는 방향으로 적절한 지침을 마련할 필요가 있습니다.

아무쪼록 본 보고서가 조건부 자본의 개념을 이해하고 국제적 규제 및 공조 논의에 적절한 대응책을 마련하는데 조금이나마 도움이 되길 바랍니다. 본 보고서 작성에 많은 도움을 주신 박희선 연구원과 백진희 연구원, 지정 논평을 맡아주신 장욱 박사님, 그리고 보고서 편집을 도와주신 주혜림 연구조원께 감사드립니다.

권세훈 sehoon@kcmi.re.kr 3771-0633

장정모 changjm@kcmi.re.kr 3771-0621

목 차

Executive Summary	iv
Abstract	ix
I. 서론	1
II. 조건부 자본의 개념 및 분류	5
1. 조건부 자본의 개념적 이해	5
2. 자동적 자본확충 방안으로서의 조건부 자본	9
3. 다른 건전성 규제 수단과의 비교	14
III. 조건부 자본의 증권설계	17
1. 일반적인 역전환채권의 구조	17
2. 규제 수단으로서의 조건부 역전환채권의 구조	20
IV. 조건부 자본의 사례 및 활용전략	31
1. 주요국의 조건부 자본 도입 관련 동향	31
2. 로이즈 은행 및 기타 금융회사들의 발행 사례	34
3. 시사점	41
V. 결론	45
참 고 문 헌	49

표 목 차

<표 II-1> 전환증권의 개념적 분류	8
<표 II-2> 다른 건전성 규제 수단과의 비교	16
<표 IV-1> 로이즈 은행의 조건부 자본 발행과 관련한 투자자의 옵션 ...	35
<표 V-1> 조건부 자본 발행 방식에 따른 비교	48

그 립 목 차

<그림 II-1> 신탁 발행 구조의 조건부 자본(Culp, 2009)	6
<그림 III-1> 역전환채권의 만기 Payoff 구조	18

약 어 표

ABC	Asset-Backed Capital Commitment
ABI	Association of British Insurers
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
Cat Bond	Catastrophe Bond
CB	Convertible Bond
CDS	Credit Default Swap
CoCos	Contingent Convertible Bonds
CPCT	Committed Preferred Custodial Trust
ECN	Enhanced Capital Notes
EPS	Earning Per Share
FASB	Financial Accounting Standards Board
FRB	Federal Reserve Bank
FSA	Financial Service Authority
GM	General Motors
LIBOR	London Inter-Bank Offered Rates
OSFI	Office of the Superintendent of Financial Institutions
PIBS	Permanent Interest Bearing Shares
PPDS	Profit Participating Deferred Shares
RCD	Reverse Convertible Debenture
S&P	Standard & Poor's
TCE	Tangible Common Equity
VWAP	Volume-Weighted Average Price

《 Executive Summary 》

- 글로벌 금융위기 이후 대형 금융회사들의 파산 및 구제금융이 이어지면서 각국 규제당국들은 사전적 자본건전성 강화 및 사후적 자본확충 방안의 필요성을 강조하고 있음

- 그러나 사전적 자본규제 강화는 자본비용 상승·경기증폭성·과대투자 등의 부작용이 있으며, 사후적 자본확충 지원은 도덕적 해이 외에도 신속성이 떨어지며 투자자 확보가 어렵다는 문제가 있음

- 이에 따라 보다 효율적인 새로운 건전성 강화 수단으로 조건부 자본(contingent capital)이 논의되고 있음
 - 조건부 자본이란 일정한 조건에 따라 새로운 증권이 발행되거나 기존 증권이 다른 증권으로 전환되는 기업금융수단으로 정의되며 다음 세 가지 형태를 고려할 수 있음
 - 평상시에 채권으로 발행되었다가 금융위기 발생 시 주식으로 전환되는 조건부 역전환채권 구조
 - 평소 금융회사가 보험료를 지급하고 위기가 발생하면 보험금을 지급받아 자본확충에 사용하는 자본보험 구조
 - 일정한 조건이 발생하면 금융회사는 자본확충 효과가 있는 증권을 발행하고 계약상대방이 이를 매입하는 조건부 자본확충 계약 구조 또는 풋옵션 구조

□ 조건부 자본을 도입할 경우 위기시 금융기관으로 하여금 정부의 지원 없이도 신속하게 자본을 확충하여 파산위험 및 재무적 곤경 비용을 줄일 수 있을 것으로 기대됨

□ 최근 논의에서는 역전환채권 구조만을 가리켜 조건부 자본으로 지칭하는 경향이 있음

— 역전환채권 구조는 후순위채권으로 발행되었다가 이후 일정한 조건(전환조건)에 따라 또는 발행자의 선택에 의해 주식으로 전환되는 것을 말함

- 기존에 보험회사 등이 사용해온 조건부 자본은 대부분 기업이 일정한 조건으로 투자자에게 증권을 발행할 권리를 가지는 풋옵션 구조임

□ 조건부 역전환채권(contingent reverse convertibles)은 “발행자 + 규제자 + 독립적” 전환증권의 개념을 결합한 새로운 형태의 역전환채권 구조로서 고려되고 있음

— 기업재무적 위험관리 효과(전환권을 발행자에게 부여), 금융안정 효과(전환조건을 규제 목적에 맞게 설정), 보험기능(독립적 기준에 따른 전환조건) 등을 동시에 추구함

— 전환조건, 전환가격, 전환 후 요구사항 등의 세 가지 사항이 핵심적인 증권설계 요소임

□ 전환조건(conversion trigger)은 독립적 사건만을 기준으로 할 것인지 혹은 규제자 개입을 허용할 것인지의 여부가 핵심적 쟁점 사항이 될 것으로 판단됨

— 시스템적 금융위기와 개별 금융회사의 단순한 재무적 곤란을 구분하기 위해서 규제당국의 개입이 전환조건에 포함되어야 한다는 의견이 있음

• 미국 의회에 제출된 안에도 규제자 개입을 허용하는 방안이 포함되어 있음

• 그러나 시스템적으로 중요할 수 있는 소규모 금융기관들의 자본조달 불확실성을 증가시키는 등의 부작용을 우려하고, 실제적인 효과를 의문시하는 의견도 있음

— 현재 발행 사례들은 주로 회계변수(예: 자본비율 등)를 기준으로 하고 있으나 시장변수(예: 주가 등)에 초점을 맞춘 방안들도 향후 사용될 것으로 예상됨

□ 전환가격 설계에 따라 조건부 역전환채권이 보통주로 전환되는 비율이 결정되는데, 크게 전환주식의 수를 고정하는 방법(fixed share par conversion)과 전환주식의 가치를 고정하는 방법(fixed dollar par conversion)이 있음

— 후자가 시장조작을 부추길 요인이 더 많다고 판단되나 보다 면밀한 연구와 실증분석이 필요함

□ 전환 후 요구사항은 전환 발생 시 강제적으로 이루어지는 일련의 조정 등을 말함

- 이사회나 경영진의 교체 혹은 새로운 조건부 역전환채권 발행 등을 의무화하는 조항을 생각해볼 수 있음

□ 현재 주요 발행 사례로는 영국의 Lloyds Banking Group과 Newcastle Building Society, 네덜란드의 Rabobank가 있음

- 로이즈 은행은 영국 정부 주도 하에 기존 증권과의 교환 방식을 택한 반면, 다른 두 건은 자발적으로 진행됨
 - 특히 Rabobank의 경우는 신규 발행임
- 세 경우 모두 성공적으로 발행되었으나, 투자자 수요 확보가 여전히 가장 큰 문제로 지적받고 있음
 - 적정가격 산정이 어렵고 회계 및 세제 측면의 복잡성으로 인해, 향후 시장형성 역시 쉽지 않을 전망이다

□ 평소 정상적 상황에서 시장 거래가 어렵다면 발행을 강제하는 국제적 규제 도입을 검토하는 것이 필요함

- 개별 국가 차원에서 규제를 도입하는 것은 해당 국가의 금융산업 경쟁력을 저하시키는 문제가 있음
- 국제적 규제가 도입되는 상황에 맞추어 적절한 공조정책 및 대응 방안을 마련하는 것이 필요함

□ 규제 도입 후에 적절한 투자자를 발견하기 어려워 시장형성이 곤란한 경우에는 국부펀드 등의 투자참여를 고려할 수도 있을 것임

— 금융회사 상호간 조건부 자본 보유는 바람직하지 못함

□ 로이즈 은행 사례와 같이 금융회사의 사후적 부실처리 수단으로 도입하는 방안은 국제적 규제의 도입 여부와 관계없이 검토해볼 수 있을 것임

□ 회계 및 세제 측면에서 조건부 자본은 역전환채권 구조의 특성으로 인해 부채 또는 자본의 간주 여부가 문제가 되므로 제도 도입의 취지에 맞는 지침이 마련될 필요가 있음

« Abstract »

The recent financial crisis illustrated the shortcomings of the regulatory capital requirements for financial institutions. In particular, the adequacy and utility of various financial instruments are being questioned as they failed to effectively absorb losses during the financial distress. One proposed reform is to have financial institutions issue contingent capital in the form of contingent reverse convertibles, which behave like normal debt and convert into common equity when a predefined event occurs.

As a market-oriented mechanism, contingent capital is supposed to provide financial institutions leverage in good times and capital buffer in bad times. It directly addresses many of the problems related to moral hazard and market discipline. If implemented properly, the adoption of contingent capital can encourage stronger risk-management. It is a potentially cost-efficient tool that can substitute for government bailouts in a financial crisis.

Contingent capital is not an ordinary hybrid security. It is difficult to gauge investors' appetite for contingent reverse convertibles. Firms will be reluctant to issue contingent capital. Designing contingent capital that is attractive to both sides in the market will be challenging. Moreover, it is not clear how an investor can price contingent reverse convertibles given that it is difficult to accurately measure the risk of conversion.

Given these obstacles, the issuance should be compulsory or the government should provide incentives to the financial institutions. Each approach has its own problems. When other nations do not adopt the contingent capital regulations, one nation's single-handed approach to compulsory issuance can severely erode its financial competitiveness. On the other hand, government subsidies lack political support since the primary purpose of contingent capital is to strengthen financial institutions' capital structure without implicit government support.

Under the circumstances, an internationally coordinated policy, rather than nation-specific regulation, is most desirable. As each nation has unique issues to deal with, it will not be easy to sort out those differences. Furthermore, the details need to be worked out. For example, questions arise as to whether interest payments on contingent reverse convertibles should be tax deductible for issuing firms.

It is also worthwhile to consider using contingent capital as an *ex-post* instrument. This can be easily implemented even without international endorsement. In fact, several firms issued contingent capital once their assets become distressed after the financial crisis.

For the next few years, regulators will be busy devising appropriate guidance regarding the regulatory capital structure in preparation for another possible financial crisis. Certainly, contingent capital will play an important role in this new environment.

I. 서론

- 글로벌 금융위기 이후 세계적인 대형 은행 및 금융회사들이 파산하거나 정부지원 혹은 국유화를 통한 구제금융 과정을 겪고 있음

- 사전적으로 자본건전성을 강화하며 사후적으로는 보다 효과적인 자본확충 방안이 필요하다는 공감대가 확산됨
 - 그러나 사전적인 자본규제 강화는 금융회사의 자본조달 비용을 상승시켜 금융소비자 부담 전가 및 금융경쟁력 약화를 초래할 수 있음
 - 뿐만 아니라, 불경기 시 금융회사는 자본 여유가 감소되어 대출을 감소시킴으로써 불경기를 더욱 심화시키는 경향이 있는데, 자본규제가 강화되면 이러한 경기중폭성(procyclicality) 문제가 더욱 심각해질 수 있음
 - 금융회사의 기업지배구조에 문제가 있는 경우에는 자본규제 강화가 과다자본 보유를 유도하여 과대투자(over-investment) 문제가 발생할 수도 있음
 - 한편, 위기발생 후의 사후적인 자본확충은 높아진 불확실성으로 인해 시장에서 투자자를 모집하기가 어렵고 증권 발행 등의 절차를 거쳐야 하므로 신속성이 낮음
 - 정부지원을 통한 자본확충은 금융기관의 도덕적 해이를 유발하고 정치적 문제를 야기할 소지가 있음

2 조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 이러한 문제의식 하에, 최근 미국 및 유럽의 은행감독기관들은 차후 금융위기 발생 시에 금융회사들의 자본확충이 자동적으로 이루어지는 수단으로 조건부 자본(contingent capital)을 고려하기 시작함
 - 조건부 자본은 위기 시 금융기관으로 하여금 정부의 지원 없이도 신속하게 자본을 확충할 수 있다는 장점을 지님
 - 2009년 11월 영국 재무부는 로이즈 은행(Lloyds Bank)에게 “Enhanced Capital Notes”라는 명칭으로 조건부 자본을 발행하도록 하였음
 - 아직은 원론적인 단계에 불과하나, 미국과 영국에서는 법안에 도입하려는 움직임이 있음

- 근래에 논의되고 있는 조건부 자본은 조건부 역전환채권(contingent reverse convertibles) 구조를 가지는 경우가 많음
 - 조건부 역전환채권은 평소에 부채로 기능하다가 금융위기 등의 특별한 상황에서 자기자본으로 자동적으로 전환되는 금융수단임
 - 조건부 자본의 개념 및 관련 논의는 기업금융수단으로서의 유래를 가지고 있으며, 훨씬 더 광범위하고 다양한 의미로 용어가 사용되었음
 - 주로 보험회사들이 사용하던 전통적인 의미의 조건부 자본은 조건부 역전환채권과는 다소 상이한 구조를 가지고 있음
 - 기업금융수단으로서의 조건부 자본은 개별 기업 차원의 자본 조달 및 위험관리에 일차적 목적이 있음

- 금융시스템 안정이라는 규제 목적에 부합되기 위해서는 조건부 자본이 적절한 형태로 변형되어야 함
 - 기업금융수단으로 이용되던 이전과는 달리 건전성 강화를 위한 규제 수단으로 활용되려면 발행자 및 투자자의 이해관계를 충분히 반영하지 못할 수도 있음
 - 투자자는 위험부담이 지나치게 큰 증권으로 인식하여 보다 높은 수익률을 요구하는 반면, 발행자의 입장에서는 과도한 자본비용 및 기존 주주의 지분희석을 회피하려는 유인이 발생함
 - 이로 인해 시장에서 거래가 형성되지 않을 가능성이 존재함

- 이에 본 보고서는 조건부 자본과 관련하여 제도의 설계 및 도입에 대한 핵심적인 논점들을 개관하고, 규제 수단으로서의 타당성을 검토하며 시사점 및 활용방안을 제시함
 - 이를 위해 조건부 자본의 개념적 분석뿐만 아니라 실제 발행 사례 및 제도적 도입 논의에 대해서도 함께 소개함

II. 조건부 자본의 개념 및 분류

1. 조건부 자본의 개념적 이해

- 조건부 자본(contingent capital)이란 일정한 조건에 따라 새로운 증권이 발행되거나 기존 증권이 다른 증권으로 전환되는 기업금융수단으로 이해할 수 있음

가. 풋옵션 형태의 조건부 자본

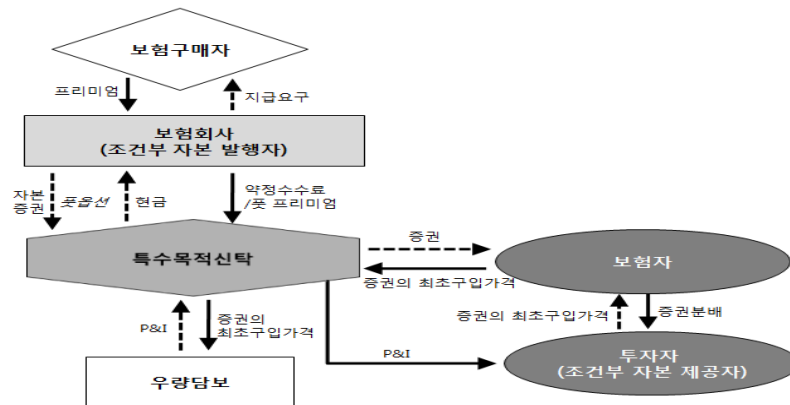
- 기존에 보험회사와 재보험회사 등이 사용해온 조건부 자본은 기업이 일정한 조건으로 투자자에게 증권을 발행할 권리를 가지는 구조임
 - 발행할 수 있는 증권이 채권인 경우는 조건부 부채(contingent debt), 주식인 경우는 조건부 자기자본(contingent equity) 등으로 지칭함
 - 조건부 자본의 개념적 구조는 풋옵션으로 이해할 수 있음
 - 조건부 자본을 발행하는 기업은 풋옵션을 매입(long)한 것이며, 조건부 자본을 매입하는 투자자는 풋옵션을 매도(short)한 것임
 - 풋옵션의 기초자산은 기업이 발행할 수 있는 증권임
 - 대부분의 조건부 자본은 정해진 기간 동안 언제라도 증권 발행이 가능한 구조를 지니므로 미국형 옵션으로 이해할 수 있음
 - 조건부 자본을 매입하는 투자자는 추후 기업이 증권을 발행하면 이를 매입하는 조건으로 약정 수수료를 얻게 됨

6 조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 보험회사와 재보험회사는 인수여력(underwriting capacity) 확충 방안으로 조건부 자본을 발행하였으나, 1990년대 후반 이후 기업고객을 위해 조건부 자본을 발행하는 증권인수자 역할을 하는 경우가 증가함
 - 예를 들어 재보험사인 스위스 리(Swiss Re)는 타이어 회사인 미쉐린(Michelin)에게 10년 만기 후순위채권을 리보(London Inter-Bank Offered Rates: LIBOR) 연동 금리로 5년 이내에 발행할 수 있는 권리를 부여하였음

- 투자자의 신용위험을 줄이기 위하여 추후 증권매입에 필요한 자금을 신탁에 위탁하는 방법을 택할 수 있음(<그림 II-1> 참조)
 - 조건부 자본의 발행 기업은 새로운 증권을 발행할 수 있는 풋옵션을 신탁으로부터 구입하게 됨
 - 신탁은 투자자로부터 독립적인 특수목적회사(special purpose entity)로 운영되며 투자자로부터 위탁된 자금은 무위험자산에 투자됨

<그림 II-1> 신탁 발행 구조의 조건부 자본(Culp, 2009)



- 신탁방식을 통해 이루어지는 조건부 자본은 보증보험회사(monoline insurance companies)들이 자주 이용하던 방식으로 크게 ABC (Asset-Backed Capital Commitment)증권과 CPCT(Committed Preferred Custodial Trust)증권으로 구분됨
 - 금융위기에서 보증보험회사들은 이들 조건부 자본에 대한 풋옵션을 행사하여 원래 의도대로 자금조달에 적극 활용하였음
 - 단, 자산손실이 예상 외로 큰 몇몇 보증보험회사의 경우에는 파산을 막는 데는 실패하였음

나. 전환증권 형태의 조건부 자본

- 전환증권의 기본적 구조는 기 발행된 선순위 증권이 이후 일정한 조건 하에서 후순위 증권으로 전환되는 것임
 - 후순위 증권이 선순위 증권으로 전환되는 구조는 제약 요인이 많음
- 전환증권의 대표적인 유형은 채권을 주식으로 전환하는 것인데, 이 경우 전환권리(전환조건)의 부여방식(구조)에 따라 다음의 <표 II-1>과 같이 개념적 구분이 가능함
 - 첫째, 전환권리를 투자자에게 부여하여 자본조달 금리를 낮추는 구조로 전환채권(Convertible Bond: CB)이 대표적인 예임
 - 대부분 전환증권이라고 하면 CB를 지칭하는 경우가 많음
 - 둘째, 전환권리가 발행자에게 부여되어 위험관리 효과가 있는 구조로 역전환채권(Reverse Convertible Debenture: RCD)이 대표적인

8 조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 셋째, 전환권리를 투자자나 발행자가 아닌 제3자, 예를 들어 규제자에게 부여하는 경우가 있음
- 마지막으로 특정 경제주체의 선택이나 재량이 아니라 객관적인 조건에 따라 자동적으로 전환되는 경우를 고려할 수 있음

<표 II-1> 전환증권의 개념적 분류

	전환조건	증권의 가격
투자자 전환증권	투자자 권리	투자자에게 유리하므로 가격 높음(저금리)
발행자 전환증권	발행자 권리	발행자에게 유리하므로 가격 낮음(고금리)
규제자 전환증권	규제자 권리	규제자 재량으로 인해 가격결정이 어려움
독립적 전환증권	객관적 기준	극단적 사건의 확률을 추정해야 하므로 가격결정이 어려움

- 금융위기 이후 주목을 받고 있는 조건부 자본 개념은 “발행자 + 규제자 + 독립적” 전환증권의 개념을 결합한 전환증권으로 이해할 수 있으며, 대표적인 예로 조건부 역전환채권(contingent reverse convertibles)이 있음
 - 발행자인 금융회사가 자본확충을 통해 위기상황을 극복하도록 돕는다는 점에서 발행자 전환증권과 유사한 목적을 지님
 - 그러나 개별회사의 이익보다는 금융시스템의 안정이라는 규제 목적에 부합해야 한다는 점에서 규제자 전환증권의 경우와 동일한 근본 취지를 지님

- 구체적인 전환구조를 설계함에 있어서는 발행자의 선택권과 객관적 기준을 결합한 이중적 전환조건(dual conversion trigger)을 함께 이용하는 것이 바람직하므로 독립적 전환증권의 면모도 함께 지님
 - 발행자의 선택권만 존재하는 경우 도덕적 해이 등 부작용의 소지가 많음
 - 규제자에게 재량적 전환권을 부여하는 것은 불확실성을 증대시키므로 바람직하지 않음

2. 자동적 자본확충 방안으로서의 조건부 자본

가. 금융위기와 조건부 자본 관련 논의

- 금융위기 이후 대형 금융기관의 파산 및 구제금융이 이어지면서, 사전적 자본건전성 강화 및 사후적 자본확충 방안의 필요성에 대한 공감대가 확산됨
 - 그러나 사전적인 자본규제 강화는 금융회사의 자본조달 비용을 상승시켜 금융소비자에게 부담을 전가시키고 금융경쟁력을 약화시킬 수 있음
 - 위기 시에는 금융회사의 자본량이 감소되어 대출여력이 저하되는 경향이 있는데, 자본규제가 강화되면 이러한 경향이 더욱 심화되어 경기중폭성(procyclicality) 문제를 유발할 수 있음
 - 금융회사의 기업지배구조에 문제가 있는 경우 자본규제 강화는 과다자본 보유를 유도하여 과대투자(over-investment) 문제가 발생할 수도 있음

10 조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 한편, 위기발생 후의 사후적인 자본확충은 높아진 불확실성으로 인해 시장에서 투자자를 모집하기가 어렵고 증권 발행 등의 절차를 거쳐야 하므로 신속성이 낮음
 - 정부지원을 통한 자본확충은 금융기관의 도덕적 해이를 유발하고 정치적 요소가 개입되어 비효율이 발생할 수 있음

□ 이러한 문제의식에서 출발하여, 최근 미국 및 유럽의 은행감독기관들은 차후 금융위기 발생 시에 금융기관들의 자본확충이 자동적으로 이루어지기 위한 수단으로 조건부 자본(contingent capital)을 고려하기 시작하였음

- 조건부 자본은 위기 시 금융기관으로 하여금 정부의 지원 없이도 신속하게 자본을 확충하여 파산위험 및 재무적 곤경 비용을 줄일 수 있다는 장점을 지닌 것으로 인식됨

나. 자동적 자본확충 방안의 유형

□ 자동적 자본확충 방안으로서 고려되는 조건부 자본의 구체적 형태는 다음 세 가지 유형으로 분류할 수 있음

- 조건부 역전환채권(contingent reverse convertibles) 구조: 채권으로 발행되었다가 금융위기 발생 시 주식으로 전환됨
- 자본보험(capital insurance) 구조: 평소에 보험료를 지급하다가 위기 시 보험금을 받아 자본확충에 사용함
- 자동적 자본확충 계약(capital topped up automatically) 구조: 일정한 조건이 발생하면 자본확충 효과가 있는 증권을 발행하고 계약상 대방이 이를 매입함

1) 역전환채권

- 후순위채권의 한 종류인 조건부 역전환채권은 미리 설정된 조건에 도달했을 때에 자동적으로 보통주로 전환되는 구조임
 - Flannery(2005)가 역전환채권 구조를 금융안정 수단으로서 조건부 자본에 활용할 것을 제안함
 - 기존 발행 증권에 대한 상환권리(콜 옵션)와 신규 발행 증권에 인수시킬 권리(풋 옵션)를 결합시킨 것으로 이해할 수 있음
 - 조건부 역전환채권은 일단 후순위채권의 형태로 발행되므로 그 발행 시점에 부채 성격의 자본조달이 이루어짐
 - 참고로 전환채권의 경우에는 채권(부채)에서 주식(자기자본)으로의 전환권리가 기업이 아닌 투자자에게 부여되어 있음

- 기업의 재무구조가 악화되어 부채를 줄여야 할 때 신속히 기업의 레버리지를 낮추는 역할을 할 수 있으나, 개별 회사 차원이 아닌 금융 시스템 차원의 금융안정성 목적에 부합되도록 전환구조를 변형하는 것이 가능한지에 대한 부정적인 견해가 있음
 - 부작용 완화를 위한 전환구조가 다양하게 논의되고 있지만 기본적으로 발행자와 투자자 모두의 이해에 반할 수 있는 규제 목적이 개입되므로, 자발적인 시장거래에 제약이 존재함

2) 자본보험

- 자본보험은 회사의 주가나 자본비율이 하락하는 등의 보험사건이 발생하면 보험금이 지급되어 자본확충에 사용되는 구조를 지님
 - 태풍이나 지진 등 자연재해가 대상인 재해채권(Catastrophe Bond: Cat Bond)과 유사한 구조임

12 조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 재해채권의 경우와 마찬가지로 자본보험의 보험료 산정이 어려운 한편, 재해채권의 경우와 달리 보험지급조건이 실현되는 과정에서 도덕적 해이나 조작 등의 부작용이 발생할 수 있음
 - 의미있는 자본확충 기제로 작동되기 위해서는 현재 재해채권 시장보다 훨씬 더 큰 규모의 시장이 필요함
- 정부 개입이 없는 자생적 시장형성은 한계가 있을 것으로 판단됨

3) 조건부 자본확충 계약

- 조건부 자본확충 계약은 일정한 조건이 발생하면 금융회사가 자동적으로 자본확충 효과가 있는 증권(예: 하이브리드 채권 등)을 발행하고 정부는 이를 매입하는 계약을 사전적으로 맺음
 - 조건부 자본확충 계약은 반드시 정부가 계약 상대방일 필요는 없으며 보험회사 같은 민간 경제주체도 가능함
 - 자본확충 효과가 있는 증권은 역전환채권이나 우선주 전환증권 등의 하이브리드 채권 형태를 지님
 - 발행조건은 거시경제지표나 주요 금융회사들의 대손상각의 합 등 관련지수의 악화 정도로 정할 수 있음

- 현재 논의되는 하이브리드 채권의 구조는 만기가 30년 정도의 우선주 전환채권임
 - 위기발생 시 우선주로 전환되면 배당의 우선권을 정부가 확보하여 공적자금을 충분히 회수할 수 있도록 함
 - 바젤 II 기준에 따르면 이들 하이브리드 채권은 기본자본(Tier I)으로 간주되며 기본자본 인정한도는 15~50% 수준임

- 향후 기본자본의 보통주 개념을 강화하는 방향으로 자기자본규제가 변경될 경우 기본자본으로 인정받지 못하게 되어 그 유용성에 제약이 발생할 수 있음

□ 조건부 자본확충 계약의 민간형태로 주주 마진콜(margin call) 제도를 고려해 볼 수 있음

- 금융회사의 가치 하락에 대응하여 기존 주주가 일정한 조건에 따라 자본금을 추가로 납입하도록 하는 제도로서 일반적으로 시장 조작 가능성에 매우 취약함
 - 마진콜 발동요건에 있어 객관적이며 즉시적인 가치산정이 가능한 구조가 갖춰져야 함
- 근래 신용파산스왑(Credit Default Swap: CDS)을 기준으로 한 구조가 주목을 받고 있음
 - 거래가 활발하여 가격의 정보반영도가 크다는 장점이 있으나, 특별한 상황에서 여러 부작용의 우려가 존재함
- 기존 주주의 자본 납입이 원활하지 못할 경우에는 궁극적으로 감독당국의 지분인수 등 정부개입이 불가피함

3. 다른 건전성 규제 수단과의 비교

- 조건부 자본 외에 현재 거론되고 있는 주요 건전성 규제 수단으로는 자기자본규제, 손실기금, 예금보험, 자본보험, 은행세 등이 존재함
 - 이들은 시점 및 시장친화성 등의 관점에 의해 비교 가능함(<표 II-2> 참조)
 - 아래의 표에서도 확인할 수 있듯이 조건부 자본의 가장 큰 장점은 시장친화성 외에도 증권설계가 탄력적이라는 데 있음

- 사전적인 규제 수단으로 분류되는 자기자본규제, 손실기금, 은행세의 경우 금융기관별 건전성 차이를 반영하기가 어렵다는 공통적인 문제를 내포하고 있음
 - 위험자산 및 자본의 구조를 제약하는 자기자본규제는 다른 규제 수단들에 비해 장시간 운영되어 왔기 때문에 제도적 불확실성이 상대적으로 낮음
 - 위험가중치 차별을 통해 금융회사별 위험도 및 건전성 차이를 반영할 수 있음
 - 그러나 바젤 I 과 II에 대한 비판에서 볼 수 있는 것처럼 현실적 한계가 아직도 많음
 - 손실기금은 사전적으로 기금을 각출할 때 각 금융회사별 건전성 차이를 반영하기 어렵다는 단점이 있음
 - 사전적으로 금융회사 건전성 차이에 따라 기금 각출을 달리하기는 어려울 것으로 판단됨
 - 그리고 위기상황 시 기금 사용 방법에 대한 합의를 마련하는 것이 과제임

- 현재 다양한 형태로 제시되고 있는 은행세의 경우 순부채의 크기에 비례해 세금을 징수하는 구조가 가장 많은 주목을 받고 있음
 - 이 경우 자기자본규제처럼 사전적으로 자본구조를 제약하는 효과가 발생함
 - 이 역시 구체적 설계에 따라 다르겠으나, 금융회사별 건전성 차이를 반영하기가 쉽지 않을 것으로 판단됨
 - 더구나 손실기금과 은행세는 비시장적인 요인이 많아 신중한 접근이 필요함
- 사후적인 규제 수단으로 분류되는 예금보험과 자본보험의 경우 증권설계 시 실제적인 어려움이 많을 것으로 판단됨
- 예금보험은 비예금·비은행 금융기관에 대해 적용되지 않으므로 전체 금융시스템 안정이라는 정책적 관점에서 효용성이 떨어짐
 - 적용대상도 예금에 한정되거나 사전에 정한 일정한 유형의 증권에 한정됨
 - 자본보험의 경우 부채발행과 동시에 이루어진다면 본질적으로 조건부 자본과 동일한 경제적 실질을 가짐
 - 단, 보험계약의 형식을 취할 경우 더욱 엄격한 법률적 제약이 부과될 수 있으므로 증권설계 측면에서 조건부 자본이 더 유리할 것으로 판단됨

<표 11-2> 다른 건전성 규제 수단과의 비교

	시점	시장친화성	증권설계
자기자본규제	사전적	보통	—
손실기금	사전적	비시장적	—
은행세	사전적	비시장적	—
예금보험	사후적	보통	일정 유형만 가능
자본보험	사후적	시장기제 활용	상대적으로 제약적
조건부 자본	사전적/사후적	시장기제 활용	상대적으로 탄력적

III. 조건부 자본의 증권설계

1. 일반적인 역전환채권의 구조

□ 역전환채권의 기본적인 형태는 후순위채권으로 발행되었다가 이후 일정한 조건(전환조건)에 따라 또는 발행자의 선택에 의해 주식으로 전환되는 구조임

— 기본구조는 만기에 발행회사 주가가 일정수준 이상이면 정상적으로 채권이 상환되고, 주가가 그 이하로 하락하면 채권이 상환되는 대신 주식전환이 이루어짐

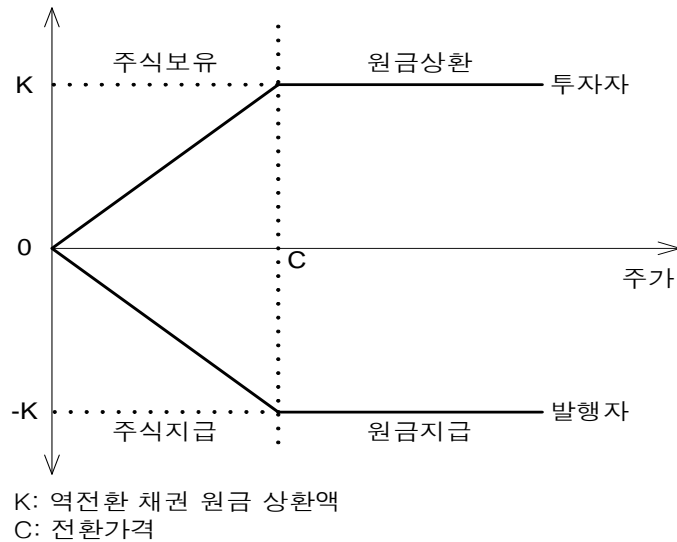
- 주가가 하락하는 경우에는 회사 경영이 어려울 때가 많은데, 이 때는 주식전환이 이루어져 채권 상환 부담을 없애고 자본 확충 효과를 얻음
- 주가가 상승하는 경우에는 주식전환을 불허하여 기존 주주의 지분이 희석되는 것을 방지함

□ 역전환채권의 발행자인 기업 입장에서는 일반적인 후순위채권에 더해 후순위채권을 상환할 수 있는 콜옵션과 주식을 발행할 수 있는 풋옵션을 결합시킨 증권으로 이해할 수 있음

— 단, 후순위채권 상환 콜옵션과 주식 발행 풋옵션은 각기 분리되지 못하고 결합적으로만 행사 가능함

- 기업이 전환옵션을 행사하면 풋옵션 행사에 의해 주식이 발행되고, 콜옵션이 행사되어 주식발행대금으로 후순위채권을 상환하는 구조로 이해 가능함

<그림 III-1> 역전환채권의 만기 Payoff 구조



- 역전환채권을 매입하는 투자자 입장에서는 기초자산인 주식을 미리 보유한 상태에서 주식 콜옵션을 발행하는 것, 즉 커버드 콜(covered call)전략과 유사한 구조임
 - 일반 채권보다 역전환채권 이자율이 높으므로 투자자는 콜옵션의 발행자로서 이자율 차이만큼 옵션 프리미엄을 받는 것으로 이해 가능함
 - 주가 상승 시에는 만기까지 전환이 발생하지 않고 채권이 상환될 것이므로 투자자는 프리미엄만 얻은 상태에서 포지션이 정리된 것으로 이해 가능함
 - 역전환채권 발행 기업(주식 콜옵션의 매입자)이 주식 콜옵션을 행사해 투자자(주식 콜옵션 매도자)로부터 주식을 받은 것으로 이해 가능함

- 주가 하락 시에는 중도 전환이 발생하므로 투자자는 주식을 보유한 상태에서 포지션이 정리된 것으로 이해 가능함
 - 기업이 만기까지 주식 콜옵션을 행사하지 않아 결국 투자자는 주식을 보유한 상태에서 거래가 종료된 것으로 이해 가능함

- 역전환채권은 전환채권과 달리 전환권이 발행자에게 부여되므로 이자율이 높다는 단점이 있는데, 불필요하게 높은 이자율 부담을 낮추기 위해 전환권을 적당한 수준에서 제약하는 것이 바람직함
 - 전환권을 제약하는 가장 일반적인 방식은 이중적 전환조건(dual conversion trigger)을 사용하는 것임
 - 이중적 전환조건의 대표적인 예로 knock-in 구조가 있음
 - 설명을 위해 예를 들어 전환가격 대비 80%수준에서 knock-in 수준이 정해졌다고 가정함
 - 만약 만기 시점에 주가가 전환가격 이상이라면 정상적으로 채권을 상환하고 주식전환은 이루어지지 않음
 - 만약 만기 시점에 주가가 전환가격 이하라면 그 동안 주가가 knock-in 수준 이하로 하락한 적이 있는지 여부에 따라 결과가 달라짐
 - 즉 만기 이전에 주가가 knock-in 수준 이하로 하락한 적이 없다면, 비록 만기에 주가가 전환가격 이하라 할지라도 채권은 정상적으로 상환되고 주식전환은 이루어지지 않음
 - 그러나 만기 이전에 주가가 한번이라도 knock-in 수준 이하로 하락한 적이 있고 만기에 주가가 전환가격 이하라면, 채권상환 대신 주식 전환이 이루어짐

2. 규제 수단으로서의 조건부 역전환채권의 구조

- 금융회사에 대한 규제 수단으로서 거론되고 있는 조건부 역전환채권은 일반적인 역전환채권과는 다른 구조를 가지고 있음
 - 개별 기업 차원의 가치극대화가 아니라 전체 금융시스템 차원의 안정성을 추구하기 때문임
 - 조건부 역전환채권은 전환조건, 전환가격, 전환 후 요구사항 등의 세 가지 요소를 통하여 그 구조를 파악할 수 있음
 - 그 외에 실제 도입 시 회계 및 세제 측면의 고려사항 등을 검토해 볼 수 있음

가. 전환조건(Conversion Trigger)

- 조건부 역전환채권의 전환조건은 독립적 사건 기준 혹은 규제자 개입 허용 여부와 회계변수(예: 자본비율 등) 혹은 시장변수(예: 주가 등) 기준의 선택문제가 핵심적 쟁점 사항임
- 독립적인 전환조건은 주로 자기자본비율이나 주식의 시장가격이 일정 수준 이하로 떨어지는 경우 등을 말함
 - 영국의 로이즈 은행 사례에서는 Core Tier 1 비율이 5% 이하로 떨어지는 경우를 전환조건으로 설정하였음
 - Flannery(2005, 2009a, 2009b)는 주식의 시장가격과 부채의 장부가격 비율이 일정한 수준보다 낮은 경우를 독립적인 전환조건으로 예로 제시하였음

- McDonald(2010)는 현재 주가 수준만을 고려하여 전적으로 시장에 의존하는 방법을 선호함
 - 회계상의 인위적인 조정을 방지하기 위하여 자본이나 부채 비율을 사용하는 것을 경계함
 - 자본량 변화는 분기마다 계산되므로 은행의 재정상태가 빠르게 악화되는 경우에는 제대로 된 지표로 작동하기 어려움
 - 주식의 시장가격만으로는 시스템 위기 판단이 어려울 수 있으므로 시장 전체를 반영하는 지표도 함께 고려할 것을 제안함

- 로이즈 은행 사례에서처럼 전환조건이 Core Tier 1 비율 등 회계적 조정이 가능한 지표를 이용하는 경우에는 은행의 실제 재무상태를 파악하지 못할 수 있음
 - 금융위기에서 Citi는 Tier 1 비율이 7% 이하로 내려간 적이 없음에도 불구하고 정부의 구제 금융 대상이 되었음
 - 2008년 12월, Citi가 보유한 자본이 약 2,000억달러로 회계상 전체 자산의 1% 정도로 떨어졌을 때에도 Tier 1 자본비율은 약 11.8%였음

- Tier 1 비율보다 효과적인 전환조건 기준으로는 지불위험에 처했을 때 상대적으로 유용하지 않은 자산으로 여겨지는 우선주와 무형자산(예: 영업권 등)을 제외하여 산출되는 유형자기자본비율이 있음(Duffie, 2009)
 - 유형자기자본비율은 유형자산(tangible assets)에 대한 유형자기자본(Tangible Common Equity: TCE)의 비율임
 - 2008년 말 Citi의 유형자기자본은 310억달러에 불과하여, 유형 자기자본비율은 대략 1.5% 정도였음

- 이들 방법은 기본적으로 효율적인 시장을 가정한다는 한계점을 지님
 - 주가조작이나 비이성적 판단이 개입되는 경우 문제가 발생할 수 있음
 - 주가조작은 부당하게 부를 주주에서 채권자로 옮기는 결과를 초래할 수 있음
 - 채권자가 거짓 정보를 유포하거나 주식을 공매도하여 주가를 하락시킬 수 있다면 부당한 수익을 얻게 됨
 - 특히, 공매도의 경우는 전환 후에 매도 포지션(short position)을 취해야한다는 부담감 없이 매도 포지션을 주식에 의해 커버할 수 있기 때문에 이상적임

- 채권이 의무적으로 주식으로 전환될 경우에 주가가 떨어지는 경향을 보인다는 기존 연구결과가 있으나, 규모가 큰 금융기관에 대해서는 그러한 가능성이 높지 않다는 연구가 있음(Flannery, 2009b)
 - 하지만 금융위기에는 대형 금융기관들의 주가가 연쇄적으로 하락하는 현상(death spiral effect)이 발생하였으며, 이를 단기적 매도의 결과로만 보기는 어렵다는 지적도 있음(Vermaelen and Wolff, 2010)
 - 주주의 이익 극대화가 목적인 경영자의 입장에서는 주가희석의 위험을 증가시키는 채권의 발행을 달가워하지 않을 것임
 - 주가가 희석된다고 기업의 부도가 발생하지는 않으나, 규제자가 의도하지 않았던 부의 이전이 주주에게서 채권 보유자에게로 발생함
 - 강제성을 띠지 않는다면 공급 측면에서도 발행 유인이 없을 가능성이 있음

- 시장가격을 반영하는 모든 방안은 시장의 효율성과 직접적으로 연관되므로, 위의 문제들은 주가를 전환조건의 기준으로 삼는 경우에만 국한된 것이 아님
 - 시장가격을 이용하는 전환조건에서 발생하는 문제점을 최소화하는 전환가격이나 전환 후 요구사항 등을 수립하는 것이 필수적임
 - 정보의 신속한 반영이라는 차원에서는 시장가격을 반영하지 않는 것은 곤란하다고 판단됨
 - 연쇄적인 주가급락 현상(death spiral effect)은 주가의 평균을 이용한 전환조건을 이용하여 그 영향을 약화시킬 수 있음
 - 예를 들어, 직전 20영업일 증가의 평균을 전환조건으로 설정하면 특정일의 주가가 전환조건에 미치는 영향이 1/20로 감소함

- 이와는 별도로 독립적인 전환조건 외에 규제자의 의견이 반영되도록 전환조건을 추가하는 방안이 제안됨(Squam Lake Working Group, 2009)
 - 시스템적 금융위기와 개별 금융회사의 단순한 재무적 곤란을 구분하기 위하여 규제당국이 조건부 역전환채권의 전환여부를 결정할 수 있어야 한다는 의견이 있음
 - 독립적인 전환조건만 존재한다면 금융회사의 손실이 큰 경우에 자동적으로 전환이 발생할 것임
 - 이는 조건부 역전환채권이 보통주의 역할만을 하게 되어 부채로서 경영진에 대해 가지는 감시기능이 축소될 수 있음
 - 독립적 전환조건을 충족한 상황에서 금융시스템이 시스템적 위기를 겪고 있다는 규제당국의 발표가 있을 시에만 조건부 역전환채권이 전환될 수 있도록 함

- 위와 같이 추가적으로 규제당국의 발표를 도입하는 방안에 대한 실제적인 효과를 의문시하는 목소리도 적지 않음
 - 시스템적으로 중요할 수 있는 소규모의 금융기관들의 자본조달에 불확실성을 크게 증가시킬 수 있음
 - 투자자들은 이들 소규모 금융기관들이 재무적 곤경에 빠졌을 때 규제당국이 어떻게 행동할 것인지에 대해 예상할 필요가 있음
 - 이는 자본조달 시 가격선정에 불확실성을 증가시키는 요소로 작용할 수 있음
 - 규제당국이 시스템적 위기라고 공표하는 것을 마지막까지 연기할 수 있는 유인이 충분히 존재할 수 있음

나. 전환가격(Conversion Price)

- 전환조건이 충족되어 조건부 역전환채권이 보통주로 전환되는 경우 전환되는 채권과 보통주의 비율은 전환가격에 의해 결정됨
 - 전환이 발생하기 이전인 계약 시점에서 전환가격을 결정하는 경우와 전환조건이 충족된 시점에서 전환가격이 결정되는 두 가지 경우를 고려할 수 있음

- 간단한 예로 현재 주가가 100달러일 때, 주가가 50달러 미만으로 하락하면 전환되는 조건부 역전환채권이 1,000달러의 규모로 발행되는 상황을 고려함
 - 계약 시점에서 고정된 전환가격(fixed price)을 이용하는 방법과 전환 시 주가(current price)에 맞추어 변동하는 방법을 선택할 수 있음

- 전환가격이 고정되는 경우, 예를 들어 전환가격이 50달러로 고정되면 전환되는 주식 수도 20주로 고정됨
 - 일반적으로 정확한 전환시점을 포착하는 것이 어려우므로 주가가 50달러 미만일 때 전환될 경우, 채권 보유자가 얻게 되는 주식의 총 가치는 1,000달러 미만이 될 것임
 - 구체적으로 주가가 48달러인 상황에서 전환이 이루어지면 보유 주식의 총 가치가 960달러에 불과함
 - 주식수가 고정되므로 이하 fixed share par conversion으로 표기

- 전환가격의 변동을 허용하여 전환조건과 동일한 가격으로 설정하는 방법을 생각해볼 수도 있음(Flannery, 2005)
 - 전환시점에서 주가가 48달러이면 채권 보유자는 $1000/48 = 20.833$ 의 주를 받게 됨
 - 이 경우 주식의 총 가치는 언제나 1,000달러가 확보됨
 - 가치가 고정되므로 이하 fixed dollar par conversion으로 표기

- 전환가격의 고정(fixed share par conversion)보다 전환가격(fixed dollar par conversion)을 변동시키는 방법이 시장조작을 부추길 요인이 더 많다고 여겨짐
 - 전환가격을 변동시킬 경우 채권 보유자는 전환 시 얻게 되는 주식의 수를 증가시키고자 주가하락을 더욱 부추길 유인이 존재함
 - 전환주식의 수가 많아질수록 지분율이 증가하므로 채권자의 기업지배권 및 영향력이 증가하기 때문임

- 전환으로 인한 주주가치 희석이 클수록 주가가 더 하락하고, 이로 인해 전환이 다시 일어나는 악순환이 발생할 가능성도 더 크다고 판단됨
 - 이러한 현상을 일명 연쇄적인 주가급락(death spiral)이라고도 지칭함
- 앞서 설명한 부작용을 완화할 수 있는 대안으로 일정 기간 동안의 주가 평균치를 사용하는 것을 고려할 수 있으나, 이는 또 다른 시장조작을 부추길 가능성이 있음
 - 위기상황에서는 주가가 연속적으로 하락하는 경우가 많은데 이전 기간 동안의 평균가격을 전환가격으로 정하면, 전환가격이 전환시점의 주가보다 상당히 높은 수준일 수 있음
 - 이 경우 기존 주주의 이해를 대변하는 경영진은 의도적으로 전환조건을 가까스로 충족시켜 주주들에게 유리한 조건으로 전환이 이루어지도록 할 유인이 있음
 - 경영진이 전환조건을 충족시키기 위해 취하는 조작적 행태의 대표적인 예는 위험자산을 대량으로 매입하여 자기자본비율을 저하시키는 것임
 - 이러한 상황에서 전환이 이루어지면, 부채의 원리금 상환이 면제되는 대가로 채권자에게 지급하는 전환주식의 수가 시가를 기준으로 하는 경우보다 적어져 지분희석 부담이 낮음

□ 따라서 Squam Lake Working Group(2009)은 전환가격을 고정하는 방법인 fixed share par conversion의 채택을 제안함

- 연쇄적인 주가급락(death spiral) 외에도 경영진의 전환 유도 유인을 크게 감소시킬 수 있음

- 주가의 하락 폭이 과도하지 않는 한 새롭게 발행된 주식의 가치가 채권보다 크게 낮을 가능성이 적으므로, 이전과는 달리 의도적으로 전환을 유도하려는 유인이 감소할 것임

— Flannery(2009b)는 이 제안이 다른 종류의 시장조작을 발생시킬 수 있다고 경고함

□ 전환가격을 전환조건으로부터 분리하여 변동시키는 방안도 고려해 볼 수 있음(Vermaelen and Wolff, 2010)

— 전환가격을 전환조건보다 아주 낮게 설정하며, 전환 후에 기존 주주가 조건부 역전환채권의 보유자로부터 주식을 살 수 있는 권리(콜 옵션)를 부여함

- 주식 매입 가격은 전환가격과 동일하게 함

□ 콜옵션의 추가적인 부여는 이론적으로는 주가조작 등에 의한 손실을 입는 문제를 해결할 수 있음

— 전환가격이 전환조건보다 상당히 낮게 설정되어 있기 때문에 주주에게 콜옵션을 행사하거나 부채를 갚는 것에 대한 강력한 보상이 될 것임

- 동시에 부채의 위험을 감소시키고, 고정수입을 요구하는 투자자들에게 시장성을 확보하게 될 것임

□ 현재 학술적인 관련 연구들이 활발히 진행되고 있는 가운데 전환가격에 대한 여러 가지 제안들이 있으나, 보다 자세한 연구와 규제 측면에서의 정밀한 분석이 요구됨

다. 전환 후 요구사항 등

□ 여러 종류의 전환 후 요구사항이 존재할 수도 있음

— 전환 후 요구사항이란 조건부 역전환채권이 전환되는 경우 일련의 조정이 강제적으로 이루어지는 것을 말함

- 예를 들어 전환되는 조건부 역전환채권의 액수가 일정 수준 이상이면 이사회나 경영진의 교체를 의무화하는 것임
- 전환된 채권을 대체하기 위하여 일정 기간 내에 새로운 조건부 역전환채권의 발행을 의무화하는 경우도 가능함

□ S&P(Standard & Poor's)는 조건부 역전환채권의 현실적인 어려움에 대하여 지적하였음

— 조건부 역전환채권이 위기상황에서 적절한 시기에 자본으로 전환되어 은행에 재정적인 도움을 줄 수 있을지, 전환된 자본만으로 은행에 충분한 자본을 제공할 수 있을지에 대해 우려를 표명함

- 이는 조건부 역전환채권의 보유비율이 은행에 충분한 자본을 제공할 수 있는가의 문제와 직접적으로 연관됨

— 로이즈 은행 사례와는 달리 시장에 도입되면 수요 부족이 예상됨

- 적정가격 산정이 어렵고 실제 투자자의 수요가 예측 불가능한 상황에서 시장이 형성될 수 있을지에 대하여 의문시됨

라. 회계 및 세제 측면의 고려사항

- 역전환채권 구조 자체의 특성으로 인해 조건부 자본은 회계 및 세제 측면에서 부채 또는 자본의 간주 여부가 문제가 되므로 제도 도입의 취지에 맞는 지침이 마련될 필요가 있음
 - 조건부 자본 규제가 금융회사의 부담을 가중시킬 수 있으므로 되도록 회계와 세제 측면에서 이러한 부담이 완화될 수 있도록 제도를 정비하는 것이 바람직함
 - 조건부 자본은 전환 이전까지 기본적으로 부채로 인정하여 세제상 이자비용을 손금으로 인정하되 자기자본규제나 주당순이익(Earning Per Share: EPS) 산정 시 일정한 혜택을 제공할 필요 있음
 - 미국 자동차 회사인 GM(General Motors)은 회계기준의 변경으로 인해 EPS 수치가 하락할 것을 우려해 전환권을 포기한 사례가 있음
 - 2000년에 미국 시장에 등장한 역전환채권은 회계 측면의 혜택으로 인해 미국 시장에서 인기를 얻음
 - GM은 2004년 당시 80억달러 이상의 역전환채권을 발행하여 시장에서 최대의 역전환채권 발행자로 알려졌음
 - 미국 회계기준위원회(Financial Accounting Standards Board: FASB)는 2004년 7월 역전환채권에 관한 새로운 회계처리 방안을 발표했는데, 이에 따르면 EPS 계산 시 역전환채권을 주식으로 간주하므로 역전환채권 발행회사의 EPS 수치가 하락함
 - GM은 연말에 새로운 기준이 적용되어 EPS 수치가 대폭 하락할 것을 우려하여 전환권을 포기한 것임

IV. 조건부 자본의 사례 및 활용전략

1. 주요국의 조건부 자본 도입 관련 동향

- 미국 상원과 하원에서 각각 제출된 법안인 Restoring American Financial Stability Act of 2010과 Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009에서는 모두 조건부 자본을 규제 수단에 포함하고 있음
 - 지정된 금융회사들이 다음과 같은 위기상황에서 주식으로 전환되는 장기 하이브리드 채권을 일정 수준 이상 유지할 것을 강제화하고 있음
 - 해당 금융회사가 규제당국에서 설정한 건전성 기준(prudential standards)을 충족시키지 못하였을 때
 - 미국 금융시스템의 안정에 미치는 위협이 커서 주식 전환이 불가피하다고 규제당국이 판단하였을 때
 - 미국 연방준비제도 이사회(Federal Reserve Bank: FRB)의 감독을 받는 비은행금융회사와 시스템적으로 중요하다고 판단되는 은행 지주회사에 대하여 조건부 자본 발행을 의무화함
 - 상세한 기준은 추후 시스템 위험 위원회(Systemic Risk Council, 이하 위원회)에서 설정

- 위원회의 보고서 발표 후 FRB가 조건부 자본에 대한 규제를 시행하며 의회에 보고하도록 되어 있음
 - 상원안에서는 법안 통과 후 2년 내에 위원회가 보고서를 제출할 것을 명시함

- 반면 하원안에서는 법안 통과 후 6개월 내에 보고서 제출을 의무화하고 있음

□ 상원에서 제출된 법안에 따르면 위원회의 보고서는 다음과 같은 내용들을 포함하도록 함

- 조건부 자본의 도입 효과 평가
 - 구체적으로 금융회사의 건전성 개선 효과, 미국의 금융시스템 안정성 증진 효과, 미국 납세자들에 대한 위협 감소 효과
- 조건부 자본의 최소보유량과 전환조건 등 구체적 특성 평가
- 조건부 자본 발행으로 인한 거시적 영향 평가
 - 구체적으로 금융회사의 부담 및 부채구조에 대한 영향, 자본시장에 미치는 영향, 기타 경제적 영향
- 금융회사의 국제적 경쟁력에 대한 영향 평가 및 규제 도입의 국제적 협력 가능성 분석
- 규제의 실제 도입 시 세부적 고려사항

□ 영국은 미국과 비슷한 형태의 조건부 자본 도입을 고려하고 있음

- 2009년부터 영국 금융감독청(Financial Service Authority: FSA)과 영란은행 등에서 discussion paper 등을 통한 적극적인 검토가 이루어지고 있음
- 실제 정책적 사례로 2009년 11월 로이즈 은행에서 ECN(Enhanced Capital Notes)를 발행하였음

- 캐나다는 시스템적으로 중요한 금융기관 및 대형은행이 embedded contingent capital을 발행할 것을 제안하였음
 - 조건부 자본이 다음과 같은 상황에서 주식으로 전환되도록 설정함
 - 해당 은행이 파산위기에 처했다고 규제당국이 판단할 때
 - 정부가 해당 은행의 주식을 매입할 수 밖에 없을 때
 - 캐나다 연방 금융감독청(Office of the Superintendent of Financial Institutions: OSFI)은 embedded contingent capital을 은행세의 대안으로 주장하고 있음
 - 2010년 7월 바젤은행감독위원회(Basel committee on Banking Supervision: BCBS)에서 논의주제로 채택될 것을 제안하고 있으며, 캐나다 단독으로 추진할 가능성은 크지 않다고 판단되고 있음

- 캐나다 연방 금융감독청은 공적자금 없이 보통주가 증가될 수 있도록 모든 새로운 영구우선주(non-common Tier 1)와 후순위채권(Tier 2 Capital)에 대해 금융위기에 보통주로 전환되는 특성을 포함하도록 제안함
 - 조건부 자본이 상당량이 되지 않으면 효과적이지 않을 것으로 판단하고 있음
 - 앞으로 발행될 모든 영구우선주와 후순위채권에 전환 특성을 포함하게 함

2. 로이즈 은행 및 기타 금융회사들의 발행 사례

가. 로이즈 은행(Lloyds Bank)

- 2009년 11월 영국의 로이즈 은행은 조건부 자본의 발행을 포함한 추후 자금조달 계획을 발표
 - 미국 서브프라임 사태로 시작된 금융위기로 로이즈 은행의 재무 상태가 크게 악화되어 자금조달을 계획함
 - 조건부 자본의 경우 ECN으로 불리며 조건부 역전환채권의 형태를 띠고 있음
 - 금융위기 이후 조건부 자본을 활용한 자금조달의 사례는 거의 전무한 현재, 실제로 발행한 사례로 상당한 주목을 받았음
 - 자금조달 총예상액인 225억파운드 중에서 135억파운드는 기존 보통 1주당 1.34주를 할당하는 증자를 실시하며 나머지 90억파운드는 조건부 자본 등의 발행을 통해 조달할 방침으로 알려짐

- 로이즈 은행의 조건부 자본 발행은 기존 증권과의 교환을 통해 이루어지는 것이 특징임
 - 기존 증권은 액면가 122.3억파운드 상당의 Tier 1 증권과 42.6억 파운드의 upper Tier 2 증권으로 구성
 - 이 증권 소유자들은 다음의 세 가지 중 선택할 수 있게 됨 (표 <IV-1> 참고)

**<표 IV-1> 로이즈 은행의 조건부 자본 발행과 관련한
투자자의 옵션**

액면가격 상당분의 조건부 역전환채권과 교환 (상한은 70억파운드(미국 외 투자자) ¹⁾ 와 9.85억달러(미국인 투자자 등)
액면가격 이하에서 신규 발행되는 보통주와 교환(15억파운드) ²⁾
교환을 하지 않고 기존 증권 보유

주 : 1) 당초 상한액은 55억파운드였지만 조건부 자본에 대한 초과수요가 예상보다 커서 70억파운드로 상한액을 조정함
 2) 로이즈 은행의 판단에 따라 현금 혹은 CoCos(Contingent Convertible Bonds)가 포함되는 경우도 있으나 미국 투자자들은 이들에 대한 선택 권리가 인정되지 않음
 자료: 로이즈 은행의 발표자료

- 미국인 투자자를 제외한 기존 증권 소유자의 경우 2009년 11월 20일을 기한으로 조건부 자본 혹은 보통주와의 교환신청이 마감되었음
 - 신청규모는 기존 증권의 액면잔고기준으로 125.1억파운드로 기존 증권 전체(142.9억파운드)의 87.5%에 달함
 - 조건부 자본은 상한인 70억파운드에 근접한 69.9억파운드를 발행하기로 결정됨
 - 기존 증권 17.9억파운드는 14.8억파운드 상당의 보통주로 교환하도록 하여 합계 87.8억파운드분의 신청에 응하기로 함
 - 또한 12월 7일 마감이었던 미국인 투자자에게는 상한액인 9.85억달러 상당의 조건부 자본을 발행하기로 하였음

- 기존 증권 소유자가 조건부 자본과의 교환에 대해 높은 수요를 보인 배경에는 EU위원회 및 영국 정부와의 합의에 기초하여 로이즈 은행이 기존 증권을 포함함 하이브리드¹⁾ 증권에 대해 2010년 1월부터 2년간 금리·배당 지급을 중지한다는 방침도 작용한 것으로 보임
 - 로이즈 은행의 조건부 역전환채권은 lower Tier 2 증권으로 분류되는 후순위채권 형태이며, 만기상한은 10~15년 정도로 설정되어 있음
 - 교환대상인 기존 증권의 금리·배당률보다 1.5~2.5% 높은 수준으로 금리가 설정되며 금리지급은 2010년 이후에도 계속될 예정임

- 로이즈 은행의 조건부 자본이 보통주로 전환되는 요건은 다음과 같음
 - 연차보고서나 반기보고서 등 최신 재무자료에서 그룹 전체 Core Tier 1 비율의 5% 미만이 되는 경우를 전환조건으로 정함
 - 전환은 발행기관이나 투자자의 의사와는 상관없이 강제적으로 실시되며, 실제 시행되면 Core Tier 1 비율의 상승효과는 1.6%로 추정²⁾
 - 2009년 6월 말 시점, 로이즈 은행의 Core Tier 1 비율은 6.3%이며 이번 주주할당 증가의 효과를 감안하면 8.6%로 증가

- 보통주에의 전환가격은 초기 값이 59.2093펜스로 설정되었으며 2009년 11월 11~17일 간 영업일 5일에 대한 보통주의 매매가 가중평균 (Volume-Weighted Average Price: VWAP)은 89.7246펜스임
 - 135억파운드의 할당증가 효과를 조정하여 산출한 숫자가 59.2093펜스이며 향후 적절한 시기에 로이즈에 의해 수치조정이 이루어질 예정

1) 강제지불조항이 포함되어 있는 하이브리드 증권은 제외대상임
2) 2009년 6월 말 기준 재무상태에 기초하여 로이즈 은행 자체에서 추정된 수치

- 2010년 3월 현재, 신용평가사들은 로이즈 은행의 조건부 역전환채권에 대한 신용평가등급³⁾을 BB/Ba2/BB로 평가하고 있으며, 이는 로이즈 은행의 기존 신용평가등급인 A+/Aa3/AA-에 크게 못 미치는 수준임
 - 이와 같은 디스카운트에는 현시점에서 전환조건이 발생할 가능성이 낮지만 보통주로의 전환이 이루어질 경우 투자자 손실이 크다는 것을 염두에 두고 있다고 판단됨

- 로이즈 은행의 조건부 자본 발행과 관련하여 향후 채권지수에 조건부 역전환채권 등을 포함시킬 것인지에 대한 논의도 주목받고 있음
 - 현재 Bank of America는 당사의 채권지수 산출대상에 로이즈 은행의 조건부 역전환채권을 포함시키지 않고 있음
 - 반면, 주식에의 전환조항이 달려있는 다른 채권은 이미 지수의 산출대상에 포함되어 있음
 - 영국보험인협회(Association of British Insurers: ABI)의 반발로 인해 기존 방침과는 달리 산출대상에서 제외하였다고 알려짐
 - 산출대상에 포함시킬 경우 이들의 투자대상에도 로이즈의 조건부 역전환채권이 들어가야 함
 - 이들의 반발은 조건부 자본을 기존의 채권이나 하이브리드 증권과는 다른 별개의 대상으로 간주한다고도 해석할 수 있음

3) 신용평가등급은 S&P, Moody's, Fitch 순서임

나. 뉴캐슬 주택대부조합(Newcastle Building Society)

- 2010년 4월 영국의 뉴캐슬 주택대부조합(이하 뉴캐슬)은 자본 포지션을 강화하기 위하여 채권자들과의 합의를 발표하였으며 이들 합의는 2010년 5월에 완료되었음
 - 뉴캐슬은 후순위채권과 PIBS(Permanent Interest Bearing Shares) 보유자들과의 자본합의를 통하여 자본 포지션을 강화할 수 있을 것으로 기대함

- 자본합의의 구체적인 내용과 전환조건은 다음과 같음
 - 뉴캐슬의 Core Tier 1 자본비율이 5% 이하로 떨어지면 해당되는 후순위채권과 PIBS가 PPDS(Profit Participating Deferred Shares)로 전환할 것을 명시하였음
 - 해당 증권의 보유자들은 이전보다 높은 이자를 지급받게 됨
 - 정해진 만기가 없는 PPDS는 청산 이외의 경우에는 상환해야 할 권리가 없으며 청산 시에는 다른 PIBS와 균등한 권리를 가짐
 - 배당은 연 세후 수익에 근거하여 위원회 재량으로 결정
 - 위와 같은 자본합의는 총액 4,600만파운드의 후순위채권과 PIBS에 적용될 것임

- 로이즈 은행의 경우와 크게 다른 점은 Core Tier 1 자본비율이 12%를 초과하면 PPDS로의 전환을 중단하고 이자 상승 혜택도 중단하는 형태를 도입한 것임
 - 이에 따르면 뉴캐슬의 Core Tier 1 자본은 1억 7,900만파운드(2009년 12월 말)에서 4,600만파운드가 증가하게 되며, 이는 위험가중자산의 2.2%에 해당되는 금액임

- 2009년 12월 말 Core Tier 1 자본비율은 8.7%(2008년 12월 말 7.8%)였으며, 조건부 자본 발행으로 2.2% 상승
 - 자본합의에 따른 4,600만파운드의 내용은 다음과 같음
 - 2015년이 만기인 6.375% 고정이율 후순위채권(1,100만파운드), 2017년이 만기인 6.19% 고정 이율 후순위대출(2,500만파운드), PIBS(1,000만파운드)
- Core Tier 1 자본비율이 5% 이하로 떨어지면 위 3종류의 증권 모두 같은 조건으로 전환됨
- Core Tier 1 자본비율이 5% 이하로 떨어진다는 것은 Core Tier 1 자본이 40% 이상 감소하는 것이며, 이는 세전손실 1억 500만파운드를 초과하는 액수임
 - 전환 후의 PPDS는 Core Tier 1 자본으로 인정되며 세후 수익 비율에 근거하여 배당을 받을 자격을 갖게 됨
 - 이 비율은 전환시점에 정해지고 뉴캐슬의 Core Tier 1 자본비율과 동등해야 하며 배당은 뉴캐슬 위원회의 단독 재량으로 결정할 수 있음
- 위 세 종류의 증권에 대하여 이자는 다음과 같이 수정됨
- 2015년이 만기인 6.375% 고정이율 후순위채권은 발행기간 동안 기존보다 1% 증가한 7.375%의 이자를 지급함
 - 2017년이 만기인 6.19% 고정 이율 후순위대출은 기존보다 1% 증가한 7.19%의 이자를 지급하며 2012년 10월부터는 추가로 1% 증가한 8.19%의 이자를 지급함
 - PIBS의 경우 0.25% 증가한 12.25%의 이자를 지급하며 2018년 12월부터는 추가로 0.25% 증가한 12.5%의 이자를 지급함

- Core Tier 1 자본비율이 12%이거나 그 이상이 될 경우 PPDS의 전환은 더 이상 적용되지 않으며 우대금리도 감소하게 됨
 - 이자감소분은 후순위채권과 후순위대출의 경우는 1%이고 PIBS는 0.25%에 해당함
 - PPDS로 전환되기 전의 후순위채권과 후순위대출은 lower Tier 2로 분류되며 PIBS는 Tier 1으로 분류됨

다. 라보은행(Rabobank)

- 라보은행은 네덜란드의 협동조합 은행(cooperative bank)로서 2010년 3월에 10년 만기(연 이자 6.875%) 12억 5,000만유로의 senior contingent note를 성공적으로 발행하였음
 - 로이즈 은행과는 달리 자발적인 자기자본확충이며, 신규발행인 것이 특징임
 - 180명 이상의 투자자가 구입의사를 밝혔으며 이들의 총수요에 해당하는 액수는 26억유로로 공급량을 상당히 초과하였음
- 전환조건은 자기자본비율이 7% 이하로 떨어지는 경우로서 현재 라보은행의 자기자본비율은 12.5%을 유지하고 있음
 - 전환 발생 시 투자자는 액면가격의 25%만을 상환 받으며, 나머지 75%는 유보 이익으로 전환됨
 - 채권의 주식전환이 불가능하여 이와 같은 방식을 선택함
 - 자기자본비율 7%를 Core Tier 1비율로 계산할 경우 위의 전환조건은 5.5%에 해당함

3. 시사점

가. 조건부 자본 가격산정 및 시장형성의 어려움

- 건전성 규제 수단으로서의 조건부 자본은 기본적으로 가격산정이 어려워 평소에 정상적인 상황에서는 시장거래가 어렵다는 한계가 존재함
 - 기업의 가치배분에 관한 발행자와 투자자의 이해뿐만 아니라, 금융시스템 안정이라는 규제 목적이 개입되기 때문임
 - 발행자 입장에서는 가격이 낮고(금리가 높고) 투자자 입장에서는 가격이 높은(금리가 낮은) 증권으로 인식되어 자발적 거래 유인이 저해됨
 - 그리고 금융회사가 부실화된 상황에서 조건부 자본에 투자하는 것은 지나치게 높은 위험부담을 감내해야 하므로 적합한 투자자를 발견하기 어려움
 - 특히 국내에서는 아직까지 이러한 초고위험을 감내할 투자자층이 충분히 형성되지 못한 것으로 판단됨

나. 조건부 자본 규제의 문제점 및 도입전략

- 개별 국가 차원에서 조건부 자본 발행을 강제하는 규제를 도입하는 것은 자국 내 금융기관들의 비용을 상승시켜 국제 경쟁력을 낮추는 결과로 이어질 수 있음
 - 조건부 자본 도입을 강력히 주장하는 캐나다조차도 독자적인 도입은 피할 것으로 입장을 밝히고 있음

- 따라서 국제적 규제가 마련되고 도입되는 상황에 맞추어 적절한 공조정책 및 대응 방안을 마련해 나가는 것이 바람직함
 - 미국과 영국에서는 금융개혁 관련 법안에서 조건부 자본을 고려하려는 움직임이 있는 반면, 금융위기 충격이 크지 않은 호주 등은 조건부 자본의 국제적 도입을 반대하는 입장임
 - 따라서 국제적 규제 차원의 조건부 자본 논의 동향을 계속적으로 예의주시할 필요가 있음
 - 조건부 자본에 관한 국제적 규제 도입이 이루어질 경우 한국 금융산업의 경쟁력이 저하되지 않는 방식이 선택되도록 적극적으로 논의를 주도할 필요가 있음
 - 위에서 본 바와 같이 조건부 자본에는 여러 형태가 존재하므로, 특정 국가에 유리한 형태가 채택되지 않도록 주의해야 함

다. 조건부 자본 규제 도입 시 적절한 투자자 등장의 필요성

- 규제로 인해 조건부 자본 증권의 발행이 강제되는 경우 금융회사는 시장에서 적절한 투자자를 발견하기 어려울 수 있고 따라서 금융회사 상호간 조건부 자본 보유 현상이 발생할 수 있으므로 적절한 대응 방안을 마련해야 함
 - 지금까지는 투자자 수요가 문제가 되지 않았으나, 조건부 자본을 발행하는 금융기관의 수가 갑자기 늘어날 경우의 수요 예측은 상당히 어려움
 - 특히 전체 금융시스템 내에서 금융기관 간의 연관성을 고려하여 도산확률을 추정하는 것은 용이하지 않은 작업이 될 것임

- 조건부 자본 증권에 대한 투자자 수요가 충분하지 않거나 시장금리가 지나치게 높은 경우, 금융회사들은 상호 조건부 자본 증권을 교환하여 상호보유할 유인이 있음
 - 이 경우 조건부 자본 전환 금융회사는 비전환 금융회사에게(부분적으로) 인수되는 결과를 유발할 수 있음
 - 일부 부실 금융회사의 조건부 자본이 전환되고 우량 금융회사들의 조건부 자본은 전환되지 않는다면, 부실회사가 우량회사에게 인수되는 결과가 되므로 큰 문제가 되지 않음
 - 그러나 부실 금융회사와 우량 금융회사의 구분이나 차이가 분명하지 않으며, 시스템 위기로 인해 다수의 금융회사 조건부 자본이 동시에 전환되는 경우에는 심각한 상황이 발생할 수 있음
 - 이러한 부작용을 방지하기 위해 조건부 자본의 시장수요가 미진한 경우에 한해 국부펀드 등의 특수 투자자의 참여를 지원하는 방안을 고려해 볼 수 있음

라. 사후적 부실처리 수단으로서의 조건부 자본

- 규제 목적의 조건부 자본의 현실적 도입 방안은 “사전적 건전성 확보 및 유지 수단”보다는 “사후적 부실 처리를 돕는 수단”으로 활용되는 것이 효과적일 것으로 판단됨
 - 앞서 지적한 바와 같이 규제 목적의 증권은 금융시스템 안정을 위해 발행자와 투자자의 이해를 모두 저해할 가능성이 있음
 - 그러나 파산과 같은 상황에서는 이러한 근본적 이해상충의 가능성이 낮아지므로 조건부 자본의 부작용이 줄어들 수 있음
 - 파산이나 부실처리 시점에서는 금융안정과 기업가치 극대화 목적이 상충되지 않을 수 있음

44 조건부 자본의 사례 및 활용전략

- 따라서 파산이나 부실처리 시점에서 기존 증권을 조건부 자본으로 교환(exchange offer)하는 방안을 고려해 볼 수 있음
 - 영국의 로이즈 은행 사례가 대표적임

V. 결론

- 글로벌 금융위기 이후 사전적으로 금융회사의 자본건전성을 강화하고 사후적으로 자본확충을 돕는 방안으로 조건부 자본 논의가 활발함

- 조건부 자본의 유래는 일정한 조건에 따라 새로운 증권이 발행되거나 기존 증권이 다른 증권으로 전환되는 기업금융수단임
 - 전통적으로 보험회사와 재보험회사가 인수여력 확충 방안으로 조건부 자본을 발행하였으나, 1990년대 후반 이후는 기업고객들을 위해 조건부 자본을 발행하기도 함
 - 발행할 수 있는 증권이 채권인 경우는 조건부 부채, 주식인 경우는 조건부 자기자본 등으로 지칭됨

- 근래에 논의되고 있는 건전성 규제 수단으로서의 조건부 자본의 기본적인 구조는 조건부 역전환채권 형태임
 - 조건부 역전환채권은 평소에 부채로 기능하다가 금융위기 등의 특별한 상황에서 자기자본으로 전환되는 금융수단임
 - 따라서 위기상황에서 정부의 지원 없이도 신속하게 자본을 확충할 수 있다는 장점을 지님

- 건전성 규제 수단으로서의 조건부 자본은 기업금융수단의 경우와는 달리 가격산정이 어려워 평소 정상적인 상황에서는 시장거래가 어렵다는 한계가 존재함
 - 기업의 가치배분에 관한 발행자와 투자자의 이해뿐만 아니라, 금융시스템 안정이라는 규제 목적이 개입되기 때문임

- 발행자 입장에서는 자본조달 비용이 높고, 투자자 입장에서는 위험이 높은 증권으로 인식되어 자발적 거래 유인이 저해됨
 - 국내 자본시장의 경우 아직까지는 이러한 고위험을 감내할 투자자 층이 충분히 형성되지 못한 것으로 판단됨
- 조건부 자본의 시장형성이 어렵다면 규제로 발행을 강제하거나 또는 발행 시 세제 등의 제도적 혜택을 부여하여 시장거래를 유도할 필요가 있으나 두 경우 모두 문제점을 내포함
- 조건부 자본 발행을 강제하는 경우에는 그 규제비용은 발행자인 금융회사 및 주주가 부담하거나 금융소비자에게 전가될 것이므로 해당 국가의 금융경쟁력을 저하시킴
 - 한편 조건부 자본의 근본취지가 공적부담 없이 이해당사자들간의 시장거래를 통해 금융회사의 건전성을 강화하는 것이므로, 조건부 자본 발행을 위한 공적지원은 정당성을 확보하기 어려움
- 그러므로 개별 국가 차원에서 조건부 자본 발행을 강제하는 규제를 도입하기 보다는 국제적 규제가 마련되고 도입되는 상황에 맞추어 적절한 공조정책 및 대응 방안을 마련해 나가는 것이 바람직함
- 조건부 자본에 관한 국제적 규제가 도입된다면 한국 금융산업의 경쟁력이 저하되지 않는 방식이 선택되도록 하고, 불필요한 비효율이 발생되지 않도록 적절한 증권설계를 고려해야 함
 - 조건부 자본의 요구량 및 적용 범위를 축소시키고 시장에서 소화되지 못하는 물량은 정부가 매입할 수 있도록 허용하는 구조가 유리할 것으로 판단됨

- 규제에 의해 조건부 자본 증권의 발행이 강제되는 경우, 금융회사는 시장에서 적절한 투자자를 발견하기 어려울 수 있으며, 따라서 금융회사 상호간 조건부 자본 보유 현상이 발생할 수 있으므로 적절한 대응 방안을 마련해야 함
 - 이러한 부작용을 방지하기 위해 조건부 자본의 시장수요가 미진한 경우에 한해 국부펀드 등의 특수 투자자의 참여를 지원하는 방안을 고려해 볼 수 있음

- 국제적 규제의 도입 여부와 상관없이 국내 차원에서 조건부 자본을 효과적으로 활용하는 방안은 “사전적 건전성 확보 및 유지 수단”보다는 “사후적 부실 처리를 돕는 수단”일 것으로 판단됨(<표 V-1> 참조)
 - 금융회사의 파산과 같은 상황에서 조건부 자본의 부작용이 완화됨
 - 파산 상황에서는 규제당국의 금융안정 목적과 발행자 및 투자자의 기업가치 극대화 목적이 상충되지 않을 수 있음
 - 파산이나 부실처리 시점에서 기존 증권을 조건부 자본 증권으로 교환(exchange offer)하는 방식을 고려해 볼 수 있음
 - 영국의 로이즈 은행 사례가 대표적임

<표 V-1> 조건부 자본 발행 방식에 따른 비교

조건부 자본의 발행		비용부담	비고
시점	방식		
위기발생 이전 (사전적)	강제적 (벌칙부여)	금융회사의 주주	국제공조 없는 경우 실행 국가의 금융경쟁력 저하 우려 미국과 영국 등에서 적극적으로 도입방안을 고려하고 있으므로 추후 논의 동향에 주의
	선택적 (혜택부여)	세금/공적자금	공적부담 없이 당사자간 시장 거래를 통해 문제를 해결한다는 제도의 근본 취지 훼손
이후 (사후적)	자동적 (조건부)	금융회사의 주주 및 채권자	파산과 같이 발행자/투자자/규제자 이해상충 가능성이 낮은 상황에서는, 기존의 부실 처리 제도와 조화될 경우 효과적 활용 가능

□ 회계 및 세제 측면에서 조건부 자본은 역전환채권 구조의 특성으로 인해 부채 또는 자본의 간주 여부가 문제가 되므로 제도 도입의 취지에 맞는 지침이 마련될 필요가 있음

— 조건부 자본 규제가 금융회사의 부담을 가중시킬수 있으므로 되도록 회계와 세제 측면에서 이러한 부담이 완화될 수 있도록 제도를 정비하는 것이 바람직함

참 고 문 헌

<국내문헌>

김병덕, 2009, 새로운 금융위기의 발현과 금융회사의 자동적 자본금확충 제도, 한국주택금융공사 『주택금융월보』 2월호.

<해외문헌>

Admati, A.R., Pfleiderer, P., 2010, Increased-liability equity: a proposal to improve capital regulation of large financial institutions, Stanford University working paper No. 68.

Collender, R.N., Pafenberg, F.W., Seiler, R.S., 2010, Automatic recapitalization alternatives, FHFA working paper No. 10-2.

Culp, C, L., 2002, Contingent capital: integrating corporate financing and risk management decisions, *Journal of Applied Corporate Finance* 15 (1), 46-56.

Culp, C, L., 2009, Contingent capital vs. contingent reverse convertibles for banks and insurance companies, *Journal of Applied Corporate Finance* 21 (4), 17-27.

Duffie, D., 2009, Contractual methods for out-of-court restructuring of systemically important financial institutions, U.S. Treasury Working Group on Bank Capital.

Flannery, M., 2005, No pain, no gain? effecting market discipline via “reverse convertible debentures”, Chapter 5 of *Capital Adequacy beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance*, Oxford University

Press, 171-196.

Flannery, M., 2009a, Market-valued triggers will work for contingent capital instruments, working Paper.

Flannery, M., 2009b, Stabilizing large financial institutions with contingent capital certificates, University of Florida working paper.

Kashyap, A., Rajan, R., Stein, J., 2008, Rethinking capital regulation, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium.

McDonald, R., 2005, *Derivatives Markets*, Addison Wesley, 2nd ed.

McDonald, R., 2010, Contingent capital with a dual price trigger, Northwestern University working paper.

Rajan, R., Cycle-proof regulation, *Economist*, 2009 (April 8).

Squam Lake Working Group, 2009, An expedited resolution mechanism for distressed financial firms: regulatory hybrid securities, Council on Foreign Relations.

Vermaelen, T., Wolff, C., 2010, How next time to save banks without taxpayers' money: the case for COERCs, working paper.

<웹사이트>

Lloyds Bank <http://www.lloydstsb.com>

Newcastle Building Society <http://www.newcastle.co.uk>

Rabobank <http://www.rabobank.com>