



SVB 및 CS 정리와 동태적 비일관성

윤성훈 선임연구위원, 최성일 연구위원

요약

- 1980년대 미국은 저축대부조합의 대규모 부실 사태를 경험하면서 1991년 적기시정조치 제도를 도입하였고, 동 제도는 국제적으로 표준적 감독규율로 정착됨
- 그러나 적기시정조치 제도는 글로벌 금융위기를 겪으면서 은행의 부실 예방과 대응에 효과적이지 않다는 점이 밝혀졌고, 새로운 감독규율이 모색되었으며, 이에 2010년 바젤Ⅲ가 승인되었고 SIFI에 대한 규제가 강화됨
 - 바젤Ⅲ의 핵심은 자기자본 규제를 보통주 중심으로 재편하는 것임
 - SIFI 규제의 핵심은 대마불사를 불식시키기 위해 회생정리계획 제도 적용을 의무화한 것임
- 이와 같은 감독규율의 변화는 은행 정리 시 납세자가 비용을 부담(Bail-out)하지 않고, 주주, 채권자, 그리고 예금주 등 이해관계자가 순서에 입각해서 비용을 부담(Bail-in)하도록 하기 위한 것임
- SVB 정리의 경우 예금보호한도를 초과하는 예금에 대해서도 금융당국이 전액 보장하는 등 기존의 감독규율에 대한 신뢰를 손상시킴
- CS 정리의 경우 UBS와 합병 시 법을 제정하여 주주를 강제로 배제하였고 공적자금을 투입하는 등 사실상 정리(Gone-Concern) 차원에서 정부가 개입했음에도 불구하고, 계속기업(Going-Concern) 차원에서 기타기본자본에 해당하는 CoCo Bond를 전액 소각하여 은행 정리 시 손실 부담의 우선순위가 훼손됨
- 금융 불안의 확산을 막기 위한 것이었다 하더라도 이러한 조처들은 동태적 비일관성(Dynamic Inconsistency)에 따른 감독당국에 대한 신뢰 문제를 야기하는 한편, 또 다른 금융 불안 요인으로 작용할 우려가 높아짐
 - 동태적 비일관성은, 예를 들어 정부가 현재 최적으로 판단하여 수립한 정책이더라도 이후 상황에 따라 수정될 수 있으나, 이러한 행태가 반복되면 경제 주체들이 정부의 정책을 믿지 않게 되어 정책 효과가 약화되기 때문에 재량보다는 준칙에 따라 정책을 시행하는 것이 바람직하다는 주장임
 - 금융은 신뢰의 산업인데, WSJ도 정책당국의 임기응변적 조치가 금융시장의 새로운 위험으로 축적되고 있다고 논평함
- 우리나라의 경우 SVB와 CS의 정리 과정을 참고하여 회생정리계획 제도가 신뢰할 수 있고 충분히 실현 가능하게 운용될 수 있도록 개선될 여지가 없는지 검토할 필요가 있을 것임
- 한편, 미 연준이 지난 3월 22일 기준금리를 0.25%p 인상하였는데, 금융 불안에 대한 적절한 대응이 통화정책의 동태적 일관성을 유지하는 것이라고 판단했기 때문일 것임



1. 서론

- 미국에서 3월 10일 실리콘밸리은행(Silicon Valley Bank; SVB)이 폐쇄되었고, 스위스에서 3월 19일 크레딧스위스(Credit Suisse; CS)가 UBS(United Banks Switzerland)¹⁾에 인수되기로 결정됨
 - SVB는 금리위험과 유동성위험을 제대로 관리하지 못해 파산하였고, 투자 실패 등이 CS 부실의 주된 원인임
- 그런데 두 은행이 정리되는 과정에서 그동안 금융시장에서 알려져 있던 감독규율과 다른 방식이 적용됨
 - 미국의 경우 예금보험공사(FDIC)의 예금보호한도가 250,000달러인데, SVB 파산에 대해 금융당국은 이를 초과하는 모든 예금에 대해서도 전액 지급을 보장한다고 발표함
 - 스위스의 경우 공적자금(세금)이 투입되었음에도 불구하고 CS 주식이 UBS 주식(30억 스위스 프랑)과 교환되는 등 주주들이 보호되었으나, 기타기본자본(Additional Tier 1; AT1)에 해당하는 CoCo Bond(Contingent Convertible Bond) 전액(160억 스위스 프랑)이 소각(Write-off)됨
 - 은행 정리 시 손실에 대한 책임은 주주가 가장 먼저이고 이후 CoCo Bond, 후순위채권, 일반채권 등을 보유하고 있는 투자자들이 순서(Pecking Order)대로 부담하는 것이 원칙인데, 이러한 원칙이 손상됨²⁾
- 이에 따라 소위 '동태적 비일관성(Dynamic Inconsistency)'이라는 감독당국에 대한 신뢰 문제가 야기될 가능성이 높아짐
 - 동태적 비일관성은, 예를 들어 정부가 현재 최적으로 판단하여 수립한 정책이더라도 이후 상황에 따라 수정될 수 있으나, 이러한 행태가 반복되면 경제 주체들이 정부의 정책을 믿지 않게 되어 정책 효과가 악화되기 때문에 재량보다는 준칙에 따라 정책을 시행하는 것이 바람직하다는 주장임
 - 동태적 비일관성은 키들랜드(Finn Kydland)와 프레스콧(Edward Prescott)이 제시한 이론³⁾으로 이들은 동 이론으로 2004년 노벨 경제학상을 수상함
 - 감독당국에 대한 신뢰 저하는 또 다른 금융 불안을 초래할 수 있음
 - CoCo Bond에 대한 스위스 감독당국의 결정이 CoCo Bond 시장에 충격으로 작용함
- 본고는 1980년대 미국에서 발생한 저축대부조합(S&L)의 대규모 부실사태 이후 감독규율이 어떻게 개선되어왔는지 살펴보고, 동태적 비일관성의 시각에서 SVB 및 CS 정리를 평가함

1) UBS의 경우도 글로벌 금융위기 당시 600억 달러 규모의 공적자금이 투입되어 구제(Bail-out)된 바 있음

2) 원칙이 손상되었는지에 대해서는 논란 중이며, 이하에서 구체적으로 설명함

3) Kydland, F. and Prescott, E.(1977). "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*. 85 (3), pp. 473~492



2. 감독규율 변화

- 1980년대 미국이 저축대부조합의 대규모 부실 사태를 경험하면서 1991년 적기시정조치(Prompt Corrective Action; PCA) 제도를 도입하였고, 동 제도는 국제적으로 표준적인 감독규율로 정착됨
 - 저축대부조합이 대규모로 부실화된 원인 중 하나가 감독관용(Regulatory Forbearance)⁴으로 엄정한 대응이 늦어진 것이었으며, 대응이 늦어짐에 따라 부실 규모가 확대되고 공적자금 투입이 크게 증가함
 - 적기시정조치 제도는 은행의 자기자본비율이 일정 수준 이하로 떨어지면 감독당국이 재량을 발휘하지 않고 사전에 정해진 회생 및 정리절차에 돌입하도록 한 것으로 공적자금 투입을 최소화하고자 한 것임
- 그러나 적기시정조치 제도는 글로벌 금융위기를 겪으면서 은행의 부실 예방과 대응에 효과적이지 않다는 점이 밝혀졌고, 새로운 감독규율이 모색됨
 - 파생상품 등 복잡한 금융상품으로 인해 부실이 빠르게 진행되었으나, 자기자본비율이 높게 유지되었기 때문에 적기시정조치와 같이 감독규율에 입각한 회생 및 정리절차를 적시에 시행하기가 어려웠음⁵
 - 또한 대형은행의 경우에는 시스템리스크로 인하여 감독당국이 ‘불가피하게’ 감독관용의 태도를 보임
- 이후 2010년 서울에서 개최된 G20 정상회의에서 바젤Ⅲ 도입과 시스템적으로 중요한 금융기관(Systemically Important Financial Institutions; SIFI)에 대한 규제 강화를 승인함
 - 바젤Ⅲ 핵심은 실질적으로 손실흡수 기능이 제한된 각종 혁신적(Innovative)인 자본 조달 수단을 대거 자기자본 인정 대상에서 제외하는 등 자기자본 규제를 보통주 중심으로 재편하는 한편, 최저비율한도를 실질적으로 상향조정한 것임
 - 글로벌 금융위기 당시 건전한 금융기관도 유동성위험에 크게 노출됨에 따라 유동성 규제도 새롭게 도입됨
 - CoCo Bond도 바젤Ⅲ에서 도입되었는데, 신규 주식 발행을 통한 자본 조달이 어려운 경우에 대비하여 트리거(Trigger) 조건(보통주 기본자본비율이 5.125% 또는 계약으로 동 수준보다 높게 정한 비율을 하회하게 될 경우)을 만족하면 주식으로 전환되거나 소각되는 채권⁶으로 자본의 속성이 강하여 기타기본자본으로 인정됨
 - SIFI 규제 핵심은 시스템적으로 중요한 금융기관에 대해 추가적인 자기자본의무 등으로 규제를 강화하는 한편, 대마불사를 불식시키기 위해 회생정리계획(Recovery and Resolution Plan; RRP)제도 적용을 의무화한 것임
 - 회생정리계획의 가장 큰 특징은 납세자가 비용을 부담(Bail-out)하지(공적자금 투입) 않도록 하기 위해 주주, 채권자, 그리고 예금주 등 이해관계자가 순서에 입각해서 정리 비용을 부담(Bail-in)하는 것임

4) 1990년대 후반 일본에서 발생한 대규모 은행 및 생명보험회사 파산 사례도 감독관용이 원인 중의 하나로 지적됨(Uemura(2008), “The Failure without Management: Truth behind the Seihō Crisis in the Heisei Era”, Nikkei Inc). 감독당국은 부동산 가격이 하락을 멈추고 다시 상승할 것이라고 기대하며 감독조치를 지연시켰는데, 부동산 가격 하락이 지속되자 부실규모만 커짐

5) GAO(2021. 6), “Bank Regulation: Modified Prompt Corrective Action Framework Would Improve Effectiveness”

6) 이러한 위험으로 인해 다른 채권에 비해 발행 금리가 높음. CS가 가장 최근(2022년 6월)에 발행한 CoCo Bond의 경우 발행 금리가 9.75%에 달하였는데, 이 당시 CS의 부실 가능성이 시장에서 거론되고 있었음

- 이와 함께 미국의 경우 시의성이 떨어지는 자기자본비율에 근거한 적기시정조치를 보완하기 위해 감독당국 주도의 스트레스 테스트를 실시하고 스트레스 테스트 결과에 따라 자본 확충 및 배당 제한 등의 감독조치를 실시할 수 있도록 하였는데, 이러한 감독규율 역시 국제적으로 채택됨



3. SVB 및 CS 정리의 문제점

가. SVB 정리

- SVB⁷⁾의 경우 제출된 회생정리계획에 기반하여 정리 절차가 진행되지 않고, 금융당국이 모든 예금을 전액 보장하겠다고 발표함에 따라 감독규율인 회생정리계획 제도에 대한 신뢰가 훼손됨
 - SVB는 건전성 규제와 유동성 규제의 경우 2019년 도드프랭크(Dodd-Frank)법⁸⁾과 EGRRCPA⁹⁾법 개정으로 가장 완화된 카테고리(Category) IV¹⁰⁾에 해당하는 기준이 적용됨
 - SVB는 격년으로 미 연준의 스트레스 테스트를 받을 의무가 있고, 지주회사는 아니더라도 은행 단위에서 2022년부터 FDIC에 회생정리계획을 제출하여야 하는데, 이번 SVB 정리는 동 계획에 따라 진행되지 않음
 - 기존의 감독규율과 회생정리계획에 따르면 예금보호한도를 초과하는 예금주 역시 공적자금 투입에 앞서 손실을 부담함
- 물론 모든 예금에 대해 전액 보장하겠다는 발표는 자산·부채 구조가 SVB와 유사한 여타 은행에서뱅크런이 발생하고 금융 불안으로 이어지는 것을 막기 위한 것이었음
 - Jiang et al.(2023)은 미국 4,800개 이상의 은행을 대상으로 자산과 부채를 분석하였는데, 시장금리 상승으로 만기 보유증권의 경우 시장가치가 장부가치보다 2조 달러 적으며, 은행 평균 10% 정도의 평가손이 발생한 것으로 나타남
 - 부채와 자본을 보면 평균적으로 주식 비중이 10%, 예금보호한도 이하의 예금이 63%, 예금보호한도를 초과하는 예금과 기타 부채가 23%인데, SVB의 경우 예금보호한도를 초과하는 예금 비중이 78%에 달하여 뱅크런에 특히 취약했음
 - 20%를 넘는 평가손이 발생한 은행도 전체의 5%를 차지함
 - SVB보다 평가손 규모가 많은 은행도 전체의 10%에 달함
 - 예금보호한도를 초과하는 예금의 절반 정도가 인출될 경우 190개 은행(전체의 4%)이 이를 감당할 수 없을 것으로 분석됨
 - 미 옐런(Janet Yellen) 재무부 장관은 중소형 은행이 예금인출 사태를 겪는다면 SVB의 경우와 유사한 조치가 보장

7) SVB 파산 과정과 원인에 대해서는 윤성훈·최성일(2023), 「SVB 파산과 ALM의 중요성」, 『KIRI 리포트』, 제568호를 참조함

8) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

9) Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act

10) 미국은 자산 등을 기준으로 은행을 4개 그룹(카테고리)으로 나누고, 카테고리별로 차별화된 기준을 적용함

될 수 있다는 입장을 밝힌 바 있으며, 이는 Jiang et al.(2023)의 분석에서도 나타났듯이 미국 은행시스템이 뱅크런에 취약하기 때문임

- 감독규율상 또 다른 문제는 감독당국 주도로 스트레스 테스트가 제대로 시행되고 있었는지, 회생정리계획이 실현 가능한 수준으로 작성되었는지 등에 대해서 의문시되며, SVB 등 파산은행의 부실 원인과 정리절차의 정당성을 밝히는 과정에서 이에 대해 다뤄져야 할 것으로 보임
 - 미 연준의 2022년 스트레스 테스트 시나리오¹¹⁾를 보면 기준금리가 가파르게 인상되는 경우를 전혀 고려하지 않았기 때문에 Jiang et al.(2023)과 같은 결과를 감독당국이 사전에 파악하고 있었는지는 불분명하나, IMF(2020)¹²⁾가 지적한 바와 같이 미국 감독당국은 금리위험에 대한 평가를 은행의 자율에 맡기고 이에 대한 관리에 소홀했던 것으로 추측됨
 - IMF(2020)는 2015년 이어 두 번째로 은행의 금리위험과 관련하여 미국에서 정성적인 가이드라인(바젤 원칙)이 적용되지 않고 있다고 지적함

나. CS

- CS의 경우 UBS와 합병되는 과정에서 1,000억 스위스 프랑의 중앙은행 유동성 지원과 90억 스위스 프랑의 공적자금(손실보장)이 투입되었음에도 불구하고, 주주는 UBS의 주식을 받았으나 CoCo Bond(AT1 자본)는 전액¹³⁾ 소각됨
 - CS는 UBS와 마찬가지로 국제적으로 시스템적으로 중요한 은행(Global SIFI)이며, 스위스 감독당국(FINMA)이 이들로부터 회생정리계획을 제출받고 이의 타당성을 검토하고 승인하도록 되어 있음
 - 그러나 의회가 법 제정을 통해 합병 시 주주들을 강제로 배제하는 한편, 공적자금이 투입되는 등 은행 정리(Gone-Concern) 차원에서 감독당국이 개입했음에도 불구하고 계속기업(Going-Concern) 차원에서 기타기본자본에 해당하는 CoCo Bond 전액을 소각함
 - CS의 경우 계약에 의해 기타기본자본에 해당하는 CoCo Bond의 경우 보통주 기본자본비율이 7% 이하로 낮아지면 계속기업 차원에서 자본을 재확충하기 위해 보통주로 전환되거나 소각됨
- 금융 불안이 확산되는 것을 막기 위한 것이었다고는 하나, 은행 정리 시 손실 부담의 우선순위가 훼손되었다는 비판에서 자유롭지 못함
 - 은행 정리(Gone-Concern) 시 손실은 변제 우선순위에 따라 보통주 주주가 우선 부담하는 것이 원칙임
 - 보통주 주주가 전액 손실을 부담하고도 부족한 경우에는 순서에 따라 기본자본(Tier 1) 및 보완자본(Tier 2)에 속하는 여타 채권자가 부담하여야 함

11) Board of Governors of the Federal Reserve System(2022), "2022 Stress Test Scenarios"

12) IMF(2020), "United States Financial Sector Assessment Program: Technical Note-Banking Supervision and Regulation"

13) Tier 2 자본에 해당하는 CoCo Bond는 소각되지 않음

- 규정상으로는 FINMA가 실제 정리절차(Gone-Concern)에 들어가지 않은 상태(Going-Concern)에서 소각의 트리거 조건을 갖추었고 압박에 의한 매각이 필요하다고 판단한 조치라면 변제 우선순위를 문제 삼기는 어려울 수 있음
 - FINMA 규정에 따르면 은행이 정리에 들어간 경우에는 모든 주식을 소각한 이후에야 CoCo Bond와 같은 Bail-in 채권을 주식으로 전환하도록 되어 있음¹⁴⁾
- 그러나 의회의 거래 압박과 함께 대규모 유동성 지원 및 손실보장을 제공하면서도 정리 절차를 따르지 않고 기존 주주 가치를 소각하지 않은 것은 여전히 문제가 될 수 있어 보임

○ 이에 따라 CoCo Bond 투자자들은 소송을 준비 중인 것으로 알려졌는데, 다툼의 여지가 있는 부분은 다음과 같음¹⁵⁾

- CoCo Bond가 소각되는 경우는 보통주 기본자본비율이 7% 이하로 떨어지거나 감독당국이 생존에 문제가 있다고 판단한 경우 등인데, 감독당국은 소각 결정 며칠 전에도 CS가 부실하지 않다고(Solvent) 발표함으로써 많은 투자자들이 동 채권에 투자함
 - 또한 소각 이전에 보통주 기본자본비율이 7% 이하라는 사실을 먼저 공개해야 함
- CoCo Bond가 계속기업 차원에서 소각이 가능하나 정리 차원에서는 주식으로 먼저 전환되어야 하는데, 정리 차원에서도 소각이 가능할 수 있도록 소각 몇 시간 전에 의회에서 법률을 통과시킴
 - CS 주주의 매각 의사결정 참여를 막으면서 주주의 불만을 잠재우기 위하여 매각대금이라는 당근이 필요한 반면, 스위스 당국의 유동성 지원과 손실보장으로 AT1 채권자로 하여금 손실을 분담시키는 조치가 필요하다고 판단하였기 때문이라고 보도됨¹⁶⁾

○ 스위스 감독당국의 입장은 CS의 회생정리절차가 정당하다는 것임¹⁷⁾

- CoCo Bond가 계속기업 차원에서 소각되기 위해서는 보통주 기본자본비율이 7% 이하라는 사실을 공개한 이후에야 가능하나, 이를 기다릴 경우 뱅크런 등이 확산되어 위험이 전이될 수 있기 때문에 공개 전이라도 소각시킬 필요가 있었다는 것임
 - 보통주 기본자본비율이 7% 이하로 떨어진 것을 소각에 앞서 먼저 공개해야 한다는 법 규정은 CoCo Bond 도입 취지에 맞지 않는 것으로 법 개정을 통해 이를 바로 잡아 소각한 것은 정당하다는 주장임
- 투자자들이 소각에 대해 항의하는 것은 CoCo Bond의 발행 금리가 다른 채권에 비해 높고 기타기본자본으로 인정되는 이유를 간과하고 있기 때문이라는 것임
 - 일반적으로 트리거는 보통주 자본비율 5.125%이기 때문에 트리거 조건에 부합한다는 것은 사실상 파산에 준하는 경우임
 - 실제로 지금까지 CoCo Bond가 계속기업 차원에서 주식으로 전환되거나 소각된 적은 없고, 은행이 파산하여 정리 차원에서 주식으로 전환된 사례가 한 차례 있을 뿐임¹⁸⁾
 - 이에 따라 투자자들은 CoCo Bond를 후순위채권과 동일시해온 것인데, 이것이 잘못된 것이라는 주장임

14) <https://www.finma.ch/en/enforcement/recovery-and-resolution/too-big-to-fail-and-financial-stability/the-bail-in-tool-at-banks/>

15) <https://cepr.org/voxeu/columns/swiss-authorities-enforced-legitimate-going-concern-conversion>

16) FT(2023. 3. 21), "The Big Read Credit Suisse Group AG-How the Swiss 'trinity' forced UBS to save Credit Suisse"

17) <https://cepr.org/voxeu/columns/swiss-authorities-enforced-legitimate-going-concern-conversion>

18) 2017년 스페인의 Banco Popular의 경우임



4. 평가

- 금융 불안이 시스템리스크로 확대되는 것에 대해서는 적극적인 대응이 필요하나 SVB와 CS의 정리는 글로벌 금융위기를 교훈 삼아 도입된 회생정리계획 제도가 제대로 이행되지 않은 경우임
 - 부실은행에 대하여 사전에 마련된 회생정리절차를 밟기보다는 예금을 전액 보장하거나, 손실보전 등 정부가 지원을 하면서도 기존 주주가 UBS 주식을 받도록 하는 등 원칙에 어긋나는 문제(논란이 진행 중임)가 있었음
 - 감독당국이 도덕적 해이를 막고 시장규율을 강화하기 위해 Bail-in(이해관계자 책임 분담)의 회생정리계획 제도를 도입하였지만, 막상 실제 상황에서는 기존에 발표한 것과는 다른 Bail-out(공적자금 투입) 정책을 실시함
- 이처럼 금융 불안이 재발할 때마다 감독규율이 재량적으로 바뀔에 따라 동태적 비일관성(Dynamic inconsistency)이라는 감독당국에 대한 신뢰 문제가 제기될 것이 우려됨
 - 상황에 따른 합리적인 의사결정일 수 있지만, 문제는 이러한 행태가 반복되면 시장 참여자는 감독당국의 방침을 더 이상 액면 그대로 신뢰하지 않게 될 수 있음
 - 금융은 신뢰 산업인데, WSJ도 정책당국의 임기응변적 구제조치가 금융시장의 새로운 리스크로 축적되고 있다고 논평함¹⁹⁾
 - 이번 스위스 감독당국의 결정이 CoCo Bond 시장에 충격을 가져왔고, 도이치뱅크(Deutsche Bank)의 주가가 급락하는 등 또 다른 금융 불안의 원인으로 작용하기 시작함
- 우리나라는 SVB와 CS의 부실 정리 과정을 참고하여 회생정리계획 제도가 신뢰받을 수 있고 충분히 실현 가능하게 운용될 수 있도록 개선해야 할 점 등에 대한 검토가 필요할 것으로 보임
- 한편, 미 연준이 지난 3월 22일 기준금리를 0.25%p 인상하였는데, 금융 불안에 대한 적절한 대응이 통화정책의 동태적 일관성을 유지하는 것으로 판단했기 때문으로 추측됨
 - 미 연준이 금융 불안과 이로 인한 경기침체에 대응하기 위해 기준금리 인상을 멈춰야 한다는 주장이 각기에서 제기되었는데, 이 경우 미 연준도 동태적 비일관성에 대한 논란에 휘말릴 수 있음
 - 미 연준이 미국의 은행시스템이 추가적인 기준금리 인상에도 안전하다는 인식을 주기 위해 동태적 일관성을 유지하는 것이 오히려 바람직하다고 판단한 것으로 보임
 - 기준금리 인상을 중단할 경우, 시장에 그 정도로 미국 은행시스템이 불안하다는 시그널을 줄 여지가 있기 때문임

19) WSJ(2020. 3. 20), "The Financial Risks of Regulatory Panic- Ad hoc rescues like the Credit Suisse deal store up new risks for later"