creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

정책학석사 학위논문

채권자 손실분담제도 도입이 채권신용등급에 미치는 영향

2023년 8월

서울대학교 행정대학원

행정학과 정책학전공

정 종 헌

채권자 손실분담제도 도입이 채권신용등급에 미치는 영향

지도교수 권 일 웅

이 논문을 정책학석사 학위논문으로 제출함
2023년 3월

서울대학교 대학원
행정학과 정책학전공
정 종 헌

정종헌의 석사 학위논문을 인준함
2023년 6월

위 원 장 박 정 훈 (인)

부위원장 이 석 원 (인)

위 원 권 일 웅 (인)

국문초록

본 연구는 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급에 대해 어떤 영향을 미치는지 확인하고자 하였다. 금융안정위원회(Financial Stability Board: FSB)의 권고안에 따라, 우리나라 또한 향후 동 제도를 도입할 가능성이 높다. 따라서 동 제도가 이해관계자들에게 미칠 영향에 대해 사전에 파악할 필요가 있다. 특히, 동 제도를 도입할 경우 금융기관의 채권신용등급이 하락하고 자금조달비용이 상승할 것이라는 지적이 있다. 이에 대한 실증적인 회귀분석을 진행하기 위해 블룸버그 단말기, OECD를 통해 입수한 채권발행 정보, 재무정보, 거시경제 정보를 활용하였다.

연구결과는 다음과 같다. 먼저, 채권자 손실분담제도의 도입은 채권신용등급을 하락시키는 것으로 확인되었다. 그 하락 폭의 크기에 대해서 객관적으로 비교하기 위해 유동성커버리지비율 변수를 활용하였다. 그 결과, 채권자 손실분담제도의 도입은 유동성커버리지비율 하락에 비해 채권신용등급을 하락시키는 효과가 현저히 낮았다. 이는 곧 채권자 손실분담제도의 도입이 금융기관의 채권신용등급 및 자금조달비용을 크게 악화시키지 않을 수 있다는 점을 보여준다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 채권자 손실분담제도의 도입은 금융기관이 발행하는 채권의 신용등급을 하락시킬 가능성이 존재한다. 그러나 그 하락 폭은 미미하거나 크지 않을 것으로 판단된다. 따라서 향후 제도 도입 시 논의 과정에서 금융기관의 자금조달비용이 상승한다는 점이 지나치게 강조된 나머지, 제도 도입에 따른 긍정적인 효과들이 간과되어서는 안 될 것이다.

주요어 : 채권자 손실분담제도, 채권신용등급, FHR 점수, 자금조달비용, 유동성커버리지비율, 구제금융

학 번 : 2020-22016

목 차

제 1 장 서론 ····· 1
제 1 절 연구의 배경 및 필요성 ····· 1
제 2 절 연구의 목적 ····· 6

제 2 장 주요개념과 선행연구 검토 ····· 8
제 1 절 주요개념 ····· 8
1. 채권자 손실분담제도 ····· 8
2. 채권신용등급 ····· 15
제 2 절 선행연구 검토 ····· 16
1. 채권자 손실분담제도에 대한 선행연구 ····· 16
2. 채권신용등급의 결정요인에 대한 선행연구 ····· 22

제 3 장 연구문제 및 연구방법 ····· 25
제 1 절 연구문제 : 가설설정 ····· 25
제 2 절 연구방법 ····· 27
1. 표본 ····· 27
2. 실증분석 모형 ····· 28

제 4 장 실증분석 결과 ····· 38
제 1 절 변수의 기술통계 및 상관관계 분석 ····· 38
제 2 절 기타 통제변수 설정 ····· 43
제 3 절 회귀분석 결과 ····· 45
1. 모형1 분석 결과 ····· 46
2. 모형2 분석 결과 ····· 47
3. 소결 ····· 49

제 5 장 결론 ····· 51
제 1 절 연구결과의 요약 ····· 51
제 2 절 정책적 함의 ····· 52
제 3 절 연구의 한계 ····· 54

참고문헌 ····· 56
Abstract ····· 59

표 목 차

[표 1-1] 금융체계상 중요도 평가부문별 세부내역 ····· 2
[표 1-2] ‘정리권한’ 관련 FSB 권고안(Key Attributes) ····· 4
[표 1-3] 공적자금 지원현황(지원주체별) ····· 5
[표 1-4] 공적자금 지원현황(지원대상별) ····· 5
[표 2-1] 채권자 손실분담제도 선행연구 ····· 19
[표 2-2] 채권신용등급 결정요인 선행연구 ····· 24
[표 3-1] 위험수준별 FHR 구간 및 예상부도율 ····· 30
[표 3-2] FHR 구간별 국제신용평가사 신용평가등급 ····· 31
[표 3-3] 국제신용평가사 장기신용등급 체계 ····· 32
[표 3-4] FHR점수-채권신용등급 간 상관관계 ····· 33
[표 3-5] FHR점수-유통금리 간 상관관계 ····· 34
[표 3-6] 분석 대상 변수 정의 ····· 37
[표 4-1] 주요 변수별 기술통계량 ····· 38
[표 4-2] 피어슨 상관관계 행렬 ····· 41
[표 4-3] 최종 분석 모형 ····· 44
[표 4-4] 회귀분석 결과 ····· 45

그 림 목 차

[그림 2-1] 채권자 손실분담 방식 ····· 10
[그림 3-1] 연구의 분석틀 ····· 29
[그림 4-1] 주요 변수별 상자그림 ····· 39
[그림 4-2] 주요 변수별 점도표 ····· 40
[그림 4-3] 피어슨 상관관계 행렬 시각화 ····· 42

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경 및 필요성

본 연구에서는 채권자 손실분담제도(Bail-in)[1]의 도입이 금융기관이 발행하는 채권의 신용등급(credit rating)에 미치는 영향에 대해 해외사례를 중심으로 분석하였다. 현재 우리나라에는 채권자 손실분담제도는 아직 도입되지 않은 생소한 제도지만, 많은 선진국은 이미 동 제도를 도입한 바 있다. 이처럼 채권자 손실분담제도가 여러 나라에 도입된 역사적 배경은, 금융기관의 정리 제도를 개선하기 위한 전 세계적 노력과 관련이 있다.

2008년 리먼 브라더스의 파산으로 촉발된 글로벌 금융위기는 대형 금융기관들의 부실을 가져왔다. 이는 역사상 최대 규모의 파산으로 기록되면서 글로벌 금융시장과 부동산시장에 큰 충격을 가져왔다. 당시 리먼 브러더스는 골드만삭스, 모건스탠리, 메릴린치에 이은 세계 4위의 투자은행(Investment Bank: IB)이었다. 리먼 브라더스의 파산보호 신청 당일, 미국과 유럽은 물론 아시아 증시까지 2~4%가량 일제히 하락했다. 이처럼 극심한 글로벌 금융위기를 겪은 이후, 금융안정위원회와 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision: BCBS)는 대형 금융기관이 초래하는 시스템 리스크에 대응하여 대형 은행·은행지주에 대하여 감독 강화를 추진하였다.

먼저, FSB는 글로벌 금융체계상 중요한 은행(Global Systemically Important Banks: G-SIB)을 선정하고 그 중요도에 따라 1%~3.5%의 추가자본 적립의무를 부과해왔다. BCBS도 각 국가별로 국내 금융체계상 중요한 은행(Domestic Systemically Important Bank: D-SIB)을 선정하고 은행·은행지주에 추가자본 적립 의무를 부과하도록

1) 채권자 손실분담제도는 '①강제형 ②계약형' 두 가지 유형으로 구분되며, FSB 권고안에 따라 제도화해야 할 의무는 ①강제형 채권자 손실분담제도에 해당. 두 가지 유형의 개념에 대한 구체적인 내용은 후술.

권고하였다. 이에 따라, 우리나라도 BCBS의 권고에 따라 2016년부터 D-SIB을 선정하고 1%p의 추가 자본적립 의무를 부과중이며, 현재는 10개 은행·은행지주회사가 D-SIB으로서 그 의무를 이행하고 있다. 2023년도 우리나라 D-SIB으로서, '금융체계상 중요한 은행지주'는 신한지주, KB지주, 하나지주, 우리지주, 농협지주 5개사이며, '금융체계상 중요한 은행'은 신한은행, 국민은행, 우리은행, 하나은행, 농협은행 5개사이다.

D-SIB은 감독당국이 은행지주, 은행 및 외은 지점(회계연도말 총자산 5조원 이상)을 대상으로 금융체계상 중요도를 평가하여 선정한다. 평가 부문은 ①규모 ② 상호연계성 ③대체가능성 ④복잡성 ⑤국내 특수요인으로 구분되며 각 평가부문을 동일 가중치(20%)로 평가한다. 평가부문 및 평가지표별 가중치에 대한 구체적인 내용은 아래 표와 같다.[2)]

[표 1-1] 금융체계상 중요도 평가부문별 세부내역

평가 부문	D-SIB 평가지표	가중치
1. 규모(20%)	총익스포져	20%
2. 상호연계성(20%)	타 금융회사에 대한 자산	6.7%
	타 금융회사에 대한 부채	6.7%
	증권 발행규모	6.7%
3. 대체가능성(20%)	원화결제규모	6.7%
	외화결제규모	6.7%
	보호예수자산	6.7%
4. 복잡성(20%)	장외파생상품거래 잔액	10%
	당기손익-공정가치측정유가증권 및 기타포괄손익-공정가치측정유가증권	10%
5. 국내 특수요인(20%)	외화부채	10%
	가계대출	10%
종 합	5개 부문 11개 지표	100%

2) 금융위원회, "2022년도 금융체계상 중요한 은행·은행지주회사 및 금융체계상 중요한 금융기관 선정 결과", 보도자료, 2021.7.13.

G20을 중심으로 한 국제사회는 전술한 감독 강화방안들뿐만 아니라, 금융체계상 중요한 금융기관(Systemically Important Financial Institutions: SIFI)[3]의 부실이 발생했을 때, 신속하고도 효과적으로 금융기관을 정리하기 위한 방안들을 본격적으로 논의하기 시작하였다. 그 일환으로 FSB는 「금융기관의 효율적인 정리 제도를 위한 핵심 요소(Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 이하 FSB 권고안)」를 마련하였다. FSB 권고안은 SIFI의 부실이 전체 금융시스템에 미치는 영향을 최소화하기 위해 모든 권역의 정리당국 관련 법제에 포함되어야 하는 내용을 담고 있다. 이렇게 FSB가 권고안을 만든 이유는 금융회사 정리의 특수성 때문이다. 금융회사는 다수를 상대로 영업을 하기 때문에 이해관계가 복잡하게 얽혀있다. 또한, 금융위기 상황에서 파산법에 따른 정리는 장시간이 소요되어서 비현실적이다. 즉, 금융시스템 안정성을 일차적으로 추구하면서 금융기관의 정리 시 납세자의 세금 투입을 최소화하기 위한 고민이 FSB 권고안에 담겨있는 것이다.

FSB 권고안의 기본요소 12가지는 정리 범위(Scope), 정리당국(Resolution authority), 정리권한(Resolution powers), 상계·상쇄·담보설정·고객 자산의 분리(Set-off, netting, collateralization, segregation of client assets), 보호장치(Safeguards), 금융기관 정리재원 조달(Funding of firms in resolution), 국가 간 협력을 위한 법적 체계의 요건(Legal framework conditions for cross-border cooperation), 위기관리그룹(Crisis Management Group), 금융기관별 국가 간 협력을 위한 협약(Institution-specific cross-border cooperation agreements), 정리가능성 평가(Resolvability Assessment), 회생·정리계획(Recovery and Resolution Planning), 정보접근 및 정보공유(Access to information and information sharing)이다. 이 중에서도 부실금융기관에 대한 '정리권한'과 관련된 구체적인 권고안과 국내의 이행현황을 살펴보면 다음과 같다.

---

3) 우리나라의 경우, 은행업감독규정 제26조의2 및 금융지주회사감독규정 제25조의2에 따라 금융체계상 중요한 은행·은행지주회사를 금융체계상 중요한 금융기관으로 선정한다.

[표 1-2] '정리권한' 관련 FSB 권고안(Key Attributes)

FSB 권고안		국내 이행현황
■ 정리권한(KA 3)	· 주주권한 무효화	○
	· 자산·부채이전	○
	· 가교회사 설립	△* * 가교금융지주회사에 대한 설립근거 無
	· 경영진 교체	○
	· 관리인 선임	○
	· 채권자 손실분담[4](Bail-in)	X

위와 같이, FSB 회원국들에는 FSB 권고안에 따라 '정리권한' 차원에서, 채권자 손실분담제도를 제도화해야 할 의무가 부과된다. 그런데 FSB 회원국인 우리나라의 경우, 채권자 손실분담제도의 도입여부나 시기에 대해 명확히 결정된 바가 없으며, 아직은 여러 가능성을 열어두고 다양한 이해관계자, 전문가들의 의견을 폭넓게 수렴하는 과정에 있다. 부실금융기관의 정리와 관련한 국제사회의 흐름을 고려할 때, 향후 우리나라 또한 채권자 손실분담제도를 도입할 가능성이 충분히 존재한다. 따라서 제도 도입과 관련된 논의가 본격화되기 전에 이를 미리 대비할 필요가 있다.

우리나라는 과거 외환위기, 저축은행 부실사태 등 여러 위기의 극복을 위해 막대한 구제금융(Bail-out)을 투입한 경험이 존재한다. 실제 우리나라의 공적자금 지원현황을 살펴보면, 1997년 11월부터 2013년까지 총 168.7조원이 금융권에 지원되었다. 이와 관련된 구체적인 통계는 아래와 같다.[5]

---

4) Bail-in 관련 FSB 권고안(KA 3.5)
: ① 주식이나 다른형태의 소유권, 무담보채권, 그리고 비보호 채권을 손실흡수에 필요한 정도까지 파산 시 변제순위에 따라 상각
② 무담보·비보호 채권을 (1)당해 회사 또는 (2)가교 등 승계회사 또는 (3)모회사 주식으로 파산 시 변제순위에 따라 출자전환
③ 정리개시에 따라 계약형 Bail-in 대상 채권에 대한 상각 및 출자전환 조치

[표 1-3] 공적자금 지원현황(지원주체별)

('97. 11월 ~ '23. 3월말, 단위 : 조원)

기 관	출자	출연	예금대지급	자산매입등	부실채권매입	계
예금보험공사	50.8	18.6	30.3	11.2	-	**110.9**
자산관리공사	-	-	-	-	38.5	**38.5**
정 부	11.8	-	-	6.6	-	**18.4**
한 국 은 행	0.9	-	-	-	-	**0.9**
계	**63.5**	**18.6**	**30.3**	**17.8**	**38.5**	**168.7**

[표 1-4] 공적자금 지원현황(지원대상별)

('97. 11월 ~ '23. 3월말, 단위 : 조원)

금융권		출자	출연	예금대지급	자산매입등	부실채권매입	계
은 행		34.0	13.9	-	14.4	24.6	**86.9**
제2금융권	종 금	2.7	0.7	18.3	-	1.0	**22.8**
	증권.투신	10.9	0.4	0.01	2.1	8.5	**21.9**
	보 험	15.9	3.1	-	0.3	1.8	**21.2**
	신 협	-	-	4.7	0.3	-	**5.0**
	저축은행	-	0.4	7.3	0.6	0.2	**8.5**
	소 계	29.5	4.7	30.3	3.3	11.5	**79.4**
해외금융기관등		-	-	-	-	2.4	**2.4**
계		**63.5**	**18.6**	**30.3**	**17.8**	**38.5**	**168.7**

5) 금융위원회, "2023년 1/4분기 현재 공적자금 운용현황", 보도자료, 2023.4.27.

이와 관련해 국내의 여러 연구에서는, 구제금융의 투입 이전에 SIFI를 정상화할 수 있는 채권자 손실분담제도 등의 방안을 모색할 필요가 있다고 지적한다. 그 이유는 우리 사회에 구제금융에 대한 정치적 반감이 비교적 강하게 형성되어 있을 뿐만 아니라(이한준, 2018), 금융기관을 구제하는 데에는 정부예산에 한계가 존재하기 때문이다. 정부예산은 국민의 세금으로 충당하기 때문에 구제금융은 추후 납세자의 부담 증가로 이어질 수밖에 없다. 따라서 만약 채권자 손실분담제도가 도입된다면, 채권자들이 일차적으로 부실금융기관에 대한 책임을 부담하기 때문에 납세자의 부담을 완화하는 데 기여할 것이다.

제 2 절 연구의 목적

본 연구에서는 채권자 손실분담제도를 도입이 금융기관에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 채권자 손실분담제도 하에서 금융기관의 부실화가 진행될 경우, 손실분담 대상 채권자의 채권이 정리당국에 의해 일방적으로 상각될 수 있다. 그리고 그 피해는 고스란히 해당 채권자들이 부담하게 되므로 큰 피해를 입을 수 있다. 투자자들이 이러한 점을 고려한다면, 해당 채권의 신용등급은 동 제도의 도입 이전에 비해 하락할 가능성이 높고 해당 금융기관의 자금조달비용이 상승할 것이다. 하지만 이러한 예상과 달리 현실에서는 채권의 신용등급에 큰 변화가 없을 수도 있다. 그 이유는 채권자 손실분담제도의 도입으로 인해 채권자가 손실을 부담하게 되는 것은 현재 시점이 아니라, 금융기관의 부실이 발생하는 불확실한 미래 시점이기 때문이다. 그리고 어떤 금융기관의 부실 수준이 채권자 손실분담이 이루어질 정도로 심각한 상황에 이르는 것은 흔한 현상이 아니다. 이러한 점을 고려하면, 단순히 채권자 손실분담제도의 도입만으로는 채권의 신용등급과 금융기관의 자금조달비용에 큰 변화가 없을 것이라고 예상할 수도 있다.

채권자 손실분담제도와 관련된 대부분의 학술연구는 국내에 동 제도를 도입할 경우, 제도 자체가 헌법에 위배되는 것은 아닌지, 혹은 구

체적으로 손실분담의 대상이 되는 채권의 범위는 어느 수준으로 설정할 것인지와 같이 법적, 제도적 쟁점에 초점을 두고 있다. 그러나, 정작 채권자 손실분담제도의 직접적인 적용대상인 금융기관에 어떠한 영향이 미치는지에 대해서는 아직 학술적인 연구가 다소 부족한 상황이다. 따라서 본 연구에서는 채권자 손실분담제도의 도입이 동 제도의 적용대상인 금융기관이 발행하는 채권의 신용등급에 미치는 영향을 분석해 보고자 한다. 그 이유는 채권의 신용등급이 결국 해당 금융기관이 자금을 조달하는 데 지불하는 비용을 결정짓는 주된 요인이기 때문이다.

금융기관의 자금조달 측면에서의 부담 증가여부는 향후 채권자 손실분담제도의 도입을 위한 사회적 합의를 도출할 때 주된 쟁점이 될 것이다. 금융기관의 수익성 창출에 있어서 가장 중요한 요소 중 하나가 바로 얼마나 효율적으로 자금을 조달해 오는지와 관련이 있기 때문이다. 만약 동 제도의 도입효과와 관련된 실증적인 뒷받침이 없다면, 채권자 손실분담제도의 도입이 금융기관 채권의 신용등급을 하락시키고, 자금조달비용의 상승을 가져올 것이라고 단언하기 어렵다. 따라서 추후 동 제도의 도입여부에 대한 논의 과정에서 본 연구의 결과를 참고한다면, 보다 풍부한 논의를 바탕으로 제도가 합리적인 방향으로 도입될 수 있을 것이다.

제 2 장 주요개념과 선행연구 검토

제 1 절 주요개념

1. 채권자 손실분담제도

(1) 개념

채권자 손실분담제도란 금융기관에 부실이 발생했을 때 국민의 세금으로 이루어진 공적자금을 투입하기에 앞서, 금융기관이 채권자들로부터 조달한 내부 재원으로 먼저 손실을 흡수하는 방식을 의미한다. 통상 금융기관을 정리할 때 활용되는 채권자 손실분담의 형태는 크게 두 가지로, 채권을 주식으로 전환(conversion)하거나 상각(write-down)하는 방식이 존재한다. FSB는 채권자 손실분담의 정의를 내릴 때, 명칭을 불문하고 손실흡수, 자본재구성, 가교에 대한 효과적인 자본투입 등을 가능하게 하는 구조조정 체계를 의미하는 것으로 본다.[6] 이는 국가주도로 대형 금융기관의 부실을 정리할 때 활용되는 구제금융이 금융시장에서 대마불사(too big to fail), 도덕적 해이(moral hazard) 등의 문제를 야기할 수 있다는 인식에서 출발하였다. 2008년 글로벌 금융위기에 대처하기 위해 각국은 금융체계상 중요한 금융기관들에 대하여 막대한 규모의 구제금융을 제공했다. 이러한 정부의 지원이 각국의 금융위기를 극복하는 데 큰 기여를 했던 것은 분명하다. 그러나 금융기관들의 부실을 국민의 세

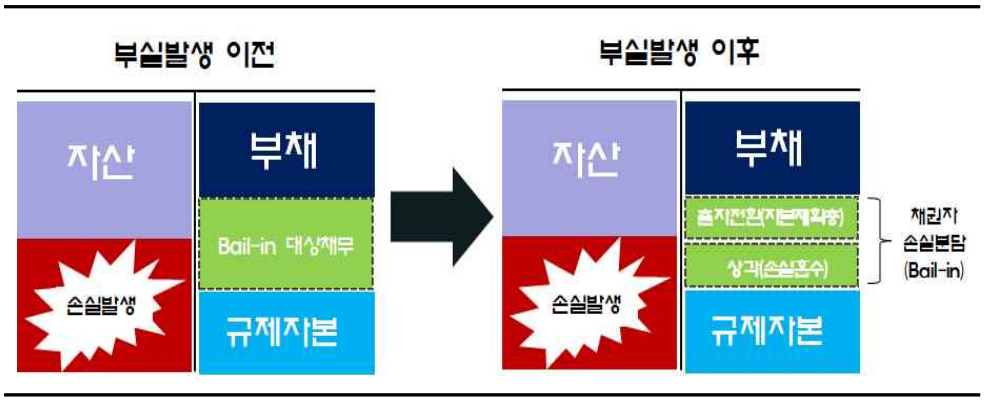
6) FSB, “Key Attributes Assessment Methodology for the Banking Sector: Methodology for Assessing the Implementation of the Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions in the Banking Sector”. 2016.10.19. Key Attributes가 부실 발생 시 시스템적으로 중요할 수 있는 모든 형태의 금융회사에 적용되는 데 반하여, FSB는 특히 은행 부문의 이행실적을 평가하는 데 필요한 세부기준이 필요하다고 보아 이를 신규 제정하고 구체적인 평가방법론을 공표하였다(윤성현, 2019).

금으로 보전해 주는 것이 정당한지에 대한 문제가 지속적으로 제기되었다.

또한 사법부 주도의 기업 정리절차와는 달리, 행정부 주도의 특별 정리체계를 구축하여 신속하게 정리절차를 진행할 필요성이 제기되었다. 그 이유는 리만 브라더스의 파산 시 기존의 파산법(Bankruptcy Code)에 근거하여 정리절차를 진행하다 보니, 지나치게 정리에 많은 시간이 소요되며 금융시스템의 불안정을 초래한다는 지적이 있었기 때문이다. 이러한 특성상 사법부가 주도하는 정리절차는 빈도수가 높은 금융거래를 매개로 하는 금융시스템과 높은 상호연계성을 지닌 금융기관에 적용하기에는 적절하지 않은 것으로 평가되었다(John Armour, 2015). 또한, 사법부의 정리절차는 파산에 다다른 금융회사에 대한 사후적(ex-post) 정리라는 특징이 있다(임형석, 2014). 그러나, 시스템적으로 상호연관성이 높은 금융회사의 부실은 다른 금융회사의 부실로 전이될 가능성이 높으므로 부실을 예방하기 위한 사전적(ex-ante) 조치가 필수적이다. 실제로 지난 3월 8일 미국 실리콘밸리은행(SVB)이 채권매각 손실을 발표한 이후, 주가가 급락하고 뱅크런이 발생하며 파산하자, 그 여파로 시그니처은행, 퍼스트리퍼블릭은행도 연달아 파산하였다. 이와 같은 사례는 금융기관의 파산 전에 선제적으로 부실을 최소화하는 것이 중장기적으로 금융시스템의 안정을 위해서 매우 중요하다는 점을 시사한다.

글로벌 금융위기 이후, 행정부가 사전적으로 개입하여 신속하게 정리절차를 진행하면서 활용할 수 있는 효과적인 정책수단이 필요하다는 점에 대해 각국의 공감대가 형성되었다. 이러한 맥락에서, FSB는 회원국에 대하여 정리권한의 강화 차원에서 채권자 손실분담제도의 도입을 권고하였다. 즉, 동 제도는 궁극적으로 금융기관의 부실과 '무관한' 납세자의 부담을 최소화하기 위해, 금융기관의 이해관계자로서 금융기관의 부실과 '무관하지 않은' 채권자에게 손실을 분담하도록 의무를 부과하는 데 그 의의를 찾을 수 있다(양기진, 2017).

[그림 2-1] 채권자 손실분담 방식



통상 채권자 손실분담제도는 '강제형' 손실분담과 '계약형' 손실분담으로 구분된다. '강제형' 손실분담은 정리당국이 법률에 근거하여 당사자의 의사와 무관히 채권의 원리금을 상각시키거나 채권을 주식으로 전환하는 방식으로 실현된다. '계약형' 손실분담은 계약의 당사자 간에 사전해 합의한 특정 사유가 발생하면 자동으로 채권의 원리금이 상각되거나 채권이 주식으로 전환되는 방식으로 실현된다. 계약형 손실분담의 대표적인 사례로는 조건부자본증권(Contingent Convertible Bond: CoCo Bond)이 있다. 조건부자본증권은 발행 당시에 정해두었던 사유가 발생하면 자동으로 상각되거나 보통주로 전환되는 사채를 의미한다. 우리나라에서 계약형 손실분담이 명시된 사례는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 손쉽게 찾아볼 수 있다. 대부분의 국내 금융회사는 상각형 조건부자본증권을 발행하면서 채무 재조정의 사유를 명시한다. 이때 채무재조정의 주된 사유는 해당 사채를 발행한 금융회사가 '「금융산업의 구조개선에 관한 법률」에 따라 부실금융기관으로 지정된 경우'라고 명시되어 있다. 이러한 채무재조정의 사유에 해당하면, 해당 금융기관이 발행한 조건부자본증권이 전액 영구상각 된다고도 함께 공시되고 있다. 계약형 손실분담의 대표적인 사례로 최근 실리콘밸리은행 파산 이후 위기설에 시달리던 크레디트스위스(CS)의 경우를 들 수 있다. CS가 지난 3

월 경쟁사인 스위스 투자은행 UBS에 인수되는 과정에서, 스위스 금융감독청(FINMA)이 CS가 발행한 기타 기본자본(Additional Tier 1: AT1) 채권을 전액 상각하기로 결정하였다. 당시 AT1 상각의 발동요건은 '① 당국이 파산·지급불능·영업 중단 방지를 위해 채권 상각이 필수적이라고 통보, ②자본 확충을 위한 이례적인 정부지원, ③보통주 자본비율 규제수준 미달 시' 등이었고, 해당 사례의 경우 '발동요건②'에 해당하였다. 또한, CS AT1의 투자설명서에도 당국의 재량으로 AT1을 보통주(CET1)보다 먼저 상각할 수 있음을 사전에 명시하였다.[7] 그럼에도 불구하고 전통적인 손실분담 순위를 따르지 않고, 신종자본증권 채권자가 주주보다 후순위가 되었다는 점에서 채권자들이 소송을 준비 중에 있다고 알려져 있다.

정리하면, 두 개념은 결국 채권자들이 금융기관의 손실을 분담한다는 점에서는 동일하나, 그 발동요건의 결정주체(정리당국vs계약 당사자)와 발동근거(법률vs계약) 차원에서 상이하다고 볼 수 있다. 단, FSB 권고안에 포함된 채권자 손실분담제도는 '강제형' 채권자 손실분담제도를 의미한다. 따라서 앞으로 별도의 언급이 없는 한 본 연구에서 쓰이는 채권자 손실분담제도 용어는 향후 도입될 가능성이 있는 '강제형' 채권자 손실분담제도를 의미하는 것으로 정의한다.

채권자 손실분담제도의 도입에 대한 찬성·반대 입장의 주요 논거를 살펴보면 다음과 같다. 제도 도입에 찬성하는 입장에 따르면, 금융기관 부실발생 시 주주들뿐만 아니라 채권자들도 손실을 분담하게 되므로, 공적자금 투입(구제금융)을 최소화할 수 있다. 이는 금융위기 상황에서도 국가의 재정건전성을 유지하는 데 기여한다(황순주, 2018). 또한, 대형 금융기관들이 부실화될 경우, 현실적으로 채택 가능한 대안이 구제금융밖에 없다는 인식을 불식시킬 수 있다. 이는 금융기관들이 위험을 충분히 고려하지 않은 채 과도하게 위험자산에 투자하는 등의 수익 추구 행위를 보이는 도덕적 해이를 방지할 수 있다. 이와 더불어, 정리 관련

7) "Swiss authority may not be required to follow any order of priority, which means, among other things, that the notes could be cancelled in whole or in part prior to the cancellation of any or all of CSG's equity capital."

국제기준인 FSB 권고안을 충족시킴에 따라 대외적으로 국가신인도의 상승효과도 누릴 수 있다. 또한, 금융기관의 부실과 관련된 이해당사자가 직접 경영상의 책임을 부담하는 구조이므로 구제금융의 불공정성에 대한 문제 제기를 일부 완화할 수 있다.

제도 도입에 반대하는 입장에 따르면, 만약 채권자 손실분담이 일부 채권 혹은 금융기관들에 대해서만 이루어진다면 평등권 침해 소지가 존재한다(윤성현, 2019). 그리고 동 제도의 도입은 적용대상 금융기관들의 자금조달비용 상승을 초래하여 수익성에 악영향을 미칠 가능성이 있다. 금융기관들의 수익성 악화는 향후 대출금리의 상승으로 이어져 결국 국민들에게 그 피해가 고스란히 돌아갈 가능성도 존재한다. 또한, 예금채권 등이 채권자 손실분담 대상에 포함된다면 예금보호제도에 대한 신뢰도 하락으로 예금인출사태(bank run)가 발생할 수 있다(임형석 외, 2015).

(2) 국내외 동향

FSB는 회원국 간 상호평가 및 국제통화기금(IMF)의 평가를 통해, 채권자 손실분담제도를 포함한 권고안을 각 회원국이 국내법적으로 반영했는지 여부에 대해 정기적으로 점검해 오고 있다. 현재 우리나라는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 「은행법」, 「금융지주회사법」을 개정하면서 '계약형' 채권자 손실분담제도의 법적 근거를 갖추고 있다. 그리고 실제로 계약형 손실분담의 일환으로 조건부자본증권이 발행되고 있다. 그러나, FSB에서 도입을 권고하는 '강제형' 채권자 손실분담제도는 아직 도입하지 않은 상황이다. 따라서 우리나라의 경우, 현행법상 부실금융기관을 정리할 때 '주주'에 대한 감자명령[8] 등은 제도화되어

8) **「금산법」 제10조(적기시정조치)** ① 금융위원회는 금융기관의 자기자본비율이 일정 수준에 미달하는 등 재무상태가 제2항에 따른 기준에 미달하거나 거액의 금융사고 또는 부실채권의 발생으로 금융기관의 재무상태가 제2항에 따른 기준에 미달하게 될 것이 명백하다고 판단되면 금융기관의 부실화를 예방하고 건전한 경영을 유도하기 위하여 해당 금융기관이나 그 임원에 대하여 다음 각 호의

있으나, '채권자'의 경우 계약이전·파산절차 등의 과정에서 부실금융기관의 손실을 간접적으로 분담하는 데 그친다. 예를 들면, 부실금융회사가 계약이전 방식으로 정리될 경우, 보호예금 등의 계약이전 대상 채권은 보호되고, 미이전 채권은 파산배당의 과정에서 일부 손실을 분담하게 된다. 만약 부실금융회사가 청파산되는 경우에도 보호예금 등은 예금보험제도에 의해 보호되며, 그 외의 채권들은 파산배당 과정에서 일부 손실을 분담하게 된다. 이처럼 국내의 현 제도 하에서는 채권자들이 부실금융기관의 손실을 분담하는 경로가 제한적이다.

채권자 손실분담제도 도입 관련 국내의 동향을 살펴보면, 금융위원회는 2015년 10월 말 금융회사 회생·정리제도 도입 기본 방향[9]을 제시하면서, 채권자 손실분담제도의 도입 가능성을 열어두었다. 필요시 부실금융회사의 채권을 출자전환·상각하도록 명령하는 권한을 금융위원회가 보유하도록 할 예정으로 계획했던 것으로 보인다. 그리고 2016년 1월부터는 금융위원회, 한국은행, 금융감독원, 예금보험공사, 민간전문가 등으로 구성된 '금융회사 회생·정리 T/F'를 운영하면서 공청회를 개최하는 등 채권자 손실분담제도의 도입을 위해 다양한 의견을 청취하였다. 그러나 논의 당시, 채권자 손실분담제도는 금융기관에 과중한 부담을 지운다는 지적 등이 제기되었다. 이를 감안해 채권자 손실분담제도를 제외한

사항을 권고·요구 또는 명령하거나 그 이행계획을 제출할 것을 명하여야 한다.
5. 주식의 소각 또는 병합

동법 제12조(부실금융기관에 대한 정부등의 출자 등) ③ 금융위원회는 제1항에 따른 요청에 따라 정부등이 출자 또는 유가증권의 매입을 하였거나 출자 또는 유가증권의 매입을 하기로 결정한 부실금융기관에 대하여 특정주주(제1항에 따른 요청에 따라 정부등이 출자 또는 유가증권의 매입을 하거나 출자 또는 유가증권의 매입을 결정할 당시의 주주 또는 그 금융기관의 부실에 책임이 있다고 금융위원회가 인정하는 주주를 말한다. 이하 같다)가 소유한 주식의 일부 또는 전부를 유상 또는 무상으로 소각하거나 특정주주가 소유한 주식을 일정 비율로 병합하여 자본금을 감소하도록 명령할 수 있다. 이 경우 금융위원회는 정부등이 소유한 주식에 대하여는 제1항에 따른 출자 또는 유가증권의 매입의 지원을 고려하여 다른 특정주주가 소유한 주식보다 유리한 조건이나 방법으로 소각 또는 병합하도록 명령할 수 있다.

9) 금융위원회, "금융회사 회생·정리제도 도입 기본 방향 - 중요 금융회사에 대해 사전 회생·정리계획 작성", 보도참고자료, 2015.10.30.

「금융산업의 구조개선에 관한 법률(이하 '금산법')」 개정안이 최종 확정되어 2020년 12월 말 공포되었다. 그 결과, 자체정상화·부실정리계획제도(Recovery and Resolution Plan: RRP)와 금융계약의 기한 전 계약종료 일시정지권은 도입되었으나, 채권자 손실분담제도는 도입되지 않았다.

국외동향을 살펴보면, FSB 24개 회원국 중 10개국[10]에서 채권자 손실분담제도를 도입하였다. 유럽연합(European Union: EU)은 2014년 5월 은행회생정리지침(Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD)을 제정하여 각 회원국으로 하여금 2016년부터 채권자 손실분담제도를 시행하도록 규정하였다. 이에 따라, 당시 EU 회원국이었던 영국은 「은행법(The Banking Act, 2009)」 개정을 통해 동 제도를 도입한 바 있다. EU는 원칙적으로 무담보 채무에 대해 채권자 손실분담 대상 채무로 간주한다. 그러나, 담보채권, 보호한도 내 예금, 임금·조세채권, 만기 7일 미만 금융회사 간 단기채권, 핵심기능 유지를 위한 IT 등 용역 관련 채권 등은 명시적으로 채권자 손실분담의 대상에서 제외하였다. 또한, 보호한도 초과예금 등은 합리적 기한 내 채권자 손실분담이 불가능한 경우 등과 같이 예외적 상황에서 정리당국의 재량에 따라 추가로 제외할 수 있도록 허용하고 있다(임형석, 2018).

미국은 「도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)」에서 질서정연한 정리권한(Orderly Liquidation Authority: OLA)을 규정하면서 주주 이외에 무담보채권자의 손실분담원칙을 담은 채권자 손실분담제도를 간접적으로 도입하였다. 미국의 연방예금보험공사는 SIFI의 부실이 발생할 경우, 가교금융회사의 설립과 자산·부채의 이전을 통한 정리를 의무화하였다. 이러한 정리절차에 따르면, 채권자들이 일부 손실을 분담하게 되므로 채권자 손실분담제도와 동일한 경제적 효과를 도모할 수 있다(임형석, 2018).

캐나다는 2016년에 예금자보호법(Canada Deposit Insurance Corporation Act)을 개정하면서 부실금융기관 대상 채권의 보통주 전환 방식을 통한 채권자 손실분담제도를 도입하였다. 해외의 제도 도입 사례

10) 캐나다, 프랑스, 독일, 홍콩, 이탈리아, 네덜란드, 스페인, 스위스, 영국, 미국

들은 대체로 손실분담의 대상에 무담보·후순위 채권들이 포함되었다.

2. 채권신용등급

채권의 신용등급은 회사가 자금조달을 위해 발행하는 채권의 채무불이행 가능성을 대표하는 지표이다. 신용평가기관은 금융시장에서 정보의 중개인 역할을 수행한다. 신용평가기관에 의해 산출된 채권신용등급은 투자자에게 제공되며, 투자자와 금융기관 간에 발생하는 비대칭 정보 문제(information asymmetry)를 완화하는 데 기여한다. 채권신용등급은 금융시장에서 채권 투자자들의 경제적 의사결정과 금융기관들의 자본조달비용에 중대한 영향을 미친다.

물론 신용등급이 실제 신용수준과 괴리되어 그 역할을 충실히 수행하지 못하고 있다는 비판도 존재한다(김상헌 외, 2017). 그러나, 통상 채권의 신용등급이 우량하다는 것은 원리금 상환 가능성이 높고 연체율이 낮다는 것을 의미한다. 이는 곧 투자자 입장에서 수익성을 보장받을 가능성이 높은 매력적인 채권에 해당한다. 따라서, 채권을 발행하는 주체인 회사 입장에서는 채권 투자자들에게 상대적으로 적은 이자를 지불하고도 손쉽게 자금을 조달할 수 있게 되는 것이다. 이와 반대로, 채권의 신용등급이 부실하여 원리금 상환가능성이 낮다고 평가되는 경우, 채권을 발행하는 회사는 더 많은 이자를 지불해야 투자자들로부터 자금을 조달할 수 있다. 이처럼, 채권의 신용등급은 채권발행주체의 이자비용과 직결된다.

이와 같은 내용은 국내 여러 연구에서도 확인된 바 있다. 낮은 채권신용등급은 높은 이자비용을 부담시키고, 채권발행주체의 부채증가로 이어지며, 이는 기관의 재정건전성 부실로 이어지는 악순환의 고리가 형성된다(박지민 외, 2021). 기업의 재무정보와 기업 고유의 특성을 나타내는 변수와 같이, 이자비용(타인자본비용)에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제한 후에도 신용등급이 좋은 기업일수록 이자비용이 감소한 것으로 나타났다(박종일, 2011). 다만, 신용평가는 채권을 발행한 후에 끝나

는 것이 아니라, 개별 기업 및 시장의 특수한 상황에 대응하여 정기나 수시로 감시평가를 통해 신용평가를 하고 등급을 지속적으로 공시를 해야 한다(니우멍 외, 2017).

제 2 절 선행연구 검토

1. 채권자 손실분담제도에 대한 선행연구

채권자 손실분담제도에 대해서는 다양한 측면에서 접근한 선행연구들이 다수 존재한다. 이에 대해 살펴보면, 기존의 연구들은 채권자 손실분담제도의 국내 도입 시 고려해야 할 법적, 제도적 사항에 초점을 맞추어 이루어졌다. 먼저, 법적 측면에서 동 제도의 도입 자체가 위헌이라는 주장도 있으나, 이한준(2018)은 동 제도를 도입할 때 비례원칙을 고려하여 채권자가 보유한 채권의 청산가치를 보장한다면 합헌적이라고 주장한다. 이와 관련해, 임형석(2018)은 채권자에 대한 청산가치 보장의 원칙을 「금산법」에 규정하여 법적 근거를 마련할 필요가 있다고 본다. 아울러, 경영정상화 과정에서 채권의 청산가치를 객관적으로 평가할 수 있는 시스템을 구축할 필요가 있다고 주장한다. 고동원(2019) 또한 채권자 손실분담제도가 국민 경제와 금융시스템의 안정성 제고라는 측면에서 위헌성 시비에서 벗어날 수 있다고 보았다. 또 다른 법적 이슈로, 양기진(2018)은 강제적인 채권자 손실분담이 대상 금융기관에 관한 이해관계자들의 권리 내용에 영향을 미칠 것으로 본다. 이 경우, 해당 정리절차의 개시, 각종 정리수단의 적법성 등의 다툼에 관하여 사법적 심사를 어디까지 인정할 것인지에 대해서도 문제 제기가 있을 수 있다고 주장한다.

만약, 채권자 손실분담제도를 실제 국내에 도입한다면, 가장 문제가 되는 부분은 적용대상 채권의 범위일 것이다. 윤성현(2019)도 현실적으로 채권자 손실분담제도를 도입함에 있어 가장 중요한 쟁점이 될 수 있는 부분이 손실분담 대상 채권의 범위 문제라고 지적한다. 만약 적용대상 채권의 범위를 넓게 보면, 채권자가 금융회사의 부실에 책임을 지

게 하려는 채권자 손실분담제도의 근본취지에 가장 부합할 것이다. 그러나 이와 동시에 금융회사의 신용등급 하락 등에 따른 자금조달비용 상승이 우려된다. 반대로, 적용대상 채권의 범위를 좁게 보면, 금융회사와 같은 채권자 등의 이해관계자들에게 미치는 영향은 줄어들지만, 채권자 손실분담제도 자체가 형해화될 수 있다.

이와 관련하여 국내의 논의를 살펴보면, 채권자 손실분담제도의 적용대상 채권의 범위에 통상 무담보채권, 후순위채권은 포함된다. 그러나, 금융기관이 발행한 채권이나 은행의 예금채권을 채권자 손실분담 대상으로 포함할지 여부에 대해서는 이견이 존재한다. 이한준(2006)은 은행 등이 발행한 회사채는 제도의 실효성 제고를 위해 채권자 손실분담 대상으로 포함해야 한다고 주장한다. 다만, 은행의 예금채권의 경우, 제도의 취지와 시스템 안정을 균형 있게 고려하여 각 채권의 성질을 고려해 채권자 손실분담 여부를 판단하여야 한다. FSB에 따르면, 예금자 보호한도(우리나라는 5천만원) 이하의 예금은 채권자 손실분담 대상에서 명시적으로 제외되는 반면, 보호한도를 초과하는 예금은 원칙적으로 베일인 대상에 포함된다. 이와 관련해 고동원(2019)은 예금채권의 경우 예금보호한도와 연계하여 일정한 금액 이상만을 손실분담 채권의 범위에 포함시켜야 한다고 본다. 그리고 예금자 우선변제제도를 「은행법」에 둘 필요가 있다고 주장한다. 예금자 우선변제제도[11]는 예금자가 금융채 등 기타 일반 채권자와 동일한 순위임에도 불구하고 기타 일반 채권자에 우선하여 파산배당금을 변제받는 것을 의미한다. 윤성현(2019)도 유사한 맥락에서 중장기적으로 예금자 우선변제제도를 도입하여, 예금자보호법에 따라 보호하는 보호상품과 보호한도는 채권자 손실분담 적용대상에서

11) 국내의 경우는 과거 저축은행 예금자의 경우 우선변제 대상에 포함되었으나, 2006년 11월 헌법재판소의 위헌판결에 따라 우선변제 대상에서 제외되었다. 헌법재판소는 상호신용금고의 예금채권자에게 예탁금 한도 안에서 상호신용금고의 총재산에 대하여 다른 채권자에 우선하여 변제 받을 권리를 부여한 구 상호신용금고법 제37조의2를 위헌으로 판결하였다. 헌법재판소는 예금의 종류나 한도에 관계없이 무제한적인 우선변제권을 줄 것이 아니라, 예금의 종류나 한도를 제한하여 다른 일반 채권자의 재산권 침해를 최소화해야 한다고 명시하고 있다.

제외하여야 한다고 주장한다. 그리고 보호한도를 초과하는 예금에 대해서는 우선변제제도의 적용대상에서 제외하는 방안을 고려하되, 이 경우 은행의 위기 시 뱅크런에 대한 고민도 병행되어야 한다고 본다. 이외에도 단기금융시장에서 발생한 채권, 조세채권과 같은 법정채권 등 다양한 채권들이 채권자 손실분담 대상이 될 수 있으며, 이에 대한 연구가 다양하게 이루어져 왔다. 통상 법정 우선채권은 채권자 손실분담의 대상에서 제외될 것으로 보이나, 기업어음과 같은 단기채권의 경우에는 어떻게 처리할지에 대한 논의가 더 필요한 상황이다(윤성현, 2019).

채권자 손실분담제도의 실효성에 대한 연구결과도 다수 존재한다. Dewatripont(2014)는 채권자 손실분담제도의 실제 적용이 금융시스템의 혼란을 초래할 수 있어 그 실행 가능성을 저해한다고 주장한다. 따라서 사전적으로 채권자 손실분담의 대상이 일반적인 모든 채권자가 아닌, 특정 채권자에 국한된다는 점을 시장에 주지시킬 필요가 있다고 본다. 채권자 손실분담제도가 도입되었다고 전제할 때, 시장이 구제금융을 예상하면 정부도 실제로 구제금융을 선택하고, 시장이 채권자 손실분담을 예상하면 정부도 채권자 손실분담을 용인할 가능성이 높다는 주장도 존재한다(황순주, 2017). 그리고 실제로 정리당국이 채권자 손실분담을 매우 제한된 시간 내에 진행해야 한다는 점 또한 고려해야 한다(윤성현, 2019). 이러한 점을 고려할 때, 채권자 손실분담제도가 도입되더라도 부실금융기관에 대해 채권자 손실분담을 진행하기보다는 위기에 신속히 대응하기 위해 정부의 구제금융이 이루어질 것이라는 회의적인 시각이 여전히 존재함을 알 수 있다. 따라서 FSB를 비롯한 국제사회의 합의대로 채권자 손실분담제도를 법제화하는 것만이 중요한 것이 아니라, 실제 위기 발생 시 이를 실행 가능하도록 하는 것이 핵심적인 과제로 볼 수 있다(황순주, 2018).

전술한 선행연구들 외에도, 채권자 손실분담제도가 동 제도의 적용대상인 금융기관 등의 채권자들에게 미치는 영향에 대한 연구도 중요하다. 특히, 은행의 자금조달 측면에서 어떤 효과가 발생하는지에 대한 정량적인 분석은 동 제도의 도입과 관련하여 필수적으로 검토해야 할 내

용이다. 이와 관련하여, 은행이 자금조달을 위해 발행하는 은행채를 채권자 손실분담제도의 적용대상에 포함하면, 그 발행금리가 상승하여 은행들의 자금조달이 어려워진다는 주장이 있다. 더 나아가 이러한 영향은 결국 은행의 영업활동의 근원인 예대마진에 반영되어 결국 소비자에게 피해가 돌아간다고도 해석할 수 있다. 이러한 주장에는 채권자 손실분담제도의 도입이 곧 은행채의 신용등급을 낮춘다는 전제가 깔려있다. 그러나, 아직 채권자 손실분담제도가 적용대상 은행채의 신용등급에 미치는 영향에 대해 계량적으로 분석한 선행연구는 찾아보기 힘들다.[12] 따라서, 본 연구에서는 채권자 손실분담제도가 은행채의 신용등급에 미치는 영향에 대해 살펴보고자 한다. 전술한 선행연구의 의의와 목적 및 결과에 대해 정리하면 아래의 표와 같다.

[표 2-1] 채권자 손실분담제도 선행연구

논문저자	연구의 의의	연구목적 및 결과
이한준 (2018)	채권자 손실분담제도의 법적 쟁점에 관한 연구	- 채권자 손실분담이 채권의 청산가치를 보장하는 한도 내에서 실시될 경우 강제형 손실분담 역시 헌법상 수용이 아니라고 판단될 개연성이 크다. - 모든 무담보채권은 원칙적으로 강제형 손실분담의 대상이 된다. - 강제형 손실분담제도를 새로이 도입할 경우, 금융시장의 안정을 위해 도입하는 채권자 손실분담제도가 오히려 금융시장을 불안하게 하지 않기 위해서 채권자에 대한 일정한 보호조치가 필요하다. - 채권자 손실분담제도의 실효성을 확보하기 위해 구제금융은 원칙적으로 채권자 손실분담이 실행된 이후 투입될 수 있도록 제도를 정비해야 한다.

12) 하나금융연구소의 한 분석에 따르면, 국내에 채권자 손실분담제도가 도입될 경우 조달비용이 최소 4bp에서 최대 100bp까지 상승할 것으로 예상된다고 하지만, 이는 계량적인 분석 없이 해외 사례가 우리나라에 동일하게 적용된다고 가정하여 추정한 내용으로 보인다(김혜미, 2017).

고동원 (2019)	금융체계상 중요한 금융기관의 효율적인 정리제도 구축방안	- 채권자 손실분담제도의 재산권 침해 가능성은 국민 경제와 금융안정 고려 시, 위헌으로 보기 어렵다. - 채권자 손실분담 대상채권 중 특히 예금채권의 경우에는 예금자 보호한도와 연계될 필요가 있다. - 예금 금액에 대한 우선 변제권 규정을 「은행법」에 둘 필요가 있다.
양기진 (2018)	채권자 손실분담제도 도입 관련 도산법 이슈	- 대형금융회사의 회생 또는 정리절차에서 강제적인 채권자 손실분담의 근거조항을 어느 법에 둘지에 대해 고민해야 한다. - 대형금융회사의 신속한 정리를 통한 금융시장에의 충격 최소화를 목적으로, 그 과정에서 행해진 행정당국의 정리조치에 관한 법원의 사법심사를 허용할 범위 역시 결정되어야 한다. - 대형금융회사 차원에서 잘 수립된 정리계획은, 이를 효과적으로 실행할 수 있는 제도적 틀이 적절히 마련되어야 효과를 크게 발휘할 수 있다.
임형석 (2018)	채권자 손실분담 국내도입 관련 주요 쟁점	- 채권자 손실분담은 부실금융회사를 경영정상화시킬 경우에도 일부 채권자가 손실을 분담하여야 한다는 측면에서 기존의 채권자 손실분담과 차별화된다. - 경영정상화 과정에서의 채권자 손실분담의 경제적 효과는 정리당국이 어떤 정리전략을 채택하느냐에 따라 달라진다.
윤성현 (2019)	채권자 손실분담제도 도입 관련 쟁점	- 채권자 손실분담의 적용 및 적용제외 대상채권의 범위를 명확히 할 필요가 있다. - 채권자 손실분담을 실제 실행을 어떻게 할 것인지에 대해서도 고민해야 한다.

황순주 (2017)	채권자 손실분담제도의 실효성 제고를 위한 도입방향	- 채권자 손실분담의 실행가능성을 높이기 위해서는 정부의 정치적 부담을 줄이는 제도적 장치의 마련해야 한다. - ① 예금채권 우선변제 제도를 도입하되, 일반 채권자를 과도하게 차별하지 않기 위해 우선변제의 적용범위를 개인·중소기업 등 정책적 배려가 필요한 예금주에 국한하는 방안을 고려할 필요가 있다. - ② 은행채와 코코본드에 대한 투자자 자격요건을 강화할 필요가 있다. - ③ 혼합형(은행의 보통주자본비율이 기준치 하회 또는 정부가 은행을 부실금융기관으로 지정) 코코본드를 고려할 필요가 있다.
Dewatripont (2014)	채권자 손실분담과 구제금융 간 비교	- 구제금융이 부실금융기관의 도덕적 해이를 유발하나, 이에 대한 대안으로 제시되는 채권자 손실분담제도가 금융안정성을 저해하는 방식으로 도입되지 않도록 주의할 필요가 있다.
황순주 (2018)	채권자 손실분담제도의 실행 가능성에 관한 이론적 분석	- 채권자 손실분담제도를 도입하더라도 사전 정리정책의 충실도가 낮으면 정부는 사후적으로 구제금융 조치를 선택한다. - 사전 정리정책의 충실도가 높더라도 투자자들이 유사시 정부가 지원할 것으로 예상하면 정부는 실제로 구제금융 조치를 선택하게 된다.

고영미 (2017)	국제 기준의 채권자손실분담제도의 한국내 입법 방안: 베일인 대상 채권의 구체화 및 법적 타당성을 중심으로	- 베일인 조치의 대상이 될 수 있는 채권에 대한 법적 체계는 명확하고 엄밀해야 한다. - 베일인 도입과 관련하여 국내법상 "동순위 채권자에게 적용되는 헌법상 평등의 원칙"과 "베일인 제도의 예금자 에 대한 우대 가능성" 사이의 이론적 충돌이 적절히 해소되어야 한다.

2. 채권신용등급의 결정요인에 대한 선행연구

채권신용등급은 채권발행주체인 기업의 원리금 상환 가능성을 측정하는 수단이다. 원리금 상환 가능성은 해당 기업의 수익성과 직결된다. 따라서 기본적으로 채권신용등급의 주요 결정요인은 채권발행기업의 수익성 등의 정보와 관련이 있다. 그리고 이러한 기업정보들은 대체로 재무상태와 재무성과를 보여주는 재무제표에서 얻을 수 있다. 선행연구들 또한 채권을 발행한 기업의 재무정보에 초점을 맞추어 채권신용등급의 결정요인을 분석하였다. 예를 들면, 불성실공시법인 지정으로 인한 공시품질의 저하는 자본시장에 불리하게 영향을 미쳐 신용등급 저하 및 차입이자율 상승을 초래한다(이아영 외, 2008). 또한, 기업이 여러 가지 유인에 의해 행하는 재량적 발생액 및 실제 이익조정의 수준이 높을수록 신용등급은 하향 조정된다(박종일 외, 2012). 이외에도 기업의 재무정보와 신용등급 간의 관련성에 대한 선행연구들은 대체로 기업의 공시품질이 좋을수록 채권신용등급이 높다고 평가한다. 그 이유는 재무보고품질이 좋을수록 해당 기업의 미래 현금창출능력에 기반한 원리금 상환가능성에 대해 적절한 정보를 얻을 수 있고, 이에 따라 경영자의 도덕적 해이(moral hazard)를 방지하여 해당 기업의 채무불이행 위험을 낮출 수 있기 때문이다.

그런데 실제로 신용평가사들은 기업 및 채권의 신용을 평가하여

등급을 부여할 때, 기업의 재무정보뿐만 아니라, 비재무정보까지 종합적으로 고려한다. 예를 들면, 신용평가사의 신용 평가요소로, 재무제표의 분석에 더불어 산업분석, 경영분석, 신뢰분석 등을 진행한다. 여기서 산업분석이란 기업이 속한 산업의 전망을 평가하는 것을 의미한다. 경영분석은 경영관리 능력 및 경영 안정성을 평가하는 것이다. 신뢰분석은 당사자 간 거래를 할 때 해당 기업의 신뢰도의 수준에 대한 평가이다.

선행연구로는 기업의 이사 중 사외이사의 비율과 투자자 중 기관투자자의 비율이 높을수록 해당 기업의 발행채권 신용등급이 높다는 연구결과가 존재한다(Bhojraj et al, 2003). 또한, 대주주의 수가 많고 CEO의 권한이 많을수록 신용등급이 낮으며, 이사회의 독립성이 높을수록 신용등급이 높다는 결과도 존재한다(Ashbaugh et al, 2006). 이는 바람직한 지배구조를 가진 기업이 채권시장에서 좋은 평가를 받는다고 점을 보여준다. 그리고 노동조합과 채권신용등급 간의 관계를 분석한 연구도 존재한다. 이에 따르면, 노동조합이 존재하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 채권신용등급이 낮으며, 노동조합의 협상력이 강할수록 채권신용등급이 더욱 낮아진다(박진하 외, 2014).

이처럼, 채권신용등급의 결정요인에 대한 그간의 연구결과들은 채권발행주체인 기업의 재무/비재무 정보에 대한 분석이 주를 이루었다. 반면, 본 연구는 향후 도입 가능성이 있는 채권자 손실분담제도가 채권신용등급에 어떤 영향을 미치는 지 분석해보고자 한다. 즉, 본 연구는 기업 자체의 내생적인 요인이 아닌 외생적인 요인에 의해 신용등급의 변화 가능성을 살펴본다는 차원에서, 그간의 선행연구들과의 차별성이 존재한다. 전술한 선행연구의 의의와 목적 및 결과에 대해 정리하면 아래의 표와 같다.

[표 2-2] 채권신용등급 결정요인 선행연구

논문저자	연구의 의의	연구목적 및 결과
이아영 외 (2008)	불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향	- 불성실공시법인 지정으로 인해 불성실공시법인의 신용등급이 비지정기업에 비해 유의적으로 낮게 나타났다. - 불성실공시법인 지정으로 인한 공시품질의 저하가 자본시장에 불리하게 영향을 미쳐 타인자본비용의 증가를 초래한다.
박종일 외 (2012)	발생액 및 실제 이익조정이 기업신용등급에 미치는 효과	- 상장기업과 비상장기업 모두에서 재량적 발생액 및 실제 이익조정의 수준이 높을수록 기업신용등급이 유의하게 하향 조정된다.
Bhojraj et al, (2003)	기업 지배구조가 채권등급 및 수익률에 미치는 영향	- 기업 지배구조 메커니즘은 기관 비용의 축소 및 관리 성과 모니터링 등을 통해 정보 비대칭성을 완화한다. - 기업의 소유권이 소수에게 집중되어 있을수록 채권등급 및 수익률에 부정적인 영향을 미친다.
Ashbaugh et al (2006)	기업 지배구조가 기업의 신용등급에 미치는 영향	- 지배구조가 강력할수록 더 높은 신용등급을 받게 된다. - 이사회의 독립성, 전문성이 높을수록 신용등급에 긍정적인 영향을 미친다. - 지배구조가 약한 기업일수록 더 높은 자금조달비용을 수반한다.
박진하 외 (2014)	노동조합이 채권신용등급에 미치는 영향	- 노동조합이 존재하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 채권신용등급이 낮았다. - 노동조합의 협상력이 강할수록 채권신용등급이 낮았다.

제 3 장 연구문제 및 연구방법

제 1 절 연구문제 : 가설설정

주요개념 및 선행연구들에 따르면, 채권자 손실분담제도의 도입과 신용등급은 서로 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 신용평가사들은 은행의 신용등급을 평가할 때 은행 자체의 신용등급을 부여한 후 '정부의 지원 가능성'을 반영하여 최종 신용등급을 부여한다. 만약, 채권자 손실분담제도로 인해 정부의 지원 가능성이 낮아지거나 사라진다면, 해당 은행의 원리금 상환능력의 저하에 따라 신용등급이 하락할 가능성이 존재한다. 실제로 2011년 11월 노르웨이의 수출금융공사(Eksportfinans)는 정책대출 기능이 정부로 이관되면서 정부지원 가능성이 축소된 바 있다. 그 결과, 노르웨이 수출금융공사의 신용등급이 크게 하락(무디스 : Aa3 → Ba1, 7단계↓, S&P : AA → BBB, 5단계↓)하였다. 또한, '15.1월 독일이 자체정상화·부실정리계획, 채권자 손실분담제도 등을 담은 "회생·정리체계"를 시행한 이후, S&P는 독일정부의 특별지원이 불확실하다는 이유로 도이치은행(A → BBB+) 및 코메르츠은행(A- → BBB+)의 신용등급을 1~2단계 강등('15.6월)시킨 사례도 있다. 다만, 이 경우의 신용등급 하락은 채권자 손실분담제도 자체만의 영향으로 단정 짓기에 무리가 있다. 왜냐하면 채권신용등급에 미치는 다른 요인들을 통제하지 않고 그 결과만 보았기 때문이다.

유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)도 채권자 손실분담제도가 반드시 은행의 신용등급 하락 및 자금조달비용 상승을 야기한다고 결론짓기 어렵다[13]고 한다. 그 원인 중 하나로, EU 집행위원회 위원은 채권자 손실분담제도는 은행의 도덕적 해이 현상을 완화할 수 있다는 점을 제시한다. 채권자 손실분담제도가 도입되면 은행의 부실발생 시, 구

13) 2013년 9월 30일, 베누아 쿠레 ECB 집행위원회 위원의 "위기 이후 회복을 위한 자금 조달"을 주제로 한 밀라노 보코니 대학의 컨퍼런스 개회사 中

제금융이 이루어지기 이전에 채권자들이 먼저 손실을 분담하게 된다. 즉, 채권자들은 은행의 손실을 최소화할 유인이 있는 이해관계자의 지위에 서게 되는 것이다. 따라서 채권자들은 은행의 부실을 방지하기 위해 평소에도 은행의 영업 및 활동에 대해 자발적으로 모니터링할 유인을 갖게 된다. 이는 은행으로 하여금 채권자들의 이익을 훼손할 수 있는 도덕적 해이를 최소화하고, 투명한 경영을 실천하게끔 유도하는 효과를 가져온다. 그 결과, 채권자 손실분담제도가 오히려 은행 전반의 효율성이 제고하고 자금조달비용을 낮춰, 중장기적으로 채권신용등급이 상승할 수 있다.

또 다른 관점에서 접근하면, 정부의 구제금융 가능성이 열려있는 한, 동 제도의 도입이 채권신용등급에 영향을 미치지 않을 수 있다. 그 이유는, '채권자 손실분담제도의 도입'과 실제 은행의 부실이 발생했을 때 '채권자 손실분담을 실제로 이행'하는 것은 차원이 다른 문제이기 때문이다. 2016년 7월 이탈리아 정부는 채권자 손실분담제도를 입법화했음에도 불구하고, 파산 위기에 몰린 몬테 데이 파스키 디 시에나(Monte dei Paschi di Siena: MPS) 은행에 대해 구제금융을 실행하였다. 이탈리아 정부가 채권자 손실분담 조치를 진행하지 않은 이유에 대해 여러 연구들은 '정부의 정치적 부담요인'을 그 원인으로 제시하고 있다. 양기진(2017)은 해당 은행의 채권자들 중 일반채권자들의 비중이 높았고, 그에 따라 정부가 갖는 정치적 부담이 컸다는 점을 지적한다. 실제로 당시 채권자 손실분담 대상인 후순위 은행채의 약 46%(약 39조원)를 개인투자자들이 보유하고 있었다. 이처럼, 베일인 대상 채권자 중 상당수가 일반국민인 경우, 정부는 정치적 부담을 고려해 채권자 손실분담제도가 제도화되어 있더라도 구제금융을 선택할 가능성이 높다(황순주, 2017).

이와 유사한 맥락에서, 2016년 일본은 채권자 손실분담제도의 운영을 전제로 하여, 동 제도의 운영에 필수적인 총손실흡수능력(Total Loss-absorbing Capacity: TLAC) 제도[14]를 발표하였다. 그럼에도 불구

14) FSB는 2019년부터 전 세계적으로 금융체계상 중요한 은행(Global Systemically Important Bank: G-SIB)에 대하여 부실금융회사의 채권자 손실분담만으로 최소 법정자본비율 이상의 자본확충이 가능하도록 TLAC

하고, 은행지주회사 등의 신용등급에 변동이 없었다. 그 이유는 일본 정부에게 공적자금 지원(금융시장 예방조치) 또는 채권자 손실분담(금융시장 안정조치) 두 가지 방안을 모두 활용할 수 있는 선택의 여지가 있었기 때문이다. 이에 따라 시장에서도 은행의 부실이 발생했을 때 정부의 지원이 여전히 이루어질 가능성을 인지했던 것으로 볼 수 있다.

이처럼, 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급에 미치는 영향은 채권자들의 기대 수준에 의존할 가능성이 높다. 그 이유는 동 제도의 도입으로 인해 채권자들이 인식하는 미래의 불확실한 손해가 채권자들로 하여금 해당 채권의 신용에 의구심을 품게 하는지가 관건이기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 채권자 손실분담제도를 도입한 해외사례들에 대한 실증적인 분석을 통해 실제로 채권신용등급에 어떤 변화가 나타나는지 살펴보고자 한다.

위의 논의를 종합하면, 채권자 손실분담제도는 정부의 지원 가능성을 낮추기 때문에 통상 신용등급과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 하지만, 은행의 도덕적 해이를 완화한다는 점, 정부의 정치적 부담, 투자자들의 기대 등을 고려할 때 동 제도의 도입이 채권신용등급을 반드시 낮춘다고 단정 짓기에는 무리가 있다. 따라서 본 연구의 가설은 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급에 부정적인 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

- 가설 : 채권자 손실분담제도의 도입은 금융기관의 채권신용등급을 하락시킨다.

제 2 절 연구방법

1. 표본

본 연구의 주된 대상은 채권자 손실분담제도 적용여부에 관한

적격채권을 보유할 의무를 부과하였다.

자료와 통제변수 및 종속변수 측정에 필요한 자료를 확보할 수 있는 은행으로 삼았다. 이를 고려해, 기초 분석대상으로 유럽은행관리국(European Banking Authority: EBA[15])이 2021년 수행한 EU-Wide Stress Test의 대상 은행들을 고려하였다. 테스트의 대상은 총 15개 국가의 50개 은행이지만, 결측치를 제거하는 등 데이터 정제 과정을 통해 총 12개 국가[16]의 37개 은행을 대상으로 선정하였다. 자료의 기본단위는 37개 은행들의 채권발행 정보를 기초로 하여 식별되는 개별 '은행채 발행 건'이며, 이에 따른 총 관측치의 수(N)는 2,482개이다.

주요 변수 중 채권발행 정보(발행일자, 발행신용등급 등)와 재무정보(자산, 부채, 자본, 시가총액, BIS자기자본비율, 무수익여신비율, 유동성커버리지비율 등)는 예금보험공사의 블룸버그 단말기를 통해 입수하였다. 그리고 국가별 GDP증가율, 실업률 등의 거시경제 정보는 OECD를 통해 자료를 입수하였다.

기본 데이터 구성은 먼저, 은행채의 발행일자를 기준으로 채권자 손실분담제도의 도입 여부 및 재무 정보, 거시경제 정보를 매핑하였다. 특히, 재무 정보의 경우 재무제표가 결산일로부터 약 3개월 이후에 공시된다는 점에 착안하여, 총자산 등 재무 정보는 채권발행일로부터 3개월 이전 정보를 매핑하였으며, 재무제표는 반기(semi-annual)별 공시자료를 활용하였다. 거시경제 정보의 경우는 발행일자와 가장 가까운 날짜에 매핑하였으며, 분기(quarterly)별 공시자료를 활용하였다. 자료 수집 기간은 2011년 6월 말부터 2021년 12월 말이다.

2. 실증분석 모형

본 연구에서는 채권자 손실분담제도의 도입이 금융기관의 채권

15) EBA는 유럽 은행 부문 전반에 걸쳐 일관적이면서 효과적인 규제 및 감독을 위한 EU 기관으로, EU 지역 은행의 위험관리능력 평가 및 금융시스템 안정성 관리 등을 위하여 격년마다 스트레스테스트를 진행한다. EBA는 당초 2020년 테스트를 실시할 예정이었으나, 코로나 펜데믹 상황 하에서 은행들의 업무 부담을 완화하기 위해 2021년에 테스트를 실시하였다.

16) 독일, 프랑스, 핀란드, 오스트리아, 덴마크, 벨기에, 아일랜드, 이탈리아, 스페인, 포르투갈, 스웨덴, 노르웨이

신용등급에 어떤 영향을 미치는지 알아보고자 한다. 구체적으로 아래의 분석 틀에 기반하여 분석을 진행한다.

[그림 3-1] 연구의 분석 틀

< 분석 모형 >

회귀분석

< 독립변수 >		< 종속변수 >
채권자 손실분담제도 도입 여부	→	채권신용등급

< 통제변수 >	
재무건전성, 금융시장 및 국가경제	총자산, 총부채, 총자본, 장부가, 시가총액, 총자산순이익률(ROA), 영업이익률, BIS총자본비율, 무수익여신비율(NPL), 유동성커버리지비율, 장기부채비율, 국가GDP성장률, 국가실업률
기타 통제변수	발행연도, 발행은행 소속 국가

(1) 종속변수: 채권신용등급

종속변수는 해외은행의 채권신용등급으로서, 국제 신용평가사인 S&P, 무디스, 피치 3개 사의 채권신용평가 결과를 종합한 등급이다. 단, 분석의 용이성을 위해 순서형 변수인 채권신용등급을 수치형(numeric) 변수로 변환하였으며, 이를 대리변수[17](proxy variable)로 삼았다. 따라서

17) 대리변수란, 어떤 특정한 변수에 대해 사용이 어려운 경우, 혹은 모형 적합

각 채권신용등급을 기업 재무건전성 지표인 FHR(Financial Health Rating: FHR)구간[18]과 매칭시킨 후, 정의된 FHR구간의 중간값(median)을 종속변수로 삼았다.

[표 3-1] 위험수준별 FHR 구간 및 예상부도율

Risk Level	Very High Risk	High Risk	Medium Risk	Low Risk	Very Low Risk
Financial Health Rating (FHR)	0-19	20-39	40-59	60-79	80-100
Estimated Probability of Default (EPD)	More than 13.3%	11.4% to 1.0%	0.89% to 0.11%	0.10% to 0.008%	Less than 0.007%

* EPD(Estimated Probability of Default: EPD) : 예상부도율

상기 표를 보면, 각 기업의 예상부도율에 따라 FHR 점수를 부여한다. 예상부도율이 높을수록 FHR 점수는 낮아지고, 예상부도율이 낮을수록 FHR 점수는 높아진다. FHR 점수 구간별로 국제신용평가사가 부여한 장기신용등급과 각 장기신용등급의 의미는 아래의 두 표에서 확인할 수 있다.

에 있어 어려움이 있는 경우에 원래 변수를 대신하여 사용되는 변수를 의미한다. 따라서 대리변수를 사용하는 경우, 선택된 대리변수와 원래의 변수 사이에는 밀접한 상관관계가 있어야 함

18) FHR점수는 평가대상 채권의 신용등급을 0-100점 척도의 점수로 변환한 계량척도로서, 신용점수 벤치마크社 Rapid Rating가 약 40년간의 과거 데이터(historical data)를 기반으로 개발한 Financial Health Rating(FHR) 모형에 근거한다.

[표 3-2] FHR 구간별 국제신용평가사 신용평가등급

Expected Probability of Default 매핑			국제신용평가사 장기신용등급		
FHR Range	med(FHR Range)	EPD(%)	Moody's	S&P	Fitch
95-100	97.5	0.001	Aaa	AAA	AAA
90-94	92	0.001	Aa1	AA+	AA+
85-89	87	0.001	Aa1	AA+	AA+
80-84	82	0.004	Aa2	AA	AA
75-79	77	0.010	Aa3	AA-	AA-
70-74	72	0.021	A1	A+	A+
65-69	67	0.040	A2	A	A
65-69	67	0.040	A3	A-	A-
60-64	62	0.072	Baa1	BBB+	BBB+
55-59	57	0.13	Baa2	BBB	BBB
50-54	52	0.22	Baa3	BBB-	BBB-
45-49	47	0.38	Ba1	BB+	BB+
40-44	42	0.65	Ba2	BB	BB
35-39	37	1.14	Ba3	BB-	BB-
30-34	32	2.04	B1	B+	B+
25-29	27	3.82	B2	B	B
20-24	22	7.54	B3	B-	B-
0-19	17	15.900	Caa1	CCC+	CCC
	14.5	27.720	Caa2	CCC+	CCC
	12	39.540	Caa3	CCC-	CCC
	9.5	51.360	Ca	CC	CCC
	7	63.180	Ca	C	CCC
	4.5	75.000	C	D	DDD~D

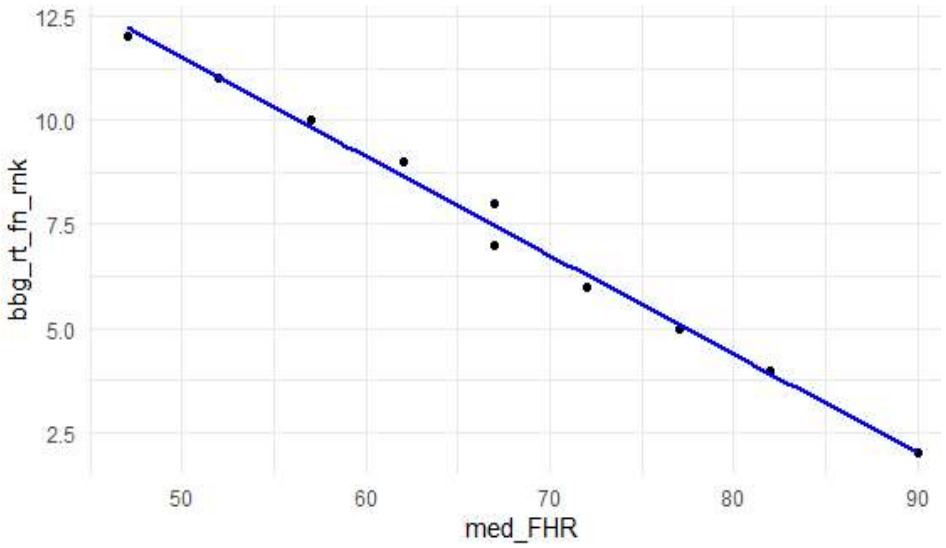
[표 3-3] 국제신용평가사 장기신용등급 체계

국제신용평가사 등급체계			설 명
Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	우수 (Prime)
Aa1	AA+	AA+	
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	높은 등급 (High grade)
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	상중 등급 (Upper medium grade)
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	저중 등급 (Lower medium grade)
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	투자 부적격(Non-investment grade), 투기(Speculative)
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	회복 가능성이 거의 없는 채무 불이행 (In default with little prospect for recovery)
Caa2	CCC+	CCC	
Caa3	CCC-	CCC	
Ca	CC	CCC	
Ca	C	CCC	
C	D	DDD~D	채무불이행(in default)

대리변수인 FHR점수와 원변수인 채권신용등급간의 상관관계의 절댓값은 0.96로 매우 높았으며, p값은 0.00임에 따라 통계적으로 매우 유의한 관계를 보여 FHR점수로 채권신용등급을 나타내어도 무방함을 확인하였다.

[표 3-4] FHR점수-채권신용등급 간 상관관계

검정방법	순위 기반 스피어만 상관검정
상관계수	-0.9634946
검정결과	유의 (p값 0.00)



국제 신용평가사의 채권신용평가 결과는 여러 합리적인 지표들을 토대로 이루어진다. 하지만, 채권신용평가 과정에서 평가기관 혹은 평가자의 주관성이 내포되어 신용평가등급의 객관성이 떨어진다는 지적이 있을 수 있다. 이러한 측면을 고려해, 국제 신용평가사의 채권신용평가

결과와 실제 경제논리가 작동하는 시장에서의 유통금리 간 상관검정도 함께 수행하였다. 그 결과, 분석에서 사용된 FHR점수와 실제 유통금리 간 음의 상관성이 있음을 확인하였다. 즉, 분석에서 사용된 국제 신용평가사의 신용평가등급 및 신용점수 결과는 실제 시장평가를 객관적으로 잘 반영하고 있음을 알 수 있다.

[표 3-5] FHR점수-유통금리 간 상관관계

검정방법	피어슨 상관검정
상관계수	-0.2387654
검정결과	유의 (p값 0.00)

(2) 독립변수: 채권자 손실분담제도의 도입

독립변수는 채권자 손실분담제도의 도입여부이다. 동 제도의 도입 일자를 기준으로 도입전후를 나타내는 더미변수를 설정한다. 만약 은행이 소재한 국가에서 채권자 손실분담제도를 도입했으면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. 본 연구는 동 제도가 존재하면 금융기관의 채권신용등급이 하락한다는 가설을 설정하였으므로, 계수는 유의하게 음(-)의 값을 가질 것으로 예측한다.

(3) 통제변수

본 회귀분석에서는 독립변수의 정확한 순수효과를 추정하기 위해, 통제변수를 설정한다. 통제변수를 회귀분석 시에 포함하면, 종속변수와 독립변수 간에 존재하고 있는 여러 외생적인 요인들을 제어함으로써 다른 변수들로부터 받을 수 있는 영향을 제거한 상태로 분석할 수 있다.

즉 채권자 손실분담제도의 도입에 따른 순수효과를 더욱 정확하게 추출할 수 있다. 채권자 손실분담제도의 도입에 따른 채권신용등급 하락 폭의 순수효과를 산출하기 위한 통제목적으로서, 본 연구에서는 기업규모, 재무건전성, 금융시장, 국가경제 관련 변수를 사용하였다. 사용된 통제변수는 다음과 같다.

우선, 기업규모 관련 변수로 총자산, 총부채, 총자본, 장부가, 시가총액 등을 고려하였다. 기업규모가 큰 기업은 일반적으로 재무분석가의 수가 많고 재무 관련 공시의 투명성 등이 보장되어 있다. 즉, 기업규모가 작은 기업에 비해 정보 비대칭성이 낮아 채권신용등급이 높을 것으로 예상되므로 기업규모와 채권신용등급 간 양(+)의 관련성을 보일 것으로 기대된다. 총자산과 총부채, 총자본, 장부가, 시가총액의 경우는 다른 통제변수(BIS총자본비율, 총자산순이익률, GDP증가율 등)와는 달리 기본단위가 비율이 아닌 금액에 속한다. 따라서 위 통제변수들은 분포적 치우침(right-skewed)이 매우 심하므로, 자연로그 변환을 취하여 대칭분포에 가까운 분포로 변환하였다.

다음으로 여러 재무건전성 지표를 사용하였다. 선행연구들에 따르면, 총자산순이익률(Return On Assets: ROA), 영업이익률 등 수익성이 높은 기업의 경우 채권신용등급과 양(+)의 관련성을 보일 것으로 예상된다. 통상, BIS총자본비율, 유동성커버리지비율[19](Liquidity Coverage Ratio: LCR)이 높고 무수익여신비율[20](Non Performing Loan: NPL), 장기부채비율이 낮을수록 재무건전성이 높다고 볼 수 있다. 따라서, BIS총자본비율과 유동성커버리지비율은 채권신용등급과 양(+)의 관계를, 무수익여신비율과 장기부채비율은 채권신용등급과 음(-)의 관계를 가질 것으로 기대된다.

한편, 유동성커버리지비율이 높을수록 채권신용등급과의 관계가 대체로 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 다만, 대부분의 은행은 유

---

19) 급격한 외화 유출 등의 스트레스 상황이 한 달 동안 지속된다는 가정 하에 계산한 한 달 동안의 순현금 유출 대비 고유동성 자산의 비율

20) 채권 금융기관이 빌려준 돈을 회수할 가능성이 현저히 낮거나 어렵게 된 부실채권으로, 총 여신 중 3개월 이상 연체된 대출이 차지하는 비율.

동성커버리지비율이 규제비율(100%)을 상회하며, 동 비율을 넘어서는 경우 유동성커버리지비율과 재무건전성 간 단조적 선형성(monotonic linearity)이 없으므로 선형회귀분석에서 유용한 정보로 활용되기는 어렵다. 즉, 높은 유동성커버리지비율은 별 의미를 가지지 못하나, 낮은 유동성커버리지비율만이 유의한 수준의 위험 신호를 나타낼 뿐이다. 또한, 100%를 넘는 경우에 높은 유동성커버리지비율(가령 500%)이 은행의 재무적 우수성을 의미하지도 않는다. 따라서, 유동성커버리지비율이 일정 수치 미만일 경우 위험한 것으로 해석하는 등 제한적인 의미로 받아들이는 것이 더욱 합리적이다. 이에 따라 본 연구에 있어서는 유동성커버리지비율이 특정 값(110%[21]) 미만일 경우 1, 이상일 경우 0의 값을 부여하는 더미변수로 변환하여 분석에 활용하였다.

장기부채비율의 경우 일반적으로 채권신용등급과의 관계는 음(-)의 관계를 가진다고 할 수 있다. 그러나, 우수한 차입능력을 지닌 기관의 경우에는 장기부채비율과 채권신용등급 간의 관계가 불분명할 수 있다. 예를 들면, 총 차입금이 동일할 때 장기부채금액의 비중이 높은 기관일수록 건전한 자금조달능력을 보유한 것으로 볼 수 있다. 따라서 이 경우에는 오히려 장기부채비율과 채권신용등급 간에 양(+)의 관계를 가질 수 있다.

마지막으로 국가 GDP가 높고 실업률이 낮을수록 해당 국가에 속한 은행의 거시경제 환경이 안정적이라고 볼 수 있다, 따라서, 국가 GDP와 채권신용등급 간에는 양(+)의 관련성을, 실업률과 채권신용등급 간에는 음(-)의 관련성을 가질 것으로 기대된다. 각 변수를 표로 정리하면 다음과 같다.

---

21) 더미변수의 기준치를 ECB 규제비율인 100% 미만으로 잡는 등의 경우도 가능하나, 이 경우 데이터의 불균형도가 매우 심하여(전체 건수의 0.2%만이 LCR 100% 미만) 최종 모형의 분석결과가 매우 불안정해질 수 있다. 따라서, 100%보다는 상대적으로 완화된 수치인 110%을 기준치로 활용하였다.

[표 3-6] 분석 대상 변수 정의

정보	변수명(영문)	변수명(한글)	종류	설 명
채권 발행 정보	bbg_rt_fn	채권신용등급	-	S&P, Moody's, Fitch 신용등급의 평균등급(AAA ~ D)
	bbg_rt_fn _rnk	채권신용등급 순위	-	채권신용등급(bbg_rt_fn)을 순위에 따라 정수 변환(1~23)
	med_FHR	FHR구간의 중간값	종속 변수	채권신용등급을 0 ~ 100 척도로 변환한 점수
	BI_DT_D	채권자 손실분담제도 도입 여부	독립 변수	0 : 도입 전, 1 : 도입 후
재무 정보	LN_TOT _ASSET	LN(총자산)	통제 변수	자연로그 변환 (LN)
	LN_TOT _LIAB	LN(총부채)		자연로그 변환 (LN)
	LN_TOT _CAP	LN(총자본)		자연로그 변환 (LN)
	LN_TOT _COMMON _EQY	LN(장부가)		자연로그 변환 (LN); 보통주 주주가 투자한 금액
	LN_MRKT _CAP	LN(시가총액)		자연로그 변환 (LN); 주가×발행주식
	ROA	총자산순이익률		-
	OP_MARGIN _12M	최근12개월 영업이익률		-
	BIS_RT	BIS총자본비율		-
	NPL_RT	무수익여신비율		-
	LCR	유동성커버리지 비율		-
	low_LCR_D	유동성커버리지 비율_더미		LCR(유동성커버리지 비율)이 110 미만일 경우, 1, 아니면 0
	LT_DEBT_RT	장기부채비율		-
거시 경제 정보	macro_rg_rt	GDP증가율		전년 동기대비 증가율
	macro_unemp _rt	실업률		-

제 4 장 실증분석 결과

제 1 절 변수의 기술통계 및 상관관계 분석

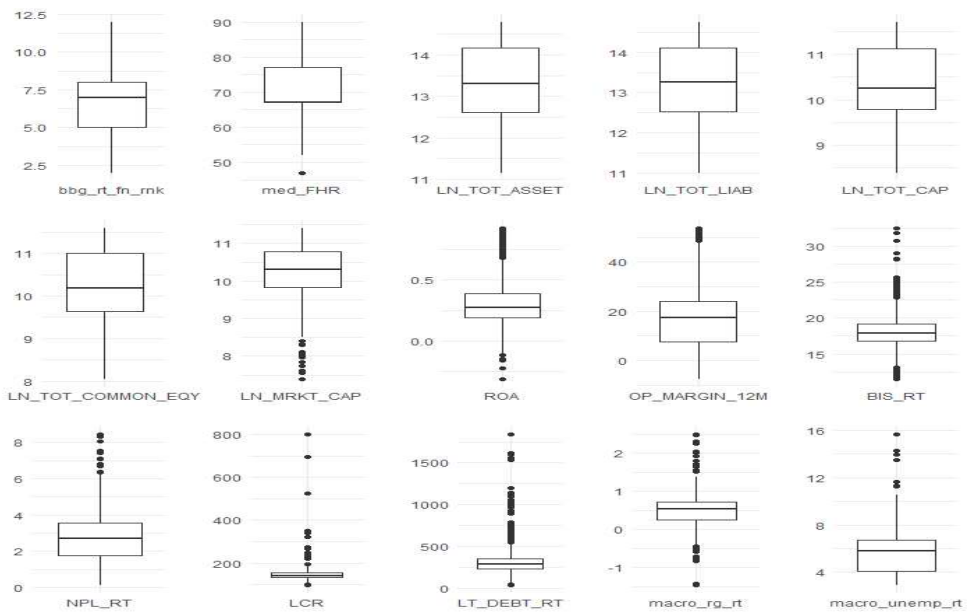
각 독립변수 및 통제변수에 대한 기술통계분석을 실시하였으며, 이에 따른 기술통계량, 상자그림 및 점도표는 다음과 같다.

[표 4-1] 주요 변수별 기술통계량

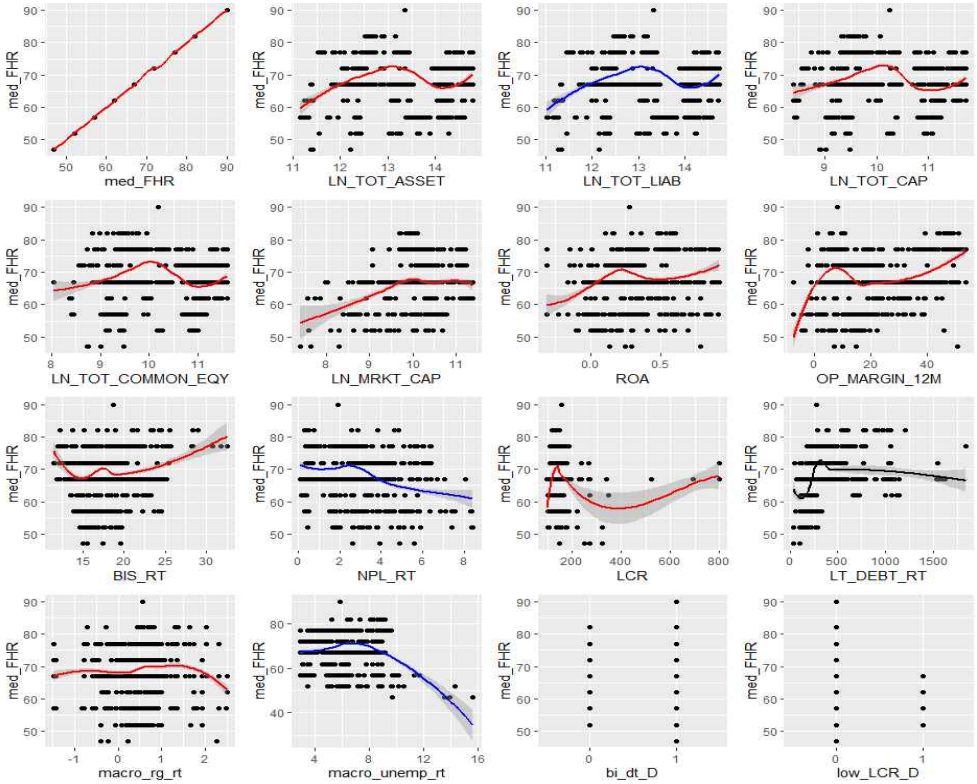
정보 영역	변수명	변수명(한글)	평균	표준 편차	최소값	중위수	최대값
채권 발행 정보	bbg_rt_fn	채권신용등급	-	-	-	-	-
	bbg_rt_fn _rnk	채권신용등급 순위	6.97	1.69	2.00	7.00	12.00
	med_FHR	FHR구간의 중간값	69.06	6.58	47.00	67.00	90.00
	BI_DT_D	채권자 손실분담제도 도입 여부	0.94	0.23	0.00	1.00	1.00
재무 정보 (단위 : 백만 EURO, %)	LN_TOT _ASSET	LN(총자산)	13.35	0.83	11.15	13.31	14.80
	LN_TOT _LIAB	LN(총부채)	13.30	0.84	11.01	13.26	14.75
	LN_TOT _CAP	LN(총자본)	10.37	0.79	8.39	10.26	11.72
	LN_TOT _COMMON _EQY	LN(장부가)	10.28	0.77	8.05	10.19	11.60
	LN_MRKT _CAP	LN(시가총액)	10.25	0.72	7.39	10.32	11.41

	ROA	총자산순이익률	0.31	0.20	-0.31	0.27	0.92
	OP_MARGIN _12M	최근12개월 영업이익률	18.42	12.85	-7.50	17.26	53.68
	BIS_RT	BIS총자본비율	18.22	2.55	11.50	17.90	32.50
	NPL_RT	무수익여신비율	2.72	1.47	0.11	2.70	8.44
	LCR	유동성커버리지 비율	155.44	62.58	96.80	140.99	799.00
	low_LCR_D	유동성커버리지 비율_더미	0.02	0.15	0.00	0.00	1.00
	LT_DEBT _RT	장기부채비율	340.79	222.22	31.31	288.64	1,837.23
거시 경제	macro_rg_rt	GDP증가율	0.51	0.67	-1.47	0.55	2.50
	macro_unemp _rt	실업률	5.77	1.85	2.90	5.80	15.63

[그림 4-1] 주요 변수별 상자그림



[그림 4-2] 주요 변수별 점도표



다음으로, 각 독립변수 및 통제변수에 대한 상관분석을 실시하였다. 특히 재무 정보 분석 시, 임의의 두 변수 간 유사한 정보를 내포하는 경우가 많으므로 다중공선성 문제를 회피하기 위한 상관분석을 진행할 필요가 있다. 따라서, 각 통제변수들의 다중공선성[22](Multicollinearity)을 최소화하기 위해 피어슨(Pearson) 상관관계 분석을 실시하였다. 피어슨 상관관계 행렬 표와 이를 시각화한 그림은 아래와 같다.

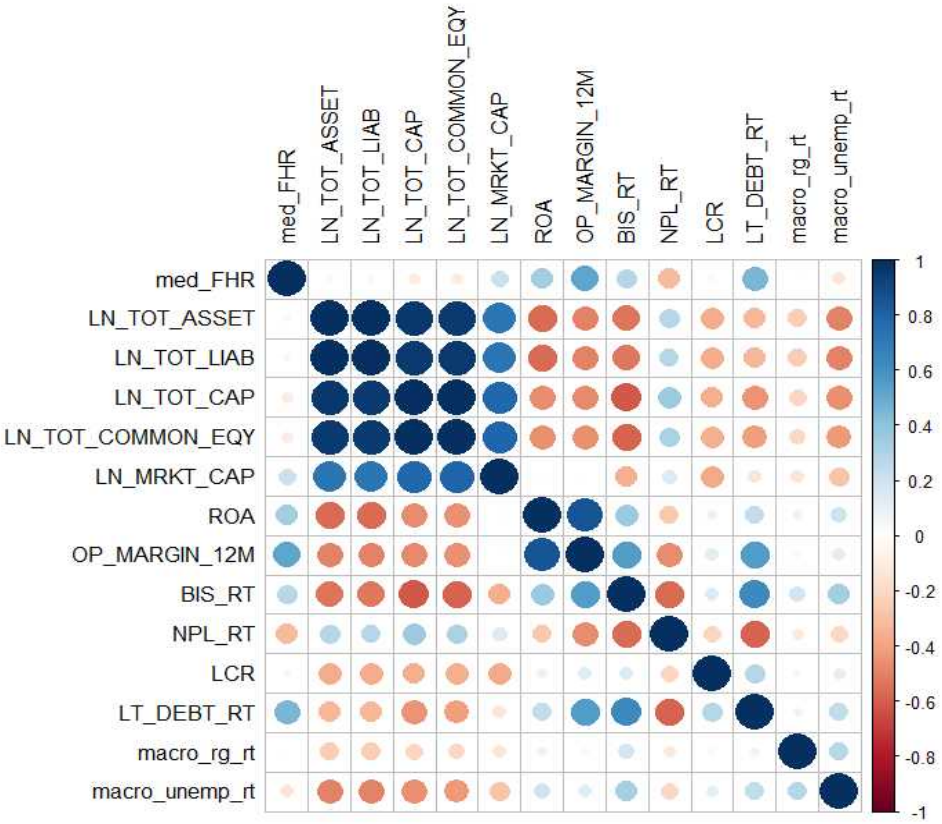
22) 다중공선성(multicollinearity)이란 회귀분석을 통한 데이터분석 시 부정적인 영향을 미치는 요소로, 회귀분석의 중요한 가정인 독립변수 및 통제변수들 간의 독립성이 존재해야한다는 가정이 깨진 상태를 의미하며, 임의의 두 변수 간 상관관계가 존재하여 독립성이 의심되는 경우 두 변수 중 한 변수를 분석에서 제외하는 것이 일반적임.

[표 4-2] 피어슨 상관관계 행렬

상관계수 (p값)	med_FHR	LN_TOT_ASSET	LN_TOT_LIAB	LN_TOT_CAP	LN_TOT_COMMON_EQY	LN_MRKT_CAP	ROA	OP_MARGIN_12M	BIS_RT	NPL_RT	LCR	LT_DEBT_RT	macro_rg_rt	macro_unemp_rt
med_FHR		-0.04 (0.12)	-0.04 (0.15)	-0.11 (0)	-0.11 (0)	0.22 (0)	0.35 (0)	0.52 (0)	0.27 (0)	-0.31 (0)	-0.05 (0.11)	0.46 (0)	0.01 (0.78)	-0.14 (0)
LN_TOT_ASSET			1 (0)	0.96 (0)	0.96 (0)	0.73 (0)	-0.56 (0)	-0.49 (0)	-0.53 (0)	0.28 (0)	-0.37 (0)	-0.33 (0)	-0.24 (0)	-0.49 (0)
LN_TOT_LIAB				0.96 (0)	0.95 (0)	0.73 (0)	-0.57 (0)	-0.49 (0)	-0.52 (0)	0.27 (0)	-0.37 (0)	-0.32 (0)	-0.24 (0)	-0.49 (0)
LN_TOT_CAP					0.99 (0)	0.78 (0)	-0.46 (0)	-0.48 (0)	-0.61 (0)	0.35 (0)	-0.35 (0)	-0.45 (0)	-0.21 (0)	-0.46 (0)
LN_TOT_COMMON_EQY						0.79 (0)	-0.46 (0)	-0.46 (0)	-0.58 (0)	0.31 (0)	-0.35 (0)	-0.41 (0)	-0.2 (0)	-0.42 (0)
LN_MRKT_CAP							0 (0.95)	0.01 (0.82)	-0.35 (0)	0.15 (0)	-0.37 (0)	-0.13 (0)	-0.14 (0)	-0.28 (0)
ROA								0.86 (0)	0.36 (0)	-0.26 (0)	0.09 (0)	0.25 (0)	0.07 (0.01)	0.2 (0)
OP_MARGIN_12M									0.55 (0)	-0.46 (0)	0.12 (0)	0.55 (0)	0.05 (0.11)	0.12 (0)
BIS_RT										-0.57 (0)	0.14 (0)	0.64 (0)	0.18 (0)	0.33 (0)
NPL_RT											-0.21 (0)	-0.58 (0)	-0.12 (0)	-0.21 (0)
LCR												0.28 (0)	0.04 (0.13)	0.12 (0)
LT_DEBT_RT													0.07 (0.02)	0.24 (0)
macro_rg_rt														0.27 (0)
macro_unemp_rt														

* 괄호 안 숫자는 p-value를 의미

[그림 4-3] 피어슨 상관관계 행렬 시각화



위와 같이, Pearson Correlation Matrix를 산출하여 통제변수 간 상관관계가 유의미하게 높은 경우는 최종 모형의 변수 선택 시 제외하고자 하였다. 특히 본 모형에서 기업규모와 관련 있는 변수들인 총자산(LN_TOT_ASSET), 총부채(LN_TOT_LIAB), 총자본(LN_TOT_CAP), 장부가(LN_TOT_COMMON_EQY), 시가총액(LN_MRKT_CAP)은 서로 상관도가 매우 높은 것으로 나타났다. 따라서, 이 변수들 중 하나의 변수만을 모형에 넣는 것이 바람직하다고 판단하였다. 본 연구에서는 다른 통제변수와의 상관성이 가장 낮은 변수인 시가총액(LN_MRKT_CAP)을 기업규모 관련 변수로 선택하였다.

또한, 기업의 수익성과 관련 있는 변수들인 총자산순이익률(ROA)과 영업이익률(OP_MARGIN_12M) 또한 서로 상관계수가 0.81에 달하므로, 하나의 변수만 남기는 것이 바람직하다고 판단하였다. 따라서 본 연구에서는 통상 은행 신용평가에서 주로 사용되며, 은행의 수익성을 보여주는 가장 대표적인 지표인 총자산순이익률(ROA)을 주요 변수로 선택하였다.

거시경제 관련 변수 중에서는 실업률만을 선택하였다. 국가GDP 성장률의 경우는 종속변수와 관련된 변수(med_FHR)와 역의 상관관계 혹은 상관관계가 없는 것으로 나타나 통제변수로서 의미가 크지는 않은 것으로 판단되어 선택하지 않았다(상관계수 0.01 및 p값 0.78)

이에 근거하여 설정된 종속변수, 독립변수 및 통제변수를 반영한 최종 회귀분석 식은 다음과 같다.

$$
\begin{aligned}
med_FHR = {} & \beta_0 + \beta_1 BI_DT_D + \alpha_1 LN_TOT_ASSET + \alpha_2 ROA \\
& + \alpha_3 BIS_RT + \alpha_4 NPL_RT + \alpha_5 low_LCR_D + \alpha_6 LT_DEBT_RT \\
& + \gamma_1 macro_unemp_rt + \epsilon
\end{aligned}
$$

제 2 절 기타 통제변수 설정

채권자 손실분담제도의 도입에 따른 순수효과를 더욱 정확하게 추출하기 위해 통제변수를 추가로 설정할 수 있다. 다만, 경제학적 가정에 따라 통제변수의 설정 양상은 달라질 수 있다. 앞 장에서 설정한 본 연구에서는 두 가지 가능성을 고려하였으며 이에 따라 두 가지 모형에 대한 분석을 동시에 진행하였다.

앞에서 설정한 재무건전성, 금융시장 및 국가경제 관련 통제변수 외에도 기타 통제변수를 설정하였다. 채권발행연도(이하 “연도 더미”)와 채권발행 은행이 속한 국가(이하 “국가 더미”)를 통해 더욱더 엄밀한 통제를 부여하였으며, 더미변수(Dummy variable) 형태로 회귀분석에 반영

하였다.

연도 더미의 경우, 경제 사이클이 채권신용등급에 미치는 영향을 최소화하기 위해 추가할 수 있다. 경제는 주기적으로 변동하는 경향이 있으며, 이러한 변동은 시간에 따라 다양한 요인들에 의해 발생한다. 발행연도를 통제변수에 포함시킴으로써, 경기 사이클에 의한 채권신용등급의 낙관적/비관적 평가 요소를 배제할 수 있다.

국가 더미의 경우, 국가별 채권 발행시장 여건이 상이한 점을 감안하기 위해 통제변수에 추가할 수 있다. 다만 국가 더미 변수를 추가하게 되면, 분석데이터로부터 추정하는 각 회귀계수의 통계적 검정력(statistical power)이 손실되므로, 국가 더미까지 통제변수로서 넣는 것은 선택적 고려사항이 될 수 있다.

따라서 본 연구에서는 아래의 두 가지 모형을 고려하였으며, 정리하면 [표 4-3]과 같다.

[표 4-3] 최종 분석 모형

구 분		모형1	모형2
종속변수		채권신용점수 (med_FHR)	
독립변수		채권자 손실분담제도 도입 여부(BI_DT_D)	
통제변수	재무건전성, 금융시장 및 국가경제	시가총액(LN_MRKT_CAP), 총자산순이익률(ROA), BIS총자본비율(BIS_RT), 무수익여신비율(NPL_RT), 유동성커버리지비율_더미(low_LCR_D), 장기부채비율(LT_DEBT_RT), 실업률(macro_unemp_rt)	
	기타	**연도 더미**	**연도 더미, 국가 더미**

제 3 절 회귀분석 결과

상관관계 분석 결과 선정된 최종 모형을 통해 회귀분석을 수행한 결과는 다음과 같다.

[표 4-4] 회귀분석 결과

변수명	설 명	모형1(연도)	모형2(연도+국가)
BI_DT_D	**채권자 손실분담제도 도입 여부**	**-5.7434*** (1.4511)**	**-2.7589* (1.3081)**
LN_MRKT_CAP	LN(시가총액)	2.8856*** (0.2392)	2.6837* (0.2732)
ROA	총자산순이익률	9.3571*** (0.6788)	2.8772** (0.99870
BIS_RT	BIS총자본비율	0.5183*** (0.0750)	-0.0625 (0.0823)
NPL_RT	무수익여신비율	-0.7103*** (0.1321)	-0.6871*** (0.1773)
low_LCR_D	유동성커버리지비율	-5.8212*** (0.8909)	-3.5058*** (0.9010)
LT_DEBT_RT	장기부채비율	0.0072*** (0.0012)	0.0138*** (0.0017)
macro_unemp_rt	실업률	-1.0165*** (0.0902)	-1.6047*** (0.3061)
N		2,482	
F-stat		74.5 (p-value 0.00)	74.7 (p-value 0.00)
Adjusted R^2		0.5374	0.6477

주: 1. 괄호 안에는 표준오차를 표시하였다.
2. *p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

1. 모형1 분석 결과

먼저, 본 연구의 독립변수인 '채권자 손실분담제도의 도입'은 종속변수인 채권신용등급의 대리변수 FHR점수를 평균적으로 5.74점 하락시키는 것으로 나타났다. 그리고 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 수치는 다변량 회귀분석을 통해 채권신용등급에 영향을 주는 통제변수들의 영향력을 최소화하여 산출된 결과이다. 즉, 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용점수 및 채권신용등급에 미치는 순효과(partial effect)를 측정했다는 점에서 의미가 있다. 이러한 결과는 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급을 하락시킬 수 있다는 가설과 일치한다.

다음으로, 본 연구에서 논의되고 있는 다양한 통제변수들이 채권신용등급에 영향을 주는 정도는 대체로 경제학적 직관과 일치하였다. 따라서, 채권자 손실분담제도의 순영향도 측정을 위해 적절한 통제변수가 사용된 것으로 판단된다. 통제변수별로 채권신용등급의 대리변수인 FHR점수(각 구간의 중간값)에 대한 영향도는 다음과 같다.

'기업규모' 측면에서, LN시가총액(LN_MRKT_CAP; 단위는 백만 EURO)이 1만큼 증가 시 FHR점수는 평균적으로 2.89점 상승한다. 그리고 자연로그를 제외하여 해석한다면 총자산 규모가 1% 증가 시 FHR점수는 0.0289점 상승하는 것으로 해석할 수 있다. 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 클수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

'수익성' 측면에서, 총자산순이익률(ROA)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 9.36점 상승하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 수익성이 높을수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

'자본적정성' 측면에서, BIS총자본비율(BIS_RT)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 0.52점 상승하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 그리고 '자산건전성' 측면에서, 무수익

여신비율(NPL)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 0.71점 하락하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재무건전성이 좋을수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

'유동성' 측면에서, 유동성커버리지비율(LCR)이 110% 미만인 은행의 채권신용등급은 유동성커버리지비율이 110% 이상인 은행의 채권신용등급에 비해 FHR점수가 5.82점 낮으며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 유동성이 충분할수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

'자금조달의 안정성' 측면에서, 장기부채비율(LT_DEBT_RT)이 1%p 증가 시, FHR점수는 0.007점 상승하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이처럼 미세한 변화는 장기부채비율과 채권신용등급 간 관계를 일관되게 예측하기 어렵다는 예상과 어느 정도 일치한다.

'거시경제' 측면에서, 채권발행 은행이 속한 국가의 전체 실업률(macro_unemp_rt)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 1.02점 하락하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 거시경제 환경이 안정적일수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

2. 모형2 분석 결과

모형1과는 달리 모형2에서는 통제변수에 연도 더미뿐만 아니라, 국가 더미까지 추가하였다. 이로써 국가별 채권 발행시장 여건이 상이한 점이 통제되므로, 채권자 손실분담제도의 도입 효과를 추정하는 데 모형1에 비해 그 순효과를 더욱 정밀하게 측정한 결과가 나올 것으로 예상된다.

먼저, 독립변수인 '채권자 손실분담제도의 도입'은 종속변수인 채권신용등급의 대리변수 FHR점수를 평균적으로 2.76점 하락시키는 것으

로 나타나며, 이는 유의수준 5% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급을 하락시킬 수 있다는 가설과 일치한다.

다양한 통제변수들이 채권신용등급에 영향을 주는 정도는 대체로 경제학적 직관과 일치하였다. 각 통제변수별로 채권신용등급의 대리변수인 FHR 점수(각 구간의 중간값)에 대한 영향도는 다음과 같다.

'기업규모' 측면에서, LN시가총액(LN_MRKT_CAP; 단위는 백만 EURO)이 1만큼 증가 시 FHR점수는 평균적으로 2.68점 상승한다. 그리고 자연로그를 제외하여 해석한다면 총자산 규모가 1% 증가 시 FHR점수는 0.0268점 상승하는 것으로 해석할 수 있다. 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 클수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

'수익성' 측면에서, 총자산순이익률(ROA)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 2.88점 상승하며, 이는 유의수준 1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 수익성이 높을수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다. 또한, 총자산순이익률 상승으로 인한 채권신용점수 상승 폭이 모형1에 비해 좀 더 합리적인 수준으로 축소되었다. 이는 국가 더미 변수로 인해 국가별 은행 수익성의 전반적인 수준 차이가 보정된 결과로 풀이된다.

'자본적정성' 측면에서, BIS총자본비율(BIS_RT)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 0.06점 하락하나, 이는 유의수준 5% 하에서 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. BIS총자본비율은 은행의 재무정보를 포함한 신용평가 시 필수적으로 참고하는 주요 변수에 해당한다. 하지만, 대부분의 은행에서 BIS총자본비율과 관련된 규제를 준수하는 경향이 있다. 따라서, 채권신용등급의 움직임을 설명하는 동 분석에서는 BIS총자본비율과 채권신용등급 간 단조성이 떨어져 통계적 유의성이 상대적으로 떨어진 것으로 풀이된다. 한편 국가 더미변수를 추가함으로써 통계적 검정력(statistical power)이 일부 떨어진 것이 원인일 수 있으며, BIS총자본비율 변수의 비유의성은 통제변수가 과다함으로 인한 표본 수

의 부족으로 인해 야기되었을 가능성도 있다.

‘자산건전성’ 측면에서, 무수익여신비율(NPL)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 0.69점 하락하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재무건전성이 좋을수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

‘유동성’ 측면에서, 유동성커버리지비율(LCR)이 110% 미만인 은행의 채권신용등급은 유동성커버리지비율이 110% 이상인 은행의 채권신용등급에 비해 FHR점수가 3.51점 낮으며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 유동성이 충분할수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

‘자금조달의 안정성’ 측면에서, 장기부채비율(LT_DEBT_RT)이 1%p 증가 시 , FHR점수는 0.014점 상승하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이처럼 미세한 변화는 장기부채비율과 채권신용등급 간 관계를 일관되게 예측하기 어렵다는 예상과 어느 정도 일치한다.

‘거시경제’ 측면에서, 채권발행 은행이 속한 국가의 전체 실업률(macro_unemp_rt)이 1%p 증가 시, FHR점수는 평균적으로 1.60점 하락하며, 이는 유의수준 0.1% 하에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 거시경제 환경이 안정적일수록 채권신용등급이 높을 것이라는 예상과 일치한다.

3. 소결

두 모형의 분석 결과를 종합하면, 채권자 손실분담제도의 도입은 채권신용등급을 하락시킨다는 결론에 도달할 수 있다. 이는 본 연구의 가설의 타당성을 입증한다. 다만, 여기서 주목해야 할 부분은 동 제도의 도입이 채권신용등급을 하락시키는 효과가 얼마나 큰 것인지에 대해 살펴볼 필요가 있다는 점이다. 다시 말하면, 모형1에서 채권신용등급의 대리변수 FHR점수가 5.74점 하락하는 것과 모형2에서 FHR 점수가 2.76점

하락하는 것이 심각한 수준의 하락인지에 대한 분석이 필요하다.

이를 위해서는 다른 재무적 지표의 효과와 객관적으로 비교하는 작업이 필요하다. 본 연구에서는 통제변수 중 하나인 유동성커버리지비율을 그 비교기준으로 삼고자 한다. 먼저 각 채권의 FHR점수가 균일하게 분포하고 있음(Uniformly Distributed)을 가정한다.

모형 1의 경우, FHR의 각 구간의 길이는 5점이므로([표 3-2]) 채권자 손실분담제도 도입에 따른 신용등급의 예상 하락 폭은 약 1.15단계 정도로 계산[23]된다. 다만, 이는 유동성커버리지비율이 110% 미만임에 따라 발생하는 신용등급 예상 하락 폭인 약 1.16단계[24]보다 낮은 수치에 해당한다. 즉, 채권자 손실분담제도 도입으로 인한 채권신용등급의 하락 폭은 유동성커버리지비율이 낮음으로 인해 발생하는 채권신용등급 하락 폭보다는 낮다고 판단된다.

모형 2의 경우, FHR의 각 구간의 길이는 5점이므로 채권자 손실분담제도 도입에 따른 신용등급의 예상 하락 폭은 약 0.55단계 정도로 계산[25]된다. 이는 후술할 내용인 유동성커버리지비율이 110% 미만임에 따라 발생하는 신용등급 예상 하락 폭인 0.70단계[26]보다 더 낮은 수치에 해당한다, 따라서 이 경우에도, 채권자 손실분담제도 도입으로 인한 채권신용등급의 하락 폭은 유동성커버리지비율이 낮음으로 인해 발생하는 채권신용등급 하락 폭보다는 현저히 낮다고 판단된다.

정리하면, 어떤 모형에 따르더라도 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급을 하락시키는 효과는 유동성커버리지비율이 낮음에 따라 채권신용등급이 하락하는 효과에 비해 적다. 이때 추가로 고려해야 할 점은 유동성커버리지비율이 낮음에 따라 채권신용등급이 하락하는 효과가 과소집계되었다는 점이다. EBA는 은행의 유동성커버리지 최소규제비율(minimum requirement)을 100%로 두고 있다. 다만, 유동성커버리지비율이 100% 미만인 사례가 거의 없어, 본 연구에서는 충분한 데이터

---

23) FHR의 각 구간은 5점이므로, -5.74/5.0 ≒ -1.15
24) FHR의 각 구간은 5점이므로, -5.82/5.0 = -1.16
25) FHR의 각 구간은 5점이므로, -2.76/5.0 ≒ -0.55
26) FHR의 각 구간은 5점이므로, -3.51/5.0 = -0.70

확보를 위해 유동성커버리지비율을 100%가 아닌 110%를 기준값으로 설정하였다. 이에 따라 유동성커버리지 110% 미만임을 가정하여 산출한 신용등급 하락 폭인 1.16단계는 실제로 유동성커버리지비율이 100% 미만으로 하락할 때의 신용등급 하락 폭에 비해 과소 집계되었을 것으로 예상된다. 즉, 유동성커버리지비율 하락에 따른 채권신용등급 하락효과가 과소하게 측정되었으나, 채권자 손실분담제도의 도입은 이처럼 과소하게 측정된 효과보다 더 적은 효과를 보이고 있는 것이다. 이러한 부분까지 고려할 경우 본 분석의 결과는, 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급 하락에 미치는 효과가 존재하는 것은 맞지만, 그 효과가 그렇게까지 크게 나타나는 것은 아니라고 해석할 수 있다.

이러한 결과는 일각의 주장처럼 동 제도가 반드시 은행의 자금조달비용을 큰 폭으로 상승시킬 것이라고 간주하기 어렵다는 점을 시사한다. 그 이유는 가설 설정 시 검토한 바처럼, 동 제도의 도입이 은행의 도덕적 해이를 완화하여 중장기적으로 재무건전성을 제고하고, 정부의 정치적 부담과 투자자들의 기대로 인해 제도 도입 이후에도 손실분담 조치를 이행하기 어렵다는 점 등 다양한 변수들이 존재하기 때문이다.

제 5 장 결론

제 1 절 연구결과의 요약

본 연구는 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급에 미치는 영향을 파악하기 위해 실증 분석을 실시하였다. 국제 신용평가사 3개사가 평가한 채권신용등급의 대리변수로서 FHR 점수를 활용하기 위해 상관분석을 진행하였다. 그리고 각 변수에 대한 기술통계분석, 상관분석을 진행하여 다중공선성 문제를 제거하였다. 또한 채권자 손실분담제도의 도입에 따른 순수효과를 보다 정밀하게 측정하기 위해 기타 통제변수로 연도 더미와 국가 더미를 기타 통제변수로 고려하였다. 상관관계 분

석 결과 선정된 최종 모형으로 채권자 손실분담제도가 채권신용등급에 미치는 영향을 확인하기 위해 다변량 회귀분석을 수행하였으며, 그 결과는 다음과 같았다.

기타 통제변수로서 연도 더미만 고려한 모형1의 경우, 채권자 손실분담제도의 도입은 채권신용등급을 하락시키는 것으로 나타났다. 기타 통제변수로서 연도 더미뿐만 아니라 국가 더미까지 고려한 모형 2의 경우에도 모형 1에 비해 더 적은 수준이지만, 동 제도의 도입에 따라 채권신용등급 하락이 나타났다. 이러한 결과는 본 연구의 가설과도 일치하는 결과이다.

다만, 채권자 손실분담제도의 도입효과가 얼마나 큰지에 대해 살펴보기 위해 유동성커버리지비율을 활용하였다. 즉, 채권자 손실분담제도의 도입에 따른 채권신용등급 하락 폭은 유동성커버리지비율이 낮음에 따른 채권신용등급 하락 폭에 비해 현저히 낮음을 알 수 있었다. 이 때 추가로 고려할 점은 데이터 분석상의 한계로 인해, 유동성커버리지비율 하락에 따른 채권신용등급 하락효과가 과소 집계되었다는 점이다. 이를 통해 채권자 손실분담제도가 채권신용등급의 하락을 유발할 수는 있으나, 그 폭은 크게 우려할 만한 수준이 아니라고 해석할 수 있다. 따라서 채권자 손실분담제도의 도입이 필연적으로 채권신용등급을 큰 폭으로 하락시킨다고 주장하기에는 어려울 것이라고 판단된다.

제 2 절 정책적 함의

본 연구는 채권자 손실분담제도의 도입이 채권신용등급을 하락시키는 효과가 있음을 확인하였다. 이는 동 제도의 도입효과에 대한 여러 선행연구들과 일치한다. 그러나 동시에, 본 분석결과는 동 제도의 도입에 따라 발생하는 채권신용등급의 하락 폭이 생각보다 크지 않을 수 있다는 점을 시사한다. 이는 곧 동 제도의 도입이 금융기관의 자금조달 비용에 미치는 영향이 크지 않을 수 있다는 점을 내포한다. 따라서 향후 동 제도의 도입과정에서 이해관계자들 간 논의를 진행할 때, 금융기관의

채권신용등급에 미치는 부정적인 효과가 지나치게 강조됨으로 인해 동 제도의 도입이 지연되는 것은 바람직하지 않을 것으로 보인다.

그리고 한 가지 추가로 고려할 점은 채권자 손실분담제도의 도입효과를 장·단기로 구분하여 접근할 필요가 있다는 것이다. 본 연구는 2011년 6월 말부터 2021년 12월 말까지의 관련 데이터를 활용하여 분석을 진행하였다. 이에 근거하여 단순히 단기적인 관점에서 접근한다면 본 분석결과와 같이 채권자 손실분담제도가 채권신용등급에 악영향을 미친다고 결론지을 수 있다. 그러나 보다 거시적이고 장기적인 관점에서 접근한다면 결과가 다를 수 있다. 그 이유는 ECB가 지적한 것처럼 동 제도의 도입은 이해당사자인 금융기관의 도덕적 해이를 완화하고 더 나은 방향으로 경영을 개선하도록 유도하기 때문이다. 이는 해당 금융기관의 채권신용등급에 오히려 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 다만, 이처럼 동 제도가 금융기관의 행태를 변화시키고, 그러한 행태의 변화가 실제로 금융기관의 건전성에 기여하기 위해서는 많은 시간을 필요로 할 것이므로, 이는 제도 도입의 중장기적인 효과로 보는 것이 타당하다.

또한, 이 연구의 결과물은 아직 금융시장에 잘 알려지지 않은 채권자 손실분담제도에 대한 여러 관심을 제고할 수 있다. 본 연구는 계량적인 접근방식을 토대로 동 제도의 도입이 이해관계자인 금융기관에 미치는 영향을 구체적이고도 객관적으로 분석하였다. 이는 훗날 채권자 손실분담제도의 도입을 위한 사회적 합의를 도출할 때 유용하게 활용될 수 있다. 또한, 향후 어떠한 형태의 새로운 제도를 도입할 때, 이해관계자들에게 미치는 영향을 계량적으로 측정하는 연구의 필요성을 제기한다는 점에서 의의가 있다.

이러한 실증적 연구에 더하여, 채권자 손실분담제도의 도입과 관련해서는 더욱 심층적인 측면에서의 접근이 필요하다. 본 연구에서는 구체적으로 다루지는 않았지만, 동 제도의 위헌성 여부, 손실분담 대상 채권의 범위, 채권자에 대한 청산가치 보장의 원칙을 규정할 필요성, 법적 근거를 「금융산업의 구조개선에 관한 법률」, 「은행법」 중 어디에 규정할 것인지 등에 대해 다양한 논의가 존재한다. 따라서 향후 채권자 손

실분담제도에 대한 연구를 다양하게 종합하여 논의를 진행한다면, 보다 합리적인 방향으로 제도가 수립될 수 있을 것이다.

또한, 채권자 손실분담제도의 도입 이후 효과적인 운영을 위해서는 중장기적으로 예금자 우선변제제도, 총손실흡수력제도 등이 사전에 구비될 필요가 있다는 의견이 지배적이다. 우리나라처럼 예금자 우선변제제도가 없는 경우, 예금자를 채권자 손실분담 대상에 포함하는 것과 관련하여 문제가 발생한다. 만약 예금자를 손실분담 대상으로 포함할 경우, 예금자는 자신의 예금액 일부에 손실이 발생할 수 있다는 사실을 인지하게 된다. 이에 따라 예금자는 예금보험제도에 대한 신뢰를 철회하게 되며, 그 결과 채권자 손실분담제도가 뱅크런 사태를 촉발하는 요인으로 작용할 수 있다. 반대로 일반채권자 중 예금자만 채권자 손실분담 대상에서 제외된다면, 채권자평등원칙에 위배될 수 있다(임형석, 2015). 이처럼 채권자 손실분담제도가 도입 이후 원활히 작동하려면, 다양한 측면에서 사전 인프라가 구축되어 있어야 할 것이다.

채권자 손실분담제도와 같은 금융기관 정리체계의 도입은 국제적 합의이고 금융안정을 위한 개혁조치의 일환으로 추진되는 내용들이다. 따라서 큰 틀에서 우리나라 또한 해외사례들을 벤치마킹하여 적극적으로 이를 수용하는 것이 바람직하다. 다만, 아직은 동 제도의 도입이 경제 및 금융시장에 미칠 파급효과가 면밀히 분석된 바가 없으므로, 향후 금융당국의 신중한 접근이 필요할 것이다.

제 3 절 연구의 한계

이상의 시사점에도 불구하고, 본 연구에는 다음과 같은 한계가 존재한다. 첫째, 본 연구는 관측치가 선택되는 과정에서 발생하는 선택편이(selection bias)를 내포하고 있다. 본 연구의 주된 분석대상은 은행들로부터 발행된 채권이다. 이에 따라 본 연구는 개별 은행들이 채권발행 건수와 시점 등을 자율적인 판단에 의해 결정할 수 있다는 내생성을 통제하지 못하고 있다.

둘째, 개별 채권에 대하여 채권자 손실분담제도 도입 전후에 따른 채권신용등급 변화를 측정할 수 없었다. 그 이유는 본 분석에서 사용된 데이터의 기본단위가 채권 발행건이며, 따라서 분석대상 채권신용등급은 발행등급이기 때문이다. 즉, 동일 채권에 대해서 시간의 흐름에 따라 반복적으로 측정한 패널데이터가 아니라, 채권별로 최초 발행 시에만 한 번씩 측정된 데이터이므로 개별 채권의 변화를 추적하기 어려웠다. 따라서 향후 패널데이터를 중심으로 채권자 손실분담제도가 개별 채권들의 채권신용등급에 어떤 영향을 미쳤는지에 대하여 추가적인 연구가 필요해 보인다.

셋째, 분석의 대상이 모두 유럽 은행들이므로, 우리나라에 분석결과를 그대로 적용하기 어려울 수 있다. 채권자 손실분담제도의 도입효과는 단순히 경제적인 측면에서만 접근할 수 없고, 정치·사회적인 측면까지 고려한다. 그 이유는 전술한 바대로 채권자 손실분담제도의 도입효과는 실제로 손실분담을 이행할 수 있는지와도 관련이 있는데, 이는 많은 정치적·사회적 부담이 따르는 조치이기 때문이다. 따라서 차후 우리나라와 마찬가지로 정치·사회적인 측면에서 유사한 아시아권 국가의 사례분석을 진행할 필요가 있다. 예를 들면, 채권자 손실분담제도를 도입한 아시아권 국가인 홍콩을 분석 대상으로 하여 연구결과의 활용 가능성을 제고할 필요가 있다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

임형석, 고영호.(2015). 국내「금융회사 정리체계」평가와 향후 정책과제 -핵심원칙(KA)을 중심으로-. KIF 정책분석보고서,2015(4), 1-88.

이한준.(2018).시스템적으로 중요한 금융회사(SIFI)의 정리제도:채권자 손실분담제도(Bail-in)의 법적쟁점을 중심으로.은행법연구,11(1),91-119.

고동원.(2019).체제적으로 중요한 금융기관(SIFI)의 효율적인 정리 제도 구축 방안.금융감독연구.6.1:1-41.

윤성현.(2019).정상화·정리계획(RRP) 제도의 효과적인 국내 도입 방향에 대한 연구.연세 글로벌 비즈니스 법학연구.11.2:81-117.

양기진.(2017).우리나라에의 베일인(bail-in) 도입 관련 몇가지 쟁점 - 회생·정리계획(RRP)을 중심으로.은행법연구.19:185-216.

양기진.(2018).베일인제도 도입 관련 도산법 이슈.은행법연구.11.2:105-143.

황순주.(2018).베일인 제도의 실행 가능성에 관한 이론적 분석.산업조직연구.26.3:19-66.

박종일.(2011).신용등급이 타인자본비용에 미치는 추가적인 정보가치 — 비상장기업을 중심으로.세무와회계저널,12(2),523-553.

박지민, 정일환.(2021).지방공기업 채권신용등급 결정요인 연구.한국지방재정논집,26(2),153-186.

이아영, 전성빈, 박상수.(2008).불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향. 회계학연구,33(1),127-158.

박종일, 박경호, 박찬웅.(2012).발생액 및 실제 이익조정이 기업신용등급에 미치는 효과—상장과 비상장기업을 중심으로.세무와회계저널,13(1),65-98.

박진하, 정형록, 심호식.(2015).노동조합이 채권신용등급에 미치는 영향에 대한 연구.회계저널,24(5),71-101.

니우멍, 변재권.(2017).채권가격에 대한 신용등급 전이효과.한국산업경제학회 정기학술발표대회 초록집,35-36.

김상헌, 김병모.(2017).회사채 신용등급 괴리와 기업의 재무 의사결정.한국증권학회지,46(5),1089-1119.

임형석, 이재연.(2015). 채권자 손실분담(Bail-in) 국제논의와 국내도입 시 고려요인 분석. KIF 정책분석보고서, 2015(7), 1-105.

황순주.(2017).대마불사 종식을 위한 베일인(bail - in) 제도 도입방향.[KDI] KDI FOCUS.

임형석, 윤창현.(2014). 금융회사 회생, 정리계획 국제논의와 시사점. KIF 정책분석보고서, 2014(3), 1-93.

김혜미.(2017).해외 베일인 제도 도입에 따른 영향 및 시사점. 하나금융연구소 이슈분석 보고서,7(9), 1-7.

임형석.(2018). 새로운 「금융회사 정리체계」 정비 관련 주요 과제,11(1), 3-27.

고영미.(2017). 국제 기준의 채권자손실분담제도의 한국 내 입법 방안: 베일인 대상 채권의 구체화 및 법적 타당성을 중심으로. 금융연구, 31(1), 109-165.

2. 외국문헌

Ingo Wallenborn, “Bank Resolution: Seniority of liabilities not eligible for bail-in makes insolvency proceedings easier,” Expert Article, 2016, BaFin

Burks. Monica M., “Living Wills: How Legal Entity Rationalization Addresses the "Too Big to Fail" Problem”, North Carolina Banking Institute, 2017.3.

FSB, “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”, 2014.10

John Armour, “Making Bank Resolution Credible”, in Niamh Moloney, Eilis Ferran, and Jennifer Payne(Eds), The Oxford Handbook of Financial Regulation (Oxford University Press, 2015). 459.

Payne(Eds), The Oxford Handbook of Financial Regulation (Oxford University Press, 2015)Bhojraj, S., and P. Sengupta. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. Journal of Business. 76(3): 455-476. 2003.

Mathias Dewatripont. European banking: Bailout, bail-in and state aid control, International Journal of Industrial Organization.Volume 34.Pages 37-43. 2014.

Financial Times, “Banco Popular serves as a harsh lesson for coco debt holders”, 2019.3. 15.

Douglas G. Baird and Edward Morrison, “Dodd-Frank and Bankruptcy Lawyers,” Columbia Law and Economics, Working Paper No. 401. 2011.

Sengupta, P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. The Accounting Review. 73(4): 459-474. 1998.

Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins, and R. LaFond. The Effects of Corporate Governance on firm Credit Ratings. Journal of Accounting and Economics. 42(1): 203-243. 2006.

Binder. Hinrich, Dalvinder Singh, “Bank Resolution-the European Regime”, Oxford University Press, 2016.

Abstract

The impact of introducing Bail-in on bond credit ratings

Jeong Jong Heon
Department of Public Administration
The Graduate School of Public Administration
(Master of Public Policy)
Seoul National University

This study aimed to examine the impact of introducing Bail-in on bond credit ratings. Following the recommendations of the Financial Stability Board(FSB), there is a high possibility that South Korea will also adopt Bail-in in the future. Therefore, it is necessary to assess the potential effects of Bail-in on stakeholders in advance. In particular, there are concerns that the introduction of Bail-in may lead to a decline in the credit ratings of financial institutions and an increase in funding costs. In order to conduct an empirical regression analysis on this, bond issuance information, financial information, and macroeconomic information obtained through Bloomberg terminals and OECD were used.

The results of the study are as follows. Firstly, the

introduction of Bail-in was found to lower bond credit ratings. The liquidity coverage ratio variable was used to objectively compare the size of the drop. As a result, the introduction of Bail-in had a significantly lower effect of lowering the bond credit rating than the decline in the liquidity coverage ratio did. This indicates that the introduction of Bail-in may not significantly worsen the bond credit ratings and funding costs of financial institutions.

The implications of this study are as follows. The introduction of Bail-in may have the potential to lower the credit ratings of bonds issued by financial institutions. However, it is considered that the magnitude of this decline would be minimal or not substantial. Therefore, in the future discussions regarding the adoption of Bail-in, it is crucial not to overlook the positive effects resulting from the introduction of the mechanism, as excessively emphasizing the increase in funding costs for financial institutions could neglect these positive aspects.

keywords : Bail-in, Bond credit ratings, FHR, funding costs, Liquidity coverage ratio, Bail-out

Student Number : 2020-22016