

II. 신용리스크 전가의 활성화 배경과 구조

1. 신용리스크 전가 활성화의 배경

가. 금융환경의 변화

1) 금융시장의 통합과 리스크 전가

최근 금융시장의 가장 큰 특징 중 하나는 지역간·시장간 통합이다. 이는 국내시장에도 영향을 미쳐서 국내 금융시장의 개방화 또한 날이 갈수록 그 속도를 더하고 있다. 또 방카슈랑스의 도입과 함께 금융부문 간 통합도 본격적으로 시작되었다. 이렇게 지역과 금융부문의 경계를 넘어 진행되는 전반적인 통합화 경향은 특정 지역이나 특정 금융부문의 손실이 다른 시장 참가자에게로 쉽게 전이될 수 있다는 것을 의미한다. 또한 국내 금융시장의 해외시장에 대한 참여도가 높아지게 됨으로써 리스크의 관리에 있어서도 이전과는 차별적인 신중한 접근이 필요하다는 의미가 된다.

또 다른 특징으로는 전반적으로 리스크를 회피하려는 경향이 확대되고 규제환경이 변화하는 등 신용시장이 변화하고 있는 점을 들 수 있다. 예를 들어 자산운용과 관련해서는 네거티브 시스템이 확산되고 투자대상이 확대 허용되는 등의 규제완화가 이루어지는 동시에, 주요 자산운용기관인 은행이나 보험회사에서는 리스크를 회피하려는 경향이 늘어나고, 이들 금융기관의 리스크에 대한 규제 역시 더욱 엄격해졌다. 따라서 체계적이고 통합적으로 리스크를 관리하는 시스템에 대한 필요성이 늘어나 이를 다루는 신용관련 이론들이 급속히 발전하게 되었다.

이러한 통합화의 진전과 리스크에 대한 높아진 인식은 전 세계적인

로 은행과 보험회사 및 자본시장 간에 시장, 신용, 보험 등의 리스크를 전가하려는 움직임이 낳는 원인이 되었다. 리스크에 대한 각 금융기관의 입장을 본질적으로 접근하여 보면, 은행은 리스크를 매도함으로써 가능한 위험을 회피하려는 쪽이고 보험회사는 매수자의 입장을 택하는 구조가 된다. 특히 보험회사가 여러 리스크를 매수하는 것은 보험의 본질적인 성격인 위험의 인수와 맥을 같이 하는 것으로서 다양한 리스크 전가방법들의 등장과 함께 더욱 활성화될 전망이다. 이에 미국 및 유럽 등 선진국의 경우 보험회사가 신용리스크 전가시장에 참여하는 정도는 점차로 확대되고 있다.

<표 II-1> 은행, 보험회사, 자본시장 간의 리스크전가

리스크의 종류 리스크 전가 방향	신용리스크	시장리스크	보험리스크
은행 ⇒ 보험회사	<ul style="list-style-type: none"> . 주식 및 채권 . 상업신용보험 . ABS, CDO, 포트폴리오 CDS . 금융보증 . 그 외 신용보험 및 보증채권 	<ul style="list-style-type: none"> . 주식 및 채권 . 옵션 및 옵션 내재채권 	<ul style="list-style-type: none"> . 보유자산이나 법적 책임에 대한 보험 . 대출연계보험 . 경영리스크나, 정치리스크에 대한 신중보험
보험회사 ⇒ 은행 및 기타자본시장	<ul style="list-style-type: none"> . 신용장 . 유동성 공여 	<ul style="list-style-type: none"> . 옵션이 내재된 생명보험과 연금 	<ul style="list-style-type: none"> . 대재해 채권

자료 : Bank of England, *Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets : an overview*, 2003, p.141.

2) 국내 금융시장의 상황

우리나라를 포함한 동아시아 국가들이 최근에 경험한 외환위기의 원인은 여러 가지가 있겠으나 특히, 채권시장의 부채와 지역 내 투자의 미활성화에서 원인을 찾는 분석이 제기되고 있다. 즉, 성숙하지 못한 채권시장으로 인해 만족스러운 투자시장을 찾지 못한 저축여력은 다른 지역시장으로 유출되고 이것이 선진국을 경유하여 다시 지역시장으로 편입되는 과정에서 만기관리와 환(換)관리에 어려움을 겪는 아시아 시장의 금융불안이 가중된다는 것이다.

국내 채권시장 역시 마찬가지로의 상황을 드러내고 있는데, 최근 국내 회사채 발행현황은 발행금액이나 건수 측면에서 BBB 등급 이상의 우량 채권으로만 집중되는 양상을 보이고 있다(<표 II-2>).

<표 II-2> 신용등급별 회사채 발행현황

(단위 : 억원)

신용등급	2003년 1월 - 8월	2004년 1월 - 8월	증감	
			금액	비율
A등급이상	68,260(79)	109,800(99)	41,540	60.9%
BBB	25,601(59)	50,321(134)	24,720	96.6%
BB등급이하	6,046(13)	1,381(9)	-4,665	-77.2%
계	99,907(151)	161,502(242)	61,595	61.7%

주 : 금융채 및 ABS 제외함(괄호안의 발행건수).

자료 : 금융감독원 보도자료, 『2004년 8월 직접금융자금조달실적』, 2004. 9.13.

이러한 변화는 IMF 전후를 기점으로 더욱 뚜렷해졌으며 신용등급별 투자수요의 양극화가 유통시장 뿐 아니라 발행시장에까지 영향을 미쳤음을 의미한다.

유통시장에서 거래되고 있는 투자상품의 만기 구조 또한 5년 이하의

단기에만 집중되고 있어서 전반적으로 채권시장의 양극화는 심화되고 있는데, 이러한 양극화는 다양한 투자 포트폴리오의 구성을 어렵게 함으로써 투자시장을 침체시키는 원인이 된다. 이는 기업에 대한 금융권 대출심리의 위축과 함께 기업들의 자금조달을 어렵게 함으로써 장기적인 투자 전망을 어둡게 할 뿐 아니라, 비교적 장기의 부채구조를 가지고 있는 보험회사의 만기갹 관리를 어렵게 할 수 있다는 우려를 가져온다. 따라서, 발행자와 투자자 사이의 입장 차이, 예를 들면 채권 발행자의 낮은 신용등급과 투자자가 원하는 높은 신용등급간의 격차를 해소할 필요가 생기게 되며 이에 대한 방법 중 하나로 유동화(securitization)와 신용보강(credit enhancement)이 유력한 방안으로 떠오르고 있다.

보험회사의 입장에서 살펴본 국내 금융시장은 과거의 안정적인 경제 성장과 보험에 대한 인식의 꾸준한 향상을 바탕으로 한 확장일변도의 성장을 멈추고 성장률이 둔화되고 있는 추세를 나타내고 있다. 예를 들면, 1991년에만 하더라도 37%에 불과하던 생명보험 가구당 가입률은 2003년에는 86.1%에 이르러서 일본¹⁾과 대등한 수준²⁾이고, 보험밀도 즉, 1인당 보험료 또한 외환위기 이후 5년째 비슷한 수준을 유지하고 있다.

또한 보험산업이 국민경제에 기여하는 정도를 의미하는 보험침투도 (= 수입보험료 / GDP) 또한 2001년 이후 다소 낮아졌다고는 하나 여전히 높은 수준을 유지하고 있어 IMF 시기를 전후로 보험시장이 포화 상태에 도달하고 있다는 징후를 보여주고 있다(<표 II-3>). 기존 보험시장의 이러한 성장 한계로 인해 보험회사는 신규시장에 대한 필요성을 더욱 절실히 느끼게 되었는데, 이러한 과제를 해결하기 위해서는 단순히 보험가입자의 수요변화를 예측함으로써 대응방안을 찾기보다는 변화

-
- 1) 푸르덴셜 생명이 2003년 12월에 발표한 『생명보험에 관한 소비자 의식 동향조사』에 따르면 일본의 생명보험 가입율은 세대주 기준으로 89.6%이다.
 - 2) 손해보험의 가구당 가입율 역시 2001년의 69.1%에서 2003년 81.3%로 나타났다(보험개발원, 『2004년 보험소비자 설문조사』, 2004, p.8).

하는 환경에 필요한 새로운 시장을 형성하고 적극적으로 수요를 창출할 필요가 있다.

<표 II-3> 1인당 보험료 및 보험침투도 추이

(단위 : 천원, %)

구분 \ 연도	FY'97	FY'98	FY'99	FY'00	FY'01	FY'02	FY'03
1인당 보험료	1,413	1,308	1,311	1,461	1,395	1,462	1,497
보험침투도	13.2	12.5	11.5	11.8	10.6	10.2	10.0

자료 : 보험개발원, 『보험동향』, 2004년 여름호, p.20.

나. 보험회사 수익구조의 변화

보험산업은 그 공공성으로 인해 다른 금융권에 비해 자산운용 측면에서 많은 규제를 받아온 것이 사실이다. 그러나, 앞서 설명한 금융권의 통합이 진행됨에 따라 동일한 위험에 노출된 경제주체에 대해서는 동일한 규제를 시행하려는 시도가 나타나게 되었고 이는 보험회사에 대해서도 전반적으로 자율권을 확대하려는 움직임으로 이어지게 되었다.

2003년에 개정된 보험업법은 보험회사의 자금조달과 자산운용에 대한 자율성을 확보하기 위한 것이었는데, 이러한 규제의 완화는 보험회사의 자산운용수익률 관리의 중요성에 대한 인식을 높이는 동시에 리스크에 대한 감독 및 규제는 강화하는 것을 목표로 하였다. 이를 구체적으로 살펴보면, 자산운용 관련조항(『보험업법』 제104조 내지 제110조)을 개정함으로써 보험회사 자산운용에 대한 선관주의를 확립하는 한편, 보험회사도 회사채나 CP 등을 통해서 자금을 차입할 수 있도록 자금조달수단의 범위를 확장하였다. 즉, 자산을 운용함에 있어 종전과는 달리

그 방법과 비율만을 정함으로써 자율성을 확대하였는데 이에 따라 기관 투자자로서 보험회사의 역할에 대한 기대수준이 높아지는 한편 보험회사의 리스크에 대한 감독의 중요성 또한 커지게 되었다.

그러나 아직까지는 안정적인 장기채권시장의 성장이 저조한 상황 속에서 보험회사의 운용자산 수익률이 7%대 후반으로 떨어지는 가운데 (<표 II-4>) 낮은 투자수익률에 대한 불안감이 증폭되고 있는 추세이다. 특히 2003년 결산결과를 보면 생명보험사의 자산운용이 장기투자 수단인 투자유가증권, 대출채권, 해외유가증권을 중심으로 이루어지는 등 리스크 회피경향이 뚜렷해지는 경향을 보임을 알 수 있다. 이러한 상황의 변화는 전세계적으로 진행되고 있는 저금리의 지속 및 국내 시장의 방카슈랑스 도입과 더불어 새로운 자산운용 전략을 보험산업에 요구하게 되었다.

<표 II-4> 생명보험사의 자산운용현황

(단위 : %)

구분 \ 기간	FY'02				FY'03			
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4
총자산수익률	8.2	7.9	7.8	7.7	7.5	7.5	7.2	7.6
운용자산수익률	9.1	8.7	8.6	8.6	8.1	7.7	7.7	7.8

자료 : 보험개발원, 『보험동향』, 2004년 여름호, p.28.

특히, 외환위기 이후 국내 생명보험사의 자산운용수익률은 금리와 밀접한 관계를 보이는 것으로 나타남에 따라, 98년에 15.10%를 보이던 3년만기 회사채 평균수익률이 지속적으로 낮아져서 2004년 8월 현재 4.38%에 이른 지금은 이에 대한 대비책 마련이 시급하다 할 수 있다.

방카슈랑스가 본격적으로 도입되고 보험시장의 진입규제가 낮아짐으로써 시장참여자가 증가하게 된 상황을 볼 때, 가격결정 및 판매채널의 차이에 따른 경쟁은 더욱 심화될 것으로 예상된다. 그러나 현실적으로

보험판매만을 통해 우위를 점하기에는 보험료 경쟁으로 인한 채널 간 경쟁력 확보와 보험시장 자체의 성장에 대한 제약 등에 여러 가지 한계가 따를 것으로 보인다. 따라서 보험회사로서는 투자대상의 다양화나 투자시장에서의 역할 강화 등 보다 적극적인 방안을 마련함으로써 경영 성과를 높일 필요가 있다.

다. 금융규제 및 제도의 변화

리스크에 대한 규제 방법 또한 변화하고 있다. 현재는 일률적으로 적용하기로 되어 있는 기업여신이나 자산유동화증권에 대한 위험가중치를 신용리스크의 크기 즉, 신용등급에 따라 <표 II-5>와 같이 20%에서 150%까지 차등 적용하려는 국제결제은행(BIS)의 『신 자기자본협약(바젤 II 협약)』이 2006년 말부터 시행·적용될 예정이다.

<표 II-5> 신자기자본협약(안)의 신용리스크가중치 산정

		AAA~ AA ⁻	A ⁺ ~ A ⁻	BBB ⁺ ~ BBB ⁻	BB ⁺ ~ B ⁻	B ⁻ 미만	미등급
은행	선택안1 ¹⁾	20%	50%	100%	100%	150%	100%
	선택안2 ²⁾	20% (20%)	50% (20%)	50% (20%)	100% (50%)	150% (150%)	50% (20%)
기업		20%	50%	100% ³⁾	150% ⁴⁾		100%

주 : 1) 국가신용등급에 따라 모든 은행에 동일하게 적용

2) 각 은행별 신용등급에 따라 적용.

()안은 만기 3개월 미만의 단기채권(계약기준)의 경우

3) BBB+~ BB-

4) B+ 이하

따라서 은행은 감독기관으로부터 적격성³⁾을 인정받은 외부 신용평

3) 적격성의 기준으로는 객관성(objectivity), 독립성(independence), 국제적

가기관이 평가한 신용등급에 따라 위험가중자산을 산정하게 된다.

이 협약에 따라 자신이 노출된 신용리스크를 측정하고 관리하는 능력을 갖추었는지의 여부는 은행의 재무건전성에 대한 평가 뿐 아니라 자산운용전략에도 중요한 영향을 미치게 되었는데 이는 보험회사에서도 마찬가지이다. 즉, 보험회사의 자산건전성에 대한 경영실태평가에서도 기업여신에 따라 서로 다른 가중치가 적용됨에 따라 기업의 신용리스크를 평가하는 능력은 전 금융부문에 있어서 중요한 이슈로 대두되고 있다. 신용리스크 전가거래는 효율적인 리스크의 배분이라는 잇점과 함께 리스크의 전이 또는 특정부문으로의 집중이라는 위험성을 동시에 가지기 때문에 신용리스크 전가거래의 활성화를 위해 체계적인 신용리스크 평가 시스템은 필수요소라 할 수 있다.

그 외에 서로 다른 금융부문 간에 상이하게 적용되는 회계 및 자본 규제 기준에 따른 재정거래(regulatory arbitrage)의 가능성⁴⁾ 역시 신용리스크 전가를 유발시키는 환경요소로 볼 수 있다. 즉, 은행의 입장에서는 신용리스크를 전가함으로써 BIS 비율을 악화시키는 위험자산을 줄일 수 있고, 보험회사는 신용리스크를 보험계약으로 전환시킴에 따라 보험료 수입의 원천으로 삼을 수 있다는 것이다. 다만, IAIS(International Association of Insurance Supervisors)는 서로 비슷한 동종의 리스크에 노출되어 있다면 서로 다른 금융부문이라 할 지라도 동일한 자본요구수준과 리스크 관리수준을 요구하도록 권장하고 있으며, 규제의 차이에 의한 재정거래 가능성이 리스크 전가거래의 주요 동기인지에 대한 여부에 대해서는 논란의 여지가 있으므로 국내 도입의 영향에 대해서도 지속적인 논의가 필요할 것으로 보인다.

접근성/투명성(international access/transparency), 공시(disclosure), 평가 자원(resources), 신뢰성(credibility) 등을 사용한다.

4) 현재 은행과 보험회사 간 규제의 차이는 다음과 같다.

- 은행 : 최소자기자본 비율 8% 유지 규정 - 신용리스크 포함
- 보험회사 : EU식 지급여력만 충족 - 신용리스크 불포함

2. 신용리스크 전가의 의의 및 구조

가. 신용리스크의 정의

신용리스크란 일반적으로, 자금차입자(borrower)나 채권발행자(issuer)가 계약상 자신의 채무를 이행하지 않거나 이행하지 못하는 리스크(가능성 또는 확률)를 말하며, 특히 보험회사의 경우에는 주로 채권이나 대출같은 확정수입자산에 투자한 경우 채무자의 지급불능이나 파산으로 인하여 이자 또는 원금을 회수할 수 없게 되는 리스크를 말한다⁵⁾.

이러한 신용리스크가 표출되는 경로로는 신용등급, 무위험 이자율에 대한 신용 스프레드, 부채의 시장가격 등이 있으며 신용손실을 유발하고 특히, 신용파생상품 계약에서 계약당사자 간에 현금지불과 관련된 계약이행을 촉발시키는 기준이 되는 사건을 신용사건(credit event)이라 한다. Moody's⁶⁾와 ISDA(International Swaps and Derivatives Association)⁷⁾는 채무불이행과 손실 및 신용사건에 대해 각각 다음과 같이 정의하고 있다.

<Moody's의 채무불이행 및 손실 정의>

- ① 이자 및 원금의 지급 불이행 또는 연체
- ② 파산 또는 법정관리
- ③ 차입자가 채권자에게 상환예정액보다 낮게 채무 표시된 타 증권을 교체 제시하거나 차입자의 채무불이행을 회피할 목적으로 제시하는, 할인된 채무교체

5) 보험경영연구회, 『보험론』, 문영사, 2002.

6) Moody's, "Understanding the Risks in Credit Default Swaps", *Moody's Special Report*, 2001.

7) ISDA, *ISDA Credit Derivatives Definitions*, 2001.

<ISDA의 신용사건⁸⁾ 정의>

- ① 도산(bankruptcy) : 파산, 청산, 화의 및 회사 정리등
- ② 합병시의 신용사건(credit event upon merger)
- ③ 교차채무 불이행(cross default)
- ④ 신용등급하락(downgrade)
- ⑤ 지급불능(failure to pay) : 만기일에 채무를 상환하지 못하는 경우
- ⑥ 지급거절(repudiation) : 국가의 지급정지 선언.

모라토리엄(moratorium)

- ⑦ 채무재조정(restructuring) : 채권자와 채무자 간에 채무원금, 이자, 지급시기 등이 재조정되는 경우

나. 신용리스크 전가의 구조

시장리스크 뿐만 아니라 신용리스크를 측정하고 관리하려는 노력은 은행권을 중심으로 전세계 금융기관의 주요한 이슈가 되었는데, 최근에는 신용리스크를 금융시장에서 전가함으로써 리스크를 효율적으로 배분하고 다양한 금융자산을 보유하고자 하는 추세가 확대되고 있다.

신용리스크의 전가는, 보유하고 있는 위험자산에 내재된 신용리스크로 인해 손실을 입을 가능성이 있는 경제주체가 이 리스크의 일부 또는 전부를 다양한 수단과 계약 등을 통해 제 3자에게 이전 또는 부담시키는 모든 행위를 총칭한다. 이때 신용리스크를 떠넘긴 주체를 리스크 전가자(risk shedder) 또는 보장매입자(protection buyer)라 하고 신용리스크를 떠맡은 주체를 리스크 수취자(risk taker) 또는 보장매도자

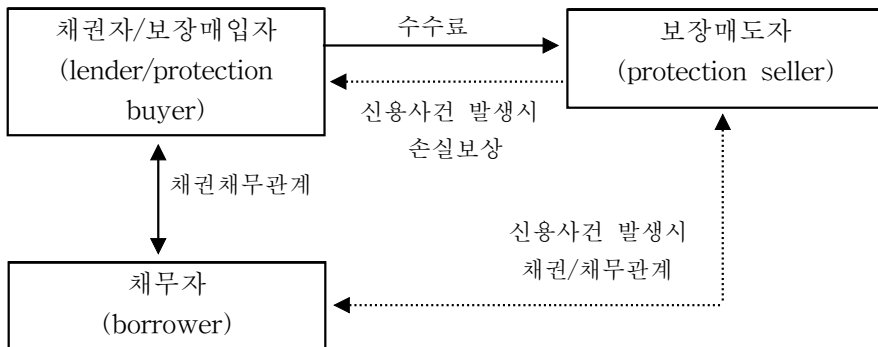
8) ISDA는 2003년에 신용사건의 정의를 ① 도산(bankruptcy), ② 채무 가속화(obligation acceleration), ③ 채무 불이행(obligation default), ④ 지급불능(failure to pay), ⑤ 지급거절(repudiation), ⑥ 채무재조정(restructuring)의 여섯 가지로 다시 정의하였다.

(protection seller)라 한다.

전통적으로는, 위험자산에 대해 투자를 하거나 언더라이팅을 함으로써 보험회사가 리스크 전가거래의 주 참여자 역할을 담당해왔는데, 특히 신용리스크 전가거래의 경우 은행은 보험회사에게 자신의 신용리스크를 전가하며 보험회사는 은행과 자본시장을 통해 저축성보험으로부터 발생할 수 있는 시장리스크를 전가하려는 시도를 할 수 있다.

최근의 금융부문 통합화, 특히 은행과 보험회사의 통합인 방카슈랑스의 확산은 각 금융기관의 리스크를 타 기관으로 전가하기 위한 이러한 움직임을 더욱 가속화시키고 있으며 특히, 해외시장의 경우 생명보험사는 주로 투자를 통해, 손해보험사는 보험 및 재보험 등을 통해 위험자산을 인수함으로써 리스크 전가시장에 참여하는 경향을 보여왔다. 다양한 금융기법의 발전 또한 신용리스크 전가거래를 촉진시키는 요인으로 작용하였는데, 미국 등의 지역에서는 대출채권과 관련된 리스크를 전가하는 대출거래가 일찍이 발달하였다. '90년대 이후에는 신용파생상품의 발전이 새로운 촉진제로 작용하여 다양한 종류의 리스크 전가, 특히 포트폴리오에 대한 신용리스크 전가가 늘어나게 되었다.

<그림 II-1> CDS를 통한 신용리스크의 전가

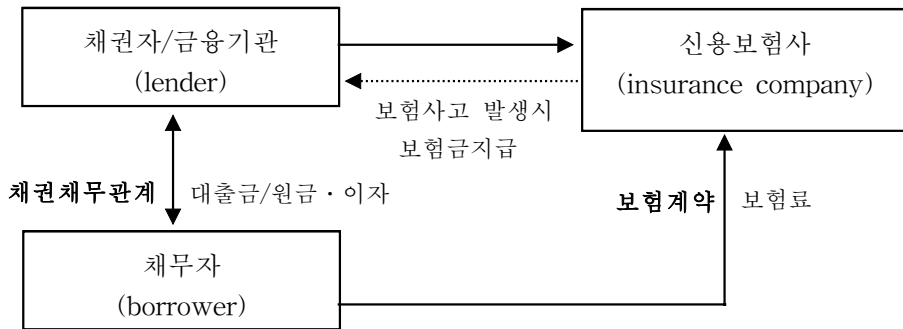


주 : 단, 점선은 신용사건이 발생한 경우 맺어지는 관계임.

이러한 신용리스크 전가기법 중 가장 대표적인 금융상품이며, 신용리스크의 가격설정 투명성 및 신용리스크 전가의 유연성을 높이는 데에도 기여한 것으로 평가되는 신용디폴트스왑(CDS : Credit Default Swap)은 그 구조가 보험과 매우 유사하여 신용연계보험으로 변형될 가능성을 보여준다(<그림 II-1>). 신용디폴트스왑이란, 보장매입자가 보장매도자에게 매기 일정한 수수료를 지불함으로써 자신이 보유하고 있는 위험준거자산(reference asset)과 관련된 신용사건이 발생한 경우에 손실을 보장받는 채무계약을 말한다.

그에 비해 신용보험의 일종인 신용장해보험(<그림 II-2>)은, 대출을 받는 채무자가 신체에 입은 장애 등으로 인하여 채무이행을 하지 못하게 될 경우 보장매입자인 채권자가 입게될 손실을 신용보험자가 보전하는 채무계약으로서, 현실적으로는 채무자가 보험료를 지불하는 구조로 되어 있다.

<그림 II-2> 신용상해보험을 통한 신용리스크의 전가



주 : 단, 점선은 보험사고가 발생한 경우 맺어지는 관계임.

이를 비교하여 보면, 신용디폴트스왑은 약정된 사건이 발생한 경우 납부된 보험료를 근간으로 하여 보험금을 지급하는 보험계약과 비슷한 구조를 가지고 있음을 알 수 있다. 이러한 거래구조의 유사성은 신용과 생상품에 대한 수요가 신용보험에 대한 수요로 이어질 수 있는 근거를

제공한다고 볼 수 있으며 보험회사가 신용파생상품시장의 성장을 주시해야하는 이유가 된다. 다만, 신용파생상품은 거래당사자간의 계약관계나 수수료의 가격결정에 있어서 신용보험과 차이를 보이는데 이는 이후의 절에서 논의하기로 한다.

다. 신용리스크 전가의 참여 동기

신용리스크 전가시장에는 다양한 목적을 가진 참가자들이 여러 방법으로 참여하게 된다. 일반적으로는 이들을 그 역할에 따라 3가지로 나눌 수 있는데 보장매입자, 중간거래자, 그리고 보장매도자로 구분할 수 있다. 전가시장의 참가자는 다양한 기능을 중복적으로 수행하는 것이 가능하나, 종합은행과 주로 증권회사는 중개기관으로, 상업은행은 신용리스크를 전가하는 보장매입자로, 보험회사나 각종 투자기금은 리스크를 수취하는 보장매도자로서 참여하는 것이 일반적이다. 이들의 역할을 업무영역별로 살펴보면 <그림 II-3>과 같다.

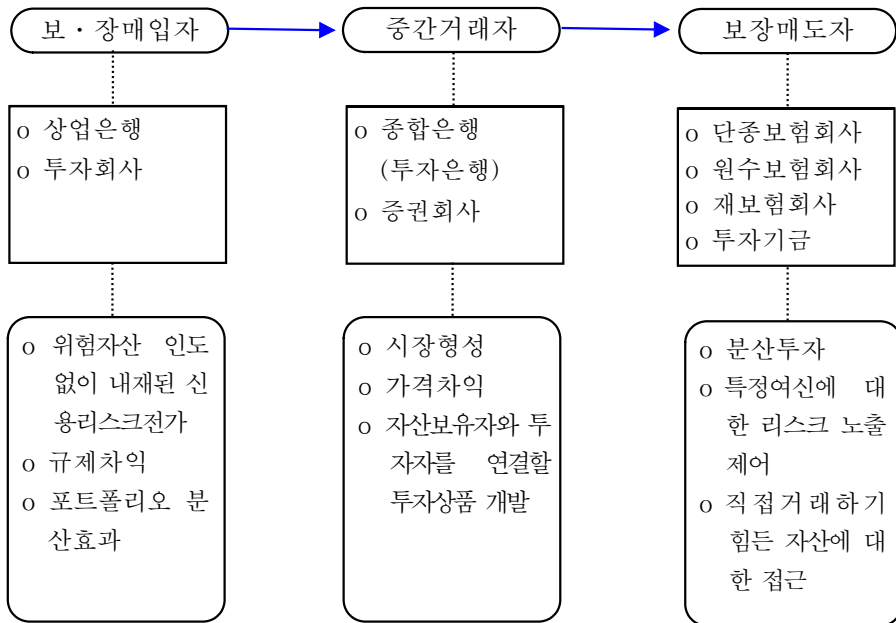
1) 은행

신용리스크 전가거래가 실질적으로 일어나기 위해서는 보장매입자와 보장매도자 뿐만 아니라 거래를 형성시키는 다양한 중간 참여자들이 있어야 하므로 일반적으로 상당한 비용을 수반하게 된다. 따라서 위험자산을 보유하고 있는 금융기관이라 할 지라도 적절한 수준 이상의 규모를 유지하고 있는 기관이 아니라면 고정비용의 문제로 인해 쉽게 거래에 참여할 수 없다. 또한 보장매입자는 다양하게 분산된 포트폴리오를 기반으로 외부의 신용평가기관이나 보장매도자의 요구조건을 만족할 수 있는 합리적인 내부신용등급모형을 갖추어야 한다. 그러므로 대부분의 최초 보장매입자는 비교적 규모가 큰 금융기관, 다시 말하면 주로 대형은행으로 한정된다.

최근에는 은행이 직접적으로 보장매입자의 역할을 담당할 뿐 아니라

중개 및 조정역할을 담당함으로써, 보험회사나 자본시장으로의 리스크 전가가 용이하도록 비슷한 종류의 위험자산을 포트폴리오로 묶어주는 (bundling) 역할을 하는 비중이 증가하고 있다.

<그림 11-3> 신용리스크 전가시장의 참여자



2) 투자회사

신용리스크 전가는 일반적으로 구조화 금융(structured financing)의 형태를 가지게 되며 보장매도자와 보장매입자를 연결하여 시장을 형성하는 중개기관(market maker)의 역할이 필수적이라 할 수 있다. 투자회사는 구조화(structuring)가 가능하도록 위험자산 포트폴리오에 대한 복합유동화(synthetic securitization)를 중개하는 역할을 담당한다. 또한

제한된 범위 내에서 직접 보장매입자로서의 역할을 하는 경우도 있다.

3) 보험회사

리스크 전가시장에 참여하는 보험회사는 단종보험회사(monoliner), 원수보험사 및 재보험사 등으로 다양하나 파생상품 거래에 대한 규제는 동일하다. 신용리스크의 인수를 전담하는 단종보험회사의 경우 1970년대 미국의 지방채 시장에 파생하여 발전하였으며 가계대출, PF(Project Financing : 프로젝트 금융) 및 SOC(Social Overhead Capital : 사회적 접자본) 투자지원에 이르기까지 다양한 분야로 확장되었다. 이들 보험회사는 자체의 높은 신용등급을 바탕으로 신용보강기능을 수행하는 것이 특징이다.

보험회사는 리스크 전가거래와 관련하여 언더라이팅과 투자의 두 영역으로 구분되는 역할을 하게 되는데, 언더라이팅 영역에서는 금융보증, 신용거래나 담보거래시 발생할 수 있는 손해에 대한 보장, 유동화전문회사(SPV : Special Purpose Vehicle)를 통한 신용파생상품의 유동화에 있어서 보증지원(back-to-back insurance) 등을 담당한다. 투자영역에서는 대출채권은 물론 ABS, CDO, CLN 등을 포함한 폭 넓은 자산 포트폴리오에 투자를 함으로써 리스크 수취자로서의 기능을 하게 된다.

3. 신용리스크 전가기법

금융기관이 자신의 신용리스크를 전가하고자 하는 금융거래는 최근에 갑자기 등장한 것이 아니라 리스크 완화(risk mitigation) 또는 리스크 공동부담(risk sharing)⁹⁾ 수단과 함께 이미 오래 전부터 사용되어

은 시도이다. 최근에는 이러한 리스크 전가기법이 보증기관이나 보험회사가 전통적으로 사용하던 지급보증(financial guarantee)이나 신용보험(credit insurance)은 물론 '90년대 이후 급격히 발달한 신용파생상품까지 포함하여 다양한 상품으로 확장되고 있는 추세이다.

신용리스크 전가의 주된 주체인 은행이 신용리스크를 전가하기 위해 사용하는 기법으로는 자산이전(asset transfer)과 신용파생상품, 그리고 포트폴리오 유동화 등이 있다.

자산이전 거래에는, 위험자산에 부과된 법적 책임을 거래를 통해 매각함으로써 리스크를 직접적으로 이전하는 대출거래(loan trading)와, 유동화전문회사를 통해 자산을 양도함으로써 간접적으로 리스크를 분리하여 이전하는 유동화(securitization) 기법이 있다.

신용파생상품은 '90년대 이후부터 시장의 규모나 상품 구성면에서 폭발적으로 증가하기 시작하였으며, 위험자산에 부과된 법적인 책임과는 상관없이 경제적 리스크만을 이전하는 기법이다.

포트폴리오 유동화는 비슷한 종류의 리스크를 가지고 있는 위험자산들로 구성된 포트폴리오를 대상으로 하며, 내재된 리스크를 신용파생상품의 일종인 신용디폴트스왑(CDS : Credit Default Swap)이나 신용연계채권(CLN : Credit-Linked Note) 등을 이용하여 전가하는 기법으로 점차 시장규모를 확장하고 있다.

리스크 전가거래의 또 다른 축인 보험회사와 관련된 신용리스크 전가기법으로는 신용보험이 있는데 이는 주로 상업 거래시 거래상대방의 채무 불이행리스크로부터 파생되는 신용손실을 축소하기 위해 사용되어 온 기법이다.

9) 대표적인 위험완화수단으로는 담보(collateral), 위험공동부담수단으로는 신디케이션(syndication)이 있다.

가. 분류기준

신용리스크를 전가하기 위한 기법들은 최근 들어 점차 그 경계가 모호해지면서 명확한 구분이 어려워지고 있으며 그 영역 또한 상호교환이 가능하도록 확대되는 추세를 보이고 있으나, 크게 리스크 전가자의 시각과 리스크 수취자의 시각으로 나누어 살펴볼 수 있다.

먼저 리스크 전가자의 입장에서 리스크 전가의 유형을 분류하면, 대상이 되는 리스크가 하나의 개별기업(single name)으로부터 발생한 것인지 다수의 위험으로 구성된 포트폴리오로부터 유래한 것인지에 의해 구분할 수 있다. 대표적인 예로서, 개별기업의 리스크 전가로는 신용디폴트 스왑이, 포트폴리오의 리스크 전가로는 포트폴리오 신용디폴트 스왑 또는 자산유동화증권 등이 있다.

그 다음으로, 리스크의 전가가 발생하는 시점에 리스크 수취자가 리스크의 거래와 관련하여 전가자에게 자금을 제공하는지의 여부로 분류할 수 있다. 자금수수가 발생하는(funded) 리스크 전가에서는 거래가 성사될 당시에 보장매입자가 보장매도자로부터 선금을 제공받음으로써 향후에 신용리스크로 인한 손실이 발생하더라도 그에 대한 법적 책임을 추가적으로 지지 않으나, 자금수수가 발생하지 않는 리스크 전가는 해당 위험자산을 직접 매도하지 않고 신용리스크만을 분리하여 전가하므로 위험자산에 연관된 신용사건이 발생하면 그에 대한 리스크에 노출된다. 자금수수가 발생하는 대표적인 전가기법으로는 유동화증권이, 그리고 자금수수가 발생하지 않는 기법으로는 각종 신용파생상품이 있다.

<표 II-6> 신용리스크 전가수단의 분류

구분	자금수수 발생(Funded)	자금수수 없음(Unfunded)
개별 기업	· 대출 거래(Loan Trading)	· 지급보증 및 신용장 · 보험(보증채권, 신용보험, 보증보험 등) · 신용파생상품(신용디폴트스왑, 토탈리턴스왑 등)
포트폴리오	· 신용연계채권 (Credit Linked Note) · 자산유동화증권 (Asset Backed Security) · 현금 CDO (Collateral Debt Obligation)	· 포트폴리오 신용디폴트스왑 · 합성 CDO(Synthetic CDO)

자료: Committee on the Global Financial System, "Credit Risk Transfer", Bank for International Settlements, January 2003, p.5.

한편, 리스크 수취자인 보험회사의 입장에서 리스크 전가를 살펴보면 언더라이팅과 투자의 두 영역으로 구분할 수 있다. 언더라이팅 영역에는 보험회사 고유의 리스크 전가기법인 신용보험과 보증 및 재보험이 속하고, 투자의 영역으로는 은행이 발행하는 각종 증권을 보험회사가 자산운용 상의 투자대상으로 활용하는 경우를 들 수 있다. 그러나 이 구분 또한 점차 그 경계가 흐려지고 있으며, 새로운 리스크 전가기법들이 계속 등장함에 따라 이러한 현상은 더욱 심화될 전망이다. 특히 리스크 전가거래에 참여하는 국내 보험회사의 경우, 아직까지는 대부분의 관심이 신용파생상품의 언더라이팅에만 집중되고 있지만 투자를 통한 리스크의 전가 또한 그 규모를 늘려나가는 추세이다.

<표 II-7> 보험회사의 신용리스크 전가기법

언더라이팅 영역	언더라이팅과 투자의 공동영역	투자 영역
<ul style="list-style-type: none"> · 신용보험 · 금융보증/사채보증/담보보증 · 기타 신용리스크에 노출된 타 보험에 대한 재보험 	<ul style="list-style-type: none"> · 신용과생상품거래의 거래상대(CDS, CLN, TRS, CSO 등) · 유동화증권시장에 신용보강 제공 · 은행과 보험회사간 담보의 전가에 따른 리스크의 인수 	<ul style="list-style-type: none"> · 은행이 발행한 유동화증권 매입 (직접투자 및 SPV를 통한 간접투자) · 일반적인 채권투자 (채권보유에 따르는 신용리스크 인수)

자료: Financial Stability Forum, *IAIS paper on Credit Risk Transfer between Insurance, Banking and Other Financial Sectors*, March 2003, p.8.

나. 신용리스크 전가수단의 종류

1) 대출 거래(Loan Trading)

대출거래란 금융기관이 투자자금을 조기에 회수하기 위해, 보유하고 있는 대출자산의 전부 또는 일부를 제 3자에게 매매 내지 양도하는 방법을 말한다. 주로 미국을 비롯하여 영국 등을 중심으로 시작되었으며 신용리스크에 노출되어 있는 대출채권을 금융기관 간에 직접 거래함으로써 위험자산에 따르는 리스크를 전가하는 기법이라 할 수 있다.

대출거래의 종류로는 거래 형태, 채무자와의 권리관계에 따라 법률에 의한 양도(assignment), 경개(更改: novation)와 대출참가(loan participation)로 나눌 수 있다. 이 중에서 양도는 대출 계약상의 양도계약에 의하여 채권자가 제3자에게 채권을 양도함으로써 성립하며, 대항요건¹⁰⁾을 갖

10) 대출거래가 발생할 경우 위험자산에 대한 권리를 양도받은 양수자가 자신

추기 위해 채무자에게 통지하는 방법을 취한다. 예컨대 A·B간에 양도 계약을 체결하고 이를 채권자 A의 채무자인 C에게 통지하는 방식이다. 채권채무관계가 양수인에게 그대로 이전되는 특징이 있다. 경계란 원계약의 당사자 쌍방이 새로운 채권채무관계를 성립시키기 위해 제3자를 새로 가입시켜 체결한 계약으로 원계약에 기초한 채권채무는 소멸하고 당해 제3자와 구 채무자 사이에 동일한 내용의 새로운 채권채무관계를 발생시키는 것을 말한다. 경계는 원계약 당사자 및 신가입자가 계약당사자가 된다는 점에서 두 당사자간의 계약인 양도나 참가거래와 다르다. 마지막으로 대출참가 거래란 금융기관인 당사자간의 합의에 의하여 대출채권을 사고파는 것으로 준거법상 적법·유효성이 인정된 거래를 말한다.

이러한 방법에 의해 대출채권을 매각하는 은행은 리스크를 분산하고 국제결제은행의 BIS 비율을 적정 수준으로 관리할 수 있으며, 매입하는 쪽은 우량채권을 확보하는 등 대출계수를 효과적으로 관리할 수 있게 된다¹¹⁾.

2) 유동화증권(ABS : Asset-Backed Securitization)

유동화(securitization)란 대출채권이나 매출채권 등 조기에 현금화하기 어려운 자산을 유가증권 및 기타 채무증서의 형태로 전환함으로써 유동성을 부여하는 일련의 행위¹²⁾를 말한다. 미국 증권거래위원회(SEC

에게 귀속된 법률적 권리를 제 3자에게 주장할 수 있는 권리를 의미한다.
 11) 우리나라의 경우에는 대출거래보다는 대출채권을 직접 유동화하는 방법이 더 활성화되고 있으며 그 대표적인 방법은 CLO(Collateralized Loan Obligation)이다. 2000년 12월에 도입된 이 제도는 주채권은행이 선정하는 신용등급 BBB 이하의 기업에 대한 신규 대출채권의 집합(pool)에 대하여 신용보증기금의 부분 신용보강(partial credit enhancement)에 의해 CLO를 발행한 후 이를 주채권은행이 전액 인수하도록 하였다. 박현일, 「자산유동화의 이용확대에 따른 법적 문제」, 『상사법연구』, 2001. 5.

12) ABN AMRO, "International Securitisation", May 1998, p.3

: Securities and Exchange Commission)의 정의에 의하면 유동화증권이란, 매출채권 또는 고정적으로나 회전(revolving)방식으로 일정기간 내에 현금 전환이 가능한 각종 금융자산, 그리고 증권소지인(policyholder)에 대한 상환 또는 적시 배당을 보장하는 모든 권리, 기타 자산의 별도 집합에서 나오는 현금흐름 등을 기초로 발행되고 상환의무 또한 최우선으로 주어지는 증권을 의미한다. 즉, 현금흐름이 가능한 거의 모든 자산에 대한 유동화증권 발행이 가능하며¹³⁾ 발행된 증권의 만기나 상환방법 또한 자유자재로 구조화가 가능한 증권이다. 이러한 유동화증권은 대상이 되는 위험자산의 종류에 따라 여러 가지 구조로 다양하게 구성된다(<표 II-8>).

위험자산 보유자, 즉 최초 리스크 보유자(originator)는 유동화전문회사를 통해 위험자산에 기초한 증권인 유동화증권을 발행함으로써 자산에 내재된 리스크를 전가하게 되는데, 채권이나 주식 발행을 통한 기존의 자금조달과는 달리 보유자산을 근거로 발행하는 증권에 의한 자금조달이라는 의미에서 에셋 파이낸싱(asset-backed financing)이라고 불리기도 한다.

이러한 거래는 최초 리스크 보유자의 대차대조표 상에서 유가증권, 매출채권, 외상매출금 등의 위험자산을 제거하는 효과와 함께 조달된 자금을 이용하여 신규투자 운용을 가능하게 함으로써 재무구조를 개선시키는 효과를 가져온다. 한편 투자자들에게는 최초 자산보유자와는 관계없이 유동화의 대상이 되는 자산의 리스크에만 노출되게 하는 효과를 가진다.

13) 최근에는 도로의 통행세나 항공기 이용요금 등 미래 현금흐름(future cash flow)까지도 유동화의 대상에 포함시키고 있으며, 국내에서도 항공사의 이용요금에 대한 유동화증권이 발행된 바 있다.

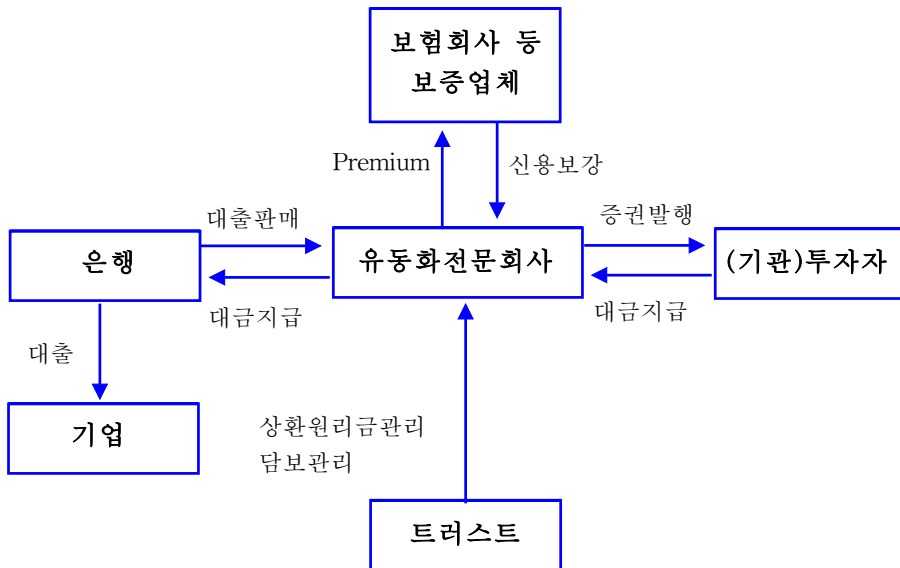
<표 11-8> 유동화증권의 분류

구분	대상자산	설명
상 환 확 정 형	오토론	<ul style="list-style-type: none"> · 자동차할부금융의 대출금리를 기초로 유동화증권발행 · 만기가 짧고 유동화구조가 단순하여 대표적 유동화 대상자산
	MBS	<ul style="list-style-type: none"> · 주택의 구입 및 건축에 사용된 대출자금 및 당해 주택에 설정된 저당권을 기초로 발행 · 대손가능성이 낮으나 중도상환여부에 영향을 많이 받음
	CDO	<ul style="list-style-type: none"> · 신용도가 비교적 낮은 회사채 및 기업대출을 풀링(pooling)한 후 여기에서 발생하는 현금흐름을 기초로 발행 · 개별기업의 신용도 측정 및 풀링된 자산의 집중도 통제가 중요
상 환 비 확 정 형	카드채	<ul style="list-style-type: none"> · 카드사의 자금조달을 목적으로 발행된 신용카드채권의 미래상환에 기초하여 발행 · 단기의 고수익 자산을 대상으로 하여 유동화에 유리하나 카드 연체율 및 회수관리의 개선이 필요
	매출채권	<ul style="list-style-type: none"> · 제조업체의 상거래를 토해 생성된 물품대금채권 및 받을 어음의 조기 유동화를 목적으로 발행 · 거래기업의 신용도 및 연체, 대손에 대한 관리 필요
	미래 현금흐름	<ul style="list-style-type: none"> · 현재시점 상 채권의 요건을 갖추지는 못했으나 미래에 채권으로 성립될 것으로 예상되는 채권(예를 들어, 신용카드채권, 항공운임, 공연수입, 도로통행료 등) 등을 기초로 발행 · 이 경우에는 유동화대상자산의 양도 후에도 자산보유자로부터 완전 절연되지 않음 · 유동화가 가능한 대상자산이 제한되어있음

유동화증권은 비슷한 종류의 신용리스크를 가지는 자산들의 집합(pool)을 대상으로 발행되는 것이 보통이며 이 경우에는 자산유동화증권(ABS : Asset-Backed Security)이라고 한다. 그 외에도 채권이나 기업대출 등에 관련된 리스크를 유동화하는 CDO(Collateralised Debt Obligations) 등이 있다. 자산유동화는 대출채권을 유동화하는 점에서 대출채권 참가거래(loan participation trading)와 비슷하지만 자산보유자가 자산을 SPV(Special Purpose Vehicle) 등에 매각함으로써 이를 법적으로 구분한다는 점에서 서로 다르다고 할 수 있다.

국내에서도 1998년 『자산유동화에 관한 법률』을 제정한 이후 주택담보대출이나 신용카드대출 또는 자동차할부대출 등 다양한 자산을 대상으로 그 발행시장의 다양성과 규모가 확대되고 있는 추세이다.

<그림 11-4> 기업대출채권 유동화의 구조



3) 신용파생상품(Credit Derivative)

신용파생상품이란, 준거자산(reference asset)의 신용상태가 직·간접적으로 계약의 성과에 영향을 미치는 파생상품으로서 신용리스크를 전가하기 위한 상품의 통칭이며, 특정한 신용사건이 발생하였을 경우에 따르는 지급계약을 의미한다. ISDA는 다양한 신용파생상품의 거래에 필요한 각종 규약을 표준화하여 발표함으로써 전 세계적으로 신용파생상품거래가 폭발적으로 증가하는데 기여하였다. 신용보험이 채무자의 지급불이행에 따르는 잠재적 위험을 보상하기 위한 도구라는 점에서 신용파생상품은 신용보험과 비슷한 목적을 가지고 있다고 할 수 있다.

신용파생상품이 분산투자나 매각 등 전통적으로 신용리스크를 회피하기 위해 활용되어왔던 기법과 근본적으로 다른 점은, 대출채권을 매각하지 않고도 위험가중치를 100%에서 20%로 낮추어 마찬가지로의 분산효과를 얻으면서도 유동성이 낮은 신용관련 상품을 유동화하는 기능을 동시에 수행할 수 있다는 것이다. 이는 특정산업에 대한 대출 등 관련된 신용리스크만을 분리하여 시장에 전가하는 위험배분은 물론이고, 대출채권을 계속 보유함으로써 기업에 대한 감시활동까지 지속하게 함으로써 효율적 감시와 효율적 위험배분 간의 신용패러독스¹⁴⁾를 해결하게 한다.

이러한 신용파생상품의 뚜렷한 특징 중의 하나는 경제적 위험이 법적인 지위가 아닌 자산에 바로 전가된다는 점이다. 또한 규모가 적으면 서도 특정 분야에 집중도가 높은 대출 포트폴리오의 거래를 활성화함으

14) 자금의 수급을 증대하는 금융기관의 입장에서는 대출기업에 대한 효율적인 감시(monitoring) 활동에 특화하게 되는데 이러한 감시기능은 특정부문, 소수의 기업에 집중할수록 그 효율성이 증대한다. 그러나, 특정 기업 또는 산업에만 집중적으로 대출을 하는 경우 분산투자의 효과를 누릴 수 없어 채무불이행 리스크가 커지게 된다. 이와 같이 효율적 감시기능과 리스크 배분 간에 성립하는 상충관계를 신용패러독스(credit paradox)라고 한다.

로써 다양한 투자자의 수요를 흡수할 수 있어 점차 활용이 늘고 있는 추세이다. 1990년대부터 거래되기 시작한 신용파생상품은 다양한 종류로 발전해왔으며 PWC(Price, Waterhouse and Coopers)가 발표한 신용파생상품 가이드는 신용파생상품의 발달을 다음과 같이 정의하고 있다.

- ① 전통적인 파생상품 즉, 보증, 자산스왑, 대출 및 채권
- ② 신용디폴트스왑(CDS), 토탈리턴스왑(TRS) 및 신용연계채권(CLN) 등을 포함한 바닐라 신용파생상품
- ③ 디지털(digital), 바스켓/상관관계 거래(basket/correlation trades), 스텝 업-다운(step up/down) 등을 포함하는 바닐라복합신용파생상품
- ④ 이종 신용파생상품, 대체재(substitution), 외환 및 레버리지
- ⑤ 구조화채권(structured products), 레버리지 채권(leveraged notes) 및 CDO를 포함하는 복합 유동화증권

<표 11-9> 신용파생상품의 종류

종류	설명
CDS (Credit Default Swap)	보장매입자가 보장매각자에게 일정한 시점마다 수수료를 지불하고 준거자산과 관련된 신용사건이 발생할 경우 손실을 보장받는 채무계약
TRS (Total Return Swap)	보장매입자와 매도자 간에, 준거자산에서 발생할 수 있는 모든 경제적 성과인 총수익(total return)를 고정적인 현금흐름과 교환하고자 하는 신용파생상품
CLN (Credit Linked Note)	신용등급과 같이 발행기업의 신용을 나타내는 지표의 변동에 연계하여 이자지불액이나 상환액이 변동되는 채권 즉, 신용파생상품과 채권의 결합이라고 볼 수 있음
CSO (Credit Spread Option)	옵션의 구입자에게 준거자산인 신용스프레드를 일정한 행사가격으로 일정기간 내에 사거나 팔 수 있는 권한을 부여하는 옵션

신용과생상품의 정의에는 아직 논란의 여지가 있지만 신용과생상품의 범위가 점차 확장되면서 상품구분간의 경계가 허물어지고 있는 상황이다.

4) 신용보험(Credit Insurance)

신용보험은 일반적으로, 상품, 서비스 또는 소비자금융을 신용으로 공급하는 채권자를 채무자의 예측하지 못한 지급불능이나 채무불이행 등으로 인한 손해발생의 위험으로부터 보호하는 경제제도를 의미한다. 채권자 스스로가 제공하는 신용공여(=보험료)를 기반으로 하여, 발생가능한 위험으로부터 채권자를 보호하고 보험에 가입한 사건의 직접적인 결과로 채권자가 입게 되는 경제적 손실을 보상하는 실손보험의 한 종류이다.

우리나라에서는 신용보험을 신용보증보험, 채무이행보증보험 등과 함께 보증보험의 한 종류로 분류하고 있으나, 신용보험은 보험가입자와 리스크에 노출된 당사자가 동일하다는 의미에서 보증보험보다 보험의 본 취지에 좀 더 가깝다. 또한 뒤에서 다시 언급하겠으나, 신용보험이 대수의 법칙을 기반으로 한 사회 전체의 손실분담장치인 반면, 신용보증은 특정채무자의 의무이행을 보장하는 개별적인 지원에 불과하다.

또한 우리나라의 경우, 주로 상업신용보험을 중심으로 신용보험이 발달하여, 상거래에 있어서 물품 및 서비스를 외상으로 공급하는 채권자가 외상구매자인 채무자의 지급불능 또는 채무이행의 지연 등으로 대금을 회수하지 못하게 될 위험을 담보한다. 이 경우, 채무자와 채권자는 모두 상거래자인 것이 일반적이다.

반면 미국이나 유럽의 경우에는, 타업종의 금융상품과 연계한 복합형 신용보험으로서 신용장해보험(credit disability insurance), 신용생명보험(credit life insurance) 및 신용실업보험(credit unemployment insurance) 등이 발달하여 금융기관의 가계대출과 관련된 지급불능 리스크를 보상하는 등 다양한 신용보험이 발달하였다.

<표 II-10> 국내 신용보험의 종류

종 류	담보위험	채무자	대상분야
상업 신용 보험	제조, 판매, 용역회사 등이 상품 또는 용역을 제공하고 그 대금을 회수하지 못함으로써 생긴 손해	제조회사, 판매회사, 용역회사 등의 판매대리점 등 법인체 또는 개인사업자	물품대금(계속공급계약) 용역대가 대리점 운영보증금 등
수출 신용 보험	수출업자가 외국의 수입업자로부터 정칙적 위험 등으로 수출대금을 회수하지 못함으로써 입은 손해	외국의 수입업자	주로 D/A에 의한 수출대금
소비자 신용 보험	제조, 판매, 용역회사가 상품 또는 용역을 제공한 대금 또는 금융기관이 대부금을 회수하지 못함으로써 입은 손해	최종 소비자 또는 대부받는자(가계성 대부금 수혜자)	가계성자금대출금 주택구입자금 대출금 할부구입자금 대출금 물품대금 또는 용역대가 신용카드 이용대금 가계수표 이용대금
할부 신용 보험	할부판매회사가 할부판매계약상의 할부대금을 회수하지 못함으로써 입은 손해	할부구입자	이동통신단말기, 자동차 등의 할부판매계약

자료 : 신용호 · 김경환, 『신용보험의 활성화 방안 연구』, 보험개발원, 2001, p.15.

다만 미국의 경우 신용장해보험이 주택, 자동차 관련 대출과 신용카드의 리볼빙 결제 서비스에 연계되어 제공되는데, 일반적으로 금융기관

이 채무자에게 의무적으로 가입을 요구하는 형태로 거래가 이루어지고 있어 신용보험의 본래 취지와는 어긋나는 면이 있으나, 금융기관으로서 신용보험에 가입함으로써 대출 리스크의 헤지가 가능하고 채권회수 불능 리스크를 해소할 수 있어서 신용거래를 활성화할 수 있는 배경이 된다.

다. 신용보험과 유사 리스크 전가기법의 비교

다음 장에서 설명하겠지만, 신용보험은 직접적인 리스크 회피기법으로서, 또는 유동화증권시장을 통한 간접적인 리스크 회피기법으로서 신용리스크를 전가함에 있어 그 유용성이 기대되는 금융상품이다. 그러나, 우리나라의 신용보험은 그 도입시기를 고려해 볼 때 잠재적 시장규모에 비해서는 발전의 초기 단계에 머물러 있는 형편이다.

여기에는 여러 가지 원인이 있겠으나 향후 신용리스크 전가시장의 규모를 고려해 볼 때 보험회사가 가장 손쉽게 접근할 수 있는 통로라는 관점에서 신용보험의 역할과 보험회사의 과제를 우선적으로 살펴볼 필요가 있다. 즉, 다른 리스크 전가수단인 유동화증권이나 신용파생상품과의 유사성과 연관성을 생각한다면, 보험회사의 신규시장 창출이라는 관점에서 신용보험을 활용할 수 있는 방안을 모색하는 것도 의미가 있을 것으로 본다.

이를 위해 본 절에서는 우선 신용보험과 기타 신용관련 상품을 비교함으로써 그 특징을 살펴보고자 한다.

1) 신용보험과 신용파생상품

신용보험과 신용파생상품은 각각 계약상 미리 약정된 범위의 보험사건 또는 신용사건이 발생할 경우 일정금액을 지급하는 구조인데, 파생상품 계약에서는 사건발생시 약정하여 고정된 또는 특정 사건에 연동하

는 금액을 지급하게 된다. 반면 신용보험의 경우 보험사건 발생시 미리 약정한 손실의 범위와 규모를 정하고 이에 대하여 보상하는 특징을 가진다.

보장매도자에 대한 의무에 있어서도 신용보험은 보험계약의 특성상 보험가입자가 더 많은 정보를 가짐으로 인해 보험자가 그에 따른 피해를 입는 경우가 발생하지 않도록 고지의 의무를 부여한다. 그러나 파생상품계약에서는 보장매도자에 대한 특별한 보호의무가 없다.

수수료 또는 보험료의 산출을 살펴보면, 신용파생상품은 일반적으로 스왑의 형태로 거래되는데 디폴트스왑의 경우 수수료는 각 거래마다 개별 위험에 대해 회수율과 파산확률을 기초로 하여 산출된다. 그에 비해 신용보험의 보험료는 채권자의 업종, 채무자의 분포도, 주요 채무자의 신용도, 과거 손해경험, 결제기간 및 채권자의 신용관리제도 등 여러 가지 요인에 의해 결정되나, 일반 손해보험에서와 같이 협정요율이 아니라 위험의 특성과 과거의 동종위험에 대한 인수경험에 의해 언더라이터가 보험요율을 결정한다. 즉, 신용보험의 수수료는 신용파생상품과는 달리 동종의 위험에 기초한 보험요율에 근거한다.

신용보험과 신용파생상품을 비교함에 있어서 가장 뚜렷한 차이는 거래의 표준화 가능성이다. 대부분의 신용파생상품은 거래상대방에 따라 상이한 조건으로 OTC 거래를 통해 이루어지고 있으나 신용보험의 경우 산정된 요율체계에 의해 거래의 표준화가 가능하다. 즉, 신용파생상품은 하나의 리스크에 대한 개별계약이나 신용보험은 일정기간 동안 노출된 동질화된 리스크에 대한 담보를 제공하는 금융상품이다. 또한 은행의 대출상품과 연계된 신용보험을 설계함으로써 동종의 대출리스크를 포트폴리오 차원에서 관리하는 방안도 고려할 수 있다.

마지막으로 규제와 감독 측면에서 두 상품을 비교하면, 영국 등 대부분의 국가에서는 보험회사의 신용파생상품 발행을 금지하는 등 보험회사와 관련한 신용파생상품의 규제는 엄격한 편이다¹⁵⁾. 이에 따라 보

15) 다만, 버뮤다와 같은 일부 지역에서는 보험회사로 하여금 비보험 증권외의 발행을 허용하는 경우도 있다.

험회사도 신용리스크를 전가하기 위한 신용파생상품의 발행에 개입할 수 있는 여지는 있으나 이 경우 직접적으로 신용파생상품을 발행하는 것이 아니라 유동화전문회사(SPV: Special Purpose Vehicle)와 같은 중개자를 통하여 다른 금융기관의 신용리스크를 보험계약을 통해 전가하는 구조를 취하게 된다.

또한 대부분의 국가들은 보험회사가 신용파생상품을 통해 리스크 전가거래에 참여하는 경우 이를 독립적인 거래가 아닌 보험계약으로부터 파생된 투자행위의 일환으로 제한을 두는 경우가 많으나, 점점 많은 보험회사들이 관심을 가짐에 따라 이에 대한 규제 완화의 고려했고 있는 추세이다.

<표 II-11> 신용파생상품과 신용보험의 비교

비교항목	신용디폴트스왑(CDS)	신용보험
주관사(player)	은행	보험회사
기간	장기 또는 단기	장기
가격(프리미엄)의 결정	자산교환 스프레드에 근거한 상대가격	과거자료에 근거한 보험계리적 계산
지급사유	신용사건 발생시 미리 약정한 사건에 연동하여 지급	보험사건 발생시 미리 약정한 손실에 대해 지급
보장매도자에 대한 의무조항	없음	고지의무, 통지의무
거래의 표준화	거래상대방에 따라 case-by-case	산정된 요율체계의 의해 표준화 가능
규제와 감독	보험회사의 발행 금지	제한조건 없음

2) 신용보험과 미국의 지방채보험

미국의 지방채는 미국 지방정부가 여러 공공 프로젝트를 수행하기 위해 자금조달을 목적으로 발행하는 채권을 의미하며, 지방채보험(MBI : Municipal Bond Insurance)이란 지방채권의 상환기일에 그 발행자(발행자)가 원리금 및 이자의 지급을 수행하지 못하는 경우 피보험자가 입게될 손해를 보상하는 보험을 말한다. 주 보험법의 적용을 받으며 피보험자는 채권을 인수하는 채권소유자가 된다. 현재 4개의 주요 MBI 보험자¹⁶⁾가 시장에서 활동하고 있으며, 지방정부(또는 그 산하 공공기관)가 발행하는 투자적격채권의 신용도를 높여주고 발행자의 채권발행비용을 절감시키며 채권투자자를 신용리스크로부터 보호하는 등의 기능을 한다.

이렇듯 신용보험과 MBI는 많은 유사성을 가지고 있는데, 지방채보험의 피보험자가 채권소유자, 즉 채권자이며 채권발행자의 채무불이행 시 보험자가 그 손실을 변상하는 점에서는 신용보험과 매우 유사하다.

<표 II-12> 지방채보험과 신용보험의 비교

비교항목	MBI	신용보험
계약관계자	채권발행자와 보험회사 (타인을 위한 보험)	채권자와 보험회사 (자신을 위한 보험)
보험료 부담	채권발행자	채권자
채권회수 여부	채권대위 후 구상 - 취급수수료 성격	채권대위(소유권 이전) - 예정원가의 성격
중도해지	불가	가능
보상범위	실손해액의 75~90% 보상	실손해액의 75~90% 보상

16) 이 중 2003년 9월말 현재 MBIA와 FSA가 시장의 56.6%를 차지하고 있으며 그 외에 Ambac, FGIC, 등이 있다, Fitch Ratings, "Bond Insurers - Industry Update and Statistical Supplement", Special Report, July, 2004.

그러나, 지방채보험은 본질적으로 보증보험의 성격을 지니며 지방채 발행시 발행자가 보험료를 지급함으로써 채권의 신용도를 높이는 역할을 한다는 점에서는 신용보험과 차별된다.

또한 지방채보험의 경우 미국 지방정부의 파산 가능성을 이용한 개별 보험이며 지방채의 특수성이나 종류의 부족에 따라 대수의 법칙을 적용할 여지가 없는 상품이다.

국내의 도입가능성에 대해서는 안철경·엄창희(2001) 등에서 논의된 바 있으나, 수리분석을 전제로 하여 언더라이팅을 행하는 신용보험과는 달리 신용파생상품, 보험파생상품 등과 같이 매 계약건별로 신용상태를 분석하며 쌍방간 거래에 의존하는 비표준화된 상품이라는 점 때문에 신용리스크 전가와 관련한 활용가능성은 낮다고 할 수 있다.

3) 미국의 신용장해보험

물품 및 용역의 외상거래로 발생하는 매출채권에 대해 대금을 회수하지 못하는 위험을 담보로 하는 일반적인 (상업)신용보험과는 달리, 대출이나 신용카드 서비스를 제공하는 금융기관이 채무자의 사망 또는 신체장해로 인해 발생하는 지급불능 위험을 담보하는 보험이 신용생명보험 또는 신용장해보험이다. 미국 등의 금융 선진국을 중심으로 주로 발달한 이 신용보험은 금융기관의 주택관련 대출, 개인대출, 신용카드의 회전결제 등과 연관된 패키지 형태의 보험으로 개발되었다.

이는 앞서 잠깐 서술한 바와 같이 대출을 받는 채무자가 사망하거나 신체장해를 입을 경우 또는 실업으로 인하여 채무이행을 하지 못할 경우에 신용보험자가 채권자의 손실을 보전하는 계약으로서, 담보하는 위험의 종류에 따라 신용생명보험(Credit Life Insurance), 신용장해보험(Credit Disability Insurance), 신용실업보험(Credit Unemployment Insurance) 등으로 나뉜다.

이와 같이 대출과 연계된 신용보험은 중·저소득층 소비자들을 대상

으로 하는 대출상품과 연계하여 판매됨으로써 대출 고객층을 확대하는데 기여하고, 이에 따른 가계신용시장의 급속한 성장이 역으로 신용보험시장을 성장시키는 원동력이 되고 있다.

그러나 가장 대표적 상품이라 할 수 있는 신용장해보험의 경우, 만기까지의 상환일정과 상환금액이 대출시에 미리 확정되어 판매되는 폐쇄형 대출(closed-end loan)에 한하여 판매되고 있으며 이에 따라 보험료의 지불 또한 금융기관이 대출원금에 포함시켜 선납한 후 채무자에게 일시납으로 청구하는 형태를 띠고 있다. 즉, 신용보험이 대출공급자(은행)가 스스로의 신용리스크를 헤지하기 위해 직접 보험계약자 및 피보험자가 돼 보험료를 부담하고 가입하는 보험이라는 원래의 취지에 맞기 위해서는, 개별 소비자가 아닌 금융기관을 대상으로 대출수수료의 명목으로 책정된 보험료를 대출공급자가 부담하는 구조로의 개선이 필요하다. 또한 채무자의 상해 또는 질병에 의한 위험 뿐 아니라 파산이나 지급불능 등의 경제적인 무능력으로 인한 신용리스크를 담보할 수 있는 상품의 개발 또한 시급하다 하겠다.

<표 II-13> 신용장해보험과 (상업)신용보험의 비교

비교항목	신용장해보험	(상업)신용보험
담보위험	대출채권으로 인한 손실	대출채권으로 인한 손실
수혜자	대출수요자	물품공급기업
기여효과	대출고객층 확대 자금조달 용이	기업의 유동성 확보 확정적 현금흐름 보장