

V. 보험회사의 리스크 전가거래 참여방안

1. 리스크 전가거래의 선행과제

지금까지의 논의와 현황을 종합해서 판단하건대, 향후의 신용리스크 전가거래와 관련한 보험회사의 역할은 점차 다양해질 것으로 보인다. 그러나 국내의 보험회사가 당장 이 역할을 수행하기에는 여러 가지 제약조건과 선행과제가 남아있다. 이 장에서는 보험회사가 시장 내 신용리스크 전가거래를 활성화하는 데 기여하고 이에 참여하기 위해 갖추어야 할 당면과제들을 모색해보도록 한다.

가. 관련 법제도 정비

2002년에 발표된 『보험회사의 파생상품 거래제한 완화』에 이은 2003년의 보험업법 개정은 보험회사의 신용파생상품 거래에 대한 규제를 전반적으로 완화시키는 방향으로 진행된 바 있다. 그러나 은행에 비해 자본규모가 작은 보험회사의 경우 본격적인 거래 참가는 제한적일 수밖에 없다. 이러한 상황을 고려한다면, 신용파생상품 거래에 대한 보험회사의 참여에 대해 직접적으로 규제를 하거나 유동화증권 발행시 신용보강기관을 정책적으로 할당하는 등의 규제는 모두 장기적인 시각에서 볼 때 리스크 전가거래와 관련한 시장기능을 약화시키는 쪽으로 작용할 가능성이 있다.

따라서 신용리스크 전가시장에서 보험회사의 진입을 직접적으로 규제하는 방안보다는 시장상황이 불리하게 작용할 경우에 보험회사가 당면할 수 있는 잠재적 손실의 크기를 고려하여 리스크 관리 시스템의 기준을 강화하거나, 투자에 대한 규제를 선진화하여 간접적인 제한을 두

는 방안이 바람직할 것으로 보인다. 또한 유동화를 통한 리스크 전가과정
정에 있어서 신용파생상품을 통한 신용리스크 이전이 허용되지 않는 현
재의 제한적 조건을 완화 및 정비할 필요가 있다.

현재까지의 미성숙한 국내 리스크 전가시장의 상황을 볼 때, 신용리
스크의 전가가 금융시장 내에서 리스크를 분산시키는 방향으로 작용하
는지 반대로 리스크의 집중을 확대시키는지에 대한 논의를 검증하는 것
은 어렵다. 그렇다고 할지라도, 리스크 전가의 특성상 특정 금융부문,
특히 보험권으로의 리스크 집중을 유발할 가능성이 높다고 할 수는 있
을 것이다. 리스크의 집중은 리스크 전가가 부문간 규제차익을 목적으
로 하여 이루어질 때 그 가능성이 더 커지므로, 현재 진행되고 있는
『통합금융법』 제정을 위한 노력에 “동일위험·동일규제”의 전제를 확립
함으로써 규제차익의 가능성을 최소화하는 노력이 필요하다 할 것이다.

나. 신용리스크 관리 인프라 구축

보험회사의 신용리스크 관리시스템 구축을 위해서 필요한 여러 선행
조건 중 가장 시급한 부문은 신용리스크 관리를 담당할 전문인력의 확
충이다. 보험회사는 은행권과는 달리 자신이 노출된 신용리스크를 회피
해야 할 뿐 아니라 다른 금융기관의 신용리스크를 인수하고 시장에 대
해서는 보험상품의 언더라이팅을 통해 신용정보 제공기능을 하는 등 여
러 과제를 가지고 있다. 따라서 보험회사에서 신용리스크를 담당할 인
력은 단순히 신용리스크의 계량 뿐 아니라 관련 상품개발, 신용정보의
처리하는 물론 신용평가 등 다양한 부문의 역량을 갖추어야 할 필요가 있
다.

또한 적절한 인력이 확보된 후에는 신용보험의 다양화를 위한 상품
개발에 힘써야 할 것이다. 신용보험은 그 특성상 시장 상황의 변동에

따라 거대손실을 입을 가능성이 상존하므로 보험요율이나 신용거래한도를 부여할 때 신용보험 가입자의 신용도 측정이 필수적이라 할 수 있다. 개인신용평점모형이나 기업신용평가모형 등 다양한 신용도 평가모형에 대한 활용도를 높인다면 기업의 신용도에 따라 보험료를 책정하거나, 위험노출기간별 신용등급의 전이확률 매트릭스(transition matrix)를 이용하여 보험가입기간 내 신용등급의 하락에 따른 위험손실을 보전하는 등 다양한 상품개발도 가능할 수 있을 것이다.

이러한 개선은 신용과 관련된 통계자료가 충분히 축적되고 이 과정이 정례화 될 때 가능한 것인데, 현재와 같이 지나치게 외부 신용평가 회사에만 의존할 것이 아니라 자체적인 평가모형의 개발과 인프라 구축에 힘쓰으로써 선진 신용보험사와 같이 부가서비스의 제공이라는 기능까지도 담당할 수 있는 방안을 모색해 볼 필요가 있다. 은행의 신용평가 대상이 주로 상환능력이 우수하고 경제성이 있는 대기업으로만 집중되는 점을 고려한다면, 이들로부터 소외되는 기업 및 소비자를 대상으로 한 새로운 신용평가지장을 공략하는 것도 한 가지 방안이 될 수 있을 것이다.

다. 민간 신용보강기관의 설립

리스크 전가시장의 발전을 위해서는 특히 금융보증을 통한 신용보강을 강화할 필요가 있는데 미국에서는 1980년대 이후 민간 신용보강기관을 통해 이러한 문제를 해결하고 있다. 민간 신용보강기관이란 금융보증 또는 신용보험을 전문적으로 취급하는 전업보험사(monoline insurer)의 성격을 띤 금융기관을 의미한다.

일본의 상황도 이와 유사한데, 특히 일본의 경우 1990년대 중반 이후부터 손해보험사가 유동화과정에 있어 금융보증을 제공하고 있다. 이는 BIS 비율에 대한 규제가 강화됨에 따라 향후 국내 시장에서도 신용보강의 역할을 담당할 은행의 규모가 줄어들 것으로 예상되는 가운데

다양한 신용보강의 공급이라는 측면과 신용보강의 구조나 전략에 대한 이해 및 전문성 측면에서도 바람직한 방안이라 생각된다.

다만, 국내의 손해보험사가 리스크 전가시장에서 이러한 기능을 담당하기 위해서는 관련 상품개발능력은 물론, 자체의 높은 신용등급 확보 등 해결해야 할 과제들이 남아 있으므로 현재의 양대 보증기관의 역할을 담당할 민간 신용보증기관의 설립이 선행된 후 시중 손해보험사로의 점진적 확대를 꾀하는 장기적 입장을 취하는 것이 적합할 것이다.

2. 보험회사의 리스크 전가거래 참여방안

이상과 같이 보험회사가 신용리스크 전가거래에 참여하기 위해 필요한 조건들을 살펴보았다. 보험회사의 신용리스크 전가거래 참여는 보험회사의 업무영역에 따라 다양한 방식으로 이루어질 수 있으며 그 효과 또한 보험회사 내부적으로는 물론 전체 금융시장에 대해서도 여러가지 파급효과를 가진다. 이 절에서는 보험회사의 신용리스크 전가시장 참여방안과 함께 금융시장에 미치는 영향을 살펴보도록 하겠다.

가. 신용보강기관으로서의 참여

신용보강의 본질적인 기능은 보험과 마찬가지로 미래의 불확실한 상황으로부터 발생가능한 손실을 회피하기 위한 것이다. 따라서 보험회사는 신용보강기관으로서 가장 적합한 구조를 갖추고 있다고 할 수 있다. 또한 헛지 목적의 거래를 제외하고는 신용파생상품의 직접적인 거래가 제한되어 있는 국내 보험회사로서는 신용보험이 그 일차적 수단이 될 것이다.

신용보험은 자금조달을 필요로 하는 기업에게는 담보력을 제공하는 신용보강수단으로 작용하여 대출을 통한 직접 자금조달이나 회사채 발행을 통한 간접자금조달이 원활히 이루어지도록 돕는다. 또한 신용보강을 통해 발행된 유동화증권은 유동성은 떨어지지만 미래의 충분한 현금흐름가치를 지니고 있는 자산을 유동화함으로써 대상이 되는 위험자산의 실제 위험이 시장에서 적절히 평가되도록 하는 신호전달(signalling) 기능을 수행한다. 즉, 각 기업의 신용상태에 대한 정보를 제공하는 역할을 함으로써 다양한 위험선호도를 지닌 투자자집단에게 효율적인 투자운영을 가능하게 할 수 있다.

그러나 보험회사가 신용보험을 통해 신용보강을 하기에는 앞의 절에서 언급한 현실적인 제약조건 외에도 몇 가지 문제점이 남아있다.

우선 신용보험은 다른 보험상품과는 달리 경기변동에 밀접한 연관을 가지고 있다. 즉, 시장의 경기상황에 따라 손해율이 급격히 증가할 수 있는 위험이 있고 따라서 그간의 신용보험제도는 정책적 목적으로 운영되어 온 것이 현실이다. 그러나 이러한 상황은 오히려 신용보험의 시장성을 악화시킴으로써 경제성장과 함께 폭발적으로 증가한 신용거래의 규모를 신축적으로 조절하지 못하고 급작스럽게 발생한 위기에 대해서 효율적인 대처를 하지 못하여 막대한 정부예산 손실을 가져오는 결과를 초래했다.

이론적으로는 다른 모든 보험과 마찬가지로 신용보험의 수요 또한 시장에서 발생하는 신용리스크의 크기에 따라 조절되어야 하며, 또 역으로 신용보험이 신용리스크의 규모를 조절하는 기능을 지녀야 한다. 이러한 효과를 얻기 위해서는 신용보험의 수요 및 가격이 시장에 의해 결정되어야 하며 다양한 내용의 신용보험이 개발되어야 할 것이다.

상품 측면에서의 다양화는 대출채권이나 동일 종류·크기의 위험을 가지는 자산으로 구성된 바스켓 등 담보대상을 확장하는 방안을 생각할 수 있다. 또한 보험금 지급의 대상이 되는 보험사건의 정의에 있어서도 거래상대방의 채무불이행 뿐 아니라 신용도의 하락에 따른 가치변동도

고려하도록 설계할 수 있다.

상품뿐 아니라 보험공급자의 다변화 또한 고려해야하는 부분인데 현재로서는 기업에 대한 금융보증은 주로 신용보증기금 등 공공 보증기관에게 개인에 대한 신용보험은 서울보증보험사에게 맡겨져 있다. 신용보완 기능이 특정기관에게로만 집중되도록 하는 이러한 상황은 신용보험의 수요를 시장에서 결정하는 것이 아니라 정책적인 조절에 의해 결정함으로써 신용보험에 대한 수요에 탄력적으로 대응하기 어렵게 만든다.

물론, 현실적인 국내 신용보험사의 경쟁력과 그간의 신용위기상황을 고려한다면 신용보험시장에 대한 전면적인 진입 허용보다는 점진적인 확대를 고려하는 것이 효율성 측면에서 바람직하다. 이는 과거의 경험상 처음부터 시장다변화를 시행할 경우 과도한 역선택에 의한 손해를 급증으로 인하여 시장 자체의 존립이 의문시되기 때문이다. 따라서, 일차적으로는 현재와 같이 신용보험 취급기관을 정부 차원에서 관리하여 신용보험 전문기관으로 육성하는 한편 신용보증기금의 어음보험과 서울보증보험의 상업신용보험의 운영실적을 바탕으로 다양한 상품개발을 통해 시장의 인지도를 높이도록 한다. 이 과정에서 외부 신용평가기관이나 해외 신용보험사와의 네트워크 형성을 통해 민간 신용보증기관으로의 이전을 위한 충분한 인프라를 구축한 후, 어느 정도의 시장이 형성된 단계에 이르러서 민간 신용보험 취급기관의 허용을 검토하도록 한다. 단, 민간으로의 확대를 고려할 때에는 신용보증기관의 부실로 인한 정부의 재정부담 악화를 줄이기 위해 진입자격에 대한 엄정한 심사기준 확립이 선행되어야 할 것이다.

마지막으로 신용보험이 빠른 시일 내에 정착되기 위해서는 많은 시간과 노력이 필요할 것으로 보인다. 이에선 신용보험의 유용성을 알리는 마케팅 전략이나 신용보험을 통한 실질적인 리스크 축소효과에 대한 홍보도 포함될 것이다.

또한 아직까지는 신용보험의 주 수요자인 기업이 용이한 자금조달을 목적으로 신용보험에 가입할 경우, 세원이 노출될 우려로 기피할 우려

가 있는 것이 현실이다. 따라서, 단기적으로는 신용보험을 이용하는 기업에 대해 적절한 세제혜택을 부여함으로써 기피성향을 줄이고 일정기간의 적용 후 기업이 유발하는 신용리스크의 규모가 결과적으로는 축소되는 선례를 보여줄 필요가 있다. 신용보험과 관련한 이러한 수혜는 대출을 공급하는 금융기관에도 마찬가지로 적용하여 신용보험을 이용하는 기업에 대출을 하는 경우에는 잠재적인 리스크 감소효과를 고려하여 위험가중치를 줄이는 방안도 고려할 수 있다.

나. 기관투자자로서의 참여

자산유동화 또는 구조화 금융(structural financing)의 장점 중에서 간과할 수 없는 부분은 시장참가자의 입맛에 따라 다양한 대상자산에 대해 다양한 구조의 증권을 구성(structuring)하는 것이 가능하다는 것이다. 이는 투자시장의 다양성이 절대적으로 떨어지는 국내 시장에 다양한 양질의 투자대상을 제공할 수 있다는 의미가 된다.

실제로 그간의 국내 유동화증권시장을 보면 짧은 역사에 비해 부동산은 물론이고 카드채, 오토론, 매출채권, 대출채권 등 백화점을 방불케 할 정도의 다양한 자산을 대상으로 유동화증권 발행이 이루어졌다. 만기구조 또한 종전의 단기 위주 회사채 시장을 중·장기의 채권시장으로 전환시키는 데 기여해 온 것이 사실이다.

이러한 투자대상의 다양화는 투자자 계층의 다양화에도 기여할 수 있는데 예를 들어, 부실채권은 고위험·고수익성을 특징으로 하므로 위험을 선호하는 투자자 계층이 존재하지 않는다면 시장에서 유통되지 못한다. 이러한 현상은 실제로 최근 국내 회사채 유통시장에 반영되고 있는데 투기등급 이하 채권을 신용리스크 전가시장으로 흡수하면 다양한 등급의 증권으로 발행할 수 있기 때문에 다양한 위험선호도의 투자자를

끌어들일 수 있게 된다. 이는 특히 다양한 투자자 기반이 부실한 국내 투자시장을 활성화시킬 수 있는 방안으로 작용할 수 있다.

그러나 아직까지는 이러한 유동화증권의 장점이 장기채 시장에 익숙하지 않은 일반투자자에게는 생소하며 투기세력의 투자 역시 주로 단기채로만 이루어져서 발행시장이 아닌 유통시장의 발달에 장애요인으로 작용하고 있다.

유동화증권을 통한 투자시장의 다양화는 특히 다른 금융권에 비해 장기의 부채를 가지고 있는 생명보험사는 물론이고 손해보험사, 재보험사 등 모든 종류의 보험회사가 자신에게 유리한 투자 포트폴리오를 구성하는데 유리하게 작용할 수 있다. 시장의 포화와 자산운용수익률 악화 및 타 금융부문의 보험업 진입 등으로 인해 보험회사의 수익성이 날로 떨어지고 있는 가운데 새로운 투자기반의 확충과 상품의 개발은 매우 절실하다 할 수 있다. 유동화를 위한 신용보강수단으로서의 신용보험을 통한 수수료 수입은 직접적으로 보험회사의 수익성 제고에 기여하는 것은 물론이며, 유동화의 결과로 생성되는 투자상품은 높은 수익성과 다양성으로 보험회사의 투자 포트폴리오를 다각화함으로써 위험분산을 통해 경영성과를 높일 수 있다. 따라서 보험회사는 기관투자자로서 이러한 시장의 성숙을 능동적으로 이끌어 나갈 필요가 있다.

전 세계적인 추세를 보면 신용리스크 전가상품에 대한 투자전략은 보험회사의 업무영역에 따라 다른 것으로 나타나고 있는데, 이는 주로 언더라이팅을 담당하는 손해보험사와 투자자로서의 역할을 하는 생명보험사의 영역 구분에서 비롯된 것이다.

우선 생명보험사는 저금리 상황 속에 전통적인 기관투자자로서 고수익 증권에 대한 수요가 높다. 일본 및 독일을 포함한 유럽의 많은 생보사들은 CDO에 대한 투자할당을 늘림으로써 이를 해결하고 있으며 특히 원금보장조건을 부가함으로써 만기시 원금상환보장을 통해 손실을 최소화하고 있다.

전업보증사의 경우는 높은 자체 신용도를 바탕으로 주로 신용보강의

역할을 담당하고 있으며 최근에는 최우량등급의 CDO에 대한 투자를 늘리고 있다.

생명보험사에 비해 자산보유규모가 크지 않은 손해보험사 및 재보험사는 비교적 투자에 소극적이며 선순위 CDO나 포트폴리오 CDS에 대해서는 일부 투자를 확대하고 있다. 또한 일부 규모가 큰 손해보험사는 자산규제가 적은 해외¹⁾에 자회사를 설립하여 신용파생상품거래에도 참여하고 있다. 국내 보험회사도 이러한 경향을 반영하여 다른 금융권과의 신용리스크 전가거래에 대한 대응을 준비해야 할 것이다.

<표 V-1> 보험회사의 신용리스크 전가상품 투자

	ABCP	ABS	CDO	CLO	CBO
전업보증사	유동화대상 자산에 대한 금융보증으로서의 신용보강	선순위 트 랑 세 에 대 한 금 용 보증	최우선순위 채에 대한 CDS 체결	최우선순위 채에 대한 CDS 체결	선 순 위 채 에 대 한 금 용 보증
재보험사		포트폴리오 트 랑 세 에 투 자	각 사의 리스크 선호도에 따라 최우선순위채, 선순위채, 메자닌채 등에 보장매도		
손해보험사	신용보강	포트폴리오 트 랑 세 에 투 자	각 사의 리스크 선호도에 따라 최우선순위채, 선순위채, 메자닌채 등에 보장매도		
생명보험사	투자	포트폴리오 트 랑 세 에 투 자	투자	투자	투자

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

- 1) 1970년대부터 일찌감치 캡티브 보험의 중심지가 되었던 버뮤다의 경우 세계 절감효과 외에도 자산운용(특히 파생상품과 관련한) 규제가 거의 없다는 특징으로 인해 투자은행의 자회사로서의 보험회사, 보험회사의 자회사로서의 은행 등이 설립되며 새로운 보험의 중심지가 되었다.

다. 신용서비스 제공기관으로서의 참여

신용리스크를 전가할 수 있는 시장이 활발해진다면 낮은 신용등급을 보유한 기업이라 하더라도 적은 조달비용에 의해 자금조달이 가능하게 된다. 이는 상대적으로 높은 신용등급을 보유한 금융기관에 의한 신용보강을 전제로 유동화증권의 발행이 가능하기 때문인데 이 경우 발행된 유동화증권은 대체로 AA 이상의 높은 신용도로 발행되는 것이 보통이다. 즉, 유동화증권의 경우 자산보유자의 재무상태나 신용등급과는 관계없이 담보자산의 상환능력이나 신용보강기관의 신용상태에 따라 신용도가 결정되므로 자산보유자는 낮은 비용으로도 기업에 대한 여신을 늘릴 수 있게 된다. 그러나 이 경우에도 대상자산의 현금흐름에 대한 충분한 실사²⁾를 전제로 하므로 유동화 과정 자체가 해당자산에 대한 신용평가를 대신한다고 볼 수 있다. 즉, 보험회사의 신용리스크 전가거래 참여는 그 자체로서 금융시장에 신용정보를 제공하는 역할을 하게 되는 것이다.

그러나 보험회사가 신용보강을 제공하거나 신용리스크 전가상품에 투자할 때 가장 경계해야 할 부분으로서 고의적인 신용사건 유발에 의한 대규모 손실가능성은 여전히 존재한다. 이를 방지하기 위해서는 언더라이팅과 투자운용 부문에서의 전문인력 강화와 선진적인 내부평가방법 구축 등이 필수적인데 이러한 과제를 해결하는 과정에서 보험회사는 다양한 신용서비스 제공 인프라를 구축할 수 있다.

2) due diligence 라고 하며 투자자에게 충분한 information을 제공하기 위해 자산의 종류와 내용, 특성을 검토하는 것을 말한다. 손해배상 청구소송시 면책요건이 될 수 있으므로 유동화 과정과 관련하여 가장 중요한 단계 중 하나이다.

첫째, 신용리스크 전가시장의 참여는 체계적인 신용평가능력과 신용리스크 관리능력을 바탕으로 하기 때문에 시장참가자는 신용리스크 관리를 위한 전담부서를 설치하고 신용평가 대상을 확대하는 등 신용평가 시스템을 정밀화하게 된다. 특히, 최근의 리스크 전가시장에서는 하나의 위험이 아닌 동종의 리스크를 묶어서 관리하는 기법이 확산되고 있으므로 이와 관련해서도 평가방법을 연구할 필요가 있다. 보험회사가 신용보험이나 신용파생상품의 거래를 하기 위해 리스크 관리를 강화하는 과정에서 파생된 평가방법과 정보는 은행의 신용리스크 관리 대상이 주로 규모가 큰 기업에만 한정되어 있는 현 상황에서 신용리스크 전가시장의 주 수혜자인 적은 규모의 기업에 대한 평가시장을 구축하는데 기여할 수 있다.

둘째, 보험회사가 신용보험을 안정적으로 운영하기 위해서는 관련 신용정보를 축적해야 한다. 신용정보에는 신용거래상의 불량 거래자에 대한 정보는 물론, 신용거래를 필요로 하는 기업의 재무상태나 과거 신용거래 및 이행에 관한 이력 등을 포함하게 된다. 따라서 신용보험기관이 신용보강기관으로 참여하는 신용리스크 전가의 경우 대상이 되는 위험자산의 가치 및 경영상태 등 충분한 사전조사를 하게 되므로 다양한 정보를 시장에 제공하여 정보의 불균형을 축소할 수 있다. 특히 보험계약과 관련된 신용정보의 경우 부실기업에 대한 과도한 리스크 노출을 방지하는데 활용할 수 있으므로 보험회사는 신용정보 관련 서비스 제공을 통한 새로운 시장형성을 고려할 수 있다.

셋째, 부실기업이나 신용리스크가 큰 대상자의 역선택을 방지하기 위한 지속적인 모니터링 시스템이 확립되어야 한다. 신용보험은 일반 손해보험에 비해서 역선택의 위험이 큰 종목이다. 따라서 보험계약자의 도덕적 해이를 방지하기 위해서는 불량거래자들에 대한 전반적인 금융권의 제재를 강화하여 공동으로 대응하는 한편, 부실기업 예측모형을 내부적으로 수립하여 금융불안정에 대한 감시기관의 역할을 할 수 있다.