

금융위기 이후 보험규제 변화 및 시사점

2012. 11

임준환 · 유진아 · 이경아

머 리 말

2007년 글로벌금융 위기 이후 금융규제의 철학이 크게 바뀌고 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 금융시스템 관점에서 보험의 역할에 대한 견해가 진화하고 있다는 점이 흥미롭다. 글로벌 금융위기 발생 이전에는 개별 보험회사의 재무건전성 확보라는 관점이 규제당국자의 주된 관심사였으나 글로벌 금융위기 이후에는 개별 보험회사에 대한 재무건전성 규제보다는 은행과 보험을 모두 포함한 시스템적 관점에 입각한 보험규제의 틀이 도입되고 있다는 점이 새롭다. 이러한 규제철학의 변화는 AIG보험그룹, ING금융그룹 등 보험업을 수행하는 글로벌 금융복합그룹의 붕괴위기 여파로 금융시스템 불안이 증폭되면서 규제당국자들의 시각이 크게 변화하고 있음을 반영하고 있다.

이러한 배경 하에서 본 연구보고서는 금융시스템 관점에서 보험의 특수성을 강조하고자 「글로벌 금융위기 이후 보험규제체제 변화와 시사점」을 발간하게 되었다. 글로벌 차원에서 어떤 경로를 통해 보험이 금융시스템과 실물경제의 안정성을 저해하는지의 여부를 평가하기 위해 AIG그룹에 대한 사례연구(case study)를 수행하고 있다. 본고에 담긴 보험의 시스템 위험 이슈 논의를 통해 향후 글로벌화 및 대형화를 추구하는 국내 보험회사에 정책적으로 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 보험연구원의 공식적인 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2012년 11월
보 험 연 구 원
원장 김 대 식

■ 목차

요 약 / 1

I . 서론 / 13

II . 글로벌 금융규제 체제의 변화 / 17

1. 글로벌 금융규제 변화의 필요성 / 17
2. 글로벌 금융규제 변화의 주요 논의 사항 / 18
3. 글로벌 보험규제 변화의 주요 논의 사항 / 20

III . 보험산업과 시스템위험 / 24

1. 글로벌 금융위기 이후 시스템위험 / 24
2. 보험회사의 사업모형 / 28
3. 보험그룹의 사업모형 / 33
4. 사업모형과 시스템위험 / 35

IV . 사례연구: AIG그룹 / 37

1. 위기이전 AIG그룹의 사업구조 / 37
2. 글로벌 금융위기와 AIG / 41
3. AIG에 대한 시스템위험 진단과 평가 / 46
4. 소결 / 48

V . 우리나라 보험산업과 시스템위험 / 50

1. 생명보험 / 50
2. 보증보험 / 60
3. 보험산업 구조조정과 시스템위험 / 64
4. 소결 / 68

■ 목차

Ⅵ. 시스템위험 관점에서 본 국내 보험회사 평가 / 70

1. 국내 보험회사의 시스템위험 평가 / 70
2. 우리나라 SIFI지정기준에 대한 논의 / 77
3. 소결 / 81

Ⅶ. 글로벌 금융규제 변화의 시사점 / 83

1. 글로벌 금융규제와 보험산업 규제 / 83
2. SIFI 규제의 한계점: 시스템위험 측정의 정교화 / 88

Ⅷ. 요약 및 결론 / 91

| 참고문헌 | / 93

| 부록 | / 95

- 부 록 I : 미국 금융개혁법 (the Dodd-Frank Act) / 95
- 부 록 II : 증권대차거래의 기본구조 / 102
- 부 록 III : CDS 거래의 기본구조 / 107

■ 표 차례

- 〈표 Ⅲ-1〉 시스템위험의 정의 / 26
- 〈표 V-1〉 수입보험료 기능별 추이 / 51
- 〈표 V-2〉 계약자 배당제도 / 52
- 〈표 V-3〉 외환위기 이후 생명보험 자산운용 추이 / 54
- 〈표 V-4〉 외환위기 시 생명보험 자산 및 책임준비금 추이 / 55
- 〈표 V-5〉 전년동기 대비 해약증가율(금액기준) / 58
- 〈표 V-6〉 외환위기 당시 보증보험상품 현황 / 61
- 〈표 V-7〉 외환위기 당시 보증보험 상품 현황(1998년 기준) / 62
- 〈표 V-8〉 보증보험회사 손익추이 / 63
- 〈표 V-9〉 기준 대비 지급여력 부족액 / 63
- 〈표 V-10〉 보증보험회사 유동성 부족 / 64
- 〈표 V-11〉 외환위기 시 공적자금 지원(2002년 6월 기준) / 66
- 〈표 VI-1〉 국내 변액보험 수입보험료 추이 / 72
- 〈표 VI-2〉 변액연금의 보증유형 및 일반적 보장내용 / 74
- 〈표 VI-3〉 참여자별 채권 대차거래 통계 / 76
- 〈표 VI-4〉 지표기준의 G-SIFI 측정방법(案) / 80
- 〈표 VI-5〉 지표기준의 G-SIFI 측정방법 / 81

■ 그림 차례

- 〈그림 II-1〉 국제보험감독핵심원칙의 기본구조 / 22
- 〈그림 V-1〉 외환위기 이후 생명보험 자산건전성 지수 추이 / 56
- 〈그림 V-2〉 외환위기 전후 해약건수 및 금액 추이(생명보험) / 58
- 〈그림 V-3〉 외환위기 시 신계약 및 수입보험료 추이(생명보험) / 59
- 〈그림 V-4〉 부실금융기관 정리 시 공적자금 지원기준 / 65
- 〈그림 VI-1〉 변액보험 수입보험료 추이 / 73

Implications Of The Global Financial Crisis For Insurance Regulation Framework

Since the 2007-2008 financial crisis, there have been changing views among both policy makers and regulatory supervisors on financial regulatory frameworks. Prior to the financial crisis, it was emphasized that financial regulation was based on micro-prudential regulation which means that individual prudential regulations would guarantee the stability of a system. In the wake of the crisis, however, increasing attention has been on macro prudential regulation emphasizing the financial stability of system by itself as well as micro-prudential regulation. Against this backdrop, this research motivates the importance of insurance with regard to its contribution toward the stability of finance and real economy with particular emphasis on the special role of insurance. Unlike banks, traditional insurance inherently contributes to the stability of financial system by providing insurance liabilities with the long-term and predictable nature. According to the law of large numbers of identifiable insurance events, insurance pools idiosyncratic insurable risks to provide protection against unforeseen risks, leading to the stability to both the economy and society. On the contrary, banks provide liquidity to the economy which serves as a lubricant to the economy. Provision of liquidity, however, is inherently unstable as it creates maturity transformation by funding short and making long-term lending. This mismatch would lead to bank-run problems.

However, those large financial conglomerates such as AIG and ING

insurance group tend to become banking-like organizations as they extend their business models from traditional insurance toward banking operations. The adoption of business model including both banking and insurance by those insurance groups triggered the financial fiasco as side effects.

Finally, this research offers regulatory implications to the policy maker. The research also provides rationale for domestic regulators to identify domestically systemic important insurers(D-SIIs). In addition, it helps assess the global business strategy by large domestic insurance companies.

요약

I. 서론

- 글로벌 금융위기 이후 기존 금융규제의 한계가 드러나면서 금융회사가 시스템위험을 야기할 가능성에 기초한 거시적 규제의 필요성이 대두됨.
 - 개별 금융회사의 재무건전성만을 중시하는 기존 금융체제의 한계로 인하여 시스템위험을 사전에 예방하지 못하였다는 인식이 부각됨.
 - 대형 금융회사 부도의 금융시스템 불안 야기 가능성을 검토하고 이를 근거로 금융규제 개선방향이 국제 금융규제당국자들 사이에서 논의 중임.

- 대형 보험그룹 AIG 부도가 글로벌 금융위기를 초래하였다는 점에서 보험회사도 일정부분 시스템위험과 관련이 있다고 판단되기 때문에 본 연구는 그 내용을 보험회사 사업모형에 기초하여 검토함.
 - 보험회사 사업모형은 전통적 보험영업과 비전통적 보험영업으로 구분되며 AIG는 이 중 비전통적 보험활동에서 문제가 발생해서 부도에 직면함.
 - 즉, 보험회사가 비전통적 영업활동에 치중할수록 자본시장과의 연계성이 높아져서 시스템위험이 상승함.

- 또한 본고는 글로벌 또는 국가별 SIFI(Systemically Important Financial Institution) 이슈가 국내 보험산업에 미치는 영향을 검토함.
 - 국내 보험회사는 국내에서 전통적 보험활동에 집중하고 있기 때문에 글로벌 SIFI에 지정될 가능성이 희박함.
 - 그러나 국가별 SIFI에 대한 국제적 기준이 마련되어 있지 않기 때문에 국내 보험회사가 동 규제에서 자유롭다고 판단할 수 없음.

Ⅱ. 글로벌 금융규제 체제의 변화

1. 글로벌 금융규제 체제변화의 필요성

- 글로벌 금융위기 이후 대형금융기관 파산으로 인한 금융시스템의 불안을 해소하기 위한 정책과 이러한 정책으로 야기되는 도덕적 해이(Moral hazard) 문제 해결을 위한 금융규제 체제의 변화에 대한 필요성이 대두됨.
 - 이에 정책당국자들은 대형 글로벌 금융회사의 파산이 금융시스템에 주는 충격을 최소화하기 위해 전례 없는 조치를 단행함.
 - 이러한 정책대응의 결과로 금융불안은 어느 정도 해소되었지만 정책개입에 따른 막대한 재정 및 경제적 비용이 발생함.
 - 아울러 대형 금융회사의 파산을 예방하기 위한 정책적 조치는 도덕적 해이 문제(Moral Hazard Problem)를 야기함.
 - 대형 금융기관의 파산예방 및 도덕적 해이를 동시에 해결하는 방향으로 새로운 금융규제체제 도입의 필요성이 대두됨.

2. 글로벌 금융규제 체제의 흐름

- 금융안정위원회(FSB)와 은행규제 바젤위원회(BCBS)는 금융시스템의 안정성 제고를 위해 개별 금융기관뿐만 아니라 금융시스템의 관점에서 재무건전성 제고를 중시하는 규제도입을 강조함.
 - 금융위기의 원인으로 개별 금융기관의 레버리지 과다, 손실흡수를 위한 자본금 부족, 유동성 관리 미흡, 유인왜곡 및 투명성 결여 등을 지적함.
 - 개별 금융기관에 적용되는 위기해결 방안으로 자본금 적립기준 강화 및 유동성 관리 도입 등을 제시함.
- 개별 금융기관 재무건전성 규제강화 이외에도 금융시스템 안정성 제고를 위

해서 경기대응적 자본규제(counter-cyclical buffers) 도입과 금융기관에 대한 거시건전성(macro-prudential) 규제를 개선하기 위한 논의가 진행됨.

- 경기대응적 자본규제는 정상적인 경기상황에서 불황에 대비하여 추가 자본금을 확보하고, 실제 위기 시에는 자본을 상대적으로 덜 적립함으로써 경기변동과 자본적립 패턴 간의 경기순응적 패턴의 부작용을 최소화함.
- 기존 금융규제는 위기 시 개별 금융기관의 재무건전성을 강화하기 위한 방안이 오히려 위기를 증폭시키는 문제점이 있어 이보다는 시스템의 건전성을 중시하는 거시건전성 규제도입이 적극적으로 검토되고 있음.

3. 글로벌 보험규제 체제의 흐름

■ 국제보험감독자협의회(IAIS)는 시스템위험 관리를 강화하기 위해서 지급여력제도를 개선하고 위험관리 시스템을 개선하는 한편 국가별 권역별 감독자 협력을 강화하기 위한 방안을 마련함.

- 우선 지급여력제도를 개선하기 위해서 자본을 기본자본과 보완자본으로 계층화해서 자본적정성을 평가하도록 지침을 마련함.
- 금융 감독당국자가 보험회사의 위험관리 시스템을 평가하고 감독할 의무를 부여함.
- 또한, 나라별 및 권역별 감독자간 협력 체계를 구축하고 위기관리 시 국가간 협력강화를 강조하는 지침을 마련함.

■ IAIS는 다국적 보험그룹에 대한 공통감독체계를 준비 중인데 이는 금융위기 당시 다국적 보험그룹이 국가별 권역별 규제차익을 추구하는 행동이 시스템위험을 유발하는데 기여하였다고 판단하였기 때문임.

- 그룹단위 감독의 실효성을 높이기 위해서는 국가별·권역별로 규제당국자간 공조를 강조함.
- 아울러 국별 보험규제의 특수성을 반영하는 국가별 기존 규제체제를 인정함.

- IAIS는 금융안정위원회(FSC)를 구성하여 시스템적으로 중요한 보험회사 또는 보험그룹에 대한 지정기준을 논의함.

Ⅲ. 보험산업과 시스템위험

1. 글로벌 금융위기 이후 시스템위험

- 시스템위험은 금융위기 이후 발표한 G-10 보고서(2001)에서 논의되기 시작하였으며, 일반적으로 금융기관의 부도로 인하여 금융시스템이 제 역할을 하지 못해 실물경제에 심각한 부정적 충격을 미칠 수 있는 위험으로 정의됨.
 - 시스템위험을 보다 구체적으로 살펴보면 1) 금융기관의 동시다발적 파산으로 인해서 실물경제에 부정적 영향을 미치는 위험, 2) 직간접적인 경로를 통해서 금융기관의 붕괴가 실물경제에 영향을 미치는 위험이라 할 수 있음.
 - 금융당국은 실물경제에 심각한 영향을 미치는 금융기관의 부실에만 개입하므로 금융당국이 부실 금융기관의 정리절차에 개입하는 경우 이를 시스템위험이 존재하는 것으로 판단할 수 있음.
- IAIS는 보험회사가 글로벌 SIFI에 해당하는지 여부를 판정하는 기준으로 규모, 상호연계성, 대체가능성, 복잡성, 글로벌 영업, 비전통형 사업행위 등 6가지 요건을 제시함.

2. 보험회사의 사업모형

- 보험과 금융안정성 관계를 설명하기 위해서 보험의 특수성을 검토하는데 전통적 보험과 비전통적 보험사업으로 구분해서 검토함.
 - 전통적 보험은 부보가능성(insurability)을 충족하는 영업활동이며 비전통

적 보험사업은 보험회사의 영업활동 가운데 전통적 보험을 제외한 모든 활동으로 볼 수 있음.

■ 전통적 보험은 부보가능성(insurability)에 근거를 두고 보수적인 관점에서 보험부채(책임준비금 산출)를 평가하게 되며 장기적으로 안정적이고 예측가능한 현금흐름의 특징을 갖고 있고 금융안정성에 중요한 역할을 차지함.

- 부보가능성은 우연(accidental)하고 무작위(random)적인 보험사건에 대하여 성립하기 때문에 보험 위험요인 간 상관관계가 낮음.
- 보험료를 선취하는 기점과 보험금을 지급하는 시점 간의 기간이 길기 때문에 보험회사는 은행처럼 대량 해약사태(Run) 등의 유동성 위험에 노출될 가능성이 낮음.
- 즉, 전통적 보험은 자금조달패턴, 보험계리적 준비금 및 위험분산효과 측면에서 금융시스템 안정성을 저해할 가능성이 낮은 편임.

■ 비전통적 보험사업은 크게 재보험과 보험그룹사가 참여한 은행 또는 자본시장 활동 등으로 구성되는데 동 사업영역에서 금융시스템 안정성을 저해할 가능성이 전통적 보험사업보다 높음.

- 재보험의 경우 재보험사와 원수보험사 간 피라밋형 연계구조를 가지고 있기 때문에 위험이 전이될 가능성이 있지만 연결망(network) 연계구조가 있는 은행보다 시스템위험 유발 가능성은 낮음.
- 보험그룹사의 경우 보험위험과 은행위험이 혼합된 복합금융상품을 개발하는 등 비전통적 보험사업을 확대하면서 금융시스템 안정성을 저해할 가능성이 상대적으로 높음.

■ 특히 AIG 및 ING와 같은 대형 보험그룹들이 전통적 보험활동에 참여하는 동시에 은행 또는 자본시장에 연계된 사업구조를 형성하면서 보험과 시스템위험의 관련성이 높아짐.

3. 사업모형과 시스템위험

- 보험회사의 전통적 사업모형은 1) 대수의 법칙에 기초한 위험분산, 2) 자본 시장 및 재보험을 이용한 보험회사의 전통적 위험관리 기법, 3) 은행보다 강력한 보험의 건전성 감독, 4) 보험부채 만기 등의 관점에서 시스템위험과의 관련성이 낮음.
- 보험회사가 비보험 영업활동의 참여비중이 높은 경우 보험회사와 금융시장의 연계성이 강화되면서 이로 인한 시스템위험 발생가능성이 상승함.

IV. AIG그룹의 실패 사례

1. 위기이전 AIG 사업구조

- 위기이전 AIG는 국제적으로 활동하는 복합금융지주회사이고 보험상품과 보험상품 관련 금융서비스를 판매하였음.
 - AIG복합금융그룹의 사업영역은 일반손해보험, 생명보험 및 은퇴서비스 사업분야, 금융서비스 및 자산관리로 구성됨.
 - AIG는 국제적으로 복합금융서비스를 제공하면서 국별·권역별 규제차익을 추구하였고 일부 자회사(AIGFP)는 금융당국의 감독을 피할 수 있었음.

2. 글로벌 금융위기와 AIG

- AIG는 공격적인 증권대차거래를 실행하다가 신용등급이 하락하였고 이후 거래 상대방의 현금상환요구에 응할 수 없게 되면서 유동성 위험에 빠짐.
 - AIG는 증권대차거래를 통해서 확보한 현금담보의 2/3를 AIGFP가 보증하

는 AAA 트랜치에 상응하는 MBS(Mortgage Backed Security)에 투자하였음.

- MBS 가격이 급락하자 AIG 증권대차거래 상대방이 대규모 중도상환을 요구하였고 그 결과 AIG는 채무불이행 위험에 직면함.

■ AIG는 AIGFP를 통해서 CDS 사업을 영위하였고 AIGFP의 채무에 대하여 지급을 보증하였는데 이에 대해 CDS 거래 이행보증을 위한 담보력 부족에 의하여 유동성 부족이 발생함.

- AIG는 CDO(Collateralized Debt Obligation)를 기초자산으로 하는 CDS를 발행하고 이후 CDO 가치가 하락함에 따라 추가적으로 제공해야 하는 현금담보요구가 증가하였고 그 결과 유동성 위험에 직면함.

3. AIG에 대한 시스템위험 진단과 평가

■ AIG는 외부충격을 흡수할 수 있는 자본을 충분히 적립하지 않아 부도 위험에 노출되었으며 증권대차거래 및 파생금융시장에 참여하는 과정에서 금융시스템 위험을 상승시켰음.

- 주택가격 폭락 및 신용시장 붕괴로 인해 발생하는 손실에 대응할 수 있는 자본이 충분하지 않았기 때문에 AIG는 부도위험에 직면함.
- AIG 부도에 따라 거래상대방 위험이 확산될 수 있는 가능성이 높았음.

V. 우리나라 보험산업과 시스템위험

1. 생명보험

■ 우리나라 생명보험은 외환위기를 전후로 보험상품과 자산운용 측면에서 변화가 발생하였는데 외환위기 이후 전통적 보험을 중심으로 영업함.

- 외환위기 이전 생명보험 상품은 저축성 상품이 80% 이상을 차지하였고 자산운용 측면에서도 대출채권이 약 40%에 이르는 등 은행과 유사한 영업활동을 영위함.
- 외환위기 이후 보장성 상품의 비중이 증가하고 자산운용에서 장기채권의 비중이 크게 증가하는 등 전통적 보험활동을 중심으로 영업활동을 영위함.

2. 보증보험

- 외환위기 이후 보증보험회사가 회사채보증보험을 취급하지 않으면서 실물경제에 미치는 영향이 축소되었음.
- 외환위기의 발발로 인하여 기업부도 및 보증보험 지급의무가 증가하였고 결국 보증보험 부실을 초래하였는데, 보증보험 부실이 기업의 유동성 부족을 야기할 위험이 증가하였음.
 - － 외환위기 이전 기업은 회사채 보증보험을 통하여 회사채 발행이 용이하였음.
- 외환위기 이후 보증보험회사에 대한 회사채보증보험을 공급할 수 없게 되면서 보증보험과 금융시장 및 실물경제에 미치는 영향이 감소함.
 - － 우리나라 회사채 시장이 무담보 채권을 중심으로 재편되면서 회사채 보증보험에 대한 기업의 수요가 감소함.

3. 보험산업 구조조정과 시스템위험

- 외환위기 이전 우리나라 생명보험회사는 시스템위험 판정조건 가운데 비전통적 보험활동과 규모 면에서 시스템위험 유발가능성 존재하였음.
- 외환위기 당시 보험회사는 전통적 보험활동인 위험인수 및 분산 등 위험관리활동보다 은행처럼 자금중개기능을 담당함.
- 외환위기 이전 보증보험회사도 규모, 대체가능성, 비전통적 보험활동 측면

에서 시스템위험 유발가능성이 존재하였음.

- 외환위기 당시 보증보험회사의 회사채보증보험(비전통적 보험활동)에서 부실이 발생함.
- 또한 소액대출 등 일부 보증보험은 보증보험회사가 독점적으로 공급하였고 금융보증의 경우에도 다른 금융기관이 보증보험회사를 대체하는데 한계가 있었음.

■ 그런데 외환위기 이후 생명보험회사와 보증보험회사에서 취급하는 보험상품에 변화가 발생하였고 다수 보험회사의 동시다발적 부실을 예방하는 각종 제도적 장치가 마련되면서 시스템위험과의 관련성은 떨어짐.

- 생명보험회사의 보장성 보험상품의 비중이 증가하면서 전통적 보험활동 비중이 증가하였고 보증보험회사는 회사채보증보험 공급을 중단함.
- 외환위기 직후 「보험업 감독규정」 제정을 통해서 보험회사 경영실태를 상시감독하고 시정조치를 내릴 수 있는 제도적 장치가 마련됨.

VI. 시스템위험 관점에서 본 국내 보험회사 평가

1. 국내 보험회사의 시스템위험 평가

■ 우리나라 보험회사는 전통적인 보험사업 모형을 추구하고 자산연계형 보험상품 규모가 크지 않은 등 자본시장과의 연계성이 적음.

- 우리나라 보험회사는 회사채 발행규제가 엄격하고 보험부채 연계증권 발행도 사실상 불가능하기 때문에 보험부채와 자본시장 연계성은 없음.

■ 우리나라 재보험 시장은 거래규모가 국내 원수수입보험료의 5% 수준에 불과하고 재보험거래가 금융기관에 직접 영향을 미치는 메커니즘이 존재하지

않기 때문에 시스템 위험이 낮음.

- 최근 우리나라 변액연금시장 규모는 확대되고 있지만 보험회사가 자본시장을 통한 위험전가 및 분산행동을 취하지 않고 있기 때문에 자본시장과의 연계성이 낮음.
- 보험회사의 유가증권대차거래 규모가 미미하고 중개기관에 위탁하는 방식으로 거래가 이루어지기 때문에 우리나라 보험회사의 경우 증권대차거래를 통한 잠재적 시스템 위험은 매우 낮음.

2. 국내 보험회사의 SIFI 평가

- 현재 보험 SIFI에 대한 국제적 논의가 진행 중이나 은행 SIFI 지정기준을 고려할 때 우리나라 보험회사의 사업모형 지정가능성은 매우 희박함.
 - 우리나라 보험회사는 국내 시장을 대상으로 하고 전통적 보험을 중심으로 영업활동을 영위하면서 자본시장과의 연계성도 낮기 때문에 비전통적 사업, 규모, 연계성, 대체가능성, 글로벌 영업 등 6가지 판정기준을 적용한 결과 G-SIFI에 지정될 가능성은 매우 낮음.
- 한편, 국가별(N) SIFI에 대해서는 현재 판정기준 조차 마련되지 않은 상황이기 때문에 우리나라 보험회사의 N-SIFI 지정 가능성 여부를 평가하기 어려움.

VII. 글로벌 금융규제 변화의 시사점

1. 글로벌 금융규제와 보험산업 규제

- 보험규제체제는 원칙중심(principle based), 금융복합그룹 감독, 금융권역별 규제차익 제거 및 시장규율 강화를 중시하는 방향으로 변화함.
 - 원칙중심 감독체제의 경우 규제당국이 기본원칙을 제시하고 동 원칙을 실행하는 업무규정은 제시하지 않음.
- 글로벌 금융위기 이후 시스템위험 관리체제의 구축과 더불어 개별 보험회사의 자발적 위험관리 중요성이 강조됨.
 - 보험회사의 자발적 위험관리를 강화하는데 내부 위험모형 사용이 중요함.
- 아울러 금융기관의 도덕적 해이 예방을 위해서는 SIFI 지정이 충분하지 않기 때문에 조건부 자본(contingent capital) 등과 같은 자본시장을 통한 해결책이 필요함.
 - 조건부 자본의 경우 위험 유발사건 발생에 대하여 해당 금융기관에게 증권발행권리가 자동 부여되는 옵션임.

2. 우리나라 SIFI 지정 기준에 대한 논의

- SIFI 규제를 통해서 시스템 위험을 예방하는 것은 한계가 있기 때문에 CoVAR, SES, DIP, CCA 등을 활용해서 시스템위험 측정을 정교화함.
 - 시스템위험 측정을 정교화하기 위해서 극단적 손실사건에 대한 상관성을 반영하고, 금융기관의 특성을 명시적으로 고려하는 한편 경기변동을 반영할 필요가 있음.

VIII. 요약 및 결론

- 보험과 시스템위험을 유발할 가능성은 보험회사의 사업모형을 근거로 판단해야 하는데 전통적 보험에 집중하는 사업모형의 경우 보험회사가 시스템위험을 유발할 가능성은 매우 낮음.
 - 보험회사의 사업모형은 전통적 보험사업에 집중하는 모형, 금융복합그룹의 조직구조를 이용한 전통적 보험과 비전통 보험사업을 결합한 모형, 금융보증 전업 사업모형으로 구분함.
 - 비전통 보험사업의 비중이 높은 경우 자본시장과의 연계성이 강화되면서 시스템위험을 유발할 가능성이 상승함.

- 금융규제의 시스템위험을 낮추기 위해서 도입되는 SIFI 규제는 그 한계가 있기 때문에 시스템위험 측정기법을 정교화해서 시스템위험에 대한 조기경보 역할을 수행할 필요가 있음.

I. 서론

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 보험과 금융안정과의 관계를 규명하고 이러한 관계가 보험규제체제에 미치는 영향과 시사점을 살펴보고자 한다. 이러한 연구주제를 선택하게 된 동기는 2007년 글로벌금융 위기 이후 금융규제의 철학이 크게 바뀌고 있는데, 특히 글로벌 금융위기 이후 금융시스템 관점에서 보험의 역할에 대한 견해가 변하고 있다는 점을 반영하는데 있다.

글로벌 금융위기 발생 이전에는 개별 금융회사의 재무건전성 확보라는 관점이 금융규제당국자의 주된 관심사였다. 그러나 글로벌 금융위기 이후에는 개별 금융회사의 재무건전성 규제보다는 은행과 보험을 포함한 시스템의 관점에서 금융규제의 틀이 중시되고 있다. 이러한 규제철학의 변화는 대형 금융회사의 파산이 개별 회사뿐만 아니라 금융시스템의 안정성을 저해할 수 있음을 반영하는 것이다. 또한 AIG 보험그룹, ING 금융그룹 등 보험업을 수행하는 글로벌 금융복합그룹의 붕괴위기 여파로 금융시스템 불안이 증폭되면서 보험을 바라보는 규제당국자들의 시각이 변화하고 있다.

이러한 배경 하에서 본 연구보고서는 시스템위험 관련 기존 문헌들을 토대로 하고 있다. 보험권의 시스템위험 유발여부에 대한 평가를 위해 AIG 그룹에 대한 사례연구(case study)를 수행하고 있다. 또한 이러한 이슈를 국내 보험회사에 적용하기 위해 국내 보험회사관련 실제 자료를 활용하였다. 다만 국내 보험회사에 대한 시스템상 중요 금융기관지정 논의는 자료가 허용된 범위이내에서 이루어졌다.

글로벌 금융위기 이후 은행 중심의 입장에서 금융시스템의 안정성을 논의하는 선행연구는 많지만 보험과 금융시스템과의 관계에 대한 연구는 상대적으로

희소하다. The Financial Crisis Inquiry Report(2011)는 글로벌 금융위기에 대해 원인과 처방책을 제시하였다. 금융시스템의 관점에서 보험의 특수성을 강조하고 있다(IAIS 2010 & 2011).¹⁾ 이러한 논의를 바탕으로 보험권의 시스템상 중요 금융기관(SIFI)을 지정할 경우 보험의 특수성을 최대한 반영해야 한다는 견해가 제기되고 있다(The Geneva Association 2011).²⁾ 지난 금융위기 시 보험과 금융권역별간 시스템위험이 실증적으로 존재하였음을 보였다(Billo, M etc. 2010). 국내문헌으로는 현재 국내 보험회사의 영업활동의 규모 및 대체가능성, 상호연계성 등을 고려해 볼 때 시스템위험 발생가능성이 낮다고 진단하고 있다(이석호 2011). 그러나 한편에서는 1997년 외환위기 당시 우리나라 보증보험활동이 시스템위험을 유발하였다는 주장이 제기되고 있다(IAIS 2011).

한편 본 연구보고서는 다음과 같은 연구결과를 도출하고 있다. AIG그룹에 대한 사례연구, 보험사업모형의 특성을 감안하여 시스템상 중요 보험기관의 식별 기준안 제시, 우리나라 보험산업에 대한 시스템위험 평가, 마지막으로 국내 보험회사에 대한 글로벌 또는 국가별 SIFI 적용기준안 제시 등으로 요약할 수 있다.

첫째, AIG그룹에 대한 사례연구에서 비보험회사의 파생금융상품 거래뿐만 아니라 AIG그룹의 생명보험회사 자회사의 증권대차거래가 AIG 그룹 실패의 주요 요인이라는 사실이다. 이에 대해 본 연구는 어떻게 증권대차거래가 실패를 유발하였는가를 규명하고 있다.

둘째, 보험사업모형의 특성을 감안하여 비전통영업활동에 가장 높은 비중을 두고 SIFI 지정기준을 제시하고 있다.³⁾ 현재 규모, 상호연계성, 해외연계성, 그리고 비전통 영업활동 등의 시스템위험기준이 이미 제시되고 있지만 동 기준을 활용하여 어떻게 보험권에서 시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI)을 지정하는

1) 국제보험감독협회(International Association of Insurance Supervisors, IAIS).

2) 시스템상 중요 금융기관(Systemically Important Financial Institutions, SIFI)은 대마불사(too big to fail)에 해당되는 금융기업으로 현재 국제 금융감독기관에 의해 지정기준을 논의하는 중이다.

3) 제3장과 4장에서 비전통적인 영업활동의 정의와 범위에 대해 논할 것이므로 여기에서는 개념만 소개하고자 한다.

가에 대한 방식은 여전히 제시되지 않고 있다⁴⁾. 비전통영업활동이란 보험회사가 보험사업을 수행하면서 전통적인 보험활동과 자본시장활동이 결합된 보험활동을 말하거나 비보험영업활동을 의미한다. 비전통 영업활동에는 금융보증활동과 보증옵션이 내재된 보험상품, 신용부도스왑(Credit Default Swap, CDS) 등이 해당된다. 따라서 비 전통영업활동은 자본시장활동에 해당되어 전통적인 보험활동에 비해 시스템위험의 유발요인이 크므로 가장 높은 가중치를 부과하고 있다.

셋째, 우리나라 보험산업에 대해 시스템위험을 평가하고 있다. 현 시점에서 국내 보험회사의 사업모형의 특성을 감안해 볼 때 시스템위험 유발가능성은 매우 낮다. 국내 보험회사는 전통적인 보험사업모형을 축으로 글로벌 영업보다는 국내 위주의 보험영업활동, 그룹보다는 단일법인체제의 조직구조, 엄격한 권역별 금융규제, 낮은 금융연계성을 갖는 영업활동을 중심으로 영업을 하고 있다. 그러나 외환위기 발생 이전에는 국내 보험회사가 회사채보증보험을 취급한 관계로 시스템위험이 존재하였다고 볼 수 있다. 외환위기 당시 보증보험회사가 보증한 회사채보증보험이 부실함에 따라 동 회사채를 보유하였던 금융기관들의 동반 부실로 이어져 시스템위험이 존재하였다(외환위기 이후 국내 보험회사는 회사채보증보험인가를 정부에게 반납하였고 현재 한국 보증보험회사만이 해당 업무를 수행하였다).

넷째, 국내 보험회사에 대한 글로벌(G) 또는 국가별(N) SIFI 적용기준안을 제시하고 있다. 비전통적인 영업활동의 규모가 낮아 국내 보험회사가 글로벌(G) SIFI에 지정될 가능성은 희박하다. 이는 국내보험회사가 국내 영업활동과 전통적인 보험활동에 집중하고 있어 타 금융권과의 연계성이 매우 낮기 때문이다. 그러나 국내 보험회사가 글로벌(G) SIFI의 대상이 아닐 수는 있어도 국가별(N) SIFI로 지정될 가능성을 배제할 수 없다. 현재 국제적으로 공인된 명확한 지정기준은 제시되지 않고 있으며 향후 조만간 N-SIFI 지정에 대한 국제적 기준이 마련

4) 이하에서는 시스템적으로 중요한 금융기관을 SIFI로 통칭한다.

될 예정이다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 금융위기 이후 금융규제체제의 변화내용을 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 보험과 시스템안정성과의 관계를 점검하며, 제Ⅳ장에서는 거대 금융복합그룹인 AIG의 실패사례를 분석하고, 제Ⅴ장과 Ⅵ장에서는 시스템위험 및 시스템상 중요 금융기관지정의 관점에서 우리나라 보험산업을 평가하고자 한다. 제Ⅶ장에서는 금융규제체제 변화의 시사점을, 그리고 마지막 장에서는 결론을 내리고자 한다.

II. 글로벌 금융규제 체제의 변화

G20 회원국들은 이번 글로벌 금융위기발생 이후 기존 금융규제체제를 근본적으로 개혁해야한다는 공감대하에 금융구조개혁(structural reform)에 대한 구체적인 해결방안을 제시하고 있다. 먼저 글로벌 금융위기 이후 금융규제변화에 대한 논의가 대두하게 된 배경을 기술하고, 글로벌 금융규제와 보험규제의 주요 논의사항을 살펴보고자 한다.

1. 글로벌 금융규제 변화의 필요성

글로벌 금융위기 발생 이후 금융규제변화에 대한 논의가 대두하게 된 배경을 먼저 기술하면 다음과 같다. 글로벌 금융위기 이후 금융규제변화는 대형금융기관 파산으로 인한 금융시스템의 불안해소조치와 동시에 도덕적 해이(moral hazard) 문제를 해결하고자 하는 정책당국자의 인식에 기반을 두고 있다. 정책당국자들은 대형 글로벌 금융회사의 파산은 금융시스템에 주는 충격을 최소화하기 위해 전례 없는 조치를 단행하였다. 그러나 이러한 정책대응으로 금융 불안이 해소되는데 기여하였지만 막대한 재정 및 경제적 비용이 발생하였다. 선진국 재정적자규모가 GDP의 6~10%에 상응하는 수준으로 급등하였으며, 선진국 경제성장이 마이너스로 전환하였다.

뿐만 아니라 대형 금융회사의 파산을 예방하기 위한 정부의 대마불사정책은 도덕적 해이 문제(Moral Hazard Problem)를 야기하였다. 정부의 대마불사정책은 금융기관의 파산에 대한 보험제공(정부의 묵시적 지급보증)으로 야기된 도

덕적 해이 문제로 사회적으로 볼 때 부의 외부성(negative externality)이 원인이라 할 수 있다. 도덕적 해이 현상은 개별 금융기관의 관점에서 합리적이라 할 수 있으나 사회적으로 파산위험을 증폭시킨다는 점에서 부의 외부성(negative externality)의 한 원인이라 할 수 있다. 대형 금융기관들은 정부가 지급보증으로 개별 금융기관의 파산을 허용하지 않는다는 인식하에 파산의 사회적 비용을 고려하지 않았다.

하지만 금융위기 이후에는 대형금융기관의 사회적 파산비용을 최소화하는 방향으로 기존 금융규제체제가 변화되어야 한다는 글로벌 정책당국자들의 공감대가 형성되었다. 바로 금융시스템의 관점에서 건전성규제, 즉 거시건전성 규제원리에 기반을 둔 새로운 금융규제체제가 필요하다는 인식이다. 기존 금융규제체제는 개별 금융기관의 재무건전성이 곧 금융시스템 전체의 건전성이라는 미시건전성 규제철학에 그 기반을 두고 있다. 그러나 이러한 철학하에 대형금융기관에 대한 대마불사 원리를 적용하였지만 다른 한편으로 도덕적 해이 문제를 야기하였다.

이러한 인식하에 설립된 금융안정위원회(FSB)는 은행, 금융시장하부구조, 보험회사, 기타 비은행 금융회사를 포괄하는 금융시스템의 규제체제와 관련된 제반 이슈들을 현재 논의 중이다.

2. 글로벌 금융규제 변화의 주요 논의 사항

글로벌 금융위기 이후 G20는 금융안정을 위해 규제개혁 아젠다(agenda)를 설정하고 이에 대한 논의를 진행하고 있다. 금융안정위원회(Financial Stability Board, FSB) 및 은행규제 바젤위원회(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)는 금융위기 재발을 사전에 차단하기 위해 먼저 위기발생의 원인을 규명하고 이를 토대로 위기예방을 위한 해결방안을 마련하고 있다.

위기발생의 주요 원인으로는 레버리지의 과다, 손실흡수를 위한 자본금부족,

유동성관리부족, 유인왜곡 및 투명성의 결여 등이 지적되고 있다. 따라서 위기 재연을 예방하기 위해서는 자본금 규제의 강화, 레버리지 비율 규제, 유동성관리제도 도입 등이 제시되고 있다.

먼저 자본금규제와 관련하여 자본금의 규모가 확대 및 자본금의 질적 강화를 위한 요건이 논의되고 있다. 이는 시장위험 및 거래상대방위험, 그리고 증권화된 포트폴리오 위험을 보다 잘 반영하기 위함이다. 또한 레버리지 비율을 명시적으로 관리하기 위한 레버리지비율 규제제도도 도입될 예정이다(바젤III).

유동성 버퍼를 증가시키고 불안정한 자금조달구조를 줄이기 위해 유동성규제 또한 도입될 예정이다(BCBS 2010ab). 이외에도 대마불사 문제해결, 건전성 규제를 위한 실행방안, 헤지펀드규제, 금융시스템의 경기순응성 문제해결, 국제 금융제도 개혁 등을 중심으로 금융규제 개혁 논의가 진행되고 있다. 이와 더불어 대마불사 문제를 해결하기 위해서는 보다 실효성 있는 파산제도의 도입, SIFI의 추가적 손실흡수 장치 필요, 보다 집중된(intensive) 규제, 장외파생금융상품 관련 핵심 금융하부구조 기준 마련, G-SIFI모니터링을 강화하기 위한 회원국 peer review도입 등을 강조하고 있다.

BCBS는 건전성 규제실행조치로 자기계정과 고유계정 간의 차이를 반영하는 시장위험률을 수정하거나, 운영위험을 위한 자본금을 모니터링하거나, 위험집중을 해결하기 위한 방안 연구 등을 진행하고 있다. 헤지펀드 등록, 보고 의무 그리고 감독을 위한 체제도입과 더불어 헤지펀드 활동에 대한 정보제공을 강화하고 있다. 시스템위험의 확산 또는 증폭을 완화하기 위한 조치로 경기완화용 버퍼(countercyclical buffers)의 도입, 신용손실을 조기에 인식하여 경기순응성을 완화하기 위한 방안으로 예상손실기준 충당금 제도의 도입, 경기순응성을 완화하기 위한 신용평가기관의 신용평가 제도 개선방안 등이 제시되었다. 은행, 보험, 증권 관련 규제개편, 지불결제제도 및 증권 결제시스템, 그리고 중앙 청산거래소 등 국제 금융기준제도도입이 논의 중이다. 금융안정위원회는 주요 기준 가운데 실효적 예금보호제도를 위한 새로운 원칙 및 국가간 파산에 대한 새로운 기준을 포함하고 있다.

또한 금융안정위원회(FSB)는 국제공조차원의 건정성규제 개선, SIFI규제의 도입, 금융회사의 보상체계 개선, 장외파생상품 규제 강화 및 회계제도 개선 등 포괄적인 금융규제 개혁을 논의하고 이를 시행하기 위한 기본틀을 마련하고 있는 중이다.

3. 글로벌 보험규제 변화의 주요 논의 사항

금융안정위원회(FSB)의 틀하에서 국제보험감독협의회(IAIS)는 글로벌금융위기 이후 금융시스템 차원의 거시건전성 규제체제도입에 대한 필요성을 제기하였다. 글로벌 금융규제체제 하에서 보험권도 글로벌 금융위기 이후 금융시스템의 안정성을 확보하기 위해 보험규제 및 감독체제를 전면적으로 개편하고 있는 중이다.

보험규제체제의 구체적인 변화는 보험감독 핵심원칙의 전면적 개정, 다국적 보험그룹에 대한 공통감독체계(ComFrame: Common Framework for the Supervision of IAIG⁵⁾)마련, 보험그룹에 대한 SIFI 규제 논의 등을 포함하고 있다. 각 변화의 내용을 구체적으로 살펴보면 아래와 같다.

가. 보험감독 핵심준칙 개정

국제보험감독자협의회(IAIS)는 금융위기 이후 보험감독 핵심준칙(ICP) 을 전면적으로 개정하였다. 보험감독 핵심준칙의 구체적 개정내용을 살펴보면 보험회사의 자본의 질적 제고, 보험회사내부위험관리 및 기업지배구조 강화, 그리고 글로벌 금융위기 이후 시스템위험 관리를 위해 감독자 간 협력, 국가 간 협력강화 등이 도입되었다.

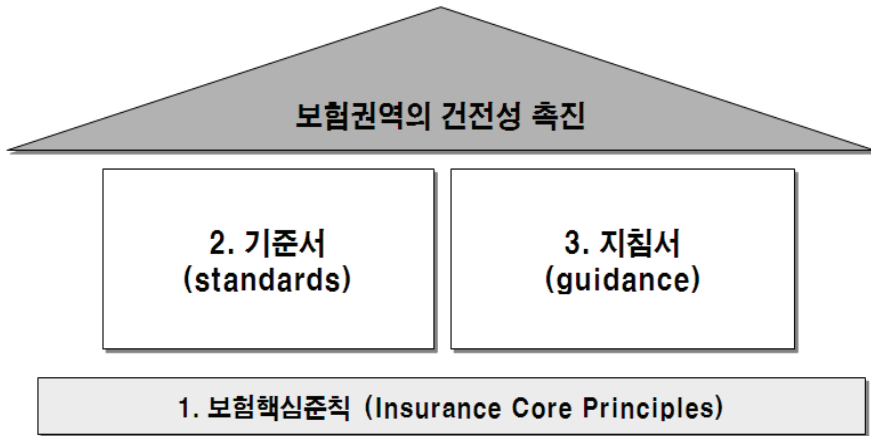
5) IAIG(Internationally Active Insurance Group): 국제적으로 활동하는 보험그룹.

첫째, IAIS는 보험회사의 외부충격을 흡수할 수 있는 재무능력을 강화하기 위해 자본을 기본자본과 보완자본으로 계층화(Tiering)하였다(ICP 17 자본적정성 참조). 이는 보험회사의 자본의 질을 제고함으로써 지급여력제도를 개선하기 위한 조치이다. 지급여력제도란 보험회사의 파산에 대비하기 위해 가용자본(available capital)을 규제당국자가 요구하는 최소의 수준, 즉 요구자본(required capital)규모의 일정비율 이상을 유지하도록 하는 제도를 말한다.

가용자본은 가용성, 영구성, 후순위성 등 일정요건 충족여부에 따라 기본자본과 보완자본으로 구분된다. 가용성이란 청산 시 손실을 흡수하는데 배당 지급의 무 등의 제한 없이 활용 가능한 정도를 가리키며, 영구성이란 손실을 흡수할 수 있을 만큼 만기가 긴 경우를, 후순위성이란 변제 시 보험계약자에 대한 채무보다 후순위인 경우를 각각 말한다. 가용성, 영구성, 후순위성 등 손실흡수능력이 크면 기본자본의 역량이 강화된다. 예컨대 자본금, 자본잉여금, 이익잉여금 등이 기본자본에 해당되며 대손충당금, 상환우선주 등이 보완자본으로 간주된다.

둘째, 보험회사는 위험관리 및 내부통제 시스템을 구축하고 감독당국자는 위험관리시스템을 평가하고 이를 감독하도록 하는 의무를 부여하는 준칙이 개정되었다(ICP 16 지급능력 목적의 전사적 위험 관리 참조). 셋째, 시스템위험관리 강화를 위해 국가 간 감독자간 협력 강화에 관한 내용이 ICP에 신설되었다(참조 ICP 24, 25, 26). 시스템위험 감독의 도입을 위해 국별 그리고 권역별 감독자간 협력, 그리고 위기관리 시 국가 간 협력강화를 강조하는 새로운 핵심준칙이 신설되었다.

〈그림 II-1〉 국제보험감독핵심원칙의 기본구조



자료: Milton Friedman Institute(MFI) Conference(2010), “Measuring Systemic Risk”; 김해식·임준환 (2011).

나. 보험그룹에 대한 감독

IAIS는 글로벌 금융위기의 경험을 교훈삼아 국제적으로 활동하는 보험그룹 감독에 대한 공통평가기준을 마련하는 작업에 착수하였다. 글로벌 보험그룹은 매출액기준으로 선정하였다. 세계 보험시장 매출액의 50%를 차지하고⁶⁾ 있는 손해보험 상위 18개사와 생명보험 상위 27개사를 포함한 50개의 보험사가 여기에 해당된다.

이렇게 분류된 다국적 보험그룹에는 국제적으로 활동하는 보험그룹은 물론 여러 금융권역에 걸친 복합금융그룹도 포함된다. 이번 금융위기를 통해 다국적 보험그룹이 국가별, 권역별 규제의 차이를 이용하여 이익을 편취하였음이 드러났다. 다국적 보험그룹에 의한 규제적 차이활동이 시스템위험 유발에 기여하였다고 보고 그룹단위 감독(group-wide supervision) 요구가 높아지고 있다. IAIS는 2013년 7월까지 다국적 보험그룹에 대한 공통감독체계(ComFrame: Common Framework

6) 이승준(2011)에서 재인용함. 원전은 Swiss Re(2010), Sigma No.2/2010.

for the Supervision of IAIG)를 완료할 예정이다(2011년 IAIS 서울총회).

그룹단위 감독의 실효성을 높이기 위해 공통감독체계는 적용 범위, 보험그룹의 구조 및 사업, 양적 질적 요건, 감독자 간의 협력 및 감독자와 보험그룹 간 상호작용, 감독관할 등 총 5개의 모듈(Modules)로 구성되어 있다. 최근에는 다국적 보험그룹에 대한 공통감독체계 프로젝트의 목적, 범위 등을 정리한 “공통감독체계 개념보고서”를 공표하였다. 공통감독체계는 보험그룹이 사업을 수행할 때 노출되는 제반 위험들을 파악하기 위하여 보험그룹 본사가 위치한 본국과 주재국 감독자 간 협의체를 구성해 공조체제를 구축하는데 중점을 두고 있다. 또한 다국적 보험그룹 감독에 필요한 감독자들의 국경 및 권역 간 협조 및 정보공유의 이슈가 제기되었다. ComFrame에 바탕을 두고 있지만 동시에 회원 간 보험시장의 특수성을 반영하고자 하는 노력도 동시에 시도되고 있다.

다. 보험그룹에 대한 SIFI 규제논의

서울총회에서 IAIS는 시스템적으로 중요한 보험회사를 지정하는 기준을 논의하였으며 향후 구체적인 기준을 마련할 예정이다. 금융위기 이전에 금융시스템 건전성은 개별 금융기관의 재무건전성 유지를 통해 달성할 수 있다고 여겨졌으나, 글로벌 금융위기 이후 개별 금융기관의 재무건전성과 함께 시스템의 건전성을 중시하는 방향으로 감독철학이 변화하면서 거시건전성 감독원칙이 강조되었다. 또한 금융시스템의 전부 또는 일부 장애로 인해 금융서비스 흐름에 단절이 생겨 실물경제에 심각한 정도의 부정적 영향을 초래할 가능성, 즉 시스템위험기에 대응하여 각국 보험감독자 간 조화와 협력을 강조하는 새로운 원칙이 제시되었다.

IAIS는 시스템적으로 중요한 금융기업의 감독 및 규제와 관련하여 보험권의 SIFI 지정과 해당 기준을 논의하기 위해 금융안정위원회(FSC)⁸⁾를 구성하였다.

7) 금융안정위원회(FSB: Financial Stability Board)가 정의한 것이다.

8) Financial Stability Committee.

Ⅲ. 보험산업과 시스템위험

1. 글로벌 금융위기 이후 시스템위험

가. 시스템위험의 개념

시스템위험(systemic risk)은 G-10 보고서(2001) 이후 Kaufman · Scott(2003), Hendricks(2010), FSB(2010), MFI(2010), IAIS(2011) 등이 다양하게 정의하고 있다. 이들이 공통적으로 언급하고 있는 시스템위험의 특징은 1) 불확실성의 증가 2) 금융 중개 기능의 붕괴와 3) 이로 인한 실물경제의 충격으로 요약될 수 있다. 이하에서는 FSB와 IAIS의 정의를 사용하고자 하며 이에 앞서 MFI를 먼저 소개하고자 한다.

MFI(2010)은 시스템위험이 관찰되는 양상을 4가지로 분류하고 있다. 금융기관이 동시다발적으로 파산해서 실물경제에 심각한 충격을 유발하는 경우, 금융기관의 파산에 대하여 정부가 개입하는 경우, 금융기관이 파산하면서 직간접적으로 다른 금융기관에 충격을 주면서 실물경제에 미치는 경우 또는 핵심 금융기관의 파산으로 인하여 금융시스템이 제 기능을 못하는 경우이다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 다수의 금융기관이 동시다발적으로 파산하면서 실물경제 침체를 유발하는 경우 시스템위험이 존재하는 것으로 판단한다.

둘째, 금융기관이 파산위험에 직면했을 때 공적자금 지원 등을 통해서 정부가 개입하게 되면 시스템위험이 존재하는 것으로 볼 수 있다. 금융기관의 파산이 시스템위험을 유발하지 않는 경우 정부는 동 사건에 대하여 시장원리에 따른 단순한 금융기관의 퇴출로 인식하면서 개입하지 않는다. 이는 시스템위험이 존재

하기 때문에 정부가 금융기관의 파산위험에 개입하는 것으로 판단할 수 있다.

셋째, 금융기관의 붕괴가 직·간접적인 경로를 통하여 실물경제에 영향을 미치는 경우 시스템위험이 있는 것으로 판단한다. 직접적인 경로는 여러 금융기관의 대차대조표가 연계되어서 한 금융기관의 부실이 다른 금융기관의 부실을 촉발하는 경우를 의미한다. 그런데 금융기관 간 직접 연계는 되어있지 않더라도 금융기관의 채권자들의 심리적 불안이 심화되면 금융시스템 붕괴위험이 발생할 수 있다. 가령 한 은행이 파산위험에 직면해서 예금 인출이 정지되면 다른 은행 예금자는 자신이 보유한 예금의 안전에 대한 확신이 감소하게 되고 예금을 인출하기 시작한다. 즉, 금융기관의 파산으로 채권자의 권리가 상실되는 경우 다른 금융기관의 채권자가 자신의 권리에 대한 확신이 떨어지면 채권을 회수하거나 채권의 만기연장을 거부한다. 이러한 경우 유동성 부족 등의 문제가 발생하면서 금융시스템 붕괴위험이 발생할 수 있다.

넷째, 금융시스템이 금융기관 간의 네트워크에 의하여 형성되는 경우 금융 네트워크에서 차지하는 비중에 따라 개별 금융회사 파산의 영향이 달라진다. 이를 테면, 금융 네트워크에서 변두리에 위치한 금융기관의 파산은 금융시스템에 큰 충격을 주지 않지만 핵심부에 위치한 금융기관(critical node)의 파산은 금융시스템 붕괴를 야기할 수 있다. 핵심부 금융기관은 다른 금융기관과의 연계가 높아 금융기관 붕괴 등의 연쇄반응을 일으킬 가능성이 높기 때문이다. 최근 논의되고 있는 SIFI가 핵심부 금융기관의 일례로 볼 수 있다.

SIFI에 대한 논의는 2008년 글로벌 금융위기 이후 대두되었다. 중요한 금융회사의 파산이 시스템위험을 야기할 수 있어 추가적인 규제가 필요하다는 것이다. IAIS 서울총회(2011)에서 SIFI 지정 대상에 대한 기준을 논의하였는데 그 기준은 규모, 상호연계성, 대체가능성, 복잡성, 글로벌 영업, 비전통적 사업행위 등 6가지가 해당한다. 6가지 기준은 보험회사가 추구하는 영업활동의 특성을 반영하고 있다. 규모는 영업활동의 규모를, 상호연계성은 영업활동에서 창출되는 위험 간의 상관관계를, 복잡성은 투명성이 결여된 장외계약의 특성을, 비전통적 사업은 증권화가 결합된 정도를 각각 의미한다.

〈표 Ⅲ-1〉 시스템위험의 정의

구분	시스템위험의 정의
G-10 report (2001)	• 불확실성 증가로 인해서 실물경제에 심각한 충격을 주는 리스크
Kaufman · Scot (2003)	• 금융기관 동시다발적 파산이 야기하는 전체 경제시스템 붕괴
Hendricks(2010)	• 자기강화작용(self-reinforcing)에 따른 믿음형성으로 최적이지 아닌(non-optimal) 균형으로 경제가 수렴하는 과정
MFI Conference (2010)	① 실물경제에 충격을 주는 금융시스템의 붕괴 위험 ② 정부 개입이 필요한 금융중개기능 붕괴 위험 ③ 직 · 간접 경로를 통해서 금융기관 부도위험이 전이되는 금융중개기능 붕괴 위험 - 직접경로: 금융기관 간 상호연계 - 간접경로: 자산 가격 붕괴, RUN, 신용경색(credit crunch) 등 ④ 금융 네트워크에서 핵심 금융기관(Critical node)의 파산으로 인하여 금융시스템이 제 기능을 발휘하지 않을 위험
IAIS 서울총회 (2011)	• 금융시스템이 제대로 작동하지 않아서 발생하는 실물경제 충격 - 판정기준: 규모, 상호연계성, 대체가능성, 복잡성, 글로벌 영업, 비전통적 사업행위

자료: FRB of Atlanta(2010), “what is systemic risk” ; Milton Friedman Institute(MFI) Conference (2010), “Measuring Systemic Risk” ; 김해식·임준환(2011).

한편 FSB/BIS/IMF는 SIFI를 공식적으로 다음과 같이 정의하고 있다.⁹⁾ SIFI란 규모, 상호연관성 및 복잡성, 대체성 부족으로 인해 해당 금융기업의 실패가 금융시스템 및 실물경제 활동에 영향을 줄 수 있는 금융회사로 잠재적으로 시스템 위험(systemic risk)을 유발하는 기관을 말한다. 여기서 시스템위험이란 외부 충격이 금융 시스템의 기능의 부분 또는 전체 장애를 야기하여 금융중개행위가 마비되고 이로 인해 실물경제에 심각하게 부정적 영향을 줄 수 있는 위험이라고 규정하고 있다. 시스템위험은 시장의 실패 또는 부정적 외부효과로 발생한다.¹⁰⁾ 금융중개행위의 단절은 금융기관의 연쇄도산 가능성 또는 연쇄도산에 의

9) 2010 보고서를 참조하였다(“SIFI의 도덕적 해이 축소”).

10) 부의 외부효과는 대마불사의 부작용에서 비롯되는 효과이다. 이에 대한 논의는 제 II. 1장을 참조하기 바란다.

해 발생한다. 금융시스템의 기능마비는 실물경제에 원활한 신용을 제공하지 못하기 때문에 실물경제활동은 이러한 신용경색으로 크게 위축된다.

나. 시스템 중요 금융기관(SIFI)의 판정기준

FSB/BIS/IMF는 2010년 보고서(“SIFI의 도덕적 해이 축소”)에서 SIFI를 “규모, 상호연관성 및 복잡성, 대체성 부족으로 인해 해당 금융기업의 실패가 금융시스템 및 실물경제 활동에 영향을 줄 수 있는 금융기업”으로 정의하고 있다.

IAIS는 글로벌 SIFI 선정을 위한 6개 기준을 토대로 2012년 6월까지 마련할 예정이다. IAIS가 제시한 6개 요소는 다음과 같다. 규모, 상호연계성, 대체성 부족의 기준 이외에 복잡성, 글로벌 영업수준, 비전통형 영업활동이 새로운 항목으로 추가되었다.¹¹⁾ 한편 은행에 적용되는 G-SIFI 지정기준 항목은 5개 항목인데 비해 보험 적용기준에 비전통형 사업행위가 추가된 점에 주목할 필요가 있다¹²⁾. 주택담보부 대출 증권(MBS) 투자, 증권대차거래, 금융보증, CDS 등을 포함한 비전통형 영업활동이 글로벌 금융위기 시 보험회사의 파산 요인이라고 보기 때문에 이들 세 항목이 추가된 것으로 판단된다.

FSB는 은행의 규모, 복잡성, 해외 영업범위, 상호연계성, 타 은행들에 의한 대체성여부 등 5개 항목에 대해 각각 20%의 동일한 가중치를 부여하고 이를 계량화해 G-SIFI를 지정하였다. IAIS는 보험권 글로벌 SIFI 지정기준에 비전통형 사업행위의 특성을 반영하기 위해 비전통형 사업행위를 포함시키고 있다. 이러한 점이 은행의 선정기준과 차별화된다.

11) 글로벌 금융위기 발생 직후에는 보험권내부에서 SIFI지정에 대한 부정적 견해가 지배적이었으나 시간이 경과하면서 동 지정이슈가 법권역권 이슈로 부상하면서 SIFI지정에 결정적인 요소라 할 수 있는 3가지 요인이 추가로 삽입된 것으로 판단된다.

12) 2011년 11월 현재 금융안정위원회는 은행 중 29개의 시스템적으로 중요한 금융기관의 명단을 발표하였는데 미국 은행 8개, 유럽 은행 17개, 아시아 은행 4개가 이에 해당된다.

2. 보험회사의 사업모형

글로벌 금융위기 이후 보험권에 시스템위험을 유발하는 회사가 존재하는지의 여부가 중요한 쟁점으로 부각되고 있다. 금융의 대형화, 글로벌화, 융합화가 진행되면서 보험그룹 내지 금융복합그룹은 전통적인 보험활동에서 비전통적 또는 비보험적 사업부문으로 확장하였다. 대형보험 그룹은 전통적인 보험영업 활동 뿐만 아니라 비전통적인 보험과 비보험(non-insurance)영업활동을 추구하고 있다. 여기서 보험과 비보험영업활동은 보험업 규제대상 여부에 따라 분류된다. 보험영업활동은 규제대상이면 보험영업활동이고 보험업규제를 받지 않으면 비 보험영업으로 분류된다. 한편 보험영업활동은 금융혁신의 활용 정도에 따라 전통과 비전통 부문으로 분류될 수 있다. 예컨대 전통적인 보험상품에 비보험적 특성이 내재되는 경우가 비전통적인 보험영업이라 할 수 있다.

이하에서는 보험회사 또는 그룹이 어떤 사업모형-전통적인 보험 사업모형, 비전통적 보험 사업모형, 비보험 사업모형-의 유형에 따라 시스템위험을 유발하는지를 평가하고자 한다. 보험회사의 사업모형은 은행업무 취급 정도에 따라 전통적 보험만을 고수하는 보험회사, 국제적으로 은행업과 보험업을 공유하는 금융복합그룹, 도매 은행업무에 종사하는 보험회사, 금융보증보험만을 판매하는 단종 보험회사로 구분할 수 있다.

가. 전통적 보험사업모형

보험은 사업모형, 자금조달모형, 대차대조표 활동측면에서 다른 금융권과 차별화되는데 먼저 전통적인 사업모형의 특성을 살펴보면 다음과 같다. 전통적 보험사업모형은 위험의 인수가능성, 즉 부보가능성(insurability)과 보험회계의 특성에 근거를 두고 있다. 부보가능성이 성립되기 위해서는 손실의 정의가 명확해야 하고 이를 위해서는 보험사건발생이 우연적(accidental)일 뿐 아니라 무작위(random)적이어야 하며, 또한 대수의 법칙이 적용되어야 한다. 보험의 기

법은 동질적이면서 독립된 사건에서 발생하는 위험을 풀링(pooling)함으로써 보험계약자에게 보험계약을 제공할 수 있다. 보험회사는 보험계약을 인수함으로써 발생하는 고유위험들을 대수의 법칙을 통해 제거하고 자본보유, 재보험, 위험헤징 등을 통해 잔여 위험(residual risks)을 관리할 수 있다.

물론 부보가능성의 개념은 시대, 회사에 따라 변한다. 과거에는 부보 불가능했던 것이 오늘날에는 부보 가능한 것이 될 수 있으며 현재는 부보 가능한 것이 내일에는 부보 불가능하게 될 수도 있다. 또한 특정 보험회사 입장에서 볼 때 부보 불가능한 것이 다른 보험회사에게는 부보 가능할 수 있다.

보험회계는 보험부채의 불확실성과 장기계약이라는 특성을 반영한다. 생명보험과 일부 손해보험의 경우 보험료를 선취하는 시점과 보험금을 지급하는 시점 간 시차가 발생하며 이러한 시차기간은 일반적으로 장기이다. 이러한 현금흐름유입과 현금흐름유출 간의 장기 시차가 존재하는 것은 보험회사에만 볼 수 있으며 다른 금융권 예컨대 은행에서는 발생하지 않는 현상이다. 이러한 요인 때문에 특별한 회계처리기법이 요구된다. 보험회계처리기법은 지급능력과 수익성의 적정성을 반영하도록 미래부채에 대한 계리적 추정을 사용하고 있다. 이러한 기법은 보험료, 보험금, 책임준비금을 인식하는데 있어서 독특하게 사용되고 있다는 점에서 다른 금융권과 차별화된다.

또한 보험은 부보 가능한 이해관계(insurable interest)의 개념에 준하여 그 개념을 정의하고 있다. 부보 가능한 이해관계는 보험계약의 효력을 발생시키는 사람이나 물건에 대해 적용되는 이해관계를 말한다. 예컨대 피보험자의 생존에 대한 이해관계 또는 피보험대상물건의 보존에 대한 이해관계가 이에 해당된다. 한편 금융파생상품은 보험계약으로 볼 수 없다. 금융파생상품은 기능측면에서 볼 때 부보 가능한 이해관계의 개념에 적합하지 않다. 동 상품은 손실가능성에 대한 헤징기능뿐만 아니라 투기적 이득을 창출할 수 있는 요소를 지니고 있기 때문이다.

다시 말하면 전통적인 보험사업은 보험의 특수성과 보험계리원칙을 토대로 부보 가능성의 원리를 충족시키는 영업활동이다. 예컨대 사망 및 질병위험에 노

출된 생명보험계약과 자동차사고 및 화재위험에 노출된 손해보험계약이 이러한 원리에 부합되는 것이 보험사업이다.

전통적인 보험사업에서 발생하는 위험은 고유위험(idiosyncratic risk)으로 구성되어있어 보험위험요인 상호 간 상관관계가 낮다. 이와 더불어 특히 대부분 전통적 보험위험은 경제적 변수 및 금융시장 변동과 상관성이 낮다. 보험회사는 이러한 특성으로 인해 다른 금융권과 차별화된다.

요약하면 전통적인 보험은 사업모형, 보험런(insurance run)발생이 낮은 자금 조달패턴, 보험계리적준비금 및 위험의 분산효과 등 고유한 특성을 갖고 있어 전통적인 보험회사의 교란 또는 파산이 금융시스템의 안정성을 심각하게 훼손시킬 가능성은 낮다.

나. 비전통 보험사업모형: 재보험 시장

대형 보험회사들은 금융 혁신과 사업모형 전환전략으로 지주회사체제를 통해 비전통형 보험 사업부문을 확장하고 있다. 비전통형 보험 사업모형은 변액연금, 자산연계형 보험상품, 보증옵션이 내재된 GIC 등 전통적인 보험상품에 금융 혁신이 적용되는 결합보험상품도 있으나 여기서는 재보험활동을 중심으로 살펴보고자 한다.

재보험활동은 전통적 보험사업으로 분류할 수 있지만 다음과 같은 두 가지 이유로 비전통 보험활동으로 볼 수 있다. 첫 번째 이유는 재보험시장은 보험회사 간 도매 시장이라서 원수보험회사와 재보험회사, 재보험회사와 재재보험회사 간의 연계성이 전통적인 보험에 비해 높다고 보기 때문이다. 또 다른 이유로 재보험시장의 증권화추세를 들 수 있다.

재보험거래는 다양한 금융기법을 통해 원수보험회사로부터 계약을 인수하거나 또는 자산 및 부채를 증권화하는 기법을 활용한다. 재보험은 보험회사 간의 보험계약이므로 도매 보험시장 거래이다. 재보험회사는 원수보험회사에 적용되는 동일한 원리-책임준비금산정 및 자산부채 매칭-를 적용받는다. 재보험

회사는 원수보험회사의 경우와 같이 시간적, 공간적, 보험계약종목 간 분산효과 이점을 활용하여 위험을 관리한다. 이러한 분산효과는 대수의 법칙을 통해 실제 손실패턴의 변화를 예측 가능하게 함으로써 보험리스크를 줄이는데 기여한다.

또한 재보험거래는 보험부채연계증권(ILS: Insurance-Linked Securities)을 통해 보험부채와 자산을 증권화 할 수 있다. 기관투자자들은 ILS증권에 대한 수요를 갖고 있는데 이는 보험위험과 금융위험 간 낮은 상관관계를 제공하기 때문이다. 최근 들어 원수보험회사가 ILS를 발행하기도 하지만 전반적으로 ILS시장은 다른 증권화된 시장에 비해 그 규모가 작은 편이다. ILS시장은 (재)보험회사가 인수한 위험의 일부를 자본시장에 이전시키는 수단이다. 그러나 ILS는 다른 증권화된 금융상품과는 달리 (재)보험회사들이 위험의 일정부분을 보유하는 특성으로 인해 내재적으로 위험을 관리하고자 하는 유인을 갖고 있다(이를 ‘skin in the game’이라 함).

물론 부실한 심사과정과 잘못된 위험관리에 따른 위험증권화과정이 시스템위험을 유발할 수 있다. 은행이 주택담보대출심사과정의 부실화 및 위험관리 소홀로 글로벌 금융위기를 유발하였듯이 말이다. 이러한 요인들을 고려하여 보험감독자들은 ILS시장을 지속적으로 모니터링하고 있다.

다음으로 재보험회사가 보험권에서 시스템위험을 유발할 수 있는가의 이슈를 검토해 보면 다음과 같다. 먼저 재보험시장은 증권화추세와 보험회사 간 연계성의 존재로 시스템위험의 요소는 갖고 있지만 그 정도는 매우 낮다.

이에 대한 첫 번째 이유로 재보험시장과 은행 간 시장의 다른 특성을 들 수 있는데, 구체적으로 상호 연계된 은행 간 시장의 전이속도는 차이를 나타낸다. 원수보험회사는 재보험회사와 연계가 되어 있고 원수보험회사 간의 연계성은 선형적 피라밋형(hierarchical)구조를 띠고 있는 반면 은행 간 시장은 연결망(network)형 연계구조를 갖는다. 피라밋형을 갖는 재보험시장의 경우, 외부충격 발생이 미치는 효과는 피라밋 연계성의 존재로 선형적으로 파급된다. 반면 연결망형 연계구조를 갖는 은행 간 시장의 경우 외부충격이 미치는 효과는 동시다발적이고 연계 채널을 갖고 있어 비선형적으로 확산된다. 즉, 연결망형 구조

를 은행 간 시장구조는 은행 간 정(positive)의 피드백 메커니즘(feedback mechanism)이 존재하여 외부충격의 상승작용을 불러일으킨다.¹³⁾ 정의 피드백 메커니즘이 존재하는 경우 사소한 위험이라도 시스템의 기능을 순식간에 마비시킬 수 있는 만큼 비선형적위험(non-linear risk)을 내포하고 있다. 따라서 재보험시장구조는 보험사간 상호 연계되어 있다하더라도 선형성에 기초하고 있어 외부충격의 피드백 메커니즘을 유발하지 않아 재보험시장에 주는 외부충격의 효과는 은행 간 시장에 비해 극히 제한적이다.

재보험시장이 피라밋형 연계구조를 갖는다는 것은 재보험회사가 재재보험에 들기보다는 가능하면 담보물건을 보유하고자 하는 유인이 높다는 것을 의미한다. 이러한 보유유인의 존재로 보험시장은 자동적 거래중단 메커니즘(circuit breakers)을 갖고 있다. 한 재보험회사의 파산은 거래상대방 보험회사에게 부정적 영향을 줄 수 있지만 재보험시장을 통해 동시다발적인 연쇄파산을 유도하지는 않는다. 반면, 연결망형 연계성이란 한 은행의 파산이 은행 간 시장을 통해 동시다발적으로 확산되어 여타은행들의 연쇄도산이 초래될 수 있는 것을 가리킨다.

물론 위험편중도가 높은 의료과실보험 또는 배상책임보험 등 특종보험의 경우 분산효과창출을 통해 자본관리를 개선할 목적으로 재재보험을 드는 경우가 있다. 하지만 이러한 재재보험은 전체 재보험위험의 일부를 차지하기 때문에 이로 인한 시스템위험은 낮다고 볼 수 있다.¹⁴⁾ 반면 은행 간 시장은 원래 은행시장의 거래규모를 압도한다는 점에서 재보험시장과 근본적인 차이점을 갖고 있다.

또한 재보험의 시스템위험 유발가능성에 대한 이슈를 검토하였다. 글로벌 재

13) 정의 피드백이라 함은 두 변수(X, Y)가 있는 경우 X의 상승(하락)이 Y의 상승(하락)으로 이어지고 Y의 상승(하락)이 다시 X의 상승(하락)으로 작용하여 X, Y가 서로 상호작용으로 동반 상승(하락)하는 효과를 말한다.

14) 실제로 원수보험회사들은 약 4조 달러의 연간 수입보험료를 창출하지만 재보험시장에서 재보험회사들은 400억 불의 연간 보험료수입을 창출하고 있음. 이 중에서 1%만이 재보험에 해당되고, 0.6%만이 재재보험에 가입하고 있다.

보험 시장규모와 시장구조, 재보험위험구조, 금융파생상품을 활용한 신용위험 이전, 다른 권역별간의 연계성 및 거래상대방 위험, 재보험회사의 수익성, 자본 적정성, 투자패턴을 실증적으로 면밀히 살펴 본 결과 재보험회사의 파산이 글로벌 시스템위험을 유발했다는 증거는 없다는 주장이 제기되고 있다.¹⁵⁾

따라서 재보험시장의 증권화추세로 권역별 금융의 상호연계성이 커지고 있지만 낮은 연계성, 재보험시장의 특수성(피라밋 연계형)을 감안해 볼 때 현재로서는 낮은 시스템위험을 갖는다고 보인다.

3. 보험그룹의 사업모형

최근 보험그룹의 활동은 금융서비스 상호연계성의 증가로 은행업 또는 자본 시장 활동(신용보강제공) 등 비전통적 영역으로 확대되는 추세이다. 이렇듯 보험그룹은 보험시장과 자본시장이 상호 결합되는 과정에서 보험그룹의 시장위험(모기지 보증, 금융보증)에 대한 노출 또한 커지는 추세이다. 이러한 위험은 과거에는 은행만이 부담하였으나 지금은 복합금융상품 개발로 보험그룹도 공유하는 추세이다.

비보험 사업모형을 추구하는 보험회사는 유형별로 살펴볼 때 글로벌 금융복합그룹, 도매 은행업무에 종사하는 보험그룹과 금융보증보험 단종보험회사가 있다¹⁶⁾. 이하에서는 주로 보험그룹과 단종보험회사의 경우를 다루고자 한다. 먼저 비보험 사업모형을 추구하는 보험그룹은 기본적으로 방카슈랑스(bankassurance)를 추구한다. 방카슈랑스는 광의의 의미와 협의의 정의를 갖고

15) 2004년부터 국제감독자협의체(IAIS)는 재보험의 투명성을 강화하기 위해 자체적으로 그룹(Reinsurance Transparency Group, RTG)을 형성하여 매년 두 번에 걸쳐 글로벌 재보험시장보고서(Global Reinsurance Market Report, GRMR)를 출간하고 있다.

16) 보험회사의 사업모형은 전통적 보험회사, 국제적으로 은행업과 보험업을 공유하는 금융복합그룹, 도매 은행업무에 종사하는 보험회사, 금융보증보험만을 판매하는 단종 보험회사로 분류된다는 사실을 이미 기술하였다.

있는데 전자는 은행의 신용창출과 보험 인수업무를 동시에 수행하는 사업모형을 말하며 금융그룹 또는 금융복합그룹이 이러한 활동을 추구한다.¹⁷⁾ 그러나 협의의 방카슈랑스는 은행이 보험사와의 계약을 통해 자신의 판매망을 이용해 보험사가 인수한 보험상품을 유통시키는 경우를 말한다.

은행업과 보험활동의 결합은 장단점을 갖고 있다. 원칙적인 측면에서 방카슈랑스는 위험분산의 이점을 최대한 활용할 수 있지만 금융시장이 불안한 경우 은행업무가 시스템위험에 노출된다는 단점을 안고 있다. 방카슈랑스의 위험분산 메커니즘은 다음과 같다. 은행업무와 보험업무는 상호 독립적인 사건에 기인하므로 독립적인 위험사건을 동시에 취급하면(방카슈랑스) 각 개별사건의 고유위험이 서로 상쇄되어 전체 위험이 개별위험의 합계보다 줄어든다. 이러한 분산효과가 방카슈랑스 사업모형의 장점이라 할 수 있다.

그러나 은행사업 부문 또는 보험사업 부문이 부실한 경우 분산효과가 역으로 작용하여 전체 사업모형의 실패를 가져올 수 있다.

실제로 글로벌 금융위기 시 방카슈랑스 사업전략을 시행한 네덜란드 ING그룹은 파산위기에 직면하였다.¹⁸⁾ 보험회사가 보유한 투자자산의 가격 급락으로 대규모 투자손실에 처하면서 지급여력비율이 대폭 감소하였다. 이에 은행사업 부문도 부정적인 영향을 받게 되었다. 네덜란드 정부는 ING그룹을 구제하기 위해 공적자금을 투입하였다. 현재까지 네덜란드 금융감독당국은 시스템위험 전염이 원인이 은행활동에 있는지 보험활동에 있는지를 명확히 규명하지 못하는 상태이다. 이러한 가운데 최근 네덜란드 보험권의 문제가 은행권으로 전이되어 ING그룹 전체로 확산되었을 것이라는 주장이 제기되고 있다.

또한 전업보증보험회사는 금융보증보험(financial guarantee insurance) 또는 구조화금융(CDO, CDS)상품에 대한 보험서비스를 제공하였다. 이러한 상품들

17) 대표적인 예로 미국 AIG그룹과 네덜란드 ING그룹이 여기에 해당되며 AIG그룹사례는 다음 장에서 별도로 다루고자 한다.

18) ING그룹은 모회사가 존재하고 중간지주회사의 은행지주회사와 보험지주회사가 존재하며 각 지주회사하에 은행 및 보험자회사들로 구성된 거대 금융복합그룹이라 할 수 있다.

은 전통적인 보험상품과는 달리 자본시장의 변화에 전적으로 노출되어 있어 시스템위험을 생성하거나 증폭시키는 역할을 한다.

결론적으로 말하면 방카슈랑스 사업모형을 추구하였던 일부 보험그룹이나 금융보증상품만을 제공하는 전업보증전문보험회사들은 지난 글로벌 금융위기 시 파산 또는 파산위험에 직면하였으며 이로 인해 실물경제에도 부정적인 영향을 미쳤다. 이는 비보험사업모형을 채택한 보험그룹 또는 보험회사들이 자본시장에 대한 접근도를 높임에 따라 시스템리스크에 대한 익스포저가 커졌다고 볼 수 있다.

4. 사업모형과 시스템위험

전통적인 보험사업모형(business model)은 다음과 같은 이유로 시스템위험을 유발하지 않는다. 첫째, 전통적 보험사업모형의 특성 때문이다. 전통적인 보험사업모형은 불특정 다수의 보험계약자들을 모집하거나 인수지역을 다각화함으로써 대수의 법칙으로 보험리스크를 줄일 수 있다. 보험산업 내의 SIFI 존재여부 평가가 규모(부채) 기준으로 적용될 경우 대형보험사일수록 시스템위험이 감소함에도 불구하고 보다 높은 시스템위험을 갖는 것으로 평가될 수 있다. 대수의 법칙(law of large numbers)을 통해 분산다변화효과를 갖게 되면 보험회사의 보험부채 규모가 감소하게 되므로 시스템위험은 오히려 감소된다. 예컨대 보험회사가 해외진출을 통해 보험부채규모가 확대되더라도 지역적 분산(spatial diversification)효과를 통해 시스템위험은 오히려 감소될 수 있다.

둘째, 보험회사의 위험경감 관리기법을 통해 예측 가능한 위험을 관리하기 때문이다. 전통적 보험사업모형의 경우 재보험 또는 의무보험(자동차보험, 산재보험)의 가격이 급등함으로써 실물경제활동을 교란시킬 수 있지만 이는 극히 제한적이다. 보험회사는 자연해징을 통한 보험상품의 출시, 재보험, 자본시장을 통한 위험 헤징 등을 통해 보유위험을 경감시킨다.

셋째, 보험사의 건전성 감독이 은행에 비해 훨씬 강력하다. 보험감독당국은 책임준비금제도 강화 및 자본적정성 강화 등 건전성 등으로 보험산업의 건전성을 확보할 수 있다. 넷째, 보험사의 주된 위험은 계약의 특성상 장기간에 걸쳐 발생하는 지급불능위험(insolvency risk)으로 은행의 시스템위험과는 차이가 있다. 보험회사의 자산은 보험금 또는 환급금이 지급되기 전까지 유지되며 장기인 관계로 규제당국자가 개입할 수 있는 시간적 여유가 있다. 보험회사는 은행과 달리 유동성위험에 노출될 가능성이 낮는데, 이는 보험료를 먼저 받고 보험금을 나중에 지급하는 특성이 있다. 따라서 보험의 대량계약해지사태는 은행의 경우에 비해 낮다.

다섯째, 비보험 영업활동은 보험그룹 영업 전체에 심각한 영향을 미칠 수 있다. 비전통 또는 비보험활동비중이 높은 보험그룹을 시스템적으로 중요 보험회사로 지정할 수 있는데 이는 금융시장과의 연계성이 존재하기 때문이다. 금융시장 상호연계성의 증가로 보험을 핵심으로 하는 금융복합그룹이 탄생하였다. 예컨대 방카슈랑스 사업모형을 갖는 네덜란드 ING 보험그룹이 이에 해당된다. 일반적으로 보험그룹은 전통적인 보험영업활동에서 은행업 또는 자본시장활동(신용보강 제공) 등 비전통적 영업활동으로 비중을 확대하고 있다. 이러한 과정에서 보험그룹은 주택담보대출관련 보장, 금융위험에 대한 보장 등 보장위험에 노출될 수밖에 없다. 과거에는 이러한 위험은 은행만이 부담하였으나 지금은 복합금융상품 개발로 보험권도 위험을 공유한다고 볼 수 있다.

IV. 사례연구: AIG그룹

이하에서는 AIG 그룹의 실패 사례를 통해 거대 보험그룹의 붕괴가 금융시스템의 안정성을 저해할 수 있는지를 살펴보고자 한다.¹⁹⁾ 먼저 AIG그룹의 사업모형, 위험프로파일, 그리고 몰락원인 등을 규명하고자 한다.²⁰⁾

1. 위기이전 AIG그룹의 사업구조²¹⁾

글로벌 금융위기 이전까지만 하더라도 AIG(American International Group)는 국제적으로 활동하는 거대 복합금융그룹(large financial conglomerate)이었다.²²⁾ AIG는 1916년 상해에서 아시아 보험대리점으로 설립되어 2차 세계대전 이후 전세계로 확장하였으며 최근 10년 동안 M&A를 통해 보험사업을 중심으로 포트폴리오를 다각화하여 왔다.

AIG는 보험사업의 안정성에 기초하여 민간 기업으로서는 최고의 신용등급(AAA)을 보유하고 있다. 1조 달러의 자산을 보유한 AIG는 미국 내 71개 자회사와 해외 130국 이상이 176개 자회사들로 구성하고 있을 만큼 국제적인 영업활동을 수행하는 거대 기업이었다. 뿐만 아니라 AIG는 전통적 보험상품뿐만 아니라 비

19) 여기서 AIG그룹 붕괴는 정부의 도움이 없었을 경우 붕괴될 가능성을 의미한다.

20) Sjostrum, W.K.(2009)는 글로벌 금융위기 시 AIG그룹이 부도에 직면하게 되는 과정을 상세히 기술하고 있다.

21) 위기 이후 AIG는 공적 투입자금의 상환을 위해 대대적인 구조조정의 일환으로 일부 사업부문 매각 또는 폐지하여 위기 이전의 사업구조와 상이한 사실에 유의하기 바란다.

22) 글로벌 금융위기 이후 AIG그룹은 사실상 해체되어 Chartis그룹으로 변경됐다.

전통적 보험상품을 취급하였고 자산관리서비스, 리스업무, 신용부도스왑(CDS) 등 비보험 금융활동을 취급하였다는 점에서 금융복합그룹이라 할 수 있다.²³⁾ 따라서 국제적인 거대 복합금융그룹인 AIG는 여러 국가들과 은행, 자산관리 등 다양한 사업부문에 걸쳐 사업을 영위하며 국별, 권역별로 감독을 받았다(400여 개의 감독기관의 수가 400여 개에 달함). 글로벌 금융위기 이전까지 AIG 전체 순이익의 90%가 보험사업 부문에서 창출되었으며 순이익의 절반정도가 주로 아시아에 집중되었다.

2008년 기준으로 AIG의 사업조직은 핵심 사업부문인 일반손해보험(General Insurance)사업 부문, 생명보험 및 은퇴서비스 사업 부문과 비핵심사업 부문인 금융서비스(financial services) 및 자산관리(asset management) 사업부문 등 크게 4개로 구성되었다.

AIG 손해보험 사업부문은 단체 및 개인보험, 특별배상 책임보험, 재보험, 주택담보 보증보험 그리고 글로벌 시장업무를 포함하고 있다. 펜실베이니아 주 보험당국이 주로 AIG의 국내 손해보험회사를 감독하고 있는데 이는 AIG 손해보험사가 주로 펜실베이니아에 위치하고 있기 때문이다. AIG 손해보험회사들은 특정 보험상품판매에 특화하기 위해 동 상품 판매에 유리한 주나 국가를 스스로 선택하는 경향이 있었다. AIG 일반 손해보험 계열사들은 규제차익을 최대한 활용하였다. 그러나 금융위기 시 AIG 손해보험사업부문에서 2008년 57억 불의 영업손실이 발생하였지만 생명보험 사업보험에 비하면 낮은 수준이었다.²⁴⁾

한편 AIG 생명보험 사업부문은 개인 및 단체 생명보험상품, 은퇴서비스, 그리고 연금상품을 취급하였다. 글로벌 금융위기 당시 생명보험 사업부문의 손실은 증권대차거래의 실패, 사망급부최저보증을 갖는 변액연금의 과다판매, 그리고 보유자산포트폴리오의 투자손실에 기인하였다.

AIG 자산관리 사업부문은 투자자문, 투자중개기능, 고소득 고객층을 대상으

23) 여기에서 AIG는 지주회사와 자회사들을 전체적으로 포함하는 그룹을 의미한다.

24) 2008년 손해보험 사업부문은 57억 불의 영업손실, 생명보험 사업부문은 375억 불의 손실 기록하였다.

로 하는 소매금융업무(PB)기능을 수행하였다. 자산관리 사업부문의 고객은 AIG 자회사들이 주된 고객이었으며 그 밖의 법인 및 개인 투자자들로 구성되었다. 자산관리 관련 회사들은 대형 생명보험회사 인수업무와 개인 및 기관대상으로 하는 뮤추얼펀드 등 금융상품을 취급하였다. 글로벌 위기 당시 AIG 자산관리 사업부문은 92억 불의 영업손실을 초래하였다. AIG그룹하에 자산관리사업 부문은 연방감독기관인 증권감독위원회(SEC)와 저축대부조합감독기관인 OTS의 감독대상이었다.²⁵⁾

또한 AIG 금융서비스 사업부문은 세계 최대 항공기 리스 사업을 담당하는 ILFC, 소비자 금융서비스를 담당하는 회사, 자본시장업무를 담당하는 AIGFP로 크게 3개의 법인그룹으로 구성되었다. 특히 금융서비스 사업부문은 AIG 장기 AAA 신용등급을 바탕으로 자본시장부문을 확대하는데 중요한 레버리지로 활용되었다. 그러나 지난 금융위기 시 IFLC는 2008년도 12억 불의 영업이익을 창출한 반면 소비자 금융회사는 13억 불의 손실을 시현하였다. 한편, AIG붕괴의 원인제공자인 AIGFP는 신용부도스왑(CDS)거래를 통해 405억의 손실을 초래한 바 있고 이러한 규모는 AIG의 전체손실 1,088억 불의 상당부분을 차지하였다.²⁶⁾

그러나 감독 측면에서 거대 복합금융그룹인 AIG를 포괄적 감독을 수행할 감독주체가 부재하였다. 연방저축대부조합 감독자인 OTS가 AIG 모회사감독권한을 갖고 있기는 하지만 효과적으로 감독권한을 행사할 수 없었다. OTS는 2000년 5월 AIG를 지주회사로 승인한 후 AIG 지주회사의 감독기관이 되었다. OTS 감독대상은 AIG 업무모니터링, 관련 법 준수의무, 재무건전성에 관한 것이었다. 비록 AIG 보험자회사들은 주 당국 및 해외 보험당국자의 감독대상이었지만

25) AIG는 1999년 저축대부조합을 매입함을 계기로 Gramm-Leach-Bliley법에 따라 연결감독자로 OTS를 의도적으로 선택하였다. AIG가 연결지주감독자로 OTS를 선택하게 된 것은 이후 AIG FP에게 규제 차익거래를 제공하는 빌미를 제공하게 되었다.

26) FRB의장인 버냉키 의장의 의회증언에 따르면 “AIG는 경미한 규제를 받은 상태에서 시스템위험의 초래자인 금융상품 부서를 갖고 있으며 동 부서는 보험회사에 소속된 일종의 헤지펀드로 무분별한 투기거래로 엄청난 손실을 초래하였다.”고 지적하였다. 여기서 경미한 규제란 CDS의 보험 비규제와 1999년 AIG지주회사에 의한 저축대부조합 감독기관의 선택을 의미한다.

OTS는 AIG 연결감독자였다.

한편, AIG 보험자회사들은 국가보험감독위원회(National Association of Insurance Commissions, NAIC)를 통해 주요 주(텍사스 주, 펜실베이니아 주, 뉴욕 주, 델라웨어 주)의 감독을 받았지만 이는 법적인 권한이 없고 다만 관련 주 당국자들의 감독을 공조하는 역할이었다.²⁷⁾ 텍사스 주 보험당국은 생명보험회사 감독을, 펜실베이니아 주 보험당국은 일반손해보험을, 뉴욕 주는 개인 보험상품을, 델라웨어 주는 지주회사에 대해 각각 감독을 조율할 수 있는 권한을 갖고 있었다. 각 주별 보험감독권한은 재무검사(financial examinations), 거래내역, 지급능력(solvency) 등에 관한 권한을 갖고 있는 반면 주요 4개 감독당국은 개별 주 당국의 권한을 조율하는 기능을 갖고 있었다. 다만, 이들 주요 보험당국은 AIG 지주회사가 보험자회사들과 관련이 있을 경우에 한해 AIG 지주회사를 조사할 권한을 갖고 있었다. 한편, 해외에 위치한 해외 보험회사들은 해당 해외 보험감독당국에 의해 감독을 받았다.

그러나 주별 보험당국자는 CDS판매회사인 AIGFP에 대한 감독권한을 갖고 있지 않아 AIG CDS거래를 실효적으로 모니터링할 수 없었다. 비록 OTS가 AIGFP의 감독자이었음에도 불구하고 AIGFP CDS사업거래 내역에 실효적 감독자의 역할을 할 수 없었다. 2000년 상품선물 근대화법(Commodities Future Modernization Act of 2000)의 규제대상에서 제외되었기 때문에 증권감독위원회(SEC)와 뉴욕 주 보험당국은 CDS를 규제할 근거가 없었다.

또한 AIGFP 활동이 주로 유럽지역(AIGFP 프랑스 지점)에 근거를 두고 있어 유럽감독당국자에 의해 감독을 받아야만 했기 때문이다. 프랑스 AIGFP는 프랑스 감독당국으로부터 인가를 받았음에도 불구하고 런던에서 주로 활동하였다. 프랑스 감독자, 영국 금융당국자(FSA)와 미국 OTS의 감독체계의 공조가 이루어지지 않아 AIGFP는 감독사각지대에 있었다. 이러한 감독체제로 AIGFP CDS 사업에 대한 포괄적인 감독이 이루어질 수 없었으며, 이러한 감독체제의 결여는

27) 개별 주 당국이 관련 AIG 보험자회사를 감독할 법적 권한을 보유한다.

AIG 붕괴의 주요 요인으로 작용하였다.

2. 글로벌 금융위기와 AIG²⁸⁾

가. 비전통 보험 영업활동: 유가증권 대차거래²⁹⁾

2008년 글로벌 금융위기 당시 AIG는 비전통적 보험과 비보험적 영업활동에서 막대한 손실을 입게 되어 정부로부터 총 1,820억 불의 공적자금을 지원받았다. 비전통적/비보험 영업활동은 CDS거래, 주택담보대출 증권(MBS)투자, 유가증권대차거래 등을 포함한다.³⁰⁾ 특히 이러한 영업활동 중에서 비전통보험 영업활동인 증권대차거래는 AIG 유동성위험의 주요 요인이었다.

증권대차거래의 개념 및 기본구조에 대한 설명은 아래와 같다. 증권대차거래는 보험사가 보유한 국공채 또는 주식을 거래상대방에게 대여하고 이행보증을 위해 거래상대방으로부터 현금을 담보로 수취하는 거래를 말한다.

보험회사는 증권을 거래상대방(증권회사)에 대여하고 이행보증의 형태로 현금을 수취한다(유가증권도 담보물건의 대상임). AIG는 보유 유가증권(국채 및 AAA 신용등급을 갖는 회사채)을 대여하고 담보로 수취한 현금을 주로 최우량 신용등급을 갖는 부동산 담보부 대출증권(RMBS)을 매입하는데 사용하는 것으로 해당 증권의 만기는 3년에서 10년에 해당한다. 한편 증권대차거래의 만기가 초단기임을 감안해 볼 때 AIG의 현금담보자산운용전략은 만기불일치문제(유동성위험)를 내포하고 있었다.

증권대차거래는 일반적으로 고위험 투자활동으로 분류되지 않았는데 이는

28) Harrington, S.E.(2009)는 글로벌 금융위기 시 AIG의 비전통 영업활동(비전통, 비보험)의 잠재적 위험성에 평가하고 있다.

29) 유가증권대차거래의 기본구조에 대한 상세한 설명은 〈부록〉을 참조하기 바란다.

30) CDS거래는 AIGFP가, MBS 및 증권대차거래는 주로 생명보험회사들에 의해 수행되었다.

담보가 안전하고 단기인 자산에 투자하기 때문이다. 즉, MetLife 생명보험사도 증권대차거래를 실행하였지만 AIG처럼 대규모 손실을 입지 않았다는 점이다.

Metlife와 달리 AIG는 공격적인 증권대차거래를 실행하였다. AIG의 증권대차거래의 경우 주 감독당국에 따르면 현금담보의 2/3를 장기 MBS에 투자하였다. 더욱이 투자자산의 절반 이상이 3년에서 10년의 만기를 갖는 장기자산에 투자되었다. 이는 증권대차계약의 만기가 단기라는 사실을 감안하면 듀레이션이 상당히 불일치하였음을 의미한다. 이러한 만기불일치 때문에 AIG 증권차입자가 현금대출을 롤오버해주지 않자 AIG는 심각한 현금부족사태에 직면하였다. 더 나아가 담보현금을 비유동성 고위험 자산에 투자하여 유동성을 확보하지 못해 거래상대방으로부터 추가담보요구로 파산위험에 빠지게 되었다.

당시 부동산가격 하락으로 부동산을 기초자산으로 하는 MBS 증권가격이 급락하였고 상황을 우려한 AIG거래상대방이 대규모 중도상환을 요구하였다. 증권대차거래 시 AIG는 대여증권가치의 102~105%에 상당하는 현금을 담보로 요구하였다.³¹⁾ 그런데 이러한 현금담보를 투자한 자산의 가치가 담보가치 이하로 하락하거나 또는 AIG의 신용등급이 하락하는 경우 거래상대방은 AIG에게 중도상환을 요구할 수 있거나 또는 추가 담보를 요구할 수 있었다. 증권대출차입자인 AIG가 이러한 현금상환에 응할 수 없게 되자 채무불이행에 직면하게 되었으며 이를 우려한 정책당국이 AIG에게 210억 달러의 공적자금을 지원하게 되었다.

따라서 AIG는 증권대차거래를 공격적으로 운영하다가 신용등급 하락으로 현금상환요구에 응할 수 없게 되면서 유동성위험에 빠지게 되었고 이는 거래상대방들의 파산위험으로 전이되었다.

한편 미국 AIG 보험계열사들은 유가증권 대차거래실패로 인해 미국 FRB로부터 공적자금을 지원받았바 있다. AIG가 예금수취기관(deposit-taking institutions)이 아니었음에도 불구하고 FRB는 최종대부자로서 유동성을 공급하였다. 이에 대해 여러 가지 해석이 가능하나 가장 설득력 있는 주장은 FRB의 유동성 지원은

31) 글로벌 금융위기 시 AIG의 대차거래는 유가증권의 102~105%의 현금을 담보를 요구하도록 하였다(뉴욕 보험감독법).

AIG가 아니라 AIG의 거래상대방인 금융기관(예금수취기관)을 지원하기 위함이 었다는 것이다. AIG 거래상대방인 금융기관들의 파산을 막기 위해서는 AIG를 구 제함으로써 예금수취기관들의 파산을 막을 수 있었기 때문이다. 따라서 유가증권 대출거래가 잠재적으로 시스템 유발활동일 수 있음을 시사한다.

나. 비보험 영업활동: CDS

AIG는 AIGFP라는 자회사를 통해 CDS사업을 영위하였고 AIGFP 채무를 지급 보증하였다. AIGFP는 AIG지주회사의 지급보증으로 AAA 최상위 신용등급을 획득하였으며 이를 토대로 CDS사업을 수행하였다. 그러나 AIG는 글로벌 금융위 기 동안 금융서비스 사업부문, 특히 CDS 사업부문에서 심각한 문제에 봉착하게 되었다. 금융서비스 사업부문에서는 2007년에서 2008년 9월까지 324억 달러의 손실이 발생하였는데 대부분 손실은 CDS거래에서 비롯되었다. CDS거래실패가 AIG가 붕괴로 이어지는데 단초를 제공한 셈이다.

AIGFP는 최상위 신용등급부문에 해당하는 트렌치(super senior tranches)에 대해 CDS를 매도하였다. 최상위 신용등급을 갖는 대상 자산은 상업용 대출, 주택담보부 대출, 신용카드 외상매출금, 학생대출 등을 담보로 증권화된 자산담보 부 증권(asset-backed securities, ABS)이다.³²⁾

먼저 CDS계약의 기본개념에 관해 간단히 살펴보면 다음과 같다. CDS는 사적 인 금융계약으로 신용부도사건에 대한 보장계약으로 기초자산발행자(reference entity), 신용보장매입자(protection buyer), 신용보장매도자(protection seller)로

32) 자산담보부 증권은 자산포트폴리오를 담보로 하고 증권화과정을 통해 창출된 유가 증권을 말하며 또한 담보부 부채증권(Collateralized Debt Obligation, CDO)과 동일한 의미이다. ABS 증권은 우선변제순위(seniority)에 따라 일반적으로 3단계 트렌치(tranche)-지분, 메저닌, 시니어-의 구조를 갖고 있으며 최초로 손실을 흡수하는 지분트렌치(equity tranche), 지분트렌치로 흡수할 수 없는 위험은 메저닌트렌치(senior tranche)에 의해 흡수되고, 마지막으로 최상위트렌치(super senior tranche)가 나머지 위험을 흡수하도록 설계되어 있다. 따라서 지분트렌치에 신용사건이 발생한다고 해서 최상위트렌치에 신용사건이 발생하는 것이 아님을 유의할 필요가 있다.

구성된다. 특정한 신용사건(credit event)이 발생하는 경우 보장매도자가 일정한 수수료를 받고 신용보장매입자에게 금전적 손실을 보상하는 계약이다. 신용사건 발생은 계약조건에 의해 정해지는데 채무증서 발행 법인이 부도에 직면하는 경우로 규정한다. CDS계약은 헤징, 투기, 차익거래 등 다양한 거래동기에 의해 활용된다.

CDS 신용보장매도자로서 AIGFP는 규제적 자본경감(regulatory capital relief), 차익거래 목적, 그리고 수익제고(yield enhancement) 목적으로 CDS를 발행하였다.³³⁾

AIGFP는 규제적 자본경감을 원하는 유럽 금융기관들에게 기업대출 및 우량 주택담보부대출 CDS를 발행하였다. CDS 신용매입자로서 유럽 금융기관들은 자산담보부증권(ABS)을 보유함으로써 발생하는 위험에 노출되며 이에 따른 요구자본량을 적립해야만 했다. 위험성 ABS에 대한 CDS를 매입하면 전체적으로 위험이 줄어들게 되어 요구자본량을 절감할 수 있었다. 이러한 이유로 유럽금융기관들은 CDS매입을 통해 규제적 자본을 경감할 수 있었다.

또한 AIGFP는 차익거래(regulatory arbitrage)목적으로 거래를 원하는 투자은행 및 헤지펀드에게 CDS계약을 제공하였다. 차익거래의 기본 전략은 유사한 금융상품을 상대적으로 저렴한 금융상품을 매입하고 동시에 상대적으로 비싼 상품을 매도하는 거래에 근거하고 있다. 만기시점에 이르면 두 금융상품은 유사한 상품이므로 유사한 수익구조를 갖게 되어 결국 차익을 얻게 된다. 투자은행 및 헤지펀드는 ABS증권에서 상이한 트렌치를 활용하는 전략, 국별 지수를 이용하는 전략, ABS 트렌치와 실물 CDS를 이용하는 전략 등이 있다.³⁴⁾ 트렌치차익거래는 지분형과 메저넌트렌치 간 스프레드가 지나치게 높다고 판단되는 경우 지분형트렌치를 매도함과 동시에 메저넌트렌치를 매수하는 전략을 의미한다.

33) AIGFP는 규제적 자본경감목적으로 3,790억 불 가량의 차익거래목적으로 CDS를 발행하였다.

34) 이러한 전략은 엄밀한 의미에서 무위험 차익거래가 아니라 위험(risk arbitrage)차익거래이다. 그러나 여기서 위험이란 두 자산 간의 가격 또는 스프레드의 괴리도가 예상을 빗나갈 경우에 발생한다.

국별 지수를 이용하는 차익거래는 미국 신용부도지수(CDX)를 매도하고 유럽 신용부도지수(iTraxx)를 매수하는 전략으로 이는 상대적으로 미국 CDX가 과대평가되거나 또는 유럽 iTraxx 지수가 과소평가되었다고 보는 경우에 집행 가능한 전략이다. 이는 ABS 트랜치에 상응하는 현물채권 스프레드와 실제 CDS스프레드 간의 차이를 활용하는 차익거래전략이다.

또한 AIGFP는 수익창출 또는 투자 목적으로 CDS를 발행하였다. 투자용 CDS거래는 자체 내부모형에 근거하였다. CDS 기초 증권의 채무불이행확률이 극히 낮을 경우(예컨대 0에 가까움) CDS 발행에 따른 위험은 없다고 볼 수 있다. CDS가치평가에 대한 내부모형은 최상위 신용등급의 자산에 대한 CDS를 발행하므로 거의 위험이 없는 것으로 평가하였다. 이러한 예측결과를 전제로 AIGFP는 CDS계약을 대량 발행함으로써 막대한 프리미엄을 창출하였다. AIGFP는 다른 금융기관에 비해 높은(AAA)의 신용등급을 최대한 활용하여 CDS 거래로부터 높은 프리미엄을 수출할 수 있었다. 상대적으로 낮은 신용등급을 갖는 금융기관이 CDS를 발행하는 경우보다 신용등급이 높은 금융기관이 CDS를 발행할 경우 보다 높은 CDS 프리미엄을 수취할 수 있었기 때문이다.

지금까지 CDS의 기본 메커니즘에 대해 살펴보았는데 이하에서는 AIGFP의 CDS거래 특징은 지난 글로벌 금융위기 동안 AIGFP가 발행한 CDS계약은 단 한 건도 행사(trigger)되지 않았다. 이리함에도 불구하고 CDS발행에서 손실이 발생한 것은 ABS를 구성하고 있는 채권의 가격하락에 따른 대손상각(write-down)에서 비롯되었다. ABS를 기초자산으로 하는 CDS의 발행규모는 614억 불(2007년 말 기준)에 달하였다. AIGFP는 비우량 대출자산의 부도로 같은 해 112억 불을, 2008년 기간 중 199억 불을 각각 손실 처리하였다.

그러나 AIG 자본금이 1,000억 불인 것을 감안하면 이러한 손실규모가 AIG붕괴의 주요 요인이라고 보기에는 타당하지 않다고 본다. 사실상 AIG 붕괴의 주요 원인은 AIGFP가 ABS관련 CDS거래의 이행보증에 필요한 담보부족에 있었다. CDS거래 시 발생하는 담보제도는 CDS보장매도자와 거래상대방 신용위험을 관리하기 위해 필요한 제도이다. 따라서 두 거래자 간에 신용등급이 변하거

나 또는 제공된 담보물의 시장가치가 변화하게 되면 이러한 변화는 담보제공에 의해 관리된다. AIGFP가 제공하는 담보금액은 거래 건별, 규모별로 상이하고 계약 시점 이후에는 정기적으로 평가한 담보가치의 변화와 CDS의 대체추정비용과의 차이에 의해 결정된다. CDS 명목금액가치와 ABS 증권가격과의 차이를 토대로 담보금액이 결정되는 것이다. 만일 ABS가치가 하락하여 CDS명목가치와 괴리가 커지면 그 부족분만큼 추가담보가 필요하다.

예컨대 2008년 하반기 ABS 증권가격은 급락하였고 동시에 AIG그룹의 신용등급도 강등되었다. 이로 인해 AIGFP는 추가적으로 현금담보(60억 불)를 제공해야만 했으며 이러한 담보요구에 응할 수 없게 되었다.

따라서 AIGFP는 ABS관련 CDS거래를 수행하는 과정에서 AIG그룹의 신용등급 하락과 ABS 증권가격 하락으로 인한 거래상대방으로부터의 현금담보요구를 제대로 응하지 못해 현금유동성 위기에 봉착하게 되었고 이는 결국 AIG그룹 전체의 붕괴위기로 전이되었다.

3. AIG에 대한 시스템위험 진단과 평가

AIG는 비전통적 보험영업활동과 비보험적 영업활동을 수행하면서 현금 담보관리를 제대로 하지 못해 그룹붕괴에 직면하였다. 이하에서는 어떻게 유동성 위기가 그룹전체 위기로 확산되고 동시에 금융시스템위험을 초래하였는가를 살펴보고자 한다. 결론부터 요약하면 금융시스템위험은 상호연관성과 확산위험(spillover risk) 채널을 통해 유발되었다. 상호연관성은 AIG파산이 거래상대방의 채널을 통해 다른 금융기관의 파산으로 연결되는 고리를 제공하였으며 확산위험은 파산의 전이속도를 각각 반영하고 있다.

가. 상호연관성(interconnectedness)

AIG의 붕괴가 시스템위험을 야기하는 과정에서 주요한 유발 요인은 금융시스템 간의 상호연계성 요인이 시스템위험의 확산에 가장 크게 기여했다는 점이다. 과연 AIG가 시스템위험을 유발하였는가의 여부는 여전히 쟁점사항이지만 사업모형, 공적자금의 투입 동기 및 규모를 고려해 볼 때 기본적으로 AIG가 시스템위험 유발기관으로 보는 것이 타당하다고 본다.

먼저 AIGFP 사업단위를 살펴보면, AIG는 명목금액기준으로 1.6조 달러의 파생상품 거래규모를 갖고 1,500이상의 기관(법인, 정부, 기관투자가등)과 거래하였다. 최상위 트랜치에 대한 CDS거래 중 미해지 위험노출규모는 4,500억 불에 달하였다.

문제는 장외거래를 통한 CDS 파생상품거래 시 담보 및 증거금관리 산출에서 거래상대방위험이 고려되지 않았다는 것이다. 물론 최상위 트랜치 CDS가 부도 위험에 처할 가능성은 사실상 극히 낮지만 만약 발생할 경우 그 이후의 파급효과는 파격적이다. 다시 말하면 신용트리거를 유발하는 사건(주택가격의 폭락 및 신용시장의 붕괴)이 이미 고유위험이 아닌 시스템위험에 해당된다는 점이다. 이와 같은 시스템위험은 AIG에 막대한 손실을 초래하였고 이를 흡수할 수 있는 자본이 부족하여 파산을 초래하였다. 정부의 개입이 없었더라면 AIG의 손실이 상대기관으로 이전되어 도미노 파산이 우려되는 상황이었다. 손실이 상대 금융기관으로 이전되어 상대 금융기관은 손실을 만회하기 위해 보유자산을 대량 매각하였다. 보유자산의 매각으로 자산 가격 급락으로 이어지면서 악순환의 고리가 형성되었으며 이러한 구조적 연쇄반응으로 시스템위험이 발생하였다. 즉 AIG의 파산이 다른 금융기관의 파산의 단초를 제공하였던 것이다. 사실상 AIG는 1,500기관을 거래상대방으로 갖고 있어 AIG의 파산이 허용되었을 경우 금융시스템에 주는 파급효과는 가히 치명적이었을 것이라고 보는 견해가 지배적이다.

나. 확산위험(spillover risk)

다음으로 CDS 거래실패가 AIGFP의 거래 금융기관으로 확산되었는가를 살펴보면 다음과 같다. AIGFP가 AIG 보험회사들과 분리되었다 하더라도 AIG는 세계 5번째 규모의 기관 투자가이기 때문에 AIG 보유자산의 헐값 매각이 세계 채권시장에 상당한 타격을 주었을 것이라는 견해가 있다.

또한 AIG의 대차거래관련 현금담보의 투자손실을 생각해 볼 수 있다. 현금담보자산의 투자손실은 대부분 비우량 MBS증권의 AA와 AAA트렌치에 기인하였다. 동 기간 동안 손실규모는 437억 불에 해당되며 대차거래 상대기관은 시스템상 중요한 은행들(Barclays, Deutsche Bank, BNP Paribas, Goldman Sachs, Bank of America 등)이 이에 해당된다. 더불어 AIG는 최저지급보증이 내재된 투자형 생명보험상품을 판매하였는데 이 때문에 금융위기 당시 주식 및 회사채 시장의 마비로 상당한 손실을 입은 걸로 알려져 있다.

4. 소결

AIG는 국제적으로 활동하는 거대복합금융그룹체제를 형성하며 국별, 권역별(은행과 보험권간) 규제차익을 최대한 활용하여 비전통 보험영업활동 뿐만 아니라 비보험 영업활동을 추구하였다.

AIG는 1조 달러의 자산규모와 해외 130국 이상에 176개 자회사로 구성되어 보험을 포함한 다양한 금융서비스를 제공하고 있다. 특히 국제적으로 활동하는 자회사들을 거느린 AIG는 400여 개의 감독당국으로부터 감독을 받는다. 또한 그룹 내에서 보험업무의 비중이 높음에도 불구하고 AIG 지주회사는 저축대부조합 연방감독자(Office of Thrift Supervision, OTS)를 지주회사 연결감독자로 의도적으로 선택하였다. 보험규제 당국자가 아닌 OTS의 감독 하에서 AIG는 국제적인 거대 복합금융그룹의 사업구조를 통해 규제차익을 최대한 활용할

수 있었다.

AIGFP는 런던에 본사를 두었고 비보험계약인 CDS 발행업무에 종사함으로써 OTS의 감독범위로부터 벗어날 수 있었다. CDS의 거래상대방은 대형 금융기관들이므로 AIGFP의 파산은 이들 금융기관으로 쉽게 이전되었을 수 있고 또한 확산효과도 파괴적이었을 것으로 추정된다. 또한 AIG 보험자회사 간의 내부거래를 통해 공격적으로 증권대차거래를 영위하였다. 증권대차거래의 거래상대방이 대형 금융기관이라는 점에서 금융기관 간 대차거래에 내재된 금융연계성은 대단히 크다고 할 수 있다. 이에 미국 정책당국자들은 AIG 붕괴가 CDS 또는 증권대차거래의 거래상대 금융기관들(대형 은행들)의 붕괴로 이어질 가능성을 우려하여 AIG에 유동성 공급과 공적 자본을 지원하게 되었다.

따라서 AIG그룹은 복합금융그룹체제를 통한 보험사업모형, CDS의 과다발행, 공격적인 증권대차거래 등 시스템 위험이 높은 경영활동을 추구하였기 때문에 글로벌 SIFI에 해당된다. 왜냐하면 이러한 경영활동은 비전통적 보험 또는 비보험적 영업활동에 해당되며 이는 다른 금융권과 높은 연계성을 갖고 있기 때문이다(금융권의 연계성은 시스템위험의 주요 결정요인임).

V. 우리나라 보험산업과 시스템위험

외환위기 직후 우리나라 생명보험 13개³⁵⁾사가 계약이전·이후 영업정지 또는 매각 합병되고, 당시 2개였던 보증보험회사도 합병되는 등 구조조정이 진행되었다. 당시 생명보험회사 및 보증보험회사의 구조조정 과정에서 출자 또는 출연 등의 형태로 공적자금이 지원되었다. 본 장은 이러한 배경을 중심으로 당시 우리나라 생명보험 및 보증보험의 특징을 분석하고 시스템위험과의 관련성을 검토하고자 한다. 그리고 현재 우리나라 생명보험 및 보증보험을 외환위기 당시와 비교할 때 과거 위험이 현재에도 존재하는지를 분석하고자 한다.

1. 생명보험

보험회사의 전통적인 보험활동은 가계 및 기업의 위험을 인수하는 보험계약과 보험계약을 이행하기 위한 자산운용으로 볼 수 있다. 본 절은 외환위기 이후 우리나라 생명보험의 전통적 보험활동을 중심으로 보험계약과 자산운용의 특징을 검토한다. 그리고 생명보험회사의 자산건전성과 유동성 문제에 대한 현황분석을 통해서 외환위기 당시 생명보험 구조조정 배경을 검토한다. 또한 외환위기 당시와 최근 생명보험계약, 보험회사 자산운용 및 자산건전성, 유동성 지표의 차이를 비교한다.

35) 1998년부터 2001년 말까지 계약 이전 또는 매각 합병된 생명보험회사는 고려, 국민, 국제, 동아, 두원, 삼신, 조선, 태양, 태평양, 한덕, 현대, 한신이 있다.

가. 보험상품

생명보험 상품은 기능적인 측면에서 저축성과 보장성이 혼합되어 있는데 외환위기 이전 저축성이 보장성보다 강조되면서 은행 예금과 경쟁하였다. 생명보험 상품이 은행 예금과 경쟁하였다는 사실은 수입보험료 및 배당제도를 통해서 알 수 있다.

수입보험료를 그 기능에 따라 저축성과 보장성으로 분류하고 그 외환위기 당시 저축성 보험료가 대부분을 차지³⁶⁾하였다. 1998년 생명보험 수입보험료 46조 원 가운데 81%(37조 원)가 저축성 보험료이고 19%(8조 8천억 원)가 보장성 보험료이다.

2000년대 생명보험 상품구조가 변화하면서 보장성 보험료의 비중이 51.5%(2010년)로 증가하였다. 즉, 외환위기 당시 생명보험 상품은 은행 예금과 경쟁하기 위한 수단으로 저축성 기능이 강조되면서 보험상품 본연의 보장성 기능이 상대적으로 약화되었다.

〈표 V-1〉 수입보험료 기능별 추이

(단위: 십억 원, %)

구분	FY1998	FY2000	FY2008	FY2010
수입보험료	46,390 (100.0)	46,671 (100.0)	51,232 (100.0)	57,148 (100.0)
저축성	37,555 (81.0)	32,949 (70.6)	20,834 (40.7)	27,737 (48.5)
보장성	8,836 (19.0)	13,722 (29.4)	30,368 (59.3)	29,411 (51.5)

자료: 생명보험협회.

36) 외환위기 이전부터 우리나라 생명보험은 저축성 보험이 중심을 이루었고, 1981년 12월 31일 소득세법이 개정되면서 보장성 보험 개념이 도입되었다.

외환위기 이전 생명보험 상품이 은행 예금과 유사한 저축성 상품이라는 것을 배당제도에서 찾을 수 있다. 배당제도는 보험료를 계산할 때 가정한 예정이율과 실제 이자율의 차이를 정산하고 보험회사 경영효율화에 따른 비용절감 결과를 보험계약자와 배분한다는 성격을 가지고 있다. <표 IV-2>에서 정리한 바와 같이 우리나라 생명보험은 특별배당제도, 금리차보장금제도, 이자율차 배당제도 등이 있다.

특별배당제도, 금리차보장금제도, 이자율차 배당제도 등은 은행 예금금리가 급격히 상승하는 시기에 도입되었다. 해당 시기 예금금리가 급등하면서 생명보험 상품의 가격경쟁력이 떨어졌고, 예금금리와 생명보험 예정이율 차이를 보전하기 위하여 이자율차 배당제도가 도입되었다. 가령 1965년 금리현실화 조치로 인하여 정기예금금리가 30%까지 크게 인상되었을 때 특별배당제도가 도입되었고 1972년 예금금리가 하향 안정화되자 폐지되었다. 그리고 1978년에 다시 예금금리와 예정이율 차이를 보전하기 위해서 금리차보장금제도가 도입되었다. 금리차보장금제도는 1997년 이자율차 배당제도에 흡수되면서 폐지되었다.

<표 V-2> 계약자 배당제도

연도	제도	비고
1965. 10	특별배당제도	폐지(1972.8)
1978. 9	금리차보장금(확정배당)제도 실시	이차배당에 흡수 · 폐지(1997.10)
1984. 4	위험률차(사차) 배당 실시	-
1986. 2	정산배당 실시	위험률차 배당에 흡수 · 폐지(1988. 4)
1988. 4	이자율차(이차)배당 실시 장기유지 특별배당 실시	-
2001. 4	사업비차 배당제도 실시	-

자료: 생명보험협회 60년사.

외환위기 당시와 최근 우리나라 생명보험 상품의 가장 큰 차이는 보장성 강화라고 할 수 있다. 외환위기 당시 생명보험의 경우 80% 이상(수입보험료 기준)이 저축의 기능을 수행하였고 가계의 위험을 인수하는 보장성 기능은 미미하였다. 최근 생명보험 상품은 보장성 기능이 크게 강화되어서 가계의 위험을 인수하고 분산(risk pooling)하는 역할을 수행한다고 평가된다.

나. 자산운용

은행의 경우 자금중개가 가장 중요한 역할이고 자산운용에서 대출채권이 가장 큰 비중을 차지하는 것을 통해서도 은행의 기능을 확인할 수 있다. 보험회사의 경우 가계 또는 기업의 위험인수(underwriting)가 가장 중요한 역할을 하며 자산운용에서 자본시장 또는 재보험 등을 통하여 인수한 위험을 관리하기 때문에 일반적으로 대출채권의 비중이 상대적으로 크지 않다. 그런데 외환위기 당시 보험회사의 자산운용 내용을 살펴보면 대출채권이 운용자산의 큰 비중을 차지하였다.

생명보험회사와 은행의 자산구성 항목을 보면 대출채권이 가장 큰 비중을 차지하고 있었다. 생명보험회사는 1998년 전체 자산³⁷⁾의 38%와 35%를 대출채권과 유가증권으로 보유하였다. 그리고 은행은 같은 시기 자산³⁸⁾의 38%와 12%를 각각 원화대출과 외화대출로 보유하였고 유가증권의 비중은 18%였다. 자산운용에서 대출채권 비중은 외환위기 당시 생명보험회사가 은행처럼 자금중개기능을 일정수준 수행하고 있었다고 판단할 수 있다.

2000년대부터 생명보험회사는 대출채권의 비중을 줄이고 유가증권의 비중을 늘리면서 은행과 차별화된 자산운용을 수행하고 있다. 생명보험회사는 대출

37) 자산합계는 특별계정을 제외한 운용자산과 비운용자산의 합이고, 비운용자산은 10% 내외수준에서 유지되고 있다.

38) 은행자산은 지급보증 대손충당금을 제외하였고 대출채권과 유가증권 이외의 자산은 현금 및 예치금(10%), 고정자산(11%), 매입외환 등 기타 자산(11%)이 있다.

채권 비중을 줄이는 한편 유가증권 비중을 크게 늘렸다. 2010년 생명보험회사의 자산운용 내용을 보면 대출채권과 유가증권은 각각 전체 자산의 20%와 66%를 차지하고 있다. 특히 기업대출 비중이 21.5%(1998년)에서 5.3%(2010년)로 크게 감소하였다.

한편 최근 들어 국내 보험회사들의 대출채권 비중이 감소하고 유가증권 보유 비중이 증가한 것은 상대적으로 자본시장위험에 대한 위험도가 커졌다고 할 수 있다. 이는 유가증권보유가 시가평가 회계를 의미하므로 시장변화에 따라 유가증권가격이 변할 수 있기 때문이다. 반면 대출채권은 시가가 존재하지 않아 상대적으로 시장위험에 대한 위험노출이 낮다고 할 수 있다.

〈표 V-3〉 외환위기 이후 생명보험 자산운용 추이

(단위: 십억 원, %)

	FY1998	FY2000	FY2005	FY2010
현금 및 예금	6,507 (7.0)	3,701 (3.3)	4,231 (2.0)	11,697 (3.5)
대출채권	35,427 (38.4)	38,341 (34.0)	47,392 (22.5)	66,535 (19.9)
기업	19,876 (21.5)	15,519 (13.8)	9,806 (4.6)	17,880 (5.3)
유가증권	32,300 (35.0)	48,270 (42.8)	125,189 (59.4)	220,122 (65.7)
부동산	8,643 (9.4)	9,499 (8.4)	9,284 (4.4)	12,199 (3.6)
자산	92,298 (100.0)	112,663 (100.0)	210,903 (100.0)	335,178 (100.0)

주: 특별계정 제외한 운용자산과 비운용자산의 합.

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템.

다. 유동성위험

본 절은 외환위기 당시 생명보험회사 구조조정이 진행된 배경을 살펴보기 위해서 생명보험의 자산건전성 및 유동성 부족사태를 검토한다. 자산건전성은 지

급능력의 충분성을 의미하는 반면에 유동성 부족은 지급능력과 관계없이 일시적으로 현금조달의 애로사항에 직면하게 된다. 유동성 부족에 의한 현금조달의 애로사항은뱅크런에 의해 촉발되므로 시스템 위험과 밀접한 관련이 있다고 할 수 있다. 먼저 생명보험회사의 자산건전성문제를 살펴보면 아래와 같다.

1) 자산건전성

1990년대 생명보험회사의 자산건전성은 빠르게 악화되는 가운데 외환위기가 발발하였고 그 결과 외환위기 당시 자본잠식 상태에 발생하였다. 1995년 생명보험회사의 총자산은 약 70조 원 규모이고 보험계약 의무를 이행하기 위한 책임준비금은 약 69조 원이었다(〈표 V-4〉). 외환위기 직전까지 총자산과 책임준비금의 차이는 지속적으로 감소하였고 외환위기가 발발한 직후인 1998년 약 2조 원의 책임준비금 부족이 발생하였다.

〈표 V-4〉 외환위기 시 생명보험 자산 및 책임준비금 추이

(단위: 십억 원)

구분	FY1995	FY1998	FY2000	FY2005	FY2010
총자산(A)	69,677	92,298	120,730	239,362	416,652
책임준비금(B)	68,658	95,062	106,222	180,918	279,020
A-B	1,019	-2,763	14,508	58,444	137,632

자료: 생명보험통계 50년, 금융감독원.

생명보험회사의 자산건전성 악화배경에는 1988년부터 1993년까지 26개³⁹⁾ 보험회사가 영업을 개시하는 등 신규 보험회사의 대거 진입에 따른 과당경쟁에서 찾을 수 있다. 생명보험 계약의 경우 초기 사업비 지출이 높는데 신규 보험회

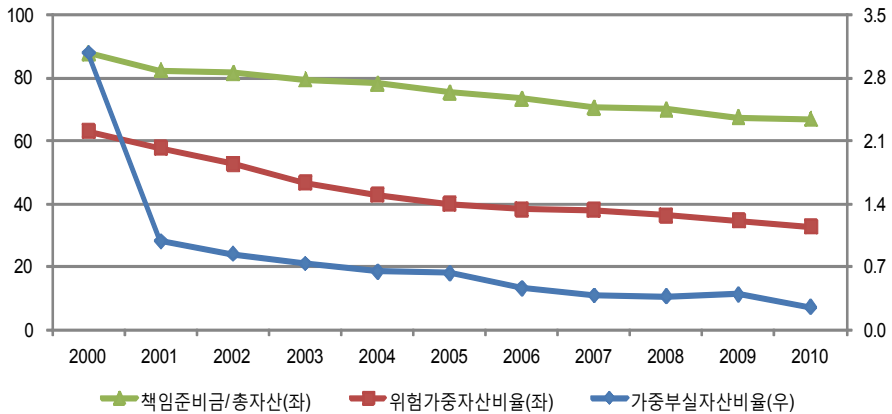
39) 1988년 8개(국제, 금호, 두원, 럭키, 조선, 태양, 한일, BYC, SK), 1989년 10개(국민, 고려, 대신, 동양, 동부, 메트, 삼신, 태평양, 한덕, 현대), 1990-93년 3개(고합, 영풍, 한일) 보험회사가 영업을 개시하였고, 외국계 보험회사 5개(푸르덴셜, 프랑스, 라이나, AIG, ING)도 같은 시기 국내시장에 진입하였다.

사가 기존 보험회사와 유사한 경영전략을 실행하면서 자산건전성은 악화되는 추세를 이어갔다. 그리고 대한생명 등의 기존 대형 보험회사도 경쟁이 심화된 환경에서 외형성장 위주의 경영전략을 유지하였고 그로 인해서 자산건전성은 빠르게 악화⁴⁰⁾되었다. 즉, 1990년대 우리나라 생명보험은 자산건전성 악화 등과 같이 구조적인 문제에 직면하였고 외환위기 발발로 자본잠식상태에 이르게 되어 결국 금융당국이 구조조정을 단행하였다.

구조조정 이후 생명보험의 자산건전성은 개선되는 추세를 유지하였고 금융위기 전후에도 동 추세를 유지하였다. 자산 대비 책임준비금 비율, 자산 대비 위험가중자산 비율⁴¹⁾ 등을 통해서 자산건전성 추이를 보면 금융위기 전후 자산건전성은 꾸준히 개선되는 추이를 유지하고 있다(〈그림 V-1〉).

〈그림 V-1〉 외환위기 이후 생명보험 자산건전성 지수 추이

(단위: %)



자료: 금융감독원, 금융통계정보.

40) 이경룡(1998)은 1980년대 말 이후 진입한 신규 보험회사의 경우 대부분 사업비 손실이 관찰되었고 또한 기존 보험회사의 사업비의 영향을 받았음을 관찰하였다.

Lee(2001)는 당시 생명보험시장의 가장 큰 원인을 외형성장 위주의 경영전략에 있다고 지적하였다.

41) 위험가중자산 비율은 총자산(일반계정 기준) 대비 위험가중자산의 비율인데 위험가중자산은 감독원장이 별도로 정하는 기준에 따라 자산별 위험가중치를 부과하여 계산된다.

외환위기 당시와 최근 우리나라 생명보험회사의 자산건전성을 비교하면 다음과 같다. 1990년대 우리나라 생명보험사는 과당경쟁 상황에서 외형성장 전략을 유지하면서 자산건전성이 빠르게 악화되었고 외환위기 발발로 자본잠식이 발생하였다. 외환위기 이후 구조조정이 완료된 이후 생명보험회사의 자산건전성이 개선되는 추세는 지속되었다. 금융위기 발발에도 불구하고 자산건전성이 개선되는 추세는 최근까지 유지되고 있다.

2) 자금유출(RUN)

앞 절에서 정리한바와 같이 우리나라 생명보험회사는 외환위기 당시 자본잠식이 발생하였고 그 결과 많은 수의 보험회사가 부실로 판정되었다. 부실 보험회사 정리는 기존 보험계약자 해약 여부에 대한 선택과 그에 따른 보험회사의 유동성에 영향을 미치게 된다. 본 절은 외환위기 당시 대량 계약해지 사태에 따른 생명보험의 자금유출 사태를 검토한다.⁴²⁾

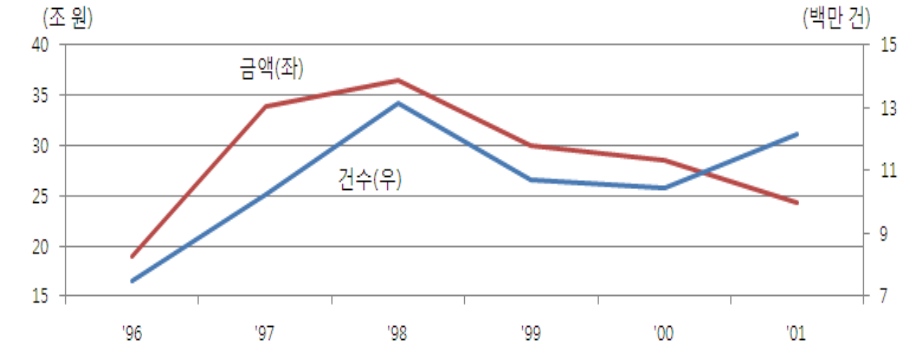
먼저 대량 계약해지로 인하여 생명보험에서 자금유출이 발생하였는지 여부를 수입보험료 추이를 통하여 판단할 수 있다. 보험계약자가 기존 보험을 해약하고 신규 보험상품을 구매하는 경우 생명보험에서 자금유출은 발생하지 않았다고 볼 수 있다. 따라서 보험계약 해지 및 수입보험료 추이를 통해서 외환위기 당시 자금유출 사태를 검토한다.

외환위기가 발발한 직후 생명보험에서 대량 계약해지 사태는 해약건수, 금액

42) 먼저 자금유출과 시스템위험과의 관계를 이론적으로 살펴보면 아래와 같다. 일반적으로 자금유출입의 시간적 불일치로 발생하게 된다. 단기 차입과 장기 운용의 경우 일시에 단기 차입자금에 대한 상환요구가 쇄도하게 되면 장기 운용상품을 헐값으로 매각하게 되어 보유자산가격이 급락하게 된다. 이러한 현상이 동시에 발생하게 되면 자금쇄도는 비유동자산의 대량 매도를 유발하고 대량 매도는 보유자산의 급락을 초래한다. 이러한 과정이 동시에 발생하게 되면 결국 시스템위험에 처하게 된다. 그러나 이러한 현상은 자본시장에서 단기자금을 조달하는 경우에 발생한다. 보험권의 경우 자금유출은 고객해약을 원하는 고객의 자금수요에 의해 발발하므로 자금유출이 개별 보험회사의 파산을 초래할 수 있겠지만 보험전체의 시스템위험을 유발하기에는 불가능하다.

및 해약증가율에서 관찰된다. 외환위기 직전 1996년 생명보험 계약 해약은 약 7백만 건이고, 19조 원 규모였는데, 외환위기 발발 후 1998년 해약건수와 그 규모는 약 1천 3백만 건과 36조원으로 급격히 증가하였다(〈표 V-2〉, 〈그림 V-5〉).⁴³⁾

〈그림 V-2〉 외환위기 전후 해약건수 및 금액 추이(생명보험)



자료: 생명보험통계 50년.

〈표 V-5〉 전년동기 대비 해약증가율(금액기준)

(단위: %)

구분	1997년 11월	1997년 12월	1998년 1월	1998년 2월	1998년 3월
생명보험	21.11	131.89	297.59	291.94	177.75
손해보험	78.87	239.69	399.61	390.11	220.92

자료: 이경룡(1998).

기존 보험계약에 대한 해약의 결과 생명보험에서 자금유출이 발생하였는지 여부를 판단하기 위해서 당시 초회보험료와 수입보험료 추이를 검토한다. 시장금리 가운데 하나인 무담보콜금리의 경우 1997년 11월에 14%였는데 1997년 12월에는 21%로 급등하였다. 당시의 시장금리 변동을 고려하면 외환위기 직후 출시된 생명보험 상품의 예정이율이 기존 생명보험 상품보다 높

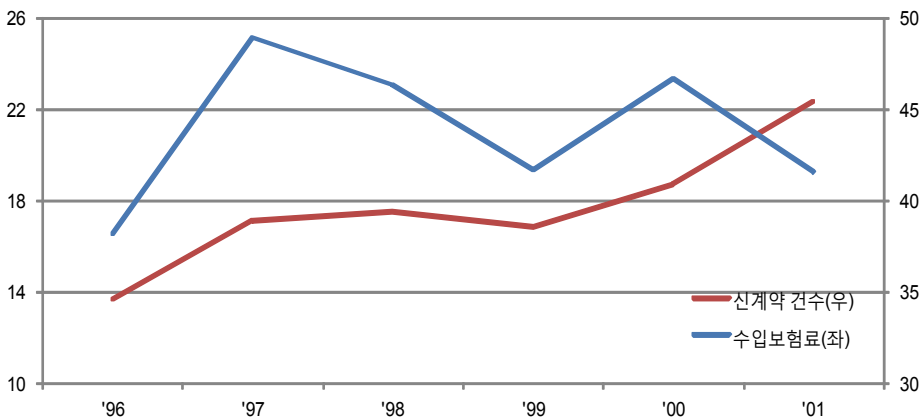
43) 이경룡(1998)은 대량 계약해약사태가 발생하는 등 당시 우리나라 생명보험에서 자금 유출 사태가 발생하였다고 지적하였다.

았을 것이다. 그리고 이와 같은 보험상품 변화는 새로운 보험상품을 가입하기 위해서 기존 보험을 해약할 유인을 제공한다. 즉, 기존 보험계약에 대한 해약이 증가하는 동시에 초회보험료 및 수입보험료가 증가하지 않은 경우 생명보험에서 자금유출(RUN)이 발생하였다고 판단할 수 있다.

외환위기 전후 생명보험회사의 초회보험료는 증가하였지만 해약환급금 대비 증가폭은 크지 않다. 1996년과 1998년의 수입보험료는 약 8조 2천억 원 증가하였는데 이는 같은 기간 해약환급금 36조의 1/4보다 작다. 그리고 같은 기간 신계약이 약 4백만 건 증가하였지만 이는 해약건수 약 6백만 건의 2/3 수준이다.

외환위기 당시 생명보험에서 자금유출이 발생하였는지 여부를 해약환급금 및 해약건수를 수입보험료 및 신계약건수와 비교해서 판단한 결과, 당시 생명보험에서 자금유출이 발생하였다고 볼 수 있다. 즉, 당시 보험계약자가 신규보험을 가입하기 위해서 기존 보험을 해약하였다고 판단하기 어렵다.

〈그림 V-3〉 외환위기 시 신계약 및 수입보험료 추이(생명보험)
(단위: 백만 건, 조 원)



자료: 생명보험통계 50년.

2. 보증보험

보증보험은 보험계약자(채무자)가 계약을 불이행 시 발생하는 피해를 보험회사가 피보험자(채권자)에게 보상하는 특수한 형태의 보험이다. 보증보험은 가계 또는 개인의 부족한 담보력을 보강해서 신용위험을 낮춤으로써 경제활동 활성화에 기여한다.

그러나 외환위기 당시 사채보증부실이 시스템 위험을 초래하였는데 이를 간략히 살펴보면 아래와 같다. 회사채보증은 회사채 신용위험에 대한 보증으로 보증회사가 사채를 보증하고 보증회사채를 은행, 투자신탁 등 금융기관이 대량 보유하게 된다. 이때 만일 기업이 부도나거나 보증회사가 파산하는 경우 보증사채는 부실자산으로 전락된다. 따라서 동 채권을 보유한 금융회사의 자산건전성이 악화됨으로써 금융위기가 초래되었다.

외환위기 당시 보증보험회사는 유동성 및 자본건전성이 악화되었고, 그 결과 구조조정 과정을 겪었다. 이에 본 절은 외환위기 당시 보증보험회사가 취급하였던 보증보험 계약과 유동성 등을 좀 더 자세히 검토하고자 한다.

가. 보험상품

보증보험제도의 경우 개인 또는 기업의 신용위험을 낮추는 한편, 각종 계약보증금을 보증보험으로 대체할 수 있기 때문에 유동성을 확대할 수 있다. 가령 이행보증보험의 경우 입찰, 계약, 하자, 손해배상 등 각종 보증금을 보증보험으로 대체할 수 있다. 또한 소액대출, 이행(지급) 및 회사채에 대한 보증보험의 경우 개인과 기업의 자금조달을 용이하게 함으로써 유동성 확보에 기여한다.

외환위기 당시 신용, 이행, 할부 등 보증상품 가운데 회사채 보증보험의 규모가 가장 컸다. 1998년 보증보험 보험료 수입과 유효보증잔액 가운데 회사채 보증보험이 각각 48%와 49%를 차지하는 등 규모가 가장 컸다. 사채 보증보험의 비중이 높기 때문에 보증보험회사는 경기변동 위험에 크게 노출될 개연성이 존재하였다.

〈표 V-6〉 외환위기 당시 보증보험상품 현황

구분		보증상품 내용
기업		이행(입찰, 계약, 차액, 하자, 지급, 상품판매대금), 인허가, 납세, 할부판매, 리스, 사채 등
가계	고용, 재정보증	신원, 교육훈련비
	민·형사상 각종 담보	공탁, 보증
	기타	소액대출, 개인주택자금, 생활안정자금

자료: 나동민 외(2000).

보증보험은 계약기간 동안 보험계약자의 신용변동 위험을 반영해서 계약을 심사하고 인수조건을 결정한다. 그런데 사채 보증보험 등과 같이 금융보증보험의 경우 보험사고 확률이 비금융 보증보험보다 경기변동에 민감하게 증가한다. 이와 같은 보험사고 확률의 경기 민감도로 인해서 금융보증보험의 판매비중이 클수록 보증보험회사는 경기변동 등의 위험에 더 크게 노출된다.

한편 외환위기 당시 우리나라 채권시장은 담보부 회사채가 중심을 이루었고 기업은 보증보험을 이용해서 담보력을 보강한 후 회사채를 발행하였다. 회사채 시장은 우리나라 기업의 자금에 중요한 역할을 담당하기 때문에 회사채 발행이 어려워지면 기업은 유동성 부족에 직면하면서 부도확률이 상승한다. 즉, 보증보험회사의 회사채 보증보험 공급이 원활하지 않은 경우 기업의 회사채 발행이 어려워지면서 부도가 발생할 가능성이 높아졌다.

2011년 현재 서울보증보험은 이행, 할부판매, 신원 및 소액대출 등의 보증보험을 공급하고 사채 보증보험은 공급하지 않고 있다. 회사채 시장은 여전히 기업의 직접 자금조달에 기여⁴⁴⁾하고 있지만 외환위기 이전과 달리 무담보 채권이 거래되고 있다.

44) 증권시장을 통한 기업의 직접금융 현황을 보면 회사채 발행을 통한 자금조달이 89%를 차지하고 있다. 그런데 대기업과 중소기업 모두 설비투자를 위한 자금을 대부분 내부자금과 금융기관 차입을 통하여 조달하고 있다.

〈표 V-7〉 외환위기 당시 보증보험 상품 현황(1998년 기준)

(단위: 십억 원, %)

구분	신원	이행	할부	사채	기타	합계
보험료	24.6 (2.9)	192.5 (22.4)	71.3 (8.3)	413.0 (48.0)	158.6 (18.4)	860.0 (100.0)
유효보증 잔액	16,923	17,006	9,340	64,458	17,811	130,887

자료: 나동민 외(2000).

외환위기 이후 신용평가기관 설립 및 국고채 시장의 발달 등 우리나라 채권시장 환경이 변화하면서 회사채 시장에서 무담보 채권이 주로 거래되고 있다. 그리고 담보부 채권의 경우 기술신용보증기금의 심사를 통과한 중소기업이 동 기금의 사채 보증보험을 이용해서 일부 발행하고 있다. 즉, 우리나라 경제 및 금융 환경 변화에 의하여 사채 보증보험의 역할은 외환위기 이전에 비하여 크게 축소되었고 서울보증보험은 사채 보증보험을 공급하지 않고 있다.

나. 유동성

앞 절에서 지적한 바와 같이 외환위기 당시 보증보험회사는 사채 보증보험 등 금융보증보험의 판매 비중이 높았다. 금융보증보험의 경우 경기불황 시 보험사고가 급증하는 특성이 있기 때문에 외환위기 직후 유동성 위험에 노출되어 있었다.

그런데 1990년대 보증보험회사의 영업수지를 살펴보면 외환위기에 따른 외생적 충격이 발생하기 이전에 이미 위험관리에 실패하는 등 구조적 문제가 존재하고 있었음을 짐작할 수 있다. 보증보험회사는 1990년대 영업수지 적자가 지속적으로 발생하였고 1990년대 말 누적적자가 2조 5천억 원에 달하였다.

우리나라 보증보험은 1969년 대한보증보험회사가 설립되면서 안정적인 성장 기반을 구축하였다. 그런데 1989년 한국보증보험의 설립으로 경쟁체제가 형성되고 고객서비스가 향상될 것으로 기대되었다. 그런데 경쟁체제로 전환되고 과

당경쟁이 진행되면서 보증보험회사의 부실화가 야기되었다.

보증시장은 보증보험회사가 1개만 존재하였기 때문에 독점의 형태지만 공제 및 기금 등 다른 금융기관이 보증서비스를 공급하기 때문에 실질적으로 경쟁시장이다. 이러한 상황에서 새로운 보증보험회사의 진입으로 경쟁이 과열됨에 따라 보증보험회사는 적정한 위험평가에 근거한 위험인수 과정을 소홀히 하였고 그 결과 영업수지 적자가 지속적으로 발생하는 등 부실화⁴⁵⁾되었다.

〈표 V-8〉 보증보험회사 손익추이

(단위: 억 원)

구분	FY1996	FY1997	FY1998
영업손익	- 997	-11,448	-15,001
투자손익	482	462	- 975
기타손익	16	533	- 2,204
당기손익	- 499	-10,453	-18,180
누적손익	-2,482	-12,932	-25,791

자료: 서울보증보험, 나동민 외(2000) 재인용함.

보증보험회사의 영업적자가 누적되는 상황에서 외환위기가 발발하였고 그 영향에 의해 보증보험회사의 지급여력 부족이 발생하였다. 1998년 1/4분기 대한보증보험과 한국보증보험은 각각 지급여력 기준 대비 2조 원과 1조 원의 부족액이 발생하였다.

〈표 V-9〉 기준 대비 지급여력 부족액

(단위: 억 원, %)

구분	FY98Q1	FY98Q2	FY98Q3	FY98Q4
대한보증	-22,303	-18,622	-24,263	-29,340
한국보증	-11,269	- 8,420	(서울보증)	(서울보증)

자료: 서울보증보험, 나동민 외(2000) 재인용함.

45) 이상제(2011)는 한국보증보험의 경우 설립된 이후 적자 상태가 지속되었다고 밝혔다. 그리고 나동민(2000)은 보증보험회사가 위험을 인수하고 관리하는 과정에서 문제가 발생했었고 보험회사의 과당경쟁 결과 부실화가 초래되었음을 지적하였다.

보증보험회사의 지급여력 부족사태는 앞에서 언급한 바와 같이 과열경쟁 결과 보험회사가 외형 중심 성장전략의 결과로 볼 수 있다. 회사채 보증보험 등 금융보증보험은 다른 보증보험과 달리 외형확장이 빠르고 보증보험회사는 재보험 출재를 통해서 보증한도를 확대할 수 있었다. 더욱이 외환위기 직후에도 보증보험회사는 대우, 삼성, 현대, LG 및 SK 등 5대 기업집단에 대한 회사채 규모를 확대하였고, 그 결과 보증보험회사는 지급여력부족과 잠재적 부실가능성이 심화되었다. 결국 대우 등 대기업 부도가 발생하면서 보증보험회사가 지급해야하는 보험금이 크게 증가하였다. 1998년 12월 서울보증보험의 가용유동자산은 1조 원인데 미지급 보험금이 3조 원에 달하면서 2조 원의 유동성 부족이 발생하였다.

〈표 V-10〉 보증보험회사 유동성 부족

(단위: 억 원, %)

구분	1998년 12월	1999년 1월	1999년 2월	1999년 3월
현금수지	- 812	- 317	- 391	- 1,063
가용유동자산(A)	10,448	10,501	10,261	10,773
미지급보험금(B)	33,861	34,313	34,014	34,124
유동성부족(A-B)	- 23,413	-23,812	-23,747	-23,351

자료: 서울보증보험, 나동민 외(2000) 재인용함.

3. 보험산업 구조조정과 시스템위험

앞 절에서 외환위기 당시 우리나라 생명보험회사와 보증보험회사의 현황을 살펴보았다. 생명보험회사와 보증보험회사는 당시 자산건전성이 악화되고 유동성 부족이 발생하였고 동 문제를 해결하기 위하여 금융당국이 개입해서 공적자금을 지원하는 등 해당 산업 구조조정이 진행되었다. 이에 본 절에서는 우리나라 금융당국이 개입해서 공적자금을 지원하는 기준과 당시 해당 산업과 시스템위험의 관련성을 검토한다.

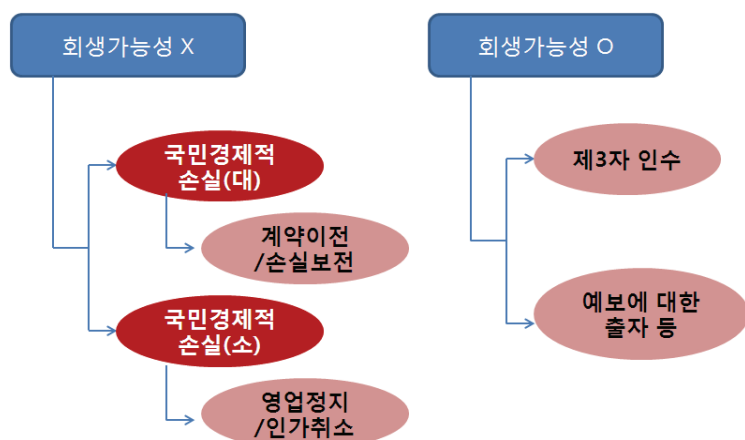
가. 공적자금 지원기준

우리나라 금융당국은 해당 금융기관의 파산·정리절차 또는 공적자금지원 등을 통해 부실 금융기관을 관리할 수 있는 권한을 갖고 있다. 금융당국은 부실 금융기관에 대하여 우선 회생가능성을 평가하고 회생가능성이 낮은 경우 실물 경제에 미치는 충격을 고려한 후 개입여부를 결정한다.

즉, 부실 금융기관의 영업정지 후 실물경제에 미치는 영향이 크지 않은 경우 해당 금융기관은 인가취소 및 영업정지가 진행된다. 그런데 실물경제에 미치는 영향이 크면 금융당국은 부실금융기관 계약에 대하여 손실을 보전한 후 다른 금융기관에 이전한다. 즉, 금융당국이 금융기관의 부도가 시스템위험을 유발할 가능성이 존재하는 경우에 한하여 부실금융기관이 개입하는 것으로 볼 수 있다.

금융당국의 공적자금 지원기준에 따라 외환위기 당시 은행, 보험 등 금융기관에 지원된 공적자금 내역을 살펴보면 다음과 같다. 1997년부터 2002년 6월까지 금융기관에 지원된 공적자금 규모는 약 144조 원이고 이 가운데 은행과 보험회사에 지원된 공적자금은 각각 86조 원과 21조 원이다(〈표 V-11〉).

〈그림 V-4〉 부실금융기관 정리 시 공적자금 지원기준



자료: 공적자금관리위원회(2005), 『공적자금관리백서』.

공적자금의 지원형태를 살펴보면 은행은 부실채권 매입과 출자를 통해서 약 58%가 지원되었고 보험회사는 출자의 형태로 약 76%가 지원되었다. 당시 은행과 생명보험회사는 기업대출에서 발생한 부실채권을 자산관리공사에 매각함으로써 자산건전성을 개선 도모하였다. 그리고 금융당국은 부실 은행 및 생명보험회사를 매각하거나 통폐합하는 과정에서 필요한 자금을 출연, 예금대지급의 형태로 지원하였다. 또한 특수은행(기업은행, 농협중앙회)과 보증보험회사의 경영을 정상화하기 위해서 출자의 형식으로 공적자금이 지원되었다.

공적자금의 지원 원칙을 다시 정리하면 부실금융기관을 퇴출로 인하여 실물경제에 미치는 충격이 큰 경우로 한정하고 있다. 동 원칙에 따르면 외환위기 당시 은행과 보험회사의 부실화가 시스템위험을 야기할 가능성이 높았던 것으로 판단된다.

〈표 V-11〉 외환위기 시 공적자금 지원(2002년 6월 기준)

(단위: 조 원)

구분	출자	출연 /예금대지급	자산매입	부실채권 매입	합계
은행	33.9	13.6	14.0	24.4	85.9
보험	15.9	2.7	0.3	1.8	20.8
투신/증권	7.7	0.0	-	8.3	16.0
종금사	2.7	17.2	-	1.6	21.5

자료: 공적자금관리위원회(2002), 『공적자금관리백서』.

나. 생명보험 구조조정

생명보험의 전통적 보험활동은 1) 위험 인수를 통한 부채 창출, 2) 부채를 이행할 수 있는 자산관리로 볼 수 있다. 그리고 이와 같이 전통적 보험활동을 담당하는 생명보험회사는 일반적으로 보장성 보험 판매비중이 높고 장기채권을 이용해서 자산관리를 실행한다. 그런데 앞 절에서 살펴본바와 같이 외환위기 당시 우리나라 생명보험의 경우 저축성 보험이 중심을 이루는 한편 대출채권이 운용자산의 큰 비중을 차지하는 등 전통적 보험활동과 거리가 있다. 오히려 생명

보험 상품 기능과 자산운용 측면에서 은행과 매우 유사하였다.

그리고 생명보험회사의 자산건전성 악화와 외환위기 직후 경험한 자본잠식은 대형 보험회사에서도 발생하였다. 1997년 말 기준 상위 3개사(삼성생명, 교보생명, 대한생명)의 시장점유율이 67%이었는데 이 가운데 시장점유율 16%를 차지하였던 대한생명이 1998년 자본잠식에 따른 영업정지를 경험하였다. 그리고 같은 시기 약 20여 개의 중소 생명보험회사에서도 자본잠식이 발생하였고, 해당 보험회사에 대하여 시정조치가 내려졌다. 그리고 일부 보험회사의 경우 금융당국의 출연 및 출자 등을 통한 자금확충 후 다른 보험회사로 계약을 이전하고 영업을 취소되었다.

이를 요약하면 외환위기 당시 생명보험회사는 위험이전과 관리보다 저축성 상품을 주로 판매하고 기업대출을 실행하는 등 은행처럼 자금중개 역할을 중심으로 담당하였다. 그리고 중소형 보험회사를 포함한 대형 보험회사 또한 자본잠식 등 부실화되었다. 동 상황을 시스템위험 판정기준 6가지 기준에 맞추어 비교하면 규모 및 비전통적 보험활동 등 2가지가 해당된다. 즉, 당시 자금중개 역할을 수행하던 생명보험회사의 동시다발적 붕괴로 인하여 실물경제에 직접적인 충격을 유발할 가능성이 높았기 때문에 금융당국이 공적자금을 지원하는 등 생명보험회사 구조조정에 개입하였다.

다. 보증보험 구조조정

보증보험은 기업 또는 개인이 담보력을 보강해서 자본시장 접근성을 제고하고 경제활동을 활성화시키는데 기여한다. 보증보험회사가 부실화되면 기존 보증보험 계약이 무효화되기 때문에 실물경제에 미치는 파장이 확대될 수 있다. 특히 회사채 보증보험의 경우 기업이 회사채 발행을 통한 자금조달 시장과 직접 관련되어 있고 외환위기 당시 대기업이 회사채 보증보험의 주요 이용자 집단이었음을 고려하면 보증보험회사의 부실이 실물경제에 미치는 영향을 짐작할 수 있다.

외환위기 당시 금융당국은 보증보험회사의 부실이 실물경제에 미치는 영향

을 우려해서 1999년부터 2001년까지 약 12조 원의 공적자금을 지원하였다. 예금보험공사는 1999년 6월 1조 2,500억 원을 출자하는 등 보증보험회사의 경영정상화를 추진하였다. 그런데 동 과정에서 대우, 삼성자동차 등이 부실화되고 66개 기업의 워크아웃이 진행되면서 보증보험회사의 지급보험금이 크게 증가하였다. 보증보험회사가 대지급 책임이 있는 해당 기업의 회사채 규모는 약 12조 원에 달하였다. 동 사태에 대하여 공적자금 약 9조 원이 추가 지원되었다. 출자형식 이외에도 자산관리공사가 보증보험회사의 부실채권매입을 통한 공적자금 지원규모가 약 1조 7,000억 원에 달하였다.

이를 요약하면 보증보험회사는 외환위기 당시 높은 비중의 회사채 보증보험을 판매함으로써 부실가능성을 키웠고 또한 동 보험으로 인하여 보증보험회사가 실물경제에 미치는 영향이 확대되었다. 외환위기 당시 회사채 보증보험은 은행, 증권, 공제조합 등 다른 금융기관도 공급하였는데 이들은 보증한도가 한정되어 있었기 때문에 보증보험이 중심을 이루었다. 당시 보증보험회사는 IAIS의 6가지 시스템위험 판정기준 가운데 규모와 대체가능성, 비전통적 보험활동(금융보증)이 해당⁴⁶⁾되는 것으로 판단된다.

4. 소결

본 장은 외환위기 당시 우리나라 생명보험 및 보증보험과 시스템위험의 관계를 점검하면서 동 위험이 최근에도 존재하는지를 점검하였다. 외환위기 당시 생명보험의 보험상품과 자산운용 행태는 전통적 보험활동에 해당한다고 보기 어렵고 대

46) 이상재(2011)는 외환위기 충격에 의하여 보증보험 부실이 심화되었고 보증보험 부실이 다시 실물 경제를 위축시킬 개연성이 높았다고 지적하였다. 그리고 당시 금융기관이 큰 비중의 회사채를 보유하고 있었다는 점을 감안해서 당시 보증보험과 금융기관의 연계성이 존재하였다고 주장하였다. 즉, 동 보고서는 보증보험이 외환위기 당시 규모, 대체가능성(substitutability), 연계성(interconnectedness) 등 3가지 판단기준에 해당하기 때문에 시스템위험이 존재한다고 분석하였다.

형 보험회사를 포함한 보험회사의 동시 다발적 부실이 발생하였다. 즉, 당시 생명 보험회사는 비전통적 보험활동과 규모 측면에서 시스템위험과 관련이 높았다.

보증보험회사의 경우 외환위기 당시 회사채 보증보험(비전통적 보험활동)으로 인해서 규모가 급증되었고 보증보험의 실물경제에 미치는 영향도 확대되었다. 그리고 보증보험과 유사한 금융상품을 공급하는 금융기관의 경우 그 공급 한도가 정해져 있었기 때문에 보증보험회사를 대체할 수 있는 가능성은 매우 낮았다. 즉, 당시 보증보험회사는 비전통적 보험활동, 규모, 대체가능성 측면에서 시스템위험과 관련성이 높았다.

외환위기 이후 생명보험회사는 보험상품과 자산운용에서 전통적 보험활동을 영위하면서 시스템위험과의 관련성이 낮아졌다. 보증보험회사의 경우 보증보험 한도를 설정하고 회사채 보증보험 공급을 중단함으로써 실물경제에 미치는 충격의 영향이 축소되었다.

그리고 보험회사 부실이 시스템위험을 예방하기 위한 각종 제도적 장치가 마련되었고, 그 예로 「보험업 감독규정」을 들 수 있다. 「보험업 감독규정」은 1998년 제정되면서 금융당국이 보험회사 경영실태를 상시 감독하고 그 결과에 따라 시정조치를 내릴 수 있는 제도적 장치이다. 금융당국은 보험회사의 지급여력 등에 대한 평가 결과에 따라 경영개선권고, 경영개선요구 또는 경영개선명령⁴⁷⁾을 내릴 수 있다.

이를 요약하면 생명보험회사와 보증보험회사는 외환위기 이후 보험상품의 변화를 통해서 시스템위험과의 관련성이 낮아졌다. 그리고 보험회사 경영에 대한 상시적 감독체제 정비 등과 같은 제도적 장치가 마련됨으로써 다수의 보험회사가 동시다발적 부실이 발생할 개연성을 떨어뜨렸다.

47) 경영개선권고: 지급여력 100% 미만, 경영실태평가 결과 3등급 이상인 경우가 이에 해당하고 자본금을 증액하거나 부실자산 처분 및 배당제한 규제가 적용됨.

경영개선요구: 지급여력 50% 미만, 경영실태평가 결과 4등급 이하인 경우에 해당하고, 보험업 일부 정지, 조직축소, 자회사 정리, 영업 양도의 계획수립을 제출함.

경영개선명령: 지급여력 0% 미만, 부실금융기관이 여기에 해당하고 주식소각, 보험업 정지, 계약이전, 합병 및 영업양도가 진행됨.

Ⅵ. 시스템위험 관점에서 본 국내 보험회사 평가

본 장에서는 국내 보험회사의 보험사업모형을 진단하고 이를 근거로 국내 보험회사가 시스템위험을 갖고 있는지를 살펴보고 이를 토대로 보험권내에서 시스템위험을 초래하거나 또는 확대시키는 SIFI가 존재하는지를 논의하고자 한다.

1. 국내 보험회사의 시스템위험 평가

가. 전통적 보험사업

우리나라 보험회사는 국내 소매 영업활동에 기반을 둔 전통적인 보험사업모형을 추구하고 있다. 또한 대부분 생명보험계약과 손해보험계약이 자산시장과 연계되거나 증권화되어 있지 않다.⁴⁸⁾ 국내 보험회사들은 일반계정에서 저축성 보험 상품(생존, 사망, 생사혼합 보험)에 채권 및 주가지수에 연동하는 자산연계형 보험상품을 취급하고 있으나 그 규모가 미미하여 금융시장과의 연계성이 거의 없다. 이 뿐만 아니라 우리나라 보험회사는 회사채 발행규제가 엄격하여 보험부채를 유동화하여 자본시장을 통해 투자자에게 제공하는 보험부채 연계증권(ILS: Insurance-Linked Securities) 발행이 사실상 불가능하여 보험부채와 자본시장과의 연계성은 존재하지 않는다.

다만, 전통적인 보험상품은 ALM불일치와 금리보증이 내재된 보험상품을 갖

48) 특별계정으로 운영되는 변액연금상품은 비전통 보험 영업활동으로 분류하여 별도로 다루고 있다.

고 있어 저금리 위험에 노출되어 있다. 대형 생명보험회사의 경우 듀레이션 불일치가 4년~5년 정도인 것으로 알려져 있다. 이는 장기금리가 현 수준에서 1%만큼 하락하는 경우 보험부채 가치가 4% 내지 5%로 상승함을 의미한다.

나. 재보험

한편 전통적인 보험활동인 재보험활동이 잠재적으로 시스템위험을 유발할 수 있는 활동인지를 평가해 보자. 재보험시장은 보험회사와 보험회사 간의 시장이므로 금융기관 간 또는 도매시장이므로 잠재적으로 시스템위험 활동이라고 볼 수 있다. 또 재보험회사의 파산으로 원수보험회사들의 보험금 지급문제가 동시에 발생할 수 있다.

그러나 우리나라 재보험은 시스템위험을 유발하기에는 거래규모가 작다. 재보험 거래규모(출재+수재)는 보험료 기준(FY'10)으로 약 15조 원에 달하지만 국내 원수수입보험료의 5% 정도를 차지할 만큼 낮은 비중을 차지한다(출재보험료는 8조 3,000억 원, 수재보험료는 약 6조 1,900억 원에 달한다). 이 가운데 생명보험회사의 재보험 거래규모는 약 2조 원으로 원수보험료 대비 1% 미만이며 손해보험회사의 재보험거래가 13조 원을 차지하여 원수보험료 대비 약 9% 비중을 차지하고 있다.

또한 국내 재보험거래는 금융기관에 직접적인 영향을 줄 수 있는 메커니즘이 존재하지 않아 시스템위험을 유발하지 않는다. 국내 유일 재보험전업회사인 코리안리의 경우를 예로 들어보자. 코리안리는 은행으로부터 차입하거나 채권발행을 통해 외부로부터 자금을 조달하지 않기 때문에 설령 파산하더라도 금융기관에 미치는 영향은 없다고 할 수 있다. 반면 글로벌 재보험회사는 외부차입 조달선이 존재하므로 파산으로 인한 금융기관에 미치는 영향은 낮다 하더라도 파급채널이 존재하지만, 국내의 경우 파급채널 자체가 존재하지 않는다. 현재 국내 재보험시장에서 코리안리는 수재보험료 기준으로 국내시장 72%를 점유할 만큼 국내 재보험시장에서 지배적인 재보험사업자이다.

다. 변액연금

국내 변액연금상품이 실제로 잠재적 시스템위험 유발활동인지를 평가하고자 한다. 먼저 국내 변액연금이 시스템위험 유발활동인지를 논하기 위해서는 규모, 최저보증의 유형 및 특징 등을 살펴 볼 필요가 있다. 첫째, 국내 변액시장은 급성장하는 추세를 보이고 있다. <표 VI-1>은 국내 변액보험 수입보험료 추이를 보여주고 있다. 2003년 수입보험료 기준으로 변액연금 규모가 4,700억 원 수준이었으나 2011년 말 기준으로 10조 원 이상으로 대폭 성장하였는데 이는 연평균 55%의 증가율에 해당된다. 이러한 급증추세는 국내 베이비부머의 퇴직시점이 다가옴에 따라 최저보장옵션이 제공된 변액연금에 대한 선호도가 커진 것을 반영한 것이 주된 요인이다.

〈표 VI-1〉 국내 변액보험 수입보험료 추이

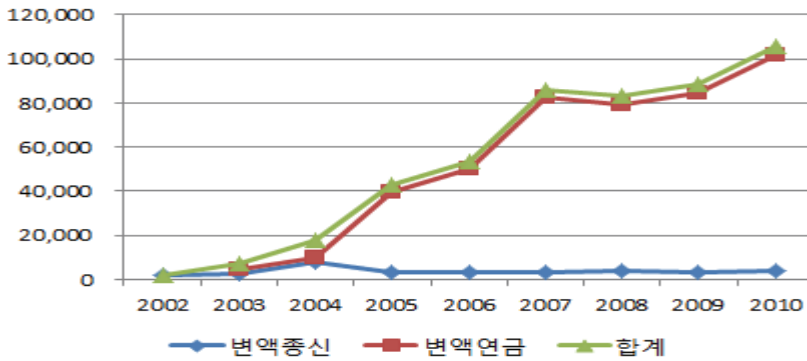
(단위: 십억 원)

구분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
변액 종신	197	248	763	333	330	339	364	358	379
변액 연금	-	469	1,000	3,941	5,042	8,249	7,943	8,478	10,158
합계	197	718	1,763	4,275	5,272	8,589	8,307	8,836	10,537

자료: 보험연구원.

둘째, 국내 변액연금 최종보증의 대부분은 최저사망보험금보증(GMDB)과 최저연금적립금보증(GMAB)의 형태를 띠고 있으며 최저중도인출보증(GMWB) 등 새로운 유형의 보증옵션이 도입초기단계라 볼 수 있다. <표 VI-2>에서는 다양한 형태의 변액연금 보증과 그 내용을 기술하고 있다.

〈그림 VI-1〉 변액보험 수입보험료 추이



자료: 보험연구원.

셋째, 국내 변액연금의 규모는 급증하고 있지만 현재 보험회사들은 변액보험 관련 보증위험을 자본시장을 통해 참여자별 채권 대차거래 통계해 적극적으로 관리하지 않고 있다. 현재 국내 보험회사들은 확률론적 방법에 의한 CTE방식에 의해 책임준비금과 자기자본을 산출하고 있다. 여기서 CTE란 일종의 리스크 측정치로 손실분포의 꼬리부분을 평가하는 조건부 VaR개념에 해당된다. 확률론적 방법에 의한 CTE산출 공식에 따라 최저 보증수수료가 산정되고 이를 토대로 책임준비금과 요구자본이 산출되고 있다. 대부분 보험회사들도 이러한 방식을 통해 최종보증 위험을 파악하고 측정하고 평가하고 있다.

하지만 국내 보험회사들은 별도로 자본시장을 통해 위험관리를 하지 않는 Naked 방식을 취하고 있는데 여기에도 나름대로 이유가 있다. 첫째, 변액연금 적립금의 주식투자비중이 낮아 국내 보험회사들은 Naked 포지션을 취할 수 있다(적립금의 5% 이내일 것이라고 추정된다). 또한 국내에서 출시된 변액연금은 단순한 변액연금만 판매하고 있어 보증위험이 그리 높지 않다고 볼 수 있기 때문이다.

한편, 국내 변액연금 판매보험회사들이 Naked 포지션을 취하는 것은 시스템 위험측면에서 다음과 같은 시사점을 제공한다. 변액연금을 취급하는 국내 보험회사는 보증위험을 헤징하기 위해 자본시장의 투자자로서 참여하지 않아 자본

시장과의 연계성이 단절되어 있다. 변액연금 보증대상은 개인고객이지 금융기관이 아니므로 금융연계성은 존재하지 않는다. 또한 변액연금은 순수 투자형 상품과 전통적인 보험상품의 결합에 의해 대체가능하다. 이와 더불어 변액연금은 국내 보험감독당국에 의해 포괄적 보험규제(extensive insurance regulation)를 받고 있다.

〈표 VI-2〉 변액연금의 보증유형 및 일반적 보장내용

보증유형	일반적 보장내용
최저사망보험금보증 (GMDB)	계약자 사망 시 최저보험금 보장
최저연금적립금보증 (GMAB)	특정기간 이후나 특정시점의 최저적립금 보장
최저소득액보증 (GMIB)	특정시점 이후 사망까지 최저소득 보장
최저부분해약보증 (GMWB)	투자금의 일정부분 인출을 통한 특정기간동안의 최저소득 보장

주: 최저사망보험금보증과 최저연금적립금보증의 차이는 최저 투자금의 보장시점이 사망시점인지 특정시점인지, 그리고 최저소득액보증과 최저부분해약보증의 차이는 보증의 행사시점과 가입자 사망 시 잔존하는 계좌잔고를 상속인에게 지급하느냐에 따름. 또한 투자 수익이 상대적으로 클 경우 보증내용의 선호도를 유지하기 위해 최저 보증해택을 올리는 roll-up이나 ratchet과 같은 옵션이 보장에 포함되기도 함.

이를 요약하면 국내 변액연금은 최저보증의 단순성, 주식시장에 대한 노출미미, 자본시장을 통한 헤징활동 부재, 금융기관이 아닌 개인고객, 포괄적 보험규제적용 등으로 인해 잠재적 시스템위험을 유발하는 활동이 아니라고 판단된다.

그러나 다른 한편 Naked 방식은 발생금융위기 때와 같이 경기침체와 시장변동성이 급증할 경우 금융연계를 통한 시스템위험을 유발하지는 않지만 보험회사의 파산가능성을 증가시킬 수 있다. 예컨대 2008년 금융위기 시 미국 Hartford 보험회사의 변액연금 보증 해지 성공률은 약 93%에 달하였으며 이로 인해 약 400억 불의 추가손실을 막을 수 있었다고 지적하였다. 이는 변액연금이 증가하는 경우 Naked 방식으로만 보증위험을 관리할 경우 자본시장의 하락압

력 시 변액연금 보증부채의 급속한 가치상승으로 보험회사가 파산위험에 직면할 수 있음을 시사한다.

라. 비전통 보험사업

1) 유가증권 대출거래

우리나라 보험회사들도 유가증권 대출거래에 참여하고 있다. 이 절에서는 유가증권대출거래가 우리나라에서 시스템위험을 유발할 수 있는지를 평가하고자 한다. 먼저 결론부터 말하면 국내 보험회사들은 소극적이고 보수적인 소규모 유가증권대출 운용방식을 채택하고 있어 국내 보험회사의 증권대출거래는 잠재적 시스템위험을 유발하지 않을 것이다.

증권대차거래는 보험회사가 보유한 국공채 또는 주식을 거래상대방에게 대여하고 이행보증을 위해 거래상대방으로부터 현금을 담보로 수취하는 거래를 말한다. 국내 보험회사들은 자산운용 투자전략의 일환으로 유가증권 대차거래를 시행하고 있다. 보험회사는 증권을 거래상대방(증권회사)에 대여하고 이행보증의 형태로 현금을 수취하고, 수취한 현금담보를 재투자함으로써 투자수익을 창출할 수 있으며 투자수익금은 증권 대여자와 차입자간의 협상조건에 따라 배분된다.

유가증권대차거래는 주식과 채권을 기초로 현금을 차입하는 방법이 있는데 우리나라는 주로 채권을 대여하는 채권대차거래의 공급자로서 시장에 참여하고 있다. 증권 대출거래는 교환방식 담보형태, 증거금, 초과담보, 만기 등의 측면에서 국가별로 상이하여 다양한 방식이 존재하는데 국내 보험회사는 중개기관에 전적으로 위탁하는 가장 단순한 방식을 채택하고 있다.

국내 보험사들은 증권예탁원, 한국증권금융, 외국계 금융기관을 통해 채권담보부 대차거래업무를 수행하고 있으며 채권대차거래시장에 채권대여자로 참여하고 있다. 대차거래규모는 전체 대여금액의 6.72% 비중을 차지하여 연기금 다

음으로 높은 비중을 차지하고 있다. 또한 채권대차거래의 주요 종목은 3년 또는 5년 국공채, 통안채 등이 거래되고 있다. <표 VI-3>에서 살펴 볼 수 있듯이 국내 보험회사들은 채권의 대여자로 참여하는 반면 채권 차입자로서 참여하지 않고 있는데, 이는 보험회사가 증권대여를 통해 수익을 확보하거나 또는 저렴한 금리로 자금을 차입하기 위해 대차거래에 참여하기 때문이다.

한편, 보험사 채권대차거래의 주요 수요처기관은 증권회사로 증권회사의 채권차입규모는 전체 채권차입의 94%를 차지하고 있다. 이는 증권사는 채권차익 거래용 또는 채권을 차입하여 RP거래로 활용할 목적으로 채권을 차입하기 위함이다. 증권회사는 금년부터 국내에서도 헤지펀드 도입에 따라 프라임 브로커 업무가 활성화됨에 따라 채권차입에 대한 수요가 확대되어 채권대차 거래시장이 보다 확대될 것이다.

〈표 VI-3〉 참여자별 채권 대차거래 통계

(단위: 백만 원, %)

참여자 구분	대여자		차입자	
	체결규모	비중	체결규모	비중
외국인	834,850	0.49%	834,850	0.49%
내국인	168,499,953	99.51%	168,499,953	99.51%
은행	19,417,000	11.47%	4,993,500	2.95%
증권회사	5,446,612	3.22%	159,553,053	94.22%
보험	11,373,700	6.72%	0	0%
연기금	123,339,941	72.84%	0	0%
자산운용	7,517,700	4.44%	1,717,700	1.01%
기타	2,239,850	1.32%	3,070,550	1.81%
합계	169,334,803	100.00%	169,334,803	100.00%

주: 2011년 1월 3일~2011년 11월 25일까지 누적액.
자료: 한국증권금융.

그러나 국내 보험회사들의 증권대차 거래규모는 미미하며 운용전략 측면에서 초보적인 수준에 머물러 있다. 전체 자산규모의 2~3% 이내에서 증권대차거래가 행해지고 있다. 또한 채권대차로부터 발생하는 현금담보를 중개금융기관에 주로 위탁 운용하여 적절한 투자운용전략을 적절히 활용하지 못해 추가적인 수익을 확보하지 못하고 있는 상황이다.

지금까지 국내 보험회사들의 유가증권대출 현황과 특징을 간단히 살펴보았다. 증권대차거래가 자본시장활동이기는 하나 아직 국내 보험회사의 증권대차 거래규모가 미미한 편이고 중개기관에 위탁하는 방식을 감안해 볼 때 보험회사의 증권대출거래는 잠재적 시스템위험을 유발할 정도로 우려할 사항은 아니다. 따라서 보험회사가 수익보장 차원에서 증권대차 거래규모를 확대시키고 현재 위탁방식에서 직접 투자방식으로 전환할 때까지는 증권대차거래는 잠재적 시스템위험 유발이 아니다. 다만, 장기국공채의 저금리추세가 장기화되는 추세임을 감안하면 국내 보험회사, 특히 생명보험회사들은 증권대차거래를 적극적으로 활용할 가능성은 높아질 것이다.

2. 우리나라 SIFI 지정기준에 대한 논의

지금까지 국내 보험회사의 활동을 시스템위험 관점에서 평가하였는데 이하에서는 국내 보험회사의 SIFI 지정여부에 관한 논의를 하면 다음과 같다.

가. 우리나라 글로벌 SIFI지정

글로벌 차원에서 보험회사에 적용되는 SIFI에 대한 논의는 있었지만 구체적 기준을 마련하지 않는 상태이다. 현재까지는 SIFI의 정의만 제시되어 있을 뿐 보험회사에 적용되는 SIFI를 식별할 수 있는 구체적 기준(standards)이 무엇인지 또는 이를 측정화할 수 있는 지표(indicators)가 무엇인지 명확히 규명되어 있지 않다.

한편, 은행권의 경우 이미 글로벌 SIFI 지정기준이 마련되어 있으며 조만간 동 기준을 적용하여 은행 SIFI에 해당하는 은행들을 발표할 예정이다(2012년 6월 말까지 발표예정). 은행이 제시한 SIFI 지정기준방식을 보험권 그대로 적용될지는 의문이지만 동 규제안을 마련하기 위한 세부 시행 작업이 한창 진행 중이다.

이하에서는 은행권의 지정기준인 지표기준(indicator-based) 측정방법을 활용하여 보험권에 적용 가능한 SIFI 지정기준을 제안하고자 한다. 지표기준 측정방법은 글로벌 영업활동, 규모, 금융기관 연계성, 대체가능성, 비전통 사업영역 등 5개로 분류하여 각각 가중치를 부여하여 일정한 점수를 산출하는 방식이다.

글로벌 영업활동은 특정 보험회사가 글로벌 보험시장에서 차지하는 비중을 포착하는데 사용된다. 동 항목은 본국 이외의 지역에서 보험회사의 영업활동의 중요성을 측정하는데 그 목적이 있다. 보험회사 파산으로 인한 국제적 영향력은 역외 자산과 부채가 차지하는 비중(글로벌 보험영업활동)에 따라 다르다고 볼 수 있다. 보험회사 파산 시 글로벌 영업활동이 낮은 보험회사에 비해 글로벌 영업활동 비중이 높은 보험회사의 파산조정이 보다 어렵고 또한 파산으로 인한 파급효과도 훨씬 크다고 볼 수 있다.

규모가 큰 보험회사일수록 금융시장에 부정적인 영향은 보다 클 수 있으므로 시스템 중요성을 측정하는데 중요한 요인이다. 보험회사의 규모는 자산 또는 부채규모 수준보다는 자산 또는 부채활동의 총 위험 노출액(회계적 의미)으로 측정된다. 보험회사의 책임준비금은 soft한 의미에서 자본금이므로 규모측정에 적절한 지표가 될 수 없다. 이보다는 부채에서 책임준비금을 제외한 부채에 해당하는 익스포져(보험채권)가 보다 적합하다.

상호연계성은 금융기관 간 이루어지는 자산과 부채항목으로 평가된다. 개별 보험회사의 파산은 금융기관 간 복잡한 계약관계로 다른 금융기관의 파산가능성을 현저하게 증가시킨다. 한 보험회사가 미칠 수 있는 시스템적 충격을 측정하는 지표로 재보험 보험료가 한 예로 활용될 수 있다. 투자측면에서는 타 금융기관에 대한 대출 또는 타 금융기관이 발행한 주식 또는 유사거래를 상호연계성으로 사용할 수 있다. 또한 보험회사의 상호연관성을 평가하는 추가지표로 도매

자금조달 비율을 활용할 수 있다. 최근 위기로부터의 중요한 시사점은 단기유동 부채로 조달한 자금을 장기 비유동 자산에 투자하는 금융기관에 대한 자금인출은 급속하고 광범위하게 타 금융기관으로 전이되었다는 점이다. 따라서 도매자금조달비율은 금융기관의 시스템적 중요성을 판단하는데 중요한 역할을 담당한다. 도매자금조달비율은 도매부채(총부채-책임준비금-소매고객이 보유한 보험채권)를 총부채로 나눈 값으로 측정된다.

보험회사 파산에 따른 시스템적 충격은 시장참여자 및 보험고객 측면에서 보험회사 대체가능성 정도와 역의 상관관계를 갖는다. 예를 들어 특정 보험영업 활동에서 개별 보험회사의 역할이 클수록 파산으로 인해 서비스 제공의 공백이나 시장 유동성 유입의 감소와 같은 혼란이 더욱 커질 수 있다.

또한 파산 보험회사의 시장점유율이 높을수록 실패보험회사 고객들이 동일 서비스를 다른 보험회사를 통해 구매하려고 할 때 더 큰 비용이 소요될 수 있다.

비전통사업은 금융보증 및 대출보증, CDS 보장매도, 단기 차입규모에 의해 측정된다. 이외에도 시스템적 충격을 증권 금융거래(환매거래, 증권대차거래, 마진거래)와 파생금융상품 관련 총노출로 측정될 수 있다.

지금까지 보험권의 SIFI 지정기준에 해당되는 보험활동을 살펴보았다. 다음으로 이러한 분류에 대한 가중치를 어떻게 부여하는가에 관한 논의들이다. 은행권은 각 5개의 분류에 대해 동일한 가중치를 두고 있다. 보험권의 경우 비전통사업에 가장 높은 가중치를 부여하고 나머지 5개 분류에 동일한 가중치를 부여하는 것이 바람직하다. 이는 비전통사업에서 발생하는데 가장 높은 시스템위험을 초래하기 때문이다(〈표 VI-4〉참조).

이러한 기준에 따르면 국내 보험회사가 글로벌 SIFI에 지정될 가능성은 희박하다. 국내 보험회사들은 국내에 치중하여 전통적 보험활동에 집중하고 변액연금, 증권대차활동, 재보험 등을 포함한 비전통적 보험활동 규모가 영세하고 또는 보수적으로 운영하고 있어 합계점수가 상당히 낮을 것이기 때문이다.

〈표 VI-4〉 지표기준의 G-SIFI 측정방법(案)

분류	항목	가중치
비전통사업	• CDS 발행, 금융보증, 증권금융 관련 노출액 • 변액연금	60%
규모	• (총부채-책임준비금)	10%
금융기관 상호연계성	• 재 보험료 • 도매부채/총부채 • 타 금융기관 대출/주식보유	10%
대체가능성	• 보험시장 점유율	10%
글로벌 영업	• 역외부채/총 역외부채	10%

나. 우리나라 국내(D) SIFI지정

글로벌 SIFI에 대한 논의와는 달리 D-SIFI 논의는 지정기준조차 마련되지 않는 실정이다. 현재 FSB가 한 국가 내에서 시스템적 중요성이 높은 D-SIFI지정기준에 관해 논의 단계에 있다. 여기에서는 국내 보험회사에 D-SIFI가 지정된다면 어떤 기준으로 논의될지 나름대로 안을 제시하고자 한다. G-SIFI에서 글로벌 영업활동을 제외한 다섯 가지 기준을 갖고 D-SIFI를 결정할 수 있다. 같은 논리로 비 전통적 영업활동에 70%를 나머지 각각 분류에 각각 10%씩 가중치를 부과할 수 있다. 이러한 기준에 따라 국내 보험회사들의 개별 점수를 상호 비교하여 일정한 임계치를 기준으로 D-SIFI의 지정여부를 논의할 수 있다.⁴⁹⁾

49) D-SIFI지정에 있어서 은행에도 동일한 방식으로 적용하여 국내 대형금융기관의 점수를 계산하여 순위를 매긴 다음 일정한 임계치를 기준으로 D-SIFI를 결정할 수 있다.

〈표 VI-5〉 지표기준의 G-SIFI 측정방법

분류	항목	가중치
비전통사업	• CDS발행, 금융보증, 증권금융 관련 노출 • 변액연금	70%
규모	• (부채-책임준비금)	10%
금융기관 상호연계성	• 재보험 • 도매부채/충부채 • 타 금융기관 대출 또는 주식보유	10%
대체가능성	• 보험시장 점유율	10%

3. 소결

이장에서는 국내 보험회사의 사업모형을 반영하여 시스템위험의 잠재성을 진단하였다. 또한 은행권의 SIFI기준안을 토대로 보험권의 특수성을 반영하여 SIFI의 지정기준안을 제시하였고 이를 토대로 국내 보험회사의 SIFI지정가능성을 평가하였다.

현시점에서 국내 보험회사의 보험사업모형 특성을 감안할 때 시스템위험의 유발 가능성은 매우 낮다. 국내 보험회사는 전통적인 보험사업모형을 축으로 글로벌보다는 국내 위주의 보험영업활동, 그룹보다는 단일법인체제의 조직구조, 엄격한 권역별 금융규제, 낮은 금융연계성을 갖는 영업활동에 기반을 두고 있다.

한편, 국내 보험회사의 SIFI 지정여부는 불확실하다. 먼저 전통적인 보험활동에 집중하여 국내 보험회사가 글로벌(G) SIFI에 지정될 가능성은 희박하다. 국내 보험회사들이 기본적으로 국내 영업활동과 전통적 보험활동에 집중하고 있다. 변액연금, 증권대차활동, 재보험 등을 포함한 비전통적 보험활동을 추구하더라도 그 규모가 영세하고 보수적으로 운영되고 있어 타 금융권과의 연계성은 매우 낮은 편이다. 그러나 대내적 관점에서 D-SIFI로 지정될 가능성을 평가하기는 용이하지 않다. 국제적으로 용인된 명확한 지정기준이 제시되지 않을뿐더러

또한 이를 분석하기 위한 자료가 공시되지 않고 있기 때문이다. 조만간 N-SIFI 지정에 대한 국제적 기준이 마련되면 향후 국내 보험회사와 보험감독자에게 중요한 이슈로 대두될 것이다.

VII. 글로벌 금융규제 변화의 시사점

이하에서는 글로벌 금융위기 이후 새로운 보험규제 체제의 변화가 글로벌 보험산업에 주는 시사점을 살펴보고자 한다.

1. 글로벌 금융규제와 보험산업 규제

글로벌차원에서 새로운 금융규제개혁이 진행되고 있다. 은행, 증권, 보험, 뮤추얼펀드, 헤지펀드, 신용평가기관 등 권역별로 시스템차원에서 건전성 규제체제가 마련되고 있다. 보험권도 예외가 아니다. 이러한 배경하에서 향후 규제자본제도의 변화, 보험회사의 위험관리체제의 구축강화, 그리고 자본시장을 통한 위험관리, 그리고 시스템위험 측정기법의 개선 등이 예상된다. 이를 세부적으로 살펴보면 아래와 같다.

가. 원칙중심의 자본규제

글로벌 금융위기 이후 보험규제체제는 규정(rule-based)보다는 원칙중심(principle-based)을 강조하고 있다. 원칙중심 규제의 기본방향은 규제당국자가 일련의 기본원칙만을 제시하고 동 원칙을 어떻게 실행하는가에 관한 업무규정을 제시하지 않는다는 점이다. EU Solvency II와 스위스 SST가 원칙중심 규제에 해당된다.⁵⁰⁾ 반면에 규정중심 규제는 기본원칙을 충실히 수행하기 위한 규정이

50) 보험회사의 지급능력(solvency)에 관한 자본규제체제를 말한다.

명시적으로 제시되어 있다. Solvency I가 이에 해당된다.

규정중심 규제는 규제집행의 신속성이라는 측면에서 장점을 갖고 있지만 변화하는 금융환경에 대해 탄력적으로 실효적으로 대응하지 못한다는 단점을 갖고 있다. 금융융합이 가속화되고 불확실성이 존재하는 금융환경하에서 규정보다는 원칙에 입각한 규제가 보다 바람직하다. 정보통신기술의 발달과 글로벌화로 금융시장 및 상품개발속도가 빠르게 전개되는 금융환경은 사전적으로 예측치 못한 다수의 상황을 발생시킨다.

규정중심 규제의 문제점은 이런 상황발생에 신속적이고 실효적으로 대처할 수 없다는 것이다. 예컨대, 예측하기 어려운 사건인 위기가 발생한 경우에 규정중심 규제는 이에 상응하는 조치수단(명시적 규정)이 마련되어 있지 않아 적절한 대응이 이루어질 수 없다. 또한 보험상품이 전통적 보험상품에서 비전통적 보험상품이 취급되면서 보험위험의 범위도 더욱 확대되고 환경하에서 규정중심 규제는 이에 대해 탄력적이고 적절한 수준의 대처가 어렵다.

반면에 원칙중심 규제는 금융환경변화에 보다 탄력적이고 실효성 있게 대응할 수 있다. 원칙중심 규제는 내부위험모형(internal risk model) 사용권장이다. 개별 보험회사는 자신에 적합한 내부위험모형을 활용하여 자신의 사업모형과 이로부터 발생하는 위험범위를 파악하고 측정함으로써 적절한 위험관리를 할 수 있다. 또한 원칙중심 규제는 보험회사로 하여금 자본규제제도를 포함한 전사적 위험관리체제(ERM)를 구축할 수 있다.

이에 반해 규정중심 규제는 보험회사로 하여금 전사적 위험관리체제실행을 어렵게 만들 수 있다. 경제적 또는 회계적 위험관리와 규제적 위험관리를 별도로 실행해야 하는 부담을 안고 있다.

이와 더불어 원칙중심 규제는 규정보다는 원칙을 강조하므로 위기 시 유사한 행위를 유발하지 않아 시스템위험을 줄이는데 기여한다. 규정중심 규제는 위기 때 동일한 규정하에서 동일한 행위를 유발하므로 위기상황에서 파급효과를 더욱 부추기는 작용을 한다.

나. 위험관리체제의 구축강화

글로벌 금융위기 이후 보험감독자는 시스템위험관리체제의 구축뿐만 아니라 개별 보험회사의 자발적 위험관리 중요성을 강조하였다. 금융위기 이후 보험회사 내부위험관리체제의 변화는 위험관리체제강화, 모형위험(model risk)관리, 이해가능하고 사용이 용이한 모형사용, 유인부합적(incentive compatible)행위, 포트폴리오 이론 적용을 통한 수익, 위험 및 다변화로 요약될 수 있다.

선제적이고 독립적 위험관리체제의 중요성이 금융위기 이후 크게 부각되었다. 시장환경 변화에 실효적으로 대처하기 위해서는 건전하고 포괄적인 내부 위험지배구조가 구축되어야 한다. 위험관리 기능을 선제화하고 위험관리자의 독립성과 권한을 확보해야 한다. 이와 더불어 금융기업의 위험선호를 명시화하고 이를 모니터링 함으로써 위험관리문화를 정착할 필요가 있다. 또한 위험을 기반으로 한 성과측정을 통한 성과급체계 형성과 통합적 위험관리 체제를 구축해야 한다.

위험관리체제가 구축되고 제대로 실행되는 것이 무엇보다도 내부위험모형(risk model)을 활용할 필요가 있다. 내부위험모형은 통합적인 차원에서 사업부문별 위험인수능력을 결정하고 사업수행에 필요한 자본금수준을 결정하는 역할을 한다. 규제당국자도 규제자본 평가 시 회사별 내부위험모형 활용을 권장할 필요가 있다. 내부위험모형은 실효적 ALM 활용의 실효성과 위험민감도의 정확성을 제고시키기 때문이다. 내부위험모형을 통한 ALM기법은 위험이 자산 및 부채의 미래가치에 미치는 영향을 평가할 수 있으며 위험민감도는 개별 위험요인이 각 사업부문에 미치는 영향을 보여준다.

위험을 모형화하지 않은 상태에서 위험관리는 위험한 접근방법일 수 있다. 보험사업모형이 단순하고 불변하는 경우에 규정중심 위험관리는 유용할 수 있다. 그러나 금융 융합화가 진행되면서 예전에 경험하지 못했던 다양한 위험에 노출하게 된다. 이러한 상황에서 규정중심의 위험관리방식으로는 위험을 제대로 파악하고 측정하는데 한계가 있으며, 이보다는 원칙중심의 위험관리체제하

에서 내부적 위험모형사용이 필수 불가결하다. 위험개요(risk profile)를 장기적 관점에서 모형화하는 것이 필요하다.

또한 규제적 관점에서 볼 때 리스크 모델링 없이 금융기관을 감독하는 것은 바람직스럽지 못하다. 사업계획, 보험상품의 개발 및 관리, 부채포트폴리오의 가치평가, 자본적정성 등을 반영하여 필요한 자본을 제대로 측정하기 위해서는 리스크 모델링이 중요하기 때문이다.

다. 자본시장 접근을 통한 시스템위험 관련 규제 보완

지금까지 제시된 SIFI 규제체제로 SIFI 지정 이후 금융기관의 도덕적 해이 문제를 해결하기에는 충분하지 못하다. 이러한 문제점을 보완하기 위해서는 자본 시장을 통한 해법이 필요한데 조건부 자본(Contingent Capital) 또는 역 전환채권 등 금융혁신(financial innovation)이 이에 해당 된다.⁵¹⁾ 금융혁신은 FSB가 제시하는 SIFI 규제원칙을 유지하면서 금융기관이 취할 수 있는 과다위험 인수유인을 사전적으로 줄일 수 있다. 아울러 금융기관 파산이 실물경제에 미치는 부정적인 영향을 최소화할 수 있다.

일반적으로 자본은 재무적 또는 회계적 자본(financial capital), 규제자본(regulatory capital), 조건부 자본(contingent capital) 세 가지 유형으로 분류될 수 있는데 지금까지 시스템위험 관리에 대한 접근방법으로는 재무적 자본과 규제자본의 개념만이 강조되어 왔다. 하지만 이보다는 조건부 자본접근방법이 시스템위험 관리에 보다 효율적인 수단일 수 있다.

조건부 자본이란 위험유발사건이 발생한 이후 해당 금융기관이 자동적으로 증권을 발행할 권리를 부여하는 옵션이다. 일반 옵션처럼 조건부 자본은 기초자산, 옵션행사시점, 행사가격에 의해 결정된다.

글로벌 금융위기 당시 금융기관들은 신규 자본을 확보하는데 어려움을 경험

51) 조건부자본을 활용하여 재무적 곤경에 처한 대형 금융기관의 안정화 및 자본확충에 대한 논의로 Duffie, Darrell(2009) 및 Flannery, Mark J(2010)를 참조하였다.

하였다. 위기 대비비용으로 자본재확충을 사전에 조성하는 수단으로 조건부 자본증권 또는 역 전환사채발행이 논의되고 있다. 조건부 자본은 상황의존적인 전환사채 또는 역전환사채 발행, 상황의존적 풋옵션 매입을 통해 신규자본을 확보할 수 있는 금융혁신이다. 상황의존적 전환사채 발행은 금융기관이 감독자가 제시하는 요구자본수준을 충족시키지 못하는 경우에 채권이 자동적으로 주식으로 전환되는 방식이다. 채권이 주식으로 전환됨에 따라 기존 채무가 감소함과 동시에 신규자본이 확충됨으로써 위기 시 금융기관의 지급능력이 제고된다.

또 다른 유용한 자본접근 방법에는 상황의존적 역전환사채 발행방식이 있다. 이러한 방식은 재무적 곤경에 처한 금융기관이 요구자본이나 필요 유동성을 만족하지 못하는 경우 현행 주주들이 주식을 의무적으로 매입하는 메커니즘이다. 상황의존적 역전환사채 발행은 주식자본을 증가시키는 효과가 있다.

상황의존적 역전환사채 발행과 유사한 방식으로 상황의존적 풋옵션 매입방식이 있다. 상황의존적 풋옵션 매입방식은 금융기관의 자본규모가 일정 수준 이하로 떨어지는 경우 금융기관이 시장가격으로 주식을 매각할 수 있는 권리가 부여된 옵션이다. 이러한 방식은 주주총회 의결 없이 신규주식을 발행할 수 있어 위기 시 신속하게 주식자본을 확충할 수 있는 방법이다.

따라서 위기발생 시 금융혁신을 통해 대형금융기관이 시장에서 조달되는 자본확충방식은 현재 논의되고 있는 SIFI 규제방식에 비해 우월하다. 첫째, 자본시장을 통한 금융혁신접근방법은 금융감독자가 SIFI를 별도로 지정하지 않고도 금융기관이 스스로 필요자본을 마련할 수 있는 유인을 제공한다. 둘째, 금융혁신을 통한 자본방식은 금융감독자가 대형 금융기관을 SIFI로 지정하지 않아 SIFI 지정에 따른 도덕적 해이 문제를 유발하지 않는다.⁵²⁾

52) 금융감독자가 SIFI지정에 따른 부작용으로 발생하는 도덕적 해이 문제에 대한 논의는 제II장1절을 참조하기 바란다.

2. SIFI 규제의 한계점: 시스템위험 측정의 정교화

시스템위험을 정확히 측정하는 것이 중요하다. 위험관리는 위험측정이 전제되어야 하기 때문이다. 시스템위험 측정은 모형을 통해 측정이 가능한데 이때 무엇보다도 중요한 것은 시스템위험은 확고한 논리적 근거 하에 기초 및 증거자료를 통해 측정하는 것이다. 애매모호한 측정은 재량에 입각한 규제 남발을 초래할 수 있다. 따라서 시스템위험 규제체제의 신뢰도를 높이기 위해서는 객관적이고 정확한 시스템위험 측정기법이 마련되어야 한다.

시스템위험은 개별금융기관파산이 금융시스템에 미치는 효과를 측정하는 방식과 역으로 금융시스템의 충격이 개별금융기관의 파산에 미치는 영향을 측정하는 두 가지 접근방식으로 측정가능하다.⁵³⁾ 시스템위험 측정기법에는 CoVaR, SES, DIP, CCA 등이 있는데 먼저 CoVaR 측정기법을 소개하면 다음과 같다.

CoVaR는 금융기관이 파산위험에 처한 경우에 금융시스템의 VaR값을 의미한다.⁵⁴⁾ 따라서 동 기법은 한 개별 금융기관의 시스템위험기여도를 계량화한 것이라 할 수 있다. CoVaR은 어떤 금융기관이 시스템 위험을 유발하는지를 평가하는데 유용하다. 예컨대 금융연계성이 높은 금융기관일수록 CoVaR는 큰 값을 갖게 된다.

다음으로 시스템적 기대손실부족액(Systemic Expected Shortfall, SES)시스템 위험측정기법은 CoVaR와는 달리 금융시스템충격이 개별 금융기관의 위험에 미치는 영향을 측정한다. SES는 금융시스템 전체가 과소자본상태에 직면한 상황에서 개별 금융기관이 과소자본상태에 처할 가능성을 측정한다. 흔히 규제당국자는 SES를 스트레스 테스트(stress test)의 수단으로 활용하여 개별 금융기관의 필요자본금을 계산하는데 활용한다.

53) 시스템위험 측정에 대한 다양한 기법들을 소개한 연구논문으로 Bisais, D etc.(2012)를 참조하였다.

54) VaR는 일정기간 동안에 일정 확률하에서 최악의 상황에 해당되는 손실값을 측정하였다.

이외에도 SES와 유사한 위험측정기법으로 DIP(distressed insurance premium)이 있는데, 이는 금융시스템이 재무적 곤경에 처한 경우 개별 금융기관의 기대손실부족액(SES)을 측정한다. 예컨대, 금융시스템의 총손실이 총부채의 임계치(예컨대 15%)를 초과하는 상태를 금융시스템의 재무적 곤경상태로 정의한 경우 개별금융기관의 조건부 기대손실값을 반영한다. DIP 측정기법과 SES와의 차이점은 금융시스템의 재무적 곤경과 금융시스템충격을 어떻게 측정하는가에 달려 있다. 한편 DIP는 개별 금융기관이 금융시스템의 재무적 곤경 위험을 제거하는데 지불하고자 하는 보험료(insurance premium)로 해석할 수 있다.

마지막으로 CCA(Contingent Claims Analysis)기법은 시장에 내재된 기대손실로부터 시스템위험을 측정한다. 시장에 내재된 기대손실은 곧바로 정부의 묵시적 우발채무(contingent liabilities)인 지급보증의 가치에 반영된다. 따라서 CCA는 시스템위험이 발생한 경우 개별 금융기관이 정부의 지급보증가치에 기여하는 위험을 측정한다고 볼 수 있다. 이러한 측정방식은 개별 금융기관의 자산을 채무와 자본의 시장가치 합으로 보고 금융기관의 위험 조정된(risk-adjusted) 대차대조표의 크기를 결정하는 것과 동일하다.

위에서 다양한 시스템위험측정에 대한 최신 분석기법을 살펴보았다. 그러나 시스템위험측정기법을 보다 객관적이고 합리적인 측정기법으로 발전시키기 위해서는 추가적으로 다음과 같은 요인들을 고려할 필요가 있다. 첫째, 바람직한 위험측정치는 극단적 손실사건(extreme loss event)에 해당하는 꼬리상관성(tail correlation)을 명확히 반영해야 한다. 극단적 사건이란 발생할 가능성은 극히 낮지만 발생 이후 손실규모는 대규모임을 의미한다(낮은 빈도와 높은 심도의 특성을 갖는다). 그러나 현실에서는 극단적 사건이 발생하면 손실규모가 클 뿐 아니라 상당기간 동안 지속되는 경향이 있다. 이는 극단적 사건이 발생한 후 또 다른 극단적 사건이 발생할 빈도수가 높음을 의미한다. 위기국면에는 사건 간 위험상관관계가 증가한다. 따라서 위기의 특성을 제대로 반영하기 위해서는 특히 꼬리상관성에 대한 현실적인 가정이 필요하다.

둘째, 시스템위험을 제대로 측정하기 위해서는 기관의 특성을 명시적으로 고

려해야 한다. 예컨대, 시스템위험은 금융기관의 크기, 레버리지, 만기불일치 등을 감안하여 측정되어야 한다. 셋째, 경기사이클의 특성을 반영하여 경기순응적(pro-cyclical) 문제점을 해결하는 시스템위험 측정기법이 마련되어야 한다. 호(불)경기에 시스템위험은 과소(대) 평가되는 경향이 있다. 정확한 시스템위험측정은 경기사이클의 특성에 따른 오류를 최소화하여야 한다.

VIII 요약 및 결론

지금까지 글로벌 금융위기 이후 보험규제체제의 변화와 이러한 변화가 향후 글로벌 및 국내 보험산업에 주는 시사점을 논의하였는데 이를 요약하면 아래와 같다. 보험회사가 시스템위험을 유발하는가의 정도는 사업모형의 유형(전통적인 보험영업에 집중하는 모형, 보험그룹 또는 금융복합그룹의 조직구조를 통한 비 전통/비 보험 사업모형, 금융보증 전업 사업모형)에 의존한다. 전통적인 보험 사업을 추구하는 보험회사는 시스템위험이 낮은 반면 비전통 또는 비보험 영업 활동규모가 클수록 시스템위험이 높다고 볼 수 있다. 전통적인 보험회사는 보험 부채위험의 고유성과 대수의 법칙에 의해 위험을 풀링 또는 이전시킨다는 점, 안정적이고 예측 가능한 방식으로 자금을 조달하고 조달된 자금의 만기에 매칭하는 자산운용전략을 구사한다는 점이 금융시스템의 안정에 기여한다. 이러한 보험사업모형의 특성을 고려하여 시스템상 중요 보험회사를 식별하는 기준을 마련할 필요가 있다. 보험사업모형의 유형별 특성을 감안하여 시스템상 중요 보험회사를 선정할 때 비전통 영업활동규모가 다른 기준(규모, 글로벌 영업활동, 연계성, 복잡성, 대체가능성)보다도 가장 중시해야 한다. 이러한 방식은 동일한 가중치를 부여하여 시스템상 중요 은행을 지정하는 방법과 차별화된다. 또한 글로벌 또는 국가별 SIFI이슈가 국내 보험산업에 주는 시사점으로 글로벌 SIFI는 국내 보험회사에는 현재 존재하지 않으며 다만, 현재 국별 N-SIFI의 지정기준 이슈는 향후 국내보험회사 및 감독당국에 중요한 현안이슈로 대두될 것이다.

다음으로 시스템위험규제에 대한 한계점을 논의하기로 하자. 최근 FSB/IAIS가 제시한 시스템위험은 금융시스템의 관점을 중시하였다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있지만 향후 시스템위험에 대해 보다 과학적이고 정확한 측정이 필요하

다. 시스템위험에 대한 정확한 측정은 시스템위기관리에 보다 유용하기 때문이다. 부정확한 위험 측정은 감독당국자의 재량권을 남용하여 위험관리정책의 신뢰성이 저하될 수 있다. 예컨대 측정상의 오류로 시스템상 중요 금융기관이 아님에도 불구하고 중요 금융기관으로 지정되는 경우 동 기관에 대해 불필요한 모니터링과 정책적 간섭이 이루어진다. 반면 시스템상 중요 금융기관임에도 불구하고 중요 금융기관으로 지정받지 않아 제대로 모니터링 되지 않는 경우 시스템 위험이 발생할 수 있다. 따라서 향후 시스템위험을 보다 객관적으로 정량화할 수 있는 위험측정(risk metric)기법이 개발되어야 할 것이다. 시스템위험에 대한 조기 경보역할을 수행하기 위해서는 정책적 판단보다는 시장에서 용이하기 구할 수 있는 자료를 기초로 시스템위험측정기법이 개발되어야 할 것이다.

참고문헌

- 공적자금관리위원회(2005), 『공적자금관리백서』.
- 나동민 · 김관영 · 오창수 · 조강필(2000), 「금융환경변화에 따른 보증보험의 중장기 발전전략」, KDI 연구보고서.
- 이경룡(1998), 『IMF 시대에 대응한 보험산업의 구조조정』, 보험학회지 52.
- 이상재(2011), 「외환위기 시 한국의 보증보험산업과 시스템 리스크」, Mimeo.
- 이석호(2011), 「보험 시스템리스크관련 검토」, 연구보고서.
- 한국은행(2010), 「거시건전성 논의추이와 과제」, Montly Bulletin.
- _____ (2011), 「최근 글로벌 금융규제 개혁논의의 주요 내용」.
- AIG(2008, 2010), Annual Reports.
- Baluch, F., Mutenga, S., and C. Parsons(2011), “Insurance, Systemic Risk and the Financial Crisis”, The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice 36.
- Billio, M., Getmansky, M., Lo A.W., and L.Pelizzon(2010), “Measuring Systemic Risk in the Finance and Insurance Sectors”, NBER 16223.
- BIS(2011), “Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement”.
- Busuas D., Flood M., Lo A.W, Valavanis S.(2012), “A Survey of Systemic Risk Analytics”, Office of Financial Research, U.S. Department of the Treasury.
- CEA(2010), “Insurance: A Unique Sector Why insurers differ from banks”.
- Duffie, Darell(2009), “Contractual Methods of Out-of Court Restructuring of Systemically Important Financial Institutions”, mimeo.
- Financial Stability Board(2011), “Macroprudential Policy tools and frameworks”.
- _____ (2011), “Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions”.

- Flannery, Mark(2010), “Stabilizing Large Financial Institutions with Contingent Capital Certificates”, Working Paper, CAREFIN, Universita Bocconi.
- Haefeli, D. and K.U. Schanz(2011), “The Costs of the Financial Crisis for Insurance Policyholders”, *SC 11 Insurance and Finance*, The Geneva Association.
- Hanson, S.G., Kashyap, A.K., and J.C. Stein(2011), “A Macroprudential Approach to Financial Regulation”, *Journal of Economic Perspectives* 25.
- Harrington, S.E.(2009), “The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation”, *Journal of Risk and Insurance* 76.
- International Monetary Fund(2011), “How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter”, IMF Working Paper.
- _____ (2011), “The Too-Important-to-Fail Conundrum: Impossible to Ignore and Difficult to Resolve”.
- Lee, Wondon(2001), “Korean Experiences in Life Insurance Sector Reforms after the Financial Crisis”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 26.
- Milliman(2005), “Performance of insurance company hedging programs during the recent capital market crisis”.
- Prasanna, G. and S. Kapadia(2010), “Contagion in financial networks”, Bank of England WP. 383.
- Sjostrum William K.(2009), “The AIG Bailout”, *Washington and Lee Law Review*, Volume 66, Issue 3.
- The Financial Crisis Inquiry Report(2011), “Final Report of the National Commission On the Causes of the United States”.
- The Geneva Association(2011), “Considerations for Identifying Systemically Important Financial Institutions in Insurance”.
- _____ (2011), “Variable Annuities with Guarantees and Use of Hedging”.

부 록 I : 미국 금융개혁법 (the Dodd-Frank Act)

(금융개혁법 제정의 배경)

2007년 금융위기로 리먼 브라더스, 메릴린치, 베어스턴스, AIG 등 미국의 주요 금융기관들이 파산하였으며 이로 인해 미국을 포함한 전 세계가 심각한 유동성 위기와 신용경색을 경험한바 있다. 이에 대응하여 위기 극복을 위한 방법으로 부실자산프로그램(TARP, troubled assets relief program)을 비롯하여 많은 정책적 조치들이 실행되었으나 그 효과와 시스템리스크에 관한 많은 문제점들이 제기되기도 하였다. 미국의 금융개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010)은 바로 이러한 위기 이후의 금융시장의 감독체계 및 위기관리 관련 주요 논의들을 반영하여 제정된 법률이다.

(금융개혁법 주요 내용)

금융개혁법은 크게 금융감독체제 개편, 중요 금융회사(systemically significant institutions)에 대한 규제 강화, 중요 금융회사의 정리절차(orderly liquidation) 정비, 금융지주회사, 스왑시장, 지급결제시스템 등에 대한 규율 강화를 내용으로 한다. 또한 이러한 일련의 개선사항들을 금융감독 규제체계에 반영함으로써 금융시장 전체에 대한 감독기능 강화와 금융안정성 유지, 적정한 시스템리스크(systemic risk) 평가, 선제적 위기방지 등을 목적으로 한다.

금융개혁법은 총 16편(title), 541장(section)으로 구성되었으며 대부분의 각 편이 고유의 법명을 가지는 법률로 9개 연방 법률을 신설되고 50여 개 법률 개정 또는 폐지하는 효력을 지닌다.⁵⁵⁾

55) 김인규·조성민·최준환(2010), 『미국 금융개혁법의 주요 내용』, 한국은행.

(금융안정감시위원회(FSOC)의 신설)

금융안정감시위원회(FSOC)는 중요 금융회사의 지정과 지급결제시스템, 지급결제활동의 지정을 담당하는 기구로서 금융시스템의 잠재적 위협을 사전적으로 파악하고 대응전략을 마련하며 정책당국 간 정보공유와 분쟁 해결을 담당하기 위한 의결기구이다. 금융안정감시위원회(FSOC)는 의결권을 가진 정회원(voting member) 10인과 의결권이 없는 준회원(non-voting member) 5인으로 구성되는데, 정회원은 재무부(의장), 연준(FRB), 통화감독청(OCC), 금융소비자보호국(CFPB), 증권거래위원회(SEC), 연방예금보험공사(FDIC), 상품선물거래위원회(CFTC), 연방주택금융청(FHFA), 신용협동조합(NCUA) 및 대통령이 임명하는 보험전문가로 구성되며, 준회원은 금융조사국장(신설), 연방보험국장(신설), 주정부를 대표하는 은행, 증권, 보험 감독관 각 1인으로 구성된다.

금융조사국(OFR, Office of Financial Research)은 시스템리스크(systemic risk)를 파악하고 사전에 차단하기 위한 금융안정감시위원회(FSOC)의 원활한 기능수행을 위해 금융안정감시위원회(FSOC)의 활동을 돕게 된다. 금융조사국(OFR)은 시스템리스크 파악을 위한 정보수집 및 분석업무를 담당하며 개별 금융회사에 대한 자료제출 요구권을 갖으나 금융회사에 대한 직접조사권은 갖지 아니한다. 금융조사국(OFR) 활동에 필요한 경비는 처음 2년 동안은 연방기여금으로 충당되며 이후에는 중요 금융회사로부터 징수하는 각출금으로 조성되는 금융조사기금(financial research fund)으로 운영된다.

금융안정감시위원회(FSOC)는 금융업종에 관계없이 금융시스템과 경제에 위협을 초래할 수 있는 대형 금융회사들을 연준의 특별 감독을 받는 중요 금융회사로 지정하고 관리하는 기능을 담당한다. 금융안정감시위원회(FSOC)가 지정한 회사에 대해서는 연준이 ‘고강도 건전성 기준(heightened standards and safeguards)’을 적용하며 규정의 준수여부를 감시한다. 만약 중요 금융회사가 고강도 건전성 기준을 준수하지 못하는 경우에는 연준이 금융안정감시위원회(FSOC) 2/3 이상의 찬성을 통해 위험완화 조치(mitigatory actions)를 집행할 수 있다. 위험완화 조치란 해당 금융기관의 인수·합병 제한, 금융상품 판매 제한,

특정 금융거래 중단, 거래수행 방식 관련 조건 부과 등의 활동이다. 만약 위험완화 조치 효과가 충분치 않다고 판단될 경우 연준은 최종적으로 자산 및 부외 자산의 매각 및 이전을 지시할 수 있다.

(금융감독체제 개편)

금융개혁법은 기존에 금융업권별로 나누어져 있던 금융감독체제의 기본 틀은 유지하면서 저축기관감독청(OTS, Office of Thrift Supervision)을 폐지하고 금융소비자보호국(CFPB, Consumer Financial Protection Bureau)을 신설하여 예금기관 감독에 대한 기능을 나머지 기관으로 분산시키는 한편 분산되었던 소비자보호기능을 통합하였다.

금융개혁법에 의해서 기존의 저축기관감독청(OTS)이 폐지되었는데 이는 AIG 사례에서 보듯이 복잡한 구조를 가진 대형금융기관에 대한 저축기관감독청(OTS)의 규제·감독 역량에 대한 의문점이 제기되었기 때문이었다. 따라서 저축기관감독청(OTS)의 기능은 연방통화감독청(OCC, Office of the Comptroller of the Currency)과 연방준비제도이사회(FRB, Board of Governors of the Federal Reserve), 연방예금보험공사(FDIC, Federal Deposit Insurance Corporation)로 각각 분산되었다. 아울러 연방주택금융국(FHFA, Federal Housing Finance Agency)과 연방거래위원회(FTC, Federal Trade Commission), 전국신용조합연합회(NCUA, National Credit Union Administration), 증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission)에도 더욱 중요한 역할과 강력한 권한이 부여되었다.

금융개혁법으로 예금감독기능이 분산된 반면 소비자보호관련 규정은 통합되었다. 신설된 금융소비자보호국(CFPB)은 금융위기 이전 여러 기간에 나누어져 있었던 소비자보호 기능을 취합하여 처리하며 금융개혁법과 기타 연방법에 따른 광범위한 소비자보호 규칙 제정권과 시행권이 부여되었다.

이에 더하여 금융개혁법은 연방보험국(FIO, Federal Insurance Office)을 신설함으로써 기존에 주법에 따라 분산되어 이루어지던 보험회사에 대한 관리와 감독을 연방차원의 통합적 감독기구로 통합하였다. 이는 금융위기 당시 채권보

증보험회사(monoline insurer)와 AIG 사례처럼 보험사 지불능력에 대한 유지·감독 기능이 주정부 주도의 규제체계 하에서 적절하게 이루어지지 못했다는 점을 반영한 결과이다.

〈부록 표 I-1〉 금융위기 이전 미국 금융감독 체계와 위기 이후
금융개혁법에 따른 금융규제 체계 비교

구분		위기 이전	금융개혁법
지주회사	은행	연준	좌동
	저축조합	OTS	연준
	투자은행(대형)	SEC	연준
은행	국법은행	OCC, FDIC	좌동
	주법은행	연준·FDIC 가입 FDIC 가입	연준, FDIC, 주(州) FDIC, 주(州)
	외국은행	연준, OCC	좌동
저축조합	연방인가	OTS, FDIC	OCC, FDIC
	주(州)인가	OTS, FDIC, 주(州)	FDIC, 주(州)
증권회사		SEC, CFTC	SEC, CFTC, 연준 ¹⁾
보험회사		주(州)	주(州), FIO, 연준
신용협동조합		NCUA	좌동
소비자보호		각 감독기구	CFPB, 주(州)

주: 1) 중요 금융회사에 해당하는 경우 연준의 감독대상.

주: 연방보험국(FIO, Federal Insurance Office), 신설

통화감독청(OCC, Office of the Comptroller Corporation)

저축기관감독청(OTS, office of thrift supervision), 폐지

금융소비자보호국(CFPB, consumer financial protection bureau), 신설

증권거래위원회(SEC, Securities and Exchange Commission)

연방예금보험공사(FDIC, Federal Deposit insurance Corporation)

상품선물거래위원회(CFTC, Commodities Futures Trading Commission)

신용협동조합(NCUA, National Credit Union Administration)

자료: 김인규·조성민·최준환(2010), 『미국 금융개혁법의 주요 내용』, 한국은행.

(금융감독체제 개편-보험업 규제체제 개선)

금융개혁법에 따라 연방보험국법(Federal Insurance Office Act of 2010)과 연방보험국(FIO)이 신설되었다. 연방보험국(FIO)은 금융안정감시위원회(FSOC)의 자문역할을 담당하고 재무부내에 설치되며, 건강보험과 장기요양보험(long-term care insurance) 및 작물보험(crop insurance)을 제외한 보험산업 전반에 대하여 보고와 감시권한을 가진다. 연방보험국(FIO)은 ① 정보수집과 시스템리스크에 관한 보험산업의 모니터링을 담당하고, ② 국제보험감독관협회(IAIS, International Association of Insurance Supervisors)에서 미국을 대표함과 동시에 한편 외국 감독당국과의 보험업 관련 국제업무를 조율하고, ③ 국내외 보험관련 사안에 대하여 주(州) 감독 당국의 자문에 대응하고, ④ 시스템위험을 야기할 가능성이 있는 주법간의 보험규제 공백을 파악하고, ⑤ 비은행금융기관으로서 연준의 건전성 감독을 받을 보험사를 금융안정감시위원회(FSOC)에 추천하고, ⑥ 특정 보험업 규제협정(covered agreements)을 주법에 우선하여 적용할 것인지 여부를 결정하는 등의 역할을 수행한다.⁵⁶⁾ 즉 연방보험국(FIO)은 주법에 의한 보험규제에 대한 효율성을 평가하고 연방차원의 보험규제 틀을 형성하는 권한을 갖는 점에서 중요하다.

물론 보험업이 주정부 관할 사항이라는 대법원 판례(1815년)와 보험업의 경우 주정부가 연방정부에 우선한다는 McCarran-Ferguson Act(1945년) 등을 감안하여 대부분의 보험감독은 기존의 방식대로 주정부가 계속해서 담당하게 된다. 대신 신설 연방보험국(FIO)은 외국 감독당국과의 보험업 규제협정(covered agreement)⁵⁷⁾에 관한 보험산업 모니터링과 중요 금융회사 지정과 관련하여 금융안정감시위원회(FSOC)와 협의하는 기능을 담당한다. 아울러 재무부 등이 외국 감독당국과 체결한 협정에 대해서는 연방정부의 결정이 주정부 결정에 우선하도록 정함으로써 통상협상의 원활화를 도모하였다.

56) 김범준(2010), 「2010년 미국금융개혁법상 보험업에 대한 규제개선과 시사점」.

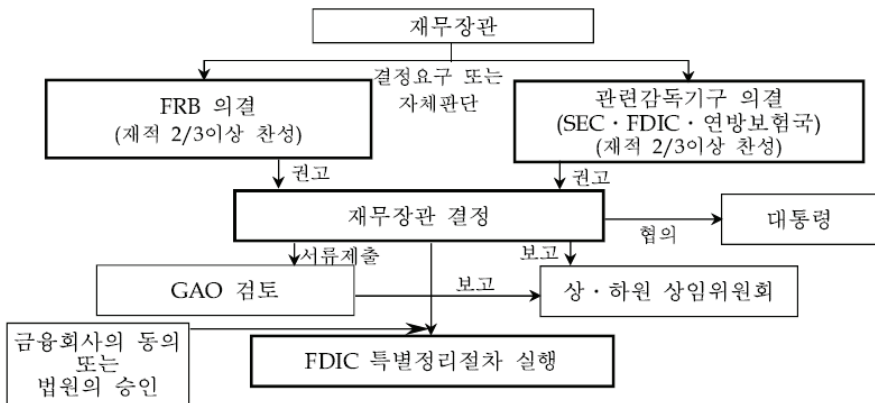
57) 보험업에 대한 국내외의 건전성 규제가 국제적으로 조화될 수 있게 하기 위해 미국 정부가 외국 정부 및 관련 당국과 체결하는 약정이다.

(중요 금융회사 정리절차 개선)

금융개혁법에 따라 중요 금융회사로 지정된 경우에는 증권사·보험사 등 일반 파산법을 적용하는 금융회사일 경우에도 예금취급기관과 마찬가지로 연방예금보험공사(FDIC)의 주도에 따라 특별정리절차(orderly liquidation)를 적용하도록 하였다. 이에 따라 재무장관은 연준 및 관련 감독기구의 권고를 근거로 대통령과의 협의를 통해 특별정리절차의 실행 여부를 결정하게 된다. 다만, 이 과정에서 연방예금보험공사(FDIC)를 관리인(receiver)으로 지정할 경우에는 금융회사의 동의가 필요하다.

정리절차의 집행이 정해지고 나면 연방예금보험공사(FDIC)의 주도하에 대출, 금융회사 보유의 자산·채무의 매입과 매각 및 채무보증 등이 이루어진다.

〈부록 그림 1-1〉 금융개혁법에 따른 중요 금융회사 정리 절차



주: 회계감사원(GAO, General Accounting Office).

자료: 김인규·조성민·최준환(2010), 『미국 금융개혁법의 주요 내용』, 한국은행.

연방예금보험공사(FDIC)는 특별정리절차의 실행을 위해 기존의 연방보험기금과는 다른 별도의 정리기금(orderly liquidation fund)을 재무부내에 설치하며 정리기금의 재원은 채권 발행을 통해 조달된다. 이때 정리절차를 위한 채권발행대금의 규모는 정리대상 금융회사의 자산 크기에 따라 결정된다. 또 연방예금

보험공사(FDIC)는 정리절차를 위해 발행된 채권의 상환을 위해 필요한 경우 중요 금융회사 및 자산규모 500억 달러 이상의 대형 금융회사에 각출금을 부과할 수 있다. 각출금 역시 대상 금융회사의 자산 및 리스크 규모에 비례하여 결정되는데 금액은 기존 각출금 규모 및 해당 금융회사의 연방정부자금의 수혜 정도를 고려하여 연방예금보험공사(FDIC)가 산정한다.

부 록 Ⅱ: 증권대차거래의 기본구조

증권대차거래는 수취한 현금담보를 재투자함으로써 투자수익을 창출할 수 있으며 투자수익금은 증권 대여자와 차입자 간의 협상조건에 따라 배분된다. 대차거래 시 주요 고려사항은 담보금액의 결정방식, 대여증권의 대여기간 및 이자수익, 현금담보의 투자수익 배분방식이라 할 수 있는데 이를 각각 살펴보면 아래와 같다. 대차거래 시 현금담보금액은 계약초기시점에서 대여된 증권 공정가치의 102~105% 내에서 결정되며 일일 시가방식에 의해 매일 조정되며 어떤 경우라 하더라도 증권금액의 100% 이상을 유지되도록 관리된다.

대차거래의 만기는 일반적으로 고정되어 있지 않으나 초단기가 대부분인데 이는 증권차입자가 언제든지 상환을 요구할 수 있는 옵션을 갖고 있기 때문이다.

채권대차거래 시 대여증권에서 발생하는 이자수입은 증권대여자에게 귀속되지만 현금담보재투자에서 발생하는 수입은 증권대여자와 차입자간 계약조건에 따라 배분되며 증권차입자에게 지급하는 금리를 리베이트 금리(rebate rate)라 한다. 리베이트 금리는 대여증권의 희소성에 따라 마이너스까지 가능한데 예컨대 희소성이 큰 증권을 대여하면 대여자는 차입자로부터 금리를 수취하는 경우가 이에 해당된다.

생명보험회사는 물량중심(volume-oriented)의 투자전략을 선호하여 국공채와 같은 안전자산을 대여하는 대신 증권차입자로부터 수취한 현금담보를 보다 위험성이 높은 채권펀드에 투자하는 경향이 있다. 물량중심의 투자전략이란 국공채처럼 희소성이 낮은 증권을 증권차입자에게 대여하고 높은 리베이트 금리를 지급하지만 현금담보를 비교적 위험성이 높은 채권에 투자하는 경우를 의미한다. 이와는 달리 가치위주(value-oriented)의 투자전략은 희소성 있는 증권을

토대로 높은 프리미엄 확보가 목적이므로 담보현금을 가능한 듀레이션이 짧고 안전한 채권펀드에 투자하는 것을 원칙으로 한다.

그러나 생명보험사는 물량중심의 투자전략을 구사하는 과정(즉, 현금담보를 재투자하는 과정)에 있어서 유동성위험, 신용위험, 그리고 듀레이션위험에 처하게 될 수 있다. 현금담보 재투자 시 발생하는 유동성위험이란 채권차입자가 채권반환을 갑자기 요구함으로써 이에 상응하는 현금을 확보하지 못함으로써 생길 수 있는 손실을 말하는데 유동성이 낮거나 만기가 장기인 금융상품에 투자하여 단기간에 투자자금회수가 어려운 경우에 발생한다.

현금담보 재투자 시 발생하는 신용위험이란 보험사가 현금담보를 재투자할 때 취득 유가증권이 채무불이행에 노출되는 경우를 말한다. 현금담보 재투자 시 발생하는 듀레이션위험이란 보험사가 수익보강을 위해 현금담보를 장기채권에 재투자함으로써 발생하는 위험으로 대여증권의 만기는 단기인 반면에 재투자 대상채권의 만기가 긴 경우 금리변화에 대한 보험사의 위험익스포저는 크게 증가한다.

예컨대 금리가 상승하는 경우 보험회사는 대여채권의 상환요구를 충족시키기 위해 현금담보자산을 매각해야하는데 매각 과정에서 손실이 발생한다. 물론 이밖에도 거래상대기관이 채무불이행에 따른 신용위험 등이 발생할 수 있다.

그러나 생명보험사는 물량중심의 투자전략을 구사하는 과정(즉, 현금담보를 재투자하는 과정)에 있어서 유동성위험, 신용위험, 그리고 듀레이션위험에 처하게 될 수 있다. 증권대차거래의 활용목적은 추가적인 유가증권의 수익을 제고함과 동시에 보유비용을 절감할 목적으로 활용한다.

현금을 담보화 하는 대차거래는 현금담보자산을 단기 금융시장에 투자함으로써 대여자에게 수익을 보강하는 투자전략(overlay investment strategy)이다. 일반적으로 채권을 보유할 경우 신용도가 높고 안전한 금융기관에 채권을 예탁하며 이에 대한 반대급부로 예탁수수료를 지급하지만 채권대차거래는 예탁수수료를 채권차입자가 지불함으로 예탁수수비용을 절감할 수 있다.

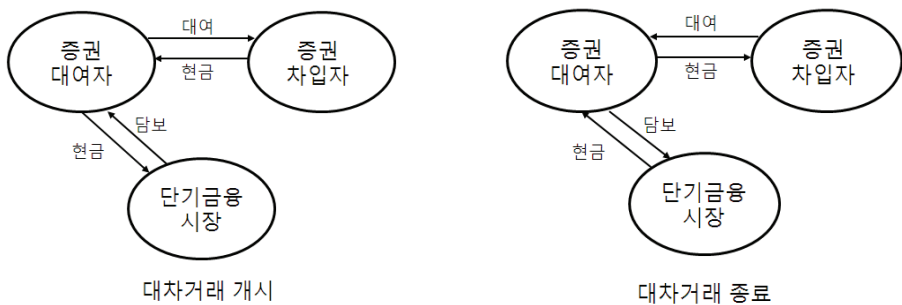
중개기관이 차입자와 증권대차계약을 대행하고 계약조건을 정한다음 차입자

로부터 담보를 수취한 다음 증권을 대여한다. 대여증권은 일일 정산되며 추가담보의 여부를 결정하고 만기에 차입자는 중개기관에게 반환하고 담보를 되돌려받게 된다.

마지막으로 증권대여자와 중개기관이 현금담보자산운용으로 발생하는 수익을 배분한다. <부록 그림 II-1>에서 대차거래가 개시되는 시점에서 증권대여자(보험회사)는 증권을 대여하고 증권차입자(금융기관, 헤지펀드 등)는 차입한 현금을 증권대여자에게 담보형태로 제공하는 구조로 증권대여자는 수취한 담보현금을 현금으로 보유하는 대신 만기가 짧고 유동성이 높은 단기금융시장에 투자하는 방식으로 유동성자산으로 확보수단으로 활용할 수 있다.

대차거래를 통해 유가증권 대여자는 차입자에게 현금조달비용의 대가로 리베이트 금리를 요구하며, 수취된 현금을 다시 재투자하여 리베이트 금리보다 높은 수익률을 확보할 수 있다. 한편 대차거래가 종료되는 시점에서는 증권대여자는 단기금융시장상품을 매각하여 현금을 확보하고 다시 현금을 증권차입자에게 되돌려주고 대여된 증권을 회수함으로써 계약이 종료된다.

〈부록 그림 II-2〉 증권대차 거래



자료: An Introduction to Securities Lending(Australia)(2005).

대차거래 시 담보는 현금과 적격 유가증권이 있으나 주로 현금담보를 활용하는 경우가 지배적이며 만기조건은 유가증권 차입자(주로 증권사 또는 헤지펀드 등)의 신축성을 제공하기 때문에 주로 초단기이다. 또한 대차거래는 유가증권

대여자를 보호하기 위해 증거금제도의 일종인 초과 담보제(over-collateral)와 일일 정산 시가평가제(Marking To daily Market price, MTM) 등 제도화된 위험관리를 갖고 있다. 초과 담보제란 채무이행보증권의 형태로 현금담보(cash collateral)가 대여유가증권의 시장가격보다 2~5% 높게 현금담보를 유지하는 제도를 말한다(〈부록 표 Ⅱ-2〉 참조).

〈부록 표 Ⅱ-2〉 유가증권 대차거래의 특징

특징	현금담보 대차거래	증권담보 대차거래
교환방식	유가증권 재취득 전제로 현재 매각	유가증권재매입 전제로 매각
교환형태	유가증권 vs. 현금	유가증권 vs. 담보부 유가증권
담보유형	현금	유가증권
상환대상	담보제공자에게 리베이트 금리제공 및 대여증권 상환	자문료(fee)지급하고 대여증권
증거금제도	초기 및 변동증거금 부과	상동
초과담보	채권대여자가 초과담보요구	상동
만기	월별경과이자 지급형식 (즉시상환요구가능)	상동
대상증권	채권 및 주식	상동
거래동기	특정 유가증권	상동

자료: An Introduction to Securities Lending(Australia)(2005).

일일정산의 시가평가제도(marking to daily market price)란 유가증권의 가치를 매일 형성된 시장가격으로 평가하여 전일 가격과 금일가격과의 차이를 반영하는 제도를 말한다.

위에서 제시한 요건들을 종합해 볼 때 현금담보대차거래는 다음과 같은 특징을 갖고 있다. 첫째, 대차거래는 담보현금을 다시 유가증권에 재투자한다는 점에서 레버리지(leverage)가 내재된 투자라 할 수 있는데 이는 담보현금을 일종의 차입이라 볼 수 있기 때문이다. 둘째, 담보현금을 유동성자산에 투자하는 게

일반적이지만 만기가 긴 자산에 재투자함으로써 수익을 증대시킬 수 있다.

보험회사가 증권대차거래를 수행하는 이유는 첫째는 ALM전략수단의 하나로 활용될 수 있으며, 둘째, ALM체제하에서 대차수수료 및 예탁수수료 절감 등을 통해 부가적인 수수료를 창출할 수 있으며, 마지막으로 barbed 채권투자전략⁵⁸⁾을 구사할 수 있어 추가적인 금리소득을 창출할 수 있다는 점이다.

대차거래는 보험사의 장기부채에 상응하는 장기국공채(만기보유형)를 거래상대방에게 매각하는 것이 아니라 대여하는 거래이므로 보험사에게 가장 중요한 ALM전략에 매칭하는 전략이다. 증권대차거래는 대여에 따른 반대급부인 대차수수료를 취득할 뿐 아니라 보유 유가증권을 제3기관에 예탁하는 대가로 지불하는 예탁수수료를 거래상대방에게 전가함으로써 예탁비용을 절감할 수 있다.

적극적인 대차거래전략의 하나로 증권대차에 따른 이행보증금을 제시된 현금담보를 대차계약의 만기에 부합하는 유동성자산에 투자하되 대부분의 단기채권과 소수 장기채 우량 채권의 포트폴리오인 barbed 채권투자전략을 형성함으로써 추가적으로 얻게 되는 수익을 확보할 수 있다.

대차거래로 확보된 현금으로 일정한 스프레드 확보가 가능한 고정수익증권에 투자함으로써 수익을 올릴 수 있는데, 이러한 수익 중 일부는 반대급부로 지급하는 리베이트의 금리로 지급하고 남은 순수익(차액)이 주요 수익이 된다. 일정한 순수익(=(투자수익률-리베이트금리)*투자금액)을 창출할 수 있다.

58) barbed 채권투자전략이란 채권포트폴리오의 듀레이션을 일정한 수준을 목표로 하고 신용위험 또는 컨벡시티(convexity)위험을 택하여 전체 채권포트폴리오의 수익을 보강하는 거래기법을 말한다.

부 록 Ⅲ: CDS 거래의 기본구조

CDS는 사적인 금융계약으로 신용부도사건에 대한 보장계약이다. CDS 계약은 기초자산발행자(reference entity), 신용보장매입자(protection buyer), 신용보장매도자(protection seller)가 포함된다. 특정한 신용사건(credit event)이 발생하는 경우 보장매도자가 일정한 수수료를 받고 보장매입자에게 금전적 손실을 보상하는 계약이다. 신용사건 발생은 계약조건에 의해 정해지는데 채무증서 발행 법인이 부도에 직면하는 경우로 규정한다. CDS는 장외로 거래되며 대형 글로벌 은행들이 CDS 딜러역할을 담당한다. CDS 딜러는 CDS 매입과 매도를 통해 bid-ask 스프레드를 창출한다. 기타 참여자로서는 헤지펀드, 투자회사, 보험회사 등이다. CDS 계약은 헤징목적으로 투기목적으로 또는 차익거래 등 다양한 거래동기에 의해 활용된다.

보험연구원(KIRI) 발간물 안내

■ 연구보고서

- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목, 장동식, 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.6
- 2008-3 확정급여형 퇴직연금의 자산운용 / 류건식, 이경희, 김동겸 2008.3
- 2009-1 보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안/ 안철경, 권오경 2009.1
- 2009-2 자동차사고의 사회적 비용 최소화 방안 / 기승도 2009.2
- 2009-3 우리나라 가계부채 문제의 진단과 평가 / 유경원, 이해은 2009.3
- 2009-4 사적연금의 노후소득보장 기능제고 방안 / 류건식, 이창우, 김동겸 2009.3
- 2009-5 일반화선형모형(GLM)을 이용한 자동차보험 요율상대도 산출방법 연구 / 기승도, 김대환 2009.8
- 2009-6 주행거리에 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도, 김대환, 김혜란 2010.1
- 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원, 이해은 2010.4
- 2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태, 이경희 2010.5
- 2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진익, 김동겸 2010.7

■ 정책보고서

- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
- 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호, 최원 2008.3
- 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 이태열, 신종협, 황진태, 유진아, 김세환, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 2008.11
- 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진익, 이민환, 유경원, 최영목, 최형선, 최원, 이경아, 이해은 2009.2
- 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3
- 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수, 김경환, 이종욱 2009.3
- 2009-4 2010년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 황진태, 변혜원, 이경희, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 / 2009.12

- 2009-5 금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향 / 안철경, 변혜원, 권오경 2010.1
- 2010-1 보험사기 영향요인과 방지방안 / 송윤아 2010.3
- 2010-2 2011년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 김대환, 이경희, 이정환, 최원, 김세중, 최이섭 2010.12
- 2011-1 금융소비자 보호 체계 개선방안 / 오영수, 안철경, 변혜원, 최영목, 최형선, 김경환, 이상우, 박정희, 김미화 2010.4
- 2011-2 일반공제사업 규제의 합리화 방안 / 오영수, 김경환, 박정희 2011.7
- 2011-3 퇴직연금 적립금의 연금전환 유도방안 / 이경희 2011.5
- 2011-4 저출산·고령화와 금융의 역할 / 윤성훈, 류건식, 오영수, 조용운, 진익, 유진아, 변혜원 2011. 7
- 2011-5 소비자보호를 위한 보험유통채널 개선방안 / 안철경, 이경희 2011. 11
- 2011-6 2012년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 황진태, 이정환, 최원, 김세중, 오병국 2011. 12
- 2012-1 인적사고 보험금의 지급방식 다양화 방안 / 조재린, 이기형, 정인영 2012. 8
- 2012-2 보험산업 진입 및 퇴출에 관한 연구 / 이기형, 변혜원, 정인영 2012. 10

■ 경영보고서

- 2009-1 기업휴지보험 활성화 방안 연구 / 이기형, 한상용 2009.3
- 2009-2 자산관리서비스 활성화 방안 / 진익 2009.3
- 2009-3 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안 / 진익, 유시용, 이경아 2009.3
- 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목, 최원 2009.6
- 2010-1 독립판매채널의 성장과 생명보험회사의 대응 / 안철경, 권오경 2010.2
- 2010-2 보험회사의 윤리경영 운영실태 및 개선방안 / 오영수, 김경환 2010.2
- 2010-3 보험회사의 퇴직연금사업 운영전략 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.3
- 2010-4(1) 보험환경변화에 따른 보험산업 성장방안 / 산업연구실, 정책연구실, 동향분석실 2010.6
- 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실, 재무연구실 2010.6
- 2010-5 변액보험 보증리스크 관리연구 / 권용재, 장동식, 서성민 2010.4
- 2010-6 RBC 내부모형 도입방안 / 김해식, 최영목, 김소연, 장동식, 서성민 2010.10

- 2010-7 금융보증보험 가격결정모형 / 최영수 2010.7
- 2011-1 보험회사의 비대면채널 활용방안 / 안철경, 변혜원, 서성민 2011.1
- 2011-2 보증보험의 특성과 리스크 평가 / 최영목, 김소연, 김동겸 2011.2
- 2011-3 충성도를 고려한 자동차보험 마케팅전략 연구 / 기승도, 황진태 2011.3
- 2011-4 보험회사의 상조서비스 기여방안 / 황진태, 기승도, 권오경 2011. 5
- 2011-5 사기성클레임에 대한 최적조사방안 / 송윤아, 정인영 2011. 6
- 2011-6 민영의료보험의 보험리스크 관리방안 / 조용운, 황진태, 김미화 2011. 8
- 2011-7 보험회사의 개인형 퇴직연금 운영방안 / 류건식, 김대환, 이상우 2011. 9
- 2011-8 퇴직연금시장의 환경변화에 따른 확정기여형 퇴직연금 운영방안 / 김대환, 류건식, 이상우 2011. 10
- 2012-1 국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점 / 조영현, 전용식, 이해은 2012. 7
- 2012-2 보험산업 비전 2020 : ⑩ sure 4.0 / 진익, 김동겸, 김혜란 2012. 7
- 2012-3 현금흐름방식 보험료 산출의 시행과 과제 / 김해식, 김석영, 김세영, 이해은 2012. 9
- 2012-4 보험회사의 장수리스크 발생원인과 관리방안 / 김대환, 류건식, 김동겸 2012. 9
- 2012-5 은퇴가구의 경제형태 분석 / 유경원 2012. 9
- 2012-6 보험회사의 날씨리스크 인수 활성화 방안: 지수형 날씨보험을 중심으로 / 조재린, 황진태, 권용재, 채원영 2012. 10

■ 조사보고서

- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진억, 지재원, 박정희, 김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 이상우, 권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크평가모형 및 측정방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면, 이정환, 최이섭, 정중영, 최태영 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3

- 2009-5 헤지펀드 운용전략 활용방안 / 진익, 김상수, 김종훈, 변귀영, 유시용
2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환, 전선애, 최원 2009.4
- 2009-7 보험산업 글로벌화를 위한 정책적 지원방안 / 서대교, 오영수, 김영진
2009.4
- 2009-8 구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점 / 임준환, 이민환,
윤건용, 최원 2009.7
- 2009-9 보험리스크 측정 및 평가 방법에 관한 연구 / 조용운, 김세환, 김세중
2009.7
- 2009-10 생명보험계약의 효력상실 · 해약분석 / 류건식, 장동식 2009.8
- 2010-1 과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망 / 신종협,
최형선, 최원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위규제 개선방안 / 서대교, 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체계와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체계에 대한 연구 / 송윤아 2010.5
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준, 이종욱 2010.5
- 2010-7 보험종류별 진료수가 차등적용 개선방안 / 조용운, 서대교, 김미화
2010.4
- 2010-8 보험회사의 금리위험 대응전략 / 진익, 김해식, 유진아, 김동겸 2011.1
- 2010-9 퇴직연금 규제체계 및 정책방향 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.7
- 2011-1 생명보험설계사 활동실태 및 만족도 분석 / 안철경, 황진태, 서성민
2011.6
- 2011-2 2011년 보험소비자 설문조사 / 김대환, 최원 2011.5
- 2011-3 보험회사 녹색금융 참여방안 / 진익, 김해식, 김혜란 2011.7
- 2011-4 의료시장변화에 따른 민영실손의료보험의 대응 / 이창우, 이기형 2011.8
- 2011-5 아세안 주요국의 보험시장 규제제도 연구 / 조용운, 변혜원, 이승준,
김경환, 오병국 2011.11
- 2012-1 2012년 보험소비자 설문조사 / 황진태, 전용식, 윤상호, 기승도, 이상우,
최원 2012. 6

■ 영문발간물

- 10호 Korean Insurance Industry 2008 / Korea Insurance Research Institute, 2008.9
- 11호 Korean Insurance Industry 2009 / Korea Insurance Research Institute, 2009.9
- 12호 Korean Insurance Industry 2010 / Korea Insurance Research Institute, 2010.9
- 13호 Korean Insurance Industry 2011 / Korea Insurance Research Institute, 2011.9
- 14호 Korean Insurance Industry 2012 / Korea Insurance Research Institute, 2012.9

■ CEO Report

- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해율 관리 방안 / 기승도 2008.6
- 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열 2008.6
- 2008-3 FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실 2008.8
- 2008-4 퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식, 서성민 2008.12
- 2009-1 FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실 2009.2
- 2009-2 퇴직연금 예금보험요율 적용의 타당성 검토 / 류건식, 김동겸 2009.3
- 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식, 이상우 2009.6
- 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식, 이상우 2009.10
- 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환, 이상우, 김혜란 2010.4
- 2010-2 FY2010 수입보험료 전망 / 동향분석실 2010.6
- 2010-3 보험소비자 보호의 경영전략적 접근 / 오영수 2010.7
- 2010-4 장기손해보험 보험사기 방지를 위한 보험금 지급심사제도 개선 / 김대환, 이기형 2010.9
- 2010-5 퇴직금 중간정산의 문제점과 개선과제 / 류건식, 이상우 2010.9
- 2010-6 우리나라 신용카드시장의 특징 및 개선논의 / 최형선 2010.11
- 2011-1 G20 정상회의의 금융규제 논의 내용 및 보험산업에 대한 시사점 / 김동겸 2011.2

- 2011-2 영국의 공동계정 운영체계 / 최형선, 김동겸 2011.3
 2011-3 FY2011 수입보험료 전망 / 동향분석실 2011.7
 2011-4 근퇴법 개정에 따른 퇴직연금 운영방안과 과제 / 김대환, 류건식 2011.8
 2012-1 FY2012 수입보험료 전망 / 동향분석실 2012.8

■ Insurance Business Report

- 26호 퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식, 김동겸 2008.2
 27호 보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6
 28호 일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6
 29호 보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6
 30호 교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경, 권오경 2008.7
 31호 퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식, 김동겸 2008.7
 32호 보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진익 2008.7
 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희, 서성민 2008.9

※ 2008년 이전 발간물은 보험연구원 홈페이지(<http://www.kiri.or.kr>)에서 확인하시기 바랍니다.

정기간행물

■ 간행물

- 보험동향 / 계간
- 보험금융연구 / 연 4회

『도서회원 가입안내』

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험금융연구 · 보험동향	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험금융연구 · 보험동향	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험금융연구 · 보험동향
	- 본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) - 영문보고서	-	-

※ 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

가입문의

보험연구원 도서회원 담당

전화 : (02)3775-9113, 9080 팩스 : (02)3775-9102

회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)

예금주 : 보험연구원

가입절차

보험연구원 홈페이지(<http://www.kiri.or.kr>)에 접속 후 도서회원가입신청서를 작성 · 등록 후 회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

자료구입처

서울 : 보험연구원 보험자료실, 교보문고, 영풍문고, 반디앤루니스

부산 : 영광도서

저 자 약 력

임 준 환

Brown University 경제학 박사
보험연구원 선임연구위원
(E-mail : pricing@kiri.or.kr)

유 진 아

The Ohio State University 경제학 박사

이 경 아

서울대학교 경영학 석사
보험연구원 연구원
(E-mail : lka@kiri.or.kr)

정책보고서 2012-3

금융위기 이후 보험규제 변화 및 시사점

발행일 2012년 11월

발행인 김 대 식

발행처 보 험 연 구 원

서울특별시 영등포구 여의도동 35-4

대표전화 : (02) 3775-9000

조 판 및
인 쇄 KM 고려문화사

ISBN 978-89-5710-153-7

정가 10,000원