

생산적 금융의 의미와 과제

김자봉
(은행법학회장,
한국금융연구원 선임연구위원)

목차

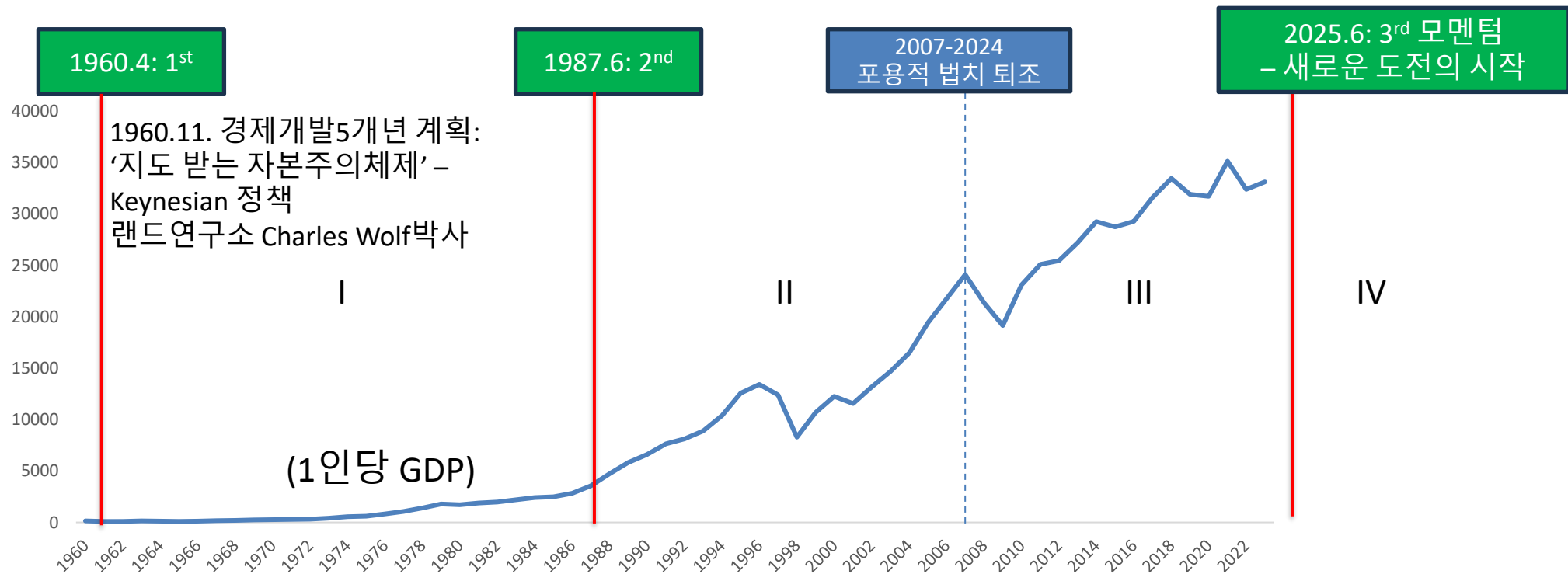
- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

목차

- 1) **한국경제의 두 가지 근본문제**
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

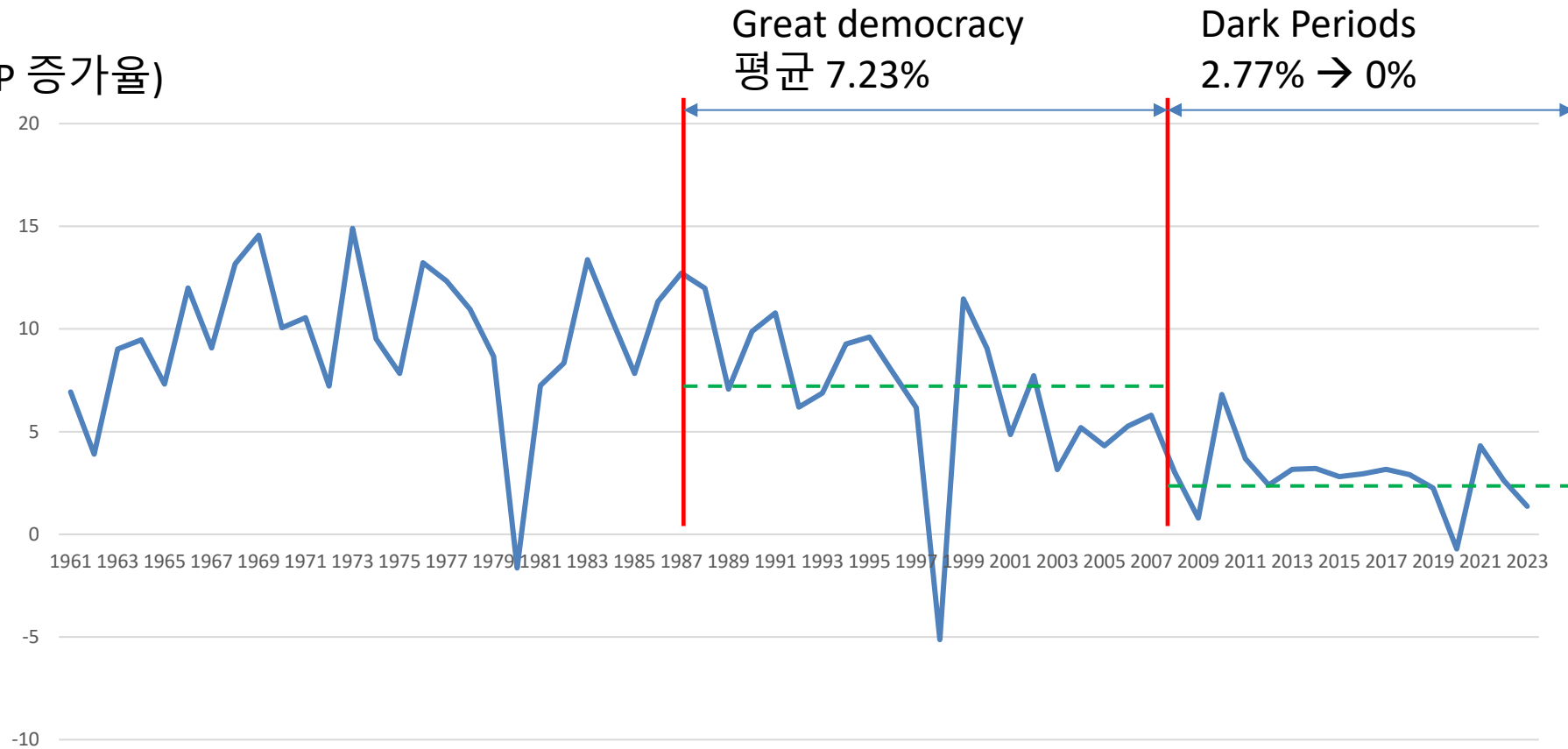
한국: 민주주의 정치경제학의 글로벌 사례

- 인과관계: 민주화(포용적 법치: 창의성, 다양성, 공정성) → 산업화(경제성장). Not vice versa.
 - Acemoglu and Robinson(2012). <Why Nations Fail(2012)>: 제3장 번영과 빈곤의 기원 – “38선의 경제학”
 - GDP 총합 비율: $\text{sum}(1987-2023)/\text{sum}(1960-2023)*100=97.02\%$



근본문제1: 성장률의 지속적인 하락 – 모방성장의 필연적 결과

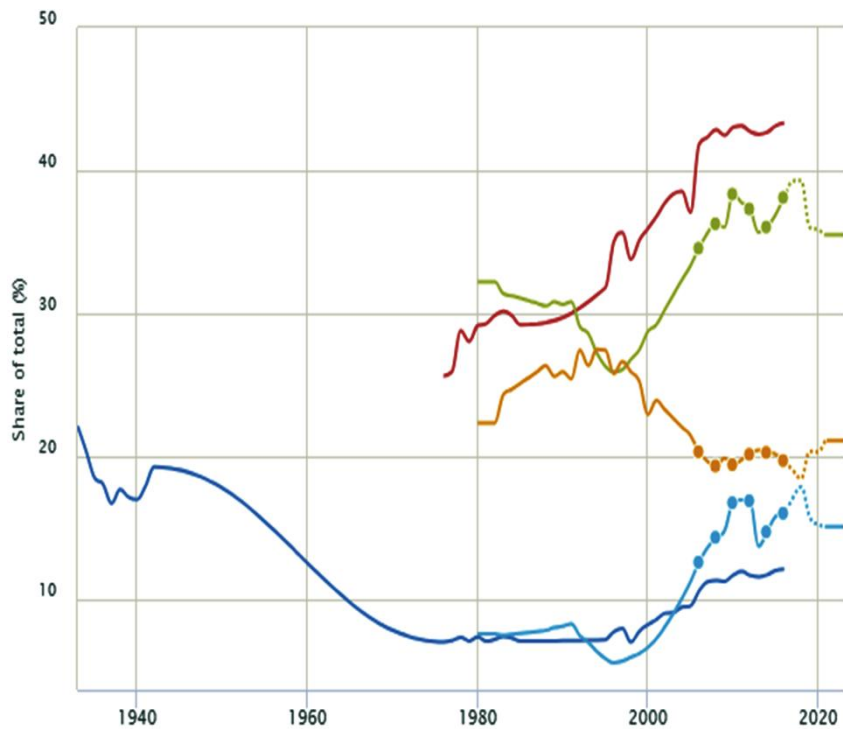
(1인당 GDP 증가율)



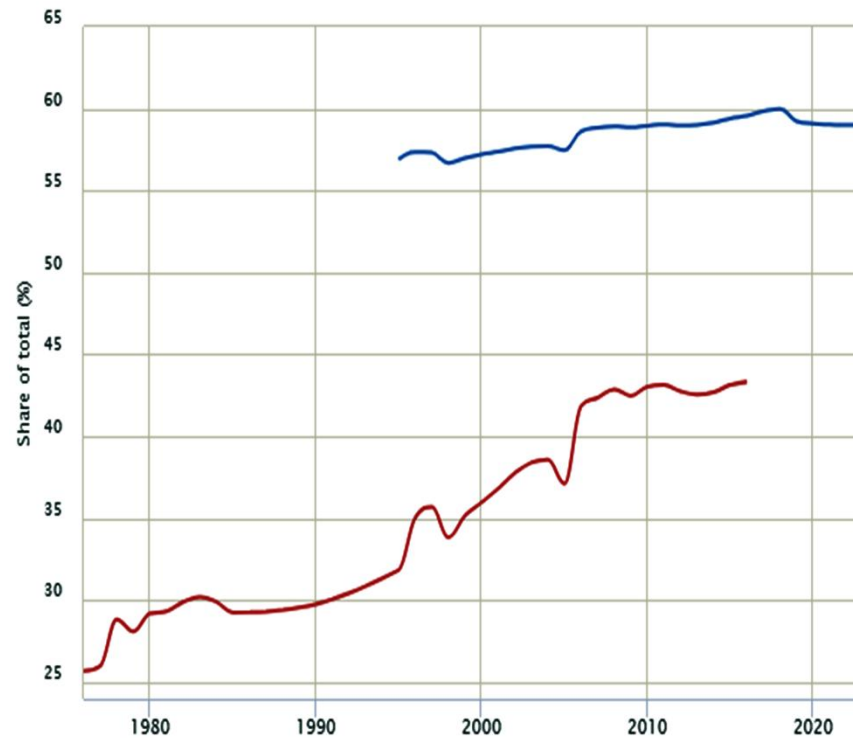
모방성장전략은 더 이상 무의미

- Michael E. Porter, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, NY: Free Press, 1985
- 경쟁우위의 두 가지 전략: Superior value stems from
 - (1) **모방전략: offering lower prices than competitors for equivalent benefits or**
 - 모방 - 우리나라 그간의 성장전략. 중국, 베트남 등의 등장 이후 경쟁력 상실
 - 중국: 2001년 WTO 가입. 베트남: 2001년 미-베트남 이종통상협정 이후 최혜국 대우 이후 수출급증
 - (2) **선도자전략: providing unique benefits that more than offset a higher price**
 - 창의-혁신적. 원천기술 중심. 실리콘 밸리. Innovation의 결과로서 competitive advantage 확보-신제품의 등장
- 2000년 직전 선도자전략으로의 전략 변경이 지속되었다면 잠재성장률의 추락을 막을 수 있었을 것.
 - 외환위기 거치면서 IT 등 6T 중심의 선도자전략의 맹아가 10년 후 소실

근본문제2: 심화되는 소득불평등 - 대중소기업 간 공정 경쟁 부재와 내외생적인 소득분배 개선 메커니즘의 미작동



소득 불평등 추이



소득불평등을 초과하는 자산불평등 추이

출처: WID(world inequality database)

목차

- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장**
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

두 가지 근본문제를 해결하는 두 가지 방안

1) 근본문제1에 대한 방안

- 기술선도성장 + 공정성장(R&D 기술탈취 억제) → 생산적 금융/공정금융

2) 근본문제2에 대한 방안

- 모두의 성장 + 공정성장(중기/소상공인, 소비자보호) → 포용금융/공정금융

기술선도성장: 지식자본이 성장의 직접 요소

- Paul Romer(1990, JPE). “Endogenous Technological Change.”
- $Y(t) = L_Y(t)^{1-\alpha} \int_0^{A(t)} x(i, t)^\alpha di = L_Y(t)^{1-\alpha} A(t) \bar{x}^\alpha \rightarrow A(t)$ 개 품종의 벡터 혹은 기업의 개수 $\rightarrow A(t)$ 성장으로 MPK 체감 없는 장기성장
- $\dot{A} = \delta A L_A = I_A =$ 지식자본투자 $\rightarrow$ 막대한 고정비용
- $g_Y = (1 - \alpha) \frac{\dot{A}(t)}{A(t)} + \alpha \frac{\dot{k}(t)}{k(t)}$

지식증가율: 새로운 아이디어 탐색이 경제성장의 핵심.
 $\rightarrow$ 글로벌 프런티어 R&D 역량 $\rightarrow$ 기술선도성장

지식축적과 자본축적 v. 금융

- 지식축적 방정식 $I_A(t) = \lambda A L_A = \dot{A}$
 - $I_A = (1 - \rho_{R\&D}) v^{GP+LP} Y(t)$
 - v : VC 투자율, $\rho_{R\&D}$: R&D 투자의 정보비대칭성 $\rightarrow$ 생산적 금융 + 공정금융(기술탈취 억제)
- 자본축적 방정식 $K(t) = I_K(t) - dK(t)$
 - $I_K(t) = \min[(1 - \theta)\tilde{s}, (1 - \delta)\tilde{l}] Y(t)$
 - $s = (1 - \theta)\tilde{s}$, θ : 금융접근성 제약 정도 $\rightarrow$ 포용금융+공정금융(수요측면)
 - $l = (1 - \delta)\tilde{l}$, δ : 불확실성, 정보비대칭성 정도 $\rightarrow$ 포용금융+공정금융(공급측면)

기술선도 성장과 모두의 성장

- 성장률 분해

- $g = (1-\alpha) \times \text{기술성장률} + (\alpha) \times \text{자본성장률}$

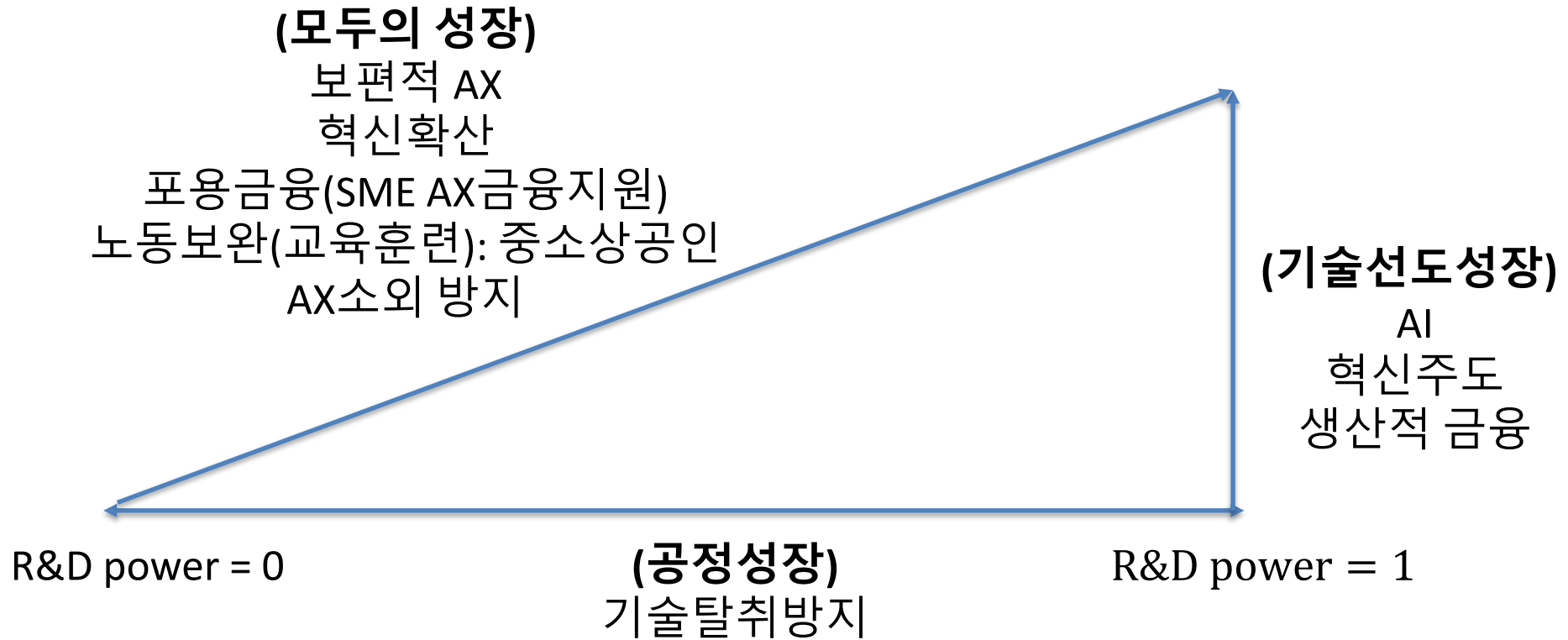
$$= \underbrace{(1-\alpha)(1-\rho_{\text{R\&D}})V^{\text{GP+LP}}\left(\frac{k}{A}\right)^{\alpha}}_{\text{생산적 금융}} + \alpha \underbrace{\left(\min[(1-\theta)\tilde{s}, (1-\delta)\tilde{l}]\left(\frac{k}{A}\right)^{\alpha-1} - d\right)}_{\text{포용 금융}}$$

기술선도성장을 지원하는 생산적 금융

$$g^{ss} = \boxed{(1 - \alpha)(1 - \rho_{R\&D})v^{GP+LP} \left(\frac{k}{A}\right)^\alpha} + \alpha \left(\min[(1 - \theta)\tilde{s}, (1 - \delta)\tilde{l}] \left(\frac{A}{k}\right)^{1-\alpha} - d \right)$$

- R&D 금융=생산적 금융의 핵심
 - 개념검증 포함 with R&D Grant, Tier 1 지분투자.
(독점이윤의 과소혁신을 해소하기 위한 정부의 R&D보조금)
 - 투자성 대출, M&A로 이어지는 “혁신금융 생태계”의 시작점

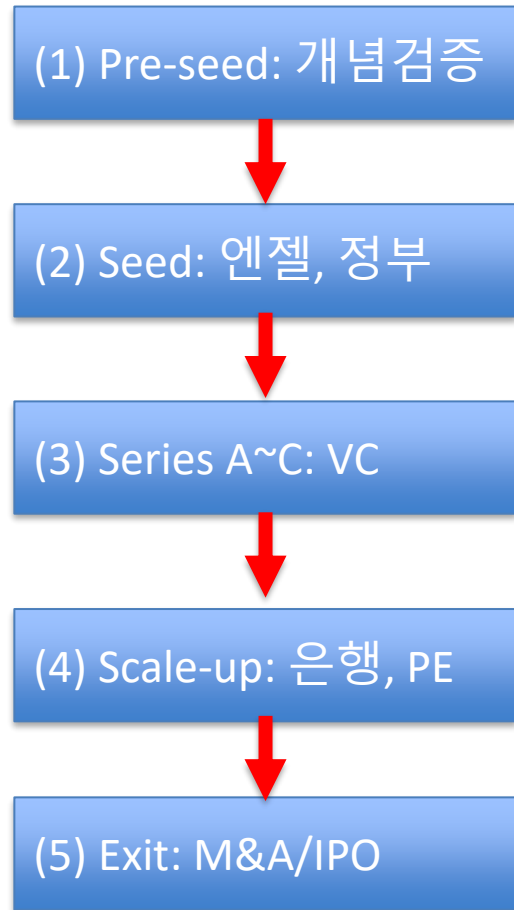
진짜 성장의 삼각형



목차

- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례**
- 4) 과제

실리콘밸리의 '생산적 금융생태계': Bayesian mechanism



- 순방향과 역방향의 전략적 상호작용
 - 어느 단계도 임의로 건너뛸 수 없는 상호관계

생산적 금융생태계의 이론적 기반: “Schumpeter의 혁신금융”

- 쉘페터: 혁신과 금융의 관계
 - 『경제발전의 이론』(1911)
 - 혁신은 미래가치를 현재에 실행하는 행위. 금융은 미래가치의 현재화를 위해 필요한 구매력을 공급
 - 은행은 단순한 예금·대출 기관이 아니라 혁신을 가능하게 하는 사회적 장치이며, 아이디어의 미래 가치를 현재의 구매력으로 전환
 - 이 통찰이 현대 생산적 금융의 이론적 뿌리

혁신금융과 일반금융

- 혁신금융은 일반금융과 근본적으로 다른 문제를 풀어야 함.
- 일반금융은 현재 가치를 담보로 미래를 봄. 과거 재무 데이터, 담보, 현금흐름을 중시
- 혁신기업은 담보도 매출도 수익도 없음: 가진 것은 아이디어, 기술, 사람뿐
- 혁신금융이 풀어야 하는 세 가지 문제
 - 첫째, 극도의 불확실성. 혁신은 본질적으로 성공 여부를 사전에 알 수 없음. 창조적 파괴의 결과는 확률 분포가 없는 예측불가 과정이어서 과거 데이터로 미래를 예측하는 일반금융의 리스크 평가 모델이 작동하지 않음.
 - 둘째, 긴 시간 지평. 혁신은 빠르면 3년, 길면 10~20년이 걸림. 분기 실적을 보는 일반금융의 시간 감각으로는 혁신기업을 지원할 수 없음.
 - 셋째, 정보비대칭성. 혁신기업의 가치는 외부에서 평가하기 어려움. 기술의 진짜 가능성을 창업자는 알아도 외부자는 알기 쉽지 않음.

혁신금융의 ‘생태계’ 체계

- 혁신금융의 세 가지 문제를 풀기 위해 정보검증의 단계를 구분하는 금융생태계 구축
 - (1) Pre-Seed → (2) Seed → (3) Series A → (4) Series B → (5) Series C → (6) Scale-up → (7) IPO/M&A
 - **(pre-seed)** 아이디어의 개념검증. ARPA형 개념검증 기관의 중요성, 정부 R&D grant → 자본시장 “라벨링 효과” 창출
 - **(seed)** 씨앗 단계에서는 기술, 사람의 평가. 엔젤투자자, 액셀러레이터 등 손실을 감수하는 지분투자
 - **(Series A~C)** 가능성이 일부 확인된 초기 성장 단계. 벤처캐피탈(VC)을 중심으로 기관투자자가 중요한 역할. 미국에서 VC 생태계의 72%는 캘퍼스, 예일기금 등 10~15년을 건딜 수 있는 연기금 등
 - **(Scale-up)** 사업성이 검증되고 빠르게 성장하는 스케일업 단계에서는 은행 등 벤처대출이 역할. 지분을 희석하지 않는 성장지원 자금
 - **(IPO/M&A)** 주된 회수경로는 M&A. 출구가 IPO뿐이면 준비 안 된 조기 상장으로 오히려 성장 동력을 잃음. 미국에서 투자 회수의 70~80%는 M&A이며 세제 인센티브도 제공

지식자본투자의 개념검증

- 개념검증은 지식자본투자의 **첫번째 hurdle**

- ① **pre-seed에서 개념검증**

- 영, 미, 독일 등에서 국가적 과제로 인식
- '아무도 도전 않는 기술의 개념. 비용은 지분/상환의무 없이 정부가 부담

- ② **ARPA – 고위험 R&D 임무 설정, 비용지원과 관리**

- 미국: Advanced Research Projects Agency: 국방부 – DARPA(1958), 국토안보부 – HSARPA(2002), 에너지부 – ARPA-E(2009), 보건복지부 – ARPA-H(2022), 정보기관 – IARPA(2007) - 각 부처별 조직: 대학/연구소/기업 등 다양한 기관이 공통의 프로토콜에 합의하도록 중립적인 조율자 역할
- 영국: Advanced Research and Invention Agency(ARIA, 2023) – 범부처 조직
- 유럽: Joint European Disruptive Initiative(JEDI, 2018) – 범부처 조직

- ③ **ARPA 운영원칙**

- 고위험 R&D 미션: "technological surprise"
- 연구 임무 설계의 자율성: IPA(Intergovernmental Personnel Act 1970)에 의해 외부전문가를 PM으로 공무원 인사규정 제약 없는 파견방식 3~5년 채용과 해지, PM은 기술적, 과학적 의사결정에 대한 개인 책임면제.
- PM 100여명이 연구 포트폴리오 큐레이터이자 전략가로서 각 1~5개 프로그램 관장.** 연구는 외부수행자(대학,기업, 국립연구소 등)에 위탁
- DARPA 프로젝트 실패율: 85~90%**

개념검증(proof of concept)과 상업화지원

- DARPA 개념검증 유형
 - 1) 위탁 연구기술의 기업 매각. 예, 인터넷(ARPANET → TCP/IP) 혹은 위탁 연구결과의 스피업 스타트업. 예. Siri(2007 → 2010 Apple 인수)
 - 2) SBIR/STTR 소기업 대상으로 계약에 따른 개념검증
 - DARPA PM이 매달 직접 설계한 기술토픽을 공고→ 제안서 지원
 - STTR 요건: 미국내 대학 및 연구기관과 공식 파트너십 필수
 - 연간 200~400건, 약 150~300개 소기업
- DARPA의 상업화 연계 프로그램: EEI(Embedded Entrepreneur Initiative)
 - DARPA 연구를 수행 중인 팀 중에서 PM이 상업화 가능성이 높다고 판단한 팀을 선발
 - 대학연구팀, 국가 연구소팀, SBIR/STTR을 통해 이미 연구 계약을 체결한 소기업/스타트업
 - 해당 스타트업 사업전문가(Embedded Entrepreneur)를 직접 1~2년 고용. 시장분석, 사업계획, VC연결, 기업파트너 협상 등 go-to-market 전략 수립의 비용지원
 - Non-dilutive, non-repayable 지원 - 지분/상환의무 없는 지원

2024년 말, VC의 비상장 스타트업 투자규모

국가	현지 통화 숫자	USD 환산액
미국	\$215.4B	215.4 B USD
영국	\$17.5B	17.5 B USD
EU	€56.7B	62.4 B USD
일본	¥779.3B	5.2 B USD
중국	\$35.2B	35.2 B USD
한국	₩11.9T	8.9 B USD

2024년 말, 실리콘밸리 생산적 금융

구분	2024년 VC 투자액
Silicon Valley (베이 에어리어)	약 \$90 B USD (<u>Startup Genome</u>)
미국 전체	\$215.4 B USD
전 세계 글로벌	약 \$368 B USD

미국 은행의 투자성 대출 글로벌 비교

- VC 지분투자자와 은행의 투자성 대출인 벤처대출(venture debt with warrant. BW와 다름)
 - 벤처대출의 신주인수권 워런트에 대한 은행 위험가중치 100% 특례와 분리형 워런트

2024년 기준 (단위: \$bn)

국가	VC 지분투자(A)	벤처대출(B)	B/A 비율
미국	215.4	53.0	24.6%
영국	17	3~4	20~25%
한국	8.7	0.07	<1%

한국에서 생산적 금융의 제도적 제약

- 한국에서 혁신금융 DNA가 부재한 이유는 생산적 위험을 수용하는 혁신금융 생태계가 형성되지 않았기 때문
 - DARPA형 개념검증과 상업화 지원 기관의 부재
 - 고위험 고수익 초기 R&D벤처기업에 대한 VC, 기관투자자의 투자회피 → 이후 금융생태계의 붕괴
 - 정보비대칭성 해소위한 인프라의 부재. 비상장 법인 중 주식 등록이 0.65% 미만 → 지분구조 확인 사실상 불가. 미국에서는 모든 스타트업 자본투자 리스트(cap table) 관리가 엄격히 이루어져 플랫폼에서 지분 구조 실시간으로 확인 가능
 - 기관투자자 기반의 취약. 국민연금의 VC 투자 비중이 2024년 전체 운용자산의 0.0145% 수준이고 사학연금·공무원연금은 더 낮은 상황
 - 주식 등록과 공시 부족으로 VC펀드의 리스크 관리 불신 → 기관투자자의 VC 펀드 출자 기피 초래
 - 벤처대출에 대한 위험가중치 특례 부재. 미국에서는 벤처대출의 신주인수권증권에 대해 취득원가 대신 공정가치를 적용하고 자기자본 10% 이내 규모는 위험가중치 100%가 적용되는 특례.
 - 한국에서는 비상장 벤처대출의 신주인수권증권이 취득원가로 평가되고 파생상품 분류로 위험가중치 400%

한국에서 생산적 금융의 제도적 제약

- **VC와 은행의 협력 생태계가 미흡.** 해외에서는 지분투자자와 벤처대출의 보완관계를 반영해 VC와 은행 등 대출기관 간에 기밀정보 이외의 신용관련 실사정보 공유로 신용을 보완
 - 한국에서는 서로 협력관계가 없어 여전히 담보와 재무제표에 얽매이는 현상에서 벗어나지 못하는 경향이 강함.
- **M&A 시장 빈약.** 미국, 영국에서는 회수 경로가 M&A, IPO, 세컨더리 펀드, 전략적 투자자 매각 등이 다양하며 **VC 회수의 약 70~80%가 M&A**이고 IPO는 20~30% 수준.
 - M&A 활성화 없이는 준비 안 된 기업의 조기 상장, 상장 후 기관투자자의 매도 행렬이 사라지지 않음.
 - M&A가 활성화되어야 VC가 더 공격적으로 투자할 수 있고, 그 결과 초기를 지나 성장으로 접어드는 Series A 이후 기업들이 벤처대출의 수요자로 성장
 - **세제 인프라가 미흡.** 미국에는 스타트업 초기 주식을 5년 이상 보유하면 양도차익의 최대 100%를 비과세하여 기대수익률을 높여 투자를 유인. 한국에는 엔젤투자 등에 대해 기대수익률을 높여 손실을 실질적으로 보전하는 세제 제도 부재
- **이로 인해 'Pre-seed/Seed → Series A~C → Scale-up → Exit → Pre-seed' 상호작용하는 금융생태계 미형성**

목차

- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제**

정책과제 과제1

- 첫째, 정부주도의 개념검증 기관과 상업화연계 기관 설치를 위한 법제
 - 방안1) 한국형 ARPA를 새롭게 설치하는 방안
 - 방안2) (예시) ETRI를 ARPA형 기관으로 전환하는 방안
 - 방안3) 엔비디아 유형의 기업주도 개념검증 방안
- 방안1)
 - 특별법 제정: (예시) 국가첨단도전기술청 설치 및 운영에 관한 법률
 - “PM 전권, 예타 면제, 다년도 예산, OTA 유연계약 허용, 임기제 인사, 실패 면책” 권한 → 임무중심 범부처 연구 추진, 고위험고수익 포트폴리오, PM 재량권
 - 정부출연연법 상 연구기관과는 전혀 다른 작동원리
 - 영국 ARIA Act(2022. 실패면책조항) + DARPA의 EEI프로그램
- 방안2)
 - ETRI 안에 기존 조직과 분리되어 ARPA가 작동할 수 있는 법적 공간 ARPA Unit을 만드는 과제
 - “ETRI 첨단도전기술 프로그램 특별법” 제정 v. 기존 다수 법률 개정(정부출연연법, R&D혁신법, 예산재정, 인사, 계약 및 조달 관련 법 등)
- 방안3)
 - 기업주도 개념검증 위해서는 경업금지의 금지 도입 필요 → R&D 인력의 자유로운 이동 촉진과 명예로운 실패

정책과제 과제2

- 둘째, 벤처기업 주식의 전자등록 의무화. 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 (전자증권법)의 개정
 - 비상장 주식은 전자등록이 선택사항. 이에 따라 주주명부가 엑셀 사내 장부 수준
 - 정보비대칭성으로 VC 펀드 리스크 불신 초래해 기관투자자의 출자 기피 초래
 - 미국에서는 디지털화 + 제3자 검증의 신뢰 생태계로 2,900조 규모의 세계 최대 비상장주식 자본시장
 - 전자증권법 제25조 제1항
 - (현재) ① 발행인은 전자등록의 방법으로 주식등을 새로 발행하려는 경우 또는 이미 주권등이 발행된 주식등을 권리자에게 보유하게 하거나 취득하게 하려는 경우 전자등록기관에 주식등의 신규 전자등록을 신청할 수 있다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 주식등에 대해서는 전자등록기관에 신규 전자등록을 신청하여야 한다.
 - (개정) ① 발행인은 전자등록의 방법으로 주식등을 새로 발행하려는 경우 또는 이미 주권등이 발행된 주식등을 권리자에게 보유하게 하거나 취득하게 하려는 경우 전자등록기관에 주식등의 신규 전자등록을 신청해야 한다.
 - 명의개서 서비스를 저렴하고 효율적으로 제공할 수 있는 대리인 제도의 도입이 필요
 - 한국예탁결제원(KSD) 중심의 단일 전자 등록 체계를 경쟁 구조로 전환하여 비상장 특화 민간 전자등록기관의 진입을 허용
 - 미국에는 명의개서 대리인 회사가 SEC 등록 260여개, 은행 감독기관 등록 60여개 등 320개 → 미국에서도 만일 명의개서 없고 비상장주식이 투명하게 공시되지 않으면 현재와 같은 기관투자자의 VC펀드 출자는 기대하기 곤란

정책과제 과제3

- 셋째, 기관투자자 기반 확대를 위해 초기 R&D벤처기업 대상의 VC펀드에 출자하는 기관투자자에 대한 평가방식의 개편
 - 국민연금법 제102조(기금운용원칙)의 수익성과 안정성원칙에 대해 벤처투자 의사결정 과정의 합리성은 매년 평가하되 그 성과는 5~10년의 장기적 관점에서 평가되도록 하여 국민연금의 벤처투자비중이 현 0.014%에서 해외처럼 약 1~2% 수준으로 높아지면, 벤처투자시장의 모태펀드 의존이 줄고 VC의 독립성과 위험 감수 능력의 제고
 - 현행 규정
 - 국민연금법 제102조 ③ 제2항제5호(복지사업)와 제6호(기금 본래사업 위한 재산취득)에 따른 사업 외의 사업으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 자산 종류별 시장수익률을 넘는 수익을 낼 수 있도록 신의를 지켜 성실하게 하여야 한다(수익성원칙)
 - 국민연금법 제102조 ④ 제2항제3호(증권 매매 및 대여)에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려 (안정성원칙)
 - 개정
 - 제102조에 제7항 신설:
 - “제3항과 제4항에도 불구하고 한국형 ARPA의 개념검증 혹은 산업경험에 기반한 민간 VC 지원 하에 개념검증이 이루어진 경우 등에 대한 투자에 대해서는 투자 성과평가 대상 기간을 5~10년 등 투자기관이 설정한 기준에 준하여 행하고, 성과 평가에 대해서도 심사 역 개인이 아니라 기관을 대상으로 하되 경영판단원칙을 적용한다.”

정책과제 과제4

- **넷째, 은행의 벤처대출을 유인하기 위해 신주인수권증권에 대해 자기자본 대비 10% 이내 등 일정범위 시 위험가중치 100% 적용 및 워런트/SAFE(조건부지분인수계약) 활성화 위해 유가증권 법정주의 완화**
 - 현행 규정: 은행업감독업무시행세칙 별표 3: 신용운영리스크 위험가중자산의 자기자본비율 산출기준
 - 제38의3(주식 익스포저)
 - 바. 주식 익스포저에 대한 위험가중치는 250%를 적용하되, **투기적 거래 목적의 비상장주식 익스포저에 대해서는 400%의 위험가중치**를 적용한다. <신설 2020.4.8.> <개정 2026.3.9.>
 - (1) 투기적 거래 목적은 단기매매 목적이거나, **업력이 5년 미만인 기업**의 주식을 보유하는 경우를 의미한다. <신설 2026.3.9>
 - 사. 바.에 불구하고 **특정 경제분야의 지원을 목적으로 정부가 투자금액에 대하여 보조하고 정부의 감독 하에 지분율이나 투자지역 등에 대한 제한을 두고 있는 법적 절차에 따른 주식 등을 보유한 경우에는 100%의 위험가중치**를 적용할 수 있다. 이 경우 동 익스포저는 **자기자본(공제항목 공제후 기준)의 10%**를 한도로 한다.
 - 상법, 자본시장법 등 유가증권 법정주의에 따른 포지티브 규제의 제약: 주식인수형 워런트 발행의 제약
 - 대법원 판례 2007.2.22. 선고 2005다73020: “신주의 발행은 상법이 정하는 방법 및 절차에 의하여만 가능 ”
 - 개정
 - **정부 보조 등이 없더라도 자기자본 10% 이내 시 위험가중치 100% 적용 특례 적용하도록 개정**
 - 벤처대출 신주인수권증권의 취득원가보다 낮은 공정가치로 은행의 자회사 vc 혹은 해당 금융그룹 내 자회사 vc에 의한 인수 후 vc가 GP로서 운용하는 펀드로의 편입 허용 → LP 비중 만큼 위험 부담 혹은 이전 효과
 - 벤처대출 부실 시 경영판단원칙 적용으로 여신건전성 위반 명목의 업무상 배임 등 개인책임을 면제
 - **유가증권 법정주의 완화 혹은 상법상 워런트, SAFE(simple agreement for future equity) 수용**
 - **2023년 4분기 미 pre-seed 투자금액의 거의 90%가 SAFE, seed단계 50%**
 - **한국은 2023년말 856억원으로 전체 벤처투자시장에서 1.6%**

정책과제 과제5

- 다섯째, 금융그룹 CVC의 생산적 금융확대를 위한 LP 출자금의 연결기준 RWA 규제 개선

- 현행 규정: IFRS 10 (실질지배)+ 금융지주회사법 제48조(연결자기자본비율)

- → 금융지주회사감독규정 제25-26조(연결위험가중자산 산정) → 은행업감독업무시행세칙 별표 3(신용위험표준방법), 별표 3의2(내부 등급법) → 금융감독원 신용위험 표준방법 세부기준(Basel III CRE 60 국내 이행)
- RWA포함 범위:
 - 국내: GP+LP출자금 총액에 대해 별표3의 LTA(look-through approach) 적용 → 위험가중치 100~400%
 - EU: IFRS 1p B58~B72 대리인-주인 분석 기준에 따른 GP 대리인 분류 - 다수결 LP의 실질적 Kick-out rights(LP의 GP에 대한 사유없는 해임권) 보유 시 GP의 지배력 부정 → 금융그룹 CVC의 연결 제외, 공정가치 측정
 - 미국 US GAAP: 은행지주 자회사인 CVC가 ASC 946 투자회사 인정되면 LP출자금 귀속 자산은 RWA 산정대상에서 제외. 또한 투자회사가 아니어도 → ASC 810 + 약정액 기준 과반수 LP Kick-out rights without cause: GP 해임 사유와 절차는 조합계약(LPA)에 위임한 사적 자치(Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act (DRULPA) §17-402) → 연결회피
 - 단일 LP가 w/o cause 해임권 → 그 LP가 연결; 복수 LP 과반수 해임 → 아무도 연결 안 함; 해임권 없는 구조 → GP연결
 - 투자회사요건 ASC 946-10-15-7: 금융그룹 CVC가 모회사 은행의 기업금융 딜소싱 목적 투자거나 전략적 시너지 목적이면 투자회사 요건 미충족

- 개정

- 벤처투자 촉진에 관한 법률에 “LP 과반수 동의에 의한 GP 교체권”을 명문화 → IFRS 1p B58~B72 적용으로 연결회피
 - 현 벤처투자법은 LP의 GP 해임권 규정 없음. 조합원 전원의 동의로 GP의 자발적 탈퇴(제55조). 제50조 제5항은 GP교체 금지
 - LP의 GP 해임 불가: 도덕적 해이
- 금융그룹 CVC(GP) 1% 출자/운용 펀드의 출자금만 그룹 RWA 적용: 1% 출자금 × (100~400%)

정책과제 과제6

- 여섯째, M&A 생태계의 활성화를 위해 비상장 주식의 M&A 매각 시 양도소득세 감면 혹은 초기 기업 지분의 5년 이상 보유 시 매각 양도차익 비과세 혹은 영국처럼 M&A 인수금융에 대한 정책보증 제공
 - 현행 규정: 법인세법
 - 제44조(합병에 따른 과세특례): 자산양도차익 과세이연 - 장부가액 규정
 - 제46조(분할에 따른 과세특례): 인적 및 적격 물적 분할 시 과세이연
 - 하지만,
 - 법 제44조 제2항 제1호 “합병등기일 현재 1년 이상 사업계속” 요건 → 1년 미만 스타트업 M&A흡수 합병 불가(실리콘밸리 acquire hire 핵심인력 선별 채용 인수, 초기 pivot 단계 매각 등)
 - 법 제44조 제2항 제2호 합병 대가 80% 이상을 합병법인 주식으로 지급 요건
 - 시행령 제80조의2 제2항은 법 제44조 제2항 제1호 예외 단서에 SPAC과의 합병만 허용
 - 사업연속성, 고용승계, 지분연속성, 사업계속 사후관리 요건 등을 요구 → 스타트업 M&A의 조기 exit, 현금인수, 선택적 인력흡수, IP/기술위주 거래
 - 이로 인해 스타트업의 M&A를 통한 exit에 과세이연 적용 불가
 - 하지만 미국 IRC §368(Tax-free reorganization): “인수기업이 자사 주식을 거래 대가의 **상당 부분으로** 지급하면 과세이연”

정책과제 과제6

– 현행 규정:

현행 장벽	근거 조문	스타트업 현실과의 충돌
사업영위기간 1년 이상	법 §44조②제1호	창업 후 6~18개월 내 조기 exit 불가
지분연속성 80% 이상	법 §44조②제2호	현금 인수가 대부분 → 요건 충족 불가
사업 계속성	법 §44조②제3호	Exit 후 피인수 사업 소멸, 흡수
고용승계 80% 이상	법 §44조②제4호	acqui-hire, 팀해산형 인수 배제
독립사업부문 요건	법 §46조②제1호	단일사업 스타트업은 분할 자체 불가
3년 사후관리 소급취소	법 §44조의3③	사업 피봇·구조조정형 M&A 위축

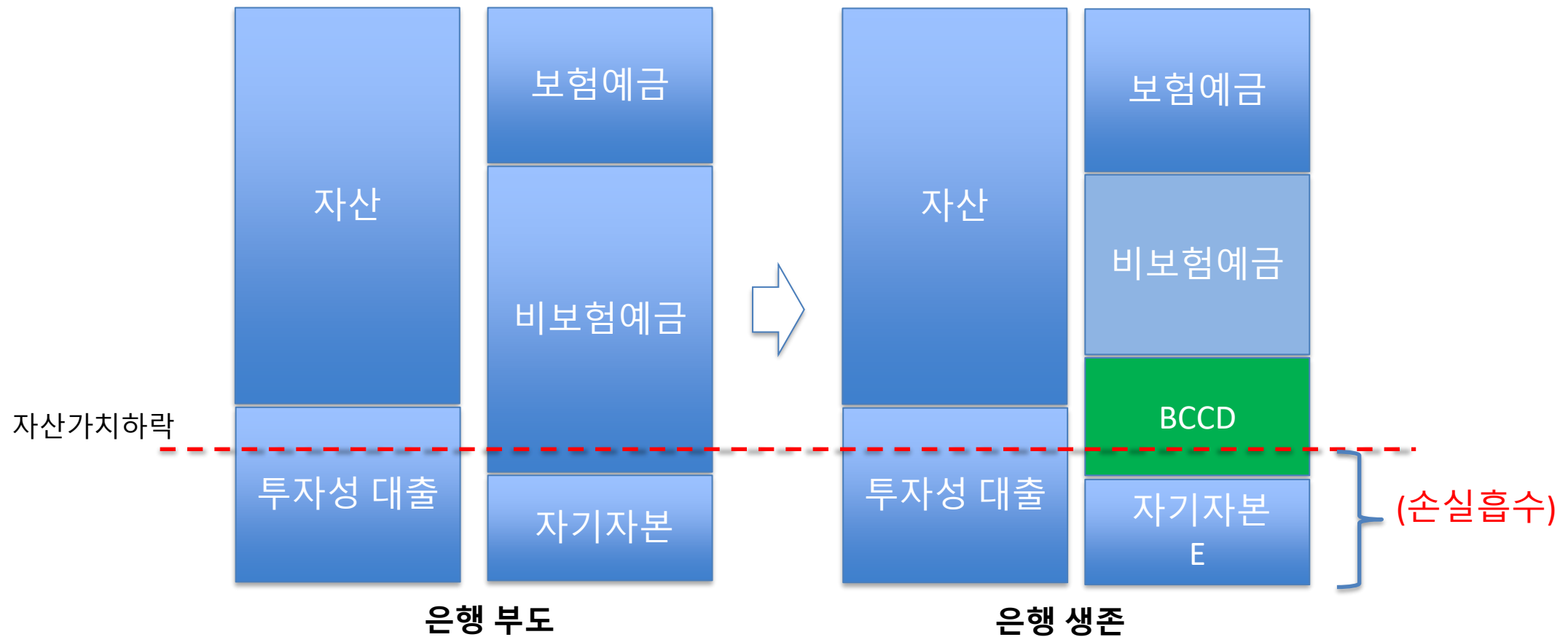
– 개정:

- 법 제44조 제2항 제1호~제4호 규정에 대한 예외 조항 신설 → 제44조 제2항의 2
 - 네 가지 요건을 완화 혹은 폐지하는 방향
- 법 제46조 제2항 제1호 단서 신설 → 창업 후 일정 기간 이내 스타트업에 대한 면제
- 시행령 제80조의2. 예외 신설 → SPAC뿐 아니라 벤처기업도 포함

정책과제 과제7

- 일곱째, 투자성 대출 재원으로 투자성 예금 Bank Callable Convertible Deposit(BCCD)을 제도화하기 위한 규정 개정
 - 투자성 예금 계약: 고객에게 비보험예금의 10%를 CB로 전환할 옵션을 은행이 보유. 성과에 연동하여 더 높은 이자율 혹은 수익율(옵션 프리미엄)
 - 비보험 예금=일반 fixed claim 90%+CB 옵션부 고수익 tranche10%
 - SVB(실리콘밸리은행)의 파산도 막을 수 있는 방안: 자산과 부채의 위험 미스매치 해결
 - 현행 규정: 현행 은행업감독업무시행세칙상 조건부자본증권의 예정사유는 경영개선명령조치 또는 부실금융기관 지정의 경우로 한정되며, 현재는 상각형 자본증권 형태만 발행이 가능
 - 예금자보호법상 보호되는 금융상품은 "원금 지급이 보장되는 금융상품"으로 한정되며, 펀드 등 금융투자상품과 실적 배당형 상품은 보호 대상에서 제외
 - 개정
 - 은행법 제27조(은행 업무)에 조건부 전환형 예금(CDBC) 포함 규정 신설.
 - 은행법 제33조의2(조건부자본증권 및 은행주식 전환형 조건부자본증권)에 CDBC 도입 → 자본시장법 제3조(금융투자 상품) 개정: "은행이 발행하고 은행법에 근거한 BCCD의 D_C tranche는 금융투자상품에서 제외" 명시
 - 예금자보호법 제2조(정의)에 "조건부 원금 보장형 예금" 신설하고 D_F tranche(잔여 고정 예금)는 기존 보호, D_C tranche는 "조건부 보호 예금" 신규 카테고리 명시 — 보험 적용 없이 시장 규율에 맡김

투자성 예금 Bank Callable Convertible Deposit (BCCD)



맺음말: 혁신금융 생태계 구축을 위한 정책과제 리스트

- ① 정부주도 개념검증과 상업화연계 프로그램 운영
- ② 경업금지 폐지로 시장주도 개념검증 촉진
- ③ 비상장 스타트업 주식등록 의무화로 공시투명성
- ④ 기관투자자 평가 체계의 장기화와 경영판단원칙 적용
- ⑤ LP의 GP 견제 도입을 통한 연결기준의 유연화 → 금융그룹 CVC의 생산적 금융 활성화
- ⑥ 벤처대출 신주인수권증권의 위험가중치 100% 특례조항 → 투자성 대출
- ⑦ 투자성 대출을 위한 투자성 예금(BCCD) 도입 → SVB 실패를 해소하기 위한 요건
- ⑧ M&A 법인세법 개정

THE END

KIRI 세미나

보험회사의 생산적 금융과 자본관리 방안

최우석 · 노건엽 · 김가현

2026.7.9.(목)

목 차

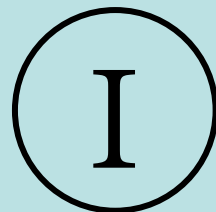
I. 서론

II. 현황 및 문제점

III. 해외 사례

IV. 자본관리 방안

V. 결론



서론

생산적 금융 ① 현황

- 생산적 금융은 인프라·첨단기업 등 실물경제 성장에 기여하는 생산적 부문으로 자금을 공급하는 정책 기조
 - 메가 프로젝트 중심으로 첨단전략산업 및 생태계 지원을 위한 직·간접투자, 인프라투융자, 저리대출 등 추진중
- 금융권의 생산적 부문 투자 확대를 위하여 정기협의체 운영 및 제도 개선
 - 은행·보험 건전성 제도 합리화, 증권사 모험자본 공급 확대, 기업성장 펀드 육성 등
- 보험업권은 국민성장펀드 8조 원 포함, 향후 5년간 40조 원 이상을 생산적 금융에 투자할 예정

국민성장펀드 지원 현황					
지원 목표액	직접투자 (3조원)	간접투자 (7조원)	인프라투융자 (10조원)	저리대출 (10조원)	합계 (30조원)
승인	2.5조원	1.22조원	6.87조원	4.01조원	14.6조원
지원 사업명	· AI, 반도체 - 리벨리온 - 업스테이지 - 퓨리오사 AI · 바이오 - 리가캠바이오	· 방산 - LIG D&A	· 에너지 - 신안우이 해상풍력 - 영양 육상풍력 · AI - AI컴퓨팅센터 - 스마일게이트 데이터센터	(저리대출) · AI, 반도체 - 삼성전자 - 네이버 - 샘씨엔에스, 후성, 심텍 · 바이오, 백신 - 비티젠 - SK바이오 사이언스	· 이차전지 - 이수스페셜티 케미컬 - 퓨처그래프 - 엘앤에프 플러스 · 인프라 - LS전선 - 근우

자료: 금융위원회 보도자료(2026.6.26.)

생산적 금융 관련 금융권 제도 개선	
은행·보험	· 부동산 대출 규제 강화 · 주식·펀드·인프라 투자 자본규제 완화
증권	· 종투사 모험자본 공급의무화 · 신규 종투사 인가 · 부동산 운용한도 축소
펀드	· 기업성장집합투자기구(BDC) 도입 · 사모펀드 제도 개선

자료: 금융위원회 업무보고(2025)

생산적 금융 ② 보험산업 역할 및 필요성

장기자본 공급자 (인내자본)

- 보험회사는 수취한 보험료를 장기간 운용
- 첨단·벤처·인프라는 인내자본 필요한 장기 프로젝트

생산적 금융 참여 필요성

• ALM 위한 장기자산

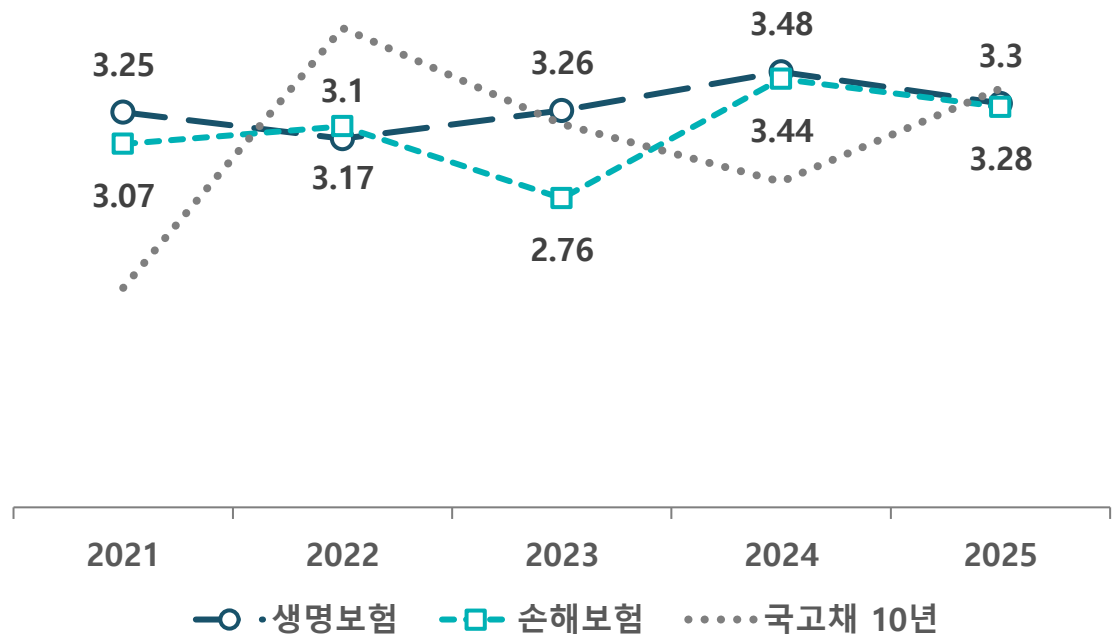
- 보험회사 장기국채 수요 → 국채 가격·금리 왜곡 → 자본압박
- 장기안정적 현금흐름의 인프라 투자 등 장기 대체자산 기능

• 투자수익 확보

- 국고채 중심 운용 → 낮은 자산운용수익률
- 이차역마진 위험 + 연금 및 저축성 상품 경쟁력 약화

보험산업 자산운용수익률

(단위: %)



생산적 금융 ③ 문제점

2023년 이후 지급여력비율 하락 + 기본자본 K-ICS, 듀레이션갭 규제 등 도입 예정

생산적 부문의 경제적 위험성

시가평가 제도 하 자본변동성 확대

요구자본 확대 및 지급여력비율 하락 요인

투자자원 확보 필요

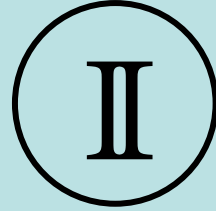
기존 자산 상당부분 ALM 위한 국고채 투자 중

저축성·연금 감소 → 대규모 장기자금 확보 ↓

보험회사의 지급여력 관리 부담 가중

연구 목적

- 본 연구는 생산적 금융이 보험회사의 건전성에 미칠 수 있는 영향과 제도 및 자본관리 측면 과제를 논의
- 생산적 금융과 관련된 K-ICS 항목, 보험산업의 지급여력 현황 및 문제점을 제시
 - 할인율 및 시장위험액(주식위험액) 산출 방식
 - 국내 보험산업의 요구자본 현황 및 자산운용 현황
 - 생산적 부문 투자 확대가 지급여력비율에 미치는 영향 시뮬레이션
- 생산적 부문 투자 확대를 지원하기 위하여 지급여력제도를 개편할 수 있는 방안을 검토
 - 국내외 지급여력제도 비교 및 제도 개선 사례 검토 - ICS, 일본, 유럽연합, 영국, 캐나다
 - 제도 개선 방안 도출 및 적용 시 지급여력비율에 미치는 영향 시뮬레이션
- 생산적 금융 참여를 위한 보험산업 자본관리 과제 검토



현황 및 문제점

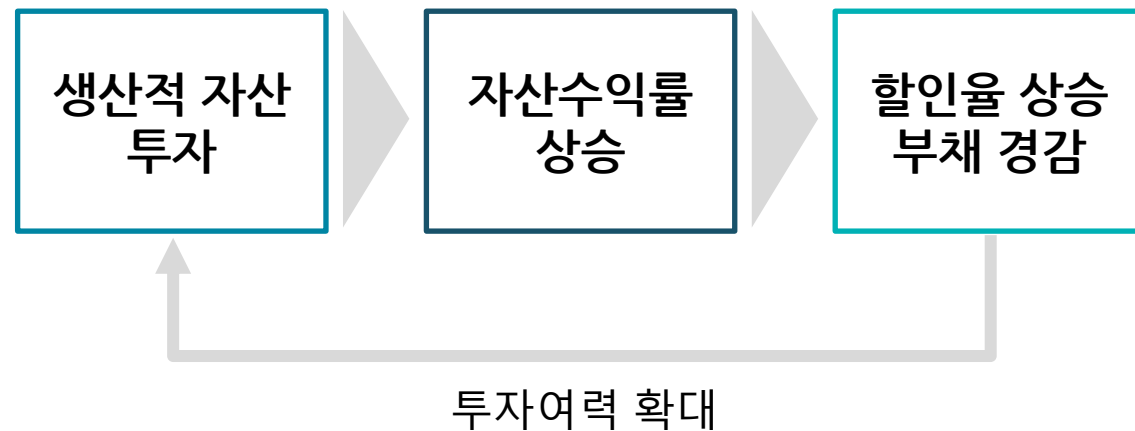
K-ICS ① 보험부채 평가 - 할인율

- 할인율 곡선은 기본 무위험 금리기간구조에 변동성조정 또는 매칭조정을 가산하여 산출
 - 현재 국내에서는 (국고채 기반 무위험 금리기간구조 + 변동성조정)
 - 변동성조정은 산업 대표 포트폴리오 기반 산출 및 산업 전체에 공통 적용
- 매칭조정은 개별 회사의 자산-부채 포트폴리오를 기반으로 **매칭된 자산 수익률**을 할인율에 반영
 - 자산수익률 ↑ → 보험부채 ↓ + 투자수익 확보 ⇨ 수익성 있는 투자 유인 확대

변동성 조정(VA)과 매칭조정(MA)

변동성 조정 (VA)	정의	시장 스프레드 변동에 따른 단기 자본 변동성을 완화하기 위해 일부 스프레드를 보험부채 할인율에 반영
	산출	회사채-국고채 스프레드에서 신용위험 제외한 금액의 80%
매칭 조정 (MA)	정의	자산과 보험부채의 현금흐름이 매칭되는 경우 자산수익률을 반영하여 보험부채 할인율을 조정
	산출	자산 시가와 부채 현가를 일치시키는 단일 할인율과 무위험 금리 기반 단일 할인율의 차이

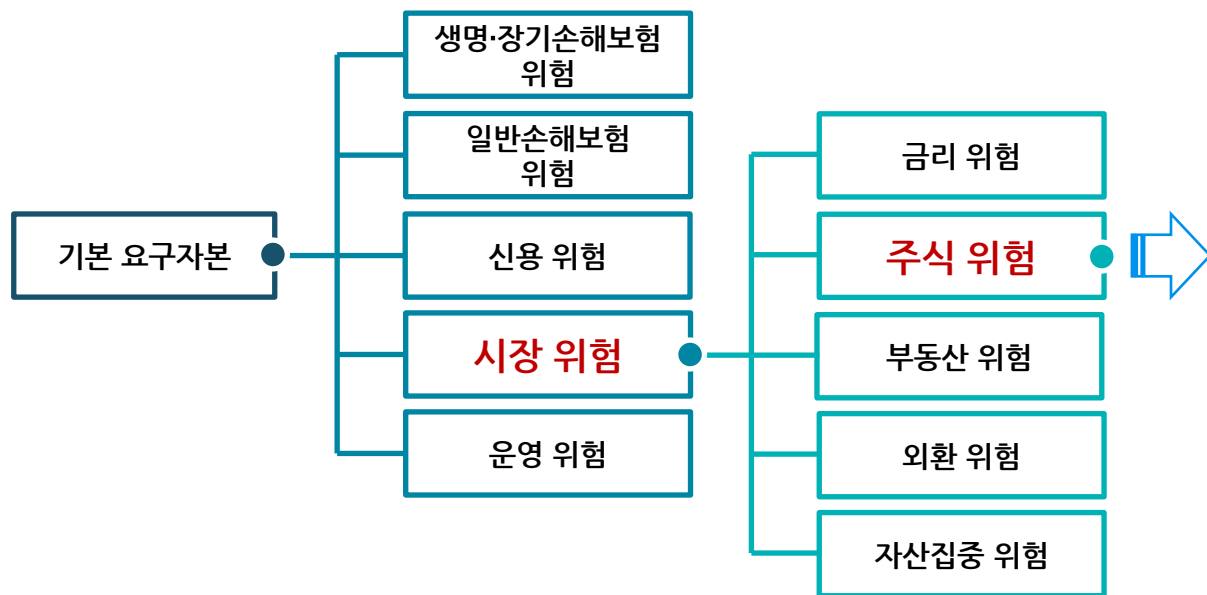
매칭조정 적용 시 기대효과



K-ICS ② 시장위험액

- 시장위험액은 금리, 주식, 부동산, 외환 등 시장요소의 변동으로 인해 발생할 수 있는 손실을 측정함
- 주식·펀드 투자를 중심으로 하는 보험회사의 생산적 금융은 주식위험액과 밀접한 관련이 있음
 - 주식위험액은 주식 익스포저에 충격수준(위험계수)을 곱하여 계산
- 비상장주식의 경우 기타 주식 충격수준을 적용하여 상대적으로 높은 요구자본으로 이어짐

기본요구자본 구성요소



주식 유형별 충격수준

(단위: %)

구분	선진시장 상장	신흥시장 상장	우선주	인프라, 장기보유	기타
충격 수준	35	48	(신용등급별) 4 ~ 35 (무등급) 8 ~ 49	20	49

주: 주식위험액은 주식 익스포저에 충격수준을 곱하여 계산

국내 현황 ① 요구자본

- 2025년 요구자본(분산효과 전) 중 시장위험액 비중은 37% 수준으로 생명·장기보험위험액 다음으로 높음
 - 주식 비중이 높은 삼성생명을 제외하는 경우 28%이나, 여전히 두 번째로 높은 비중을 차지함
- 시장위험액의 50% 이상은 주식위험액으로 구성되어 있어, 주식위험의 지급여력비율 영향이 큼
 - 삼성생명을 제외해도 주식위험액 비중은 54% 수준으로 가장 높음

기본 요구자본 구성

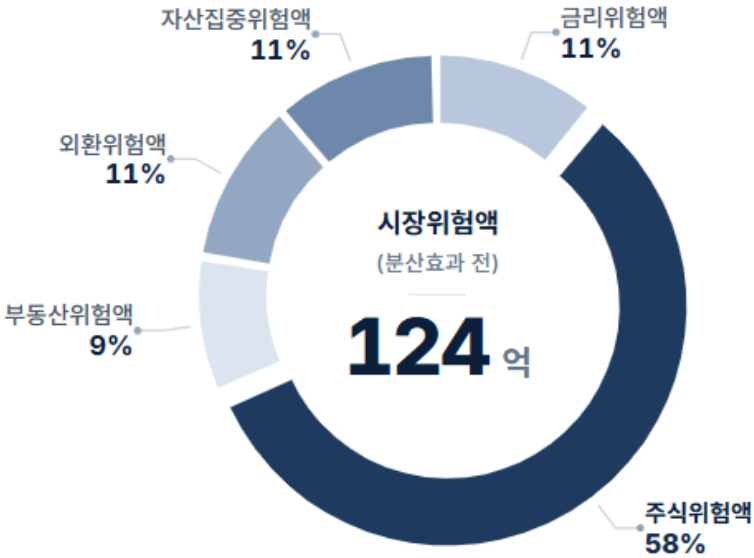
(단위:조 원, %)

구분							분산효과	기본 요구자본
	생명장기 보험	일반보험	시장	신용	운영	소계		
전체 (비중)	98 (43)	9 (4)	84 (37)	26 (11)	10 (5)	226 (100)	54 (24)	172 (76)
삼성생명 제외 (비중)	86 (49)	9 (5)	49 (28)	22 (13)	10 (6)	175 (100)	45 (26)	130 (74)

주: 생명보험 22개사 및 (장기)손해보험 14개사(2025.9는 MG손보 제외), 경과조치 적용 전 기준
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 한국은행

시장위험액 구성

(단위: %)

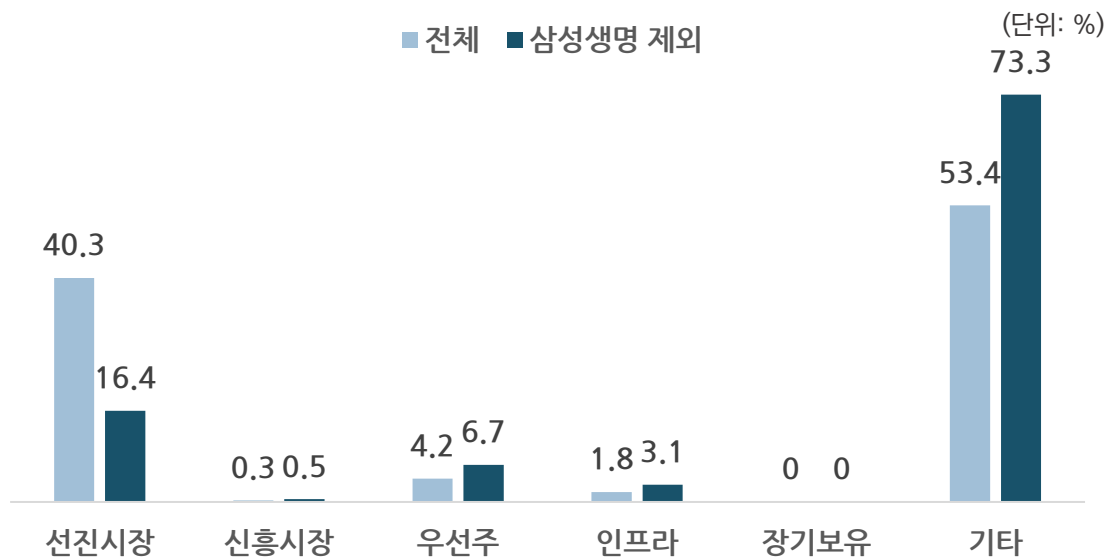


자료: 각 사 경영공시(2025)

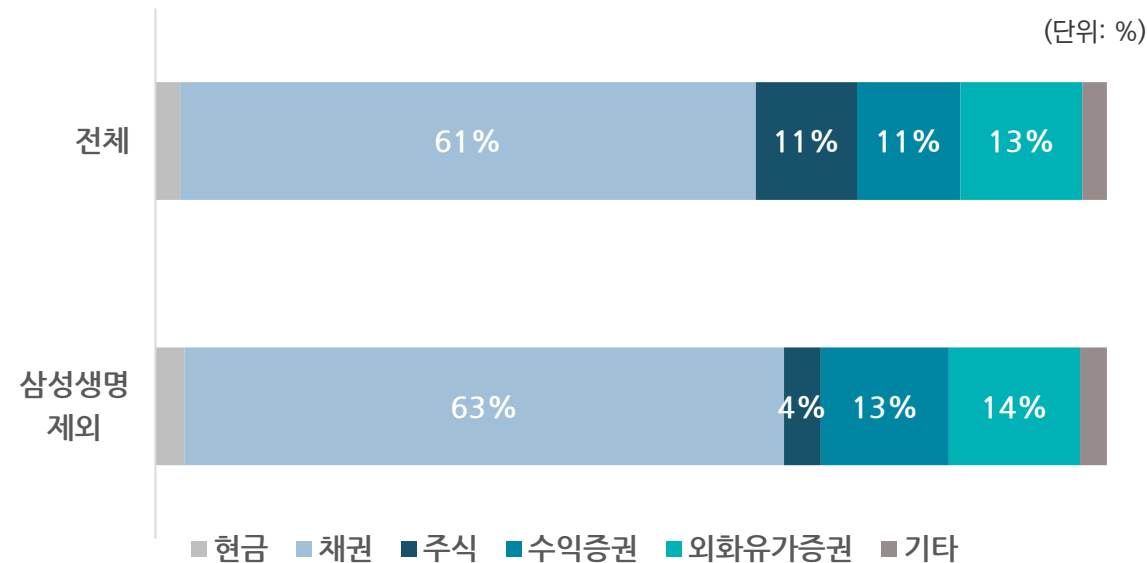
국내 현황 ② 주식위험액

- 기타 주식은 가장 높은 충격수준(49%)를 적용하며 주식위험액 중 가장 높은 비중(53%)을 차지함
 - 선진시장 상장주식은 35%의 충격수준을 적용하며, 주식위험액 중 두 번째로 높은 비중(40%)을 차지함
 - 삼성생명을 제외할 경우, 기타주식위험액 비중은 73%로 상승하고 선진시장 주식위험액 비중은 16%로 하락함
- 보험산업 운용자산 중 주식의 비중은 11%이며, 수익증권 및 외화유가증권을 포함하는 경우 35% 수준
 - 수익증권 및 외화유가증권 중 주식에 대한 간접투자가 일부 포함되어 있어, 주식위험액 산출대상에 포함됨

주식위험액 구성



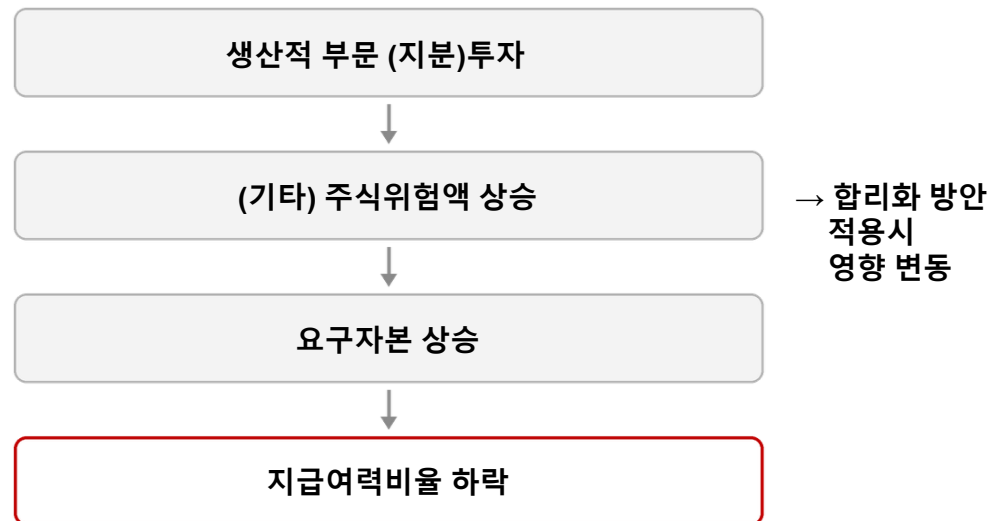
보험업권 운용자산 포트폴리오(2025말)



생산적 금융의 영향 시뮬레이션 ① 요구자본

- 생산적 부문 투자 확대의 지급여력비율에 대한 영향 분석을 위해, 보험산업 전체를 가상 보험회사 A로 가정
 - A는 24조 원*을 벤처기업·(민간)인프라 사업에 투자 (투자금액 민감도 테스트는 부록 참조)
 - * 자본규제 개선에 따른 보험산업이 추가로 투자할 수 있을 것으로 예상된 수치를 준용
 - 주식위험액, 시장위험액, 요구자본을 제외한 다른 항목은 2025년 결산 보험산업 합계 수준으로 고정
- 기타주식위험액이 12조 원(24조 원×0.49) 증가 → 요구자본 **8조 원 ↑**, 지급여력비율 **12%p ↓**

주식위험액 상승 효과



+ 투자재원 조달 방식 및 투자 방식에 따라 변동

요구자본 및 지급여력비율 변화

(단위: 조 원)

구분	주식위험액	시장위험액	총요구자본 (a)	가용자본 (b)	지급여력비율 (b/a)
투자 전	70.3	79.3	128.7	268	208%
투자 후	81.6	89.8	136.6		196%
차이	11.6	10.5	7.9	-	Δ12%p

주: 주식위험액, 시장위험액, 총요구자본은 분산효과를 반영하여 산출
비율은 투자 전 대비 차이 비율로 산출

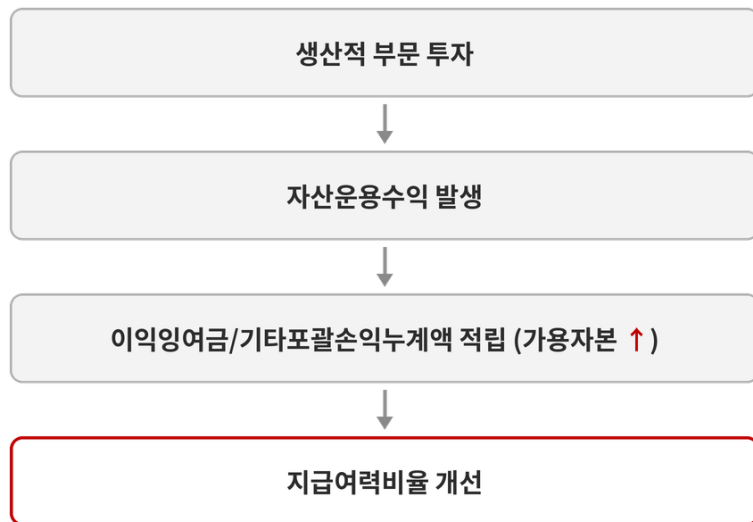
생산적 금융의 영향 시뮬레이션 ② 자산운용수익

- 생산적 부문 투자 24조 원으로부터 연평균 10% 수익률*, (평가)이익 2.4조 원이 발생한다고 가정

* 국민연금 대체투자의 최근 3년간 연평균 수익률인 10.3%를 준용

- (평가)이익은 이익잉여금/기타포괄손익누계액에 적립 → 가용자본 **2.4조 원 ↑** 지급여력비율 **2%p ↑**
- (!) 생산적 금융의 영향은 자금조달 방식, 투자 방식과 수익의 활용 방식에 따라 달라질 수 있음
 - (예) 보유채권을 대체 → 금리·신용위험액, 수익을 국고채·파생상품 등에 재투자 → 금리위험액 등 요구자본 영향

자산운용수익 효과



+ 수익 활용 방식(재투자처)에 따라 추가 변동

자산운용수익에 따른 지급여력비율 변화

(단위: 조 원)

구분		총요구자본 (a)	가용자본 (b)	지급여력비율 (b/a)
투자후	투자전	128.7	268.0	208%
	수익전	136.6	268.0	196%
	수익후		270.4	198%

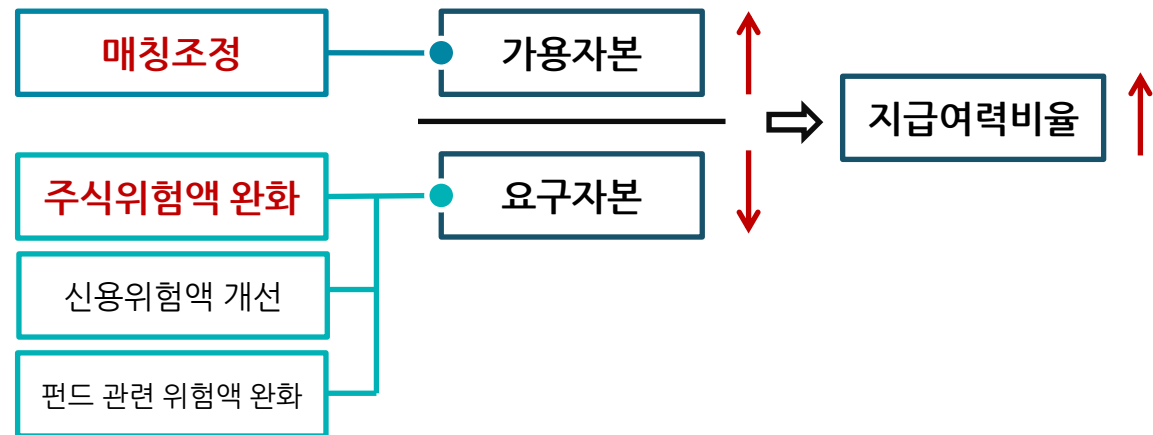
생산적 금융을 위한 제도 개선

- 생산적 금융 기조에 따른 투자는 통상적인 벤처 투자에 비하여 실질적 위험도가 낮을 것으로 예상
 - 정부 재정의 후순위 보강, 생산적 부문에 대한 정책 지원, 장기보유자산의 특성 등 위험 완화 요인이 존재함
- 생산적 금융의 실질적 위험을 반영하기 위하여 제도 합리화 방안이 도입됨('26.6)
 - 자본 부담을 완화할 수 있는 방안으로 각종 위험액 완화 등이 도입, 매칭조정을 통한 가용자본 확대 방안이 논의됨
- 본 연구는 지급여력비율 영향이 특히 클 것으로 예상되는 매칭조정 및 주식위험액 완화 방안에 초점

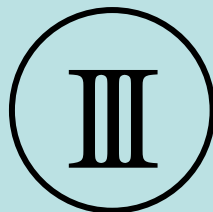
생산적 금융의 위험 완화 요인

정부 재정 후순위 보강	정부 재정의 후순위 보강으로 인한 금융위험 완화
종합적 정책지원	산업 규제 완화, 세제 혜택, 인력양성 지원 등 정부 지원으로 인한 운영위험 완화
장기보유효과	장기보유 시 변동성 완화 효과

자본 부담 완화



자료: 금융위원회 보도자료(2026.4.16.)



해외 사례

지급여력제도 비교 ① 보험부채 평가 - 할인율

- 주요국 할인율은 자산-부채 현금흐름 안정성 및 매칭 정도, 별도 관리, 사후 관리 등과 밀접한 관련
- K-ICS, Solvency II, SolvencyUK는 무위험 금리에 변동성조정 또는 매칭조정을 합산하여 산출함
 - 변동성 조정 산출 시 위험스프레드 적용 비율은 각각 80%, 85%, 65%로 차이가 있음
- ICS/ESR은 자산과의 현금흐름 매칭 정도에 따라 보험부채를 세 유형으로 구분, 가산 금리·적용 비율 산출

국가간 할인율 산출 구조 비교

K-ICS / Solvency II / Solvency UK

$$\text{무위험금리} + \left[\begin{array}{l} \text{매칭조정} \\ \text{(매칭자산 스프레드)} \\ \\ \text{변동성조정} \\ \text{(대표PF스프레드* (65~85\%))} \end{array} \right]$$

ICS / ESR

$$\text{무위험금리} + \left[\begin{array}{l} \text{(탑) 매칭자산스프레드} \\ \text{(미들) 매칭자산스프레드* (80~90\%)} \\ \text{(일반) 대표PF스프레드*80\%} \end{array} \right]$$

지급여력제도 비교 ② 주식위험액

- K-ICS 충격수준은 캐나다를 제외한 다른 제도에 비하여 같거나 낮음
 - 다만 ICS/S-II 충격수준은 대칭조정*에 따라 더 높아지거나 K-ICS 대비 낮아질 여지가 있음
 - * 대칭조정은 주식 투자의 경기순응성 완화를 위하여 가산하는 요소로, 경기활황기에는 계수를 높이고 침체기에는 계수를 낮춤
- Solvency II는 인프라, EEA/OECD 상장 외에 상장·비상장 구분없이 높은 위험군(Type 2)으로 분류함
 - 다만 적격 요건 충족 시 벤처투자라도 낮은 위험군(Type 1)으로 분류 가능

국가간 주식위험 충격수준 비교

구분	선진시장 상장	신흥시장 상장	인프라	장기보유	기타	비고	(단위: %)
K-ICS	35	48	20	20	49	-	
ICS/ESR	35	48	27(선진) 37(신흥)	-	49	대칭조정(ICS)	
Solvency II	39(Type 1)	49(Type 2)	30(프로젝트) 36(기업)	22	49(Type 2)	대칭조정	
LICAT	35	45	-	-	40(선진) 50(기타)	-	

유럽 지급여력제도 개정

- 유럽연합(EU)은 보험회사의 장기 주식투자를 촉진하기 위하여 Solvency II를 개정 중에 있음
 - 유럽연합 집행위원회(EC)는 '25.10월 최종 개정안을 공표했으며, 유럽의회와 이사회 심의를 거쳐 '27.1월 적용을 예정
 - 장기보유주식 요건 완화, 입법프로그램 투자 및 적격 펀드에 대한 자본규제를 완화하는 조항이 포함됨
- 영국은 투자 유연성 확대 및 자율적 위험관리 강화를 위해 매칭조정(Matching Adjustment) 제도를 개선함
 - 매칭조정 적용 대상 확대 및 매칭조정 투자가속 제도 도입

EU 주식위험액 개선안

입법 프로그램 특례	• 입법 프로그램에 따라 주식·펀드에 투자한 경우 일정 가용자본 한도(10%) 내에서 주식위험계수 축소
장기보유주식 요건 개정	• 강제매도 회피요건 및 보험부채 연계 요건 완화 • 단, 포트폴리오 분산 요건 신설
모험자본 위험계수 완화	• 적격 벤처·대체투자펀드, 비상장주식 P/F 등 계수 완화

영국 매칭조정 제도 개선안

적격 자산	현금흐름 고정 자산	현금흐름 고정 + 현금흐름 예측가능성 높은 (Highly Predictable) 자산
적격 보험	일시납 및 완납 연금보험	일시납 및 완납 연금 + 소득보장보험 명시
투자가속 제도	사전승인 - 자산매입	자산매입 - 사후승인 허용 (기존 MA 권한 회사 대상)



자본관리 방안

지급여력제도 개선방안

- 생산적 금융으로 인한 지급여력 관리 부담을 고려하여 자본규제가 개정됨(2026년 6월말 시행)
 - 주식위험액 경감 등이 포함되었으며, 일부 항목(매칭조정 등)은 개정 방향이 공표됨
- 본 연구에서는 매칭조정 및 주식위험액 개선안의 세부 적용 방법 및 보완 사항을 검토하고, 지급여력에 미칠 수 있는 영향을 정량 분석함

지급여력제도 개정

분류	내용
매칭조정	- 변동금리 자산에 대한 매칭조정 허용
	- 현금흐름의 미스매칭 요건 완화
주식위험액	- 정책프로그램 투자 시 실제 위험경감효과에 비례하여 충격수준 경감
	- 장기보유주식과 중복 적용 허용
	- 장기보유주식 적용 대상에 비상장주식·펀드 포함
	- 적격 벤처투자에 대하여 상장주식 충격수준 적용
	- 신재생에너지·AI인프라 등 비전통적 인프라 적격 인프라 대상으로 인정

자료: 금융위원회 보도자료(2026.4.16.)

분류	내용
신용위험액	- 인프라 대출 중 정부 등의 일부보증분에 대하여 무위험 계수 적용
	- 주택담보대출에 대한 위험계수 상향 조정
펀드 관련 위험액	- 유동성 관리 목적 차입, 차입기간 1년 이내 펀드는 레버리지펀드 제외
	- 약관 상 투자기간 종료 시점의 실제 레버리지 비율로 충격수준 산출
	- 약관 이외에 운용보고서 등을 통한 레버리지 비율 산출 허용
	- 블라인드펀드 미집행 약정은 출자에정금액을 기준으로 위험액 산출
K-ICS 산출	- 요구자본 산출 내부모형 승인기준 마련 및 도입 지원
	- 유동성 프리미엄에 수익증권 등을 통한 금리부자산 간접투자 반영 t

자료: 금융위원회 보도자료(2026.4.16.)

매칭조정 활성화 방안 ① 제도 개정

- 매칭조정은 투자 유인 확대·자본부담 완화에 기여할 것으로 기대되나 현재 국내 활용사례는 없음
 - 현행 규정상 적용 가능한 자산은 현금흐름 고정 자산으로 한정되며, 부채와 자산 간 현금흐름 매칭 요건이 엄격함
 - 생산적 자산과 매칭 가능하며 매칭조정 적용이 용이한 (현금흐름이 안정적인) 상품구조도 제한된 상황
- 매칭조정 적용 자산을 확대하고 현금흐름 매칭에 관한 요건을 완화할 필요가 있음
 - 현금흐름 매칭률 테스트, 국내 상품 중 매칭조정 적용 가능한 상품 등에 관한 가이드라인 마련이 필요함

매칭조정 개정 방향

• 매칭조정 적용 자산 확대

현금흐름 고정자산→현금흐름 예측가능성이 높은 자산

• 매칭조정 적용 요건 완화

자산-부채 현금흐름 100% 매칭→일정 수준 미스매칭 허용(예:10%)

적용 가능 보험상품(안)

• (현행) 미래 보험료 납입×

해지옵션 제한 혹은 해약환급금 일정 수준 이하

• 적용가능 보험상품 검토

- 일시납·완납 연금보험(예: 일시납 GLWB 상품)
- 확정연금형 중 해지율 및 해약환급금이 일정 수준 이하
- 해약환급금 산출 시 시장가격조정률을 적용하는 상품 등

매칭조정 활성화 방안 ② 해외 사례(Aviva)

- 영국 생명보험회사는 매칭조정 제도를 활용하여 보험부채 관리 및 수익성 있는 투자처에 투자
 - Aviva는 현금흐름 불확실성이 제한된 연금 상품의 상당분에 매칭조정으로 124bps를 적용함
 - 매칭조정을 적용하는 자산 포트폴리오는 총 560억 파운드이며, 프로젝트 파이낸스 및 인프라 자산이 20%를 차지함
 - Aviva는 매칭조정을 통해 보험부채를 64억 파운드 경감, 가용자본이 52억 파운드 증가한 것으로 추정함*
- * 추정치는 경과조치 및 변동성조정 효과를 고려하지 않은 값으로, 실제 효과는 더 작을 수 있음

매칭조정 적용 자산 및 부채

(단위: 백만 파운드)		
적용 자산	영국 및 해외 국채	12,114 (22%)
	회사채	18,000 (32%)
	상업용 부동산 담보 대출	6,348 (12%)
	프로젝트 파이낸스 및 인프라	10,743 (19%)
	주택담보대출 고정금리 채권	7,045 (13%)
	기타	1,339 (2%)
	총합	55,623 (100%)
적용 부채	구분계리 되지 않은 대부분의 연금 상품 (Majority of annuity business outside of ring-fenced funds)	

자료: Aviva plc(2025), "Solvency and Financial Condition Report"

매칭조정 제거 효과

(단위: 십억 파운드)	
항목	매칭조정 효과
책임준비금	△6.4
기본 자기자본	5.2
요구자본	△6.2

주: 매칭조정 효과는 경과조치 효과 및 변동성 조정 효과를 제거한 이후의 매칭조정 제거 시 가치 변화를 측정
자료: Aviva plc(2025), "Solvency and Financial Condition Report"

주식위험액 완화 방안 ① 개요

- 정책프로그램 및 적격 벤처투자 총격수준 경감, 적격 인프라 및 장기보유주식 요건 완화 등을 검토함
- 각 방안은 생산적 금융 기조에 따른 위험 완화 요인을 반영함

주식위험액 완화 방안 개요

구분	제도 개선 방안	관련 위험 완화 요인
1	정책 프로그램 투자에 대한 총격수준 경감	• 정부의 후순위 보강으로 인한 금융위험 완화 반영
2	장기보유주식 요건 완화	• 장기 보유로 인한 변동성 완화 반영
3	적격 벤처투자 총격수준 경감	• 금융·비금융 정부 지원을 통한 운영상 위험 완화 반영
4	적격 인프라 적용 대상 확대	

주식위험액 완화 방안 ② 정책프로그램·장기보유주식 특례

- 정책프로그램에 따라 투자 시 정부 재정의 후순위 보장 비율만큼 충격수준을 낮춤
 - (예) 인프라 프로젝트 중 우선손실충당이 전체 투자금의 20%인 경우, 충격수준은 39.2%($49\% \times (1-0.2)$)를 적용
 - 신안우이 해상풍력 프로젝트는 사업비 3.4조원 중 첨단기금·미래에너지펀드 후순위 대출로 약 3,900억원(11.5%)
- 장기보유주식 특례 범위에 선진국 비상장주식 및 적격 펀드 포함 (충격수준 49%→20% 적용 가능)
 - 기존 규정은 장기보유주식 대상을 선진시장 상장주식으로 제한

정책프로그램 관련 개정

- 정부 등의 **투자금액 보조**에 비례하여 충격수준 경감
 - 특정경제분야 지원을 목적으로 정부가 투자금액에 대해 보조
 - 정부 감독 하에 지분율·투자지역 등 위험요소 제한

장기보유주식 특례 관련 개정

- 장기보유주식은 다음의 주식으로 구성
 - 선진시장 상장주식
 - FTSE **선진국** 지수 편입 국가에 본사를 둔 **비상장주식**
 - **벤처투자조합, 신기술사업투자조합, 적격 폐쇄형 간접투자기구**
(기초자산이 아닌 **펀드 단위**로 요건 평가)

주식위험액 완화 방안 ③ 적격 모험자본 특례

- 적격 요건을 충족하는 벤처투자(기업, 펀드)의 총격수준 완화
 - 근거법에 따른 벤처기업·펀드에 대하여 총격수준을 49% → 35%(선진시장 상장주식 수준)로 완화
- 적격 인프라 대상으로 신재생에너지, AI기반시설 등 비전통 인프라 확대하여 총격수준 20% 적용

시행세척 개정

- 적격 벤처투자에 대해 선진시장 상장주식 총격수준 적용
 - 「벤처기업육성에 관한 특별법」의 벤처기업
 - 「여성전문금융업법」의 신기술사업투자조합
 - 「벤처투자촉진법」의 벤처투자조합 등

적격 인프라 예시 개정

- 적격 인프라투자 조건
 - (투자부문) 도로, 항만, 학교, 상하수도, 발전, 폐기물처리, **신재생에너지 설비, AI 기반시설** 등 공공시설 및 공공 서비스 생산을 목적으로 하는 기반시설에 대한 투자

주식위험액 완화 방안 ④ 추가 합리화 방안

- **벤처투자 위험·투자관리 방안 및 비전통 인프라 특성을 반영한 요건 개정도 검토 필요**
 - 벤처기업 포트폴리오의 분산 요건, 벤처펀드의 국내벤처기업 투자 비중 요건 등
 - 첨단산업 인프라의 수익구조·이용자 특성을 반영하여 위기상황 분석·수익예측가능성 등의 요건 개선도 검토 필요
- **장기보유주식 특례 활용을 위해 강제매각 회피요건·재설정요건 등의 완화 및 분산효과 합리화 방안 검토**
 - 요건 완화와 함께 요건 충족 입증을 위한 가이드라인 마련 등을 통해 특례 활용을 지원할 수 있음

장기보유주식 특례 현행 요건

- 10년 간 강제매각 회피 가능(계획 및 여력)
- 장기보유주식 집합 최대 1개 및 5년간 편입·매도 제한
- 편입·매도로 집합 해체 시 재설정 금지
- 선진시장-장기보유주식 상관관계 = 1

고려 가능한 합리화 방안

- 강제매각 회피 요건 **10년 → 5년** (Solvency II 개정안)
- 집합 **개수 확대** 혹은 적격 자산의 5년간 편입·매도
- 요건 위반으로 해체 시 **일정 기간 후 재설정** 허용(Solvency II)
- 장기보유주식과 타 주식유형 간 **분산효과 반영**(Solvency II)

주식위험액 완화 영향평가

- 주식위험액 개정안이 지급여력비율에 미치는 영향 분석을 위해, 보험산업 전체를 가상 보험회사 A로 가정
 - A는 벤처기업(B)에 24 조 원을 투자하며, B는 적격 벤처투자 특례 요건을 충족함 (투자금액 민감도 테스트는 부록 참조)
 - 적격 벤처투자, 장기보유주식, 장기보유주식+정책프로그램(후순위 20%) 특례 적용 시 지급여력비율 변화를 측정함
- 특례 적용시 생산적 금융의 지급여력비율에 대한 영향이 **최소 3%p에서 최대 8%p 감소함**
 - 적용 전에는 12%p(208%-196%) 감소하나, 적용 후 최대 9%p(208%-199%) 최소 4%p(208%-204%) 감소함

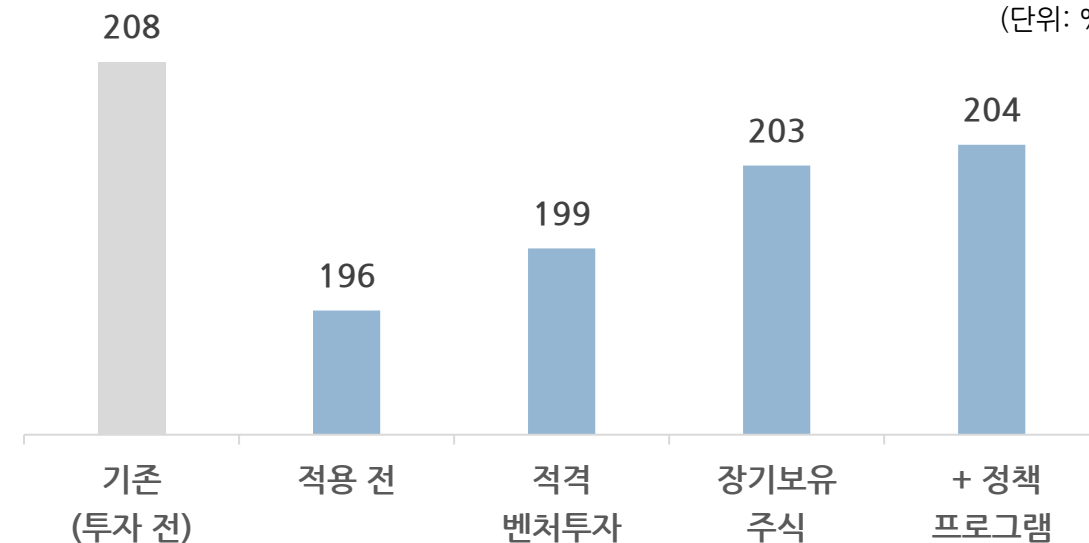
개정 방안 적용 전후 적격 벤처투자 총격수준 및 위험액

(단위: %, 조 원)

구분	적용 전	적격 벤처투자 특례	장기보유주식 특례	장기보유주식 + 정책프로그램 (후순위 20%)
주식 유형	기타주식	선진시장 상장주식	장기보유주식	
위험 계수	49	35	20	16 (20×0.8)
위험액 증가 (24조원 투자)	11.8 (24×0.49)	8.4 (24×0.35)	4.8 (24×0.20)	3.8 (24×0.16)

개정 방안 적용 전후 지급여력비율

(단위: %)



자본관리 및 자산운용 과제

- 생산적 금융을 안정적으로 유지하고 보험산업의 성장으로 이어지기 위해서는 자본관리 효율화, 상품구조 정비, 자산운용 시스템 고도화가 병행될 필요가 있음
- 생산적 금융 투자 재원을 확보하기 위해 파생상품 등을 통한 자본관리 효율화
 - K-ICS에서는 파생상품을 통한 위험관리 효과를 반영할 수 있으며, 현물 매입 대비 적은 자금으로 가능함
 - 보험업 특성을 반영한 새로운 위험회피회계 적용 범위 확대가 논의되고 있어, 파생상품 활용도가 높아질 것으로 예상
- 생산적 금융 장기 지속을 위한 상품 구조·자금 조달 방식 발굴
 - 생산적 자산의 장기 현금흐름에 부합하는 상품을 개발하고 매칭조정을 활용함으로써 가용자본 확충 부담을 경감
- 효과적인 생산적 부문 투자를 위한 자산운용 시스템 고도화
 - 생산적 금융의 안정적 지속을 위해서는 수익성과 안정성을 겸비한 투자처를 발굴하고 효율적인 자산 배분이 필수
 - 투자처 발굴 및 자산 운용 효율화를 위한 전문인력을 확충하고, 리스크 관리 및 투자 의사결정 체계를 정비할 필요



결론

결론

- 생산적 금융이 보험회사 지급여력에 미칠 수 있는 영향과 보험회사의 생산적 금융 참여를 위한 제도 및 자본관리 차원의 과제를 논의함
- 재정 후순위 부담 및 자본규제 합리화는 생산적 부문의 위험성으로 인한 건전성 부담 완화
 - 정부의 재정 후순위 보강 → 생산적 자산 투자로 인한 자본 변동성을 완화
 - 매칭조정 요건 완화·활성화 → 투자 유인 확대 및 가용자본 부담 경감
 - 주식위험액 합리화 → 요구자본 부담 축소, 생산적 금융 투자 여력 확보
- 자본관리 효율화 및 장기투자에 적합한 상품 개발 등을 통해 투자 재원 확보에 기여
 - 파생상품 등을 통한 효율적인 위험관리 → 현물 매입 대비 유동성 확보에 기여
 - 인프라 등과 현금흐름 매칭이 용이한 상품 개발 및 판매를 통해 안정적 자금 확보 가능
 - 이와 함께 효과적인 생산적 금융을 위한 자산운용 역량 제고 필요

결론

- 보험산업은 연금·건강보험을 통한 사회적 안전망 기능과 함께 인프라 투자 등 장기투자자로서의 기능을 수행함
- 2023년 시가평가 기반의 회계제도 및 지급여력제도로 전환되고, 기본자본비율·듀레이션 갭 규제 도입 등이 맞물리면서 안정적 자본관리와 투자수익 확보를 동시에 달성해야 하는 부담이 커짐
- 보험산업의 생산적 금융 참여 확대는 수익성과 건전성을 함께 개선할 수 있는 실질적 기회이며, 충격수준 하향·매칭조정 활성화 등 제도 개선 노력은 이러한 참여를 뒷받침할 것으로 기대됨

감사합니다.

[참고] 매칭조정 영향평가

- 매칭조정을 통한 할인율 상승 효과는 보험부채의 금리민감도 테스트를 통해 일부 예측 가능
- 금리가 100bps 상승할 때, 주요 생명보험회사의 전체 보험부채는 약 34조 원 감소할 것으로 추정됨
- 다만 매칭조정 대상은 주로 연금 및 저축보험으로 한정되며, 요건을 충족하는 비중은 더 작을 것으로 예상됨
 - 주요보험회사의 보험부채 중 연금 및 저축보험 비중은 약 59%이며, 특히 금리확정형의 경우 약 10%를 차지함
 - 금리확정형 중 일시납·완납 상품 비중은 더욱 작을 것으로 예상됨

주요 생명보험회사 보험부채 금리민감도(100bps ↑)

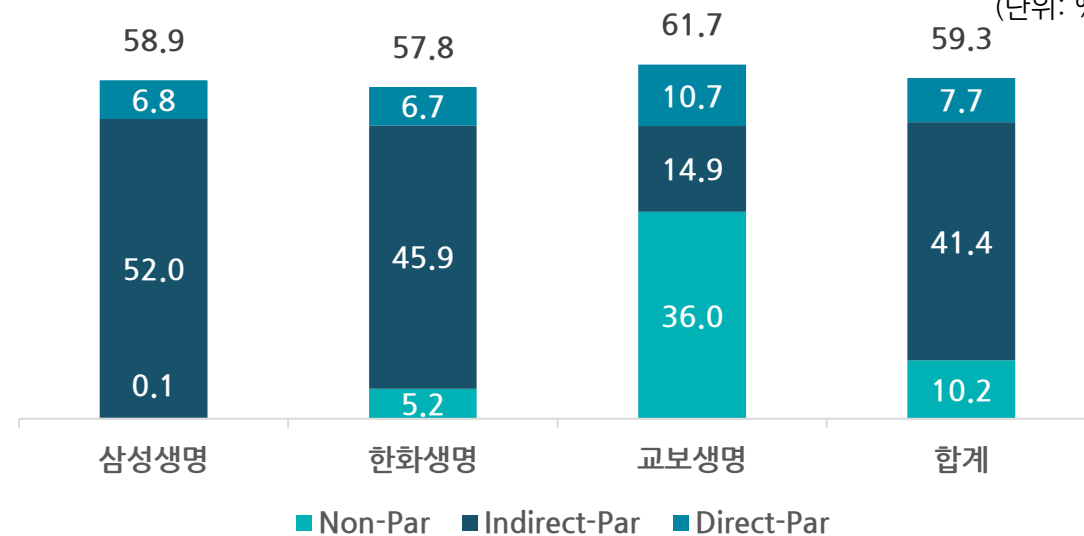
(단위: 십억 원)

구분	당기손익	기타포괄손익	합계
A생보사	22	17,656	17,678
B생보사	52	7,846	7,898
C생보사	459	7,628	8,087
합계	533	33,129	33,662

자료: 각 사 경영공시

주요 보험회사 연금 및 저축보험 부채 비중(총 보험부채 대비)

(단위: %)



자료: 각 사 경영공시

[참고] 투자금액 민감도 테스트

투자금액	6조 원 투자 시		12조 원 투자 시		24조 원 투자 시	
	총요구자본	지급여력비율	총요구자본	지급여력비율	총요구자본	지급여력비율
투자 전	128.7	208.2%	128.7	208.2%	128.7	208.2%
투자 후 (차이)	130.6 (1.9)	205.2% (△3%p)	132.6 (3.9)	202.2% (△6%p)	136.6 (7.9)	196.2% (△12%p)
적격 벤처투자 (차이)	130 (1.3)	206.1% (△2.1%p)	131.3 (2.6)	204% (△4.2%p)	134.1 (5.4)	199.9% (△8.3%p)
적격 벤처투자+정책프로그램 (차이)	129.7 (1)	206.6% (△1.6%p)	130.8 (2.1)	204.9% (△3.3%p)	133 (4.3)	201.5% (△6.7%p)
적격 인프라 (차이)	129.4 (0.7)	207.2% (△1%p)	130 (1.3)	206.1% (△2.1%p)	131.4 (2.7)	203.9% (△4.3%p)
적격 인프라+정책프로그램 (차이)	129.2 (0.5)	207.4% (△0.8%p)	129.8 (1.1)	206.5% (△1.7%p)	130.9 (2.2)	204.8% (△3.4%p)
장기보유주식 (차이)	129.4 (0.7)	207% (△1.2%p)	130.2 (1.5)	205.8% (△2.4%p)	131.7 (3)	203.4% (△4.8%p)
장기보유주식+정책프로그램 (차이)	129.3 (0.6)	207.3% (△0.9%p)	129.9 (1.2)	206.3% (△1.9%p)	131.1 (2.4)	204.4% (△3.8%p)

[참고] 주식위험액 완화 영향평가 추가투자여력

- 지급여력비율이 196%까지 하락할 수 있다는 가정 하에, 각 방안 적용 시 최대 투자 가능 금액을 측정함
 - 196%는 개정방안 도입 전 24조 원을 벤처기업에 투자했을 때 발생하는 지급여력비율
 - 적격 벤처투자, 장기보유주식, 장기보유주식+정책프로그램 특례 적용 시 지급여력비율이 196%가 되는 투자금을 측정
- 적용 시 투자금액은 **최소 10.7조 원**(34.7조 원-24조 원)에서 **최대 51.9조 원**(75.9조 원-24조 원) 상승함
- (!) 생산적 금융이 지급여력비율에 미치는 영향은 투자 자원, 투자 방식, 수익 활용에 따라 달라질 수 있음

개정 방안 적용 전후 적격 벤처투자 총격수준

(단위: %, 조 원)

구분	적용 전	적격 벤처투자 특례	장기보유주식 특례	장기보유주식 + 정책프로그램 (후순위 20%)
주식 유형	기타주식	선진시장 상장주식	장기보유주식	
총격 수준	49	35	20	16 (20×0.8)

지급여력비율 196% 발생 투자금액

