
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 투자는행 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. 이러한에도 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 투자자이기 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).