



보험회사의 투자활동과 금융시스템 위험

임준환 선임연구위원, 한성원 연구원

글로벌 금융위기 시 AIG보험회사의 증권대여(Securities Lending)중단이 미국 회사채시장에서 유동성 부족을 초래하여 금융시장의 혼란을 초래했다는 실증적 연구가 최근 제시됨. Nathan et al.(2019)에 따르면, 회사채시장에서 유동성은 딜러의 재고물량 보유, 다른 딜러로부터의 채권매입, 보험회사가 공급하는 증권대여에 크게 의존하는데, 글로벌 금융위기 당시 AIG의 증권대여업무 중단으로 채권 공급이 줄어들어 유동성 부족이 발생하였다는 분석임. 이 연구는 보험회사의 투자활동이 금융시장에 시스템위험을 초래할 수 있음을 제시하는 최초의 연구임

■ Nathan(2019)에 따르면 미국 대형 보험회사의 증권대여(Securities Lending)¹⁾가 회사채시장의 유동성에 상당한 영향을 미친 것으로 나타남

- 글로벌 금융위기 여파로 미국의 대형 보험회사 AIG는 2008년 3/4분기 증권대여 업무를 중단하였는데, 이로 인해 미국 회사채시장에서 유동성 부족문제가 발생하였다는 분석임
 - AIG의 증권대여 중단은 현금담보 채투자자에 대한 우려로 증권 차입자들이 현금 조기 상환을 요구한 데서 비롯됨
 - AIG의 증권대여 규모는 2007년 9월 884억 달러에서 2008년 8월말 690억 달러로 감소하였으며, 동년 9월 중 증권대여 관련 모든 현금자산이 고갈됨
- 이하에서는 미국 회사채시장에서 유동성 부족이 발생할 수 있는 과정과 원인을 관련 선행연구를 통해 살펴보고자 함

■ 회사채시장은 장외거래(Over The Counter)의 특성을 갖고 있어 거래성사가 어려운데 딜러(Dealer)의 시장조성 기능(Market-Making)이 이러한 어려움을 경감시킴

- 장외 회사채시장에서는 장내거래(Exchange Trade)와 달리 거래상대방의 탐색문제, 거래의 시점 및 조

1) 증권대여 시장이란 주식, 국채, 회사채 등의 유가증권을 일정 기간 후에 돌려받기로 하는 대가로 수수료(Fee)와 담보를 받고 빌려주는 거래를 말하는데 여기서는 회사채 대여 시장을 의미함

진, 가격불일치 문제가 발생함

- 딜러는 매수가격 또는 매도가격을 동시에 제시하고 채권시장에 유동성을 제공함으로써 장외시장의 문제점들을 경감시킬 수 있음

■ 딜러들은 재고물량(Inventory) 보유, 다른 딜러로부터의 채권 매입, 증권대여 시장을 통한 채권 차입을 통해 채권을 조달하는데 증권대여 시장을 통한 채권 차입을 가장 선호함

- 딜러들이 증권대여 시장을 선호하는 이유는 증권대여 시장이 가장 효율적이고 조달 비용이 저렴하기 때문임
- 이에 반해 채권을 재고로 보유하거나 다른 딜러로부터 차입하는 방법은 증권대여 방식에 비해 거래 주선 비용이 상대적으로 큼

■ 증권대여 시장에서 규모가 가장 큰 기관투자자는 보험회사인데, 보험회사는 증권대여 업무를 통해 자산-부채 듀레이션 미스매치를 관리할 수 있고 수익을 창출할 수 있기 때문임

- 2008년 2/4분기 기준으로 채권보유 잔액의 20%를 차지하고 있는 미국 보험회사가 채권 대여 금액의 3/4 이상을 차지하고 있음²⁾
 - 채권 대여 규모는 글로벌 금융위기 전에는 일평균 약 1,000억 달러 수준이었으나, AIG 보험회사의 채권 대여 중단으로 2008년 말에는 절반으로 대폭 축소됨

■ 보험회사의 증권대여 업무와 관련하여 장외 시장의 특징, 글로벌 금융위기 이후 회사채시장에서 단기 유동성 부족, 자본규제의 영향 등에 관한 이슈들이 연구되고 있음

- Duffie et al.(2005)는 탐색 모형(Searching-Based Model)을 활용하여 회사채 장외거래의 특징을 분석함
 - 장외시장에서 탐색과 협상과정에서 발생된 비유동성이 자산 가격의 변동성 확대와 중개(Intermediation) 규모의 감소를 초래하는 과정을 이론적으로 도출하고 있음
- Dick-Nielsen, et al.(2012)은 글로벌 금융위기 이전과 직후 회사채시장에서 유동성을 비교 분석하였는데, 회사채시장 유동성을 결정하는 요인들로 주요 증권회사의 파산, 우량회사채로의 안전자산 회피성향, 그리고 정보비대칭성을 제시함
- Elluel et al.(2011)은 보험회사에 대한 자본규제 강화가 보험회사의 회사채 급매(Fire Sale)로 이어지는 과정을 실증적으로 규명함
 - 지급여력비율이 낮은 보험회사일수록 보유 회사채를 투매하였고, 이로 인해 회사채 가격하락이 더 심

2) <http://www.federalreserve.gov/apps/FOF/Guide/L213.pdf>

하게 나타날 수 있음을 규명함

- Vayanos and Weil(2008)은 탐색모형을 통해 증권대여시장에서의 충격이 기초현물시장인 회사채시장의 유동성을 감소시킬 수 있다는 이론적 모형을 구축함

■ 한편, Nathan et al.(2019)는 DID³⁾ 모형을 통해 AIG보험회사의 증권대여 중단이 미국 회사채시장에서 유동성 부족을 초래하였음을 실증적으로 규명함

- AIG의 증권대여 기간과 증권대여 중단 이후 기간의 AIG의 채권보유비중 변화가 회사채시장의 유동성 격차를 통계적으로 설명하는 것으로 분석됨
 - 회사채시장의 유동성은 달러의 매도가격과 매수가격과의 차이인 매매스프레드로 측정하였고, 매매스프레드가 높을(낮을)수록 유동성이 낮(높)은 것으로 해석함
 - 또한 채권별 특성, 채권의 기간별 체계적 위험, 다른 보험회사의 증권 대여 규모를 각각 통제함
- 저자들의 분석 결과는 AIG가 보유한 채권에 대한 대여 중단이 미국 회사채시장의 유동성 고갈에 영향을 미쳤음을 의미함

■ 이러한 실증 분석 결과는 보험회사의 전통적 투자활동인 증권대여가 금융시스템의 위험요인이 될 수 있다는 점을 시사하고, 비보험 또는 비전통 보험활동이 시스템위험을 촉발할 수 있다는 주장과 차별화됨 [kiri](#)

참고문헌



- Duffie, D., Gârleanu, N. & Pedersen, L. H.(2005), “Over-the-Counter Markets”, *Econometrica*, 73(6), pp. 1815~1847
- Jens Dick-Nielsen, Peter Feldhutter, David Lando(2012), “Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis”, *Journal of Financial Economics*, p. 471~492
- Ellul, A., Jotikasthira, C. & Lundblad, C. T.(2011), “Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market”, *Journal of Financial Economics*, 101(3), pp. 596-620
- GAO (2011), “Review of Federal Reserve System Financial Assistance to American International Group, Inc.”, *Government Accountability Office Report*, GAO-11-616

3) DID는 Difference in Difference의 약어로 경제 정책의 변화 또는 환경 변화 등을 실증적으로 분석하는 방법임

Nathan Foley-Fisher, Stefan Gissler and Stéphane Verani,(2019. 2), “Over-the-Counter Market Liquidity and Securities Lending”, BIS Working Papers No 768
 Vayanos, D. & Weill, P.(2008), “A search-based theory of the on-the-run phenomenon”, *The Journal of Finance*, 63(3), pp. 1361~1398