



보험회사의 장기 주식 투자 활성화 방안

노건엽 연구위원, 황인창 연구위원, 진옥희 연구원

요약

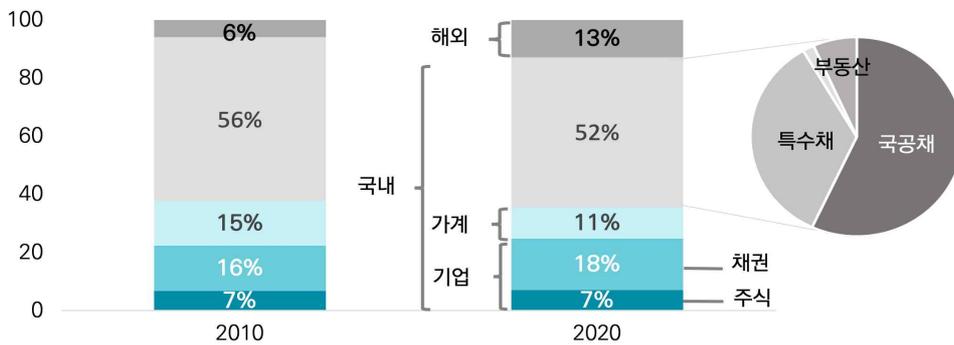
보험회사는 장기 투자에 강점이 있으나 국내 실물경제에 대한 직접 투자와 수익률을 관리할 수 있는 주식 투자는 지극히 저조함. 보험산업 자본건전성 제도 강화에 따라 주식을 통한 실물경제 투자는 더욱 어려워질 것으로 예상됨. 한편, 유럽 보험산업은 Solvency II에서 장기 주식 투자에 대한 위험계수 완화를 통해 주식 투자를 촉진함. 보험산업의 장기 기관투자자로서의 역할을 충실히 하기 위해서는 장기 주식 투자에 대한 리스크 평가 완화 방안 도입을 검토할 필요가 있음

- 경제성장과 시장안정을 도모하기 위한 기관투자자의 장기 투자 활성화에 대한 중요성이 높아지고 있음
 - 코로나19 이후 경기회복을 위한 재정지출 확대로 국가재정이 악화됨에 따라 정부의 장기 투자에 대한 추가적인 자금 공급 여력이 낮아져 장기 투자에 대한 민간자본의 역할이 중요해짐
 - 특히 2020년 7월 발표된 한국판 뉴딜이 성공하기 위해서 단기 비생산적 부문에서 장기 생산적 부문으로 자금이 이동할 수 있도록 장기 기관투자자의 역할이 강조됨
- 기관투자자 중 보험회사는 유동성 제약에서 상대적으로 자유로워 만기가 길고 유동성이 낮은 상품에 대한 투자, 즉 장기 투자에 강점이 있으며 이러한 장기 투자는 자산운용수익률 관리에 도움이 될 수 있음
 - 펀드의 경우, 고객이 환매를 요청하면 거의 즉시 자금을 인출해야 하므로 만기가 짧거나 유동성이 높은 상품에 투자하여 위험프리미엄(Risk Premium)을 추구함
 - 반면 보험회사는 자금을 만기가 긴 보험계약을 통해 조달하기 때문에 만기가 길고 유동성이 낮은 상품, 예를 들어, 장기채권, 중소형주식, 비상장주식, 부동산 등에 투자하여 위험프리미엄과 동시에 유동성프리미엄(Liquidity Premium)을 추구할 수 있음
 - 장기 기관투자자인 국민연금의 국내 주식 비중은 20% 이상으로 1988년부터 2020년 말까지 연평균 자산운용수익률¹⁾이 6.27%이며 이 중 국내 주식은 연평균 8.99%의 수익률을 나타냄
 - 다만, 국민연금은 보험회사와 달리 자본규제가 없어 자산에 대한 위험선호도가 다름
- 하지만 최근 10년간 보험회사의 투자 포트폴리오 구성 추이를 살펴볼 때, 보험산업은 국내 실물경제에 대한 직접투자, 특히 주식을 통한 투자는 지극히 저조한 것으로 평가됨(그림 1) 참조

1) 보험회사 자산운용수익률은 이자 및 배당수익, 매매손익 등 실현된 손익만 반영되나 국민연금은 평가손익도 포함되는 차이가 있음

- 보험회사는 주로 정부 등 공공부문이 발행한 채권을 통해 실물경제에 간접적으로 자본을 공급하기 때문에 금융시장 중개자로서의 역할 및 기업 경영감시자로서의 역할 등 기관투자자로서의 기여도가 높지 않음
 - 국공채 및 특수채 등의 비중이 50% 이상이며 회사채는 18% 수준임
- 보험회사의 자산부채관리(Asset Liability Management; ALM)를 통한 위험관리 측면에서 주식보다 채권이 우월하다는 점을 감안하더라도 국내 보험회사의 주식 투자는 지극히 저조함
 - 2020년 말 기준 보험회사 전체 운용자산에서 주식이 차지하는 비중은 7%에 불과하고, 기업지배 등을 제외하여 순수 투자목적만을 고려하면 1~2%에 지나지 않음

〈그림 1〉 보험회사의 국내 기업에 대한 직접 투자 비중



주: 전체 운용자산 대비 비중을 나타냄
 자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

- 향후 보험산업의 자본건전성 제도가 강화됨에 따라 보험회사의 주식을 통한 실물경제 투자가 더욱 어려워질 것으로 예상되고, 이로 인해 보험회사의 장기 투자자로서의 역할이 더욱 위축될 우려가 있음
 - 현행 RBC에서 12%(또는 16%)인 주식 위험계수가 2023년 도입 예정인 K-ICS에서 35%(또는 48%)로 큰 폭으로 강화됨(〈표 1〉 참조)
 - K-ICS에서는 제도 강화로 인한 보험회사의 장기 투자자로서의 역할 약화를 완화하기 위해 리스크 평가 완화 방안이 도입되었으나, 그 범위를 인프라 투자에만 한정하고 있음

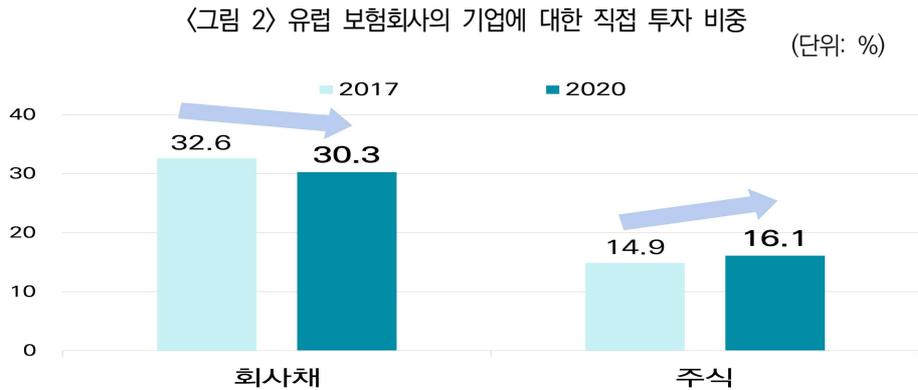
〈표 1〉 K-ICS의 주식 위험계수

선진시장 상장주식	신흥시장 상장주식	우선주	인프라 주식	기타 주식
35%	48%	4~49%	20%	49%

주: 우선주는 신용등급에 따라 위험계수를 차등화함
 자료: 금융감독원(2021), “新지급여력제도 도입 수정안(K-ICS 4.0)”

- 한편, 유럽 보험회사는 전체 운용자산 중 회사채와 주식을 통한 기업의 직접투자 비중이 국내보다 높으며 최근에는 주식 비중이 증가함을 알 수 있음(〈그림 2〉 참조)

- 유럽 보험회사는 운용자산에서 기업에 대한 투자비중이 46.4%(회사채 30.3%, 주식 16.1%)로 운용자산의 절반에 가까우며 주식 비중은 증가 중(14.9% → 16.1%)으로 특히 비상장주식이 증가 추세에 있음



자료: EIOPA(2021), "Financial Stability Report July 2021"

○ 이러한 배경에는 2016년 Solvency II 도입 이후 민간 부분의 투자를 촉진하기 위해 장기 주식 투자에 대한 위험계수 완화 방안을 도입한 것이 있음(〈표 2〉 참조)

- EU는 부채시가평가에 기반한 지급여력제도인 Solvency II를 도입하였는데, 높은 위험계수 적용으로 보험회사의 장기 투자를 저해한다는 우려가 지속적으로 제기됨
 - 유럽경제지역(EEA) 또는 OECD에 상장된 주식(Type 1)은 39%, 그 외 주식(Type 2)은 49%의 높은 위험계수를 적용함
- 이후 제도 개정을 통해 인프라 투자에 대한 리스크 평가를 완화했을 뿐만 아니라 일정 요건을 충족하는 장기 주식 투자의 경우, 위험계수를 22%로 낮춰줌
 - 일반적으로 보험회사의 장기 주식 투자와 관련이 있는 비상장주식에 대한 투자에 대해서도 일정 요건²⁾ 충족 시 49%가 아닌 39%의 낮은 위험계수를 적용함

〈표 2〉 Solvency II의 주식 위험계수

Type 1	Type 2	장기	전략적	인프라		비상장
				프로젝트	회사	
39%	49%	22%	22%	30%	36%	39%

자료: EIOPA(2020), "Background Document on the Opinion on the 2020 review of Solvency II"

2) EEA 국가에 본사가 위치, 연간 수익의 50% 이상이 EEA 또는 OECD 회원국 통화로 표시, 회사에 고용된 직원의 50% 이상이 EEA 국가가 주요 근무지, 최근 3개년 회계연도에서 하나 이상 조건(연간 매출 천만 유로 초과, 자산 천만 유로 초과, 직원 50명 초과) 충족, 회사별 투자금액이 비상장주식 전체 포트폴리오 투자금액의 10% 이하, 베타가 0.796 이하, 금융회사(보험회사, 재보험회사, 투자회사, 금융기관 등) 제외 등을 충족해야 함

- Solvency II에서 장기 주식 투자로 인정받기 위해서는 리스크 평가 완화 목적(보험회사 장기 투자 촉진)뿐만 아니라 Solvency II 본연의 목적(보험회사 건전성 유지)을 달성할 수 있도록 투자대상, 보험부채와의 관계, 보유기간 등과 관련한 특정 조건을 만족해야 함
 - 개별 주식 투자의 보유기간뿐만 아니라 투자집합이 명확하게 식별되어야 함
 - 특정 보험부채의 최선추정치를 커버하는 자산에 배정되고, 이러한 배정이 보험부채가 잔존되는 기간 동안 유지되어야 함
 - 보험부채와 이에 배정된 자산 포트폴리오는 보험회사의 다른 활동과 구별하여 식별, 운영, 조직되며, 배정된 자산 포트폴리오가 보험회사의 다른 활동으로 인해 발생하는 손실을 커버하는 데 사용될 수 없어야 함
 - 평균 보유기간이 5년을 초과해야 하고, 평균 보유기간이 5년 이하인 경우 5년 초과 시까지 어떠한 주식도 매각할 수 없음
 - EEA에 상장된 주식 또는 EEA에 본사를 둔 기업의 비상장주식을 대상으로 함
 - 보험회사는 스트레스 상황에서도 최소 10년 동안 주식 강제 매각을 방지할 수 있는 건전성을 확보해야 함
 - 보험회사는 위험관리, 자산-부채관리, 투자정책에서 주식을 장기간 투자하려는 의도를 반영해야 함

- 해외사례(Solvency II)를 참고할 때, 보험회사가 장기 기관투자자로서의 역할을 충실히 수행하기 위해서는 장기 주식 투자에 대한 위험계수 완화를 검토할 필요가 있음
 - 보험회사의 자산운용은 장기적 관점에서 이루어지고, 장기 투자 자산은 보통 비상장 금융상품의 형태를 가지는데, K-ICS에서는 이러한 투자에 대해 가장 높은 수준의 리스크를 부과함
 - K-ICS 도입으로 인해 투자 자산군 중 주식의 리스크 평가가 강화됨에도 불구하고 보험회사 장기 투자에 대한 논의는 그동안 활발하지 않았음
 - 장기 주식 투자와 별도로 비상장주식에 대한 리스크 평가 완화도 고려해볼 필요가 있음

- 다만, 장기 주식 투자에 대한 리스크 평가 완화 방안을 국내에 도입한다면 Solvency II와 유사하게 투자대상은 국내 시장으로 한정하고 일정 기간 동안 매각 없이 보유하는 등 특정 조건을 만족할 필요가 있음
 - Solvency II에서 장기 주식 투자로 인정하는 조건은 EEA 국가 대상으로 한정하고, 평균 보유기간은 5년 초과해야 하는 등 구체적인 보유기간을 제시하고 있음

- 한편, 주식은 장기적으로는 안정적인 변동성을 보여주나 단기적으로는 높은 변동성이 발생할 수 있기 때문에 위험관리, 자산-부채관리, 투자정책 등에서 주식 장기 투자를 위한 보험회사 내부통제기준을 강화할 필요가 있음
 - 내부통제기준으로 종목 분산을 통한 변동성 완화, 금리 위험과의 상관성 검토, 고배당주 위주의 장기적 수익 및 안정성 확보 등을 고려할 수 있음