

1. 개요

본 장에서는 국내와 주요국 지급여력제도의 할인율과 주식위험액 산출 방식을 비교 분석하고, 보험회사의 생산적 부문 투자를 지원하기 위한 해외 사례를 검토한다. 비교 대상은 국제적 영향력, 생산적 금융 관련 정책적 시사점, 한국과의 구조적 유사성을 기준으로 선정하였으며, ICS, 일본, 유럽연합, 영국, 캐나다를 검토 대상으로 포함한다.

국제보험자본기준(Insurance Capital Standard; ICS)은 국제보험감독자협의회(International Association of Insurance Supervisors; IAIS)에서 글로벌보험그룹(Internationally Active Insurance Groups; IAIGs)을 대상으로 적용하는 지급여력제도로, 보험계약자 보호와 보험시장의 공정성·안정성 유지를 목표로 위험에 기반하여 재무건정성을 평가한다. IAIG는 세계적으로 영향력이 큰 주요 보험회사 그룹을 대상으로 한다. IAIG는 국제성 측면에서 3개국 이상에서 영업활동을 하고 있으며, 원수보험료의 해외 비중이 10% 이상인 그룹을 대상으로 하며, 규모 측면에서 총자산이 500억 달러 또는 원수보험료가 100억 달러 이상인 그룹을 대상으로 한다. 현재 알리안츠, 약사, 아비바, 메트라이프 등 세계 각국의 61개 보험회사들이 IAIG에 포함된다. ICS는 K-ICS를 비롯해 일본·대만 등 세계 각국이 위험 기반 지급여력제도를 도입하는 과정에서 국제적인 표준으로 활용되는 만큼, K-ICS의 국제정합성을 평가하고 개선 방향을 모색하는 데 있어 핵심적인 비교 기준이 된다.

일본에서는 2026년 3월부터 경제적 가치를 기반으로 지급여력을 평가하는 새로운 지급여력제도인 ESR(Economic value-based Solvency Regime)을 적용한다. ESR의 기본적인 구조는 ICS와 유사하나, 일본의 실정에 맞게 일부 항목을 조정하였다. 한국과 일본의 보험산업은 장기 저금리 환경 경험, 고령화로 인한 보험상품 포트폴리오, 보험부채의 장기 듀레이션 등 여러 측면에서 유사한 구조를 가지고 있다. 또한 양국 모두 자국 상황에 맞춰 ICS를 조정하였다는 점에서, 일본이 ICS에서 조정된 사항은 K-ICS 개정 방향을 검토하는 데 유용한 참고가 될 수 있다.

유럽연합의 Solvency II는 2016년부터 도입된 지급여력제도로, ICS와 함께 위험 기반 지급여력제도의 국제적인 표준으로 자리 잡고 있다. K-ICS는 Solvency II를 핵심적인 참고 기준으로 활용한 바 있어, Solvency II의 개정 사항은 K-ICS 개정의 기준을 제공한다. 특히 유럽연합은 역내 기업에 대한 원활한 자금 유통과 시장경쟁력 제고를 목표로 금융개혁을 추진하고 있으며, Solvency II는 보험회사의 장기투자자로서의 역할 확대를 위하여 다양한 방향으로 개정되고 있다. 이러한 개정 취지가 생산적 금융과 직결되어 있는 만큼, Solvency II의 개정 방향은 생산적 금융을 위한 자본 규제 개정에 있어 유용한 시사점을 제공한다.

영국은 2020년 브렉시트 이후 Solvency II를 자국 실정에 맞게 개정하여 Solvency UK를 도입하였다. 이는 국제 표준을 자국 실정에 맞게 재설계한 사례로서, K-ICS를 개정하는 과정에서 제도 설계의 방법론 측면에서 참고할 수 있다. 특히 Solvency UK는 보험회사의 자본 효율성을 높이고 투자 유인을 확대하기 위하여 일부 항목을 개정한 바 있어, Solvency II와 마찬가지로 보험회사의 투자 유인 확대에 관한 시사점을 제공한다.

캐나다의 Life Insurance Capital Adequacy Test(LICAT)는 ICS 및 Solvency II와 독립적으로 설계된 생명보험회사 대상 지급여력제도로, 2018년 도입 이후 2023년 IFRS17 도입에 맞추어 개정되었다.²⁶⁾ LICAT은 ICS와 Solvency II와 같이 시가 평가 및 위험 기반 평가를 원칙으로 하고 있으나, 앞선 두 제도와 상당한 차이가 존재한다. 이는 동일한 원칙하에서도 다양한 제도가 설계될 수 있음을 보여주는 사례로서 국제적인 표준으로 사용되는 ICS, Solvency II와 LICAT 사이의 차이를 바탕으로 국내 지급여력제도 개선 방향에 관한 시사점을 도출할 여지가 있다.

본 장에서는 보험산업의 투자 확대를 장려하기 위한 해외 지급여력제도 개정 사례와 함께 생산적 금융과 관련성이 높은 보험부채 할인율과 시장위험액 중 주식위험액에 관하여 주요국의 산출 방식을 비교·분석한다. 제도별 자세한 할인율 산출 방식과 위험마진 산출 방식은 각각 <부록 II>와 <부록 III>에 포함하며, 시장위험액의 주식위험액과 그 외 다른 하위 위험 항목 산출 방식은 <부록 IV>와 <부록 V>에 각각 포함한다.

26) 캐나다 손해보험회사(Property and Casualty Insurance Companies)의 지급여력은 Minimum Capital Test (MCT)를 통해 관리함

2. 부채평가

가. 개정사례 - 영국

영국은 브렉시트 이후 EU의 Solvency II를 자국의 실정에 맞게 개편하기 위해 2024년 Solvency UK를 발표했다. Solvency II와 큰 틀은 유사하지만 매칭조정 제도 유연화, 위험 마진 산출 개정을 통한 자본 규제 완화 등을 중심으로 보험회사의 자본 효율성을 높이고 장기투자 여력을 확대하고자 한다.²⁷⁾

먼저 아래의 Solvency UK 매칭조정 적용 요건을 보면 Solvency II에 비해 완화된 요건임을 알 수 있다. 먼저 현금흐름이 고정된 채권뿐만 아니라 예측가능성이 높은 자산(Highly Predictable; HP)에 대해서도 적용이 가능하다. HP 자산은 현금흐름이 계약상 확정(Contractually bound)되어 있는 자산으로, 부동산·인프라 건설기금에 대한 대출, 수익상환채권(Callable bonds),²⁸⁾ 안정적 계약 조건을 갖는 인프라 부채 등이 있다. 다만 HP자산에 대한 매칭조정은 전체 매칭조정 적용 혜택의 10% 이내에서만 허용된다. 또한, 매칭조정 적용 대상 보험으로 연금보험 외에 소득보장보험에도 적용이 가능하도록 하여 매칭조정 적용 범위를 확대했다.

〈표 III-1〉 Solvency UK 매칭조정 적용 요건

구분	내용
보험료	- 미래 보험료가 없는 완납 계약이어야 하며, 해약환급금이 보유한 자산의 가치를 초과해서는 안 됨 - 부채 포트폴리오의 근원이 되는 보험계약은 미래 보험료 납부를 발생시키지 않음
부채 특성	사망 리스크가 포함된 계약 중 리스크 수준이 미미함을 정량적으로 입증할 수 있는 계약이어야 함

자료: PRA(2024a)

27) 이승주(2025)

28) 수익상환채권은 발행자가 만기 전에 채권을 조기 상환할 수 있는 권리(콜옵션)를 가진 채권을 의미함. 만기까지 약정된 이자를 지급하고 만기에 원금을 상환하는 일반 채권과 달리, 수익상환채권은 발행자가 특정 시점 이후로 조기상환 여부를 선택할 수 있음. 따라서 현금흐름은 발행 금리에 따라 확정되어 있으나 조기상환 옵션으로 인하여 만기가 불확실하다는 특징이 있음. 발행자의 권리가 확장된 채권인 만큼 동일 등급의 일반적인 채권에 비하여 높은 금리를 제공함

〈표 III-1〉 계속

구분	내용
부채 특성	• 사고 후 보험금을 받고 있으며 회복이 늦어질 위험을 포함하는 개인 및 단체 소득보장보험(Income Protection)이 해당됨 • 유족에게 연금이 지급되고 미래 보험료 납입 의무가 없는 유족연금이 포함됨 • 배당형 상품에서 투자 성과와 상관없이 계약상 지급이 확정된 보험이어야 함
자산 특성	• 현금흐름이 완전히 고정되지 않아도 계약상의 범위가 명확한 예측가능성이 높은(Highly Predictable) 현금흐름 자산은 매칭조정 적용 혜택(MA benefit)의 10% 내에서 허용함 - 해당 자산은 상업용 부동산 및 인프라 건설 단계에서의 건설기금 대출, 수익상환채권(Callable bonds), 안정적 계약조건을 가진 인프라 부채, 현금흐름 변동성이 제한적이고 충분히 이해되는 유동화증권 등이 있음

자료: PRA(2024a)

매칭조정 적격 자산은 현금흐름 매칭 정도와 위험량에 관한 세 가지 요건을 충족해야 한다. HP 자산은 현금흐름이 고정된 자산보다 유동성과 재투자 위험이 크기 때문에, 두 가지 추가적인 현금흐름 요건을 충족해야 한다.

〈표 III-2〉 매칭조정 테스트 요건

구분	내용
누적현금흐름 부족액	측정 방법 • 각 구간별로 발생하는 자산 현금흐름의 잉여 및 부족액을 산출한 후 무위험 수익률로 부리하여 누적함
	기준 • 최대누적부족액 ≤ 최선추정부채의 3%
	주기 • 월별(신규계약), 분기별
위험별 자본요구량	측정 방법 • MA 포트폴리오의 이자율, 인플레이션, 환율위험에 대해 1년 기준 99.5% 신뢰수준의 위험액을 각각 측정함
	기준 • 위험별 자본요구량 ≤ 최선추정부채의 1%
	주기 • 분기별(SCR 산출주기)
가상 스왑 테스트	측정 방법 • 미래 현금흐름의 미스매치가 없도록 조정한 가상의 MA와 실제 자산으로 산출한 MA의 비율(Scaling factor)
	기준 • $0.99 < (\text{실제 } MA / \text{가상 } MA) < 1$, 미달 시 사유 제출
	주기 • 분기별(SCR 산출주기)

〈표 III-2〉 계속

구분		내용
최대손실액 (HP 자산)	측정 방법	• MA 잠재적 손실액과 MA 효과를 비교함 • MA 잠재적 손실액은 HP 자산의 계약조건과 일치하면서도 MA 효과 (Benefit)가 가장 낮은 경우의 현금흐름
	기준	• $MA \text{ 잠재적손실액} \leq MA\text{효과}$ 의 5%
	주기	• 월별(신규계약), 분기별
누적현금흐름 부족액 (HP 자산)	측정 방법	• HP 자산에서 현금흐름 수취시점이 계약상 가장 늦은 날짜로 연장되는 경우의 누적부족액
	기준	• 최대누적부족액 $\leq$ 최선추정부채의 5%
	주기	• 월별(신규계약), 분기별

자료: PRA(2024a)

또한, 보험회사가 매칭조정 대상 자산을 먼저 취득하고 사후적으로 감독당국의 승인을 받을 수 있도록 매칭조정 투자가속 제도(Matching Adjustment Investment Accelerator; MAIA)를 도입하였다. 이는 보험회사가 투자 기회를 포착하였을 때, 신속하게 대응할 수 있도록 허용하는 것으로 해석되며, 보험회사의 생산적 부문 투자 확대에 기여할 수 있다. 다만, MAIA는 기존에 매칭조정 권한을 보유하고 있는 회사를 대상으로 한다. 또한, 이사회 승인을 받은 MAIA 운영정책과 해당 자산이 부적격 판정을 받을 경우를 대비한 비상 계획을 갖추어야 하며, 매년 MAIA 운영보고서를 최소 1회 건전성감독청(Prudential Regulation Authority; PRA)에 제출해야 한다.

매칭조정 적용 후 적격 요건을 위반하는 경우, 위반 사항 발생일로부터 2개월이 경과한 시점부터 MA를 10% 삭감하며, 적격 요건이 충족되지 않는 상태가 지속되는 경우 매달 삭감 전 매칭조정(Unadjusted MA)의 10%씩 추가로 삭감한다. 이후 MA 요건이 다시 충족되는 경우 삭감이 중단되며, 삭감이 지속되어 100% 삭감이 되는 경우 매칭조정 승인이 철회된다.

Solvency UK의 매칭조정은 아래 식과 같이 산출되며, 기본 산출방식은 Solvency II와 유사하나 기본 스프레드 산출 시 HP와 관련된 가산 항목, 보험회사의 개별 가산 항목이 포함된다. 또한 basic FS 산출 시 기본적으로 장기 평균 스프레드의 35%를 사용하나 영국 국채의 경우 30%를 사용한다.

기본 스프레드에 현금흐름이 고정되지 않은 자산에 대한 추가적인 위험을 포함하여 매칭 조정 혜택을 적용하도록 한다. 또한 개별 보험회사가 보유한 위험이 평균보다 더 높다고 판단되면 가산 항목을 추가하여 매칭조정을 조정할 수 있도록 한다.

$$\text{매칭 조정} = \text{자산수익률} - \text{무위험 금리} - \text{기본 스프레드}(FS)$$

$$FS = \text{basic}FS + HP\text{가산항목} + \text{보험회사 개별 가산항목}$$

$$\text{basic}FS = \max(PD + CoD, LTAS \times \begin{cases} 35\% \\ 30\%(\text{영국 국채의 경우}) \end{cases})$$

〈표 III-3〉 Solvency II와 Solvency UK 비교

구분		Solvency II	Solvency UK
매 칭 조 정	적용 요건	현금흐름 고정 자산이어야 함	예측가능성이 높은 자산(HP)에도 적용 가능함 (단, 매칭조정 적용 혜택의 10% 이내에 서만 허용)
	산출 방식	- 자산 수익률에서 무위험 금리와 기본 스프레드를 차감하여 산출함 - 기본 스프레드는 부도 및 신용위험을 합한 실제 위험과 장기 평균 스프레드의 35% 중 큰 값을 사용함	- 자산 수익률에서 무위험 금리와 기본 스프레드를 차감함 - 기본 스프레드에 HP와 보험회사 개별 위험을 추가로 반영해야 함 - basic FS 산출 시 기본적으로 장기 평균 스프레드의 35%를 사용하나 영국 국채의 경우 30%를 사용함

자료: Directive 2009/138/EC; Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35; PRA(2024a)

나. 제도별 비교

국가별로 지급여력제도는 현행추정부채 할인율을 산출하기 위해 무위험 금리에 가산 금리를 합산하는 구조를 공통적으로 사용하고 있다. 이때 가산 금리의 명칭과 산출 방식에는 국가별 특성이 반영되어 있다.

먼저 ICS와 일본의 ESR의 가산 금리는 조정 스프레드에 적용 비율을 곱하여 산출되며, 적용 비율은 3 버킷 접근법을 활용하여 자산과 부채의 현금흐름 매칭 정도에 따른 위험도를 반영하여 차등 적용하고 있다.

EU의 Solvency II와 영국의 Solvency UK는 무위험 금리에 변동성 조정 또는 매칭조정을 가산하여 할인율을 산출한다.

Solvency UK의 변동성 조정은 자산 수익률에서 무위험 금리와 신용 및 기타 위험을 차감한 후 65%의 적용 비율을 곱하여 산출한다. Solvency II 또한 같은 방식으로 변동성 조정을 산출했으나 2025년 변동성 조정 관련 개정을 통해 적용 비율을 기존 65%에서 85%로 상향 조정하고 자산부채 민감도를 반영하도록 했다. 또한 유로화 사용 국가의 경우 거시적 변동성 조정을 적용할 수 있도록 하며, 감독당국의 승인하에 변동성 조정에 개별 회사의 조정값을 포함할 수 있도록 개정했다. 이 개정안은 2027년 1월 30일부터 적용될 예정이다.

영국은 Solvency UK 개정을 통해 매칭조정 제도를 유연화하였다. Solvency II의 경우 매칭조정 적용을 위해서는 현금흐름이 고정된 자산이어야 하지만 Solvency UK의 경우 고정된 자산뿐만 아니라 예측가능성이 높은 자산(HP)에도 적용이 가능하도록 한다. 이에 따라 Solvency UK에서는 매칭조정 산출 시 차감하는 기본 스프레드에 현금흐름이 고정되지 않은 자산에 대한 가산항목과 보험회사 개별 가산항목을 함께 포함해야 한다. 즉, 적용 가능한 자산 범위를 확대함과 동시에 그와 관련된 위험을 포함하여 매칭조정 혜택을 적용하도록 한다.

캐나다의 경우 IFRS17에 기반한 값을 그대로 활용하며, 상향식·하향식 접근법에 따라 선택하여 산출한다. 상향식 접근법은 무위험 금리에 비유동성 프리미엄을 합산하여 산출하며, 이때 비유동성 프리미엄은 자산 수익률에서 신용 및 기타 위험과 무위험 금리를 차감한 값이다. 하향식 접근법을 사용할 경우 할인율은 자산의 수익률에서 신용 및 기타 위험을 차감한 값으로 산출된다.

〈표 III-4〉 제도별 현행추정부채 할인율 산출

구분		내용
ICS	할인율	• 무위험 금리 + 조정 스프레드 × 적용 비율
	가산금리	• 적용 비율은 3 버킷 접근법에 따라 차등 적용
일본	할인율	• 무위험 금리 + 조정 스프레드 × 적용 비율
	가산금리	• 적용 비율은 3 버킷 접근법에 따라 차등 적용
EU	할인율	• 무위험 금리 + 변동성 조정 또는 매칭조정
	가산금리	• 변동성 조정 = $0.85 \times \text{자산부채의 민감도} \times \text{위험조정스프레드}$ • 매칭조정 = 자산의 수익률 - 무위험 금리 - 기본 스프레드

〈표 III-4〉 계속

구분		내용
영국	할인율	• 무위험 금리 + 변동성 조정 또는 매칭조정
	가산금리	• 변동성 조정 = $0.65 \times (\text{자산의 수익률} - \text{무위험 금리} - \text{신용 및 기타 위험})$ • 매칭조정 = 자산의 수익률 - 무위험 금리 - 기본 스프레드 단, 기본 스프레드에 현금흐름이 고정되지 않은 자산(HP)에 대한 가산항목과 보험회사 개별 가산항목을 포함
캐나다	할인율	• (상향식 접근법) 무위험 금리 + 비유동성 프리미엄 • (하향식 접근법) 자산의 수익률 - 신용 및 기타 위험
	가산금리	• 비유동성 프리미엄 = 자산의 수익률 - 신용 및 기타 위험 - 무위험 금리

주요국 지급여력제도를 비교 분석한 결과, 할인율 산출 방식은 현금흐름의 안정성·예측 가능성, 자산·부채 간 현금흐름 매칭(연계성), 자산의 별도 식별·관리, 장기(만기)보유 가능성, 사후관리(검증·보고) 요건과 밀접하게 연관되어 있다. 유럽연합 Solvency II는 이를 매칭조정(Matching Adjustment) 제도로 구체화하여, 부채를 충당하는 자산 포트폴리오를 분리·관리하고 자산·부채의 현금흐름을 매칭하도록 하는 등의 적격요건을 두고 있다(세부 요건은 부록 참조). 영국은 Solvency UK 개편을 통해 자산·부채 적격성을 완화하는 한편, 고위경영진의 적정성 확인서(attestation), 연차 자산·부채 정보 보고(MALIR) 등 사후관리 요건을 도입하여 매칭조정 적용 자산·부채를 체계적으로 관리하도록 하고 있다.

ICS와 일본의 ESR에서도 자산 수익률을 반영할 수 있으며 더 높은 조정 스프레드를 적용할 수 있는 탑·미들 버킷의 주요 요건으로 현금흐름의 안정성 혹은 예측 가능성, 자산과 부채 간 현금흐름 매칭 및 별도 관리 요건 등을 포함한다. 탑·미들 버킷으로 분류될 수 있는 자산은 국채·회사채·대출 등 현금흐름이 확정적인 자산으로 한정된다. 보험계약의 경우 해지위험액, 미래 보험료 발생 여부 등에 따라 탑·미들 버킷 적용 여부가 결정되며, 자산과 부채의 기대현금흐름·시장가치 등이 유사해야 한다.

ICS·일본 ESR의 3개 버킷 접근법은 가장 엄격한 매칭 요건을 충족하는 탑 버킷에 스프레드의 100%를, 매칭 수준이 그보다 낮은 미들 버킷에는 그 중간 수준의 스프레드를 가산한다. 매칭조정을 단일 기준으로 적용하는 유럽연합 방식과 달리 매칭 정도에 따라 가산 스프레드를 단계적으로 차등한다는 점에서 매칭조정을 사실상 두 단계로 적용하는 구조로 볼 수 있으며, 이에 따라 보험회사는 자산·부채 매칭 수준에 맞추어 적용 가능한 할인율(스프레드)을 보다 세분화하여 가져갈 수 있을 것으로 예상된다.

3. 시장위험액

가. 개정사례 - 유럽연합

유럽연합은 최근 개정안을 통하여 1) 장기보유주식 규정의 격상 및 완화, 2) 대칭조정 범위 확대, 3) 입법 프로그램(Legislative programme)에 따른 주식투자에 대한 요구자본 경감 등을 반영하였으며, 2027년 적용 예정이다.

장기보유주식 관련 조항은 위임규정(Delegated Regulation)에 포함되어 있었으나, 정책적 중요성을 반영하여 지침(Directive)으로 격상되었다. 이와 함께 장기보유주식 인정 요건 역시 개정되었다. 1) 보험회사가 위기 상황에서 장기보유주식의 강제매각을 일정기간 회피할 수 있어야 하는데, 회피 요구 기간이 10년에서 5년으로 단축되어 강제매각 회피 역량에 관한 요건이 완화되었다. 2) 장기보유주식 대상의 범위가 EEA 주식에서 EEA·OECD 주식으로 확대되었다. 3) 현행 규정은 장기보유주식이 특정 보험부채 포트폴리오에 할당되어 별도로 관리·운영해야 하는 요건이 있었으나, 개정안을 통해서 해당 부분을 삭제하였다. 4) 다만 장기보유주식 포트폴리오가 특정 기업에 과도하게 집중되는 것을 방지하기 위하여 포트폴리오 분산 요건이 추가되었다. 그 외에도 장기보유주식의 규정이 지켜지지 않았을 경우에 관한 처리 방식과 강제매각 회피 능력을 증명하는 방식 등에 관한 규정이 추가되었다.

〈표 III-5〉 유럽 장기보유주식 요건 개정 전후 비교

	개정 전	개정 후
관련 조항	• Delegated Regulation (EU) 2015/35 Article 171a	• Directive (EU) 2025/2Article 105a
대상	• EEA 상장주식 혹은 EEA 회원국에 본사를 둔 비상장주식	• EEA·OECD 상장주식 혹은 EEA·OECD 회원국에 본사를 둔 비상장주식
구분 계리	• 보험부채 일부를 커버하기 위해 할당 • 할당된 보험부채 이외 손실 보전에 이용 불가	-
투자 관리	• 평균 보유기간 5년 초과 • 5년 이내 매각 불가	• 장기투자관리정책 수립·승인·평가·보고 • 관리정책상 평균 보유기간 5년 초과 반영
강제 매각 회피 조건	• 10년간 강제매각 회피	• 5년간 강제매각 회피

〈표 III-5〉 계속

	개정 전	개정 후
위험 분산	-	• 특정 위험에 집중을 피하도록 분산

자료: Directive (EU) 2025/2(개정안); Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 개정안

개정된 규정에서는 대칭조정의 범위를 $\pm 10\%$ 에서 $\pm 13\%$ 로 확대하였다. 이는 코로나19로 인한 시장 급락과 같이 단기적인 시장 변동 상황에서 위험계수의 조정폭이 충분하지 않다는 의견을 반영한 것으로 해석된다.

끝으로, 개정안에서는 입법프로그램에 따른 주식투자가 일정 요건을 충족하는 경우, 해당 주식투자에 대하여 낮은 위험계수를 적용할 수 있다. 입법프로그램이란 청정기술·바이오·국방 등 특정 경제 부문에 대한 투자를 촉진하기 위하여 유럽 국가 또는 지역의 법률에 근거하여 설립된 투자프로그램을 의미한다. 입법프로그램으로 인정받기 위해서는 대상 투자에 대한 보조금 또는 보증의 형태로 공공재정의 지원이 있고, 대상선정·공적자원 지원 방식 등 정부의 감독 절차가 포함되어 있으며, 리스크관리를 위하여 투자 대상의 종류·규모·위치에 대한 제한이 있어야 한다. 유럽연합집행위원회는 적격 입법프로그램을 공개 등록부(Public Register)를 통해 공개하며, 해당 프로그램은 전체 신용위험을 최소 5% 이상 감소시키는 것으로 간주한다.

현재까지 공개된 적격 입법프로그램으로는 InvestEU, Strategic Development Umbrella Fund(SDUF), Asset Management Umbrella Fund(AMUF)가 있다.²⁹⁾ InvestEU는 그린전환, 디지털전환, 혁신, 기술 개발 등 EU의 주요 정책 우선순위를 지원하기 위해 민간 투자를 동원하기 위한 프로그램으로, EU의 예산 보증(Budget guarantee)하에서 대출·보증·지분 투자 등 종합적인 형태로 운용된다. SDUF와 AMUF는 유럽투자펀드(Europe Investment Fund; EIF)의 일환으로, 유럽의 기관투자자들을 동원하여 유럽 내 중소기업을 대상으로 투자하는 벤처캐피탈·사모펀드 등에 투자하는 것을 목표로 한다.

입법프로그램에 대한 주식 투자는 총액이 가용자본의 10%를 초과하지 않는 범위에 대하여, 공공재정 지원을 통해 감소한 신용위험 감소분에 비례하여 위험계수를 경감하여 적용

29) European Commission, "Public register of legislative programmes under Article 133(5) of the Capital Requirements regulation"

한다.³⁰⁾ 예를 들어, 입법프로그램이 신용위험을 20% 경감시키는 경우, 장기보유주식에 대한 충격시나리오 수준은 22%에서 20%(4.4%p)만큼 감소한 17.6%를 적용한다.

나. 제도별 비교

1) 시장위험액

본 절에서는 국내외 지급여력제도의 시장위험액 산출 방식을 비교한다.³¹⁾ 각 제도의 시장위험액은 시장 변동으로 인한 손실 가능 금액을 측정한다는 점에서 공통적이나, 측정 대상 및 측정 방법에서 차이점이 존재한다. 먼저, 시장위험액 측정 대상이 되는 위험 유형을 비교한 후, K-ICS에서 측정하는 금리, 주식, 부동산, 외환, 자산집중에 관한 위험액의 측정 방식에 있어서 국내외 지급여력제도를 요약하고 제도 간 차이점을 검토한다.

K-ICS에서는 앞서 언급한 5개 하위 위험을 대상으로 위험액을 측정하고 있다. ICS, ESR, Solvency II에서는 K-ICS 시장위험액 산출 대상인 5개 하위 위험 이외에 스프레드 위험액을 포함한다. 반면, LICAT은 자산집중위험액을 제외한 4개 위험에 대하여 시장위험액을 산출한다.

〈표 III-6〉 시장위험액 하위 위험 비교

분류	K-ICS	ICS/ESR	Solvency II	LICAT
하위 위험 개수	5개	6개	6개	4개

30) 입법프로그램의 정의 및 적격 요건은 은행 자본요건 규제(Capital Requirements Regulation; CRR)를 직접 참조하므로 해당 규정의 지분투자자 관련된 “신용위험(Credit Risk)”의 정의를 추가적으로 검토할 필요가 있음. 은행 자본규제상 신용위험은(신용등급 하락 또는 거래상대방 부도에 따른 손실보다는) 발행자에 대한 익스포저에서 발생할 수 있는 손실(회수불능금액)이라는 포괄적인 의미로 해석할 수 있으며, 실제로 CRR에서는 주식투자자에 대해서도 신용위험 요구자본을 산출함. 반면, Solvency II에서는 좁은 의미의 신용위험(스프레드 리스크 및 거래상대방 부도 리스크)을 사용하며, 대출, 채권, 담보, 파생상품 등에 대하여 신용위험액을 산출하고 일반 지분투자자에 대해서는 신용위험액을 산출하지 않음. 따라서 Solvency II 개정안에서 사용하는 전반적인 신용위험의 감소는 은행업권에서 사용하는 포괄적인 의미의 신용위험을 지칭할 수 있음. 이 경우, 신용위험 감소분은 공공재정을 통한 보증·보조금으로 감소한 익스포저를 의미함

31) K-ICS와의 비교 대상 국가 혹은 제도는 본 연구에서 검토한 4개(ICS, 일본, 유럽, 캐나다)로 한정함

〈표 III-6〉 계속

분류	K-ICS	ICS/ESR	Solvency II	LICAT
하위 위험	• 금리 • 주식 • 부동산 • 외환 • 자산집중	• 금리 • (비부도)스프레드 • 주식 • 부동산 • 외환 • 자산집중	• 금리 • 스프레드 • 주식 • 부동산 • 외환 • 자산집중	• 금리 • 주식 • 부동산 • 외환

2) 주식위험액³²⁾

K-ICS의 주식위험액 산출 방식은 주가변동성 시나리오 적용 여부, 주식 분류 및 유형별 충격 수준, 대칭조정 적용 여부 등에서 다른 제도와 차이를 보인다. K-ICS에서는 ICS 및 ESR과 같이 주가하락 시나리오와 함께 주가변동성 시나리오에 따른 위험액을 합산하는 반면, Solvency II와 LICAT에서는 주가하락 시나리오만을 고려한다.

모든 제도에서 상장주식을 선진시장과 신흥시장으로 구분하고 있으나, 선진시장의 정의는 제도에 따라 다르다. K-ICS, ICS, ESR은 FTSE 선진국 지수 편입 여부를 기준으로 선진시장을 구분하고 있는 반면, LICAT은 다섯 가지 평가 기관의 선진국 분류 체계를 기반으로 선진시장을 정의한다. Solvency II는 EEA 및 OECD 소속을 기준으로 선진시장을 판단하며, 정책적 목적에 부합하는 적격 주식의 경우 EEA 및 OECD에 속하지 않더라도 선진시장 상장주식(Type 1)에 준하는 위험성을 갖는 것으로 간주한다. 또한, 적격 요건을 만족하는 사회적기업(Social entrepreneurship)펀드, 벤처캐피탈펀드, 유럽장기투자펀드, 폐쇄형 대체투자펀드 및 일부 비상장주식 포트폴리오는 유형 1 주식으로 분류할 수 있다.

〈표 III-7〉 Solvency II Type 1 추가 인정 요건

분류	비고
사회적기업펀드	• 자본 최소 70%를 사회적 목적 비상장·사회적기업 투자 (예: 취약계층 지원, 환경보호 등)
벤처캐피탈펀드	• 자본 최소 70%를 비상장·SMEs 투자 (신용, 투자, 보험, 금융회사 제외)

32) 주식위험액 이외의 시장위험액 하위 항목의 비교 분석은 부록을 참조 바람

〈표 III-7〉 계속

분류	비고
유럽장기투자펀드	• EU 인가를 받은 대체투자펀드매니저가 관리 • 공매도 및 비헤지성 파생상품 금지 • 자본 최소 70%를 인프라·비상장 등 실물자산 투자
폐쇄형 대체투자펀드	• EU 인가를 받은 대체투자펀드매니저가 관리 • 약정 방식 측정 시 레버리지가 없어야 함
비상장주식 포트폴리오	• 비상장기업의 보통주만으로 구성 • EEA 소재 본사 및 임직원 50% 이상 EEA 근무 • 연매출 50% 초과 EEA·OECD 통화 표시 • 최근 3개년 간 다음 중 하나를 만족 1) 연매출 1,280만 유로 초과, 2) 총자산 1,280만 유로 초과, 3) 임직원 50명 초과 • 단일 기업 투자가 포트폴리오의 10% 이하 • 포트폴리오의 낮은 시장민감도(베타)

자료: Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35

또한, 인프라 주식의 분류 방식에 차이가 있다. K-ICS에서는 인프라 주식을 시장 및 발행자 유형에 따라 구분하지 않으나, ICS/ESR에서는 시장 유형(선진/신흥), Solvency II는 발행자 유형(프로젝트/기업)에 따라 인프라 주식을 추가로 구분하고 있다. LICAT에서는 인프라 주식을 별도로 분류하지 않는다.

장기보유주식의 별도 지정 여부 역시 제도마다 다르다. K-ICS와 Solvency II는 장기보유 주식 구분을 허용하여 보험회사의 장기투자 역할을 강조하는 반면, 나머지 세 제도에서는 장기보유주식을 별도로 구분하지 않는다.

K-ICS의 추가하락 충격 수준은 캐나다를 제외한 다른 제도의 충격 수준에 비하여 같거나 낮다. 인프라 주식과 장기보유주식을 제외한 선진시장 상장주식, 신흥시장 상장주식, 기타 주식의 충격 수준은 ICS/ESR과 같으며, Solvency II에 비해서 낮다. 인프라 주식의 경우, K-ICS에서는 20%의 충격 수준을 적용하는데, 시장 유형에 따라 27%(선진)와 37%(신흥)를 적용하는 ICS/ESR, 발행자 유형에 따라 30%(프로젝트)와 36%(기업)를 적용하는 Solvency II와 비교해 상당히 낮은 수치다. K-ICS에서는 ICS/ESR과 달리 장기보유주식을 별도로 지정할 수 있으며 다른 주식 대비 낮은 충격 수준(20%)을 적용한다. Solvency II에서도 장기보유주식 지정이 가능하지만 K-ICS와 비교하여 높은 충격 수준(22%)을 적용한다.

다만, ICS와 Solvency II는 K-ICS와 달리 보험회사의 경기순응적 주식 매매를 방지하기 위하여 대칭조정 혹은 중립조정 완화계수를 가산하여 충격 수준을 조정한다. 따라서 시장이 지난 3년 평균 대비 침체되어 있는 경우, 대칭조정에 따라 ICS 및 Solvency II의 주가 충격 수준이 K-ICS보다 낮아질 수 있다.

LICAT은 선진시장의 모든 주식과 신흥시장의 상장주식에 대하여 K-ICS 대비 같거나 더 낮은 충격 수준을 적용한다. 예를 들면, K-ICS에서는 비상장주식에 대하여 49%의 충격 수준을 적용하는 반면, LICAT에서는 선진시장 비상장주식에 대하여 40%의 충격 수준을 적용한다.

주요국 주식위험액 충격 수준 비교 결과, K-ICS의 충격 수준은 해외 제도 대비 과도한 수준은 아닌 것으로 판단된다. 선진시장 상장주식 기준 K-ICS 충격 수준(35%)은 유럽연합 Type 1 주식의 기본 충격 수준(39%)을 하회하고, 장기보유주식 역시 20%로 유럽연합(22%)보다 낮다. 다만 유럽연합과 ICS는 기본 충격 수준에 대칭조정(혹은 중립조정 완화계수)을 가산하므로, 시장 국면에 따라 일부 충격 수준은 K-ICS보다 낮아지거나 높아질 수 있다.

주요국과 비교하여 주식에 대한 자본요건이 더 엄격하지는 않으나, 유럽의 개정 사례를 통해 자본규제 합리화에 대한 시사점을 도출할 수 있다. 유럽연합에서는 장기보유주식 인정요건 완화(강제매각 회피기간 10년→5년 등), 입법프로그램 주식투자에 대한 위험계수 경감 등 위험의 실질을 반영하는 완충·우대 장치를 함께 운영하고 있다. 따라서 K-ICS도 충격 수준의 일률적 조정보다는, 정책프로그램에 따른 위험 경감 효과나 장기보유 유인 등 위험민감도를 반영하는 방향으로 자본요건을 합리화하는 방안을 검토할 수 있다.

〈표 III-8〉 주식위험액 산출 방식 비교

분류	K-ICS	ICS/ESR	Solvency II	LICAT
하위 위험	주가 하락 주가변동성 확대		주가 하락	
주식 유형	• 선진시장 상장 • 신흥시장 상장 • 인프라 • 장기보유 • 우선주 • 기타	• 선진시장 상장 • 선진 인프라 • 신흥시장 상장 • 신흥 인프라 • 우선주 • 기타	• Type 1 • Type 2 • 인프라 • 인프라 기업 • 장기보유+전략	• 선진시장 상장 • 선진시장 기타 • 기타시장 상장 • 기타시장 기타

〈표 III-8〉 계속

분류		K-ICS	ICS/ESR	Solvency II	LICAT
선진시장 기준		FTSE 기준 선진국	FTSE 기준 선진국	EEA/OECD 적격 펀드/비상장	5개 평가기관 중 두 곳 이상 선진국
총 격 수 준	선진 상장	35	35	39	35
	신흥 상장	48	48	49	45
	인프라	20	27(선진) 37(신흥)	30(프로젝트) 36(기업)	-
	장기 보유	20	-	22	-
	비상장	49	49	49	40(선진) 50(기타)
우선주 (BBB등급)		11 (4등급)	11 (4등급)	39(선진) 49(신흥) (우선주 구분X)	10 (P3등급)
대청조정 (NAD/SA)		-	(ICS) [-10,10] (ESR) 없음	[-13,13]	-
비고		변동성 충격	변동성 충격	-	-

주: Solvency II는 개정안을 기준으로 작성함