

IV

제도 개선 방안

앞서 II장에서 살펴본 바와 같이, 보험회사의 생산적 금융은 ALM을 위한 자금 외에 추가적인 투자자금을 마련할 필요가 있으며 생산적 부문은 K-ICS 상 높은 요구자본으로 이어져, 지급여력을 하락시키는 요인으로 작용할 수 있다.

그러나 생산적 금융은 공공 재정 및 정책적 지원과 함께 진행되는 만큼 실질적인 위험성이 완화될 여지가 있다. 생산적 금융의 실질적인 위험성 대비 높은 자본관리 부담을 고려할 때, 지급여력제도의 개정을 통하여 보험회사의 생산적 금융을 지원하기 위한 방안을 검토할 필요가 있다. 다만, 제도를 개정하더라도 보험회사의 실질적인 지급 능력을 합리적인 수준으로 유지하기 위한 신중한 접근이 필요하다.

III장에서 주요국의 지급여력제도를 비교 분석한 결과, K-ICS는 지분투자에 대하여 주요 지급여력제도 대비 같거나 낮은 수준으로 위험액을 평가하고 있으나, 유럽 및 영국에서는 역내에서 보험회사의 장기투자자로서의 역할을 확대하고 장려하기 위하여 지급여력제도를 개정한 바 있다. 국내 생산적 금융 정책 역시 보험산업의 투자 확대를 포함하는 만큼 유럽과 영국의 개정 방향은 국내 제도 개선에 관한 시사점을 제공한다.

금융당국은 보험회사의 생산적 금융을 뒷받침하기 위하여 지급여력 관리 부담을 완화할 수 있는 방안을 발표한 바 있다.³³⁾ 금융당국이 제시한 개선 과제는 매칭조정 제도 활성화, 주식위험액 및 신용위험액 측정 합리화, 내부모형 도입 및 유동성 프리미엄 산출기준 개선 등으로 볼 수 있다.

33) 금융위원회 보도자료(2026. 4. 16.), “중동 상황에도 흔들림 없이 생산적 금융으로의 대전환을 추진합니다. - 이억원 금융위원장, 제5차 생산적 금융 대전환 회의 개최”

〈표 IV-1〉 금융당국 지급여력제도 개선 과제

분류	내용
매칭조정	• 변동금리 자산에 대한 매칭조정 허용 • 현금흐름의 미스매칭 요건 완화
주식위험액	• 정책프로그램 투자 시 실제 위험 경감효과에 비례하여 위험계수 경감 • 장기보유주식과 중복 적용 허용 • 장기보유주식 적용 대상에 비상장주식·펀드 포함 • 적격 벤처투자에 대하여 상장주식위험계수 적용 • 신재생에너지·AI 인프라 등 비전통적 인프라의 적격 인프라 대상으로 인정
신용위험액	• 인프라 대출 중 정부 등의 일부보증분에 대하여 무위험계수 적용 • 주택담보대출에 대한 위험계수 상향 조정
펀드 관련	• 차입이 유동성 관리 목적이며 차입기간이 1년 이내인 펀드는 레버리지 펀드 제외 • 약관상 투자기간이 종료된 경우, 해당 시점의 실제 레버리지 비율로 위험계수 산출 • 약관 이외에 운용보고서 등을 통한 레버리지 비율 산출 허용 • 블라인드펀드 미집행 약정은 신용환산율 기반 출자에정금액을 기준으로 위험액 산출
K-ICS 산출	• 요구자본 산출 내부모형 승인기준 마련 및 도입 지원 • 유동성 프리미엄에 수익증권 등을 통한 금리부자산 간접투자 반영

자료: 금융위원회 보도자료(2026. 4. 16.), “중동 상황에도 흔들림 없이 생산적 금융으로의 대전환을 추진합니다. - 이억원 금융위원장, 제5차 생산적 금융 대전환 회의 개최”

이에 따라 본 장에서는 금융당국의 할인율과 주식위험액 관련 개선 방안의 세부 적용 방법, 예상 효과, 보완 사항을 검토한다. 보험회사의 지급여력 관리는 가용자본을 확대하거나 요구자본을 축소하는 두 가지 방식으로 이루어지며, 금융당국 역시 두 가지 측면 모두에서 개선 방안을 제시하였다. 따라서 본 연구에서도 가용자본 확보에 영향을 미치는 부채평가 방식의 개선 방안과 생산적 금융에 대한 요구자본 산정 방식의 개선 방안으로 나누어 세부 적용 방법을 살펴보고 보완 사항을 검토한다. 또한, 각 방안을 적용했을 때 보험회사의 지급여력에 미칠 수 있는 영향을 정량적으로 분석한다.

1. 부채평가

가. 매칭조정 개정

보험회사는 요구자본 대비 가용자본을 충분히 확보함으로써 지급여력을 유지하며, 가용자본은 순자산(자산-부채)을 중심으로 산출된다. 따라서 자산을 확대하거나 부채를 축소함으로써 지급여력을 확충할 수 있다. 국내 보험회사는 생명보험 및 장기손해보험 등 만기가 긴 보험부채의 비중이 높으며, 만기가 길수록 할인율로 인한 현재가치의 변동이 크기 때문에, 할인율은 보험부채 평가에서 핵심적인 역할을 한다.

매칭조정 제도는 특정 자산과 현금흐름이 유사한 보험부채를 평가할 때 할인율에 해당 자산의 스프레드를 가산하는 할인율 조정 방식이다. 보험산업의 대표 포트폴리오(기준 자산 포트폴리오)를 바탕으로 산출하여 모든 보험회사에 공통적으로 적용하는 변동성 조정과 달리, 매칭조정은 개별 보험회사의 (매칭된) 자산 스프레드를 할인율에 반영한다.

보험회사는 매칭조정을 활용하여 회사 포트폴리오의 특성을 반영할 수 있으며, 매칭되는 자산의 운용 성과에 따라 보험부채를 효과적으로 감소시킬 수 있다. 또한, 매칭조정이 적용되는 자산과 부채는 현금흐름이 유사하므로 금리 변동에 대한 보험부채의 변동성을 효과적으로 관리할 수 있다. 따라서 보험회사 입장에서 매칭조정은 ALM을 강화하면서도 보험부채 감소를 통하여 가용자본을 확충할 수 있는 유용한 수단이 될 수 있다.

보험산업의 매칭조정이 활성화될 경우, 보험회사의 생산적 금융 전환에도 기여할 수 있다. 보험회사는 보험부채와 현금흐름이 매칭되는 범위 내에서 고수익 자산 투자를 통하여 부채를 감소시킬 수 있으므로, 국고채 대비 수익률이 높은 생산적 부문으로의 투자 유인이 확대되는 효과도 기대할 수 있다.

하지만 매칭조정 제도가 K-ICS 상 허용됨에도 불구하고 국내 보험산업에서 매칭조정의 활용 사례는 전무하다. 매칭조정은 적용 대상 자산과 보험부채가 별도로 관리되어야 하며, 자산과 부채의 현금흐름이 일정 수준 이상 일치하는 경우 적용할 수 있다. 적용 가능한 자산은 현금흐름이 고정된 고정금리 채권 혹은 물가연동채권으로 한정되며, 적용 가능한 보험부채 역시 주로 납입이 완료되거나 일시납인 연금 계약으로 제한된다.³⁴⁾

34) 보험부채 관련 매칭조정 요건은 1) 미래 보험료 납부가 발생하지 않는 완납 혹은 일시납 계약, 2) 사망·장수·사업비 리스크만 인수, 3) 해지 옵션이 제한, 4) 현금흐름이 고정 등을 포함하며, 이는 주로 납입이 완료되었거나 일시

국내 보험산업은 연금상품 비중이 제한되어 있으며, 보험부채와 현금흐름이 일치하는 고정금리 채권 역시 제한되어 있어 매칭조정의 활용도가 낮다. 또한 자산의 현금흐름 고정 요건으로 인하여 인프라 프로젝트에 대한 투자와 같이 현금흐름이 일정 수준 보장되는 경우에도 매칭조정을 적용할 수 없어 생산적 부문과의 연계는 더욱 요원하다. 따라서 매칭조정 요건을 정비하여 적용 유인을 확대할 필요가 있다.

영국은 Solvency II를 개편하는 과정에서 매칭조정 제도의 유연성을 대폭 확대하였다. 특히, 매칭조정 적용 대상 자산으로 현금흐름이 고정된 금융상품 외에도 현금흐름의 예측 가능성이 높은(Highly Predictable; HP) 자산을 포함하였으며, 매칭조정 적용 대상 부채로 소득보장보험을 추가하였다.

현행 K-ICS에도 매칭조정 조항이 이미 마련되어 있는 만큼, 적용 범위·요건 입증 방법·포트폴리오 관리 기준 등 세부 기준이 구체화된다면 국내 보험회사도 이를 실질적으로 활용할 수 있는 여건이 갖춰질 것으로 기대된다. 나아가 정부가 추진하는 생산적 금융 정책과의 연계를 고려하여 일부 적용 요건을 현실에 맞게 완화한다면, 보험회사가 인프라·프로젝트파이낸스 등 장기 실물자산에 보다 적극적으로 투자할 수 있는 기반이 마련될 것이다.

먼저, 국내 보험상품 유형 중에서 매칭조정을 적용할 수 있는 상품군을 검토한다. 현행 규정상 매칭조정을 적용할 수 있는 부채 포트폴리오는 미래 보험료 납입이 없고, 해지가 제한적이거나 해약환급금이 일정 수준 이하인 경우로 한정된다. 미래 보험료 납입이 없는 보험상품은 일시납 또는 납입이 완료된 연금보험이 주요 대상이 된다. 이 중 종신연금형의 경우 계약자가 생존하는 한 연금이 지급되는 구조로, 현금흐름의 예측 가능성이 높다. 방카슈랑스 채널을 통해 판매되는 일시납 최저종신지급보증(GLWB) 상품을 대표적인 사례로 볼 수 있다. 확정연금형의 경우, 종신연금형에 비하여 해지 가능성이 상대적으로 높더라도, 해지율 또는 해지위험액이 일정 수준 이하로 관리되는 경우 적용을 고려할 수 있다.

계약자 옵션 제한 요건과 관련하여, 보험업 감독업무 시행세칙에서는 계약자의 해지권 행사를 임의로 제한하는 것을 금지하면서도, 연금보험의 생존연금 등 보험상품 특성상 해지를 제한할 필요가 있는 경우는 옵션 제한을 허용하고 있다.³⁵⁾ 이를 기반으로 연금 지급이 개시된 종신연금형 상품에 대하여 해지를 제한하되 해지 옵션이 있는 상품 대비 높은 수익률을 제공하는 상품을 설계한다면 매칭조정을 적용할 수 있으며 수익성과 안정성을 동시에 추구하는 중위험 고객의 수요를 충족할 수 있을 것으로 판단된다.

납입이 시작될 연금계약에 해당함

35) 보험업 감독업무 시행세칙 [별표 18], “보험상품 심사기준”, 제5-19조

무해지보험 중 보험사고 발생 시 보험료 납입이 면제되는 상품의 경우, 계약자가 임의로 해지할 유인이 낮고 현금흐름의 안정성이 상대적으로 높아 매칭조정 적용 대상으로 검토할 수 있다.

해지 제한이 어려운 상품에 대해서는, 해약환급금 산출 시 해지 옵션 가치에 해당하는 자산의 시장가격을 반영하는 상품의 경우 매칭조정을 허용하는 방안을 고려할 수 있다. 예를 들어, 과거 A사에서 판매한 원화연금계약은 시장가격조정률(Market Value Adjustment)을 적용하여 이율확정기간 중 해지하는 경우 해약환급금을 “계약자적립액×(1-시장가격조정률)”로 산출함으로써 금리 변동에 따른 자산 매각 손익을 해약환급금에 반영하고 있다.³⁶⁾ 이 경우, 보험계약자의 해지 유인을 줄이고, 해지가 발생하더라도 자산 매각 손실이 해약환급금 감소로 상쇄되므로 현금흐름 안정성이 유지된다. 따라서 해약환급금에 해지 옵션의 시장가치가 반영되는 경우에 대해서도 매칭조정을 적용할 여지가 있다.

둘째로, 매칭조정 적용 가능 자산의 요건을 완화할 필요가 있다. 현행 규정상 매칭조정은 인플레이션 영향을 제외하고 현금흐름이 고정된 자산에 한하여 적용할 수 있다. 영국의 경우 현금흐름이 고정되지 않더라도 예측 가능성이 높은 자산(HP 자산)에 대하여 매칭조정을 허용하고 있다. 국내 시장 여건상 보험상품과 매칭이 가능한 고정금리 상품이 제한되어 있다는 점을 감안하여, 현금흐름 예측 가능성이 높은 자산에 대하여 매칭조정 적용을 허용할 필요가 있다. 또한, 생산적 금융에 따라 인프라 프로젝트 대출 등 현금흐름은 고정되지 않더라도 안정적으로 발생할 수 있는 상품이 늘어날 것으로 예상되며, 이에 대하여 매칭조정을 적용할 수 있는 경우, 보험회사의 생산적 부문 투자 유인을 확대할 수 있다.

영국에서는 매칭조정을 적용하는 HP 자산의 규모를 전체 매칭조정 편익(Benefit)의 10%로 제한하고 있다. 국내의 경우, 생산적 금융의 취지에 부합하도록 생산적 부문 관련 HP 자산에 대한 한도 완화를 검토할 필요가 있다.

셋째로, 자산과 부채의 현금흐름 유사성 등 요건 충족 기준을 명확히 제시할 필요가 있다. 현행 요건에서는 “할당된 자산 포트폴리오의 기대현금흐름은 부채 포트폴리오의 기대현금흐름을 복제”하며, “어떠한 미스매칭도 보험산업에 내재하는 위험과 관련하여 중대한 리스크를 발생시키지 않는다”고 규정한다. 미스매칭의 중대성을 입증하기 위한 방법으로 영국에서는 누적현금흐름 부족액, 자본요구량, 가상스왑테스트 등을 제시하고 있으며, 위험성이 고정금리 자산 대비 높은 HP 자산은 두 가지 추가 테스트가 필요하다.

36) AIA 생명 무배당 GOLDEN TIME 연금보험 II 원화형(3형)

다만 매칭조정 활성화를 위해서는 보다 간편하고 완화된 기준을 제시할 필요가 있다. ICS의 경우, 자산과 부채의 현금흐름 매칭 정도를 평가할 때 Solvency UK 대비 완화된 방법을 사용하고 있다. ICS에서는 탑, 미들, 일반(General)의 세 유형(Bucket)으로 구분하여 할인율을 산출하는데, 이 중 탑·미들 유형의 할인율은 자산과 현금흐름이 일치하는 정도를 반영하여 매칭된 자산의 수익률을 무위험금리에 가산하여 산출한다. 이때 현금흐름이 일치하는 정도를 검증하는 방법으로 최종관찰만기까지 자산과 부채의 현금흐름이 미스매칭되는 금액과 할인 전 부채 현금흐름의 10%를 비교한다.³⁷⁾

국내에서도 현금흐름의 미스매칭 금액과 부채 현금흐름을 비교하는 방법을 활용하고, ICS와 같이 미스매칭 비율에 관한 기준을 완화함으로써 매칭조정 적용을 지원할 수 있다. HP 자산은 기존의 고정금리부 자산 대비 위험성이 높은 점을 감안해 영국과 유사하게 요건을 추가하는 방안도 검토할 필요가 있다.

나. 해외 매칭조정 적용 사례(AVIVA)

영국의 생명보험회사는 매칭조정 제도를 적극적으로 활용하여 보험부채를 관리함과 동시에 수익성 있는 투자활동을 이어나가고 있다. 대표적으로 AVIVA는 현금흐름이 고정되어 있거나 해지 및 미래 보험료 납입 등으로 인한 현금흐름 불확실성이 제한된 보험부채를 대상으로 매칭조정을 적용하고 있다.³⁸⁾ 특히 AVIVA는 분리펀드(Ring-fenced Fund; RFF)³⁹⁾에 포함되지 않은 대부분의 연금상품⁴⁰⁾에 대하여 매칭조정을 적용한다. 매칭조정 적격 자산으로, 국채, 회사채뿐만 아니라 고정금리 프로젝트 파이낸스 및 인프라 대출 등이 포함된다. 매칭조정 자산 포트폴리오는 약 560억 파운드이며, 회사채(180억 파운드)와 프로젝트 파이낸스 및 인프라 관련 자산(110억 파운드)이 50% 이상을 차지한다. AVIVA는 2025년 기준 매칭조정으로 124bps를 적용하였다.

37) 본 연구에서 다루고 있지는 않으나, 싱가포르의 지급여력제도인 RBC2에서도 매칭되지 않는 현금흐름이 부채 현금흐름의 15%보다 낮은지 여부를 기준으로 매칭조정 적용 요건을 평가함. 다만, 영국의 경우 매칭조정을 전체 만기에 대하여 가산하는 반면, RBC2는 최종관찰만기까지는 매칭조정 전체를 가산하되, 이후 적용 비율을 감소시킴

38) AVIVA plc.(2025a)

39) 분리펀드(Ring-Fenced Fund; RFF)는 특정 계약자 집단의 손실만을 보전하는 데 사용하도록 제한되어 있는 자금을 의미함. 영국의 With-profits 보험은 계약자가 납입한 보험료를 주식, 채권, 부동산 등에 통합 운용하여 그 이익을 보너스 형태로 계약자에게 배분하는 상품으로, 펀드 내 잉여금이 해당 계약자에게만 귀속된다는 규제적 특성으로 인하여 분리펀드를 적용하여 관리함. RFF로 지정되는 경우 해당 자본에 대한 가용자본 인정 금액이 별도로 산출되며, 요구자본 산출 시 다른 부문과의 분산효과를 반영하지 않음. RFF는 특정 자산이 특정 계약자 집단에 귀속되어 일반 계정과 분리된다는 측면에서 특별계정과 유사함

40) AVIVA plc.(2025a); “[M]ajority of annuity business outside of ring-fenced funds”

〈표 IV-2〉 AVIVA plc. 매칭조정 적용 자산 포트폴리오

(단위: 백만 파운드, %)

항목	금액	비중
영국 국채	8,774	16
해외 국채 및 초국가기구 채권(Supranational bonds)	3,340	6
회사채	18,000	32
상업용 부동산 담보 대출	6,348	12
프로젝트 파이낸스 대출 및 인프라	10,743	19
주택담보대출 고정금리 채권 ¹⁾	7,045	13
기타 ²⁾	1,339	2
총합	55,623	100

주: 1) 주택담보대출을 담보로 고정금리 채권을 발행하는 특수목적법인을 통해 유동화된 경우로 제한됨

2) 현금 및 이자율스와프 같은 파생상품

자료: AVIVA plc.(2025a)

AVIVA의 생명보험 상품군별 할인율을 살펴보면, 매칭조정의 주요 대상인 즉시 및 거치연금(Immediate and deferred annuities)에 대한 할인율이 다른 상품 대비 높은 것을 확인할 수 있다. 예를 들어, 10년 기준 즉시 및 거치연금에 대한 할인율은 5.7%로, 생명보험계약(Life protection)의 4.2%나 유배당보험(With-profit)의 4.3% 대비 약 1.5%p 높다. 2025년말 기준 변동성 조정(Volatility Adjustment: VA)은 24 bps, 매칭조정은 124bps로,⁴¹⁾ 매칭조정을 통한 할인율 상승이 즉시 및 거치연금계약의 높은 할인율에 기여할 것으로 생각된다.

〈표 IV-3〉 AVIVA plc. 상품군별 할인율

(단위: %)

구분	1년	5년	10년	15년	20년	40년
즉시 및 거치연금계약 (Immediate and deferred annuities)	5.2	5.4	5.7	6.0	6.2	6.1
생명보험계약 (Life protection)	3.7	3.8	4.2	4.5	4.7	4.6
유배당 계약 (With-profit)	3.8	3.9	4.3	4.6	4.8	4.7

41) AVIVA plc.(2025b)

〈표 IV-3〉 계속

구분	1년	5년	10년	15년	20년	40년
변액보험 계약 (Unit-linked)	3.5	3.7	4.0	4.4	4.5	4.4

자료: AVIVA plc.(2025c)

AVIVA의 보고서에 따르면, 매칭조정은 가용자본 확대 및 요구자본 축소에 기여한다. 매칭조정을 통하여 보험부채는 약 64억 파운드 감소하고 가용자본은 52억 파운드 증가할 것으로 예상된다. 또한, 요구자본(Solvency Capital Requirements; SCR) 역시 62억 파운드 감소할 것으로 예상된다.⁴²⁾

매칭조정 적용 시 요구자본이 감소하는 것은 Solvency UK상 요구자본 중에서 스프레드 위험액이 하락하는 효과를 반영한 것으로 볼 수 있다. 스프레드 위험액은 자산의 신용 스프레드가 갑자기 확대되는 충격시나리오를 적용하여 산출한다. 매칭조정을 적용하지 않는 자산의 경우, 스프레드 위험액은 스프레드 확대에 따른 자산가치 하락으로 측정한다. 그러나 매칭조정을 적용하는 자산의 스프레드 확대는 매칭조정(자산 스프레드 - 기본 스프레드) 확대를 통하여 해당 자산에 매칭된 보험부채 할인율에도 직접 반영된다. 즉 스프레드 확대에 따른 자산가치 하락 효과와 매칭조정 확대에 따른 부채 감소 효과를 모두 반영하여 스프레드 위험액을 산출한다. 따라서 매칭조정을 적용하는 경우 부채 감소(순자산 증가) 효과가 반영되므로 스프레드 위험액이 감소한다.⁴³⁾

〈표 IV-4〉 매칭조정 효과

(단위: 십억 파운드)

항목	적용 전	경과조치 및 변동성 조정 적용(a)	매칭조정 적용 (b)	매칭조정 효과 (b-a)
책임준비금	333.6	332.1	325.7	△6.4
가용자본	11.2	12.6	17.8	5.2
요구자본	17.0	16.9	10.7	△6.2

주: 적용 전 금액은 현재 금액에 공시자료상 각 조치의 제거 효과를 가산하여 산출함

자료: AVIVA plc.(2025a)

42) 다만 모든 효과는 경과조치 및 변동성 조정 효과를 제거한 상태에서 매칭조정 효과를 추가 제거하는 경우를 측정함. 실제로 매칭조정만을 제거하는 경우, 경과조치의 영향이 더 크고 변동성 조정을 적극 적용할 수 있으므로 매칭조정 효과가 더 낮게 측정될 수 있음

43) Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35, Article 181

다만 영국의 생명보험산업과 국내 생명보험산업은 상품 구조 측면에서 상당한 차이가 존재한다. 영국의 생명보험산업의 경우, 연금보험·퇴직연금 등의 연금상품이 전체 수입보험료에서 차지하는 비중은 약 90% 수준으로 매우 높다. 특히, IFRS17 도입 이후에도 연금상품의 비중은 같은 수준으로 유지되고 있으며, 생명보험회사의 주요 상품으로 자리 잡고 있다. 반면, 국내 생명보험회사의 수입보험료 중 보장성 보험의 비중은 70% 수준으로, 특히 IFRS17 도입 이후 비중이 급격하게 상승한 바 있다.⁴⁴⁾

〈표 IV-5〉 영국 생명보험 상품 비중(수입보험료 기준) (단위: 억 파운드, %)

구분	연금				보장 (Protection)	저축 (Savings)	합계
	연금보험 (Annuities)	퇴직연금 (Corporate pensions)	개인연금 (Individual pensions)	소계			
2024 (비중)	610 (26)	624 (27)	858 (37)	2,092 (90)	109 (5)	119 (5)	2,320 (100)
2023 (비중)	569 (26)	638 (30)	744 (34)	1,951 (90)	100 (5)	107 (5)	2,158 (100)
2022 (비중)	338 (18)	697 (37)	667 (35)	1,702 (89)	93 (5)	108 (6)	1,902 (100)

자료: Bank of England

AVIVA 역시 전체 생명보험 상품 중 연금 및 저축성 상품의 비중이 절대적으로 높다. 유배당보험·변액보험 등을 포함한 저축성 상품과 연금상품의 비중은 순수입보험료(Net Written Premium) 기준 약 93%, 보험부채(Technical Provisions) 기준 약 97%를 차지한다. 다만, 이 중 유배당보험(Insurance with profit participation)은 분리펀드(RFF)를 통해 관리되며, 변액보험은 부채 현금흐름이 고정되어 있지 않아 매칭조정을 적용하기 어렵다. 이를 감안하면, 매칭조정을 적용할 수 있는 상품(생명 및 비생명 연금) 비중은 순수입보험료 기준 13.6%, 보험부채 기준 약 19.6%이다. 국내 생명보험회사의 매칭조정 효과 역시 매칭조정 적용이 가능한 연금상품의 비중에 따라 달라질 수 있다.

44) 노건엽(2026)

〈표 IV-6〉 AVIVA 생명보험 상품 비중

(단위: 백만 파운드, %)

구분	유배당 보험	변액보험	생명 연금	비생명 연금	기타 생명보험	건강보험	총합
순수입 보험료 (비중)	28 (0.1)	22,261 (79.5)	3,809 (13.6)	-	1,363 (4.9)	545 (1.9)	28,005 (100)
보험부채 (비중)	25,413 (8.2)	214,770 (69.7)	59,479 (19.3)	1,079 (0.3)	5,714 (1.9)	1,888 (0.6)	308,343 (100)

주: 유배당보험은 Insurance with profit participation을, 변액보험은 Index-linked and unit-linked insurance를 의미함

자료: AVIVA plc.(2025a)

2. 시장위험액

가. 생산적 금융 관련 위험 완화 요인

K-ICS에서는 인프라 프로젝트, 벤처기업 등 생산적 부문에 대한 투자를 고위험 자산으로 분류하여, 요구자본 산출 시 주식 유형 중 가장 높은 수준의 충격을 적용하고 있다. 이는 보험회사의 지급여력비율을 낮추는 직접적인 요인으로, 생산적 부문에 대한 투자 확대를 가로막는 요인이 될 수 있다.

그러나 생산적 금융은 정부가 적극 추진 중인 과제로서, 생산적 금융 관련 투자는 일반적인 벤처투자와 달리 위험을 낮추는 구조적인 특성을 갖추고 있다. 이에 따라 현행 규정이 생산적 금융 관련 실질적인 위험 수준을 반영하지 못하고 있다는 문제가 제기된다. 따라서 보험회사의 생산적 금융 관련 투자의 실질적 위험성에 부합하도록 자본 부담을 합리적으로 완화하는 방안을 검토할 필요가 있다.

생산적 금융 관련 투자의 위험 특성이 일반 투자와 구별되는 이유는 크게 세 가지를 볼 수 있다. 첫째, 생산적 금융 관련 투자는 국민성장펀드 등 정책펀드와 복수의 금융기관이 함께 참여하는 협조투자 방식으로 이루어지므로, 자금 경색 등으로 인한 금융위험이 구조적으로 낮다. 특히 재정은 후순위로 참여하는 방식을 통하여 손실흡수·완충 기능을 담당하며, 이로 인하여 민간 참여 기관이 실질적으로 부담하는 위험이 경감된다.⁴⁵⁾ 또한, 정부가

45) 금융위원회 보도자료(2025. 9. 10.), “대한민국 경제 재도약 150조 원 국민성장펀드가 함께합니다.”

민간 참여를 유도하기 위하여 규제완화와 면책특례 등을 추진하고 있어, 광범위한 금융기관 참여를 통한 위험 분산 효과도 기대된다.⁴⁶⁾

둘째, 프로젝트 운영 측면에서도 정부의 종합적인 지원이 뒷받침된다. 데이터센터 등 생산적 금융 관련 프로젝트는 자금 지원에 그치지 않고, 규제·세제·인력양성 등 비금융 영역에서도 정부의 지원이 이루어질 예정이다. 이는 프로젝트의 지체·중단 등 운영상의 위험을 완화하는 요인으로 작용한다.⁴⁷⁾

셋째, 생산적 금융 관련 투자는 장기보유를 전제로 하는 자산의 특성을 가진다. 장기 보유 자산은 보유 초기에는 추가변동성(Volatility)이 위험의 주된 요인으로 작용하나, 보유 기간이 길어질수록 수익률의 추세(Trend)가 지배적인 영향을 미치게 되며, 보험회사가 부담하는 실질적인 위험이 감소한다.⁴⁸⁾ 이에 따라 Solvency II에서는 장기보유주식에 대하여 완화된 위험계수를 적용하고 있다. K-ICS에서도 장기보유주식 관련 조항이 존재하나, 현재 선진시장 상장주식만을 적용 가능 대상으로 정의하고 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 생산적 금융 관련 투자는 광범위한 투자 구조에 따른 위험 분산, 비금융 영역을 포함한 종합적인 정책 지원, 장기보유 자산으로서의 낮은 위험성 등 일반 주식 투자와 구별되는 위험 경감 요인을 내재하고 있다. 이하에서는 금융당국에서 위험 경감 요인을 반영하기 위하여 개정한 생산적 금융 관련 자산의 위험평가 방식에 관한 세부 적용 방안과 추가로 보완할 수 있는 방안을 논의한다.

각 위험 완화 요인에 대응하는 제도 개선 방안은 다음과 같다. 첫째, 정부 재정의 우선순 실충당 등과 같은 금융위험 요인을 반영할 수 있도록, 정책 프로그램에 따른 투자에 대하여 위험계수를 완화하는 방안을 검토한다. 둘째, 벤처기업 및 인프라 프로젝트에 대한 정책적 종합 지원으로 인한 금융 및 운영 위험이 감소하는 효과를 반영하기 위하여, 적극 벤처투자 및 인프라 투자에 대한 위험계수를 경감하는 방안을 검토한다. 셋째, 현재 장기보유주식 특례는 선진시장 상장주식에만 적용 가능하나, 생산적 금융을 통한 벤처투자 역시 장기 보유 효과가 기대되므로, 특례를 적용 범위 및 유연성 확대를 위한 방안을 논의한다.

46) 금융위원회 보도자료(2026. 3. 10.), “국민성장펀드에 참여하는 금융기관에 대해 면책을 부여하여 투자의 걸림돌을 제거하고 생산적 부문으로 자금전환을 가속화하겠습니다.”

47) 금융위원회 보도자료(2025. 9. 19.), “생산적 금융으로의 대전환을 시작합니다 - 이억원 금융위원장, 제1차 생산적 금융 대전환 회의 개최 -, [별첨] 국민성장펀드 조성 및 운용방안

48) CEIOPS(2010): “In the first years, the impact of the volatility of the equity motion is predominant over the impact of the trend of the motion. After a few years, the trend impact is predominant, leading to a progressive decreased in the risk incurred.”

〈표 IV-7〉 주식위험액 산출 개선 방안

제도 개선 방안	관련 위험 완화 요인
1) 정책 프로그램 투자에 대한 위험계수 경감	• 정부의 후순위 보강으로 인한 금융위험 완화 반영
2) 적격 모험자본(벤처, 인프라) 위험계수 경감	• 금융·비금융 정부 지원을 통한 운영상 위험 완화 반영
3) 장기보유주식 요건 완화	• 장기 보유로 인한 변동성 완화 반영

나. 주식위험액 위험계수 완화

1) 정책 프로그램 투자에 대한 위험계수 경감

먼저, 정책펀드 혹은 정부가 후순위로 참여하는 투자에 대하여 충격 수준을 경감하는 방안을 고려할 수 있다. 앞서 논의한 대로, 정부의 후순위 참여 및 정책펀드의 투자 참여는 민간 기관의 실질적인 위험성을 낮추는 요인으로 작용하며, 이에 따라 투자 기관이 늘어나는 경우 투자 주체 간의 위험이 분산되는 추가적인 효과도 기대할 수 있다. 정부의 참여 비중에 비례하여 주식위험계수를 경감함으로써 위험 경감 효과를 반영할 수 있다.

Solvency II에서는 2025년 개정안을 통하여 입법프로그램(Legislative Programme; LP)과 관련된 투자에 대하여 위험계수를 경감하는 조항을 도입할 예정이다. LP란 청정기술·바이오테크·국방 등 특정 부문에 대한 주식투자 촉진을 위하여 국가 또는 지역의 법률에 근거하여 설립된 투자프로그램을 의미한다. 적격 프로그램으로 인정받기 위해서는 공공부문의 재정적 지원, 정부 감독, 종목의 제한 등의 요건을 충족해야 한다. 먼저, LP에 따른 투자에 대하여 공공부문에서 제공하는 보조금 또는 보증을 제공해야 하며, 공공부문은 중앙·지역 정부뿐만 아니라 다자개발은행, 공공개발신용은행, 국제기구 등을 포함한다. 둘째, LP 투자 대상의 선정, 모니터링, 공공재원의 통제 등에서 정부의 감독 절차가 포함되어야 한다. 끝으로, 투자 대상은 종류·규모·위치 등의 제한을 통하여 잠재적인 위험을 제한한다. 유럽연합 집행위원회는 적격 LP를 공개등록부(Public register)에 공개하고 있으며, 해당 LP는 최소 5%의 종합적인 (신용)위험을 감소시키는 것으로 간주한다.

K-ICS에도 정부 재정의 후순위 참여 또는 국민성장펀드와 같은 정책펀드가 전체 투자 금액에서 차지하는 비중을 고려하여 위험계수를 차감하는 방식으로 정책 목적의 투자 프로그램에 대한 요구자본을 경감하는 방안이 도입될 예정이다. 국민성장펀드는 정부 주도하

에 전체 150조 원 중 75조 원을 첨단기금을 통해서 조성한 바 있다. 현행 규정상 펀드 투자에 대한 요구자본은 자산을 분해할 수 있는 범위까지 편입자산분해를 적용하여 평가한다. 국민성장펀드의 투자 대상은 민간 주도 인프라 프로젝트 및 벤처기업을 중심으로 구성되어 있으므로, 현행 기준에 따라 편입자산분해를 적용했을 때 해당 항목들은 '기타 주식'으로 분류되어 49%의 충격 수준을 적용한다. 앞서 제시한 위험 경감 방안을 도입하는 경우, 국민성장펀드 투자 자금 중 공공기금을 통하여 후순위로 투자되는 비중이 20%라고 가정하면, 국민성장펀드 투자에 적용하는 위험계수는 $39.2\%(=49\% \times (1-0.2))$ 가 된다.

국민성장펀드의 개별 프로젝트에 대해 별도로 투자하는 경우에도 같은 방식으로 위험계수를 경감할 수 있다. 예를 들어, 국민성장펀드의 1차 메가 프로젝트(7건) 중 하나인 신안 우이 해상풍력 발전사업은 3.4조 원 규모의 사업비가 투입될 예정이며, 이 중 약 22%에 해당하는 7,500억 원이 첨단기금의 선·후순위 저리 대출로 조달된다. 또한, 산업은행과 은행권이 공동으로 조성한 미래에너지펀드 역시 후순위대출 3,400억 원을 포함한 총 5,440억 원을 지원한다. 즉, 첨단기금과 미래에너지펀드가 전체 사업비의 약 38%를 조달하고 있다. 보험회사가 해당 프로젝트에 출자하는 경우, 현행 규정상 '기타 주식'으로 분류되어 49%의 충격 수준을 적용하며, 위험 경감 조치를 적용하는 경우 $30.38\%(=49\% \times (1-0.38))$ 를 충격 수준으로 적용한다.

해당 방안은 장기보유주식 특례와 중복 적용이 가능하다. 따라서 특정 주식이 '장기보유주식'으로 분류되며, 정부의 후순위 보강이 전체 투자 금액의 20%인 경우, 장기보유주식의 충격 수준인 20%에 후순위 비중을 반영하여 $16\%(20\% \times 0.8)$ 의 충격 수준을 적용할 수 있다.

다만 정부 주도의 투자 프로그램이더라도 위험이 완전히 해소되지는 않으므로 유럽연합의 경우에서처럼 공공부문에 의한 대상 선정 및 감독 절차 요건을 마련할 필요가 있다. 국민성장펀드는 대상 선정 및 감독 측면에서도 해당 요건에 부합한다. 국민성장펀드는 정부와 민간이 협력하여 전문성·공정성·투명성을 갖춘 의사결정 체계를 수립하였다.⁴⁹⁾ 먼저, 산업계와 금융계의 전문가를 중심으로 실무 심사를 담당하는 '투자심의위원회'에서 투자대상을 심사한다. 투자심의위원회를 통과한 안전에 대하여 국회 및 관계부처를 포함한 '기금운용심의회'를 통하여 첨단기금 투입 여부 및 투자 금액을 최종결정한다. 민간자금은 개별적인 의사결정과정을 통하여 독립적으로 참여 여부를 결정한다. 또한, 각 업권 및

49) 금융위원회 보도자료(2025. 12. 11.), "대한민국 경제 재도약 국민성장펀드가 출범합니다. - 국민성장펀드 출범식 및 전략위원회 제1차 회의 개최"

지역·연령별 대표자들로 구성된 '전략위원회'를 구성하여 국민성장펀드의 운용전략 및 재원 배분에 관한 자문을 제공한다. 이처럼 투자 대상의 선정과 재원 관리 측면에서 국민성장펀드는 정부 주도의 감독 체계를 갖추고 있어, 펀드 운용상의 위험이 제한된다.

2) 적격 모험자본 위험계수 완화

생산적 부문 투자에 대한 위험이 정부의 종합적인 지원을 통해 완화될 수 있다는 측면을 고려할 때, 정책 목적에 부합하면서 실물 경제 성장에 기여할 수 있는 일부 모험자본에 대하여 충격 수준을 완화하는 방안을 검토할 수 있다.

Solvency II는 이와 유사한 취지에서 단계적으로 위험계수를 완화한 바 있다. 우선 2015년 도입된 Solvency II의 위임 규정(Delegated Regulation 2015/35)에서는 적격 요건을 만족하는 벤처펀드, 사회적기업펀드, 대체투자펀드에 대하여 기존 유형인 Type 2가 아닌 Type 1 충격 수준을 적용하도록 하였다. 이는 유럽연합이 역대 생산적 부문 투자를 확대하고 실물 경제 성장을 제고하기 위해 추진한 자본시장동맹(Capital Markets Union; CMU)의 정책 방향을 반영한 것으로, 장기 자본 공급자로서 보험회사의 투자 유인을 제도적으로 뒷받침하기 위한 조치였다.⁵⁰⁾ 이후 2019년 개정안에서는 장기보유주식 유형을 신설하여 낮은 충격 수준을 적용하고, 유럽장기주식투자펀드와 일부 비상장 주식 포트폴리오에 대해서도 낮은 충격 수준을 적용하는 조항이 추가되었다.⁵¹⁾

K-ICS에서도 생산적 금융과 직결된 모험자본에 대하여 위험계수를 완화함으로써 보험산업의 생산적 부문 투자 유인을 확대할 수 있다. 구체적인 방안으로 두 가지가 도입될 예정이다.

먼저, 적격 요건을 만족하는 국내 비상장주식과 벤처기업 및 인프라에 투자하는 벤처펀드·대체투자펀드에 대하여 선진시장 상장주식의 충격 수준(35%)을 적용하는 방안이 있다. 현행 규정상 이들 펀드 자산은 편입자산분해를 적용하여 요구자본을 산출하며, 분해되지 않는 부분은 '기타 주식'으로 분류한다. 이에 따라 해당 펀드가 비상장주식과 비적격 인프라 주식 비중이 높은 경우에는 요구자본이 높아진다.

벤처펀드는 혁신 역량을 갖춘 스타트업과 중소기업에 자금을 공급하고, 대체투자펀드는 생산 환경 구축에 필요한 인프라에 대한 자금을 융통함으로써 경제 성장에 기여한다. 또

50) Delegated Regulation 2015/35, Article 168(6)

51) Delegated Regulation 2019/981, Paragraph (32)–(35)

한, 이들 펀드는 전문적인 심사·관리·자산운용 체계를 갖추고 있어, 보험회사는 별도의 투자대상 심의 체계 없이도 해당 펀드들을 통하여 성장성과 안정성이 확보된 자산에 접근할 수 있다. 따라서 국내 기업 및 인프라 프로젝트에 대한 투자 비중, 운용 실적 등 일정한 적격 요건을 마련하고, 이를 충족하는 벤처펀드·대체투자펀드에 대하여 완화된 요구자본을 적용할 필요가 있다.

금융당국에서는 적격 요건을 만족하는 자산으로 「벤처기업육성에 관한 특별법」(이하 ‘벤처기업법’이라 함)에 따라 벤처기업으로 확인된 기업 주식과 「여신전문금융업법」(이하 ‘여전법’이라 함)에 따른 신기술사업투자조합(이하 ‘신기술조합’이라 함), 「벤처투자촉진법」(이하 ‘벤처투자법’이라 함)에 따른 벤처투자조합 등의 벤처펀드를 제시하고 있다.

신기술조합은 기술력이 뛰어난 중소기업(신기술사업자)에게 투자하기 위하여 설립된 조합을 의미하며, 여전법에 따라 금융위원회에 등록된 신기술사업금융전문회사(이하 ‘신기사’라 함)가 외부 출자자와 공동으로 출자하여 설립하거나, 신기사가 조합자금을 관리·운영하는 조합을 의미한다.⁵²⁾ 신기사는 최소 자본금 100억 원 이상을 보유하는 주식회사 형태여야 하며, 신기술사업자에 대한 투융자, 경영·기술 지도를 할 수 있다.

벤처투자조합은 창업투자회사, 벤처투자회사 등이 성장가능성이 높은 기업에 투자하기 위하여 벤처투자법에 따라 설립한 투자 조합을 의미한다. 벤처투자조합을 구성하기 위해서는 20억 원 이상의 출자금이 필요하며, 운용자산의 일정 비율(예: 40%) 이상을 창업자 및 벤처기업 등에 투자해야 한다.

벤처기업법에서 벤처기업이란 중소기업 중 1) 벤처투자회사 혹은 조합, 신기술사업금융업자 혹은 투자조합, 한국벤처투자 등 적격 투자자의 자금 비율이 일정 수준 이상인 기업, 2) 연구전담부서 등을 보유하고, 적격 연구개발비가 일정 수준 이상이며, 벤처기업확인기관(예: 한국벤처개발투자협회)으로부터 성장성이 우수한 것으로 평가받은 기업, 3) 벤처기업확인기관으로부터 기술의 혁신성과 성장성 모두 우수한 것으로 평가받은 기업 등을 의미한다.

다만 벤처기업 및 펀드의 경우 경제적 위험성이 높기 때문에, 보험회사의 실질적 지급여력이 약화되지 않도록 적격 요건에 규모 및 기술에 관한 조건을 포함할 필요가 있다. 또한, 위험이 충분히 분산될 수 있도록 벤처투자 포트폴리오 내 단일 자산의 비율이 일정 수준을 넘지 않는 등의 요건을 추가하여 보험회사가 자체적으로 위험을 관리할 수 있어야 한

52) 「여신전문금융업법」

다. 금융당국 역시 적격 벤처투자에 관한 별도 공시 요건을 추가하는 등 보험회사의 벤처 투자 관련 위험을 지속적으로 모니터링·관리하기 위한 감독 체계를 마련할 필요가 있다.

둘째, 적격 인프라 요건을 정비하여 데이터센터·신재생에너지 등 생산적 금융 관련 인프라 프로젝트를 적용 대상에 포함하는 방안이다. 현행 K-ICS상 적격 인프라 투자는 도로·항만·학교·상하수도·발전·폐기물처리 등 전통적인 공공시설에 한정되어 있으며, 수익에 추가가능성·채무이행능력·투자자 보호조치·위험완화조치 등의 요건을 충족하는 경우 주식 위험액 산출 시 주식 유형 중 가장 낮은 충격 수준인 20%를 적용한다. 그러나 데이터센터 등 첨단산업 관련 인프라는 이용 대상이 일부 산업·기업에 한정되어 공공시설로 분류되기 어렵고, 위기상황 분석에 필요한 데이터가 충분하지 않으며, 시설 이용자의 신용등급이 낮아 위험 제한 요인을 충족하는 데 제약이 따른다.

현재 금융당국은 신재생에너지·AI와 관련된 인프라 프로젝트 등이 적격 인프라 대상에 포함될 수 있도록 요건을 개정할 예정이다. 이는 정부가 주도·지원하는 생산적 금융 관련 인프라 사업에 대해서는 공공 목적 여부와 무관하게 적격 인프라 대상에 포함된다는 것을 의미한다.

비전통적 인프라가 기존 인프라 대비 이용자 특성 및 수익 구조에 차이가 있다는 점을 고려할 때, 현재 발표된 방안 외에도 비전통 인프라 사업의 위기상황 분석·수익예측가능성 입증 등에 관한 세부 지침을 마련하여 적격 인프라 지정을 지원할 수 있다. 아울러 시설 이용자의 신용등급 요건에 대해서도 정부의 감독 절차·손실 보전 방안 등의 조건 하에 예외를 인정하는 방안도 고려할 수 있다.

3) 장기보유주식 요건 완화

셋째, 비상장기업 투자에 대한 유인을 확대하고 투자가 장기간 지속될 수 있도록 장기보유주식 요건을 정비할 필요가 있다. 생산적 부문은 성과가 발생하기까지 장기간이 소요되는 특성상 지속적인 투자가 필수적이며, 장기자산 투자에 강점을 가진 보험회사는 이를 뒷받침하기에 적합한 투자 주체이다. K-ICS도 이러한 점을 고려하여, 장기보유주식 집합을 별도로 식별·운영하는 경우 해당 주식에 대해 20%의 낮은 충격 수준을 허용하고 있다. 다만 현행 규정은 적용 대상을 선진시장 상장주식으로 한정하고 있으며, 엄격한 요건을 충족하는 경우에만 적용이 가능하다.

EU는 2025년 Solvency II 개정을 통해 보험회사의 장기투자 유인을 확대하는 방향으로 장기보유주식 요건을 정비하였다. 보험부채 연계 요건 삭제 및 강제매각 회피 기간 단축은 장기보유주식 지정의 진입 장벽을 낮추어 주식 투자에 대한 요구자본 경감 효과를 가져올 수 있다.

이와 관련하여 금융당국에서는 장기보유주식의 적용 범위를 국내 비상장주식·펀드까지 확대할 예정이다. 현행 K-ICS는 선진시장 상장주식만을 장기보유주식의 적용 대상으로 한정하고 있어, 비상장 단계의 혁신기업에 대한 투자 유인이 구조적으로 제약된다. 국내 비상장자산을 적용 대상에 포함하면 스타트업·중소기업 등 생산적 부문에 대한 보험회사의 투자 접근성을 실질적으로 높일 수 있다.

다만 국내 보험회사는 선진시장 상장주식위험액이 상당함에도 불구하고 이를 낮출 수 있는 장기보유주식을 지정한 사례가 없다는 점을 감안할 때, 적용 범위 확대 외에도 장기보유주식 지정을 지원하기 위하여 Solvency II의 개정 사례처럼 장기보유주식 요건을 추가적으로 완화하는 방안을 검토할 필요가 있다. 구체적으로, 보유의무기간, 집합 운영 방식, 요건 위반 시 조치에 관한 규정을 개정하는 방안을 고려할 수 있다.

첫째, 강제매각 회피 요건을 현행 10년에서 5년으로 완화할 수 있다. 현재 보험회사는 10년간 장기보유주식을 강제매각하지 않을 수 있음을 계획하고 입증해야 하는데, 이는 유동성 관리에 부담으로 작용할 수 있어 장기보유주식 지정을 주저하게 만드는 요인으로 작용한다. EU의 개정 사례와 같이 해당 요건을 5년으로 단축하면 이러한 제약을 해소하는 데 기여할 것으로 기대된다.

둘째, 장기보유주식 집합의 운영 유연성을 높일 필요가 있다. 현재 보험회사는 장기보유주식 집합을 최대 1개만 운영할 수 있으며, 집합 설정 후 5년간 항목의 편입·매도가 불가하다. 이로 인해 집합을 지정한 이후에는 규모가 더 커지거나 성장성이 더 높은 사업에 대한 신규 편입이 불가능하여, 오히려 장기보유주식 지정을 보류하는 유인이 발생한다. 집합 수 제한을 완화하거나 폐지하면 이러한 제약을 해소하는 동시에, 위험 특성이 유사한 주식들을 함께 관리하는 데 따른 운영 효율성도 높일 수 있다.

셋째, 요건 위반 시 제재 방식을 개선할 필요가 있다. 현행 규정상 장기보유주식 집합 내 항목의 편입·매도로 인하여 평균 보유기간이 5년 미만이면 즉시 집합을 해제해야 하며, 이후 재설정이 영구적으로 금지된다. 이는 불가피하게 장기보유주식을 매도하는 등 미래 위기 상황에 대한 우려로 인해 보험회사가 벤처기업·프로젝트에 대한 장기보유주식

지정 자체를 기피하게 만드는 요인이 된다. EU와 같이 요건 위반 시 즉시 해제 대신 일정 기간의 시정 기회를 부여하고, 집합 해제 이후에도 일정 기간이 경과하면 재설정을 허용하는 방향으로 개선할 필요가 있다.

아울러 비상장주식 등 대상의 확대와 장기보유주식 집합 운영 관련 요건의 완화는 기존 대비 위험성을 높일 수 있다. 따라서, 장기보유주식 포트폴리오가 특정 기업에 집중되지 않도록 포트폴리오를 분산시키고 포트폴리오 가치의 변동성을 주기적으로 검토·보고하는 등 위험관리 요건의 신설을 병행할 필요가 있다.

또한, 금융당국이 공표한 개선 방안에 따라 장기보유주식 대상이 적격 비상장주식까지 확대되는 경우, 선진시장 상장주식과 장기보유주식 간의 상관관계를 조정할 필요가 있다. 현재 K-ICS는 주식위험액 합산 시 선진시장 상장주식과 장기보유주식 간에 상관계수 1을 적용하고 있다. 이는 장기보유주식 적용 대상이 현행 규정상 선진시장 상장주식으로 한정되어 있어, 두 유형이 사실상 동일한 주식군으로 구성되기 때문이다. 그러나 금융당국이 공표한 개선 방안에 따라 장기보유주식 적용 대상이 적격 비상장자산으로 확대될 경우, 선진시장 상장주식과 장기보유주식 간에 자산 성격의 차이에서 비롯된 분산효과가 발생할 수 있다. 따라서 이를 위험액 산출 과정에 적절히 반영할 수 있도록 상관관계 체계를 재검토할 필요가 있다.

Solvency II에서는 장기보유주식 특례를 별도의 위험 유형으로 분리하지 않고, 해당 주식의 원래 유형을 그대로 유지하되 충격 수준만을 낮게 적용한 후 소속 유형별 위험액에 가산함으로써 유형 간 위험액을 합산하는 과정에서 다른 유형과의 분산효과를 자연스럽게 반영한다. 예를 들어, 장기보유주식 요건을 충족한 비상장주식(Type 2)에는 일반 비상장주식(49%)보다 낮은 22%의 충격 수준을 적용하여 위험액을 산출하고, 해당 금액을 Type 2 위험액에 우선 가산한다. 이후 전체 주식위험액을 집계하는 단계에서, Type 2 위험액은 Type 1(상장주식) 및 적격 인프라 주식과의 상관계수(0.75)를 적용함으로써 분산효과가 반영된다. 즉, 장기보유주식에 대해 별도의 상관계수를 부여하는 대신, 유형별 위험액 집계 과정에서 기존 유형 간 상관관계가 자동으로 적용되는 구조이다.

장기보유주식 범위 확대 시 상관관계를 합리적으로 적용하기 위해 Solvency II의 접근 방식을 국내에도 준용하는 방안을 고려할 수 있다. 장기보유주식에 대해 별도의 상관계수(현행 선진시장 상장주식과의 상관계수 1)를 적용하는 방식 대신, 장기보유주식에 해당하는 주식을 원래 유형(선진시장 상장주식 또는 기타 주식)으로 분류하되 장기보유주식 충

격 수준을 적용하여 유형별 위험액에 우선 가산한 뒤, 전체 주식위험액 산출 시 기존 유형 간 상관계수를 적용하는 방안을 검토할 필요가 있다. 이를 통해 장기보유주식 특례의 적용 대상 확대에 따른 분산효과를 합리적으로 반영할 수 있으며, 위험 유형 간 상관관계 체계의 일관성도 제고할 수 있다.

3. 제도 개선 영향 평가

가. 매칭조정

매칭조정 적용이 자본 변동에 미치는 영향을 정확하게 평가하기 위해서는 보험회사가 보유한 연금·저축보험의 해지옵션 유무, 보험료 납입 완료 여부 등 계약 특성을 반영하여, 할인율 상승 시 현금흐름 현재가치의 감소분을 추정해야 한다. 그러나 개별 보험회사의 상품유형별 현황은 접근이 제한되어 있어, 본 연구에서는 공시자료의 금리민감도 분석과 보험부채 분포를 활용하여 매칭조정 적용 효과를 대략적으로 측정한다. 분석 대상은 대형 생명보험회사 3개 사로 한정한다.

금리가 100bps 상승할 때 3개 사의 보험부채 하락에 따른 자본 증가분은 약 34조 원에 달한다. 다만, 이 수치는 전체 보험부채에 대한 것으로, 매칭조정의 주된 적용 대상인 연금·저축성 보험뿐만 아니라 보장성 보험 등에 미치는 영향을 포함한다. 또한, 연금·저축보험 보험이라고 하더라도 미래 보험료 발생 여부, 지급금 확정 여부, 해지옵션 유무 등에 따라 매칭조정 적용 여부가 달라질 수 있다. 이러한 점에서, 금리민감도 분석에 기반한 매칭조정 효과는 과대 평가될 여지가 있다.

〈표 IV-8〉 금리 민감도(금리 100bps 상승)

(단위: 억 원)

구분	당기손익	기타포괄손익	소계
A사	222	176,556	176,778
B사	515	78,460	78,975
C사	4,593	76,278	80,871
합계	5,330	331,294	336,624

주: 금리민감도는 금리가 100bps 상승하였을 때의 보험부채 변동분을 표기함
 자료: 각 사 공시자료(2025)

3개 사의 전체 보험부채(약 384조 원) 중 연금·저축보험부채(약 228조 원)가 차지하는 비중은 약 59%이며, 이 중 금리확정형은 10.2%를 차지한다. 모든 금리확정형 연금·저축보험이 매칭조정 적격 대상이고 모든 상품 포트폴리오가 할인율 변동에 동일하게 영향을 받는다고 가정하면, 금리확정형 연금·저축보험에 매칭조정을 적용하여 할인율이 100bps 상승할 경우 자본은 약 3조 원 증가할 것으로 추정된다. 이는 가용자본 확충을 통해 지급여력 부담이 완화되고, 보험회사의 생산적 부문 투자 여력이 확대되는 효과로 이어질 수 있다.

〈표 IV-9〉 연금보험 및 저축보험 부채

(단위: 조 원, %)

구분	Non-Par	Indirect-Par	Direct-Par	소계	총보험부채
A사 (비중)	0.3 (0.1)	101.8 (52.0)	13.2 (6.8)	115.3 (58.9)	195.7
B사 (비중)	4.9 (5.2)	43.2 (45.9)	6.3 (6.7)	54.4 (57.8)	94.1
C사 (비중)	34.0 (36.0)	14.1 (14.9)	10.1 (10.7)	58.1 (61.7)	94.3
합계 (비중)	39.2 (10.2)	159.1 (41.4)	29.6 (7.7)	227.9 (59.3)	384.1

주: 비중은 총보험부채 대비 해당 부채의 비율으로 산출함

자료: 각 사 결산 공시자료(2025)

다만 이상의 분석은 보험부채의 상세한 특성을 반영하지 않은 개략적 추정이므로 한계가 존재한다. 납입 완료 여부, 해지옵션 등에 따라 매칭조정 적격 부채의 규모가 달라지며, 다른 보험부채 대비 해당 부채의 듀레이션에 따라 할인율 변동의 영향도 달라질 수 있다. 아울러 매칭조정은 적용 자산의 수익률에 연동되기 때문에, 실제 효과는 보험회사의 자산 운용 성과에 따라 달라진다.

매칭조정을 통하여 일시납·완납 계약 등의 연금상품에 대한 부채 할인율이 효과적으로 상승할 경우, 보험산업의 연금상품의 가격 경쟁력을 확충하는 데에도 기여할 것으로 기대된다. 매칭조정을 통한 할인율 상승은 곧 해당 계약에 대한 부채 하락 및 가용자본의 증가를 의미한다. 동일 계약에 대한 부채 부담 완화 및 자본 확충은 위험보험료 인하 혹은 보장이율 확대 여력으로 이어져 보험회사 연금상품의 경쟁력을 높이는 데 기여할 수 있다.

나. 주식위험액 위험계수 완화

II장에서 가정한 가상의 보험회사 A를 바탕으로 주식계수 완화 방안이 보험회사의 지급 여력과 투자여력에 미칠 수 있는 영향을 분석한다. II장에서 가상 보험회사 A는 24조 원의 현금을 비상장기업 및 인프라 프로젝트에 투자한다고 가정했으며, 그 결과 기타주식위험액이 12조 원 증가하여 총요구자본이 7.9조 원 증가하고 지급여력비율은 12%p 하락하였다.

분석을 위하여 다음 세 가지 시나리오에서 주식위험액 개선 방안의 영향을 평가한다: 1) 국민성장펀드를 통하여 벤처기업에 투자하는 경우, 2) 국민성장펀드를 통하여 인프라 프로젝트에 투자하는 경우, 3) 벤처펀드에 투자하는 경우가 그것이다. 분석의 단순화를 위하여 각 시나리오에서 보험회사 A는 24조 원의 자금을 해당 자산에만 투자한다고 가정한다. 주식위험액 합리화 방안이 지급여력에 미치는 영향의 투자 규모에 대한 민감도 테스트는 〈부록 VI〉에 포함한다. 또한, 국민성장펀드를 통한 투자는 정부가 투자 자금의 20%를 후순위로 보강한다고 가정한다.

영향 분석 대상이 되는 조항은 다음과 같다.

〈표 IV-10〉 주식위험액 산출 개선 방안 요약

분류	내용
방안 1	- 정책프로그램 투자 시 실제 위험 경감효과에 비례하여 위험계수 경감 - 다른 특례 요건과 중복 적용 허용
방안 2	적격 벤처투자에 대하여 선진시장 상장주식위험계수 적용
방안 3	신재생에너지·AI인프라 등 비전통적 인프라의 적격 인프라 대상으로 인정
방안 4	장기보유주식 적용 대상에 비상장주식·펀드 포함

먼저, 보험회사가 국민성장펀드를 통하여 벤처기업법에 따른 벤처기업에 투자하는 경우, 적격 비상장기업에 대한 특례 요건(방안 2)을 적용하여 선진시장 상장주식으로 분류하고 35%의 충격 수준을 적용한다. 선진시장 상장주식위험액은 30.5조 원에서 약 8.4조 원(24조 원×0.35)만큼 상승한 38.9조 원이 된다. 주식위험액과 시장위험액은 기존 대비 7.8조 원과 7.2조 원 상승하여 각각 78.1조 원, 86.5조 원이 된다. 기본요구자본과 총 요구자본

은 5.4조 원 상승하고 지급여력비율은 9%p 하락한다. 개선 방안 적용 전과 비교하면, 요구 자본 상승분은 2.5조 원만큼 감소하였으며, 지급여력비율 하락 효과는 12%p에서 9%p로 3%p만큼 감소한 것을 확인할 수 있다.

방안 2와 함께 정책 프로그램 특례 요건(방안 1)을 중복으로 적용한다면, 충격 수준으로 35%가 아닌 28%(35%×0.8)를 적용한다. 이에 따라 선진시장 상장주식위험액은 6.7조 원 이 상승하며, 요구자본은 4.3조 원 상승하고 지급여력비율은 6%p 감소에 그친다.

〈표 IV-11〉 적격 벤처투자 특례(방안 2) 및 정책프로그램 특례(방안 1) 효과

(단위: 조 원)

구분		선진시장 상장주식	주식 위험액	시장 위험액	기본 요구자본	총 요구자본	지급여력 비율
기존		30.5	70.3	79.3	162.7	128.7	208%(a)
개선 방안 전	금액	30.5	81.6	89.8	170.6	136.6	196%(b)
	차이	0	11.3	10.5	7.9	7.9	△12%p(b-a)
방안 2	금액	38.9	78.1	86.5	168.1	134.1	199%(c)
	차이	8.4	7.8	7.2	5.4	5.4	△9%p(c-a)
방안 2 + 방안 1	금액	37.2	76.5	85.1	167	133	202%(d)
	차이	6.7	6.2	5.8	4.3	4.3	△6%p(d-a)

주: 차이는 기존 금액에서 시나리오 적용 후 금액을 차감하여 산출하였으며, 가용자본은 268조 원으로 불변함

비상장주식에 대하여 적격 비상장기업 특례가 아닌 장기보유주식 특례(방안 4)를 적용하는 경우, 요구자본의 상방 압력 및 지급여력비율 하방 압력은 더욱 완화된다. 24조 원 가치의 비상장주식을 장기보유주식으로 지정하는 경우, 장기보유주식위험액은 4.8조 원(24조 원×0.2) 상승하며, 요구자본은 3조 원 상승, 지급여력비율은 5%p 하락한다. 정책프로그램 특례(방안 1)를 중복 적용하는 경우, 장기보유주식위험액은 3.8조 원 상승하며, 요구자본은 2.4조 원 상승, 지급여력비율은 4%p 하락에 그친다. 다만, 선진시장 상장주식과 장기보유주식 사이의 상관관계가 조정되는 경우, 장기보유주식 적용에 따른 효과는 달라질 수 있다.

〈표 IV-12〉 장기보유주식 특례(방안 4) 및 정책프로그램 특례(방안 1) 효과

(단위: 조 원)

구분		장기보유 주식	주식 위험액	시장 위험액	기본 요구자본	중요구자본	지급여력 비율
기존		0	70.3	79.3	162.7	128.7	208%(a)
개선 방안 전	금액	0	81.6	89.8	170.6	136.6	196%(b)
	차이	0	11.3	10.5	7.9	7.9	△12%p(b-a)
방안 4	금액	4.8	74.7	83.4	165.7	131.7	203%
	차이	4.8	4.4	4.1	3	3	△5%p(c-a)
방안 4 + 방안 1	금액	3.8	73.8	82.6	165.1	131.1	204%
	차이	3.8	3.5	3.3	2.4	2.4	△4%p(d-a)

주: 차이는 기존 금액에서 시나리오 적용 후 금액을 차감하여 산출하였으며, 가용자본은 268조 원으로 불변함

시나리오 2에서 국민성장펀드를 통해 인프라 프로젝트(예: 신안우이 해상풍력 프로젝트)에 투자하는 경우의 지급여력에 대한 영향은 적격 인프라 특례 요건(방안 3)을 적용할 수 있다.⁵³⁾ 인프라 주식위험액이 4.8조 원(24조 원×0.2) 증가하며, 이에 따라 요구자본은 2.7조 원 증가, 지급여력비율은 4%p 하락한다. 정책프로그램 특례 요건(방안 1)을 중복 적용하면 인프라 주식위험액이 3.8조 원 증가하여 요구자본은 2.2조 원 상승하고 지급여력비율은 3%p 하락한다.

시나리오 1의 장기보유주식 특례와 시나리오 2의 적격 인프라 특례 모두 관련 주식유형의 위험액을 동일하게 증가시키나, 투자 확대가 요구자본 및 지급여력비율에 미치는 영향은 적격 인프라 특례 적용 시 더 작은 것으로 나타난다. 이는 분산효과의 차이에 기인한다. 장기보유주식은 선진시장 상장주식과의 상관계수가 1로 분산효과가 없는 반면, 인프라 주식은 모든 주식 유형에 대해 상관계수 0.75가 적용되어 분산효과가 반영된다. 따라서 위험액이 동일한 규모로 증가하더라도 인프라 주식의 총주식위험액 증가분은 더 작게 나타난다.

53) 주식위험액 중 위험액이 증가하는 유형은 장기보유주식이 아닌 인프라 주식임

〈표 IV-13〉 적격 인프라 특례(방안 3) 및 정책프로그램 특례(방안 1) 효과

(단위: 조 원)

구분		인프라 주식	주식 위험액	시장 위험액	기본 요구자본	총요구자본	지급여력 비율
기존		1.4	70.3	79.3	162.7	128.7	208%(a)
개선 방안 전	금액	1.4	81.6	89.8	170.6	136.6	196%(b)
	차이	0	11.3	10.5	7.9	7.9	△12%p(b-a)
방안 3	금액	6.2	74.2	83	165.4	131.4	204%
	차이	4.8	3.9	3.7	2.7	2.7	△4%p(c-a)
방안 3 + 방안 1	금액	5.2	73.5	82.2	164.9	130.9	205%
	차이	3.8	3.2	2.9	2.2	2.2	△3%p(d-a)

주: 차이는 기존 금액에서 시나리오 적용 후 금액을 차감하여 산출하였으며, 가용자본은 268조 원으로 불변함

마지막으로 시나리오 3에서 보험회사가 자체적으로 벤처펀드에 투자하는 경우, 적격 벤처투자 특례 요건(방안 2)을 적용할 수 있으며 시나리오 1에서 적격 벤처투자 특례를 적용하는 경우와 동일한 효과가 발생한다.

따라서 주식위험액 위험계수 완화 방안을 적용할 경우, 생산적 부문 투자가 지급여력비율에 미치는 영향을 12%p에서 최소 3%p부터 최대 9%p 줄일 것으로 예상된다.

자본규제 개선 방안이 보험회사의 투자 여력에 미칠 수 있는 영향을 정량적으로 분석하기 위해, 개선 방안 도입 전후의 투자가능금액을 다음과 같이 비교한다. 도입 전에는 24조 원을 기타주식에 투자하는 경우 기타주식위험액이 12조 원 증가하면서 지급여력비율이 196%가 된다. 도입 후에도 지급여력비율을 이와 동일한 수준(196%)으로 유지하면서 생산적 부문에 투자할 수 있는 금액을 산출하고, 이를 도입 전 투자 금액(24조 원)과 비교하여 추가 투자 가능 금액을 확인한다. 가용자본 268조 원과 요구자본 조정항목 34조 원이 변하지 않는다는 가정하에 목표 지급여력비율 196%에 대한 기본요구자본을 역산하면 170.6조 원(268조 원÷1.96+34조 원)이 되어야 한다.

산출 방법을 예시를 통해 설명하면 다음과 같다. 보험회사 A가 국민성장펀드를 통해 벤처기업에 X조 원을 투자하는 경우, 정책프로그램 특례(방안 1)와 장기보유주식 특례(방안 4)를 적용하면 해당 투자는 장기보유주식으로 분류되어 장기보유주식위험액이 0.16×X조 원 증가한다. 이 증가분에 각 단계의 분산효과를 순차적으로 반영하여 주식위험액, 시장

위험액, 기본요구자본을 산출하고, 기본요구자본이 목표치인 170.6조 원이 되는 투자금액 X를 도출한다. 이렇게 산출한 X를 도입 전 투자금액인 24조 원과 비교함으로써, 동일한 지급여력비율 하에서 개선 방안 도입으로 추가 투자 가능한 금액을 확인할 수 있다. 방안 1과 방안 4를 중복 적용하는 경우, 75.9조 원 투자 시 지급여력비율이 196%가 되며, 개선 방안 적용 전 대비 약 52조 원의 추가 투자 여력을 확보할 수 있다.

이와 같은 방식으로 각 개선 방안별 투자가능금액을 산출한 결과는 <표 IV-14>과 같다. 벤처투자자에 대하여 정책프로그램 특례(방안 1)만 적용하는 가장 보수적인 경우에도 6.2조 원의 추가 투자가 가능하다. 적격 인프라 특례(방안 3)와 정책프로그램 특례(방안 1)를 함께 적용하는 경우 최대 약 60조 원의 추가 투자 여력을 확보할 것으로 예상된다. 이는 주식위험액 위험계수 완화를 통하여 보험회사의 생산적 금융을 효과적으로 지원하는 수단이 될 수 있음을 시사한다.

<표 IV-14> 지급여력비율 196% 기준 투자가능금액

(단위: 조 원, %)

구분	주식유형 분류	위험계수	투자가능금액	추가 투자가능금액 (도입 전 대비)
도입 전	기타주식	49	24	-
방안 1		39	30.2	6.2
방안 2	선진시장 상장주식	35	34.7	10.7
방안 2 + 방안 1		28	43.4	19.4
방안 3	인프라 주식	20	67	43
방안 3 + 방안 1		16	83.8	59.8
방안 4/5	장기보유주식	20	60.7	36.7
방안 4/5 + 방안 1		16	75.9	51.9

다만 위의 정량분석은 투자 방식을 지분 투자로 한정하고, 가용자본·이연법인세의 손실 흡수능력 등 요구자본 조정항목·주식위험액을 제외한 다른 요구자본 하위항목이 불변한다고 가정하므로 해석에 유의할 필요가 있다.

앞서 II장에서 논의하였듯, 실제 보험산업의 생산적 금융 전환이 지급여력비율에 미치는 영향은 투자 재원 및 투자 방식에 따라 달라질 것으로 예상된다. 투자 재원 측면에서, 현

금이 아닌 국채·회사채 등 채권을 매각하여 자금을 마련하는 경우, 채권 포트폴리오의 듀레이션 변동에 따라 금리위험액이 영향을 받을 수 있으며, 특히 회사채를 매각하는 경우에는 신용위험액에도 변동이 발생할 수 있다.

투자 방식 측면에서, 지분 투자 대신 대출·사모신용 등의 형태로 참여하는 경우에는 주식 위험액이 아닌 신용위험액이 주된 영향을 받는 항목이 될 것으로 예상된다. 또한, 특정 섹터나 발행자에 투자가 집중될 경우 시장위험액의 하위항목인 자산집중위험액이 추가로 증가할 수 있다.