

kiri Weekly

2016.8.16. 제397호

포커스

보험회사의 사회기반시설 투자 활성화: Solvency II 개정의 시사점

이슈 분석

교통사고 신고제도 활성화 필요
P2P보험시장 동향과 시사점

글로벌 이슈

저금리 환경하에서 미국 생명보험회사의 자산운용 특징
미국 일반생명보험상품의 해약률 추이와 특징

금융시장 주요지표



보험회사의 사회기반시설 투자 활성화 :Solvency II 개정의 시사점

변혜원 연구위원, 조영현 연구위원

요약

- 국가재정의 한계로 인해 정부의 장기투자 재원조달 역할이 약화되고, 금융위기 이후 은행의 디레버리징 현상이 심화되면서 보험회사와 연금기금의 장기투자자로서의 역할이 중요해지고 있음.
 - 장기투자란 다년간의 개발과 회수기간을 가진 자본집약적 활동의 재원을 조달하는 것이며, 장기투자자는 장기 또는 만기일까지 자산을 보유할 능력, 의향, 인내심을 갖고 있어야 함.
- 장기부채에 대해 장기자산으로 매칭해야 하는 보험회사에게 사회기반시설은 적합한 투자대상 중 하나임.
 - 사회기반시설 투자는 부채와 자산 간 듀레이션 차이를 줄일 수 있을 뿐만 아니라, 비유동성에 대한 프리미엄을 제공하므로, 보험회사의 투자수익률 개선에도 도움을 줄 수 있음.
- 최근 EU집행위원회는 보험회사의 장기투자를 장려하고 장기투자에 장애가 되는 요소들을 완화시키기 위해 Solvency II 를 개정하였음.
 - 특정 조건을 충족하는 사회기반시설 투자에 대해 요구자본(capital charge)을 완화시킨 것이 개정안의 골자임.
 - 원칙적으로 투자대상의 지역적 제한은 없으나, 정해진 신용평가기관의 신용등급이 부여되지 않은 사회기반시설 프로젝트는 유럽경제지역(EEA)이나 OECD 지역의 프로젝트일 경우에만 적용 가능함.
- 현재 우리나라의 지급여력제도도 국내 사회기반시설 투자에 대해서는 위험계수를 경감시켜주고 있으나 해외 사회기반시설 투자에 대해서는 이를 적용하지 않고 있어 개선이 필요함.
 - 해외 사회기반시설 투자는 저금리 환경 극복을 위해 수익률 제고와 금리리스크 경감을 동시에 추구하고 있는 국내 보험회사에게 유용한 투자대상이 될 것으로 판단됨.
 - 금융당국은 특정 해외 사회기반시설 투자에도 위험계수를 경감시키는 안을 고려할 필요가 있음.

1. 논의배경



- 국가재정의 한계로 인해 정부의 장기투자 자원조달 역할이 약화되고, 금융위기 이후 은행의 디레버리징 현상이 심화되면서 보험회사와 연금기금의 기관투자자¹⁾로서의 역할이 보다 중요해지고 있음.²⁾
 - 대표적 장기투자인 사회기반시설에 대한 투자는 전통적으로 공적자금을 통해 이루어짐.
 - 그러나 재정적자, GDP 대비 정부부채 비율 증가 등으로 인해 사회기반시설에 대한 공적자금 투입이 감소됨.³⁾
 - 한편, 금융위기 이후 은행부문의 재무건전성 규제가 강화되면서, 은행이 자본 및 유동성 여력을 확보하는 과정에서 사회기반시설 개발을 위한 자금공급을 축소하는 경향이 보임.⁴⁾
 - OECD 재무국도 2012년부터 기관투자자와 장기투자에 대한 프로젝트를 진행하고 있으며, 관련 세미나, 자료집적, 설문조사 등을 진행하고 있음.

- 보험회사는 장기부채와 매칭할 수 있는 장기자산 투자가 필요하며, 사회기반시설 투자는 이러한 필요를 충족시키는 방안이 될 수 있음.
 - 만기가 장기인 사회기반시설 투자는 부채와 자산 간 듀레이션 차이를 줄일 수 있을 뿐만 아니라, 비유동성에 대한 프리미엄을 제공하므로, 보험회사의 투자수익률 개선에도 도움이 될 수 있음.

- 사회기반시설은 저금리 환경에 처한 국내 보험회사에게 유용한 투자대상이 될 것으로 판단됨.
 - 국내 보험회사는 저금리 환경과 부채시가평가제도 시행에 대응하기 위해 운용수익률 제고와 금리리스크 감소를 동시에 충족시킬 수 있는 자산에 대한 투자가 절실한 상황임.
 - 사회기반시설 투자는 금리리스크 관리와 투자수익률 개선을 동시에 추구할 수 있는 자산이 될 수 있으므로 국내 보험회사의 투자대상으로서 유용할 것으로 보임.
 - 실제로 국내 보험회사들은 사회기반시설 투자를 확대할 계획을 갖고 있음.⁵⁾

1) 기관투자자(institutional investor)란 개인투자자에 대한 상대적 개념으로서 법인형태의 투자자를 이르는데, 은행, 보험회사, 연기금 등이 이에 해당됨.

2) 우리 정부도 작년 4월 규제완화를 통한 사회간접자본 및 사회인프라 부문의 민간투자를 확대하는 내용으로 하는 “민간투자사업 활성화 방안(기획재정부 2015. 4. 8)”을 발표한 바 있음.

3) OECD(2015), *Infrastructure Financing Instruments and Incentives*.

4) OECD(2015).

- 본고에서는 보험회사의 사회기반시설 투자 특성을 살펴보고, 사회기반시설에 대한 투자 활성화를 위한 제도 개선 방안을 제시하고자 함.⁶⁾

2. 장기투자: 사회기반시설 투자



- 장기투자란 다년간의 개발과 회수기간을 가진 자본집약적인 활동의 재원을 조달하기 위해 장기자금을 제공하는 것이라고 정의할 수 있음.⁷⁾

- 장기투자형태는 유동성 정도에 따라 유동자산과 비유동자산의 형태를 띠 수 있음.
 - 예컨대, 회사채와 같이 만기일이 고정된 유동자산, 상장주식과 같이 특정한 만기일이 없는 유동자산일 수도 있고, 사회기반시설이나 사모펀드 투자와 같이 매우 비유동적인 자산일 수도 있음.
- 장기투자자는 일반적으로 형태에 관계없이 해당 자산을 10년 이상 동안 보유함.⁸⁾
 - 한편 장기 사회기반시설 투자는 평균적으로 60년에서 99년까지의 기간을 요구하고 있어 비유동성 리스크를 동반하게 됨.⁹⁾

- 장기투자자란 장기 또는 만기일까지 자산을 보유할 능력이 있거나 의향이 있는 투자자를 말함.

- 다시 말해서, 장기투자자는 단기 변동성을 견딜 수 있을 만큼 인내심이 있는 투자자를 의미함.
 - 단기적으로 투자자산가치가 하락하더라도 계속해서 이를 보유할 수 있는 의향 또는 역량을 갖고 있음을 시사함.¹⁰⁾

5) 연합인포맥스(2016, 8), “보험사 CIO 투자전략”에 따르면 국내 대형보험회사들은 수익률 제고를 위해 사회기반시설 투자를 포함한 대체투자를 확대하고 있음.

6) 본고의 내용은 2016년 6월 22일과 23일 사이 도쿄에서 개최되었던 “OECD/ADBI Roundtable on Insurance and Retirement Saving”에서 논의된 내용들을 중심으로 작성되었음.

7) Insurance Europe and Oliver Wyman(2013), “Funding the Future: Insurers' Role as Institutional Investors” 참조.

8) World Economic Forum and Oliver Wyman(2011), *The Future of Long-term Investing*.

9) Gatzert and Kosub(2014), “Insurers' Investment in Infrastructure: Overview and Treatment under Solvency II,” *The Geneva Papers on Risk and Insurance* 39, pp. 351~372.

10) Insurance Europe and Oliver Wyman(2013) 참조.

■ 장기투자는 인내자본으로서 금융안정성에 기여하고, 참여자본으로서 기업 지배구조를 개선하고, 생산적 자본으로서 지속가능한 성장에 기여하는 특징을 갖고 있음.¹¹⁾

- 인내자본(patient capital)은 장기간 투자가 가능하고, 낮은 포트폴리오 회전율(turnover)을 갖고 있을 뿐 아니라, 경기순행성(procyclicality)이 낮아 금융안정성을 유도할 수 있음.
- 참여자본(engaged capital)은 적극적인 의결권 행사를 통해 지배구조를 개선하고 기업가치 제고를 돕는 역할을 함.
- 생산적 자본(productive capital)은 사회기반시설 개발, 녹색성장 계획, 중소기업 재원조달을 지원함으로써 지속가능한 성장에 기여하는 역할을 함.

■ 장기투자 대상으로서 사회기반시설 투자는 도로, 송전선, 공공건물 등과 같은 공공사업에 대한 투자를 의미하는데, 투자는 장기채무(debt capital) 투자나 주식자본(equity capital) 투자를 통해 이루어짐.

- 예컨대, 공개시장을 통해 사회기반시설 채권이나 펀드에 투자하거나 비공개된 시장을 통해 사회기반시설에 대한 직접대출이나 직접대출을 하는 사모투자를 이용할 수 있음.

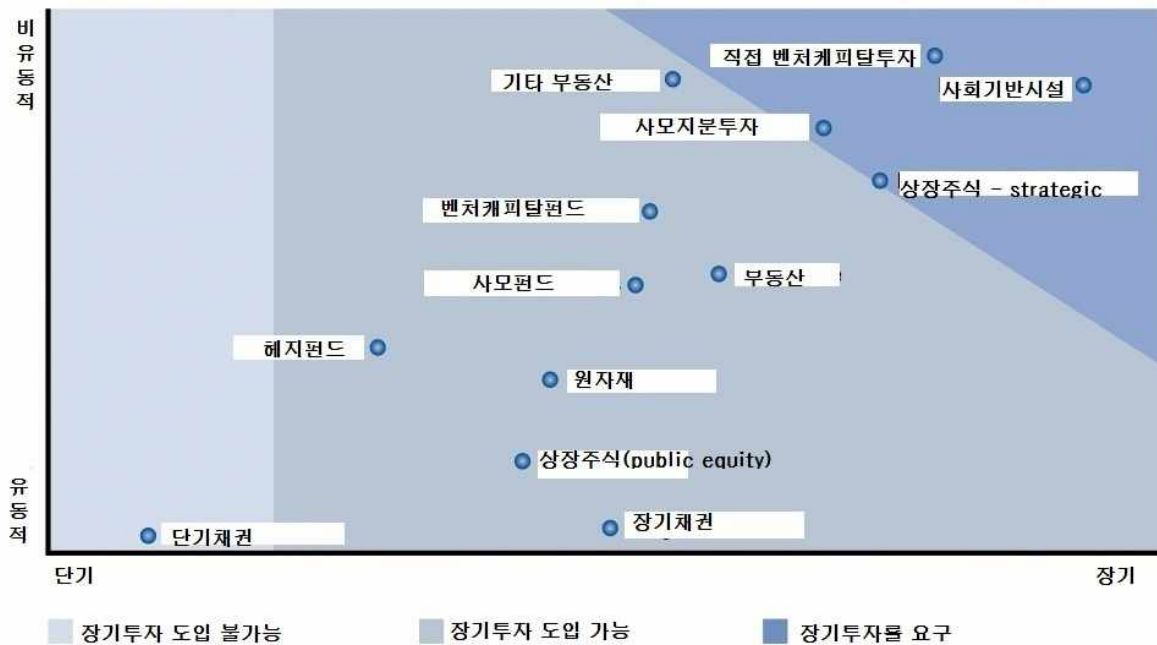
■ 사회기반시설 자산이 다른 자산들과 구별되는 특성으로는 자본집약도 및 지속기간, 규모의 경제 및 외부효과, 다양성 및 복잡성, 불투명성 등을 들 수 있음(그림 1) 참조.¹²⁾

- 사회기반시설 프로젝트는 자본집약적이고, 높은 초기비용이 소요되며, 유동성이 부족하다는 특성을 가짐.
- 프로젝트에 따라 매우 이질적인 특성을 가지며, 많은 이해당사자들이 관련된 만큼 수익 및 위험 배분을 위해 복잡한 법적 처리방식을 필요로 함.
- 아울러 투자자가 사회기반시설 시장 및 리스크구조를 이해하는 데에 필요한 정보들이 부족하고 분산되어 있다는 특성이 있음.
- 그러나 사회기반시설이 운영되기 시작하면 안정적인 현금흐름을 제공하고 수익성 변동이 적다는 특성과 함께, 타 자산과의 상관관계가 낮고 수요탄력성도 낮다는 장점을 지님.

11) OECD(2015).

12) OECD(2015).

〈그림 1〉 자산종류별 유동성 및 기간



자료: World Economic Forum and Oliver Wyman(2011).

3. 사회기반시설 투자 활성화를 위한 Solvency II 개정

- 최근 많은 국가들에서 규제변화를 통해 보험회사의 장기투자를 장려하고 장기투자에 장애가 되는 요소들을 완화시키려는 추세가 나타나고 있는데, Solvency II 개정이 대표적인 사례임.¹³⁾
 - 전문가들은 시장가치평가 도입과 리스크에 기초한 규제체계의 변화로 야기될 수 있는 자산가치 변동성이 장기투자에 장애가 될 수 있음을 지적함.
 - 리스크에 기초한 체계는 매칭, 거래상대방, 파생상품, 또는 규제자본의 집중도 요건 등을 통해 투자에 간접적인 영향을 미칠 수 있음.
 - 이와 같은 잠재적 문제를 해결하기 위해 보험회사의 자본금요건 계산식을 수정하거나, 감독상 재량을 통해 지급여력규제에 장기투자의 특성을 반영하는 사례들을 찾을 수 있음.

13) OECD(2015).

■ EU집행위원회는 특정 조건을 만족시키는 장기투자에 대한 요구자본(capital charge)을 완화하는 내용을 담은 Solvency II 개정을 실행하였음.¹⁴⁾

- 자본금 완화의 적용을 받게 되는 사회기반시설 관련 투자는 스트레스 테스트, 현금흐름 및 수익의 예측가능성, 재무구조 등의 조건을 만족해야 함.¹⁵⁾
 - 정해진 신용평가기관의 신용등급이 부여되지 않은 사회기반시설 프로젝트의 경우 유럽경제지역이나 OECD 지역의 여타 조건을 충족하는 프로젝트에 한정함.
- 개정된 Solvency II는 기존의 타입1, 타입2 주식 이외에 적격 사회기반시설 주식을 추가했으며, 적격 사회기반시설 지분투자에 대한 요구자본을 완화시킴.¹⁶⁾
 - 비상장 사회기반시설 지분투자에 대해 개정 전에는 타입2로 구분되어 49%와 조정분¹⁷⁾의 합에 해당하는 요구자본을 부과했으나, 개정 후에는 30%와 조정분의 요구자본을 부과함.¹⁸⁾

4. 사회기반시설 투자관련 국내 지급여력제도 개선 방안

■ 우리나라의 경우, Solvency II 개정안과 유사하게 RBC제도에서 사회기반시설금융에 대해 낮은 신용위험계수를 부여하고 있음.

- RBC제도에서 사용하는 사회기반시설금융(social overhead capital finance)에 대한 신용위험계수는 여타 자산에 적용되는 위험계수보다 낮음(〈표 1〉 참조).¹⁹⁾
 - 예를 들어, AAA등급 일반 대출채권에 대한 위험계수는 1%이나, 특수금융에 해당하는 사회기

14) Commission Delegated Regulation(EU) 2016/467.

15) 자세한 요건은 Commission Delegated Regulation(EU) 2016/467의 제164a조와 EIOPA(2016, 6, 30), *Final Report on Consultation Paper No. 16/004 on the Request of EIOPA for Further Technical Advice on the Identification and Calibration of Other Infrastructure Investment Risk Categories, i.e. Infrastructure Corporates*를 참조.

16) 타입1 주식은 유럽경제지역이나 OECD지역에 상장된 주식, 타입2 주식은 타입1외의 주식, 원자재 및 기타 대체투자 등을 포함함. 개정 전에는 자본리스크 관련 세부구분으로 타입1 주식과 타입2 주식으로만 구분했으나, 적격 사회기반시설 주식을 추가하기 위해 Commission Delegated Regulation(EU) 2015/35의 제168조를 개정함.

17) 조정분(symmetric adjustment)에 대한 자세한 설명은 Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35의 제172조 참조.

18) Commission Delegated Regulation(EU) 2015/35의 제169조 개정.

19) 금융감독원(2012. 10), 『보험회사 위험기준 자기자본(RBC)제도 해설서』; 「보험업감독업무시행세칙」 중 「별표 22」 지급여력금액 및 지급여력기준금액 산출기준' 참고.

- 반시설금융 관련 AAA등급 대출채권에 대한 위험계수는 0.5%임.
- RBC제도에서 사회기반시설금융과 부동산프로젝트금융은 특수금융으로 분류됨.
 - 사회기반시설금융은 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 의해 정부가 발주하고 민간이 투자하는 대형 설비프로젝트에 대한 금융을 의미함.

〈표 1〉 특수금융 위험계수: 사회기반시설금융

(단위: %)

신용등급	예치금, 채권, 대출채권					부동산	주식
	AAA	AA+~AA-	A+~BBB-	BBB- 미만	무등급		
위험계수	0.5	1.25	2.5	3.75	2.5	3.75	6

주: 1) 정부 및 지방자치단체가 임대료, 운영수입 등 사업 현금흐름을 전액(100%) 보증하는 경우 또는 실시협약 해지로 인한 최저해지시지급금으로 해당 보험회사의 투융자금액 및 이자를 전액 상환 가능한 경우는 위험계수를 0%로 함.
 2) 2015년 12월 31일부터 2016년 12월 30일까지 적용되는 위험계수임.
 자료: 금융감독원, 『보험업감독업무시행세칙』.

■ 그러나 이러한 낮은 신용위험계수 부과 대상은 국내 사회기반시설 투자에만 한정됨.

- 국내 RBC에서 적용하는 특수금융 위험계수는 「사회기반시설에 대한 민간투자법」에 의한 국내 사회기반시설 투자에만 적용됨.

■ 금융당국은 해외 사회기반시설 투자에 대해서도 국내 사회기반시설금융 투자와 동일한 위험계수 적용을 고려할 필요가 있음.

- 국내 사회기반시설 프로젝트는 한정적이어서 보험회사가 사회기반시설에 대한 투자비중을 확대하기에는 한계가 있는 상황임.
- 해외 사회기반시설 투자는 수익률 제고와 금리리스크 경감을 동시에 추구하고 있는 국내 보험회사에게 유용한 투자대상이 될 것으로 판단됨.²⁰⁾
- 단, 모든 해외 사회기반시설에 대한 위험계수 경감은 투자의 안정성 측면에서 바람직하지 않은 것으로 보이므로 신용위험계수 경감 대상에 대한 신중한 검토가 필요함.
 - 글로벌 신용평가기관으로부터 신용등급을 부여받은 OECD 국가의 프로젝트만을 대상으로 경감하는 것도 하나의 방안으로 생각됨. **kiri**

20) Gartzert and Kosub(2014)는 기존 연구들에서 제시한 사회기반시설 펀드 수익률을 보고했는데, Global Infrastructure Report는 1993년에서 1999년 사이 사회기반시설 펀드들의 중위 순내부수익률(net internal return rates)은 9%였으며, 2000년에서 2005년 사이 펀드들의 중위 순내부수익률은 21.1%였다고 보고함.