

# 신지급여력제도 시행에 따른 보험회사 자본성증권의 리스크 요인 분석

김문갑<sup>1)</sup>

## I. 검토 배경

2022년 11월 1일 흥국생명<sup>2)</sup>은 해외 신종자본증권의 조기상환 옵션을 행사(행사가능 시점 2022년 11월 9일)하지 않겠다고 투자자들에게 통지하였다. 국내 기업이 발행한 자본성증권이 조기상환(콜옵션 행사)되지 않은 것은 2009년 우리은행 외화 후순위채권 이후 처음이라는 점에서 외화채 발행시장에 큰 파장을 일으킨 사건이었다. 하지만, 조기상환 미행사 결정은 그만큼 회사의 재무상태가 어렵다는 부정적 신호 제공, 국내 기업이 발행한 외화채에 대한 신뢰도 훼손 우려 및 국내 회사채 시장에까지 여파가 미칠 수 있다는 보도 등에 따라 결국 2022년 11월 7일 흥국생명은 조기상환 옵션을 행사하겠다고 기존 입장을 철회하였다.

흥국생명의 조기상환 옵션 미행사 검토 배경에는 여러 가지 이유가 있었겠지만, 당시 시장 금리 상승 및 자금시장 경색에 따라 차환발행 실패 가능성 또는 불리한 금리조건으로 차환발행 될 위험을 회피하고자 하는 이유도 있었을 것이다.

비단 흥국생명뿐만 아니라 많은 보험회사들이 최근 유상증자, 신종자본증권 및 후순위채권 발행 등을 통해 회사의 자본확충에 상당한 노력을 기울이고 있다. 이는 보험회사의 재무상태에 대하여 적정 건전성을 유지하도록 규제하는 제도가 강화되어 2023년 1월 1일부터 시행되었기 때문이다. 즉, 기존 재무건전성 제도인 RBC(Risk Based Capital)가 올해부터 K-ICS(Korean-Insurance Capital Standard)로 변경되었다. K-ICS 제도는 자산 및 부채의 완전 시가평가를 기반으로 보험회사가 보유해야 할 위험자본(요구자본) 수준이 상향되고, 장수, 해지 및 사업비 위험 등의 신규위험이 새로 추가되었다. 이에 따라, 보험회사의 총 요구자본이 증가하고 시장금리 변동 등에 따라 가용자본<sup>2)</sup>이 줄어드는 경우도 발생하여 보험회사의 자본

\* 본 고의 내용은 집필자 개인 의견으로 예금보험공사의 공식 견해와는 무관합니다.

1) 보험개발원

2) 예상치 못한 손실 상황에서도 보전가용할 수 있는 자본량

확충에 대한 필요가 늘어난 것이 하나의 원인일 것이다.

여기서 전통적으로 사용되는 자본확충 수단인 유상증자의 경우, 보험회사의 낮은 배당성향에 따른 투자 매력도 감소와 대주주의 지분희석에 따른 경영권 변동 우려 등이 존재하므로, 보험회사의 유상증자는 쉽지 않거나 선호되지 않는 것이 사실이다. 따라서, 보험회사의 자본확충 수단으로 신종자본증권 및 후순위채권 등 자본성증권 발행이 선호되고 있는 것으로 판단된다. 다만, 자본성증권 활용은 보험회사에 있어 높은 조달금리 및 채무증가에 대한 우려가 함께 존재하는 것도 사실이다.

이하에서는 자본성증권의 높은 조달금리 등의 부담에도 불구하고 보험회사의 자본성증권 활용도가 높아진 이유와 이와 관련한 리스크 요인을 알아보려고 한다.

## II. 제도 변화에 따른 자본성증권 발행 및 보유 여건 변화

### 1. 보험회사 자본의 분류

보험회사의 자본은 경영과정에서 발생할 수 있는 극단적인 손실을 흡수하는 기능을 한다. 이 자본은 타인자본과 자기자본으로 크게 구분된다. 타인자본은 부채 중 가용성, 후순위성, 영구성 등의 수준이 높아 자본으로서 역할을 할 수 있는 부채를 의미한다. 이에, 감독당국은 타인자본의 질 또는 수준을 분류하여 자본으로 인정하는 범위를 정해 놓고 있다.

회사는 자본에 투입되는 비용을 최소화하기 위해 자기자본과 타인자본 구성을 최적화하는데 노력을 기울이고 있다. 다만, 보험회사는 감독당국의 자본규제를 의무적으로 충족해야 한다는 점에서 일반회사와 차이가 있다. 즉, 감독당국은 보험회사의 위험별 리스크를 측정하고 보유한 리스크 대비 적정한 자본을 유지하도록 하며, 자본의 인정요건도 규정함으로써 보험회사가 우수한 품질의 자본을 보유하도록 한다. 보험회사가 자본규제를 충족하지 못했을 경우 감독당국으로부터 지급여력비율 수준에 따라 경영개선 권고·요구·명령 등 적기시정조치를 받게 된다. 따라서, 보험회사는 자본구성을 최적화할 때 자본규제를 필수적으로 충족해야 한다.

### 2. 자본성증권 관련 규제 변화

외부자금을 과도하게 차입하여 투자하는 것을 방지하는 등 보험산업의 건전한 발전을 위해

보험법규에서는 보험회사의 자본조달을 위한 자금차입 등을 제한적으로 허용<sup>3)</sup>하고 있다.

2007년 이전에는 재무건전성 기준 충족 또는 적정한 유동성 유지 목적의 후순위채권만을 가용자본으로 인정<sup>4)</sup>하였으나, 보험산업의 경쟁력 제고를 위해 선진국과 동일한 수준으로 다양한 자본조달 수단을 가질 수 있도록 2007년 10월 18일 신종자본증권<sup>5)</sup>을 가용자본(RBC 제도상 기본자본)으로 인정<sup>6)</sup>하는 등 자본성증권 발행 및 보유 여건의 틀을 다졌다.

이후 감독당국에서는 2016년과 2017년 두 차례에 걸쳐 자본성증권 관련 규제를 완화하였다. 2016년에는 보험회사가 판단하여 선제적으로 후순위채권을 발행할 수 있도록 하고, 신종자본증권의 상시발행도 허용하여 다양한 자본조달 수단을 제공하였다<sup>7)</sup>.

한편, 2017년 이전 보험업감독규정에서는 신종자본증권 등 차입에 대해 ‘적정 유동성 유지’ 목적만 규정되어 있어 재무건전성 기준 충족을 위한 신종자본증권 발행이 가능한지에 대해 불분명하였다. 이에, 2017년 8월 28일 감독규정 개정을 통해 신종자본증권의 발행 목적으로 재무건전성 기준 충족도 인정함으로써 보험회사의 자본성증권 발행 여건이 확대되었다.<sup>8)</sup>

K-ICS 도입 직전인 2022년 12월 28일 보험업법 개정(2023년 1월 1일 시행)을 통해 보험회사가 양질의 자본확충 수단으로 조건부자본증권을 발행할 수 있는 근거를 마련하여 조건부자본증권을 K-ICS 하에서 기본자본(보통주 수준의 자본성을 갖춘 자본)으로 인정토록 하였고, 2023년 2월 14일 보험업법 시행령 개정안에서는 조건부자본증권 발행절차 등 구체적인 기준을 마련하였다.

이로 인해 보험회사도 은행 등 타 금융업권과 마찬가지로 다양한 자본성증권을 발행할 수 있는 여건이 마련되었다고 평가된다.

〈참고〉 조건부자본증권<sup>9)</sup>

- ▶(개념) 부실금융기관 지정 등 특정사건 발생 시 상각 또는 보통주로 전환되는 채권
- ▶(종류) ① 상각형 : 사채 상환 및 이자지급 의무가 감면되는 조건이 붙은 자본증권  
 ② 보험회사주식 전환형 : 보험회사 주식으로 전환되는 조건이 붙은 자본증권  
 ③ 금융지주회사주식 전환형 : 주권비상장보험회사의 주식으로 전환됨과 동시에 상장금융지주회사의 주식과 교환된다는 조건이 붙은 자본증권

3) 보험업법 시행령 제58조 및 보험업감독규정 제7-9조  
 4) 보험업법 시행령 제58조  
 5) 보험업감독규정 제7-9조에서는 만기의 영구성, 배당지급의 임의성, 기한부 후순위채무보다 후순위인 특성을 갖는 자본증권을 “신종자본증권”으로 정의하고 있다.  
 6) 보험업감독규정 제7-1조  
 7) 보험업감독규정 제7-10조, 제7-11조의2  
 8) 보험업감독규정 제7-9조, 제7-11조의2  
 9) 금융위원회 보도참고자료(2022.12), 『보험업권의 새로운 국제회계기준(IFRS17) 도입에 필요한 법령 개정사항을 '23년 1월 1일부터 시행합니다.』

다만, 상기 보험업법 개정으로 2023년 7월부터 조건부자본증권 발행이 가능해졌는데, 현재 보험회사가 보유한 자본성증권은 모두 비조건부로 특정사건 발생 시 상각 또는 보통주 전환이 되는 것은 아님을 유의할 필요가 있다.

여기서, 보험회사가 발행한 자본성증권 전액이 K-ICS상 가용자본으로 인정되는 것은 아니다. 높은 손실흡수성 등 기본자본 요건을 충족하는 자본성증권은 요구자본의 10% 한도 내에서만 기본자본으로 인정되며, 조건부 신종자본증권은 5% 상향된 15% 한도를 적용받는다.

예를 들어, 총요구자본이 1,000억원이고 기본자본 자본증권이 80억원인 보험회사의 경우, 기본자본 인정한도는 총요구자본의 10%인 100억원으로 80억원 전액이 기본자본으로 인정된다. 그러나, 만약 보험회사가 기본자본 자본증권 80억원을 보유한 상태에서 조건부자본증권을 100억원을 추가 발행하면, 기본자본 자본증권의 총 발행액 180억원이 총요구자본의 10%인 100억원을 초과하게 된다. 이를 초과하는 금액이 조건부자본증권이므로 기본자본 인정한도가 총요구자본의 15%인 150억원으로 상향조정되어, 150억원은 기본자본으로 인정되고 30억원은 보완자본으로 재분류된다.

위와 같이 조건부자본증권의 기본자본 인정한도가 상향됨에 따라 자본성이 우수한 기본자본을 확충하고자 하는 보험회사는 조건부 신종자본증권 활용을 적극 검토할 것으로 보인다. 다만, 향후 시장상황에 따라 위험도가 증가하는 경우 자본성증권 발행금리가 높거나 투자 수요가 감소하는 등의 이유로 2023년 7월 이후에도 기존과 같이 비조건부로 자본성증권을 발행할 가능성도 존재한다.

〈참고〉 **新지급여력제도 개요**

- 보험회사의 재무건전성을 규율하는 새로운 지급여력제도(기존 RBC에서 K-ICS로 대체)가 2023년 1월 1일부터 시행됨
  - K-ICS에서는 보험부채의 시가평가로 인해 가용자본의 변동이 확대되어 이에 대한 관리가 중요해졌으며, 장수, 해지, 사업비, 대재해 위험 등 신규위험 추가 및 신뢰수준 상향(99% → 99.5%)으로 요구자본이 급증함

〈RBC와 K-ICS 비교<sup>10)</sup>〉

구분	기존(RBC 下)	현행(K-ICS 下)
평가	일부 자산 및 부채 원가평가	모든 자산·부채 시가 평가
지급여력 금액	자본금·이익잉여금 등 재무제표 상 자본 중심으로 열거	시가평가된 순자산(자산 - 부채)에서 손실흡수성 정도에 따라 차감 또는 가산
지급여력 기준금액	신뢰수준 99%, 위험계수방식으로 요구자본 산정	신뢰수준 99.5%, 충격시나리오 방식으로 요구자본 산정 * 일부 리스크(일반손보·신용·운영)는 위험계수방식
	5대 리스크 (보험·금리·시장·신용·운영)	① 5대 리스크 - 생명/장기보험·일반손보·시장·신용·운영 ② 5개 하위 위험 신설 - 보험리스크 內: 장수·해지·사업비·대재해 - 시장리스크 內: 자산집중
건전성 기준	지급여력비율(=지급여력금액/지급여력기준금액) ≥ 100%	

한편, 기존 RBC에서는 자본성증권의 손실흡수 정도에 대한 별도의 인정기준 없이 신종자본증권을 기본자본으로 후순위채권은 보완자본으로 분류하였다. 그러나 K-ICS에서는 보험회사가 발행하는 자본성증권을 손실흡수성 정도에 따라 기본자본 또는 보완자본으로 분류한다. 이때, 손실흡수성 정도는 발행하는 자본성증권의 종류와는 무관하게 가용성, 지속성, 후순위성, 기타제한의 부재 측면의 가용자본 인정기준에 따라 판단한다. 이에 따라 K-ICS 도입 이후 발행하는 자본성증권에 가용자본 인정기준 요건을 추가해야 가용자본으로 인정받을 수 있게 되었다.

다만, 신뢰수준 상향, 신규 리스크 측정 등으로 RBC에 비해 K-ICS 요구자본이 크게 증가하여 다수의 보험회사가 부실화될 경우, 보험산업에 대한 신뢰도가 저하되고 금융시장 전반으로 리스크가 전이될 우려가 존재한다. 이에, 금융당국은 제도시행 초기에 급격한 재무 충격을 완화하여 보험회사가 새로운 지급여력제도를 원만히 준수할 수 있도록 경과조치를 마련하였다. 자본성증권 관련 경과조치로는 모든 보험회사에 공통적으로 K-ICS 시행 전에 발행했던 자본성증권을 K-ICS 상 가용자본으로 인정해 주는 범위를 확대하는 TFI<sup>11)</sup>를 마련하였다. 특히, 제도 시행 전 발행한 신종자본증권의 경우, 발행 10년 경과 후 금리상향 조건(Step-up)이 있어 K-ICS에서는 보완자본에 해당하지만, 보험회사가 기존 제도에서 기본자본에 해당하는 기준에 따라 자본증권을 발행한 것이므로 RBC에서 기본자본으로 인정받은 자본증권에 한하여 K-ICS에서도 경과조치를 적용하여 10년 간 기본자본으로 인정하도록 하였다. 또한, RBC에서 보완자본으로 인정된 후순위채권은 K-ICS에서도 보완자본으로 인정해준다.

〈RBC와 K-ICS의 자본성증권 가용자본 인정요건 비교<sup>12)</sup>〉

구 분		기존(RBC 下)	현행(K-ICS 下)
개요		<ul style="list-style-type: none"> <li>자본성증권의 발행요건과 가용자본 인정요건이 동일</li> <li>신종자본증권은 기본자본으로 인정, 후순위채권은 보완자본으로 인정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>자본성증권의 발행요건과 가용자본 인정요건이 상이</li> <li>신종자본증권도 기본자본요건 불충족시 기본자본으로 분류 불가</li> </ul>
기 본 자 본	가용성	<ul style="list-style-type: none"> <li>관련조항 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>납입된 항목으로서 손실흡수에 즉시 사용 가능해야 함</li> <li>향후 자본조달을 저해하지 않는 등 손실흡수과정 상 제약이 없어야 함</li> </ul>
	지속성	<ul style="list-style-type: none"> <li>만기가 없어야 함</li> <li>배당지급의 상향조정(step-up)은 발행 후 10년 경과 후 1회에 限하여 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> <li>상환을 촉진하는 유인(step-up 조항 등)이 없어야 함</li> <li>중도상환에 대한 투자자 기대를 유발하지 않아야 함</li> </ul>

10) 금융감독원 보도자료(2022.12), 『보험회사의 시가평가 기반 지급여력제도 시행 예정』

11) Transitional measure on Financial Instruments

12) 자료: 금융감독원 홈페이지, 『K-ICS와 RBC의 자본증권 가용자본 인정요건 비교표』

구 분	기존(RBC 下)	현행(K-ICS 下)	
후순위성	<ul style="list-style-type: none"> <li>발행사에게 사실상 상환하도록 하는 부담을 부과하는 조건이 없을 것</li> </ul>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>지급순서가 보험계약자, 일반 채권자 및 후순위채권 투자자에 비해 후순위</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>보험회사가 배당시기와 배당규모의 결정권을 가져야 함</li> <li>부실금융기관 지정 또는 적기시정조치를 받은 경우 배당 지급의 취소가 가능해야 함</li> <li>관련조항 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>배당 지급은 상법상 배당가능이익 한도 내에서 지급하되, 보험회사가 완전한 재량권을 보유해야 함</li> <li>좌동</li> <li>배당 지급의 취소가 채무불이행 또는 부도사유에 해당하거나, 보통주 주주에 대한 배당 관련사항 이외에 보험사에 어떠한 제약요인으로 적용하면 안 됨</li> </ul>	
보 완 자 본	가용성	<ul style="list-style-type: none"> <li>관련조항 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>납입된 항목으로서 손실흡수 가능</li> </ul>
	지속성	<ul style="list-style-type: none"> <li>차입기간 또는 만기가 5년 이상일 것</li> <li>관련조항 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>발행시 만기(경제적 만기 포함)가 최소 5년 이상일 것</li> <li>만기 이전에 상환될 것이라는 투자자의 기대를 유발하지 않아야 함</li> </ul>
	후순위성	<ul style="list-style-type: none"> <li>지급순서가 보험계약자 및 일반 채권자 보다 후순위</li> <li>관련조항 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>좌동</li> <li>발행 보험회사의 파산(청산) 이외에는 미래의 원리금 지급일을 앞당기는 권리가 없어야 함</li> </ul>
	기타제한의 부재	<ul style="list-style-type: none"> <li>관련조항 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>신용등급 또는 재무상태에 연계되어 부실을 가속화시킬 수 있는 배당 조건자본성을 훼손하는 조건이 없어야 함</li> </ul>

한편, 보험업법 시행령에서는 자본성증권의 발행한도<sup>13)</sup>를 직전 분기말 현재 자기자본 범위로 한정하고 있어, 발행한도에 육박하거나 발행한도까지 여유가 적은 보험회사는 자본성증권을 차환 발행할 때 일시적으로 발행한도를 초과할 수 있는 부담이 존재하였다. 이에 금융당국은 2023년 2월 14일 보험업감독규정 개정안(2023년 7월 1일 시행 예정)을 통해 채권 차환발행 과정에서 일시적인 발행한도 초과 문제가 발생하지 않도록, 차환 발행시 상환 예정인 기존 발행분은 한도에 합산하지 않도록 한도 규제를 유연화하는 방안을 발표하였다. 단, 상환하기로 한 자본성증권은 새로운 자본성증권을 발행한 후 1개월 이내에 상환하여야 한다.

13) 보험업법 시행령 제58조 제3항

〈관련 법규 연혁〉

시기	관련 규정	주요 내용
2007년 이전	보험업법 시행령	• 재무건전성 기준 충족 또는 적절한 유동성 유지 목적의 후순위채권만 가용자본으로 인정
2007.10	보험업감독규정	• 신종자본증권도 가용자본으로 인정
2016.04	보험업감독규정	• 보험회사 판단에 의한 선제적 후순위채권 발행 허용 • '적정 유동성 유지' 목적의 신종자본증권 상시발행 허용
2017.08	보험업감독규정	• 신종자본증권의 발행 목적으로 '재무건전성 기준 충족'도 인정
2023.1	보험업법	• 조건부자본증권 발행 근거 마련
	보험업감독업무 시행세칙	• 지급여력제대상 '가용자본 인정기준' 신설 • K-ICS 시행전 발행된 자본성증권의 가용자본 인정범위 확대
2023.7(예정)	보험업법 시행령	• 자본성증권 차환발행시 상환예정인 기준 발행분을 발행한도에 미합산

이처럼 금융당국은 보험회사의 자본성증권에 관한 제도적 근거를 마련하고 보완해왔다. 이는 보험회사의 자본확충 수단으로서 자본성증권 발행의 필요성을 인식하고 지속적으로 제도적 지원을 제공하고 있다고 판단된다. 다만, 자본성증권 발행이 비교적 자유로운 은행과 달리, 보험회사는 자본성증권 발행이 재무건전성 기준 충족 또는 적절한 유동성 유지 목적에 한정되어 있는 부분은 보험업권의 향후 과제로 남겨져 있다.

### Ⅲ. 보험업권 자본성증권 개요 및 발행 현황

자본성증권이란 회사가 자본을 확충하기 위해 발행하는 채권으로 일정 조건이 충족되면 주식으로 전환되거나 손실을 상계하는 특징이 있으며, 대표적인 보험회사 자본성증권에는 후순위채권과 신종자본증권이 있다.

〈주식 및 보험회사 자본성증권 특징 비교<sup>14)</sup>〉

구 분	주식	신종자본증권	후순위채권
만기	영구	준영구(만기연장)	5년 이상
배당·이자	배당 자율	배당(이자) 재량*	이자 의무
리스크 정도	높음	중간	상대적으로 낮음

⊕ 예정사유 발생시  
보통주 전환 또는 상각조건 부여

↓

조건부 자본증권(신종, 후순위)

\* 보험회사가 배당 시기 및 규모 결정권 보유, 부실 금융기관지정·적기시정조치 해당시 배당지급 정지 등 재량권 보유

후순위채권은 발행회사 부도시 일반 채권보다 변제 순위가 낮고 만기가 통상 5년 이상으로 회계상 부채로 인식되어 K-ICS에서 보완자본으로 인정<sup>15)</sup>된다. 신종자본증권은 후순위채권보다 변제 순위가 낮고 만기가 보통 30년 이상으로 회계상 자본으로 인식되며 K-ICS에서 기본자본으로 인정<sup>16)</sup>된다.

〈참고〉 자본성증권의 가용자본 분류 및 인정한도

- ▶ K-ICS 제도에서 자본성증권은 '조건부 요건' 여부(조건부 또는 비조건부)와 상관없이 일정 한도로 기본자본 또는 보완자본으로 인정되고 있음
- ▶ 특히, 조건부 신종자본증권은 비조건부 대비 요구자본의 5% 만큼 추가로 기본자본으로 인정

구 분	자본성증권	가용자본 분류	
은행업권	조건부	신종자본증권	▶ 기타 기본자본
		후순위채권	▶ 보완자본
	기존 (비조건부)	신종자본증권	▶ 가용자본으로 불인정
		후순위채권	▶ 가용자본으로 불인정
보험업권 (K-ICS)	조건부	신종자본증권	▶ 기본자본(요구자본의 15% 한도*)
		후순위채권	▶ 보완자본(요구자본의 50% 한도)
	기존 (비조건부)	신종자본증권	▶ 기본자본(요구자본의 10% 한도*)
		후순위채권	▶ 보완자본(요구자본의 50% 한도)

\* 보통주를 제외한 나머지 자본증권(신종자본증권, 우선주 등)에 대한 인정한도

14) 자료: 금융감독원(2022), 『보험회사 新지급여력제도 해설서』

15) 후순위채권 등을 포함한 보완자본의 인정한도는 총요구자본의 50%

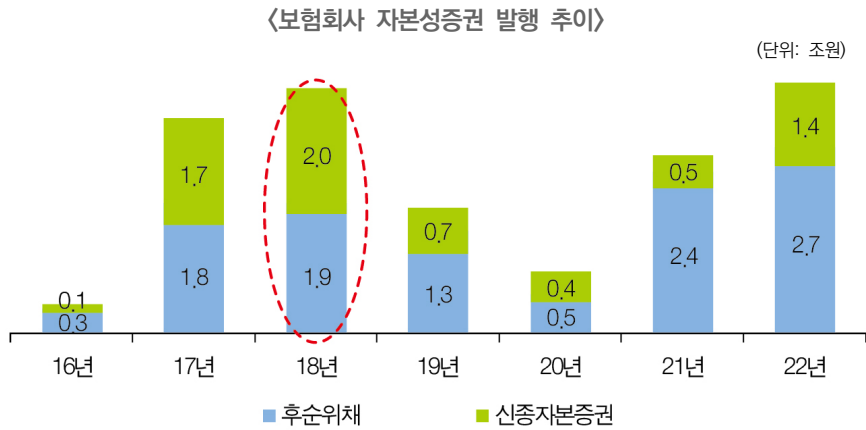
16) 신종자본증권 등 기본자본 자본성증권의 인정한도는 총 요구자본의 10%(10%를 초과하는 자본증권이 조건부자본증권인 경우 15%로 상향 조정)



2017년 금융당국은 보험회사가 재무건전성 기준 충족 또는 적절한 유동성 유지 목적으로 자본성증권(RBC 제도상 가용자본으로 인정)을 발행할 수 있도록 허용하였다. 이후 보험회사는 자본성증권을 자본확충 수단으로 적극 활용하여 왔다.

2022년 보험회사 자본성증권 발행 규모는 약 4조 1천억원(후순위채권 2조 7천억원, 신증자본증권 1조 4천억원)을 기록했으며, 최근 2년간(2021년~2022년)은 연평균 219%(후순위채권 282%, 신증자본증권 189%)의 자본성증권 발행 증가율을 보였다.

한편, 통상 자본성증권에 추가된 조기상환 옵션은 5년마다 행사시점이 존재하므로, 2022년부터 본격적으로 조기상환 옵션 행사시기가 도래하고 있다.



주: 외화채의 경우 발행당시 환율로 원화 환산  
 자료: 한국예탁결제원, 각 사 사업보고서

2022년 자본성증권 발행 규모는 생명보험 2.1조원 및 손해보험 1.9조원으로 나타나는 등 생명보험 및 손해보험 업권간 자본성증권 활용도 측면에서 유의미한 차이는 보이지 않았다.

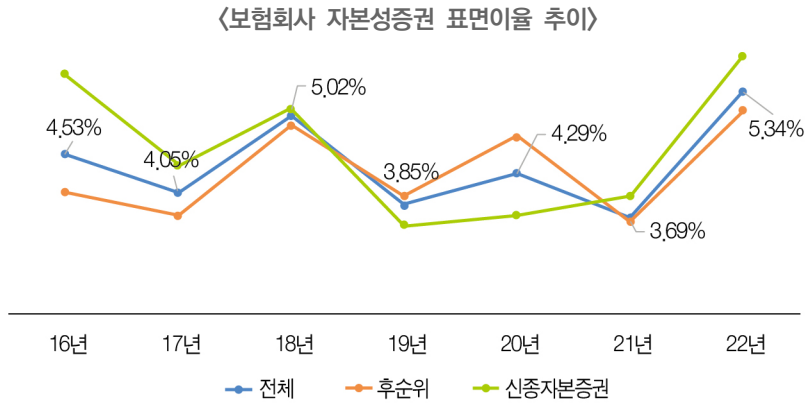
**<생명 및 손해보험 자본성증권 발행 규모 비교>**

(단위: 조원)

구분	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년
생보	0.0	2.3	2.6	1.1	0.5	1.2	2.1
손보	0.4	1.1	1.3	0.9	0.5	1.6	1.9

주: 외화채의 경우 발행당시 환율로 원화 환산  
 자료: 한국예탁결제원

한편, 2022년 보험회사 자본성증권의 표면이율은 평균 5.34%(채권 발행금액 가중평균)로 나타났으며, 최근 몇 년간 표면이율 수준에 특별한 추세는 보이지 않았다. 다만, 표면이율은 회사의 신용등급과 밀접한 관계가 있으므로 신용등급 정보가 있어야만 실질적인 비교와 분석이 가능할 것으로 보인다.



주: 표면이율은 채권별 발행금액으로 가중평균함

## IV. 자본성증권 관련 리스크 요인 분석

### 1. 제도강화로 인한 자본성증권 투자 선호도 감소 리스크

K-ICS 시행과 함께 강화된 자본성증권의 가용자본 인정요건은 은행 등 타업권과 같이 보험회사 자본성증권 시장의 국제적 적합성을 높이고 건전하게 발전해 나가는 과정이라고 판단된다. 하지만, 이러한 강화된 요건이 보험회사의 자본성증권 발행에는 리스크 요인으로 작용할 수 있다. K-ICS는 보험회사 부실이 발생할 경우 발행한 자본성증권이 손실흡수에 실질적으로 사용될 수 있도록 지속성, 후순위성, 기타제한의 부재 등의 가용자본 인정요건을 강화하였다. 이에 따라, K-ICS 시행 이후 발행하는 자본성증권에 상법상 배당가능이익 한도 내에서 배당을 지급하도록 하고, 보험회사가 배당 지급에 대한 완전한 재량권을 갖도록 하는 등 강화된 가용자본 인정요건을 발행조건에 반영하여 발행할 경우, 보험회사가 발행한 자본성증권의 투자 선호도가 감소할 수 있다.

특히, 기존 RBC에서는 신종자본증권 배당지급의 상향조정(Step-up)은 발행 후 10년 경과

후 1회에 한하여 허용하고 있었으나, K-ICS에서는 신종자본증권 발행시 금리 상향조건 조항이 있는 경우 기본자본으로 인정하지 않는다. 이러한 금리 상향조건 조항이 있다면 해당 증권의 상환을 촉진하는 유인이 존재하는 것으로 보아 기본자본 인정요건 중 높은 지속성을 충족하기 어렵기 때문이다.

일반적으로 국내 보험회사가 발행한 신종자본증권은 만기가 없거나 30년이지만 조기상환 옵션이 부가되어 발행되며, 투자자들은 시장 관행상 만기 이전에 조기상환 될 것을 기대하며 투자하고 있다. 하지만, 금리 상향조건 조항이 없는 신종자본증권의 경우, 투자자는 해당 자본성증권이 조기상환될지 여부가 불확실하다고 생각하여 투자 선호도가 낮아질 수 있다.

또한, 보험회사가 발행하는 자본성증권의 조기상환 옵션을 행사하는 것이 관행 또는 관례인 현재 상황에서 보험회사가 투자자에게 적극적으로 조기상환 옵션 행사를 안내하거나 문서로 제공하는 경우 “투자자의 기대를 유발<sup>17)</sup>”하는 것으로 해석될 소지가 있으며, 해당 자본성증권이 가용자본으로 인정받지 못할 것으로 판단된다. 이처럼, 보험회사가 투자자에게 조기상환 옵션을 행사한다는 사실 또는 정보를 제공하는 경우 해당 자본성증권이 K-ICS 상 가용자본으로 인정받지 못할 위험을 내포하고 있으므로, 보험회사는 자본성증권 발행 전에 감독당국 문의 등 충분한 검토를 통해 동 위험을 사전 차단해야 할 것이다.

신종자본증권의 배당을 상법상 배당가능이익 한도 내에서 지급하도록 한 것도 주요한 제도 강화 중 하나이다. 상법상 배당가능이익 산정 시 미실현이익과 미실현손실을 상계하는 것을 금지하고, 보험계약서비스마진(CSM) 등의 미실현이익을 공제하고 있다.

이에 따라, 신종자본증권에 투자한 투자자 입장에서는 자본성증권을 발행한 보험회사가 충분한 배당가능이익이 발생 가능한지 확인하고 투자해야 하는 상황이다. 최악의 경우, 배당 여력이 없는 보험회사가 발행한 신종자본증권은 배당을 못 받는 사태가 발생할 수 있다. 배당이 불확실한 보험회사의 신종자본증권에 대한 투자가 이전보다 위축될 수 있는 이유이다.

〈투자자 입장에서 불리하게 변경된 자본성증권 주요 발행조건〉

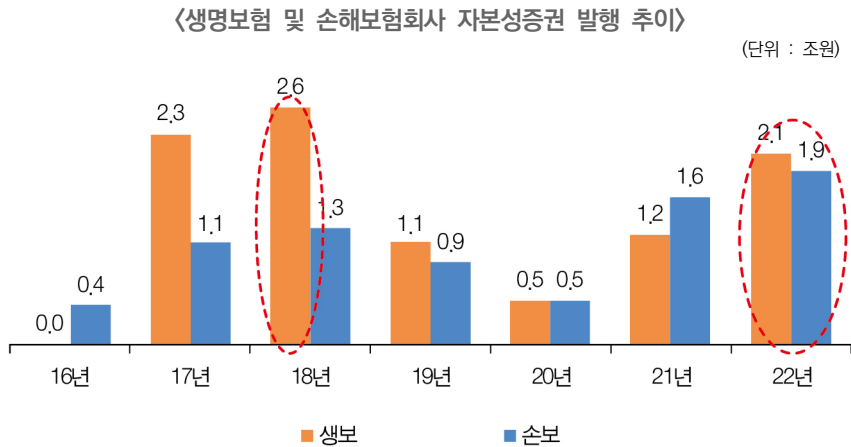
구 분	기존(RBC 下)	현행(K-ICS 下)
금리상향 조건(Step-up) 제공시	기본자본 인정 가능	기본자본 인정 불가
투자자의 중도상환 기대 유발시	가용자본 인정 가능	가용자본 인정 불가
배당 지급의 한도	관련조항 없음	상법상 배당가능이익 한도 내에서 배당 지급

17) 투자자의 기대를 유발하는 경우, 가용자본 인정요건(보험업감독업무시행세칙 별표22) 중 지속성을 미충족

또한, 보험회사가 K-ICS 시행 전 발행한 자본성증권의 경우, 10년간 가용자본으로 인정해주는 경과조치를 적용받게 된다. 하지만, 기발행된 자본성증권이 만기 또는 상환될 경우 보험회사는 기존 RBC보다 강화된 가용자본 인정기준에 따라 차환 발행해야 하는 부담이 생기게 된다. 즉, 보험회사가 기존보다 손실흡수성이 우수한 자본성증권을 발행한다는 것은 투자자 입장에서 기존보다 매력적이지 않은 발행조건을 제시받는다고 볼 수 있으므로, 신규 발행과는 별도로 차환 발행 시에도 보험회사가 적절한 투자처를 찾기 어려운 요인으로 작용할 수 있다.

## 2. 상환물량 집중 리스크

K-ICS 제도 도입 준비 및 재무건전성 제고 등의 목적으로 보험회사들이 2018년에 발행한 약 3.9조원(생명보험회사 2.6조원, 손해보험회사 1.3조원)의 자본성증권이 5년 후 상환 가정 시 2023년에 시장에 나올 것으로 예상된다. 또한, K-ICS 도입 직전인 2022년에 집중적으로 발행된 약 4조원(생명보험회사 2.1조원, 손해보험회사 1.9조원)의 자본성증권 물량은 2027년에 시장에 본격적으로 나올 것으로 예상된다.



이와 같은 자본성증권의 발행물량과 잔액을 토대로 기발행된 자본성증권의 만기상환과 조기상환을 감안하여 향후 만기도래 물량을 예상해 보면, 2023년에만 약 4.6조원<sup>18)</sup>의 상환 물량이 집중되어 있을 것으로 추정된다.

18) 한국신용평가(2022.11), 『흥국생명보험(주) 의 외화 신종자본증권 콜옵션 미행사→행사 변경 결정』

국내 자본성증권 발행시장은 일부 신용도가 낮은 보험회사나 경제 불확실성이 커지는 시기에는 자본성증권이 전량 매각되지 않거나, 규모를 축소발행하는 등 흥행에 실패하는 사례들이 종종 나타나곤 한다. 이렇듯 국내 자본성증권에 대한 시장수요가 제한적인 상황에서 업계의 자본성증권 발행수요까지 집중될 경우 발행물량이 시장에서 전량 소화되기 어려울 수 있으며, 건전성이 우려되는 보험회사의 경우 상대적으로 발행 필요성이 시급함에도 불구하고 발행 자체를 실패할 가능성도 있다.

다만, 2023년 자본성증권 만기도래 물량의 20% 이상을 한화생명보험이 점유(외화 신종자본증권)하고 있으며, 2023년 4월 23일 차환 발행없이 조기상환했다고 한화생명보험은 밝혔다.<sup>19)</sup> 따라서 2023년 발행금리 및 소화 물량에 미치는 영향은 4.6조원 보다는 다소 완화될 것으로 예상되지만, 여전히 약 3.6조원에 가까운 물량이 집중되어 있어 발행시장에 부담으로 작용할 것으로 보인다.

정리해보면, 보험회사 자본성증권의 상환물량이 집중되는 시기에는 발행금리가 급등하거나 시장에서의 소화가 어려운 리스크가 존재하므로, 선제적인 검토와 함께 대안적인 자본확충 방안을 마련하는 것도 필요하다.

### 3. 시장 불확실성 리스크

2022년말 미국 실리콘밸리은행(이하 SVB)의 파산에서 시작된 금융시장의 불확실성은 스위스의 크레디트스위스(이하 CS)까지 영향을 미쳤다. 특히, 금융시장 붕괴를 막기위해 스위스 최대 은행인 UBS가 CS를 인수하는 과정에서 160억 스위스 프랑(한화 약 22조 6,179억원) 규모의 신종자본증권(AT1<sup>20)</sup>)이 상각 처리됐다. 22조원에 달하는 신종자본증권이 하루아침에 휴지조각이 된 것이다.<sup>21)</sup> 신종자본증권은 금융회사의 건전성에 문제가 발생했을 때 상각하거나 보통주로 전환하기 위해 발행한 것이므로, 그 목적에 부합하게 상각 처리됐다고 볼 수 있다.

하지만, 신종자본증권이 상각된 사례를 통해 자본성증권 발행 및 유통시장에서의 투자가 위축되고 나아가 신규 발행에도 악영향을 미칠 수 있을 것이다. 실제로 CS 사례의 여파로 자본성증권 보유 리스크가 부각되자 2023년 3월 신종자본증권의 유통 가격이 해외뿐만 아니라 국내에서도 하락한 바 있다. 다만, 상각처리된 CS의 AT1이나 동 사태 영향으로 가격이 하락한 국내 은행 AT1과 달리 기존에 발행된 국내 보험회사 신종자본증권은 상각·전환형 증권이

19) 아주경제(2023.4), 『한화생명·메리츠화재, 이달 콜옵션 이행 완료』

20) AT1(Additional Tier1): 유럽 은행감독당국(European Banking Authority, EBA)이 정한 자본 요구 사항 중 Tier1 자본으로, 은행이 재무적 위기 상황에서도 손실을 감내할 수 있는 유통성을 확보하기 위해 발행한 자본증권

21) 매일경제(2023.3), 『23조원 CS 채권 휴지조각 됐다. 유럽 코코본드 날벼락』

아닌 점을 유의할 필요가 있다.

〈신한금융지주 및 하나은행 신종자본증권(AT1) 가격 변동 추이〉

(단위: 센트)

발행사	YTC(Yield to Call)		
	2023/3/1	2023/3/17	2023/3/20
신한금융지주	86.150	83.923	83.813
하나은행	88.230	85.338	84.691

자료: the bell(2023.3.24), 「신종자본증권 리스크 '급부상', 은행 자본보충 '비상」

이와 같이, 자본성증권은 외부 요인에 의해서 보험회사가 원하는 시기에 원하는 만큼 발행이 어려울 수 있는 리스크를 내포하고 있다. CS 사례가 극단적인 예시라고 볼 수 있으나, 이미 현재 시장에서 발생한 사건이라는 점과 글로벌 금융시장의 혼란과 불안이 당분간 더 지속될 수 있다는 점에서 보험업계도 관련 위험을 인지할 필요가 있다.

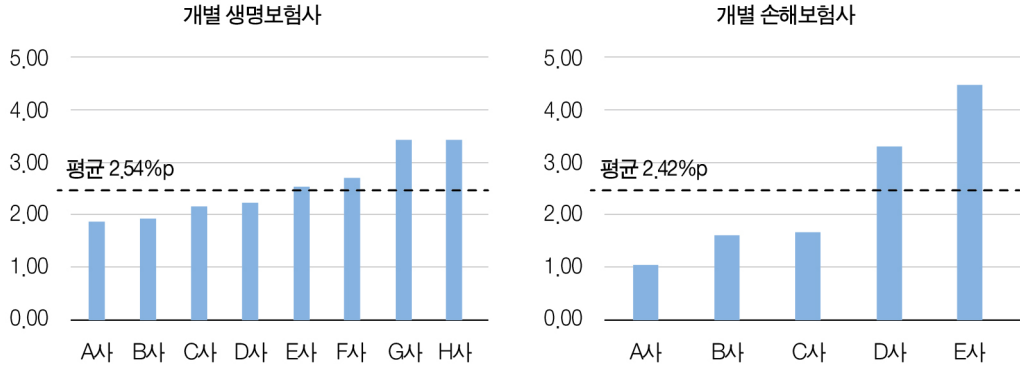
#### 4. 수익성 하락 리스크

자본성증권 발행 등 외부 자본의 조달은 보험회사의 자본 구성 최적화에는 도움을 줄 수 있지만, 자본 조달비용 관리에는 어려움이 있을 수 있다. 즉, 보험회사가 자본성증권 발행에 의존하는 정도가 심한 경우, 높은 발행금리로 인한 수익성 하락 리스크가 발생할 수 있다.

2022년 회사별 금리차(2022년 발행 자본성증권 표면이율-운용자산이익률)를 살펴보면, 자본성증권 발행금리는 자사 운용자산이익률보다 평균적으로 2.5%p 정도 더 높았고, 4%p 더 높게 발행금리를 제공한 회사도 있는 것으로 나타났다. 생손보사 비교시, 생보사(2.54%p)의 금리차가 손보사(2.42%p)보다 평균적으로 높았으나, 금리차가 최대인 경우는 손보사로 나타나 생손보간 유의미한 차이가 존재한다고 보기는 어렵다.

〈2022년 발행 자본성증권의 금리차(표면이율-운용자산이익률) 수준〉

(단위: %p)

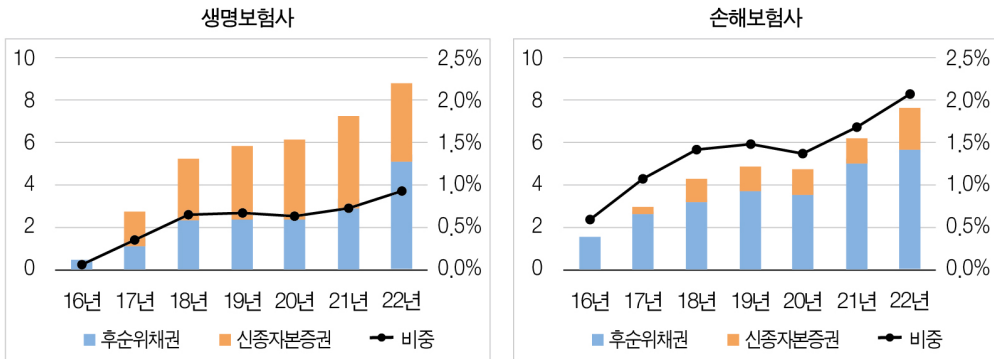


주: 표면이율은 2022년 발행된 자본성증권 기준, 자료: 한국예탁결제원, 각 사 경영공시

상기에서 단순히 높은 발행금리 제공만으로 수익성을 판단할 수는 없고 투자손익 중 자본성증권이 미치는 영향을 파악해야만 정확한 분석이 가능한 한계가 존재하지만, 자본성증권의 의존도(비중)가 높아지고 있다는 점에서 보험회사의 수익성 하락에 대한 우려는 더욱 커지고 있는 것은 사실이다. 또한, 보험회사의 운용자산이익률은 시장 상황 및 투자 실적에 따라 변동하지만, 자본성증권의 높은 발행금리는 최소 5년 이상 확정적으로 지급되고, 10년 경과시 해당 금리의 상향이 가능한 조건(Step-up)이 부과된 경우도 있어 그 부담이 대칭적이지 않다는 문제도 있다.

〈자본성증권 잔액 및 비중 추이〉

(단위: 조원, %)



주: 비중은 총자산에서 자본성증권이 차지하는 비중임  
 자료: 각 사 업무보고서

요약하면, 수익 대비 자본성증권 이자부담이 과도하면 이익의 내부유보 금액 또는 효과가 하락하여 재무건전성 하락 및 자본확충 여력 저하가 우려되므로, 보험회사는 증자 등 전통적 방식의 자본확충뿐만 아니라 공동재보험 등 부채조정을 통한 다양한 자본관리 방안도 검토할 필요가 있다.

## V. 금융정책·감독 관점의 대응방향 및 시사점

현재, 보험업계는 3중고에 직면해 있다. 새로운 회계 및 건전성 제도가 도입된 것과 동시에 은행에서 시작된 불안한 경제 상황이 부동산 PF로까지 번져가는 조짐을 보이고 있고, 2023년에만 보험업권에서 약 4.6조원의 상환 또는 만기가 예상되어 있다. 일반적으로 보험회사는 자본성증권을 조기 상환하고, 새로운 자본증권을 발행하여 상환에 필요한 자금을 충당한다. 그러나 최근 채권 금리 상승과 미국의 SVB 사태 등의 영향으로 자본성증권에 대한 투자심리가 위축되어 보험회사의 자금조달 여건 악화가 우려된다. 다행히도, 스위스의 CS와 같은 자본성증권 상각 사태가 국내에서까지 발생할 가능성은 낮아 보인다는 것이다.

일반적으로 국내 금융회사의 신종자본증권은 만기가 없거나 30년이지만 5년 경과 후 해당 금융회사가 조기상환 옵션을 행사할 수 있도록 발행된다. 명목상 신종자본증권을 발행한 금융회사가 5년 경과 후 조기상환 여부를 임의로 결정할 수 있음에도 불구하고, 투자자는 관행적으로 최초 조기상환 도래 시점을 해당 증권의 실질적인 만기로 인식하고 있다.

보험회사가 조기상환 옵션을 미행사할 경우, 해당 보험회사의 재무건전성에 대한 부정적 신호로 작용하여 평판이 훼손되거나 신용등급이 하락할 수 있고 나아가 국내 자본시장 불안으로까지 이어질 수 있는 우려가 있기 때문에, 보험회사는 조기상환 옵션을 행사할 수밖에 없는 상황이다. 하지만, 조기상환을 하는 것이 보험회사에게 불리한 것만은 아니다. 보험회사 입장에서 금리가 하락하는 시기에는 기발행된 신종자본증권을 조기상환하고 새로이 차환 발행하는 것이 자금조달 비용을 절감시키는 방법이기 때문이다. 다만, 금리 상승기에는 차환 발행의 이점이 없으므로 중도상환권을 미행사하고자 하는 유인이 있음에도, 위에 언급한 시장 관행에 따라 옵션행사 여부를 보험회사가 결정하기 어렵다. 이러한 투자 관행이 맞물려, 국내 자본성증권의 발행은 수익성이나 재무건전성이 취약한 보험회사가 단기적으로 가용자본을 확충하기 위한 수단으로 사용되고 있는 것이 현실이다.

이러한 실무 관행 속에서 보험회사가 안정적인 재무건전성을 유지하기 위해서는 자본성증



권에 대한 보다 근본적인 고민이 필요해 보인다. 자본성증권의 본래 발행 취지에 맞게 손실 흡수에 지속적으로 이용될 수 있도록 업계와 투자자들의 노력이 함께 이루어져야 할 것이다. 즉, 보험회사가 자본성증권에서 우려되는 가장 큰 리스크인 차환리스크를 해소하기 위한 방법들을 검토해 보아야 할 시점이라고 생각된다.

먼저, 보험업계 및 감독당국은 보험회사 자본성증권의 조기상환 옵션이 반드시 행사되어야 하는 시장 관행에 대해 고민할 필요가 있다. 보험회사가 자본성증권 발행시 조기상환 옵션이 미행사될 가능성을 포함하여 발행비용을 책정하도록 유도하는 것도 하나의 방안일 것이다. 즉, 자본성증권의 조기상환 여부를 보험회사가 스스로 선택할 수 있는 환경을 감독당국 차원에서 조성할 필요가 있다. 당연히 보험회사의 노력이 우선되어야 하지만 채권시장에서의 보험회사 위치를 고려해 볼 때 감독당국의 도움 및 역할도 중요하기 때문이다.

구체적으로, 보험회사는 시장참여자들과 투자자들에게 조기상환 옵션이 미행사될 수 있음을 사전에 충분히 설명하고 이해와 공감을 유도하는 한편, 감독당국도 현행 제도상 가용자본으로 인정받기 위한 자본성증권의 경우 보도자료, 세미나 등을 통해 조기상환 옵션이 관행적으로 행사되지 않는다는 사실을 지속적으로 정보로 제공함으로써 시장 안정을 지원할 필요가 있다.

또한, 보험회사가 조기상환 옵션을 미행사할 가능성을 자본성증권 가격에 반영한다면, 금융당국 입장에서도 보험회사의 과도한 위험추구 행위를 방지하고 건전한 경영을 유도하는 측면이 있으며 시장규율을 강화하는 하나의 방안이 될 수 있을 것이다.

둘째, 감독당국은 보험회사의 자본성증권의 조기상환 옵션 행사 여부에 따른 회사의 경영 실적, 보험금 지급능력 및 유동성 등에 어떠한 영향이 있는지를 사전에 점검할 필요가 있다. 만약 보험회사가 조기상환 옵션 미행사를 결정하였다면, 감독당국은 회사의 재무건전성에 문제가 없을 경우 투자자들에게 보험회사의 자금상황 및 차환 발행 여건 등을 종합적으로 고려하여 조기상환 옵션 미행사를 결정한 것임을 사전 확인 및 안내함으로써 투자 시장에 미치는 영향을 최소화할 수 있을 것이다.

이러한 여건이 마련된다면, 투자자에게는 고수익의 안정적인 장기투자 포트폴리오 구성에 도움이 되며, 보험회사에게는 자본성증권 차환리스크에서 벗어나 장기적 관점의 경영 전략 및 계획 마련에 집중할 수 있는 토대가 마련될 것으로 판단된다.

한편, 보험회사는 새로운 지급여력제도의 시행, 글로벌 금융시장의 불확실성 확대 등에 대비하기 위해 자본유출 방지 및 자본확충 전략이 필요하다. 하지만, 금융업권의 평균 배당성향보다 보험업권이 더 낮은 상황에서, 추가적으로 배당을 낮춰 사외유출을 줄이는 전략은 기대하기 어려운 실정이며, 실현가능성과는 논외로 이익잉여금 확대를 통한 자본확충 전략은 단기적으로 제한적일 수밖에 없다. 이에, 자본관리를 위한 하나의 수단으로서 자본성증권의 활

용은 중장기적인 계획 및 관리정책을 수립하고 실제로 이행하려는 노력이 무엇보다 중요하다.

마지막으로, 보험회사가 새로운 제도에 성공적으로 적응하기 위해서는 현재 상황 뿐만 아니라 미래에 직면할 환경을 종합적으로 예측 및 대응할 수 있는 리스크 관리 전략이 필요하며, 감독당국은 원칙중심과 유연한 관리·감독을 균형있게 지원함으로써 보험업권의 건전한 발전을 도모할 수 있을 것이다.

### ■ 참고문헌 및 참고자료

- [1] 보험연구원(2015), 『재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리』
- [2] 금융위원회(2022), 『보험업권의 새로운 국제회계기준(IFRS17) 도입에 필요한 법령 개정사항을 '23년 1월 1일부터 시행합니다.』
- [3] 금융감독원(2022), 『보험회사의 시가평가 기반 지급여력제도 시행 예정』
- [4] 금융감독원(2022), 『보험회사 新지급여력제도 해설서』
- [5] 금융감독원(2023), 『K-ICS와 RBC의 자본증권 가용자본 인정요건 비교표』
- [6] 한국신용평가(2022), 『흥국생명보험(주)의 외화 신종자본증권 콜옵션 미행사 → 행사 변경 결정』