



보험회사의 책임준비금과 자본구조

임준환 선임연구위원, 마지혜 연구원

보험회사는 자금조달원으로 주로 책임준비금에 의존하고 있음. 전통적인 모디글리아니-밀러이론은 보험회사의 이러한 자금조달 구조의 특징을 일관되게 설명할 수 없음. 동 이론에 따르면, 보험회사의 가치는 자금조달 구조와 무관하여 자금조달원이 책임준비금으로 구성될 필요가 없음을 시사함. 보험회사는 위험공유 급부 제공이라는 책임준비금을 통해 보험회사의 가치를 높이고 보험금 지급에 대한 신뢰수준을 높이기 위해 잉여자금(자산-책임준비금)을 최소 수준으로 유지하고자 함. 따라서 전통적인 모디글리아니-밀러이론은 보험회사의 잉여자금 재원조달방식-주식자본, 금융채발행-을 결정하는 데만 적용될 수 있음.

■ 전통적인 모디글리아니-밀러 자본구조 이론(이하 ‘MM이론’¹⁾)으로는 보험회사의 자금조달 행태를 일관성 있게 설명하지 못한다는 비판이 제기되고 있음.

- MM이론은 회사의 사업전략이 주어진 경우 이상적인 조건하에서 회사 가치는 재무전략(자금조달) 방식 또는 자본구조와는 무관하다고 주장하고 있음.
 - 보험회사의 자금조달 방식으로 주식, 채권, 책임준비금 발행 등 세 가지가 있는데 책임준비금이란 보험계약자에 대한 보험회사 부채계약의 가치를 말함.
- 그러나 현실에서 보험회사의 자본구조는 책임준비금에 전적으로 의존하고 있는데, MM이론이 이러한 사실을 일관되게 설명하지 못하고 있음.
 - 책임준비금이 금융채무와 동일하다고 보면 MM이론으로는 이런 현상을 어느 정도 설명할 수 있

1) 예컨대, 연간 현금흐름이 1조 원이고 자본의 가중평균비용(WACC)이 10%(20%)인 보험회사가 있다면, 동 회사의 가치는 10(5)조 원이라고 할 수 있음. MM이론에 따르면 보험회사의 가치는 WACC에 의해 결정되고 WACC는 자본구조(capital structure)와는 무관하다고 할 수 있음. 예컨대, A 보험회사의 주식자본이 10조 원이고 관련 주식자본 비용이 10%이며 채권발행금액은 6조 원이고 관련 채권조달비용이 8%이라고 하는 경우(편의상 세금은 없다고 가정함), 가중 평균 자본비용은 $9.25\% = (10 \times 0.1 + 6 \times 0.08) / 16$ 가 됨. 반면 B 보험회사는 동일한 위험프로파일을 갖고 있지만 9조 원의 주식발행과 7조 원의 채권발행을 갖고 있다고 하면, B 보험회사는 A 보험회사에 비해 높은 레버리지를 갖고 있어 A 보험회사의 주식 자본비용과 채권 자본비용에 비해 높다고 하더라도 MM이론에 따르면 B의 가중 평균 자본비용은 9.25%가 되어야 함을 시사함. B 보험회사의 주식 자본 비용은 10.125%, 채권 자본비용은 8.125%가 되어 보다 저렴한 채권으로 보다 많은 자본을 조달하게 되어 결국은 B의 가중 평균 자본비용이 9.25%가 될 수밖에 없음을 시사하기 때문임.

으나 책임준비금 자체가 이익을 창출할 수 있는 부채계약(우발성)이라는 점에서 단순히 금융채무로 볼 수 없음.

- 따라서 전통적인 MM이론으로 보험회사의 최적 자본구조행태를 설명하는데 한계가 있음.

■ 보험회사의 자본구조에 관한 선행 연구는 패킹오더(pecking order) 가설을 보완하여 주식과 책임준비금 간의 선택을 설명하는데 집중하고 있음.²⁾

- 패킹오더 가설은 자금조달방식-사내 유보자금, 채무 발행, 그리고 주식 발행-에 우선순위가 있다는 가설로 경영자는 정보 비대칭성을 이용하여 외부자금조달(채무 또는 주식)방식을 선택하는 것임.
 - 경영자는 정보의 비대칭성을 최대한 활용하여 주주 가치를 극대화하는 방식으로 채무 또는 주식 발행을 결정한다는 가설임.
- Barnoff et al.(2008)는 생명보험회사의 경우 목표 자본을 주로 책임준비금으로 조달하고 자본구조를 동태적으로 재균형화(rebalancing)한다는 점을 실증적으로 입증함.
- 그러나 선행연구는 보험회사가 주로 주식과 책임준비금으로 자금을 조달한다는 설명에 집중하여 금융채 발행의 역할은 명확하게 조명하고 있지 않음.

■ 여기에서는 최근 Hulle Cynthia Van, et. al(2017)이 제시한 보험회사 책임준비금의 역할과 자본구조 선택에 관한 모형을 소개함.

- 본 모형에서는 보험회사의 고유한 역할-위험회피적 보험계약자에게 위험공유 급부를 제공하는 기능-을 강조함(이러한 기능을 보험중개(insurance intermediation)라 함).
- 위험공유 급부 제공기능이란 보험회사가 계약자의 개별 고유 위험들을 인수하여 위험공유를 통해 보험사건에 대비하여 계약자의 소비를 평활화하는 서비스를 제공하는 것임.³⁾
- 만일 보험회사가 없다면 보험계약자는 고유 위험을 보험회사를 제외한 다른 시장으로 이전시킬 수 없음.

■ 보험회사의 고유 역할-위험공유 급부 제공-을 명시적으로 고려함으로써 동 모형은 보험회사의 자본구조 선택에 관한 이론적 결과를 도출함.

- 보험회사는 사회적으로 바람직한 위험공유 급부를 제공하기 위해 책임준비금을 적립함.

2) 이에 대한 상세한 논의를 위해서는 Barnoff et al.(2008), De Weert(2011), Dhanene et. al(2016)을 참조.

3) International Actuarial Association Risk Book(2017) 참조.

- 보험회사는 보험계약자가 위험공유 급부를 제공받기 위해 지불하고자 하는 보험료를 수취하고 이로부터 책임준비금을 적립함.
- 다음으로 책임준비금의 보완수단으로 보험금 지급에 대한 신뢰성을 높이기 위해 목표 지급여력을 설정하는데 이러한 목표 설정이 보험회사의 자본구조 선택의 핵심이라 할 수 있음.
 - 보험회사는 보험계약자를 위하여 파산 가능성을 최소화하는 수준으로 목표 지급여력을 설정함.
- 마지막으로 목표 지급여력이 주어진 경우 보험회사는 잉여자금(=자산-책임준비금)을 조달하기 위해 주식 또는 채권을 발행한다고 볼 수 있음.
 - MM이론은 잉여자금의 조달방식을 결정하는데 적용될 수 있음.

■ 동 모형은 보험회사 자본구조와 은행 자본구조 간의 차이점을 강조하고 있음.

- 은행의 경우 예금은 확정채무인데 반해 보험회사의 책임준비금은 우발성채무의 성격을 갖고 있음.
 - 보험회사는 보험포트폴리오의 미래 지출을 사전적으로 확실하게 고정시킬 수 없음.
- 보험계약자가 보험회사의 계약이행 의무를 중요하게 생각한다면 보험회사는 예상치 못한 손실을 흡수하기 위해 책임준비금 이외의 잉여자금이 필요함.
 - 그러나 책임준비금의 발행 능력을 극대화하기 위해서 보험회사는 최소한의 잉여자금을 이용함.

■ 마지막으로 보험회사의 자본구조는 다른 금융회사와 비교해 볼 때 복잡하기 때문에 감독자의 역할이 중요함.

- 감독자는 목표 지급여력 수준을 모니터링하고 잉여자금의 자금조달 방식이 보험회사의 손실흡수 능력에 주는 영향을 면밀히 검토할 필요가 있음.
 - 동 모형에 따르면 보험회사는 회사가치 극대화를 위해 목표 지급여력 설정과 손실흡수 능력 확대를 소홀히 할 수 있음.
- 감독자는 보험회사의 손실흡수 능력 보존을 위해서 금융채의 발행을 허용하고 있음. [kiri](#)

참고문헌

Albul, B., D. M., Jaffee and A. Tchistyi (2015), "Contingent Convertible Bonds and Capital Structure Decisions", mimeo.

- Baranoff, E.G. and T.W. Sager and T.Shively(2008), “Rebalancing Target Capital in the Financial Sector: The Case of Life Insurance”, McCombs Research Paper Series No. IROM-02-09.
- De Weet F.(2011). “Bank and Insurance Capital Management”, Wiley.
- Dhanene, J.,C. Van Hulle,G. Wuyts, F.Schoubben and W.Schoutens(2016). “Is the Capital Structure Logic of Corporate Finance Applicable to Insurers?”, Review and Analysis, *Journal of Economic Surveys*, 31(1): pp. 169~189.
- Froot K.A(2007), “Risk Management, Capital Budgeting, and Capital Structure Policy for Insurers and Reinsurers”, *Journal of Law and Insurance*, 74(2): pp. 273~299.
- Hulle Cynthia Van, Degryse, and Smedts, Kirsteien(2017), “Risk-sharing Benefits and the Capital Structure of Insurance Companies”, mimeo.
- Jari Niittuinperä(2017), “Policyholder Behaviour and Management Actions”, International Actuarial Association.