

부채시가평가제도와 생명보험회사의 자본관리

2017. 8

조영현 · 이해은

머 리 말

2021년 시행 예정된 IFRS 17과 신지급여력제도(K-ICS)에 대한 선제적 자본관리 방안을 마련하고 실행하는 것은 최근 수년 간 생명보험회사에게 가장 중요한 이슈였다고 할 수 있다. 부채시가평가 시행에 의한 자본감소나 자본변동성 확대에 적절히 대응하지 못하는 회사는 향후 생존 자체가 어려울 수도 있기 때문이다. 부채시가평가제도의 안정적 시행 및 정착은 금융당국에게도 중차대한 문제이며, 이를 위해 금융당국은 제도 변화에 의한 자본 요구가 생명보험산업이 감당할 수 있는 자본관리 여력을 넘지 않도록 세부안 및 보완책을 마련할 필요가 있다.

그러나 이러한 중요성에도 불구하고 생명보험회사의 자본관리에 대한 연구는 미진한 상황이다. 본 보고서는 생명보험회사의 자본관리 현안 및 대응여력을 분석하였다. 특히, 생명보험회사의 자본관리 여력을 종합적으로 분석하였기에 생명보험회사뿐만 아니라 감독당국에도 의미 있는 시사점을 줄 것으로 기대한다.

아무쪼록 본 보고서의 논의가 부채시가평가제도의 안정적 시행과 정착에 기여할 수 있기를 바란다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 우리 원의 공식적인 의견이 아님을 밝혀둔다.

2017년 8월
보 험 연 구 원
원장 한 기 정

■ 목차

요약 / 1

I. 서론 / 14

II. 부채시가평가제도 시행과 자본관리 / 17

1. 보험회사의 자본구성 / 17
2. 부채시가평가제도 시행의 영향 / 19
3. 생명보험회사의 자본관리 방안 / 23

III. 자본확충 / 24

1. 자본확충 방법과 이슈 / 24
2. 생명보험회사의 자본확충 현황 / 28
3. 내부 자본확충 여력 / 30
4. 외부 자본확충 환경 / 40
5. 소결 / 47

IV. 자산부채관리(ALM) / 49

1. 생명보험회사의 ALM 현황 및 현안 / 50
2. 생명보험회사의 해외투자 및 리스크관리 현황 / 55

V. 결론 및 시사점 / 60

1. 자본확충 / 60
2. ALM / 64

| 참고문헌 | / 66

■ 표 차례

- 〈표 Ⅱ-1〉 회계기준 변화가 보험회사에 미치는 영향 / 20
- 〈표 Ⅲ-1〉 생명보험산업의 위험조정자본이익률(RAROC) 추정치 / 37
- 〈표 Ⅲ-2〉 생명보험산업의 위험손해율 / 38
- 〈표 Ⅲ-3〉 생명보험산업의 임직원 및 점포 현황 / 39
- 〈표 Ⅲ-4〉 금융회사 유상증자 예 / 41
- 〈표 Ⅲ-5〉 은행의 자본증권 발행 규모 / 43
- 〈표 Ⅲ-6〉 생명보험회사 후순위채 발행 현황 / 44
- 〈표 Ⅲ-7〉 은행의 후순위채(조건부) 발행 현황 / 45
- 〈표 Ⅳ-1〉 생명보험회사 보험부채 익스포저 현황 / 50
- 〈표 Ⅳ-2〉 기관투자자별 외화증권 투자 잔액 / 54
- 〈표 Ⅳ-3〉 보험회사의 외화증권 종류별 투자 잔액 / 57
- 〈표 Ⅴ-1〉 자본확충 필요성별 생명보험회사의 특징 / 61

■ 그림 차례

- 〈그림 Ⅱ-1〉 보험회사 자본의 분류 / 17
- 〈그림 Ⅱ-2〉 생명보험회사 재무회계 자본 구성 / 18
- 〈그림 Ⅱ-3〉 생명보험회사 가용자본 중 재무회계 자본 비중 / 18
- 〈그림 Ⅱ-4〉 부채시가평가제도 시행에 의한 보험회사 자본변화 / 21
- 〈그림 Ⅱ-5〉 부채시가평가제도 시행에 대응하는 자본관리 / 23
- 〈그림 Ⅲ-1〉 보험회사의 자본확충 방법과 주체 / 24
- 〈그림 Ⅲ-2〉 생명보험회사의 재무회계 자본 대비 LAT 결손금 비율 / 25
- 〈그림 Ⅲ-3〉 한미 금리 추이 / 27
- 〈그림 Ⅲ-4〉 금리상승 시나리오별 RBC비율 하락폭 / 28
- 〈그림 Ⅲ-5〉 생명보험회사의 재무회계 자본 규모 / 29
- 〈그림 Ⅲ-6〉 생명보험회사의 재무회계 자본 구성비 / 29
- 〈그림 Ⅲ-7〉 손해보험회사의 재무회계 자본 규모 / 30
- 〈그림 Ⅲ-8〉 손해보험회사의 재무회계 자본 구성비 / 30
- 〈그림 Ⅲ-9〉 생명보험산업 당기순이익 / 31
- 〈그림 Ⅲ-10〉 생명보험회사 이익 내부유보율(3년 평균) / 31
- 〈그림 Ⅲ-11〉 은행 이익 내부유보율 / 32
- 〈그림 Ⅲ-12〉 생명보험회사의 자본확충 필요성과 이익 내부유보율 / 33
- 〈그림 Ⅲ-13〉 생명보험회사 초회보험료 성장률 / 34
- 〈그림 Ⅲ-14〉 생명보험회사 신계약성장률과 ROE / 35
- 〈그림 Ⅲ-15〉 생명보험회사 보장성 신계약성장률과 ROE / 35
- 〈그림 Ⅲ-16〉 생명보험회사 내부 자본확충 여력과 자본확충 필요성 / 36
- 〈그림 Ⅲ-17〉 상장 생명보험회사 및 코스피의 PBR / 41
- 〈그림 Ⅲ-18〉 후순위채 보유 생명보험회사 특징 / 46
- 〈그림 Ⅳ-1〉 기준금리 및 국고채 10년물 금리 / 51
- 〈그림 Ⅳ-2〉 보험회사 금리역마진율 / 51
- 〈그림 Ⅳ-3〉 생명보험회사의 듀레이션 갭 / 52
- 〈그림 Ⅳ-4〉 생명보험회사의 듀레이션 갭과 자본확충 필요성 / 53
- 〈그림 Ⅳ-5〉 12개월 스왑레이트 / 55

■ 그림 차례

- 〈그림 IV-6〉 생명보험회사 일반계정 운용자산 / 56
- 〈그림 IV-7〉 대형 생명보험회사 외화유가증권 비중 / 57
- 〈그림 IV-8〉 생명보험회사별 외화유가증권 비중 / 57
- 〈그림 IV-9〉 대형 생명보험회사 자산 듀레이션 / 58
- 〈그림 IV-10〉 대형 생명보험회사 금리부부채 대비 금리부자산 / 58
- 〈그림 IV-11〉 대형 생명보험회사 위험가중자산 비율 / 59
- 〈그림 V-1〉 생명보험회사 ROE와 유상증자 / 64

A Study on the Capital Management Capacity of Korean Life Insurers

The decline in interest rates since the global financial crisis has reduced the real capital of many life insurers. This decrease in the real capital is not disclosed in the current accounting system, but in IFRS 17, which will take effect in 2021, the reduction in the real capital will be revealed through the market valuation of insurance liabilities. Also, the sensitivity of capital to interest rates of life insurers whose assets and liabilities are not well matched is expected to increase by the implementation of the insurance liability market valuation system (IFRS 17 and K-ICS). How to manage capital in response to the insurance liability market valuation system has become the most important issue for Korean life insurers.

This report analyzes the capacity of capital management of Korean life insurance companies. Diagnosing the capital management capacity of Korean life insurers can have important implications for the financial authority as well as life insurers. For the stable implementation of the insurance liability market valuation system, the financial authority needs to find complementary measures to ensure that capital requirements for regulatory change do not exceed the capital management capacity that the life insurance industry can afford.

The analysis shows that about 4 to 5 medium and large life insurance companies seem to have low capital management capacity. These companies are in the black, but their needs to raise capital are high, and the capital injection capacity of their controlling shareholders seems low. If they cannot cope with the impact of the insurance liability market valuation system, the stable implementation of the system will not be guaranteed. The financial authority needs to find ways to make soft landings of these companies.

요 약

I. 서론

- 생명보험회사는 저금리와 부채시가평가제도에 의한 자본감소에 선제적으로 대응할 필요가 있으며, 자본의 금리민감도를 줄이는 노력도 병행해야 하는 상황임
 - 글로벌 금융위기 이후 지속된 금리 하락으로 많은 생명보험회사의 실질 자본이 감소하였으나, 부채가 원가법으로 표시되는 현행 회계제도에서는 드러나지 않았음
 - 그러나 2021년 시행이 예정된 IFRS 17에서는 부채시가평가에 의해 고스란히 드러나게 됨
 - 또한, 부채시가평가제도 시행에 의해 자산-부채의 매칭이 잘 되지 않은 생명보험회사는 자본의 금리민감도가 확대될 것으로 예상됨
- 그 동안 부채시가평가제도 시행과 관련해서 도입의 영향이나 감독제도 운영방안 등에 대한 연구들이 진행되었으나, 자본관리에 관한 연구는 매우 적음
 - 오창수 · 박종각(2016)은 IFRS 17 도입에 따른 보험부채의 영향을 분석하였음
 - 김해식 · 조재린 · 이경아(2015), 오창수(2015) 등은 IFRS 17 도입에 따른 감독제도 운영방안에 대해 논의함
 - 자본관리 현안과 대응여력을 분석한 연구가 드문 것은, 아마도 연구가설을 직접적으로 검증할 수 있는 데이터의 확보가 어렵기 때문일 것임
- 본 보고서는 부채시가평가제도 시행과 관련된 생명보험회사의 자본관리 현안과 대응여력을 분석함
 - 이를 바탕으로 부채시가평가제도 시행까지 남은 3년여 기간 동안 현실적으로 가능한 자본관리 방안에 대한 시사점을 제공함

- 특히 회사별 내부 자본확충 여력 및 외부 자본확충 환경을 진단함으로써 현실적인 대응방안에 대한 시사점을 제공함
- 생명보험산업의 자본관리 여력을 진단하는 것은 감독당국에도 중요한 시사점을 제공할 수 있음

II. 부채시가평가제도 시행과 자본관리

1. 보험회사의 자본구성

- 보험회사의 자본은 재무회계(IFRS)상의 자본과 감독회계(RBC 지급여력제도)상의 가용자본으로 나눌 수 있음
 - 재무회계 자본은 영구적 가용성, 후순위성 등 자본의 질이 가장 높은 자본으로서 RBC 가용자본 중에는 기본자본에 속함
 - 생명보험회사의 재무회계 자본은 기본자본의 거의 대부분을 차지하고 있으며, 전체 가용자본 중에서도 85% 정도를 차지하므로 생명보험회사 자본의 핵심임

2. 부채시가평가제도 시행의 영향

- 부채시가평가제도가 시행되면, 생명보험회사는 부채증가로 인한 자본감소와 자본의 변동성 확대가 예상됨
 - 현행 제도에서 부채는 원가평가되는 반면, 자산만 시가평가(단, 만기보유증권 제외)되므로 금리하락 시 자산의 증가로 인해 자본이 증가하게 됨
 - 반면, 부채시가평가제도에서는 말 그대로 부채도 시가평가되므로 금리하락 시 자산뿐만 아니라 부채도 증가하게 되어 자본의 증가가 적거나 오히려 감소할 수 있음

- 또한, 많은 생명보험회사의 실제 듀레이션 갭이 큰 것으로 알려져 있기에 부채 시가평가제도 시행 시 자본변동성이 심화될 것으로 보임

■ 결국 부채시가평가제도 시행에 의해 생명보험회사 자본관리의 중요성은 더욱 커지게 됨

- 생명보험회사는 지급여력뿐만 아니라 상장요건 충족, 자본조달 측면에서도 자본의 규모를 적정수준으로 유지할 필요가 있음
- 생명보험회사는 부채시가평가제도 시행에 의한 자본감소와 자본변동성 확대에 적절하게 대응하는 것이 필요함

3. 생명보험회사의 자본관리 방안

■ 일반적으로 자본관리는 자본구조의 최적화를 통한 자본비용 극소화와 자본배분 최적화를 통한 자본이익률을 극대화함으로써 기업가치를 극대화하는 것을 지칭함

- 생명보험회사는 자본구조 최적화를 위해 후순위채 등 가용자본으로 인정되는 채권 발행을 고려할 수도 있음
- 자본배분 최적화를 위해서는 사업별 위험조정성과를 측정하여 위험대비 성과가 높은 사업에 더 많은 자본을 투입하고 성과가 낮은 사업은 구조조정할 필요가 있음
- 생명보험회사가 자본배분을 최적화하고 위험조정성과를 극대화하기 위해 이용할 수 있는 수단은 자산운용, 재보험 및 파생상품, 비용 및 세금 관리, 기타 리스크관리 기법 등 다양함

■ 본 연구에서는 다양한 자본관리 방안 중 자본확충과 자산부채관리(ALM)를 중심으로 논의함

Ⅲ. 자본확충

1. 자본확충 방법과 이슈

- 부채시가평가제도 시행과 관련하여 보험회사 자본확충에서 먼저 살펴볼 것은 생명보험회사들의 재무회계 자본확충 필요성이 얼마나 되는지임
 - 11개 생명보험회사는 재무회계 자본 대비 LAT 결손금 비율이 50%를 상회하여 IFRS 17 시행에 따른 자본확충의 필요성이 높은 것으로 보임
 - 반면 9개 회사는 동 비율이 10% 미만으로 IFRS 17 시행에 따른 자본감소 충격이 낮은 것으로 판단됨

- 부채시가평가제도 시행과 관련하여 보험회사 자본확충에서 제기되는 주요 이슈는 첫째, 보험회사의 내부 자본확충 여력이 충분한지 여부임
 - 이익의 내부유보나 신계약가치 제고는 외부 자본확충에 비해 선호되는 것이 일반적임
 - 또한, 내부 자본확충 여력은 회사의 외부 자본확충 여력과 정비례한다는 측면에서도 중요한 의미를 가짐
 - 즉, 내부 자본확충 여력은 외부 자본확충 여력도 상당부분 반영하는 지표로 볼 수 있음

- 또 다른 이슈는 보험회사의 외부 자본확충 환경이 대규모 자본조달에 적합한지 여부임
 - 만약 대규모 외부 자본확충이 어려운 환경이라면 보험회사는 내부 자본확충에 더욱 노력을 기울일 필요가 있기 때문임

- 보험회사의 자본확충 여력 및 외부 자본확충 환경을 정확히 파악하는 것은 금융당국에도 시사점을 줄 수 있음

- 금융당국은 개별 보험회사의 종합적인 자본확충 여력을 면밀히 파악하여, 신 지급여력제도 시행이 보험산업에 미칠 실질적 충격의 규모를 추정할 필요가 있음
- 또한, 최근 상승세인 시장 금리의 급등 시 단기적 자본부족을 겪을 수도 있는 회사를 파악하는 측면에서도 자본확충의 두 가지 이슈는 의의를 가짐

2. 생명보험회사의 자본확충 현황

- 그 동안 생명보험회사는 외부 자본확충보다는 이익 유보와 매도가능증권평가이익 등 내부 자본확충을 중심으로 재무회계 자본을 조달했음
 - 생명보험회사 재무회계 자본 중 가장 높은 비중을 차지하는 것은 이익잉여금으로 최근 42%를 기록함
 - 이익잉여금 못지않게 급격하게 증가한 것은 매도가능증권평가이익인데, 이는 글로벌 금융위기 이후 지속된 금리하락으로 인해 매도가능증권 계정의 채권가치가 상승했기 때문임

3. 내부 자본확충 여력

- 생명보험회사의 내부 자본확충 여력은 재무회계 자본의 경우 순이익 창출 능력과 이익의 내부유보율에 비례하며, 가용자본의 경우 신계약가치를 제고시키는 능력과 비례함
 - 아울러 사업 효율성을 개선시켜 성과를 제고하는 능력도 내부 자본확충 여력과 비례함
- 이익의 내부유보를 통해서 추가로 확충할 수 있는 자본은 제한적인 것으로 판단됨
 - 생명보험산업은 2015년까지 당기순이익이 증가하였으나, 2016년 당기순이익이 감소함

- 2016년 육류담보대출 충당금, 자살보험금 일부 지급, 변액보증준비금 적립 등 대규모 일회성 비용발생을 감안하더라도 당기순이익의 성장은 제한적일 것으로 보임
 - 또한, 자본확충 필요성이 높은 생명보험회사의 이익 내부유보율도 이미 높은 수준이어서 추가적인 내부유보율 인상도 제한적임
- 신계약가치 제고에 의한 가용자본 확충여력은 회사별 편차가 큼
- 11개사는 전체 초회보험료 성장률이 마이너스(-)인 반면, 6개 중소형 및 외국생보사는 50% 이상의 신계약성장률을 달성함
 - 단, 대다수 생명보험회사가 신계약가치가 높은 보장성보험의 성장률은 높은 수치를 달성함으로써 신계약가치 성장 둔화를 보완하고 있는 것으로 보임
- 내부 자본확충 여력을 종합적으로 살펴보면, 내부 자본확충을 일정수준 이상으로 실행할 수 있는 생명보험회사의 수는 제한적인 것으로 판단됨
- ROE가 5% 이상이면서 신계약성장률이 0% 이상인 생명보험회사는 총 23개사 중 8개사에 불과함
 - 이는 다수의 생명보험회사가 내부 자본확충만으로는 향후 부채시가평가에 따른 회사별 자본감소에 대응하기 어려울 수 있음을 의미함
- 한편, 내부 자본확충 여력은 사업의 효율화를 통해서도 제고될 수 있는데, 2013년 이후 생명보험회사의 사업효율성이 개선되고 있음
- 생명보험산업의 위험조정자본이익률(RAROC)은 2013년 9.7%에서 2016년 9월 13.6%(연율화)로 상승세이며, 특히 대형사와 외국사의 RAROC 증가가 두드러짐
 - 생명보험회사들의 최근 사업효율성 제고는 손해율 개선 등 질적 개선과 임직원·점포 감축을 통한 양적 개선을 병행한 결과로 판단됨

4. 외부 자본확충 환경

- 생명보험회사의 내부 자본확충 여력이 제한적이라는 것은, 외부 자본확충 여력 역시 제한적임을 의미함
 - 내부 자본확충 여력은 성장성과 수익성을 대표하기도 함. 성장성과 수익성이 낮은 회사는 외부 자본확충도 불리한 조건에서 할 수밖에 없음
 - 다만, 외부 자본확충 환경이 유리한 경우라면 자본확충 여력이 낮은 회사이더라도 비교적 어렵지 않게 자본조달을 할 수 있으므로 외부 자본확충 환경을 살펴볼 필요가 있음

- 먼저 유상증자를 통한 자본확충 환경을 보면, 상장 생명보험회사의 PBR이 최근 0.3~0.7 수준으로 낮아 대규모 유상증자가 녹록지 않음
 - 생명보험회사의 지배주주가 자금이 부족하여 제3자 배정으로 유상증자를 할 경우 많은 지분희석이 발생할 수밖에 없는 환경임
 - 최근 유상증자한 사례를 보더라도 보험회사의 경우 5,000억 원 이상의 대규모 유상증자 사례가 없으며, 2015년에 한 손해보험회사는 일부 실권주가 발생하기도 함

- 신종자본증권은 최근 한화생명이 5,000억 원 규모(30년 만기)의 발행에 성공하는 등 발행 여건이 양호한 편이나 적지 않은 직접 비용을 지불해야 함
 - 신종자본증권은 자금이 부족한 지배주주 입장에서는 지분희석이 일어나지 않으면서도 재무회계 자본을 확충할 수 있는 유일한 수단이라는 장점이 있음
 - 단, 은행의 경우 까다로운 조건에 의해 투자위험이 높은 신종자본증권의 국내 발행이 쉽지 않은 상황임

- 한편, 보완자본인 후순위채 발행은 최근 비교적 원활하게 이루어지고 있어 발행에 큰 어려움은 없을 것으로 보이나, 높은 비용을 지불해야 하는 단점이 있음

- 최근 규제를 다소 완화하여 지급여력비율이 150% 이하로 악화될 것이 예상되는 보험회사도 선제적으로 발행할 수 있게 되었지만, 이것이 평판효과로 작용하여 보다 불리한 조건으로 발행될 가능성이 있음
- 또한, 후순위채는 발행 후 5년을 초과하면 자본인정비율이 매년 20%씩 감소하므로 실질적인 자본비용이 급상승함

IV. 자산부채관리(ALM)

- 본 연구는 생명보험회사의 ALM 중 금리리스크 관리와 자산운용 측면에 집중하여 분석함
 - 생명보험회사의 ALM 현황을 정확하게 파악하기 위해서는 다양한 지표를 관찰할 필요가 있으나 현실적으로 회사별 다양한 지표를 관찰할 수 없음
 - 따라서 본고에서는 각 사별 경영공시에 있는 지급여력제도 기준 듀레이션을 중심으로 생명보험회사의 ALM 현황을 파악하고 관련 이슈를 분석함
 - 한편, ALM은 자산뿐만 아니라 부채의 구조를 전환하는 것도 가능하나, 남은 3년여의 기간 동안 부채구조를 바꾸는 데는 한계가 있을 수밖에 없음
 - 따라서, 부채시가평가제도에 대응하기 위한 ALM은 자산의 듀레이션 확대가 우선이며, 이에 본 연구는 ALM의 자산운용 측면에 집중하여 분석함

1. 생명보험회사의 ALM 현황 및 현안

- 생명보험회사의 자산운용은 저금리에 의한 금리역마진 확대에 대한 대응 외에도, 향후 보험부채시가평가제도 시행에 의한 대규모 자본 감소 및 지급여력평가제도 강화에 의한 요구자본 증가에도 대비할 필요가 있음
 - 시장금리의 급격한 하락으로 최저보증이율 적용대상 부채 비중이 증가하여, 생명보험회사의 실질적 금리확정형 부채 비중(2016. 3)은 58.6%에 이름
 - 대형사의 경우 재무회계 자본 대비 LAT 결손금 비율이 100% 내외로 높은 수

준 임에도 불구하고 듀레이션 갭이 상대적으로 낮음

- 듀레이션 갭을 현 수준으로 유지할 경우, 대행사들은 전환 시 자본감소뿐만 아니라 전환 이후 자본의 금리민감도가 높을 것으로 보여 자산의 듀레이션을 더욱 높이는 것이 필요함

■ 이러한 시장 및 제도 환경에 대응하기 위해 생명보험회사는 자산운용수익률 제고와 요구자본 경감이라는 상충되는 두 목표를 동시에 추구해야 함

- 금리역마진을 완화시키기 위해서는 자산운용수익률 제고가 필요한 반면, 지급여력비율을 증가시키기 위해서는 투자리스크(금리, 신용리스크 등)를 경감시킬 필요가 있음

■ 생명보험회사는 이러한 자산운용 현안 해결을 위해 해외투자를 확대시키고 있는 것으로 보임

- 투자리스크를 경감시키면서도 수익률을 제고하기 위해서는 안전하고 수익률이 높은 장기 금리부자산 비중을 확대할 필요가 있는데, 국내 장기 자산만으로는 이러한 운용이 어려운 것이 현실임
- 2016년 상반기의 경우 보험회사의 외화증권 투자가 136.3억 달러 늘어서, 주요 기관투자자 중 가장 큰 폭으로 증가함

■ 생명보험회사의 해외투자 확대는 저금리 및 부채시가평가제도 대응을 위해 불가피한 측면이 있으나, 해외투자에 따른 리스크관리에 대한 문제가 제기될 수 있음

- 실제로 일본 아마토생명은 수익률 추구 목적으로 해외투자비중을 급격히 늘렸으나 위험관리가 되지 않아 글로벌 금융위기 발생으로 2008년 파산에 이른 바 있음

2. 생명보험회사의 해외투자 및 리스크관리 현황

- 생명보험회사는 글로벌 금융위기 이후 부동산 비중을 축소하고 수익증권 및 외화유가증권의 비중을 확대함
 - 2016년 3월 말 기준 외화유가증권의 비중은 9.0%를 차지하였으며, 해외투자는 유가증권 이외에도 대출채권 형태로도 이루어지므로 실제 해외투자 비중은 이보다 높음
 - 공시되지 않은 외화대출채권까지 고려하면 일부 생명보험회사의 해외투자 비중은 기존 해외투자 한도인 총자산의 30%에 근접한 것으로 보임
- 보험회사는 과거와 다르게 KP(Korean Paper)¹⁾ 이외의 외화채권 투자를 대폭 확대하고 있음
 - 과거 해외투자는 KP 중심으로 이루어졌으나, 최근에는 장기 국채와 우량 회사채를 중심으로 투자하는 것으로 보임
 - 해외 국채와 회사채 투자는 KP에 비해 국내 보험회사가 신속하게 파악하기 어려운 리스크가 있을 수 있으므로 높은 리스크관리 역량이 필요함
- 대형 생명보험회사들은 대체적으로 자산 듀레이션을 빠르게 확대시키고 있어 금리리스크 경감을 위해 노력하고 있는 것으로 보임
 - 대형 생명보험회사는 대체로 금리부부채 대비 금리부자산 비중도 확대시킴으로써 금리리스크를 경감시키고 있음
- 참고로 신용리스크를 살펴보면 해외투자가 급증한 2013년 이후 대형 생명보험회사들은 대체로 위험가중자산 비율을 다소 낮추며 안정적으로 관리한 것으로 보임
 - 생명보험산업 전체적으로도 신용리스크는 일정 수준에서 관리되고 있는 모습이 관찰됨

1) 한국 기업이 해외에서 발행하는 달러표시 채권임

V. 결론 및 시사점

1. 자본확충

- 자본 대비 LAT 결손금 비율이 50% 이상으로 자본확충 필요성이 높은 11개 생명보험회사는 생명보험산업에서 차지하는 비중이 압도적임
 - 이들은 생명보험산업 자본의 약 75%를 차지하며, 산업계 자본의 대부분이 여기에 속함
 - 반면 자본 대비 LAT 결손금 비율이 10% 미만으로 자본확충 필요성이 낮은 생명보험회사들은 중소기업 중심이며, 외국계와 금융계라는 점이 특징임

- 11개 회사들 중 흑자를 달성하는 8개 회사에 대해서는 결론 및 시사점을 다음과 같이 정리할 수 있음
 - 이들은 내부유보율을 최대한 높일 필요가 있음
 - － 내부유보 확대는 부작용이 있을 수도 있으나, 현 시점에서 생명보험회사는 미래 자본소요가 매우 크며, 외부 자본조달 환경이 좋지 못하기 때문에 내부유보를 최대한 확대할 필요가 있음
 - － 다만, 이들이 내부유보를 100%로 높이더라도 향후 4년간 추가적으로 확충할 수 있는 자본은 2015년 말 기준 자본의 5.9% 수준으로 낮음
 - 내부유보 확대만으로는 자본감소에 대응하기 어려울 것으로 보이며, 유상증자가 필요함
 - － 은행계 보험회사들은 지주회사에 의한 대규모 자본투입도 가능할 것으로 보임
 - 지배주주의 자본확충이 어려운 회사들은 신종자본증권 발행을 검토할 필요가 있음
 - － 다만, 신종자본증권의 자본비용이 높기 때문에 대응할 수 있는 규모 면에서 한계가 있음

- 유상증자와 신종자본증권 발행으로도 자본감소에 충분히 대응하기 어려운 회사의 경우 사업구조조정 및 자본배분 최적화 등 사업효율성 제고에 더욱 주력할 필요가 있음

- 후순위채는 시장금리의 상승에 의한 감독상 지급여력과 실제 지급여력의 한시적 불일치를 해결하는 수단으로 활용하는 것이 적절해 보임
 - 후순위채는 재무회계 자본이 아니어서 재무회계 자본 감소에 대응하는 수단이 될 수 없으며, 잔존만기가 5년 이하일 경우 자본비용이 급상승하는 단점이 있어 보완적인 수단으로 활용할 필요가 있음

- 자본확충의 필요성이 중간 정도인 회사 중 흑자인 2개 회사는 내부유보율을 최대한 높이고, 일부 부족한 자본을 유상증자나 신종자본증권을 통해 확충한다면 연착륙이 가능할 것으로 보임
 - 한편, 자본확충 필요성이 낮으면서 흑자인 8개 회사들은 ROE도 높고, RAROC도 높아 그 동안 매우 효율적인 자본관리를 해온 것으로 평가할 수 있음

- 자본확충 필요성이 높으며 적자인 회사들은 지배주주에 의한 추가적인 자본투입이 가능한 것으로 보임
 - 이들은 회사규모가 작고, 최근에 지분 매각이 이루어진 회사들이 대부분이며, 지배주주의 자본여력이 비교적 높은 것으로 보임

- 부채시가평가제도의 성공적인 시행과 정착을 위해서 감독당국이 특히 관심을 가져야 하는 회사들은 흑자를 달성하지만 자본확충 필요성이 높고 지배주주의 자본투입 여력이 낮은 중대형 회사들로 보임
 - 대략 4~5개의 중대형 생명보험회사가 이에 해당하는 것으로 보이며, 이들이 부채시가평가제도의 충격을 감당하지 못한다면 산업 전체에 미치는 영향이 매우 클 것임

- 감독당국은 이들 회사의 연착륙을 위한 방안을 고민할 필요가 있음

2. ALM

- 대형사들은 자산 듀레이션 및 금리부자산 익스포저를 더욱 확대하는 것이 필요함
 - 대형사의 경우 재무회계 자본 대비 LAT 결손금 비율이 100% 내외로 높은 수준임에도 불구하고 듀레이션 갭이 상대적으로 낮음
 - 또한, 일부 외국사와 중소형사도 대형사와 동일하게 자본확충 필요성이 높지만 듀레이션 갭이 작은 문제를 가지고 있는 것으로 보임
- 생명보험회사는 자산운용수익률 제고와 자산 듀레이션 확대를 동시에 추구하고 자 해외투자를 확대하고 있는 것으로 보임
 - 생명보험회사는 금리 및 신용리스크를 일정 수준에서 관리하면서 해외투자를 확대하고 있음
 - 이는 해외투자 확대가 리스크관리 없이 수익률만을 추구하는 행위가 아님을 시사함
- 보험회사는 다양한 해외투자 관련 리스크를 더욱 철저하게 관리해야 함
 - 해외투자 확대는 필연적으로 국가 채무불이행 위험(sovereign risk), 신용위험, 환위험 등 관리해야 할 리스크의 범위와 양을 증가시키므로, 보험회사는 체계적이고 정교한 리스크관리가 필요함
 - 과거 KP 중심의 해외투자는 이러한 리스크관리의 중요성이 작았음
 - 효과적인 리스크관리를 위해서는 국가·시장·산업에 대한 심층적 분석과 연구, 정교한 모니터링 시스템 및 사후관리체계 구축이 필요함
- 아울러 보험회사는 환리스크를 효과적으로 관리함으로써 투자성과를 제고하는 노력도 기울여야 함
 - 보험회사는 환율 전망을 바탕으로 헤지비용과 헤지만기를 조절함으로써 수익을 제고하고 리스크를 관리하는 역량을 배양할 필요가 있음

I. 서론

글로벌 금융위기 이후 지속된 금리 하락으로 많은 생명보험회사의 실질 자본이 감소하였다. 이러한 자본의 감소는 부채가 원가법으로 표시되는 현행 회계제도에서는 드러나지 않았지만, 2021년 시행이 예정된 IFRS 17에서는 부채시가평가에 의해 고스란히 드러나게 된다. 뿐만 아니라 부채시가평가제도(IFRS 17 및 신지급여력제도(K-ICS)) 시행에 의해 자산과 부채의 매칭이 잘 되어 있지 않은 생명보험회사 자본의 금리민감도가 확대될 것으로 예상되고 있다. 얼마 남지 않은 부채시가평가제도 시행에 앞서 생명보험회사 자본관리에 대변화가 필요한 시점이라고 할 수 있다.

생명보험회사는 저금리와 부채시가평가제도 시행에 의한 자본감소에 선제적으로 대응할 필요가 있으며, 자본의 금리민감도를 줄이는 노력도 병행해야 하는 상황이다. 본 보고서는 이러한 생명보험회사의 자본관리 현안과 대응여력에 대해 논의한다. 그동안 부채시가평가제도 시행과 관련해서 도입의 영향이나 감독제도 운영방안 등에 대한 연구들이 진행되었다. 대표적으로 오창수·박종각(2016)은 IFRS 17 도입에 따른 보험부채의 영향을 분석하였으며, 김해식·조재린·이경아(2015), 오창수(2015) 등은 IFRS 17 도입에 따른 감독제도 운영방안에 대해 논의하였다.

본고에서 논의하는 부채시가평가제도 시행에 따른 보험회사의 자본관리 현안과 대응여력을 분석한 선행연구는 드물다. 이는 아마도 연구가설을 직접적으로 검증할 수 있는 데이터의 확보가 어렵기 때문일 것이다. 본고는 간접적인 검증이라는 한계에도 불구하고 공개된 데이터를 활용하여 보험회사의 자본관리 여력을 논리적으로 분석하고자 하였다.

조영현·조재린·김혜란(2015)은 2014년부터 강화된 RBC제도에 대응하기 위한 생명보험회사의 자본관리 방안에 대해 논의하였다. 그들은 생명보험회사가 적절한

수준의 선제적 후순위채 발행을 통해 자본비용을 최소화하며 자본확충을 할 필요가 있음을 주장했다. 또한 요구자본 경감을 위해 생명보험회사의 금리리스크 감축이 필요하며, 대형 생명보험회사의 경우 금리파생상품을 이용한 금리리스크 감축이 효과적일 수 있음을 주장하였다. 이는 본질적으로 현재도 유효한 자본관리 방안이다. 다만 당시에 비해 금리는 더욱 낮아졌으며, 후순위채 및 신종자본증권 등 자본인정증권 발행은 보다 자유로워지고, 부채시가평가제도의 세부안이 확정되고 있는 등 생명보험회사의 자본관리 환경이 달라졌다.

이에 본 보고서는 생명보험회사의 자본관리 현안을 분석하고, 대응여력을 진단한다. 이를 바탕으로 부채시가평가제도 시행까지 남은 3년여의 기간 동안 현실적으로 가능한 자본관리 방안에 대한 시사점을 도출한다. 특히, 본고는 회사별 내부 자본확충 여력 및 외부 자본확충 환경을 진단함으로써 현실적인 대응 방안에 대한 시사점을 제공한다. 또한, 본고는 재무회계상의 자본에 대한 확충·관리에 대한 이슈를 집중적으로 분석한다. 재무회계상의 자본은 감독회계상의 가용자본에 비해 인정되는 범위가 작으며, 가장 양질의 자본이다. 상장사의 경우 재무회계 자본 부족 시 관리종목에 지정되거나 상장폐지가 될 수도 있다. 또한, 재무회계 자본은 가용자본 중 기본자본의 대부분을 차지하며, 보완자본 확충을 위해서도 일정수준으로 확보될 필요가 있어,²⁾ 그 관리가 중요하다고 할 수 있다.

생명보험회사의 자본관리 여력을 진단하는 것은 감독당국에도 중요한 시사점을 줄 수 있다. 부채시가평가제도 시행에 의한 생명보험산업의 실질적인 충격을 파악하기 위해서는 보험회사의 자본관리 여력을 고려할 필요가 있다. 감독당국은 부채시가평가제도의 안정적 시행을 위해 제도 변화에 의한 자본 요구가 생명보험산업이 감당할 수 있는 자본관리 여력을 넘어서지 않도록 보완책을 강구할 필요가 있다.

2) 현행 지급여력제도에서는 보완자본을 기본자본의 100% 한도로 인정하기 때문에 기본자본이 부족한 경우 보완자본 확충도 한계가 있음. 다만, 향후 시행될 신지급여력제도에서는 보완자본의 인정한도가 요구자본(지급여력금액)의 50%로 설정되기 때문에 기본자본 부족에 의해 보완자본 인정한도가 줄어들지는 않음. 그럼에도 불구하고 기본자본의 대부분을 차지하는 재무회계 자본이 부족할 경우, 후순위채 등 자본시장에서 조달할 수 있는 보완자본의 발행이 어렵거나 매우 높은 비용을 지불해야 하기 때문에 일정수준의 재무회계 자본을 유지하는 것이 필요함

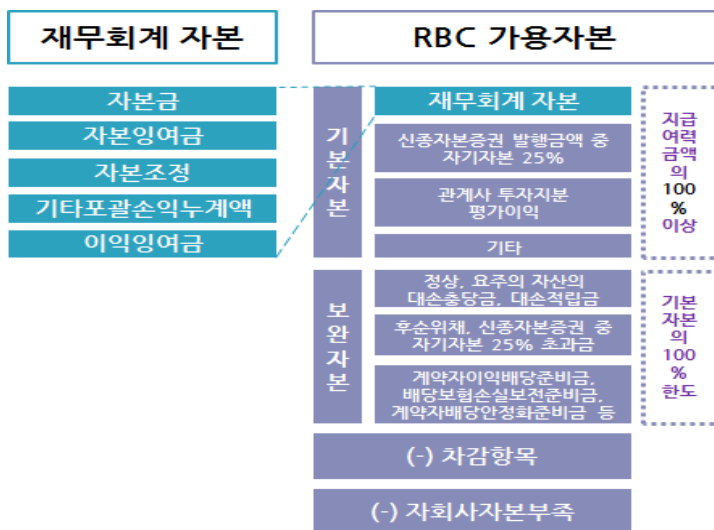
본 보고서의 구성은 다음과 같다. Ⅱ장에서는 부채시가평가제도 도입이 보험회사에 미치는 영향과 이에 대해 생명보험회사가 중점을 두어야 하는 자본관리에 대해서 논의한다. Ⅲ장에서는 생명보험회사의 자본확충 현황과 여력에 대해 분석을 한다. Ⅳ장에서는 자본변동성을 관리하는 ALM에 대해 논의한다. 최근 생명보험회사의 ALM 전략의 현황과 현안을 분석하고, 특징을 파악한다. 마지막으로 V장에서 결론 및 시사점을 제시한다.

Ⅱ. 부채시가평가제도 시행과 자본관리

1. 보험회사의 자본구성

생명보험회사 자본확충 현안에 대해 살펴보기 전에 보험회사의 자본구성에 대해 알아본다. 보험회사의 자본은 재무회계(IFRS)상의 자본과 감독회계(RBC 지급여력제도)상의 가용자본으로 나눌 수 있다. 재무회계상의 자본은 자본금, 자본잉여금, 자본조정, 기타포괄손익누계액, 이익잉여금으로 구분된다. 재무회계 자본은 영구적 가용성, 후순위성 등 여러 측면에서 자본의 질이 가장 높은 자본으로서 RBC 가용자본 중에는 기본자본에 속한다.

〈그림 Ⅱ-1〉 보험회사 자본의 분류



2016년 3월 기준 생명보험회사의 재무회계 자본은 67조 원으로 자본금 10조 원, 자본잉여금 6조 원, 기타포괄손익누계액 26조 원, 이익잉여금 28조 원, 자본조정 -3조 원으로 이익잉여금과 기타포괄손익누계액의 비중이 크다.

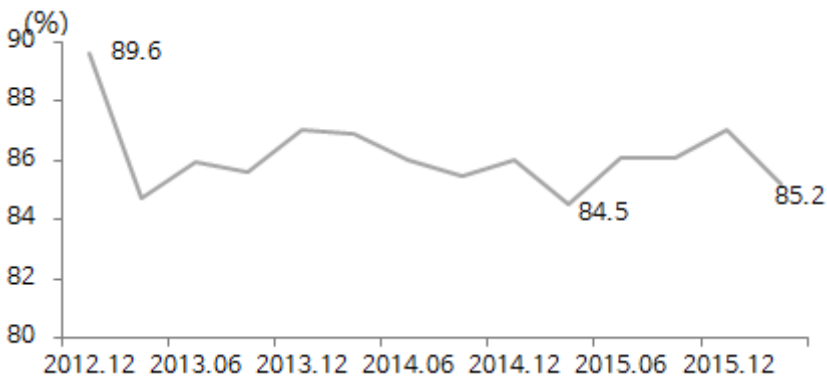
〈그림 II-2〉 생명보험회사 재무회계 자본 구성



주: 2016년 3월 말 기준
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

한편, 감독회계상(RBC) 가용자본 중 기본자본은 지급여력금액의 100% 이상이 충족되어야 하므로 그 관리가 중요하다. 생명보험회사의 재무회계 자본은 기본자본의 거의 대부분을 차지하고 있으며, 전체 가용자본 중에서도 85% 정도를 차지하므로 생명보험회사 자본의 핵심이라고 할 수 있다.

〈그림 II-3〉 생명보험회사 가용자본 중 재무회계 자본 비중



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

2. 부채시가평가제도 시행의 영향

보험부채는 현행 제도에서 원가법으로 표시된다. 반면 향후 시행될 부채시가평가 제도에서는 문자 그대로 보험부채를 시가로 평가한다. 부채를 시가평가하는 방식은 IFRS 17과 신지급여력제도가 다소 다르다. IFRS 17의 보험부채는 보험계약의 순현금 흐름을 현재가치로 평가한 부분(BEL: Best Estimated Liabilities)과 BEL 추정의 불확실성에 대한 부분인 위험조정(RA: Risk Adjustment), 그리고 보험계약의 장래 이익인 계약서비스마진(CSM: Contractual Service Margin)의 합으로 산출된다. 반면, 신지급여력제도의 보험부채는 보험계약 관련 현금흐름의 기대가치(현행추정치)와 보험계약을 제3자에게 이전할 때 기대가치의 불확실성으로 인해 추가로 지급해야 할 이전의 대가(위험마진)의 합으로 산출된다. 신지급여력제도에서는 IFRS 17와의 보험부채규모 차이를 조정마진으로 지칭하며, 이를 가용자본으로 인정한다. 조정마진은 IFRS 17과 신지급여력제도의 현행추정치(혹은 BEL)가 같다면 IFRS 17 기준에 의한 위험조정 및 계약서비스마진의 합과 신지급여력제도의 위험마진과의 차이를 의미한다.

한편, IFRS 17은 보험부채 시가평가 이외에 사업비와 손익인식에서도 현행과 다른 방식으로 변화한다. 먼저 사업비는 현행 신계약비와 유지비로 구분되지만 IFRS 17에서는 직접비와 간접비로 구분하며, 직접 신계약비만 보험기간 동안 배분하여 인식한다. 이는 기간별 손익 왜곡현상을 해소하고, 계약을 유지시킬 유인으로 작용될 가능성이 높아 신계약 위주의 영업방식이 감소될 것으로 보인다. 보험료 수취 시 전액 수익으로 인식하는 현행 방식도 달라진다. IFRS 17에서는 수익인식이 서비스제공에 따라 인식되며, 이에 따라 이익도 보험기간 동안 고르게 인식된다. 이러한 수익인식의 변화로 보험회사의 매출액은 현행 대비 대폭 축소될 것으로 보이며, 이익 중심의 경영이 강화될 것으로 예상된다. 본 연구의 초점인 자본관리 측면에서는 부채증가로 인한 자본감소와 자본의 변동성 확대가 예상된다. 보험회사는 자본변동성 확대에 대응하기 위해 ALM을 강화할 필요가 있으며, 특히 금리파생상품을 이용한 금리리스크 관리도 검토할 필요가 있다. 금리파생상품을 이용한 리스크관리 시 금리파생상품의 평가손익은 당기손익으로 반영되는 반면 헤지 대상인 부채의 평가손익은 자본(기타포

팔손익)으로 반영되기 때문에 위험회피회계 적용을 받지 못하면 손익변동성이 확대되는 문제가 발생한다. 현행 회계는 위험회피회계 적용요건이 까다로웠으나, IFRS 17과 동시에 시행³⁾되는 IFRS 9에서는 위험회피회계 적용 요건이 완화⁴⁾되기에 금리와 생상품 활용을 적극적으로 검토해볼만 하다.

〈표 II-1〉 회계기준 변화가 보험회사에 미치는 영향

구분	현행	IFRS 17	영향
보험부채	· 원가평가 - 부채적 정성평가 병행	· 시가평가 - 최적추정부채, 위험조정, 계약서비스마진(CSM) 평가	· 부채증가 및 자본감소 - 부채추가적립 항목, 할인을 하락 · 재무변동성 증가 - 자본 및 손익 변동성 증가 - 리스크관리 더욱 중요
사업비	· 신계약비와 유지비로 구분 - 신계약비만 전액 이연 후 7년 이내 상각	· 직접비와 간접비로 구분 - 직접 신계약비만 보험기간 동안 배분하여 인식	· 신계약 위주의 영업방식 감소 - 기간별 손익 왜곡현상 해소 - 계약유지율 중요성 증가
손익 인식	· 보험료 수취 시 전액 수익 인식 - 투자요소* 포함 · 계약초기 이익 인식 - 보험료 납입기간 동안 수익 인식 및 선택효과 - 이차, 비차, 사차이익 혼합	· 서비스 제공에 따른 수익 인식 - 예상보험금, 예상비용 - 투자요소 제외 · 보험기간 동안 고르게 인식 - 보험이익 기간 안분 - 이익을 원천별로 표시	· 매출액 축소 - 현행 대비 대폭 축소 - 타 금융기관과 일관성 · 이익중심 경영 강화 - 이익의 질 향상 - 회계투명성 제고

주: * 만기환급금, 중도급부금 등 보험위험과 관련 없는 요소

3) 원래 IFRS 9은 2018년부터 시행이지만, 국제회계기준원(IASB)은 보험계약 관련 활동이 지배적 업무인 보험회사의 경우 IFRS 9 적용을 2021년부터 시행하도록 유예를 허용함

4) 현행(IAS 39)은 전진적으로 높은 위험회피효과가 예상되고, 사후적으로 실제 높은 위험회피효과(80~125%)가 있어야만 위험회피회계의 적용이 가능하나, IFRS 9은 위험회피효과에 대해 전진적 평가만을 요구하며 사후적 평가는 필요 없음

부채시가평가제도 도입에 따른 생명보험회사 자본 변화에 대해 좀 더 자세히 살펴 보자. 부채시가평가제도는 금리에 따른 생명보험회사 자본의 변화를 정반대로 바꾸어 놓게 되며, 이는 보험회사의 실질적인 자본변화를 나타낸다고 할 수 있다. 현행 제도에서는 부채는 원가평가되는 반면, 자산만 시가평가(단, 만기보유증권 제외)되므로 금리하락 시 자산의 증가로 인해 자본이 증가하게 된다. 반면, 부채시가평가제도에서는 말 그대로 부채도 시가평가되므로 금리하락 시 자산뿐만 아니라 부채도 증가하게 되어 자본이 적게 증가하거나 오히려 감소할 수 있다. 현실적으로 다수의 생명보험회사는 부채의 듀레이션(금리민감도)이 자산의 듀레이션보다 길기 때문에 금리하락 시 자본이 감소하게 된다. 반대로 금리가 상승할 경우에는 자본이 증가하게 된다.

부채시가평가는 금리변화에 의한 자본변동성도 변화시킨다. 현행 제도에서는 (금리부)자산의 듀레이션에 의해 자본변동성이 결정되지만, 부채시가평가제도에서는 (금리부)자산 듀레이션과 부채 듀레이션의 차이(= 듀레이션 갭)에 의해 자본변동성이 결정된다. 많은 생명보험회사의 실제 듀레이션 갭이 자산 듀레이션에 비해 긴 것으로 알려져 있기⁵⁾에 부채시가평가제도 시행 시 자본변동성이 심화될 것으로 보인다.

〈그림 II-4〉 부채시가평가제도 시행에 의한 보험회사 자본변화



5) RBC 기준으로는 다수의 생명보험회사의 자산 듀레이션이 부채 듀레이션보다 오히려 긴 것을 볼 수 있음(〈그림 IV-3〉). 이는 현행 지급여력제도에서 측정하는 부채의 듀레이션이 부채 만기를 최대 20년으로 가정하여 측정하기 때문이며 실제 부채 듀레이션과 많은 차이가 있음. 잔존만기 20년 이상의 확정금리형 부채 비중이 높은 생명보험회사일수록 현행 지급여력제도에서 측정하는 부채 듀레이션과 실제 듀레이션의 괴리가 큼

부채시가평가제도 전환 시 생명보험회사의 자본 규모 변화는 매우 중요한 이슈이다. 전환시점의 시장금리 수준이 현재와 같이 낮은 수준일 경우 낮은 할인율 적용으로 인하여 생명보험회사의 보험부채가 급증하여 자본감소가 클 것이라는 우려가 있다. 실제로 오창수·박종각(2016)의 경우 다섯 가지 시나리오하에서 생명보험산업의 부채가 34.6~76조 원 정도 증가할 것으로 추정하였다. 이는 2016년 3월 기준으로 생명보험산업의 자본이 67조 원인 것을 감안하면 매우 큰 부채 증가라고 할 수 있다. 그러나 이들의 연구 결과는 매우 단순화된 가정 및 제한된 정보만을 사용하였기에 실제 전환시점의 부채 증가는 상당히 다를 수 있다. 또한 전환시점의 시장금리, 계약서비스마진 측정방법, 가용자본 인정범위 등에 따라 재무회계 자본 및 가용자본의 크기는 달라질 수 있다. 다만, 이 모든 불확실성에도 불구하고 생명보험업계에서 대다수가 공감하고 있는 것은 전환시점까지 금리가 큰 폭으로 상승하지 않는 한 상당한 보험부채 증가 및 자본감소는 불가피하며, 이에 대한 대응이 필요하다는 것이다.

생명보험회사는 자본의 규모를 적정수준으로 유지할 필요가 있다. 특히, 상장사의 경우 재무회계 자본이 부족하면 관리종목으로 지정되거나 상장폐지가 될 수도 있다. 현재 유가증권시장 상장규정하에서는 자본총액이 자본금 항목의 최소한 50% 이상을 유지해야 관리종목 지정이나 상장폐지가 되지 않는다. 비상장사라고 하더라도 재무회계 자본이 부족하면 자본조달에 어려움을 겪을 수 있다. 투자자 입장에서는 설령 지급여력비율이 100%를 상회하더라도 재무회계 자본이 일정수준 이하일 경우 투자금 회수 가능성을 낮게 볼 수 있다. 지급여력비율은 보험계약자의 보험금회수 가능성을 나타내는 지표일 뿐, 보험계약자보다 후순위인 채권 및 주식 투자자에게는 재무회계상 자본의 적정성이 더 중요하기 때문이다. 한편, 생명보험회사가 감독회계자본(가용자본)을 적정하게 유지해야 하는 것은 영업을 위해 필수적인 요건이다. 요구자본 대비 가용자본이 100% 미만인 경우 금융위원회에 의해 경영개선 권고, 요구, 명령의 적기시정조치가 취해지며, 이 경우 자율적인 경영이 어렵게 된다.

요컨대, 2021년 시행이 예정된 부채시가평가제도에 의해 대다수 생명보험회사의 자본변동성은 확대되고, 자본규모는 대폭 감소할 것으로 보인다. 이는 생명보험회사 자본관리의 중요성이 더욱 커지는 것을 의미한다.

3. 생명보험회사의 자본관리 방안

일반적으로 자본관리는 자본구조의 최적화를 통한 자본비용 극소화와 자본배분 최적화를 통한 자본이익률을 극대화함으로써 기업가치를 극대화하는 것을 말한다. 생명보험회사는 자본구조 최적화를 위해 후순위채 등 가용자본으로 인정되는 채권 발행을 고려할 수도 있다.⁶⁾ 자본배분 최적화를 위해서는 사업별 위험조정성과를 측정하여 위험 대비 성과가 높은 사업에 더 많은 자본을 투입하고 성과가 낮은 사업은 구조조정할 필요가 있다. 생명보험회사가 자본배분을 최적화하고 위험조정성과를 극대화하기 위해 이용할 수 있는 수단은 자산운용, 재보험 및 파생상품, 비용 및 세금 관리, 기타 리스크관리 기법 등 다양하다.

본 연구에서는 다양한 자본관리 방안 중 자본확충과 자산부채관리(ALM)를 중심으로 논의한다. 앞서 언급하였듯이 생명보험회사는 2021년 시행 예정된 부채시가평가제도에 의해 자본규모가 대폭 감소하고 자본변동성이 확대될 것으로 보이며, 이에 대응하기 위한 자본확충과 ALM이 가장 중요한 과제라고 할 수 있다. 본고에서는 4년도 채 남지 않은 부채시가평가제도에 대응하기 위한 생명보험회사의 자본확충 및 ALM과 관련된 주요 이슈들을 분석하고 전략적, 정책적 시사점을 도출한다.

〈그림 II-5〉 부채시가평가제도 시행에 대응하는 자본관리



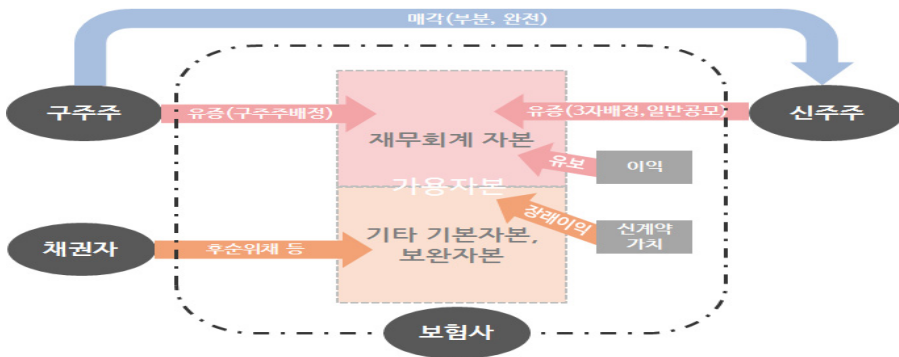
6) 자본구조 최적화에 관한 논의와 해외 보험회사의 사례 등은 조영현·조재린·김혜란(2015)을 참조

Ⅲ. 자본확충

1. 자본확충 방법과 이슈

보험회사는 재무회계 자본확충을 위해 주주(구주주 및 신주주)를 대상으로 유상증자를 하거나 이익을 사내유보할 수 있다. 재무회계 자본 이외에 지급여력제도에서 자본으로 인정되는 자본은 채권자를 대상으로 발행하는 후순위채와 신계약가치 제고를 통한 장래이익⁷⁾ 등을 들 수 있다. 한편, 본고에서는 이익 유보와 장래이익 확충 등 보험회사 내부적으로 자본확충을 하는 것을 내부 자본확충으로, 주주나 채권자로부터 자본을 확충하는 것을 외부 자본확충으로 칭한다.

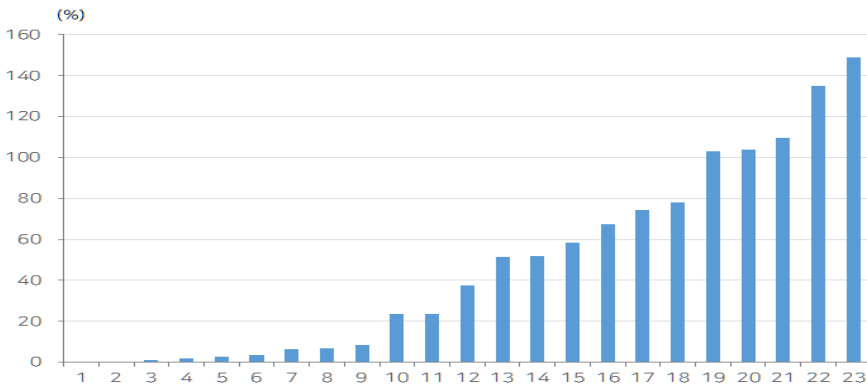
〈그림 Ⅲ-1〉 보험회사의 자본확충 방법과 주체



7) IFRS 17에서 계약서비스마진(CSM)은 보험계약에서 예상되는 장래이익으로서 부채로 표시되나, EU Solvency II에서는 가용자본으로 인정되며 향후 우리나라에서 시행될 신지급여력제도에서도 CSM이 가용자본으로 인정될 계획임. 정확하게 말하자면, 신지급여력제도에서는 IFRS 17과의 보험부채규모 차이를 조정마진으로 지칭하며, 이를 가용자본으로 인정할 계획임. 조정마진은 IFRS 17과 신지급여력제도의 현행추정치(혹은 BEL)가 같다면 IFRS 17 기준에 의한 위험조정 및 계약서비스마진의 합과 신지급여력제도의 위험마진과의 차이를 의미함(금융감독원(2016) 참조)

부채시가평가제도 시행과 관련하여 보험회사 자본확충에서 먼저 살펴볼 것은 생명보험회사들의 재무회계 자본확충 필요성이 얼마나 되는지이다. <그림 Ⅲ-2>는 생명보험회사의 재무회계 자본 대비 부채적정성평가(LAT)의 결손금 비율을 나타낸다. LAT에서 결손금이란 준비금보다 (시가)평가액이 많은 것을 의미하며, 현행 LAT에서는 평가 단위별 결손금과 잉여금을 상계할 수 있으나, 향후 시행될 IFRS 17에서는 내재된 위험이나 성격이 다른 보험계약 간의 상계가 금지된다. 따라서 현행 LAT의 결손금 규모는 향후 시행될 IFRS 17에서의 부채 증가 규모를 개략적으로 보여준다고 할 수 있다. 물론 가정 및 측정방법의 차이 등으로 IFRS 17 시행 시 실제 부채 증가 규모와 현행 LAT 결손금의 규모는 상당히 차이가 날 수도 있다. 그럼에도 불구하고 현행 LAT 결손금이 큰 회사일수록 IFRS 17 시행 시 부채 증가 규모도 클 것으로 예상하는 것은 무리가 없다. 절반 정도인 11개 회사는 재무회계 자본 대비 결손금 비율이 50%를 상회하여 IFRS 17 시행에 따른 자본확충의 필요성이 높다고 볼 수 있다. 반면 9개 회사는 동 비율이 10% 미만으로 IFRS 17 시행에 따른 자본감소 충격이 낮은 것으로 판단된다.

<그림 Ⅲ-2> 생명보험회사의 재무회계 자본 대비 LAT 결손금 비율



주: 1) IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외
 2) 2016년 6월 말 기준
 자료: 각 사 경영공시

부채시가평가제도 시행과 관련하여 보험회사 자본확충에서 제기되는 주요 이슈는 첫째, 보험회사의 내부 자본확충 여력이 충분한지 여부이다. 이익의 내부유보나 신계약가치 제고는 외부 자본확충에 비해 선호되는 것이 일반적이다. 외부 자본은 채권자 및 투자자에게 이자나 배당을 지급하여야 할 뿐만 아니라 채권자 및 투자자에 의한 경영 감시 및 경영상 제약을 받게 된다. 즉, 경영자 입장에서 내부 자본은 외부 자본에 비해 비용이 낮은 자본확충 수단으로 볼 수 있다. Myers and Majiluf(1984)도 기업이 내부 자본, 채권, 주식 순으로 자본조달을 선호함을 이론적으로 밝힌 바 있다. 한편, 내부 자본확충 여력은 회사의 외부 자본확충 여력과 정비례한다는 측면에서도 중요한 의미를 갖는다. 이익 유보 및 신계약가치 제고 등 내부 자본확충 여력이 크다는 것은 회사의 수익성과 성장성이 높음을 의미하며, 일반적으로 수익성과 성장성이 높은 회사일수록 외부 자본확충 시 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있기 때문이다. 즉, 내부 자본확충 여력은 외부 자본확충 여력도 상당부분 반영하는 지표로 볼 수 있다.

둘째, 보험회사의 외부 자본확충 환경이 대규모 자본조달에 적합한지 살펴볼 필요가 있다. 만약 대규모 외부 자본확충이 어려운 환경이라면 보험회사는 내부 자본확충에 더욱 노력을 기울일 필요가 있다.

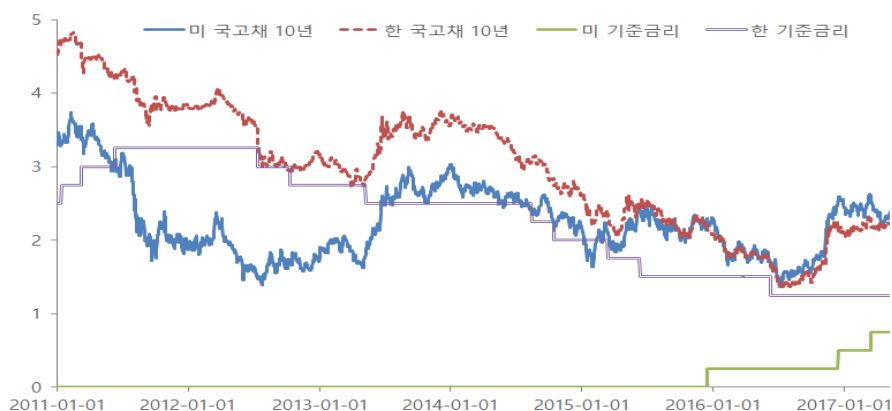
보험회사의 자본확충 여력 및 외부 자본확충 환경은 금융당국에도 시사점을 줄 수 있다. 특히, 신지급여력제도의 연착륙을 위해서는 보험회사의 자본확충 여력과 환경을 반드시 고려할 필요가 있다. 금융당국은 개별 보험회사의 종합적인 자본확충 여력을 면밀히 파악하여, 신지급여력제도 시행이 보험산업에 미칠 실질적 충격의 규모를 추정할 필요가 있다. 금융당국은 제도의 세부안 조정을 통해 그 충격의 규모와 시기를 조절할 수 있다는 점이 중요하다.

한편, 최근 금융위기 이후 지속된 금리 하락 추세는 2016년 말 미국 트럼프 대통령 당선 이후 전환되었다. 미국은 경기회복 및 트럼프 대통령의 재정 확대 정책에 대한 기대감으로 금리가 상승세로 전환되었으며, 국내 시장 금리도 이에 영향을 받아 상승세로 전환되었다. 미국 연준위원들의 정책금리 전망을 보면,⁸⁾ 2019년까지 미국 정책

8) The Fed(2017)

금리(federal funds rate)가 3% 내외의 수준에 이를 것이라는 것이 중론이다. 이것이 현실화될 경우 우리나라의 정책금리도 단기자본 유출을 막기 위해 2019년까지 일정 수준으로 인상될 가능성이 높다고 할 수 있다. 다만, 장기 시장금리는 경제 전망이 뚜렷하게 개선되지 않는 한 큰 폭의 상승은 어려울 것으로 보인다.

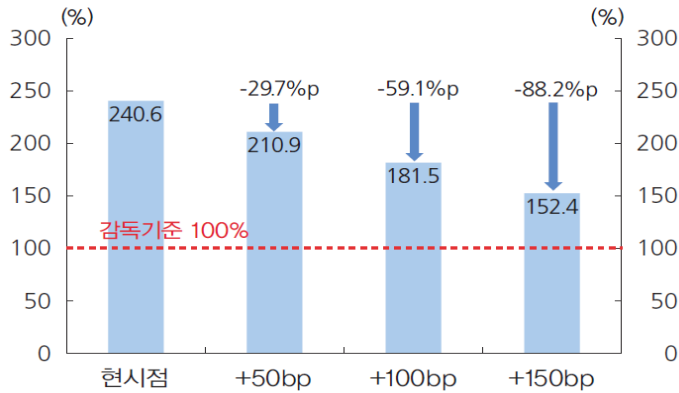
〈그림 Ⅲ-3〉 한미 금리 추이



자료: Bloomberg

장기금리의 상승은 생명보험회사의 자본을 증가시킨다는 측면에서 긍정적이다. 다만, 현행 지급여력제도에서는 부채의 원가법 측정에 의해 금리상승이 자산 감소 및 자본 감소로 이어져 RBC비율을 악화시키게 된다. 한국은행(2017)에 따르면, 2016년 말 기준으로 시장금리가 1%p 상승할 경우 생명보험회사의 RBC비율이 59.1%p 하락하는 것으로 추정되었다(〈그림 Ⅲ-4〉). 이렇게 시장금리 상승에 의한 큰 폭의 RBC비율 하락은 생명보험회사가 자본을 확충함으로써 완화시킬 수 있다. 부채시가평가제도가 시행되기 이전에 금리가 완만하게 상승한다면, 생명보험회사의 자본확충에 긍정적인 유인이 될 것이다. 반면, 가능성은 낮은 것으로 보지만 금리가 빠르게 상승할 경우에는 일부 RBC비율이 낮고 자본확충 여력이 낮은 회사는 단기적 자본부족을 겪을 수도 있을 것이다. 즉, 시장금리 상승 시 단기적 자본부족을 겪을 수 있는 보험회사를 파악하기 위해서도 회사별 자본확충 여력을 점검할 필요가 있다.

〈그림 Ⅲ-4〉 금리상승 시나리오별 RBC비율 하락폭



주: 2016년 말 RBC비율 대비 하락폭
 자료: 한국은행(2017)

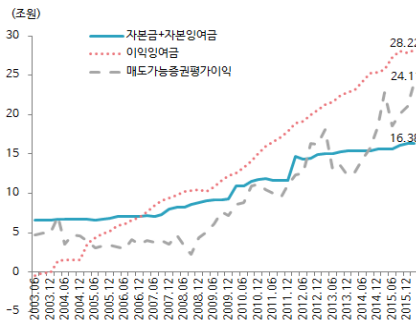
2. 생명보험회사의 자본확충 현황

생명보험회사의 자본확충과 관련된 두 가지 이슈를 다루기 전에 생명보험회사의 자본확충 현황을 살펴본다. 〈그림 Ⅲ-5〉와 〈그림 Ⅲ-6〉은 생명보험회사의 재무회계 자본의 금액과 구성비를 보여준다. 앞서 언급하였듯이 생명보험회사의 재무회계 자본은 가용자본의 대부분(85% 가량)을 차지한다. 이러한 재무회계 자본 중 가장 높은 비중을 차지하는 것은 이익잉여금으로 최근 42%를 기록했다. 이익잉여금은 이익의 내부유보를 통해 적립된다. 자본금과 자본잉여금의 합은 주주에 의한 자본확충을 보여주는데, 점차 그 구성비가 낮아지고 있는 것이 특징이다. 즉, 그 동안 생명보험회사는 외부 자본확충보다는 이익 유보와 매도가능증권평가이익 등 내부 자본확충을 중심으로 재무회계 자본을 조달했음을 확인할 수 있다.

한편, 이익잉여금 못지않게 급격하게 증가한 것은 매도가능증권평가이익이다. 매도가능증권평가이익이 빠르게 증가한 것은 글로벌 금융위기 이후 지속된 금리하락으로 인해 매도가능증권 계정의 채권가치가 상승했기 때문이다. 이렇게 금리하락은 현행 회계상에서 자본의 증가로 나타났으나, 부채의 실제 듀레이션이 자산의 듀레이

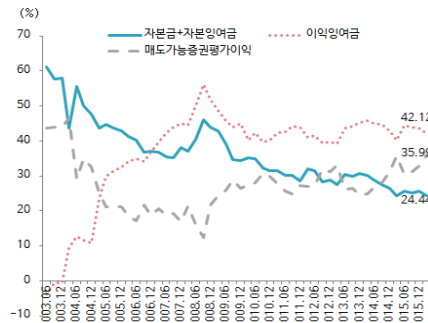
선보다 높은 대다수 생명보험회사의 실제 자본은 매도가능증권평가이익의 증가분 이상으로 감소했다고 볼 수 있다. 이러한 점에서 글로벌 금융위기 이후 매도가능증권평가이익의 비중이 증가한 것은 부채시가평가제도 대응 측면에서 다소 아쉬운 부분이다(〈그림 Ⅲ-6〉 참조). 만약 생명보험회사가 금리하락에 의한 RBC비율 상승에도 불구하고, 실질(혹은 경제적) 자본 관점에서 보다 많은 이익 유보나 유상증자 등을 통해 매도가능증권평가이익의 비중 증가를 억제해왔다면, 부채시가평가제도 시행에 따른 충격이 지금보다 감소했을 것이다.

〈그림 Ⅲ-5〉 생명보험회사의 재무회계
자본 규모

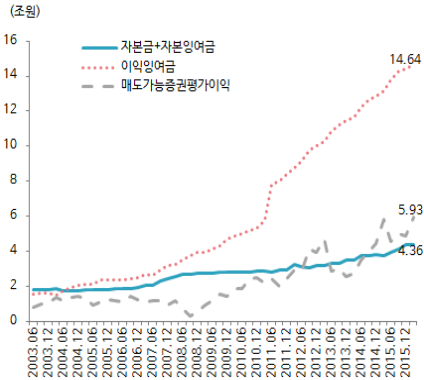
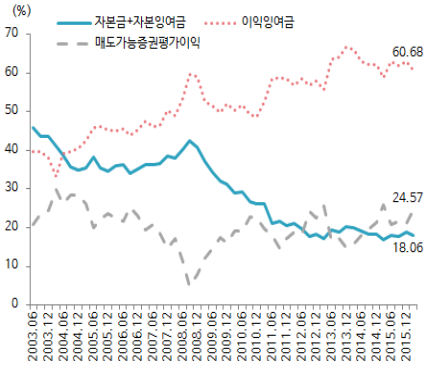


자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

〈그림 Ⅲ-6〉 생명보험회사의 재무회계
자본 구성비



참고로 손해보험회사의 자본확충 현황을 살펴본다. 손해보험회사 역시 이익잉여금과 매도가능증권평가이익의 증가속도가 가장 빨랐다. 다만, 손해보험회사는 높은 수익성으로 인해 이익잉여금의 증가가 매우 빠르게 일어났으며, 이익잉여금의 비중이 약 61%를 차지하여 생명보험회사에 비해 높은 것을 확인할 수 있다.

〈그림 Ⅲ-7〉 손해보험회사의 재무회계
자본 규모〈그림 Ⅲ-8〉 손해보험회사의 재무회계
자본 구성비

주: 2011년도 이익잉여금 급증은 비상위험준비금의 회계처리 변경 때문임

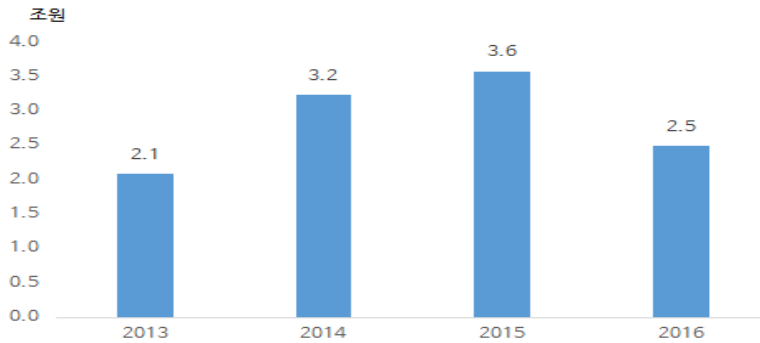
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

3. 내부 자본확충 여력

생명보험회사의 내부 자본확충 여력은 재무회계 자본의 경우 순이익 창출 능력과 이익의 내부유보율에 비례한다. 가용자본의 경우 신계약가치를 제고시키는 능력과 비례한다. 아울러 사업 효율성을 개선시켜 성과를 제고하는 능력도 내부 자본확충 여력과 비례한다. 본 절에서는 순이익 창출 능력, 이익 내부유보율, 신계약가치 제고 능력, 그리고 사업 효율성을 종합적으로 살펴봄으로써 생명보험회사의 내부 자본확충 여력을 진단한다.

〈그림 Ⅲ-9〉는 최근 4년간 생명보험산업의 당기순이익 규모를 보여주고 있다. 생명보험산업은 2015년까지 당기순이익이 증가하였으나, 2016년 육류담보대출 충당금, 자살보험금 일부 지급, 변액보증준비금 적립 등 대규모 일회성 비용 발생으로 인하여 당기순이익이 감소하였다. 일회성 비용을 제거할 경우 당기순이익의 감소분이 크지는 않을 것으로 보인다. 이러한 일시적 이익 감소로 인하여 이후 당기순이익과 관련한 분석에서 2016년은 제외한다.

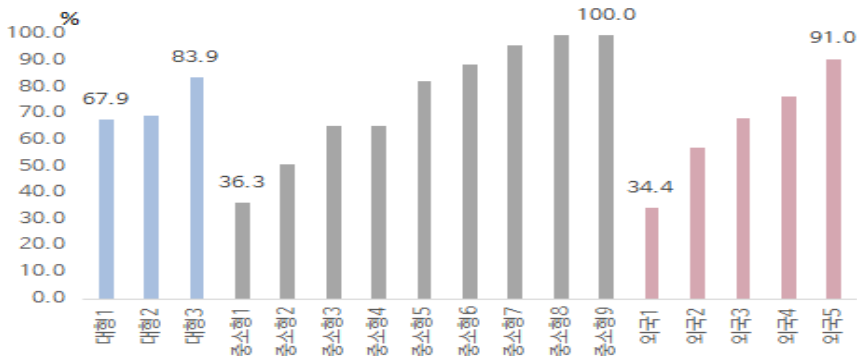
〈그림 Ⅲ-9〉 생명보험산업 당기순이익



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

〈그림 Ⅲ-10〉은 생명보험회사의 3년 평균 이익 내부유보율을 보여준다. 이를 통해 생명보험회사들의 이익 내부유보율 편차가 큰 것을 확인할 수 있다. 일부 회사의 경우 당기순이익을 전액 사내유보하였으나 일부 중소형사와 외국사는 50% 이하의 이익만을 내부유보했다.

〈그림 Ⅲ-10〉 생명보험회사 이익 내부유보율(3년 평균)



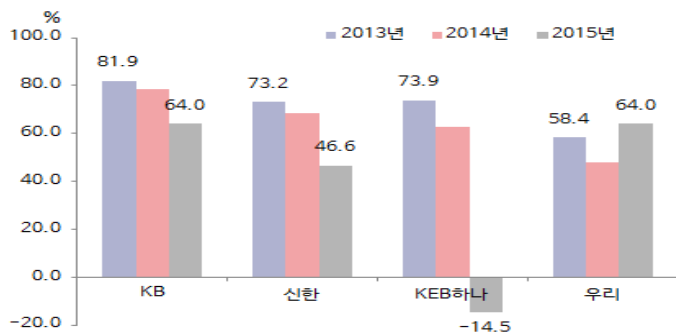
- 주: 1) 3년 동안 적자가 발생했던 생보사 및 IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외
 2) 내부유보율은 당기순이익 중 배당을 제외한 금액의 비율
 3) FY2013부터 FY2015까지의 평균 내부유보율

자료: 각 사 경영공시

생명보험회사의 이익 내부유보율은 은행과 비교해보면 평균적으로 낮은 수준이라고 보기는 어렵다. 은행의 경우 정부의 배당 장려 정책으로 인하여 최근 이익 내부유

보율이 낮아지는 추세이다. 생명보험회사가 은행에 비해 내부유보율이 낮은 것은 아니지만, 외부 자본확충 환경이 좋지 않을 경우 절반 정도의 생명보험회사들은 다소나마 내부유보율을 높일 수 있는 여력이 있다고 할 수 있다. 나머지 절반의 생명보험회사는 이미 100%에 가까운 내부유보를 하거나 적자 상태로 내부유보할 이익이 없는 경우이다. 따라서 이익의 내부유보를 통해서 자본을 추가로 확충하는 것은 다소 제한적이라고 평가할 수 있다.

〈그림 Ⅲ-11〉 은행 이익 내부유보율

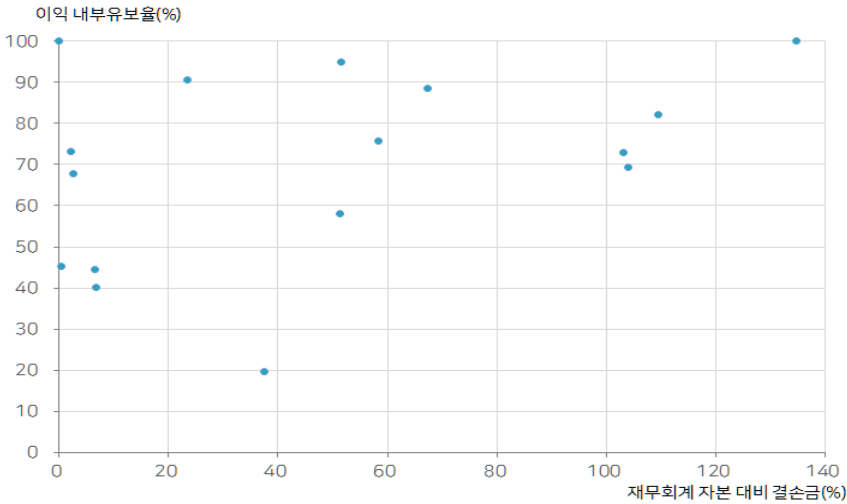


자료: 각 사 공시

좀 더 세부적으로, 재무회계 자본확충 필요성이 높은 생명보험회사가 이익 내부유보율을 얼마나 제고시킬 수 있는지 살펴볼 필요가 있다. 〈그림 Ⅲ-12〉는 이익 내부유보율과 재무회계 자본확충 필요성 간의 관계를 보여준다. 이익 내부유보율이 50% 미만인 회사들은 재무회계 자본 대비 결손금이 낮은 것을 확인할 수 있다. 이는 현재 내부유보율이 낮은 회사들은 재무회계 자본확충 필요성이 상대적으로 낮은 회사들임을 의미한다. 한편, 재무회계 자본 대비 결손금 비율이 50%를 초과하는 8개 흑자회사 중 6개 회사는 이익 내부유보율이 90% 미만으로, 내부유보율 제고를 통한 자본확충 여력이 있다고 볼 수 있다. 이들 8개 회사들이 내부유보율을 100%로 높인다면, 2017년부터 2020년까지 추가로 2조 7천억 원 정도의 자본을 확충할 수 있으며,⁹⁾ 이는 이들의 2015년 말 기준 재무회계 자본 약 46조 원의 5.9% 정도이다.

9) 2015년도 수준의 당기순이익이 유지된다고 가정하였으며, 2015년도 내부유보율 대비 상승분을 계산함

〈그림 Ⅲ-12〉 생명보험회사의 자본확충 필요성과 이익 내부유보율



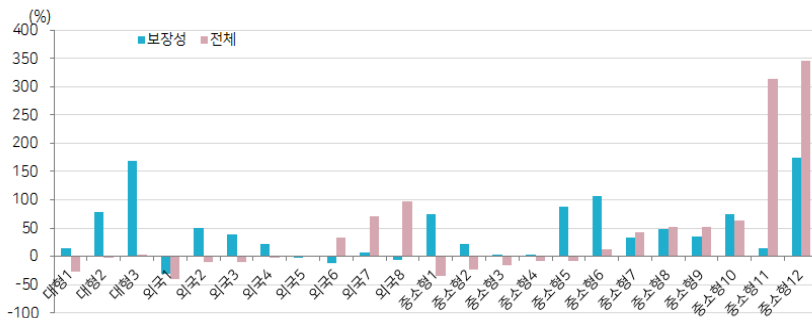
주: 1) 적자회사 및 IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외
 2) 내부유보율은 2015년 기준이며 재무회계 자본 대비 결손금 비율은 2016년 6월 말 기준
 자료: 각 사 경영공시

비록 재무회계 자본은 아니지만 향후 신지급여력제도에서 가용자본으로 인정될 수 있는 신계약가치를 창출할 수 있는 여력을 보여주는 지표로 초회보험료 성장률을 들 수 있다. 〈그림 Ⅲ-13〉은 생명보험회사의 2년 평균 초회보험료 성장률을 보여준다. 총 23개 생명보험회사 중 11개사는 전체 초회보험료 성장률이 마이너스(-)이며, 이는 이들 생명보험회사가 신계약가치 제고에 의한 가용자본 확충여력이 감소하고 있음을 시사한다. 반면, 6개 중소형 및 외국 생보사는 50% 이상의 신계약성장률을 달성하여 회사별 편차가 매우 큰 것을 확인할 수 있다. 한 가지 주목할 만한 점은 대다수 생명보험회사에서 신계약가치가 높은 보장성보험의 성장률은 높은 수치를 기록하고 있다는 것이다.¹⁰⁾ 비록 아직 보장성보험의 비중이 낮아 전체 신계약성장률에 큰 영향을 미치지 못하는 못하지만 대다수 회사가 보장성보험 판매에 주력함으로써 저축성 상품 판매 감소에 의한 신계약가치 성장 둔화를 보완하고 있는 것으로 보인다. 향

10) 한 상장 생명보험회사의 IR 자료를 보면, 2016년 기준 신계약마진이 저축성의 경우 4%인데 비해 보장성은 53%로 제시됨. 한편, 이 회사의 보장성 상품은 신계약가치 비중의 91.2%를 차지하여 대부분의 신계약가치가 보장성 상품에서 창출되고 있음

후 시행될 IFRS 17에서는 만기환급금 및 중도급부금 등 보험위험과 관련 없는 보험료 부분은 수익으로 인식되지 않기 때문에 저축성 상품의 판매는 현행과 같이 성장에 도움이 되지 않기도 한다. 따라서 최근 다수의 생명보험회사에서 관찰되는 보장성 상품 판매 강화는 향후 시행될 부채시가평가제도에 대응하여 선제적으로 이익 중심의 경영을 실행하는 것으로도 해석할 수 있다.

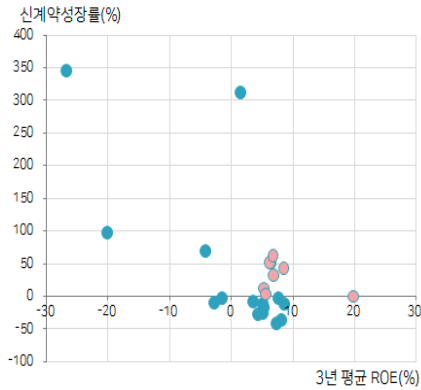
〈그림 Ⅲ-13〉 생명보험회사 초회보험료 성장률



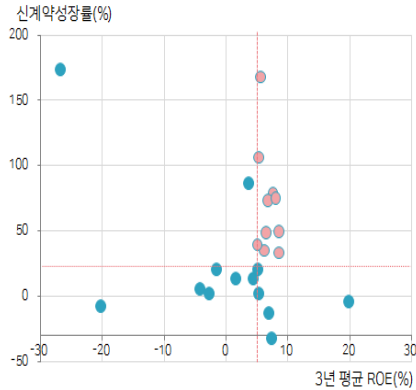
주: 2014~2015년 2년 평균 성장률, 교보라이프플래닛과 IBK연금보험은 제외
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

회사별 내부 자본확충 여력을 종합적으로 살펴보기 위해 신계약성장률과 ROE의 관계를 살펴본다. 신계약성장률은 신계약가치에 의한 가용자본 확충여력을, ROE는 이익 내부유보 여력을 대표한다. 〈그림 Ⅲ-14〉가 이러한 관계를 보여주는데, 두 가지 모두를 일정수준 이상 확충할 여력이 있는 생명보험회사는 제한적임을 볼 수 있다. ROE가 5% 이상이면 신계약성장률이 0% 이상인 생명보험회사는 총 23개사 중 8개사에 불과하다. 〈그림 Ⅲ-15〉와 같이 보장성 신계약성장률과 ROE의 관계를 보면, 두 가지 모두를 일정수준 이상 확충할 수 있는 여력을 가진 회사가 다소 늘어나지만 제한적이다. ROE가 5% 이상이면 보장성 신계약성장률이 25% 이상인 생명보험회사는 10개사이다.

〈그림 Ⅲ-14〉 생명보험회사
신계약성장률과 ROE



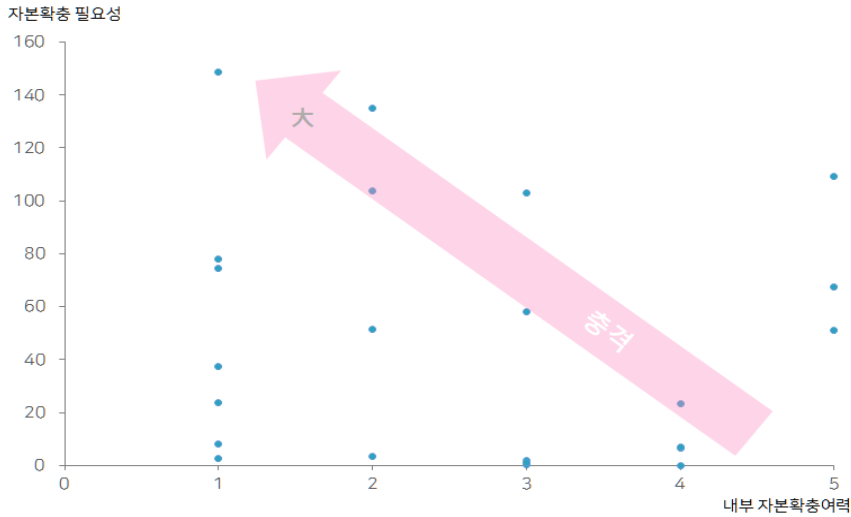
〈그림 Ⅲ-15〉 생명보험회사 보장성
신계약성장률과 ROE



주: 신계약성장률은 2014~2015년 2년 평균 성장률
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

이상에서 살펴본 바와 같이 내부 자본확충을 일정수준 이상으로 실행할 수 있는 생명보험회사의 수는 제한적인 것으로 보인다. 이는 다수의 생명보험회사가 내부 자본확충만으로는 향후 부채시가평가에 따른 회사별 자본감소에 대응하기 어려움을 의미한다. 〈그림 Ⅲ-16〉은 23개 생명보험회사의 자본확충 필요성과 내부 자본확충 여력을 종합적으로 보여준다. 내부 자본확충 여력은 3년 평균 ROE와 보장성성장률을 바탕으로 5개의 그룹으로 나누었으며 숫자가 높을수록 자본확충 여력이 높은 것을 의미한다. 그림의 좌측 상단에 있는 회사일수록 자본확충 필요성은 높지만 내부 자본확충 여력이 낮으므로 부채시가평가제도 시행에 의한 충격이 크다고 할 수 있다. 감독당국은 부채시가평가제도의 안정적인 시행과 정착을 위해 이러한 회사들에 더욱 주목할 필요가 있다.

〈그림 Ⅲ-16〉 생명보험회사 내부 자본확충 여력과 자본확충 필요성



한편, 내부 자본확충 여력은 사업의 효율화를 통해서도 제고될 수 있다. 사업의 효율화란 보험회사가 영위하는 사업의 위험 대비 이익을 개선시키는 것을 의미한다. 이는 자본배분 최적화를 통한 자본이익률 극대화라는 자본관리의 주요 목표와 일치하는 개념이다. 또한, 보험회사의 사업 위험은 경영관점에서는 경제적 자본이며, 감독 관점에서는 요구자본에 해당된다. 즉, 감독관점에서 사업의 효율화는 요구자본 대비 이익률을 제고시키는 것을 의미하며, 이는 사업이 효율화될수록 사내유보된 당기순 이익 1원당 지급여력 개선능력이 높아지게 되는 것을 의미한다. 본고에서는 생명보험회사 사업효율성의 지표로 위험조정자본이익률(RAROC)¹¹⁾을 이용한다.

2013년 이후 생명보험산업의 RAROC이 상승하고 있는 것이 관찰된다. 생명보험산업의 RAROC은 2013년 9.7%에서 2016년 9월 13.6%(연율화)로 상승세이며, 특히 대형

11) RAROC(Risk-adjusted Rate on Capital)은 기대당기순이익을 경제적 자본으로 나눈 값이며, 보험회사가 사업을 영위하기 위해 필요한 자본이 창출하는 순이익을 의미함. 본고에서는 데이터 제약으로 인하여 조정된 당기순이익과 RBC제도의 지급여력기준금액(요구자본)을 각각 기대당기순이익, 경제적자본의 대용치로 하여 RAROC을 추정함. 또한 지급여력기준금액 이상의 자본은 무위험자산(국고채 1년)에 투자되었다고 가정하여 그 이자수익만큼을 당기순이익에서 제외하여 당기순이익을 조정함

사와 외국사의 RAROC 증가가 두드러진다.¹²⁾ 특히, 2014년부터 RBC제도가 강화¹³⁾되어 동일 위험에 대한 요구자본(본고에서 사용한 RAROC의 분모)이 증가¹⁴⁾하였음에도 RAROC이 상승한 점에 주목할 만하다.

〈표 Ⅲ-1〉 생명보험산업의 위험조정자본이익률(RAROC) 추정치

(단위: %)

구분	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년 9월
대형사	9.9	8.8	9.7	11.4	12.6
중소형사	16.7	8.7	7.1	11.7	10.0
외국사	23.8	16.2	17.4	14.0	22.7
전체	12.7	9.7	10.3	11.9	13.6

주: 1) 대형사는 교보, 삼성, 한화이며, 그 외 최대주주가 외국사인 경우는 외국사, 국내사인 경우는 중소기업으로 분류함

2) 농협생명, IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외함

3) 역년(calendar year) 기준으로 계산, 2016년 9월의 RAROC은 연율화함

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템 데이터를 바탕으로 계산함

이러한 RAROC 상승의 요인으로는 위험손해를 하락에 의한 보험부문 이익 증가를 들 수 있다. 위험손해율은 최근까지 지속적으로 개선되는 모습을 보여, 생명보험회사의 보험부문 이익(위험률차익)이 증가한 것으로 보인다.

12) 본고에서는 2016년 4/4분기 데이터를 배제함. 이는 2016년 4/4분기에 변액보증준비금 적립과 자살보험금 일부 지급, 육류담보대출 총당금 등의 대규모 일회성 비용 발생으로 사업 효율성의 추세를 보기에 적절하지 않기 때문임

13) 한 예로서, 생보사 요구자본에서 높은 비중을 차지하는 신용위험액의 신뢰수준이 95%에서 단계적으로 99%(2016년 말)까지 상향조정되었는데, 이는 동일 신용위험에 대한 요구자본을 1.5배 증가시킴

14) 2016년 9월 기준 생명보험회사의 요구자본은 2013년 말 대비 44% 증가함

〈표 Ⅲ-2〉 생명보험산업의 위험손해율

(단위: %)

구분	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년 9월
대형사	85.9	84.6	85.1	80.8	80.0
중소형사	97.2	95.2	95.9	91.5	90.3
외국사	93.7	91.2	90.0	84.3	80.2
전체	89.5	87.9	88.0	83.5	81.9

주: 1) 위험손해율은 사망보험금을 위험보험료로 나눈 값

2) 농협생명, IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외함

3) 역년(calendar year) 기준으로 계산함

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템 데이터를 바탕으로 계산함

아울러 2013년부터 본격화된 생명보험회사들의 인원·점포 감축에 의한 비용 절감도 최근의 RAROC 상승에 기여한 것으로 보인다. 임직원은 2013년 말부터 2016년 9월까지 11.7%가 줄어들었으며, 감원율은 대형사가 17.0%로 가장 높다. 이러한 인력 감축은 당기에 퇴직위로금 등의 지급으로 일시적인 비용증가가 수반되므로 당기의 수익성을 악화시키지만, 이후에는 비용이 대폭 절감되는 효과가 있다. 예를 들어, 인력감축을 실행한 A사(대형사)는 조정수입보험료 대비 인건비율이 3.5%(2013년)에서 2.7%(2016년 1~9월)로 0.8%p 하락하였다.¹⁵⁾ 생명보험산업의 점포는 2012년 말부터 2016년 9월까지 17.5%가 감소하였으며, 외국사의 경우 24.5%로 가장 높은 감축 비율을 보인다.

15) 조정수입보험료는 퇴직연금 및 퇴직보험의 수입보험료를 제외하고, 일시납은 10%만 반영한 수입보험료임; A사 IR자료 참조

〈표 Ⅲ-3〉 생명보험산업의 임직원 및 점포 현황

(단위: 명, 개, %)

구분		2012년	2013년	2014년	2015년	2016년 9월	증감률
임 직 원	대형사	15,783	16,131	14,217	13,322	13,381	-17.0
	중소형사	7,272	7,279	7,059	7,126	7,083	-2.7
	외국사	5,760	5,901	5,648	5,599	5,412	-8.3
	전체	28,815	29,311	26,924	26,047	25,876	-11.7
점 포	대형사	2,496	2,374	2,172	2,118	2,062	-17.4
	중소형사	1,145	1,139	996	988	1,004	-12.3
	외국사	866	805	738	634	654	-24.5
	전체	4,507	4,318	3,906	3,740	3,720	-17.5

주: 1) 대형사는 교보, 삼성, 한화이며, 그 외 최대주주가 외국인인 경우는 외국사, 국내사인 경우는 중소기업으로 분류함

2) 농협생명, IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외함

3) 임직원 증감률 계산기간은 2013년부터 2016년 9월까지이며, 점포 증감률 계산기간은 2012년부터 2016년 9월까지임

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

생명보험회사들의 최근 사업효율성 제고는 손해율 개선 등 질적 개선과 임직원·점포 감축을 통한 양적 개선을 병행한 결과로 판단되며, 향후 사업의 질적 개선을 통한 RAROC 제고에 더욱 노력을 기울일 필요가 있는 것으로 보인다. 추가적인 양적 감축은 비용절감 효과보다 중장기적 성장성 및 평판 악화 등 부정적 효과가 더 크게 나타날 수 있기에 주의할 필요가 있다.¹⁶⁾ 사업의 질적 개선을 위해서는 사업부문별 RAROC 관리가 강화되어야 한다. 이를 위해 위험대비 이익이 높은 사업(혹은 상품)의 확대 및 유지율 제고, 손해율 개선, 자산운용의 효율성(투자위험 대비 수익) 제고 등이 강화될 필요가 있다.

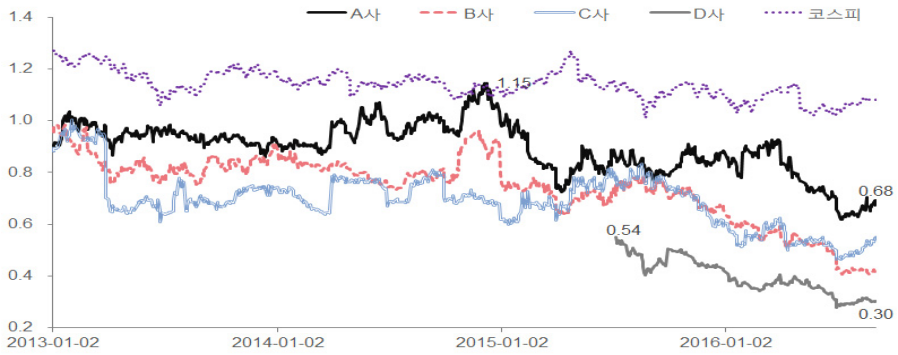
16) 김해식·김세중·김현경(2016) 참조

4. 외부 자본확충 환경

앞서 살펴본 내부 자본확충 여력은 성장성과 수익성을 대표하기도 한다. 성장성과 수익성이 낮은 회사는 외부 자본확충도 불리한 조건에서 할 수밖에 없다. 즉, 생명보험회사의 내부 자본확충 여력이 제한적인 경우 외부 자본확충 여력 역시 제한적임을 의미한다. 다만, 외부 자본확충 환경이 유리한 경우라면 내부 자본확충 여력이 낮은 회사이더라도 비교적 어렵지 않게 자본조달을 할 수 있을 것이다.

그러나 외부 자본확충 환경이 녹록하지 않은 것이 현실이다. 먼저 유상증자를 통한 자본확충 환경을 보기 위해서 상장한 생명보험회사의 장부가 대비 시가총액(PBR)을 살펴본다. 상장 생명보험회사의 PBR은 2013년 이후 지속적으로 낮아져 최근 0.3~0.7 수준이다. 동기간 코스피(KOSPI)의 PBR도 하락하였으나, 생명보험회사의 PBR이 더 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있다(〈그림 Ⅲ-17〉 참조). 이렇게 생명보험회사의 PBR이 많이 하락한 것은 저금리환경에 의한 생명보험회사의 실질적 재무건전성 악화에 대한 투자자의 우려도 반영되었기 때문일 것이다. PBR이 0.3이라는 것은 시가총액이 현행 재무회계상 순자산가치(= 자산 - 부채)의 30% 수준에 불과하다는 것이다. 이는 주식시장에서 회사의 가치를 현행 대차대조표상 순자산가치의 30%만 인정한다는 것으로 자본조달을 위해서는 주식을 매우 낮은 가격에 발행해야 함을 의미한다. 생명보험회사의 지배주주가 자금이 부족하여 제3자 배정으로 유상증자를 할 경우 많은 지분희석이 발생할 수밖에 없는 환경이다. 이는 지배주주가 경영권을 잃지 않으면서 대규모로 증자하기가 매우 어려운 상황임을 의미한다.

〈그림 Ⅲ-17〉 상장 생명보험회사 및 코스피의 PBR



자료: Bloomberg 및 한국거래소

실제로 최근 유상증자한 사례를 보면 보험회사의 경우 5,000억 원 이상의 대규모 유상증자 사례가 없으며, 2015년에 한 손해보험회사는 일부 실권주가 발생하기도 하는 등 보험회사의 대규모 유상증자가 어려운 환경임을 확인할 수 있다.

〈표 Ⅲ-4〉 금융회사 유상증자 예

회사	발행일	금액(억 원)	방식
A은행	2015-01-28	400	제3자 배정증자
B손해보험	2015-04-09	1,508	주주배정 후 실권주일반공모
C생명보험	2015-05-08	506	주주배정증자
D증권	2015-06-11	1,200	주주배정증자
E은행	2015-06-29	1,100	주주배정증자
F증권	2015-07-02	4,142	주주배정증자
G증권	2015-07-07	1,000	제3자 배정증자
H은행	2015-08-05	2,000	주주배정증자
I은행	2015-09-01	1,500	주주배정증자
J증권	2015-09-09	9,561	주주배정증자
C생명보험	2015-11-06	503	주주배정증자
K은행	2015-12-18	1,000	주주배정증자
I은행	2016-02-02	2,500	주주배정증자
E은행	2016-02-03	1,800	주주배정증자
A은행	2016-03-28	400	제3자 배정증자
L화재	2016-04-27	700	제3자 배정증자

자료: 연합뉴스포맷스

다음으로 재무회계 자본이 될 수 있는 신종자본증권 발행 환경을 살펴본다. 신종자본증권은 2016년 상시 발행이 허용되어 규제상 발행 제약은 없다.¹⁷⁾ 신종자본증권은 후순위채와 달리 RBC상 기본자본으로 인정되어 만기까지 100% 자본으로 인정되는 특징이 있으며, 재무제표상으로도 자본으로 분류가 가능하다. 신종자본증권은 이자지급방법, 만기, 후순위성, 중도상환요건 등에 따라 다양한 요건으로 발행이 가능하다. 현재 보험회사가 기본자본으로 인정받을 수 있는 신종자본증권의 요건¹⁸⁾은 만기 30년 이상의 채권 혹은 우선주로서 이자(혹은 배당, 이하 동일) 지급이 비누적적이어야 하며 기한부 후순위채무보다 후순위여야 한다. 또한 발행사가 적기시정조치를 받을 경우 이자지급이 정지되어야 하며, 발행 후 5년 이내 상환되지 아니하며, 상환여부는 발행사의 판단에 의해서만 이루어져야 한다. 이자 지급기준의 상향조정(step-up)은 발행일부터 10년 이후 1회에 한하여 가능하며, 발행사가 이자지급 시기와 이자규모의 결정권을 가져야 한다. 이러한 요건은 은행에서 기본자본으로 인정되는 요건보다는 완화된 요건이라고 할 수 있다. 은행의 경우 기본자본으로 인정받기 위해서는 이자지급 상향조정 조건이 없어야 하며, 조건부자본증권의 예정사유 등¹⁹⁾을 충족해야 한다.

은행의 경우 까다로운 조건에 의해 투자위험이 높은 신종자본증권의 국내발행이 쉽지 않은 상황이다. 2016년에 기본자본으로 인정된 신종자본증권의 발행규모가 6,000억 원이며 국책은행으로서 신용도가 최상위급인 기업은행만이 발행에 성공한 상황이다. 국책은행 이외의 은행들은 해외 발행을 추진 중인 것으로 알려져 있다. 해외발행의 경우 발행비용이 증가하고 발행금리가 높을 수밖에 없다. 2017년 3월 3,000억 원의 조건부 신종자본증권 발행에 또 다시 성공한 기업은행의 경우 10년 중도상환 옵션이 붙은 채권은 3.87%, 5년 중도상환옵션이 붙은 채권은 3.36%의 금리로 발행되었다.

17) 단, 지급여력비율(신종자본증권에 의한 조달분 제외)이 50% 이하인 보험회사는 신종자본증권 발행이 불가함

18) 신종자본증권 요건은 보험업감독업무시행세칙 [별표 22]에 규정되어 있음

19) 발행사가 부실금융기관으로 지정되었을 경우(예정사유 발생 시) 주식으로 전환되거나 원금이상각되는 등의 조건이 붙는 것임. 자세한 내용은 은행업감독업무시행세칙 [별표 3]의 참조

〈표 Ⅲ-5〉 은행의 자본증권 발행 규모

(단위: 억 원)

유형	2014년	2015년	2016년
신종자본증권(기본자본)	3,600	17,450	6,000
후순위채권(보완자본)	25,000	35,000	38,500
합계	28,600	52,450	44,500

자료: 연합뉴스

보험회사의 경우 최근(2017년 4월) 한화생명이 5,000억 원 규모의 30년 만기 신종 자본증권 발행에 성공하였다. 이로써 한화생명은 RBC비율을 10.3%p 제고시킬 것으로 예상하였다. 한화생명의 신종자본증권은 발행일로부터 5년 경과 이후 발행자에 의한 조기상환이 가능(callable)하며, 10년 후 이자 1.35%를 가산하는 조건으로 발행 금리 4.582%에 발행되었다. 유사한 시기에 발행된 기업은행의 조건부 신종자본증권의 경우 상각조건이 붙고, 금리 상향조정이 없음에도 1.222%p 낮은 3.36%의 금리(5년 중도상환옵션)로 발행된 것을 감안하면 상당히 높은 금리로 볼 수 있다.

신종자본증권 발행에 따른 비용은 발행제비용과 매년 지급하는 순이자비용이다. 한화생명의 발행제비용은 발행금액의 0.4% 정도²⁰⁾였으며, 순이자비용은 신종자본증권으로 확충된 자금을 만기 30년의 국채에 투자했다고 가정할 경우 발행 후 10년간은 연 2.272%(= 2.310%²¹⁾ - 4.582%) 정도이며, 이후 20년간은 1.35%를 가산한 3.622%로 추정된다. 신종자본증권은 보통주와는 달리 매년 순이자비용이 발생하며, 적지 않은 직접적인 비용을 지불해야 하는 것을 확인할 수 있다. 그러나 자금이 부족한 지배주주 입장에서는 지분희석이 일어나지 않으면서도 재무회계 자본을 확충할 수 있는 유일한 수단이라는 장점이 있다.

외부 자본확충 환경 점검의 마지막으로 보완자본인 후순위채권 발행 환경을 본다. 과거에는 지급여력비율이 150% 이하인 보험회사에만 후순위채 발행을 허용하였지만, 최근 규제를 다소 완화하여 지급여력비율이 150% 이하로 악화될 것이 예상되는

20) 한화생명 공시에 의하면, 발행분담금, 인수수수료 등 발행제비용은 20억 4천 8백만 원

21) 발행일(2017년 4월 13일) 당시의 국채 30년물 금리임

보험회사도 선제적으로 발행할 수 있게 되었다. 생명보험회사의 기존 후순위채 발행 현황을 보면, 이미 지급여력비율이 악화된 상태에서 발행하였기 때문에 발행금리가 높고, 대부분 만기가 6년 내외로 짧은 조건인 것을 확인할 수 있다(〈표 Ⅲ-6〉 참조).

〈표 Ⅲ-6〉 생명보험회사 후순위채 발행 현황

(단위: 년, %, 억 원)

회사	발행일	만기	금리	이자지급기간	발행액
A	2013-06-28	5.5	4.91	3개월	300
A	2013-08-27	5.5	4.98	3개월	300
B	2013-09-30	6.0	4.9	3개월	1,000
C	2013-10-10	10.0	5	3개월	2,000
D	2013-11-19	5.5	5	3개월	100
A	2013-12-06	5.5	5.25	3개월	200
D	2013-12-27	5.5	5.6	3개월	200
B	2014-04-04	5.5	5.5	3개월	400
A	2014-10-30	5.5	5.3	3개월	500
D	2014-12-30	5.5	5	3개월	100
D	2014-12-31	5.0	5	3개월	100
B	2015-09-18	6.0	4.4	3개월	200
B	2015-10-08	7.0	4.3	3개월	700
A	2015-12-11	6.0	4.65	3개월	200
A	2015-12-30	5.5	4.65	3개월	30
A	2016-04-28	6.0	4.6	3개월	400
D	2016-09-30	6.0	4.4	3개월	200
A	2016-12-28	5.5	4.75	3개월	200

자료: 연합인포맥스

참고로 이러한 생명보험회사의 후순위채 발행 조건은 은행과 비교할 때 매우 불리한 수준이다. 2016년 생명보험회사는 만기 5.5년 혹은 6년의 후순위채를 금리 4.4~4.75%로 발행하였다. 반면, 은행의 경우 2016년에 만기 10년 이상으로 발행했음에도 불구하고 금리수준이 2.08%~3.5%였다. 물론 이는 기본적으로 후순위채 발행 생명보험회사들의 신용도가 은행에 비해 낮기 때문이지만, 과거 발행규제에 의한 평판효과의 영향도 일부 작용했을 가능성이 높다. 즉, 보험회사는 후순위채 발행 자체

가 재무건전성이 상당히 악화되었다는 신호로 작용되었기 때문에 보다 불리한 조건에서 발행되었을 가능성이 높다. 이러한 가설은 차후 학술연구를 통해 검증해 볼 필요가 있다.

〈표 Ⅲ-7〉 은행의 후순위채(조건부) 발행 현황

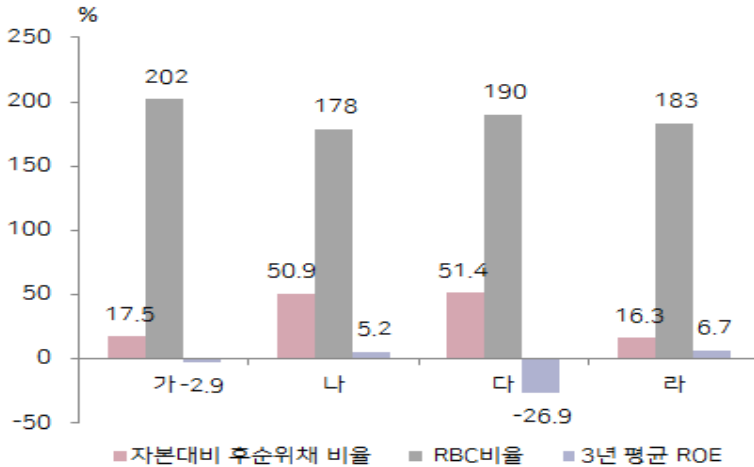
(단위: 년, %, 억 원)

회사	발행일	만기	금리	발행액
전북은행	2016-03-23	10	3.5	800
우리은행	2016-03-28	10	2.95	2,500
광주은행	2016-03-29	10	3.5	700
농협	2016-03-30	10	2.83	3,000
기업은행	2016-04-14	10	2.37	4,000
산업은행	2016-05-20	10	2.29	3,000
산업은행	2016-05-20	10	2.29	3,400
산업은행	2016-05-20	15	2.39	600
농협	2016-05-31	10	2.52	3,000
신한은행	2016-06-01	10	2.62	3,000
대구은행	2016-06-03	10	3.1	1,000
하나은행	2016-06-24	10	2.45	2,000
제주은행	2016-06-29	10	3.8	500
경남은행	2016-09-05	10	3.47	1,000
신한은행	2016-09-29	10	2.2	1,600
신한은행	2016-09-29	15	2.43	400
산업은행	2016-10-19	10	2.08	3,000
수출입은행	2016-11-24	10	2.73	5,000

자료: 연합인포맥스

기존에 후순위채를 발행한 4개 생명보험회사의 경우 수익성이 낮고, 재무회계 자본 대비 후순위채 비율이 높은 특징이 있다. 특히 2개 생명보험회사는 이미 재무회계 자본 대비 후순위채 비율이 50%를 상회하여 후순위채의 추가 발행을 통한 보완자본 확충 여력이 매우 낮다고 볼 수 있다.

〈그림 Ⅲ-18〉 후순위채 보유 생명보험회사 특징



주: 2015년 말 기준

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

보험회사 후순위채 발행 규제 완화 이후 기존 4개 후순위채 발행 회사 이외에 최근 (2017년 4월) 하나생명 및 NH농협생명이 각각 500억 원, 5,000억 원 규모의 후순위채 발행에 성공하였다. 이중 NH농협생명은 후순위채를 만기 7, 10년에 금리 3.160 ~ 3.555%로 발행하였다. 만기 10년에 5년 콜옵션이 붙은 채권의 경우 3.385%로 발행되었는데, 이는 보험금지급능력평가 등급이 AAA로 동일한 한화생명의 신종자본증권과 비교할 때 1.2%p 정도 낮은 금리이다. 이는 보험금지급능력평가 등급이 AAA인 회사가 후순위채를 발행할 경우 자본비용이 신종자본증권 발행에 비해 대략 연 1.2%p 낮은 것을 의미한다.²²⁾ 주의할 점은 이는 발행 후 5년까지만 그렇다는 것이다. 만기 10년의 후순위채는 발행 후 5년을 초과하면 자본인정비율이 매년 20%씩 감소하므로 실질적인 자본비용이 상승하게 된다. 발행 6년차부터 9년차까지 보완자본 규모를 감안한 실질 금리는 각각 연 4.231%(= 3.385 / 0.8), 5.642%(= 3.385 / 0.6), 8.4625%, 16.925%로 급등하게 된다. 즉, 7년차부터는 신종자본증권에 비해 오히려 후순위채의 실질적인 자

22) 후순위채 및 신종자본증권 발행에 의한 투자가 동일하게 10년 만기 국채에 대해 이루어진다고 가정함

본비용이 높은 것이다. 콜옵션이 들어 있는 후순위채는 발행 5년 이후 발행금리와 실질 자본비용을 비교하여 콜옵션을 행사할 필요가 있다. 다만, 현행 보험업감독규정의 후순위채 조기상환 요건으로 이러한 실질 자본비용을 감독당국이 인정하느냐의 문제가 있다.²³⁾

최근 후순위채 발행은 비교적 원활하게 이루어지고 있어 발행에 큰 어려움은 없을 것으로 보이나, 향후 보험회사들의 발행 증가뿐만 아니라 은행들도 기업구조조정 및 바젤 III에 대응하기 위해 후순위채 발행을 늘릴 가능성이 높은 것으로 보여, 후순위채 발행 시 가산금리가 상승할 가능성이 있다는 점도 염두에 둘 필요가 있다.²⁴⁾

5. 소결

본 장에서는 생명보험회사의 내부 자본확충 여력과 외부 자본확충 환경을 살펴보았다. 우선 내부 자본확충을 일정수준 이상으로 실행할 수 있는 생명보험회사의 수는 제한적인 것으로 판단된다. 재무회계 자본확충 필요성이 높은 회사들의 경우 이익 내부유보율이 70% 이상인 경우가 대부분이어서 내부유보율 제고를 통한 자본확충 여

23) 보험업감독규정 제7-10조 제5항에는 조기상환 요건이 다음과 같이 규정됨

⑤ 제1항 제2호의 규정에 불구하고 다음 각호의 요건을 모두 충족하거나 후순위채무를 상환한 후의 지급여력비율이 150% 이상인 경우에 보험회사는 감독원장의 승인을 받아 당해 후순위채무를 기한이 도래하기 전에 상환할 수 있다.

1. 지급여력비율이 100% 이상일 것
2. 상환 전까지 당해 후순위채무에 비해 유상증자 등 자본적 성격이 강한 자본조달로 상환될 후순위채무와의 대체가 명확히 입증되고 그 금액이 당해 후순위채무의 상환예정액 이상일 것. 기한이 도래하기 전에 상환하고자 하는 후순위채무의 잔존만기보다 원만기가 길고 금리 등 자금조달 조건 등이 유리한 후순위채무는 자본적 성격이 강한 자본조달수단으로 본다.
3. 후순위채무 계약서상 감독원장의 사전승인 시 기한이 도래하기 전에 채무자의 임의상환이 가능하다는 조항이 명시되어 있거나 당사자 간에 합의가 있을 것
4. 금융시장의 여건변화에 따라 당해 후순위채무의 금리조건이 현저히 불리하다고 인정될 것

24) 한편, 미국의 기준금리 인상으로 인해 우리나라 장기 국고채 금리가 다소 상승할 가능성이 있는 것도 향후 후순위채 발행금리 상승 가능성을 높이는 점이기도 하나, 이는 투자 수익률도 높이기 때문에 후순위채 발행에 의한 순이자비용에는 영향을 주지 못함

력이 제한적이며, 성장 둔화로 신계약가치 제고에 의한 가용자본 확충 여력도 감소하고 있는 상황이다. 이는 다수의 생명보험회사가 내부 자본확충만으로는 향후 부채시가 평가에 따른 자본감소에 대응하기 어려울 수 있음을 의미한다. 다만, 최근 생명보험산업 전반적으로 사업 효율성이 제고되어 내부 자본확충 여력이 증가하고 있는 점은 긍정적이다.

외부 자본확충 환경도 녹록지 못하다. 특히 유상증자 환경이 매우 악화되어 자금이 부족한 지배주주가 제3자 배정으로 유상증자를 할 경우 많은 지분희석이 발생할 수밖에 없는 환경이다. 이는 지배주주가 경영권을 잃지 않으면서 대규모로 증자하기가 매우 어려운 상황임을 의미한다. 지분희석이 없으면서도 재무회계 자본으로 인정될 수 있는 신종자본증권의 경우 최근 한화생명의 발행 성공으로 상대적으로 나은 발행 환경이라고 할 수 있다. 그러나 신종자본증권의 비용이 상당히 높은 편이어서 대규모 발행은 생명보험회사에게 큰 부담이 될 것이며, 순이자비용의 증가로 오히려 내부 자본확충 여력을 훼손시킬 수도 있다.²⁵⁾

보완자본으로 인정되는 후순위채 발행 환경은 양호한 편이다. 최근 규제완화에 의해 NH농협생명이 선제적으로 5,000억 원 규모의 후순위채 발행을 성공시킨 것은 고무적이다. 그러나 후순위채 발행은 재무회계 자본 감소에는 대응하는 수단이 될 수 없으며, 잔존만기가 5년 이하가 되면 실질 자본비용이 신종자본증권 이상으로 급증한다는 단점이 있다.

25) 신종자본증권 발행에 따른 비용을 더욱 정확하게 파악하기 위해서는 순이자비용 이외에 보험영업이익도 고려되어야 함. 즉, 확충된 자본을 이용한 보험영업 부문의 이익이 순이자비용을 하회하면 신종자본증권의 순비용이 양(+)이며, 내부 자본확충 여력을 훼손시킬 수 있음

IV. 자산부채관리(ALM)

ALM(Asset Liability Management)은 금리리스크만을 관리하는 개념은 아니다. 그러나 부채 듀레이션이 장기인 생명보험회사는 일반적으로 상당량의 금리리스크에 노출되어 있으며, 다른 리스크에 비해 비중이 가장 높은 경향이 있다. 그렇기에 생명보험회사의 ALM은 금리리스크 관리가 가장 큰 비중을 차지할 수밖에 없다. 유의할 점은 생명보험회사의 ALM에서 금리리스크는 한 가지 지표(예컨대 듀레이션)만으로 적절히 관리될 수 없다는 것이다. 수익률 곡선의 비평행이동(non-parallel shift)에 대해서 까지 면역화하기 위해서는 듀레이션 및 볼록성(convexity) 외에 키레이트 듀레이션(key rate duration)을 고려할 필요가 있으며, 보험부채와 같이 내재옵션이 있는 경우에는 유효(effective) 듀레이션 및 유효 볼록성을 고려할 필요가 있다. 이 외에도 다양한 금리변화에 대해 면역화를 하기 위해서 확률적 시뮬레이션 등 다양한 테크닉과 지표를 이용하여 금리리스크를 관리할 필요가 있다.

따라서 생명보험회사의 ALM 현황을 정확하게 파악하기 위해서는 다양한 지표를 관찰할 필요가 있다. 그러나 현실적으로 회사별 다양한 지표를 모두 관찰할 수가 없으므로 본고에서는 각 사별 경영공시에 있는 지급여력제도 기준 듀레이션을 중심으로 생명보험회사의 ALM 현황을 파악하고 관련 이슈를 분석한다. 이는 본 연구의 한 계이기도 하다.

한편, ALM은 자산뿐만 아니라 부채의 구조를 전환하는 것도 가능하다. 그 동안 생명보험회사는 금리연동형 부채로 구조를 빠르게 전환하였으나, 시장금리 하락으로 최저보증이율이 적용되는 부채가 증가하고 있어서 2016년 3월 기준 실질적인 금리확정형 부채 비중이 58.6%에 달하는 실정이다. 다만 향후 미국 기준금리 인상에 의한 시장금리 상승으로 그 비중은 다소 줄어들 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 남은 3

년여의 기간 동안 부채구조가 바뀌는 데는 한계가 있을 수밖에 없다. 따라서 부채시
가평가제도에 대응하기 위한 ALM은 자산의 듀레이션 확대가 우선이라고 할 수 있다.
본 연구는 생명보험회사의 ALM 중 자산운용에 집중하여 분석한다.

〈표 IV-1〉 생명보험회사 보험부채 익스포져 현황

(단위: 억 원, %)

구분		금액	비중
금리연동형		2,956,553	60.9
	최저보증이율 적용대상	692,720	14.3
	금리확정형 특약 등	254,141	5.2
금리확정형		1,899,659	39.1
합계		4,856,213	100.0

주: 2016년 3월 말 기준

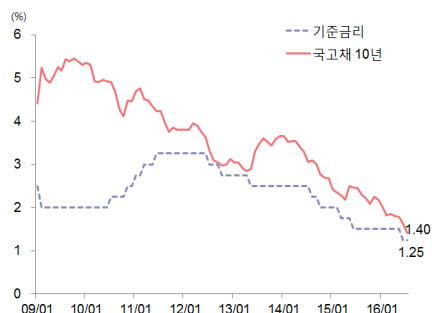
자료: 예금보험공사(2016), 금융리스크리뷰, 2016년 여름호

1. 생명보험회사의 ALM 현황 및 현안

금융위기 이후 지속된 시장금리 하락에 의해 보험회사의 금리역마진이 확대되고 있다. 그 동안 시장금리의 급격한 하락으로 최저보증이율 적용대상 부채 비중이 증가하여, 생명보험회사의 실질적 금리확정형 부채 비중(2016. 3)²⁶⁾은 58.6%에 이르렀다. 이에 보험부채 부리이율 하락보다 자산운용 수익률의 하락이 더 커져 금리역마진율²⁷⁾이 더욱 확대될 가능성이 있다. 2014년에 비해 0.23%p 상승한 2015년 생명보험회사의 금리역마진율은 이러한 상황을 반영하는 것으로 보인다.

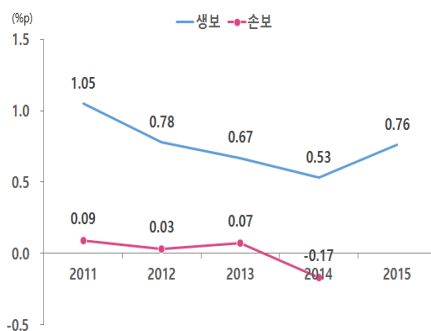
26) 예금보험공사(2016)

27) 금리역마진율 = 보험부채 부리이율 - 자산운용 수익률

〈그림 IV-1〉 기준금리 및 국고채
10년물 금리

자료: ECOS

〈그림 IV-2〉 보험회사 금리역마진을

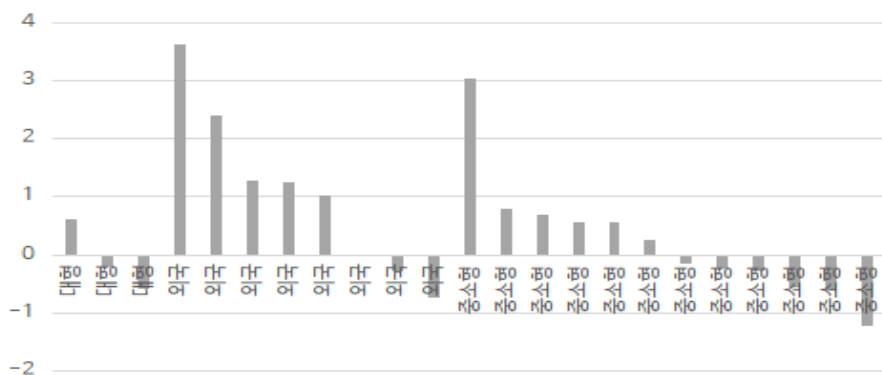


자료: 금융감독원 보도자료; 예금보험공사 보험회사 경영정보

생명보험회사의 자산운용은 저금리에 의한 금리역마진 확대에 대한 대응 외에도, 향후 보험부채시가평가제도 시행에 의한 대규모 자본 감소 및 지급여력평가제도 강화에 의한 요구자본 증가에도 대비할 필요가 있다. 특히, 지급여력평가제도 강화 중 금리리스크 산출을 위한 보험 부채 듀레이션 확대(20년→30년)는 보험회사의 금리리스크를 대폭 확대시킬 것으로 보여 이에 대한 대응이 시급한 상황이다.

생명보험회사의 2016년 6월 기준 듀레이션 갭을 살펴보면, 외국사의 듀레이션 갭이 상대적으로 큰 것을 확인할 수 있다(그림 IV-3) 참조). 이는 자산의 듀레이션이 부채에 비해 높은 것으로 보험 부채 듀레이션 확대 및 부채시가평가제도에 대한 대응이 보다 수월할 것으로 평가할 수 있다. 대형사의 경우 한 개 회사만이 양의 듀레이션 갭인 것을 볼 수 있다. 현행 RBC제도에서는 듀레이션 갭이 일정수준 이상으로 크면 오히려 금리리스크가 늘어난다. 그럼에도 불구하고 상당수 외국사와 일부 중소형사는 금리리스크를 경제적 관점에서 관리함으로써 향후 시행될 부채시가평가제도에도 비교적 수월하게 대응할 수 있는 것으로 보인다.

〈그림 IV-3〉 생명보험회사의 듀레이션 갭



주: 1) IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외

2) 듀레이션 갭 = 금리부자산 듀레이션 - 금리부부채 듀레이션 $\times$ 금리부부채 익스포저 / 금리부자산 익스포저

3) 2016년 6월 말 기준

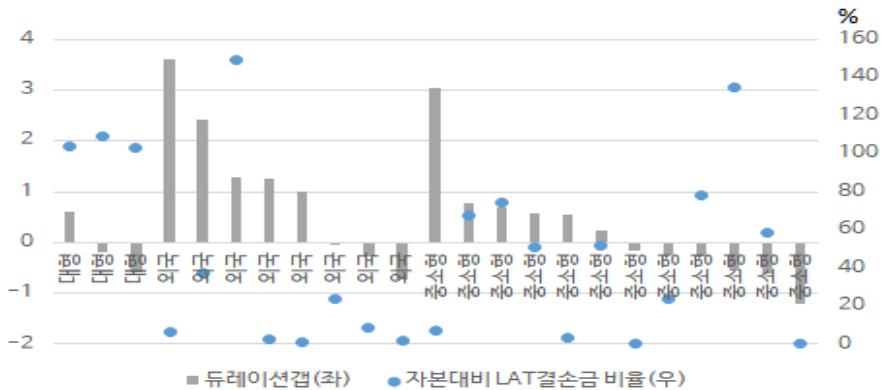
자료: 각 사 경영공시

자본확충의 필요성과 듀레이션 갭의 관계를 살펴보면 부채시가평가제도 시행에 대응한 ALM 수준을 보다 정확하게 판단할 수 있다. 대형사의 경우 재무회계 자본대비 LAT 결손금 비율이 100% 내외로 높은 수준임에도 불구하고 듀레이션 갭이 상대적으로 낮다. 듀레이션 갭을 현 수준으로 유지할 경우, 대형사들은 회계제도 전환 시 자본감소뿐만 아니라 전환 이후 자본의 금리민감도가 높을 것으로 보여 자산 듀레이션 및 금리부자산 익스포저를 더욱 확대하는 것이 필요하다. 다만, 자산 듀레이션 및 금리부자산 익스포저를 높이면, 금리가 상승할 경우 실질 자본의 증가 규모가 줄어들게 되어 전환 시에는 오히려 불리할 수도 있다. 따라서 일반적인 경우에는 금리 상승이 전망될 때 자산 듀레이션 및 금리부자산 익스포저를 유지하거나 축소하는 전략도 고려할 수 있다. 그러나 부채시가평가에 많은 영향을 미치는 장기금리 상승이 불확실할 뿐만 아니라, 전환까지 3년여의 남은 기간 동안 듀레이션 갭을 높이지²⁸⁾ 않는다면 전환 이후 생명보험회사는 높은 자본변동성을 겪게 될 것이다. 현 시점에서 장기 금리상승을 기대하며 듀레이션 갭을 높이지 않는 전략은 바람직해 보이지 않는다.

28) 일반적으로 사용하는 듀레이션 갭의 정의는 〈그림 IV-3〉의 주 2)와 같으며, 부호를 가지고 있어 표현에 유의할 필요가 있음. 즉, 금리부자산 듀레이션 혹은 금리부자산 익스포저를 확대하는 전략은 듀레이션 갭을 낮추는 것이 아니라 높임

한편, 일부 외국사와 중소형사도 대형사와 동일하게 듀레이션 갭이 작은 문제를 가지고 있는 것으로 보인다. 본고에서는 이후 논의의 중심을 대형사에 두기로 한다. 생명보험산업에서 차지하는 비중과 영향력을 감안할 때 대형사의 ALM을 중심으로 분석하는 것이 효율적이면서도 타당한 결론을 도출할 수 있는 방법이다.

〈그림 IV-4〉 생명보험회사의 듀레이션 갭과 자본확충 필요성



주: 1) IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외

2) 듀레이션 갭 = 금리부자산 듀레이션 - 금리부부채 듀레이션 × 금리부부채 익스포저 / 금리부자산 익스포저

3) 2016년 6월 말 기준

자료: 각 사 경영공시

생명보험회사는 앞서 언급한 시장 및 제도 환경에 대한 대응을 위해 자산운용수익률 제고와 요구자본 경감이라는 상충되는 두 목표를 동시에 추구해야 할 상황이다. 금리역마진을 완화시키기 위해서는 자산운용수익률을 제고가 필요한 반면, 지급여력비율을 증가시키기 위해서는 투자리스크(금리, 신용리스크 등)를 경감시킬 필요가 있다. 금리리스크를 경감시키기 위해서는 장기 금리부자산 비중을 확대해야 하며, 신용리스크를 경감시키기 위해서는 신용도가 높은 자산을 중심으로 투자해야 한다.

투자리스크를 경감시키면서도 수익률을 제고하기 위해서는 안전하고 수익률이 높은 장기 금리부자산 비중을 확대할 필요가 있는데, 국내 장기 자산만으로는 이러한 운용이 어려운 것이 현실이다. 국내 장기 금리부자산은 대부분 국채이며, 초과수요로 수익률이 낮은 상황이다. 생명보험회사는 이러한 자산운용 현안 해결을 위해 해외투

자를 확대시키고 있는 것으로 보인다. 2016년 상반기의 경우 보험회사의 외화증권 투자가 136.3억 달러 늘어서, 주요 기관투자자 중 가장 큰 폭으로 증가하였다.²⁹⁾

〈표 IV-2〉 기관투자자별 외화증권 투자 잔액¹⁾

(단위: 억 달러, %)

구분	2014	2015			2016.2Q		
	잔액	잔액	증가폭	증가율	잔액	증가폭	증가율
보험회사	336.8	426.0	89.2	26.5	562.3	136.3	32.0
자산운용사	485.5	601.5	116.0	23.9	660.7	59.2	9.8
외국환은행 ²⁾	72.3	107.8	35.5	49.1	163.1	55.3	51.3
증권사	49.9	79.9	30.0	60.1	99.7	19.8	24.8
합계	944.5	1,215.2	270.7	28.7	1,485.9	270.7	22.3

주: 1) 시가기준 기말 잔액이며, 자산운용사는 고유 및 위탁계정, 보험사·외국환은행·증권사는 고유계정 기준임

2) 종금사를 포함함

자료: 한국은행 보도자료(2016. 8. 26)

미국의 경우 장기 국채 금리가 우리나라보다 높으며,³⁰⁾ 다양한 우량 장기 회사채가 발행되어 투자 매력도가 높은 특징이 있다. 단, 지난해 하반기부터 1년 만기 이상 스왑레이트³¹⁾가 음(-)으로 전환하여 만기 1년 이상의 선물환으로 환헤지할 때 비용이 발생한 점은 투자매력 감소 요인이다.

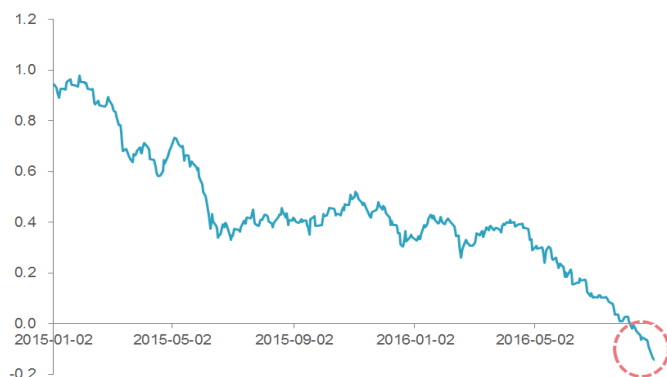
29) 한국은행 보도자료(2016. 8. 26), “2016년 2/4분기 중 주요 기관투자자의 외화증권투자 동향”

30) 국채 30년물 수익률(2016. 8. 29): 한국 1.52%, 미국 2.21%

31) 스왑레이트(swap rate)는 $\frac{\text{선물환율} - \text{현물환율}}{\text{현물환율}}$ 이며, 이론상 양 통화 간 금리차와 일치

함. 이것이 의미하는 바를 단순한 예로 설명하자면, 12개월 스왑레이트가 1%인 경우, 투자자 A가 금리 2% 1년 만기 미국채 매입과 동시에 환헤지를 위해 12개월 선물환을 원리금만큼 매도했다면, 만기 시 투자자 A의 원화 표시 수익률은 3%(= 2% + 1%)가 됨. 즉, 헤지한 해외투자의 원화표시 수익률은 해외통화 표시 수익률에 스왑레이트를 더한 것임

〈그림 IV-5〉 12개월 스왑레이트



자료: 연합인포맥스

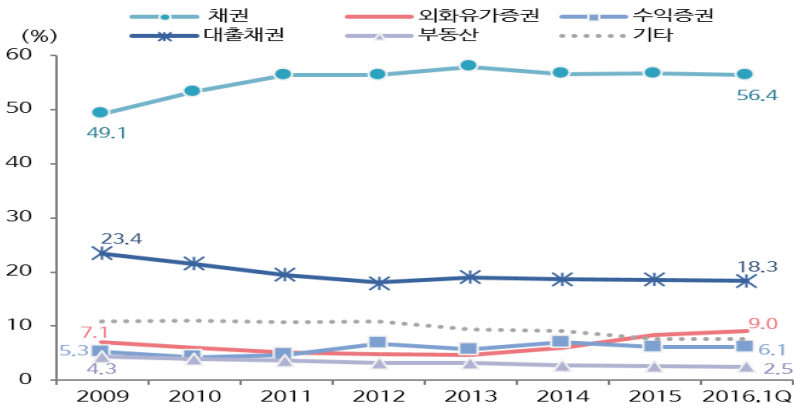
생명보험회사의 해외투자 확대는 저금리 및 부채시가평가제도 대응을 위해 불가피한 측면이 있으나, 해외투자에 따른 리스크관리에 대한 문제가 제기될 수 있다. 실제로 일본 아모토생명(Asahi Life)은 수익률 추구 목적으로 해외투자비중을 급격히 늘렸으나 위험관리가 되지 않아 글로벌 금융위기 발생으로 2008년 파산에 이른 바 있다.³²⁾ 다음 절에서는 생명보험회사의 해외투자 및 리스크관리 현황에 대해 분석하고, 이에 따른 시사점을 논의한다.

2. 생명보험회사의 해외투자 및 리스크관리 현황

생명보험회사는 글로벌 금융위기 이후 부동산 비중을 축소하고 수익증권 및 외화유가증권의 비중을 확대하였으며, 2016년 3월 말 기준 외화유가증권의 비중은 9.0%를 차지하였다. 해외투자는 유가증권 이외에도 대출채권 형태로도 이루어지므로 실제 해외투자 비중은 이보다 높다.

32) 김해식(2013)

〈그림 IV-6〉 생명보험회사 일반계정 운용자산



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

생명보험회사의 해외투자 자산은 국채, 투자등급 회사채, KP(Korean Paper)³³⁾ 등 주로 저위험 장기채가 중심이나, 보다 고수익을 기대할 수 있는 이자율구조화 채권, 대출채권담보부 증권(Collateralized Loan Obligation) 등의 투자비중도 확대되고 있는 것으로 알려져 있다. 또한, 인프라, 부동산, 이머징 마켓 채권 등 투자자산의 다양화도 모색하고 있는 것으로 알려져 있다.³⁴⁾ 생명보험회사 해외투자의 성격을 규명하기 위해서는 해외투자를 보다 세부적으로 분류하여 분석할 필요가 있으나, 데이터의 제약으로 본 보고서에서는 외화유가증권을 중심으로 분석한다.

대형 생명보험회사들은 2013년 이후 운용자산 중 외화유가증권 비중을 급증시키고 있다. 단, 대형사 중 한 회사는 외화유가증권 비중이 감소했으며, 산업 평균 미만의 비중으로 외화유가증권을 투자하고 있다.

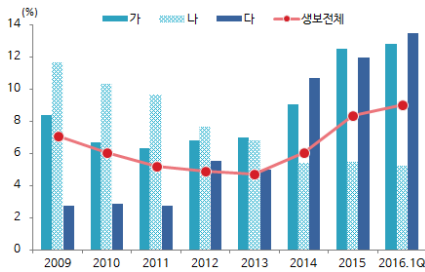
한편, 2개 생명보험회사가 일반계정 운용자산 중 외화유가증권 비중만 20%를 넘고 있다. 동부생명, 미래에셋생명은 외화유가증권 비중이 각각 29.5%, 22.4%이며, 이들 모두 최근 2~3년 동안 외화유가증권 비중을 급격하게 확대시킨 것을 확인할 수 있다.

33) 한국 기업이 해외에서 발행하는 달러표시 채권임

34) 연합인포맥스(2016. 8) “보험사 CIO 투자전략” 인터뷰 시리즈 및 한국경제(2017. 2) “보험사 CIO에게 듣는다” 인터뷰 시리즈 참조

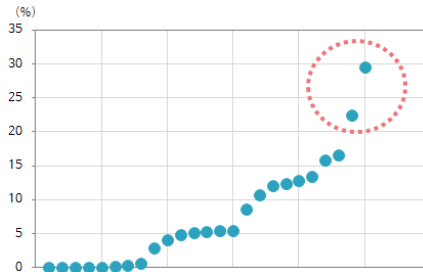
공시되지 않은 외화대출채권까지 고려하면 이들 생명보험회사의 해외투자 비중은 기존 한도인 총자산의 30%에 근접한 것으로 보인다.

〈그림 IV-7〉 대형 생명보험회사
외화유가증권
비중



주: 운용자산 중 외화유가증권 비중
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

〈그림 IV-8〉 생명보험회사별
외화유가증권
비중



주: 2016년 3월 말 기준
자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

한편, 보험회사는 과거와 다르게 KP 이외의 외화채권 투자를 대폭 확대하고 있다. 과거 해외투자는 KP 중심으로 이루어졌으나, 최근에는 장기 국채와 우량 회사채를 중심으로 투자하는 것으로 보인다. 해외 국채와 회사채 투자는 KP에 비해 국내 보험 회사가 신속하게 파악하기 어려운 리스크가 있을 수 있으므로 높은 리스크관리 역량이 필요하다.

〈표 IV-3〉 보험회사의 외화증권 종류별 투자 잔액

(단위: 억 달러, %)

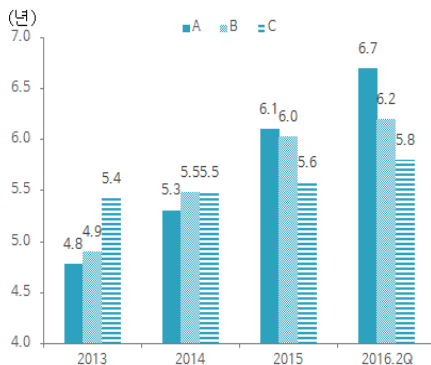
구분	2014	2015			2016. 2Q		
	잔액	잔액	증가폭	증가율	잔액	증가폭	증가율
주식	31.5	24.4	-7.1	-22.5	30.2	5.8	23.8
채권	166.0	248.9	82.9	49.9	346.2	97.3	39.1
KP	139.3	152.8	13.5	9.7	185.9	33.1	21.7
합계	335.8	425.1	89.3	26.5	562.3	136.2	32.0

주: 시가기준 기말 잔액임
자료: 한국은행 보도자료(2016. 8. 26)

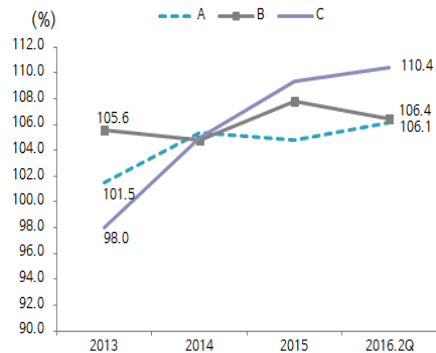
대형 생명보험회사들은 대체적으로 자산 듀레이션을 빠르게 확대시키고 있어 금리리스크 경감을 위해 노력하고 있는 것으로 보인다. 다만, 해외투자 비중을 급증시키는 회사들 중 C사는 자산 듀레이션 증가가 더딘 반면 B사는 자산 듀레이션이 빠르게 증가하여 이들 회사 간 해외투자 전략이 다소 다른 것으로 추정된다. 해외투자 비중을 줄이고 있는 A사는 국내 장기 자산을 중심으로 자산 듀레이션을 확대하는 전략을 구사하는 것으로 보인다.

대형 생명보험사는 대체로 금리부부채 대비 금리부자산 비중도 확대시킴으로써 금리리스크를 경감시키고 있다.³⁵⁾ C사는 상대적으로 자산 듀레이션 확대보다는 금리부자산 비중(익스포저)을 증대시키는 방향으로 금리리스크를 관리하고 있다.

〈그림 IV-9〉 대형 생명보험회사 자산
듀레이션



〈그림 IV-10〉 대형 생명보험회사
금리부부채
대비 금리부자산



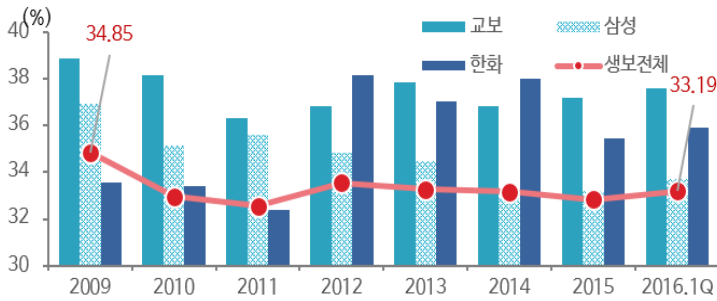
자료: 각 사 경영공시

참고로 신용리스크를 살펴보면 해외투자가 급증한 2013년 이후 대형 생명보험회사들은 대체로 위험가중자산 비율을 다소 낮추며 안정적으로 관리한 것으로 보인다

35) 대다수의 대형사가 금리부부채민감액보다 금리부자산민감액이 적은 상황이므로, 금리리스크 경감을 위해서는 금리부자산민감액(= 금리부자산익스포저 × 듀레이션)을 확대시켜야 하며, 이는 금리부자산 익스포저(규모) 혹은 듀레이션을 확대시킴으로써 달성할 수 있음. 단, 삼성화재는 금리부자산민감액이 금리부부채민감액보다 더 큼에도 불구하고 금리부자산민감액을 더욱 확대시키고 있음. 이는 강화되는 지급여력제도에 선제적으로 대비하기 위한 전략으로 볼 수 있음

다.³⁶⁾ 이는 해외투자 확대가 보험회사의 신용리스크를 높인 것은 아님을 보여준다. 생명보험산업 전체적으로도 신용리스크는 일정 수준에서 관리되고 있는 모습이다.

〈그림 IV-11〉 대형 생명보험회사 위험가중자산 비율



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

36) 신용리스크는 위험가중자산 비율보다는 지급여력제도상의 신용위험액 변화를 살피는 것이 더욱 정확하나 최근 신뢰수준 상향 조정에 의한 증가 효과가 커서 분석에서 제외함

V. 결론 및 시사점

1. 자본확충

각각의 자본확충방안은 장점과 단점이 동시에 존재하며, 분석 시점의 시장상황과 개별 기업의 재무상태, 미래 사업전망 등에 따라 우선순위가 달라질 수 있는 문제이므로 일률적인 결론을 내리기 어렵다는 한계가 있다. 이러한 한계에도 불구하고, 부채시가평가제도에 대응하기 위한 생명보험회사의 자본확충 방안에 대한 결론 및 시사점을 정리해보면 다음과 같다.

먼저 <표 V-1>은 부채시가평가제도에 따른 자본확충의 필요성별로 23개 생명보험회사를 나누었을 때 각 그룹의 특징을 보여준다. LAT 결손금이 재무회계 자본의 50% 이상으로 자본확충 필요성이 가장 높은 그룹은 생명보험산업에서 차지하는 비중이 압도적이다. 이들 11개 회사는 생명보험산업 자본의 약 75%를 차지하고 있다. 산업계 자본의 대부분이 이 그룹에 속한 것도 특징이다. 반면 자본대비 LAT 결손금 비율이 10% 미만으로 부채시가평가제도 시행에 따른 자본확충 필요성이 낮은 생명보험회사들은 중소형사 중심이며, 외국계와 금융계 자본이라는 점이 특징이다.

우선 자본확충 필요성이 가장 높은 11개 회사를 살펴보자. 흑자를 달성하는 8개 회사들은 내부유보율을 최대한 높일 필요가 있다. 물론 내부유보는 여러 가지 요인을 고려하여 결정하여야 한다. 내부유보를 높일 경우 부작용도 나타날 수 있다. 배당을 줄일 경우 시장에서는 부정적 신호로 인식하게 되어 회사의 주가가 하락할 수도 있다. 미래 사업 전망이 좋은 기업의 경영자들은 자신들의 정보를 배당을 통해 알리려는 경향이 있으며, 이에 투자자들 사이에서 배당은 회사의 미래 이익에 대한 전망을 나타내는 신호로 인식되는 경향이 있기 때문이다. 또한 배당을 줄이고 사내유보를 늘

리게 되면 경영자와 주주 간의 대리인 문제가 커질 수도 있다. 경영자가 늘어난 이익 잉여금으로 낭비적 지출을 할 유인이 커지기 때문이다.

〈표 V-1〉 자본확충 필요성별 생명보험회사의 특징

(단위: 개, 조 원, %)

자본확충 필요성 ¹⁾	구분 ²⁾	회사 수 ³⁾	자본 규모 ⁴⁾	내부 유보율 ⁴⁾	ROE ⁵⁾	RAROC ⁶⁾	계열별 회사 수 ⁶⁾	
상	흑자	8	45.9	80.2	5.9	11.9	산업계	3
							금융계	4
							외국계	1
	적자	3	1.6	-	-11.4	-5.2	산업계	1
							금융계	1
							외국계	1
중	흑자	2	1.6	55.2	5.7	20.0	산업계	1
							외국계	1
	적자	1	0.1	-	-20.3	-35.6	외국계	1
하	흑자	8	14.1	67.3	7.7	16.1	금융계	4
							외국계	4
	적자	1	0.4	-	-1.7	-4.4	외국계	1

주: 1) 2016년 6월 말 기준 재무회계자본대비 LAT 결손금 비율이 50% 이상이면 상, 10% 이상이고 50% 미만이면 중, 10% 미만이면 하로 분류함

2) 2013~2015년도 평균 당기순이익 기준

3) IBK연금보험, 교보라이프플래닛은 제외함

4) 2015년도 기준

5) 회사별 3년(2013~2015년) 평균 ROE의 단순평균

6) 2016년 9월 기준 평균값

7) 산업계는 동부, 삼성, 한화, 현대라이프, 흥국이며, 외국계는 PCA, 동양, 라이나, 메트라이프, 비엔피파리바, 알리안츠, 에이스, AIA, 푸르덴셜이며, 나머지는 금융계로 분류

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

내부유보 확대에 따른 부작용에도 불구하고 내부유보를 확대해야 하는 이유는 현 시점에서 생명보험회사는 미래 자본소요가 매우 크기 때문이다. 제조업 기업의 경우 미래 자본소요는 투자기회를 의미한다. 일반적으로 투자기회가 많은 성장기업들은 내부유보율이 매우 높다. 보험회사의 자본소요는 상당 부분이 규제에 의해 결정된다. 가까운 미래에 제도변화에 의한 대규모 자본감소가 예상되는 시점에서 배당을 줄이고 내부유보율 높이는 것은 안정적 경영을 위해서 필수적이다. 내부유보를 확대해야

하는 또 다른 이유는 외부 자본조달 환경이 좋지 못하다는 점이다. 외부 자본조달 능력이 좋은 기업은 배당성향이 높은 경향이 있다. 그런데 앞서 살펴보았듯이 현재 생명보험회사의 재무회계 자본 조달 환경은 녹록하지 않다. 외부 자본조달 비용이 높은 상황에서는 상대적으로 내부 자본조달 비용이 저렴하다고 할 수 있기에 내부유보율을 높이는 것이 최우선 순위라고 하겠다. 앞서 개략적인 추정에 의하면, 재무회계 자본 대비 결손금 비율이 50%를 초과하는 8개 흑자회사들이 내부유보율을 100%로 높인다면, 앞서 분석한 바와 같이 2017년부터 2020년까지 추가로 2조 7천억 원 정도의 자본을 확충할 수 있다. 이는 이들의 2015년 말 기준 재무회계 자본 약 46조 원의 5.9% 정도로 낮은 수준이다.

따라서 이들 8개 흑자회사들은 내부유보 확대만으로는 자본감소에 대응하기 어려울 것이 예상된다. 이들은 기본적으로 유상증자가 필요하다. 은행계 보험회사들은 최근 은행의 수익성이 개선되는 추세여서 지주회사에 의한 대규모의 자본투입도 가능할 것으로 보이며, 이 경우 문제가 해결될 수 있을 것으로 보인다. 반면, 지배주주의 유상증자가 어려운 회사의 경우는 신종자본증권 발행을 검토할 필요가 있다. 다만, 신종자본증권의 자본비용이 높기 때문에 장기적 지급여력을 훼손시키지 않는 범위 내에서 발행규모를 정할 필요가 있다. 그러므로 신종자본증권 역시 대응할 수 있는 규모면에서 한계가 있다고 할 수 있다.

유상증자 및 신종자본증권 발행으로도 자본감소에 충분히 대응하기 어려운 회사의 경우 사업구조조정 및 자본배분 최적화 등 사업효율성 개선에 더욱 주력할 필요가 있다. 이들 8개 회사의 RAROC은 11.9%로 흑자 회사 중 자본확충 필요성이 중 혹은 하인 회사들의 평균 RAROC보다 낮기에 개선할 여지가 있는 것으로 판단된다. 다만, 양적감축은 중장기적 성장성 및 평판 악화 등 부정적 효과를 최소화시키는 범위에서 진행될 필요가 있으며, 사업의 질적 개선을 통한 RAROC 제고에 더욱 주력할 필요가 있는 것으로 보인다.

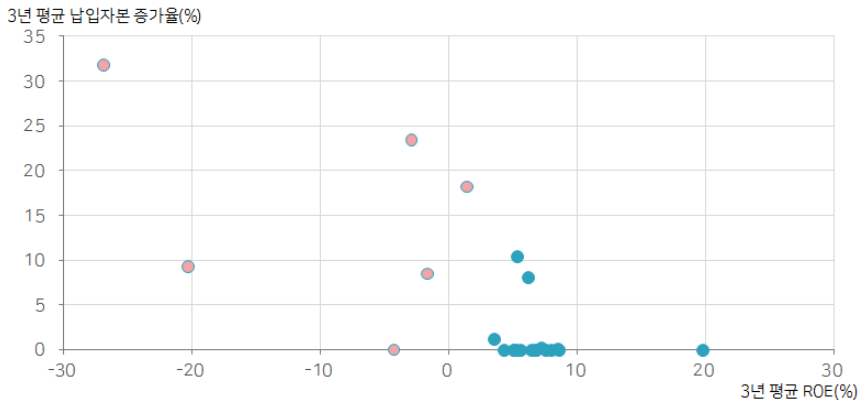
후순위채는 재무회계 자본이 아니어서 재무회계 자본 감소에 대응하는 수단이 될 수 없다. 또한, 잔존만기가 5년 이하일 경우 자본비용이 급상승하는 단점이 있어 보완적인 수단으로 활용할 필요가 있다. 후순위채는 시장금리의 상승에 의한 감독상 지

급여력과 실제 지급여력의 한시적 불일치를 해결하는 수단으로 활용하는 것이 적절해 보인다.

자본확충의 필요성이 중(中)인 회사 중 흑자인 2개 회사는 내부유보율을 최대로 높이고, 일부 부족한 자본을 유상증자나 신종자본증권을 통해 확충한다면 연착륙이 가능할 것으로 보인다. 자본확충 필요성이 낮으면서 흑자인 8개 회사들은 ROE도 높고, RAROC도 높아 그 동안 매우 효율적인 자본관리를 해온 것으로 평가할 수 있다.

문제는 적자인 회사들이다. 이들은 이익의 내부유보 여력이 없으며, 기존에도 유상증자와 후순위채 발행 등으로 150% 내외의 지급여력비율을 유지하고 있는 회사가 대부분이다. 외부 자본조달 비용도 흑자회사에 비해 높을 수밖에 없다. 〈그림 V-1〉은 생명보험회사의 최근 3년 평균 ROE와 납입자본(자본금 + 자본잉여금) 증가율 간의 관계를 보여준다. ROE가 낮은 회사일수록 유상증자를 통한 납입자본 증가율이 높은 것을 확인할 수 있다. 이는 수익성이 높은 회사의 경우 대부분이 이익의 내부유보를 통한 자본확충을 중심으로 한 것을 보여준다. 반면, 수익성이 저조한 회사들은 기존에도 유상증자를 통해 재무회계 자본을 확충할 수밖에 없었음을 보여주고 있다. 이들 5개 적자 회사 중 특히 자본확충 필요성이 중간 이상인 4개 회사는 부채시가평가제도 시행에 의한 충격이 흑자 회사에 비해 클 것이다. 다만, 불행 중 다행스러운 점이라면 이들은 회사규모가 작고, 최근에 지분 매각이 이루어진 회사들이 대부분이며, 지배주주의 자본여력이 비교적 높은 것으로 보이기 때문에 지배주주에 의한 추가적인 자본투입이 가능할 것으로 보인다.

〈그림 V-1〉 생명보험회사 ROE와 유상증자



주: 2013~2015년, 교보라이프플래닛과 IBK연금보험은 제외
 자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템

그러므로 부채시가평가제도의 성공적인 시행과 정착을 위해서 감독당국이 특히 관심을 가져야 하는 회사들은 적자 회사들이라기보다는 오히려 흑자를 달성하지만 자본확충 필요성이 높고 지배주주의 자본투입 여력이 낮은 회사들로 보인다. 대략 4~5개의 중대형 생명보험회사가 이에 해당하는 것으로 보이며, 이들이 부채시가평가제도의 충격을 감당하지 못한다면 산업 전체에 미치는 영향이 매우 클 것이다. 감독당국은 이들 회사의 연착륙을 위한 방안을 고민할 필요가 있다.

2. ALM

대형사의 경우 재무회계 자본대비 LAT 결손금 비율이 100% 내외로 높은 수준임에도 불구하고 듀레이션 갭이 상대적으로 낮다. 듀레이션 갭을 현 수준으로 유지할 경우, 대형사들은 전환 시 자본감소뿐만 아니라 전환 이후 자본의 금리민감도가 클 것으로 보여, 자산 듀레이션 및 금리부자산 익스포저를 더욱 확대하는 것이 필요하다. 또한, 일부 외국사와 중소형사도 대형사와 동일하게 자본확충 필요성이 높지만 듀레이션 갭이 작은 문제를 가지고 있는 것으로 보인다.

생명보험회사는 자산운용수익률 제고와 자산 듀레이션 확대를 동시에 추구하고자 해외투자를 확대하고 있는 것으로 보인다. 해외투자 확대는 필연적으로 국가 채무불 이행 위험(sovrenign risk), 신용위험, 환위험 등 관리해야 할 리스크의 범위와 양을 증가시키므로, 보험회사는 체계적이고 정교한 리스크관리가 필요하다. 과거 KP 중심의 해외투자는 이러한 리스크관리의 중요성이 작았다. 효과적인 리스크관리를 위해서는 국가·시장·산업에 대한 심층적 분석과 연구, 정교한 모니터링 시스템 및 사후관리체계 구축이 필요하다.

아울러 생명보험회사는 환리스크를 효과적으로 관리함으로써 투자성과를 제고하는 노력도 기울여야 한다. 대부분의 생명보험회사는 해외채권에 대해 100% 환헤지를 하는 것으로 알려져 있다. 생명보험회사는 환율 전망을 바탕으로 상황에 따라 헤지비용과 헤지만기를 조절함으로써 수익을 제고하고 리스크를 관리하는 역량을 배양할 필요가 있다. 일본과 대만 보험회사들은 헤지비용을 탄력적으로 조절함으로써 수익 제고 및 환리스크 관리를 하고 있으며,³⁷⁾ 최근 국민연금도 2018년까지 해외채권에 대한 환헤지 비율을 0%로 낮추기로 했다. 단, 대만이 비교적 우리나라와 비슷한 경제 상황이긴 하지만 환율제도가 다르며, 국민연금은 해외 주식 비중도 높아 해외 포트폴리오 차원의 리스크 관리가 일부 가능하다는 점도 염두에 둘 필요가 있다.

37) 일본과 대만 보험회사의 해외투자 환헤지와 관련해서는 동부증권의 두 보고서를 참조; 문홍철(2015. 2. 11), “대만의 해외투자 환경 답사기”; 문홍철(2015. 12. 7), “일본출장가: 모습을 바꿔 성장한 일본의 FI산업”

참고문헌

- 금융감독원(2016), 「자산·부채시가평가 감독기준 공개협약안」
- 김해식(2013), 「일본 보험산업의 저금리 경험과 시사점」, 『보험동향』, 제64호, 2012년 겨울호, 보험연구원
- 김해식·김세중·김현경(2016), 『저성장 시대 보험회사의 비용관리』, 조사보고서, 보험연구원
- 김해식·조재린·이경아(2015), 『보험회사 재무건전성 규제: IFRS와 RBC 연계방안』, 정책보고서, 보험연구원
- 예금보험공사(2016), 「리스크리뷰」, 『금융리스크리뷰』, 제13권, 제2호, 계간 KDIC
- 오창수(2015), 「IFRS4 도입에 따른 감독제도 운영방안」, 『보험금융연구』, 제26권, 제3호
- 오창수·박종각(2016), 「국제회계기준(IFRS4) 2단계 도입에 따른 보험부채 영향분석」, 『계리학연구』, 제8권, 제1호
- 조영현·조재린·김혜란(2015), 『재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리』, 조사보고서, 보험연구원
- 한국은행(2017. 6), 『금융안정보고서』
- Myers, S.C., and Majluf, N.(1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187~221
- The Fed(2017. 4. 4), “Minutes of the Federal Open Market Committee”

보험연구원(KIRI) 발간물 안내

※ 2017년부터 기존의 연구보고서, 정책보고서, 경영보고서, 조사보고서가 연구보고서로 통합되었습니다.

■ 연구보고서

- 2017-1 보험산업 미래 / 김석영 · 윤성훈 · 이선주 2017.2
- 2017-2 자동차보험 과실상계제도 개선방안 / 전용식 · 채원영 2017.2
- 2017-3 상호협정 관련 입법정책 연구 / 정호열 2017.2
- 2017-4 저소득층 노후소득 보장을 위한 공사연계연금 연구 / 정원석 · 강성호 ·
 마지혜 2017.3
- 2017-5 자영업자를 위한 사적소득보상체계 개선방안 / 류건식 · 강성호 · 김동겸
 2017.3
- 2017-6 우리나라 사회안전망 개선을 위한 현안 과제 / 이태열 · 최장훈 · 김유미
 2017.4
- 2017-7 일본의 보험회사 도산처리제도 및 사례 / 정봉은 2017.5
- 2017-8 보험회사 업무위탁 관련 제도 개선방안 / 이승준 · 정인영 2017.5

■ 연구보고서(구)

- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목 · 장동식 ·
 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.6
- 2008-3 확정급여형 퇴직연금의 자산운용 / 류건식 · 이경희 · 김동겸 2008.3
- 2009-1 보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안 / 안철경 · 권오경 2009.1
- 2009-2 자동차사고의 사회적 비용 최소화 방안 / 기승도 2009.2
- 2009-3 우리나라 가계부채 문제의 진단과 평가 / 유경원 · 이혜은 2009.3
- 2009-4 사적연금의 노후소득보장 기능제고 방안 / 류건식 · 이창우 · 김동겸
 2009.3
- 2009-5 일반화선형모형(GLM)을 이용한 자동차보험 요율상대도 산출 방법
 연구 / 기승도 · 김대환 2009.8
- 2009-6 주행거리예 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도 · 김대환 · 김혜란
 2010.1
- 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원 · 이혜은

- 2010,4
 2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태 · 이경희 2010.5
 2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진 익 · 김동겸 2010.7

■ 정책보고서(구)

- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호 · 최 원 2008.3
 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면 · 이태열 · 신중협 · 황진태 · 유진아 · 김세환 · 이정환 · 박정희 · 김세중 · 최이섭 2008.11
 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진 익 · 이민환 · 유경원 · 최영목 · 최형선 · 최 원 · 이경아 · 이해은 2009.2
 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3
 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수 · 김경환 · 이종욱 2009.3
 2009-4 2010년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면 · 황진태 · 변혜원 · 이경희 · 이정환 · 박정희 · 김세중 · 최이섭 2009.12
 2009-5 금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향 / 안철경 · 변혜원 · 권오경 2010.1
 2010-1 보험사기 영향요인과 방지방안 / 송윤아 2010.3
 2010-2 2011년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면 · 김대환 · 이경희 · 이정환 · 최 원 · 김세중 · 최이섭 2010.12
 2011-1 금융소비자 보호 체계 개선방안 / 오영수 · 안철경 · 변혜원 · 최영목 · 최형선 · 김경환 · 이상우 · 박정희 · 김미화 2010.4
 2011-2 일반공제사업 규제의 합리화 방안 / 오영수 · 김경환 · 박정희 2011.7
 2011-3 퇴직연금 적립금의 연금전환 유도방안 / 이경희 2011.5
 2011-4 저출산 · 고령화와 금융의 역할 / 윤성훈 · 류건식 · 오영수 · 조용운 · 진 익 · 유진아 · 변혜원 2011.7
 2011-5 소비자 보호를 위한 보험유통채널 개선방안 / 안철경 · 이경희 2011.11
 2011-6 2012년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈 · 황진태 · 이정환 · 최 원 · 김세중 · 오병국 2011.12
 2012-1 인적사고 보험금의 지급방식 다양화 방안 / 조재린 · 이기형 · 정인영 2012.8

- 2012-2 보험산업 진입 및 퇴출에 관한 연구 / 이기형 · 변혜원 · 정인영 2012.10
- 2012-3 금융위기 이후 보험규제 변화 및 시사점 / 임준환 · 유진아 · 이경아 2012.11
- 2012-4 소비자중심의 변액연금보험 개선방안 연구: 공시 및 상품설계 개선을 중심으로 / 이기형 · 임준환 · 김해식 · 이경희 · 조영현 · 정인영 2012.12
- 2013-1 생명보험의 자살면책기간이 자살에 미치는 영향 / 이창우 · 윤상호 2013.1
- 2013-2 퇴직연금 지배구조체계 개선방안 / 류건식 · 김대환 · 이상우 2013.1
- 2013-3 2013년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈 · 전용식 · 이정환 · 최 원 · 김세중 · 채원영 2013.2
- 2013-4 사회안전망 체제 개편과 보험산업 역할 / 진 익 · 오병국 · 이성은 2013.3
- 2013-5 보험지주회사 감독체계 개선방안 연구 / 이승준 · 김해식 · 조재린 2013.5
- 2013-6 2014년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈 · 전용식 · 최 원 · 김세중 · 채원영 2013.12
- 2014-1 보험시장 경쟁정책 투명성 제고방안 / 이승준 · 강민규 · 이해량 2014.3
- 2014-2 국내 보험회사 지급여력규제 평가 및 개선방안 / 조재린 · 김해식 · 김석영 2014.3
- 2014-3 공 · 사 사회안전망의 효율적인 역할 제고 방안 / 이태열 · 강성호 · 김유미 2014.4
- 2014-4 2015년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈 · 김석영 · 김진억 · 최 원 · 채원영 · 이아름 · 이해량 2014.11
- 2014-5 의료보장체계 합리화를 위한 공 · 사건강보험 협력방안 / 조용운 · 김경환 · 김미화 2014.12
- 2015-1 보험회사 재무건전성 규제-IFRS와 RBC 연계방안 / 김해식 · 조재린 · 이경아 2015.2
- 2015-2 2016년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈 · 김석영 · 김진억 · 최 원 · 채원영 · 이아름 · 이해량 2015.11
- 2016-1 정년연장의 노후소득 개선 효과와 개인연금의 정책방향 / 강성호 · 정봉은 · 김유미 2016.2
- 2016-2 국민건강보험 보장률 인상 정책 평가: DSGE 접근법 / 임태준 · 이정택 · 김혜란 2016.11
- 2016-3 2017년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석실 2016.12

■ 경영보고서(구)

- 2009-1 기업휴지보험 활성화 방안 연구 / 이기형 · 한상용 2009.3
- 2009-2 자산관리서비스 활성화 방안 / 진 익 2009.3
- 2009-3 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안 / 진 익 · 유시용 · 이경아 2009.3
- 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목 · 최 원 2009.6
- 2010-1 독립판매채널의 성장과 생명보험회사의 대응 / 안철경 · 권오경 2010.2
- 2010-2 보험회사의 윤리경영 운영실태 및 개선방안 / 오영수 · 김경환 2010.2
- 2010-3 보험회사의 퇴직연금사업 운영전략 / 류건식 · 이창우 · 이상우 2010.3
- 2010-4(1) 보험환경변화에 따른 보험산업 성장방안 / 산업연구실 · 정책연구실 · 동향분석실 2010.6
- 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실 · 재무연구실 2010.6
- 2010-5 변액보험 보증리스크관리연구 / 권용재 · 장동식 · 서성민 2010.4
- 2010-6 RBC 내부모형 도입 방안 / 김해식 · 최영목 · 김소연 · 장동식 · 서성민 2010.10
- 2010-7 금융보증보험 가격결정모형 / 최영수 2010.7
- 2011-1 보험회사의 비대면채널 활용방안 / 안철경 · 변혜원 · 서성민 2011.1
- 2011-2 보증보험의 특성과 리스크 평가 / 최영목 · 김소연 · 김동겸 2011.2
- 2011-3 충성도를 고려한 자동차보험 마케팅전략 연구 / 기승도 · 황진태 2011.3
- 2011-4 보험회사의 상조서비스 기여방안 / 황진태 · 기승도 · 권오경 2011.5
- 2011-5 사기성클레임에 대한 최적조사방안 / 송윤아 · 정인영 2011.6
- 2011-6 민영의료보험의 보험리스크관리방안 / 조용운 · 황진태 · 김미화 2011.8
- 2011-7 보험회사의 개인형 퇴직연금 운영방안 / 류건식 · 김대환 · 이상우 2011.9
- 2011-8 퇴직연금시장의 환경변화에 따른 확정기여형 퇴직연금 운영방안 / 김대환 · 류건식 · 이상우 2011.10
- 2012-1 국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점 / 조영현 · 전용식 · 이해은 2012.7
- 2012-2 보험산업 비전 2020 : ④ sure 4.0 / 진 익 · 김동겸 · 김혜란 2012.7
- 2012-3 현금흐름방식 보험료 산출의 시행과 과제 / 김해식 · 김석영 · 김세영 · 이해은 2012.9
- 2012-4 보험회사의 장수리스크 발생원인과 관리방안 / 김대환 · 류건식 ·

- 김동겸 2012.9
- 2012-5 은퇴가구의 경제형태 분석 / 유정원 2012.9
- 2012-6 보험회사의 날씨리스크 인수 활성화 방안: 지수형 날씨보험을 중심으로 / 조재린 · 황진태 · 권용재 · 채원영 2012.10
- 2013-1 자동차보험시장의 가격경쟁이 손해율에 미치는 영향과 시사점 / 전용식 · 채원영 2013.3
- 2013-2 중국 자동차보험 시장점유율 확대방안 연구 / 기승도 · 조용운 · 이소양 2013.5
- 2016-1 뉴 노멀 시대의 보험회사 경영전략 / 임준환 · 정봉은 · 황인창 · 이해은 · 김혜란 · 정승연 2016.4
- 2016-2 금융보증보험 잠재 시장 연구: 지방자치단체 자금조달 시장을 중심으로 / 최창희 · 황인창 · 이정아 2016.5
- 2016-3 퇴직연금시장 환경변화와 보험회사 대응방안 / 류건식 · 강성호 · 김동겸 2016.5

■ 조사보고서(구)

- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문 · 김진억 · 이재원 · 박정희 · 김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경 · 기승도 · 이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경 · 이상우 · 권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크 평가모형 및 측정 방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면 · 이정환 · 최이섭 · 정중영 · 최태영 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3
- 2009-5 헤지펀드 운용전략 활용방안 / 진 익 · 김상수 · 김종훈 · 변귀영 · 유시용 2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환 · 전선애 · 최 원 2009.4
- 2009-7 보험산업 글로벌화를 위한 정책적 지원방안 / 서대교 · 오영수 · 김영진

- 2009.4
- 2009-8 구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점 / 임준환 · 이민환 · 윤건용 · 최 원 2009.7
- 2009-9 보험리스크 측정 및 평가 방법에 관한 연구 / 조용운 · 김세환 · 김세중 2009.7
- 2009-10 생명보험계약의 효력상실 · 해약분석 / 류건식 · 장동식 2009.8
- 2010-1 과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망 / 신중협 · 최형선 · 최 원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위 규제 개선방안 / 서대교 · 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체제와 시사점 / 이창우 · 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원 · 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체제에 대한 연구 / 송윤아 2010.5
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준 · 이종욱 2010.5
- 2010-7 보험종류별 진료수가 차등적용 개선방안 / 조용운 · 서대교 · 김미화 2010.4
- 2010-8 보험회사의 금리위험 대응전략 / 진 익 · 김해식 · 유진아 · 김동겸 2011.1
- 2010-9 퇴직연금 규제체계 및 정책방향 / 류건식 · 이창우 · 이상우 2010.7
- 2011-1 생명보험설계사 활동실태 및 만족도 분석 / 안철경 · 황진태 · 서성민 2011.6
- 2011-2 2011년 보험소비자 설문조사 / 김대환 · 최 원 2011.5
- 2011-3 보험회사 녹색금융 참여방안 / 진 익 · 김해식 · 김혜란 2011.7
- 2011-4 의료시장 변화에 따른 민영실손의료보험의 대응 / 이창우 · 이기형 2011.8
- 2011-5 아세안 주요국의 보험시장 규제제도 연구 / 조용운 · 변혜원 · 이승준 · 김경환 · 오병국 2011.11
- 2012-1 2012년 보험소비자 설문조사 / 황진태 · 전용식 · 윤상호 · 기승도 · 이상우 · 최 원 2012.6
- 2012-2 일본의 퇴직연금제도 운영체제 특징과 시사점 / 이상우 · 오병국 2012.12
- 2012-3 솔벤시 II 의 보고 및 공시 체계와 시사점 / 장동식 · 김경환 2012.12
- 2013-1 2013년 보험소비자 설문조사 / 전용식 · 황진태 · 변혜원 · 정원석 · 박선영 · 이상우 · 최 원 2013.8
- 2013-2 건강보험 진료비 전망 및 활용방안 / 조용운 · 황진태 · 조재린 2013.9
- 2013-3 소비자 신뢰 제고와 보험상품 정보공시 개선방안 / 김해식 · 변혜원 ·

- 황진태 2013.12
- 2013-4 보험회사의 사회적 책임 이행에 관한 연구 / 변혜원 · 조영현 2013.12
- 2014-1 주택연금 연계 간병보험제도 도입 방안 / 박선영 · 권오경 2014.3
- 2014-2 소득수준을 고려한 개인연금 세제 효율화방안: 보험료 납입단계의 세제방식 중심으로 / 정원석 · 강성호 · 이상우 2014.4
- 2014-3 보험규제에 관한 주요국의 법제연구: 모집채널, 행위 규제 등을 중심으로 / 한기정 · 최준규 2014.4
- 2014-4 보험산업 환경변화와 판매채널 전략 연구 / 황진태 · 박선영 · 권오경 2014.4
- 2014-5 거시경제 환경변화의 보험산업 파급효과 분석 / 전성주 · 전용식 2014.5
- 2014-6 국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토 / 전용식 · 윤성훈 · 채원영 2014.5
- 2014-7 건강생활관리서비스 사업모형 연구 / 조용운 · 오승연 · 김미화 2014.7
- 2014-8 보험개인정보 보호법제 개선방안 / 김경환 · 강민규 · 이해량 2014.8
- 2014-9 2014년 보험소비자 설문조사 / 전용식 · 변혜원 · 정원석 · 박선영 · 오승연 · 이상우 · 최 원 2014.8
- 2014-10 보험회사 수익구조 진단 및 개선방안 / 김석영 · 김세중 · 김혜란 2014.11
- 2014-11 국내 보험회사의 해외사업 평가와 제언 / 전용식 · 조영현 · 채원영 2014.12
- 2015-1 보험민원 해결 프로세스 선진화 방안 / 박선영 · 권오경 2015.1
- 2015-2 재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리 / 조영현 · 조재린 · 김혜란 2015.2
- 2015-3 국내 배상책임보험 시장 성장 저해 요인 분석 -대인사고 손해배상액 산정 기준을 중심으로 - / 최창희 · 정인영 2015.3
- 2015-4 보험산업 신뢰도 제고 방안 / 이태열 · 황진태 · 이선주 2015.3
- 2015-5 2015년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2015.8
- 2015-6 인구 및 가구구조 변화가 보험 수요에 미치는 영향 / 오승연 · 김유미 2015.8
- 2016-1 경영환경 변화와 주요 해외 보험회사의 대응 전략 / 전용식 · 조영현 2016.2
- 2016-2 시스템리스크를 고려한 복합금융그룹 감독방안 / 이승준 · 민세진 2016.3
- 2016-3 저성장 시대 보험회사의 비용관리 / 김해식 · 김세중 · 김현경 2016.4
- 2016-4 자동차보험 해외사업 경영성과 분석과 시사점 / 전용식 · 송윤아 · 채원영 2016.4

- 2016-5 금융·보험세제연구: 집합투자기구, 보험 그리고 연금세제를 중심으로 / 정원석·임준·김유미 2016.5
- 2016-6 가용자본 산출 방식에 따른 국내 보험회사 지급여력 비교 / 조재린·황인창·이경아 2016.5
- 2016-7 해외 사례를 통해 본 중·소형 보험회사의 생존전략 / 이태열·김해식·김현경 2016.5
- 2016-8 생명보험회사의 연금상품 다양화 방안: 종신소득 보장기능을 중심으로 / 김세중·김혜란 2016.6
- 2016-9 2016년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2016.8
- 2016-10 자율주행자동차 보험제도 연구 / 이기형·김혜란 2016.9

■ 조사자료집

- 2014-1 보험시장 자유화에 따른 보험산업 환경변화 / 최원·김세중 2014.6
- 2014-2 주요국 내부자본적정성 평가 및 관리 제도 연구—Own Risk and Solvency Assessment— / 장동식·이정환 2014.8
- 2015-1 고령층 대상 보험시장 현황과 해외사례 / 강성호·정원석·김동겸 2015.1
- 2015-2 경증치매자 보호를 위한 보험사의 치매신탁 도입방안 / 정봉은·이선주 2015.2
- 2015-3 소비자 금융이해력 강화 방안: 보험 및 연금 / 변혜원·이해랑 2015.4
- 2015-4 글로벌 금융위기 이후 세계경제의 구조적 변화 / 박대근·박춘원·이향용 2015.5
- 2015-5 노후소득보장을 위한 주택연금 활성화 방안 / 전성주·박선영·김유미 2015.5
- 2015-6 고령화에 대응한 생애자산관리 서비스 활성화 방안 / 정원석·김미화 2015.5
- 2015-7 일반 손해보험 요율제도 개선방안 연구 / 김석영·김혜란 2015.12

■ 연차보고서

- 제 1 호 2008년 연차보고서 / 보험연구원 2009.4
- 제 2 호 2009년 연차보고서 / 보험연구원 2010.3
- 제 3 호 2010년 연차보고서 / 보험연구원 2011.3

제 4 호	2011년 연차보고서 / 보험연구원	2012.3
제 5 호	2012년 연차보고서 / 보험연구원	2013.3
제 6 호	2013년 연차보고서 / 보험연구원	2013.12
제 7 호	2014년 연차보고서 / 보험연구원	2014.12
제 8 호	2015년 연차보고서 / 보험연구원	2015.12
제 9 호	2016년 연차보고서 / 보험연구원	2017.1

■ 영문발간물

제 7 호	Korean Insurance Industry 2008 / KIRI,	2008.9
제 8 호	Korean Insurance Industry 2009 / KIRI,	2009.9
제 9 호	Korean Insurance Industry 2010 / KIRI,	2010.8
제10호	Korean Insurance Industry 2011 / KIRI,	2011.10
제11호	Korean Insurance Industry 2012 / KIRI,	2012.11
제12호	Korean Insurance Industry 2013 / KIRI,	2013.12
제13호	Korean Insurance Industry 2014 / KIRI,	2014.7
제14호	Korean Insurance Industry 2015 / KIRI,	2015.7
제15호	Korean Insurance Industry 2016 / KIRI,	2016.7
제 6 호	Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2013 / KIRI,	2014.2
제 7 호	Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2013 / KIRI,	2014.5
제 8 호	Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2014 / KIRI,	2014.8
제 9 호	Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2014 / KIRI,	2014.10
제10호	Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2014 / KIRI,	2015.2
제11호	Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2014 / KIRI,	2015.4
제12호	Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2015 / KIRI,	2015.8

■ CEO Report

2008-1	자동차보험 물적담보 손해율 관리 방안 / 기승도	2008.6
2008-2	보험산업 소액지급결재시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열	2008.6
2008-3	FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실	2008.8
2008-4	퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식 · 서성민	2008.12
2009-1	FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실	2009.2

- 2009-2 퇴직연금 예금보험요율 적용의 타당성 검토 / 류건식 · 김동겸 2009.3
- 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식 · 이상우 2009.6
- 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식 · 이상우 2009.10
- 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환 · 이상우 · 김혜란 2010.4
- 2010-2 FY2010 수입보험료 전망 / 동향분석실 2010.6
- 2010-3 보험소비자 보호의 경영전략적 접근 / 오영수 2010.7
- 2010-4 장기손해보험 보험사기 방지를 위한 보험금 지급심사제도 개선 / 김대환 · 이기형 2010.9
- 2010-5 퇴직금 중간정산의 문제점과 개선과제 / 류건식 · 이상우 2010.9
- 2010-6 우리나라 신용카드시장의 특징 및 개선논의 / 최형선 2010.11
- 2011-1 G20 정상회의의 금융규제 논의 내용 및 보험산업에 대한 시사점 / 김동겸 2011.2
- 2011-2 영국의 공동계정 운영체제 / 최형선 · 김동겸 2011.3
- 2011-3 FY2011 수입보험료 전망 / 동향분석실 2011.7
- 2011-4 근퇴법 개정에 따른 퇴직연금 운영방안과 과제 / 김대환 · 류건식 2011.8
- 2012-1 FY2012 수입보험료 전망 / 동향분석실 2012.8
- 2012-2 건강생활서비스법 제정(안)에 대한 검토 / 조용운 · 이상우 2012.11
- 2012-3 보험연구원 명사초청 보험발전 간담회 토론 내용 / 윤성훈 · 전용식 · 전성주 · 채원영 2012.12
- 2012-4 새정부의 보험산업 정책(Ⅰ): 정책공약집을 중심으로 / 이기형 · 정인영 2012.12
- 2013-1 새정부의 보험산업 정책(Ⅱ): 국민건강보험 본인부담경감제 정책에 대한 평가 / 김대환 · 이상우 2013.1
- 2013-2 새정부의 보험산업 정책(Ⅲ): 제18대 대통령직인수위원회 제안 국정과제를 중심으로 / 이승준 2013.3
- 2013-3 FY2013 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2013.7
- 2013-4 유럽 복합금융그룹의 보험사업 매각 원인과 시사점 / 전용식 · 윤성훈 2013.7
- 2014-1 2014년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2014.6
- 2014-2 인구구조 변화가 보험계약규모에 미치는 영향 분석 / 김석영 · 김세중 2014.6

- 2014-3 『보험 혁신 및 건전화 방안』의 주요 내용과 시사점 / 이태열 · 조재린 · 황진태 · 송윤아 2014.7
- 2014-4 아베노믹스 평가와 시사점 / 임준환 · 황인창 · 이해은 2014.10
- 2015-1 연말정산 논란을 통해 본 소득세제 개선 방향 / 강성호 · 류건식 · 정원석 2015.2
- 2015-2 2015년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2015.6
- 2015-3 보험산업 경쟁력 제고 방안 및 이의 영향 / 김석영 2015.10
- 2016-1 금융규제 운영규정 제정 의미와 시사점 / 김석영 2016.1
- 2016-3 2016년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2016.7
- 2016-4 EU Solvency II 경과조치의 의미와 시사점 / 황인창 · 조재린 2016.7
- 2016-5 비급여 진료비 관련 최근 논의 동향과 시사점 / 정성희 · 이태열 2016.9
- 2017-1 보험부채 시가평가와 보험산업의 과제 / 김해식 2017.2
- 2017-2 2017년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2017.7
- 2017-3 1인 1 퇴직연금시대의 보험회사 IRP 전략 / 류건식 · 이태열 2017.7

■ Insurance Business Report

- 26호 퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식 · 김동겸 2008.2
- 27호 보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6
- 28호 일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6
- 29호 보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6
- 30호 교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경 · 권오경 2008.7
- 31호 퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식 · 김동겸 2008.7
- 32호 보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진 익 2008.7
- 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희 · 서성민 2008.9

■ 간행물

- 보험동향 / 연 4회
- 보험금융연구 / 연 4회

『도서회원 가입안내』

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 보험동향 - 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 보험동향 - 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 보험동향 - 보험금융연구
	- 본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) - 영문보고서	-	-

※ 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

가입문의

보험연구원 도서회원 담당

전화 : (02) 3775-9113, 9080 팩스 : (02) 3775-9102

회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)

예금주 : 보험연구원

가입절차

보험연구원 홈페이지(www.kiri.or.kr)에 접속 후 도서회원가입신청서를 작성 · 등록 후 회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

자료구입처

서울 : 보험연구원 보험자료실, 교보문고, 영풍문고, 반디앤루니스

부산 : 영광도서

저자약력

조영현

고려대학교 경영학 박사

보험연구원 연구위원

(E-mail : youngcho@kiri.or.kr)

이혜은

서강대학교 경영학 석사

보험연구원 연구원

(E-mail : lhe@kiri.or.kr)

연구보고서 2017-9

부채시가평가제도와 생명보험회사의 자본관리

발행일 2017년 8월

발행인 한 기 정

발행처 보 험 연 구 원

서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38

화재보험협회빌딩

대표전화: (02) 3775-9000

조판및
인쇄

고려씨엔피

ISBN 979-11-85691-59-6 94320

979-11-85691-50-3 (세트)

정가 10,000원