2021.8.30

KiRi 리 포 트
포커스

IFRS17 시행 시 주주배당가능이익의 문제점과 개선방안

조영현 연구위원, 노건엽 연구위원, 박희우 연구위원

요 약

○ 기업의 배당은 기업가치에 영향을 주므로, 적절한 수준에서 안정적으로 유지되는 경향이 있음

- 배당금 감소는 시장에서 기업의 미래 성과에 대한 부정적 신호로 인식될 수 있으므로, 경영자는 이익 변동에 관계 없이 적절한 배당을 안정화(Smoothing)하여 지급함으로써 주식시장에 긍정적 신호를 보내고자 함

○ 상법상 규정된 배당가능이익은 현행 회계(IFRS4)에서 금리변동에 의한 실질적 자본변화를 반영하지 못하여 보험회사 배당의 적절성을 저해하는 문제점이 있는데, 향후 IFRS17이 시행되더라도 '미실현이익과 미실현손실 상계 금지'로 인해 이러한 문제점이 해소되지 못함

- 배당가능이익은 실질 자본(순자산)의 변동과 비례하여 조정되는 것이 적합함
- 현행 상법은 배당가능이익 계산 시, 미실현이익을 미실현손실과 상계하는 것을 일부 예외를 제외하고는 금하고 있는데, 이로 인해 IFRS17 시행 이후에도 금리변동에 의한 실질 순자산의 변화가 배당가능이익에 적합하게 반영되지 못함
- IFRS17 시행 이후, 금리하락 시 보험회사의 순자산 감소에 비해 과도하게 배당가능이익이 낮아져 배당의 안정성이 저해될 수 있으며, 금리상승 시 순자산 증가에도 불구하고 배당가능이익은 오히려 낮아져 기업가치를 제고하기 위한 적절한 수준의 배당 지급이 어려울 수 있음

○ 만약 보험부채 및 자산의 미실현이익과 미실현손실을 상계할 수 있다면, 배당가능이익이 금리변동으로 인한 순자산 변화를 적합하게 반영하게 됨

- 상법 시행령에서는 연계성 있는 파생상품 거래의 경우, 미실현이익과 미실현손실에 대해 상계를 허용함

○ 보험회사는 안정적인 보험금 지급을 위해, 자산을 보험부채의 듀레이션 및 현금흐름에 매칭하여 운용하는 것이 기본 원칙이므로, 위험회피 파생상품 거래와 마찬가지로 배당가능이익 산정 시 미실현이익과 미실현손실의 상계를 허용할 필요가 있음

- 보험회사가 장기 보험부채에 대응하여 장기채권을 매입하는 것은 금리 리스크를 관리하기 위한 것으로 위험회피 파생상품 거래와 본질적으로 동일함
- 상법 시행령을 개정한다면, 위험회피거래가 아닌 ALM 목적의 금융거래로 제한하는 것이 미실현이익과 미실현손실을 상계하는 목적에 좀 더 부합할 것으로 보임

1. 검토 배경

○ 기업의 배당[1]은 기업가치에 영향을 주므로, 적절한 수준에서 안정적으로 유지되는 경향이 있음

- 주식회사가 등장한 시기부터 주주들은 높고 안정적인 배당을 선호하였으며, 기업 역시 주주의 기대를 충족시키기 위해 지속적으로 안정적 배당을 실시하는 것을 중시함[2]
  - 기업에 대한 정보가 매우 불확실하고 부족했던 시절부터 배당은 기업의 현재 성과뿐만 아니라 미래 성과에 대한 정보를 반영하는 것으로 투자자에게 인식됨
  - 배당금 감소는 시장에서 기업의 미래 성과에 대한 부정적 신호로 인식될 수 있으므로, 경영자는 이익의 변동에 관계 없이 적절한 수준의 배당을 안정화(Smoothing)하여 지급함으로써 주식시장에 긍정적 신호를 보내고자 함
- 고전적 이론에 의하면 비현실적 가정(완전시장)하에서 기업가치와 배당은 무관하지만,[3] 보다 현실적 가정하에서 기업가치와 배당 간에 일정 관계가 있음을 보여주는 이론들이 등장함
- 대표적으로, 배당은 경영자가 과잉투자 등에 활용할 수 있는 잉여현금흐름(Free cash flow)[4]을 감소시키므로 대리인문제를 완화시킬 수 있다는 '잉여현금흐름 가설'이 있음
  - 결국 이 가설에 의하면, 배당이 늘수록 대리인문제가 완화되므로 배당규모와 기업가치 간에 양의 관계가 있게 됨
- 다만, 실증적으로 배당과 기업가치 간 관계는 아직 지배적인 결론이 없는 상태임

○ 상법상 규정된 배당가능이익은 현행 회계(IFRS4)에서 금리변동에 의한 실질[5]적 자본 변화를 반영하지 못하여 보험회사 배당의 적절성을 저해하는 문제점이 있는데, 2023년 IFRS17이 시행되더라도 이러한 문제점이 해소되지 못하므로 이에 대한 대책이 필요함

- 현행 상법은 회사의 자본건전성과 채권자 보호에 중점을 두어 배당가능이익을 보수적으로 규정하고 있어, 일부 기업의 경제적 실질과 부합하지 않는 부분이 있음
- 배당가능이익은 실질 자본(순자산)의 변동과 비례하여 조정되는 것이 적합함
  - 만약 실질 순자산이 감소하였음에도 배당가능이익에 변화가 없다면 기업이 과도한 배당을 할 가능성이 있으며, 실질 순자산이 증가하였음에도 배당가능이익이 감소한다면 기업가치를 제고하기 위한 수준의 배당이 어려울 수 있음

○ 본고는 IFRS17 시행 이후 배당가능이익의 변화와 문제점을 살펴보고, 문제점을 개선하기 위한 구체적 방안을 제시함

---

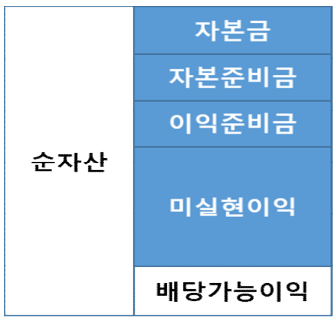
1) 본고에서 배당은 주주에 대한 배당을 의미함
2) Al-Malkawi et al.(2010), "Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence", *International Bulletin of Business Administration*, pp. 171~200
3) Miller and Modigliani(1961), "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34, pp. 411~433
4) 잉여현금흐름은 영업활동현금흐름에서 자본적지출(CapEx)을 차감한 것으로, 투자나 배당 지급에 활용할 수 있음
5) 본고에서 '실질 자본(순자산)'은 자산과 부채를 모두 시가평가할 때의 자본(순자산)을 지칭함

2. 상법상 배당가능이익

○ 상법상 배당가능이익은 회사의 대차대조표상 순자산액(=자산-부채)에서 자본금, 자본준비금, 이익준비금, 미실현이익을 차감하여 계산함[6)]

- 상법은 회사의 자본건전성과 채권자 보호에 중점을 두어 배당가능이익을 보수적으로 규정하고 있음[7)]
  - 미실현이익을 배당가능이익에 포함하게 되면 자산의 평가이익을 실현하기 전에 배당의 형태로 현금이 유출될 수 있으므로, 채권자의 이익 침해 및 회사의 장래 재원 부족을 야기할 수도 있음
  - 보험회사의 경우 현행 회계에서 미실현이익은 주로 매도가능금융자산의 평가이익(기타포괄손익누계액 항목)임
- 회사의 자본충실 원칙에 입각하고, 주식회사 혹은 유한회사의 채권자 이익 침해를 방지하기 위해 이익배당의 최대값인 배당가능이익을 규정하여 공시하게 함

〈그림 1〉 배당가능이익



○ 미실현이익만 차감하여 배당가능이익을 계산하는 방식은 금융회사 및 수출기업의 경제적 실질과 부합하지 않기 때문에, 상법 시행령에서 일부 예외(미실현이익과 미실현손실의 상계)를 인정함

- 금융회사와 수출기업의 위험회피(헷지) 목적 파생상품거래는 현물거래와 반대되는 포지션을 취함으로써 현금흐름을 상쇄시키는데, 배당가능이익 계산 시 이러한 거래의 미실현이익과 미실현손실의 상계가 불가능할 경우 배당가능이익이 과도하게 변동할 수 있음
  - 어떤 기업이 수출계약 시점에 수출금액과 동일 규모로 통화선물을 매도할 경우, 이후에 환율이 오르면 매출채권은 미실현이익이 발생하지만 통화선물은 동일 규모의 미실현손실이 발생함
- 이러한 문제점을 해소하기 위해, 시행령에서 연계성 있는 파생상품 거래의 미실현이익과 미실현손실에 대해 상계를 허용함[8)]

---

6) 상법 제462조(이익의 배당)
7) 김광윤·강경진(2014), 「개정상법상 배당가능이익 계산제도의 문제점과 개선방향」, 『회계·세무와 감사 연구』
8) 상법 시행령 제19조(미실현이익의 범위) ① 법 제462조 제1항 제4호에서 "대통령령으로 정하는 미실현이익"이란 법 제446조의2의 회계원칙에 따른 자산 및 부채에 대한 평가로 인하여 증가한 대차대조표상의 순자산액으로, 미실현손실과 상계하지 아니한 금액을 말한다.
② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 각각의 미실현이익과 미실현손실을 상계할 수 있다.
1. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제4조 제2항 제5호에 따른 파생결합증권의 거래를 하고, 그 거래의 위험을 회피하기 위하여 해당 거래와 연계된 거래를 한 경우로서 각 거래로 미실현이익과 미실현손실이 발생한 경우
2. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제5조에 따른 파생상품의 거래가 그 거래와 연계된 거래의 위험을 회피하기 위하여 한 경우로서 각 거래로 미실현이익과 미실현손실이 발생한 경우

- 미실현이익과 손실의 상계를 허용하여 위험회피거래(헤지)가 필요 없는 기업(예: 내수기업)과 필요한 기업(예: 수출기업) 사이의 배당가능이익 형평성 논란을 완화함[9)]

3. IFRS17 시행 시 보험회사의 배당가능이익

○ 현행 IFRS4에서 보험회사의 배당가능이익은 금리변동으로 인한 실질 순자산의 변화를 반영하지 못하는 문제점이 있는데, IFRS17 도입 이후에도 동일한 문제가 발생함

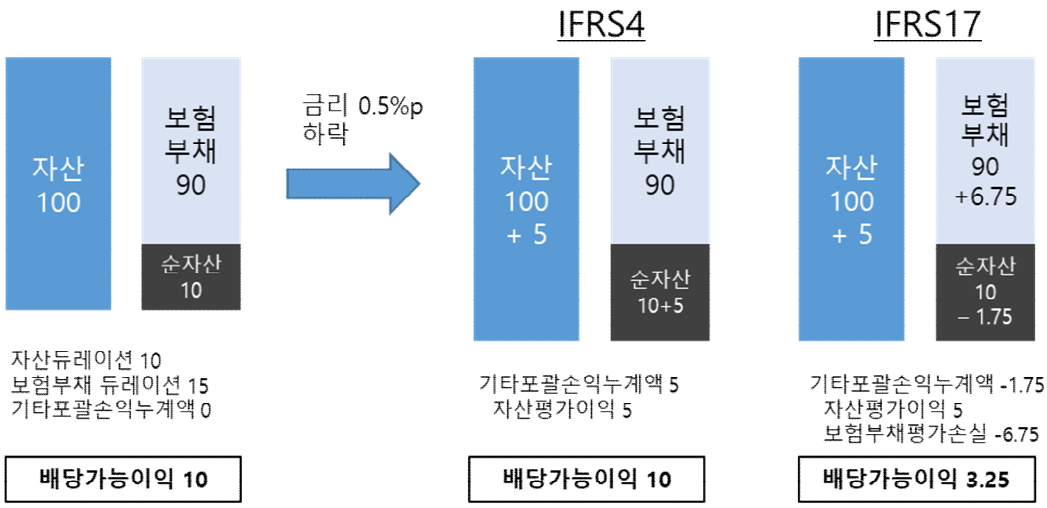
- 보험부채를 원가법으로 표시하는 현행 IFRS4에서는 금리변동으로 인한 자산(매도가능증권)의 평가손익만 배당가능이익에 영향을 주기 때문에 금리변동에 의한 실질 순자산의 변화가 배당가능이익에 적합하게 반영되지 못함
- IFRS17 도입 시 보험부채 시가평가로 인해 대차대조표에 실질 순자산의 변화가 드러남에도 불구하고, 배당가능이익 계산 시 자산과 보험부채의 평가손익이 상계되지 못하기 때문에 금리변동에 의한 실질 순자산의 변화가 배당가능이익에 적합하게 반영되지 못함

○ 아래와 같은 간단한 모형으로 살펴보면, 금리하락 시 보험회사의 실질 순자산 감소에도 불구하고 IFRS4에서는 배당가능이익에 변화가 없으며 IFRS17에서는 배당가능이익이 순자산 감소분에 비해 과도하게 감소함

- 생명보험회사의 현실적인 듀레이션 갭을 반영하여 자산(매도가능증권)과 보험부채 듀레이션을 각각 10년, 15년으로 가정하고, 편의를 위해 기타포괄손익누계액은 영(0)으로 가정함
  - 듀레이션은 금리민감도를 나타내며, 예컨대 자산 듀레이션이 10년일 경우 금리가 1%p 하락 시 자산가치가 10% 감소하는 것을 의미함
  - 모든 자산은 채권으로 매도가능증권이며, 부채는 보험부채만 있는 것으로 가정함
- 금리가 0.5%p 하락할 경우,
  - 현행 회계(IFRS4)에서 자산의 증가분(5)은 순자산을 증가시키는 동시에, 배당가능이익 산정 시 자산평가이익으로 차감되어 배당가능이익에 변화가 없지만,
  - IFRS17에서는 보험부채평가손실(기타포괄손익누계액 항목)로 인해 순자산이 줄어들지만, 배당가능이익 산정 시 보험부채평가손실(-6.75)은 차감되지 않아 배당가능이익이 순자산 감소분(-1.75)에 비해 과도하게 감소(-6.75)함
- 정리하면, 금리하락 시 IFRS4에서는 대차대조표에 실질적인 순자산 감소가 드러나지 않아서, 배당가능이익이 실질 순자산 감소(-1.75)에도 불구하고 그대로 유지되는 문제점이 있음
  - 반면, IFRS17 시행 시 대차대조표에 실질 순자산 변화가 드러나지만, 배당가능이익은 실질 순자산 감소분에 비해 과도하게 감소하는 문제가 발생함

9) 강경진(2013), 「상법상 배당가능이익 계산제도의 실무상 이슈」, 『회계실무해설』

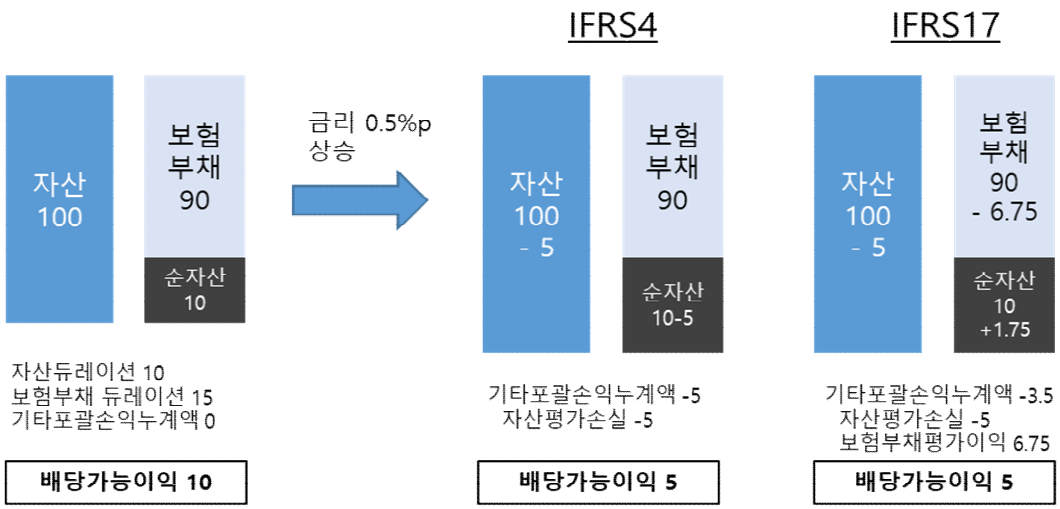
〈그림 2〉 금리하락 시 배당가능이익 비교 예시



○ 금리상승 시 보험회사의 실질 순자산 증가에도 불구하고, IFRS4에서 배당가능이익이 자산평가손실분만큼 감소하며 IFRS17에서도 배당가능이익이 감소함

- IFRS4에서는 대차대조표에 금리상승으로 인한 실질적인 순자산 증가가 드러나지 않아서, 실질 순자산 증가에도 불구하고 배당가능이익이 자산평가손실만큼 감소되는 문제점이 있음
- IFRS17에서는 금리 0.5%p 상승 후 순자산이 11.75로 1.75만큼 증가하였음에도 불구하고, 보험부채평가이익 6.75는 차감되고 자산평가손실 -5는 차감되지 않아 배당가능이익이 5로 감소함
  - 즉, IFRS17 시행 시 대차대조표에 실질 순자산 증가가 드러나지만, 배당가능이익은 오히려 감소하는 문제가 발생함

〈그림 3〉 금리상승 시 배당가능이익 비교 예시



○ IFRS17에서는 금리변동으로 인한 실질 순자산 변화가 대차대조표에 드러남에도 불구하고, 현행 상법에 규정된 배당가능이익이 보험회사의 실질 순자산 변화를 적합하게 반영하지 못하여 배당의 적절성뿐만 아니라 안정성도 저해될 수 있음

- IFRS17에서 금리하락 시 보험회사의 순자산 감소에 비해 과도하게 배당가능이익이 낮아져 배당의 안정성이 저해될 수 있으며, 금리상승 시 순자산이 증가함에도 불구하고 배당가능이익이 오히려 낮아지므로 기업가치를 제고하기 위한 적절한 배당 지급이 어려움

○ 만약 보험부채 및 자산의 미실현이익과 미실현손실을 상계할 수 있다면, 배당가능이익이 금리변동으로 인한 순자산 변화를 적합하게 반영하게 됨

- 미실현이익 한도에서 미실현손실의 상계가 가능하다면, 위의 예에서 금리하락 시 IFRS17 배당가능이익은 8.25(=10-1.75-max{0,(5-6.75)}), 금리상승 시 IFRS17 배당가능이익은 10(=10+1.75-max{0,(6.75-5)})임
  - 한도를 두지 않고 상계를 하면, 금리하락 시 IFRS17 배당가능이익이 10(=10-1.75-(5-6.75))으로 순자산(8.25)보다 많아질 수도 있음

4. 제안

○ 향후 IFRS17이 시행되더라도 현행 상법에 규정된 배당가능이익이 보험회사의 순자산 변화를 반영하지 못하여 배당의 안정성 및 적절성을 저해할 수 있으므로, 이러한 문제점을 해소시킬 방안이 필요함

○ 보험회사는 안정적 보험금 지급을 위해, 자산을 부채의 듀레이션 및 현금흐름에 매칭시켜 운용(ALM)하는 것이 원칙이며, 이러한 자산운용은 본질적으로 금리위험을 회피하기 위한 것임

- 예를 들어, 보험회사가 보험료 100억 원을 수취하고 10년 후 보험금 110억 원(연이율 1%)을 지급하는 저축보험계약을 체결했을 때, 이율 1.5%의 국고채 10년물을 100억 원 매수하면 시장금리 변동과 무관하게 안정적인 보험금 지급 및 이자마진 확보가 가능함
  - 만약, 보험료를 국고채 1년물로 운용할 경우 10년 동안 금리가 상승할 경우보다 많은 이자마진을 확보할 수 있지만 금리가 하락할 경우 이자역마진이 발생할 수도 있음

○ 따라서 위험회피 파생상품 거래와 마찬가지로 보험회사의 배당가능이익 산정 시 미실현이익과 미실현손실을 상계하는 것을 허용할 필요가 있음

- 보험회사가 장기 보험부채에 대응하여 장기 채권을 매입하는 것은 금리 리스크를 관리하기 위한 것으로 위험회피 파생상품 거래와 본질적으로 동일함

- 감독당국도 금리변동에 의한 보험회사의 자산과 보험부채 간 가치변동분의 차이(순자산 변동분)를 금리 리스크로 산출하여 요구자본을 측정함

• 다만, 보험회사의 경우 위험회피 파생상품 거래와는 달리 자산과 보험부채의 연계성이 약해 회계상 위험회피 거래로 인정받기 어려우므로, 이를 고려하여 상법 시행령을 개정할 필요가 있음

- 위험회피 파생상품 거래와 같이 '보험상품 거래를 하고 위험을 회피하기 위해 해당 거래와 연계된 거래를 한 경우'로 예외를 규정할 경우, 보험회사의 자산과 보험부채는 정확히 매칭되지 않기 때문에 위험 회피로 인정받기 어려움

• 상법 시행령을 개정한다면, 위험회피 거래가 아닌 ALM 목적의 금융거래로 제한하는 것이 미실현이익과 미실현손실을 상계하는 목적에 좀 더 부합할 것으로 보임

- 금리 변화에 따른 손익 상계가 목적이므로 ALM을 위한 채권, 이자율스왑, 채권선도, 국채선물 등 부채에 매칭되는 자산만 연계하고 관련 내용이 문서화된 것만 인정하는 것이 적절함

- 파생상품 관련 보험업 감독규정[10]에서 ALM 목적의 파생금융거래 시 한도예외로 인정한 경우가 있어, 이를 참고하여 개정방안을 고려할 수 있음

10) 『보험업 감독규정 〈별표 9〉 보험회사의 파생금융 거래기준』에서 ALM 목적시 파생한도를 예외로 인정하였으나 현재는 삭제된 상태로 '자산과 부채의 듀레이션 불일치로 인한 자산부채종합관리(ALM) 위험 헤지목적으로 위험회피수단을 최초 지정하는 시점에 위험관리목적, 위험회피전략, 위험회피수단, 위험의 속성 및 위험회피수단의 위험 회피 효과에 대한 평가방법 등을 공식적으로 문서화하고 위험회피 수단으로 최초 지정된 이후에 높은 금리 위험 해소 효과가 기대되는 거래'를 명시함