Ⅰ. 서론

1. 연구 목적

보험회사의 수익구조는 보험영업활동을 통한 보험수지차와 자산운용활동을 통한 투자수지차 및 기타수지차로 구성된다. 우리 나라 생명보험회사의 경우 총수익 중 자산운용수익이 차지하는 비중이 15 20%[1)]에 이르고 있어 수익구조에 기여하는 바가 크다.

일반적으로 효율적인 자산운용은 보험금의 지급능력을 확보하는데 매우 중요하며, 계약자배당을 통하여 보험계약자의 보험료 경감에도 큰 기여를 할 수 있고, 높은 자산운용수익의 달성을 통해 타사와의 경쟁에 있어서도 우위를 차지할 수 있다. 즉 보험회사의 자산운용은 최소한 예정이율 이상의 운용수익을 확보해야 하며, 타 금융권과의 가격경쟁도 도외시할 수 없기 때문에 안전성과 수익성을 동시에 추구해야 하는 양면성을 갖고 있다.

그러나 최근 예상하지 못했던 저금리 현상의 지속으로 인해 보험회사의 자산운용 실적은 크게 악화되었으며, 이는 곧 보험회사의 경영악화와 보험산업 전체적인 경쟁력 저하의 문제로 연결되고 있다. 또한, 좀 더 거시적인 안목에서 본다면 금융겸업화로 인한 타 금융기관과의 치열한 경쟁에 대비하여 국내 보험회사의 경쟁력 강화의 핵심수단으로서 투자수익률 제고의 필요성이 인식되고 있어 이를 위한 투자환경 조성에 대한 요구가 높아가고 있다.

이러한 상황에서 저조한 보험회사의 자산운용수익률의 향상을 위해 자산운용규제 측면에서의 개선 방향을 모색해보는 것은 매우 시의 적절하며 의미 있는 연구가 될 것이다. 본 연구에서는 보험회사의 외부적 자산운용 환경에 해당하는 관련 규제의 실효성에 대한 분석을 시도하였다. 즉 현행 방식의 규제방식 및 규제강도가 보험회사로 하여금 최적

---

1) 손해보험회사의 경우 총수익 중 자산운용수익 비중이 10 15%를 차지한다.

수준의 투자수익률을 달성하는데 방해가 될 만큼 엄격한 지의 여부를 측정하고, 이를 통해 우리 나라 보험회사의 자산운용규제 제도의 개선 방향을 제시하였다.

한편 학문적인 측면에서의 본 연구의 의의는 이제껏 다루어지지 않았던 보험회사, 나아가서는 금융기관에 대한 자산운용규제를 본격적으로 다루었다는 것이다. 특히, 우리 나라 보험회사 자산운용규제의 실효성에 대해 본격적으로 시도된 첫 연구라는 점에서 더 큰 의의를 찾을 수 있다. 외국의 예를 보더라도 극히 제한된 수의 연구들이 보험산업의 자산운용규제에 대해 선관주의와 비율규제 방식의 장·단점이나 평균수익의 비교를 제시하고 있을 뿐이다(Davis 1988, Davis and Steil, 2000 등). 그러나 이러한 연구들은 계량적 분석이 뒷받침되지 않은 채 두 제도의 장·단점을 경험적으로 기술하고 있고, 평균수익률의 비교 역시 각국의 투자환경 차이를 무시한 채 시도하는 한계를 보이고 있다. 이와는 달리, 본 연구는 현대재무관리 이론에 입각한 보다 체계적이고 객관적인 검증을 통하여 현재 국내에서 이루어지고 있는 비율규제의 효과를 분석함으로써 그 동안 금융기관의 자산운용규제에 대한 새로운 시각을 제시하고자 한다.

2. 연구 범위 및 구성

1990년대 이후 우리 나라 보험산업의 가장 큰 특징은 자유화와 규제완화로 집약될 수 있다. 경제적 수요심사제도인 ENT 폐지 등 진입장벽의 완화, 단계적인 요율자유화를 통한 완전 가격자유화의 실시 등 자유화 및 규제완화가 단시일 내에 크게 진전되었으며, 자산운용 측면에서도 현·예금에 대한 투자한도 폐지, 대출 대상의 제한 폐지 등 상당 부분 규제완화가 이루어져왔다. 이러한 과정에서 일부에서는 자산운용규제에 대해서 기존의 포지티브 방식을 지양하고, 네거티브 방식으로 전

환해야 한다는 주장이 꾸준히 제기되어 왔다.

이에 본고에서는 이러한 주장이 우리 나라 생명보험산업에 적절한가 여부를 자산운용 방식에 대한 이론적 고찰, OECD 국가 등 다른 국가의 자산운용에 관한 규제 제도 비교 및 우리 나라의 과거 통계자료를 분석하여 연구하고자 하였다. 그러나 실증분석 측면에서 본다면 보험회사들의 자산 포트폴리오 구성 및 투자수익률은 감독당국의 규제뿐 아니라 보험회사가 속한 국가의 금융·경제환경 등 다수의 다른 요인에 의해서도 복합적으로 영향을 받기 때문에 규제로 인한 효과만을 분리하여 측정하는 것은 매우 어려운 일이다. 이러한 이유로 인해 보험회사에 대한 규제의 효과를 측정한 기존 연구는 국내는 물론 해외에서도 그리 많지 않은 실정이다.

일반적으로 규제의 효율성에 대한 측정은 규제에 따른 사회적 비용과 편익분석을 통해 이루어지는데, 비용을 초과하는 편익의 유무로 규제의 합리성과 효율성을 측정한다. 그러나 보험회사의 자산운용의 비율규제에 의한 비용과 편익을 특히 후생경제학적 측면에서 계량화하기는 현실적으로 거의 불가능하다. 따라서 시장의 실패를 최소화하면서 시장원리에 따른 기업활동에 대한 제약을 최소화(또는 기업활동을 극대화)시킬 수 있는 환경의 제공 여부를 가지고 규제의 성패를 가늠하며, 보험회사의 자산운용에 대한 비율규제의 경우도 규제의 유무에 따른 투자양태와 수익률의 비교로써 규제의 효율성을 측정할 수밖에 없다.

연구의 방법론상 위와 같은 한계를 염두에 두고 본고에서는 연구의 범위를 보험회사 자산운용 규제의 필요성, 규제방식 및 규제내용에 관한 연구·조사, 그리고 우리 나라의 생명보험회사에 한정하여 자산운용 규제의 실효성을 분석하는데 초점을 두었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론인 Ⅰ장에 이어 Ⅱ장에서는 보험회사 자산운용규제의 방식 및 효과에 대해 서술한다. 여기서는 보험회사의 자산운용에 대한 규제가 왜 필요한지를 이론적인 측면에서 접근하며, 현재 시행되고 있는 구체적인 규제방식으로 비율규제와 선관주의

방식의 장단점을 비교·분석하고자 하였다. 또한, 규제의 효과 및 성과에 관한 선행연구들을 요약·정리하며, 기존 연구의 내용 및 문제점 등을 간략히 지적한다.

III장에서는 OECD 국가의 자산운용규제 현황 및 규제방식간 특징에 대해 서술한다. 여기서는 OECD 회원국들이 현재 시행하고 있는 자산운용의 규제대상, 운용방법 및 한도설정, 분산투자규제 등에 대해 기술한다.

본 연구의 핵심인 IV장에서는 우리 나라 자산운용규제의 실효성을 분석한다. 우선 우리 나라 자산운용규제의 변천 과정을 살펴보고, 실증분석에 사용된 기초 데이터 및 통계적 추정방법을 기술한 후, 현행 자산운용에 대한 비율규제가 생명보험회사의 투자활동에 제약을 주어 시장에 의해 결정된 최적 수익률보다 낮은 투자수익률을 초래하였는지에 대해 분석한다. 즉 보험회사에 대해 투자규제가 가해졌을 경우와 규제가 존재하지 않을 경우 효율적인 투자선(efficient frontier)이 달리 도출되는지에 대한 분석을 시도하였다.

또한 최근 관심이 높아지고 있는 해외투자가 실질적으로 보험회사들의 투자리스크 분산과 수익률 제고에 어떤 기여를 하고 있는가에 대해 분석하였다. 이러한 분석을 통해 전체적으로 우리 나라의 보험산업에 대해 현행 비율규제의 실효성 여부를 판단하고자 하였다.

제V장에서는 이상의 논의를 바탕으로 해서 우리 나라에 장·단기적으로 바람직한 자산운용규제 개선의 방향성을 제시하고자 하였다. 즉 현행 비율규제의 적절성과 선관주의 방식에 해당하는 네거티브제도로의 점진적인 전환 가능성, 자산운용의 규제대상, 각 자산에 대한 비율규제 한도 등에 대해 종합적으로 검토한다.

마지막으로 VI장에서는 요약 및 결론을 정리하고, 본 연구의 한계 및 향후 연구과제를 제시한다.