

연구보고서 2010-3

# **보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토**

2010. 7

진 익, 김동겸

**보험연구원**





## 머 리 말

경제 사회적 환경변화로 맞춤형 자산관리서비스에 대한 사회적 수요가 급속하게 확산됨에 따라, 금융회사들이 다양한 형태의 자산관리서비스 도입을 시도하고 있다. 국내 보험회사들도 지난 2005년 신탁경영 허용을 계기로 자산관리서비스 확대를 도모하고 있으나, 자산관리서비스에 대한 투자규모는 미미한 수준이다.

보험회사의 자산관리서비스 제공이 기대에 미치지 못하는 이유 중 하나는 제도적인 제약으로 인하여 보험회사의 경쟁우위를 활용할 수 있는 서비스의 개발이 어렵기 때문이라고 보인다. 그러나 보다 근본적인 장애요인은 보험회사들 스스로가 사업모형을 보유하고 있지 못하다는 점이다. 이는 현 시점에서 자산관리서비스 확대를 통해 기대할 수 있는 수익성에 대해 확신이 없는 상태에서, 본격적인 자산관리서비스 제공을 위해서 소요되는 비용의 부담을 기피하기 때문이라고 판단된다. 이러한 상황을 감안하면 보험회사가 은행이나 금융투자회사에 비해 보다 전문성을 보유한 핵심서비스를 발굴하고, 동 서비스를 제공하는데 소요되는 비용을 일정 수준 이내로 관리할 수 있는 사업모형을 모색하는 것이 중요한 과제이다.

이러한 문제의식에 따라 우리 원에서는 국내 보험회사 사업모형의 문제점을 식별한 후, 자산관리서비스의 특성에 비추어 보험회사에게 적합한 사업모형을 도출하여 개선방안으로 제시하고자 「보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토」를 발간하게 되었다. 본 보고서가 보험회사가 보험업과의 시너지를 도모하면서 자산관리서비스를 새로운 수익원으로 정착시킬 수 있는 사업모형 구축에 도움이 되는 한편, 정책당국이 자산관리서비스의 활성화를 도모하는데 유익하게 활용되기를 기대한다.

2010년 7월  
보 험 연 구 원  
원장 김 대 식

## < 제 목 차 례 >

요 약 .....	1
<b>I. 서 론 .....</b>	<b>11</b>
1. 연구배경 .....	11
2. 연구내용 .....	12
<b>II. 보험회사 사업모형 현황 및 문제점 .....</b>	<b>14</b>
1. 국내의 현황 .....	14
2. 보험회사 사업모형 문제점 .....	29
<b>III. 자산관리서비스 사업모형 논의 .....</b>	<b>36</b>
1. 자산관리서비스의 개념 및 유형 .....	37
2. 활용 가능한 사업모형 비교 .....	42
3. 사업모형 별 효과 분석 .....	49
4. 외부네트워크 활용 가능성 검토 .....	65
<b>IV. 보험회사 사업모형 개선방향 .....</b>	<b>72</b>
1. 보험회사의 잠재력 .....	72
2. 사내겸영 사업모형 .....	73
3. 자회사겸영 사업모형 .....	74
4. 핵심서비스 내용 .....	94
5. 제도 개선사항 .....	101

V. 결 론 .....	111
참고문헌 .....	114
부록 .....	117

## < 표 차례 >

<표 II-1> 글로벌 자산관리서비스시장 규모 .....	14
<표 II-2> 글로벌 자산관리서비스시장 성장률 .....	15
<표 II-3> 글로벌 자산관리서비스시장 집중도 .....	16
<표 II-4> 글로벌 자산관리서비스시장 경쟁도 .....	16
<표 II-5> 맞춤형 프로그램과 뮤추얼 펀드 비교 .....	17
<표 II-6> 맞춤형 프로그램 유형별 성장 추이 .....	18
<표 II-7> 맞춤형 프로그램 부문별 자금유입 추이 .....	19
<표 II-8> 신탁회사 수탁고 추이 .....	20
<표 II-9> 겸영 신탁회사 영업수익 추이 .....	21
<표 II-10> 신탁재산별 수탁고 추이 .....	22
<표 II-11> 부동산신탁회사 영업수익 및 당기순이익 추이 .....	23
<표 II-12> 신탁 수수료 추이 .....	23
<표 II-13> 업권별 신탁업 영위 회사와 수탁고 규모 .....	24
<표 II-14> 은행의 신탁 유형별 수탁고 현황 .....	25
<표 II-15> 금융투자회사의 신탁 수탁고 현황 .....	27
<표 II-16> 보험회사의 신탁 수탁고 현황 .....	29
<표 II-17> 생명보험회사 신탁부서 현황 .....	31
<표 III-1> 자산관리 시 고려되는 복합적 재무목표 .....	38
<표 III-2> 전형적인 자산관리서비스 프로그램 .....	39
<표 III-3> 사업모형 구분 .....	46
<표 III-4> 사업모형별 기업가치 변화 .....	48

## < 그림 차례 >

<그림 II-1> 금융업권별 이해상충 방지체계 구축 대상 .....	34
<그림 III-1> 보험회사 자산관리 프로그램 제공 유인 .....	52
<그림 III-2> 사내겸영과 사외겸업 선택 예시 .....	56
<그림 III-3> 사내겸영과 사외겸업 선택유인 (생명보험) .....	58
<그림 III-4> 사내겸영과 사외겸업 선택유인 (손해보험) .....	59
<그림 III-5> 채널전략이 보험영업이익률에 미치는 영향(초회보험료 기준) ...	68
<그림 III-6> 채널전략이 자본회전율에 미치는 영향(초회보험료 기준) .....	69
<그림 III-7> 채널전략이 매출이익률에 미치는 영향(초회보험료 기준) .....	69
<그림 III-8> 채널전략이 보험영업이익률에 미치는 영향(전체보험료 기준) ...	70
<그림 III-9> 채널전략이 자본회전율에 미치는 영향(전체보험료 기준) .....	71
<그림 III-10> 채널전략이 매출이익률에 미치는 영향(전체보험료 기준) .....	71



## The Wealth Management Business Model of Insurance Company

With gradually increasing demand for wealth management by changes in social and economical environment, financial institutions are now trying to provide diverse wealth management services. Despite the customers' needs and growth potential of wealth management services, domestic insurance companies were slow to participate in wealth management business.

Weak investment spending of insurance companies in wealth management services comes from the absence of a suitable business model and the unfavorable regulations, comparing with other financial institution. Fearing for the uncertainty over profitability, they are reluctant to bear the expense, caused by the expansion of wealth management business.

Currently, they are seeking for a business model, which is oriented with financial investment program, for themselves. However, this business model is quite different from global insurance companies, actively operating wealth management services. Considering these circumstances, insurance companies are necessary to discover core services, having more specialty than any other financial institutions, and seek business model to control costs produced by provisions of these services

In this study we suggest that it is necessary to recognize wealth management services as a broad concept above financial investment services. And we propose insurance trust programs as one of the services to ensure competitiveness for insurance companies, and analyze insurance companies' strategies to effectively offer it. The main results are following:

First, insurance companies' inducements to expand wealth management services have been increasing. They are more likely to choose in-house model is at initial stage with high marginal costs, but arms length affiliate

model is more beneficial in case marginal costs are low by building infrastructure.

Second, in the aspects of contents of core services insurance companies consider to provide retirement pension trust and collective investment property with institutional customers. With gradually increasing the importance of personal responsibility of retirement income, they are necessary to examine the provisions of advisory insurance, targeted to personal customers.

Finally, trust services out of the ranges trust business on the Capital Market Act require to complementarily prescribed by Insurance Act. Moreover, considering insurance companies have the low possibility to conflicts of interests than financial investment companies, regulations of the insurance companies should be relaxed.

## 요 약

### I. 서 론

- 본 연구는 보험업과의 시너지를 도모하면서 자산관리서비스를 새로운 수익원으로 정착시킬 수 있는 사업모형을 모색하고자 함.
- 경제 사회적 환경의 변화로 맞춤형 자산관리서비스에 대한 사회적 수요가 급속하게 확산됨에 따라, 금융회사들이 다양한 형태의 자산관리서비스 도입을 시도
  - － 국내 보험회사들도 지난 2005년 신탁겸영 허용을 계기로 자산관리서비스 확대를 도모하고 있음.
- 그러나 보험회사의 신탁겸영은 본격화되지 못하고 있는데, 인가를 받은 생명보험회사들의 자산관리서비스에 대한 투자규모는 미미한 수준이며 손해보험회사들은 아직도 인가 신청도 하지 않은 상태
  - － 제도적인 제약으로 인하여 보험회사의 경쟁우위를 활용한 서비스의 개발이 어려울 뿐만 아니라, 보험회사들 스스로가 사업모형을 보유하고 있지 못한 것이 근본적인 장애요인이라고 판단됨.

### II. 보험회사 사업모형 및 문제점

- 국내 보험회사들이 자산관리서비스 제공을 위한 적절한 사업모형을 발굴하지 못하고 있다고 판단됨.
- 보험회사가 은행이나 금융투자회사에 비해 뒤늦게 자산관리서비스시

장에 진입하였음에도 불구하고, 신탁업 관련 투자는 오히려 미미

- 2008년 9월 기준 신탁을 경영하고 있는 4개 생명보험회사들의 신탁 부서 현황을 보면 신탁담당 인원은 10명 이내에 불과
- 국내 보험회사들은 아직까지 핵심서비스를 발굴하지 못하고 있으며, 보험회사에 적합한 사업모형도 발굴하지 못한 상태
  - 보험회사들은 현재 퇴직연금신탁, 집합투자재산 수탁, 통합보험을 도모하고 있으나, 타업권 금융회사와 차별화된 서비스가 부재
- 제도적 제약으로 인하여 자산관리서비스 제공 업무에서의 효율성도 매우 낮은 수준
  - 보험업 이외 업종의 사내경영 시 구축해야 하는 이해상충 방지체계에 의하여 신탁업 사내경영에 따른 비용이 높게 유지됨.
  - 국내 제도에서는 신탁업이 금융투자업의 일종으로 포함됨에 따라 본연의 신탁기능이 제한되어 복합적 프로그램 구성이 어려움.
  - 보험설계사의 신탁투자권유 대행이 제한되어, 보험회사의 신탁판매가 창구 내 임직원으로 제한되고 있음.

### Ⅲ. 자산관리서비스 사업모형 분석

#### 1. 분석배경

- 국내 보험회사들은 독자적인 사업모형을 보유하지 못한 채 타업권의 사업모형을 모방하고 있음.
- 현재 국내 보험회사들은 모두 금융투자 중심 프로그램을 사내경영으로 영위하면서 보험회사가 단독으로 서비스를 제공하는 사업모형을 모색

- 반면, 자산관리서비스를 적극적으로 영위하고 있는 글로벌 보험회사들의 사례를 보면, 자산관리서비스를 사외겸업(지주회사 체제 내의 자회사 형태)로 영위하고 있으며 상당한 수준의 시스템·인프라를 기반으로 광범위한 외부 네트워크를 활용하고 있음.
- 자산관리서비스를 보험서비스까지 포괄하는 광의로 인식할 필요성을 제기하고, 국내 보험회사가 경쟁력을 가질 수 있는 사업모형을 모색할 필요
  - 국내 보험회사들이 자산관리서비스를 적극적으로 확대할 유인, 글로벌 보험회사와 달리 사내겸업을 선택한 유인, 그리고 보험신탁 프로그램 확대 시 외부 네트워크를 활용할 유인 검토 필요

## 2. 분석모형

- 보험회사의 기업가치를 극대화 하는 자산관리서비스 사업모형을 모색
  - 지속적 성장가능성을 보여주는 경영지표인 자본성장률을 분석
    - 보험회사가 유상증자를 통해 외부로부터 자금을 조달하지 않은 채, 내부 유보된 자기자본만을 이용하여 성장하고자 한다고 가정
  - 자산가치증식을 목적으로 하는 금융투자 중심 프로그램과 더불어 자산가치보전을 목적으로 하는 보험 관련 프로그램도 포괄
    - 단일 신탁계약에 은행상품, 금융투자상품과 더불어 보험상품까지 담을 수 있는 보험신탁을 염두에 두고 사업모형을 검토
  - 보험회사의 자본성장률을 구성하는 보험영업성과, 투자영업성과, 자회사 지분투자에 따른 기회비용, 영업외 성과, 기타자본변동 등의 요인을 대상으로 분석

### 3. 분석결과

- 국내 보험회사들이 자산관리서비스 관련 투자에 소극적인 이유는 현 경영환경 하에서 한계비용이 한계수익을 초과하기 때문이라고 판단됨.
- 자산관리서비스를 확대할 유인 중 하나는 이를 통해 수익성 제고를 기대할 수 있다는 것임.
  - 현 시점의 매출규모에 비해 축적된 자산규모가 큰 대형 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남.
  - 수익원이 집중되어 있는 보험회사에서 수익원 다각화 차원에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남.
- 자산관리서비스를 확대할 다른 유인은 자산관리서비스 확대로 보험회사 경영성과에서의 위험이 축소될 수 있다는 것임.
  - 현재 초기 비용 부담 여력을 보유한 수익성 높은 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남.
  - 시장위험 노출이 확대되더라도 감당할 수 있는 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남.
- 국내보험회사들의 자산관리서비스 확대유인은 증가 추세를 보이고 있으며, 글로벌 금융위기 이후 그 유인이 다소 감소
  - 매출규모 대비 자산규모 비율이 높은 생명보험의 확대유인이 손해보험 보다 큰 것으로 나타남.
- 국내 보험회사들이 사내겸영을 통해 자산관리서비스를 영위하는 것은 장기적으로 적합한 전략이 아니라고 판단됨.
- 현재 국내 보험회사들이 사내겸영 방식을 채택하고 투자를 보류하고

있는 것은 합리적 의사 결정이라고 볼 수 있음.

- 이는 현재의 경영환경에 비추어 볼 때 자산관리서비스에서 기대되는 수익이 불확실하고 유보율이 높기 때문
  - 자산관리서비스로부터의 기대수익이 일정 수준으로 성장한 후에는 사외겸업 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리
    - 상장 후 주주들의 배당요구로 유보율이 하락하고 자산관리서비스로부터 안정적인 수익이 창출되기 시작하면 사외겸업이 보다 유리
  - 보험회사별로 재무상태가 다르기 때문에 사외겸업이 사내겸영에 비해 유리해지는 시점이 다를 것으로 예상됨.
    - 대형사의 경우에는 조만간 사외겸업으로 전환하는 것이 바람직한 반면, 일부 방카사·외국사·중소형사는 사내겸영을 장기적으로 유지하는 것이 유리할 수 있음.
- 국내 보험회사들이 자산관리서비스 확대 시 외부 네트워크를 활용할 유인은 클 것으로 보임.
- 첫째, 보험신탁 활용 시 신규매출 발생하더라도 적절한 판매채널을 선택할 경우 사업비를 절감할 수 있을 것으로 판단됨.
  - 보험영업이익률이나 매출이익률 측면에서는 방카슈랑스 중심의 외부 네트워크를 활용하는 것이 보다 유리할 것으로 보임.
    - 방카슈랑스 비중이 증가할 때 사업비 감소효과가 큰 반면 다른 비용(보험금과 환급금 합계) 증가효과는 작을 것으로 예상됨.
  - 충분한 자본력을 보유하여 인지도가 높고 고객만족도를 제고할 수 있는 판매전문회사를 활용할 필요가 있음.
    - 업무절차 표준화와 자동화를 통해 외부 네트워크를 구축하면 맞춤

형 프로그램 제공에 소요되는 비용을 절감할 수 있을 것임.

## IV. 보험회사 사업모형 개선방향

### 1. 보험회사 잠재력

- 국내 보험회사들이 자산관리서비스 사업에서 은행, 증권회사에 비해 일정한 비교우위를 가질 수 있을 것으로 판단됨.
  - 보험회사는 타업권의 금융회사에 비해 고객관계를 장기간 유지하는데 노하우를 보유하고 있음.
    - 향후 적절한 투자가 선행될 경우 생애관리 프로그램을 개발하여 시장을 선도하는 것이 가능
  - 보험기능을 수행하는 과정에서 형성된 노후생활보장 서비스 제공자로서의 인지도는 자산관리서비스에서 경쟁력의 원천이 될 수 있음.
    - 자산가치의 보장 관련 서비스(자산가치의 보존, 상속 등)에 자산가치의 증식 관련 서비스(신탁, 투자일임 등)를 결합 모색 필요
  - 보험회사는 외부 네트워크를 관리하는 노하우를 보유하고 있음.
    - 외부 자문인력을 적극 활용하면 보험회사가 투자자문 서비스 제공자로서의 인지도가 낮다는 단점을 충분히 극복할 수 있을 것임.
  - 다만 이러한 장점을 극대화하기 위해서는 기존 판매채널의 고능률화를 통해 전문자문인력을 확보하는 것이 필요함.

## 2. 사내겸영 사업모형

- 자산관리서비스로부터의 기대수익이 충분한 수준으로 성장하기 전까지는 사내겸영 방식이 자회사겸영 사업모형에 비해 기업가치제고 관점에서 보다 유리할 수 있음.
- 자산관리서비스를 시작하는 초기 단계에서는 기존에 보유하고 있는 인적자원과 물적자원을 활용할 수 있는 사내겸영의 장점을 활용
  - 다만 신탁부문과 보험부문 사이에서 성과평가·보상체계·조직문화가 합리적으로 차별화되어야 시너지를 기대할 수 있을 것

## 3. 자회사겸영 사업모형

- 자산관리서비스로부터의 기대수익이 일정 수준으로 성장한 후에는 자회사 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리할 수 있음.
- 본격적 투자를 통해 자산관리서비스로부터 안정적 수익이 창출되기 시작되는 경우 규모확대에 따른 운영비용 증가를 반영하여 사내겸영 비용이 증가하는 반면 자회사 지분투자에 대한 기회비용은 감소
- 시장이 충분히 효율적인 경우 사내겸영 방식과 자회사 방식의 비용이 유사한 수준이 유사한 수준으로 나타날 것임.
- 자회사겸영 방식으로 신탁업을 영위하는 경우, 상대적으로 단기간 내에 신탁관련 전문성과 경쟁력을 축적하는 것이 가능
- 반면, 모회사인 보험회사의 인지도·운용노하우를 활용할 수 없는 만큼, 신탁업 자체로부터 수익이 실현되기 전까지는 경쟁력이 취약할

것으로 예상됨.

- 특히 신탁업에 진출하더라도 수탁고가 일정수준 이상으로 늘어나기 전까지는 신탁업으로부터의 수익실현을 기대하기 어려운 문제점 등이 있음.
- 외부네트워크를 적절히 활용할 경우 서비스 복합성을 극대화하여 범위의 경제를 구현하면서도 서비스규모를 규모의 경제를 달성할 수 있는 수준 이상으로 확대하는 것이 가능함.

#### 4. 핵심서비스 내용

- 기관고객을 대상으로는 퇴직연금신탁과 집합투자재산 수탁서비스를 고려할 필요성이 있음.
  - 현행 보험계약만으로는 퇴직연금시장에서 보험회사가 경쟁력을 유지하기 어려울 것으로 예상됨에 따라 보험회사가 신탁경영을 통해 보험계약과 신탁계약 제공을 병행할 필요가 있음.
    - 확정기여형 퇴직연금에서는 사외적립재원이 다양한 금융상품에 투자될 필요가 있는 바, 신탁계약과 보험계약이 적절히 조합되면 퇴직연금 고객들의 다양한 요구를 수용할 수 있을 것임.
  - 현재 보험회사는 각종 연기금의 상위법인 기금관리기본법에서 운용기관을 제한하지 않음에도 불구하고 위탁기관대상에서 배제됨.
    - 이러한 한계를 극복하기 위해서 각종 연기금의 외부위탁운용기관에 신탁업 경영 보험회사도 참여할 수 있도록 연기금의 외부위탁운용기관 선정관련 규정 및 관행 개선을 건의할 필요가 있음.

- 이와 더불어 보험회사 스스로 중장기 자금운용에 전문성을 갖춘 금융기관으로서 장기부채에 대한 자산운용에서 경쟁력을 유지할 수 있도록 노력할 필요가 있음.
- 고령화에 대응하고 은퇴 후 소득안정을 개인이 책임져야하는 환경에 비추어 볼 때 개인고객대상 서비스 내용으로 변액보험 수익구조 다변화와 자문형 보험활용을 고려할 필요성이 있음.
  - 수익률 제고를 위한 투자성과와 자산가치 보전을 위한 보장성이 결합된 복합금융상품인 변액보험에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상됨.
    - 향후 국내 보험회사들도 변액보험을 투자상품으로 제시하는 것에서 벗어나 고객의 연령에 맞춰 보장상품이나 연금상품으로서 활용하는 전략을 구사해 볼 수 있음.
  - 해외 금융선진국의 사례를 볼 때, 맞춤형 자산관리서비스는 금융상품 판매와 자문서비스를 결합한 형태에서 진화되어 있음.
    - 자문형 보험에서는 보험기간 중 계약구조가 유연하게 조정될 수 있다는 점에서 표준형 보험상품에 비해 자산관리서비스에 보다 적절한 보험상품임.

## 5. 제도 개선사항

- 국내 신탁제도 개선의 기본방향으로 자본시장법 상의 신탁업 범위를 벗어나는 신탁에 대해 보험업법에서 보완적으로 규정하는 방안이 요구됨.
  - 보험업법에서 신탁업무 범위, 신탁재산 종류, 수탁금전의 운용대상

등에 관한 보완규정을 도입하는 방안을 검토할 필요가 있음.

- 보험료지급기금 자체를 신탁으로 하는 것을 허용하기 위해 신탁재산인 금전의 운용대상으로 보험도 포함할 필요가 있음.
- 보험회사에서 신탁업 겸영 시 이해상충이 발생할 가능성이 금융투자회사와 비교할 때 보다 낮다는 점에서, 보험회사에 적용되는 규제수준을 보다 완화하는 방향으로 제도개선이 요구됨.
  - 집합투자업과 신탁업 사이에 구축해야 하는 이해상충 방지체계 관련 규정이 완화될 필요가 있음.
  - 또한, 보험업과 신탁업 사이에 구축해야 하는 이해상충 방지체계 수준이 완화될 필요가 있음.
- 보험회사의 신탁판매를 창구 내 임직원으로 제한하고 있으며, 신탁투자권유 대행인 자격요건이 비현실적으로 높게 설정되어 있는 제도를 개선할 필요가 있음.
  - 고객이 운용재량권을 보유한다는 점에서 신탁은 펀드에 비해 투자자 보험기능이 강한 투자수단이므로, 보험설계사에게 펀드투자권유를 허용한 이상 보험설계사에게 신탁투자권유를 제한할 필요가 없음.

# I. 서론

## 1. 연구배경

경제 사회적 환경의 변화에 따라 맞춤형 자산관리서비스에 대한 사회적 수요가 급속하게 확산되고 있다. 맞춤형 자산관리서비스의 목표는 고객이 기대할 수 있는 향후 소득흐름이 전 생애에 걸쳐 안정적으로 생성될 수 있도록 자산구성을 자문하고 관리하는 것이다. 맞춤형 자산관리서비스에 대한 요구가 빠르게 증가하는 이유는 고령화, 공적연금의 축소, 금융시장 변동성 심화 등으로 고객별 재무설계의 필요성이 높아졌기 때문이다. 이에 따라 거의 모든 유형의 금융회사들이 맞춤형 자산관리서비스를 표방하여 다양한 형태의 자산관리서비스 개발을 시도하고 있다.

국내 보험회사들도 지난 2005년 신탁겸영 허용을 계기로 자산관리서비스 확대를 도모하고 있다. 2007년 하반기에 첫 신탁겸영 보험회사로서 미래에셋생명보험이 자산관리서비스 영업을 시작한 이후, 2009년 현재 신탁겸영 보험회사는 총 5개사이다.<sup>1)</sup> 그러나 보험회사의 신탁겸영은 본격화되지 못하고 있는데, 인가를 받은 생명보험회사들의 자산관리서비스에 대한 투자규모는 미미한 수준이며 손해보험회사들은 아직도 인가 신청도 하지 않고 있다.

보험회사의 자산관리서비스 현황이 기대에 미치지 못하는 이유 중 하나는 제도적인 제약으로 인하여 보험회사의 경쟁우위를 활용할 수 있는 서비스의 개발이 어렵기 때문이라고 보인다. 제도적 장애요인에 대해서는 지속적으로 개선을 요구할 필요가 있으며, 조만간 보험업법이 개정되어 투자일임(자문)업겸영이 허용되면 어느 정도 해소될 것으로 보인다.

그러나 보다 근본적인 장애요인은 보험회사들 스스로가 사업모형을 보유하고 있지 못하다는 점이다. 보험회사가 경쟁우위를 가질 수 있는 핵심서비스에 대한 아이디어도 부족하며, 자산관리서비스의 특성을 구현하기에 필요한 사업

1) 금융위원회는 미래에셋생명보험(2007년 9월), 삼성생명보험(2007년 12월), 교보생명보험(2007년 9월), 대한생명보험(2008년 5월), 흥국생명보험(2008년 5월)의 신탁업 영위를 인가한 바 있다.

구조와 시스템 구축에도 소극적이다. 이는 현 시점에서 자산관리서비스 확대를 통해 기대할 수 있는 수익성에 대해 확신이 없는 상태에서, 본격적인 자산관리서비스 제공을 위해서 소요되는 비용의 부담을 기피하기 때문이라고 판단된다. 이러한 상황을 감안하면 보험회사가 은행이나 금융투자회사에 비해 보다 전문성을 보유한 핵심서비스를 발굴하고, 동 서비스를 제공하는데 소요되는 비용을 일정 수준 이내로 관리할 수 있는 사업모형을 모색하는 것이 중요한 과제이다.

이러한 문제의식 하에서 본 연구는 보험업과의 시너지를 도모하면서 자산관리서비스를 새로운 수익원으로 정착시킬 수 있는 사업모형을 모색하고자 한다.

## 2. 연구내용

본 연구는 국내의 자산관리서비스 현황을 검토하고, 국내 보험회사 사업모형의 문제점을 식별한 후, 자산관리서비스의 특성에 비추어 보험회사에게 적합한 사업모형을 도출하여 개선방안으로 제시하고자 한다. 본 보고서의 구성은 다음과 같다.

II장에서는 보험회사 자산관리서비스 사업모형의 현황과 문제점을 검토한다. 우선 국내의 자산관리서비스시장의 현황을 파악하면서, 국내 보험회사의 자산관리서비스에 대한 투자규모도 확인한다. 다음으로 맞춤형, 복합성, 효율성 차원에서 국내 자산관리서비스가 본격화되지 못하는 원인을 파악한다. 또한 보험회사가 자산관리서비스를 경영할 경우 적용받는 제도적 요인으로서 이해상충방지체계 구축 규정이 적절한지 여부를 검토한다.

III장에서는 논리적 차원에서 자산관리서비스 사업모형에 대해 검토한다. 이를 위해 자산관리서비스의 특징을 확인하고, 그러한 특징을 구현한 서비스를 제공하는 것이 보험회사 기업가치에 어떤 영향을 미칠지를 분석한다. 특히 보험회사가 선택할 수 있는 사업모형 유형을 제시한 후, 각 사업모형별로 나타날 수익과 비용을 비교한다. 다음으로 보험회사가 핵심서비스로서 보험신탁

을 활용할 경우, 보험영업이익에 미칠 영향을 자본회전률과 매출이익률로 구분하여 실증분석을 통해 확인한다.

IV장에서는 국내 보험회사 사업모형의 개선방향을 제시한다. 우선 제도적으로 이해상충 방지체계 구축 관련 규정과 적합성원칙 관련 규정의 개선방향을 검토한다. 다음으로 보험회사가 자산관리서비스를 자회사경영 방식으로 영위하고자 할 때 활용할 수 있는 사업모형을 검토한다. 또한 보험회사가 현재의 사내경영 방식을 그대로 유지할 때 고려할 수 있는 사업모형도 검토한다.

마지막으로 V장에서는 지금까지의 분석내용을 요약한 후, 결론으로서 보험회사가 주목해야 할 법인고객을 위한 서비스와 개인고객을 위한 서비스를 구분하여 제시한다.

## II. 보험회사 사업모형 현황 및 문제점

### 1. 국내외 현황

#### 가. 국외 현황

##### 1) 시장규모

글로벌 자산관리서비스시장규모는 지난 4년 동안 2.4배 증가하였다. <표 II-1>에서는 지난 4년 동안 성장해 온 자산관리서비스 제공 스폰서 수와 운용 자산규모 추이를 보여준다. 2004년 6조 달러에 불과하던 자산관리 서비스 운용자산 규모는 2007년 17조 4천억 달러까지 성장하였으며, 2008년에는 금융위기의 영향으로 14조 5천억 달러로 감소하였다. 지난 4년간 연평균 성장률은 28.7%에 달한다.

<표 II-1> 글로벌 자산관리서비스시장 규모

(단위 : 십억 달러, %, 개)

	2004	2005	2006	2007	2008
총 운용자산	6,000	8,500	10,800	17,400	14,500
운용자산 성장률	30.4	41.7	27.1	61.1	-16.7
스폰서 수	120	200	180	211	248

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

운용자산 규모를 기준으로 자산관리서비스 스폰서별 시장점유 비중을 살펴보면 <표 II-2>와 같다. 가장 큰 스폰서는 BOA로 2008년 말 기준 운용자산 규모가 1조 5천억 달러이며, 뒤를 이어 UBS가 1조 4천억 달러, Citigroup이 1조 3천억 달러 규모의 자산을 운용하고 있다. BOA는 2007년에 운용자산 규모기준으로 3위였던 Merrill Lynch를 2008년에 인수한 이후 1위를 지키고 있다. 그 외에 Wells Fargo, Credit Suisse가 상위권을 형성하고 있다.

<표 II - 2> 글로벌 자산관리서비스시장 성장률

(단위 : 십억 달러, %)

	2008년 기준 운용자산규모	2007년 대비 성장률	5개년 연평균 성장률
Bank of America	1,501	14.67	9.93
UBS	1,393	-26.50	4.55
Citigroup	1,320	-26.01	52.89
Wells Fargo	1,000	250.88	49.10
Credit Suisse	612	-17.86	5.77
JPMorgan	552	1.28	15.72
Morgan Stanley	522	0.00	32.05
HSBC	352	-28.74	15.81
Deutsche Bank	231	-19.16	4.45
전체	14,500	-16.67	25.81

주 : 대상은 5개년(2004~2008년) 동안 상위 10위 안에 연속 포함되었던 9개사를 기준  
으로 하였음.

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

## 2) 시장구조

최근 글로벌 자산관리서비스시장의 집중도가 낮아지고 있다. 2008년 기준 상위 3개 스폰서가 보유한 운용자산 규모는 전체 운용자산 규모의 약 29.1%를 차지하였는데, 이는 2004년의 56.5%에 비해 절반 정도 낮아진 수준이다. 이처럼 시장집중도가 낮아진 이유는 스폰서의 수가 늘어났기 때문으로 보인다.

2004년 스폰서 수는 120개였으나 2008년에는 248개로 나타나 지난 4년간 스폰서의 수가 2.1배 증가하였다. 즉, 자산관리서비스에 대한 사회적 관심이 커지면서 동 영역에 새롭게 진입한 금융회사의 수가 많아진 결과, 대형 스폰서들 사이에서 인수 합병이 지속적으로 발생하였음에도 불구하고 집중도 지표가 낮아진 것으로 보인다.

&lt;표 II-3&gt; 글로벌 자산관리서비스시장 집중도

(단위 : 십억 달러, %)

시장 집중도	2004	2005	2006	2007	2008
상위3개사 운용자산 규모	3,392	3,729	4,255	4,989	4,214
전체 운용자산 규모	6,000	8,500	10,800	17,400	14,500
CR3	56.5	43.9	39.4	28.7	29.1

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

자산관리서비스시장의 집중도가 낮아졌다는 것은 시장경쟁이 치열해졌음을 의미하며, 이는 다른 측면에서도 확인된다. <표 II-4>는 운용자산 기준 상위 10개 스폰서들이 운용하는 자산규모의 평균, 표준편차, 변동계수를 보여준다. 운용자산 규모의 표준편차가 2007년에 비해 2008년에 크게 감소하였음을 확인할 수 있는데, 이로부터 스폰서 간의 편차가 작아졌다고 해석할 수 있다. 또한, 변동계수(평균 운용자산규모가 증가한 효과를 조정한 후의 편차)에 의해서도 스폰서들 사이의 편차가 축소되었음을 확인할 수 있다.

&lt;표 II-4&gt; 글로벌 자산관리서비스시장 경쟁도

(단위 : 십억 달러)

	2004	2005	2006	2007	2008
운용자산 평균(A)	532	606	687	810	770
운용자산 표준편차(B)	428	454	531	625	493
변동계수 (B/A)	0.81	0.75	0.77	0.77	0.64

주 : 각 년도 운용자산규모 기준 상위 10개사

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

<표 II-5>는 2006년 이후 맞춤형 프로그램 규모와 뮤추얼펀드 규모의 분기별 추이를 보여준다. 2006년 1분기부터 2008년 4분기까지 뮤추얼펀드 규모 대비 맞춤형 프로그램 규모의 상대적 비중이 증가한 것으로부터, 해당 기간 동

안 맞춤형 프로그램이 뮤추얼펀드에 비해 보다 빠르게 성장하였음을 확인할 수 있다. 특히 2008년 1분기 이후에는 글로벌 금융위기의 영향으로 맞춤형 프로그램 규모도 위축되어 음(-)의 성장률을 시현하였는데, 이때에도 뮤추얼펀드에 비해 위축 규모가 상대적으로 작았다. 이러한 추세는 간접투자서비스를 제공하는 금융회사들이 전통적인 수수료 중심 사업모형에서 보수 중심 사업모형으로의 전환을 도모한 결과라고 보인다. 또한 고객들이 객관성이나 투자다변화 차원에서 뮤추얼펀드에 비해 맞춤형 프로그램을 보다 선호하게 된 결과라고도 볼 수 있다.

<표 II-5> 맞춤형 프로그램과 뮤추얼 펀드 비교

	뮤추얼펀드 (조 달러)	맞춤형 프로그램 (조 달러)	비 중 (%)
1Q 2006	7.1	1.0	13.8
2Q 2006	7.2	1.0	14.1
3Q 2006	7.5	1.1	15.3
4Q 2006	8.1	1.3	15.8
1Q 2007	8.3	1.3	16.0
2Q 2007	8.9	1.4	15.9
3Q 2007	9.1	1.5	16.1
4Q 2007	8.9	1.5	16.8
1Q 2008	8.3	1.4	17.1
2Q 2008	8.3	1.4	17.1
3Q 2008	7.2	1.3	17.8
4Q 2008	5.8	1.1	19.0

주 : 뮤추얼펀드는 MMF와 MFA 제외, 맞춤형 프로그램은 RAA 제외함.

자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

## 3) 프로그램 유형별 규모

맞춤형 프로그램 시장은 5개 부문(SMA, MFA, RAPM, RAA, UMA)으로 구분해 볼 수 있다(MMI, 2009). 이들은 객관성 제고, 위험관리의 개선, 투자 과정의 체계화 등을 지향한다는 점에서 맞춤형 프로그램에 해당되지만, 제공하는 상품이나 재량권 범위를 기준으로 서로 구별된다.

<표 II-6>은 2006년 이후 2009년 1분기까지 맞춤형 프로그램에 해당되는 유형별 성장 추이를 보여준다. 맞춤형 프로그램의 운용자산규모는 2006년 1분기부터 2007년 4분기까지 지속적으로 성장하였다. 해당 기간 동안 RAA를 제외한 자산규모는 9,790억 달러에서 1조 4,950억 달러로 증가하였으며 누적성장률은 34.5%에 이른다. 다만 2009년 들어서는 자산규모가 4,761억 달러 감소하여 2009년 1분기 기준 자산규모는 1조 190억 달러이고, 동 시점까지의 누적성장률은 4.1%이다. 2009년 1분기 기준 비중에서는 MFA와 RAPM이 두드러지지만, 증가율 면에서 보면 UMA의 성장이 눈에 띈다.

&lt;표 II-6&gt; 맞춤형 프로그램 유형별 성장 추이

	2006년 1분기 (십억 달러)	2009년 1분기 (십억 달러)	누적성장률 (%)
SMA	559	432	-22.8
MFA	285	322	13.1
RAPM	114	219	91.8
UMA	16	44	175.6
기타	5	29	-56
전체	979	1,019	4.1

주 : 2007년 4분기부터 포함된 RAA 규모는 제외함

자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

<표 II-7>은 맞춤형 프로그램에 해당되는 유형별 자금유입 추이와 2008년 3분기 기준 구성비중을 보여준다. 2006년부터 2008년 3분기까지의 자금유입 규

모를 보면, MFA로의 자금유입이 1,730억 달러로 가장 많았다. RAA가 1,380억 달러, RAPM이 1,160억 달러로 그 뒤를 이었다. SMA에서는 790억 달러, UMA에서는 170억 달러의 유입이 발생하였던 반면, 기타의 경우에는 84억 달러의 유출이 발생하였다. 2008년 3분기를 기준으로 하면, 상대적으로 규모가 가장 큰 유형은 SMA이고, 그 다음은 MFA, RAA, RAPM, UMA 순이다.

SMA에서 자금유입이 상대적으로 작게 나타난 것은 다음과 같은 두 가지 이유에 기인하였다고 판단된다. 우선, SMA 자산 대부분이 국내 주식에 집중되어 있는 관계로 글로벌 금융위기의 영향을 가장 크게 받은 것으로 보인다. 다음으로 맞춤형 프로그램을 제공하는 금융회사들이 전통적인 SMA-프로그램을 UMA-프로그램으로 전환하려는 과정에서 SMA 성장세가 낮게 나타난 것으로 판단된다.

<표 II-7> 맞춤형 프로그램 부문별 자금유입 추이

	2006년 (십억 달러)	2007년 (십억 달러)	2008년 (십억 달러)	구성비중 (%)
SMA	47	49	-17	39
MFA	55	81	37	27
RAA	-	112	26	16
RAPM	32	57	27	14
UMA	4	5	8	3
기타	1	-9	0	1
전체	139	295	81	100

주 : RAA는 2007년 4분기부터 포함되었음. 2008년은 3분기까지의 자금유입 규모임.  
 자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

## 나. 국내 현황

국내 간접투자 시장에서 현재 제공되는 자산관리 서비스는 아직 SMA 수준에 머무르고 있다고 판단되는데, 향후 맞춤형 프로그램에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것인바 MDA을 활용하려는 시도가 조만간 나타날 것으로 예상된다. 한편 국내에서 자산관리서비스는 주로 신탁계약을 통해 제공되어 왔는데, 이하에서 신탁업을 중심으로 자산관리서비스 현황을 파악한다.

### 1) 신탁업 현황

#### 가) 규모

<표 II-8>은 국내 신탁회사 수탁고 추이를 보여준다. 2009년 6월말 기준으로 전체 수탁고는 약 285조 원으로 전년 동기 대비 26.5조 원 증가하였다. 이 중 은행이 50%, 부동산신탁회사가 37.1%로 높은 비중을 차지하는 것에 비해 증권(12.8%), 보험(0.1%)의 수탁고는 상대적으로 낮은 수준이다.

<표 II-8> 신탁회사 수탁고 추이

(단위 : 조 원)

구 분	2007	2008 상반기	2008 하반기	2009	상반기	
					비 율	
검 영 사	은 행	150.6	149.6	147	142.7	50.00%
	증 권	22.3	24.3	27.5	36.5	12.80%
	보 험	0.1	0.2	0.3	0.3	0.10%
	소 계	173	174.1	174.8	179.5	62.90%
부동산신탁회사	76.6	84.6	95.9	105.7	37.10%	
합 계	249.6	258.7	270.7	285.2	100.00%	

자료 : 금융감독원, 신탁회사 영업실적 분석 보도자료

<표 II-9>는 국내 신탁회사 영업수익 추이를 보여준다. 2009년 6월말 경영 신탁사의 신탁영업수익은 1,663억 원으로 전년 동기 대비 213억 원 감소하였으며, 감소 추세는 2007년 말 이후 계속되고 있다. 금융업권별로 보면 은행의 신탁영업수익이 전년 동기 대비 238억 원 감소한 반면, 증권사의 신탁영업수익은 25억 원 증가하였으며, 보험사의 신탁영업수익은 유지하고 있다.

<표 II-9> 경영 신탁회사 영업수익 추이

(단위 : 억 원)

구분		2007	2008 상반기	2008 하반기	2009	상반기
						비율
경영사	은행	3,553	1,714	1,625	1,476	89%
	증권사	239	160	215	185	11%
	보험사	0.1	2	5.5	2	0.00%
합계		3,792	1,876	1,846	1,663	100%

자료 : 금융감독원, 신탁회사 영업실적 분석 보도자료

<표 II-10>은 신탁재산별 수탁고 추이를 보여준다. 2009년 6월 기준 금전 신탁이 98.8조 원, 재산신탁이 186.4조 원으로 전년 동기 대비 각각 2.1% 및 15.1% 증가하였다. 이러한 성장은 특정금전신탁이 2.8조 원, 부동산신탁이 17.3조 원, 금전채권신탁이 8조 원 증가한 것에 기인한다.

<표 II-10> 신탁재산별 수탁고 추이

(단위 : 조 원)

신탁재산		2007	2008 상반기	2008 하반기	2009	상반기
						비 율
금전 신탁	불특정	18.3	17.2	17.6	16.5	6.50%
	특 정	76	79.5	80.3	82.3	29.70%
	소 계	94.3	96.8	97.7	98.8	36.10%
재산 신탁	금전채권신탁	36.6	32.7	35.8	40.7	13.20%
	유가증권신탁	9.7	8.8	8.9	8.1	3.30%
	부동산신탁	109	120.3	128.1	137.6	47.30%
	소 계	155.3	161.9	172.8	186.4	63.80%
합 계		249.6	258.7	270.7	285.2	100.00%

자료 : 금융감독원, 신탁회사 영업실적 분석 보도자료

<표 II-11>은 국내 부동산신탁회사의 영업수익 및 당기순이익 추이를 보여 준다. 2009년 6월 기준 부동산신탁회사 영업수익은 전년 동기 대비 443억 원 감소하였으며, 당기순이익도 439억 원 감소하였다. 영업수익 구성요소별로는 신탁보수가 전년동기 대비 18억 원 감소하였고, 신탁계정대이자도 84억 원 감소하였다.

2) 토지개발사업을 위해 고유계정에서 신탁계정에 대여한 자금

<표 II-11> 부동산신탁회사 영업수익 및 당기순이익 추이

(단위 : 억 원)

구 분	2007	2008 상반기	2008 하반기	2009 상반기
영업수익(A)	4,369	2,146	1,713	1,703
영업비용(B)	2,867	1,220	1,621	1,288
영업손익(A-B)	1,502	926	91	415
당기순이익	1,237	789	172	350

자료 : 금융감독원, 신탁회사 영업실적 분석 보도자료

나) 신탁 수수료

<표 II-12>는 국내 신탁 수수료 추이를 보여준다. 국내 신탁업의 수수료는 2007년 말 0.22%에서 2009년 6월 말 0.09%로 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있는데, 이는 가격경쟁이 점차 심화되고 있기 때문이라고 보인다. 금융업권별로 살펴보면, 2009년 6월 기준 수수료는 증권회사가 0.05%로 가장 낮고 은행이 0.10%로 가장 높은 것으로 나타났으며, 보험회사의 수수료는 2008년 말 0.18%에서 2009년 6월 말 0.07%로 감소하여 감소폭이 가장 큰 것으로 나타났다.

<표 II-12> 신탁 수수료 추이

(단위 : %)

구 분	2007	2008 상반기	2008 하반기	2009 상반기	
검 영 사	은행	0.24	0.11	0.11	0.10
	증권사	0.11	0.07	0.08	0.05
	보험사	0.01	0.10	0.18	0.07
합 계	0.22	0.11	0.11	0.09	

2) 업권별 현황

<표 II-13>은 금융업권별 신탁업 영위 회사와 수탁고 규모를 보여준다. 국내 신탁업은 부동산신탁회사의 전업업무와 은행의 겸업업무로 영위되어 오다, 2005년 6월 신탁업법이 개정되어 보험회사와 증권회사에게 신탁업 겸영이 허용되었다. 이후 동년 12월 9개 금융투자회사에 대해 신탁업 겸영이 인가됨에 따라 금융투자회사들이 신탁업에 진출하였다. 현재 생명보험회사들 중 5개 회사가 겸영인가를 받은 상태이며, 손해보험회사들 중에는 신탁업 겸영인가를 신청한 사례가 아직 존재하지 않는다. 2008년 3월 기준으로 전체 수탁고는 약 224조 원이며, 이중 은행이 57.5%, 부동산신탁회사가 33.1%로 높은 비중을 차지하고 있다.

<표 II-13> 업권별 신탁업 영위 회사와 수탁고 규모

구 분	회 사	수탁고
은행	대부분의 은행	128.8조 원
금융투자회사	교보, 굿모닝신한, 대신, 대우, 동양, 미래, 삼성 우리, 하나, 한국, 현대	21.0조 원
보험회사	미래, 삼성, 교보, 흥국, 대한	0.1조 원
부동산 신탁회사	KB, 다올, 생보, 대한토지, 한국토지 국제, 한국자산, 코람코	74.1조 원

가) 은행

은행은 2005년까지 독점적 겸영신탁업자로서 신탁업을 영위하였다. 은행은 외환위기 전까지 신탁을 장기자산조달 및 수신기반 확충 수단으로 활용하였는 바, 상대적으로 높은 수익률을 제시하면서 금전신탁 위주로 신탁업을 영위하였다. 예를 들어, 1999년 9월 기준으로 전체 신탁 중 금전신탁의 비중은 99.7%에 달하였다. 그러나 은행 금전신탁 규모는 1999년 9월의 121조 원을

정점으로 2004년 12월의 38조 원까지 급속히 위축되었다. 이는 채권시가평가 제도 적용으로 채권상각준비금을 적립하게 됨에 따라 금전신탁의 수익률이 낮아진 한편 간접투자자산운용법 실시로 원금보장형 불특정금전신탁의 취급이 금지되었기 때문이다.

<표 II-14>는 은행의 신탁 유형별 수탁고 현황을 보여준다. 전체 금전신탁의 정체에도 불구하고 특정금전신탁은 지속적으로 성장하였다. 예를 들어, 전체 신탁 중 특정금전신탁이 차지하는 비중은 2003년 12월의 20%에서 2008년 3월의 40%로 높아졌다. 동 기간 중 특정금전신탁의 대부분은 기업을 대상으로 하는 맞춤형 자산관리와 주가관리 목적의 특정목적형 신탁이었다.

한편 전체 은행 신탁 중 재산신탁의 비중은 증가하여 2007년 12월에 50.5%에 달하였다. 이는 ABS 발행 증가에 따른 금전채권신탁 규모가 증가하고, 부동산분양시장 호조에 따라 부동산신탁 규모도 증가하였기 때문이다.

은행의 경우 특정금전신탁을 제외하고 대부분이 연금신탁을 중심으로 판매되고 있다. 연금신탁 상품은 보험사의 연금보험, 증권사의 연금투자신탁과 유사한 상품으로 노후를 위해 일정기간 신탁금을 적립한 후 신탁원리금을 연금으로 받는 불특정금전신탁으로서 합동 운용된다.

<표 II-14> 은행의 신탁 유형별 수탁고 현황

(단위: 조 원)

신탁종류	2003	2004	2005	2006	2007
금전신탁	44.3	38.1	39.8	52.3	65.8
개인연금신탁	6.6	6.8	6.9	6.8	6.1
퇴직신탁운용	1.9	2.2	2.9	3.4	3.6
특정금전신탁	20.6	18.5	24.1	37.7	51.8
재산신탁	58.6	42.7	41.1	47.1	60.9
유가증권신탁	1.4	1.7	2.7	2.8	5.8
금전채권신탁	51	33.1	26.1	26.4	24.6
동산부동산신탁	6.2	7.9	12.3	17.8	30.5
전체	105.4	83	83	101.2	128.8

## 나) 금융투자회사

금융투자회사가 신탁업 겸영을 시작한 목적은 자산관리서비스시장에서 투자일임업인 랩어카운트 이외에 새로운 수단을 확보하려는 것이었다. 우선 퇴직연금시장 출범에 대응하여 동 시장에서 자산관리업무와 운용관리업무를 수행하고자 하였다. 또한 은행과 차별화된 우량고객을 대상으로 자산가치증식 위주의 자산관리서비스를 제공하기 위해서였다.

금융투자회사의 경우, 법인 고객 대상의 MMT, 금전신탁 중 정기예금매칭형이 판매고의 대부분을 차지하고 있다. 증권회사가 운용하는 신탁상품은 투자 금융 기능을 강조한 파생상품형 신탁상품으로, 수익성 높은 자산을 발굴하기 위한 신탁을 제공함으로써 타업권의 신탁상품 대비 차별성을 강조하고 있다. ELT(Equity Linked Trust)의 경우 ELS(Equity Linked Securities)를 신탁에 편입하여 운용하는 구조이며, 외화증권신탁은 헤지펀드, 뮤추얼펀드 등 외국인 접투자증권에 투자하는 상품이다. 파생상품신탁은 금, 기타 실물자산 등에 대한 파생거래를 통해 자본차익을 추구하는 상품이다.

<표 II-15>는 금융투자회사의 수탁고 현황을 보여주는데, 2005년 12월 기준 658억 원에서 2008년 3월 기준 21조 원으로 큰 폭의 성장을 보였다. 전체 수탁고 중 89.6%는 특정금전신탁 상품이며, 2008년 3월 기준으로 퇴직연금의 비중은 전체 수탁고 중 1.5%에 지나지 않는다. 이에 따라 금융투자회사가 퇴직연금시장에 진출하기 위한 수단으로 신탁업을 겸영하려던 목적은 크게 퇴색되었다고 할 수 있다. 재산신탁부문의 비중은 현재 매우 낮은 수준이지만, 자본시장법 시행 이후 투자은행업무 관련 경험과 장점을 살려 부동산신탁시장에 본격적으로 진출할 경우 동 비중이 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

<표 II-15> 금융투자회사의 신탁 수탁고 현황

(단위: 조 원, %)

신탁종류	금액	비중
금전신탁	19.1	91.1
특정금전신탁	18.8	89.6
퇴직연금신탁	0.3	1.5
재산신탁	1.6	7.4
기타	0.3	1.5
전체	21	100

다) 보험회사

생명보험회사들이 신탁업에 진출한 목적은 다음과 같다. 첫째, 퇴직연금 운용수단을 다양화함으로써 동 시장에서 경쟁력을 강화하려는 것이었다. 기존에 판매되던 퇴직연금보험은 확정급여형이나 확정기여형으로 운용대상에 적지 않은 제한이 존재한다. 반면 신탁상품에서는 예금과 적금, 유가증권, 사모펀드, 파생상품 등 운용대상에 대한 제한이 사실상 존재하지 않는다. 따라서 신탁업 겸영으로 퇴직연금 운용수단이 다양화될 수 있다.

둘째, 보수기반(fee-based) 업무영역에 진출하려는 것이었다. 최근 펀드판매 활성화로 국내 금융산업 전체가 보수기반 업무를 중심으로 재편되는 추세에 있는데, 보험회사들의 보수기반 금융상품 판매는 상대적으로 제한적이었다. 보험회사들은 2007년 10월부터 개시한 수익증권 판매와 더불어 신탁업 영위를 통해 보수기반 업무영역으로의 전환을 도모하고 있다.

셋째, 보험금 신탁상품을 판매하려는 것이었다. 보험금 신탁이란 보험금 청구권을 신탁재산으로 설정하여 수익자인 자녀가 성장하기 전까지 안정적으로 관리해주는 서비스로서, 보험금 청구권과 연계된 신탁이 활용되면 보다 효과적인 생애설계가 가능하다.

이와 같은 진출 동기에도 불구하고 신탁업 겸영 생명보험회사의 시장점유율은 극히 미미하다. 또한 보험회사는 신탁업에서 후발주자인 만큼 아직까지 주력 신탁상품은 MMT(Money Market Trust)가 대부분을 차지한다. 다만 최

근 들어 신탁상품에 보험의 보장성과 전환성을 혼합한 자산관리형 신탁을 출시하는 등 은행, 금융투자회사와 차별화된 상품을 선보이고 있다.

새롭게 출시되고 있는 보험회사의 신탁상품들은 원칙적으로 고객이 지정한 투자자산을 지정한 방법으로 단독운용하는 맞춤형 신탁으로, 대표적인 예로 생전증여신탁, 특별부양신탁, 보험금신탁 등이 있다. 생전증여신탁은 위탁자 본인 생전에는 본인을 위해 신탁재산을 사용하고 본인 사후에는 수익자와 지급시기를 지정하여 그 시기가 도래할 때까지 수탁자에게 재산관리를 위탁할 수 있도록 설정한 상품이다. 특별부양신탁은 장애인 등이 증여받은 재산을 신탁으로 설정하여 증여자의 뜻에 따라 장애인의 생활안정과 재산보호에 도움을 주는 신탁상품으로서 기본적인 신탁상품에 보험의 보장성 기능을 추가한 상품이다. 보험금신탁은 보험금 만기도래 시 혹은 고객의 사망보험금 지급 시에 지급보험료를 재유치하여 운용·관리해 주는 상품으로서 최근 보험회사들은 동 상품을 활용하여 신탁상품의 수탁고 확대를 도모하고 있다.

<표 II-16>는 국내 보험회사의 수탁고 현황을 보여준다. 2007년 하반기에 신탁경영 보험회사가 처음으로 출현하였으며, 2008년 현재 신탁경영 보험회사는 총 5개이다. 금융위원회에 따르면, 현재 미래에셋생명보험(2007년 9월), 삼성생명보험(2007년 12월), 교보생명보험(2007년 9월), 대한생명보험(2008년 5월), 흥국생명보험(2008년 5월) 등이 신탁업 경영을 인가받았다. 각 보험회사의 주요 진출 목적에 따라 수탁고 현황이 특정 유형에 편중되어 있다. 예를 들어, 삼성생명과 교보생명은 퇴직연금신탁에 주력하고 있으며, 미래에셋생명은 신탁을 활용하여 상품라인업 강화를 도모하고 있다.

<표 II-16> 보험회사의 신탁 수탁고 현황

(단위: 백만 원)

회 사		금전신탁		기 타	전 체
		특정금전	퇴직연금		
삼성생명	2008.3	-	4,201	450	4,651
	2008.9	20,278	14,812	-	35,090
교보생명	2008.3	-	1,171	7	1,178
	2008.9	-	2,166	3	2,169
미래에셋생명	2008.3	42,823	1,160	180	44,163
	2008.9	123,929	2,288	870	127,087
대한생명	2008.3	-	-	-	-
	2008.9	5,856	-	-	5,856
전체	2008.3	42,823	6,532	637	49,992
	2008.9	150,063	19,266	873	170,202

## 2. 보험회사 사업모형 문제점

국내 보험회사들의 자산관리서비스에 대한 투자는 극히 미미한 수준이며, 핵심서비스를 발굴하지 못하고 있고, 자산관리서비스 제공 업무에서의 효율성도 매우 낮은 수준이다. 종합적으로 볼 때 보험회사들이 자산관리서비스 제공을 위한 적절한 사업모형을 발굴하지 못하고 있다고 판단된다.

### 가. 투자 부족

신탁업 인가를 받기 위해서는 적지 않은 규모의 투자가 수반되어야 한다. 예를 들어, 총 250억(금전신탁 인가를 위해 130억, 비금전신탁 인가를 위해 120억) 원의 자기자본이 요구된다. 다른 구비요건으로 신탁 관련 운용전문인력(최소 5명) 확보, 신탁계정과 일반계정의 이해상충을 방지하기 위한 전산설비

와 운영체계 구축이 요구된다. 이와 같은 명시적인 비용뿐만 아니라 신탁업 인가를 받기까지 상당한 비용과 시간이 소요된다.

국내 보험회사들이 이러한 비용을 부담하면서 신탁업 인가를 받은 것은 국내외적으로 확대되고 있는 자산관리서비스의 성장가능성을 인지하였기 때문이다. Capgemini와 Merrill Lynch(2009)는 2013년까지 부유층의 인구가 큰 폭으로 증가하여 자산관리서비스시장규모가 48.5조 원에 이르는 한편, 자산관리 서비스에 대한 고객의 요구도 더욱 다양해 질 것으로 전망하고 있다. 국내에서도 기대수명이 연장되는 가운데 공적연금을 통한 노후소득보장기능은 오히려 약화됨에 따라 고객 스스로가 생애관리를 책임져야 하는 상황이 초래될 것으로 예상되어, 자산관리서비스(전 생애에 걸쳐 소비수준을 안정적으로 유지하려는 프로그램)에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 보인다.<sup>3)</sup>

이와 같은 성장가능성에 주목하여 국내 보험회사들도 2005년 신탁업 경영 허용을 계기로 자산관리서비스 제공에 관심을 보이고 있다. 그런데 신탁업 인가를 받은 이후 보험회사들의 신탁업 관련 투자규모는 은행이나 금융투자회사에 비해 상대적으로 미흡한 상태이다. 신탁업 관련 인력·시스템·인프라에 대한 투자에 소극적이며 자산관리서비스 영업성과도 타업권에 비해 미미한 수준이다.<sup>4)</sup> <표 II-17>에서 확인할 수 있듯이, 2008년 9월 기준 신탁을 경영하고 있는 4개 생명보험회사들의 신탁부서 현황을 보면 신탁담당 인원은 10명 이내이다. 또한, 대부분의 회사에서 신탁팀장이 전략기획실이나 영업대표 산하 하위부서에 속해있으며, 신탁부문이 별도로 확립되어 있지 못하다.

3) 2007년 기준 우리나라의 기대수명은 남자가 OECD 평균과 같은 76.1세이며 여자는 OECD 평균을 상회하는 82.7세를 기록하고 있다. 특히 1960년과 2007년의 기대수명 변화를 분석한 결과에 따르면, 터키와 더불어 기대수명이 25년 증가하여 가장 높은 증가율을 보이고 있다. OECD(2009)를 참조한다.

4) 국내 보험회사들 중 신탁업 인가를 받은 회사는 5개에 머무르고 있으며, 회사별 신탁업 관련 인력은 10명 내외이다. 자산관리서비스 관련 투자에 인색한 만큼, 경영성과도 미미한 수준으로 2009년 상반기 기준 영업이익 규모가 은행 1,500억 원, 금융투자회사 185억 원에 비해 보험회사는 2억 원에 머무르고 있다. 금융감독원(2009)을 참조한다.

<표 II-17> 생명보험회사 신탁부서 현황

(단위: 명)

구 분	신탁담당 조직도	담당인원
삼성	기획관리실/경영기획담당/신탁파트	10
대한	전략기획실/기획담당/신탁팀	9
교보	CEO/신탁팀담당/신탁팀	7
미래	채널영업대표/신탁영업본부/신탁팀	10

### 나. 핵심서비스 부재

환경변화에 대응하여 글로벌 금융회사들은 다양한 형태의 자산관리서비스 프로그램을 제공하고 있다. 그런데 국내에서는 자산관리서비스 제공이 본격화 되지 못하고 있다. 우선 국내 금융회사들도 고객별 계좌에 기초하여 자문서비스를 제공하고는 있으나, 그 서비스 내용이 복합적 재무목표를 수용하는 맞춤형 프로그램이라고 보기는 어렵다. 또한 자산관리서비스가 기존 핵심업무와 함께 제공되는 부가서비스로 간주되거나 펀드와 유사한 금융투자 서비스로 이해되고 있어, 각 업권별로 차별화된 프로그램이 많지 않다.

이러한 가운데에서도 각 업권의 금융회사들은 각자의 전문성을 토대로 차별화된 내용의 자산관리 프로그램 제공을 모색하고 있다. 은행은 지급결제를 기반으로 수탁·사무관리 서비스에 주력하면서, 개인 고객을 접촉할 수 있는 판매채널을 확보하고 있다. 또한 금융투자회사는 투자자문 역량을 기반으로 개인 고객에 대한 자산관리 서비스를 제공하는 한편 기관 고객으로부터도 자산을 위탁받아 운용하는 프로그램도 제공하고 있다. 이와 같이 은행과 금융투자회사의 경우 일부 핵심서비스를 중심으로 차별화된 사업모형을 보유하고 있으며, 상대적으로 업력이 긴 관계로 고객확보에 있어서도 경쟁력을 가지고 있다.

보험회사가 자산관리서비스 사업에서 경쟁력을 확보하려면 다른 금융회사와 차별화되는 고유한 내용의 프로그램을 개발해야 한다. 그런데 현재로서는

보험회사에게 적합한 사업모형을 발굴하지 못한 상태로, 다른 금융회사에 비해 자산관리서비스에서 경쟁력이 부족한 상태이다. 예를 들어, 보험회사들은 현재 퇴직연금신탁, 집합투자재산 수탁, 통합보험을 고려하고 있다. 그러나 퇴직연금신탁의 경우 운용능력이 전제되어야하고 집합투자재산 수탁의 경우 수익성이 부족하다는 문제점을 지니고 있다. 또한, 보험상품과 은행상품이 결합된 저축성보험이나 보험상품과 금융투자상품이 결합된 투자성보험의 경우, 계약 체결 후 계약조건의 사후적 조정기회가 극히 제한적으로 주어지고 있다.

#### 다. 제도적 제약

성장 잠재력이 큰 자산관리서비스시장에 보험회사가 적극적으로 참여하지 못하고 있는 이유 중 하나는 보험회사에 보다 불리한 제도적 제약이 존재하기 때문이다. 제도적 제약은 향후 자산관리서비스에 대한 수요가 확대되고 수익성이 개선되면 자연스럽게 해소될 수 있는 문제이라고 볼 수 있으나, 자산관리서비스의 조기활성화를 위해서는 시장참여자의 인식제고와 함께 제도적 장애요인을 선도적으로 개선할 필요가 있다.

제도적 제약으로 세 가지 사항을 지적할 수 있다. 첫째, 신탁계약에 은행상품과 금융투자상품을 담을 수 있는 반면 보험상품은 담을 수 없도록 제한되어 있다. 둘째, 금융투자회사는 신탁업과 집합투자업의 통합운영이 가능하도록 허용된 반면 보험회사는 신탁업과 집합투자업을 통합운영할 수 없도록 제한받고 있다. 셋째, 설계사나 대리점이 펀드투자 권유는 가능하나 신탁투자 권유를 하지 못하도록 제한받고 있다. 이러한 제도적 제약으로 보험회사가 보험업 영위를 통해 축적해 온 노하우, 상품, 판매채널을 신탁업에 활용할 수 없게 됨에 따라, 보험업과 자산관리서비스 사이에서 시너지 창출이 어려워지며 보험회사가 타업권에 대비하여 경쟁열위에 놓여 있다.

##### 가) 신탁 규정 관련

신탁은 고객이 원하는 투자목표와 위험목표에 따라 은행상품, 보험상품, 금융투자상품을 복합적으로 결합할 수 있는 만큼, 맞춤형 자산관리서비스에서

가장 효과적으로 활용될 수 있는 수단이다. 그런데 국내 제도에서는 신탁업이 금융투자업의 일종으로 포함됨에 따라 본연의 신탁기능이 제한되고 자산관리 서비스의 복합성이 제한될 가능성이 높다. 이에 대한 자세한 논의는 진익(2009)를 참조하기 바란다.

#### 나) 이해상충 방지체계 구축 관련

현재 보험회사가 모색하는 자산관리서비스 사업모형은 금융투자상품 판매에 자문서비스를 결합한 것이며, 그러한 자문서비스를 제공할 수 있는 제도적 틀은 신탁업 겸영이다.<sup>5)</sup> 그런데 국내 보험회사들은 해외 보험회사들과 달리 신탁업을 사내에서 겸영하고 있다. 국내 보험회사들이 자회사겸영 방식이 아닌 사내겸영 방식을 선택한 것은, 자산관리서비스 사업의 수익성이 불확실한 상황에서 초기 투자규모를 최소화할 수 있기 때문인 것으로 보인다.<sup>6)</sup> 그러나 보험회사가 신탁업을 사내에서 겸영하는 경우에는 몇 가지 제도적 제약이 존재하여 자산관리서비스를 적극적으로 확대하기 어렵다고 판단된다. 특히 이종업종의 사내겸영 시 구축해야 하는 이해상충 방지체제로 인하여 신탁업 사내겸영에 따른 비용이 높게 유지됨에 따라, 회사에 따라서는 자산관리서비스 시장 진입 자체를 보류하고 있는 것으로 보인다.

현재 신탁업은 금융투자업 중 하나로 분류되어 자본시장법에 의해 규제되고 있다. 그런데 자본시장법은 6개 금융투자업의 겸영을 허용하되 이에 따른 이해상충을 방지하기 위하여 내부 통제장치의 설치를 의무화하고 이해상충 가능성이 크다고 인정되는 금융투자업 간에 이해상충 방지체계를 구축하도록 요구하고 있다. 또한 투자매매업, 투자중개업과 집합투자업의 겸영에 따른 이해상충으로 인한 손해배상과 관련된 입증책임은 투자자가 아닌 금융투자회사가 부담하도록 하고 있다. 이러한 규정에 따라 자산관리서비스를 제공하려는 금융투자회사는 이해상충 방지체계 구축에 따른 비용을 부담해야 한다.

5) 자문서비스 제공의 제도적 근거로 신탁업과 더불어 투자자문·일임업 겸영이 가능하며, 보험법 개정(안)이 통과되면 투자자문·일임업 겸영도 가능해 질 것이다.

6) 앞서 지적한 바와 같이, 신탁업 인가기준에 자본규모가 포함되어 있어 자회사 설립 시 초기 투자비용이 많이 든다.

그런데 집합투자업 경영 보험회사<sup>7)</sup>에 대해서는 별도의 규정(자본시장법 제 251조)을 두어 이해상충 방지체계에 대한 내용을 정하고 있다.<sup>8)</sup> 특히 이해상충 방지체계를 구성하는 수단들(정보교류 차단장치 설치, 매매에 관한 정보 제공 금지, 임직원의 겸직 제한, 사무공간분리, 회의·통신 제한)에 대한 규정을 검토해 볼 때, 금융투자회사와 보험회사에 적용되는 기준에서 차이가 존재한다. 임직원 겸직제한, 사무공간 분리 및 회의·통신 제한과 관련하여서는 모든 금융업권에 대해 유사한 기준이 적용된다. 그러나 차단장치 설치대상에 있어서는 금융투자회사에 비해 보험회사에 적용되는 기준이 보다 엄격한 것으로 판단된다.

금융투자회사는 크게 세 가지로 분류된 업무들(고유재산운용업무·투자매매업·투자중개업, 집합투자업·신탁업, 기업금융업무)간에 정보교류 차단장치를 설치하면 된다. 반면 보험회사는 집합투자업, 신탁업, 보험업, 일반관리사무간에 정보교류 차단장치를 설치해야 한다. 또한 금융투자회사가 집합투자업과 신탁업을 통합하여 운영하는 것이 허용되는 반면, 보험회사에게는 그러한 선택권이 허용되지 않고 있다.

<그림 II-1> 금융업권별 이해상충 방지체계 구축 대상



주 : 실선은 정보교류 차단업무를, 점선은 통합운용 가능한 업무들, 음영은 좌우로 통합운용 가능한 업무들 나타냄.

자료 : 금융위원회(2007)

- 7) 자본시장법 제251조 제1항에 따르면, 집합투자업경영보험회사는 자본시장법 제12조에 따라 집합투자업에 관한 금융투자업인가를 받은 보험회사이다.
- 8) 자본시장법 제251조는 자본시장법 중 제5편 집합투자기구(제181조부터 제282조까지)에 대한 규정들에 대비하여 집합투자업을 경영하는 보험회사에 예외적으로 적용되는 내용을 규정하고 있다.

다) 판매채널 관련

보험회사가 자산관리서비스를 제공하고자 할 때 판매채널의 활용에 제도적 제약이 존재한다. 보험회사의 현행 판매채널은 법인채널(퇴직연금·MMT)과 개인고객채널(특정금전신탁·보험금신탁·종합재산신탁)로 대별된다. 법인채널은 퇴직연금이나 MMT에 활용될 수 있으나, 신탁경영 시 요구되는 이해상충방지체계를 감안하면, 법인채널이 활용될 가능성은 높지 않다.

한편 개인고객채널은 특정금전신탁·보험신탁·종합재산신탁에 활용될 수 있으나, 보험설계사의 신탁투자권유 대행에 상당한 제약이 존재한다. 예를 들어, 투자권유 대행인의 자격조건을 정한 자본시장법 관련 규정(자본시장법 시행령 제56조)에 따르면,<sup>9)</sup> 보험설계사·보험대리점 또는 보험중개사는 집합투자증권의 투자권유만 대행할 수 있다. 보험설계사가 투자권유 대행인이 되기 위해서는 투자권유자문인력이나 투자운용인력 관련 자격조건을 갖추어야 한다. 그런데 아직까지 투자권유자문인력 관련 시험이 존재하지 않아 보험설계사는 투자운용인력 관련 시험을 통과해야 하며, 해당 시험의 난이도가 높아 보험설계사가 응시하기 쉽지 않은 상태이다.

요컨대, 보험회사의 신탁판매는 창구 내 임직원으로 제한되고 있으며, 신탁 투자권유 대행인 자격요건의 현실화가 필요한 실정이다.

9) 또한 투자권유자문인력, 투자운용인력, 보험설계사·보험대리점 또는 보험중개사(집합투자증권 한)는 금융위원회의 인정을 받은 교육을 마쳐야 한다.

### Ⅲ. 자산관리서비스 사업모형 논의

국내 보험회사들은 독자적인 사업모형을 보유하지 못한 채 타업권의 사업모형을 모방하고 있다.<sup>10)</sup> 현재 국내 보험회사들은 모두 금융투자 중심 프로그램을 사내겸영으로 영위하면서 보험회사가 단독으로 서비스를 제공하는 사업모형을 모색하고 있다. 그런데 자산관리서비스를 적극적으로 영위하고 있는 글로벌 보험회사들의 사례를 보면, 자산관리서비스를 사외겸업(지주회사 체제 내의 자회사 형태)으로 영위하고 있으며 상당한 수준의 시스템·인프라를 기반으로 광범위한 외부 네트워크를 활용하고 있다. 다시 말해, 국내 보험회사들이 도모하는 자산관리서비스 사업모형은 글로벌 보험회사들의 그것과는 상당한 차이를 보이고 있다.

이와 같이 보험회사가 독자적인 사업모형을 발굴하지 못하는 배경에는, 자산관리서비스를 금융투자 서비스 일종으로 협소하게 해석하는 인식이 자리하고 있다. 따라서 향후 보험회사의 자산관리서비스가 본격적으로 성장하기 위해서는 자산관리서비스의 내용과 특성에 대한 인식 제고가 출발점이라고 판단된다.

본 장에서는 자산관리서비스를 보험서비스까지 포괄하는 광의로 인식할 필요성을 제기하고, 국내 보험회사가 경쟁력을 가질 수 있는 서비스 내용으로 보험신탁 프로그램을 제안하는 한편, 보험회사가 동 프로그램을 효과적으로 제공할 수 있는 사업모형을 모색하고자 하였다. 사업모형과 관련하여 본 연구가 관심을 갖는 사항은, 국내 보험회사들이 자산관리서비스를 적극적으로 확대할 유인, 글로벌 보험회사와 달리 사내겸영을 선택한 유인, 그리고 자산관리서비스 특히 보험신탁 프로그램 확대 시 외부 네트워크를 활용할 유인을 검토하는 것이다.

---

10) 은행이 지급결제를 기반으로 한 수탁·사무관리 중심 프로그램에, 금융투자회사가 투자자문 역량을 기반으로 한 투자서비스 중심 프로그램에 집중하여 독자적인 사업모형을 추구하는 반면, 후발주자인 보험회사는 타업권의 사업모형을 그대로 모방하는 경영전략을 취하고 있다.

## 1. 자산관리서비스의 개념 및 유형

### 가. 개념

본 연구에서는 자산관리서비스를 광의로 해석하여 금융투자서비스에 국한되지 않고 보험서비스도 포괄하는 프로그램으로 간주한다. 실제로 자산관리서비스는 그 내용 면에서 스폰서가 위임받은 업무의 종류, 스폰서의 유형, 국가나 시기에 따라 큰 편차가 존재한다. 첫째, 스폰서가 고객으로부터 위임받은 권한의 범위에 따라 자산관리서비스에 자산보관업무, 수탁업무, 지급결제업무, 투자자문·일임업무 등이 포함될 수 있다. 둘째, 스폰서의 유형에 따라 자산관리서비스의 내용과 명칭이 다르게 사용되고 있는데, 유사한 프로그램이라도 은행에서는 프라이빗뱅킹, 보험회사에서는 재무설계, 금융투자회사에서는 랩 어카운트 서비스로 불린다. 셋째, 국가별로도 자산관리서비스 내용에 편차가 존재한다. 유럽에서는 보수적인 초부유층을 대상으로 고객의 자산을 안정적으로 유지하는 것을 목적으로 하는 자산가치보전형 서비스가 주를 이루고 있다. 반면 미국에서는 신 부유층을 대상으로 위험을 어느 정도 감수하면서 자산의 운용을 강조하는 자산가치증식형 서비스가 대부분이다. 한편 아시아에서는 기존의 금융서비스에 각종 부가서비스를 첨가하는 형태의 서비스가 주를 이루고 있다. 넷째, 시기별로도 자산관리서비스 내용에 편차가 존재한다. 자산관리서비스의 개념이 적극적으로 활용되기 시작한 초기에는 부유층 고객에 대한 투자자문서비스로 시작되었으나, 점차 다양한 금융투자, 보험, 은행 관련 서비스를 포괄하는 종합금융서비스 형태로 진화되었다.

한편 고객과 스폰서가 합의하기만 하면 어떤 내용이든지 자산관리서비스에 포함될 수 있는 만큼, 다양한 재무목표와 생애국면을 포괄하는 프로그램이 자산관리서비스의 궁극적인 지향점이라고 할 수 있다. 예를 들어, 생애국면 차원에서는 준비국면, 축적국면, 소진국면을 포괄하는 프로그램이 요구된다. 또한 재무목표 차원에서는 기본생활보장, 평균생활유지, 생활수준개선이 동시에 추구될 수 있어야 한다. 즉 평균생활수준 유지 목표를 위해서는 금융투자 서비스가 중심이 되고, 생활수준개선 목표를 위해서는 고위험-고수익 투자가 포

합되는 한편, 기본생활수준 보장 목표를 달성하려면 보험상품이나 연금의 활용이 요구된다.

<표 III-1> 자산관리 시 고려되는 복합적 재무목표

재무목표	기본생활보장	평균생활유지	생활수준개선
위험-수익	무위험-원금보장	저위험-저수익	고위험-고수익
투자대상	보험, 원금보장자산	시장포트폴리오	고수익자산
관리방식	위험전가	분산투자	위험추구
비교대상	물가상승률	시장수익률	절대수익률

요컨대, 본 연구는 자산관리서비스를 ‘복합적인 재무계획을 요구하는 고객’을 대상으로, 고객별 특성을 반영하여 맞춤형 재무계획을 설계하고 위임받은 권한 범위 내에서 개별적인 재무계획을 달성하기 위해 요구되는 업무를 실행해 주는 서비스’라고 간주한다. 따라서 본 연구가 고려하는 분석대상은 자산가치증식을 목적으로 하는 금융투자 중심 프로그램과 더불어 자산가치보전을 목적으로 하는 보험 관련 프로그램도 포괄한다. 대표적인 예로서 단일 신탁계약에 은행상품, 금융투자상품과 더불어 보험상품까지 담을 수 있는 보험신탁을 염두에 두고 사업모형을 검토한다.<sup>11)</sup>

## 나. 주요 유형

해외 금융선진국에서 자산관리서비스가 분류되는 기준은 취급되는 금융상품의 종류가 아니라 프로그램이다(MMI, 2008). 다음 표는 MMI가 분류하는 전형적인 자산관리서비스 프로그램 유형들을 보여준다. 해외 금융선진국의 경험에 비추어 볼 때, 자산관리서비스를 지향하는 프로그램의 전형적인 예는

11) 보험신탁은 신탁계약을 통해 보험을 다른 금융상품들과 결합하는 프로그램으로서, 보험회사가 기존 보험영업에서 축적한 경험과 노하우를 활용함으로써 시너지를 달성하는 것이 가능하다. 보험신탁에 대한 자세한 논의는 한기정(2009), 진익(2009)을 참조한다.

SMA(separately managed account), MDA(multi-discipline account), UMA(uni-fied managed account) 등이다. 자산관리서비스의 개념이 진화함에 따라 프로그램의 내용도 풍부해지고 있는데, SMA에서 시작하여 MDA를 거쳐 궁극적으로 UMA로의 발전이 시도되고 있다.

<표 III-2> 전형적인 자산관리서비스 프로그램

Program	약자	특 징
Traditional SMA	SMA	한 계좌에서 단일 운용전략 수용
Multi-discipline Portfolio	MDA	한 계좌에서 복수 운용전략 수용
Unified managed Account	UMA	한 계좌에서 복수 금융상품 유형 수용
Unified managed Household	UMH	한 계좌에서 복수 UMA 통합 관리
Mutual fund Advisory	MFA	한 계좌에서 복수 뮤추얼펀드에 투자
ETF advisory	ETFA	한 계좌에서 복수 상장지수 펀드에 투자
REP as portfolio Manager	REPM	투자일임계좌
REP as Advisor	REPA	투자자문계좌

우선, SMA(separately managed account) 프로그램은 스폰서가 고객으로부터 약정된 수수료를 받는 대신 고객의 계좌를 개별적으로 설정하고 관리해주는 서비스이다. 이는 개별성, 복합성, 맞춤형이라는 특성을 충족시키는 프로그램으로서 자산관리서비스의 가장 기본적인 형태이다. 고객이 스폰서에게 결합 보수(bundled fee)만을 지급한다는 의미에서 유일보수계좌(fee-only account)라고도 불린다. 전통적인 SMA-프로그램은 하나의 계좌에서 하나의 운용전략만을 수용한다. 따라서 복수의 운용전략을 활용하고자 하는 고객은 복수의 계좌를 개설해야 한다. 동 프로그램은 고객 위험성향 파악, 보수 기반 서비스

제공, 투자기회 관련 리서치 제공 등의 특성을 갖는다.

다음으로, MDA(multi-discipline account) 프로그램은 복수의 하위계좌를 보유한 SMA인데, 각 하위계좌가 별도의 운용원칙(discipline)을 추구한다는 특징을 갖는다.<sup>12)</sup> 개별 MDA-하위계좌가 각각 별도의 SMA로 간주될 수 있다는 점에서, MDA는 복수운용자-SMA(SMA: multi-manager) 혹은 SMA-패키지(SMA package)라고 불리기도 한다. 하나의 계좌에서 복수의 뮤추얼펀드에 투자하는 MFA-프로그램이나 뮤추얼펀드 대신 상장지수펀드에 투자하는 ETFA-프로그램도 MDA의 일종으로 볼 수 있다.

자산관리서비스 프로그램이 SMA에서 MDA로 진화하게 된 계기도 단일 모계좌를 통해 다양한 운용원칙을 복합적으로 결합할 수 있는 유연성 때문이다. MDA-프로그램을 활용하면 다양한 운용원칙을 동시에 추구하는데 따르는 비용을 절감할 수 있으며, 다양한 재무계획들을 보다 체계적으로 관리할 수 있다. 앞서 논의하였듯이, 스폰서가 모든 분야에서 전문성을 갖추기는 쉽지 않다. 그런데 MDA-하위계좌를 관리하는 운용자들은 각자가 전문성을 갖춘 분야에 집중하도록 유도하는 대신 모계좌를 관리하는 스폰서가 하위계좌 운용자들을 적절히 통제하면 전문성 제고와 고객 선택범위 확대를 동시에 달성하는 것이 가능하다.

다음으로, UMA(unified managed account) 프로그램은 하나의 계좌에서 다양한 유형의 금융상품(SMA, 뮤추얼펀드, 상장지수펀드 등)에 투자한다. 따라서 동 프로그램에 참여하는 고객은 보다 포괄적인 관점에서 포트폴리오를 운용할 수 있다. UMA는 MDA에서 보다 진화된 형태의 자산관리서비스 프로그램으로서, 대부분의 스폰서가 전략적으로 지향하는 비즈니스 모델이라고 할 수 있다. UMA-프로그램은 크게 두 가지 면에서 MDA-프로그램을 개선하고자 한다. 하나는 모든 유형의 투자대상에 대해 고객의 자산을 배분하고자 한다는 점이며, 다른 하나는 포트폴리오 구성을 넘어서는 부가서비스를 제공하고자 한다는 점이다.

UMA-프로그램의 이상적인 모습은 개별 고객의 재무상황과 재무목표를 고

12) 스폰서가 MDA의 각 하위계좌를 투자자와 사전에 약정한 운용전략 및 스타일(style)에 따라 운용한다는 점이 강조되어, multi-strategy account, multi-style account 등으로 불리기도 한다.

려하여 해당 고객에게 거의 무한한 범위의 간접투자 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 그러나 현실에서는 UMA-프로그램이 본격적으로 제공되지 못하고 있다. 예를 들어, 현재 시장에 존재하는 UMA-프로그램은 다수의 SMA, ETF, 펀드 등을 하나의 계좌로 통합한 수준에 머무르고 있어 진정한 의미의 UMA-프로그램이라고 보기 어렵다.

이러한 이유로 UMA-프로그램의 제공은 기관투자자 및 거액자산가에 국한되어 왔다. 신탁회사, 전문컨설턴트, 패밀리오피스 등은 일정 규모 이상의 자산을 보유한 고객을 대상으로 노동집약적인 절차에 따라 UMA-프로그램을 제공하고 있다. UMA-프로그램의 최소투자액은 SMA-프로그램이나 MDA-프로그램의 최소투자액에 비해 높게 설정되는 것이 일반적이다.<sup>13)</sup>

한편, UMH-플랫폼은 한 계좌에서 복수의 UMA-플랫폼을 통합적으로 관리한다. 동 프로그램은 가족 단위의 재무설계를 원하는 고객에게 적합하다. REPM-프로그램은 스폰서가 보수를 기반으로 고객의 자산에 대한 운용재량권을 행사할 수 있는 투자일임서비스이다. 자산관리서비스 특성 대부분이 적용된다. PEPA-프로그램은 스폰서가 운용재량권을 갖지 못하는 투자자문서비스이다.

요컨대, 자산관리서비스를 지향하는 전형적인 프로그램들은 투자대상과 운용원칙을 기준으로 분류 가능하다. SMA-프로그램의 경우 투자대상은 전통적인 유가증권이고 운용원칙에 대한 명시적인 고려가 없다. MDA-프로그램의 경우 투자대상은 여전히 전통적인 유가증권에 한정되지만 다양한 운용원칙을 동시에 추구한다. 마지막으로 UMA-프로그램의 경우 전통적인 유가증권과 더불어 대체투자자산도 투자대상으로 포함하며, 다양한 운용원칙을 활용하는 한편 포트폴리오 구성 이외의 서비스도 포괄적으로 제공한다.

---

13) 구체적으로 UMA에서 요구하는 최소투자액은 \$250,000-\$500,000 수준이다.

## 2. 활용 가능한 사업모형 비교

보험회사가 자산관리서비스 사업 영위를 모색하는 유인은 사업 영역 다변화를 통한 기업가치 제고 가능성이다. 따라서 구체적인 사업 영위 방식은 기업가치를 극대화할 수 있는 방식이어야 한다. 이하에서 보험회사에게 적합한 사업모형을 모색함에 있어서 사용할 기준을 설정하고, 동 기준에 비추어 다양한 방식의 효과를 검토한다.

### 가. 평가기준 : 기업가치 극대화

보험회사의 기업가치를 산정함에 있어서 영속적 성장가능성에 주목하여 자본의 성장률을 중심으로 분석한다. 보험회사는 보험영업과 투자영업을 영위하여 영업이익을, 영업 외 기타 활동을 통해 영업외 이익을 창출하는 한편, 이중 일부를 축적하는 과정에서 자본이 성장한다. 이러한 순환과정을 감안하여 자본 성장률  $g$ 를 초기자본  $E_0$ 에 대비한 자본변동  $\Delta E$ 의 비율로 산정한다. 즉 보험회사가 자본(순자산가치) 성장률을 극대화하려 한다고 가정하고 이를 목적함수로 설정한다.

$$\max g \equiv \Delta E/E_0$$

자본 성장률은 아래와 같이 자본의 변화에 영향을 미치는 여러 항목으로 구분하여 표현될 수 있다.

$$\begin{aligned} g \equiv \frac{\Delta E}{E_0} &= \left( \frac{S}{E_0} \times \frac{\Pi_U}{S} + \frac{A_0}{E_0} \times \frac{\Pi_I}{A_0} \right) \times \frac{\Delta E}{\Pi_O} \\ &= \left[ \frac{S}{E_0} \times \left( \frac{R_U - C_U}{S} \right) + \frac{A_0}{E_0} \times \left( \frac{R_I - C_I}{A_0} \right) \right] \times \frac{\Delta E}{\Pi_O} \end{aligned}$$

여기에서  $E_0$ 는 초기자본,  $S$ 는 매출,  $\Pi_U$ 는 보험영업이익,  $\Pi_I$ 는 투자영업이

익,  $\Pi_O (\equiv \Pi_U + \Pi_I)$ 는 영업이익,  $R_U$ 는 보험영업수익,  $C_U$ 는 보험영업비용,  $R_I$ 는 투자영업수익,  $C_I$ 는 투자영업비용, 그리고  $\Delta E$ 는 자본변동을 나타낸다.

이 관계의 각 구성항목에 대해 차례로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 자본성장률이 보험영업 관련 자본이익률( $ROE_U$ ), 투자영업 관련 자본이익률( $ROE_I$ ), 이익자본변동비율( $DER$ )로 구분된다. 즉,

$$g \equiv (ROE_U + ROE_I) \times DER \dots\dots\dots (1)$$

둘째, 보험영업 관련 자본이익률( $ROE_U$ )이 자본회전률( $s \equiv S/E_0$ )과 매출이익률( $\pi_U \equiv \Pi_U/S$ )로 구분된다. 즉,

$$ROE_U = s \times \pi_U \dots\dots\dots (2)$$

이와 유사하게 투자영업 관련 자본이익률( $ROE_I$ )도 레버리지비율( $a \equiv A_0/E_0$ )과 투자이익률( $\pi_I \equiv \Pi_I/A_0$ )로 구분된다. 즉,

$$ROE_I = a \times \pi_I \dots\dots\dots (3)$$

셋째, 자본변동이 이익잉여금 변동( $\Delta E_1$ )과 기타 변동( $\Delta E_2$ )으로, 이익잉여금 변동은 다시 영업 손익 부분( $\Delta E_O$ )과 영업외 손익 부분( $\Delta E_E$ )으로 구분된다. 즉,

$$\Delta E = \Delta E_O + \Delta E_E + \Delta E_2$$

이 관계를 사용하여 이익자본변동비율( $DER$ )을 세부항목으로 구분하여 표현하면 다음과 같다.

$$\frac{\Delta E}{\Pi_O} = \frac{\Delta E_O}{\Pi_O} + \frac{\Delta E_E}{\Pi_O} + \frac{\Delta E_2}{\Pi_O} \dots\dots\dots (4)$$

$$= b(1+x) + y$$

여기에서  $b$ 는 유보율,  $x$ 는 영업이익 대비 영업외이익 비율( $\Pi_E/\Pi_O$ ),  $y$ 는 영업이익 대비 기타자본변동 비율( $\Delta E_2/\Pi_O$ )이다. 이 때 유보율은 영업수익이나 영업외수익에 대해 동일하다고 볼 수 있으므로, 다음 관계를 가정한다.

$$b = \frac{\Delta E_O}{\Pi_O} = \frac{\Delta E_E}{\Pi_E}$$

넷째, 식(1)~(4)를 결합하여 재무비율을 통해 자본성장률을 표현하면 다음과 같다.

$$g = (s\pi_U + a\pi_I)[b(1+x) + y] \dots\dots\dots (5)$$

그리고 각 이익이 수익에서 비용을 차감하여 산정되는 만큼, 식(5)는 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$g = [s(r_U - c_U) + a(r_I - c_I)][b(1+x) + y] \dots\dots\dots (6)$$

이때  $r_U$ 는 매출 대비 보험영업수익 비율( $R_U/S$ ),  $c_U$ 는 매출 대비 보험영업비용 비율( $C_U/S$ ),  $r_I$ 는 자산 대비 투자영업수익 비율( $R_I/A_0$ ),  $c_I$ 는 자산 대비 투자영업비용 비율( $C_I/A_0$ )이다.

다섯째, 각 수익과 비용을 세부항목으로 표현할 수 있다. 매출이 곧 보험영업수익이며, 보험영업비용은 사업비( $C_1$ ), 환급금비용( $C_2$ ), 보험금비용( $C_3$ ), 기타비용( $C_4$ )으로 구성되는 만큼, 다음과 같은 표현이 성립한다.

$$c_U = \sum_{i=1}^4 c_i$$

$$\pi_U \equiv (1 - c_U) \dots\dots\dots (7)$$

한편 보유자산 중 일부를 매도하여 마련한 재원으로 자산관리서비스 자회사의 지분을 매입한다고 가정한다. 이에 따라 투자영업수익은 운용수익률( $r_I$ )로 표현하고, 투자영업비용은 운용수익률( $r_I$ )과 자회사 지분 수익률( $r_w$ )의 차이에 그 투자 비중( $w \equiv A_w/A_0$ )의 곱한 값으로 표현한다. 이는 자회사 지분 투자를 위해 다른 운용자산을 매각함에 따른 기회비용을 투자영업비용이라고 간주함을 의미한다.

$$c_I = (r_I - r_w)w$$

$$\pi_I \equiv (r_I - c_I) \dots\dots\dots (8)$$

이제 식(7)과 식(8)을 식(6)에 반영하면 보험회사 자본 성장률은 다음과 같이 표현된다.

$$g = [s(1 - c_U) + ar_I - a(r_I - r_w)w] [b(1 + x) + y] \dots\dots\dots (9)$$

여기에서  $s$ 는 자본회전률,  $c_U$ 는 매출 대비 보험영업비용 비율,  $a$ 는 레버리지비율,  $r_I$ 는 운용수익률,  $r_w$ 는 자회사 지분투자로부터의 수익률,  $w$ 는 전체 운용자산 중 자회사 지분투자 비중,  $b$ 는 유보율,  $x$ 는 영업이익 대비 영업외 이익 비율,  $y$ 는 영업이익 대비 기타자본변동 비율을 나타낸다.

요컨대, 보험회사의 자본성장률은 보험영업성과와 투자영업성과뿐만 아니라 자회사 지분투자에 따른 기회비용, 영업외 성과, 기타자본변동 등에 의해서도 영향을 받는다.

## 나. 사업모형 유형

보험회사가 신탁업을 통해 자산관리서비스를 확대하는 방식을 두 가지 차원에서 분류해 볼 수 있다. 우선 제공하는 서비스의 내용에 따른 분류가 가능하다. 보험회사는 금융투자상품 판매나 그와 관련한 자문에 집중하는 방식과 보험신탁으로까지 서비스 내용을 확대하는 방식 중 하나를 선택할 수 있다. 다음으로 사내겸영으로 영위하는 방식과 자회사로 영위하는 방식 사이에서 선택이 가능하다.

각 방식에서 식(9)로 표현되는 보험회사 기업가치에 미치는 영향은 다르게 나타날 수 있다. 따라서 네 가지 사업모형을 설정하고 각 사업모형에서 나타날 수 있는 영향을 검토한다.

<표 III-3> 사업모형 구분

	겸영방식	서비스 범위
사업모형①	사내겸영	금융투자
사업모형②	사내겸영	금융투자 + 보험신탁
사업모형③	사외겸영(자회사겸영)	금융투자
사업모형④	사외겸영(자회사겸영)	금융투자 + 보험신탁

첫 번째는 금융투자상품에 집중하는 자문서비스를 사내겸영방식으로 영위하는 사업모형(이하 “사업모형①”)이다. 동 사업모형에서 자산관리서비스에 소요되는 비용은 사업비에 포함되는 반면, 이로부터 발생하는 수익은 영업외 수익에 포함된다. 이로 인하여 자산관리서비스 확대 시 식(9)에서 보험영업비용이 증가하고( $dc_V > 0$ ), 영업이익 대비 영업외이익 비율이 증가한다( $dx > 0$ ). 이때 투자영업 관련 항목들에서는 변화가 없다( $da = dr_I = dc_I = 0$ )고 가정하면, 보험회사가 자산관리서비스 확대 시 기업가치에서 나타나는 영향은 다음과 같다.

$$\frac{dg}{dx} = \left( b\pi - b^* s \frac{dc_1}{dx} \right) \dots\dots\dots (10)$$

여기에서 표현의 단순화를 위해 이익자본비율  $b^*$ 와 자본이익률  $\pi$ 를 사용하였으며, 각각  $b^* \equiv [b(1+x)+y]$ ,  $\pi = [s(1-c_U)+ar_I - a(r_I - r_w)w]$ 이다.

두 번째는 보험신탁을 포함하는 자문서비스를 사내겸영방식으로 영위하는 사업모형(이하 “사업모형②”)이다. 자산관리서비스에 소요되는 비용은 사업비에 포함되는 반면, 자산관리서비스에서 발생하는 수익은 영업외수익에 포함된다. 점, 투자영업과 관련하여 아무런 변화가 없다는 점은 사업모형①과 동일하다. 그러나 금융투자상품에 집중할 때 자본회전률이 일정하게 유지되는 것( $ds = 0$ )과 달리 보험신탁을 활용하면 자본회전률이 변하고( $ds \neq 0$ ), 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 미친다( $dc_i \neq 0$ ). 따라서 사업모형②에서 보험회사가 자산관리서비스 규모를 확대할 때 기업가치에 미치는 영향은 다음과 같다.

$$\frac{dg}{dx} = \left( b\pi - b^* s \frac{dc_1}{dx} \right) + b^* \left[ (1-c_U) \frac{ds}{dx} - s \left( \frac{dc_2}{dx} + \frac{dc_3}{dx} \right) \right] \dots\dots\dots (11)$$

세 번째는 금융투자상품에 집중하는 자문서비스를 자회사겸영방식으로 영위하는 사업모형(이하 “사업모형③”)이다. 동 사업모형의 경우 자산관리서비스에 소요되는 비용은 자회사 지분투자에 따른 기회비용으로 나타나는 반면, 그 수익은 기타자본변동으로 나타난다. 이로 인하여 식(9)에서 투자영업비용이 증가하고( $dc_I > 0$ ), 영업이익 대비 기타자본변동 비율이 증가한다( $dy > 0$ ). 이때 전체 운용자산 규모나 운용수익률은 그대로 유지되는( $da = dr_I = 0$ ) 한편 보험영업 관련 항목들에서는 변화가 없다( $ds = 0$ )고 가정하면, 보험회사가 사외겸업을 통해 자산관리서비스 확대할 시 기업가치에 미치는 영향은 다음과 같다.

$$\frac{dg}{dy} = \left( \pi - b^* a \frac{dc_I}{dy} \right) \dots\dots\dots (12)$$

네 번째는 보험신탁을 포함하는 자문서비스를 자회사경영방식으로 영위하는 사업모형(이하 “사업모형④”)이다. 동 사업모형에서 보험영업 관련 항목들에서 나타날 변화는 사업모형②에서와 유사하며, 투자영업 관련 항목들에서의 변화는 사업모형③에서와 유사하다. 즉 자본회전률이 변하고( $ds \neq 0$ ), 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 미치는( $dc_i \neq 0$ ) 한편, 투자영업비용이 증가하고( $dc_I > 0$ ), 영업이익 대비 기타자본변동 비율이 증가한다( $dy > 0$ ). 따라서 사업모형④에서 보험회사가 자산관리서비스 규모를 확대할 때 기업가치에 미치는 영향은 다음과 같다.

$$\frac{dg}{dy} = \left( \pi - b^* a \frac{dc_I}{dy} \right) + b^* \left[ (1 - c_U) \frac{ds}{dy} - s \frac{dc_U}{dy} \right] \dots\dots\dots (13)$$

사업모형별 상호비교를 위하여 기업가치 변화 내용을 보여주는 식(10)~(13)을 표로 정리하면 <표 III-4>와 같다.

<표 III-4> 사업모형별 기업가치 변화

	자본성장률에 미치는 영향
사업모형①	$\frac{dg}{dx} = \left( b\pi - b^* s \frac{dc_1}{dx} \right)$
사업모형②	$\frac{dg}{dx} = \left( b\pi - b^* s \frac{dc_1}{dx} \right) + b^* \left[ (1 - c_U) \frac{ds}{dx} - s \left( \frac{dc_2}{dx} + \frac{dc_3}{dx} \right) \right]$
사업모형③	$\frac{dg}{dy} = \left( \pi - b^* a \frac{dc_I}{dy} \right)$
사업모형④	$\frac{dg}{dy} = \left( \pi - b^* a \frac{dc_I}{dy} \right) + b^* \left[ (1 - c_U) \frac{ds}{dy} - s \frac{dc_U}{dy} \right]$

### 3. 사업모형별 효과 분석

#### 가. 금융투자업 중심 확대 효과

현재 보험회사들 중에서 신탁업 인가를 받은 회사는 삼성생명, 대한생명, 교보생명, 미래에셋생명, 흥국생명 5개이다. 모든 회사가 금융투자상품에 집중하는 자산관리서비스 사업모형을 추구하는 것으로 보이는 만큼, 우선 금융투자업 중심 자산관리서비스를 확대할 때 보험회사 기업가치에서 나타날 영향을 검토한다.

##### 1) 자산관리서비스 확대 유인

###### 가) 정성분석

사내겸영 방식으로 금융투자업 중심 자산관리서비스를 영위하는 사업모형은 사업모형①에 해당하는데, 동 사업모형에서 어떤 회사가 자산관리서비스 영업을 확대할 유인을 가지는지에 대해 검토해 본다.

식(10)을 조정하여 자산관리서비스 확대( $dx > 0$ )를 통해 기업가치가 제고( $dg > 0$ )될 조건을 확인할 수 있다. 여기에서 보이듯 하는 관계는 아래와 같다.

$$\frac{dc_1}{dx} \leq \frac{b\pi}{b^*s} \dots\dots\dots (14)$$

우선, 본문 식(10)에서  $b^* \equiv [b(1+x) + y]$ ,  $\pi = [s(1-c_u) + ar_I - a(r_I - r_w)w]$ 로 설정하였는데, 이를 대입하면 식(14)의 우변은 아래와 같이 표현될 수 있다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{b[s(1-c_u) + ar_I - a(r_I - r_w)w]}{[b(1+x) + y]s} \dots\dots\dots (15)$$

다음으로, 식(8)에서 표현되어 있듯이 투자영업비용을 “자회사 지분 투자를

위해 다른 운용자산을 매각함에 따른 기회비용"라고 간주하여  $c_I \equiv (r_I - r_w)w$ 로 정의하였는바, 이를 식(15)의 분자에 대입하여 정리하면 다음과 같다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{b[s(1-c_u) + a(r_I - c_I)]}{[b(1+x) + y]s} \dots\dots\dots (16)$$

또한 식(7)에서 정의하였듯이, 매출이 곧 보험영업수익인바  $\pi_U \equiv (1 - c_U)$ 가 성립하고, 투자영업이익을 투자영업수익과 투자영업비용의 차이인  $\pi_I = r_I - c_I$ 로 설정하였으므로, 이들을 식(16)의 분자에 대입하면 아래와 같다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{b(s\pi_U + a\pi_I)}{[b(1+x) + y]s} \dots\dots\dots (17)$$

다음으로, 식(17) 우변의 분모와 분자를  $b$ 로 나누면 아래와 같다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{(s\pi_U + a\pi_I)}{[(1+x) + (y/b)]s} \dots\dots\dots (18)$$

끝으로, 식(18) 우변의 분모와 분자를  $s$ 로 나누면 다음과 같은 식(19)가 도출된다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{\pi_U + (a/s)\pi_I}{(1+x) + (y/b)} \dots\dots\dots (19)$$

식(7), 식(8), 식(10)을 이용하면 해당 관계를 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\frac{dg}{dx} \geq 0 \quad \Rightarrow \quad \frac{dc_1}{dx} \leq \frac{\pi_U + \pi_I(a/s)}{(1+x) + (y/b)} \dots\dots\dots (20)$$

식(20)의 좌변은 자산관리서비스로부터 단위 수익을 창출하기 위해 소요되는 비용, 즉 한계비용으로 해석할 수 있다. 이 경우 식(20)은 기업가치가 상승

하려면 자산관리서비스 제공에 따른 한계비용이 일정 수준 이하로 통제되어야 함을 보여준다. 반면, 한계비용이 큰 상황에서 자산관리서비스를 확대하면 오히려 기업가치가 하락한다.

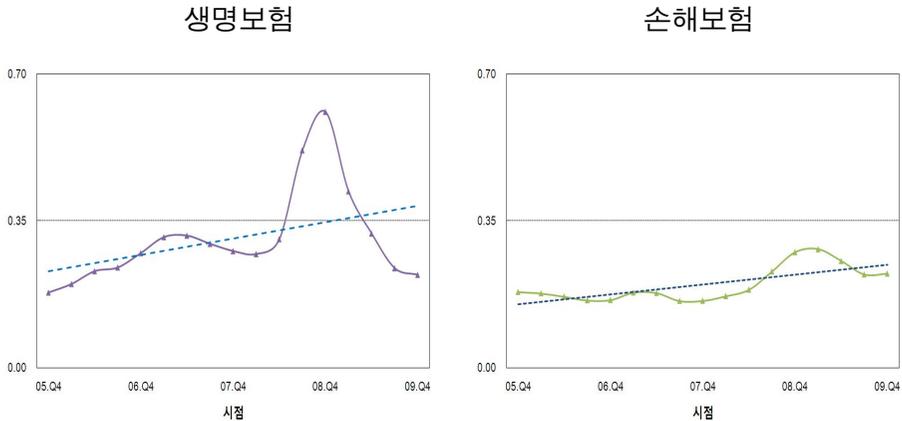
식(20)에서 한계비용의 상한을 구성하는 항목을 나누어 살펴볼 수 있다. 우선 자산관리서비스 확대를 통해 기대할 수 있는 수익성 제고 차원에서 일부 항목의 해석이 가능하다. 매출규모 대비 자산규모 비율( $a/s$ )이 높을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 현 시점의 매출규모에 비해 축적된 자산규모가 큰 대형 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 시사한다. 또한 영업이익 대비 영업외이익 비율( $x$ )이 낮을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 수익원이 집중되어 있는 보험회사에서 수익원 다각화 차원에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 의미한다.

다음으로 자산관리서비스 확대에 수반되는 위험관리 차원에서 일부 항목의 해석이 가능하다. 매출이익률( $\pi_U$ )이나 투자이익률( $\pi_I$ )이 높을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 현재 초기 비용 부담 여력을 보유한 수익성 높은 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 시사한다. 더 나아가 이익잉여금 변동 대비 기타포괄손익 변동 비율( $y/b$ )이 낮을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 시장위험 노출이 확대되더라도 감당할 수 있는 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 의미한다.

#### 나) 정량분석

전술한 바와 같이 자산관리서비스가 확대되기 위해서는 자산관리서비스 확대에 따른 한계비용이 일정 수준 이하로 통제되어야 한다. 이에 따라 국내 보험회사들의 자산관리서비스 확대유인 변화를 살펴보기 위해 생명보험회사와 손해보험회사의 한계비용의 상한을 나타내는 식(20)의 우변 값의 추이를 살펴본 결과는 <그림 III-1>과 같다.

<그림 III-1> 보험회사 자산관리 프로그램 제공 유인



주 : 전사합계 실적을 기준으로 한계비용의 상한을 도출함.

국내 보험회사들의 경영성과를 바탕으로 그 추세를 살펴보면, 글로벌 금융 위기 이후 그 유인이 감소한 것을 제외하면 전반적으로 확대 유인이 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 특히, 생명보험의 확대유인이 손해보험 보다 크게 나타나고 있는데, 이는 앞선 정성분석에서 언급한 바와 같이 현시점의 매출규모 대비 자산규모 비율( $a/s$ )이 높아 한계비용 상한이 보다 높기 때문으로 보인다. 즉, 손해보험회사들에 비해 생명보험회사들의 축적된 자산 규모가 크기 때문에 자산관리 프로그램 제공 유인이 보다 크게 나타난 것이다.

## 2) 사내겸업 방식과 사외겸업 방식 비교

### 가) 정성분석

현재 신탁업 인가를 받은 보험회사들이 모두 금융투자상품에 집중하면서 사내겸업 방식으로 영위하는 사업모형을 선택하고 있는데, 이러한 사업모형이 사외겸업(자회사) 방식의 사업모형에 비해 보다 적절한 것인지에 대해 검토해 본

다. 이는 사업모형①에서의 기업가치 변화와 사업모형③에서의 기업가치 변화를 비교함으로써, 보험회사들이 사내겸영 방식을 선택한 이유를 확인하는 한편 향후 사내겸영 방식을 유지하는 것이 바람직한지를 확인해 보려는 것이다.

사외겸업(자회사) 방식에서의 기업가치 변화를 보여주는 식(12)에서 사내겸영 방식에서의 기업가치 변화를 보여주는 식(10)을 차감하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \left( \frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx} \right) &= \pi(1-b) - b^* \left( a \frac{dc_I}{dz} - s \frac{dc_1}{dz} \right) \dots\dots\dots (21) \\ &= \pi(1-b) - \frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_I - r_w)A_w - C_1]}{dz} \end{aligned}$$

식(21)에서 우변의 첫 번째 항이 두 번째 항에 비해 큰 상황이면, 사외겸업 방식이 사내겸영 방식보다 기업가치 제고 관점에서 유리하다. 그런데 보험회사가 전문성을 보유하지 못한 금융투자 중심 프로그램을 시작하는 초기에는, 초기투자비용이 큰 자회사를 설립하더라도 큰 수익을 기대하기는 어렵다. 이는 사내겸영에 따른 비용( $C_1$ )이 크지 않은 것에 비해 지분투자에 따른 기회비용( $r_I - r_w$ )이 클 것임을 의미하며, 그 결과 식(21) 좌변 두 번째 항이 양(+)의 부호를 갖고 값도 크게 나타날 가능성이 높다. 즉,

$$\frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_I - r_w)A_w - C_1]}{dz} > 0$$

반면 현재 생명보험회사들의 대부분이 비상장 상태로 높은 유보율을 유지하고 있는 만큼, 식(21) 좌변의 첫 번째 항은 작은 값으로 나타날 가능성이 높다. 즉,

$$\pi(1-b) \approx 0$$

이러한 두 조건을 결합하여 판단해 보건데, 자산관리서비스로부터의 기대수

익이 충분한 수준으로 성장하기 전까지는 사내겸영 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리하다. 즉,

$$\left(\frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx}\right) < 0$$

현재 모든 보험회사들이 사내겸영 방식을 채택하면서 자산관리서비스에 대한 투자를 보유하고 있는 것은 자산관리서비스에서 기대되는 수익이 불확실하다고 판단하기 때문으로, 현재의 경영환경에 비추어 볼 때 합리적 의사 결정이라고 볼 수 있다.

그런데, 향후에는 자산관리서비스에 관련된 경영환경이 상당한 변화를 겪을 것으로 예상된다. 무엇보다도 생명보험회사들이 상장을 준비하고 있는데, 상장 후 주주들의 배당요구가 점차 강해지면 유보율이 하락할 것으로 예상된다. 이는 식(21) 우변의 첫 번째 항이 보다 커질 것임을 의미한다. 즉,

$$\pi(1-b) > 0$$

또한 본격적인 투자를 통해 자산관리서비스로부터 안정적인 수익이 창출되기 시작하면, 규모 확대에 따른 운영비용 증가를 반영하여 사내겸영의 비용( $C_1$ )이 증가하는 반면 자회사 지분투자에 대한 기회비용( $r_I - r_w$ )은 감소할 것이다. 운용비용 차원에서 사내겸영 방식과 사외겸업 방식을 비교해 보자면, 어느 한 방식이 다른 방식에 비해 업무효율성에서 우월하다고 보기 어렵다. 다만 시장이 충분히 효율적이라면 두 방식의 비용이 유사한 수준으로 나타날 것으로 추론해 볼 수 있다. 이는 식(21) 우변 두 번째 항이 작은 값으로 나타날 것임을 의미한다. 즉,

$$\frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_I - r_w)A_w - C_1]}{dz} \approx 0$$

이러한 두 조건을 결합하여 판단해 보건데, 자산관리서비스로부터의 기대수

익이 일정 수준으로 성장한 후에는 사외겸업 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리하다. 즉,

$$\left( \frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx} \right) > 0$$

이로부터 보험회사들이 자산관리서비스에 대한 투자를 본격화 한 이후에는 사내겸업 방식을 유지하는 것은 바람직하지 못하다고 결론지을 수 있다.

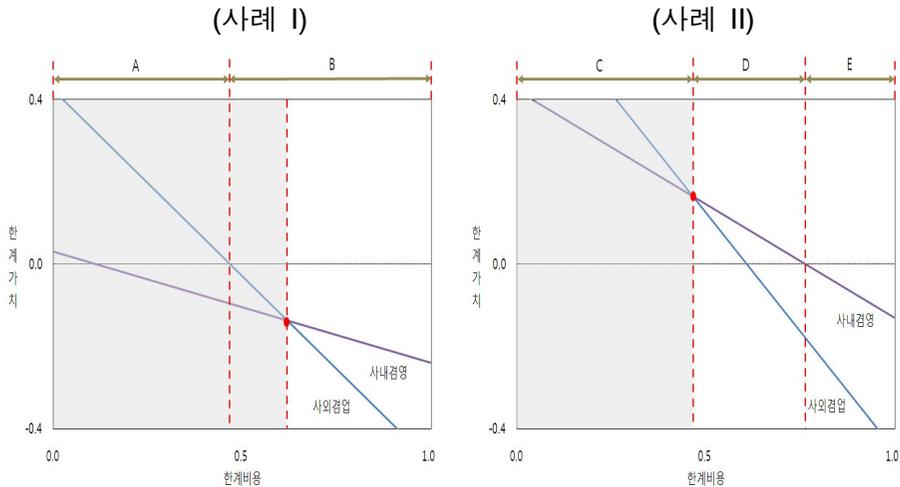
나) 정량분석 : 분석결과 해석 방법

사외겸업 방식에서의 한계가치(수익 관련 재무비율의 단위 증가에 대응하는 기업가치의 증가)와 사내겸업 방식에서의 한계가치 차이를 나타내는 식 (21)의 결과를 활용하면, 보험회사의 자산관리서비스 영위방식 선택 유인을 정량적으로 분석하는 것이 가능하다. <그림 III-2>에 제시된 예시를 사용하여 정량적 분석결과 해석 시 주목해야 할 시사점 몇 가지를 강조하자면 다음과 같다.

첫째, 수평축에 표시된 한계비용(수익 관련 재무비율의 단위 증가에 대응하는 비용 관련 재무비율의 증가)이 낮아지면 수직축에 표시된 한계가치가 높아지는 음(-)의 관계가 성립한다. 따라서 현재는 한계비용이 높아 자산관리 프로그램 확대 시 기업가치가 오히려 감소할 가능성이 높지만, 향후 한계비용이 충분히 낮아지면 자산관리 프로그램 확대를 통해 기업가치를 제고하는 것이 가능하다.

둘째, 직선 기울기(한계비용 감소에 대응한 한계가치 증가 정도)가 사내겸업에 비해 사외겸업에서 보다 가파른 것으로 나타났다. 이는 자산관리 프로그램 확대 시 한계비용이 일정수준 이하로 낮아지면 기업가치 제고 차원에서 사외겸업 방식이 사내겸업 방식에 비하여 유리해짐을 의미하는데, <그림 III-2>에서 음영으로 처리한 영역에서 그러한 조건이 충족된다.

<그림 III-2> 사내겸영과 사외겸업 선택 예시



셋째, 두 직선이 교차하는 점에서의 한계비용이 높을수록, 경영환경이 변하여 향후 자산관리 프로그램 확대에 소요되는 한계비용이 하락할 때 사내겸영에서 사외겸업으로 전환해야 할 시점이 빠르게 도래할 것으로 예상해 볼 수 있다.

넷째, 두 직선이 교차하는 점에서의 한계가치의 부호에 따라 보험회사의 사업모형 선택에 대한 시사점이 달라진다. <그림 III-2>의 (사례 I)과 같이 교점에서의 한계가치가 음(-)인 경우, 자산관리 프로그램 확대로 기업가치가 제고될 수 있는 영역(구간 A)에서 사외겸업 시 한계가치가 사내겸업 시 한계가치에 비해 항상 높게 유지됨을 확인할 수 있다. 이러한 조건에 직면한 보험회사는 사외겸업을 통해 자산관리 프로그램을 확대할 때에만 기업가치 제고를 기대할 수 있다.

반면 <그림 III-2>의 (사례 II)와 같이 교점에서의 한계가치가 양(+)인 경우, 자산관리 프로그램 확대로 기업가치가 제고될 수 있는 영역이 사외겸업 시 한계가치가 보다 높게 나타나는 영역(구간 C)과 사내겸업 시 한계가치가 보다 높게 나타나는 영역(구간 D)로 구분됨을 확인할 수 있다. 이러한 조건에 직면한 보험회사는 자산관리 프로그램 확대 초기에는 사내겸영을 선택하였다

가 한계비용이 충분히 하락한 이후에 사외겸업으로 전환하는 것이 기업가치 제고 관점에서 바람직하다.

다) 정량분석 : 회사별 분석결과

보험회사별로 재무상태가 다르기 때문에 사외겸업이 사내겸업에 비해 유리해지는 시점이 다를 것으로 추론해 볼 수 있다. 이러한 추론을 검증해 보기 위해 보험회사별로 사내겸업 선택 시 한계가치와 사외겸업 선택 시 한계가치를 산정한 후, 두 방식에서의 효과를 일치시키는 한계비용과 한계가치, 즉 <그림 III-2>에서 두 직선이 교차하는 점을 확인해 보았다. 즉 다음과 같은 세 단계를 거쳐 한계비용과 한계가치를 산정하였다. 우선 FY2009 3분기를 기준으로 최근 20개 분기(5개 년) 동안의 재무비율들의 평균을 산정하고, 다음으로 해당 값을 이용하여 식(21)에서의 절편과 기울기를 계산하였으며, 마지막으로 두 직선이 교차하는 점에서의 한계비용과 한계가치를 찾았다.

우선 <그림 III-3>은 22개 생명보험회사들을 대상으로 분석한 결과를 네 그룹(대형사, 중소형사, 방카사, 외국사)으로 구분하여 보여준다. 동 분석 결과로부터 확인할 수 있는 시사점은 다음과 같다.

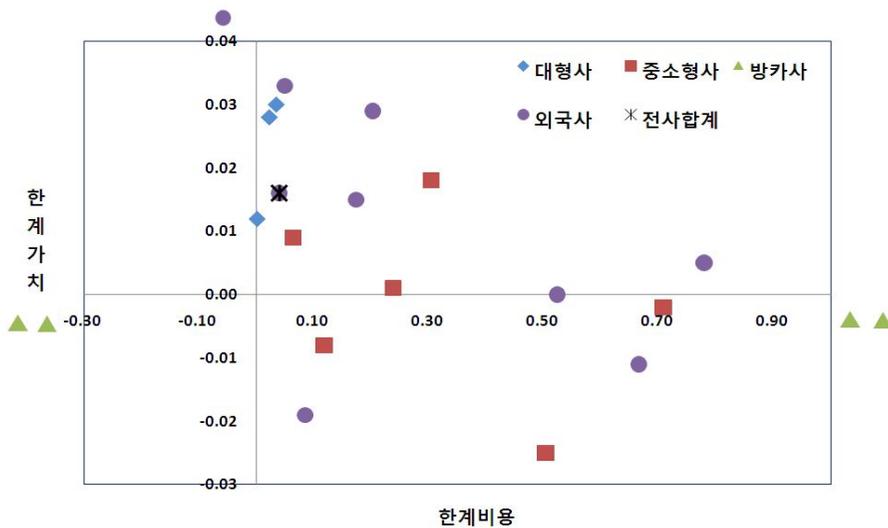
첫째, 대형사에서의 한계비용이 다른 그룹에 속하는 보험회사들의 한계비용에 비해 낮은 것으로 나타났다. 이는 향후 경영환경이 변하여 자산관리 프로그램 확대 시 소요되는 한계비용이 하락하더라도, 대형사가 사외겸업으로 전환하는 시점이 다른 보험회사들에 비해 보다 늦을 것임을 의미한다.

둘째, 방카사와 외국사, 중소형사 그룹에 속한 4개 생명보험회사에서 한계비용이 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 해당 보험회사의 경우 사외겸업에 따른 기회비용이 매우 커서, 향후에도 사외겸업이 사내겸업에 비해 유리해질 가능성이 거의 존재하지 않음을 의미한다. 이러한 보험회사는 장기적으로 자산관리 프로그램을 제공하더라도 사내겸업 방식을 유지하는 것이 합리적일 것이다. 특히 한계비용과 한계가치가 동시에 음(-)으로 나타난 보험회사는 자산관리서비스를 영위하지 않는 것이 바람직하다고 판단된다.

셋째, 11개 생명보험회사에서는 사내겸업 시 효과와 사내겸업 시 효과가 일

치하는 점에서의 한계가치가 음(-)인 반면 다른 11개 생명보험회사에서는 양(+)인 것으로 나타났다. 전자에 속하는 보험회사(<그림 III-2>의 (사례 I))에서는 자산관리 프로그램의 사내겸영을 통해서는 기업가치 제고를 기대하기 어려운 반면, 후자(<그림 III-2>의 (사례 II))에 속하는 보험회사들에서는 사내겸영 시에도 기업가치가 제고될 가능성이 존재한다.

<그림 III-3> 사내겸영과 사외겸업 선택유인 (생명보험)



주 : FY2009 3분기를 기준으로 한계비용과 한계가치를 산정

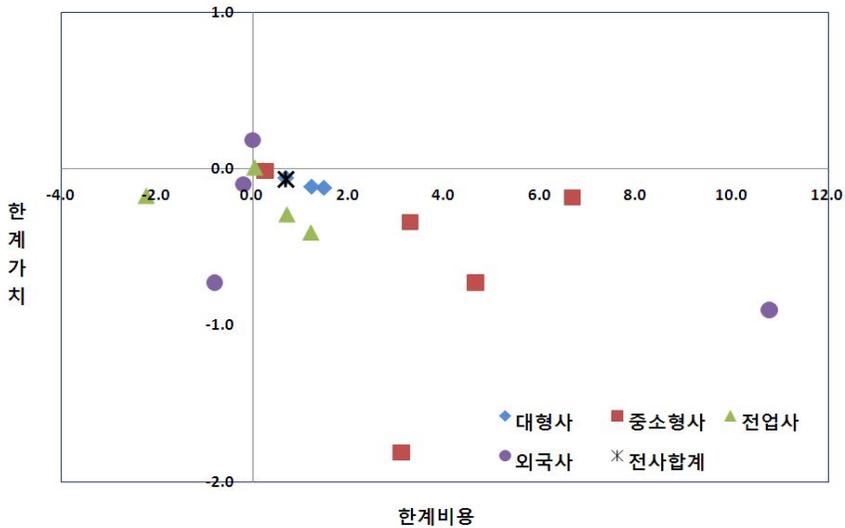
한편 <그림 III-4>은 17개 손해보험회사들을 대상으로 분석한 결과를 네 그룹(대형사, 중소형사, 전업사, 외국사)으로 구분하여 보여준다. 전반적인 분석결과가 생명보험회사들에서와 유사한 가운데, 다음 두 가지 사항이 특징적이다.

첫째, 중소형사에서의 한계비용이 다른 그룹에 속하는 보험회사들의 한계비용에 비해 높은 것으로 나타났다. 즉 향후 경영환경이 변하여 자산관리 프로그램 확대 시 소요되는 한계비용이 하락할 때, 중소형사가 사외겸업으로 전환하는 시점이 다른 보험회사들에 비해 상대적으로 빠를 것으로 보인다.

둘째, 15개 손해보험회사에서 사내겸영 시 효과와 사내겸업 시 효과가 일치

하는 점에서의 한계가치가 음(-)인 것으로 나타났다. 이는 대부분의 손해보험 회사들에서 자산관리 프로그램을 제공 시 사외겸업 방식을 선택하는 것이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리함을 의미한다.

<그림 III-4> 사내겸영과 사외겸업 선택유인 (손해보험)



주 : FY2009 3분기를 기준으로 한계비용과 한계가치를 산정

## 나. 보험신탁 활용 효과

현재 보험회사들은 금융투자업 중심의 자산관리서비스를 염두에 두고 있으나, 이러한 전략은 해당 분야에서 보험회사들이 경쟁우위를 갖지 못하다는 점과 정작 보험회사들이 전문성을 갖춘 보험과 시너지를 기대하기 어렵다는 점에서 적절하지 못하다고 판단된다. 이하에서는 보험회사들이 핵심서비스로 집중할 분야는 보험신탁이라고 설정하고, 보험신탁을 활용한 자산관리서비스가 확대될 때 기업가치에 미칠 영향을 검토한다.

1) 보험신탁 활용 유인

사내겸영 방식으로 보험신탁을 활용한 자산관리서비스를 영위하는 사업모형은 사업모형②에 해당하는데, 동 시나리오에서 어떤 회사가 보험신탁을 활용할 유인을 가지는지에 대해 검토해 본다. 분석은 금융투자업에 집중하는 사업모형과 대비하여 보험신탁을 포함하는 사업모형에서 추가로 나타나는 항에 집중한다. 즉, 식(11)에서 식(10)을 차감한 후 남는 부분이 분석대상이다.

$$\Delta\left(\frac{dg}{dx}\right) \equiv \left[ \left(\frac{dg}{dx}\right)_{ds \neq 0} - \left(\frac{dg}{dx}\right)_{ds = 0} \right] \dots\dots\dots (22)$$

식(22)은 아래와 같이 자본회전률 변화에 관련된 항과 매출이익률 변화에 관련된 항으로 구성된다.

$$\begin{aligned} \Delta\left(\frac{dg}{dx}\right) = & b^* (1 - c_V) \frac{ds}{dx} \dots\dots\dots (23) \\ & - b^* s \left[ \left(\frac{dc_1}{dx}\right)_{ds \neq 0} - \left(\frac{dc_1}{dx}\right)_{ds = 0} + \frac{dc_2}{dx} + \frac{dc_3}{dx} \right] \end{aligned}$$

식(23)에서 보험신탁을 포함하는 자산관리서비스 확대( $dx > 0$ )함으로써 기업가치가 제고( $dg > 0$ )되려면, 다음과 같이 자본회전률 확대와 매출이익률 증가라는 두 가지 조건이 충족되어야 함을 확인할 수 있다.

첫 번째 조건인 자본회전률 확대는 식 (23) 우변의 첫 번째 항과 관련을 맺고 있다. 보험신탁은 신탁계약을 통해 보험을 다른 금융상품들과 결합하는 것이므로, 보험수요에 영향을 미친다. 고객이 기존에 보유하던 보험계약을 위탁하는 경우에는 신규 수요가 창출되지 않지만, 보험회사가 보험신탁과 관련하여 자문 서비스를 제공하는 과정에서 신규 수요를 창출할 가능성이 존재한다. 전자의 경우에는 자본회전률에 변화가 없지만( $ds/dx = 0$ ), 후자의 경우에는 자본회전률이 변화( $ds/dx > 0$ )하여 식(23) 좌변의 첫 번째 항이 큰 값을 가질 수 있다.

$$b^*(1 - c_U) \frac{ds}{dx} > 0$$

두 번째 조건인 보험신탁 포함에 따른 매출이익률 증가는 사업비, 보험금 및 환급금 등으로 구성된 식(23) 우변의 두 번째 항과 관련된다. 우선, 보험신탁은 신규 보험수요를 창출할 것으로 예상되는데, 추가적인 매출에 따라 사업비는 증가할 개연성이 높다. 다만 기존 보험수요의 신탁전환과 관련하여서는 판매채널의 변화를 예상해 볼 수 있는바, 각 채널의 효율성 차이로 인하여 사업비가 감소할 가능성 또한 존재한다. 전자의 효과가 크기 면에서 후자의 효과를 압도할 것으로 가정하면 보험신탁 도입으로 사업비는 전체적으로 증가한다고 볼 수 있으나, 채널별 효율성을 고려할 경우 사업비의 감소할 수도 있다. 따라서 식(23)의 우변을 구성하고 있는 사업비와 관련된 항은 회사별 판매채널의 활용 방식에 따라 그 방향이 결정된다고 볼 수 있다.

$$\left[ \left( \frac{dc_1}{dx} \right)_{ds \neq 0} - \left( \frac{dc_1}{dx} \right)_{ds = 0} \right] \cong 0 \dots\dots\dots (24)$$

또한, 보험신탁의 도입은 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 줄 것으로 예상된다. 보험신탁 관리자는 위탁자가 부여한 재량권 범위 내에서 수익자의 이익을 극대화하고자 노력할 것인바, 고객의 상황에서 꼭 필요하고 고객에게 적합한 보험계약만을 선택할 것으로 기대되고 있다. 그 결과 보험신탁을 통해 보험계약을 체결하는 경우 고객의 만족도가 증가할 것으로 보인다. 이는 보험계약해지율이 하락하고 적절한 언더라이팅을 통해 사고율도 하락할 수 있음을 시사한다.<sup>14)</sup> 실제로 해외 금융선진국에서 자산관리서비스를 성공적으로 제공하고 있는 스폰서를 보면, 해지율과 사고율의 하락을 달성하고 이를 통해 경쟁력을 확보한 사례가 존재한다.<sup>15)</sup>

14) 이러한 긍정적인 효과는 보험신탁 관리자가 고객의 이해만을 위해 합리적으로 행동할 때 달성될 수 있다. 그런데 현실에서는 보험신탁 관리자도 자신의 이해를 극대화시키기 위해 전략적으로 행동할 가능성이 존재하며, 이 경우 해약률이나 사고율은 오히려 증가하는 방향으로 나타날 수 있다. 이러한 고려사항에 대해서는 제IV장에서 다시 논의한다.

그러나 임직원 채널이나 전속채널을 활용할 경우, 독립채널 대비 사업비 절약이 가능하지만 보험회사와 모집인 간의 정보비대칭, 감시의 불완전성 등으로 인해 주인-대리인 문제가 심화될 가능성도 존재한다. 이에 따라 회사의 경우 판매채널에서 발생하는 행위에 대한 정보를 가지지 못함에 따라 이들 모집채널에서 합리적인 고객선별 절차에 따라 계약 체결이 이루어지지 않을 경우 계약유지 측면에서 부정적인 영향을 미치게 되는 경우도 발생할 수 있다. 따라서 보험금 및 환급금 측면에서도 사업비에서의 경우와 마찬가지로 판매채널에 따라 그 영향이 다르게 나타날 가능성이 높다.

$$\left[ \frac{dc_2}{dx} + \frac{dc_3}{dx} \right] \cong 0 \dots\dots\dots (25)$$

식(24)과 식(25)를 결합하면 식(23) 좌변 두 번째 항의 값이 결정되는데, 그 부호와 크기는 시장상황, 각 채널의 효율성, 보험회사의 채널관리능력에 따라 다르게 나타날 수 있다. 국내 보험회사들이 현 경영환경에서 보험신탁을 통해 기업가치를 제고할 수 있는 가능성에 대해서는 본 장의 4절에서 판매채널별 효율성에 관한 실증분석을 통해 확인하고자 한다.

## 2) 사내겸영 방식과 자회사겸영 방식 비교

보험신탁을 활용하는 자산관리서비스에서 사내겸영 방식과 자회사겸영 방식 중 어느 것이 보다 적합한지 여부는, 시나리오②에서의 기업가치 변화와 시나리오④에서의 기업가치 변화를 비교함으로써 판단할 수 있다. 이를 위해 자회사겸영 방식으로 보험신탁을 활용할 때의 변화를 보여주는 식(13)에서 사내겸영 방식으로 보험신탁을 활용할 때의 변화를 보여주는 식(11)을 차감하면 그 차이는 다음과 같다.

---

15) 해당 사례에 대해서는 제IV장에서 다시 논의한다.

$$\left(\frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx}\right) = \pi(1-b) - \frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_I - r_w)A_w - C_1]}{dz} \dots\dots\dots (26)$$

$$+ b^*(1-c_U)\left(\frac{ds}{dy} - \frac{ds}{dx}\right) - b^*s\left(\frac{dc_U}{dy} - \frac{dc_U}{dx}\right)$$

식(26)은 동일한 수익규모를 영업외이익으로 처리함으로써 나타나는 영업이익 대비 영업외이익 비율의 변화(dx)와, 기타포괄손익으로 처리함으로써 나타나는 영업이익 대비 기타자본변동 비율의 변화(dy)이 서로 같다고 가정하고 이를 dz로 표현하고 있다. 즉, 논의의 편의를 위해 사내겸영을 통해 기대되는 수익규모와 자회사겸영을 통해 기대되는 수익규모가 동일하다는 가정 하에서 두 방식에 소요되는 비용의 차이를 분석하려는 것이다.

식(26) 좌변의 첫 번째와 두 번째 항은 식(21)에서와 동일하다. 즉, 금융투자상품에 집중하는 때와 동일한 해석이 가능하다. 추가적으로 나타난 세 번째 항은 자본회전을 변화와 관련되며, 네 번째 항은 매출이익률 변화와 관련된다. 따라서 다음과 같은 두 가지 조건이 충족되어야 자산관리서비스에 보험신탁을 포함함으로써 기업가치를 제고할 수 있다. 우선 보험신탁을 통해 신규보험수요를 창출함으로써 금융투자업에 집중할 때에 비해 자본회전률이 개선되어야 한다.

$$\left(\frac{ds}{dy} - \frac{ds}{dx}\right) > 0 \dots\dots\dots (27)$$

다음으로 보험신탁을 경유한 보험계약에서 다른 채널을 통한 경우에 비해 매출이익률이 개선되어야 한다. 이는 보험신탁 관리자가 전문성을 갖추고 고객지향적인 서비스를 제공함으로써 우량고객을 확보할 때 가능하다. 이 경우 사업비용, 해약률, 사고율이 낮아져 매출이익률이 개선될 수 있다.

$$\left(\frac{dc_U}{dy} - \frac{dc_U}{dx}\right) < 0 \dots\dots\dots (28)$$

현실에서 식(27)과 식(28)이 달성될 수 있는지 여부 및 상대적인 크기는 시장상황, 각 채널의 효율성, 보험회사의 채널관리능력에 따라 다르게 나타날 수 있다. 따라서 자회사경영 방식과 사내경영 방식 중 어느 것이 보험신탁을 으로 영위하기에 보다 적합한지 여부도 실증분석을 통해 확인해 보아야 할 사항이라고 판단된다.

#### 다. 시사점

지금까지 살펴본 바와 같이 보험회사가 신탁업을 통해 자산관리서비스를 확대하는 방식은 서비스의 내용에 따라 금융투자상품 판매나 이와 관련한 자문에 집중하는 방식과 보험신탁으로까지 서비스 내용을 확대하는 방식이 있다. 그 다음으로는 본체경영으로 영위하는 방식과 자회사경영 중 어느 것이 보다 적합한지 검토할 필요가 있다.

본체경영은 기존에 보유하고 있는 인적자원과 물적자원을 활용할 수 있다는 장점을 갖는다. 특히 요구 자기자본에 대한 추가적인 부담 없이 다른 요건(적정설비구비·계리구분·사무실독립·운용전문인력확보)을 구비하면 된다. 반면 신탁부문과 보험부문 사이에서 성과평가·보상체계·조직문화가 합리적으로 차별화되지 못할 경우 장기적으로 신탁업에서 경쟁력을 확보하거나 보험업과의 시너지를 기대하기 어려울 것이다.

자회사경영 방식으로 신탁업을 영위하는 경우, 상대적으로 단기간 내에 신탁 관련 전문성과 경쟁력을 축적하는 것이 가능하며 개방형-판매플랫폼을 활용하는데 유리할 수 있다. 반면, 모회사인 보험회사의 인지도·운용노하우를 활용할 수 없는 만큼, 신탁업 자체로부터 수익이 실현되기 전까지는 경쟁력이 취약할 것으로 예상된다. 특히 신탁업에 진출하더라도 수탁가가 일정 수준 이상으로 늘어나기 전까지는 신탁업으로부터의 수익 실현을 기대하기 어려울 것이다.

## 4. 외부네트워크 활용 가능성 검토

본 절에서는 국내 보험회사들이 자산관리서비스 확대 시 외부 네트워크를 활용할 유인이 있는지에 대해 점검해 보고자 한다. 특히 보험회사가 자산관리 서비스에 소요되는 한계비용을 최소화 하고자 할 경우 금융투자 중심 프로그램보다 보험신탁 프로그램이 유리할 수 있다는 점에 주목하여 보험신탁 도입 효과에 대해 분석한다. 보험신탁 프로그램에 소요되는 비용은 사업비에 포함되는 반면, 그 수익은 영업외수익에 포함되며, 투자영업과 관련하여 변화가 없는 것으로 가정할 수 있다는 점은 앞서와 동일하다. 그러나 금융투자 중심 프로그램에서 자본회전률이 일정하게 유지되는 것과 달리 보험신탁을 활용하면 자본회전률이 변하고, 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 미칠 수 있다. 따라서 국내 보험회사가 보험신탁을 활용할 유인은 자본회전률의 변화와 매출이익률의 변화에 따라 결정된다.

우선 자본회전률과 관련하여, 고객이 기존에 보유하던 보험계약을 위탁하는 경우에는 신규 수요가 창출되지 않으나, 보험회사가 보험신탁과 관련하여 자문서비스를 제공하는 과정에서 신규 수요를 창출할 가능성이 존재한다. 전자의 경우에는 자본회전률에 변화가 없지만, 후자의 경우에는 자본회전률이 상승할 수 있다.

다음으로 매출이익률과 관련하여, 보험신탁을 통해 신규 보험수요가 창출되면 추가적인 매출에 따라 사업비는 증가할 개연성이 높다. 다만 기존 보험수요의 신탁전환과 관련하여서는 판매채널의 변화를 예상해 볼 수 있는바, 각 채널의 효율성 차이로 인하여 사업비가 감소할 가능성 또한 존재한다. 즉 사업비와 관련된 항은 회사별 판매채널의 활용 방식에 따라 그 방향이 결정된다고 볼 수 있다.

또한, 보험신탁의 도입은 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 줄 것으로 예상된다. 한편으로 보험신탁 활용에 따라 환급금비용과 보험금비용이 감소할 수 있다. 보험신탁 관리자는 위탁자가 부여한 재량권 범위 내에서 수익자의 이익을 극대화하고자 노력할 것인바, 고객의 상황에서 꼭 필요하고 고객에게 적합한 보험계약만을 선택할 가능성이 높다. 따라서 보험신탁을 통해 보험계

약을 체결하는 경우, 고객의 만족도가 증가하여 보험계약해지율이 하락하고 적절한 언더라이팅을 통해 사고율도 하락할 수 있다.<sup>16)</sup> 실제로 해외 금융선진국에서 자산관리서비스를 성공적으로 제공하고 있는 스폰서를 보면, 해지율과 사고율의 하락을 달성하고 이를 통해 경쟁력을 확보한 사례가 존재한다.

다른 한편으로 보험신탁 활용에 따라 환급금비용과 보험금비용이 증가할 수도 있다. 보험신탁에서는 회사와 보험신탁 관리자 사이의 정보비대칭, 감시의 불완전성으로 인해 주인-대리인 문제가 발생할 수 있어, 보험회사가 판매 채널에서 발생하는 행위에 대한 정보를 충분히 보유하지 못한 상태에서 보험신탁 관리자가 기회주의적으로 고객을 관리하는 경우 계약유지에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 보험금 및 환급금 측면에서도 판매채널별로 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타날 가능성이 높다.

요컨대, 보험신탁 프로그램 확대 시 기업가치에 미치는 영향의 부호와 크기는 시장상황, 각 채널의 효율성, 보험회사의 외부 네트워크 활용 가능성에 따라 다르게 나타날 수 있다. 이러한 점에 주목하여 본 연구는 판매채널 비중 변화가 재무성과에 미치는 영향을 분석함으로써 외부 네트워크를 활용할 유인을 확인하고자 한다.

## 가. 추정모형

앞서 기술한 바와 같이 금융투자 중심 프로그램의 경우 자본회전율이 일정하게 유지되는 것과는 달리 보험신탁을 활용할 경우 자본회전율과 더불어 매출이익률이 영향을 받게 된다. 보험신탁을 통해 신규 보험수요가 창출될 경우 사업비와 환급금 및 보험금 비용에 영향을 줄 수 있으며, 자산관리 프로그램 운영에 소요되는 비용의 크기가 판매채널에 따라 달라질 수 있기 때문이다.

이하에서는 판매채널별 비중 변화가 보험회사의 재무성과에 미치는 영향을 분석한다.<sup>17)</sup> 이를 위해 특정 판매채널을 통해 거수된 보험료의 비중 변화가

16) 이러한 긍정적인 효과는 보험신탁 관리자가 고객의 이해만을 위해 합리적으로 행동할 때 달성될 수 있다. 그런데 현실에서는 보험신탁 관리자도 자신의 이해를 극대화시키기 위해 전략적으로 행동할 가능성이 존재하며, 이 경우 해약률이나 사고율은 오히려 증가하는 방향으로 나타날 수 있다.

보험회사의 자본회전율, 매출이익률, 보험영업이익률에 미치는 영향을 판단하기 위한 실증분석을 수행하고, 이를 바탕으로 자산관리 프로그램 제공 시 외부 네트워크 활용 가능성에 대한 시사점을 도출한다.

보험신탁 도입 시 특정 채널의 집중적 활용에 따라 자본회전율과 매출이익률에 미칠 효과를 예측해 보기 위해, 수입보험료에서 채널별(설계사, 대리점, 방카슈랑스 채널 등) 비중, 매출이익률, 자본회전율, 영업이익률 변수 등을 이용하여 다음과 같은 모형을 설정하였다.

$$FR_{it} = \alpha + \beta X_{it} + Y_t + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (6)$$

여기에서  $FR_{it}$ 는  $i$  보험회사의  $t$  시점의 재무비율로서 분석목적에 따라 자본회전율, 매출이익률, 영업이익률이 사용되었으며,  $X_{it}$ 는 개별회사의 특성을 나타내는 변수로는 회사별 부채에 자연로그를 취한 값, 부채 대비 수입보험료 비율, 전체 수입보험료 중 채널별 비중을 이용하였다. 한편,  $Y_t$ 는 시장 변수로서 금리와 주가가 이용되었다. 모형분석 시 이용된 자료는 최근 31개 분기(FY2002년 1분기에서 FY2009년 3분기) 동안의 것이다.

모형 추정시 설정된 관측 불가능한 개별회사의 특성을 반영하는 비관측 효과를 나타내는  $\mu_i$ 에 대한 가정에 따라 모형의 성격과 추정방법이 달라진다.<sup>18)</sup> 본 연구에서는 설정된 추정식에 대해 고정효과모형 또는 확률효과모형에 대한 선택을 위해 기술적인 방식으로 일반적으로 통용되는 Hausman 검정을 이용한다.

17) 특히 자산관리서비스 영업 초기에는 기존 채널인 임직원, 설계사, 대리점, 방카슈랑스 중 하나를 통해 프로그램이 제공될 가능성이 높다는 점에 주목하여, 보험회사의 업무영역 확대 시 기존채널의 활용가능성을 검토하고자 한다.

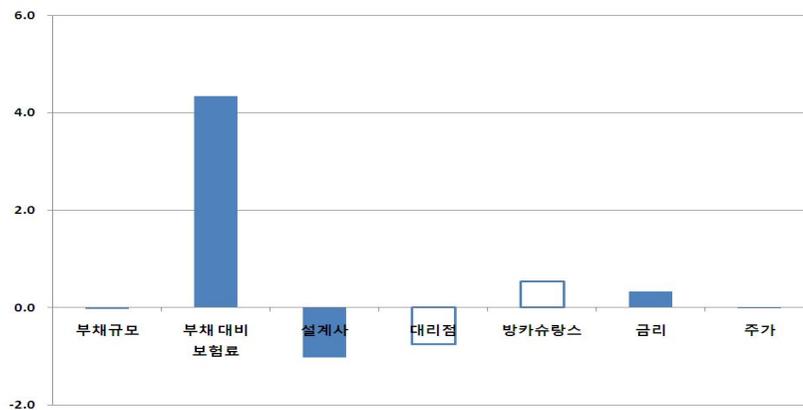
18) 패널 자료 분석 시 본 효과가 다른 설명변수와 상관관계가 있다고 판단되는 경우 고정효과모형을 통해, 그렇지 않은 경우에는 확률효과 모형을 통해 비관측 효과를 다루게 된다. 분석하고자 하는 대상이 구조적인 성격을 가지고 있어 교란항에서도 구조적 성격이 존재한다는 것이 확실한 경우 고정효과모형에 의한 추정이 바람직하다.

## 나. 추정결과 : 보험영업성과에 미치는 영향

동 분석에서는 Hausman 검정에서 귀무가설이 1% 유의수준에서 기각됨에 따라 고정효과모형을 선택하는 것이 보다 적절하다고 판단되어 고정효과모형의 결과를 제시한다. 초회보험료를 기준으로 판매채널별 비중 변화가 보험영업성과에 미치는 영향은 <그림 III-5>, <그림 III-6>, <그림 III-7>에 제시되어 있다.

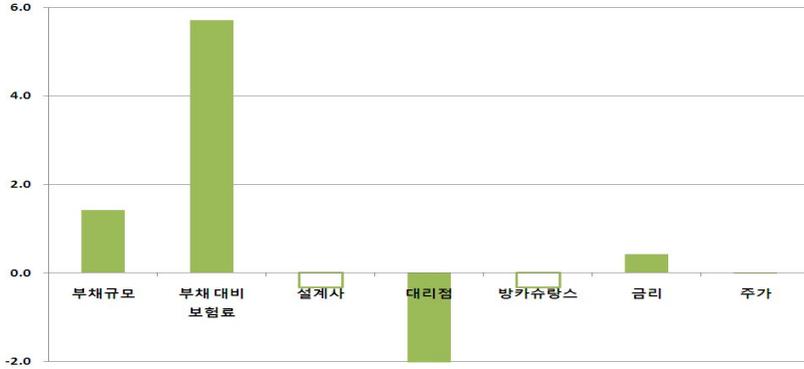
첫째, 채널별 비중의 회귀계수 부호를 보면 보험영업이익률을 종속변수로 한 모형에서 설계사와 대리점 채널의 경우 음(-)의 값을 가진 반면, 방카슈랑스의 경우 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 임직원 대비 설계사나 대리점 채널 비중이 증가할수록 보험영업이익률은 하락하는 반면, 임직원 대비 방카슈랑스의 비중이 증가할수록 보험영업이익률은 증가함을 의미한다.

<그림 III-5> 채널전략이 보험영업이익률에 미치는 영향(초회보험료 기준)



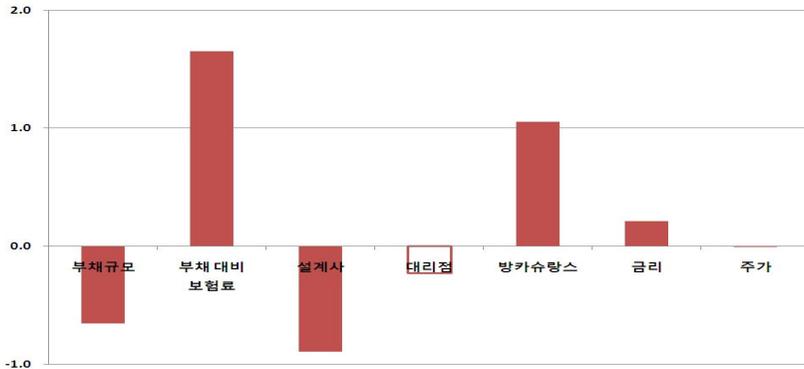
둘째, 채널전략이 자본회전율에 미치는 영향을 살펴보면, 설계사, 대리점, 방카슈랑스 채널 모두 음(-)의 회귀계수 값을 보이고 있어, 임직원 채널 대비 타 채널의 비중이 증가할수록 자본회전율은 하락함을 알 수 있다.

<그림 III-6> 채널전략이 자본회전율에 미치는 영향(초회보험료 기준)



셋째, 각 채널별 비중의 회귀계수 부호를 비교해 볼 때 타 채널과 달리 방카슈랑스 채널만이 양(+)의 값을 보이고 있어, 자산관리 프로그램 확대 시 기존 판매채널 중에서는 방카슈랑스 채널을 활용하는 것이 보험회사의 매출이익률에 개선에 보다 도움을 가져다 줄 수 있을 것으로 판단된다.

<그림 III-7> 채널전략이 매출이익률에 미치는 영향(초회보험료 기준)

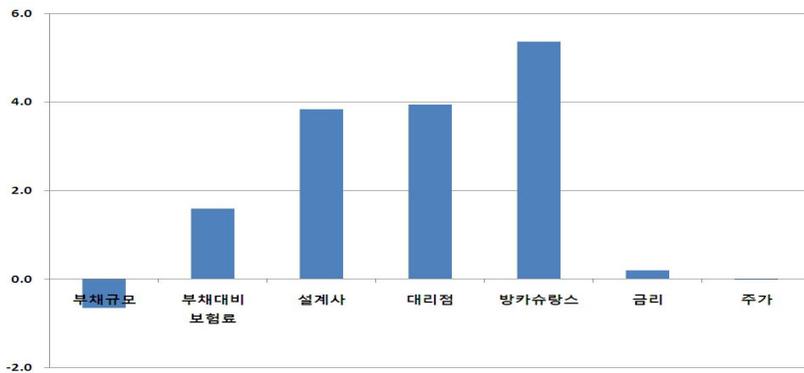


한편, 전체보험료를 기준으로 판매채널별 비중 변화가 보험영업성과에 미치는 영향은 <그림 III-8>, <그림 III-9>, <그림 III-10>에 나타나 있는데, 동 분

석결과는 초회보험료 대상 분석결과와 상당한 차이가 있음을 확인할 수 있다.

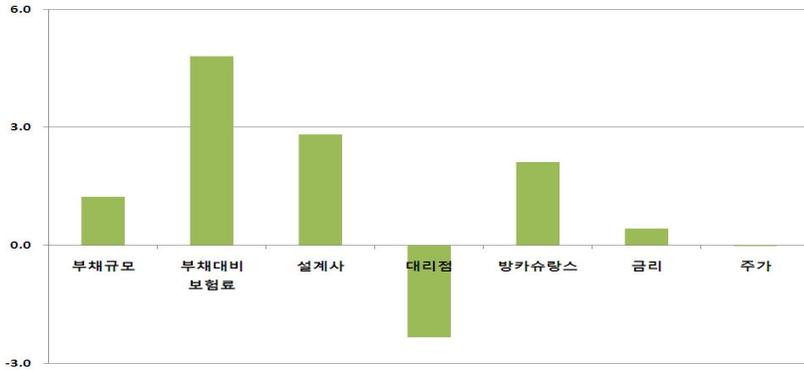
첫째, 채널별 비중의 부호를 보면 임직원 대비 설계사, 대리점 혹은 방카슈랑스의 비중이 증가할 때 재무비율이 전반적으로 상승하는 현상을 보이고 있다. 이는 초회보험료 대상 분석결과와 상당히 다른 것으로, 이러한 차이는 전체계약 유지에 소요되는 영업비용 감소효과가 신규계약 창출에 따른 비용 상승효과를 압도하기 때문에 나타난 것으로 보인다.

<그림 III-8> 채널전략이 보험영업이익률에 미치는 영향(전체보험료 기준)



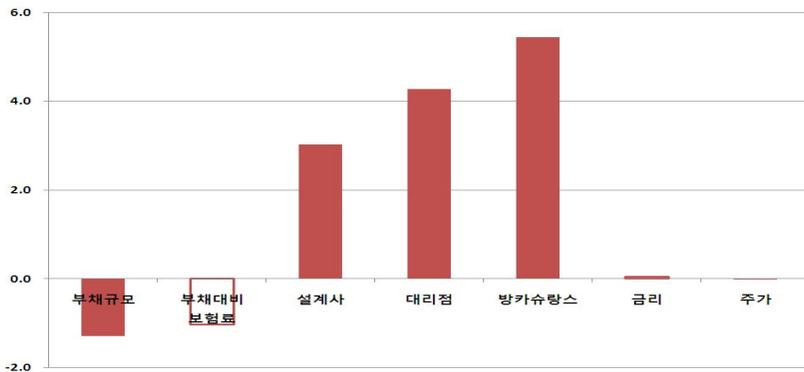
둘째, 채널별 비중의 회귀계수 부호를 살펴보면 자본회전율의 경우 설계사와 방카슈랑스 채널의 경우는 양의 값을, 대리점채널의 경우는 음의 값을 보이고 있어, 임직원 대비 설계사나 방카슈랑스의 비중이 증가할 때 자본회전율은 상승하는 반면, 임직원 대비 대리점채널 비중 확대 시 자본회전율은 감소하는 것으로 나타나고 있다.

<그림 III-9> 채널전략이 자본회전율에 미치는 영향(전체보험료 기준)



셋째, 채널별 비중의 부호를 보면 임직원 대비 설계사, 대리점 혹은 방카슈랑스의 비중이 증가할 때 보험영업이익률과 마찬가지로 매출이익률 또한 상승하는 것으로 나타나고 있다. 특히, 채널별 비중의 회귀계수 크기를 살펴보면 보험영업이익률과 매출이익률에 미치는 긍정적 효과는 방카슈랑스, 대리점, 설계사 채널 순서임을 확인할 수 있다. 따라서 전체보험료 기준 분석결과에 비추어 볼 때에도 자산관리 프로그램 확대 시 방카슈랑스 채널을 활용하는 것이 보다 바람직하다고 볼 수 있다.

<그림 III-10> 채널전략이 매출이익률에 미치는 영향(전체보험료 기준)



## IV. 보험회사 사업모형 개선방향

### 1. 보험회사의 잠재력

국내 보험회사들의 현재모습은 비록 해외 선진스폰서의 수준에 미치지지는 못하지만, 향후 맞춤형 프로그램을 개발할 수 있는 잠재력은 충분한 것으로 보인다. 보험회사가 자산관리서비스 사업에서 은행, 증권회사에 비해 가질 수 있는 비교우위로 다음과 같은 점들을 생각해 볼 수 있다.

첫째, 보험회사는 타업권의 금융회사에 비해 고객관계를 장기간 유지하는데 노하우를 보유하고 있는 바, 이를 적극 활용하면 맞춤형 프로그램에서 조기에 경쟁력을 갖출 수 있다. 특히 향후 투자 여하에 따라서 선도적인 생애관리 프로그램을 개발하여 시장을 선도하는 것이 가능하다.

둘째, 보험기능을 수행하는 과정에서 형성된 노후생활보장 서비스제공자로서의 인지도는 자산관리서비스 사업에서 경쟁력의 원천이 될 수 있다.<sup>19)</sup> 자산관리서비스는 단일프로그램을 통해 고객의 다양한 이해요구를 충족시킬 수 있도록 설계되는데, 보험회사가 제공하는 보장기능이 한 축을 구성한다. 따라서 기존에 강점을 보유하고 있는 자산가치의 보장관련 서비스(자산가치의 보존, 상속 등)에 자산가치의 증식관련 서비스(신탁, 투자일임 등)를 적절히 결합하면, 은행이나 금융투자회사가 모방하기 어려운 차별적인 내용으로 프로그램 구성이 가능하다.

셋째, 보험회사는 외부네트워크를 관리하는 노하우를 보유하고 있다. 자산관리서비스에서는 외부인력을 중심으로 구성된 자문기능(front office)과 스폰서 사내의 관리기능(back office)이 유기적으로 결합되어야 경쟁력이 발현될 수 있다. 그런데 보험회사는 기존 판매채널을 관리하는 과정에서 외부 네트워크 관리에 대한 경험을 축적하고 있다. 이러한 노하우를 토대로 외부 자문인력을 적극 활용하면 보험회사가 투자자문서비스 제공자로서의 인지도가 낮다

---

19) 자산관리서비스를 이용하는 주요 고객은 50대 남성은 투자 의사결정시 안정성을 가장 선호한다. 신문식·이경희(2004)를 참조한다.

는 단점을 충분히 극복할 수 있을 것이다.

다만 이러한 장점을 극대화하기 위해서는 기존 판매채널의 고능률화를 통해 전문자문인력을 확보하는 것이 필요하다. 특히 현재와 같이 고객에게 상품 매입을 일방적으로 권유하는 방식에서 벗어나 고객의 요구에 민감하게 대응하여 맞춤형 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 또한 금융상품을 중개하는 대가로 받는 수수료 중심에서 탈피하여 투자자문 대가로 받는 보수로 수입구조를 다변화할 필요가 있다.

이러한 개선방향을 보다 자세히 살펴보기 위해 본 장에서는 보험회사 사업 모형의 개선방향으로서 네 가지 사항을 검토한다. 우선 자산관리서비스를 제공하고자 할 때 선택할 수 있는 사업모형을 모색해 본다. 자회사경영 방식과 관련하여서는 외부네트워크 구축과 운영 시 고려해야 사항들을 점검하는 한편, 사내경영방식과 관련하여서는 후선업무 지원시스템구축을 중심으로 살펴본다. 다음으로 보험회사가 핵심서비스로 추구할 수 있는 분야를 개인고객대상내용과 기관고객 대상 내용으로 구분하여 검토한다. 마지막으로 제도적 개선사항으로서, 보험회사가 핵심서비스로 활용할 수 있는 보험신탁이 도입되기 위해서 필요한 규정 개선사항과, 보험회사가 맞춤형 프로그램을 사내경영 방식을 통해 제공하고자 할 때 구축해야 하는 이해상충 방지체계 구축기준과 관련된 규정 개선사항을 살펴본다.

## 2. 사내경영 사업모형

Ⅲ장에서 살펴 본 바와 같이, 보험회사가 전문성을 보유하지 못한 금융투자 상품에 집중하여 자산관리서비스를 시작하는 초기에는 초기투자비용이 큰 자 회사를 설립하더라도 큰 수익을 기대하기 어려움에 따라 사내경영에 따른 비용이 크지 않은 것에 비해 지분투자에 따른 기회비용이 클 것으로 기대되고 있다. 이에 따라 자산관리서비스로부터의 기대수익이 충분한 수준으로 성장하기 전까지는 사내경영 방식이 자회사경영 사업모형에 비해 기업가치 제고 관점에서 보다 유리하다.

사내경영은 기존에 보유하고 있는 인적자원과 물적자원을 활용할 수 있다는 점에서 자산관리서비스를 시작하는 초기단계에서 큰 장점을 갖고 있다. 특히 요구자기자본에 대한 추가적인 부담 없이 다른 요건(적정설비 구비·계리 구분·사무실 독립·운용전문인력 확보)을 구비하면 된다. 반면 신탁부문과 보험부문 사이에서 성과평가·보상체계·조직문화가 합리적으로 차별화되지 못할 경우 장기적으로 신탁업에서 경쟁력을 확보하거나 보험업과의 시너지를 기대하기 어려운 점 또한 존재한다.

요컨대, 국내 보험회사들은 사내경영 사업모형에 대한 장·단점을 바탕으로 사내경영 사업모형을 유지할지 아니면 자회사경영 사업모형으로 전환할지 여부를 결정해야 할 것이다. 사내경영 사업모형 유지 시 고려해야 할 사항에 대해서는 진 익(2009)의 V장과 VI장을 참조하기 바란다.

### 3. 자회사경영 사업모형<sup>20)</sup>

Ⅲ장에서 살펴 본 바와 같이, 자회사경영 사업모형과 사내경영 사업모형은 시장환경이나 회사별 경영전략에 따라 기업가치 제고 차원에서 그 우위가 결정이 된다. 본격적인 투자를 통해 자산관리서비스로부터 안정적 수익이 창출되기 시작되는 경우 규모 확대에 따른 운영비용 증가를 반영하여 사내경영의 비용이 증가하는 반면 자회사 지분투자에 대한 기회비용은 감소할 것이다. 또한, 시장이 충분히 효율적인 경우 사내경영 방식과 자회사 방식의 비용이 유사한 수준으로 나타날 것이므로 자산관리서비스로부터의 기대수익이 일정 수준으로 성장한 후에는 자회사 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리하다고 할 있다.

자회사경영 방식으로 신탁업을 영위하는 경우, 상대적으로 단기간 내에 신탁 관련 전문성과 경쟁력을 축적하는 것이 가능하며 개방형·판매플랫폼을 활용하는데 유리할 수 있다. 반면, 모회사인 보험회사의 인지도·운용노하우를

20) 판매자회사는 금융상품판매전문회사이며 보험회사 입장에서 보자면 독립채널로 간주될 수 있는바, 안철경(2009)에 제시된 독립채널 운용모델을 참조하여 판매자회사 사업모형을 정리한다.

활용할 수 없는 만큼, 신탁업 자체로부터 수익이 실현되기 전까지는 경쟁력이 취약할 것으로 예상된다. 특히 신탁업에 진출하더라도 수탁고가 일정 수준 이상으로 늘어나기 전까지는 신탁업으로부터의 수익실현을 기대하기 어려운 문제점 등이 있다. 이와 같은 자회사 경영방식의 특징을 토대로 판매자회사 방식 하에서의 핵심 경영전략에 관해 논의하고자 한다.

## 가. 고려 사항

판매자회사의 핵심역량은 표준형 금융상품에 관한 것과 맞춤형 서비스에 관한 것으로 구별해 볼 수 있다. 표준형 금융상품과 관련하여서는 높은 수수료율을 확보하는 것인데, 잠재적인 영업력을 기반으로 금융상품 제조회사에 대한 협상력을 강화하는 것이 그 하나이다. 맞춤형 서비스와 관련하여서는 복합적인 내용의 서비스를 맞춤형으로 제공하는 과정에서 비용효율성을 제고하는 것이다. 전반적으로 판매자회사의 차별화된 전략적 포지셔닝을 통해 시장 지배력을 강화하고 브랜드 인지도를 축적해 가는 것이 관건이다.

하나의 방향은 규모의 경제를 추구하는 것으로, 고객의 수와 우수한 자문인력(relationship manager)을 가능한 한 많이 확보하여 서비스 제공규모를 확대하는 것이다. 이를 위해 고객 DB 마케팅이나 세미나 마케팅이 활용될 수 있는데, 고객과 밀착된 관계성을 유지하는 카드·유통·통신 분야 기업과 연계함으로써 고객 DB를 확보할 필요가 있다.<sup>21)</sup>

다른 하나의 방향은 범위의 경제를 추구하는 것으로, 서비스내용의 범위를 가능한 확장하여 복합성의 구현에 주력하는 것이다. 핵심분야에 특화되고 경쟁회사로부터 차별화된 맞춤형 서비스를 지향하는 바, 자문인력 개개인의 전문성을 최대한 활용하여 자문인력 인당 생산성을 제고하는 것이 중요하다.

한편 독립채널은 '재무설계 및 상담'을 핵심으로 하고 있기 때문에 자문에 대한 필요성이 높은 자산가계층이 주요 고객이 된다. IFA가 가장 먼저 발달한 영국조차 소규모의 운영형태이며 기존 고객이나 변호사, 회계사에게 신규

21) 이러한 사업모형은 이미 보험 독립채널 시장에서 적극적으로 활용되고 있는데, GS홈쇼핑, 현대홈쇼핑, CJ홈쇼핑, 롯데홈쇼핑, 비씨카드, 현대카드, 삼성카드, 신한카드, 롯데카드, 오케이캐쉬백서비스 등이 그 예이다. 안철경(2009)을 참조한다.

고객을 소개받는 마케팅방식으로 주요 고객이 부유층으로 제한되는 경향이 있었다. 이러한 특성은 고객자산에서 투자형상품 및 연금상품에 대한 비중이 큰 국가일수록 독립채널에 대한 수요가 높은 것을 통해 알 수 있다.

외부네트워크를 적절히 활용할 경우 서비스 복합성을 극대화하여 범위의 경계를 구현하면서도 서비스 규모를 규모의 경계를 달성할 수 있는 수준 이상으로 확대하는 것이 가능하다. 예를 들어, 경비절감을 원하는 개인독립자문인력과 네트워크를 형성하여 후선업무관리를 집중하면, 자문인력 개개인의 전문성과 특화 부문을 연계하여 범위의 경계를 누리면서도 규모의 경계를 통한 비용절감이 가능하다.

외부네트워크를 구축하려는 유인은 판매자회사와 참여회원판매회사 모두에게 존재한다. 우선 판매자회사는 외부네트워크를 통해 보유하고 있는 후선업무시스템과 경영노하우를 토대로 단기간 내에 안정적인 수익원을 확보할 수 있다. 판매자회사는 회원 판매회사를 위해 금융상품 제조회사에 대한 수수료율이나 상품개발 협상을 대행하는 한편, 회원판매회사에 대해 교육·세미나·상품 및 리서치 정보·경영관리 시스템을 제공하는 것이다. 회원 판매회사도 외부네트워크에 참여할 유인을 갖는다. 첫째, 금융상품 제조회사에 대한 협상력이 커진다. 지원전문회사가 소규모 회원판매회사를 대리함에 따라 표준화상품에 대한 협상력이 높아지고, 고객별 맞춤형 상품의 개발에 대해서도 제조회사에게 적극적으로 요구할 수 있다. 둘째, 규모의 경계에 기초한 비용절감이 가능하다. 다수의 회원 판매회사들이 지원전문회사가 제공하는 후선업무시스템(회계시스템, 고객관리시스템)을 공유함에 따라 비용절감이 이루어진다. 셋째, 브랜드파워가 높아진다. 자본력이 부족하여 특정 지역에 마케팅을 집중하던 판매회사가 지원전문회사 차원의 공동 마케팅을 통해 영업지역의 확대를 도모할 수 있다. 또한 회원판매회사는 네트워크 회원이라는 점을 적극적으로 활용하면서도, 자체상호를 계속 사용하면서 기존 브랜드 가치를 유지할 수도 있다. 넷째, 자문인력에 대한 체계적인 교육이 가능하다. 지원전문회사 교육시스템을 활용하여 교육내용을 개선하면서도 교육비용을 절감할 수 있다.

이와 같은 유인에 따라 개인독립자문인력이 회원인 협의체가 자생적으로 출현한다. 협의체는 별도의 법인이 아닌 만큼 그 자체가 수익모델이라고 보기

는 어려우며, 소속 회원들 중 대표를 선임하고 회원들이 내는 회비로 운영된다. 협의체는 회원인 판매회사 대표들의 출신·경력·주요 제휴금융회사를 기준으로 구성되는 것이 일반적이다.<sup>22)</sup> 이들은 금융상품 제조회사에 대한 협상력을 강화하고 교육, 투자정보, 후선업무시스템을 확보하기 위해 판매자회사의 외부네트워크에 참여할 가능성이 높은 것으로 보인다.

## 나. 기본 방향 : 외부네트워크 구축

### 1) 구축 전략

외부네트워크를 구축하는데 투여되는 자본의 규모가 상당히 크다. 따라서 외부네트워크 구축에 소요되는 자본을 최소화할 수 있는 방식을 선택할 필요가 있다. 판매자회사가 개인독립자문인력과 외부네트워크를 구성하는 방식은 다양하게 존재한다.

한 가지 방식은 판매자회사가 별도의 법인이고 회원들이 판매자회사에게 서비스이용료를 지급하는 거래관계의 설정하는 것이다. 이러한 구조에서는 회원들이 지원전문회사로부터 후선업무 인프라, 투자정보, 경영노하우 제공과 협상대행의 서비스를 제공받는 대신 대가를 지불한다. 이러한 사업모형에서는 판매자회사가 적극적으로 소규모 판매회사를 인수하여 네트워크를 구축하는 것도 가능하다.

경쟁력 있는 판매회사의 추가 확보가능성을 기준으로 판단할 때 NFP의 성장가능성은 상당한 수준이다.<sup>23)</sup> 첫째, 잠재적 인수대상이 충분히 존재한다. NFP의 잠재적 인수대상은 2007년 기준 약 4천 개로, 이중 800여개에 대해서

22) 보험 독립채널 협의체로는 GA협회(한국금융자산관리협회), 전국대리점대표 협의회(전대협)가 있으며, 전자는 아셋마스터, KFG 등 대형 GA 16개가 결성한 협의체이고, 후자는 D생명 전환법인 및 일부 GA·개인대리점으로 구성되어 있으며 조직규모는 180개 GA 및 6천여 명의 FC가 소속되어 있다. 그 밖에 삼성·교보의 전환법인도 내부 협의체가 존재한다. 안철경(2009)를 참조한다.

23) NFP Annual Report(2009), 안철경(2009)을 참조한다.

는 인수합병 전문가들로 구성된 인수팀이 재무분석을 마치고 관심대상으로 상시 관리하고 있다. 둘째, 피인수 회원의 만족도가 높다. NFP 네트워크에 편입된 회원 판매회사들이 다른 인수대상을 적극적으로 추천하여, 2005년 이루어진 인수의 50%는 기존 회원의 추천에 의하여 이루어졌다. 셋째, NFP의 인수자금 규모가 커지고 있다. 인수계약조건 중 피인수 판매회사의 규모를 보여주는 기본수입(base earning) 수준이 2007년 기준 평균 140만 달러에 달하였다. 넷째, 판매회사의 지분을 모두 인수하되 피인수 판매회사의 경영진은 그대로 유지하여, 향후 발생하는 수익을 서로 공유하는 형태이다. 이러한 네트워크에서는 지원전문회사와 회원인 개별 판매회사가 수익에 대해 공동의 이해관계를 가지므로 보다 결속력이 높게 나타난다.

한편 다른 방식은 판매자회사가 본사(franchiser)로 기능하면서 지사(franchisee) 형태의 개인독립자문인력과 거래관계를 설정하는 것이다. 본사의 기능은 시스템·사무지원, 교육기능, 공동마케팅, 브랜드 관리, 전체행사(시상식, 워크샵)를 진행하는 것이다. 지사는 본사에 수수료의 일정비율을 제공하는 대가로 같은 법인에 소속되어 단일 브랜드를 사용한다. 그러나 지사별로 경영·조직운영·결산(독립채산제)을 독립적으로 수행하여 개별적인 수수료 구조로 서비스를 제공할 수 있다. 프랜차이즈형 외부네트워크 구조는 영국 IFA의 대표적 예인 Lighthouse를 참조할 수 있다.<sup>24)</sup>

일반적으로 IFA 네트워크구조는 규모에 따라 중층적으로 형성된다. 우선 개인독립자문인력인 소형-IFA(small firms)는 자체 브랜드를 사용하면서 지역 밀착형 사업모형을 사용하는데, 자문보수의 일정비율을 네트워크 운영비로 지불하는 대신 네트워크로부터 일정한 서비스를 받는다. 다수의 소형-IFA가 비용절감을 위해 조합을 결성하면 지정판매점(appointed representatives)이 된다. 복수의 지정판매점이 다시 지점(branch)을 구성하고 다수의 지점이 모이면 복합지점-IFA(multi-office IFA)이 형성된다. 마지막으로 매출규모, 자문인력 수, 지정판매점 수가 일정수준 이상으로 성장하면 대형-IFA(large IFA)가 구성되고,<sup>25)</sup> 전국적인 영업망이 구축하기에 이르면 전국-IFA(National IFA)가

24) 국내에서는 '인슈마스터'가 본사-지사 형태를 가지고 있으나 본격적인 독립채널 프랜차이즈로 보기는 어렵다. 안철경(2009)을 참조한다.

된다. 전국-IFA에 소속된 자문인력은 전년 업적에 비례하는 급여를 받는 종업원이다.

Lighthouse Group이 보유한 사업모형에서의 특징은 다변화된 네트워크 참여방식을 제시하고 방식별로 별도의 사업부를 운영한다는 점이다. 개인독립자문인력이 네트워크에 참여할 때 선택할 수 있는 방식은 단일브랜드-독립-IFA, 단일브랜드-프랜차이즈-IFA, 고유브랜드-네트워크-IFA, 고용-IFA 등이다.<sup>26)</sup> 각 방식별로 지원방식과 내용이 차별화되어 있어, 개인독립자문인력이 자신의 성향과 전문성에 따라 선택할 수 있다.

## 2) 해외 사례

보험회사가 참조할 수 있는 외부네트워크의 대표적 예인 미국 NFP, 미국 M Financial, 영국 Lighthouse, 독일 MPL의 구조를 참여하여 외부네트워크 구조를 살펴보면 다음과 같다.<sup>27)</sup>

### 가) 미국 NFP(National Financial Partners)

NFP는 1999년에 설립된 후, 2003년에는 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장하였고, 2008년 기준 총수입(commissions and fees)이 약 12억 달러, 종업원이 3,383명에 이르는 미국의 대표적인 금융상품판매전문회사<sup>28)</sup>이다.

NFP의 총수입은 상장 이후 연평균 27%씩 성장하였는데, 주 수입원은 회원인 독립판매회사에서 발생한 판매수익으로 2007년 기준 전체수입의 80%를

25) 매출 £100만 이상 또는 등록 자문인력 10명 이상이거나 지정판매점 10개 이상 보유하고 있는 네트워크이다.

26) 각 방식에 대응한 사업부로서 Lighthouse Temple, Lighthouse Wealth, LighthouseXpress, Lighthouse Carrwood가 존재한다. Lighthouse Group plc 홈페이지와 안철경(2009)를 참조한다.

27) 보험시장의 경우, 지원전문회사 사업모형은 현재 국내에 존재하지 않으며 주로 독립채널이 발달한 영국, 미국, 호주 등에서 활발하다. 호주 AMP Financial의 FAN이 대표적인 예라고 할 수 있다. 안철경(2009)을 참조한다.

28) independent financial services distributor

넘었다. NFP의 회원은 미국 전역에 위치한 소규모 독립법인으로, 180 여개의 자회사와 별도로 320 여개의 회원사가 존재한다.

NFP는 다음과 같은 세 부문에 주력하고 있다.<sup>29)</sup> 첫째, 개인고객대상연금·상속설계 관련 보험서비스(life & wealth transfer)로서, 주 목표고객층은 부동산을 제외한 자산규모가 5백만 달러 이상인 부유층(high net worth)이다. 둘째, 중소기업 대상 임직원 복지서비스(corporate & executive benefits)로서, 종업원 1,000명 이하의 중소기업에게 단체보험, LTC, 단체건강보험, 401(k), 은퇴상품을 제공한다. 셋째, 펀드나 신탁 관련 자문서비스(financial planning & investment advisory)이다. 2008년 상반기 기준으로 총수입 중 보험서비스가 52%, 임직원 복지서비스가 38%, 그리고 자문서비스가 10%를 차지하였다. 이로부터 NFP가 보험상품 중심의 독립금융상품판매회사임을 확인할 수 있다.

#### 나) 미국 M Financial Group

M-파이낸셜 그룹(이하 'M-파이낸셜')은 1978년에 회원판매회사들이 공동출자한 형태로 설립된 후, 현재 116개 판매회사가 지분을 소유하고 있는 네트워크형 금융상품판매전문회사이다.<sup>30)</sup> 1,000여명의 판매전문인력을 보유하고 있으며, 판매실적은 신계약 기준 미국 상위 5대 생명보험회사 수준에 이른다.

M-파이낸셜의 주요 고객은 금융자산 100만 달러 이상의 부유층 개인과 기업이다. 설립 초기에는 생명보험 관련 서비스를 제공하는데 주력하였으나, 고객의 니즈 변화에 대응하여 점차 서비스범위가 확대되었다. 금융상품 관련하여 생명보험, 개인연금, 상해·장기보험, 임직원복지서비스, 펀드를 제공하는 한편, 투자자문, 매매중개, 생명보험계약 정산 관련 서비스도 제공한다.

M-파이낸셜의 주요 수익원은 회원 판매회사, 비제휴 제조회사나 서비스 공

29) NFP, Presentation, 2008 Lehman Brothers Financial Services Conference, Sep.8, 2008. 안철경(2009)을 참조한다.

30) M-파이낸셜로부터 서비스를 독점적으로 공급받는 회원 판매회사는 John Hancock Financial Services, Inc, Lincoln Financial Group, Nationwide Financial, Pacific Life Insurance Company, Prudential Financial, Sun Life Financial, Unum, Genworth Financial, ING Life Companies, Lincoln Benefit Life, MetLife 등이다. M-파이낸셜 홈페이지(2008년 기준), 안철경(2009)을 참조한다.

급회사로부터 받는 수수료로서, 그 성격은 보험대리점이나 유가증권 매매중개 회사가 받는 수수료나 보수와 유사하다. 해당수익은 두 가지 원천으로 구성된다.<sup>31)</sup> 하나는 제조회사와 서비스 공급자가 M-파이낸셜에게 지불하는 오버라이딩 보상체제(overriding compensation system)이다. 다른 하나는 M-파이낸셜 재보가 사망위험·생존위험·투자수익으로부터 창출하는 재보험 수익이다.

다음과 같은 요인에 비추어 판단할 때 M-파이낸셜의 성장가능성은 상당한 수준이다. 첫째, 지원전문회사로서 높은 업무효율성을 달성하였다. 둘째, M-파이낸셜은 회원판매회사와 직접 거래관계를 형성하기 보다는 회원판매회사에게 다양한 지원서비스(상품디자인, 마케팅, 금융투자상품 추천)를 제공하는 것에 주력한다. 셋째, 강력한 회원 통제를 통해 브랜드를 관리한다. 그룹브랜드 사용을 위해서는 2년간의 검증기간이 소요된다.

#### 다) 영국 IFA(Independent Financial Advisors)

영국 IFA는 금융상품 제조회사와 전속관계를 갖지 않고서 전 시장(whole of market)의 금융상품을 공급할 수 있는 금융상품판매전문회사이다.<sup>32)</sup> 보험 시장에 국한하면 IFA가 2007년까지 5년간 가장 빠르게 성장한 독립채널이지만, 금융시장 전체적으로는 IFA 수가 2007년 1.3만개에서 2008년 1.2만개로 7.3% 감소하였다.<sup>33)</sup> IFA는 연금과 투자형 금융상품 부문에 집중하고 있어, 2008년 기준 총 매출액 중 해당 부문의 비중이 75%를 넘는다.

IFA 수의 감소 배경으로 감독당국이 소규모 IFA 설립을 규제하는 한편 소규모 IFA들 자체적으로도 인수합병을 통해 대형화를 도모하고 있다. 그러나 아직까지 직원 수나 매출액 측면에서 IFA의 규모는 영세한 수준을 벗어나지

31) 그 밖의 수익원으로는 회원 판매회사의 회비, 금융상품 판매 시 지불하는 판매촉진비(solicitation fee), 독점적 계열인 M-Fund에 투자 시 지불하는 자문비, 유가증권 매매 시 지불하는 중개수수료, 생명보험 정산(life settlement)시 정산업무를 조정하는 브로커에게 지불되는 정산수수료, M-파이낸셜이 회원 판매회사에게 공급하는 지원서비스에 대한 경영 지원비(administrative and service fee)가 있다. 안철경(2009)을 참조한다.

32) IFA는 개인독립자문인력을 지칭하기도 하고 그들의 연합체를 지칭하기도 한다.

33) Datamonitor(2008), "UK IFAs 2008"과 안철경(2009)을 참조한다.

못하고 있다. 판매인력 기준으로 보자면, 2008년 현재 5명 미만인 소형회사의 비중이 83.7%이며 50명 이상인 대형회사의 비중은 0.5%에 지나지 않는다. 매출규모 면에서 보더라도, 2008년 현재 £50만 미만의 소형회사의 비중이 81.1%이고 £100만 이상의 대형회사의 비중은 10% 미만이다. 시장집중도를 보면, 상위 10개 회사가 전체 IFA 시장의 약 18%를 점유하고 있다.

IFA 네트워크의 회원인 판매회사들은 단일 브랜드를 사용하며, 네트워크로부터 후선업무시스템, 제조회사와의 협상대행, 법규준수 의무대응, 교육프로그램, 마케팅 비용과 전문직배상책임보험 보험료를 지원받는다.

#### 라) 독일 MPL<sup>34)</sup>

MPL사는 1971년 보험자문서서비스를 중심으로 설립된 이후 1988년 상장되었으며 2008년 현재 지주회사체제를 구축한 금융상품판매전문회사이다. 고품질의 자산관리서비스를 제공한다는 평판을 기반으로 90년대 초반 독일 보험업계가 마이너스 성장을 기록한 가운데서도 연평균 20%를 넘는 고속성장을 달성하였다.

MPL은 지주회사 아래에 금융서비스·상품판매회사, 은행, 자산관리회사를 보유하고,<sup>35)</sup> 연금, 손해보험, 건강보험, 투자형 금융상품, 대출·모기지, 예금관리 서비스를 제공하고 있다. 그런데 부문별 수익기여도를 보면 금융서비스·상품판매 부문의 수익이 전체 수익에서 차지하는 비중이 약 75%에 이른다. 동 부문 내에서는 연금 관련 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중이 2008년 기준 약 67%이며, 신계약 매출 측면에서도 투자형 금융상품과 연금의 비중이 높다.

독일은 유럽 최대의 PB시장으로서, 2006년 기준 금융자산 규모가 10만 유로를 초과하는 사람이 4백만 명을 넘는다. 또한 고령화와 저출산으로 인하여 공적연금제도의 유지가 어려워져, 최근 민간연금의 역할이 점차 확대되고 있는 실정이다.<sup>36)</sup> 이러한 변화를 감안할 때 고학력, 고소득 고객 중심의 MLP

34) 독일의 금융상품판매전문회사 사례로 동사의 홈페이지를 주로 참조하였다.

35) 각 부문을 영위하는 자회사는 MLP Finance, MLP Bank, Feri이다.

36) 독일은 다른 유럽국가들에 비해 연금생활자의 수령액 중 국가부담분 비중이 가장 높은

사업모형이 향후에도 성공할 가능성이 높다고 판단된다.

### 3) 경영 전략

논리적인 차원에서 보면 외부네트워크를 활용하여 자산관리서비스를 제공하면 개별성, 복합성, 맞춤형을 구현하면서도 수익성을 확보하는 것이 가능하다. 이러한 가능성은 외부네트워크에 참여하는 주체들(스폰서, 고객, 독립자문회사, 금융상품 제조회사) 사이에서 유인구조가 일치할 때 현실화 될 수 있다. 그런데 각 주체가 자신의 이익을 극대화하기 위해 전략적으로 행동하는 것이 현실이다. 따라서 외부네트워크를 활용하여 스폰서로서 성공하려면 경영전략을 신중하게 선택할 필요가 있다. 이하에서 스폰서가 경영전략 수립 시 고려해야 할 사항으로서 수익원, 개방형구조, 목표고객, 고객관계, 독립자문회사, 지분관계, 자문인력관리에 대해 검토한다.

#### 가) 수익원

자산관리서비스 스폰서가 경영전략을 수립함에 있어서 우선적으로 선택해야 할 사항들 중 하나는 주된 수익원을 설정하는 것이다. 스폰서가 자산관리서비스 사업에서 얻을 수 있는 수익의 원천은 자문수수료와 금융상품 판매수수료이다. 자문수수료는 고객으로부터 받는 것이고 판매수수료는 금융상품 판매회사로부터 받는 것이다. 논리적 차원에서 볼 때 각 수익원의 비중이 높아짐에 따라 비용과 편익이 다르게 나타날 수 있는 바, 스폰서는 이 두 가지 수익원을 적절히 결합하여 최적조합을 선택할 수 있다. 독립성과 성장성이라는 두 가지 기준에서 자문수수료에 의존하는 사업모형과 판매수수료에 의존하는 사업모형을 비교해 보면 다음과 같다.

---

수준을 유지하고 있는데, 2007년 기준으로 그 비중이 85% 수준으로 미국 44%, 캐나다 42%, 영국 65%에 비해 높은 편이다. 이로 인하여 독일에서는 다른 국가에 비해 민간연금상품의 발달이 상대적으로 취약하였으나, 최근 상당한 변화가 나타나고 있다. 안철경(2009)을 참조한다.

### < 독립성 기준 >

우선 독립성을 기준으로 보면 자문수수료에 의존하는 사업모형이 보다 우월한 것으로 보인다. 전체 수익 중 자문수수료 비중이 높아 제조회사로부터 독립적인 스폰서일수록, 고객에게 객관적으로 자문한다는 인지도를 제고할 수 있다. 독립적인 스폰서는 특정 제조회사의 이익을 고려하지 않아도 되기 때문에 금융상품의 추천이나 자문의 객관성에 대한 고객의 신뢰가 높다.<sup>37)</sup> 또한 특정 금융상품 판매에 국한되지 않고 고객의 요구에 대응하여 맞춤형 서비스 제공이 가능하므로, 복잡성과 맞춤형 구현에도 유리하다. 이러한 점에 주목하여 해외 금융선진국에서도 자문수수료에 의존하는 스폰서가 자산관리서비스에 보다 적합하다고 간주된다.<sup>38)</sup>

반면 판매수수료에 의존하는 스폰서는 금융상품 제조회사로부터 독립적이지 못한 만큼, 스폰서가 고객에게 금융상품이나 서비스를 자문할 때 고객의 이익보다는 제조회사의 이익을 우선하는 것으로 여겨진다. 실제로 고객이 원하는 서비스보다는 판매수수료 수준에 따라 자문을 하는 경우, 사후적으로 고객-독립자문인력-스폰서 사이에서 분쟁이 발생할 가능성도 높다.

### < 성장성 기준 >

한편 성장성을 기준으로 보면 판매수수료에 의존하는 사업모형이 보다 우월한 것으로 보인다. 우선 국내에서의 기존 관행을 볼 때, 고객이 자문수수료를 지불하는 사례는 거의 없는 바 향후 자산관리서비스가 본격화된다고 하더라도 금융상품 제조회사로부터 판매수수료를 받는 사업모형이 주류를 이룰 것으로 예상된다.

반면 자문수수료에 의존하는 사업모형은 일부 분야에 특화된 전문성을 갖춘 일부 스폰서들만 채택할 수 있을 것으로 보인다. 동 모델에서는 스폰서가

37) 예를 들어, 미국 보험시장에서 독립대리점들은 보험회사를 선택할 때 S&P나 무디스사와 같은 신용평가회사가 부여하는 신용등급을 고려하고 있다.

38) 예를 들어, 영국 보험시장에서 대표적 독립채널인 IEA가 '객관적 조언과 전문성' 때문에 선호되고 있다.

독립자문인력들에게 후선업무시스템, 투자정보, 교육, 공동마케팅을 지원하는 대가로, 독립자문인력이 고객으로부터 수취하는 자문수수료를 배분하게 된다. 따라서 스폰서에 비해 독립자문인력이 우월적 지위를 가지게 될 가능성이 높고, 스폰서의 독립자문인력 관리능력이 중요할 것이다. 또한 자문수수료에만 전적으로 의존하는 사업모형에서는 대상고객이 초부유층으로만 제한되는 한계도 존재한다.<sup>39)</sup> 이러한 점들을 감안할 때 자문수수료에 의존하는 스폰서가 빠르게 성장하는 데는 상당한 제약이 존재할 것으로 보인다.

요컨대, 자산관리서비스를 제공하는 스폰서는 자문수수료와 판매수수료 중 어느 것을 주된 수익원으로 삼을지 결정해야 한다. 이들은 독립성과 성장성 차원에서 비교우위를 갖는다고 보이는 만큼, 스폰서는 독립성을 유지하면서 성장성도 추구할 수 있는 적절한 수익원 조합을 모색할 필요가 있다.

#### 나) 개방형구조

자산관리서비스 스폰서가 경영전략을 수립함에 있어서 선택해야 할 사항들 중 다른 하나는 개방형구조(open architecture) 활용 여부를 결정하는 것이다. 개방형구조 채택 여부에 따라 스폰서가 제공하는 서비스 내용이나 금융상품의 범위가 결정된다.

개방형구조는 스폰서의 독립성을 판단하는 중요한 요소이다.<sup>40)</sup> 완전한 개방형구조에서 법률상 판매가 허용되는 모든 금융상품을 취급하는 스폰서는 독립적이라고 간주된다. 반면 특정 제조회사와 스폰서 사이에 지분관계나 제휴관계가 존재하여 스폰서의 금융상품 취급 범위에 직간접적인 제약이 존재하는 경우에는 스폰서가 종속적이라고 간주된다.

개방형구조는 복합성이나 맞춤형을 구현하는 효과적인 수단이다. 동 구조에

39) 예를 들어, 영국 보험시장에서 IFA의 비싼 자문료로 인하여 일반인의 접근이 쉽지 않음에 주목하여 IFA 성장의 견인차 역할을 했던 양극화 규제가 2004년 폐지되고 채널개혁이 시도된바 있다.

40) 예를 들어, 싱가포르의 금융판매업자규제(Financial Advisers Regulations, 2002)에서 주요 수익원, 취급 금융상품 범위, 금융상품 제조회사와의 지분관계가 독립성을 판단하는 기준으로 제시되어 있다.

서는 고객의 복합적 요구에 대응하여 다양한 상품으로 맞춤형 서비스를 구성하는 것이 가능하다.<sup>41)</sup> 적절한 개방형구조를 통해 성공한 스폰서의 대표적인 예는 영국의 IFA이다. IFA는 모듈화 된 금융상품을 제조회사로부터 제공받은 후 고객의 요구에 대응하여 최적의 조합을 구성한다. 또한 고객의 수요가 충분한 경우에는 IFA가 맞춤형 서비스를 구성하기 위해 제조회사에게 전용상품의 개발을 요구할 수도 있다.

적절한 개방형구조를 통해 성공한 스폰서의 다른 예는 독일의 MLP이다. MLP는 고객이 대학을 졸업하는 시점에서 관계를 형성한 후 전 생애에 걸쳐 지속적으로 서비스를 제공하고 있다. 졸업 시점에서는 연금상품과 보험상품을, 개원 시점에서는 창업지원을, 개원 이후에는 업무관련 책임보험을, 사업기반이 확립된 후에는 투자형 금융상품 중심의 자산관리서비스를 제공한다.<sup>42)</sup> 이 같이 전 생애에 걸쳐 다양한 상품과 서비스를 제공하려는 전략이 폐쇄형 구조에서 실행되기는 쉽지 않다.

#### 다) 목표고객

자산관리서비스 스폰서가 경영전략 수립 시 선택해야 할 또 다른 사항은 목표고객의 선택이다. 논리적 차원에서 보자면, 자산관리서비스에서 스폰서의 기능은 제조회사가 제공하는 표준형 금융상품들을 조합하여 고객이 원하는 맞춤형 상품으로 전환하는 것이다. 이러한 관점에서 보자면, 스폰서의 전환기능에 대한 보상으로써 자문수수료를 지불할 능력과 의향이 있는 고객이 목표고객으로 설정되어야 한다. 따라서 표준형 금융상품의 판매에 주력하는 스폰서는 목표고객을 넓은 범위로 설정하는 반면, 맞춤형 서비스제공에 주력하는 스폰서는 목표고객을 좁은 범위로 설정하는 것이 일반적이다.

목표고객 선택은 스폰서의 경영성과에 중요한 영향을 미친다. 적절한 목표고객을 설정함으로써 성공한 스폰서의 대표적 예는 독일 MLP이다. MLP은

41) 표준형 금융상품에 주목하자면 시장 내의 다양한 상품 중에서 최적의 상품을 선택할 수 있는 고객의 상품선택권이 확대된다고 볼 수 있다.

42) 고객 연령별 판매 비중을 보면, 젊은 고객에서는 연금상품 비중이 높은 반면 노년 고객에서는 투자형 금융상품 비중이 높다.

목표고객이 대학졸업자와 소득수준과 저축률이 높은 직업군임을 사업목적에서 명시적으로 밝히고 있다. 설립 당시에는 법조인을 목표고객으로 설정하였으며, 이후 1972년에는 의사와 치과의를, 그리고 1985년에는 경제학자와 엔지니어를 목표고객에 추가하였다.<sup>43)</sup> 또한 목표고객의 학력과 세대가 비슷한 자문인력을 확보하여 목표고객과 동반자적 관계를 형성함으로써 전 생애에 걸친 자산관리서비스를 효과적으로 제공하고 있다.

적절한 목표고객을 설정함으로써 성공한 스폰서의 다른 예는 미국 M-파이낸셜이다. 스폰서는 일정한 기준을 충족하는 우량고객을 목표고객으로 설정할 수 있는데, 선별능력에 따라 추가적인 수익원 확보가 가능하다. 예를 들어, M-파이낸셜은 사망률이 낮은 우량고객을 보유하고 있어 금융상품 제조회사에 대한 우월적 지위를 확보하고 있다. 또한 M-파이낸셜은 우량고객에 대해 축적한 독점적 경험정보를 토대로, 초부유층 고객에게 적합한 금융상품을 개발하고자 하는 금융상품 제조회사에 자문을 제공하고 있다.

#### 라) 고객관계

자산관리서비스 스폰서가 경영전략 수립 시 선택해야 또 다른 사항은 독립 자문인력에 대한 경영지원 여부이다. 논리적 차원에서 보자면, 스폰서가 직접 자문인력을 보유하고 고객에게 직접 서비스를 제공하는 것과, 스폰서가 고객과는 직접적인 관계를 맺지 않고 독립자문인력이나 다른 스폰서의 경영을 지원하는 것이 가능하다. 후자에서는 스폰서가 독립자문인력에게 경영노하우와 후선업무시스템을 지원하는 것이 일반적이다. 두 방식 중 어느 것이 적합한지는 시장상황이나 회사별 전략에 따라 달라질 수 있다.<sup>44)</sup>

맞춤형 서비스의 경우 후선업무의 내용이 복잡하고 비용이 많이 소요되는 만큼, 고객과 대면하는 독립자문인력이나 중소규모 스폰서에 대한 지원에 집중하

43) 이에 따라 직업별 고객 분포를 보면 50대 이상에서는 의사비중이 높은 반면, 젊은 고객들 중에서는 경제학자와 엔지니어의 비중이 높다. 안철경(2009)를 참조한다.

44) 보험 독립채널의 경우, 국내에서는 단독형 운영모델이 주를 이루고 있지만 미국, 영국 호주 등 해외 금융선진국에서는 단독형 운영모델과 연계형 운영모델이 모두 발달되어 있다. 안철경(2009)를 참조한다.

는 지원전문회사 사업모형이 가능하다. 표준형 금융상품 판매와 관련하여서는 지원전문회사 사업모형의 시작은 1980년대의 IMO(independent marketing organization)라고 볼 수 있다. IMO는 네트워크의 회원인 판매회사를 대신하여 금융상품 제조회사와의 수수료 협상, 회원에 대한 교육 지원을 제공하였다.

시장상황에 따라서는 두 가지 접근법을 자회사나 사업부 형태로 병행하는 것도 가능하다. 기존에 다수의 자문인력을 보유하고 있는 대형 금융회사가 제조기능과 판매기능을 분리하는 경우, 판매기능을 담당하는 자회사가 스폰서 역할을 담당하고 제조기능을 담당하는 모회사가 경영지원을 제공하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 또한 소규모 자산관리서비스 사업부를 분할하여 자회사로 전환하고자 하는 경우에는, 자회사인 스폰서가 기존 보유 자문인력을 활용하여 고객관리를 지속하면서 외부 독립자문인력에게 경영지원 서비스를 제공함으로써 단기간 내에 외부네트워크를 구축하는 것도 모색해 볼 수 있다.

이때 스폰서와 독립자문인력 사이의 거래관계는 경영지원에 국한될 필요는 없으며, 다양한 형태의 사업관계 설정이 가능하다. 예를 들어, 미국 M-파이낸셜은 재보험회사인 M-Financial-Re<sup>45)</sup>를 보유하고 있어 회원인 판매회사가 고객으로부터 인수한 사망리스크를 재인수하는 한편 재보험 이익을 사후적으로 공유하고 있다.

#### 마) 독립자문회사

원칙적으로 고객으로부터 자문수수료를 수취하며, 모든 시장의 금융상품을 취급하고, 스폰서와 사이에서 지분관계가 존재하지 않을 때 독립자문회사로 간주된다.<sup>46)</sup> 그런데 점차 독립자문회사와 스폰서 사이에서 지분관계가 발생하

45) M-파이낸셜은 자회사로 M Life Insurance Company (활동 회사명 M Financial Re), M Administrative Services, LLC, Management Compensation Group, Northwest, LLC (활동 회사명 M Benefit Solutions), M Holdings Securities, Inc., M Financial Securities Marketing, Inc., M Financial Group 401(k) Plan, M Financial Investment Advisers, Inc., M Financial Asset Management, Inc., M Financial Wealth Partners, Inc., M Subco, Inc., and Management Partnership (활동 회사명 M Marketing Company)를 소유하고 있다. 안철경(2009)을 참조한다.

46) 이러한 세 가지 요건은 싱가포르의 금융판매업자규제(Financial Advisers Regulations, 20

는 사례가 증가하면서, 독립성 기준이 다소 느슨해졌다.<sup>47)</sup> 즉 모든 시장의 금융상품을 취급하면서, 고객이 원하는 경우 자문수수료를 지급할 수 있는 옵션을 제공하면 독립자문회사로 간주될 수 있다.<sup>48)</sup> 특히 국내에서는 고객으로부터 자문수수료를 받는 사례가 많지 않기 때문에, 전체시장의 금융상품을 취급할 수 있다는 조건만이 독립성을 판단하는 기준으로 사용되고 있다.

맞춤형 자산관리서비스에서 핵심적인 경쟁력은 고객과 장기적인 신뢰관계를 형성하는 것이다. 이에 주목하여 고객지향성이 강한 독립자문회사를 활용하는 전략을 구사해 볼 수 있다. 논리적 차원에서 보자면, 독립자문회사는 개방형구조에 기인한 고객지향성, 객관적인 상품의 추천 및 투자 조언, 고객 요구에 민감하게 대응한 맞춤형 서비스에 적합하기 때문이다. 따라서 광범위한 분야에 걸친 서비스제공을 지향하는 스폰서는 기존 외부네트워킹을 인수·합병하거나 외부 독립자문회사를 적극적으로 활용하여 복합성을 구현하는 방안을 고려해 볼 수 있다.<sup>49)</sup> 반면 핵심 분야에 집중하여 전문성을 확보하고자 하는 스폰서라면, 기존 자문인력들의 인당생산성을 제고하는 방향으로 노력하는 것이 적절하다.<sup>50)</sup>

한편 자문수수료에 의존하는 수익모델이 정착되어 있지 못한 국내 현실을 감안할 때, 독립자문회사의 독립성과 자율성을 최대한 존중하더라도 스폰서가 독립자문회사에게 일정한 보상을 지급하는 것이 불가피하다. 특히 신규로 참

02)에 제시된 독립성 기준이다. 정순섭 외 3인(2008), p.223-224

47) 영국에서 금융상품 제조회사가 독립채널(IFA)을 자회사로 소유한 경우는 거의 없었으나, 최근에 양극화 규제가 폐지되면서 IFA가 독립성을 유지하면서도 특정 금융회사와의 계약을 통해 상품을 판매하는 다자전속대리인으로 변화되면서 기존 금융회사들의 IFA에 대한 투자가 증가하고 있다.

48) 영국 FSA의 규정에 따르면, 모든 시장의 금융상품을 취급할 때 “whole of market 채널”로 간주되며, 이와 더불어 고객에게 자문수수료 지급 옵션을 제공하면 “independent advisor”로 간주된다. 정순섭 외 3인(2008)을 참조한다.

49) 국내에서 사용인수 100인의 대형 독립채널은 2008년 말 기준 133개이다. 유퍼스트, 프라임 인스넷, 에이플러스에셋(A+에셋), 케이에프지(KFG), 리더스라이프, 에프엔스타즈(FNStars), 알파인슈어런스, 에셋마스터 등이 그 예이다. 안철경(2009)를 참조한다.

50) 이러한 사업모형에 의해 설립된 독립대리점의 예는 한국재무설계이다. 안철경(2009)을 참조한다.

여하는 독립자문회사에게는 초기에 일정소득을 보전해 줌으로써 개인적 소득 창출보다 스폰서의 고객기반 확충에 역량을 집중하도록 유도할 필요가 있다.

#### 바) 지분관계

스폰서와 독립자문인력 사이에 지분관계를 형성하고 이익을 공유하는 전략도 스폰서의 경영성과 개선에 기여할 수 있다. 대표적인 성과 사례는 M-파이낸셜인데, 정기적인 배당을 통해 스폰서, 주주인 자문인력, 제휴관계에 있는 금융상품 제조회사가 이익을 공유한다. 이때 주주인 자문인력들 사이에서의 이익배분은 성과에 따라 이루어져 일종의 성과급제(incentive compensation plan)로서 기능한다.

스폰서가 독립자문인력과 이익을 공유하여 성공한 다른 사례는 미국의 NFP이다. NFP는 스폰서로서 인수합병을 통해 외부네트워크를 확장해 왔는데, 그 과정에서 독립자문인력과 이익을 공유하고 있다.

스폰서가 독립자문회사의 지분을 전부 인수하되 경영권은 일정기간 유지한다.<sup>51)</sup> 스폰서는 인수가격의 일부를 주식으로 지급하고, 목표수입<sup>52)</sup>을 제시함으로써 독립자문회사가 기회주의적으로 행동할 유인을 최소화한다. 인수 이후에는 매년 독립자문회사가 전체 수입 중 기본수입<sup>53)</sup>에 해당하는 부분을 스폰서에게 지급하고, 기본수입을 초과하는 부분은 자신의 수익으로 보유한다. 만약 특정 해의 경영성과가 기본수입에 미달하는 경우에는, 다음 해의 지불의무 금액에 누적되어 미달액이 우선 변제되어야 한다. 전체 수입 중 목표수입을 초과하는 부분은 스폰서와 독립자문회사가 일정한 비율로 분배한다.<sup>54)</sup>

독립자문회사의 경영진은 통상적인 경영사항에 대해서는 스폰서에게 보고

51) 독립자문회사 경영진이 피인수 후 5년간 경영권을 유지하며, 5년이 경과한 후에는 매년 경영계약을 갱신하는 것이 일반적이다.

52) 목표수입(target earning) 독립자문회사의 현금수입에서 현금지출, 감가상각분, 임금, 기타 현금성 지출을 제외한 현금흐름의 현재가치로 정의된다.

53) 기본수입(base earning)은 통상적으로 목표수입의 절반으로 설정되는데, 독립자문회사가 기존에 보유한 계약 및 관리자산에서 나오는 수입이 기본수입의 상한으로 작용한다. 기본수입의 일정한 배수가 인수가격으로 제시된다.

54) 스폰서에게 배분되는 수익 비중은 (초과액수 × 기본수입/목표수입)으로 결정된다.

하지 않고 독자적으로 결정할 수 있으나, 일정 수준 이상의 투자와 같은 특이 사항에 대해서는 스폰서로부터 사전승인을 받아야 한다. 독립자문회사의 모든 자금흐름은 스폰서를 통해서 이루어지며, 외부네트워크를 지원하는 회계시스템, 임금지불시스템을 공유한다. 스폰서는 위험관리 차원에서 인수 시점에서 경영권 보장기간을 보험기간, 인수가격을 보험금, 독립자문회사 경영진을 보험대상자로 하는 생명보험을 가입한다.

### 사) 자문인력관리

논리적인 차원에서 보면 외부네트워크를 활용하여 자산관리서비스를 제공하면 고객지향성, 전문성, 차별성이 제고될 수 있다. 이러한 가능성은 외부네트워크에 참여하는 독립자문인력들이 중립적으로 행동하리라는 가정을 전제한 것이다. 그런데 독립자문인력도 자신의 이익을 극대화하기 위해 전략적으로 행동하는 것이 현실이다. 따라서 외부네트워크의 장점이 실현되려면 스폰서가 독립자문인력의 전략적 행동을 효과적으로 통제할 수 있어야 한다. 이하에서는 스폰서가 독립자문인력 관리를 위해 고려해야 할 사항들을 검토한다.

첫째, 스폰서와 독립자문인력 사이의 수익배분체계를 합리적으로 설정할 필요가 있다. 이상적인 체계는 스폰서의 이해와 독립자문인력의 이해를 일치시킴으로써 독립자문인력의 기회주의적 행동유인을 제거하는 것이다. 그러나 현실에서는 수익배분 시 스폰서의 이해와 독립자문인력의 이해가 상충될 개연성이 높다. 예를 들어, 독립자문인력은 자신의 수익극대화를 목표로 삼아 스폰서에게 과도한 지원을 요구할 가능성이 존재한다. 스폰서의 자체적인 고객 기반이 취약할수록, 스폰서들 사이의 경쟁이 치열할수록, 독립자문인력이 우월적 지위를 가지게 되어 그러한 요구의 강도가 높아질 것이다. 예를 들어, 외부네트워크를 조기에 구축하려는 의도 하에 스폰서가 독립자문인력에게 고액의 수당을 사전적으로 지급하는 관행이 나타날 수 있다.<sup>55)</sup>

55) 비근한 예로서 보험시장에서는 독립판매채널의 증가에 따라 보험회사들이 일시적인 선 지급 수당이 제공되고 있는데, 이로 인하여 모집종사자에 의한 보험료 대납, 경유처리, 매집, 명의도용 허위계약 등 건전하지 못한 모집행위가 나타나고 있다. 자산관리서비스에서도 스폰서와 독립자문인력 사이에서 불건전 관행이 반복될 가능성이 존재한다.

일부 경쟁력을 확보한 스폰서의 경우 과도한 지원으로 인한 비용상승을 금융 상품 제조회사나 고객에게 전가하는 것이 가능하겠나, 대부분의 경우에는 스폰서 스스로 부담해야 할 것으로 보인다. 보험판매의 경우에도 외부 판매채널을 활용할 때 비용이 증가한다는 점에 비추어 볼 때, 자산관리서비스 제공 시에도 외부 자문인력을 활용 시 비용증가 가능성이 상당히 클 것으로 예상된다.

둘째, 일부 독립자문인력이 이탈하더라도 고객에 대한 서비스가 유지될 수 있도록 고객관리시스템을 구축할 필요가 있다. 스폰서들 사이에서 우수한 독립자문인력과 거래관계를 맺으려는 경쟁이 치열해지면, 독립자문인력들이 보다 나은 조건을 찾아 다른 네트워크로 이동하는 사례가 발생할 것이다.<sup>56)</sup> 이 경우 독립자문인력의 이동에 따라 고객도 동반이탈하거나,<sup>57)</sup> 고객에 대한 서비스가 부실해질 가능성이 높다. 특히 스폰서가 독립자문인력에게 사전적으로 수당을 지급하는 경우, 독립자문인력 기회주의적 이탈 유인이 커져 스폰서의 손실이 커지고 고객이 서비스를 제대로 받지 못할 가능성이 높아질 수 있다.

셋째, 스폰서와 독립자문인력 사이에서 설명의무나 적합성원칙에 따른 책임 소재를 사전적으로 명확히 해둘 필요가 있다. 자산관리서비스는 물리적 실체가 존재하는 것이 아니고, 서비스의 혜택이 계약체결 이후 사후적으로 확정되며, 계약시점에서 고객에게 서비스의 범위를 정확하게 인지시키기가 쉽지 않다. 따라서 사후적으로 고객-스폰서-제조회사 사이에서 이견이 발생하거나 분쟁이 초래될 가능성이 존재한다. 서비스의 내용이 복잡할수록, 독립자문인력이 기회주의적으로 행동할수록, 고객의 전문성이 낮을수록 분쟁발생 가능성은 커진다고 볼 수 있다. 특별히 불완전판매나 적합성원칙 위반 시 책임소재가 불명확한 경우, 독립자문인력이 기회주의적으로 수수료경쟁, 허위 과장광고에 치중할 개연성이 존재한다. 예를 들어, 보험판매채널별 불완전판매율과 계약

56) 예를 들어, 보험시장에서 설계사의 이적 사유는 높은 수수료, 정착지원금, 잔여수당 보장 등이다. 안철경(2009)을 참조한다.

57) 독립자문인력이 고객에게 기존 스폰서와의 계약을 해지하고 새로운 스폰서와 계약을 체결하도록 설득할 수 있다. 보험시장에서는 이러한 행태가 승환계약으로 나타나고 있는데, 기존 보험계약이 소멸된 날로부터 3개월 이내에 새로운 보험계약이 체결되거나, 새로운 보험계약이 청약된 날로부터 3개월 이내에 기존 보험계약이 소멸되면 승환계약으로 간주된다. 보험업법 제97조 3항을 참조한다.

해지율을 보면, 보험회사과 고객 사이에서 스폰서기능을 하는 법인대리점, 방카슈랑스에서 두 비율이 높게 나타났다.<sup>58)</sup> 또한 고객과 직접 대면하지 않는 통신판매나 홈쇼핑에서 두 비율이 크게 증가하였다.

다섯째, 독립자문인력의 전문성을 제고할 필요가 있다. 해외 금융선진국의 경우를 보면, 독립자문인력의 전문성이 금융회사 소속 자문인력에 비해 높은 것으로 인식된다. 이는 독립자문인력의 대부분이 일정기간 금융회사에서 실무 경험을 축적한 후 독자적인 고객관계 유지능력을 갖춘 후 독립자문인력으로 전환하기 때문이다. 또한 금융회사에 소속된 상태에서 충분한 전문지식을 습득한 후 다양한 금융상품에 대해 자문할 수 있는 준비가 되었을 때 독립하는 것이 일반적이다.

그런데 국내 독립자문인력의 전문성은 그다지 높지 못한 것으로 보인다. 특히 다수의 외부네트워크가 경쟁적으로 규모를 확장하는 과정에서 단기간 내에 독립자문인력이 급증하는 경우, 그 전문성과 신뢰성이 해외 금융선진국의 독립자문인력에 비해 낮게 형성될 가능성이 높다.<sup>59)</sup>

## 다. 향후 검토 사항 : 지주회사체제 활용 가능성

자본시장통합법이 시행되면서 금융기관 간 경쟁이 치열해지는 가운데 금융기관은 새로운 파트너를 찾아 파트너십을 형성하는 전략을 모색하여, 보험회사 단독으로 경쟁하기보다는 기능별로 자회사를 두고 보험금융그룹을 형성하여 시너지 효과에 기초하여 경쟁력을 강화해야 할 것이다. 이에 보험회사는 보험지주회사 체계를 구축하여 보험자회사, 운용자회사, 신탁자회사, 판매전문자회사, 투자중개자회사로 구성 할 수 있다. 보험지주회사 구축을 통해 신탁회사가 보험상품과 금융투자상품을 결합하여 복합성을 구현하고 판매전문자회사를 창구로 하여 맞춤형을 구현 할 수 있다. 또한, 금융투자상품 매매는

58) 금융감독원, 모집질서 준수수준 평가시스템(2009.9.30, 연합뉴스 보도자료)를 참조한다.

59) 예를 들어, 보험시장의 독립채널의 전문성과 고객지향성 수준은 일반설계사와 차별화될 만큼 높지 못하며, 외국계 설계사보다는 낮은 것으로 나타났다. 안철경 권오경(2009a)을 참조한다.

투자중개자회사, 운용은 운용자회사, 수탁은 신탁자회사가 수행 할 수 있다.

특히 국내 대형보험회사의 경우 중소형 보험회사에 비해 규모 및 범위의 경제효과가 발생하고, 상품 다각화에 잘 대처할 수 있다. 따라서 은행 중심의 겸업화와 대형화에 대응, 업무다각화를 위한 적극적인 노력과 준비를 위해 대형보험사는 보험지주회사 체계를 구축할 필요가 있다.

## 4. 핵심서비스 내용

### 가. 기관고객 대상 서비스

#### 1) 퇴직연금신탁 관련

2008년 중 퇴직연금 신탁계약 운용대상에 보험상품의 포함을 허용하는 규정개정이 있었는데, 그로 인하여 보험회사가 신탁경영에 관심을 가질 필요성이 커졌다. 전통적으로 퇴직연금계약은 자산관리계약 상대방이 보험회사인 보험계약과 그 상대방이 은행·금융투자회사인 신탁계약으로 구분되어 왔다.<sup>60)</sup> 보험계약에서는 보험상품을 운용대상으로 하여 합동으로 운용되는 반면, 신탁계약에서는 예금·금융투자상품을 운용대상으로 하여 개별적으로 운용되었다. 따라서 제도변화 이전에는 연금형태의 지급(특히 종신지급)은 보험계약에서만 가능하였다. 그러나 제도변화로 인하여 신탁계약에서도 연금의 종신지급이 가능해졌다.

복합성 제고라는 면에서 보자면 이러한 변화가 긍정적이라고 생각하지만, 운용대상에서 보험계약과 신탁계약 사이에 차별이 발생하게 되어 보험계약이 상대적으로 경쟁열위에 놓이게 되었다. 은행·금융투자회사가 제공하는 신탁계약에 보험상품이 포함될 수 있는 반면, 보험회사가 제공하는 보험계약에는 해당 보험회사가 제공하는 확정금리상품·실적배당상품만 포함될 수 있기 때문

60) 지급가능 시점 이후에는 두 가지 계약 모두 IRA형으로 전환될 수 있으며, 전환 이후에는 어느 유형으로든 운용이 가능하다.

이다. 이로 인하여 보험계약은 활용하기에 보다 불편한 상품이 되었다. 예를 들어, 가입자가 보험 이외의 자산을 편입하기를 원하는 경우 보험회사와 더불어 자산운용기관과도 추가적인 계약을 체결해야 한다.

따라서 현행 보험계약만으로는 퇴직연금 시장에서 보험회사가 경쟁력을 유지하기 어려울 것으로 예상된다. 이러한 경쟁열위를 극복하려면 보험회사가 신탁겸영을 통해 보험계약과 신탁계약 제공을 병행할 필요가 있다. 확정기여형 퇴직연금에서는 사외적립재원이 다양한 금융상품에 투자될 필요가 있는 바, 신탁계약과 보험계약이 적절히 조합되면 퇴직연금 고객들의 다양한 요구를 수용할 수 있을 것이다.

퇴직연금신탁 진출 시 보험회사들이 검토할 사항은 다음과 같다. 첫째, 기존 퇴직보험을 퇴직연금신탁으로 전환하는데 노력할 필요가 있다. 신탁업에서는 규모의 경제가 작용하는 만큼, 초기에 퇴직연금 신탁시장을 선점하면 장기적으로 시장지배력을 확보할 가능성이 높아진다. 따라서 퇴직보험 자금의 재유치를 기반으로 하여 다양한 시장선점 방안들(신규고객확보·브랜드가치구축·신탁상품개발·설계사전문성강화)을 추진할 필요가 있겠다.

둘째, 퇴직연금 업무지원부서와 영업부서를 신탁담당임원이 관할하는 신탁부문으로 재편할 필요가 있다. 이는 퇴직연금계약의 특성상 업무지원부서와 영업부서 사이의 유기적 협력체계가 중요하기 때문이다. 또한 부서별로 명확한 업무분장을 전제로 하되, 업무 효율성과 사업역량을 제고하려면 신탁부문 내 조정기능을 담당할 임원을 배치하는 것이 필요하다.

## 2) 집합투자재산 수탁/사무관리 서비스

우리나라 각종 연기금은 기금을 직접운영하거나 연기금투자플 및 외부 금융전문기관에 위탁운영하고 있다. 우선 각종 연기금이 연기금자산의 전문성 및 효율성 제고를 위해 여유자금을 예치하게 되는 기금자산운용 전문시스템인 연기금투자플이 운영되고 있다. 동 투자플은 국가재정법 제75조에 의한 「기금정책심의회(2001.8월)」의 심의·의결로 도입된 제도이다. 연기금 투자플이 각종 연기금으로부터 예탁받은 기금의 규모는 최근 5년간 지속적으로

증가하여 2009년 6월 현재 3.5조 원 수준으로 확대되었다. 그런데 연기금투자폴도 외부 금융전문기관에 위탁운영하고 있으며 그 규모가 최근 몇 년간 지속적으로 증가하고 있다.

또한 국민연금기금은 직접 외부 운용사의 전문성을 활용하여 수익률을 제고하고 위험을 분산하기 위해 기금의 위탁운용을 실시한다. 고용 및 산재보험기금도 전문적이고 효율적인 자산운용을 위해 외부 금융전문기관을 이용하여 위탁운영하고 있다. 국민연금기금의 외부위탁규모는 최근 5년간 지속적으로 증가하여 2009.6월 현재 주식의 국내위탁은 17.5조 원, 채권의 국내위탁은 9.3조 원 규모로 확대되었다. 향후에도 연기금자산의 전문성 및 효율성 제고를 위해 외부 금융전문기관을 통한 위탁운용이 지속적으로 확대될 전망이다.

그런데 현재 보험회사는 각종 연기금의 상위법인 기금관리기본법에서 운용기관을 제한하지 않음에도 불구하고 위탁기관대상에서 배제되고 있다. 이는 연기금 투자폴, 국민연금기금, 고용·산재보험기금 등은 기금의 외부위탁운용을 자산운용사·투자자문사 중심으로 기금운용을 위탁하고 있다는 점에서 잘 드러난다.<sup>61)</sup> 각종 연기금의 운용규정, 자산운용지침은 기금의 일부를 외부운용기관에 위탁할 수 있는 근거를 두고 있으며, 운용위원회에서 이에 근거하여 외부운용기관을 선정·평가·관리한다. 그런데 연기금의 외부위탁운용기관은 자산운용사·투자자문사 중심으로 선정하고 있다.

이는 자산운용사·투자자문사 중심의 위탁운용 관행, 보험회사의 평가 부채 등에 기인한다. 각종 연기금은 기금의 위탁운용을 신탁이 아닌 투자자문·투자일임으로 간주하고 있으며, 일부 연기금은 보험회사의 운용실적, 이해상충방지 장치 등에 대해 부정적으로 평가하는 것으로 보인다.

이러한 한계를 극복하기 위해서는 각종 연기금의 외부위탁운용기관에 신탁업 겸영 보험회사도 참여할 수 있도록 연기금의 외부위탁운용기관 선정관련 규정 및 관행 개선을 건의할 필요가 있다. 연기금은 장기적 재정수지관리 필요로 상대적으로 장기자금 운용 노하우가 풍부한 보험회사의 활용 가능성을 인식시키자는 것이다. 이를 위해서는 법규 정비보다는 각종 연기금 특히 연기금투자폴의 운용규정에서 외부위탁운용기관의 범위를 보험회사(신탁업)가 포

61) 기획재정부 보도자료, “연기금투자폴 운용기관 현황(2009년 4월 현재)” (2009.7.10)

함되도록 설득하는 것이 중요하다.

보험회사 스스로는 중장기 자금운용에 전문성을 갖춘 금융기관으로서 장기 부채에 대한 자산운용에서 경쟁력을 유지할 수 있도록 노력할 필요가 있다. 예를 들어, 보험상품은 보험기간이 최소 3년, 최대 종신까지 장기라는 점을 활용하여 장기자금 운용 경험과 노하우를 계속 축적해 가야 할 것이다. 또한 개인의 노후생활을 준비하는 개인연금 보험을 판매하고 있는 만큼, 장기 현금 흐름을 필요로 하는 자산운용에 대해서도 실적을 쌓아갈 수 있을 것이다.

그리고 보험회사는 기금수탁 보험상품을 통해 기금을 수탁하되, 자산운용은 본체내(특별계정)에서 운용하거나 본체에서 수탁 받은 연기금 자산을 운용자 회사를 통해 운용하고, 보험회사는 수탁 및 사무관리 서비스를 제공함으로써 경쟁력을 확보하는 방안도 가능하다. 또한 보험회사가 축적해 온 연금관련 급부설계, 회계, 언더라이팅 등의 노하우를 활용하여 연기금에 대한 자문서비스를 부가함으로써 경쟁력을 확보하는 것도 가능할 것이다.

## 나. 개인고객대상서비스

현재 모든 금융회사들이 금융겸업화 추세를 적극 활용하여 은행상품, 금융투자상품, 보험상품, 카드상품을 하나로 결합한 복합금융상품을 경쟁적으로 도입하고 있다. 보험업권의 경우, 금융투자상품과 보험상품이 결합된 투자성 보험과, 은행상품과 보험상품이 결합된 저축성보험, 연금상품과 보험상품이 결합된 연금보험이 널리 활용되고 있다. 다양한 보험상품들을 하나의 패키지로 결합한 통합보험도 복합금융상품으로 간주할 수 있다. 이와 같은 복합금융상품의 성장은 개별 금융상품의 결합(bundling)을 통해 다양화되는 고객의 요구에 대응하고자 하는 노력의 산물이다.

업권별 비교를 해보면, 상대적으로 보험업에서는 겸업의 범위가 상대적으로 협소하였던 관계로 복합금융상품의 활용도 시작단계에 불과하다. 그러나 사회보장기능이 충분하지 못한 현실을 감안하면, 매우 빠르게 진행되고 있는 고령화에 대응하고 은퇴 후 소득안정을 개개인이 책임져야 하는 상태이다. 이러한

환경에서 투자성보험, 저축성보험, 연금보험의 역할은 매우 중요하다. 이러한 관점에서 개인고객대상서비스 내용으로 변액보험 수익구조 다변화와 자문형 보험활용을 제시한다.

### 1) 변액보험 수익구조 다변화

특히 수익률제고를 위한 투자성과 자산가치 보전을 위한 보장성이 결합된 복합금융상품인 변액보험에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

최근 몇 년간 빠르게 성장한 변액보험의 경우에도 상품구조의 다양성 차원에서 평가해 보자면 충분히 활성화되었다고 보기 어렵다. 해외 금융선진국의 사례를 볼 때 변액보험의 성장잠재력은 크다고 보이는데, 그러한 잠재력이 현실화되기 위해서는 상품구조의 다변화가 시급하다고 판단된다. 금융시장이 상승과 하락을 반복하는 상황에서도 자산가치 축적과 보전이 효과적으로 달성될 수 있도록 보장기능과 투자기능을 적절히 결합한 변액보험을 개발해 가야 할 것이다.

변액보험의 구조는 내재된 최저보증옵션의 수익구조에 따라 매우 다양하게 진화할 수 있다. 변액보험의 성과는 펀드의 운용성과와 연동되어 있기 때문에, 금융시장상황에 따라 성과가 급변하는 경향을 나타낸다.<sup>62)</sup> 이러한 위험에 대한 안정망으로서 펀드 가치가 하락하더라도 손실액을 일정 수준 이하로 제한하는 지급보증옵션이 제공된다. 지급보증옵션은 만기일의 펀드의 금액이 지급보증금액을 하회할 때 그 부족액을 채워주는 옵션으로, 매우 다양한 형태가 존재하는데 국내에서는 최저사망보험금보증(GMDB)과 최저연금적립금보증(GMAB)이 주류를 이루고 있다.<sup>63)</sup>

이로 인하여 변액보험의 수익구조는 ELF(equity-linked-fund)와 유사하게 매우 다양한 형태로 설계될 수 있다. 수익구조를 잘 설계하면 고수익기회를

62) 예를 들어, 생명보험 전체 수입보험료에서 변액보험 수입보험료가 차지하는 비중은 2007년까지 빠르게 성장하였으나, 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 크게 둔화되었다.

63) 이밖에도 GMWB(최저연금연액확정보증), GLWB(연금연액종신보증), GMIB(최저연금연액종신보증) 등이 존재한다. 보험회사 위험기준 자기자본제도 해설서, 금융감독원(2009)을 참조한다.

추구하면서도 손실가능성을 일정 수준 이하로 제한하고자 하는 고객들의 요구에 효과적으로 대응할 수 있다. 현재 국내에서는 변액보험의 투자성이 강조되어 주로 펀드의 대체재로서 인식되고 있지만, 지급보증옵션을 다변화하면 보다 폭넓은 고객의 요구에 맞춤형으로 대응하는 것이 가능하다. 특히 공적연금 건전성에 대한 우려가 커지고 있는 상황에서 고령의 고객들에게 매력적인 변액보험상품을 발굴해 갈 수 있다. 예를 들어, 미국에서는 60대 초반의 고령 고객들에게 최저연금연액확정보증(GMWB)과 연금연액중신보증(GLWB)이 내재된 변액보험이 널리 활용되고 있다.

향후 국내 보험회사들도 변액보험을 투자상품으로 제시하는 것에서 벗어나 고객의 연령에 맞춰 보장상품이나 연금상품으로서 활용하는 전략을 구사해 볼 수 있다. 이를 위해서는 우선 고객들에게 변액보험에 내재된 최저보증옵션의 유용성에 대해 적극적으로 설득해 갈 필요가 있다. 또한 변액보험의 성과가 연동되는 기초자산을 기존의 유가증권에서 다양한 대체투자자산으로 다변화 하는 것도 고려해 볼 수 있다. 더 나아가 내재옵션으로서 지급보증뿐만 아니라 다양한 형태의 이색옵션을 활용하는 것도 가능하다. 다만 기초자산과 수익구조가 다변화되면, 관련 위험은 더 확대될 수 있는 바 적절한 헤지 수단을 활용하여 위험관리에도 만전을 기해야 할 것이다. 특히 내재옵션의 종류에 따라 고객이 누릴 수 있는 혜택이 달라지는 만큼, 적절한 수준의 보험수수료를 책정하는 것이 중요하다.

## 2) 자문형 보험상품

해외 금융선진국의 사례를 볼 때, 맞춤형 자산관리서비스는 금융상품판매와 자문서비스를 결합한 형태에서 진화되어 있다. 보험에서 판매와 자문이 결합된 대표적인 예는 자문형 보험이라고 볼 수 있는데, 동 보험은 개별 고객의 요구에 대응하여 보험계약을 설계해 주는 상품이다. 자문형 보험에서는 보험기간 중 계약구조가 유연하게 조정될 수 있다는 점에서 표준형 보험상품에 비해 자산관리서비스에 보다 적절한 보험상품이다.

첫째, 자문형 보험에서는 고객의 생애국면에 따라 가입, 증액, 감액 또는 소

별이 하나의 계약 안에서 유연하게 이루어질 수 있다. 이러한 특징은 보험은 생애주기별로 나타나는 소득과 소비 패턴의 변화에 효과적으로 대응하는 수단으로 활용될 수 있다. 예를 들어, 20대~30대에는 취직·결혼·자녀양육에, 40~50대에는 직업·직종변경·자녀교육·주택마련에, 60대 이후에는 배우자사망·의료비증가·은퇴소득에 초점을 맞춘 재무설계가 가능하다. 독일 MLP가 자문형 보험을 적극적으로 활용하여 맞춤형 자산관리서비스에서 성공한 대표적인 예이다.

둘째, 자문형 보험에서는 보장부분과 저축부분을 분리하고 저축부분을 별도 계좌로 관리하면서 그 운용내역을 고객 스스로 결정할 수 있다. 해외에서 활용되고 있는 계좌형 통합보험이 대표적인 예이다. 동 보험에서는 고객이 보험료를 계좌에 입금하면, 보장성에 해당하는 특약보험료가 공제된 후 잔여보험료에 대해서는 이자가 적립된다. 보험료 불입 종료 시까지 계좌에 축적된 적립금을 종신사망보장, 종신의료보장, 종신개호보장, 연금이나 일시금으로 활용하는 것이 가능하다.

셋째, 자문형 보험은 유니버설 보험으로서의 특성을 갖는다. 가입 후 보험기간 중 보장내용 변경, 보험료 일시납입, 일부해약 및 인출을 자유롭게 실행할 수 있어 보장액의 증감이 가능하다. 이는 매년 고객의 요구에 변화에 대응하여 계약조건 변경이 가능하도록 관리함으로써 고객의 전 생애국면을 포괄할 수 있는 자산관리서비스이다.

국내 보험회사들은 최근 표준형 보험상품들을 하나의 계좌에서 관리해 주는 통합보험을 도입하였으나, 계약구조 조정의 유연성이나 복합성 차원에서 아직 개선의 여지가 많다고 판단된다.

무엇보다도 개별적인 표준형 보험상품과 명확히 차별화되기 위해서는, 사전적으로 패키지의 복합성이 개선되는 한편 사후적으로는 계약조건 조정의 유연성이 강화되어야 한다. 내용면에서 고객별 요구에 따라 보장성·저축성·투자성·연금보험 사이의 비중 구성을 다변화 하는 한편, 가격 면에서 할인해 주는 마케팅 전략의 활용이 가능하다.

다음으로 고객의 요구에 대응하여 맞춤형으로 계약구조를 설계할 수 있는 시스템을 구축하고 위험관리 수단을 확보해야 한다. 자문형 보험은 고객이 직

면하는 사망위험·장수위험·시장위험·신용위험을 단일 보험상품 내에서 통합적으로 관리해줌으로써 고객의 만족도를 높이려는 의도에서 도입되었다. 그런데 이러한 목표는 고객의 생애국면 전환에 따른 주요 위험의 변화에 유연하게 대응할 수 있을 때 현실화 될 수 있다. 이종 위험들 사이의 전환을 통한 위험요인별 구성의 재조정은 자문인력의 전문성 확보와 후선업무시스템 구축이 전제될 때 가능하다.

다음으로, 통합보험의 판매채널로는 고능률 대면채널을 주요채널로 삼으면서 TM이나 방카슈랑스는 보조적으로 활용하는 것이 효과적이라고 판단된다. 다만 기존 보험설계사의 자문능력을 제고하기 위해 금융상품에 대한 전문성, 고객지향성, 윤리성을 강조하는 것이 필요하다.

끝으로, 자문형 보험에 지급결제기능을 연계하면 경쟁력을 보다 제고할 수 있을 것이다. 글로벌 자산관리서비스시장을 주도하고 있는 스폰서들 사이에서 나타나는 공통점 중 하나는 지급결제기능이 서비스 내용에 포함되어 있다는 것이다(Datamonitor, 2007). 이를 반영하여 해외 금융선진국에서는 보험회사들도 은행자회사나 어슈어뱅크(Assure Bank)를 통해 보험상품·은행상품·금융투자상품 결합과 더불어 지급결제서비스를 제공하고 있다.<sup>64)</sup> 국내에서도 자문형 보험에 지급결제기능이 연계되면, 보험회사도 원스톱 금융서비스를 제공할 수 있게 되어 맞춤형 자산관리서비스시장에서 보험회사의 경쟁력이 크게 개선될 것이다.

## 5. 제도 개선사항

### 가. 보험신탁 도입

신탁은 고객이 원하는 투자목표와 위험목표에 따라 은행상품, 보험상품, 금

64) 캐나다는 2001년 지급결제법(Canadian Payment Act)을 개정하여 비예금수취기관의 소액지급결제시스템 참여를 허용하였는데, 이를 계기로 보험회사도 보험계좌에서 출금·입금·이체 서비스를 제공하고 있다. 이태열·최형선(2008)을 참조한다.

금융투자상품을 복합적으로 결합할 수 있는 만큼, 맞춤형 자산관리서비스에서 가장 효과적으로 활용될 수 있는 수단이다. 그런데 자본시장법에서 신탁업이 금융투자업으로 포함됨에 따라 본연의 신탁기능이 제한되고 복합적 프로그램의 활성화가 지연될 가능성이 높다.

무엇보다도 신탁업법을 대체하는 자본시장법이 금융투자업을 중심으로 신탁업을 규정하고 있는 만큼, 보험상품을 포함하는 복합적 프로그램의 개발이 제한될 수 있다. 자본시장법의 시행과 동시에 기존에 신탁업자를 규제하던 신탁업법은 폐지된다(자본시장법 부칙 제2조). 그런데 신탁업무 범위, 수탁재산 종류, 수탁금전의 운용대상 등에 관한 자본시장법 규정들은 금융투자상품과 은행상품을 중심으로 기술되어 있다. 따라서 현 규정상으로는 보험상품을 활용한 신탁의 개발이 불가능할 것으로 판단된다.

첫째, 자본시장법에서 신탁업이 금융투자업의 하나로 포함됨에 따라 자산관리서비스의 복합성이 제한될 것으로 보인다. 기본적인 생활수준의 보장이라는 재무목표를 위해 손실의 보전이나 이익의 보장을 약정하는 신탁이 활용될 필요가 있으며, 신탁경영 보험회사는 이러한 신탁에서 경쟁우위를 가질 수 있다. 그러나 자본시장법 규정에 따른 신탁업은 투자성(원본을 초과하는 손실의 위험) 부담을 전제로 하는 만큼, 신탁경영 보험회사도 투자성을 부담하지 않는 신탁은 취급할 수 없을 것으로 판단된다.

특히 신탁업자는 수탁한 재산에 대하여 손실의 보전이나 이익을 보장 할 수 없다(자본시장법 시행령 제104조 제1항). 다만 연금이나 퇴직금의 지급을 목적으로 하는 신탁으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 경우에는 손실의 보전이나 이익의 보장을 할 수 있는데(자본시장법 시행령 제104조 제2항), 이는 신노후생활연금신탁, 연금신탁, 퇴직일시금신탁에 대하여 손실의 보전을 하는 경우로 제한된다(금융투자업규정 제4-82조 제1항).

한편 수탁자에게 신탁재산의 처분권한이 부여되지 아니한 관리신탁은 금융투자상품에서 제외되었다(자본시장법 제3조 제1항). 따라서 신탁업자가 투자신탁재산을 신탁 받는 경우, 그 신탁에 한하여 신탁업자의 영업행위 규칙에 관한 규정이 적용되지 않는다(자본시장법 제245조). 이와 같이 자본시장법은 투자신탁 수탁자의 지위를 투자신탁재산을 단순히 보관 및 관리하는 것으로

한정하는 만큼, 신탁경영 보험회사의 지위도 이에 따라 제한될 것이다.

둘째, 자본시장법에서의 수탁 가능한 신탁재산의 종류를 열거하고 있는 바 자산관리서비스의 복합성이 제한될 것으로 보인다. 자본시장법(제103조)에는 과거의 신탁업법(제10조)에서와 유사하게 수탁재산의 종류가 열거되어 있는데, 이는 포괄주의 원칙에 부합하지 않는다고 판단된다. 예를 들어, 신탁업자는 금전, 증권, 금전채권, 동산, 부동산, 부동산 관련 권리(지상권, 전세권, 부동산임차권, 부동산소유권 이전등기청구권 등), 무체재산권(지적재산권 포함) 외의 재산을 수탁할 수 없다. 이와 같이 보험계약이 열거된 목록에 포함되지 않는 바, 신탁경영 보험회사가 보험계약을 수탁할 수 없다고 판단된다.

셋째, 자본시장법에서 수탁금전의 운용대상을 열거하고 있어 자산관리서비스의 복합성이 제한될 것으로 보인다. 자본시장법(제105조)에는 기존 신탁업법(제15조의2)에서와 유사하게 신탁재산 중 금전의 운용대상이 열거되어 있는데, 이는 포괄주의 원칙에 부합하지 않는다고 판단된다. 예를 들어, 신탁업자는 신탁재산에 속하는 금전을 증권의 매수, 장내-장외파생상품의 매수, 금융기관에의 예치, 금전채권의 매수, 대출, 어음의 매수, 실물자산의 매수, 무체재산권의 매수, 부동산의 매수 또는 개발 등의 방법으로 운용하여야 한다. 이와 같이 보험계약이 열거된 목록에 포함되지 않으므로, 신탁경영 보험회사가 신탁재산에 속하는 금전으로 보험계약을 체결할 수 없다고 판단된다.

국내 신탁제도 개선의 기본방향으로 자본시장법 상의 신탁업 범위를 벗어나는 신탁에 대해 보험업법에서 보완적으로 규정하는 방안을 제안한다. 복합적 프로그램의 활성화를 위해 보험상품을 포함하는 것을 적극적으로 활용할 필요가 있다.

복합적 프로그램에서 핵심경쟁력은 고객의 요구에 맞춰 은행상품, 보험상품, 금융투자상품 등을 복합적으로 결합할 수 있는 능력이다. 그런데 자본시장법 규정에는 예금과 금융투자상품이 수탁금전의 운용대상으로 열거된 반면 보험상품은 목록에 포함되어 있지 않다. 이는 복합적 프로그램에서 보험상품이 갖는 중요성을 미처 인식하지 못한 결과라고 판단된다. 복합적 프로그램이 활성화되어 있는 미국의 경우, 신탁재산 종류나 수탁금전의 운용대상을 제한하는 규정이 존재하지 않는다. 현행 국내 신탁법에서도 수탁재산 종류나 수탁

금전의 운용대상 등을 명시적으로 열거하고 있지 않다.

따라서 보험업법에서 신탁업무 범위, 신탁재산 종류, 수탁금전의 운용대상 등에 관한 보완규정을 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다. 자본시장법에서 관련 규정들을 포괄주의 원칙에 따라 개정하는 방안도 가능하지만, 자본시장법상 신탁업은 투자성 부담이라는 원칙을 벗어날 수 없다고 판단된다.

국내에서 보험신탁이 가능해지려면 관련 규정의 정비가 요구된다. 무엇보다도 보험료지급기금 자체를 신탁으로 하는 것을 허용하기 위해 신탁재산인 금전의 운용대상으로 보험도 포함할 필요가 있다. 그렇게 되면 수탁자를 보험금 수취인으로 하는 보험계약을 체결하는 것이 가능해진다. 또한 수탁 가능 재산에 보험계약을 포함하면 기존의 생명보험계약의 수취인의 권리를 수탁자에게 신탁을 양도하는 것도 가능해질 것이다.

신탁경영 보험회사는 보험신탁을 활용하여 생애설계 프로그램을 개발하는 것이 가능하다. 최근 평균수명이 증가함에 따라 생애설계 프로그램 수요가 증가하고 있음을 고려하면, 보험신탁을 활용하여 복합적 위험요소를 관리할 수 있는 프로그램을 통해 복합성 확보와 동시에 생애설계 프로그램을 통해 신규 매출 확대를 도모하여 보완효과를 극대화 할 수 있다.

#### 나. 이해상충 방지체계 규정 완화

금융투자업들 경영 시에 비해 금융투자업과 보험업의 경영 시 이해상충 방지체계 구축 관련 규제수준이 보다 높다. 이러한 규제수준의 차이는 보험·금융투자·은행으로 분업체제를 유지하고 있다는 현실을 감안할 때 일견 자연스러워 보인다. 그러나 동일 기능에 대해서 동일한 규제를 적용하는 것이 바람직하다는 대원칙에 따르면, 현재의 규제 수준 차이가 적절한지 여부는 규제의 필요성이나 그 편익을 기준으로 판단되어야 한다. 이해상충 방지체계와 관련하여서는 금융투자업들 경영 시에 비해 금융투자업과 보험업의 경영 시 이해상충이 발생할 가능성이 높으면, 현재 규제차이가 정당화 될 수 있을 것이다. 이러한 시각에서 보험회사가 신탁업을 사내경영 시 발생할 수 있는 이해상충

에 대해 검토해 보고자 이해상충 발생원인, 유형, 보험회사에서의 이해상충 발생 가능성을 점검해 본다.

### 1) 이해상충 발생원인

이해상충 원인은 정보의 비대칭성 존재, 겸업에 따른 신임의무 충돌, 대리인 문제 세 가지로 구분해 볼 수 있다.<sup>65)</sup>

첫째, 금융회사와 고객 사이에 정보의 비대칭<sup>66)</sup>(informational asymmetry)이 존재하는 가운데 금융회사가 자신이나 일부 투자자의 이익을 위하여 비공개 정보를 남용하는 경우 이해상충이 발생한다. 예를 들어, 업무상 미공개 내부정보를 보유하게 되는 경우 해당 고객을 위한 비밀유지의무와 다른 부서의 고객을 위한 정보사용 의무 사이에서 이해상충이 발생할 수 있다.

둘째, 금융회사가 다양한 업무를 겸영하는 경우 업무별 고객에 대한 신인의무(fiduciary duty)가 서로 충돌하여 이해상충이 발생할 수 있다. 대표적으로 고객의 자금을 수입하여 관리·운용함에 따라 자금수탁자의 의무<sup>67)</sup>를 부담하는 금융회사의 경우, 다양한 이해관계자에 대한 신인의무가 서로 충돌할 수 있다.

셋째, 특정 업무를 전업으로 영위하는 금융회사에서도 다수의 고객을 대상으로 서비스를 제공하는 상황에서는 고객들 사이에서 이해관계가 서로 충돌할 수 있다. 특정 고객의 이익을 위하여 다른 고객의 이익을 희생하거나, 금융회사 자신의 이익을 위하여 고객에게 손실을 끼치는 것이 대표적인 예이다.

65) 논리적으로는 이러한 구분이 가능하지만 현실에서는 여러 원인이 중첩되어 나타나는 것이 보다 일반적이다. 장근영(2006), 이해상충문제 및 자율규제기관의 재정립에 관한 연구, 2006, p151.

66) 금융시장에는 투자자와 금융기관 간에는 시장정보의 수집·분석에 따른 비용 및 분석능력의 질적 차이에 따라 정보의 비대칭 발생

67) 고객재산을 성실하게 운용하고, 고객수요에 적합하게 운용하며, 고객의 이익에 전념해야 하는 의무를 말한다. 자본시장법에서는 고객에 대한 신의성실의무, 자기거래 금지, 쌍방대리 금지 등이 명시적으로 규정된 반면 수입인의 책임에 대한 규정은 명확하지 않다.

## 2) 이해상충 유형

이해상충 발생가능성이 높은 업무는 집합투자업이다. 이는 불특정 다수의 고객으로부터 재산을 모아서 통합운용하는 과정에서 운용재량권을 갖는 금융회사가 자신이나 특정고객의 이익만을 도모할 유인이 크기 때문이다. 따라서 자본시장법도 집합투자업과 투자중개업간, 집합투자업과 투자매매업간, 집합투자업과 기업금융업무(인수업 포함)간에 발생가능한 이해상충 억제에 집중하고 있다.<sup>68)</sup> 특히 고객들간 이해상충에 있어서도 집합투자업 고객들간 이해상충이 강조된다.

첫째, 집합투자업(투자일임·자문)과 투자중개업 사이에서 이해상충이 발생할 수 있다. 과도하게 빈번한 매매 실행(churning), 리서치나 위탁매매서비스를 제공하는 투자중개회사에 과도한 수수료 지급(soft commission), 미공개 운용정보를 이용한 위탁매매 권유(insider trading), 자신이 운용하는 집합투자상품을 우선하여 판매(incomplete sale)하는 것이 이에 해당한다.

둘째, 집합투자업(투자일임·자문)과 투자매매업 사이에서 이해상충 발생가능성이 존재한다. 집합투자 계정의 재산으로 금융투자업자가 보유한 유가증권을 고가로 매수하거나 집합투자 계정의 유가증권을 금융투자업자에게 저가로 매도하는 자기거래(dumping), 집합투자 계정의 운용정보<sup>69)</sup>를 이용하여 해당 계정에서 매매가 이루어지기 이전에 자기계정에서 먼저 매매하는 것(front running), 특정 유가증권에 대한 매매·보유 의견을 제시하기 이전에 고유계정이나 개인계정으로 사전적으로 매매하는 것(scalping),<sup>70)</sup> 우량자산은 고유계정에서 우선적으로 매매하고 불량자산은 집합투자 계정에서 우선적으로 매매하

68) 금융투자업의 경우에도 투자매매업·투자중개업 사이에서는 이해상충의 정도가 상대적으로 낮으며, 집합투자업·자문업·일임업·신탁업의 경우에도 그 본질이 자산관리라는 점에서 동질성이 큰 것으로 평가된다.

69) 매매정보 혹은 보유증권 정보를 말한다.

70) scalping은 고객 관리자가 고객에게 매매 자문을 하기 전에 선행하여 매매하고 고객에게 당해 종목의 매매를 자문하여 당해 종목의 가격을 변경(시장가격 예측 가능)되게 한 후 반대매매 하여 초단기 매매이익을 노린 행위이며, front running은 고객보다 증권의 시장가격을 예측할 수 없지만 먼저 유리한 가격을 확보하기 위하여 선행하여 매매하는 것으로 구분해 볼 수 있다.

는 것(cherry picking) 등이 대표적인 예이다.

셋째, 집합투자업과 기업금융업무 사이에서 발생하는 이해상충이 존재한다. 인수부서에서 인지한 기업 관련 긍정적·부정적 미공개정보를 참조하여 집합투자 계정에서 해당 기업이 발행한 유가증권을 매수·매도하는 행위, 금융투자업자가 인수하고 남은 유가증권을 집합투자 계정에서 인수하는 행위, 금융투자업자의 고유계정과 집합투자 계정에서 공동으로 특정 유가증권을 인수하는 행위(joint-transaction), 기업금융 부서가 자문하거나 증권을 인수한 기업을 위하여 집합투자 계정에서 해당 기업에 유리한 방향으로 의결권을 행사(proxy voting)하거나 위임장을 권유(proxy solicitation)하는 행위 등이 이에 속한다.

넷째, 고객들 사이에서도 이해상충 발생이 가능하다. 법인영업 부서의 미공개 중요정보를 특정고객을 위해 이용하거나 특정고객의 미공개 기밀정보를 다른 고객을 위해 이용하는 것, 집합투자 계정에서 대량거래 후 관련 손익을 고객들 사이에게 차등 배분하는 것, 자선거래 및 이체거래를 통해 우량 종목을 특정 집합투자 계정에 집중하는 것 등이 그 예이다.

### 3) 보험회사에서 이행상충 발생가능성 검토

자본시장법에 규정된 이해상충 방지체계가 보험회사에 보다 엄격하게 적용되는 것은 금융업권간 형평성 차원에서 문제가 될 수 있다. 동일한 기능을 수행함에도 불구하고 보다 엄격한 이해상충 방지체계를 구축해야 하는 만큼, 보험회사는 자산관리서비스시장에서 금융투자회사에 비해 경쟁열위에 놓일 수 있다. 이러한 이유로 인하여 보험회사가 금융투자회사에 비해 자산관리서비스 확대에 소극적이라고 판단된다.

보험회사가 신탁을 사내에서 겸영하면 기존 보험업이나 집합투자업과의 사이에서 다양한 유형의 이해상충이 발생할 수 있다. 예를 들어, 보험회사가 보험업, 집합투자업, 신탁업을 사내에서 겸영하는 경우 보험회사의 각 영업부서는 자신의 고객에 대하여 각각 신임의무를 부담한다. 이 때 신탁영업부서가 획득한 고객정보가 집합투자영업부서의 고객에게 유용하게 이용될 수 있는

경우, 신탁영업부서 고객에 대한 신임의무와 집합투자영업부서 고객에 대한 신임의무가 충돌한다. 이 경우 보험회사가 특정고객의 이익을 추구함에 따라 다른 고객의 이익이 침해될 가능성이 나타난다.

또한 이해상충 발생의 근본적인 원인인 정보의 비대칭성을 기준으로 보자면, 보험업에서 발생하는 정보 비대칭성 수준이 다른 업종에 비해 보다 심각하다는 점에서 이해상충 발생가능성도 높다고 인식될 수 있다.

그러나 보험회사가 신탁업을 통해 획득한 비공개 정보를 남용하여 자신이나 특정투자자의 이익을 도모할 수 있는 기회는 금융투자회사에 비해 보다 적다고 판단된다. 즉 신탁부서에서 업무상 획득한 비공개 내부정보를 보험부서의 고객을 위해 사용하여 보험고객에게 이득을 줄 수 있는 기회는 많지 않다. 이러한 관점에서 볼 때 현재의 규제는 부적절하다고 판단된다.

#### 4) 개선 방향

보험회사가 신탁업을 사내에서 겸영할 경우, 자본시장법 규정에 따라 이해상충방지장치를 설치하여야만 한다. 그런데 <부록 1>에서 나타난 바와 같이, 보험회사에 요구되는 규제수준이 금융투자회사에 요구되는 규제수준에 비해 보다 높다. 보험회사에서 신탁업 겸영 시 이해상충이 발생할 가능성이, 금융투자회사에서와 비교할 때 보다 낮다는 점에서, 이러한 규제수준 차이는 적절하지 않다. 따라서 보험회사에 적용되는 규제수준을 보다 완화하는 방향으로 제도 개선을 요구해야 할 것이다.

우선, 집합투자업과 신탁업 사이에 구축해야 하는 이해상충 방지체계 관련 규정이 완화될 필요가 있다. 자본시장법은 보험회사에게 집합투자업과 신탁업 사이에 정보교류 차단장치를 반드시 설치하도록 규정하고 있다. 그런데 금융투자회사에게는 집합투자업과 신탁업을 통합 운용할 수 있도록 허용하고 있다. 이러한 차이는 동일 기능에 대해서 동일한 규제를 적용한다는 원칙에 위배된다고 판단된다.

다음으로 보험업과 신탁업 사이에 구축해야 하는 이해상충 방지체계 수준이 완화될 필요가 있다. 금융투자회사에서 발생하는 이해상충은 대부분 집합

투자업과 고유재산운용업무·투자중개업·투자매매업 사이, 혹은 집합투자업과 기업금융업 사이에서 발생한다. 이를 반영하여 자본시장법은 금융투자회사에게 세 가지 업무영역(고유재산운용업무·투자매매업·투자중개업, 집합투자업·신탁업, 기업금융업무)간에 이해상충방지 체계를 설치하도록 의무화하고 있다. 금융투자업의 경우 이들 부문들이 서로 거래상대방이 될 수 있기 때문에, 한 쪽 이익을 도모하여 다른 쪽의 이익을 희생하는 거래가 발생할 개연성이 매우 높다.

반면 보험회사에서는 보험업과 신탁업 사이에 직접적인 거래관계가 성립할 가능성이 크지 않다. 보험신탁이 도입되더라도 고객의 이익을 희생하여 보험회사의 이익을 도모할 수 있는 기회는 많지 않다. 따라서 보험업과 신탁업 사이에 구축해야 하는 이해상충 방지체계 수준이 투자중개업·투자매매업·기업금융업과 신탁업 사이에 구축해야 하는 이해상충 방지체계 수준보다 낮게 설정되는 것이 적절하다고 판단된다.

#### 다. 투자권유 대행인 제도 개선

현행 투자권유 대행인 관련 규정은 보험회사의 신탁판매를 창구 내 임직원으로 제한하고 있으며, 신탁투자권유 대행인 자격요건이 비현실적으로 높게 설정되어 있다. 특히 주목할 점은, 보험설계사에게 펀드투자권유 대행은 허용되어 있는 반면 신탁투자권유 대행은 제한되어 있다는 점이다. 이는 표준형 상품인 펀드가 맞춤형 상품인 신탁에 비해 단순하여 투자자보호의 필요성이 상대적으로 낮다고 판단하였기 때문인 것으로 보인다.

그러나 경제적 실질에 있어서는 펀드가 신탁에 비해 보다 위험한 상품으로 투자자보호의 필요성이 더 크다. 표준형 집합투자수단인 펀드는 운용재량권이 운용자에게 주어지는 관계로 고객이 운용과정에 개입하거나 필요 시 운용자를 통제하는 것이 불가능하다. 따라서 고객이 일단 펀드에 가입하고 난 이후에 고객이 사후적으로 행사할 수 있는 권한은 운용자가 애초에 약정하였던 운용대상과 운용전략을 적절히 준수하고 있는지를 감시하는 정도이다.

반면 신탁은 고객의 이해요구에 맞추어 운용대상과 운용전략의 수정이 언제든지 가능하다. 예를 들어, 고객별로 운용 관련 요구사항(운용자, 운용전략, 자산배분, 운용대상, 신용등급, 관리종목 투자여부 등), 매매 관련 요구사항(매매대상, 가격, 중개인, 시기 등), 계좌 관련 요구사항(로스컷, 수익발생시 전환 여부, 수수료율, 수수료 징수시기 등)이 수용될 수 있다. 특히 수탁자가 애초에 약정하였던 내용과 다르게 수탁재산을 운용하는 경우 언제든지 계약해지와 함께 수탁자교체가 가능하다.

요컨대, 고객이 운용재량권을 보유한다는 점에서 신탁은 펀드에 비해 훨씬 투자자보호기능이 강한 투자수단이다. 따라서 보험설계사에게 펀드투자권유를 허용한 이상 신탁투자권유를 제한할 이유는 없다고 판단된다.

## V. 결론

국내 자산관리서비스시장의 현황을 보면 금융업권별로 상이한 명칭으로 자산관리서비스를 제공하고 있지만, 그 기본 형식인 개별성 차원에서는 동일한 프로그램이라고 볼 수 있다. 그러나 사업모형 관점에서 보자면, 업권별 프로그램에서 차이가 나타난다. 프라이빗뱅킹을 통해 가장 먼저 자산관리서비스를 시작한 은행의 경우, 입출금 및 결제기능을 활용하여 거래빈도가 높은 입출금 서비스를 핵심서비스로 하고 여기에 여타 서비스를 부가한 프로그램에 주력하고 있다. 뒤이어 랩어카운트를 활용하여 자산관리서비스를 시작한 금융투자회사는 투자자문·일임을 핵심서비스로 하여 단기 금융투자상품과 정보를 제공하는 프로그램에 주력하고 있다. 이에 비하여 가장 뒤늦게 자산관리서비스에 관심을 보이기 시작한 보험회사는 아직 핵심서비스를 발굴하지 못한 채, 은행이나 금융투자회사의 서비스를 모방하는 수준이다.

은행이나 금융투자회사가 자산관리서비스에서 선발주자로서 노하우를 보유하고 있다고 하더라도 보험회사가 그들의 사업모형을 모방하는 것은 적절하지 않다. 해외 금융선진국의 사례를 보면, 자산관리서비스에서 성공할 수 있는 사업모형은 스폰서가 자신의 전문성을 최대한 활용하면서 기존의 핵심업무와 시너지를 창출하는 것이다. 특히 적절한 목표고객의 설정, 차별화된 맞춤형 프로그램 설계, 후선업무에서의 효율성 확보가 중요하다. 이러한 관점에서 볼 때, 보험회사에게는 오히려 스스로가 전문성을 보유한 보험 중심의 복합금융서비스에 집중하는 사업모형이 적합하다.

현재 보험회사가 모색하고 있는 사업모형은 금융투자업 중심의 자문서비스를 사내에서 겸영하는 것이다. 그런데 이 같은 사업모형은 금융투자업 중심의 자문서비스로부터 보험과의 시너지를 도모하기 어렵다는 점에서 적절하지 못하다. 또한 이해상충 방지체계 구축비용을 감안할 때 사내겸영 시 기대했던 비용절감은 크지 않은 반면, 복합성에 기초한 맞춤형 프로그램 도입에는 제약이 존재한다는 점에서도 개선이 필요하다.

논리적인 차원에서 보자면, 보험회사가 자산관리서비스를 영위하는 사업모형은 내용차원에서 금융투자자문서비스중심 사업모형과 보험자문서비스 중심

사업모형으로 구분될 수 있으며, 형식 차원에서 사내겸영 사업모형과 자회사 겸영 사업모형으로 구분 가능하다. 이러한 사업모형들 중 보험회사에게는 보험 중심의 자문서비스를 자회사 방식으로 겸영하는 사업모형이 보다 적절하다고 판단된다.

우선 내용 차원에서, 보험상품을 제공하는 과정에서 구축해 온 노후생활보장 서비스제공자로서의 인지도와 전문성을 적극 활용할 수 있도록 보험 중심 자문서비스에 집중하는 사업모형으로 전환할 필요가 있다. 예를 들어, 기관고객을 대상으로 하여서는 보험신탁중심 퇴직연금프로그램과 운용자산 수탁·사무관리 프로그램을, 개인고객을 대상으로 하여서는 맞춤형 변액보험 프로그램과 자문형보험 프로그램을 도모할 수 있다. 이러한 프로그램들에서는 하나의 계약 내에서 고객의 생애국면별 요구변화에 유연하게 대응하는 것이 핵심이다. 보험회사가 기존의 보험·연금상품을 통해 장기관계를 유지해 온 고객들을 목표고객으로 하여 동 프로그램들을 제공하면, 은행이나 금융투자회사가 모방하기 어려운 차별적인 프로그램 구성이 가능하다.

다음으로 형식 차원에서, 외부네트워크를 활용한 맞춤형 프로그램 운영이 용이하도록 자회사겸영 방식의 사업모형으로 전환할 필요가 있다. 맞춤형으로 서비스를 제공하면서도 복잡성을 구현하려면, 다양한 분야에 전문성을 보유한 자문인력·금융상품제조회사들과 외부네트워크를 구축할 필요가 있다. 그런데 외부네트워크는 구축 자체로도 상당한 규모의 투자가 요구되며, 자신의 이익만을 추구하려는 네트워크 참여자들의 전략적 행동을 적절히 통제하지 못할 경우 수익성 확보가 어려울 수 있다. 예를 들어, 본 연구가 수행한 보험채널별 비용효율성 실증분석 결과에 따르면 채널별로 비용효율성이 다른 것으로 나타났다. 그러한 차이는 각 채널이 갖는 전략적 행동 유인에서 차이가 존재하기 때문이라고 해석할 수 있다.

초기 투자비용과 운영비용 증가부담을 감안하면, 자산관리서비스로부터 기대되는 수익이 충분한 수준으로 성장하기 전까지는 사내겸영 사업모형이 기업가치 제고관점에서 보다 유리할 수 있다. 이 점이 현재 보험회사들이 사내겸영 사업모형을 모색하는 이유라고 판단된다. 그러나 보험회사 상장이 진행되고 보험자문서비스중심 프로그램에 대한 수요가 본격화되기 시작하면, 자회

사점영 사업모형이 기업가치 제고관점에서 보다 유리해질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이러한 가능성이 현실화되기 위해서는, 운영비용 증가를 최소화할 수 있고 고객지향성이 높으며 전문성을 보유한 채널의 활용이 요구된다. 또한 후선업무절차 표준화와 자동화를 통해 외부네트워크 운영비용을 최소화할 수 있어야 한다. 이러한 점들을 감안할 때 장기적으로 자회사점영 사업모형이 보다 적절하다고 판단되며, 보다 적극적인 투자를 바탕으로 충분한 자본력과 명성을 확보해 가야 할 것이다.

## 참고문헌

- 권중호 · 이중기 · 장근영, 「금융투자업 및 자본시장에 관한 법률」(가칭) 제정 관련 이해상충문제 및 자율규제기관의 재정립에 관한 연구, 자산운용협회 연구용역보고서, 2006.
- 금융감독원, '09년 상반기 신탁회사 영업실적 분석, 보도자료, 2009.
- 금융위원회, 자본시장 통합법상 정보교류 차단장치 운영방안, 보도자료, 2009.
- 안철경 · 변혜원 · 권오경, 『금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향』, 보험연구원 정책보고서 2009-5, 2010.
- 이태열 · 최형선, 보험산업 지급결제시스템 참여 논란에 대한 검토, KIRI Weekly, 2008.
- 정순섭 · 서희석 · 안수현, 『금융상품판매전문업 도입방안 연구』, 용역보고서 서울대금융법센터, 2008.10.
- 진익, 자산관리서비스 활성화 방안, 경영보고서 2009-2, 보험연구원, 2009.
- 한기정, 생명보험신탁의 법적 문제에 관한 고찰, 보험금융연구, 제20권 제2호, 2009.
- Berger A., Cummins, D., Weiss, M., The Coexistence of Multiple Distribution System for Financial Services: The Case of Property Liability Insurance, Mimeo, Wharton Financial Institutions Centers, University of Pennsylvania, 1995.
- Capgemini & Merrill Lynch, World Wealth Report 2009, 2009.
- Datamonitor, UK IFAs2008, 2008.
- Eckardt, Rathke-Doppner, The Quality of Insurance Intermediary Services - Empirical Evidence for Germany, Mimeo, 2008.
- Ferrari, J. R., The Relationship of Underwriting, Investment, Leverage, and Exposure to Total Return on Owners' Equity, Proceedings of Casualty Actuarial Society LV, 295-302, 1968.

- Fields J. and Murphy N., An analysis of efficiency in the delivery of financial services: The case of life insurance agencies, *Journal of Financial Services Research*, 2(4), 343-356, 1989.
- Higgins, R. C., How Much Growth Can a Firm Afford?, *Financial Management*, 6(3), 7-16, 1977.
- Higgins, R. C., Sustainable Growth Under Inflation, *Financial Management*, 1981.
- Kroszner, R. S. and Rajan, R. G., The Role of Firewalls in Universal Banks: Evidence from Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act, University of Chicago, 1994.
- Kellner S. and Mathewson F., Entry, Size Distribution, Scale and Scope Economies in the Life Insurance Industry, *Journal of Business*, 56 (1), 1983.
- NFP, 2008 Lehman Brothers Financial Services Conference, NFP presentation, Sep.8, 2008.
- NFP, 2009 Annual Report, 2009.
- OECD, OECD Health Data 2009, 2009.
- Scorpio Partnership, Private Banking KPI Benchmark 2009, 2009.

## 부록

### [부록1] 보험회사와 금융투자회사 간의 규제 비교

	금융투자회사	보험회사
차단장치 설치대상	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 고유재산운용업무·투자매매업·투자중개업과 집합투자업·신탁업 간에 정보교류 차단장치 설치</li> <li>• 기업금융업무와 고유재산운용업무, 금융투자업 간에 정보교류 차단장치 설치</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 집합투자업, 신탁업, 일반사무관리와 보험업 간에 정보교류 차단장치 설치</li> <li>• 집합투자업과 신탁업 간에 정보교류 차단장치 설치</li> <li>• 집합투자업, 신탁업과 일반사무관리 간에 정보교류 차단장치 설치</li> </ul>
정보교류 차 단	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융투자업자의 금융투자상품 매매 및 소유현황에 관한 정보 : 단, 금융투자업 규정에서 고시하는 금융투자상품 관련 매매 및 소유현황 정보는 제공</li> <li>• 투자자의 금융투자상품 매매 및 소유현황에 관한 정보 : 단, 투자자가 예탁한 증권의 총액과 증권의 종류별 총액에 관한 정보와 금융투자업 규정에서 인정하는 정보를 제공하는 경우 제외</li> <li>• 집합투자재산·투자일임재산·신탁재산의 구성내역과 운용에 관한 정보 : 단, 금융투자업 규정에서 인정하는 기준에 따라 2개월이 지난 정보를 제공하는 경우 제외</li> <li>• 기업금융업무를 하면서 알게 된 정보</li> <li>• 이해상충이 발생할 가능성이 크지 않은 경우로서 금융투자업 규정에 따라 제공하는 정보는 교류 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 보험회사가 운용하는 투자신탁재산에 관한 정보를 다른 집합투자증권의 판매에 이용할 수 없음.</li> <li>• 집합투자재산의 보관·관리업무를 영위하는 보험회사는 그 집합투자업에 관한 정보를 자기가 운용하는 투자 신탁운용, 집합투자 증권 판매를 위해 이용할 수 없음.</li> <li>• 일반사무관리 업무를 영위하는 보험회사는 해당 집합투자기구의 집합 투자재산 정보를 자기가 운용하는 투자신탁재산의 운용, 집합투자증권 판매를 위해 이용할 수 없음.</li> <li>• 투자매매업, 투자중개업 인가를 받아 집합투자증권 판매를 영위하는 보험회사는 ① 자기가 판매하는 집합투자재산에 관한 정보를 자기가 운용하는 투자신탁재산 운용, 투자 신탁의 수익증권의 판매를 위하여 이용하는 행위, ② 집합투자증권의 판매업무와 보험업법에 따른 업무를 연계하여 정당한 사유 없이 고객을 차별하는 행위를 할 수 없음.</li> </ul>

**[부록1] 보험회사와 금융투자회사 간의 규제 비교 (계속)**

	금융투자회사	보험회사
임직원 겸직 금지	임직원 겸직 행위 제한 (자본시장통합법 제45조 제1항 제2호)	임직원 겸직 행위 제한 (자본시장통합법 제251조 제3항)
사무공간 분리	사무공간, 전산설비 공동사용 제한 (자본시장통합법 제45조 제1항 제3호)	사무공간, 전산설비 공동사용 제한 (자본시장통합법 제251조 제3항)
회의·통 신 제한	내부통제기준에 따른 회의·통신 제한 (자본시장통합법 제45조 제1항 제4호)	내부통제기준에 따른 회의·통신 제한 (자본시장통합법 제251조 제3항)



---

## 보험연구원(KIRI) 발간물 안내

---

### ■ 연구보고서

- 2006-1 보험회사의 은행업 진출 방안 / 류근옥 2006.1
- 2006-2 보험시장의 퇴출 분석과 규제개선방향 / 김현수 2006.3
- 2006-3 보험지주회사제도 도입 및 활용방안 / 안철경, 이상우 2006.8
- 2006-4 보험회사의 리스크공시체계에 관한 연구 / 류건식, 이경희 2006.12
- 2007-1 국제보험회계기준도입에 따른 영향 및 대응방안 / 이장희, 김동겸 2007.1
- 2007-2 민영건강보험료율 결정요인 분석 / 조용운, 기승도 2007.3
- 2007-3 퇴직연금 손·익 위험 관리전략에 관한 연구 / 성주호 2007.3
- 2007-4 확률적 프런티어 방법론을 이용한 손해보험사의 기술효율성 측정 / 지홍민 2007.3
- 2007-5 금융겸업화에 대응한 보험회사의 채널전략 / 안철경, 기승도 2008.1
- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목, 장동식, 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.3
- 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 2009.1
- 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 산출방법 연구 / 기승도, 김대환 2009.8
- 2009-6 주행거리에 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도, 김대환, 김혜란 2010.1
- 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원, 이해은 2010.1
- 2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태, 이경희 2010.5

■ 정책보고서

- 2006-1 2007년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석팀 2006.12
- 2006-2 의료리스크 관리의 선진화를 위한 의료배상보험에 대한 연구 / 차일권, 오승철 2006.12
- 2007-1 퇴직연금 수탁자리스크 감독방안 / 류건식, 이경희 2007.2
- 2007-2 보험상품의 불완전판매 개선방안 / 차일권, 이상우 2007.3
- 2007-3 퇴직연금 지급보증제도의 효율체계에 관한 연구:미국과 영국을 중심으로 / 이봉주 2007.3
- 2007-4 보험고객정보의 이용과 프라이버시 보호의 상충문제 해소방안 / 김성태 2007.3
- 2007-5 방키슈랑스가 보험산업에 미치는 영향 분석 / 안철경, 기승도, 이경희 2007.4
- 2007-6 2008년도 보험산업 전망과 과제 / 양성문, 김진억, 지재원, 박정희, 김세중 2007.12
- 2008-1 민영건강보험 운영체계 개선방안 연구 / 조용운, 김세환 2008.3
- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
- 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호, 최원 2008.3
- 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 이태열, 신종협, 황진태, 유진아, 김세환, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 2008.11
- 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진익, 이민환, 유경원, 최영목, 최형선, 최원, 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

■ 경영보고서

- 2009-1 기업휴지보험 활성화 방안 연구 / 이기형, 한상용 2009.3
- 2009-2 자산관리서비스 활성화 방안 / 진익 2009.3
- 2009-3 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안 / 진익, 유시용, 이경아 2009.3
- 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목, 최원 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 2010.4
- 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실, 재무연구실 2010.4
- 2010-5 변액보험 보증리스크 관리연구 / 권용재, 장동식, 서성민 2010.4
- 2010-6 RBC 내부모형 도입방안 / 김해식, 장동식, 최영목, 김소연, 서성민
- 2010-7 금융보증보험 가격결정모형 / 최영수 2010.7

## ■ 조사보고서

- 2006-1 2006년도 보험소비자 설문조사 / 김세환, 조재현, 박정희 2006.3
- 2006-2 주요국 방카슈랑스의 운용사례 및 시사점 / 류건식, 김석영, 이상우, 박정희, 김동겸 2006.7
- 2007-1 보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교연구 / 류건식, 장이규, 이경희, 김동겸 2007.3
- 2007-2 보험회사 브랜드 전략의 필요성 및 시사점 / 최영목, 박정희 2007.3
- 2007-3 2007년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 오승철 2007.3
- 2007-4 주요국의 퇴직연금개혁 특징과 시사점 / 류건식, 이상우 2007.4
- 2007-5 지적재산권 리스크 관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2007.10
- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진억, 지재원, 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 리스크평가모형 및 측정방법 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 / 진익, 김상수, 김종훈, 변귀영, 유시용 2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환, 전선애, 최원 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, 최원 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 / 신종협, 최형선, 최원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위규제 개선방안 / 서대교, 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체계와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체계에 대한 연구 / 송윤아
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준, 이종욱 2010.5
- 2010-7 보험종류별 진류수가 차등적용 개선방안 / 조용운, 서대교, 김미화 2010.4
- 2010-8 보험회사의 금리위험 대응전략 / 진익, 김해식
- 2010-9 퇴직연금 규제체계 및 정책방향 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.7

■ 영문발간물

- Environment Changes in the Korean Insurance Industry in Recent  
 1호 Years : Institutional Improvement, Deregulation and Liberalization /  
 Hokyung Kim, Sango Park, 1995.5
- 2호 Korean Insurance Industry 2000 / Insurance Research Center, 2001.4
- 3호 Korean Insurance Industry 2001 / Insurance Research Center, 2002.2
- 4호 Korean Insurance Industry 2002 / Insurance Research Center, 2003.2
- 5호 Korean Insurance Industry 2003 / Insurance Research Center, 2004.2
- 6호 Korean Insurance Industry 2004 / Insurance Research Center, 2005.2
- 7호 Korean Insurance Industry 2005 / Insurance Research Center, 2005.8
- 8호 Korean Insurance Industry 2006 / Insurance Research Center, 2006.10
- 9호 Korean Insurance Industry 2007 / Insurance Research Center, 2007.9
- 10호 Korean Insurance Industry 2008 / Korea Insurance Research  
 Institute, 2008.9
- 11호 Korean Insurance Industry 2009 / Korea Insurance Research  
 Institute, 2009.9

■ 연구논문집

- 1호 보험산업의 규제와 감독제도의 미래  
 / Harold D. Skipper, Robert W. Klein, Martin F. Grace 1997.6
- 2호 세계보험시장의 변화와 대응방안  
 / D. Farny, 전천관, J. E. Johnson, 조해균 1998.3
- 3호 제1회 전국대학생 보험현상논문집 1998.11
- 4호 제2회 전국대학생 보험현상논문집 1999.12

## ■ CEO Report

- 2006-1 생보사 개인연금보험 생존리스크 분석 및 시사점 / 생명보험본부 2006. 1
- 2006-2 보험회사의 퇴직연금 운용전략 / 보험연구소 2006.1
- 2006-3 생보사 FY2006 손익 전망 및 분석 / 생명보험본부 2006.2
- 2006-4 의무보험제도의 현황과 과제 / 손해보험본부 2006.2
- 2006-5 자동차보험 지급준비금 분석 및 과제 / 자동차보험본부 2006.3
- 2006-6 보험사기 관리실태와 대응전략 / 정보통계본부 2006.3
- 2006-7 자동차보험 의료비 지급 적정화 방안 / 자동차보험본부 2006.3
- 2006-8 자동차보험시장 동향 및 전망 / 자동차보험본부 2006.4
- 2006-9 날씨위험에 대한 손해보험회사의 역할 강화 방안 / 손해보험본부 2006.4
- 2006-10 장기손해보험 상품운용전략 -손익관리를 중심으로- / 손해보험본부 2006.5
- 2006-11 자동차 중고부품 활성화 방안 / 자동차기술연구소 2006.5
- 2006-12 장기간병보험시장의 활성화를 위한 상품개발 방향 / 보험연구소 2006.6
- 2006-13 보험산업 소액지급결제시스템 참여방안 / 보험연구소 2006.7
- 2006-14 생명보험 가입형태별 위험수준 분석 / 리스크·통계관리실 2006.8
- 2006-15 「민영의료보험법」 제정(안)에 대한 검토 / 보험연구소 2006.9
- 2006-16 모기지보험의 시장규모 및 운영방안 / 손해보험본부 2006.9
- 2006-17 생명보험 상품별 가입 현황 분석 / 생명보험본부 2006.10
- 2006-18 자동차보험 온라인시장의 성장 및 시사점 / 자동차보험본부 2006.10

- 2007-1 퇴직연금제 시행 1년 평가 및 보험회사 대응과제 / 보험연구소 2007.4
- 2007-2 외국의 협력정비공장제도 운영현황과 전략적 시사점 / 자동차기술연구소 2007.4
- 2007-3 예금보험제 개선안의 문제점 및 과제 / 보험연구소 2007.6
- 2007-4 자본시장통합법 이후 보험산업의 진로 / 보험연구소 2007.7
- 2007-5 방카슈랑스 확대 시행과 관련한 주요 이슈 검토 / 보험연구소 2007.11
- 2007-6 자동차보험 시장변화와 전략적 시사점 / 자동차보험본부 2007.11
- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해율 관리 방안 / 기승도 2008.6
- 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 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 예금보험요금 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

### ■ Insurance Business Report

- 20호 선진 보험사 재무공시 특징 및 트렌드(유럽 및 캐나다를 중심으로) / 장이규 2006.11
- 21호 지급여력 평가모형 트렌드 및 국제비교 / 류건식, 장이규 2006.11
- 22호 선진보험그룹 글로벌화 추세와 시사점 / 안철경, 오승철 2006.12
- 23호 미국과 영국의 손해보험 직관시장 동향분석 및 시사점 / 안철경, 기승도 2007.7
- 24호 보험회사의 자본비용 추정과 활용: 손해보험회사를 중심으로 / 이경희 2007.7
- 25호 영국손해보험의 행위규제 적용과 영향 / 이기형, 박정희 2007.9
- 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 / 진익 2008.7
- 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희, 서성민 2008.9

### 정기간행물

#### ■ 간행물

- 보험동향 / 계간
- 보험금융연구 / 년4회
- 보험회사 재무분석 / 계간

# 『 도서 회원 가입 안내 』

## 회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원	연속간행물 구독회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원	₩ 50,000원
제공자료	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 정책/경영보고서</li> <li>- 조사보고서</li> <li>- 기타보고서</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>-연속간행물</li> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 보험회사재무분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 정책/경영보고서</li> <li>- 조사보고서</li> <li>- 기타보고서</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>-연속간행물</li> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 보험회사재무분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 정책/경영보고서</li> <li>- 조사보고서</li> <li>- 기타보고서</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>-연속간행물</li> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 보험회사재무분석</li> </ul>	-보험통계월보 (월간)
	<ul style="list-style-type: none"> <li>-본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF)</li> <li>-영문보고서</li> <li>-보험통계월보</li> <li>-손해보험통계연보</li> </ul>	-보험통계월보	-	

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

## 가입문의

보험연구원 도서회원 담당  
전화 : (02)3775-9115, 9080    팩스 : (02)3775-9102

## 회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)  
  예금주 : 보험연구원
- 지로번호 : 6360647

## 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



## 저 자 약 력

### 진 익

Rice University 경제학 박사  
현 보험연구원 재무연구실장  
(E-mail : realwing@kiri.or.kr)

### 김 동 겹

성균관대학교 경제학 석사  
현 보험연구원 금융제도실 선임연구원  
(E-mail : dgkim@kiri.or.kr)

연구보고서 2010-3

### 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토

---

발 행 일 2010년 7월 일

발 행 인 김 대 식

발 행 처 보 험 연 구 원

서울특별시 영등포구 여의도동 35-4

대표전화 (02) 3775-9000

---

ISBN 978-89-5710-115-5

정가 10,000원