

# 保險會社 財務健全性 確保方案

— 資產運用을 中心으로 —

李 根 昌

(保險開發院 研究委員 · 經營學博士)

◀ 目 次 ▶

- I. 序 論
- II. 資產運用現況
  - 1. 總資產 規模
  - 2. 資產運用 現況
  - 3. 收益率 現況
  - 4. 資產運用的 諸問題點
- III. 資產運用實績의 評價
  - 1. 投資關聯 危險
  - 2. 쟁센 지수
  - 3. 트레이노 지수
  - 4. 샤프 지수
- IV. 結 論

## I. 序 論

企業經營과 관련된 주변 환경은 급변하고 있으며 保險業界 또한 그 예외가 아니다. 金融產業의 國際化, 開放化, 保險料率의 自律化, 金利自由化 등의 경제환경 뿐만 아니라 核家族化, 生活慣習의 變化 및 個人主義의 擴散등 사회 전반적인 변화가

보험업계에 미치는 영향은 지대하다고 할 수 있다.

그간 보험업계는 지나친 外形 成長 및 競爭에만 초점을 맞추어 왔으며 이에 당연히 수반되어야 할 收益性 및 財務 安定性 등의 중요성은 등한시 되어 왔다고 할 수 있다. 감독당국의 입장에서도 외형규모가 커진 金融 및 保險業體가 지속적인 적자 등으로 인하여 재무측면에서 회복 불능의 상태가 되더라도 국민경제 전체에 미치는 엄청난 파급효과 때문에 그 원인을 근본적으로 규명하여 적절한 조치를 취하기보다는 미봉책으로 일관할 수 밖에 없는 실정이다. 업계 또한 경영진의 책임하에 독창적인 營業戰略을 수립·시행하고 그 결과에 대해 책임을 지려 하기보다는 문제가 발생하면 監督當局에 의지하려는 경향이 있다고 할 수 있다.

앞으로 점진적인 自律 經營體制의 수립 및 금융상품의 근접화에 따른 고객의 회사 差別化 現狀은 필연적이라고 할 수 있는데 타 금융권보다 상대적으로 낙후된 보험업계는 이에 능동적으로 대비해야 할 것이다. 保險會社의 財務健全性 確保 問題는 보험정책, 언더라이팅, 투자, 준비금 등 會計處理 및 經營評價 등 여러 측면에서 함께 고려되어

야 할 사항이나 本稿에서는 投資 즉 資産運用 側面에 초점을 맞추어 고려해 보고자 한다. 資産運用은 보험계약기간이 상대적으로 長期이며 貯蓄性 保險의 비중이 큰 생명보험업계에 그 중요성이 더하기 때문에 生命保險會社를 위주로 검토해 보고자 한다.

이러한 취지에서 本稿에서는 우선 資産運用의 現況 및 제반 문제점에 관해 資産運用準則, 投資技法 그리고 資本市場 自體의 문제를 중심으로 제2장에서 분석해 보기로 한다. 그리고 제3장에서는 기금 관리자의 投資 實績에 대한 評價 問題 등을 중심으로 검토해 보며 제4장에서는 이상에서 제기된 問題點과 對策을 요약하여 향후 財務 健全性 確保의 방안을 제시코자 한다.

## II. 資産 運用 現況

### 1. 總資産 規模

전체 금융기관 중에서 生命保險會社가 차지하는 지위는 總資産 規模를 비교해보면 잘 나타나고 있다. <표-1>에서 나타나듯이 생명보험회사의 總資産 規模는 1990년말 기준으로 약 28조원에 달하고 있으며 전체 금융기관의 총자산 395조원 중에서 생명보험업계가 차지하는 비중은 7.2%를 점하고 있다. 금융기관 중에서 生命保險業界의 비중은 銀行 및 銀行信託資産을 제외하고는 투자신탁업계 다음으로 높은 실정임을 알 수 있다.

<표-1>

各 金融機關의 總資産 規模

(단위: 십억원, %)

	'80		'85		'90	
	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율
은 행	51,380	89.4	111,956	74.5	217,072	54.9
투자금융	1,214	2.1	4,762	3.2	18,447	4.7
종합금융	579	1.0	2,049	1.4	5,209	1.3
투자신탁	701	1.2	6,006	4.0	30,649	7.8
생명보험	991	1.7	6,583	4.4	28,460	7.2
은행신탁	2,088	3.6	10,302	6.9	59,901	15.2
상호신용금고	534	0.9	3,429	2.3	11,472	2.9
한국증권금융	-	0.0	286	0.2	3,128	0.8
신용협동조합	-	0.0	842	0.6	3,597	0.9
상호금융	-	0.0	2,825	1.9	13,839	3.5
채신예금	-	0.0	1,151	1.8	3,446	0.9
합 계	57,487	100	150,191	100	395,220	100

資料: 한국은행, 경제통계연보

保險業界의 資産運用은 保險會社의 財産運用에 관한 準則 등 제 규제에 의해 제약을 받고 있는데, 생명보험업계의 有價證券 總 保有額은 1990년 도말 기준으로 약 7.4조원에 달하고 있다. 이는 전체 금융기관의 유가증권 보유액의 약 7.2%에 해

당되는 금액이다. <표-2>에서 나타나듯이 유가증권 보유규모면에 있어서도 銀行 및 投資信託을 제외하고는 타금융권 중에서는 제일 큰 편임을 알 수 있다.

銀行의 信託 計定이나 投資信託會社의 顧客 預

<표-2>

各 金融機關의 有價證券 保有額

(단위: 십억원)

	'80		'85		'90	
	금 액	비 율	금 액	비 율	금 액	비 율
은 행	2,092	49.3	5,834	26.8	18,328	17.9
투자금융	924	2.2	294	1.4	2,440	2.4
종합금융	139	3.3	657	3.0	1,449	1.4
투자신탁	609	14.3	5,048	23.2	26,145	25.5
생명보험	203	4.8	1,312	6.0	7,414	7.2
은행신탁	1,105	26.0	6,754	31.0	40,514	39.6
상호신용 금고	4	0.1	68	0.3	284	0.3
한국증권금융	-	0	19	0.1	314	0.3
신용협동조합	-	0	-	0.0	-	0.0
상호금융	-	0	105	0.5	2,359	2.3
채신예금	-	0	831	3.8	1,591	1.6
합 계	4,244	100	21,753	100	102,429	100

資料: 한국은행, 경제통계연보

置금은 고객의 의도대로 운용해야 하기 때문에 실질적으로 제약을 많이 받고 있는 반면 生命保險會社의 資産運用은 총자산의 특정 비율을 초과하지 않는 범위 내에서는 有價證券 投資에 있어서 훨씬 自律性을 가지고 있다고 할 수 있다. 이러한 자율성은 향후 變額保險이나 變額유니버설保險 또는 債券連動型 商品이 개발 도입 될 경우 고객의 의도에 의해 어느 정도 제약을 받게 되겠지만 이러한 보험상품의 판매가 어느 정도에 도달하기 전까

지는 타 금융권보다는 자산운용면에서 自律性이 크다고 할 수 있다. 따라서 현시점에서는 위험을 고려한 적절한 資産運用 戰略 및 收益率 目標을 수립하여 운용하는 것이 보험 언더라이팅이나 적정준비금 설정 등에 못지 않게 保險會社의 財務健全性 確保에 중요하다고 할 수 있다.

## 2. 資産運用 現況

생명보험회사의 자산운용은 '保險會社의 財産

運用에 관한 準則'에 의해 규제를 받고 있다. 同準則은 개별 투자대상별로 移延資産을 제외한 總資産 對比 最低 혹은 最高 投資 限度를 설정함으로써 생명보험회사의 자율적인 자산의 운용에 제한을 가하고 있다. 따라서 이러한 準則이 보험회사의 投資의 效率性 提高에 장애가 되고 있기 때문에 준칙의 개정 내지 폐지, 혹은 규제의 방식을 포지티브(positive)방식에서 네가티브(negative)방식으로 전환해야 한다는 등의 논의가 지속적으로 이루어지고 있다.

'保險會社の 財産運用에 관한 準則'에 대해서는 여러 전문가들에 의해 분석되었기 때문에 本稿에

서는 자세히 언급하지는 않을 예정인데, 그 내용 중 논의에 초점이 되는 것은 總資産의 15%이내의 不動産 保有限度, 30%이내의 株式保有限度 및 20%이상의 債券 保有限度 등이다. 필자의 의견으로는 준칙 그 자체에도 문제가 없지는 않지만 보다 중요한 문제는 주어진 범위 내에서 보험회사들이 資産을 최대로 효율적으로 운용하지 못하고 있지 않느냐 하는 점에 있는 것 같다.

이 문제에 대해서는 뒷 부분에서 언급하기로 하고 우선 과거 6년간의 生命保險會社の 資産 構成 現況을 살펴 보면 <표-3>에 나타난 바와 같다.

生命保險會社の 運用資産의 구성을 보면 1990

(표-3)

生命保險會社の 運用資産의 構成

(단위 : 십억원, %)

구 분	'86		'87		'88		'89		'90	
	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율
현·예금	586	8.1	746	7.8	1,187	9.1	1,823	10.2	2,466	10.2
국·공채	822	11.3	1,237	13.0	1,210	9.3	1,141	6.4	1,736	7.2
주 식	339	5.5	652	6.8	1,672	12.8	3,268	18.2	4,139	17.1
사 채	395	5.4	360	3.8	304	2.3	355	2.0	775	3.2
대출금	4,347	59.8	5,683	59.6	7,667	58.6	9,952	55.5	13,193	54.6
부동산	745	10.2	860	9.0	1,037	7.9	1,402	7.8	1,834	7.6
합 계	7,234	100	9,538	100	13,078	100	17,941	100	24,143	100

資料 : 생명보험협회, 생명보험통계연보

회계년도말 기준으로 볼 때 貸出금이 절대 다수인 54.6%를 차지하고 있다. 이 비율은 지난 5년간 지속적으로 낮아지는 추세에 있지만 아직도 타 부문에 비할 때 월등히 높은 수준이다. <표-4>에서 나타나듯이 미국의 경우 계약자 대출(Policy

loan)의 비중은 점차 낮아지고 있으며 '89년의 경우 운용자산의 약 4.4%에 불과하며 저당대출(Mortgage loan)의 비중도 19.5%에 불과한 사실과 비교해 보면 잘 알 수 있다.' 많은 국내의 생명보험 계약의 판매가 契約者에 대한 貸出을 전제

1) 미국 생보업계의 계약자 대출(Policy loan)은 계약자의 적립금(Cash value)의 범위 내에서 이루어지고 있는 반면에 국내 생보업계의 대출금은 적립금과 상관없이 이루어지는 경우가 대부분이다. 따라서 국내 생보업계의 대출금은 미국의 생보업계의 저당대출(Mortgage loan)과 계약자 대출을 합한 금액과 비교를 하는 것이 옳다고 할 수 있다.

(丑-4)

美國 生保業界의 資産構成比 推移

(단위:십억 \$, %)

	국공채	회사채	주식	저당대출	부동산	계약자대출	기타	합계
'86	145(15.4)	342(36.5)	91(9.7)	194(20.6)	32(3.4)	54(5.8)	81(8.6)	938(100.0)
'87	151(14.5)	406(38.8)	97(9.3)	213(20.4)	34(3.3)	54(5.1)	90(8.6)	1,044(100.0)
'88	160(13.7)	480(41.2)	104(8.9)	233(20.0)	37(3.2)	54(4.6)	98(8.4)	1,167(100.0)
'89	178(13.7)	538(41.4)	126(9.7)	254(19.5)	40(3.1)	57(4.4)	106(8.2)	1,300(100.0)

資料 : Spectator Year Book and American Council of Life Insurance

로 하여 이루어지고 있는 현실을 고려하더라도 이 비율은 크게 높은 편이며 資産運用의 效率性을 저하시킬 소지가 있다.

운용자산 중에서 株式의 비중은 '90회계년도말 현재 17.1%를 점하고 있는데 지난 5년중에서 '89년을 제외하고는 그 비중이 매년 증가하고 있다. 국공채 및 회사채를 합친 全體 債券保有比率는 10.4%로서 株式의 保有額의 약 60%에 불과한 실정이다. 保險資産의 성격상 보다 안정성이 강한 債券의 保有比率가 株式보다 높은 것이 일반적이거나 국내 실정은 그 반대이며 특히 資産運用 準則의 채권보유 최저한도인 총자산의 30% 수준을 크게 밑돌고 있음을 주목할 필요가 있다. 더구나 전체 채권보유액 중 약 30%만이 會社債이며 나머지 70%정도인 1.7조원이 국공채인 점은 현재 정부에 의해 강제적으로 인수되고 있는 國公債의 규모(91년 1월부터 10월까지 액면가 기준 2조원)를 감안할 때 생명보험업계의 債券投資에 대한 認識不足을 알 수 있다.

미국의 경우 株式投資의 비중은 약 10%이내로 안정적이던 반하여 會社債에 대한 투자의 비중은 점차 증가하고 있으며 '89년의 경우 41.4%에 달하고 있다. 국공채를 포함한 全體 債券投資는 運

用資産의 55%를 차지하고 있는 현실과 비교해 보면 국내 생보업계도 收益性 및 安定性을 도모할 수 있는 채권에의 투자를 확대할 필요성이 크다고 할 수 있다.

### 3. 收益率 現況

과거 6년간 생명보험회사의 總資産收益率은 평균 13.4%이며 運用資産 收益率은 이보다 약간 높은 수준인 14.0%를 보이고 있다. (표-5)에서 나타나듯이 이는 定期預金金利인 10%를 상회하는 수준이나 투자신탁회사의 주식계좌 및 諸채권계좌의 平均收益率인 15.6%보다 낮은 수준이다.

앞서 언급되었던 資産運用에 있어서의 생명보험업계의 자율성 측면 즉 株式市場이 침체될 경우 債券쪽으로 投資對象을 전환시킬 수 있음에도 불구하고 平均 投資收益率이 투자신탁보다 낮다는 점은 투자전략이나 기법의 활용에 문제점이 있음을 시사해 주고 있다. 더구나 株式의 評價를 移動平均法에 의한 總原價를 기준으로 하고 있기 때문에 '89년 이후 장기적인 株式市場 沈滯로 인한 評價損失을 고려할 경우 實 收益率은 훨씬 더 낮은 수준임을 쉽게 짐작할 수 있다. (표-6)에서 나타나듯이 '90년의 경우 주식 투자에서의 平均收益率

〈표-5〉

資産收益率 比較

(단위 : %)

구 분	생 명 보 험		1년만기 정기예금금리	투 자 신 탁			
	총자산수익률	운용자산수익률		주 식	장기공사채	단기회사채	회사채
'86	12.6	13.1	10	61.6	13.2	11.0	12.8
'87	15.4	16.1	10	26.1	12.4	10.6	12.9
'88	15.9	16.6	10	38.9	12.9	10.8	13.6
'89	13.0	13.5	10	21.4	15.1	14.5	15.6
'90	12.4	12.9	10	- 8.0	14.4	13.4	16.5
'91	11.2	11.8	10	-14.4	15.1	13.8	19.0
평균	13.4	14.0	10.0	20.9	13.9	12.4	15.1

註 : 1) 자산수익률 =  $2 \times \text{투자수익} / (\text{연초자산} + \text{당기말자산} - \text{투자수익}) \times 12/m$

2) '91년도 수치는 91.4~92.2까지의 자료임. 나머지 연도는 매년 4.1~3.31까지의 자료임.

資料 : 보험감독원, 보험조사월보, 1992.4, p.15.

은 3.3%에 불과한 실정이다.

따라서 향후의 最適 投資資産의 배분(Mix)에 있어서 시중금리가 높아져서 채권의 수익율이 높아지면 債券의 보유비중을 늘리고 주식시장이 호

황이 되면 運用資産에 주식의 편입비중을 높이는 등 資本市場 與件의 變化에 신속적으로 대응해야 할 것이다. 또한 機會收益의 喪失을 가져올 수 있는 貸出金의 비중을 감소시켜 나가는 것을 장기적

〈표-6〉

運用資産 內譯別 收益率 現況

(단위 : %)

구 분	현·예금	국·공채	주식	사채	대출금	부동산	합계
'86	7.0	13.5	24.0	15.6	14.1	4.1	13.1
'87	7.7	14.2	61.1	15.2	14.2	4.0	16.1
'88	8.6	13.4	43.6	15.8	14.0	4.7	16.5
'89	9.4	13.2	16.1	12.4	14.6	5.1	13.5
'90	10.4	12.6	3.3	15.3	14.2	27.6 <sup>3)</sup>	12.9

註 : 90년도의 부동산수익률이 갑자기 높아진 것은 제일생명을 제외한 기존사가 고정자산에 대한 재평가를 실시하였기 때문임.

資料 : 생명보험협회, 생명보험통계연보, 각 년도.

측면에서 保險商品의 販賣戰略과 병행하여 검토해 볼 필요가 있다.

#### 4. 資産運用의 諸 問題點

##### 가. 株式市場

생명보험업계는 他 金融圈과의 경쟁으로 인하여 收益性 提高에 각별한 주의를 기울이고 있다. 이러한 수익성 제고의 방편으로서 생보업계는 株式에의 投資擴大를 도모하고 있다. 그러나 국내의 주식시장은 高收益을 시현하려는 투자자들에 의한 공격적(Aggressive)투자가 주류를 이루고 있으며 주식에 대한 투자가 개개인의 危險選好度에 따른 장기적인 투자의 방편이라는 인식이 부족한 현실이다.

이러한 전반적인 통념은 개별 주식이 안고 있는 危險의 重要性에 대한 적절한 평가가 이루어지지 못하고 있는데 기인한다고 할 수 있다. 機關投資者들도 주식투자를 함에 있어서 개별주식의 市場 危險 및 固有危險을 별로 고려하지 않고 있는 듯하며 단지 高收益을 시현하는데에만 초점을 맞추고 있는 실정이다. 시장 전체의 平均收益率보다 높은 수익을 올렸다고 해서 반드시 投資成果가 좋은 것만은 아니며 그 반대의 경우도 마찬가지이다. 이 부분에 대해서는 다음 장에서 자세히 언급하겠지만 주식투자에 있어서 위험의 중요성에 대한 평가는 반드시 이루어져야 하며 投資戰略의 수립도 위험을 고려하여 행해져야 할 것이다.

이와 아울러 株式市場에 대한 정부의 지나친 간섭도 效率性을 저하시키는 요인이 되고 있다. 실물경기의 불투명으로 인한 주가 하락시에 경기부양책이 아닌 株價浮揚策을 쓰거나 그 반대의 경우 즉 주가가 크게 오를 경우 진정시키는 대책을 시

행하는 등 정부에 의한 인위적인 주가의 조정은 投資者 保護라는 명분하에서도 바람직하지 않다고 할 수 있다. 더구나 資本市場의 開放이나 金利自由化 趨勢에 있어서 그 실효성 자체도 의문시된다. 따라서 투자 당사자는 모든 가능성 즉 위험을 고려하여 이에 대한 포트폴리오 보험 및 향후 도입될 옵션이나 先物去來의 活用 등 체계적인 대책을 수립해야 할 것이다.

##### 나. 債券市場

債券은 가장 안정적이고 위험이 적은 投資對象으로 인식되어 왔다. 그 이유를 분석해보면 우선 위험측면을 들 수 있다. 현재 상장되고 있는 채권은 國公債나 會社債 할 것 없이 支給不能危險(default risk) 측면에서 사실상 차이가 없다고 할 수 있다. 이는 모든 회사채가 금융기관의 支給保證을 받아야만 발행될 수 있기 때문이다. 따라서 債券投資에 있어서 收益率(가격)을 결정하는 주된 고려사항이 되는 신규채무의 支給不能危險은 사실상 고려할 필요성이 거의 없다고 할 수 있다.

債券市場이 안고 있는 보다 큰 문제는 債券의 滿期가 획일적으로 짧다는 데에 있다. 會社債의 경우 거의 대부분이 3년 만기의 利標債(Coupon Bond)이기 때문에 듀레이션(Duration)이 2.5년 정도의 短期債券이다. 국채나 지방채의 경우도 만기가 대부분이 5년에 불과하다. 따라서 채권투자자는 매입시에 만기까지 보유하는 것을 전제로 투자하기 때문에 支給不能危險이 없는 상황하에서 안정적으로 確定收益을 올릴 수 있다고 생각하게 된다.

이러한 인식이 반드시 그릇된 것은 아니라 할지라도 적어도 전문 투자자의 입장에서는 이러한 관

념을 전환시킬 필요성이 있다. 그 이유는 債券을 보유함으로써 얻을 수 있는 수익에는 利子收入뿐 아니라 채권가액의 변동으로 인한 資本利益(Capital gain)도 포함되기 때문이다. 즉, 채권을 만기까지 보유하여 확정수익을 실현하였다 할지라도 그 수익의 내역을 분석해보면 利子收入과 資本損益으로 구성되어 있다.

利子收入은 항상 (+) 또는 0이며, 資本損益은 채권매입후의 金利變動에 따라 (+) 또는 (-)가 된다. 割引債나 複利債의 경우 듀레이션이 만기와 일치하게 되는데 이 경우 이자수익은 0이며 단지 자본수익만 있게 된다. 채권투자에 있어서도 만기까지 보유만을 고려할 것이 아니라 주식투자의 경우와 마찬가지로 金利變動에 따른 資本損益을 爲主로 投資를 하는 전략으로 전환할 필요가 있다.

이를 위해서는 현재 단기위주의 債券市場을 만기가 중 장기인 시장으로 육성시킬 필요가 있다. 현상에서는 생명보험의 負債의 듀레이션이 債券의 듀레이션보다 훨씬 길기 때문에 채권투자에 의한 효과적인 듀레이션 대응이나 면역(Immunization)이 불가능한 실정이다. 미국의 경우를 보면 만기가 20년을 초과하는 채권의 발행이 흔하며 國公債의 경우 永久社債(perpetual bond)도 상장되고 있다. 발행회사의 입장에서는 만기가 길수록 차환발행의 부담이 없어지기 때문에 發行費用도 절감되는 효과가 있다.

또한 債券市場이 이표부채권에서 할인채 위주로 형성되는 것이 바람직하다. 이 경우 만기가 동일하더라도 割引債의 듀레이션이 길게 되기 때문에 향후 점차적인 金利自由化의 진전에 따라 증가되는 利子率 危險에 대해 투자자의 危險選好도에 따라 공격적 혹은 방어적으로 전환이 용이하게 되며

듀레이션(Matching)이나 면역을 간편하게 이룰 수 있는 잇점이 있다.

#### 다. 制度的 問題

보험회사의 자율적 투자범위를 제한한다고 지적되고 있는 '保險會社の 財産運用에 관한 準則'의 개정은 아직은 시급하지 않다고 보여진다. 그 이유로서 우선 債權投資의 최저한도인 30%는 선진국의 경우와 비교해볼 때 큰 무리가 없기 때문이다. 生命保險業界의 현재 債券保有比率은 10%를 약간 상회하는 낮은 수준인데 이는 保險會社 收益이나 財務危險을 증가시키는 요인이 될 수 있기 때문에 이 보유 비율을 높일 필요가 있다.

株式에의 투자 최고한도인 20%도 현시점에는 충분한 범위이며 더 상향조정할 경우 資本市場의 동향에 따른 保險會社 資產價値의 급격한 變動이 예상되며 投資者 保護에 문제가 생길 수 있다. 현재 국내 생보업계의 株式投資比率은 90년말 기준 약 17%이며 미국의 경우는 10% 수준을 밑돌고 있음을 참고할 필요가 있다.

不動產 投資限度인 15%도 과거의 업계의 경험으로 보거나 국가경제 전체에 미치는 영향을 고려해볼 때 더 이상 확대할 필요성이 없어 보인다. 보험업계는 허용된 범위내에서 일차적으로 資產運用에 있어서의 최대효율을 실현하는 것이 우선 시급하다고 할 수 있다.

資產運用의 自律性を 저해하는 보다 큰 제도적 요인으로 國公債의 強制配分을 들 수 있다. 재산 운용 준칙에서 명시된 기본방향인 安定性, 流動性, 收益性 및 公共性의 확보 중에서 공공성의 유지 측면에서 정부정책상 강제배분되고 있는 동안 通安證券등은 발행금리와 실제금리와의 차이로 인해

(약 3.5%) 보험회사의 機會損失을 유발하여 收益率을 저하시키는 요인이 되고 있다. 참고로 각 년도별 國公債 引受實績을 보면 다음과 같다.

〈표-7〉 生命保險會社의 國公債 引受現況  
(단위: 억원 : 액면가기준)

년도	'84	'85	'86	'87	'88	'89	'90	'91.10
금액	873	1,375	1,375	13,339	19,428	23,293	24,186	19,555

자료: 회보 생명보험, 생명보험협회

〈표-7〉에서 나타나듯이 國公債의 強制引受規模는 매년 증가하고 있으며 '90 회계년도의 경우 총자산의 약 10%에 달하고 있다. 발행금리와 실세금리의 차이를 약 3%로 추산하더라도 생명보험업계의 機會損失을 약 700억원을 상회하는 수준이다. 따라서 자산의 효율적 운용을 통한 財務健全性 確保를 위해서는 정부는 이러한 強制配分을 지양하여 富의 移轉, 즉 보험계약자의 富가 국민전체로 이전되는 것을 방지할 필요성이 있다.

### III. 資産運用實績의 評價

생명보험업계의 資産運用의 效率性은 주어진 제약하에서 基金관리자(fund manager)의 능력에 직접적으로 좌우된다. 따라서 基金의 管理는 능력 있는 投資專門家가 擔當하게 된다. 보험회사들은 基金관리자에게 適當한 目標을 설정하고 자율성을 부여하며 結果에 대한 責任을 지도록 해야 할 것이다. 그리하여 資産의 運用實績이 目標을 초과할 경우 이에 相應한 補償體制를 수립하는 등의 인센티브를 부여하여 基金관리자 스스로 投資技法을 개발하여 目標의 초과달성을 유도하는 것이 바람

직하다.

그러나 投資目標의 설정과 실적의 평가는 자칫 관리자로 하여금 공격적인 투자를 유발할 위험이 있다. 즉 基金관리자 개인의 능력평가의 척도가 되는 收益率 提高를 위하여 위험이 높은 자산에 투자하여 高收益을 추구하게 된다. 이 경우 시장 환경이 호전될 경우 높은 수익을 실현할 수 있지만 반대의 경우 큰 투자손실을 초래할 가능성이 크다고 할 수 있다. 이러한 예로서 89년 이후의 지속적인 國內 株式市場의 沈滯로 인하여 투자신탁의 주식형 신탁에서의 손실 및 생보업계의 주식 투자에서의 5.2%의 低收益 實現등을 들 수 있다.

따라서 資産運用實績을 평가함에 있어서 단순히 目標收益率과 實績 收益率만을 비교할 것이 아니라 投資資産의 危險性도 함께 고려하여야 할 것이다. 이와 아울러 보험업계는 투자 포트폴리오의 최대 위험수준을 설정하여 이를 초과하지 않도록 하여 資産運用의 安定性을 도모해야 할 것이다. 본 장에서는 투자와 관련된 위험을 살펴봄과 아울러 現代 投資理論에서 대두되고 있는 위험을 고려한 投資成果의 評價方法을 소개코자 한다.

#### 1. 投資關聯 危險

최근에 財務管理나 投資에 관한 理論은 危險과 收益率을 비교하여 평가하는데 重點을 맞추고 있다. 資産運用의 實績은 포트폴리오의 위험수준, 시장전체 포트폴리오의 수익률 및 운용자의 능력 등 3가지 요인에 의해 좌우된다고 할 수 있다. 다시 말하면 시장 평균수익률 이상을 실현하였다고 할 지라도 그 투자대상이 高危險 資産일 경우에는 基金관리자의 실적 또는 능력이 반드시 남을 능가하고 있다고 평가될 수는 없다. 投資對象이 되는 資

産은 자기 서로 다른 危險要因을 내포하고 있다. 이 危險要因을 현재 재무관리 이론에서는 體系的 危險(systematic risk)과 非體系的 危險(unsystematic risk)으로 대별하고 있다. 體系的 危險은 市場 危險(market risk)이라고도 불리우고 있으며 이는 자본시장 전반적인 환경에 따라 좌우되는 위험인데 대표적인 것으로 금리, 통화량, 인플레이션 기타 기업 외적인 경제환경의 변화 등이 여기에 포함된다. 體系的 危險은 개별 기업 스스로가 통제하거나 영향을 미칠 수 없기 때문에 모든 기업에 공통적으로 작용을 하게 된다.

非體系的 危險은 다분히 그 요인이 기업 내적인 면에 기인하고 있거나 개별 기업에 選別的으로 影響을 미치는 성격을 가지고 있다. 여기에는 화재 위험, 파업, 경쟁자의 등장, 특정 제품에 대한 수요의 감소, 원재료비의 상승, 생산성 저하 등이 포함될 수 있다. 이러한 非體系的 危險은 基金管理者가 다수의 자산에 골고루 分散 投資하여 포트폴리오를 구성할 경우 그 영향을 줄일 수 있다. 이론적으로는 무수히 많은 자산에 분산 투자함으로써 이 危險을 완전히 없앨 수(diversify away) 있다는 것을 증명할 수 있다.

따라서 基金의 運用을 여러가지 자산에 分散 投資한다고 가정할 때 基金 관리자의 兪점은 체계적 위험 정도에 모여지게 되는데 개별 자산들은 이러한 體系的 危險에 대한 敏感度(sensitivity)가 각기 다르다. 예를 들면 借入金의 비율이 높은 기업은 낮은 기업보다 소폭의 금리 변화에 따른 收益性的 變動幅이 커지게 된다. 이러한 體系的 危險에 대한 敏感度를 측정하는 척도로 이용되는 지표가 베타( $\beta$ )이다. 베타는 샤프(Sharpe), 린트너(Lintner), 모신(Mossin)에 의해 개발된 자본자산

가격결정모형(Capital Asset Pricing Model)의 중추적인 개념으로서 개별 투자 대상의 베타는 이들 자산의 수익율과 시장 포트폴리오의 수익율과의 共分散(Covariance)을 시장 전체의 수익율의 分散(Variance)으로 나누어 얻을 수 있다.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} = \frac{\rho_{i,M} \sigma_i \sigma_M}{\sigma_M^2}$$

$\beta_i$ : 개별 자산 i의 베타

$\sigma_{i,M}$ : 자산 i와 시장 포트폴리오의 공분산

M: 시장 포트폴리오

$\rho_{i,M}$ : i와 M의 상관계수

시장이 균형을 이룬 상태에서 자산 i의 期待 收益率은 다음과 같다.

$$E(r_i) = r_f + [E(r_M) - r_f] \beta_i$$

$E(r_i)$ : 자산 i의 기대 수익율

$E(r_M)$ : 시장 포트폴리오의 기대 수익율

$r_f$ : 무위험 자산의 수익율

따라서 基金관리의 효율성을 평가하는데 있어서 단순히 실현된 收益率( $r_i$ ) 만으로 판단할 것이 아니라 期待 收益率과 實績 收益率을 비교하여 평가하여야 할 것이다. 基金으로 매입한 포트폴리오 전체의 체계적 위험 즉 베타( $\beta_i$ )는 개별 자산의 베타를 가중 평균한 값이 되고 기대수익율도 같은 방법으로 산출할 수 있다. 이렇게 하여 산출된 기대수익율과 실현수익율을 관련하여 投資效率을 평가하는데 사용되는 指數(Index)로는 쟈센 지수(Jensen index), 트레이노 지수(Treynor Index), 샤프 지수(Sharpe Index)의 3가지가 널리 사용되

고 있다.

## 2. 젠센 지수(Jensen Index)

젠센지수는 투자 포트폴리오의 實現 收益率과 동등한 위험을 갖는 자산의 실현수익율과의 차이를 일컬으며 이 값이 (+)일 경우 超過收益을 실현하였다고 할 수 있다. 젠센 지수는 다음과 같이 표시될 수 있다.

$$J_p = r_p - [r_f + (r_M - r_f)\beta_p]$$

$J_p$ : 포트폴리오의 젠센 지수

$r_p$ : 포트폴리오의 실현 수익율

$\beta_p$ : 포트폴리오의 베타 추정치

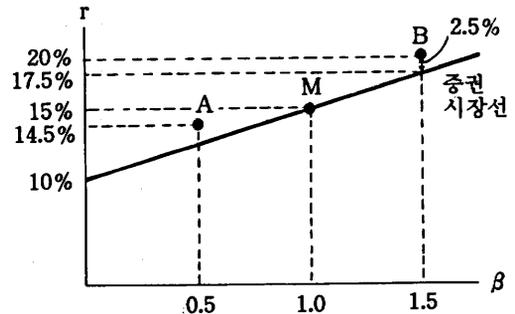
$[r_f + (r_M - r_f)\beta_p]$ : 포트폴리오의 기대수익률 ( $E(r_p)$ )

따라서 젠센 지수는 포트폴리오의 實現收益率과 證券市場線<sup>2)</sup>(Security Market Line)과의 차이(거리)를 나타낸다고 할 수 있으며 이 값이 클수록 투자성고가 양호한 것으로 해석된다. 예를 들면 無危險資產 收益率( $r_f$ )이 10%이고 시장 포트폴리오 수익율( $r_M$ )이 15%이며 두 포트폴리오(A 및 B)의 베타 계수( $\beta_A$  및  $\beta_B$ )가 0.5와 1.5이라고 가정할 때 각각의 실현된 收益率이 14.5% 및 20%일 경우의 젠센 지수는 다음과 같다(그림 1 참조).

$$J_A = 14.5\% - [10\% + (15\% - 10\%)0.5] = 2.0\%$$

$$J_B = 20\% - [10\% + (15\% - 10\%)1.5] = 2.5\%$$

(그림-1)



따라서 젠센 지수를 기준으로 投資成果를 분석할 경우 포트폴리오 B의 투자성고가 더 우수하다고 할 수 있다. 젠센 지수를 사용한 평가는 단순히 실현 수익율의 높낮음에 따라 순위를 결정하는 것이 아니고 超過收益率의 크기에 따라 결정하기 때문에 포트폴리오의 위험을 반영한 평가방법이라고 할 수 있다.

## 3. 트레이노 지수(Treynor Index)

젠센 지수가 체계적 위험을 반영한 超過收益率의 크기를 기준으로 평가하는 장점이 있는 반면에 이 초과 수익율에 의한 우열을 가리는데 있어서 단위 위험당 초과 수익을 고려하지 않고 있는 단점이 있다. 앞서 설명한 예의 경우 포트폴리오 B의 위험은 A보다 3배( $1.5/0.5$ )이며 초과수익율은 1.25배( $2.5/2.0$ )에 불과하지만 젠센지수를 사용할 경우 포트폴리오 B의 성과가 더 좋은 것으로 나타나고 있다. 따라서 이같은 단점을 보완한 것이 트레이노 지수인데 다음과 같이 산출하고 있다.

즉 無危險資產 收益率( $r_f$ )을 초과하는 투자 포

2) 무위험자산 수익율( $r_f$ )과 시장 포트폴리오의 수익율( $r_M$ )을 잇는 직선이다. 자본자산가격결정모형(CAPM)에 따르면 모든 투자대상은 이 선상에 위치하게 된다. 따라서 증권시장선은 危險(체계적 위험)을 고려하여 必要收益率을 결정하게 되므로 나아가 수익율을 반영한 자산의 가격을 결정하는 역할을 하게 되며, 현재 자본시장 이론을 주도하는 중요한 概念의 하나이다.

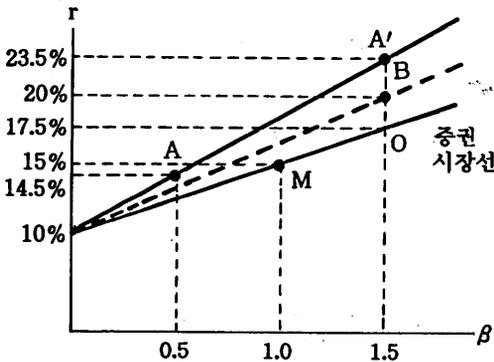
$$T_P = \frac{r_P - r_f}{\beta_P}$$

트폴리오의 수익율을 危險의 尺度인 베타로 나누어서 구할 수 있다. 앞의 두 포트폴리오의 트레이노 지수는 다음과 같다(그림 2 참조).

$$T_A = \frac{14.5 - 10.0}{0.5} = 9.0$$

$$T_B = \frac{20.0 - 10.0}{1.5} = 6.7$$

(그림-2)



그림에서 알 수 있듯이 포트폴리오 A의 트레이노 지수는  $r_f$ 와 포트폴리오 A를 잇는 직선의 기울기를 나타내는데 기울기가 클수록 投資成果가 양호한 것으로 판단된다. 이것은 포트폴리오 A의 위험이 포트폴리오 B의 위험 수준( $\beta=1.5$ )으로 높아졌을 경우의 超過收益은 그림의  $OA'$ (6%)가 되는데 이 값이 포트폴리오 B의 초과 수익인  $OB$ (2.5%)보다 크게 되기 때문이다.

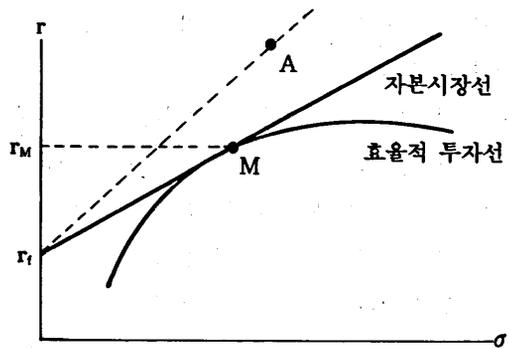
#### 4. 샤프 지수(Sharpe Index)

젠센 지수나 트레이노 지수가 危險의 基準으로 體系的 危險인 베타를 이용하는 반면에 샤프지수의 산출에는 총 위험인 수익율의 標準偏差( $\sigma$ )를 기준으로 하고 있다. 트레이노 지수처럼 샤프 지수는 수익율의 표준편차 한 단위당 무위험자산 수익율을 초과하는 收益率을 산출하는 것으로 다음 식으로 표시될 수 있다.

$$S_P = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P}$$

따라서 투자 포트폴리오의 샤프 지수가 시장 포트폴리오의 샤프 지수(자본시장선의 기울기)보다 클 경우 투자성과는 양호한 것으로 평가된다. 이 경우 샤프 지수는 資本市場線<sup>3)</sup>(Capital Market Line)의 기울기보다 크게 된다(그림 3 참조).

(그림-3)



3) 資本市場線은 期待收益率과 수익율의 標準偏差와의 관계를 나타내는 직선으로서 無危險資產 收益率( $r_f$ )을 연장한 선이 마르코비츠(H. Markowitz)의 效率的 投資線(Efficient Frontier)과 접할 경우의 직선을 말한다. 이 경우 효율적 투자선상의 접점이 시장 포트폴리오(M)가 된다. 證券市場線이 개별 자산의 가격(수익율)을 결정하는 역할을 하는 반면에 資本市場線은 투자자의 危險 選好度에 따라 무위험자산과 위험자산(M)의 구성 비율이 어떻게 결정되는가를 보여주는 역할을 한다.

投資者の 포트폴리오의 收益率의 偏差( $\sigma_p$ )는 주식의 고르게 분산될 경우 점차 줄어들기 때문에 샤프 지수는 높아지게 된다. 따라서 샤프 지수는 超過收益(depth)뿐 아니라 分散投資의 程度(breadth)를 함께 고려한다는 잇점이 있다.

#### IV. 結 論

生命保險會社의 財務健全性의 確保 問題는 여러 측면에서 종합적으로 검토되어야 할 것이다. 本稿에서는 資產運用과 관련하여 그 現況 및 效率性을 저해하는 요인을 분석해 보았다. 그 중 자본시장 전반에 관련된 문제는 보험회사의 통제 범위밖에 있으며 전반적으로 점차 호전되어가고 있다고 할 수 있다. 그리고 資產運用의 效率性을 저하시킬 소지가 있는 '財産運用에 관한 準則'의 개정, 보완 문제는 金融環境의 變化에 따라 持續적으로 檢討되어야 하나, 우선적으로는 준칙의 범위내에서 최대의 수익율을 실현할 수 있는 노력이 요망된다.

財務健全性의 확보의 방편이 되는 효율적 투자를 유도하기 위해 업계는 安定性을 확보하는 범위 내에서의 目標危險水準과 目標收益率을 설정하여 이의 초과달성을 도모해야 할 것이다. 이와 병행하여 자산운용자의 능력 및 實績評價를 함에 있어서 위험과 실현수익을 함께 고려하는 제도적 장치가 고안되어야 할 것이다. 이를 통하여 高收益 示現만을 위한 고위험자산에 대한 과도한 투자를 방지하고 資產運用의 健全性을 제고시키도록 해야 할 것이다. 이를 위해서 우선적으로 投資資產의 危險의 重要性에 대한 새로운 認識이 필요하다고 할 수 있다.

#### 參 考 文 獻

- Jensen, M.C., "Problems in Selection of Security Portfolios: The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *Journal of Business*(May 1968).
- Jensen, M.C., "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios", *Journal of Finance* (April 1969).
- Life Insurance Fact Book, American Council of Life Insurance, 1990.
- Lintner, J., "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*(Feb. 1965).
- Markowitz, H.M., "Portfolio Selection", *Journal of Finance* (Dec. 1952).
- Mossin, J., "Equilibrium in a Capital Market", *Econometrica* (Oct. 1966).
- Sharpe, W.F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium", *Journal of Finance*(Sept. 1964).
- Sharpe, W.F., "Mutual Fund Performance", *Journal of Business* (Jan. 1966).
- Treynor, J.L., "How to Rate Management Investment Funds", *Harvard Business Review* (Jan. - Feb. 1965).