

보험회사 재무분석

2010년 1/4분기 제5호

재무연구실

1부. 재무이슈

김해식 김소연
최영목

2부. 재무분석

경영환경 분석
최영목
이혜은 김혜란

영업성과 분석
김해식 장동식

현금흐름 추정
진 익 이혜은
김혜란

머 리 말

보험회사들은 최근 글로벌 금융위기에서 벗어나는 경영성과를 나타내고 있으나, 여전히 보험영업 성과의 개선과 운용자산의 건전성 유지라는 과제를 가지고 있습니다. 한편 보험회사들은 금융위기로부터 단기적 매출 확대에 치중하던 전략에서 벗어나 지속적 성장가능성을 모색하여야 한다는 값진 교훈을 얻었다고 할 수 있겠습니다.

보험연구원은 심층적인 연구를 통해 보험회사들이 경영환경의 변화에 합리적으로 대응하여 체계적인 경영전략을 수립하는 한편 핵심 업무영역을 파악함으로써 새로운 성장동력을 발굴하는 것을 지원하고자 금융 및 보험과 관련한 산업, 정책, 제도적 이슈 등에 대한 객관적이고 전문적인 연구 결과물을 제시하고 있습니다.

보험연구원이 계간지 형태로 발간하는 정기 간행물인 『보험회사 재무분석』은 기존 경영성과 분석체계를 보다 심화시켜 보험관련 이해관계자에게 제공하는 것을 목적으로 하고 있습니다. 이번 제5호에서는 출구전략 실행 여부를 비롯한 경영환경상 불확실성이 큰 상태임을 감안하여, 그러한 경영환경 변화가 보험회사 경영성과에 미칠 영향을 분석하고 주요 위험요인을 효과적으로 관리할 수 있는 방안들을 재무이슈에서 소개하였습니다. 또한 금융시장의 주요 변수와 보험회사의 영업성과와의 관계 분석도 재무이슈에 담았습니다. 제2부에서는 보험회사의 재무비율을 바탕으로 분석한 경영성과를 일관된 체계에 따라 제시하는 작업을 지속하였습니다.

보험연구원은 다양한 채널을 통해 보험회사, 금융정책당국, 관련 연구자들로부터 의견을 수렴하여 보다 객관적이고 보험업의 특성에 적합한 경영성과 분석체계를 발굴하여 『보험회사 재무분석』에 수용하고자 계속 노력할 것입니다.

본 정기 간행물을 통해 제시되는 분석 틀과 내용이 보험산업 이해관계자에게 유익하게 활용되기를 바라며, 독자 여러분의 많은 관심과 적극적인 조언 그리고 애정어린 성원을 부탁드립니다.

2010년 7월

보 험 연 구 원

원 장 김 대 식

목 차

1부. 재무이슈	1
이슈1. 최근 시장 환경과 보험회사 경영전략	3
이슈2. 금리, 물가, 환율과 보험회사 재무성과의 관계분석	19
2부. 재무분석	39
I. 경영환경 분석	41
1. 환경변화와 경영성과	43
2. 경쟁도 변화	50
3. 상품구성 변화	53
4. 자산구성 변화	59
II. 영업성과 분석	63
1. 투자영업 성과 분석	65
2. 보험영업 성과 분석	77
III. 현금흐름 추정	95
1. 현금흐름 현황 : 생명보험	97
2. 현금흐름 현황 : 손해보험	115
3. 기업가치 추정	133
부록. 분석체계	139

표 차례

1부. 재무이슈

< 표 1 > 단기패턴 : 물가상승률 2.5% 지급준비금	9
< 표 2 > 단기패턴 : 물가상승률 5.0% 지급준비금	9
< 표 3 > 단기패턴 : 물가상승률과 지급준비금 증가율	10
< 표 4 > 장기패턴 : 물가상승률 2.5% 지급준비금	10
< 표 5 > 장기패턴 : 물가상승률 5.0% 지급준비금	11
< 표 6 > 장기패턴 : 물가상승률과 지급준비금 증가율	11
< 표 7 > 인플레이션 대응전략	17
< 표 8 > 분석 모형의 변수	24
< 표 9 > 주요 변수가 생명보험 영업성과에 미치는 영향 검정 결과	28
< 표 10 > 주요 변수가 손해보험 영업성과에 미치는 영향 검정 결과	29
< 표 11 > 분석 변수	34

2부. 재무분석

< 표 I-1 > 보험회사의 자산운용 비율규제 개정안	49
< 표 I-2 > 기업대출 연체율 추이	61
< 표 I-3 > 생명보험 자산구성 추이	62
< 표 I-4 > 손해보험 자산구성 추이	62
< 표 II-1 > 투자영업성과 주요 이슈	94
< 표 II-2 > 투자영업성과 향후 전망	94
< 표 II-3 > 보험영업성과 주요 이슈	94
< 표 II-4 > 보험영업성과 향후 전망	94

그림 차례

1부. 재무이슈

< 그림 1 > 물가상승 경로와 영향	7
< 그림 2 > 장단기 지급패턴에 따른 물가상승 영향 비교	12
< 그림 3 > 이자율상승 경로와 영향	13
< 그림 4 > 금융시장 주요 변수가 보험회사에 미치는 영향	20
< 그림 5 > 금융시장 주요 변수와 경영성과의 관계	25
< 그림 6 > 경영성과 구성 (생명보험)	26
< 그림 7 > 경영성과 구성 (손해보험)	27
< 그림 8 > 영업성과 구성 (생명보험)	28
< 그림 9 > 영업성과 구성 (손해보험)	29
< 그림 10 > 투자영업성과 구성 (생명보험)	30
< 그림 11 > 투자영업성과 구성 (손해보험)	31
< 그림 12 > 보험영업성과 (생명보험)	32
< 그림 13 > 보험영업성과 (생명보험)	33

2부. 재무분석

< 그림 I-1 > 금리 추이	43
< 그림 I-2 > 주가지수 및 원/달러 환율 추이	44
< 그림 I-3 > GDP성장률 추이	45
< 그림 I-4 > 소매판매액지수증가율 및 생활형편지수 추이	46
< 그림 I-5 > 실업률 및 가계소득증가율 추이	47
< 그림 I-6 > 생산자 및 소비자 물가상승률 추이	48
< 그림 I-7 > 생명보험산업의 분기별 HHI 및 CR3 추이	50
< 그림 I-8 > 손해보험산업의 분기별 HHI 및 CR4 추이	51
< 그림 I-9 > 보험산업의 Boone 지수 추이	52
< 그림 I-10 > 생명보험 종목별 주력판매회사수(초회 기준)	53
< 그림 I-11 > 손해보험 종목별 주력판매회사수 추이	54
< 그림 I-12 > 보험종목HHI 수준(FY2009 4분기)	55

< 그림 I -13 > 보험종목HHI 변화(전년동기대비)	56
< 그림 I -14 > 생명보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이	57
< 그림 I -15 > 손해보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이	58
< 그림 I -16 > 자산구성 변동지수 추이	59
< 그림 I -17 > 금리 추이	60
< 그림 II-1 > 생명보험 투자이익률 현황	65
< 그림 II-2 > 생명보험 투자이익률 갭 분포	66
< 그림 II-3 > 생명보험 투자이익률 정상수준	67
< 그림 II-4 > 손해보험 투자이익률 현황(정상수준 대비)	68
< 그림 II-5 > 손해보험 투자이익률 갭 분포	68
< 그림 II-6 > 손해보험 투자이익률 정상수준	69
< 그림 II-7 > 이자율 추이	70
< 그림 II-8 > 생명보험 레버리지비율 현황(정상수준 대비)	71
< 그림 II-9 > 생명보험 레버리지비율 갭 분포	71
< 그림 II-10 > 생명보험 레버리지비율 정상수준	72
< 그림 II-11 > 손해보험 레버리지비율 현황(정상수준 대비)	73
< 그림 II-12 > 손해보험 레버리지비율 갭 분포	73
< 그림 II-13 > 손해보험 레버리지비율 정상수준	74
< 그림 II-14 > 회사채 및 장단기 금리 추이	75
< 그림 II-15 > 생명보험 자본회전을 현황(정상수준 대비)	77
< 그림 II-16 > 생명보험 자본회전을 갭 분포	78
< 그림 II-17 > 생명보험 자본회전을 정상수준	78
< 그림 II-18 > 손해보험 자본회전을 현황(정상수준 대비)	79
< 그림 II-19 > 손해보험 자본회전을 갭 분포	80
< 그림 II-20 > 손해보험 자본 회전을 정상수준	80
< 그림 II-21 > 소비심리	81
< 그림 II-22 > 생명보험 보험료 증가율(일반계정)	82
< 그림 II-23 > 기업경기실사(BSI) 지표 추이	83
< 그림 II-24 > 손해보험 종목별 보험료 증가율	84
< 그림 II-25 > 장기손해보험 보험료 증가율	84
< 그림 II-26 > 소비심리 및 기업경기 전망	85
< 그림 II-27 > 생명보험 매출이익률 현황(정상수준 대비)	86
< 그림 II-28 > 생명보험 매출이익률 갭 분포	87

< 그림 II-29 > 생명보험 매출이익률 정상수준	87
< 그림 II-30 > 손해보험 매출이익률 현황(정상수준 대비)	88
< 그림 II-31 > 손해보험 매출이익률 겹 분포	89
< 그림 II-32 > 손해보험 매출이익률 정상수준	89
< 그림 II-33 > 생명보험 보험영업비용 증가율	90
< 그림 II-34 > 손해보험 보험영업비용 증가율	91
< 그림 III-1 > 생명보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향	97
< 그림 III-2 > 생명보험 투자영업성과 현황(정상수준 대비)	98
< 그림 III-3 > 생명보험 보험영업성과 현황(정상수준 대비)	99
< 그림 III-4 > 생명보험 투자영업성과 겹 분포	100
< 그림 III-5 > 생명보험 보험영업성과 겹 분포	101
< 그림 III-6 > 생명보험 투자영업성과 정상수준	102
< 그림 III-7 > 생명보험 보험영업성과 정상수준	103
< 그림 III-8 > 생명보험 영업성과 변화방향	104
< 그림 III-9 > 생명보험 영업성과 현황(정상수준 대비)	105
< 그림 III-10 > 생명보험 기타성과 현황(정상수준 대비)	106
< 그림 III-11 > 생명보험 영업성과 겹 분포	107
< 그림 III-12 > 생명보험 기타성과 겹 분포	108
< 그림 III-13 > 생명보험 영업성과 정상수준	109
< 그림 III-14 > 생명보험 기타성과 정상수준	110
< 그림 III-15 > 생명보험 경영성과 변화방향	111
< 그림 III-16 > 생명보험 경영성과 현황(정상수준 대비)	112
< 그림 III-17 > 생명보험 경영성과 겹 분포	113
< 그림 III-18 > 생명보험 경영성과 정상수준	114
< 그림 III-19 > 손해보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향	115
< 그림 III-20 > 손해보험 투자영업성과 현황(정상수준 대비)	116
< 그림 III-21 > 손해보험 보험영업성과 현황(정상수준 대비)	117
< 그림 III-22 > 손해보험 투자영업성과 겹 분포	118
< 그림 III-23 > 손해보험 보험영업성과 겹 분포	119
< 그림 III-24 > 손해보험 투자영업성과 정상수준	120
< 그림 III-25 > 손해보험 보험영업성과 정상수준	121
< 그림 III-26 > 손해보험 영업성과 변화 방향	122
< 그림 III-27 > 손해보험 영업성과 현황(정상수준 대비)	123

< 그림 Ⅲ-28 > 손해보험 기타성과 현황(정상수준 대비)	124
< 그림 Ⅲ-29 > 손해보험 영업성과 겹 분포	125
< 그림 Ⅲ-30 > 손해보험 기타성과 겹 분포	126
< 그림 Ⅲ-31 > 손해보험 영업성과 정상수준	127
< 그림 Ⅲ-32 > 손해보험 기타성과 정상수준	128
< 그림 Ⅲ-33 > 손해보험 경영성과 변화방향	129
< 그림 Ⅲ-34 > 손해보험 경영성과 현황(정상수준 대비)	130
< 그림 Ⅲ-35 > 손해보험 경영성과 겹 분포	131
< 그림 Ⅲ-36 > 손해보험 경영성과 정상수준	132
< 그림 Ⅲ-37 > 금리 전망	133
< 그림 Ⅲ-38 > 수익률곡선 전망	134
< 그림 Ⅲ-39 > 성장률 추정 (생명보험)	135
< 그림 Ⅲ-40 > 성장률 추정 (손해보험)	136
< 그림 Ⅲ-41 > 기업가치 추정 (생명보험)	137
< 그림 Ⅲ-42 > 기업가치 추정 (손해보험)	138

1부. 재무이슈

이슈1. 최근 시장 환경과 보험회사 경영전략

이슈2. 금리, 물가, 환율과 보험회사 재무성과의
관계 분석

이슈1. 최근 시장 환경과 보험회사 경영전략

- ☐ 최근 전격적인 금리인상과 관련하여 제기된 인플레이션 우려는 그 가능성이 높지 않다는 것이 다수 의견임.
- ☐ 그러나 인플레이션을 포함한 다양한 환경요인이 보험회사 경영에 어떻게 영향을 미칠 것인가를 사전에 검토해 볼 시점이기도 함.
- ☐ 또한 보험회사가 인플레이션 경로를 차단하거나 영향을 최소화하기 위한 대응수단들을 살펴보고자 함.

1. 개요

- ☐ 수입물가가 큰 폭의 상승세를 기록하는 등 인플레이션에 대한 우려가 제기되는 가운데 최근 전격적인 금리인상 조치가 취해진 바 있음.
 - 지난 금융위기 이후의 본원통화 증가량과 경기회복에 따라 화폐유통속도가 상승할 것이라는 전망은 인플레이션 우려로 이어지고 있음.
 - 이는 민간 수요를 반영하는 화폐유통속도(명목GDP/M2)와 경제성장률을 초과하는 통화량 증가가 물가상승을 초래한다는 점에 근거함.
 - 그러나 민간의 소비지출이 늘지 않는 한 인플레이션 가능성은 높지 않다는 전망이 보다 지배적인 상황임.
 - 경제 주체들은 인플레이션 압력을 거의 인식하지 않고 있다는 것임.
 - 이에 따라 시장의 자금공급이 급격하게 위축되지 않도록 점진적인 출구전략이 필요하다는 주장이 제기되고 있음.

- 최근 국내 물가의 변동은 환율과 국제유가 상승에 따른 수입물가의 급상승에 기인하는 것으로 평가됨(유진아, 2010).
 - 환율과 국제유가 상승은 즉각적으로 물가에 반영되는 것으로 알려짐.¹⁾
 - 수입재화의 90%가 원자재와 자본재임을 고려할 때, 환율과 국제유가 등이 수입물가와 생산자물가를 주도하고 있는 것으로 보임.
 - 다만, 중국 위안화 가치의 절상이 현실화될 경우 환율상승이 물가상승에 미치는 영향은 약화될 것으로 예상²⁾
 - 중국 위안화의 가치가 절상되면 원화 가치 역시 동반 상승하여 최근의 대미 환율의 상승 기조가 약화될 것으로 판단되기 때문임.
 - 물가상승 경로의 하나로서 환율상승을 함께 살펴볼 필요가 있음.
- 본고는 인플레이션 시나리오를 전제로 물가, 이자율 등 다양한 경로를 통해서 보험회사 경영에 미칠 영향을 조명하고자 함.
 - 물론 발생 가능성이 낮은 물가상승에 국한하지 않고 대표적 출구전략 수단인 이자율 상승, 그리고 최근의 환율 상승을 함께 논의하고자 함.
 - 제2장에서는 보험계약에 내재된 물가상승 대응장치를 살펴보고,
 - 제3장에서는 실손보험의 지급준비금, 장기손해보험과 생명보험의 이자율, 자산부문의 환율 및 물가라는 세 가지 경로에 대해 논의하며,
 - 제4장에서 대응전략과 수단을 살펴보고자 함.

1) 유가는 1분기 시차를 두고, 환율상승은 즉각적으로 물가상승률로 이어짐(이재준·정대회, 2010).

2) 『재무분석』 제4호의 재무이슈, 「위안화 절상의 파급효과 진단」 참고.

2. 보험계약 내의 인플레이션 대응 장치

- 보험계약은 미래위험에 대한 보장서비스를 약속하고 보험료를 미리 받는 구조이므로 기본적으로 인플레이션 위험에 노출되어 있음.
 - 보험회사는 보험료에 예상물가상승률을 반영하거나(보험료방식), 보험금액을 미리 확정하여 지급함(보험금방식)으로써 인플레이션 위험에 대응
 - 실손보상을 원칙으로 하는 손해보험과 건강보험에서는 보험료방식 채택
 - 생명보험에서는 명목보험금만을 지급하는 보험금방식 채택
- 보험료방식에서 물가상승분을 가격에 모두 반영하는 데에는 한계가 있음.³⁾
 - 보험료 방식은 물가상승률이 반영된 추세율을 보험료 산출 시 적용⁴⁾
 - 물가상승 폭이 추세율을 초과하여 예상보다 크게 오르거나 수요가 더 크게 감소하는 경우 보험회사의 재무성과가 악화될 것임.
 - 그러나 보험료 상승이 더 크게 나타날 경우 오히려 인플레이션 기간의 매출이 더 높아지는 결과를 경험할 수 있음.
 - 미국 손해보험의 연평균 매출성장률은 인플레이션 기간(1974~1986)에 12%인 반면, 비인플레이션 기간(1987~2000)에는 4%로 나타남.⁵⁾
- 보험금방식에서 물가상승은 보험수요를 감소시키는 것으로 나타남.
 - 물가상승이 지속되면 보험소비자들은 장기상품보다 단기상품을 선호하고, 정액형 상품보다 실손형 상품을 선호할 것으로 예상할 수 있음.
 - 신종협·서대교(2009) 등 여러 문헌들은 물가상승이 장기정액상품인 생명보험의 수요와 부(-)의 관계가 있음을 보이고 있음.

3) McKinsey(2010).

4) 건강보험의 보험료 산출에서는 의료비상승률을 중시함(조용운, 2009).

5) Conning Research & Consulting (2010).

3. 인플레이션 파급 경로

□ 실손보험의 경우 물가상승은 보험원가 상승을 통해 재무성과에 영향을 미침.

○ 물가상승은 인건비 및 정비공임, 부품비, 의료비 등 배상책임, 자동차보험, 건강보험 등 실손보험의 보험원가를 상승시킴.

- 물가상승은 실손보험의 보험금 지급액이 시간이 지남에 따라 증가하면서 손해율 및 사업비율을 악화시키고, 재보험 구입비용의 상승을 초래할 수 있음.

- 다만, 보험사고 발생 이후 보험금 지급에 걸리는 기간이 길지 않은 재물보험이나 자동차 대물배상 및 자차보상 등의 경우에는 상대적으로 물가상승에 따른 영향이 크지 않음.

○ 환율 급등이 물가상승의 주요 원인인 경우 해외재보험 구입비용의 증가는 원수보험 가격의 인상요인으로 작용할 수 있을 것임.

- 그러나 재보험 출재에 크게 의존하는 보험의 경우 원수보험을 외화표시로 판매하는 관행을 고려할 때, 재보험비용의 증가 효과는 크지 않을 것임.

□ 생명보험의 경우 물가상승은 명목이자율 상승, 즉 실질이자율 하락을 통해 생명보험의 수요를 감소시키고, 해지율 상승 등 보험원가의 상승으로 이어짐.

○ 물가상승에 따라 장기이자율이 오르면 저축성보험의 신규 수요가 위축되고,

○ 이자율 상승이 빠르게 진행될 경우 보유계약의 해약률이 상승하여 해약환급금 지급이 많아지면서 보험원가가 상승하는 현상도 있을 수 있음.⁶⁾

□ 이자율 상승은 자산가치 하락과 변액상품의 수요 감소를 초래할 수 있음.

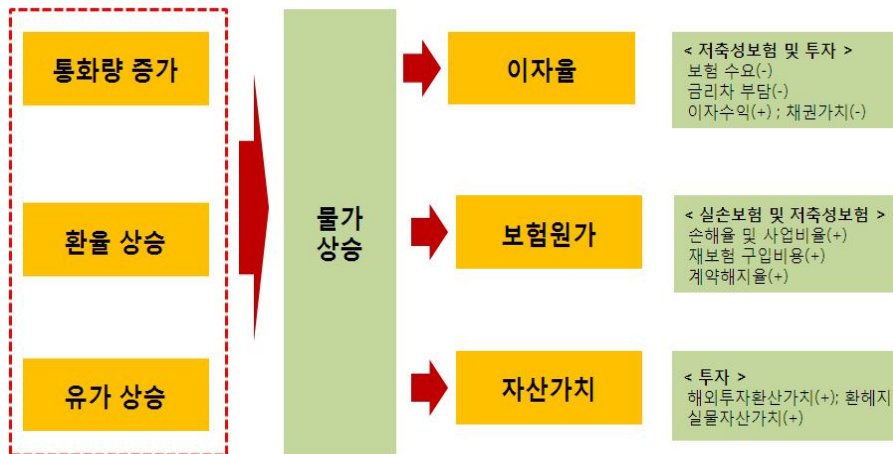
○ 이자율이 상승하면, 총자산의 30% 이상을 차지하는 채권 가치가 하락하며, 그 효과는 손익계산서의 투자수익 감소가 아니라 대부분 대차대조표의 자본

6) 고금리 금융상품으로 자금이 빠져나가는 탈중개화 현상(disintermediation)을 의미하며, 황진태·이경희(2010)의 연구도 이자율과 해지율이 정(+)의 관계가 있음을 보여주고 있음.

을 직접적으로 감소시키는 것으로 나타남.

- 이자율 상승이 주가 하락을 초래할 경우, 이는 변액보험의 수요 감소를 가져와 특별계정의 수수료 수입에 부정적으로 작용할 가능성이 있음.
 - 변액보험의 수익률은 주식가치에 크게 의존하므로 주가 하락은 변액보험의 수익률과 그에 따른 수요 감소로 이어질 것으로 예상할 수 있음.
 - 다만, 경험적으로 이자율 상승과 주가 하락의 관계는 분명하지 않음.

< 그림 1 > 물가상승 경로와 영향



□ 물가상승이 보험회사의 기업가치에 긍정적으로 작용하는 측면도 있음.

- 부동산, 금 등 실물자산의 경우 물가상승 시 오히려 그 가치가 상승하므로 보험회사는 자산을 처분하거나 재평가할 경우 ㄱ 처분이익 및 재평가차액을 통해 자본을 증가시킬 수 있을 것임.
- 환율상승 시 손해보험 수요는 늘고 해외사업환산이익도 증가
 - 수출 증가 등으로 일반손해보험의 수요가 늘어날 것으로 예상할 수 있고, 해외자산의 외화환산이익 및 해외사업환산이익으로 자본 증가⁸⁾

7) 국제회계기준에서는 주기적인 재평가를 요구하므로 장기적으로는 부정적인 효과를 낼 수도 있음.

- 외화표시보험의 경우 보험료와 준비금의 환산 효과는 상쇄될 것이므로 영향이 크지 않을 것으로 보임.
- 이자율 상승으로 투자수익 증가와 함께 저축성보험의 금리차 부담 축소
 - 이자율 상승은 확정금리를 제공하고 있는 보험계약에서 대부분 발생하고 있는 금리리스크를 크게 줄일 것임.

3.1. 인플레이션이 실손보험에 영향을 미치는 경로 : 지급준비금

- 물가상승은 실손보험의 지급준비금 변동을 초래하여 손해율을 높이는 방식으로 보험원가에 영향을 미침.
 - 준비금적립액 산출에 필요한 미래의 지급보험금 추정은 과거의 평균 물가상승률이 지속한다는 가정 하에 지급보험금이나 발생손해액의 추이를 이용함.
 - 따라서 급격한 물가상승은 적립된 지급준비금이 적정 수준에 미치지 못하게 할 가능성을 높임.
- 과거의 물가상승률 추세만을 고려한 지급준비금과 기존보다 높은 물가상승률이 적용된 지급준비금의 비교 분석을 통해 인플레이션의 영향을 가늠할 수 있음.
 - 지급준비금에 대한 물가상승 효과는 보험금 진전년도별 패턴에 크게 좌우됨.
 - 여기에서는 지급보험금의 실재 진전 데이터를 구하기 힘든 한계가 있어 국내 일부 종목 및 미국의 사례에 기초한 지급패턴을 가정하여 지급보험금의 진전표를 작성하고 지급준비금을 추정
 - 국내 지급패턴을 충분히 반영하지 못한 한계가 있으므로 본 연구에서 추정한 물가상승에 따른 준비금 증가율은 하나의 예시에 불과할 수 있음.
 - 미래에 지급될 보험금은 지급시점의 물가상승률에 영향을 받음.

8) 외화환산이익과 해외사업환산이익은 각각 영업외, 기타포괄손익에 해당하여 모두 자본 증가 요인이나, 환헤지 등을 연계해 놓은 해외투자의 경우 환율변동으로 인한 이익을 기대하는 것은 제한적임.

- 과거 평균 물가상승률은 2.5%라고 가정하고,
 - 예상 물가상승률은 3%에서 5%까지 변화시켜 그 차이들을 살펴봄.
- 단기간의 지급패턴을 보이는 종목(short tail lines)의 경우 예상물가상승률에 따라 추가로 적립해야 할 준비금증가분은 <표 3>과 같음.
- 사고 발생 이후 2년 이내 지급된 금액이 전체 보험금의 약 80%라고 가정
- 사고 발생부터 종결까지 4년의 기간 소요
 - 지급 패턴: 당년도 50%, 2차년도 80%, 3차년도 90%, 4차년도 100%
- 물가상승률이 0.5% 상승할 때마다 준비금은 0.7%정도 증가함.

〈 표 1 〉 단기패턴 : 물가상승률 2.5% 지급준비금

사고연도	당년도	2차년도	3차년도	4차년도
2006	53	85	95	106
2007	56	90	101	112
2008	53	85	95	106
2009	63	101	113	126

- 주 : 1) 계단 상단의 값들은 지급보험금 실제 누적치이며, 하단의 값들은 각 경과시점에 추정된 누적 지급보험금액임.
 2) 가장 오른쪽에 위치한 열은 최종손해액 추정치이며,
 3) 지급준비금은 최종손해액과 실제지급보험금 누적액과의 차이가 됨.

〈 표 2 〉 단기패턴 : 물가상승률 5.0% 지급준비금

사고연도	당년도	2차년도	3차년도	4차년도
2006	53	85	95	106
2007	56	90	101	112
2008	53	85	96	107
2009	63	102	115	128

- 주 : 1) 계단 상단의 값들은 지급보험금 실제 누적치이며, 하단의 값들은 각 경과시점에 추정된 누적 지급보험금액임.
 2) 가장 오른쪽에 위치한 열은 최종손해액 추정치이며,
 3) 지급준비금은 최종손해액과 실제지급보험금 누적액과의 차이가 됨.

〈 표 3 〉 단기패턴 : 물가상승률과 지급준비금 증가율

물가상승률	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
준비금 증가율	0.73%	1.46%	2.17%	2.88%	3.58%

주 : 증가분은 물가상승률 2.5%가 반영된 지급준비금에 대한 비율임.

□ 보험금 정산에 상당한 기간이 소요되는 장기 지급패턴의 종목(long tail lines)에
서는 물가상승에 대한 민감도가 크게 나타남.

○ 사고 발생 이후 2년 이내 지급보험금이 전체 보험금의 45%에 해당하고, 사고
종결까지 8년의 기간이 소요된다고 가정

- 8년간 지급 패턴: 25%, 45%, 60%, 70%, 80%, 90%, 95%, 100%

〈 표 4 〉 장기패턴 : 물가상승률 2.5% 지급준비금

사고 연도	당년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	8차년도
2002	37	67	89	104	118	133	141	148
2003	41	74	98	115	131	148	156	164
2004	42	76	101	118	134	151	160	168
2005	56	101	134	157	179	202	213	224
2006	53	95	127	148	170	191	201	212
2007	56	101	134	157	179	202	213	224
2008	53	95	127	148	170	191	201	212
2009	63	113	151	176	202	227	239	252

주 : 1) 계단 상단의 값들은 지급보험금 실제 누적치이며, 하단의 값들은 각 경과시점에 추정
된 누적 지급보험금액임.

2) 가장 오른쪽에 위치한 열은 최종손해액 추정치이며,

3) 지급준비금은 최종손해액과 실제지급보험금 누적액과의 차이가 됨.

〈 표 5 〉 장기패턴 : 물가상승률 5.0% 지급준비금

사고 연도	당년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	8차년도
2002	37	67	89	104	118	133	141	148
2003	41	74	98	115	131	148	156	164
2004	42	76	101	118	134	151	160	169
2005	56	101	134	157	179	202	214	226
2006	53	95	127	148	170	192	204	215
2007	56	101	134	157	181	205	217	230
2008	53	95	128	150	173	196	208	221
2009	63	115	154	181	209	238	252	267

주 : 1) 계단 상단의 값들은 지급보험금 실제 누적치이며, 하단의 값들은 각 경과시점에 추정된 누적 지급보험금액임.
 2) 가장 오른쪽에 위치한 열은 최종손해액 추정치이며,
 3) 지급준비금은 최종손해액과 실제지급보험금 누적액과의 차이가 됨.

〈 표 6 〉 장기패턴 : 물가상승률과 지급준비금 증가율

예상 물가상승률	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
준비금 증가율	1.30%	2.58%	3.84%	5.09%	6.32%

주 : 필요증가분은 물가상승률 2.5%가 반영된 지급준비금에 대한 비율임.

□ 물가상승률이 클수록 지급패턴이 장기인 보험종목의 준비금 증가율은 단기인 보험종목의 증가율보다 빠르게 증가함.

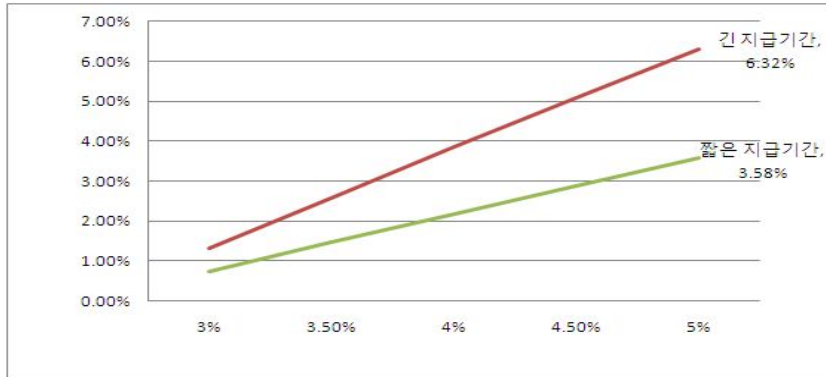
○ 또한 지급된 부분에 비해 미지급된 부분이 훨씬 큰 부분을 차지하는 최근 연도의 준비금 증가율이 더 크게 나타남.

- 사고연도 2009의 지급준비금이 이전 사고연도의 어떤 지급준비금보다도 불확실성이 크고 미래의 물가상승에 영향을 받는 부분임 크기 때문임.

○ 근재보험, 일반배상책임보험, 특수직배상책임보험 등은 이러한 긴 지급패턴의 양상을 보이므로 이들 종목의 비중이 높은 회사는 준비금 적정성에 더 많은 주의를 기울일 필요가 있음.

9) 미국의 경우, 이들 종목의 최종손해액은 일반적으로 15년 이상에 걸쳐 지급됨.

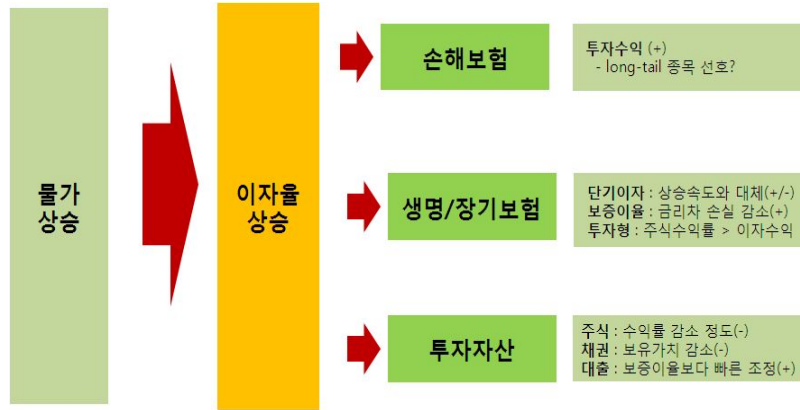
〈 그림 2 〉 장단기 지급패턴에 따른 물가상승 영향 비교



3.2. 인플레이션이 장기보험과 투자에 영향을 미치는 경로 : 이자율

- 이자율 상승은 장기보험의 경우 보험수요와 보험원가 모두를 통해서, 변액보험의 경우 주식수익률을 통해서 수요에 영향을 미칠 것임.
- 일반손해보험의 경우 이자율의 상승은 투자수익의 증가를 가져온다는 점에서 보험료와 보험금 지급 간 시차가 큰 장기 지급패턴의 종목 인수가 운용자산을 크게 하므로 유리할 것이나,
 - 물가상승기에는 장기지급패턴 종목의 보험금 증가가 손해를 악화의 주된 요인이 될 것임.
- 장기손해보험과 생명보험의 경우 이자율 상승은 장단기 이자율의 움직임에 따라 영향이 다르게 나타날 것임.
 - 일반적으로 단기이자율의 상승은 투자수익을 늘려 긍정적이며, 장기이자율의 상승은 보험회사의 보증이율 부담을 줄여줌.
 - 물가상승기와 같이 단기이자율의 상승 속도가 빠르게 나타날 경우 해지율 상승과 같은 자금이탈 현상이 발생할 수 있음.

〈 그림 3 〉 이자율상승 경로와 영향



- 한편, 변액보험의 전체 수익률을 좌우하는 것은 펀드 내 주식이므로 이자율 상승이 주식가치에 부정적이면 변액보험에서도 부정적으로 작용할 것임.
- 이자율 상승은 보유자산에서 발생하는 이자수익 등을 통해 투자이익에 영향을 미치고, 보유 자산 자체의 가치 변동을 통해 포괄손익에 영향을 미칠 것임.
- 세부 자산구성에서는 차이가 있으나, 생명보험과 손해보험 모두 채권의 전체 자산의 30% 이상을 차지하고 있고, 대부분이 자본에 직접 영향을 미침.
 - 그 결과 이자율의 상승으로 채권가치가 하락하면, 보험회사의 자본이 감소하여 재무건전성을 압박하게 됨.
- 그러나 이자수익 등 투자이익이 증가하면서 보증이율 부담이 줄어드는 긍정적 효과가 부정적 효과를 어느 정도 상쇄할 것임.
 - 즉, 이자율 상승에 따른 금리리스크 감소 효과는 가용자본의 감소 효과를 상쇄하는 효과가 있으므로 재무건전성이 개선될 여지도 있음.

3.3. 인플레이션이 자산가치에 영향을 미치는 경로 : 환율 및 물가

- 자산가치의 경우 물가상승은 자산의 명목가치 또는 환율에 의한 환산가치가 변동하는 형태로 나타날 것이나, 대체로 효과는 중립적인 것으로 평가됨.
- 토지와 건물 등 실물자산의 가치 상승은 자산을 처분하거나 재평가할 경우에만 그 효과가 경영성파로 이어지므로 일반적인 성과 향상 측면에서는 그 효과를 기대할 수 없음.
- 한편, 환율상승에 의한 해외투자의 환산가치 상승은 일반적으로 환헤지와 연동되어 있으므로 이 효과 역시 크다고 보기 어려움.

4. 인플레이션에 따른 영향과 대응전략

〈 보험영업에 대한 영향 〉

- 손해보험의 경우 물가상승은 보험원가 상승을 통해 부정적 영향을 미칠 것이나, 지속적인 물가상승기에는 오히려 수익성이 개선될 가능성도 있음.
 - 물론 보험료 조정과 매출성장률이 지급준비금의 증가 등 보험원가의 상승을 추월할 경우 보험영업성과는 오히려 개선될 수 있음.
 - 다만, 해외사례는 물가상승의 부정적 효과는 이후 기간에 나타나 충분한 완충자본의 대비가 필요함을 보여주고 있음.
 - 물가상승의 원인 중 하나인 환율 측면만을 고려할 경우, 환율 상승이 견인하는 수출 증가가 손해보험 수요의 확대를 가져올 수 있음.
 - 수입물가의 상승이나 해외재보험 비용의 상승이 미칠 영향은 미미할 것임.
- 생명보험의 경우 물가상승은 이자율 상승을 통해 영향을 미칠 것이며, 상승 속도가 빠르지 않다면 보험영업에 긍정적인 효과를 기대할 수 있음.
 - 일반적으로 이자율 상승은 보험계약자에 대한 보증이율 부담이 줄어들어 금리차 부분에서 긍정적일 것으로 예상할 수 있으나,
 - 이자율 상승 속도가 빨라지면 신규 수요가 줄고 해지율이 증가하는 자금이탈 현상으로 보험원가가 상승하고 매출은 줄어드는 부정적 효과가 있음.
 - 해외의 인플레이션 시기 고금리 상황에서 이런 현상이 자주 발생함.
 - 한편 이자율 상승이 주식시장에 부정적 영향을 미칠 경우 변액보험의 수요가 감소할 가능성이 있음.
 - 변액보험의 수익률은 펀드 구성에 관계없이 주식시장에 크게 의존함.

< 투자영업에 대한 영향 >

- 물가상승기에는 실물자산의 가치가 높아져 자산 매각이나 재평가를 통해서 투자이익을 증대시키거나 자본을 증가시킬 수 있음.
 - 현재 IFRS 최초 적용 시의 새로운 원가(간주원가) 산출을 목적으로 자산재평가가 허용되고 있으므로 재평가를 통해 자본을 증대시킬 기회가 있음.
 - 다만, 2011년 IFRS 시행 이후에는 실시하는 자산재평가에 대해서는 주기적인 평가가 요구되므로 지가 하락 등으로 자본이 감소할 가능성도 있음.
 - 한편, 물가상승 원인의 하나인 환율상승 측면만을 볼 경우 자본이 증대되는 효과를 기대할 수 있음.
 - 해외투자과 해외사업장의 환산이익이 증대되는 효과가 있으나, 환헤지 등 파생상품으로 그 효과가 상쇄될 가능성은 있음.
- 물가상승이 이자율 상승을 통하여 투자부문에 대체로 부정적인 영향이 클 것으로 보임.
 - 손익계산서에 반영되는 투자이익은 증가할 것이나, 대차대조표에 바로 반영되는 포괄손익은 감소할 것임.
 - 자산구성 중 이자수익자산이 차지하는 비중이 절대적임을 고려하면 이자율 상승은 손익계산서상 이자수익의 증가로 이어지지만, 대차대조표상 채무증권 자산의 가치 하락 중 대부분이 자본의 감소로 이어짐.
 - 따라서 손익계산서의 투자이익으로 표현되는 투자영업성과는 개선되겠지만, 투자자산의 규모는 축소되는 결과를 초래

< 인플레이션 대응전략 >

- 보험영업에서는 물가상승에 대한 노출을 최대한 줄이는 방향으로 상품구성 등을 재조정해야 하는 것이 효과적임.
- 실손보험의 경우 물가상승의 영향이 상당한 시차를 두고 나타날 가능성이 있으므로 단기 수익성에 의존하지 말고 사고처리, 종목 구성, 보유한도 관리에서 장기적인 대응이 필요함.
 - 보험사고를 신속하게 처리하여 보험금 지급 기간을 단축
 - 장기 지급패턴의 배상책임 등의 종목 비중을 줄이고, 지급기간이 짧은 재물보험 등의 비중을 늘리는 상품구성의 변화로 노출 축소
 - 또한 일정 한도를 초과하는 손해를 보장하는 재보험을 통해 위험을 전가
- 저축성보험의 경우 상대적으로 단기상품 위주로 운영하고 투자전략과 연계하여 이율보증에 따른 금리차 위험을 최소화할 필요

< 표 7 > 인플레이션 대응전략

대응전략	대응 전략	가용 수단
보험영업	노출 축소, 이율보증을 투자전략과 연계	- 보험금 신속지급 등 - 초과재보험 활용 - 재물보험 중심의 상품구성 변화
투자영업	투자기간 단축, 헤지상품 활용	- 단기채 중심 운용 - 실물투자 - 물가연동채권(TIPS) 매입 - 이자율스왑 등

- 투자영업에서는 이자율 상승 등에 따른 기회비용을 최소화는 방향으로 자산을 운용하는 것이 바람직함.
- 물가상승을 헤지하는 상품에 대한 투자를 늘리는 방안을 고려

- 실물투자와 물가연동채권 등이 효과적인 인플레이션 대응수단이 될 것임.
- 또한 이자율 상승기에는 투자시기를 늦추고 투자기간을 단축하는 방향으로 자산구성을 조정하는 방안을 고려할 수 있을 것임.
- 다만, 부채의 만기가 자산의 만기보다 긴 국내 보험의 특성상 마켓타이밍을 따르는 탄력적 투자전략은 제한적으로 운용하는 것이 바람직할 것임.

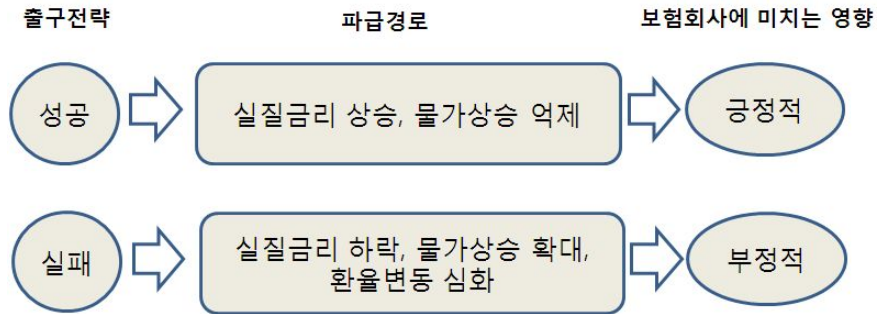
이슈2. 금리, 물가, 환율과 보험회사 재무성과의 관계 분석

- 최근 금융시장 주요 변수(금리, 물가, 환율)의 변화에 대한 관심이 증대됨에 따라 이들 변수와 보험회사 재무성과 사이의 관계를 분석함.
- 분석 결과, 실질이자율이 상승하면 대체로 보험회사 재무성과가 개선되나, 자산규모가 줄어드는 성과개선이라는 점에서 제한적이며, 매출을 확대할 성장 동력이 절실함.
- 반면, 물가가 상승하고 환율상승이 크면 보험회사 보험회사의 재무성과는 악화되는 것으로 나타남.

1. 도입

- 경기가 회복됨에 따라 인플레이션 우려와 함께 출구전략이 논의되는 가운데, 이에 따른 금융시장 주요 변수들의 움직임은 보험회사의 영업성과에 큰 영향을 줄 것임.
 - 2010년 5월 소비자물가지수는 115.7을 기록하여 전년동월대비로 소비자물가상승률은 2.7%에 그치고 있음.
 - 그러나 2009년 12월말 대비 상승률은 연평균 4.0%를 초과하였고, 동기간 생활물가상승률은 연평균 5.2%에 달함.
 - 출구전략의 성공으로 물가상승이 억제되고 실질금리가 상승할 경우 보험회사에 미치는 부정적 영향이 크지 않을 것임.
 - 그러나 출구전략이 실패할 경우 물가상승이 심화되면 실질금리가 하락하여 보험회사에 미치는 부정적 영향은 커질 것으로 예상
 - 이때, 환율변동이 커지면 보험회사의 영업성과에 부정적으로 작용할 것임.

〈 그림 4 〉 금융시장 주요 변수가 보험회사에 미치는 영향



□ 주요 금융시장 변수와 보험회사 재무성과 간 관계는 실증분석의 문제임.

- GDP성장률의 상승은 실질소득을 증가시켜 보험영업에서 신규수요를 확대하는 등 보험회사에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상
- 금리 상승은 보험영업에서 신규수요 감소, 해지율 상승 등의 영향을 미치고 투자영업에서 이자수익 개선, 금리부자산의 평가손 확대 등의 영향을 미칠 것으로 예상
- 물가상승은 보험영업에서 보험원가 상승, 실질소득 감소로 인한 보험수요 감소 등의 영향을 미치고 투자영업에서 실물자산의 처분 및 재평가 손익이 증가할 것으로 예상
- 환율이 상승하는 방향으로 변화율이 확대되면 보험영업에서 기업수출 증가로 인한 수요 증가 등의 영향을 미치고 투자영업에서 해외자산 환산가치 증가 등의 영향을 미칠 것으로 예상
- 이와 같이 GDP성장률 및 주요 금융시장 변수들은 보험영업과 투자영업에 긍정적 및 부정적 영향을 미치므로 이들 변수가 보험회사의 재무성과지표에 미치는 영향은 실증분석이 필요

□ 이에 본고는 실질금리, 물가, 환율 변화와 보험회사의 재무성과사이의 관계를 분석하고 시사점을 도출하고자 함.

- 본 논고는 출구전략의 시행 여부 및 성공 여부가 불확실한 상황에서 물가상승 혹은 금리상승이 확대될 가능성 모두를 열어두고 이러한 상황이 발생할 경우에 대비할 수 있는 전략적 시사점을 제시하는 데 목적이 있음.
- 이러한 목적을 달성하기 위해 회귀모형을 통해 실질금리, 물가상승률, 환율변화율과 보험회사의 투자영업성과와 보험영업성과 사이의 관계를 분석
- 금융시장 주요 변수와 보험회사의 재무성과 사이의 관계가 나타난 원인을 분석함으로써 세부적인 시사점 도출

2. 분석 가설

〈보험영업 부문〉

- ☐ H1: 물가가 상승하면, 손해보험의 보험영업성과가 개선
 - 물가상승으로 보험원가가 상승하여 매출이익률은 하락할 것으로 예상되나,
 - 경험적으로는 물가상승의 영향이 물가상승기 이후에나 나타나므로 물가상승기에는 매출이익률이 오히려 개선되는 사례가 나타남.
- ☐ H2: 물가가 상승하면, 생명보험의 보험영업성과가 악화
 - 물가상승이 명목금액을 지급하는 생명보험원가에 미치는 영향은 미미한 반면, 생명보험 수요가 하락하여 매출 규모가 감소할 것으로 예상
 - 그 결과, 자본회전율이 하락하면서 보험영업성과가 악화될 것으로 예상
- ☐ H3: 환율이 상승하면, 생명보험과 손해보험 모두 보험영업성과가 악화
 - 환율이 상승하면, 외화환산가치의 상승으로 손해보험과 생명보험 모두 자본이 증가할 것이므로 자본회전율이 하락할 것으로 예상
 - 한편, 손해보험의 경우 자본회전율은 수출 증가 등으로 매출 증대가 예상되

므로 자본 증가와의 상쇄효과로 인하여 영향이 크지 않을 수 있음.

□ H4: 실질금리가 상승하면, 생명보험과 장기손해보험의 보험영업성고가 개선

- 실질금리의 상승은 이자율에 민감한 생명보험 등의 가격을 저렴하게 하여 보험수요의 증가를 가져올 것으로 예상
- 이자율 상승으로 인하여 자산가치가 감소하면, 자본회전율은 상승할 것으로 예상
- 따라서 매출 증가가 매출이익률의 악화로 이어지지 않는 한 영업성고는 개선

〈투자영업 부문〉

□ H5: 환율이 상승하면, 투자영업성고가 악화

- 해외자산의 환산가치가 증가할 경우 자본이 증가하면서 투자이익률은 하락할 것으로 예상
- 다른 조건이 동일하다면, 환산가치가 반영된 자본의 증가 속도가 자산 증가보다 빨리 나타나 레버리지비율도 하락할 것으로 예상
- 다만, 환헤지 등으로 투자에 대한 영향이 크지 않다면 투자이익률과 레버리지비율에도 큰 변화는 없을 것으로 예상

□ H6: 실질금리가 상승하면, 투자영업성고는 개선

- 이자수익의 증가로 인해 투자이익률은 상승 예상
- 한편, 자본의 감소가 자산의 감소보다 커서 레버리지비율도 상승할 것으로 예상

3. 분석 모형

- 앞서 언급한 바와 같이 금융시장 주요 변수를 설명변수로 하고 보험회사 재무성과 변수를 종속변수로 하는 회귀모형(Pooled OLS)을 설정함.
 - 보험회사 재무성과 변수는 FY1999 1분기부터 FY2009 4분기까지 분기별 패널 데이터
 - 보험회사의 재무성과는 경영성과, 영업성과, 기타성과, 보험영업성과(자본회전율, 매출이익률), 투자영업성과(레버리지비율, 투자이익률)를 변수로 사용
- 본고는 실질금리, 물가상승률, 환율변화율을 설명변수로 사용
 - 이자율과 물가는 시차를 두고 보험회사에 영향을 미치므로¹⁰⁾ 실질이자율은 4분기 전의 값을 사용하고 물가상승률은 1분기 전의 값을 사용
 - GDP성장률은 실질금리와 상관계수가 높아 변수에서 제외
 - 환율 수준 변수는 안정성에 문제가 있고 일반적으로 기업의 환위험 노출은 환율변화율 변수를 이용하므로 본고에서도 환율 수준 변수 대신에 환율변화율 변수를 사용
 - 환율 수준 변수를 사용할 경우에는 특정 수준의 환율에서 증가 혹은 감소할 때의 영향을 파악할 수 있다면,
 - 환율변화율 변수를 사용할 경우에는 특정 수준의 환율과 상관없이 변화율의 증감에 따른 영향을 파악할 수 있다는 차이가 존재
 - 모형을 통한 분석을 수행하기 이전에 Dicky-Fuller 테스트를 이용하여 각 변수의 안정성(stationary)을 검정

10) 이재준·정대희 (2010), 「최근 우리나라 물가의 특징 및 정책적 시사점」, 『경제현안분석』, KDI.

〈 표 8 〉 분석 모형의 변수

성과 부문	종속변수	설명변수
경영성과	영업이익성장률(R_t/R_{t-1})	실질이자율(-4) 물가상승률(-1) 환율변화율
영업성과	자본이익률(R_t/E_t^0)	
투자영업성과	투자영업이익률(R_t^I/E_t^0)	
	레버리지비율(A_t^0/E_t^0)	
	투자이익률(R_t^I/A_t^0)	
보험영업성과	보험영업이익률(R_t^U/E_t^0)	
	자본회전율(S_t/E_t^0)	
	매출이익률(R_t^U/S_t)	
기타성과	이익자본비율(E_t^0/R_{t-1})	

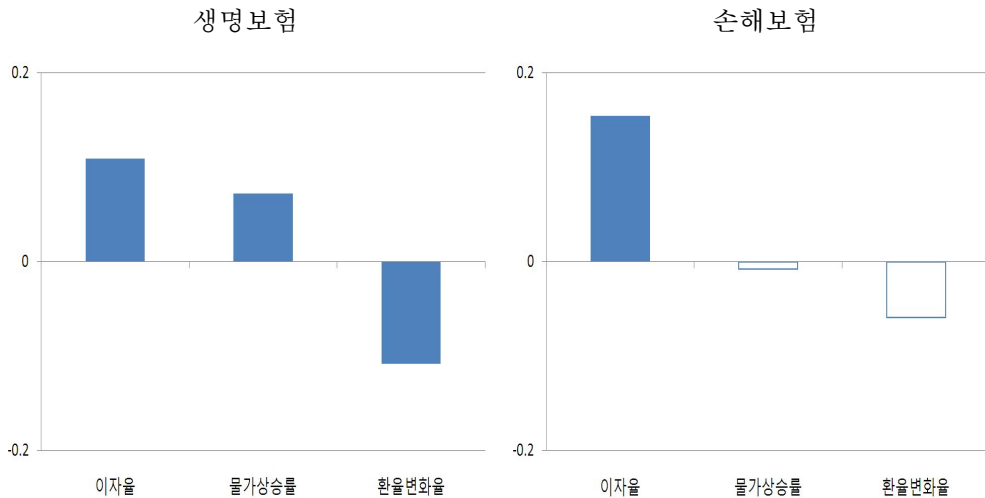
주 : 종속변수에 대한 이해를 위해서는 부록의 경영성과 분석체계를 참조

4. 분석 결과

1) 경영성과 전체

- 실질금리 상승이 경영성과에 긍정적 영향을 미치는 반면, 물가상승률 증가에 따라 다소 약한 긍정적 영향이, 또한 환율변화율 상승에 따라 부정적 영향이 나타남.
- 주요 변수 변화가 생명보험의 경영성과에 미치는 영향을 보면, 실질금리 상승은 긍정적이고, 물가상승률 상승도 긍정적이지만 그 영향의 정도는 다른 변수에 비해 상대적으로 작으며, 환율변화율 상승은 부정적인 것으로 나타남.
- 손해보험회사의 경영성과에 대해서는, 실질금리 상승이 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.

〈 그림 5 〉 금융시장 주요 변수와 경영성과의 관계



주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

2) 경영성과: 영업성과와 기타성과

〈 생명보험 〉

- 생명보험의 경우 금융시장의 변수가 변화하면 영업성과에서 나타나는 영향과 기타성과에서 나타나는 영향은 서로 상반되는 것으로 나타남.
- 실질금리가 상승하면, 영업성과가 크게 증가하여 기타성과 감소에도 불구하고 전체 경영성과 증가를 견인
- 물가상승률이 상승하면, 기타성과가 상승하여 전체 경영성과도 증가
- 환율변화율이 상승하면, 영업성과가 감소하여 전체 경영성과는 감소

〈 그림 6 〉 경영성과 구성 (생명보험)

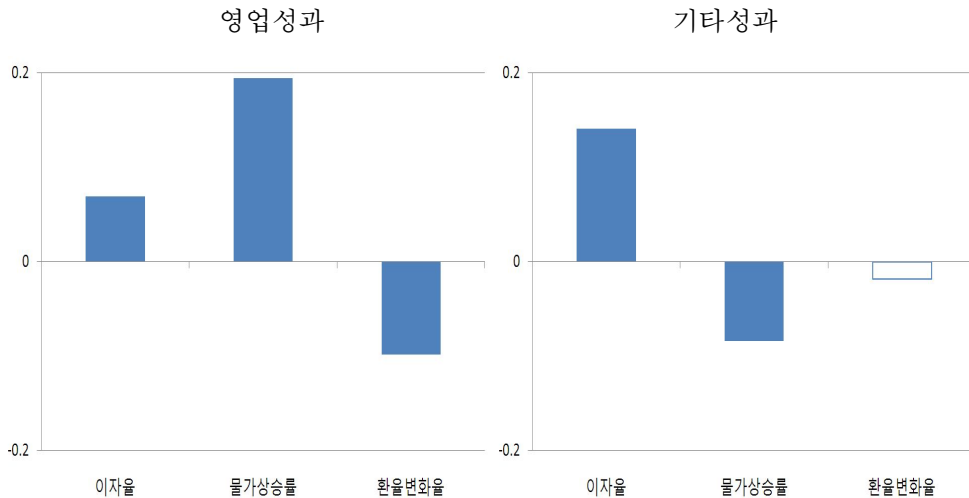


주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

〈 손해보험 〉

- ☐ 손해보험의 경우 금융시장 변수가 변화하면 영업성과와 기타성과에 미치는 영향은 물가상승률을 제외하고 유사한 것으로 나타남.
- 실질금리가 상승하면, 영업성과와 기타성과가 모두 증가하여 전체 경영성과도 증가
- 물가상승률이 상승하면, 영업성과 증가를 기타성과 감소가 상쇄함에 따라 전체 경영성과에서의 변화는 미미
- 환율변화율이 상승하면, 영업성과가 감소하여 전체 경영성과도 감소

〈 그림 7 〉 경영성과 구성 (손해보험)



주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

3) 영업성과: 투자영업성과와 보험영업성과

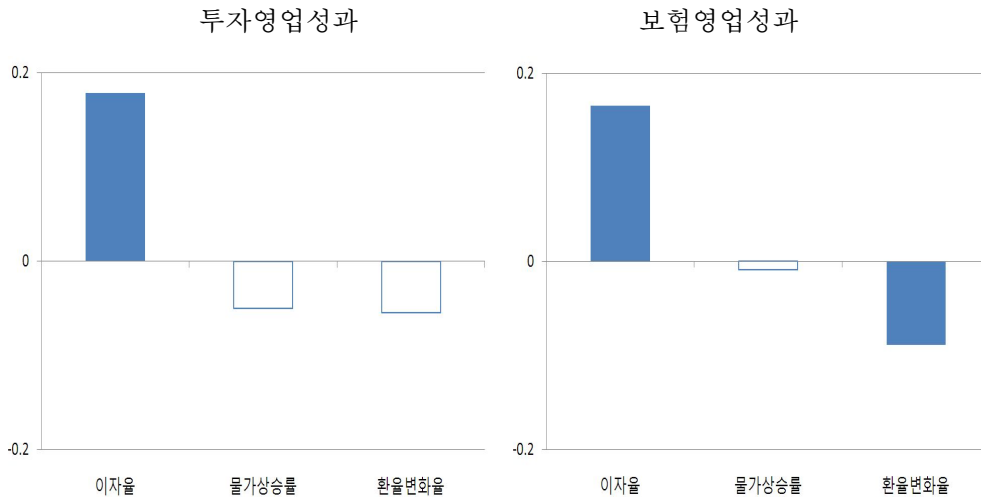
〈 생명보험 〉

- 생명보험의 경우 실질금리 상승은 영업성과에 긍정적으로 작용하는 반면 환율 변화율 증가는 보험영업성과에 부정적으로 작용함.
- 실질금리 상승 시 영업성과 개선은 투자영업성과 증가와 보험영업성과 증가 모두에 기인
- 물가상승률 확대는 통계적으로 유의하지 않지만 투자영업성과 및 보험영업성과에 부정적으로 작용
- 환율변화율 상승은 보험영업성과에 부정적으로 작용

〈 표 9 〉 주요 변수가 생명보험 영업성과에 미치는 영향 검정 결과

주요 변수 변화	성과에 미치는 영향	가설 지지 여부
실질금리 상승	투자영업성과 개선 보험영업성과 개선	H6 지지 H4 지지
물가상승률 상승	투자영업성과 하락 보험영업성과 하락	
환율변화율 상승	투자영업성과 하락 보험영업성과 하락	H3 지지

〈 그림 8 〉 영업성과 구성 (생명보험)



주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

〈 손해보험 〉

- ☐ 손해보험의 경우 실질금리 상승과 물가상승률 상승은 영업성과에 긍정적으로 작용하는 반면 환율변화율 증가는 부정적으로 작용함.
- 실질금리 상승 시 투자영업성과 증가와 보험영업성과의 소폭 증가로 인해 전체 영업성과 개선
- 물가상승률 상승 시 보험영업성과가 유의한 수준으로 증가하여 전체 영업성

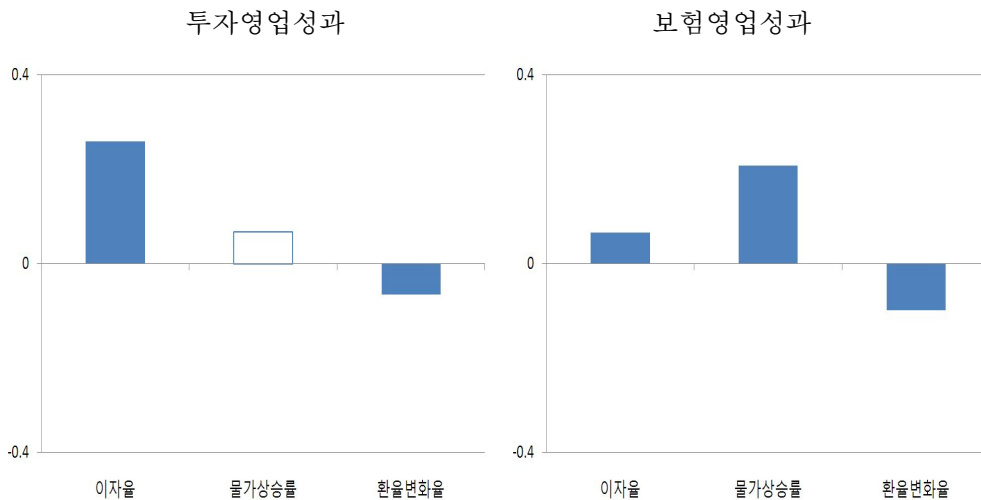
과는 대폭 증가

- 환율변화율 상승은 투자영업성과와 보험영업성과 모두에 부정적으로 작용하여 전체 영업성과 악화를 초래

〈 표 10 〉 주요 변수가 손해보험 영업성과에 미치는 영향 검정 결과

주요 변수 변화	성과에 미치는 영향	가설 지지 여부
실질금리 상승	투자영업성과 개선 보험영업성과 개선	H6 지지 H4 지지
물가상승률 상승	투자영업성과 개선 보험영업성과 개선	H1 지지
환율변화율 상승	투자영업성과 하락 보험영업성과 하락	H5 지지 H3 지지

〈 그림 9 〉 영업성과 구성 (손해보험)



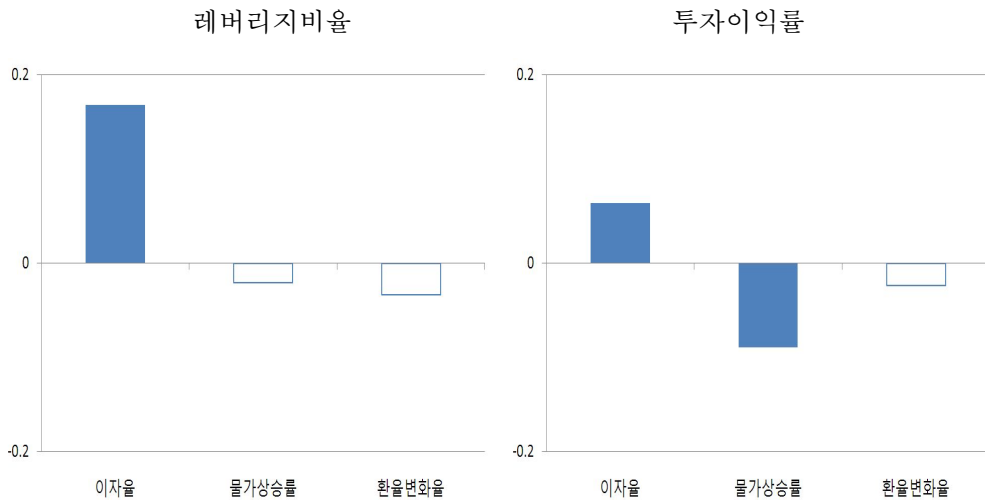
주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

4) 투자영업성과: 투자이익률과 레버리지비율

< 생명보험 >

- 생명보험의 경우 금융시장 변수의 변화가 레버리지비율과 투자이익률에 유사한 영향을 주는 것으로 나타남.
- 실질금리 상승 시 레버리지비율과 투자이익률이 모두 상승하는 가운데 레버리지비율 상승이 투자영업성과 개선을 주도
- 물가상승률 증가 시 레버리지비율에 미치는 영향은 유의하지 않지만 투자이익률 하락이 크게 나타나 투자영업성과 악화를 초래
- 환율변화율 상승 시 통계적으로 유의하지 않지만 레버리지비율과 투자이익률이 모두 소폭 하락하여 투자영업성과가 악화

< 그림 10 > 투자영업성과 구성 (생명보험)

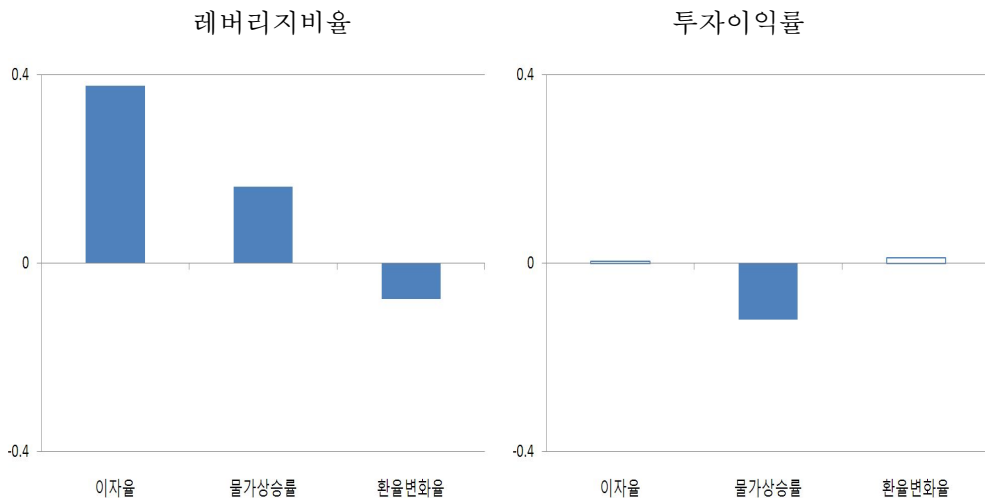


주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

〈 손해보험 〉

- 손해보험의 경우 금융시장 변수의 변화가 투자영업성과에 주는 변화는 주로 레버리지비율에 기인하는 것으로 나타남.
- 실질금리 상승 시 레버리지비율이 상승하는 가운데 투자이익률에서는 별다른 변화가 없어 투자영업성과가 개선
 - 물가상승률 증가 시 레버리지비율 상승이 투자이익률 하락에 의해 상쇄됨에 따라 투자영업성과 개선은 소폭에 그침.
 - 환율변화율 상승 시 레버리지비율이 하락하는 가운데 투자이익률에서는 별다른 변화가 없어 전체 투자영업성과는 악화

〈 그림 11 〉 투자영업성과 구성 (손해보험)



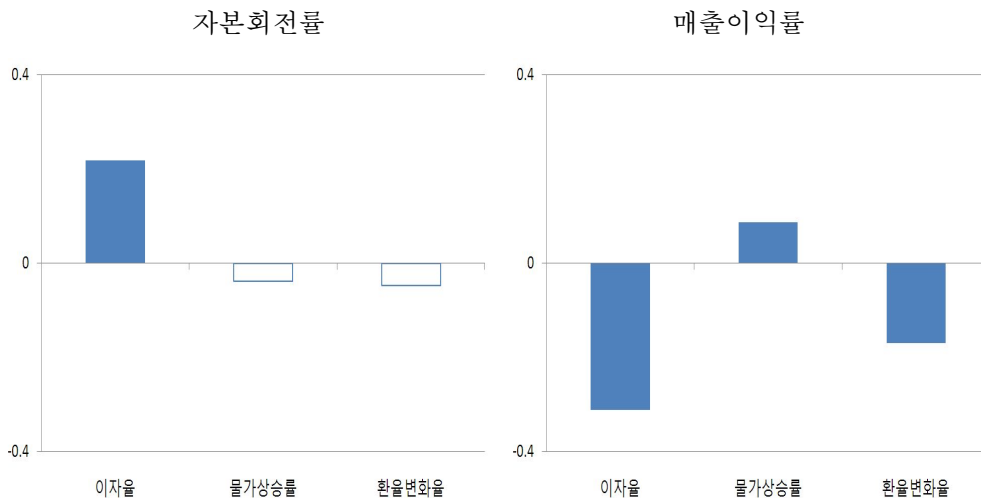
주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

5) 보험영업성과: 매출이익률과 자본회전률

< 생명보험 >

- 생명보험의 경우 자본회전율과 매출이익률에 미치는 영향의 정도는 실질금리 변화, 환율변화율 변화, 물가상승률 변화 순인 것으로 나타남.
- 실질금리 상승 시 자본회전률 상승이 매출이익률 감소에 의해 상쇄되지만 전체 보험영업성과는 개선
- 물가상승률 증가 시 매출이익률은 상승하는 가운데 전체 보험영업성과는 별다른 변화 없음.
- 환율변화율 상승 시 매출이익률이 하락함에 따라 전체 보험영업성과는 악화

< 그림 12 > 보험영업성과 (생명보험)



주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

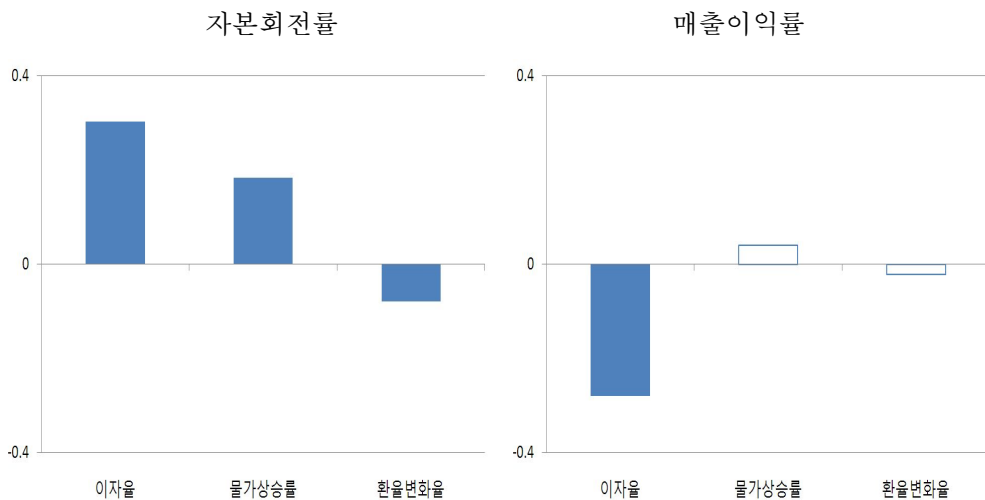
< 손해보험 >

- 손해보험의 경우 자본회전율과 매출이익률에 미치는 영향의 정도는 실질금리

변화, 물가상승률 변화, 환율변화율 변화 순인 것으로 나타남.

- 실질금리 상승 시 자본회전율이 상승하여 매출이익률 하락에도 불구하고 전체 보험영업성과의 소폭 개선을 견인
- 물가상승률 증가 시 자본회전율이 뚜렷하게 상승함에 따라 전체 보험영업성과도 개선
- 환율변화율 상승 시 자본회전율이 뚜렷하게 하락하여 전체 보험영업성과는 악화

〈 그림 13 〉 보험영업성과 (손해보험)



주 : 배경색이 채워진 막대그래프는 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

6) 실증분석 결과의 원인 분석

- 앞서의 결과가 발생한 원인을 보다 세부적으로 파악하기 위해서 금융시장 주요 변수가 재무성과 변수의 분모와 분자 각각에 미치는 영향을 추론함.
- 예를 들어, 실질금리 상승 시 투자이익률이 상승했다면, 투자이익률을 구성하

는 투자영업이익과 자본이 어떠한 방향으로 영향을 받는가를 평가

- 이를 통하여 투자이익률 상승이 투자영업이익의 상승에 기인한 것인지 아니면 자본의 감소에 기인한 것인지를 평가

- 논리적 추론을 뒷받침하고자 종속변수를 재무성과 변수의 분모와 분자 각각으로 변경하여 회귀분석을 실행¹¹⁾

< 표 11 > 분석 변수

성과 부문	변수
경영성과	영업이익성장률=영업이익 _t /영업이익 _{t-1} (R_t/R_{t-1})
영업성과	자본이익률=영업이익/자본(R_t/E_t^0)
투자영업성과	투자영업이익률=투자영업이익/자본(R_t^I/E_t^0) 레버리지비율=자산/자본(A_t^0/E_t^0) 투자이익률=투자영업이익/자산(R_t^I/A_t^0)
보험영업성과	보험영업이익률=보험영업이익/자본(R_t^U/E_t^0) 자본회전율=매출/자본(S_t/E_t^0) 매출이익률=보험영업이익/매출(R_t^U/S_t)
기타성과	이익자본비율=자본/영업이익(E_t^0/R_{t-1})

<실질금리 영향>

- 실질금리가 상승할 경우 보험회사 영업성과에 전반적으로 긍정적인 효과가 발생하며, 효과의 크기는 재무항목들 사이의 상대적 감소폭에 따라 차이가 발생함.
- 투자영업이익, 자본, 자산이 모두 감소하였으나, 투자영업이익의 감소는 상대적으로 작은 반면 자본의 감소가 상대적으로 클 것으로 예상

$$\Delta E_t^o < \Delta A_t^o < \Delta R_t^I < 0$$

11) 설명변수들 사이에 상관관계가 존재하고 일부 변수는 통계적 유의성이 없을 수 있기 때문에 일정 부분 오차가 존재할 수 있음. 따라서 이번 절의 실증분석은 논리적인 추론에 참고로 사용함.

- 채무증권 등의 처분익 및 평가익 감소가 대출자산으로부터의 이자수익 증가에 의해 상쇄됨에 따라 투자영업이익 감소는 상대적으로 작을 것임.
- 부채의 감소가 자본의 감소보다 작게 나타나고, 그 결과 부채와 자본을 합친 자산의 감소가 자본의 감소보다 상대적으로 작을 것으로 예상
- 매출, 보험영업이익, 자본이 모두 감소하는 가운데, 매출의 감소가 상대적으로 작은 반면 자본의 감소가 상대적으로 클 것으로 예상

$$\Delta E_t^o < \Delta R_t^U < \Delta S_t < 0$$

- 금리상승에 대한 기대, 경쟁상품의 선호도 상승 등에 따라 장기/저축성보험 등에 대한 매출 감소
- 한편, 보유계약의 해약까지 늘어날 경우 보험영업이익은 보다 크게 감소

〈물가상승률 영향〉

- 물가상승률이 증가하면 보험회사 투자영업이익, 자본, 자산 등 규모가 전반적으로 확대되는 가운데, 재무항목들 사이의 상대적 증가폭에 따라 영업성과에 미치는 효과는 생손보간 상이할 것으로 예상됨.
- 투자영업의 경우 투자영업이익, 자본, 자산이 모두 증가하는 가운데, 자본 및 자산의 증가가 상대적으로 클 것으로 예상

$$(\text{생명보험}) \quad 0 < \Delta R_t^I < \Delta A_t^o < \Delta E_t^o$$

$$(\text{손해보험}) \quad \Delta R_t^I < 0 < \Delta E_t^o < \Delta A_t^o$$

- 명목수익률 상승효과와 투자수요가 실물자산으로 이동하여 수익률 하락효과가 서로 상쇄되면, 전체 투자영업이익 변화는 미미한 수준
- 영업이익 증가와 실물자산 재평가이익에 따라 자본 증가
- 손해보험회사의 경우 물가상승률이 보험료에 적극적으로 반영되는 경우 자본에 비해 부채 및 자산이 보다 빠르게 증가

- 보험영업의 경우 매출, 보험영업이익, 자본이 모두 증가하는 가운데, 보험영업이익의 증가폭이 상대적으로 클 것으로 예상

$$(\text{생명보험}) \quad 0 < \Delta S_t < \Delta R_t^U < \Delta E_t^o$$

$$(\text{손해보험}) \quad 0 < \Delta E_t^o < \Delta S_t < \Delta R_t^U$$

- 실손형 상품의 경우, 예상 물가상승률이 보험료에 선행적으로 반영됨에 따라 매출이 증가할 것으로 판단
- 매출 증가와 더불어 해약 감소로 보험영업이익이 보다 크게 증가

〈환율변화를 영향〉

- 환율변화율이 상승하면 보험회사 투자영업이익, 자본, 자산 등이 전반적으로 확대되는 가운데, 재무항목들 사이의 상대적 증가폭에 따라 영업성과에 전반적으로 부정적 효과가 발생할 것으로 예상됨.
- 투자영업의 경우 자본, 자산이 모두 증가하는 가운데, 자본의 증가폭이 상대적으로 클 것으로 예상

$$(\text{생명보험}) \quad 0 < \Delta R_t^I < \Delta A_t^o < \Delta E_t^o$$

$$(\text{손해보험}) \quad 0 < \Delta A_t^o < \Delta R_t^I < \Delta E_t^o$$

- 해외투자, 해외사업 환산이익이 발생하여 자본이 상대적으로 크게 증가
- 환율변화율 증감이 부채에 미치는 영향이 상대적으로 작아서 자산은 자본에 비해 작게 증가
- 환율변화율 상승 시 매출, 자본이 증가하는 반면, 보험영업이익은 상대적으로 증가폭이 작은 데다 오히려 감소할 것으로 예상

$$(\text{생명보험}) \quad \Delta R_t^U < 0 < \Delta S_t < \Delta E_t^o$$

$$(\text{손해보험}) \quad 0 < \Delta R_t^U < \Delta S_t < \Delta E_t^o$$

- 환율변화율 상승에 따라 매출에 미치는 영향은 미미한 반면, 재보험료 상승 등으로 인해 보험영업이익이 하락

5. 요약 및 시사점

- ☐ 실질금리 상승은 경영성과 개선에 긍정적이지만, 이는 다운사이징효과에 의한 것이라는 측면에서 지속가능 성장에 대한 문제가 제기될 수 있음.
 - 실질금리 상승 시 생명보험과 손해보험 모두 전체 경영성과(영업이익성장률)에 긍정적 효과가 발생할 것으로 예상
 - 그러나 이러한 효과는 매출, 자산, 자본 등의 감소라는 다운사이징을 통해서 이루어지고 있다는 점에서 보험료 및 자산의 성장 동력 재점검이 필요
- ☐ 물가상승률 변동은 그 부정적 효과가 나타나는 데에는 시차가 발생할 것으로 보이며, 오히려 단기적으로 손해보험의 보험영업성과 개선으로 나타남.
 - 물가상승이 생명보험의 보험영업성과(보험영업이익률)에 미치는 영향은 미미하지만, 손해보험의 보험영업성과에 대해서는 단기적으로는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - 따라서 손해보험에서는 물가상승에 따른 장기적 손실 발생에 대비하여 노출 수준을 축소하는 전략적 대응이 바람직
- ☐ 환율변화율 변동은 환헤지 등을 통해 실제 영향은 크지 않을 것으로 보임.
 - 환율변화율 상승 시 생명보험회사와 손해보험회사 모두 전체 경영성과(영업이익성장률)에 부정적 효과가 발생할 것으로 예상
 - 다만, 외화표시계약, 환헤지 등을 고려할 때 실제 영향은 미미함.
- ☐ 본 연구에서는 금리, 물가, 환율 변수만을 고려한 분석이므로 향후 보다 정교한 모형을 통한 분석이 이루어질 필요가 있음.

2부. 재무분석

I . 경영환경 분석

II . 영업성과 분석

III . 현금흐름 추정

I . 경영환경 분석

1. 환경변화와 경영성과
2. 경쟁도 변화
3. 상품구성 변화
4. 자산구성 변화

I. 경영환경 분석

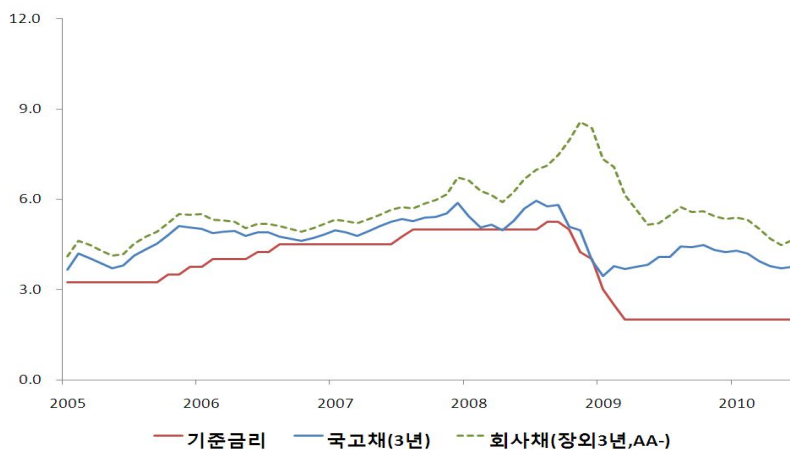
1. 환경변화와 경영성과

가. 환경변화

1) 금융시장

- 채권금리는 2010년 2분기 들어 하락세를 나타내었으나 7월에 정책금리가 인상됨에 따라 향후 점진적으로 시장금리가 상승할 것으로 예상됨.
- 2010년 1분기에 국고채(3년)와 회사채(3년, AA-) 금리는 각각 4% 대와 5% 대에서 2분기 들어 각각 3% 대 중반 수준과 4% 중반 수준으로 하락
- 그러나 7월에 한국은행의 기준금리 인상(2.00%→2.25%)이 출구전략의 시그널로 작용하여 금리상승기에 보험회사의 유가증권평가손익 및 매출 관리 이슈가 부각될 것으로 예상

〈 그림 1-1 〉 금리 추이



자료 : 한국은행, 경제통계시스템(ECOS)

- 주식시장은 국내 경기지표의 개선, 글로벌 주가 상승 등에 따라 전반적으로 상승세를 보이고 있으며, 원/달러 환율은 국제수지 흑자 등의 요인으로 하향 안정세를 유지하였으나 5월 이후 유럽 재정위기, 천안함 침몰사건 등으로 변동성이 확대됨.
- 주식시장은 국내 경기 상승세 지속 기대감, 글로벌 주가 상승 등에 따라 전반적으로 상승세를 나타내어 변액보험과 같은 수요에 긍정적인 환경이 조성되고 투자영업환경도 다소 개선될 것으로 예상
- 원·달러 환율은 수출 호조세 지속, 외국인 투자자금 유입확대 등으로 4월 26일 1,104.1원까지 하락하였으나, 이후 남유럽 재정위기 확산에 따른 외국인 자금 이탈, 천안함 침몰사건으로 인한 컨트리리스크 등이 부각되면서 상승

< 그림 1-2 > 주가지수 및 원/달러 환율 추이

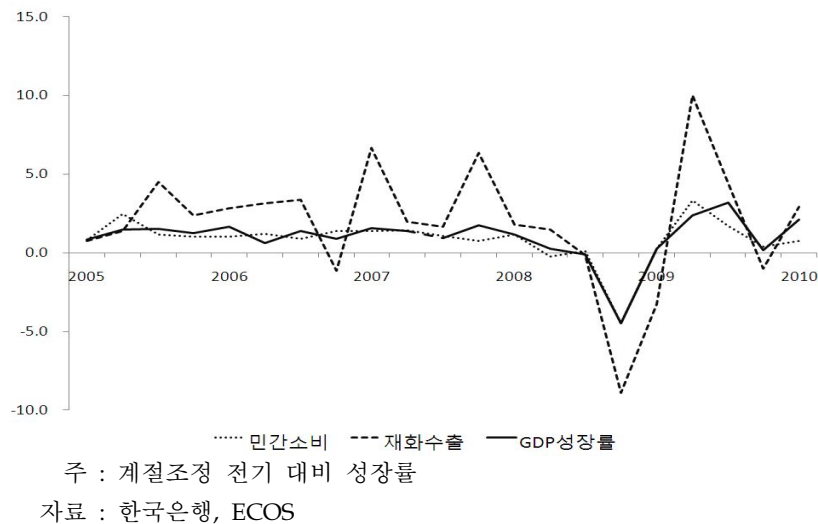


자료 : 한국은행, 경제통계시스템(ECOS)

2) 실물경제

- 최근 국내경제는 수출과 내수 모두 상승세를 이어가고 있으나 향후 유럽국가의 재정문제, 주요 선진국의 재정적자 축소, 중국의 유동성관리 강화 등에 따른 성장의 불확실성은 상존할 것으로 예상됨.
- 민간소비는 2009년 4분기에 전분기대비 0.4% 증가하는데 그쳤으나 2010년 1분기에는 전분기대비 0.7% 상승
- 재화수출은 2009년 4분기에 전분기대비 -1.0%였으나 2010년 1분기에는 전분기대비 2.9%로 큰 폭의 상승세 기록
- 이에 따라 2010년 1분기 GDP성장률은 2.1%(연환산 8.5%)로서 큰 폭의 성장세를 시현

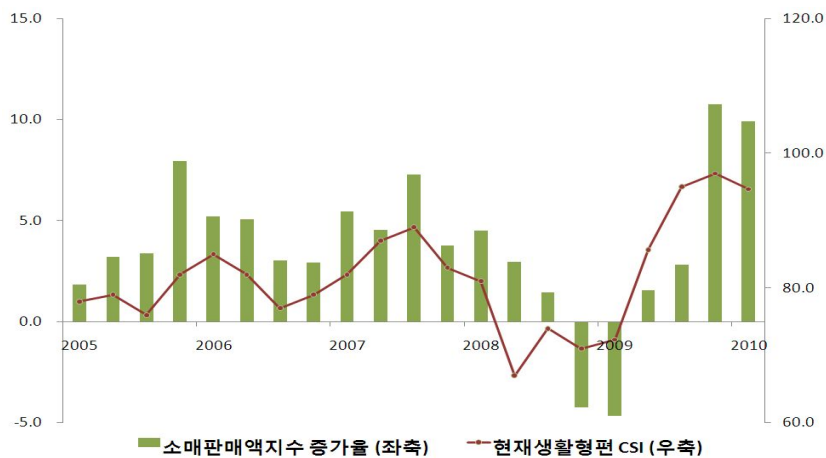
〈 그림 1-3 〉 GDP성장률 추이



- 2010년 1분기에는 전분기에 이어 소매판매액지수증가율이 증가세를 지속하고 있으나 소비심리가 다소 하락세로 전환됨.

- 소매판매액지수증가율(전년동기대비)은 2009년 4분기에는 10.75%를 기록한데 이어 2010년 1분기에도 9.91%를 기록하여 증가세 지속
- 소비자들의 경제상황에 대한 심리를 나타내는 소비자심리지수는 2009년 3분기 이후 높은 수준을 기록하고 있으나 2010년 1분기에는 다소 하락

〈 그림 1-4 〉 소매판매액지수증가율 및 생활형편지수 추이



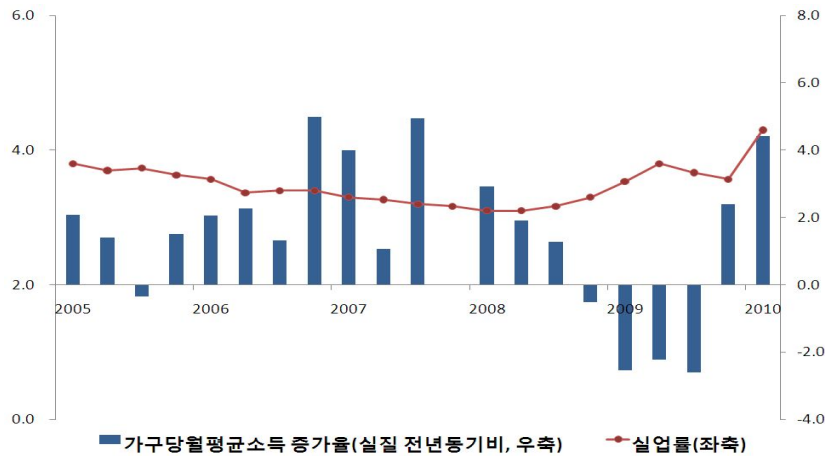
주 : 전년 동기대비 증가율임.

자료 : 통계청 산업활동 동향, 한국은행 경제통계시스템(ECOS)

- 2010년 1분기 실질 가계소득은 근로소득과 사업소득이 증가하면서 전년 동기 대비 증가하였으나, 고용 환경이 전분기에 비해 악화되는 모습을 보이고 있어 향후 가계의 실질구매력 약화로 인한 보험수요 감소 가능성이 높아지고 있음.
- 실업률(계절조정)은 2009년 4분기 3.57%로 전기대비 0.1%p 감소한 모습을 보였으나 2010년 1분기에는 4.30%를 기록하여 전기대비 큰 폭의 상승세 시현
- 가구당월평균소득(실질) 증가율은 2009년 3분기까지 마이너스를 기록하였으나 경상소득 중 근로소득, 사업소득 등이 증가하면서 2009년 4분기에는 2.4%, 2010년 1분기에는 4.4% 증가
- 향후 실업률 증가가 가계의 실질구매력 감소로 이어질 경우 보험수요에 부정

적인 영향을 미칠 가능성 증대

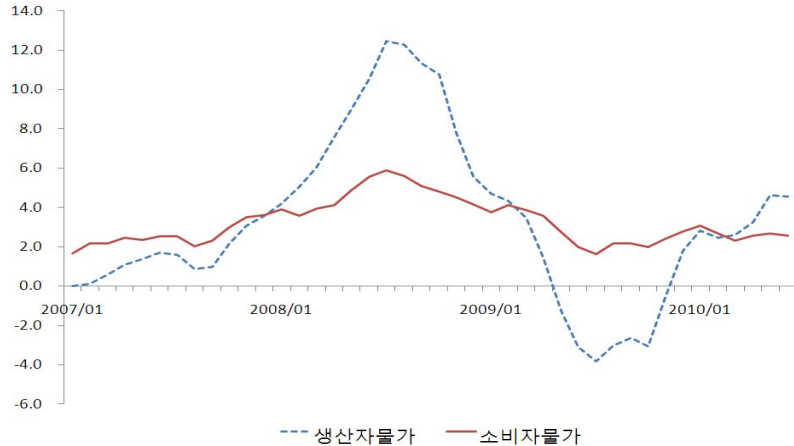
〈 그림 1-5 〉 실업률 및 가계소득증가율 추이



자료 : 통계청, 고용동향 및 가계동향

- 소비자물가와 생산자물가가 전반적으로 상승세를 지속하고 있으며 이러한 상황이 지속될 경우 보험회사의 경영에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상됨.
- 생산자물가 상승률은 2009년 12월에 플러스로 전환한 후 2010년 6월에는 전년동월대비 4.6%를 기록하면서 급격하게 상승
- 소비자물가 상승률은 2008년 7월에 5.9%를 기록한 이후 지속적으로 하락하였으나 2010년 3월에 2.3%의 저점을 기록한 이후 4월, 5월, 6월에는 각각 2.6%, 2.7%, 2.6%로서 상승세 지속
- 이러한 물가상승세가 지속될 경우 보험회사는 보험원가상승, 계약가치 하락으로 인한 해지율 상승 등의 영향을 받을 것으로 예상

〈 그림 1-6 〉 생산자 및 소비자 물가상승률 추이



자료 : 한국은행, 경제통계시스템(ECOS)

3) 규제환경 변화

□ 자산운용 규제 완화(시행일 : 공표 후 6개월 경과 후)

○ 보험업법 일부 개정 법률안이 2010년 6월 29일 국회 본회의를 통과함.

- 이 개정 법률은 보험업법 진입규제 완화, 보험회사의 업무영역 확대, 소비자 보호 장치 강화, 보험회사의 자산운용 자율성 확대, 그리고 보험 상품 개발 절차 합리화 등을 주요 내용으로 하고 있음.

○ 개정 법률의 자산운용 자율성 확대는 다음과 같음.

- 귀금속·골동품 및 서화의 소유의 경우 금지 또는 제한되는 운용자산에서 제외
- 파생상품의 경우 투자 유형을 열거하는 포지티브 방식을 폐지
- 비상장주식의 소유의 경우 소유한도 규제를 폐지
- 외화자산의 소유의 경우 외화표시 보험 상품을 규제의 예외로 인정
- 일반계정과 동일하게 법에서 특별계정의 자산운용을 규제

- 보험회사의 채무보증의 경우 자산운용의 효율성 제고 등을 위해 필요한 경우에 한하여 제한적으로 허용
- 이 같은 자산운용 규제 완화는 보험회사의 자산운용 자율성 및 수익성 향상에 기여할 것으로 전망됨.
- 다만, 최근의 금융위기에서 경험한 바와 같이 자산운용 자율성 확대는 보험회사의 리스크 관리 및 내부 통제, 감독당국의 건전성 감독 등의 강화를 필요로 함.

〈 표 1-1 〉 보험회사의 자산운용 비율규제 개정안

구분	개정안	비고(내용)
동일한 개인 법인에 대한 신용공여	현행 유지	
동일한 법인 발행한 채권 및 주식소유의 합계액	현행 유지	
동일차주에 대한 신용공여 또는 그 동일차주가 발행한 채권 및 주식소유의 합계액	현행 유지	
동일한 개인 또는 법인, 동일차주 또는 대주주에 대한 거액신용공여 ¹⁾ 의 합계액	현행 유지	
대주주 및 자회사에 대한 신용공여의 합계액	현행 유지	
대주주 및 자회사가 발행한 채권 또는 주식소유의 합계액	현행 유지	
동일한 자회사에 대한 신용공여	현행 유지	
투자사업용 부동산의 소유	현행 유지	
비상장주식의 소유	완화	한도 폐지
외국환 또는 외국부동산의 소유	완화	외화표시 보험 상품을 규제 예외로 인정 ²⁾
파생상품거래를 위한 위탁증거금의 합계액	현행 유지	보험업법 개정안(106①11)은 5%에서 6%로 비율규제가 완화되었으나, 동법 시행령(50②)에 의해 보험회사가 적용받게 되는 비율규제(3%)는 현행과 동일함

주 : 1) 거액신용공여는 특별계정 자산의 100분의 1을 초과하는 경우를 말함.

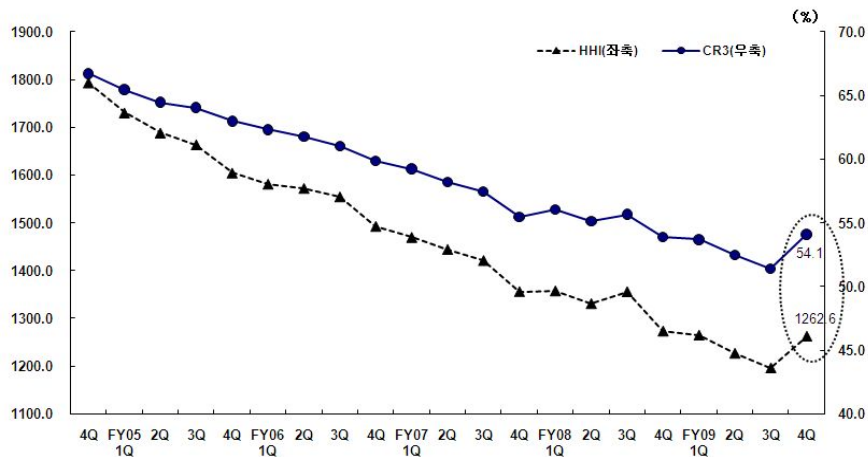
2) 외화표시 보험상품에서 지급보험금과 같은 외화로 보유하는 자산은 금융위원회가 정하는 바에 따라 책임준비금을 한도로 자산운용 비율의 산정 대상에 포함하지 아니함.

2. 경쟁도 변화

가. 보험산업의 경쟁여건

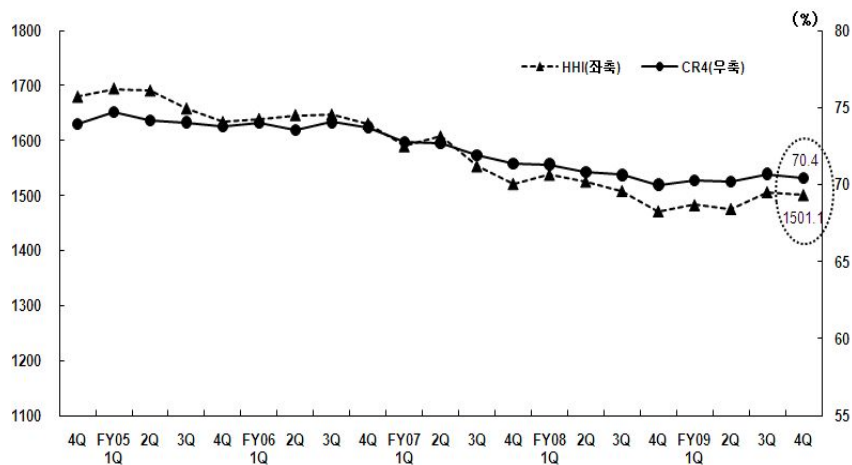
- 생명보험산업의 시장집중도를 나타내는 허핀달지수(HHI)와 상위3사 집중도(CR3)는 FY2009 3분기까지 하락하였으나 4분기 들어 상승하여 시장집중도가 전 분기에 비해 다소 상승함.
- 수입보험료 기준 회사별 시장점유율 제곱의 합으로 산출된 HHI는 FY2009 3 분기에 1196.1까지 하락하였으나 4분기에는 1262.6으로 상승
 - 상위 3사의 시장점유율의 합계인 CR3도 FY2009 3분기에 51.4%까지 하락하였으나 4분기에는 54.1로 상승
 - 이러한 결과는 지속적으로 축소되던 대형사의 시장점유율이 4분기 들어 상승한 반면 중소형사의 시장점유율이 다소 하락하면서 발생

< 그림 1-7 > 생명보험산업의 분기별 HHI 및 CR3 추이



- FY2009 4분기에 손해보험산업의 허핀달지수(HHI)와 상위4사 집중도(CR4)는 전 분기와 비슷한 수준을 나타내어 경쟁여건의 큰 변화는 없는 것으로 나타남.
- 손해보험산업의 HHI는 FY2009 3분기에 다소 상승하였으나 4분기에는 횡보 하면서 1501.1을 기록
 - CR4의 경우에도 FY2009 3분기에 전분기에 비해 다소 상승하였으나 4분기에 는 큰 변동 없이 횡보하면서 70.4를 기록
 - FY2009 4분기 들어 중소형사와 전업사의 시장점유율이 미미한 수준으로 증가하 였으나 과거에 비해 경쟁이 심화된 것은 아닌 것으로 판단

< 그림 1-8 > 손해보험산업의 분기별 HHI 및 CR4 추이

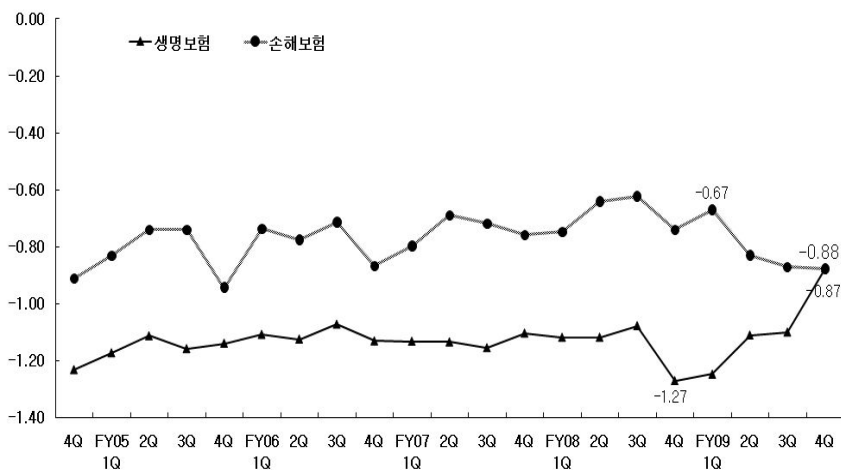


나. 경쟁도 추이

□ FY2009 4분기에 생명보험의 경쟁도는 낮아진 반면 손해보험의 경쟁도는 다소 높아진 것으로 나타남.

- 보험산업의 Boone 지수는 절대값이 다소 등락하는 패턴을 보이고 있으나 지속적으로 마이너스를 나타내고 있어 한계비용이 낮은 회사일수록 시장점유율이 높아 경쟁도가 높은 상황
- 생명보험회사의 Boone 지수 절대값은 FY2009 3분기 1.10에서 4분기에는 0.87로 작아져 경쟁도가 낮아지는 추세를 지속
- 반면, 손해보험회사의 경우에는 Boone 지수 절대값이 FY2009 1분기에 0.67를 기록한 이후 지속적으로 낮아지면서 4분기에는 0.88까지 커져서 경쟁도가 높아지는 추세를 지속
- 지속적으로 생명보험회사의 경쟁도가 손해보험회사의 경쟁도에 비해 높은 수준이었으나 FY2009 4분기 들어 동일한 수준으로 근접함.

〈 그림 1-9 〉 보험산업의 Boone 지수 추이

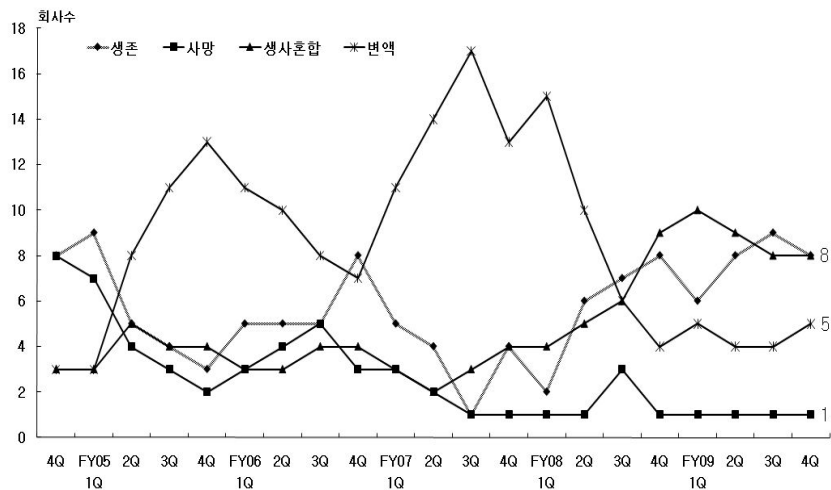


3. 상품구성 변화

가. 종목별 주력판매회사수

- FY2009 4분기 생명보험 종목별 주력판매회사수는 생존보험과 생사혼합보험이 동일한 8개사로서 가장 높고, 변액보험은 여전히 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하여 5개사에 불과한 상황임.

< 그림 1-10 > 생명보험 종목별 주력판매회사수(초회 기준)



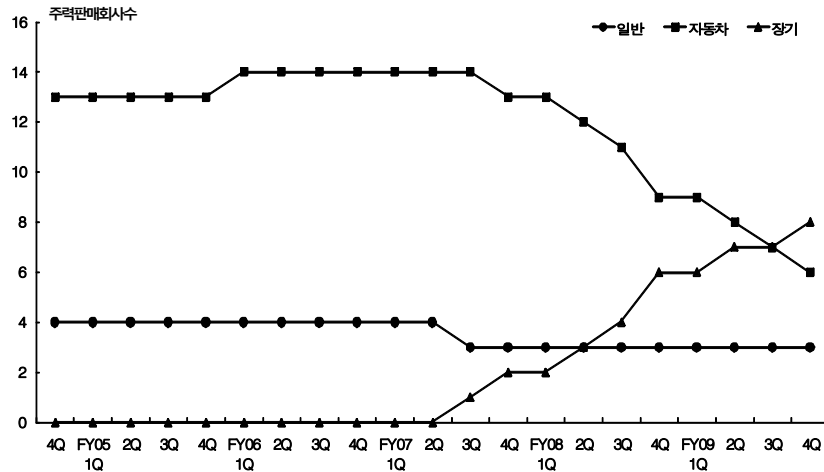
- 초회보험료 기준 생존보험 주력판매회사수는 FY2007 3분기 이후 지속적으로 상승하면서 FY2009 4분기에는 전분기에 비해 1개사가 감소한 8개사를 기록
- 초회보험료를 기준으로 할 때 사망보험 주력판매회사수는 FY2009 3분기에도 전분기와 마찬가지로 1개사에 불과
- 초회보험료 기준 생사혼합보험 주력판매회사수는 지속적으로 상승세를 나타내었으나 FY2009 1분기에 10개사를 기록한 이후 감소세로 전환하면서 3분기

에는 8개사로 감소하였으며 4분기에도 8개사를 유지

- 변액보험은 글로벌 금융위기 이전으로 여전히 회복하지 못하는 가운데 주력 판매회사수는 FY2009 4분기에 5개사를 기록

- FY2009 4분기에는 장기손해보험 주력판매회사수(원수보험료 기준)가 가장 높은 수준을 기록하여 손해보험회사의 상품전략에서 전환 패턴이 뚜렷하게 나타남.

< 그림 1-11 > 손해보험 종목별 주력판매회사수 추이



- 손해보험회사 중 일반보험 주력판매회사수는 지속적으로 3개사를 기록하며 변화를 보이지 않는 상황
- 자동차보험 주력판매회사수는 꾸준히 감소하면서 FY2009 4분기에는 6개사를 기록한 반면, 장기손해보험 주력판매회사수는 지속적으로 증가하는 가운데 FY2009 4분기에 8개사를 기록
- 장기보험을 주력으로 판매하는 회사수가 증가함에 따라 대부분의 회사가 손해보험 전통형 상품의 비중이 축소

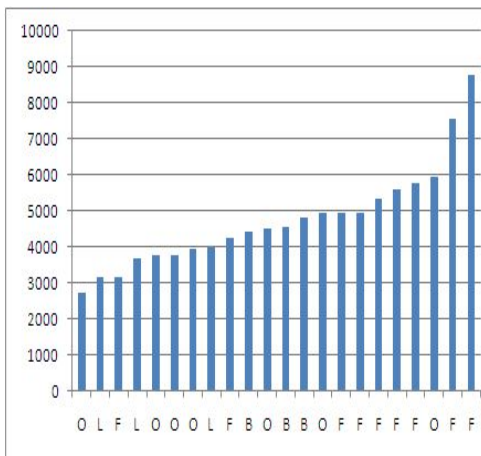
나. 회사별 보험종목 다각화

□ FY2009 4분기 현재 전반적으로 생명보험회사에 비해 손해보험회사의 보험종목 HHI가 높아 손해보험회사의 보험종목 집중도가 높은 것으로 나타남.

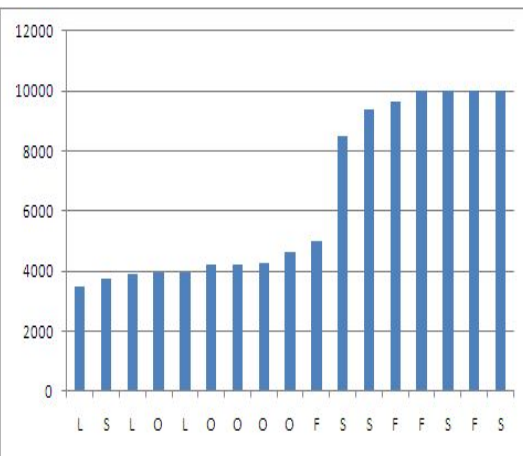
- 생명보험회사의 경우 외국계의 보험종목HHI가 매우 높고 대형사와 중소형사는 4000 전후 수준을 나타내어 상대적으로 다각화 수준이 높은 상황¹²⁾
- 손해보험회사의 경우 전업사와 외국계의 보험종목HHI가 10000 수준으로 다각화 수준이 낮고 대형사와 중소형사는 4000 전후 수준을 나타내어 상대적으로 다각화 수준이 높은 상황¹³⁾

〈 그림 1-12 〉 보험종목HHI 수준(FY2009 4분기)

〈생명보험〉



〈손해보험〉



12) 대형사=L, 중소형사=O, 외국계=F, 방카슈랑스 전업사=B

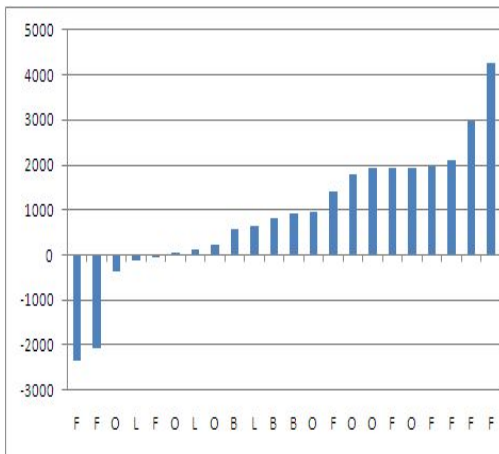
13) 대형사=L, 중소형사=O, 외국계=F, 전업사=S

□ FY2009 4분기 현재 전년동기대비 보험종목 다각화 변화는 생명보험이 감소한 반면 손해보험은 증가한 것으로 나타남.

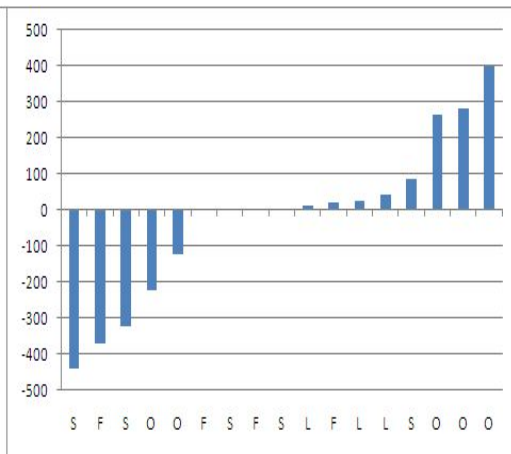
- FY2009 4분기 현재 22개 생명보험회사 중 보험종목HHI가 전년동기에 비해 증가한 회사수는 17개사로서, 이는 특정 보험종목으로 쏠림현상이 발생한 데 기인한 것으로 판단
- 반면, 17개 손해보험회사들 중 FY2009 4분기에 전년동기대비 보험종목HHI가 증가한 회사수는 7개사, 감소한 회사수는 5개사, 변화가 없는 회사수가 4개사로서 특정 보험종목에 대한 쏠림이 적은 것으로 판단

< 그림 1-13 > 보험종목HHI 변화(전년동기대비)

<생명보험>



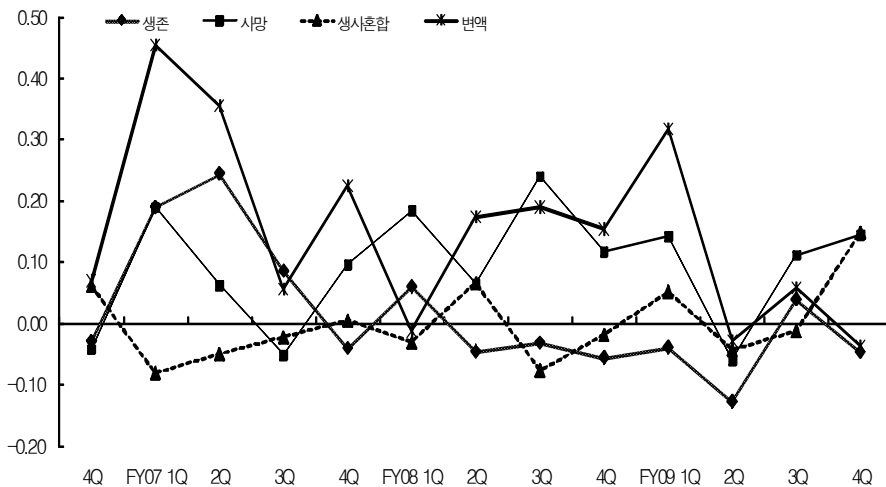
<손해보험>



다. 판매확대 선호 보험종목

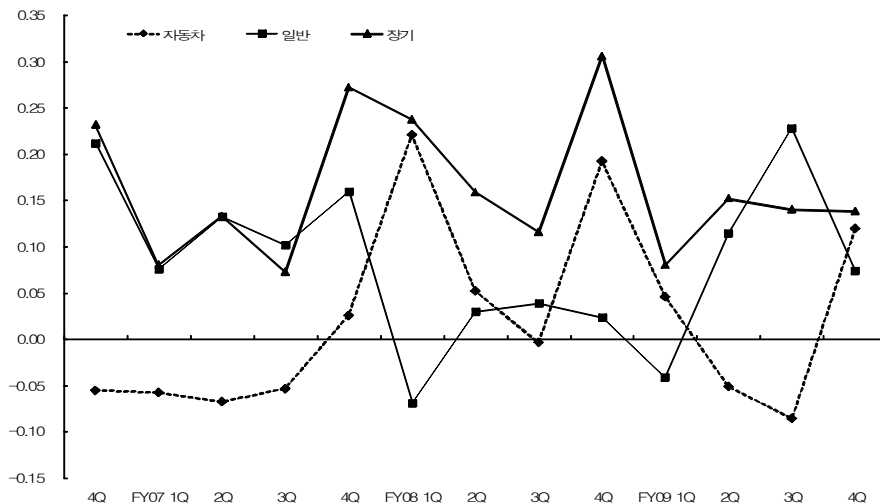
- 생명보험회사의 경우 FY2009 4분기에 생사혼합보험을 제외한 모든 종목에서 초회보험료 증가회사수가 크게 감소하면서 대체로 종목별 판매선호도 지수는 낮은 수준을 나타냄.
- FY2009 4분기 생명보험회사의 종목별 판매선호도 지수는 사망보험과 생사혼합보험이 전분기에 비해 다소 상승한 반면 생존보험과 변액보험은 전분기에 비해 감소
- 사망보험의 판매선호도 지수가 증가한 것은 사망보험 초회보험료가 증가한 회사수가 이전에 비해 크게 감소한(다수의 생명보험회사가 사망보험 판매를 축소하는 군집행동) 데 기인
- FY2009 4분기 현재 변액보험을 판매중인 22개사 중 초회보험료가 증가한 회사수는 7개사로서 전분기에 비해 12개사가 감소함에 따라 판매선호도 지수가 감소

〈 그림 1-14 〉 생명보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이



- 한편, 손해보험의 경우 FY2009 4분기에 장기손해보험의 판매선호도가 꾸준한 수준을 유지한 반면 일반손해보험의 판매선호도는 감소한 것으로 나타남.
- FY2009 4분기에 일반손해보험의 판매증가회사수는 타 종목의 평균 수준을 밑돌아 H지수는 전분기에 비해 하락
 - 자동차보험의 경우 판매증가회사수가 타 종목의 평균 수준을 크게 밑돌아(다수의 손해보험회사에서 자동차보험 매출이 축소되어) H지수는 전분기에 비해 크게 상승
 - 장기손해보험의 경우 판매증가회사수가 꾸준히 높은 수준을 기록함에 따라 FY2009 4분기 장기손해보험의 H지수는 전분기와 비슷한 수준을 유지

〈 그림 1-15 〉 손해보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이

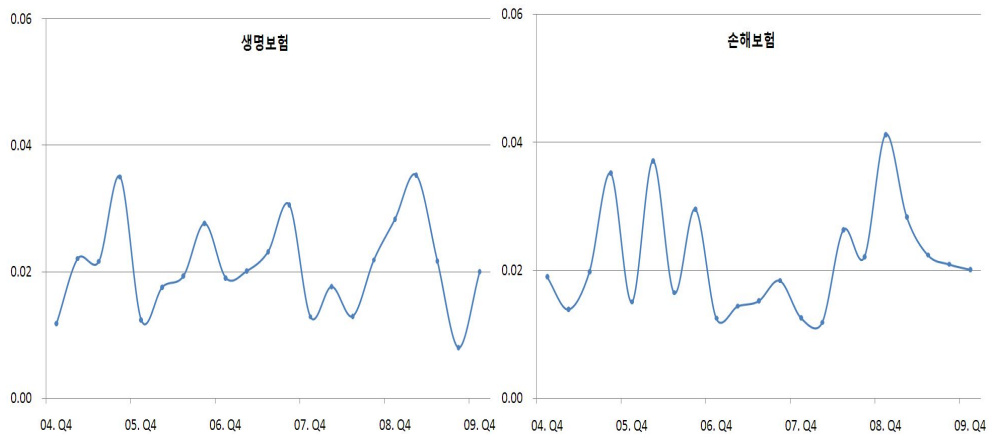


4. 자산구성 변화

가. 자산구성 변동지수 추이

- 생명보험의 FY2009 4분기 변동지수는 전분기 대비 증가했으나 금융위기 이전과 비교하여 유사한 수준을 보이고 있으며, 손해보험의 변동지수는 전분기 대비 연속 하락
- 지난 1, 2분기 자산구성의 변화에서 크게 달라지지 않음을 보임에 따라 상반기 투자전략이 지속되고 있는 것으로 보임.

〈 그림 1-16 〉 자산구성 변동지수 추이



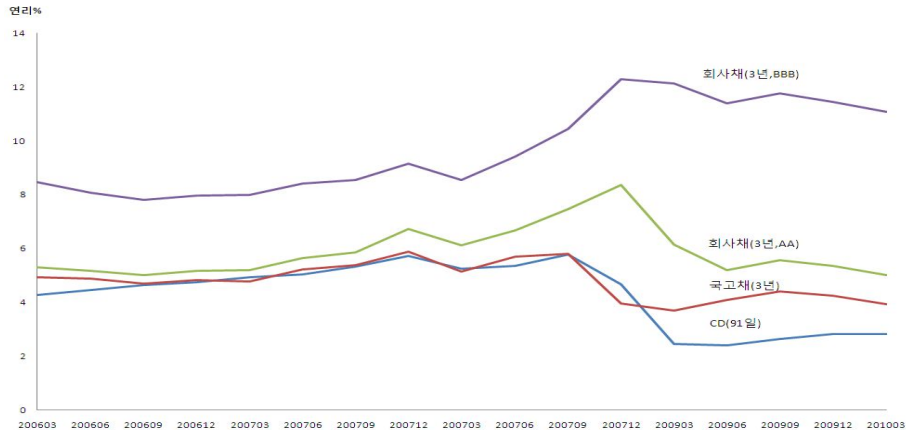
나. 자산구성 변화 내용

□ FY2009 4분기 금리는 완만한 하락세를 보이고 있으며, 금융위기 이후 크게 벌어진 회사채 등급 간 금리스프레드는 줄어들고 않고, 장단기 금리스프레드는 완화되고 있음.

○ 신용리스크 노출과 금리인상* 가능성이 주요 이슈라고 할 수 있음.

* 2010. 7. 9일 기준금리를 연 2.00%에서 2.25%로 0.25%포인트를 인상

< 그림 1-17 > 금리 추이



자료 : 한국은행 ECOS

○ 대출채권의 경우 금융위기 이후 개선되던 대출 연체율은 기업구조개선을 추진 중인 금호그룹 관련 기업대출의 신규연체 발생으로 전체 대출채권 연체율이 일부 상승*

* '10.1~3월중 금호산업(위크아웃) 관련 신규연체 제외시 대출 연체율은 3.39%

- PF의 경우 저금리 지속으로 자산운용이 어려워지자 PF 투자를 늘리고 있으며, 부동산 경기 침체가 가속화되면서 PF대출 연체율은 높아지는 추세

〈 표 1-2 〉 기업대출 연체율 추이

구 분	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12	2010.3
전체	5.27	5.31	4.71	4.63	5.30
(중소)	2.80	2.73	2.46	2.44	3.46
(PF)	3.00	4.06	4.18	4.55	

자료 : 금융감독원, “보험회사 대출채권 연체율 현황”, 2010.4.27.

- 생명보험과 손해보험 모두 전분기 대비 자산구성에서 큰 변화가 없는 가운데 현·예금 비율이 다시 하락하고 있어 대기성자금이 다소 감소하는 점은 주목할 점임.
- 또한, 금융위기 이후 국공채 비중을 꾸준히 늘여온 생명보험의 경우 4분기 역시 국공채 비중이 증가함.

〈 표 1-3 〉 생명보험 자산구성 추이¹⁾

(단위 : %)

생 명 보 험	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12	2010.3
현·예금	3.6	2.9	2.6	2.8	2.6
유가증권	48.6	49.7	49.9	50.1	50.9
국공채 ²⁾	30.3	31.2	31.3	31.9	33.3
회사채	3.1	3.1	3.0	3.1	3.0
외화증권	6.7	6.6	6.2	5.8	5.2
주식	3.9	4.1	4.8	4.6	4.5
대출	18.9	18.2	17.9	17.7	17.3
부동산	3.5	3.4	3.2	3.2	3.2
운용자산	74.6	74.2	73.7	73.8	73.9
특별(변액)	17.5	18.3	19.1	19.2	19.4

주 : 1) 총자산 대비 비율

2) 공채, 특수채, 금융채 포함

〈 표 1-4 〉 손해보험 자산구성 추이¹⁾

(단위 : %)

손 해 보 험	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12	2010.03
현·예금	5.1	4.3	4.0	4.5	3.9
유가증권	48.6	49.7	49.4	49.0	49.8
국공채 ²⁾	23.4	23.7	23.5	23.4	23.4
회사채	7.6	7.5	6.7	6.6	6.4
외화증권	3.8	4.8	5.0	5.0	5.1
주식	5.1	5.2	5.8	5.6	5.5
대출	20.3	18.9	20.1	20.3	20.1
부동산	6.9	6.9	6.6	6.4	6.3
운용자산	80.9	80.7	80.1	80.3	80.1

주 : 1) 총자산 대비 비율

2) 공채, 특수채, 금융채 포함

Ⅱ. 영업성과 분석

1. 투자영업 성과 분석

2. 보험영업 성과 분석

II. 영업성과 분석

1. 투자영업 성과 분석

가. 투자이익률(R_I/A) 분석

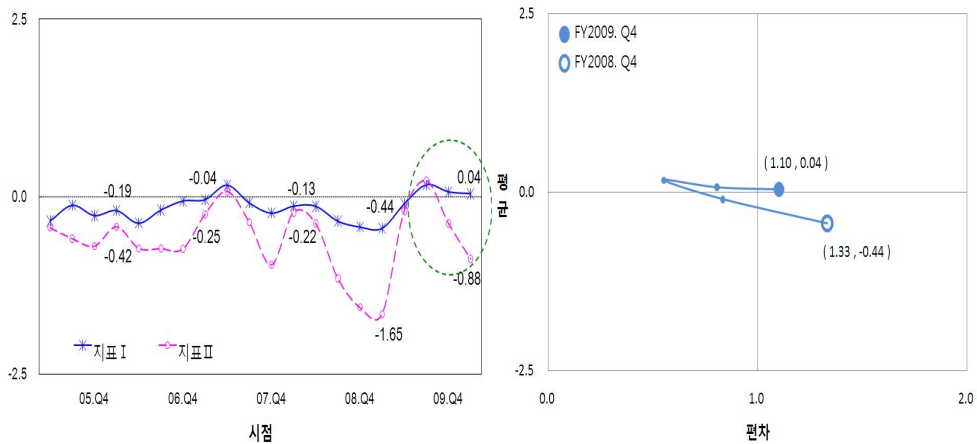
1) 동향

< 생명보험 >

□ FY2009 4분기 투자이익률의 산업 집계평균(지표Ⅱ)은 전분기 대비 크게 하락하였으나, 회사별 평균(지표Ⅰ)은 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태 유지

○ 전년 동기과 비교하여 투자이익률 평균은 높아졌고 회사별 편차는 축소

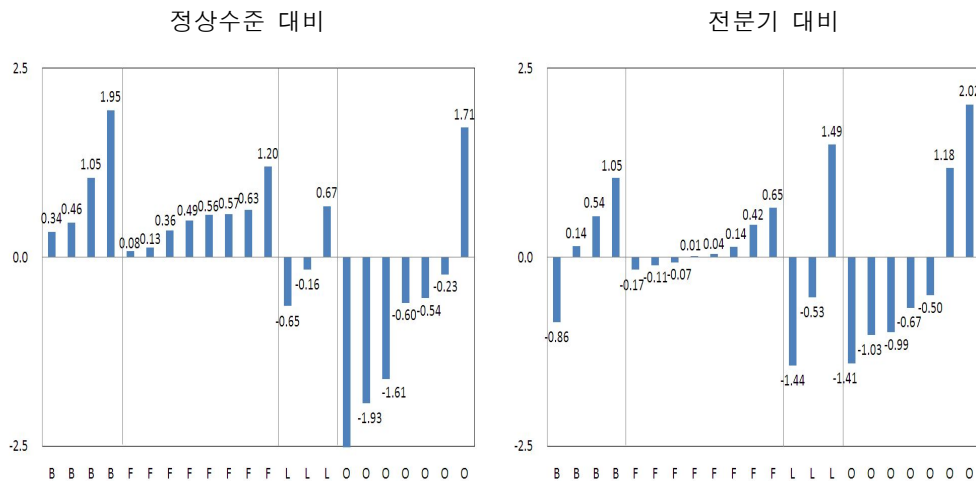
< 그림 II-1 > 생명보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 투자이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

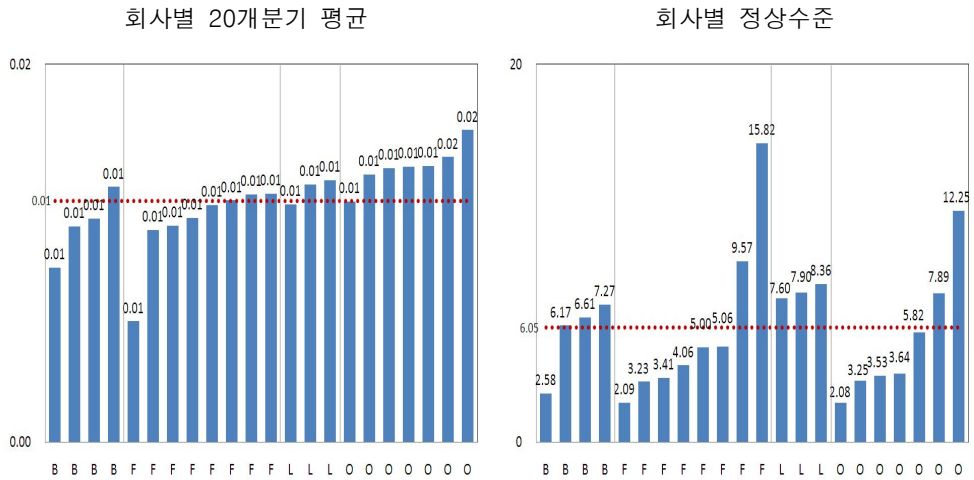
- FY2009 4분기 회사별 갭 분포는 전분기 대비 플러스 갭과 마이너스 갭 상태의 회사 수가 비슷하게 나타나고 있으나, 정상수준 대비 실제수준의 차이에 서는 플러스 갭 상태의 회사 수가 여전히 많은 것으로 나타남.
- 대다수 대형사와 중소형 국내 생명보험회사들이 마이너스 갭 상태를 유지

〈 그림 II-2 〉 생명보험 투자이익률 갭 분포



- 생명보험 투자이익률의 장기 추세에서는 지난 5개년 동안의 투자이익률 평균이 산업 집계평균을 상회하는 회사 수가 하회하는 회사 수보다 많음.
- 그러나 변동성으로 조정한 정상수준에서는 회사별 차이가 크고, 평균 이상인 회사의 수가 변동성으로 조정할 경우 12개사에서 10개사로 감소

〈 그림 II-3 〉 생명보험 투자이익률 정상수준

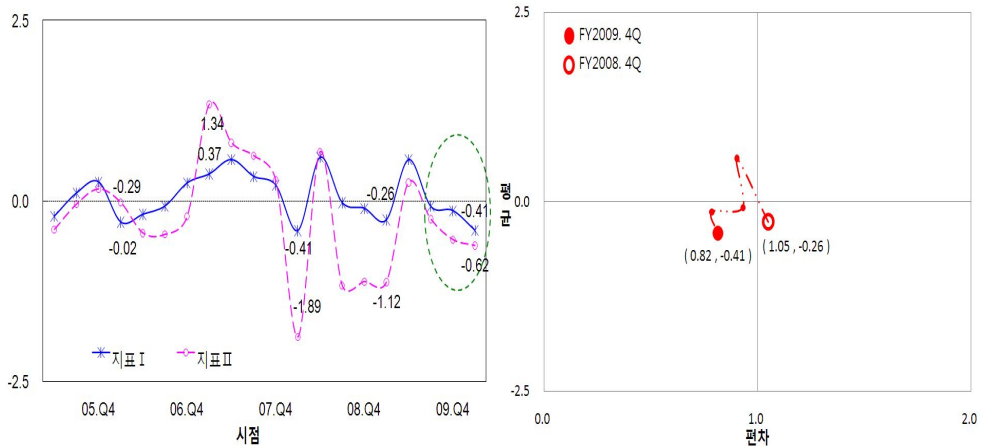


〈 손해보험 〉

□ FY2009 4분기 손해보험회사의 투자이익률 평균은 전분기 대비 소폭 하락하였고 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 유지

○ 전년동기 대비 투자이익률 평균은 다소 하락하고 회사별 편차는 감소함.

< 그림 II-4 > 손해보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)

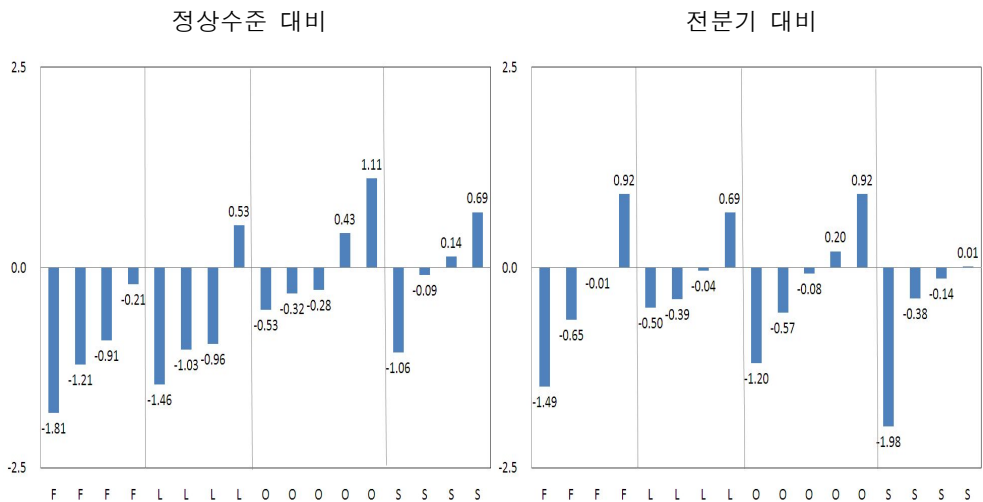


주 : 5개년(20분기) 회사별 투자이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

□ 회사별 갭 분포는 정상수준 대비 실제수준과 전기 대비 실제수준이 마이너스 갭 상태인 회사가 더 많음.

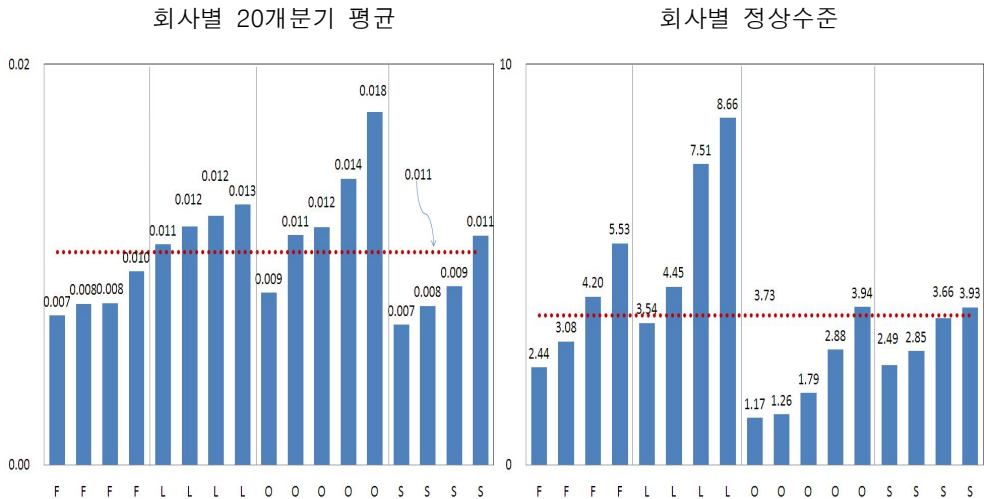
○ 대다수 손해보험회사들이 마이너스 갭 상황임.

< 그림 II-5 > 손해보험 투자이익률 갭 분포



- 손해보험 투자이익률의 장기 추세는 지난 5개년 동안의 투자이익률 평균이 산업 집계평균을 상회하는 회사 수보다 하회하는 회사 수가 많음.
- 회사별 평균에서 외국사 그룹과 전업사 그룹이 나머지 그룹과 산업 집계평균에 비해 투자이익률이 낮게 나타나고 있음.
- 변동성으로 조정한 정상수준에서는 중소형사 그룹의 변화가 두드러져 회사별 정상수준이 나머지 그룹에 비해 낮게 나타나는 현상이 지속되고 있음.

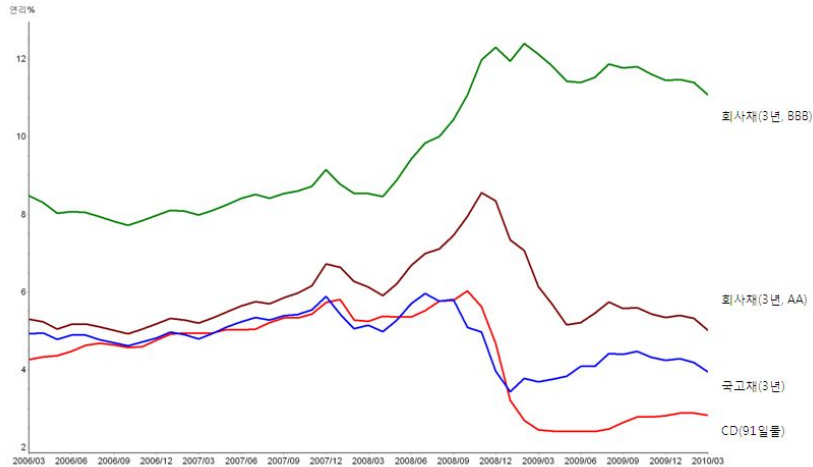
〈 그림 II-6 〉 손해보험 투자이익률 정상수준



2) 투자이익률 변화 원인과 전망

- FY2009 4분기 금리, 환율, 주가 등 거시경제 변수의 움직임은 투자성과에 전반적으로 불리하게 작용한 것으로 분석됨.
- 또한, 시장이자율은 물론 환율이 전반적인 하락세를 보이면서 주가도 하락 후 회복하면서 회사별 투자성과가 정체 내지 악화된 것으로 보임.

〈 그림 II-7 〉 이자율 추이



자료 : 한국은행 ECOS.

□ 물가상승 우려가 제기되고 있어 4분기의 이자율 하락 추이가 계속되기 힘들 것이며, 기준금리 인상 등 출구전략의 시행이 본격화될 경우 투자이익률은 개선될 것으로 예상됨.

○ 다만, 물가상승과 이자율의 상승 속도에 따라서 투자성과 개선 효과를 자산 부실화 효과가 압도할 가능성은 여전함.

나. 레버리지비율(A/E) 분석

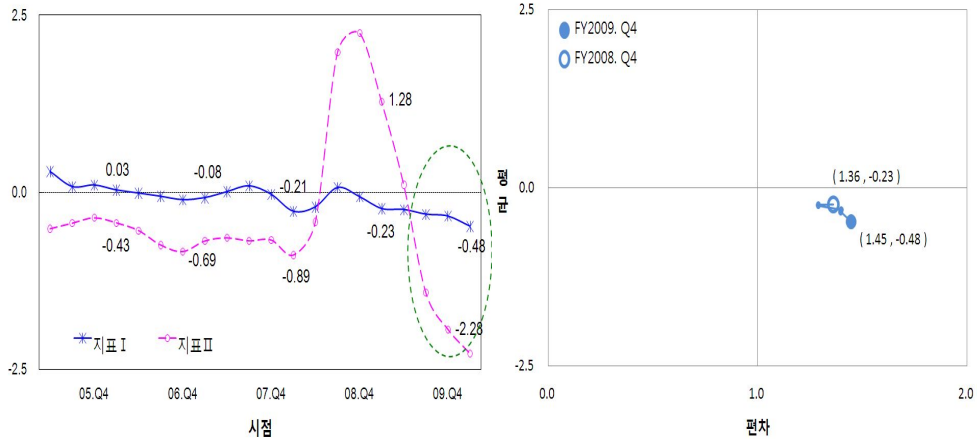
1) 동향

〈 생명보험 〉

□ FY2009 4분기 생명보험회사 레버리지비율 평균은 전기 대비 하락세를 이어가면서 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 지속

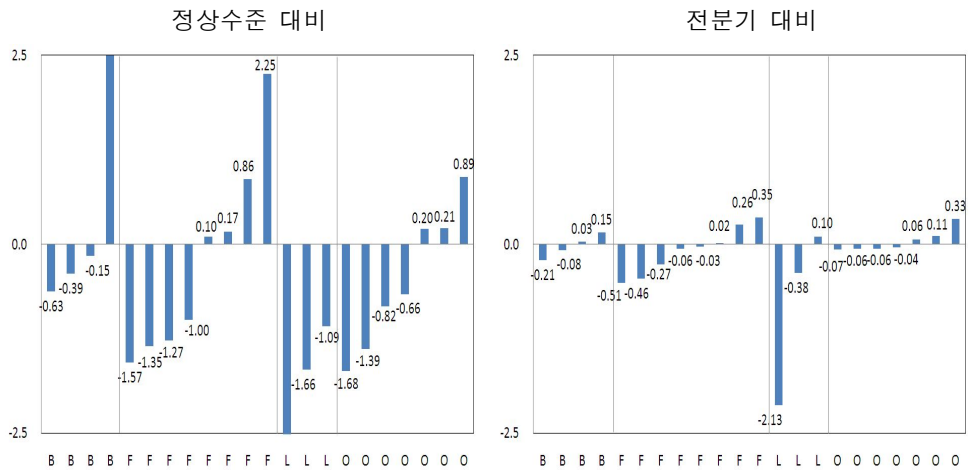
○ 전년동기대비 레버리지비율의 평균은 하락하고 편차도 확대됨.

〈 그림 II-8 〉 생명보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 레버리지비율 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

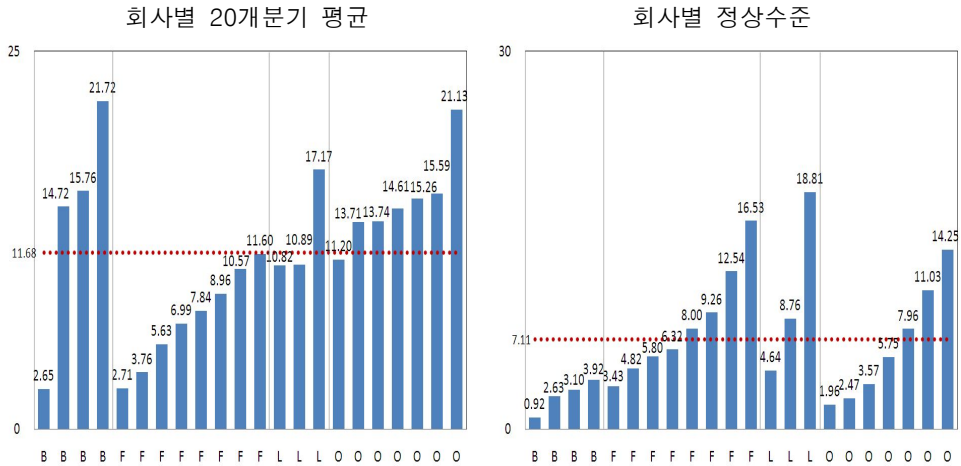
〈 그림 II-9 〉 생명보험 레버리지비율 갭 분포



- 갭 분포에서는 대다수 회사들이 정상수준대비 마이너스 갭 상태이고, 전기 대비에서도 대다수 회사들이 마이너스 갭 상태를 보임.
- 회사별 20개 분기 평균에서는 산업 집계평균이나 정상수준을 초과하는 회사

의 수보다 그렇지 못한 회사의 수가 많은 것으로 나타남.

< 그림 II-10 > 생명보험 레버리지비율 정상수준

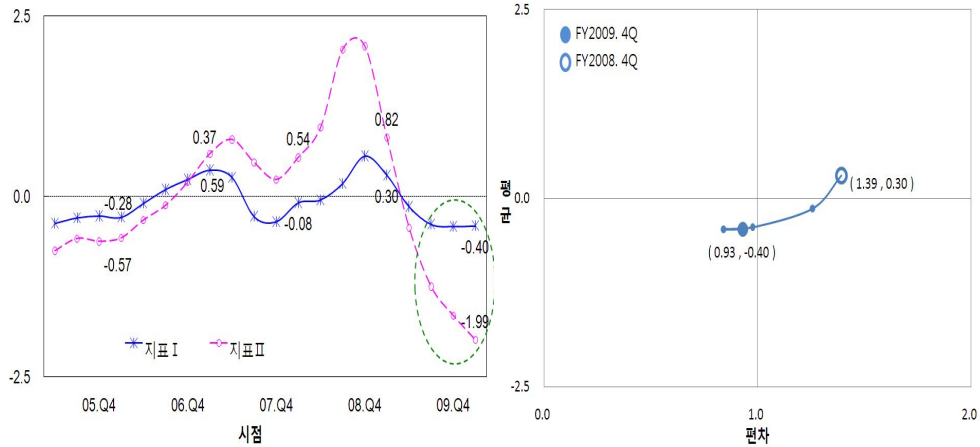


< 손해보험 >

□ FY2009 4분기 레버리지비율의 회사별 평균(지표 I)은 전기 대비 큰 변화가 없는 반면, 산업 집계평균(지표 II)은 크게 하락하여 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 유지함.

- 전년동기 대비 회사별 레버리지비율의 평균은 하락하고 편차는 축소됨.
- 회사별 갭 분포는 대형사와 일부 중소형사를 중심으로 전기 대비 및 정상수준 대비 마이너스 갭 상태를 보임.

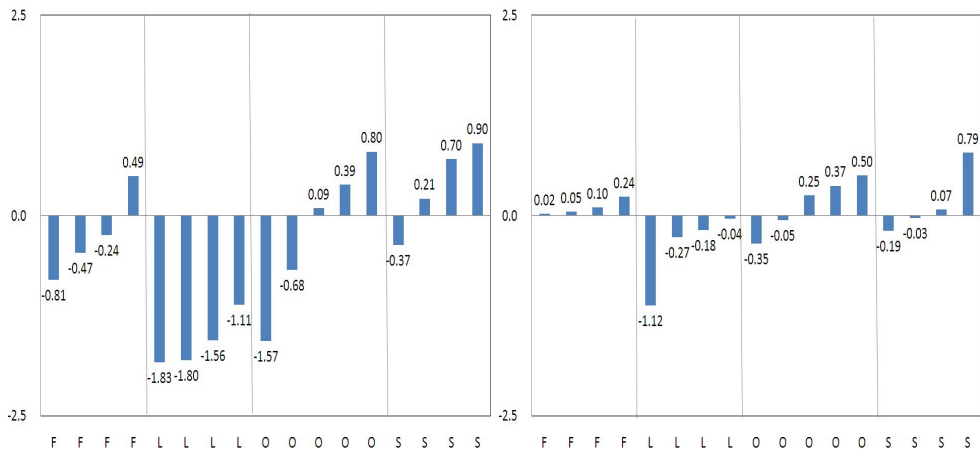
< 그림 II-11 > 손해보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)



< 그림 II-12 > 손해보험 레버리지비율 갭 분포

정상수준 대비

전분기 대비

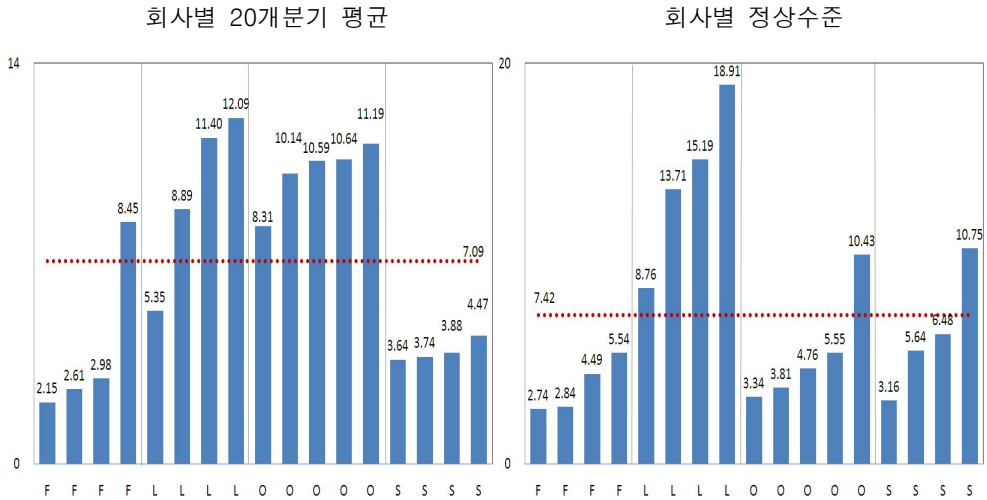


○ 회사별 5개년 평균에서는 산업 집계평균을 초과하는 회사의 수와 그렇지 못한 회사의 수가 비슷함.

- 다만, 변동성으로 조정한 정상수준에서는 일부 중소형사의 레버리지비율 하락으로 산업 집계평균을 하회하는 회사의 수가 더 많은 것으로 나타남.

- 전업사나 외국사보다 일반손해보험사가 높은 레버리지비율을 보이는 것은 장기손해보험 취급하고 있기 때문인 것으로 분석됨.

〈 그림 II-13 〉 손해보험 레버리지비율 정상수준



2) 레버리지비율 변화 원인과 전망

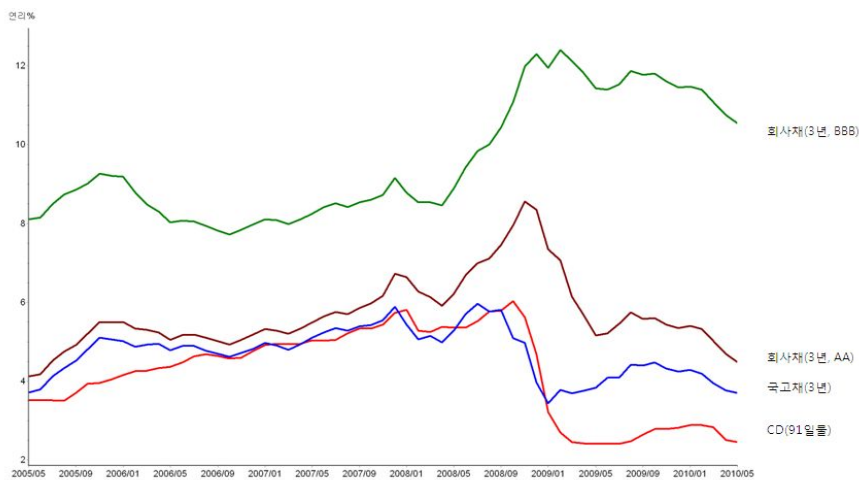
- FY2009 4분기 레버리지비율의 변화는 매출 회복에 따른 부채 증가보다 이자율 변동에 따른 자본의 증가가 주도함.
 - 저금리 기조 지속에 따른 지속적인 이자율 하락으로 유가증권평가이익이 급증한 반면, 경기회복에 따른 보험영업 개선은 상대적으로 천천히 진행되면서 레버리지비율은 하락한 것으로 분석됨.
- 레버리지비율의 상승은 경기 호전과 보험수요에 좌우될 것으로 전망됨.
 - 레버리지비율의 상승 여력은 충분하므로 현행과 같은 이자율 움직임이 지속된다면 매출 회복 정도에 따라 레버리지비율의 방향이 결정될 것임.

다. 투자영업관련 이슈

< 투자이익률 >

- 이자율 하락 추세의 반전이 투자이익률의 개선을 좌우할 것임.
- 2010년 1분기까지 지속되고 있는 이자율 하향 추이는 투자성장에 부정적으로 작용하고 있어 당분간 투자이익률 개선 전망은 불확실함.
- 그러나 금융위기 이후 지속되고 있는 등급 간 금리스프레드는 향후 이자율 상승으로의 반전을 기대하기 힘들게 하는 요인의 하나임.
 - 이자율 변동을 경제 주체가 감당할 수 있느냐가 추세 전환의 열쇠임.
- 한편, 보험회사는 이자율 변동에 따른 자산 부실화에 대비한 충분한 충당금 설정 등의 대비가 필요

< 그림 II-14 > 회사채 및 장단기 금리 추이



자료 : 한국은행 ECOS.

< 레버리지비율 >

- 보험영업부문의 성장률 회복이 레버리지비율을 좌우할 것임.
 - 최근까지 자산재평가 등 다양한 방법으로 자본보강이 이루어져 지급여력에 대한 우려는 상당 부분 해소된 상태이므로 레버리지비율의 상승 여력은 충분한 것으로 평가됨.
 - 이자율 움직임이 상승 추세로 전환되고 매출이 늘어날 경우 레버리지비율은 크게 상승할 것으로 예상됨.
 - 이자율 상승은 금리차 부담을 크게 줄여 매출 증대에 따른 지급여력 부담도 크지 않을 것임.

2. 보험영업 성과 분석

가. 자본회전율(S/E) 분석

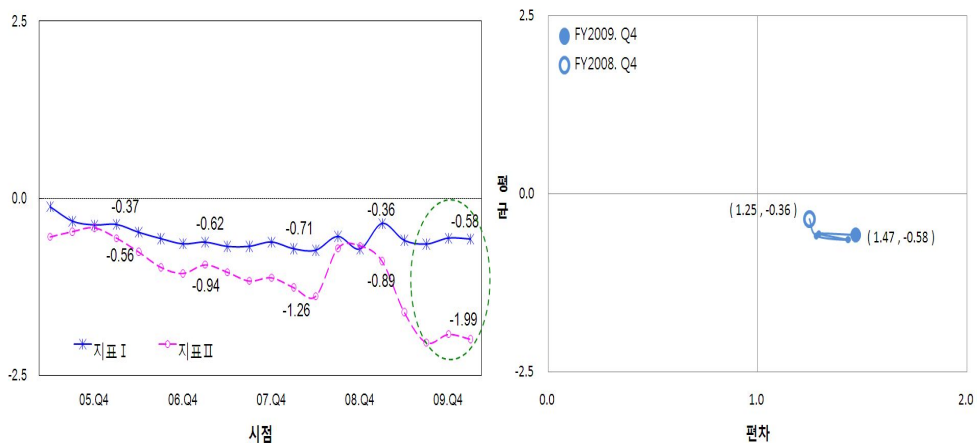
1) 동향

< 생명보험 >

□ FY2009 4분기 생명보험회사의 자본회전율 평균(지표 I, II)은 전분기보다 소폭 하락하면서, 마이너스 갭 상태를 계속해서 유지함.

○ 전년 동기 대비, 자본회전율 평균(지표 I)은 소폭 하락했고, 회사별 편차는 확대됨.

< 그림 II -15 > 생명보험 자본회전율 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 자본회전율 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

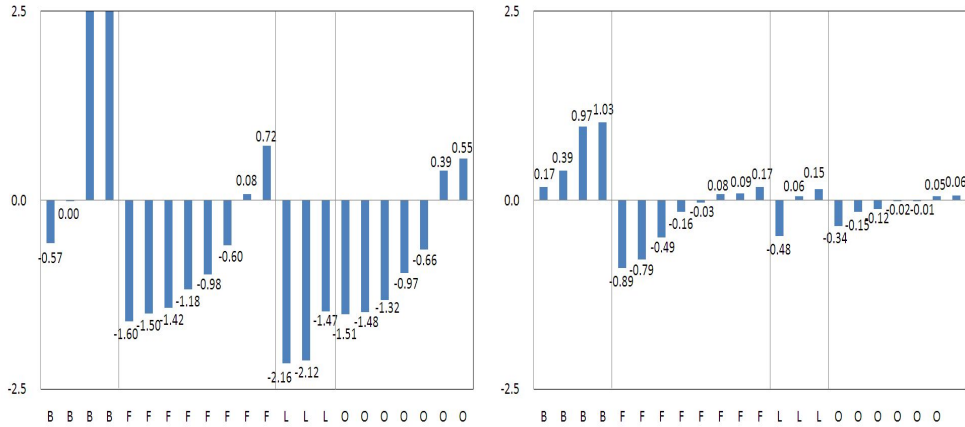
○ 정상수준 대비 갭 분포는 일부 중소형사·외국사·방카사를 제외하고는 마이너스 갭 상태를 나타내고 있음.

○ 전분기 대비 갭 분포는 방카사 대부분은 플러스 갭을, 대형사·중소형사·외국사는 마이너스 갭 또는 미미한 수준의 플러스 갭을 보이고 있음.

〈 그림 II-16 〉 생명보험 자본회전을 갭 분포

정상수준 대비

전분기 대비

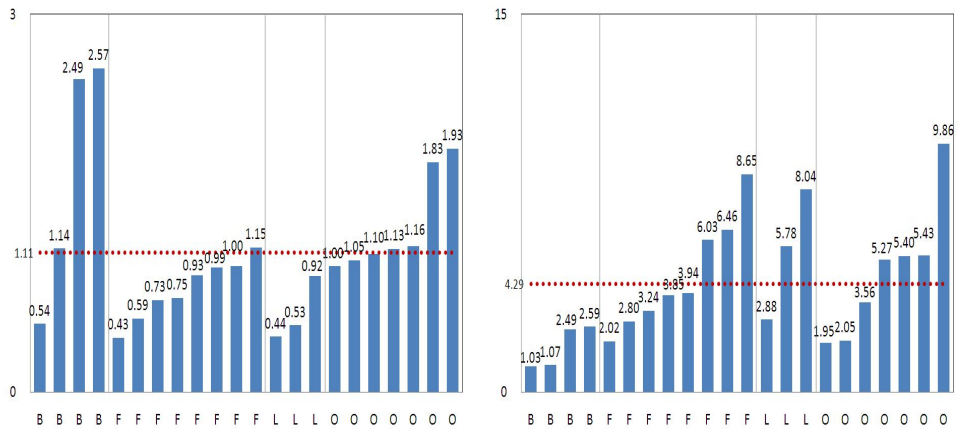


- 생명보험 자본회전율의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 전분기와 같이 일부 대형사·중소형·외국사가 산업집계 평균을 상회하는 것으로 분석됨.
- 당분기 역시 20개 분기 평균에서는 일부 방카사·중소형사만이 산업집계 평균을 상회하고, 정상수준을 감안하면 대형사·중소형사·외국사 일부가 이를 상회함.

〈 그림 II-17 〉 생명보험 자본회전율 정상수준

회사별 20개 분기 평균

회사별 정상수준

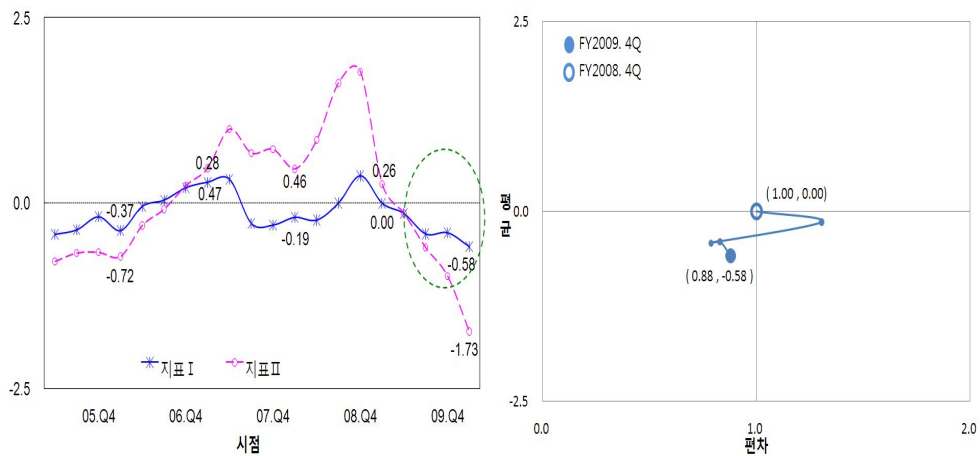


< 손해보험 >

□ FY2009 4분기 손해보험회사의 자본회전율 평균(지표 I, II)은 전 분기 대비 하락 하면서 4분기 연속 마이너스 갭 상태를 유지함.

○ 자본회전율 평균(지표 I, II)은 전분기보다 마이너스 갭이 확대되었고, 전년 동기와 대비해서는 자본회전율의 평균은 하락, 회사별 편차는 축소됨.

< 그림 II-18 > 손해보험 자본회전율 현황 (정상수준 대비)



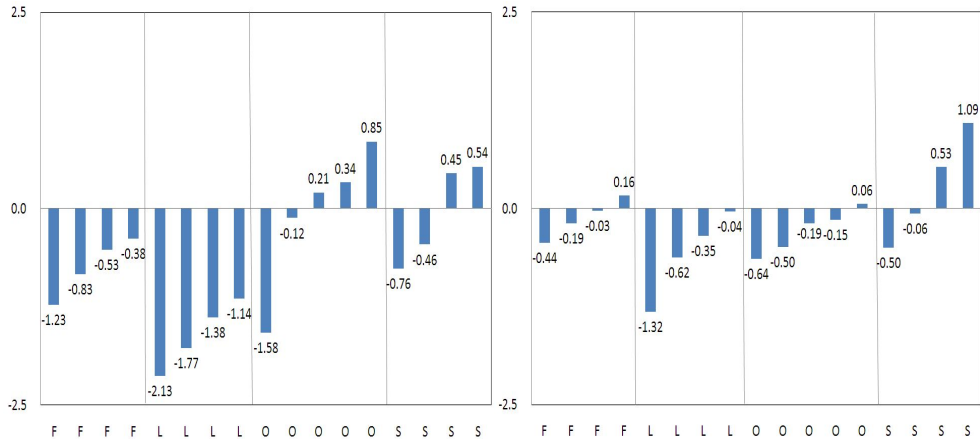
○ 정상수준 대비 갭 분포에서는 일부 중소형사·전업사를 제외하고는 마이너스 갭 상태를 보이고 있음.

○ 전분기 대비 갭 분포에서는 대형사·중소형사·외국사는 대부분 마이너스 갭 우위를, 전업사는 플러스 갭 우위를 나타내고 있음.

〈 그림 II-19 〉 손해보험 자본회전을 갭 분포

정상수준 대비

전분기 대비



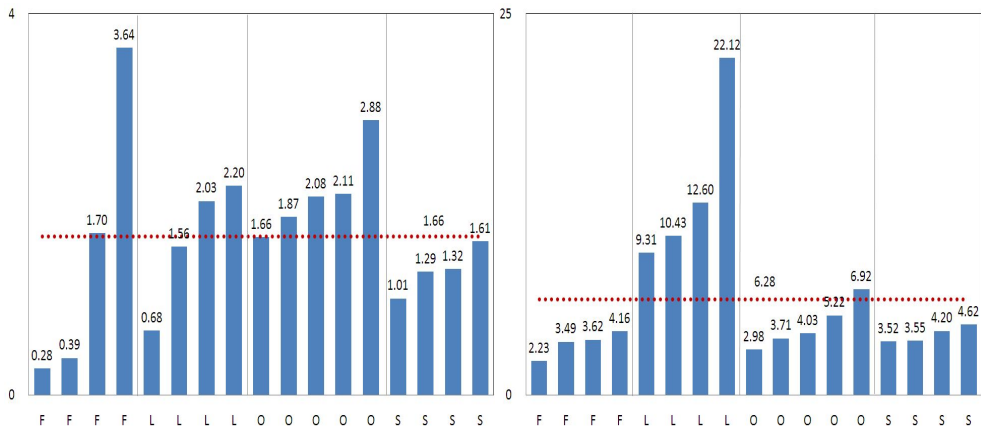
□ 손해보험 자본회전율의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 대형사가 여전히 산업 집계 평균을 상회하는 것으로 분석됨.

○ 회사별 20개 분기 평균에서는 대형사 및 일부 중소형사·외국사가 산업 집계 평균을 상회하고 있으나, 변동성을 조정한 정상수준에서는 대형사 및 1개 중소형사만이 시장집계 평균을 상회하고 있음.

〈 그림 II-20 〉 손해보험 자본 회전률 정상수준

회사별 5개년 평균

회사별 정상수준

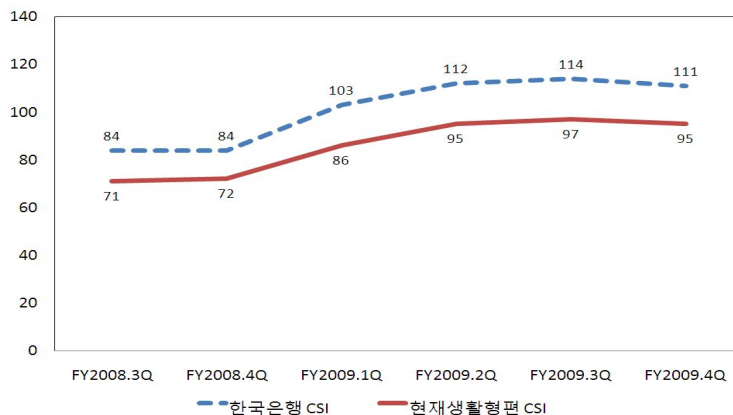


2) 변화 원인 및 전망

- FY2009 4분기 자본회전율의 변화는 자본의 변동에 의해 좌우되었으나, 이 절에서는 보험영업수익 측면에서 자본회전율의 변화원인을 살펴보고자 함.
- 생명보험의 경우 개선된 소비심리의 유지 등에 따른 연금 및 저축성의 신규수요 회복으로 수입보험료가 전분기보다 증가하였으며, 이는 자본회전율의 상승요인으로 작용
- 한국은행의 소비자심리지수(CSI)는 2분기 연속해서 정체 내지 둔화되고 있으나 4분기 연속해서 기준치를 초과
 - 가계의 소비심리를 나타내는 현재생활형편 CSI는 2분기 연속해서 정체 내지 둔화되고 있으나 기준치를 초과하지 못하고 있음.

〈 그림 II-21 〉 소비심리

(기준치 = 100)



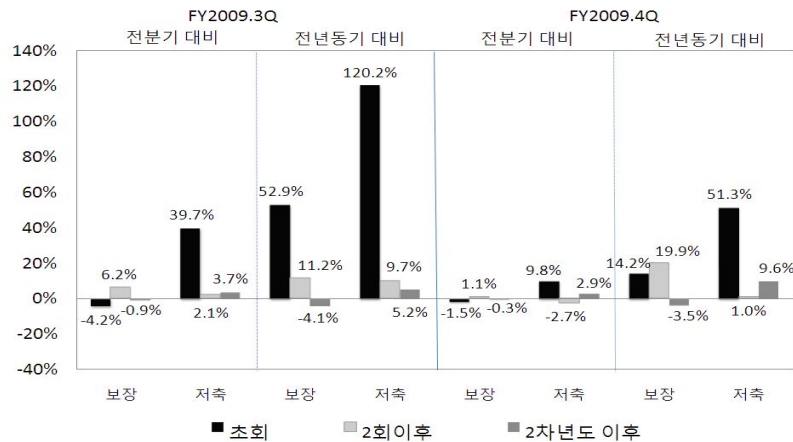
주 : 소비심리는 월별 소비심리지수를 분기 평균하여 산출.

자료 : 한국은행, ECOS.

- 보험영업수익(또는 보험료수익)은 저축성의 성장으로 전체적으로 전분기보다 증가하였으나, 보장성 및 저축성 모두 전분기보다 변동 폭이 축소

- 초회보험료 기준으로 보장성은 전분기 대비 -1.5% 감소한 반면에, 저축성은 전분기 대비 9.8% 증가하였고, 이는 전분기 대비 증가 및 하락 폭이 전분기보다 보장성은 -2.7%p, 저축성은 29.9%p 축소된 것임.
- 2회 이후 및 2차년도 이후 보험료 기준으로 보장성은 전분기 대비 1.1% 증가, -0.3% 하락하였으나, 저축성은 -2.7% 하락, 2.9% 증가하였음.

〈 그림 II-22 〉 생명보험 보험료 증가율(일반계정)



주 : 전사실적(지표II) 기준

- 저축성 초회보험료의 증가는 금융위기 이후 위축된 방카슈랑스 채널을 통한 신규수요 회복 등에 영향을 받음.

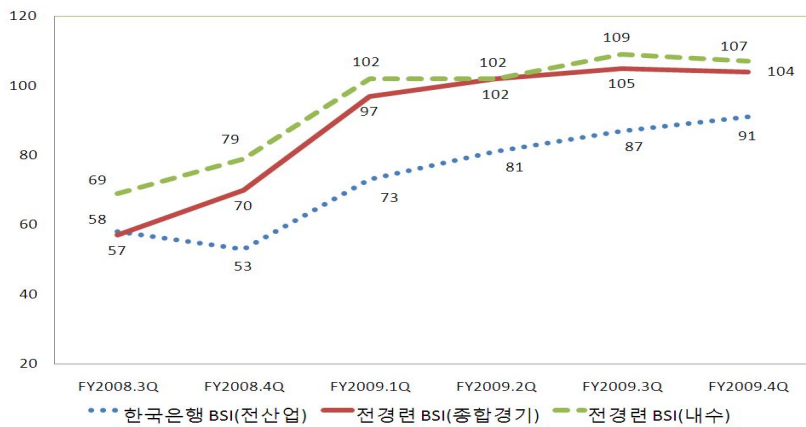
* 방카슈랑스 비중(개인보험, 초회보험료 기준) 추이 :
58.7%(FY'09 2분기) → 60.1%(FY'09 3분기) → 64.5%(FY'09 4분기)

- 손해보험의 경우 일반보험과 자동차보험과 달리 장기손해보험에서 보장성 수요 유지 및 저축성 수요 확대로 보험영업수익이 전분기보다 증가하였으며, 이는 자본회전율의 상승 요인으로 작용

- 기업경기실사 지표인 종합경기 BSI 및 내수 BSI는 전분기 대비 정체 내지 둔화되는 모습을 보이고 있으며, 또한 자동차관련 세금감면 정책이 종결됨에 따라 자동차에 대한 교체수요 유인이 약화¹⁴⁾되고 있음.

〈 그림 II-23 〉 기업경기실사(BSI) 지표 추이

(기준치 = 100)



주 : 기업경기실사(BSI) 지표는 월별 소비심리지수를 분기 평균하여 산출

자료 : 한국은행, ECOS.

- 이는 일반손해보험과 자동차보험의 보험영업수익(또는 수입보험료)를 감소시키는 요인으로 작용한 것으로 판단됨.
- 다만 장기손해보험은 최근까지 지속된 실손 의료보험의 성장, 그리고 저축성 수요의 회복 등으로 전분기보다 수입보험료가 증가한 것으로 추정됨.

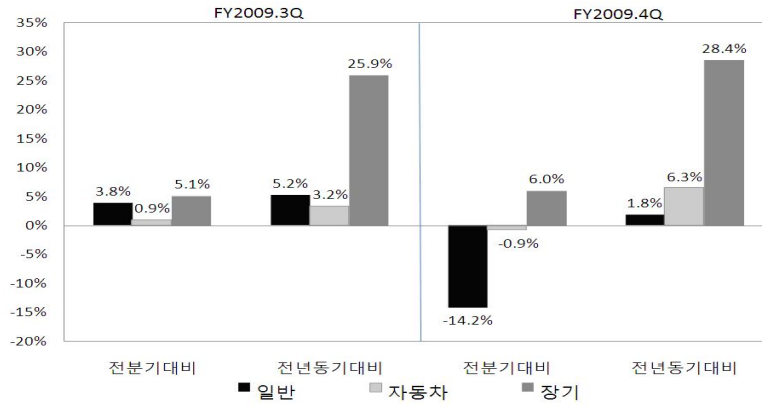
14)

<2009년 월별 노후차 교체 동향>

구분	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	계
노후차교체조건 신차판매(천대)	65	54	39	26	39	44	52	76	395
총판매비중(%)	52.6	37.8	32.8	28.1	28.5	33.3	37.8	48.2	28.3

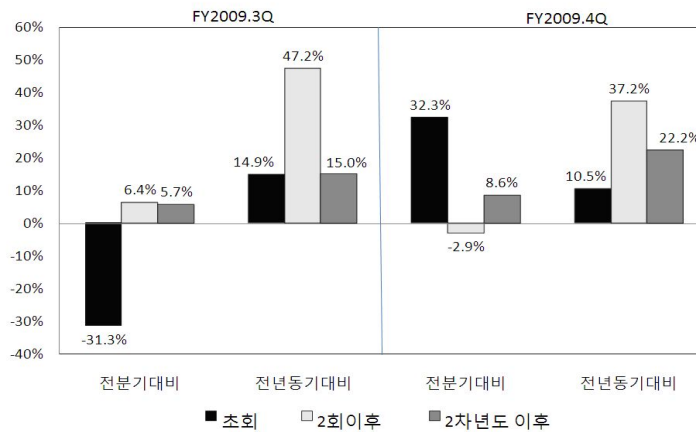
자료 : 한국자동차공업협회, “2010년 자동차산업 전망(업데이트),” 2010.2

〈 그림 II - 24 〉 손해보험 종목별 보험료 증가율



- 장기손해보험의 계속보험료(2회이후 및 2차년도 이후)는 상반기까지 지속되었던 실손 의료보험 등에 대한 신규수요의 영향으로 계속해서 증가
- 장기손해보험의 초회보험료는 저축성 수요의 회복으로 전분기보다 증가

〈 그림 II - 25 〉 장기손해보험 보험료 증가율



주 : 장기손해보험(무·유배당) 및 지표 II 기준(개인·퇴직 연금 등 제외)

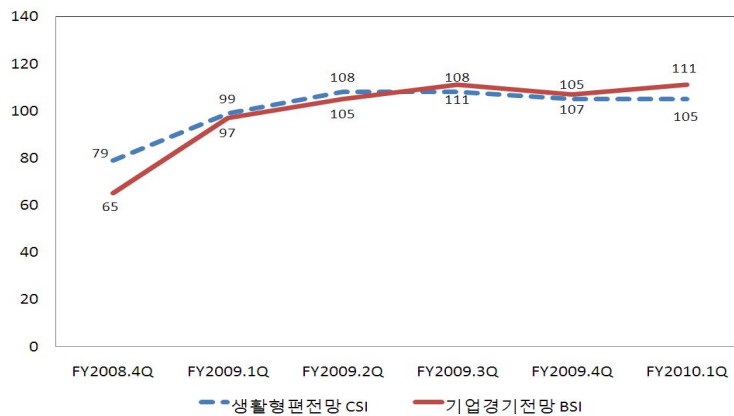
□ FY2010 1,2분기 생명보험·손해보험에 대한 보험영업수익은 FY2009 4분기 소비

심리 및 경기심리 등이 유지 또는 개선되는 경우 FY2009 4분기보다 증가할 것으로 예상됨.

- 소비자의 생활형편전망 CSI는 2분기 연속해서 전 분기 대비 소폭 하락하였으나 여전히 기준치를 상회하고 있으며, 기업경기전망 BSI는 전분기보다 개선
- 이 같은 생활형편전망 CSI 및 기업경기전망 BSI가 현실화되는 경우 생명보험과 손해보험에서는 수요 증가가 나타날 것으로 판단됨.
- 생명보험과 장기손해보험의 수요는 보장성보다는 저축성에서 확대

〈 그림 II-26 〉 소비심리 및 기업경기 전망¹⁾

(기준치 = 100)



주 : 1) 월별 지수들의 평균값을 이용하여 분기지수를 산출

자료 : 한국은행, ECOS

나. 매출이익률(R_U/S) 분석

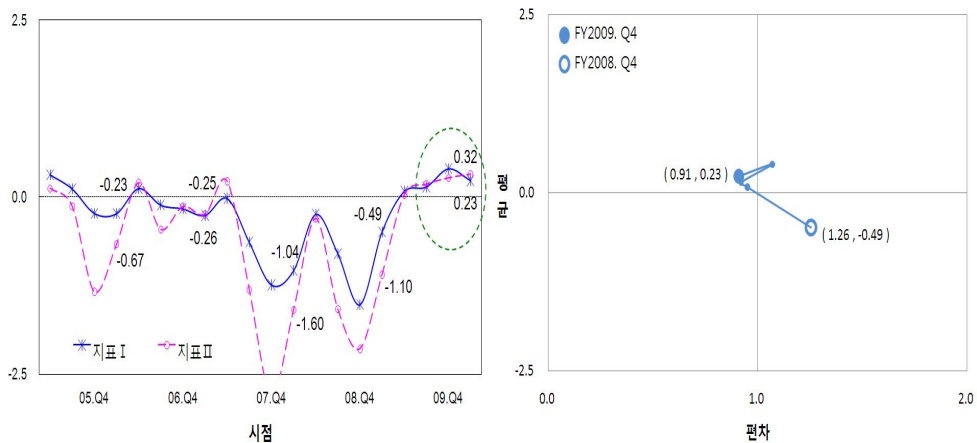
1) 동향

〈 생명보험 〉

□ FY2009 4분기 생명보험회사의 매출이익률 평균(지표 I)은 4분기 연속 플러스 갭 상태이나 전분기대비해서는 소폭 하락함.

○ 전년 동기와 비교해서는 매출이익률 평균(지표 I)은 증가했고, 회사별 편차는 축소됨.

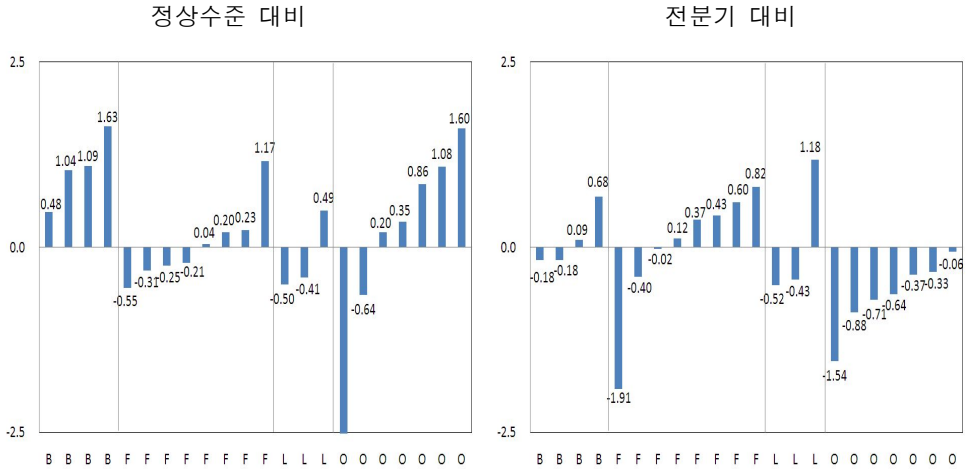
〈 그림 II -27 〉 생명보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 매출이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

○ 정상수준 대비 갭 분포에서는 방카사·중소형사는 플러스 갭 우위를, 대형사·외국사는 마이너스 갭 우위를 보이고 있으며, 그리고 회사별 갭 수준은 대부분 생명보험회사가 전분기보다 축소됨.

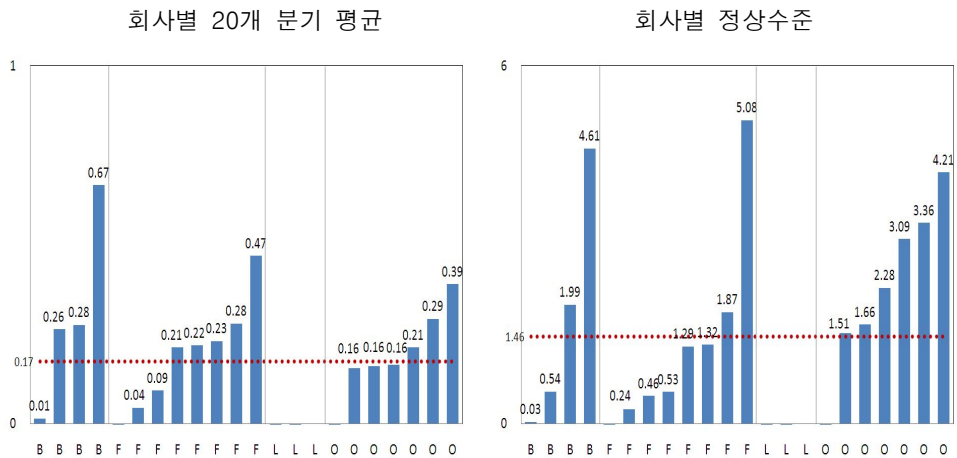
〈 그림 II-28 〉 생명보험 매출이익률 갭 분포



□ 생명보험 매출이익률의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 중소형사·외국사·방카사 대부분이 산업집계 평균을 상회하는 것으로 분석됨.

○ 회사별 20개 분기 평균에서는 대형사 및 일부 중소형사·방카사를 제외하고는 시장 집계평균을 상회하거나 근접하는 양상을, 변동성을 조정한 경우에는 일부 외국사·방카사 및 중소형사가 이를 상회 또는 근접하는 양상을 보이고 있음.

〈 그림 II-29 〉 생명보험 매출이익률 정상수준

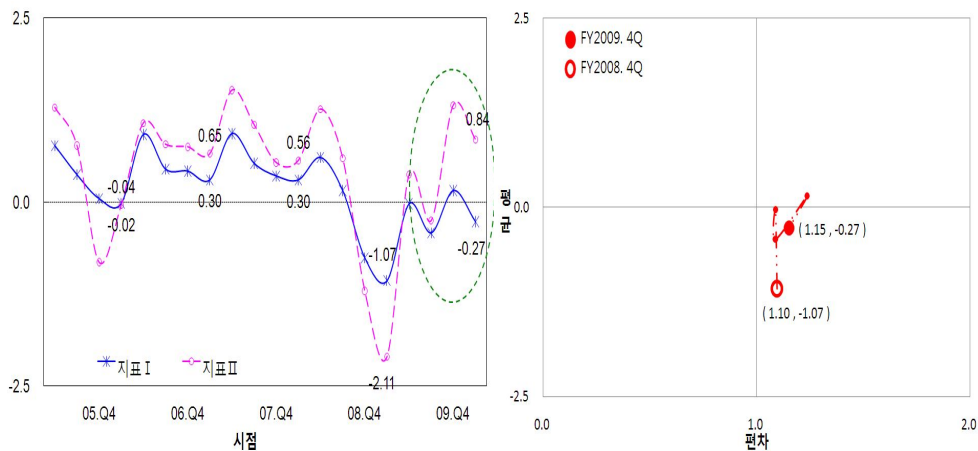


〈 손해보험 〉

□ FY2009 4분기 손해보험회사의 매출이익률 평균(지표 I)은 전분기 대비 하락하여 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태로 전환

○ 전년 동기 대비해서 매출이익률의 평균(지표 I)은 상승했고, 편차는 확대됨.

〈 그림 II-30 〉 손해보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)



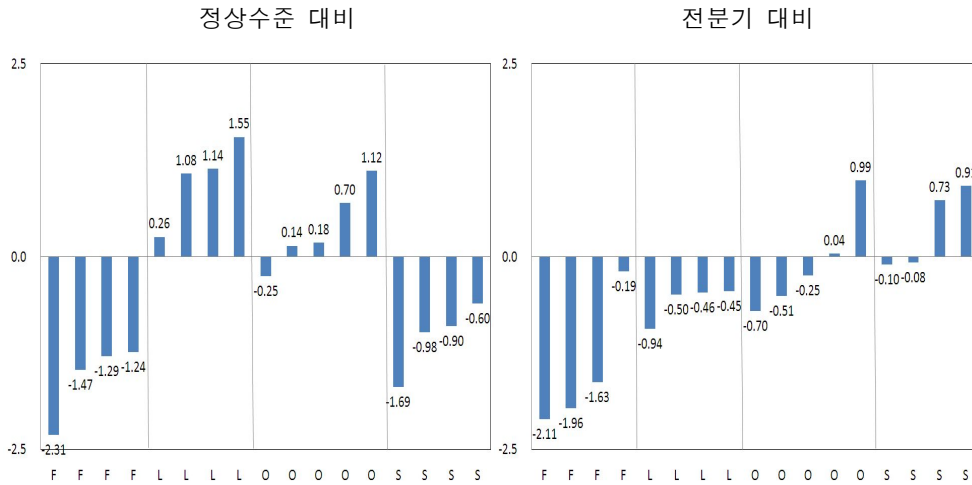
○ 정상수준 대비 갭 분포에서 대형사·중소형사는 플러스 갭 우위를, 전업사·외국사는 마이너스 갭 우위를 나타내고 있음.

- 전분기와 비교해서는 대형사·중소형사·전업사는 플러스 갭 또는 마이너스 갭의 양태가 유사하면서 갭 수준의 축소를 보이고 있으나, 외국사는 마이너스 갭으로 전환 또는 마이너스 갭 수준의 확대를 보이고 있음.

○ 전분기 대비 갭 분포에서 전업사는 플러스 갭 우위를, 대형사·중소형사·외국사는 마이너스 갭 우위를 보이고 있음.

- 전분기와 비교해서는 손해보험회사 대부분이 마이너스 갭으로 전환 또는 플러스 갭 수준의 축소를 보이고 있음.

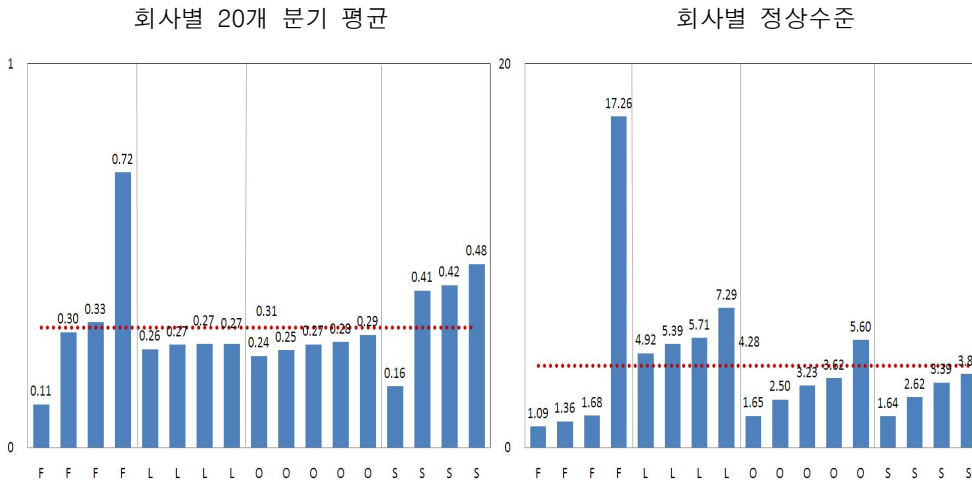
< 그림 II-31 > 손해보험 매출이익률 갭 분포



□ 매출이익률의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 대형사는 산업집계 평균을 상회하나, 다른 보험회사는 대부분 이를 하회하고 있음.

○ 20개 분기 평균 분포에서 일부 외국사·전업사가 시장 집계 평균을 상회하였으나, 변동성 조정의 경우에는 대형사와 일부 중소형사·외국사가 이를 상회함.

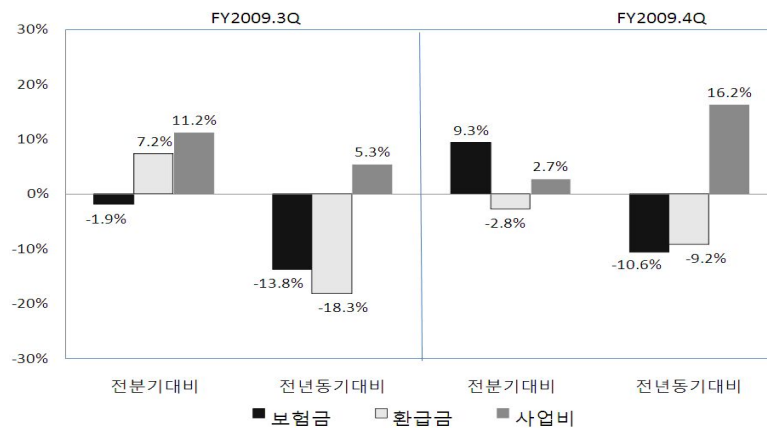
< 그림 II-32 > 손해보험 매출이익률 정상수준



2) 변화 원인 및 전망

- 매출이익률은 보험영업비용뿐만 아니라 보험영업수익에서도 영향을 받으나, 여기서는 보험영업비용을 중심으로 살펴보고자 함.
- 생명보험의 경우 보험금 및 사업비 등으로 인해 보험영업비용이 전분기보다 증가하였으며, 이는 매출이익률에 부정적인 영향을 미치고 있음.
- 보험금은 전분기 대비 9.3%, 사업비는 전분기 대비 2.9% 증가하였고, 반면에 환급금은 전분기 대비 -2.8% 감소하였음.
 - 이는 최근 보험수요의 회복, 특히 연금과 저축성 보험등의 수요회복에 기인한 것으로 판단됨.

〈 그림 II-33 〉 생명보험 보험영업비용 증가율



주 : 1) 지표 II 기준임

2) 보험금에는 배당금이 포함된 실적임.

- 손해보험의 경우 전분기와 달리 보험영업비용이 감소하였는데, 이는 매출이익률에 긍정적인 영향을 미치고 있음.
- 보험금은 전분기 대비 -5.5%, 사업비는 전분기 대비 -0.9% 감소하였고, 반면

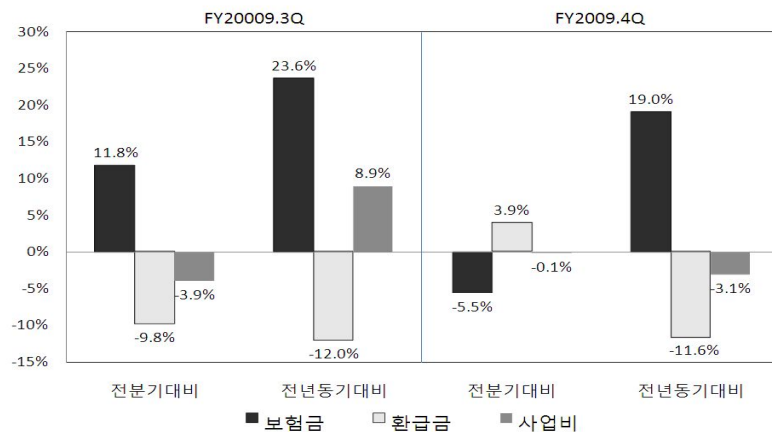
에 환급금은 전분기 대비 3.9% 증가하였음.

○ 보험금 감소는 자동차책임보험의 사고발생률 및 1사고당 발생손해액 등의 개선에 기인한 것으로 판단됨.

- 자동차책임보험의 사고발생률과 1사고당 발생손해액(1~3월)은 계절적 요인으로 전분기(10~12월)보다 하락함.*

* 사고발생률 : 5.95(FY'08 3분기) → 5.88(FY'08 4분기), 6.2(FY'09 3분기) → 6.1(FY'09 4분기)
1사고당 발생손해액 : 2,501천원(FY'08 3분기) → 2,422천원(FY'08 4분기), 2,317천원(FY'09 3분기) → 2,217(FY'09 4분기)

< 그림 II-34 > 손해보험 보험영업비용 증가율



주 : 환급금은 국내일반손보사의 장기저축성보험환급금 실적임.

□ FY2010 1, 2분기는 생명보험과 장기손해보험은 매출확대에 수반되는 신계약비의 증가가 예상되며, 실손 보험(자동차보험 등)은 물가 및 임금 상승 등의 요인으로 인해 보험영업비용의 변동이 확대될 전망이다.

○ 생명보험의 보험영업비용은 회복된 경기심리 및 소비심리가 유지되는 경우 신규매출의 증대 등에 따른 신계약비 증가로 당분기보다 증가할 것으로 예상됨.

○ 손해보험의 보험영업비용 역시 장기손해보험 및 자동차보험의 신규수요 증가에 따

른 사업비 증가, 그리고 정비운임 인상 등과 같은 보험원가 상승요인으로 FY2009 4분기보다 증가할 것으로 전망됨.

- 또한, 자동차보험은 계절적 특성으로 사고발생률이 4~6월이 1~3월보다 상승할 개연성이 높으며, 이는 보험원가 상승요인과 상호작용하여 보험영업비용을 증가시키는 요인으로 작용할 것으로 판단됨.

* 사고발생률 : 5.95(FY'08 1분기) → 5.88(FY'09 1분기), 5.95(FY'08 1분기) → 5.88(FY'09 1분기)

다. 보험영업 관련 이슈

< 매출이익률 >

- 생명보험 및 장기손해보험은 최근 보험수요가 안정됨에 따라 저축성 보험을 중심으로 매출이 정상화될 것으로 예상되나, 안정정인 보험영업 성과 달성을 위해서는 포트폴리오의 다양화 전략에 주목할 필요가 있음.
 - 최근 생명보험은 중소형사 중심으로 저축성 및 방카슈랑스 채널에 대한 의존도를 높이고 있음.
 - 그러나 금융위기 과정에서 경험한 바와 같이 저축성 및 방카보험수요 채널의 의존도 심화는 영업환경 및 금융기관의 전략에 의해 크게 영향을 받을 수 있음.
 - 장기손해보험은 보장성의 성장 둔화가 예상되는 가운데 저축성 보험수요를 확대하는데 주력할 것으로 예상됨.
 - 그러나 안정정인 보험영업 성과 달성을 위해서는 보장성 보험수요에 대한 수요 확대도 필요함.
- 자동차보험은 보험원가 상승 압력이 높아짐에 따라 보험원가를 관리하는 능력, 보험가격을 조정하는 능력 등의 강화에 주력할 필요가 있음.
 - 자동차보험은 계절적으로 사고발생률이 점차 증가하는 시기에 진입하고 있으며,

임금상승, 자동차정비수가 인상, 차량 고급화 등과 같은 보험원가 상승요인에 노출되어 있음.

- 통제 가능 요소에 대해서는 언더라이팅 강화, 손해사정기법 개선 및 사업비 분석 강화 등으로 손해율 개선 및 사업비 절감을 도모
- 통제 가능 요소에 대해서는 합리적인 원가분석을 토대로 보험가격에 반영

〈 자본회전률 〉

□ 보험영업부문의 성장률 회복이 자본회전율을 좌우할 것임.

- 자본보강이 자산재평가 등의 다양한 방법으로 이루어졌으며, 이를 고려할 때 자본회전율의 변동은 보험영업성과가 좌우할 것으로 판단됨.
- 다만 기타포괄손익이 금융시장의 영향으로 크게 변동되는 경우 보험영업성과에 의한 자본회전율 변동이 가시화되지 않을 수 있음.

〈 투자영업성과 〉

〈 표 II-1 〉 투자영업성과 주요 이슈

구분	생명보험	손해보험
레버리지비율	이자율 상승과 보험영업부문 개선	
투자이익률	출구전략과 이자율 상승	

〈 표 II-2 〉 투자영업성과 향후 전망

구분	상승요인	하락요인	종합적 판단
레버리지비율	매출 증가	포괄손익 증가	하락
투자이익률	주가 상승	이자율 하락	하락

〈 보험영업성과 〉

〈 표 II-3 〉 보험영업성과 주요 이슈

구분	생명보험	손해보험
자본회전율	저축성 보험 확대 및 안정적 영업수익 확보	
매출이익률	매출 확대 및 사업비 관리	보험원가 관리

〈 표 II-4 〉 보험영업성과 향후 전망

구분	상승요인	하락요인	종합적 판단
자본회전율	소비심리 유지	포괄손익 증가	하락
매출이익률	소비심리 유지 (보험료 조정)	보험원가 상승	하락

Ⅲ. 현금흐름 추정

1. 현금흐름 현황 : 생명보험
2. 현금흐름 현황 : 손해보험
3. 기업가치 추정

Ⅲ. 현금흐름 추정

1. 현금흐름 현황 : 생명보험

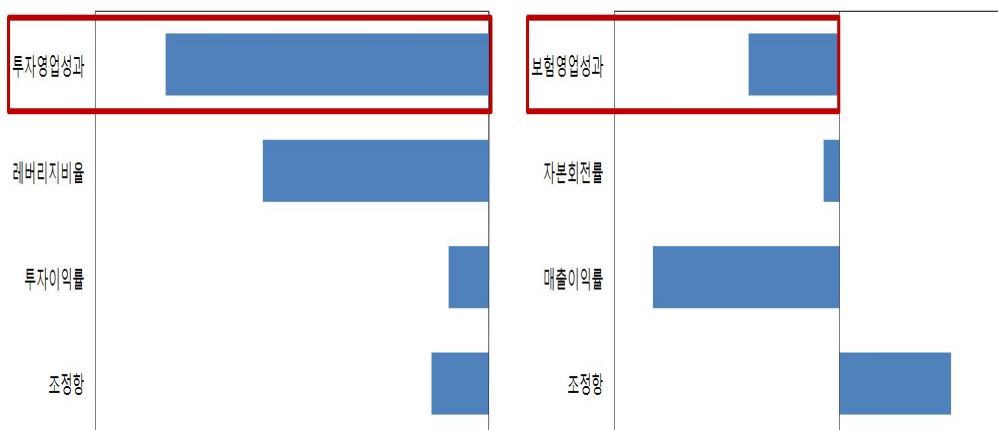
가. 투자영업성과 및 보험영업성과 비교

1) 변화 방향

□ FY2009 4분기 생명보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 투자영업성과와 보험영업성과 모두 하락함.

- 투자영업성과의 구성 요인 중 레버리지비율과 투자이익률이 모두 하락함에 따라 전기 대비 하락
- 보험영업성과의 경우 자본회전율과 매출이익률이 하락이 크게 작용하여 전기 대비 하락

< 그림 III-1 > 생명보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향

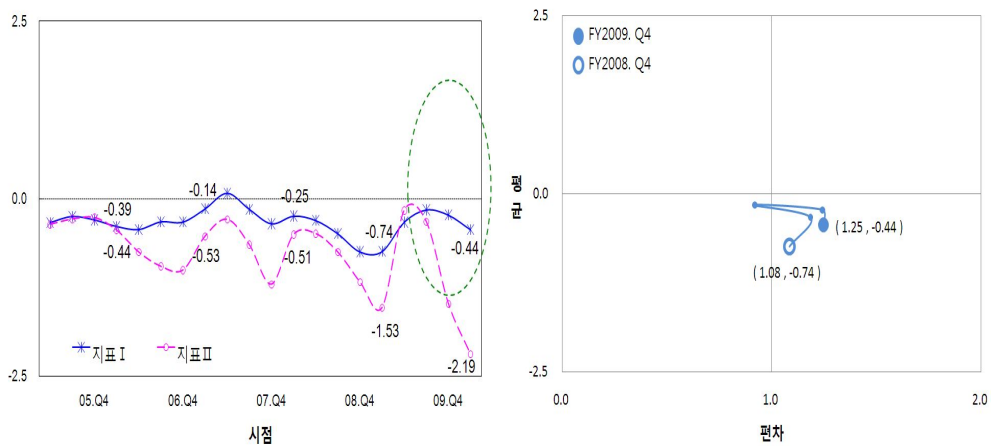


2) 갭 변화

□ FY2009 4분기 생명보험회사 투자영업성과는 전기 대비 하락하였으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태가 지속됨.

○ 투자영업성과는 전년 동기 대비 상승하였으며, 회사별 편차 또한 확대된 모습을 보이고 있음.

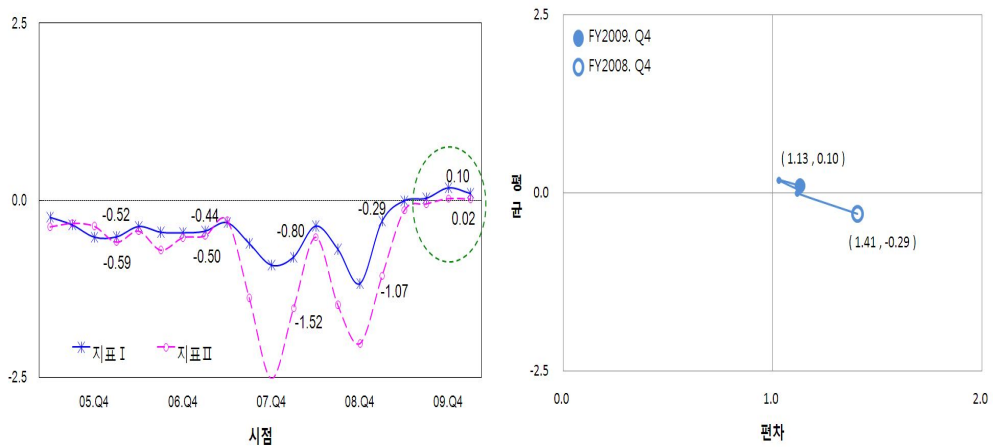
〈 그림 III-2 〉 생명보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 투자영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- FY2009 4분기 생명보험회사 보험영업성과는 전기 대비 소폭 하락하였으나, 정상 수준을 상회하는 플러스 갭 상태가 지속됨.
- 보험영업성과를 전년 동기 실적과 비교해 볼 경우 상승한 것으로 나타나고 있으며, 회사별 편차는 축소된 모습을 보임.

〈 그림 III-3 〉 생명보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)

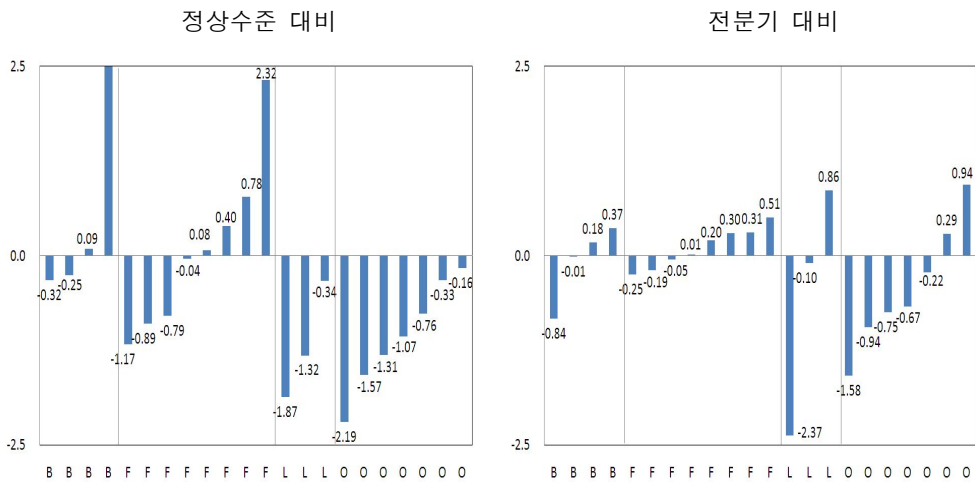


주 : 회사별 보험영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

- 정상수준 대비 투자영업성과의 갭 분포의 경우 마이너스 갭 영역에 속한 회사의 수가 많아 정상수준을 하회하는 것으로 나타났으나, 전분기 대비 갭 분포의 경우 그룹별로 서로 다른 특징을 보임.
- 일부 외국사 및 방카사의 경우 정상수준을 상회하는 플러스 갭 영역에 속하고 있으나 대다수 회사의 경우 마이너스 갭 영역에 속하고 있음.
- 전분기 대비 투자영업성과의 갭 분포를 보게 되면 대형사 및 중소형사의 경우 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태에 놓여 있으나, 외국사 및 방카사의 경우 플러스 갭 상태에 놓여 있는 회사가 다수를 차지함.

〈 그림 Ⅲ-4 〉 생명보험 투자영업성과 갭 분포

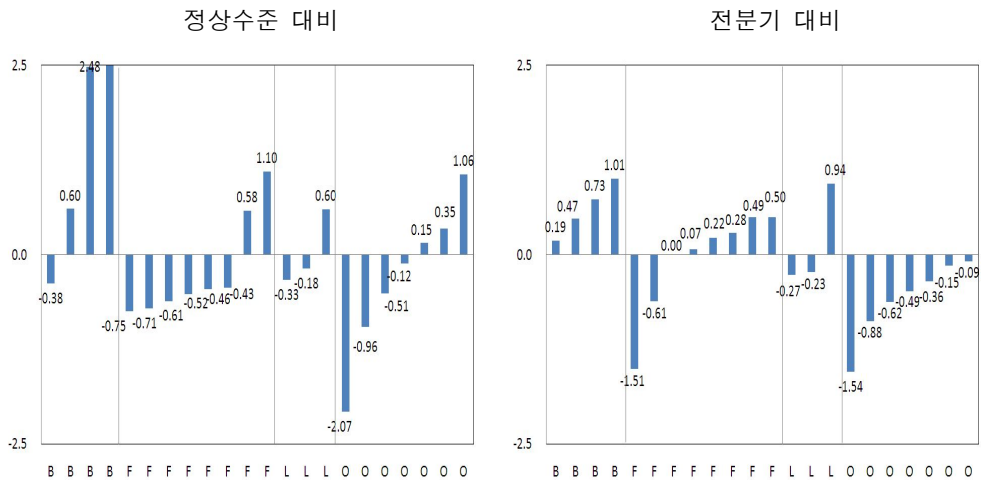


□ 정상수준 대비 회사별 보험영업성과 갭 분포를 보게 되면 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 영역에 속한 회사의 수가 많으며, 전분기 대비 하락한 회사가 다수를 차지함에 따라 보험영업성과는 소폭 하락하였음.

○ 외국사의 경우 정상수준을 하회하고 있는 경우가 다수를 차지하고 있으나, 일부 방카사 및 중소형사의 경우에는 정상수준을 큰 폭으로 상회하는 모습을 보이고 있음.

○ 전기 대비 보험영업성과 갭 분포의 경우 방카사와 외국사의 경우 전반적으로 플러스갭 상태에 놓여 있으나, 중소형사의 경우는 모두 마이너스갭 상태에 놓여 있는 것으로 나타남.

< 그림 III-5 > 생명보험 보험영업성과 갭 분포

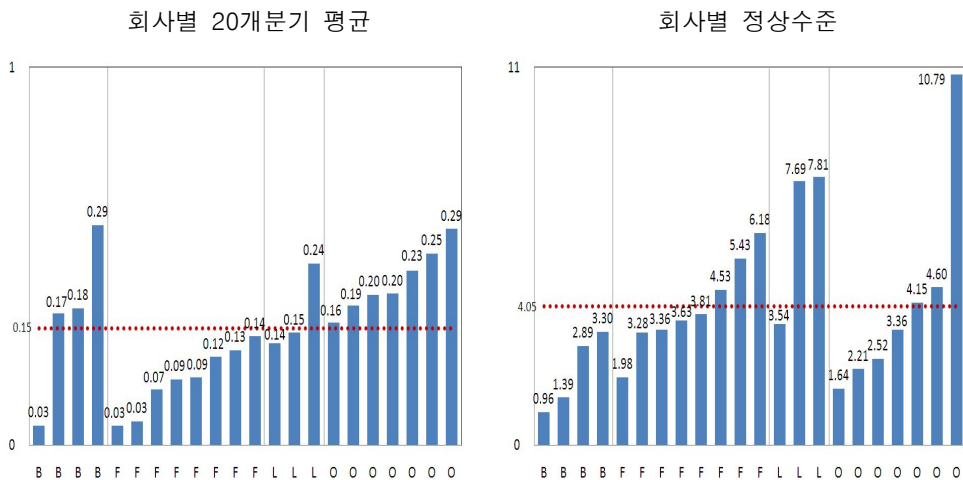


4) 정상수준

□ 생명보험 투자영업성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 중소형사는 전반적으로 시장 집계평균을 상회하고 있으며, 외국계 회사가 대체적으로 시장 집계평균을 하회함.

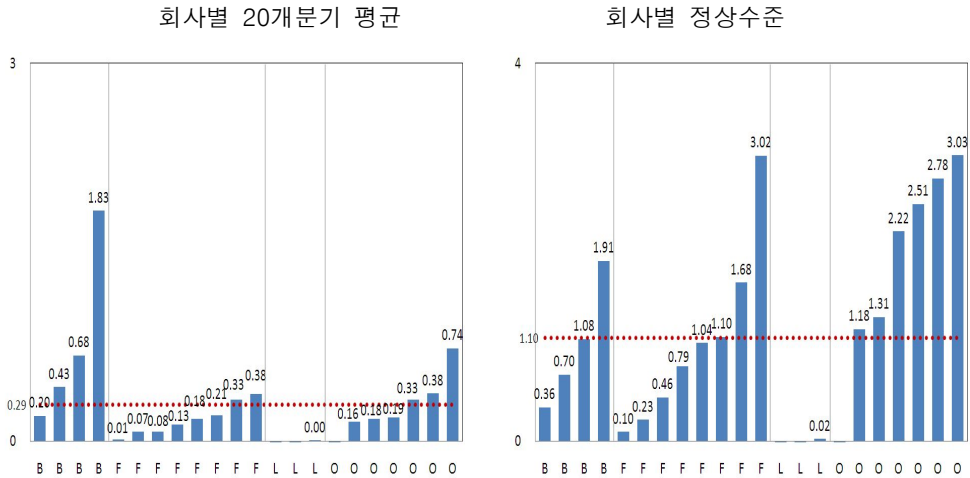
○ 한편, 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준의 경우는 대형사의 경우 시장 정상수준을 상회하고 있고, 일부 방카사 및 중소형사의 경우 시장 정상수준에 크게 미치는 못하는 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-6 〉 생명보험 투자영업성과 정상수준



- 생명보험 보험영업성과 회사별 20개 분기 평균의 경우, 대부분의 외국사 및 대형사가 시장 집계평균을 하회하는 것으로 나타난 반면, 일부 방카사의 경우 시장 집계평균을 크게 상회함.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준을 살펴보면, 대형사가 시장 정상수준을 하회하고 있는 반면, 대다수 중소형사는 시장 정상수준을 상회하는 것으로 나타남.

< 그림 III-7 > 생명보험 보험영업성과 정상수준



나. 영업성과 및 기타성과 비교

1) 변화 방향

- FY2009 4분기 생명보험회사 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분해 보면, 영업성과와 기타성과 모두 하락한 모습을 보이고 있음.
- 영업성과의 경우 투자영업성과와 보험영업성과로 구성이 되는데, 투자영업성과와 영업성과 지표 산출시 소실되는 정보를 나타내는 조정항이 상승하였으나, 투자영업성과와 보험영업성과의 하락요인이 작용함에 따라 전분기 대비 하락함.

< 그림 Ⅲ-8 > 생명보험 영업성과 변화방향

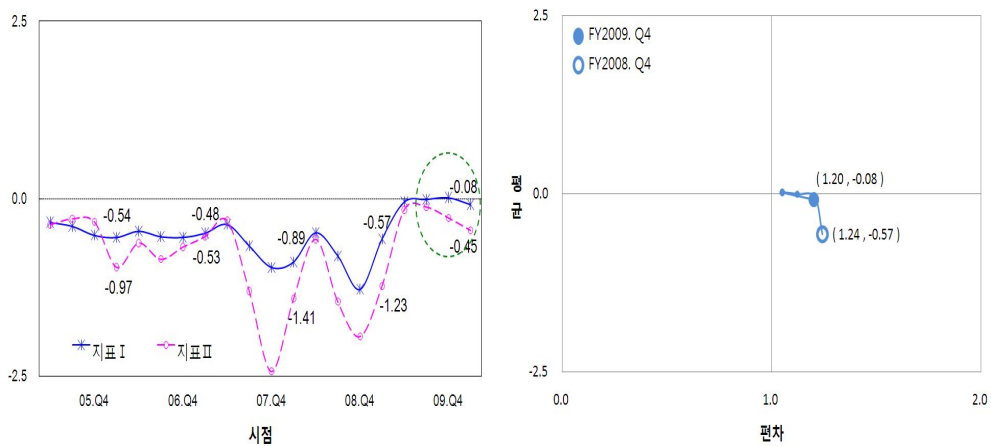


2) 갭 변화

□ FY2009 4분기 생명보험회사 영업성과는 전기 대비 하락하였으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 영업성과는 전년 동기 대비 상승하였으며, 대다수 회사를 중심으로 영업성과가 악화되어 회사별 편차는 전년 동기 대비 소폭 축소된 모습을 보임.

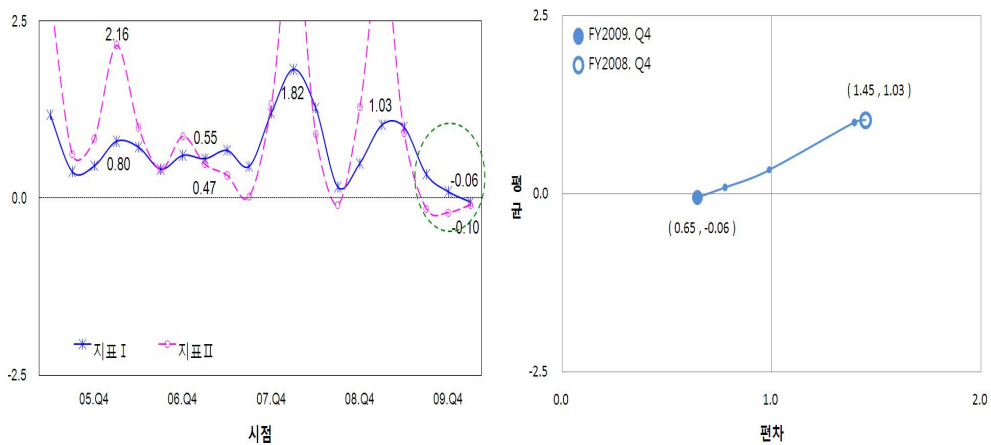
< 그림 III-9 > 생명보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- FY2009 4분기 생명보험회사의 기타성과는 전기 대비 하락한 것으로 나타나고 있으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.
- 전년 동기과 비교한 기타성과는 전년 동기 대비 하락하였으며, 회사별 편차는 축소된 상태임.

〈 그림 Ⅲ-10 〉 생명보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 기타성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

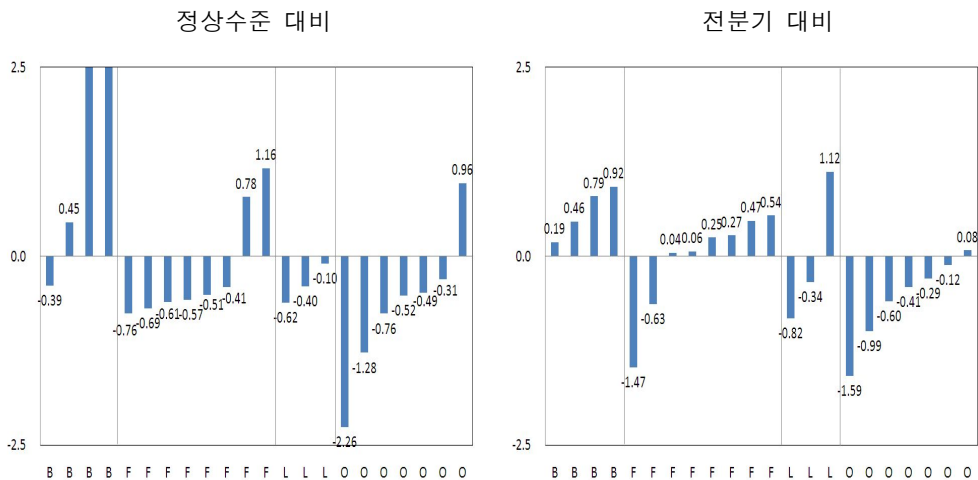
□ 정상수준 대비 영업성과 갭 분포의 경우 마이너스 갭 영역에 속하는 회사의 수가 대다수를 차지하고 있으나, 대부분의 회사가 전분기에 비해 하락함에 따라 영업성과가 악화되고 있는 것으로 나타남.

○ 마이너스 갭에 속한 회사의 수가 다수를 차지하고 있어 생명보험회사의 영업성과는 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태에 놓이고 있음.

- 일부 방카사 및 외국사의 경우 정상수준을 크게 상회하는 플러스 갭 상태에 놓여있으나, 외국사 및 중소형사의 경우 대부분 마이너스 갭 상태에 놓여있음.

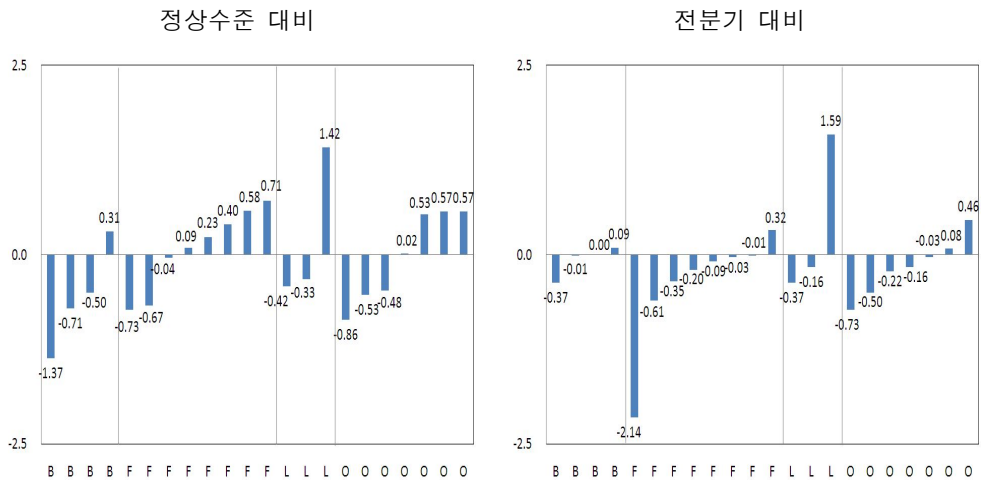
○ 방카사의 경우 전기 대비 영업성과의 개선이 이루어졌으나, 일부 외국사, 대형사, 중소형사의 경우 영업성과가 전분기 대비 하락함.

< 그림 III-11 > 생명보험 영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 기타성과 갭 분포의 경우 대부분의 생명보험회사가 마이너스 갭 영역에 속해 있으며, 전기 대비 기타성과 또한 마이너스 갭 영역에 속한 회사가 다수를 차지함.
- 외국사와 일부 중소형사의 경우 전반적으로 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 있으나, 이를 제외한 나머지 회사는 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 영역에 속함.
- 전분기 대비 경영성과 갭 분포에서 나타난 바와 같이 일부 대형사와 중소형사의 경우 전기 대비 큰 폭으로 상승한 모습을 보이고 있으나, 대부분의 회사가 마이너스 갭 영역에 속하는 것으로 나타남.

< 그림 Ⅲ-12 > 생명보험 기타성과 갭 분포



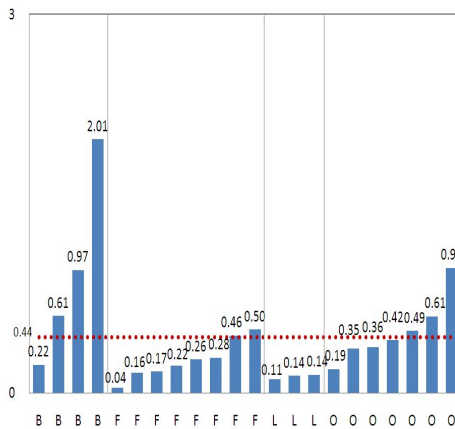
4) 정상수준

□ 생명보험 영업성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 일부 방카사와 중소형사의 경우 시장 집계평균을 상회하고 있으나, 대부분의 생명보험회사가 시장 집계평균을 하회하는 것으로 나타남.

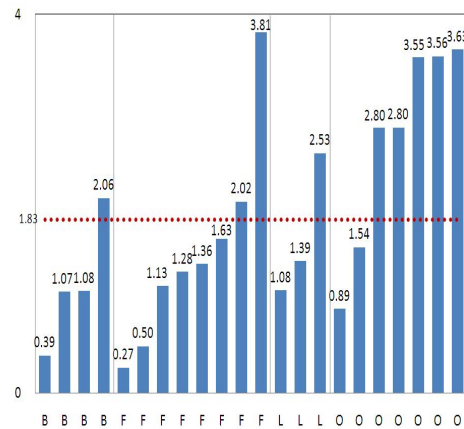
○ 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 중소형사의 경우 대부분 시장 정상수준을 상회하는 모습을 보이고 있으며, 대다수 방카사와 외국사의 경우는 시장 정상수준을 하회함.

< 그림 III-13 > 생명보험 영업성과 정상수준

회사별 20개분기 평균

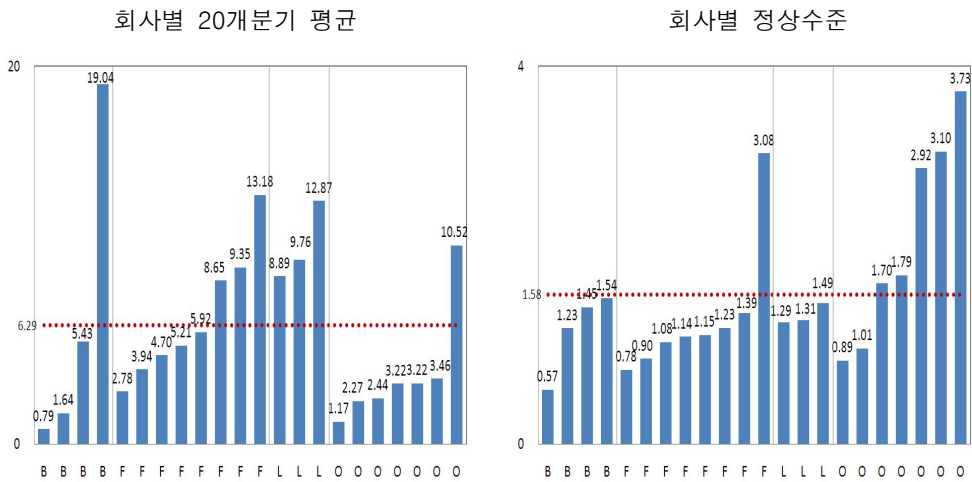


회사별 정상수준



- 생명보험 기타성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 대형사가 시장 집계평균을 상회하고 있으며, 대다수 중소형사 및 방카사는 시장 집계평균을 하회함.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준의 경우, 대형사는 시장 집계평균에 근접해 있으며, 일부 중소형사는 시장 집계평균을 크게 상회하고 있는 모습을 보임.

〈 그림 Ⅲ-14 〉 생명보험 기타성과 정상수준



다. 경영성과

1) 변화 방향

- FY2009 4분기 생명보험회사 경영성과는 전기 대비 하락함.
- 경영성과를 구성하고 있는 요인 중 영업성과와 기타성과의 하락요인이 작용함에 따라 전기 대비 하락한 것으로 나타남.

〈 그림 III-15 〉 생명보험 경영성과 변화방향

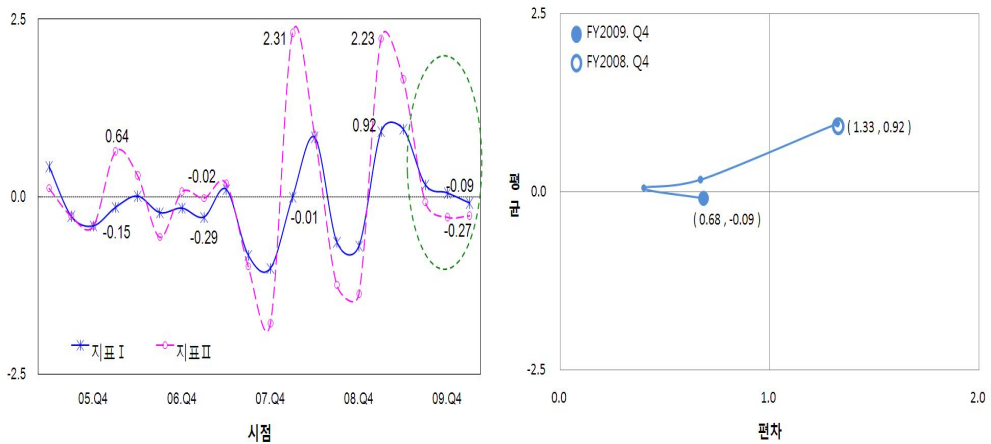


2) 갭 변화

□ FY2009 4분기 생명보험회사 경영성과 평균은 전분기 대비 소폭 하락하였으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 전년 동기와 비교한 경영성과는 하락하였으며 회사별 편차는 축소된 모습을 보임.

〈 그림 Ⅲ-16 〉 생명보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)

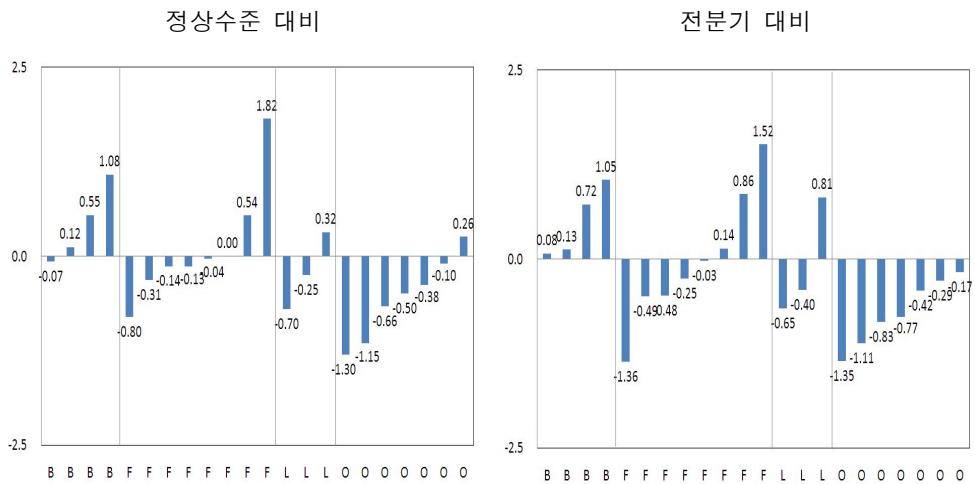


주 : 회사별 실제성장률 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

- 정상수준 대비 회사별 경영성과 차이를 보여주는 경영성과 갭 분포의 경우 마이너스 갭 수준의 회사수가 많은 것으로 나타남.
- 중소형사와 외국사의 경우 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태에 놓여있는 회사가 다수를 차지하고 있음.
- 전분기 대비 경영성과 갭 분포에서 나타난 바와 같이, 경영성과가 개선된 일부 방카사와 외국사를 제외한 나머지 회사의 경우 전반적으로 경영성과가 하락함에 따라 생명보험회사 경영성과 평균은 전기 대비 하락함.

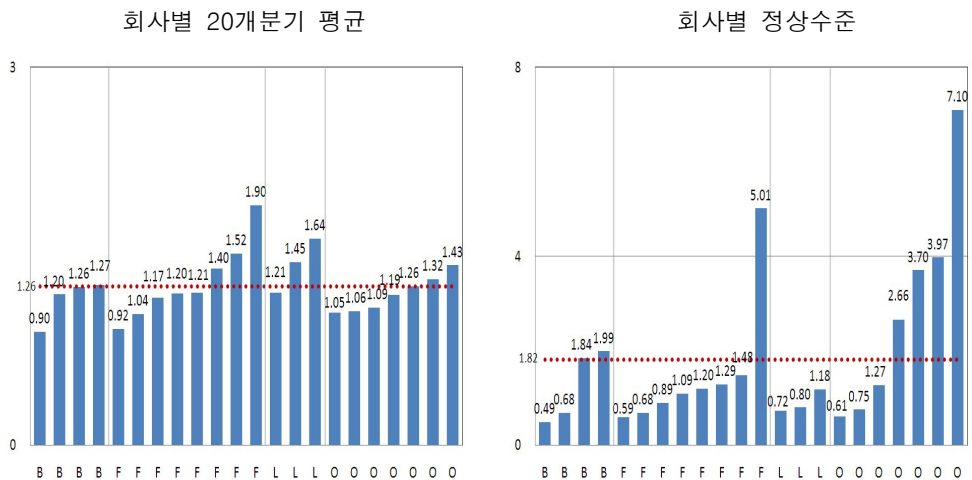
< 그림 III-17 > 생명보험 경영성과 갭 분포



4) 정상수준

- 생명보험 경영성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 일부 방카사와 외국사를 제외한 대부분의 회사가 시장 집계평균에 근접하거나 상회하고 있음.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 일부 중소형사와 외국사가 정상수준을 크게 상회하고 있으나, 대다수 회사의 경우 정상수준을 하회하고 있는 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-18 〉 생명보험 경영성과 정상수준



2. 현금흐름 현황 : 손해보험

가. 투자영업성과 및 보험영업성과

1) 변화방향

□ FY2009 4분기 손해보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 투자영업성과와 보험영업성과 모두 하락함.

- 투자영업성과는 구성 요인 중 레버리지 비율이 전기 대비 소폭 상승하였으나, 투자이익률의 크게 하락하여 전기 대비 하락
- 보험영업성과의 경우는 자본회전율과 매출이익률이 하락하였으며, 특히 매출이익률의 하락이 크게 작용하여 전기 대비 하락

< 그림 III-19 > 손해보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향

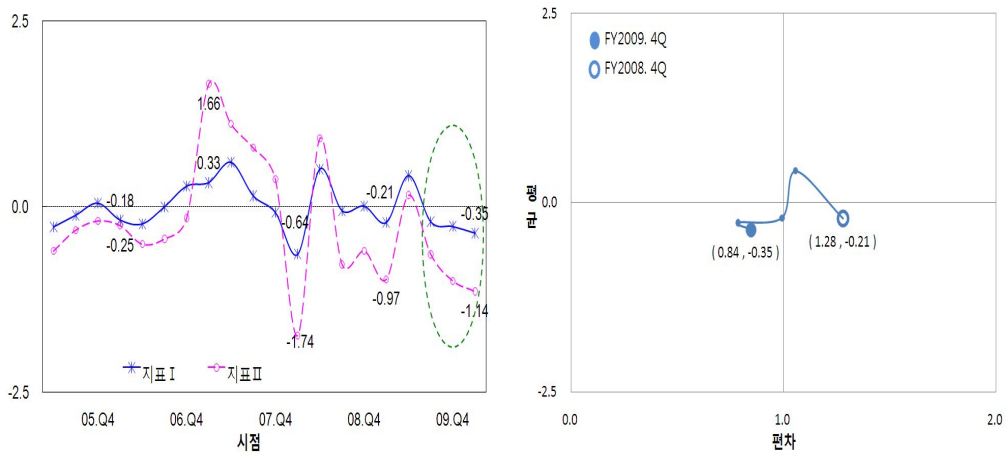


2) 갭 변화

□ FY2009 4분기 손해보험회사 투자영업성과 평균은 전기 대비 소폭 하락했으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태가 지속됨.

○ 투자영업성과는 전년 동기 대비 하락하였으며, 회사별 편차는 축소된 모습을 보이고 있음.

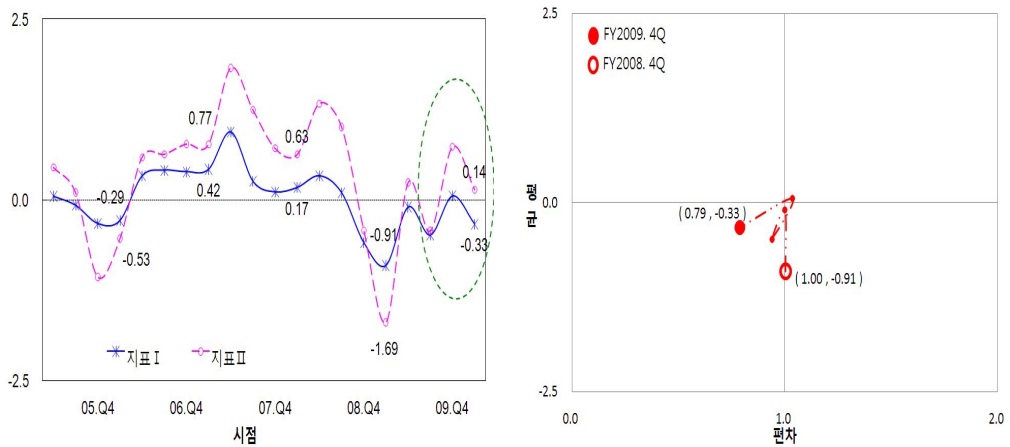
< 그림 III-20 > 손해보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)



□ FY2009 4분기 손해보험회사 보험영업성과는 전기 대비 하락하였으나, 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 전년 동기 수준과 비교해 볼 때 보험영업성과는 투자영업성과와 달리 상승하였으며, 회사별 편차는 소폭 축소되었음.

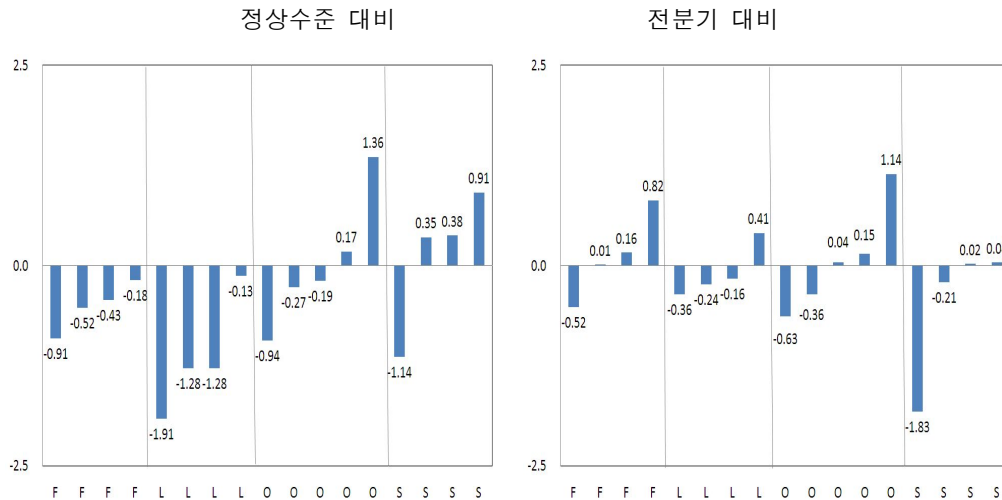
< 그림 III -21 > 손해보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)



3) 갭 분포

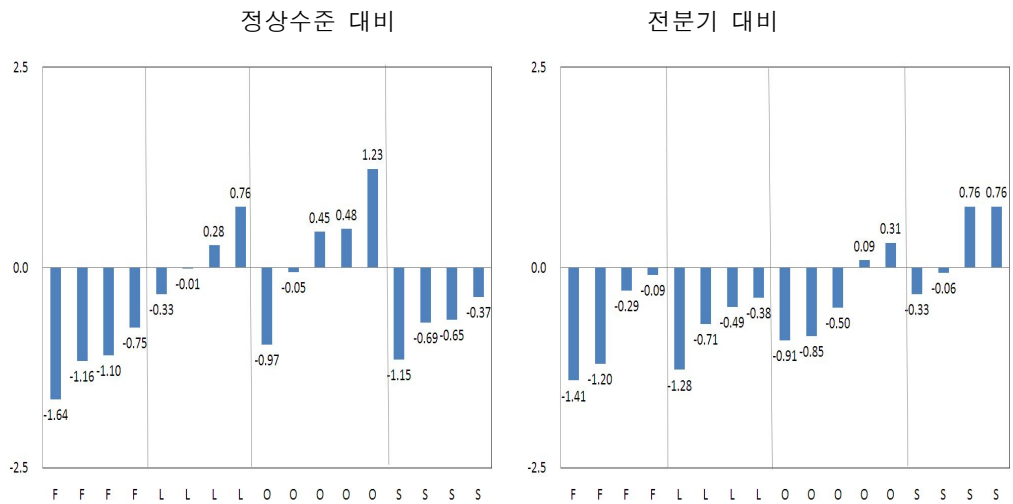
- 정상수준과 전분기 대비 차이를 보여주는 회사별 투자영업성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 상태 회사와 마이너스 갭 상태의 회사가 그룹별로 혼재됨에 따라 투자영업성과는 전기 대비 하락하였고 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.
- 정상수준 대비 갭 분포의 경우, 전업사 그룹이 대체적으로 정상수준을 상회하는 플러스 갭 수준이며, 외국사와 대형사 그룹이 마이너스 갭 분포를 보이고 있음.
- 전분기 대비 갭 분포의 경우는 그룹내에서 플러스 갭과 마이너스 갭이 고루 분포되어 있어 산업 전체적으로 편차가 축소되었으며, 대체적으로 대형사 그룹은 마이너스 갭 분포를 보이는 반면 외국사 그룹은 플러스 갭 분포를 시현함.

〈 그림 Ⅲ-22 〉 손해보험 투자영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 회사별 보험영업성과 갭 분포를 보게 되면, 플러스 갭 상태의 회사보다 마이너스 갭 상태의 회사가 우위를 점함에 따라 보험영업성과가 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.
- 정상수준 대비의 경우 그룹별로 외국사와 전업사 그룹이 마이너스 갭에 머물고 있고, 대형사와 중소형사의 경우는 대체적으로 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.
- 전분기 대비의 경우 전업사 그룹 및 중소형사 그룹의 일부 회사만이 플러스 갭 상태이고 대부분의 회사들이 마이너스 갭 상태임.

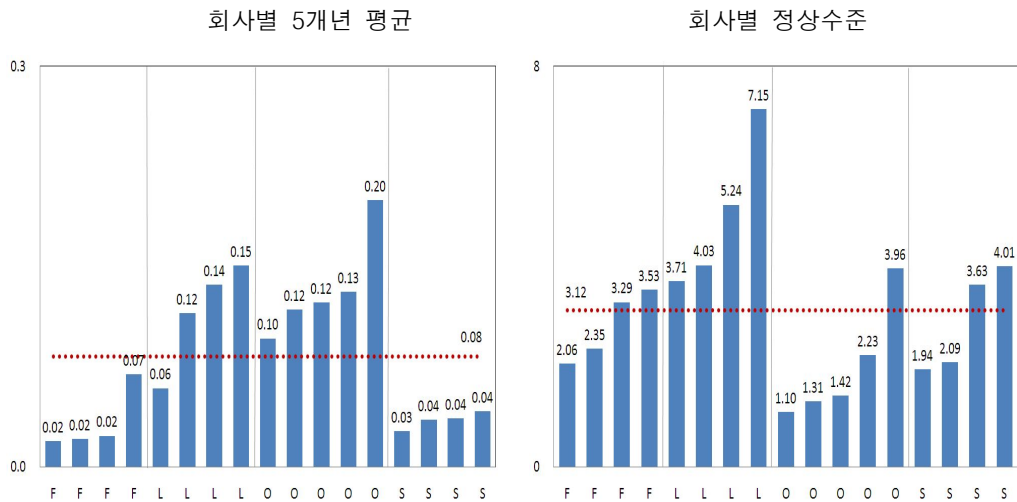
< 그림 III-23 > 손해보험 보험영업성과 갭 분포



4) 정상수준

- 손해보험 투자영업성과 회사별 5개년 성과 평균을 살펴보면, 대형사와 중소형사는 대부분 시장 집계평균을 상회하였고 전업사와 외국계 회사는 시장 집계평균을 하회함.
- 회사별 5개년 평균에서는 시장 집계 평균을 하회하는 전업사가 변동성을 조정한 정상수준에서는 시장 정상수준을 상회하는, 안정적인 투자영업성과를 달성하는 것으로 나타남.
- 그에 반해 중소형사 그룹은 회사별 평균이 시장 집계 평균을 상회하는 반면, 회사별 정상수준의 경우 1개사를 제외하고 시장 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-24 〉 손해보험 투자영업성과 정상수준

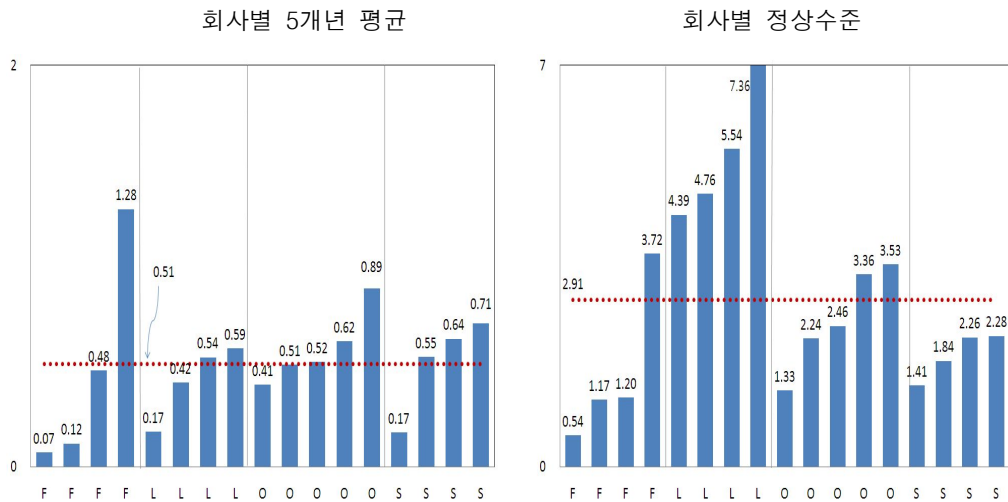


□ 손해보험 보험영업성과 회사별 5개년 평균을 살펴보면, 외국계 회사 1곳이 월등하게 시장 집계평균을 크게 상회하고 있으며, 그룹별로 전사 평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있음.

○ 대형사의 경우 회사별 5개년 평균에서 시장 집계평균보다 조금 높거나 하회하였으나 회사별 정상수준에서는 시장 정상수준을 크게 상회하여 안정적인 경영성과를 시현한 것으로 판단됨.

○ 그러나 전반적으로 회사별 5개년 평균에서 시장 집계 평균보다 높음을 보인 중소형사의 경우는 회사별 정상수준이 시장 정상수준을 하회하는 것으로 나타난다.

< 그림 III-25 > 손해보험 보험영업성과 정상수준



나. 영업성과 및 기타성과

1) 변화 방향

- FY2009 4분기 손해보험회사 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분해 보면, 영업성과와 기타성과 모두 전기 대비 하락하였음.
- 영업성과 구성 항목인 투자영업성과와 보험영업성과 모두 전기 대비 하락하였으며 특히 보험영업성과가 큰 폭으로 하락함.

〈 그림 Ⅲ-26 〉 손해보험 영업성과 변화 방향

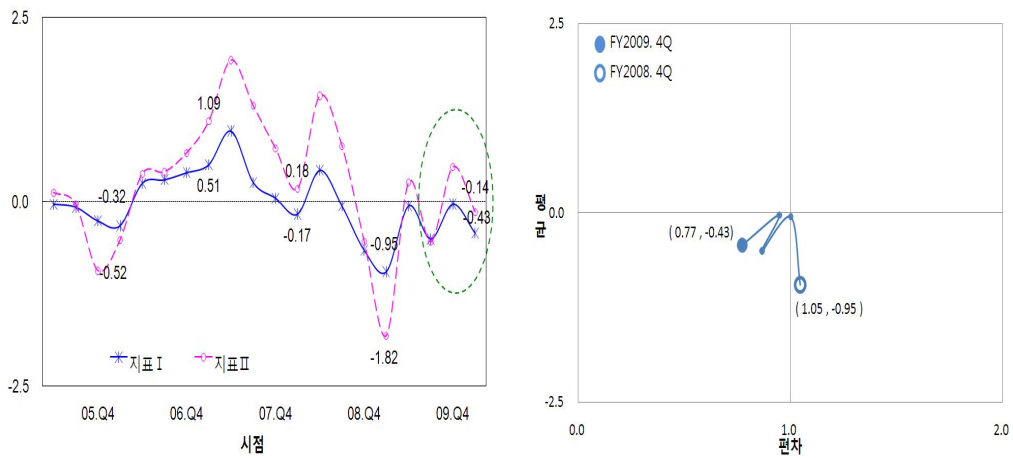


2) 갭 변화

□ FY2009 4분기 손해보험회사 영업성과는 전기 대비 하락하였으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 손해보험회사의 영업성과는 전년 동기 대비 상승한 것으로 나타나고 있으며, 회사별 편차는 전년 동기보다 소폭 축소됨.

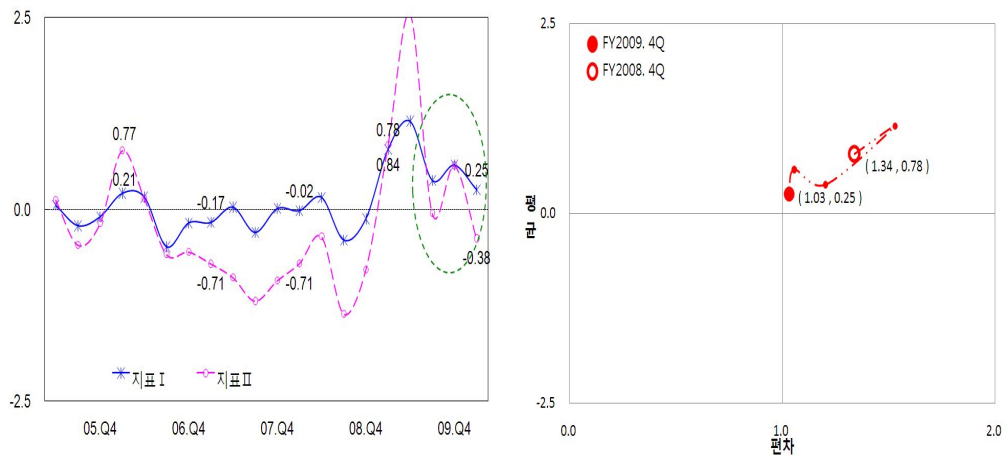
< 그림 III-27 > 손해보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- FY2009 4분기 손해보험회사의 기타성과는 영업성과와 마찬가지로 전기 대비 하락하였으며 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.
- 손해보험회사의 기타성과를 전년 동기과 비교해 볼 때 하락하였으며 회사별 편차는 전년 동기 대비 축소되었음.

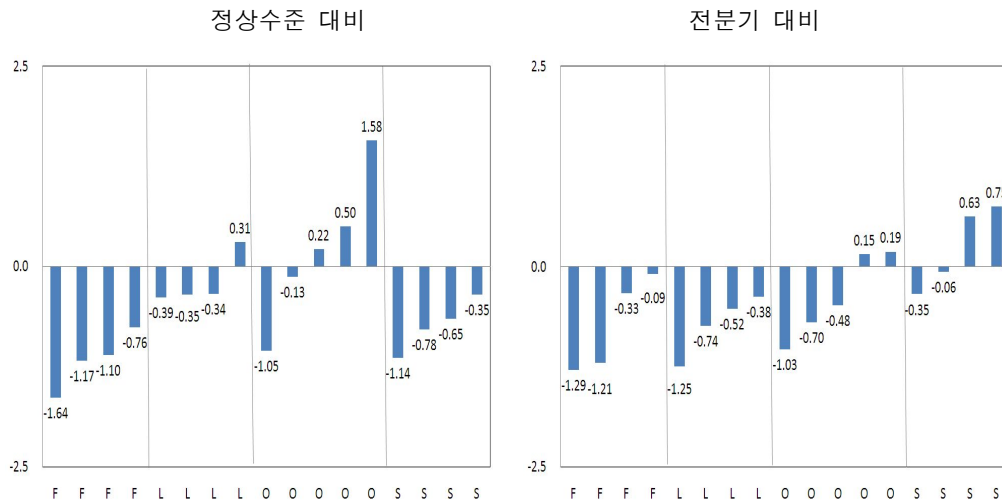
< 그림 Ⅲ-28 > 손해보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)



3) 갭 분포

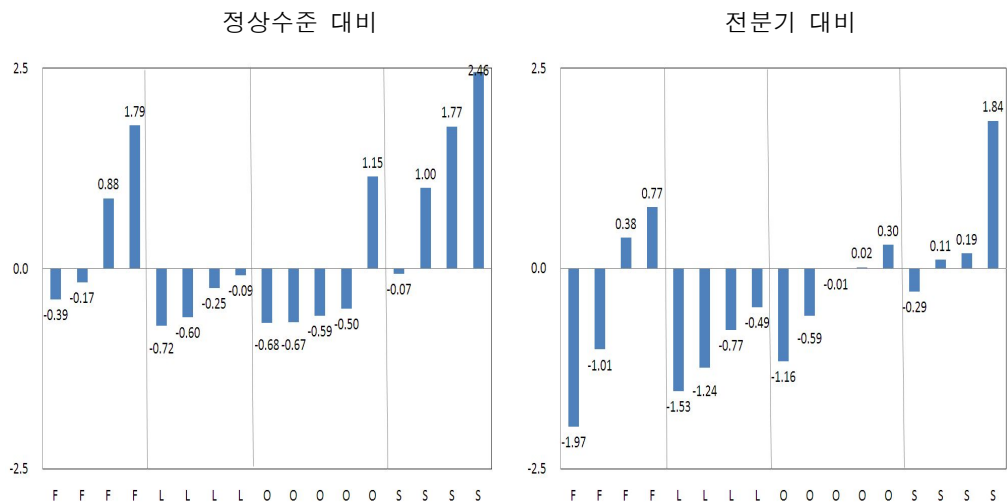
- 정상수준 대비 영업성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 상태에 있는 회사보다 마이너스 갭 상태에 있는 회사가 우위를 점함에 따라 정상수준을 하회하고 있음.
- 정상수준 대비 영업성과 갭 분포에서, 외국사와 전업사 그룹은 마이너스 갭을, 소수의 중소기업과 대기업 회사가 플러스 갭 상태임.
- 전기 대비 영업성과 갭 분포를 살펴보면, 일부 전업사와 중소형사를 제외하고 대부분 회사의 영업성과는 악화되었음.

< 그림 III-29 > 손해보험 영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 기타성과 갭 분포의 경우, 전업사 그룹과 일부 회사를 제외하고 나머지 회사들은 마이너스 갭 상태에 있음.
- 정상수준 대비 플러스 갭 영역에 속해 있는 회사 수는 모두 6개사이고 나머지는 모두 마이너스 갭 상태임.
- 전분기 대비 기타성과 갭 분포를 보게 되면 전업사 3곳, 중소형사 2곳, 외국사 2곳을 제외하고 나머지 회사들의 기타성과는 악화되었으며, 그룹별 편차는 축소되었음.

< 그림 III-30 > 손해보험 기타성과 갭 분포

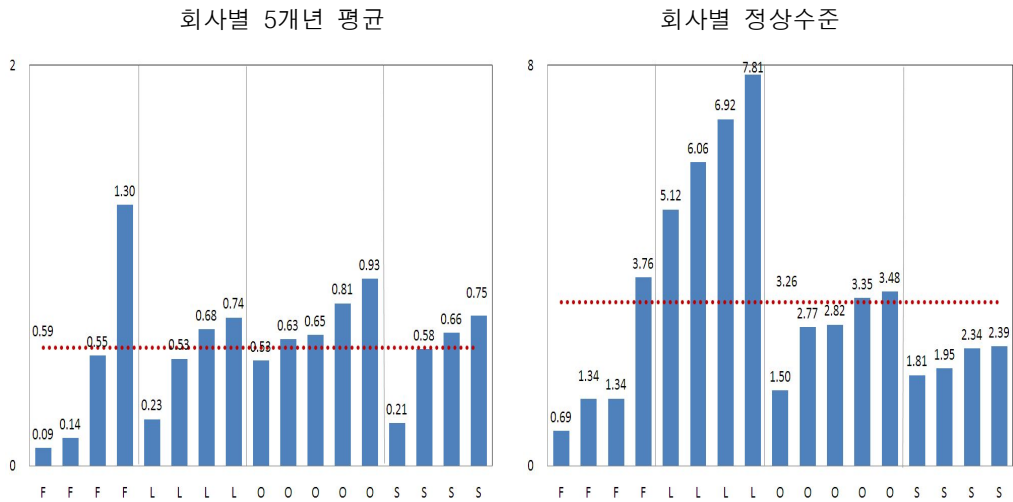


4) 정상수준

□ 손해보험 영업성과 회사별 20개 분기 성과 평균을 살펴보면, 그룹별로 시장 집계 평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있으나, 회사별 정상수준에서는 대형사 그룹과 중소형사 2곳, 외국사 1곳이 시장 정상수준을 상회하는 것으로 나타남.

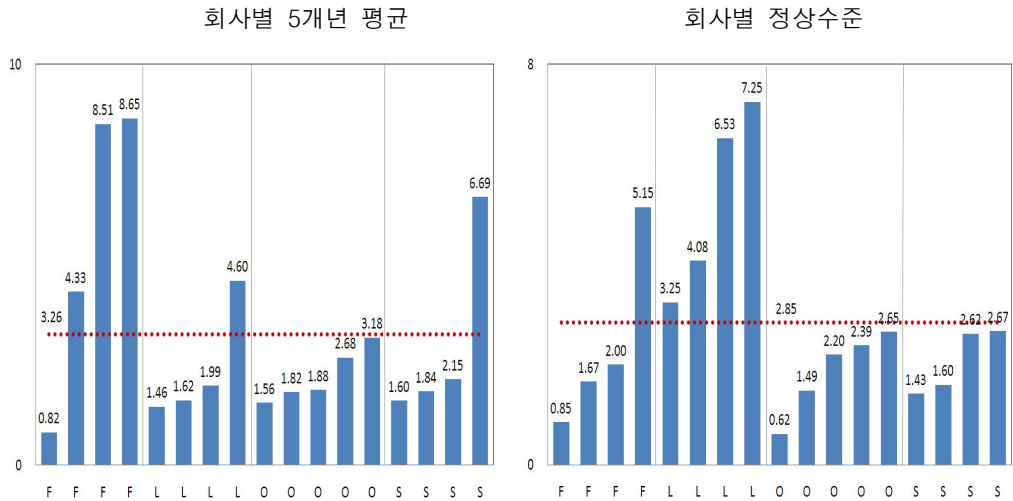
○ 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 대형사 그룹의 경우 회사별 정상수준이 다른 그룹에 비해 높은 것으로 나타나 안정적인 영업성과를 달성하고 있음.

〈 그림 III-31 〉 손해보험 영업성과 정상수준



- 손해보험 기타성과 회사별 5개년 성과 평균을 살펴보면, 그룹별로 소수의 회사가 시장 집계평균을 상회하고 있으며, 나머지 회사들은 시장 집계평균을 하회함.
- 회사별 정상수준 그림에서는 5개년 성과 평균 그림과 달리 대형사 그룹과 외국사 1곳이 시장 정상수준을 상회하고 있어, 다른 그룹에 비해 안정적인 경영성과를 시험하는 것으로 판단됨.

〈 그림 Ⅲ-32 〉 손해보험 기타성과 정상수준



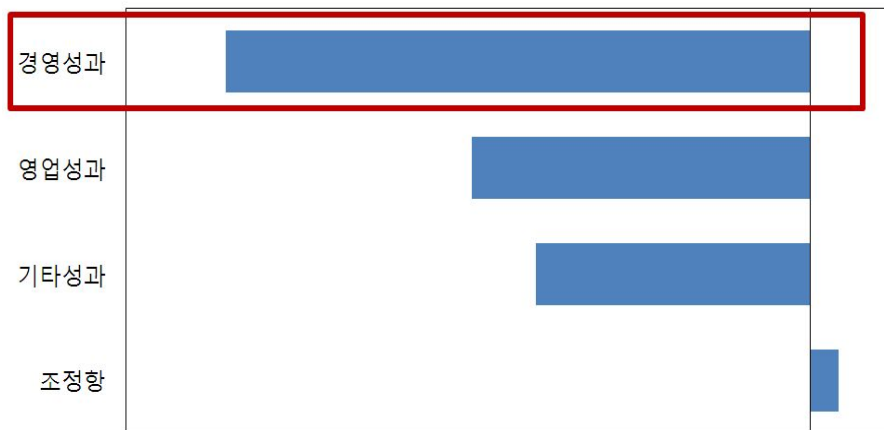
다. 경영성과

1) 변화 방향

□ FY2009 4분기 손해보험회사 경영성과는 전기 대비 하락함.

○ 경영성과를 구성하고 있는 영업성과와 기타성과 둘 다 하락함.

〈 그림 Ⅲ-33 〉 손해보험 경영성과 변화방향

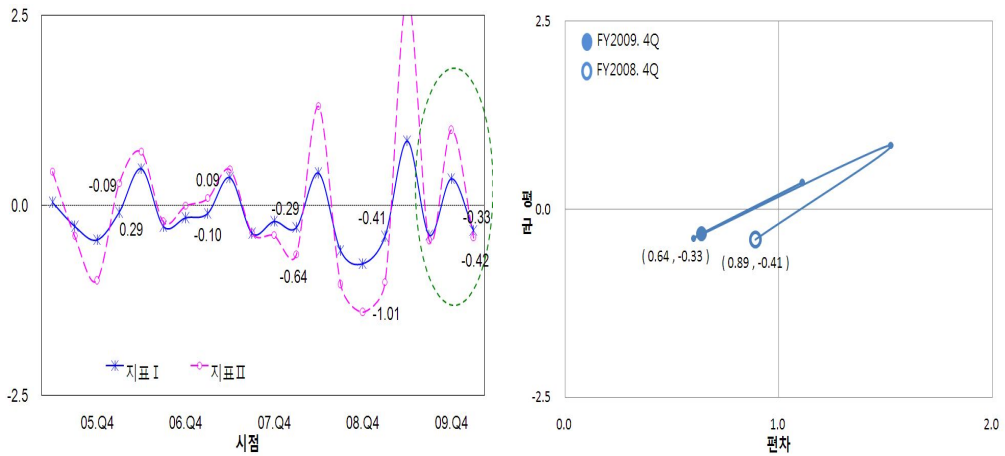


2) 갭 변화

□ FY2009 3분기 손해보험회사 경영성과 평균은 전기 대비 하락하여 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 전년 동기 대비 경영성과는 하락했으며, 회사별 편차는 축소되었음.

〈 그림 III-34 〉 손해보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)

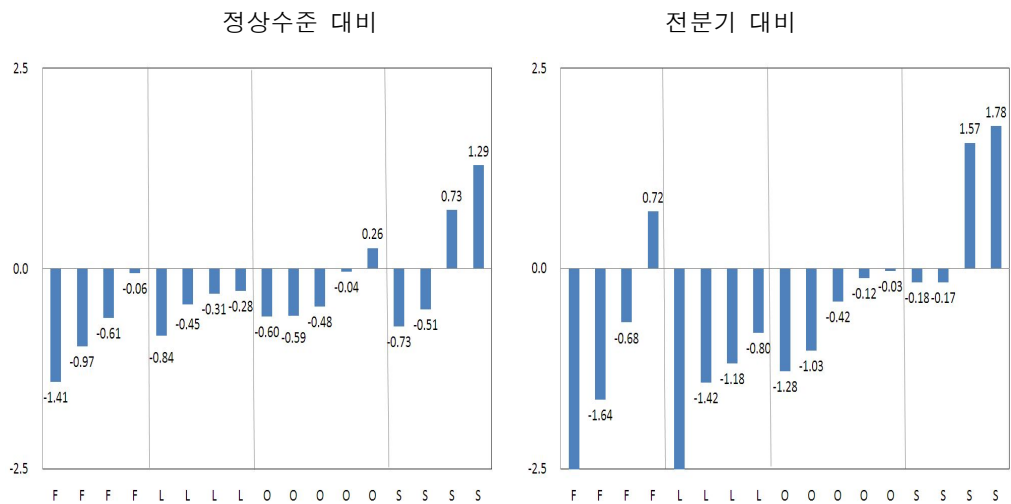


3) 갭 분포

□ 정상수준 대비와 전기 대비 회사별 경영성과 갭 분포의 경우 일부 전업사와 중소형사 1곳 또는 외국사 1곳을 제외하고 대부분의 회사들이 마이너스 갭 영역에 속하고 있으며, 전기 대비 하락함에 따라 경영성과의 하락으로 이어짐.

○ 정상수준 대비 갭 분포에서 나타난 바와 같이 대다수 회사가 마이너스 갭 영역에 속함에 따라 손해보험회사의 경영성과는 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태에 놓임.

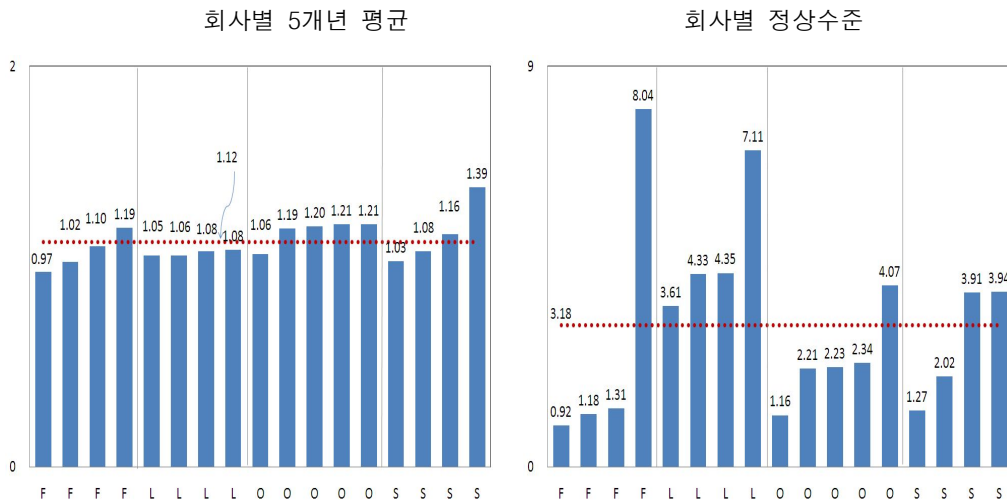
< 그림 III-35 > 손해보험 경영성과 갭 분포



4) 정상수준

- 손해보험 경영성과 회사별 5개년 성과 평균의 경우, 중소형사 그룹은 대체적으로 시장 집계평균을 상회하고 있으나 대형사 그룹은 시장 집계평균을 하회하고 있음.
- 회사별 5개년 성과 평균의 경우 외국사와 전업사 그룹은 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있음.
- 변동성을 조정한 회사별 정상수준 분포를 살펴보면, 회사들 및 그룹간 편차가 확대됨.
- 대형사는 회사별 평균의 경우 중소형사 보다 낮은 수준이나, 회사별 정상수준에서는 시장 정상수준을 상회함에 따라 다른 그룹의 회사들보다 안정적인 경영성과를 시현하고 있음.

〈 그림 Ⅲ-36 〉 손해보험 경영성과 정상수준



3. 기업가치 추정

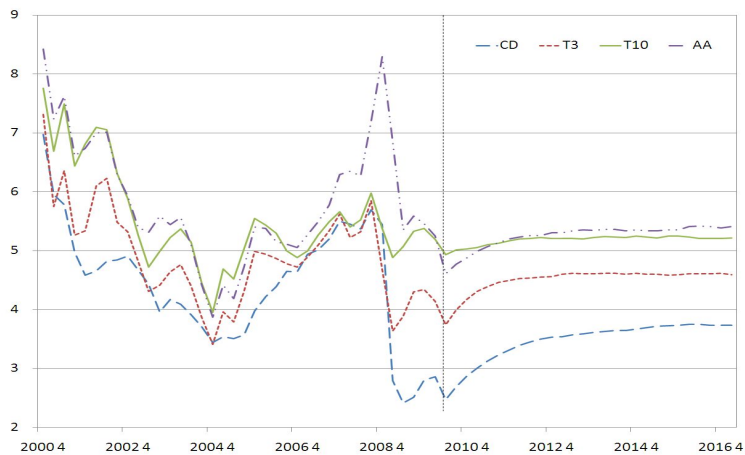
가. 수익률곡선 추정

- 향후 시장이자율 변화가 보험회사 기업가치에 미치는 영향을 예측해 보기 위해 최근 10개년 데이터를 이용하여 금리 시나리오를 추정

1) 금리 수준 전망

- 향후 정책금리 인상과 경기 회복에 따라 시장이자율 수준이 상승할 전망
 - FY2010 1분기 말 현재, 시장이자율 수준은 장단기 모두에서 장기평균에 비해 낮은 상태로, 장기평균수준으로의 점진적 회귀가 예상됨.

< 그림 III-37 > 금리 전망

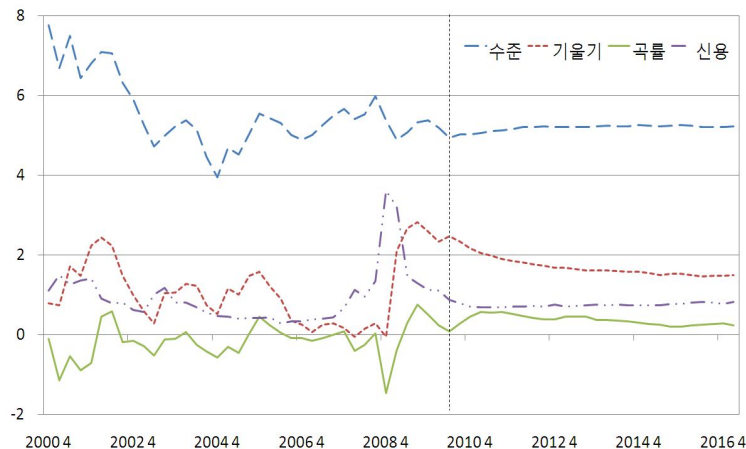


2) 수익률곡선

□ 향후 수익률 곡선의 기울기와 곡률은 감소할 전망

- 장기평균수준으로의 회귀는 장기 이자율에 비해 단기 이자율에서 상대적으로 빠르게 나타나 수익률곡선의 기울기가 보다 완만해질 것으로 보임.
 - FY2010 1분기 말 현재, 수익률곡선 기울기는 과거에 비해 높은 상태
- 중기 이자율이 단기 및 장기 이자율에 비해 상대적으로 빠르게 상승할 것으로 나타나 수익률곡선의 곡률이 보다 증가할 것으로 보임.
 - FY2010 1분기 말 현재, 수익률곡선 곡률은 일시적으로 낮아졌으나 다시 높아진 후 점차적으로 하락할 가능성
- 회사채 수익률이 국공채 수익률에 비해 상대적으로 빠르게 상승할 것으로 나타나 신용스프레드는 미미하나 점진적으로 확대될 것으로 보임.
 - FY2010 1분기 말 현재, 신용스프레드는 글로벌 금융위기 시 크게 상승한 후 하락해 왔으나 향후 완만하게 확대 가능성

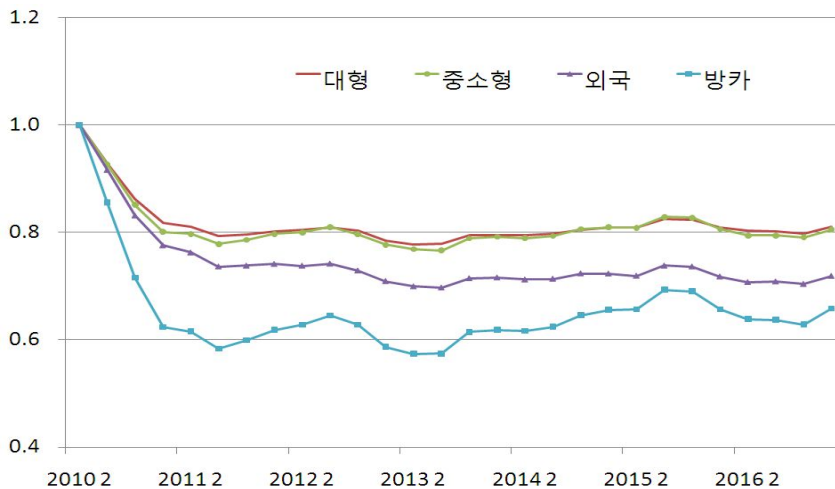
〈 그림 III-38 〉 수익률곡선 전망



나. 성장률 추정

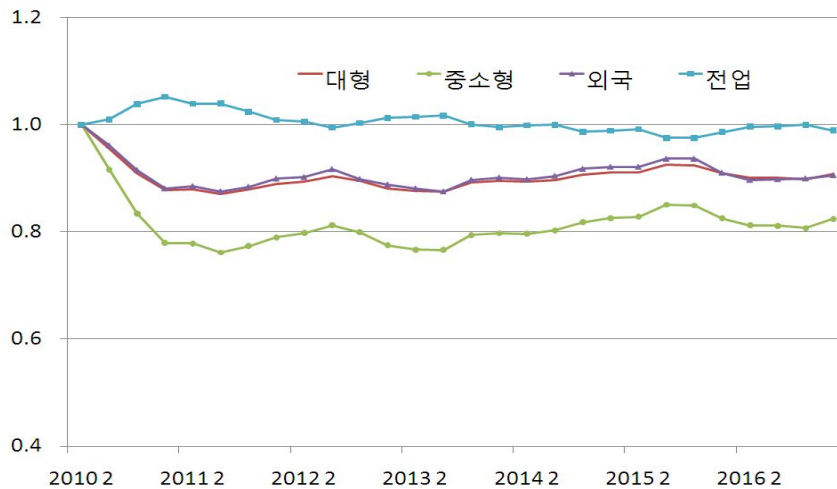
- 시장이자율이 완만하게 상승하는 시나리오 하에서, 생명보험회사와 손해보험회사 모두 성장성이 둔화될 전망
- 생명보험회사의 경우 금리위험노출이 큰 만큼, 이자율 상승에 따른 성장성 둔화 효과가 손해보험회사보다 상대적으로 크게 나타날 것임.
 - 시나리오 분석 결과 시장이자율이 장기평균수준으로 회귀하면 생명보험회사 성장률은 FY2010 1분기 대비 80% 수준으로 둔화될 것으로 나타남.
 - 방카사의 경우 성장률이 현 수준 대비 60% 수준까지 둔화될 가능성이 존재하는 가운데, 대형사와 중소형사 성장률의 둔화 정도는 상대적으로 작을 것으로 예상됨.

〈 그림 III-39 〉 성장률 추정 (생명보험)



- 금리위험노출이 상대적으로 작은 손해보험회사의 경우, 시장이자율 상승에 따른 성장성 둔화 효과도 상대적으로 작게 나타날 것임.
- 시나리오 분석 결과 시장이자율이 장기평균수준으로 회귀하면 손해보험회사 성장률은 FY2010 1분기 대비 80~90% 수준으로 둔화될 것으로 나타남.
- 중소형사의 경우 성장률이 현 수준 대비 80% 수준까지 둔화되는 반면, 금리위험노출이 미미한 전업사의 경우 현 수준이 유지되는 가운데 단기적으로는 성장률이 오히려 상승할 가능성이 존재

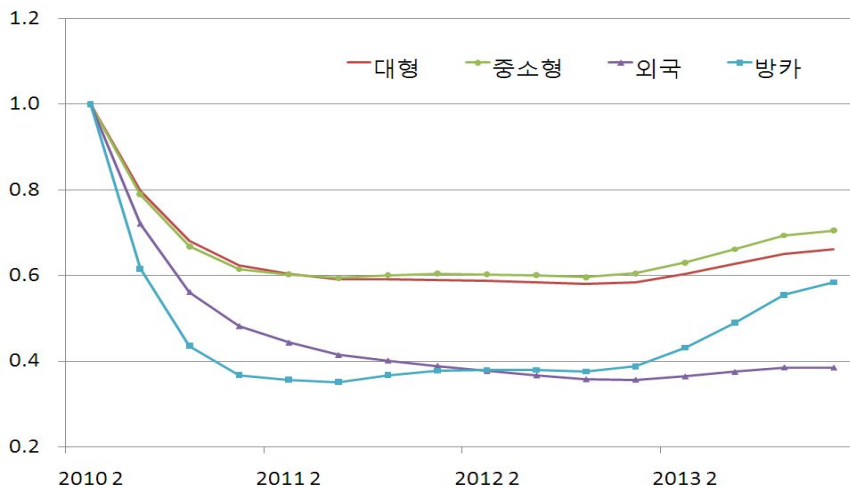
〈 그림 Ⅲ-40 〉 성장률 추정 (손해보험)



다. 기업가치 추정¹⁵⁾

- 생명보험회사의 경우, 시장이자율 상승에 따른 성장률 둔화로 기업가치가 하락할 것으로 전망
- 시장이자율이 장기평균수준까지 점진적으로 상승한다는 시나리오 하에서, 생명보험회사의 기업가치는 현 수준 대비 40~60% 수준까지 하락 가능
 - 장기적으로는 시장이자율 상승효과가 해소되면서 기업가치가 다소 상승할 것으로 예상
 - 기업가치 하락은 대형사와 중소형사에 비해 외국사와 방카사에서 상대적으로 크게 실현될 것으로 보임.

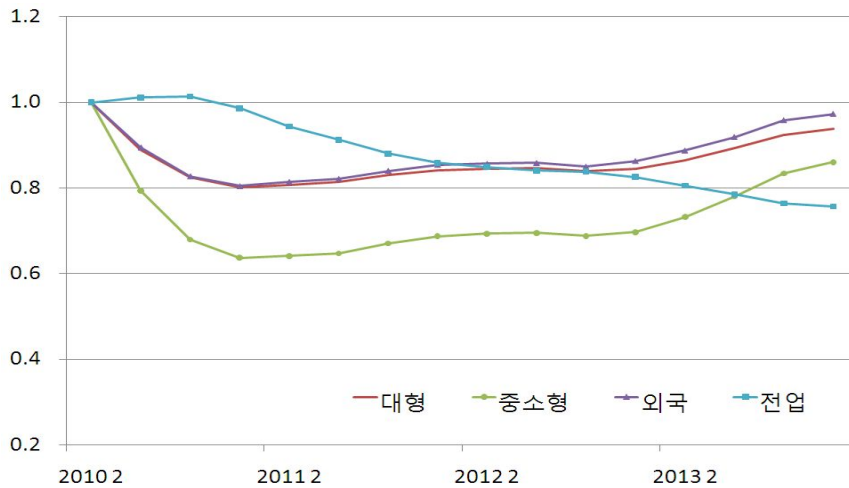
〈 그림 III-41 〉 기업가치 추정 (생명보험)



15) 해당시점의 값은 현 시점의 기업가치 계수 대비 향후 가치변화를 나타냄.

- 손해보험회사의 경우에도, 시장이자율 상승에 따른 성장률 둔화로 기업가치가 하락하나 둔화폭은 생명보험회사에 비해 상대적으로 작을 것으로 전망
- 시장이자율이 장기평균수준까지 점진적으로 상승한다는 시나리오 하에서, 손해보험회사의 기업가치는 현 수준 대비 70~90% 수준까지 하락 가능
- 장기적으로는 시장이자율 상승효과가 해소되면서 기업가치가 회복되어 대형사와 외국사의 경우 현 수준까지 상승할 것으로 예상
 - 기업가치 하락은 일반보험 및 자동차보험에서 경쟁력 열위에 있는 중소형사에서 가장 크게 나타날 것으로 보임.
 - 전업사의 경우에는 초기에 기업가치가 현 수준에서 유지되다가 장기적으로 하락할 것으로 나타났는데, 이는 금리위험노출이 미미한 가운데 시장이자율의 지속적 상승에 따른 실물부문 위축효과에 기인하는 것으로 판단됨.

〈 그림 Ⅲ-42 〉 기업가치 추정 (손해보험)



부록. 분석체계

1. 경영환경 분석 내용
2. 경영성과 분석 내용
3. 기업가치 분석 내용

부록. 분석체계

1. 경영환경 분석 내용

가. 지표 구성

1) Boone 경쟁도 지수

- 한계비용($mc_{i,t}$)이 낮은 기업일수록 보다 높은 시장점유율($S_{i,t}$)을 차지한다는 가정 하에서 Boone 모형을 이용하여 경쟁도를 측정함.

$$\ln S_{i,t} = \alpha + \beta \ln mc_{i,t} + u_{i,t}$$

- 상기의 식에서 β 를 Boone 지수라 하며, β 가 마이너스 값을 나타내면 효율성이 높은 회사일수록 시장점유율이 높다는 것을 의미하고, 그 절댓값이 커질수록 경쟁압력이 높아지는 것으로 해석
 - 일반적으로 효율성이 높은 기업일수록 그렇지 못한 기업에 비해 시장점유율과 수익성이 높기 때문에 β 는 마이너스 값을 시현
 - Boone은 회사들 사이의 시장점유율 차이의 확대가 한계비용 차이에 의해서 결정될 때 시장경쟁도가 증가함을 제시
 - 따라서 β 가 마이너스이면서 절댓값이 커질수록 경쟁압력이 높아지는 것으로 해석
- 위의 식에서 β 를 추정하기 위해서는 우선 보험회사의 한계비용($mc_{i,t}$)을 산출해야 하며, 이를 위해 다음과 같은 트랜스로그 비용함수(translog cost function)를 설정하여 추정

$$\ln C_{i,t} = \alpha + \beta \ln q_{i,t} + \gamma \ln w_{i,t} + \phi (\ln q_{i,t})^2 + \delta (\ln q_{i,t} \times \ln w_{i,t}) + \psi (\ln w_{i,t})^2 + \epsilon_{i,t}$$

- 여기서 $C_{i,t}$ 는 t 기에 i 보험회사의 영업비용, $q_{i,t}$ 는 보험회사의 산출물로서 수입보험료, 그리고 $w_{i,t}$ 는 보험회사의 생산요소 비용으로서 단위당 인건비를 의미
 - 영업비용은 손익계산서상의 영업비용을 의미하고, 단위당 인건비는 전기석·손관설(2001)의 연구와 같이 총사업비를 설계사수와 임직원수의 합으로 나누어 산출
- 다음으로 비용함수 추정결과에 기초하여 다음과 같은 식을 통해 개별 보험회사의 시점별 한계비용을 산출

$$mc_{i,t} = \frac{\partial C}{\partial q} = \frac{C}{q} \times \frac{\partial \ln C}{\partial \ln q}$$

- 여기서 $\partial \ln C / \partial \ln q$ 는 비용함수 추정결과를 수입보험료 q 에 대해 미분하여 산출
- 마지막으로 산출된 한계비용을 설명변수로 하고 시장점유율을 종속변수로 하여 매 시점에 회귀분석을 실행하여 시점별 β 를 산출

2) 보험종목별 주력판매 회사 수

- 개별 보험회사가 판매하는 종목 중 판매비중이 가장 높은 종목을 주력 판매종목으로 간주하여 분기별로 각 보험종목을 주력으로 판매하는 회사의 수가 어떻게 변화하고 있는가를 분석함.
- 보험회사 i 가 판매하는 보험종목 중 종목 j 의 판매비중이 $s_{i,j}$ 일 때, 다음의 식을 이용하여 보험회사들의 종목별 주력판매 회사 수(N_j)를 산출하며, 이 때 각 종목의 판매비중은 수입보험료와 초회보험료를 이용

$$N_j = \sum_{i=1}^n K_{i,j} \quad \text{for } j$$

$$\text{여기서 } K_{i,j} = \begin{cases} 1 & \text{if } \text{Max}[S_{i,j}] = s_{i,j} \text{ for } i, j \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$$

- 종목별 주력판매회사수를 통해서 최근 보험회사들의 상품전략이 어떠한 종목을 중심으로 이루어지고 있는가를 파악

3) 보험종목 다각화 지표

- 기준시점에 비해서 개별 보험회사의 보험종목 다각화 수준이 어떻게 변화하고 있는가를 분석함.
- 개별 보험회사의 종목다각화 수준은 판매하고 있는 각 종목의 판매비중을 제곱하고 다시 이를 합하여 회사별 종목허핀달지수(HHI)를 산출
 - 보험회사 i 의 보험종목 j 의 판매비중 산출은 생명보험의 경우 수입보험료를 사용하고 손해보험의 경우 원수보험료를 사용

$$HHI_i = \sum s_{i,j}^2$$

여기서 $s_{i,j}$ = 보험회사 i 의 종목 j 의 판매비중

4) 보험종목 판매선호도 지표

- 보험회사들의 보험종목별 판매확대 선호도 수준과 시점별로 그 추이는 어떻게 변화하고 있는가를 분석함.
- 다음의 모형은 LSV모형¹⁶⁾을 응용하여 보험회사의 종목별 초회보험료가 증가한 회사수를 기준으로 판매 선호도를 측정하는 지표임.

$$H_i = |P_i - P_t| - E|P_i - P_t|$$

16) LSV모형은 주식시장에서 투자자들의 군집행동을 측정하기 위해 개발된 것으로서 이후 뮤추얼펀드 매니저의 군집행동 측정, 은행들의 대출시장에서 군집행동 측정에 활용된 바 있음.

$$P_i = X_i / N_i$$

i = 연도 t 와 종목 j 에 대한 초회보험료를 결합한 기호를 의미

N_i = 연도 t 에 종목 j 를 판매중인 보험회사의 수

X_i = 연도 t 에 종목 j 에 대한 초회보험료가 증가한 보험회사의 수

P_t = 연도 t 에 모든 P_i 의 평균

$E|P_i - P_t|$ = $|P_i - P_t|$ 의 평균

- 모형의 첫째 항은 종목별 초회보험료 증가 회사수의 평균에 비해 개별 보험종목의 수입보험료 증가 회사수가 얼마나 많은가를 반영
 - P_i 는 국내 보험회사의 전반적인 판매전략을 의미하는 것으로서, 만약 모든 보험회사가 독립적으로 종목 j 에 대한 매출을 P_t 의 확률로 확대시킬 것으로 결정한다면 $|P_i - P_t|$ 는 0에 수렴
 - 반면, 보험회사들이 일제히 특정 종목에 매출을 증가(감소)시킨다면 P_i 는 P_t 와 멀어지게 되며 $|P_i - P_t|$ 값이 상승
- 모형의 둘째 항은 조정계수(adjustment factor)로서 개별 보험종목의 수입보험료 증가 회사수에 대한 기댓값
 - 즉, 조정계수는 $|P_i - P_t|$ 의 기댓값을 의미하며, 이는 X_i 가 이항분포를 따른다는 사실을 이용하여 산출
- 따라서 보험종목의 H 지수가 상승하면 해당 보험종목에 대한 보험회사들의 판매 선호도가 높아짐을 의미
 - 예를 들어, 보험회사의 수가 100개이고 보험종목 A에 대한 H 값이 0.5라면, 이는 평균적인 매출증가 회사수에 비해 50(=100×0.5)개사가 더 증가했음을 의미

5) 자산구성 변동지수

□ 보험회사 대차대조표의 자산과 부채의 변동은 재무건전성의 변화를 나타내는 중요한 정보이므로 그 변화를 쉽게 식별하기 위하여 변동지수를 이용함.

○ 대차대조표의 특정 자산이 주는 정보량은 해당 자산이 자산에서 차지하는 비율인 구성비의 역수로 표현할 수 있음.

- 구성비의 역수를 취하는 것은 '특정 사건의 정보량은 해당 사건이 발생할 확률에 반비례'하는 정보이론 개념에 기초
- i 번째 자산, A_i 의 구성비인 q_i 를 동 자산의 발생 확률로 볼 경우, 자산 A_i 의 정보량은 식(1)과 같음.

$$\text{자산}(A_i) \text{ 정보량} = 1/q_i \quad \dots\dots\dots (1)$$

○ 자산구성의 변화를 보기 위하여 당기구성비(q_i) 정보에 전기구성비(p_i) 정보를 추가하여 식(2)와 같이 자산 A_i 의 변동 정보량을 측정할 수 있음.

$$\begin{aligned} \text{자산}(A_i) \text{ 변동 정보량} &= \ln (1/p_i) - \ln (1/q_i) \\ &= \ln (q_i/p_i) \quad \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

○ 각 자산의 당기구성비에 식(2)와 같은 변동 정보량을 가중한 값들의 합으로써 전체 자산의 구성비 변화를 식별할 수 있는 자산구성 변동지수를 식(3)과 같이 구성할 수 있음.

- 전기대비 당기구성비가 감소하는 상황('q < p')을 고려하여 절댓값을 취함.

$$\text{자산구성 변동지수} = \sum_i (q_i \times | \ln q_i/p_i |) \quad \dots\dots\dots (3)$$

i : 총자산 항목 또는 유가증권 항목

2. 경영성과 분석 내용

가. 경영성과 분석체계

1) 구성항목별 체계

- 보험회사 전체 경영성과를 구성항목별로 구분하여 평가하는 체계를 구성
- 보험회사 장래현금흐름은 영업이익 성장에 따라 결정되는 만큼, 전체 경영성과를 보여주는 지표로서 영업이익 성장률을 분석하되 이를 구성항목별로 구분
 - 아래에 나타난 것처럼, 전체 경영성과는 구성항목별로 구분 가능

< 경영성과 구성항목 >



- 영업이익 성장률을 영업성과를 보여주는 자본이익률(ROE)과 기타성과를 보여주는 이익자본비율로 구분
 - 손익계산서 항목인 영업이익(R)은 해당 분기 말 수준을 사용하는 한편, 대

차대조표 항목인 자본(E)은 해당 분기 초 수준과 말 수준의 평균(E_t^o)을 사용

$$\frac{R_t}{R_{t-1}} = \frac{R_t}{E_t^o} \times \frac{E_t^o}{R_{t-1}}$$

- 자본이익률을 투자영업성과 관련 자본이익률과 보험영업성과 관련 투자이익률로 구분

- 영업이익(R)은 보험영업이익(R^U)과 투자영업이익(R^I)의 합으로 구성되는 만큼, 자본이익률을 두 부분으로 구분

$$R_t = R_t^U + R_t^I$$

$$\frac{R_t}{E_t^o} = \frac{R_t^U}{E_t^o} + \frac{R_t^I}{E_t^o}$$

- 투자영업성과는 레버리지비율 A_t^o/E_t^o 과 투자이익률 R_t^I/A_t^o 로 구분

- 대차대조표 항목인 자산(A)은 해당 분기 초 수준과 말 수준의 평균(A_t^o)을 사용

$$\frac{R_t^I}{E_t^o} = \frac{A_t^o}{E_t^o} \times \frac{R_t^I}{A_t^o}$$

- 보험영업성과는 자본회전율 S_t/E_t^o 과 매출이익률 R_t^U/S_t 로 구분

- 손익계산서 항목인 매출(S)은 해당 분기 말 수준을 사용

$$\frac{R_t^U}{E_t^o} = \frac{S_t}{E_t^o} \times \frac{R_t^U}{S_t}$$

나. 성과지표 구성

1) 회사수준 지표

- ☐ 보험회사 재무비율을 경영성과 평가 지표로 활용

○ 재무비율은 생산성 수준을 보여주는 지표임.

- 시점 t 에서 보험회사 i 가 투입수준 $v_{i,t}^I$ 을 사용하여 산출수준 $v_{i,t}^O$ 을 달성한 경우, 투입-산출관계는 생산함수 $f(\cdot)$ 를 통해 표현됨.

$$v_{i,t}^O = f(v_{i,t}^I)$$

- 경영성과는 생산성 지표, 즉 생산함수의 도함수 $f'(\cdot)$ 에 따라 선형관계로 근사됨.

$$v_{i,t}^O \approx f'(\cdot) \times v_{i,t}^I$$

○ 따라서 재무비율을 보험회사 경영성과 지표로 사용하는 것이 적절함.

- 시점 t 에서 보험회사 i 가 거둔 성과 $r_{i,t}$ 는, 투입수준 $v_{i,t}^I$ 대비 산출수준 $v_{i,t}^O$ 의 비율로 계산

$$r_{i,t} \equiv f'(\cdot) \approx \frac{v_{i,t}^O}{v_{i,t}^I}$$

2) 업계수준 지표

□ 회사수준 성과지표를 사용하여 업계수준 성과지표를 구성함.

○ 보험회사별 성과지표의 실제수준 및 기초통계량 산정

- 최근 5년(20개 분기) 동안 실현된 $r_{i,t}$ 들 중 상·하위 각각 2.5%에 해당하는 값들은 비정상적인 것으로 간주하여 제외하고 2.5%~97.5% 범위에 속하는 값들로 평균 $\mu_{r,i}$ 과 변동성 $\sigma_{r,i}$ 을 계산

$$\mu_{r,i} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{i,t}$$

$$\sigma_{r,i} = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (r_{i,t} - \mu_{r,i})^2}$$

○ 업계수준 성과지표 산정

- 경영전략의 차이로 인하여 성과지표에서 회사별 편차가 나타나는데, 변동

성이 큰 일부 회사의 성과변화에 따라 업계수준 성과지표의 변화가 결정되는 것을 억제하기 위해 회사별 변동성조정성과를 사용

- 각 회사별로 시점들간 이질성을 통제하기 위해, $r_{i,t}$ 를 변동성 $\sigma_{r,i}$ 로 나누어 변동성조정성과 $r_{i,t}^o$ 를 산정

$$r_{i,t}^o \equiv \frac{r_{i,t}}{\sigma_{r,i}}$$

- 회사들의 변동성조정성과 $r_{i,t}^o$ 를 평균하여 업계수준 성과지표 $\tilde{r}_t$ 를 산정

$$\tilde{r}_t \equiv \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_{i,t}^o$$

□ 전분기 대비 성과지표의 증감을 기준으로 보험회사 경영성과를 판정함.

- 현 분기 성과 $\tilde{r}_t$ 에서 전분기 성과 $\tilde{r}_{t-1}$ 를 차감하여 $\Delta\tilde{r}_t$ 를 산정

$$\Delta\tilde{r}_t \equiv \tilde{r}_t - \tilde{r}_{t-1}$$

3) 구성항목별 분해

□ 경영성과의 변동을 구성항목별 변동으로 구분하여 변화 방향을 제시

- 각 성과의 변화는 구성항목별 성과의 변화로 구분 가능
 - 개별 회사수준 성과항목들 사이에서 아래의 관계가 항등관계로 성립

$$(\text{경영성과}) \equiv (\text{영업성과}) \times (\text{기타성과})$$

$$(\text{영업성과}) \equiv (\text{투자영업성과}) + (\text{보험영업성과})$$

$$(\text{투자영업성과}) \equiv (\text{레버리지비율}) \times (\text{투자이익률})$$

$$(\text{보험영업성과}) \equiv (\text{자본회전율}) \times (\text{매출이익률})$$

- 업계수준 성과항목들 사이에 등식관계를 적용하기 위해 필요한 조정항을 고려

- 회사수준 성과지표 $r_{i,t}$, $p_{i,t}$ 및 $q_{i,t}$ 가 항등관계 $r_{i,t} \equiv p_{i,t} + q_{i,t}$ 를 충족하더라도 업계수준 성과지표 $\tilde{r}_t$, $\tilde{p}_t$ 및 $\tilde{q}_t$ 간 등식이 유지되려면 조정항 $\tilde{\epsilon}_t$ 이 필요 (<부록 1> 참조)

$$\tilde{r}_t = \tilde{p}_t + \tilde{q}_t + \tilde{\epsilon}_t$$

- 업계수준에서 $\tilde{p}_t$ 와 $\tilde{q}_t$ 가 모두 하락함에도 불구하고 $\tilde{r}_t$ 는 상승하는 경우가 발생 가능성을 감안하여, 다음 표와 같이 각 성과의 증감을 구성 항목별 증감과 조정항 증감으로 분해하여 나타냄.

〈 성과 변화 분해 〉

지 표	의 의
경영성과 증감	영업성과 증감 + 기타성과 증감 + 조정항 증감
영업성과 증감	투자영업성과 증감 + 보험영업성과 증감 + 조정항 증감
투자영업성과 증감	레버리지비율 증감 + 투자이익률 증감 + 조정항 증감
보험영업성과 증감	자본회전을 증감 + 매출이익률 증감 + 조정항 증감

4) 정상수준과 갭 분해

□ 전체적 성과를 정상수준과 갭으로 분해

- 전체성과 $\tilde{r}_t$ 를 모든 시점에서 일정하게 유지되는 정상수준 $\bar{r}$ 와 시점별로 변동하는 갭 $\ddot{r}_t$ 으로 분해하여 분석

$$\tilde{r}_t \equiv \ddot{r}_t + \bar{r}$$

- 정상수준은 일정하여 변화가 없으므로($\Delta\bar{r}=0$), 전체성과의 변화 $\Delta\tilde{r}_t$ 가 갭의 변화 $\Delta\ddot{r}_t$ 와 일치

$$\Delta\tilde{r}_t = \Delta\ddot{r}_t$$

□ 갭은 예상하지 못하던 경영환경의 변화로 인하여 보험회사의 성과가 정상수준에서 벗어난 정도로, 실제수준과 정상수준의 차이에 주목

○ 갭 $\ddot{r}_t$ 은 회사별로 정규화(normalized)된 성과를 평균하여 산정

- 각 성과지표의 실제수준을 시점들간 이질성을 통제하기 위해 변동성으로 조정한 후, 보험회사들간 이질성을 통제하기 위해 평균으로 차감

$$\ddot{r}_t \equiv \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{r_{i,t} - \mu_{r,i}}{\sigma_{r,i}}$$

- 실제수준이 정상수준보다 높은 상태($\ddot{r}_t > 0$)는 “플러스 갭”으로, 정상수준보다 낮은 상태($\ddot{r}_t < 0$)는 “마이너스 갭”으로 지칭

□ 정상수준은 경영환경에서 급격한 변화가 없을 때 보험회사가 안정적으로 달성할 수 있는 성과수준으로, 분석기간 동안의 평균적 수준에 주목

○ 정상수준 $\bar{r}$ 은 회사별 변동성조정평균을 평균하여 산정

$$\bar{r} \equiv \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{\mu_{r,i}}{\sigma_{r,i}}$$

○ 정상수준을 활용하여 보험회사의 지속가능한 성장률(g^*)을 산정할 수 있음.

- 성과지표들이 정상수준으로 유지되면 영업이익, 매출, 자본, 자산이 동일한 속도로 성장하므로, 경영환경 변화가 발생하지 않는 한 보험회사는 그와 같은 속도로 지속 성장 가능

$$g^* = g^R = g^S = g^A = g^E$$

5) 전략요인성과와 환경요인성과 분해

□ 각 성과지표별로 투입요소와 산출요소를 활용하여 성과수준지표를 구성

○ 회사별 상대적 성과수준을 산정

- 시점 t 에서 회사 i 가 달성한 산출수준 $v_{i,t}^O$ 는 성과지표 $r_{i,t}$ 와 투입수준 $v_{i,t}^I$ 의 곱으로 표현 가능

$$v_{i,t}^O = r_{i,t} \times v_{i,t}^I$$

- 동 시점의 업계 선두회사의 성과를 r_t^* 라고 할 때, 그 회사가 투입수준 v_t^{I*} 을 사용하여 달성한 산출수준 v_t^{O*} 를 해당 시점의 기술여건에서 달성 가능한 최대 성과로 간주

$$v_t^{O*} = r_t^* \times v_t^{I*}$$

- 회사별 산출수준과 최대 산출수준 사이의 거리 $d_{i,st}$ 를 계산하는데, 성과 r_s^* 및 $r_{i,s}$ 를 산정한 시점 s 와 투입수준 $v_{i,t}^I$ 을 측정된 시점 t 가 다르게 계산되므로 각 시점을 하첨자로 명시

$$d_{i,st} \equiv (r_s^* - r_{i,s}) \times v_{i,t}^I$$

- 거리함수 $d_{i,st}$ 는 $[0, \infty)$ 범위 내의 값을 갖는데, $d_{i,st} = 0$ 일 때 해당 보험회사의 이익가능경계 상에 위치하는 최대 성과가 됨.
- 거리의 역수를 상대성과 $m_{i,st}$ 로 설정

$$m_{i,st} \equiv \frac{1}{1 + d_{i,st}} = \frac{1}{1 + (r_s^* - r_{i,s})v_{i,t}^I}$$

□ 두 시점 s 와 t 에서의 거리를 이용하여 해당 기간 동안에 나타난 성과 변화 정도를 보여주는 성과개선도 지표를 구성

○ 성과개선도 $m_{i,st}$ 는 기준 시점 s 에서 산정한 거리 d_{ss} 와 d_{st} , 그리고 비교 시점 t 에서 산정한 거리 d_{ts} 와 d_{tt} 를 이용하여 계산

- 보험회사 i 의 전분기 상대성과 대비 현 분기 상대성과가 상승하면, 성과개선도 $\tilde{m}_{i,st}$ 가 1보다 크게 나타남.

$$\tilde{m}_{i,st} \equiv \sqrt{\frac{m_{i,st}}{m_{i,ss}} \times \frac{m_{i,tt}}{m_{i,ts}}}$$

□ 성과개선평가를 환경요인성과와 전략요인성과로 분해¹⁷⁾

$$\tilde{m}_{i,st} = \hat{m}_{i,st} \times \overline{m}_{i,st}$$

○ 전체 성과개선평가 중 보험회사가 적절한 전략을 구사함으로써 달성한 성과의 개선 부분을 전략요인성과로 나타냄.

- 전략요인성과는 보험회사가 기존에 비해 보다 적합한 경영전략으로 전환하거나, 선두회사의 경영전략을 모방(catching-up)함으로써 달성한 성과 개선을 표현

$$\hat{m}_{i,st} \equiv \frac{m_{i,tt}}{m_{i,ss}}$$

- 해당 보험회사의 전략요인성과가 증가하면 $\hat{m}_{i,st} > 1$ 이 성립

○ 전체 성과개선평가 중 경영환경의 변화로 인하여 초래된 성과의 개선 부분을 환경요인성과로 나타냄.

- 환경요인성과는 보험회사가 경영환경의 변화나 혁신(innovation)에 기인한 최대성과의 증감에 따라 나타난 성과 개선을 표현

$$\overline{m}_{i,st} \equiv \sqrt{\frac{m_{i,ss}}{m_{i,ts}} \times \frac{m_{i,st}}{m_{i,tt}}}$$

- 환경요인성과의 크기는 모든 보험회사에 동일하게 나타나는데, 환경요인성과가 증가하면 $\overline{m}_{i,st} > 1$ 의 성립

17) 성과개선평가는 MPI(Malmquist Productivity Index)에 기초한 생산성분석 방법론을 보험회사 경영성과에 적용한 것.

3. 기업가치 분석 내용

가. 분석체계

1) 기업가치평가모형

□ 보험회사 경영성과 분석모형을 건전성중시 모형과 영속성중시 모형으로 구분할 때, 영속성중시 모형에 속하는 기업가치평가모형을 구성하고자 함.

○ 보험회사의 장래현금흐름에 대한 정보와 할인율(혹은 요구수익률)에 대한 정보를 기초로 기업가치를 산정하는 할인현금흐름법을 사용

- 즉 보험회사의 기업가치 V 는 미래 발생할 것으로 기대되는 현금흐름 $\{CF_t\}_{t=1}^{\infty}$ 에 할인율흐름 $\{k_t\}_{t=1}^{\infty}$ 을 적용하여 산정한 현재가치임.

$$V \equiv \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{\prod_{\tau=1}^t (1+k_{\tau})}$$

2) 성장가능성 평가

□ 영속적 성장가능성을 중심으로 기업가치를 분석하기 위해 장래현금흐름의 성장에 주목하는 할인현금흐름법을 사용

○ 장래현금흐름 성장 및 할인율에 대한 추가 가정을 설정하여 기업가치 구성

- 현재 수준 CF_0 가 일정한 비율 g_{cf} 로 성장한 수준에서 미래 현금흐름이 결정된다고 가정

$$\{CF_t\}_{t=1}^{\infty} = \{(1+g_{cf})^t \times CF_0\}_{t=1}^{\infty}$$

- 할인율흐름이 모든 시점에서 상수 k 로 일정하게 유지된다고 가정

$$\{k_t\}_{t=1}^{\infty} = \{k\}_{t=1}^{\infty}$$

- 기업가치는 상수인 현금흐름 성장률과 할인율로 표현될 수 있음.

$$\begin{aligned} V &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g_{cf})^t}{(1+k)^t} \times CF_0 \\ &= \frac{1+g_{cf}}{k-g_{cf}} \times CF_0 \end{aligned}$$

- 안정적으로 성장하는 보험회사의 경우, 기업가치 V 는 성장을 고려하지 않았을 때의 내재가치 $\bar{V}$ 와 미래 성장가능성 $\tilde{V}$ 으로 구분될 수 있음.

$$V \equiv \bar{V} + \tilde{V}$$

- 성장을 고려하지 않는다면 현재의 현금흐름 수준이 향후 영속적으로 유지되므로, 성장을 고려하지 않았을 때의 내재가치 $\bar{V}$ 는 현금흐름이 현재 수준에서 그대로 유지된다고 가정($g_{cf} = 0$)할 때의 기업가치임.

$$V = \frac{1}{k} \times CF_0$$

- 현금흐름의 성장($g_{cf} > 0$)으로 인한 기업가치 증감, 즉 미래 성장가능성 $\tilde{V}$ 는 전체 기업가치와 성장을 고려하지 않았을 때의 내재가치 $\bar{V}$ 의 차이로 표현 가능

$$\tilde{V} = \left(\frac{1+g_{cf}}{k-g_{cf}} - \frac{1}{k} \right) \times CF_0$$

참 고 문 헌

1부. 재무이슈

1주제

- 이재준, 정대희, 「최근 우리나라 물가의 특징 및 정책적 시사점」, 『경제현안분석』, KDI, 2010.
- 신중협, 서대교, 「한국을 포함한 보험선진국의 보험수요 결정요인 분석」, 『보험금융연구』, 58, 2009.
- 조용운, 『보험리스크 측정 및 평가방법에 관한 연구』, 조사보고서 2009-9, 보험연구원, 2009.
- 황진태, 이경희, 『생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측모형』, 연구보고서 2010-2, 보험연구원, 2010.
- Attie, A. P. and Roache, S. K., Inflation Hedging for Long-term Investors, WP09/90, International Monetary Fund, 2009.
- McKinsey, “How Inflation can Destroy Shareholder's Value,” McKinsey on Finance, 34., 2010.

2부. 재무분석

II. 영업성과 분석

- 한국은행, 경제통계시스템 (<http://ecos.bok.or.kr>)
- 통계청(<http://www.kosis.kr>)

III. 현금흐름추정 및 분석체계

- 류건식, 장이규, 이경희, 김동겸 「보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교 연구」, 보험연구소, 2007.
- 전기석, 손관설, 「구조조정 전후 생보산업 효율성 분석」, 『보험학회지』, 59, pp. 39-74, 2001.
- Baltagi, B.H., "Econometric analysis of Panel Data, Wiley, 1995.
- Boone, J., "A new way to measure competition", *Economic Journal*, 118(531), pp. 1245-1261, 2008.
- Caves, D.W., Christensen, L.R. and Diewert, E., "The Economic Theory of Index Numbers and the Measurement of Input, Output, and Productivity" *Econometrica*, 50(6), pp.1393~1413, 1982.
- Higgins, R., "Analysis for Financial Management", *Mc* 2007
- Nurkse, R., "The Schematic Representation of the Structure of Production", *Review of Economic Studies*, 1934
- Rolf, F., Grosskopf, S., Norris, M. and Zhang, Z., "Productivity Growth, Technical Progress, and Efficiency Change in Industrialized Countries", *The American Economic Review*, 1994
- Romer, P., "Endogenous Technological Change," *Journal of Political Economy* 98(5), 1990.
- Romer, P., "The Problem of Development: A Conference of the Institute for the Study of Free Enterprise Systems (Supplement editor)", *Journal of Political Economy*, 98(5), Part 2 (supplement), S71-S102, 1990.
- Solow, Robert M., "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics* 70(1), pp. 65-94, 1956.
- Theil, H., "On the Use of Information Theory Concepts in the Analysis of Financial Statements", *Management Science*, 15(9), 1969.

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
- 2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진익, 김동겸 2010.7

■ 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 방카슈랑스가 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, 신중협, 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, 김진익, 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 / 신중협, 최형선, 최원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위규제 개선방안 / 서대교, 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체제와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체제에 대한 연구 / 송윤아
- 2010-6 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

■ 영문 발간물

- 1호 Environment Changes in the Korean Insurance Industry in Recent 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 방키슈랑스 확대 시행과 관련한 주요 이슈 검토 / 보험연구소 2007.11
- 2007-6 자동차보험 시장변화와 전략적 시사점 / 자동차보험본부 2007.11
- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해를 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 예금보험요율 적용의 타당성 검토 / 류건식, 김동겸 2009.3
- 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식, 이상우 2009.6
- 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식, 이상우 2009.10
- 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환, 이상우, 김혜란 2010.4
- 2010-2 FY2010 수입보험료 전망 / 동향분석실 2010.6
- 2010-3 보험소비자 보호의 경영전략적 접근 / 오영수 2010.7

■ 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	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 -연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향 · 보험회사재무분석	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 -연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향 · 보험회사재무분석	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 -연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향 · 보험회사재무분석	-보험통계월보 (월간)
	-본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) -영문보고서 -보험통계월보 -손해보험통계연보	-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

보 험 회 사 재 무 분 석

보험회사 재무분석 2010년 1/4분기 제5호

발행일 2010년 7월

발행인 김 대 식

편집인 김 대 식

발행처 보험연구원

주 소 서울특별시 영등포구 여의도동 35-4

전 화 02-3775-9000 팩 스 02-3775-9100

www.kiri.or.kr

인쇄소 신우씨앤피 / 2267-4112

ISSN 2092-8505

본 자료에 실린 내용에 대한 문의는 보험연구원의
재무연구실(☎ 3775-9019, 3775-9076)로 연락하여 주십시오.