



보험회사의 지배구조에 관한 연구

김규동 연구위원

기업의 지배구조는 대리인 이론에서 논의가 시작하는데, 소유권과 이사회에 대한 통제권의 분리에서 기본적인 지배구조 문제가 발생함. 보험산업 관련 문헌들은 회사의 소유구조(상호회사와 주식회사 및 주주 구성), 이사회 구성 및 이해관계자(재보험회사, 재보험 중개사, 감독관 등) 등이 소유자의 경영진에 대한 통제 수준, 최고경영자의 보수, 경영성과, 리스크 인수 행태 등과 유의한 관계를 갖고 있다고 밝히고 있음. 또한, 보험회사들이 상호회사와 주식회사 등의 상이한 소유 구조를 선택하는 것은 각각 다른 대리인 비용 문제에 있어서 상대적 우위를 가지기 때문임

■ OECD는 최근 보험회사의 지배구조에 관한 보고서, 「OECD Guidelines on Insurer Governance」를 발간하였음

- 이 보고서는 보험회사 이사회의 핵심 직무(key duties)와 책임(responsibilities) 등을 다루고 있음
 - 이사회의 핵심직무로는 다음의 두 가지를 명시함
 - ① 완전한 정보에 기초하여 최선을 다하고 상당한 주의를 기울여 보험회사의 최대 이익을 위하여 행동해야 하고,
 - ② 의사결정 시 보험계약자의 이익을 고려해야 하며, 적절하다면 다른 이해 관계자들(직원, 채권자, 소비자 및 감독자 등)의 이익도 고려해야 함
 - 이사회의 책임 중 보상(compensation)에 대해서 “이사회는 이사회 멤버와 경영진, 피고용인들이 보험회사의 장기적 이익에 부합하고 소비자 및 보험계약자를 위한 행위를 장려할 수 있는 보상체계를 마련해야 함”이라고 기술함
 - 이 보상체계는 회사의 리스크와 성과를 적절히 반영해야 하며 보상체계가 단기적 리스크를 과도하게 발생시키지 않아야 한다고 명시함
 - 이는 일반적으로 이해되는 신의성실의 원칙에 입각하여 이사회 멤버들의 사적 이익을 배제하고 보험회사와 보험계약자, 기타 이해관계자들의 이익에 충실해야 한다는 것을 의미함

- 보험회사 지배구조와 관련된 다수의 문헌들이 이사회, 최고경영자 보수(CEO compensation), 소유 구조(ownership structure), 그리고 이러한 요인들이 기업 성과(firm performance)와 리스크 인수(risk taking)에 미치는 영향에 대해 다루고 있는데(Boubakri 2012), OECD의 보고서는 기업 지배구조 관련 문헌들과 유사한 내용을 다루고 있음

■ 기업의 지배구조 문제는 기본적으로 기업의 소유권과 이사회에 대한 통제권의 분리(separation of ownership and control on board)에서 발생하는 것으로, 대리인 이론(agency theory)에서 논의가 시작됨

- 기업의 소유구조 이론은 Jenssen and Mecking(1976)에 의해 본격적으로 논의되기 시작했는데, 기업의 소유주(주주)는 대리인(경영진)을 통해 회사를 운영하고 대리인은 자신의 효용을 극대화하기 위해 회사의 자원을 이용하거나 최선을 다하지 않는다는 것이 대리인 이론의 기본임
 - 소유주는 이사회에 사외이사를 선임하거나 보수 패키지를 설계하여 경영진을 통제함
 - 경영진의 급여(salary)와 이사회에서 사외이사의 비율 간에는 음의 관계가 있으며(Brickley and Jamaes 1987), 지배구조가 약한 회사에서는 최고경영자 보수가 더 많고 대리인 문제가 더 많이 발생하며 경영성과도 좋지 않음(Core, Holthausen and Larcker 1999)
- 회사의 주주가 소액주주로 이루어진(widely held) 경우에는 대리인 문제가 더 심해짐
 - 소액주주들은 경영진을 감시하려는 동기부여가 약하므로 대주주나 기관투자자 주주가 소유한 기업이 지배구조에서 더 효율적인 것으로 알려져 있음(Jenssen and Mecking 1976)
- 보험회사 소유구조의 특이한 유형인 상호회사(mutual insurer)는 보험계약자가 회사의 소유주인데, 소유권과 이사회에 대한 통제의 분리가 가장 심해 경영진에 대한 통제가 가장 약한 형태임
 - He and Sommer(2010)는 소유권과 이사회에 대한 통제의 분리가 가장 심한 형태부터 가장 약한 형태를 ① 상호회사, ② 상호회사가 소유한 주식회사, ③ 다수의 소액주주가 소유한 주식회사(widely-held stock company), ④ 경영진 이외의 소수주주가 지배하는 주식회사(stock company closely held by parties other than management), ⑤ 경영진이 소수주주로 지배하는 주식회사(stock company closely held by management)의 순서로 분류함

■ 보험산업에서의 지배구조 연구는 Boubakri(2012)가 언급한 바와 같이 지배구조에 따른 최고경영자 보수, 기업 성과 및 리스크 인수에 미치는 영향들 중심으로 진행되었으며, 이 연구들의 결과는 기존에 보험회사 이외의 회사들을 대상으로 진행된 연구 결과와 부합함

- 미국 손해보험회사의 경우 상호회사는 주식회사에 비해 사외이사의 비율이 더 높는데, 소유권과 이사회에 대한 통제의 분리가 약할수록 경영진으로부터 이사회 독립성도 약함(He and Sommer 2010)
 - 재보험회사는 재무적 위기를 회피하기 위해서 보험회사의 행위를 감시할 유인이 있으며(Doherty and Smetters 2005), 보험회사가 리스크를 인수하는 데 이사회뿐만 아니라 이해관계자(재보험회사, 재보험 중개사, 사외이사, 감독관)에 의해서도 감시를 받고 유의한 영향을 받음(Cole et al. 2011)
 - 생명/건강보험회사의 대주주가 기관투자자인 경우 보험회사의 리스크가 전반적으로 낮은 것으로 나타났으나, 기관투자자가 보험회사인 경우 그 관계가 유의하지 않은 것으로 나타남(Cheng, Elyasiani and Jia 2011)
 - 기관투자자가 보험회사인 경우에는 은행이나 연기금 등의 다른 기관투자자에 비해 전문성이 있으므로 상대적으로 덜 보수적인 전략을 취할 것으로 보임
 - Huang et al.(2011)은 미국 손해보험회사의 지배구조와 효율성에는 유의한 관계가 있다는 것을 보여주었으나, He and Sommer(2010)는 이사회 구조는 내생적(endogenous)이어서 보험회사의 지배구조와 경영성과를 해석하는 것은 쉽지 않다고 하였음
- 보험산업의 지배구조에 관한 연구에는 비금융업에서는 연구되지 않는 상호회사와 주식회사의 차이에 관한 연구들이 있는데, 보험회사들이 다른 기업 형태를 선택하는 것은 각각 다른 대리인 비용 문제에 있어서 상대적 우위를 갖기 때문임
- 상호회사는 계약자와 소유주 간의 이해상충을 통제하는 데 유리하며, 주식회사는 소유주와 경영진 간의 이해상충을 통제하는 데 유리함(Mayers and Smith 1992; Cummins et al. 2007)
 - 상호회사는 주식회사에 비해 더 높은 사외이사 비율을 유지하고 있으며, 사외이사가 더 많을 수록 더 낮은 비용구조(특히 경영진의 급여와 관련해서)를 갖고 있음(Mayers, Shivdasani and Smith 1992)
 - 상호회사는 경영진에 재량권을 많이 주지 않고, 경영진에 대한 이사회 감시(내부적 감시)가 심하지 않은 구조를 가지고 있는 반면, 주식회사의 경영진은 내·외부적인 감시(주주 감시 및 경영진 교체 등)에 노출되어 있는 구조임(He and Sommer 2011)
 - Cummins, Weiss and Zi(1999)는 DEA(Data Envelopment Analysis) 기술 효율성(Technical Efficiency)과 원가 효율성(Cost Efficiency) 분석으로 손해보험회사들이 다른 지배구조(상호회사와 주식회사)를 유지하는 이유를 설명함

- 주주권은 주주가 경영진을 잘 통제할 수 있게 하므로, 주식회사는 경영진의 재량권이 상대적으로 많이 필요한 보험종목에서 유리한 지배구조임
- 상호회사는 보험계약자와 보험회사의 소유주가 동일하므로 소유주가 계약자의 이익을 침해할 가능성이 큰 보험종목에서 상대적으로 우월한 지배구조임 **kiri**

참고문헌



- Boubakri, Narjess(2013), *Corporate Governance in the Insurance Industry: A Synthesis*, In Georges Dionne (ed) *Handbook of Insurance* (2nd edition), New York, Springer: pp. 729~743
- Brickley, J. A., and C. M. James(1987), "The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking", *The Journal of Law and Economics*, 30(1): pp. 161~180
- Cheng, Jiang, Elyas Elyasiani and Jingyi Jia(2011), "Institutional Ownership Stability and Risk Taking: Evidence from the Life-Health Insurance Industry", *The Journal of Risk and Insurance*, 78(3): pp. 609~641
- Cole, Cassandra R., Enya He, Kathleen A. McCullough, Anastasia Semykina, and David W. Sommer(2011), "An Empirical Examination of Stakeholder Groups as Monitoring Sources in Corporate Governance", *The Journal of Risk and Insurance*, 78(3): pp. 703~730
- Core, John E., Robert Holthausen and David Larcker(1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *The Journal of Financial Economics*, 51: pp. 371~406
- Cummins, David, Georges Dionne, Robert Gagné and Abdelhakim Nourira(2007), "Determinants of Insurers' Performance in Risk Pooling, Risk Management, and Financial Intermediation Activities", Working Paper, SSRN ID 988991
- Doherty, Neil and Kent Smetters(2005), "Moral Hazard in Reinsurance Markets", *The Journal of Risk and Insurance*, 72(3): pp. 375~391
- He, Enya and David W. Sommer(2010), "Separation of Ownership and Control: Implication for Board Composition", *The Journal of Risk and Insurance*, 77(2): pp. 265~295
- Jensen, Michael and William Heckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *The Journal of Financial Economics*, 3(4): pp. 305~360
- Mayer, David and Clifford W. Smith(1992), "Executive Coompensation in the Life Insurance Industry", *The Journal of Business*, 65(1): pp. 51~74
- Mayer, David, Anil Shivdasani and Clifford W. Smith(1997), "Board Composition and Corporate Control: Evidence from the Insurance Industry", *The Journal of Business*, 70(1): pp. 33~62
- OECD(2017), *OECD Guidelines on Insurer Governance*