
Ⅲ. 미국 생명보험회사의 상장과 시장가치

미국 생명보험회사들의 기업공개는 90년대부터 본격화되었는데, 크게 세 가지 유형으로 분류할 수 있다. 기업집단에 속했던 보험사들의 기업공개, 주식회사 형태의 독립 보험회사의 기업공개, 그리고 상호회사의 주식회사 전환(탈상호화)에 의한 기업공개의 세 유형이다. 상장 목적 측면에서는 기업집단에 속했던 보험사의 상장은 대주주의 자본회수 목적이 큰 것으로 보이며, 독립 보험회사나 탈상호화에 의한 기업공개는 효율적 자본 확충의 목적이 큰 것으로 판단된다. <표 Ⅲ-1>은 1990년대 후반부터 2000년대 초반까지 미국의 대형 생명보험회사의 기업공개 현황을 보여주고 있다. 음영부분은 기업집단 혹은 금융그룹에서 분사한 경우이며 그렇지 않은 부분은 탈상호화를 통해 기업공개를 한 보험회사들이다. 기업공개 규모는 Prudential Insurance가 35억 달러로 가장 크고 그 다음이 Metropolitan Life로 28.8억 달러, 그리고 Genworth Financial의 28.3억 달러이다. Metropolitan Life와 Prudential Insurance Co. of America는 탈상호화와 상호지주회사 설립을 통해 주식회사로 전환한 경우이며 Genworth Financial은 GE그룹의 사업구조조정과정에서 기업공개를 선택하였다. ITT Hartford그룹은 ITT그룹의 사업구조조정 과정에서 기업공개를 했으며 이후 ITT Hartford의 자회사인 Hartford Life를 부분적 기업공개를 통해 상장하였다.

주목할 점은 우리가 분석한 미국 상장 생명보험회사들의 대부분은 상장 당시의 목적에 관계없이, 상장 이후에는 자본확충을 지속적으로 하여 적극적인 성장을 추구하였다는 공통점이 있다. 이렇게 상장의 장점인 효율적 자본 확충을 적극적으로 활용하여 경영전략의 변화를 일으키고 이것이 미래 수익성 제고로 이어져 시장가치를 높인 것으로 판단된다.

〈표 Ⅲ-1〉 미국 주요 대형보험사들의 기업공개 현황

(단위: 백만 달러)

회사명	지주회사	일자	IPO규모
Metropolitan Life	MetLife	2000/4	2,880
John Hancock Life	John Hancock	2000/1	1,734
Equitable	The Equitable Companies	1992/7	450
MONY Life	MONY Group	1998/11	283
Phoenix Life Insurance Company	The Phoenix Companies	2001/6	807
Principal Life Insurance	Principal Financial	2001/10	1,837
Prudential Insurance Co. of America	Prudential Financial	2001/3	3,500
Hartford Life	ITT Harford	1997/5	735
Genworth Financial	GE	2004/5	2,830

주: 음영부분은 기업집단 혹은 금융그룹에서 분사한 경우임.

자료: 「Insurers Go Public」, Strategic Finance(2000. 7) 외 기업보고서.

1. 기업집단 소속 보험사의 기업공개

미국의 일부 기업집단은 '90년대 초 사업 구조조정을 위해 소속 보험회사를 분사한 뒤 기업 공개를 했다. 즉, 분리 독립시키는 것을 주목적으로 상장을 한 것인데 대표적인 사례로 Hartford사와 Genworth사를 들 수 있다. 이 절에서는 먼저 미국 기업집단의 보험사 매각 배경을 살펴본 후, Hartford와 Genworth의 사례를 자세히 살펴보기로 한다.

가. 미국 기업집단의 보험 자회사 매각 배경과 원인

미국의 기업집단이 사업구조조정을 통해 자회사인 보험회사를 매각했던 원인은 기존의 사업 다각화(Diversification) 전략에서 선택과 집중(Focus & Concentration)으로의 경영 트렌드의 변화 때문이다. 1960년대 미국 기업들은 비관련 다각화

를 통해 기업집단(Conglomerate)을 형성하며 성장을 추진했다. 그러나 GE그룹과 같은 일부 기업집단을 제외하고 많은 기업집단들이 계열사를 매각하며 사업에서 철수, 기업집단을 해체하였다. 이 중에서 대표적인 것이 ITT그룹이다.

기업집단 해체는 사업구조조정으로 이전의 비관련 다각화에서 선택과 집중으로의 전환이다. 이론적으로 지분매각을 통한 사업철수의 이슈는 기업집단이 갖고 있는 다각화의 단점이 장점보다 클 경우 제기된다. 비관련 다각화의 장점은 안정적인 수익률을 확보할 수 있고 리스크를 분산할 수 있다는 점이다. 반면 단점은 경영상의 비효율성이 높다는 점이다. 기업집단의 주요 의사결정자들이 기업집단 내의 여러 사업부문의 주요 의사결정을 하게 되고 내부 자본시장의 주요 의사결정자이다. 그러나 이러한 부분이 기업집단의 경영비용을 높여 기업가치와 시장신뢰를 저하시키게 되었다는 평가가 확산되면서 많은 기업집단들이 사업부문에서 철수하기 시작했다. 기업재무(Corporate Finance)분야에는 기업집단의 과잉투자, 비효율적 자원배분 등이 기업집단의 기업 가치를 약 12~15% 낮춘다는 연구결과가 제기되었다. 게다가 McKinsey의 Fortune 1000기업들에 대한 연구는 소규모기업들의 기업가치가 대기업에 비해 상대적으로 더 높다는 것을 실증적으로 분석하였다. 규모가 작은 기업들의 기업가치가 대규모 기업에 비해 기업가치가 높은 원인으로서는 작은 기업들이 혁신을 더 잘 할 수 있다는 점인데, 과거에 비해 상품의 제품 주기가 짧아지면서 기업들이 그러한 변화에 기민하게 대응하기 위해서는 규모가 작아야 하고 그렇게 되면 혁신을 통해 기업가치가 제고될 것이라는 점이다.

〈표 Ⅲ-2〉에서는 McKinsey가 조사한 기업규모와 기업가치에 대한 연구결과를 보여주고 있다. 1,000대 기업 중 상위 100대 기업의 매출액 규모는 57%를 차지하고 있으나 시가총액은 15%의 비중을 불과하다. 반면 1,000대 기업 중 하위 500대 기업들의 매출액 규모는 10%에 불과하나 시가총액은 약 70%의 비중을 차지하고 있다. 대기업집단이라는 조직형태는 기업가치를 악화시킬 수 있다는 점에서 기업집단의 사업구조조정이 본격화되었으며, 이 과정에서 지분매각이 확대되었다. 이 시기를 대량 사업조정(Mega Breakup) 시기라고 부른다.

〈표 III-2〉 Global Fortune 1,000기업의 매출액과 기업가치

(단위: %)

구분	매출액	기업가치
금액	6조 달러	1.5조 달러
(% shares)	-	-
Fortune 100	57	16
Fortune 101~500	33	25
Fortune 501~1,000	10	69

대부분의 기업집단 구조조정의 원인은 선택과 집중이었다. 이렇게 선택과 집중을 선택해야만 했던 원인은 경영효율성 저하와 투자유인 저하로 평가된다. 경영효율성 측면에서는 과도하게 다각화된 기업은 자본수익성이 낮은 부문으로의 불가피한 자금지원으로 자본비용이 상대적으로 높아지고 사업부문 간 소통부재로 경영효율성이 저하된다는 단점이 있다. 투자자 측면에서는 투자자들은 사업내용을 쉽게 이해하고 분석할 수 있는 투자대상을 선호한다. 왜냐하면 투자자들이 자신들만의 투자 포트폴리오 구성이 용이해지기 때문이다. 따라서 투자포트폴리오 구성에서 다각화된 기업집단은 배제되기 쉽다.

이러한 원인으로 시장에서는 기업집단의 '선택(Focus)'에 대한 수요가 급증하였고 기업집단은 '집중(Concentration)'을 위해 구조조정을 선택하였고, 구조조정은 매각, 분사를 통해 이루어졌다. Sadtler et al.(1997)는 미국과 영국의 주요 기업구조조정 사례를 그 원인에 따라 분류했다. 분류결과 집중(Focus)이 원인이라고 대답한 경우가 가장 빈번했고 기업가치 제고가 그 뒤를 이었다. 그리고 재무구조 건전화와 기업가치 제고를 위한 경영효율성 제고 등을 그 원인이라고 했다. 가장 대표적인 기업집단 구조조정 사례가 바로 ITT그룹의 사례이다.

〈표 Ⅲ-3〉 주요 기업구조조정의 원인

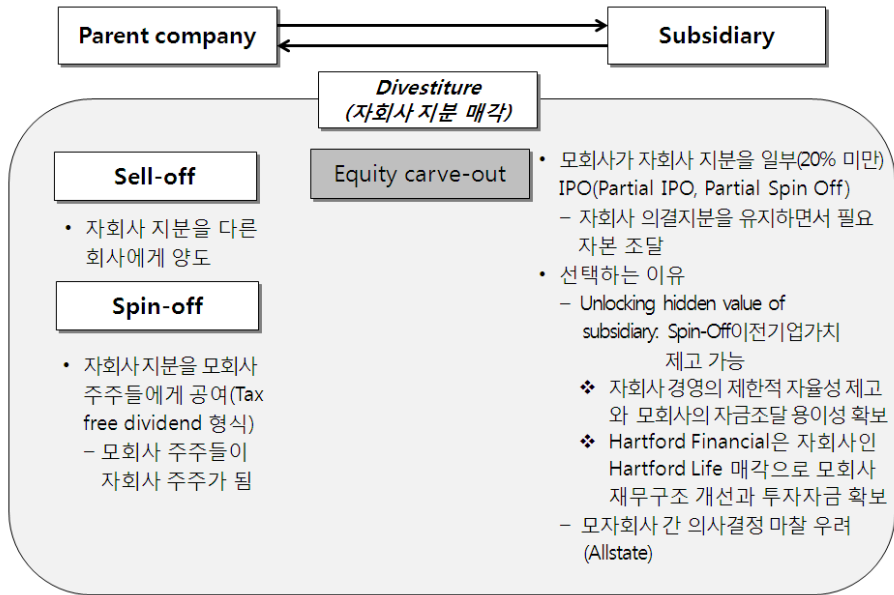
(단위: 건수)

원인	건수			비고
	US	UK	합계	
Focus	12	10	22	The standard answer
Fair Value	7	3	10	Everything to do with stock prices
Reduce Debt	7	1	8	—
Poor Performer	5	0	5	—
Fear of Takeover	0	4	4	Mainly UK
Competitive Conflict	4	0	4	Unwinding vertical Integration
Enhance Capital Raising	2	1	3	—
Quarantine Problem	2	1	3	—
Regulatory	2	0	2	Telecoms
Tax Efficiency	1	0	1	—

나. Hartford와 Genworth의 사례

먼저 당시 활발했던 구조조정의 종류는 다음과 같다. 자회사 지분을 타회사에 양도하는 매각(sell-off), 기업의 특정 사업 부문을 분사하여 자회사로 만들 때 모회사 주주들에게 보유 지분율과 동일하게 자회사의 주식을 이전하여 분사하는 방식(spin-off), 그리고 분사 시 자회사 지분의 일부(20% 미만)를 공개하는 방식(partial spin-off 또는 equity carve-out)이 있다(〈그림 Ⅲ-1〉 참조). ITT그룹이 1995년 Hartford Financial Services(당시 ITT Hartford)를 분사할 때는 spin-off 방식으로 하였고, 다시 1997년 Hartford Financial Services가 Hartford Life를 분사할 때는 equity carve-out 방식을 이용하였다. GE가 Genworth를 분사할 때는 equity carve-out 방식으로 했다.

〈그림 Ⅲ-1〉 구조조정 방식 요약



Equity carve-out 방식으로 분사하는 이유는 모기업의 자본조달 측면이 강하다. 모기업의 지분을 직접 공모할 경우는 지배권 약화가 발생하지만, equity carve-out 방식으로는 그런 부작용이 없이 자회사를 통해 자금조달을 하는 것이 가능한 것이다. 실례로 Hartford Financial Service는 자회사인 Hartford Life의 지분 18%를 1997년 equity carve-out하면서 7억 3,500만 달러를 시장에서 조달, 그룹의 부채상환과 보험영업 확대를 위한 투자에 사용한 바가 있다. 또한, equity carve-out 방식의 분사는 부분적으로 공개된 자회사의 지분만큼 자회사의 현금흐름에 대한 권리(cash flow right)를 상실하게 되지만 자회사에 대한 지배력은 사실상 거의 잃지 않는다는 장점도 있다.

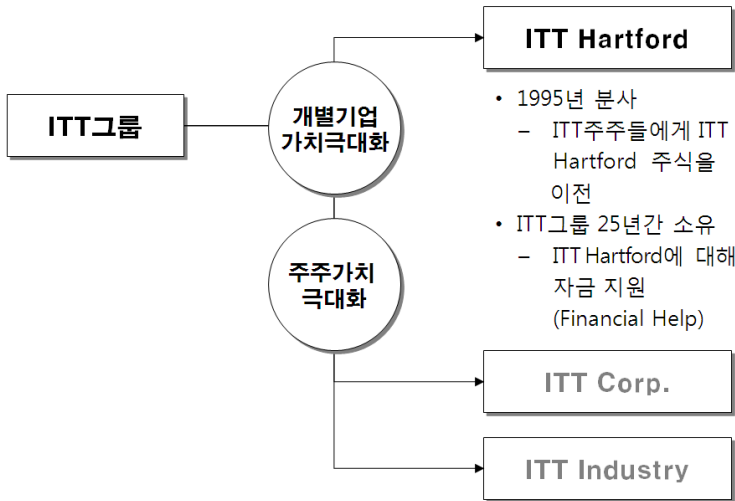
다음으로 Hartford와 Genworth에 대해 좀 더 자세하게 살펴보자. Hartford Financial Services(당시 ITT Hartford)는 1995년 모기업인 ITT(International Telephone and Telegraph)사의 구조조정 과정에서 spin-off 방식으로 분사되었다. ITT그룹은 '60~'70년대 매우 독특한 기업집단(Conglomerate)을 형성하였고 1979년 38개 업종에 진출, 매출액 기준으로 미국 8대 기업집단이었다. 특히 ITT

의 비관련 다각화는 매우 독특했는데 사업모형(Business Portfolio)의 안정성과 수익성을 추구하면서 비관련 사업 기업들의 인수·합병이 활발했다.²⁰⁾ 그러나 80년대 접어들면서 기업집단 전체의 수익성 증가세가 둔화되면서 시장에서는 ITT그룹의 사업모형에 대한 회의가 제기되었으며 기업집단 가치에 대한 할인(discount)이 시작되었다. '80년대 후반에 접어들면서 시장에서는 ITT그룹의 무분별한 비관련 다각화가 경쟁력을 상실하고 있다는 평가가 확산되었다. '80년대 후반 최고경영자였던 랜드 알사코(Rand Araskog)는 200여개의 계열사를 매각 하였으나 ITT그룹의 매출액은 '95년 240억 달러에 이르는 기업집단을 계속 유지 하였다.²¹⁾ 이러한 상황이 계속되자 '95년에 ITT는 그룹을 보험그룹인 ITT Hartford, ITT Corp(호텔, 레저, 카지노), ITT Industry(제조업)로 분사하였다. ITT그룹은 ITT Hartford의 지분을 ITT그룹 주주들에게 이전, 1995년 분사하였다. 당시 ITT그룹은 사업구조조정을 통한 기업가치 제고와 보험·금융 사업을 지속적으로 영위할 경우 발생할 수 있는 잠재적 이해상충 이슈를 제거하기 위한 분사였던 것으로 평가받는다. 이후 1997년 ITT Hartford(Hartford Financial Services)는 Hartford Life를 equity carve-out 방식으로 분사하였다.

20) Richard A. Brealey and Stewart C. Myers(2003), "Principles of Corporate Finance", 7th Edition, McGraw-Hill Companies, p. 974.

21) Sadtler, David et al(1997), "Breakup!-How companies use spin-offs to gain focus and growing strong", The Free Press of Simon & Schuster Inc, p. 6.

〈그림 Ⅲ-2〉 ITT 그룹의 Hartford 분사

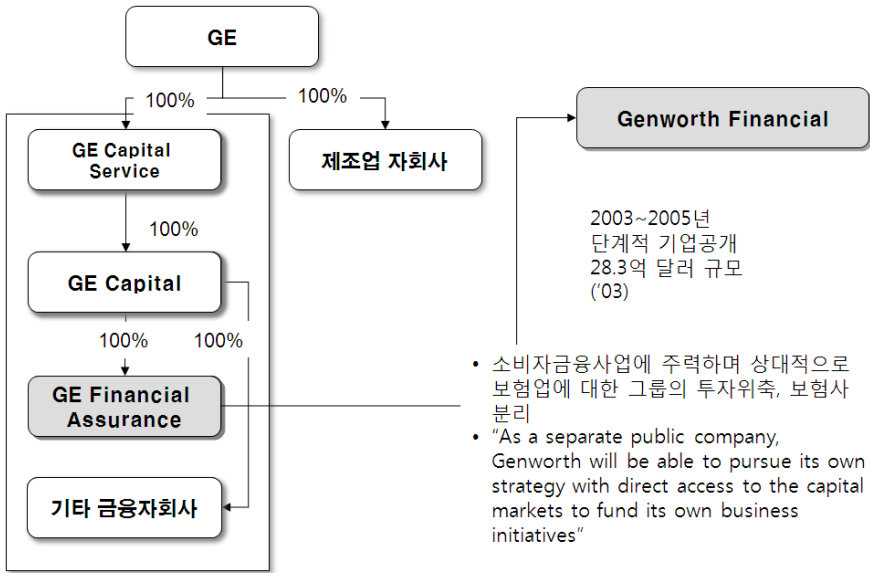


Genworth사는 모기업인 GE사의 금융부문이었으나 GE그룹의 소비자금융사업 전념이라는 전략의 일환으로 2000년대 초반 단계적 기업공개를 통해 분사되었다.²²⁾ 2005년까지 분사를 완료하였으며 이를 통해 Genworth사는 소비자금융에 주력할 수 있을 것으로 기대하였다. 분사계획을 발표한 이후 GE의 주가는 88센트 상승한 35.54달러를 기록하였다. GE는 2006년 말 연차보고서에서 보험사업 분사 이후 2006년 GE의 수익성이 분사가 완료되기 이전 10~15% 상승에서 분사 완료 이후 12~17% 상승할 것이라고 발표하였다.

Genworth는 1993년 GE가 United Pacific Life(UPL)을 인수하면서 GE그룹의 보험사업부문으로 GE Capital Corporation의 자회사로 편입되었다. 이후 Genworth North America Corp.(GNA)로 이름을 바꾸고 GECC의 보험사업담당 중간지주회사로 기능하였다.

22) "Since 2002 we have been executing a strategy to redeploy capital to faster-growth and higher-return businesses," said GE Chairman and CEO Jeff Immelt, Business Wire 2005.

〈그림 Ⅲ-3〉 GE의 Genworth Financial 분사



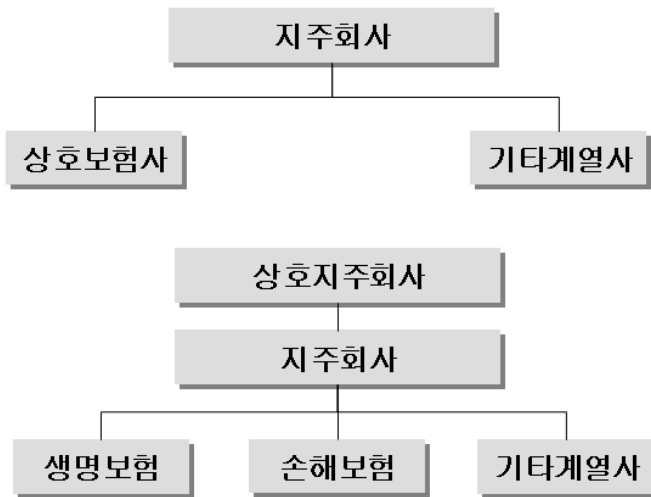
2. 상호보험회사의 기업공개

'80년대부터 시작된 미국 금융산업 경쟁 심화와 규제변화로 상호회사들의 지주회사 설립·전환은 '80년대 후반 시작되었으며 '90년대 후반부터 대형 상호보험회사들의 기업공개를 통한 주식회사 전환이 본격화되었다. 뮤추얼펀드 활황에서 비롯된 전통적 생보상품의 수요하락, 자산관리 시장의 급성장, 또한, 1999년 GLB법 통과로 상업은행, 보험사, 투자은행 간 업무영역이 철폐되며 금융업권 간 경쟁이 본격화되었다. 또한, 외국 생보사들의 미국 진출 확대, 상호회사에 대한 조세혜택 제한 등으로 상호회사들은 자본확충이 필요하게 되었다. 상호회사의 자본조달은 이익 유보, 채권(Surplus Note) 발행을 통해서 이루어지는데, 주식 발행을 못하여 대규모 자본조달이 어려웠다. 자본조달 규제가 강화되면서 상호회사의 구조조정 필요성이 제기되었다.²³⁾

23) Michael R. Tuohy(1999), "Challenges and Issues for Growth in the Life Industry",

상호회사의 구조조정은 탈상호화(demutualization)와 상호지주회사(Mutual Holding Company) 방식으로 이루어졌는데 둘 간의 차이는 기존 계약자 지분 처리 방식과 지주회사와 상호보험사 간의 지배관계이다. 탈상호화는 기존 계약자들의 소유권을 보상·말소하는 반면, 상호지주회사는 기존 계약자들의 소유권을 유지하면서 보험계약을 주식회사로 이전하는 방식을 취하고 있다. 탈상호화를 취한 회사들은 Prudential, MetLife,²⁴⁾ John Hancock 등이며 상호지주회사를 취한 회사들은 Principal Life 등을 들 수 있다. 지배관계 측면에서 탈상호화는 상방지주회사를 설립하여 기존 상호보험회사를 지배하는 것이고 상호지주회사 방식은 상호보험회사가 지주회사를 지배하는 방식이다.

〈그림 Ⅲ-4〉 탈상호화와 상호지주회사 설립을 통한 주식회사 전환



Changes in the Life Insurance Industry, Efficiency, Technology and Risk Management, IFMI.

24) Metropolitan Life가 2000년 탈상호화를 통해 MetLife, Inc.를 설립하는 과정에서 기존 계약자들에게 메트라이프 계약자 신탁(MetLife Policyholder Trust)이 보유하고 있던 지주회사의 보통주와 동일한 신탁지분, 현금, 계약자산(Policyholder Credit)을 지급하였다.

3. 미국 생명보험산업에서 나타난 상장의 편익과 비용

미국 생명보험회사들의 상장 편익과 비용을 분석하기 위해 먼저 소유구조에 따른 보험회사의 성장성과 리스크를 분석하였다. 이를 통해 상호회사가 주식회사로 전환하려는 동기를 분석하고, 그 다음으로 상장 보험회사들의 시장가치 제고 전략을 분석하도록 한다. 기업공개를 통한 주식회사로의 전환은 높은 성장성에 비해 높은 리스크를 갖고 있다. 본 절에서는 상호회사, 주식회사, 상호지주회사 산하 보험회사의 2000년에서 2006년간 자산성장률 차이의 원인을 분석하고 주식회사의 리스크를 Consec의 파산사례를 통해 분석하고자 한다.

가. 소유구조별 성장성과 리스크

본 절에서 성장성은 자산성장률로 측정하였다. 미국의 보험회사들은 크게 세 가지 소유구조에서 비즈니스를 수행하고 있다. 주식회사 형태의 지주회사(순수지주회사) 산하의 보험회사, 상호지주회사 산하 보험회사, 사업지주회사(상호회사) 및 그 산하 보험사들로 구분할 수 있다. 미국의 보험회사들은 지주회사 구조에 편입되어 있기 때문에 지주회사의 소유구조에 따라 성장세가 다르게 나타난다. 왜냐하면 지주회사의 자금조달 능력에 따라 자회사에 자금을 제공할 수 있는 여력이 달라지고, 모회사로부터 자금공여를 받은 자회사는 신규 자금을 활용해서 보험 사업을 유지·확대한다. 그리고 모회사가 배당 정책을 통해 자회사에서 투자한 자금을 필요에 따라 회수한다. 따라서 보험 자회사의 성장가능성은 모회사, 혹은 지주회사의 자금조달 능력과 자회사에 대한 공여여부, 그리고 배당정책에 달려있다. 인수·합병도 보험회사 성장에 중요하고 지주회사가 인수하여 자회사와 합병하는 형식이 일반적이다.

지주회사의 조직구조(Organizational Structure)에 따른 보험자회사의 자산성장률 비교를 위해 A.M Best사의 생명/건강보험 자산순위 100대 보험사 중 30개 보험사를 추출하여 조직구조에 따른 자산 성장률, 지주회사의 자본조달, 그리고

자회사에 대한 자본공여, 배당 등을 분석하였다. 먼저 이들 보험자회사의 2000년에서 2006년간 자산성장률을 자산규모별로 비교한 결과가 <표 Ⅲ-4>에 제시되어 있다. 작은 규모의 보험사일수록 평균성장률이 높은 것으로 나타나는데 자산규모가 600억 달러 이상인 대형 보험회사들은 주로 상호회사들이며 100억 달러 미만의 보험회사들은 주식회사 유형이 대부분인 것이기 때문인 것으로 보인다. 최소성장률을 기록한 보험사는 Phoenix Life이며 최고 성장률을 기록한 보험사는 MetLife Investor USA Insurance Company로 37%를 기록했다. Phoenix Life의 성장세가 0.04%에 불과한 것은 기업공개 이후 투자 사업을 확대하여 사모펀드와 벤처캐피탈에 투자했으나 상당한 손실을 보았기 때문이다.

<표 Ⅲ-4> 보험사의 자산규모별 성장률 추이

(단위: %)

자산규모	보험사 수	평균자산 (2000년 기준)	평균성장률 ('01-'06)	최대값	최소값
600억 달러 이상	4	757억 달러	7.3%	8.5%	6.5%
100~600억 달러	13	165억 달러	8.0%	25.3%	0.04%
100억 달러 미만	13	48억 달러	13.5%	32.7%	0.96%
전체	30	193억 달러	10.3%	32.7%	0.04%

분석에 활용된 30개 보험사들을 살펴보면 MetLife가 소유한 보험사가 5개로 가장 많고 AEGON USA, AIG 소유의 보험사가 각각 3개, 2개이다. 상호회사와 그 자회사로는 뉴욕생명과 뉴욕생명의 자회사인 New York Life Insurance and Annuity Corporation, Northwestern Mutual, Mass Mutual, Penn Mutual 등의 6개 회사가 있다. 그리고 상호지주회사를 설립하며 기업을 공개한 Principal Life, 미네소타 생명, 리버티 생명 등이 있다. 그리고 21개 순수지주회사 산하의 보험사들로 나머지 그룹이 구성되어 있는데, 여기에는 MetLife, Sun Life American Company of Canada, Phoenix Life 등 탈상호화를 통해 주식회사로 전환한 보험사들이 포함되어 있다.

조직구조별 보험회사의 성장률 분포와 배당률을 다음의 <표 Ⅲ-5>에서 제시

하고 있다.²⁵⁾ 순수지주회사의 자회사들의 성장률은 0.04%에서 21.2%로 넓게 분포하고 있는데 비해 상호지주회사와 상호·사업지주회사 산하 보험사들의 성장률은 3.04%에서 11.6%로 그 분포가 순수지주회사의 것보다 좁게 나타나고 있다. 이는 순수지주회사 산하 보험사들의 리스크가 상대적으로 크다는 점을 의미한다. 또한, 지주회사의 역할 및 전략이 자회사의 성장에 영향을 미친다는 것을 의미할 수도 있다. 반면 상호생명보험사들은 보험계약자들과의 관계가 주식회사 생명보험사들보다 중요하게 작용하므로 영업·투자활동이 이들과의 관계 강화에 주안점을 두고 있고, 배당금 지급이 주식회사 생보사들보다 높아 이러한 결과가 나타난 것으로 보인다.

〈표 Ⅲ-5〉 보험사 유형별 성장률 추이

(단위: 개, %)

보험사 구분	보험사 수	배당률	평균성장률 ('01~'06)	최대값	최소값
사업지주회사(상호회사)	6	13.7	6.8	11.6	3.04
상호지주회사 및 산하보험사	3	2.3	7.2	8.5	5.41
순수지주회사 산하 보험사	21	3.7	11.7	21.2	0.04
전체	30	11.8	10.1	21.2	0.04

배당은 영업·투자수익으로 유입된 자금의 유출규모를 결정하기 때문에 성장률에 영향을 미친다. 30개 보험사 가운데 4개사를 제외한 26개사가 지주회사나 모회사에 배당을 지급했던 것으로 조사되었고 평균 20억 달러 규모이며 총 자산대비 10.74%인 것으로 조사되었다. AIG산하의 AGC생명보험의 배당금 합은 2000년 자산대비 198%로 최고로 나타났다. 순수지주회사 산하 21개 보험사 중 AGC 보험사를 제외한 평균 배당률은 3.7%이며 성장률 평균은 11.7%로 높게 나타났다. 따라서 배당이 적을수록 내부에 자금이 유보되어 자산성장률이 높은 것으로 분석되었다.

25) 각 그룹의 2000년 평균 자산규모는 다음과 같다. 사업지주회사(상호회사) 457억 달러, 상호지주회사 및 산하보험사 327억 달러, 순수지주회사 산하 보험사 98억 달러이다.

외부자금조달 측면에서 기업공개가 갖고 있는 장점을 살펴보기 위해 보험사의 자본조달을 '00~'06년간 발생한 세 가지 형태로 분류해서 정리하였다. 먼저 지주회사나 모회사로부터의 자본공여, 보험사의 주식발행, 장기채 발행으로 구분하여 분석하였다. 총 11개 보험사가 지주회사나 모회사로부터 자본공여를 받았으며 회사당 평균규모는 6억 2,500만 달러 수준이다. 기업공개를 통해 주식회사로 전환한 Principal Financial Group이 주력자회사인 Principal Life Insurance Company에게 17억 달러를 공여한 것이 가장 규모가 크다. 그 다음이 독일계 보험사인 Allianz of America가 자회사인 Allianz Life Insurance Company of North America에게 14.5억 달러를 공여한 것이다. 반면 상호지주회사였던 New York Life와 Liberty Mutual은 6.3억 달러, 3.6억 달러를 자회사에 공여했다. New York Life는 장기채발행을 통해 조달한 11.2억 달러 중 일부를 자회사에 공여한 것으로 보인다. 지주회사는 자회사들의 장기채발행을 보증하며 자금조달에 영향을 미치는데 장기후순위채(Surplus Note)는 지주회사나 모회사가 인수하는 방식이며 원금상환은 현금배당·주식이전 등 다양한 형태로 이행된다. 12개사 중 New York Life외에 두 개사가 장기채발행을 통해 자금을 조달한 것으로 나타났다.

〈표 Ⅲ-6〉에는 각 보험사별 평균 외부자금조달 수준을 정리하였다. 상호지주회사의 평균 자본공여 수준은 약 7억 달러 수준으로 가장 높은 것으로 나타나 상호회사에서 전환한 후 지주회사가 조달한 자본으로 자회사에 공여한 경우가 많은 것을 반영하고 있다. 주식발행이 거의 없는 것은 분석대상에 포함된 보험사들이 IPO 혹은 부분적 IPO를 경험한 적이 없기 때문이다. 또한, 지주회사 산하 보험사들을 대상으로 하고 있고 최종 지주회사는 분석대상에 포함되지 않았기 때문이다. 각 보험사의 장기채발행 규모는 상호지주회사 산하 보험사를 제외하고 사업지주회사와 순수지주회사 산하 보험사가 평균적으로 약 2.6~3.0억 달러 수준을 조달했던 것으로 나타났다. 총자산대비 외부조달 비중은 순수지주회사(주식회사) 산하 보험사의 외부조달 비중이 3.3%로 가장 높고 상호회사들의 외부조달 비중은 총자산대비 0.8%로 가장 낮은 것으로 나타났다.

〈표 III-6〉 보험사의 외부자금조달과 성장률

(단위: 백만 달러, %)

보험사 구분	자본공여 (평균)	주식발행 (평균)	장기채발행 (평균)	총자산대비 외부조달 비중	평균성장률 ('01~'06년)
사업지주회사 (상호회사)	105	0.0	263	0.8%	6.8%
상호지주회사 및 산하보험사	691	0.0	0.0	2.1%	7.2%
순수지주회사 산하 보험사	198	7.0	279	3.3%	11.7%

외부자금조달 구조와 배당률을 종합해보면 상호회사들은 외부에서 적게 조달하고 계약자들에게 많이 배당하는 구조를 갖고 있다. 반면 순수지주회사 산하 보험사들은 외부에서 많이 조달하고 적게 배당하는 구조를 갖고 있어 자금을 사내에 유보하는 비중이 높을 것이라는 점을 추론해 볼 수 있다. 결론적으로 기업공개를 통해 주식회사로 전환한 보험지주회사의 자회사들이 상호회사에 비해 상대적으로 높은 성장세를 보이는 것을 알 수 있다.

분석대상인 30개 보험사의 인수·합병을 살펴보면 지주회사 시스템 외부의 금융사를 인수한 경우와 자회사 간 합병을 통해서 사업구조를 통합하는 경우가 대부분이다. 외부회사를 인수하거나 인수 후 자회사와 합병한 경우는 8건이며 자회사와 합병한 사례는 7건이다. 회사수로는 12개 회사가 인수·합병을 했던 것으로 나타났다. 상호회사이면서 사업지주회사인 The Northwestern Mutual Life를 제외하고는 모두 순수지주회사 산하의 보험사들이다.

인수·합병을 했던 보험사 13개의 평균 자산 성장률은 10.7%이나 인수합병이 없었던 보험사 17개사의 평균 자산 성장률은 10.1%로 인수·합병의 자산 성장에 대한 기여도가 상대적으로 적은 것으로 나타났다. 이는 보험지주회사 그룹의 성장세가 아닌 각 보험사의 성장률을 기준으로 측정했기 때문인 것으로 보인다.

〈표 Ⅲ-7〉 인수 사례

(단위: %)

회사명	인수한 회사명	성장률
The Northwestern Mutual Life Insurance	Pantheon Holdings Limited	6.7
Sun Life Assurance Company of Canada	KeyPort Life Insurance Company	12.5
ReliaStar Life Insurance Co.	Northern Life Insurance Company, Security Connecticut Life Insurance Company	2.8
Phoenix Life Insurance	Phoenix Investment Partners, Harris Insight Fund	0.04
Minnesota Life	Allied Solutions	5.41
Allianz Life Insurance Company of North America	Life USA	25.5
Protective Life	First Variable Life Insurance Company	6.60
RGA Reinsurance	Traditional US Life reinsurance biz	11.5

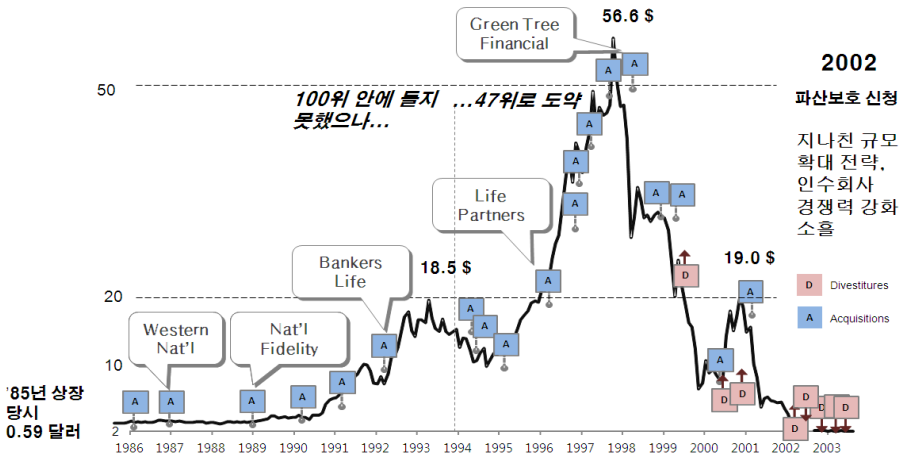
리스크 측면에서는 주식회사의 투자위험도가 높다는 점과 경기변동 리스크에 대한 노출이 상대적으로 크게 나타나 주식회사 형태의 보험사들이 상호회사(비상장)보다 리스크에 노출된 정도가 크다고 할 수 있다. Pucci(2010)에 따르면 '01년부터 '09년까지 무디스의 보험사 신용평가 결과 상호회사의 신용도는 Aa2인 반면 주식회사형태의 보험사들은 A1으로 상대적으로 낮게 평가되고 있다. 예를 들면 CDO, CDS에 대한 AIG그룹의 투자성향은 다른 보험사들에 비해 상당히 높다. 또한, Phoenix Life는 2000년 초 사모펀드, 벤처캐피탈에 공격적으로 투자했다가 실패, 다시 보험상품 판매로 전략을 수정한 경험이 있다. 또한, 주식회사 형태의 보험사들의 경기변동 대한 노출 크기는 상대적으로 크다. 리만브라더스 파산 이후 Hartford의 주가급락을 예로 들 수 있다.

단기적인 과도한 기업가치 제고 전략은 보험사를 파산으로 몰고 가기도 한다. 1979년에 미국 인디애나에서 설립된 후 1985년 기업공개를 통해 성장했던 미국

의 Consecos사가 좋은 예가 될 수 있다. Consecos사는 보험사와 금융·보험서비스 관련 기업에 투자하고 보험영업 확대 혹은 구조조정을 통해 기업가치를 제고하여 시장에 재매각하는 사업을 하던 기업이다. 지주회사로서 Consecos사는 자회사들에게 행정서비스를 제공하고 자회사의 자산·투자 관리를 통해 수익을 제고하는 기능을 하였다. 1985년 0.59달러에 상장한 후 19번의 주요 인수와 합병을 통해 '97년 자산순위 47위의 보험사로 성장했다. '96년에는 Fortune 500 기업에 선정되었고 '97년에는 S&P 500 기업에 선정되었다.

그러나 '90년대 후반 One-Stop Financial Shopping을 지향하며 '98년 모기지 회사인 Green Tree Financial을 인수하였으나 IT버블 붕괴로 Green Tree Financial의 경영성과가 악화되면서 파산했다. Green Tree Financial은 트레이러주택 대부업체로 인수가는 60억 달러였다. 당시 60억 달러에 이르는 Green Tree 인수는 시장에서 매우 높다고 평가하였으나 당시 CEO는 저소득층까지 고객군을 확대하며 기업가치를 제고할 수 있을 것으로 기대하였다. 그러나 경기하강으로 인한 저소득층의 파산, 이로 인한 Green Tree Financial의 부실채권 증가를 견디지 못하고 파산하였다. Consecos사의 사례는 기업가치 제고를 위해 보험사 고유의 경쟁력 강화보다는 무리한 인수·합병과 위험인수(Risk taking)는 파산에 이를 수 있다는 시사점을 제시하고 있다.

〈그림 Ⅲ-5〉 Consecos사의 주가흐름과 주요 이벤트



결론적으로 주식회사는 상호회사에 비해 리스크가 크지만 성장성이 높고 경영환경 변화에 능동적으로 대응할 수 있다는 장점을 갖고 있어 다수의 상호보험회사들이 주식회사로 전환한 것을 알 수 있다. 주식회사로 전환하며 대부분이 지주회사 시스템으로 전환, 신속하고 효율적인 사업구조조정이 가능하여 경영환경 변화에 적극적으로 대응할 수 있었다.

나. 상장 보험회사의 시장가치

전술한 바와 같이 기업공개 이후 기업의 장기적 주가수익률은 일반적으로 시장수익률을 하회한다. 그러나 상당수의 미국 생명보험회사들의 경우 상장 이후 주가수익률의 장기성과는 오히려 시장수익률을 상회하는 것으로 나타났다.

미국의 대형보험사들은 상장 이후 3년간 일부 보험사를 제외하고는 시장수익률을 초과하는 수익률을 기록하였다. 아래의 <표 Ⅲ-8>은 상장 보험회사들의 초과수익률을 제시하고 있다. 기업집단에서 분사된 Genworth Financial은 상장 이후 3년간 다우존스지수 대비 32%를 초과하는 수익률을 보였고 상호회사에서 주식회사로 전환한 MetLife, Principal Life 등은 15% 중반의 초과수익률을 보였다. 다수의 보험회사들이 양의 초과수익률을 올렸지만 MONY Life와 Phoenix Life는 일반적인 상장 기업들처럼 상장 이후 음의 초과수익률을 보였다.

비록 본 연구에서는 일부 상장 생명보험사를 대상으로 살펴보았지만 미국 상장보험회사 전체를 대상으로 하여도 결과는 동일하다. Lai, McNamara and Yu(2008)은 미국 보험회사 중 탈상호회사의 기업공개를 분석하였는데, 긍정적인 장기성과를 보인 것을 발견하였다. 일반적인 상장 기업과 달리 미국의 보험회사의 경우 상장 이후에 양의 초과수익률을 달성한 원인에 대해 분석하는 것은 국내 상장 보험사에도 시사하는 바가 클 것으로 판단된다.

〈표 III-8〉 주요 보험사의 상장 이후 3년간 초과수익률

(단위: %)

회사명	일자	Over DJIA	Over S&P 500
Metropolitan Life	2000/4	15.43	23.03
John Hancock Life	2000/1	26.21	31.50
Manufacturer's Life	1999/9	30.81	35.05
MONY Life	1998/11	-2.21	1.11
Phoenix Life Insurance Company	2001/6	-12.79	-10.67
Principal Life Insurance	2001/8	15.44	16.63
Prudential Insurance Co. of America	2001/3	15.84	16.49
Hartford Life	1997/5	1.62	-4.33
Genworth Financial	2003/5	32.03	32.66

주: 상장 이후 3년간 연간 평균수익률(Compound Annual Excess Rates of Return).

상장 이후 시장가치의 변화는 경영전략과 밀접한 연관이 있다. 여기서는 상장 이후 M&A, 경영전략, 효율화 등을 중심으로 미국 상장 생명보험사에 어떠한 변화가 있었는지를 분석해 본다.

기업공개 이후 주요 보험사들은 보험영업과 자산운용 측면에서 M&A를 통해 사업구조조정을 단행하였다. 기업집단체열에서 분리된 보험사들인 Hartford와 Genworth Financial, 상호회사에서 주식회사로 전환한 MetLife, Phoenix Life 등의 사례는 다음과 같다. 특히 MetLife는 보험영업을 강화하기 위해 플로리다, 오하이오, 인디애나, 매사추세츠 지역에서 영업기반을 갖고 있던 Security First Group을 인수하였으며 씨티그룹으로부터 Traveler's Life and Annuity를 인수, 채널을 확대하였다. 채널확대는 Hartford의 PLANCO 인수에서도 나타나는데 PLANCO는 미국 최대 개인연금 판매채널이며 Hartford Life가 지분을 일부 소유하고 있었고 Hartford Life의 개인연금, 투자형 보험상품의 판매채널 이었다. '98년 PLANCO 지분을 100% 인수하며 자회사로 합병, 개인연금 판매 전략을 강화하였다. 또한, 개인연금 등 투자형 보험, 상해보험, 자동차보험 확대를 위해 Fortis 미국법인, 자동차보험 지주회사인 OMNI, CNA 등을 인수하였다.

〈표 Ⅲ-9〉 주요 보험사의 상장 이후 주요 M&A 사례

회사명	연도	대상기업	비고
Hartford	1997	Hartford Life	Equity Carve-Out
	1998	영국 법인 매각	-
	-	PLANCO 인수	개인연금, 투자형 보험상품 판매채널 강화
	-	OMNI 인수	자동차보험 강화
	2001	Fortis 미국법인 인수	개인연금 등 투자형 상품 영업 강화
	2003	CNA 인수	상해 보험 강화
Genworth Financial	2006	Asset Mark 인수	자산운용 강화
MetLife	2000	GenAmerica Financial Corp. 인수	중서부지역 보험사업 강화
	2001	Grand Bank 인수	소비자금융 진출
	2002	Security First Group	보험영업 강화
	2005	Travelers Life and Annuity 인수	보험영업(채널) 강화
Phoenix Financial	2001	Phoenix Investment Partners 인수	자산운용업 강화
	2005	Harris Insight Fund	자산운용업 강화

Genworth Financial은 기업집단에서 분리되면서 약화된 자산운용업을 강화하기 위해 Asset Mark를 인수하였으며 투자회사로의 전환을 시도했던 Phoenix Life는 Phoenix Investment Partners, Harris Insight Fund 등을 인수하며 자산운용, 투자부문을 강화하였다.

전술한 보험사들의 M&A는 상호회사를 중심으로 크게 확대되었는데 이러한 M&A, 그리고 이를 통한 사업포트폴리오 조정은 경영전략의 변화와 궤를 같이 한다고 볼 수 있다. Meador and Chugh(2006)는 '90년대 후반 주식회사로 전환한 11개 상호회사²⁶⁾의 경영지표를 분석한 결과 다수의 보험사들이 기업가치 극대화를 위해 수익성 강화, 위험투자 확대 등을 추구했음을 제시하였다.

〈표 Ⅲ-10〉 주요 보험사의 상장 이후 경영전략의 변화

(단위: %)

변수명	예상 변화방향	변화 기업 (수, 비중)	통계치 증가율
수익성과 비용효율성			
총수익대비 운영이익	증가	7(64%)	43.3%
총자산대비 운영이익	증가	9(82%)	46.5%
Return on Equity	증가	9(82%)	31.7%
총자산대비 수입보험료	증가	5(45%)	1.5%
성장성			
수입보험료 증가율	증가	7(64%)	160%
상품포트폴리오			
수입보험료 대비 개인보험	감소	9(82%)	92.2%
수입보험료 대비 단체보험	불확실	3(27%)	94.7%
수입보험료 대비 자산·연금 관리 수익	증가	8(73%)	3.4%
리스크 테이킹			
총자본대비 비투자등급 채권비중	증가	9(82%)	32.3%
부채관리			
총자산대비 부채비중	증가	7(64%)	0.99%
총자산대비 기타 부채 비중	증가	7(64%)	0.99%

자료: Meador and Chugh(2006), "Demutualization in the Life Insurance Industry: A Study of Effectiveness"에서 재인용함.

그들은 보험사의 수익성과 비용효율성, 성장성, 상품포트폴리오(Insurance Product Portfolio), 부채관리(Debt Management), 자산위험관리(Asset Risk Management) 관련 경영지표의 변화를 통해 상호회사가 주식회사로 전환한 이후 경영전략이

26) 11개 상호보험회사는 〈표 Ⅲ-8〉에서 Hartford, Genworth를 제외하고 AmerUS, Canada Life, Standard Insurance Company, Sun Life Assurance Company of Canada를 포함한 보험사들이다. 11개 회사 중 〈표 Ⅲ-8〉은 7개 회사를 포함하고 있다. 7개 회사는 John Hancock, Manufacturer's Life, MetLife, MONY, Phoenix Life, Principal Life, Prudential Life Insurance이다.

어떻게 달라졌는지를 분석하였다. 측정기간은 상장 전 3년과 상장 후 3년간이며, 이 기간 동안 통계치의 변화를 측정하였다. 분석결과 부채관리를 제외하고는 대부분의 지표가 상장 이후 증가(마지막 열, 통계치 증가율)하였다. 또한, 대부분의 상장 보험사들이 같은 방향을 보여주고 있다(세번째 열, 변화기업 수, 비중). 먼저 성장성 측면에서는 총자산대비 영업이익(ROA)과 총수익대비 순영업이익이 43% 이상 증가하였고 ROE는 32% 증가하였다. 수입보험료 증가율은 160% 증가하였다. 상품포트폴리오 측면에서는 상호회사들이 대부분 전통적인 개인생보상품(8% 감소)보다는 자산·연금자산 관리 비중을 확대한 것으로 나타났다. 마지막으로 위험자산비중이 32% 증가하여 대부분의 보험사들이 리스크 테이킹을 확대한 것으로 나타났다. 세 번째 열의 변화기업 비중은 11개 보험회사 중 대부분이 전략적 변화를 취하고 있다는 점을 보여주고 있다.

기업집단에서 분사된 경우에는 경영의 독립성을 확보하고 자원의 효율적 운용을 통해 기업가치를 제고할 수 있음을 앞에서 기술하였다. 상호회사에서 기업공개를 통해 주식회사로 전환한 이후 지주회사를 설립하였고 지주회사가 사업구조조정을 주도하면서 경영효율성을 제고하였다. 이러한 사례들은 앞서 제시한 비용효율성 제고를 뒷받침할 수 있을 것으로 보인다. Principal Life는 사업구조조정을 통해서, 그리고 MetLife는 영업유연성과 재무건전성을 강화한 것으로 평가되고 있다.²⁷⁾ Principal Life의 지주회사인 Principal Financial Group은 그룹의 전반적인 리스크를 줄이기 위해 사업구조조정을 단행하였다. 의료보험과 관련된 사업부문을 매각, 의료보험 사업과 의료보조장비와 치과보조장비 사업에서 철수하였고 500인 이하 중소기업을 대상으로 생명보험 및 연금/자산관리에 역량을 집중하여 생명보험사업부문의 자본대비 영업수익률(Operating Return on Equity)을 13% 증가시켰다.

Metropolitan Life는 지주회사인 MetLife, Inc.를 설립하면서 전략적 인수·합병과 구조조정을 통해 사업 확대와 경영효율성, 재무건전성을 제고하였다.²⁸⁾

27) 각 사 Financial Examination Report.

28) 지주회사는 MetLife, Inc이지만 그룹의 주요 의사결정은 Metropolitan Life가 하고 있다.

2000년 탈상호화와 기업공개 이후 구조조정을 통해 지주회사 체계를 단순화하였으며 이를 통해 영업유연성과 재무건전성을 강화였다. 자회사의 회계·감사, 조세, 법률, 계리, 인사, IT, 투자관리, 부동산·시설 관리 서비스를 지주회사인 MetLife가 담당하고 계열사로부터 서비스 수수료를 받는 계약을 구축하여 자회사의 업무효율성을 향상시켰다. MetLife그룹의 모든 자회사들의 고용서비스를 담당하는 MetLife Group사를 설립하는 등 지주회사 시스템을 유연하게 하기 위해 노력하였다.²⁹⁾ MetLife Group은 자산운용, 투자관리, 법률, 계리, 인수(Underwriting), 보험금 지급(Claims), 재무, IT, 계약자 서비스 등 각 분야별 인력관리를 계열사의 수요가 있을 때 전담하는 회사이다. '04년 자산운용업에서 철수하였고 스페인 현지회사를 매각하며 해외사업 구조조정을 본격화하였다.

그룹 내 투자효율화를 제고하기 위해 MetLife Intermediate Income Pool(DCA)과 Metropolitan Money Market Pool Partnership(MMMP)을 운영하고 있다.³⁰⁾ DCA는 8개의 자회사 자금을 채권과 주식·파생상품에 투자하는 펀드이며 Metropolitan Life가 펀드매니저 역할을 하고 있다. 그리고 MMMP펀드는 40여개의 자회사의 자금으로 펀드를 구성하고 전미보험감독관협의회 규정에 준하는 단기금융상품에 투자하고 있다.

상장 이후 보험사의 시장가치는 기업집단에서 분사된 경우에는 경영의사결정의 독립성으로 인한 경영효율화와 M&A를 통한 비자생적 성장이 초과수익률의 결정요인으로 보이며, 상호회사에서 주식회사로 전환한 경우에는 인수·합병을 통한 비자생적 시장확대, 지주회사 전환 이후 경영효율화 등이 그 원인이 라고 판단된다.

29) Financial Examination Report(2003), New York States Financial Department.

30) 뉴욕생명은 Joinder Agreement를 통해 그룹 내 단기펀드를 구성하여 각 자회사의 자금을 투자, 투자효율성을 제고한다.

4. 최근의 상장 편익 극대화 사례

상장이 갖는 편익에 대한 사례로 최근 AIG, Prudential Financial, MetLife의 M&A거래를 들 수 있다. 이 사례는 모기업(AIG)의 재무건전성 개선, 인수기업(Prudential Financial, MetLife)의 성장기반 확충에 대한 상장의 편익을 살펴볼 수 있다.

가. AIG의 경영정상화

상장이 효율적 자본 확충을 통해 기업의 성장에 소요되는 비용을 충당할 수 있다는 편익을 볼 수 있는 것이 최근 미국 보험산업에서 발생한 인수·합병 사례이다. 서브프라임 부실로 미국 정부로부터 공적자금을 지원받은 AIG가 공적자금 상환을 위해 자회사를 매각했던 사례이다. AIG는 아시아 법인인 AIA, 일본 자회사인 AIG Star Life Insurance와 AIG Edison Life Insurance, ALICO를 매각하였다. AIA는 홍콩시장에서 기업공개(58% 지분매각으로 지분율은 33% 수준으로 감소)를 통해 178억 달러를 조달하였고 AIG Star Life Insurance와 AIG Edison Life Insurance는 Prudential Financial(인수대금 43억 달러)이 인수하였고 ALICO는 MetLife(인수대금 162억 달러)가 인수하였다.

AIG는 자회사 IPO·매각을 통해 조성한 자금으로 미국 정부로부터 받은 공적자금을 상환하여 경영의 독립성을 확보하고 정상화를 추진한다는 계획을 갖고 있는 것으로 알려졌다. AIA IPO 이후 AIG주가는 1% 상승한 41.7달러를 기록했고 2010년초 대비 39% 상승하였다. 한 가지 특이한 점은 AIA의 부분적 IPO 후 주가수익률이다. AIA의 IPO 이후 주가는 국내 대형생명보험회사의 상장 이후 주가수익률과 다른 모습을 보이고 있다는 점이다. AIA가 아시아 시장에서 확고한 영업기반을 갖고 있고 아시아 생명보험 시장의 성장세가 연간 12%에 이를 것이라는 Swiss Re의 전망도 AIA 시장가치 상승에 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 게다가 AIA는 말레이시아 사업을 확대하며 아시아 시장에서의

입지를 강화하고 있다는 점이 AIA 시장가치를 제고하는 원인이라 평가된다.

이번 M&A거래를 통해 AIG는 미국사업에 집중하는 소규모 보험회사로 구조조정될 것으로 보인다. 차티스를 통해 손해보험사업을, 그리고 Sun America Financial Group을 통해 생명보험 사업을 영위하는 사업구조를 갖게 될 것으로 관측된다.³¹⁾

나. M&A를 통한 해외사업 강화

AIG의 일본 현지법인과 유럽·남미 현지법인을 인수한 Prudential Financial과 MetLife는 상장 편익을 극대화한 사례로 볼 수 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 두 회사는 2000년에 탈상호화를 통해 주식회사로 전환하였다. 주식회사로 전환한 이후 경영효율화와 M&A를 통한 경영전략 변화로 시장가치를 높인 것으로 평가할 수 있다.

Prudential Financial은 AIG의 일본 현지법인인 AIG Star Life Insurance와 AIG Edison Life Insurance Company를 2010년 11월 48억 달러에 인수하였다. 인수대금 중 10억 달러를 주식 발행(18,348,624주)을 통해 조달하였고 나머지는 현금, 채권발행을 통해 조달하였다. Prudential Financial의 주식발행은 후속공모(Second Equity Offering)로 일반적으로 시장에서는 기업이 후속공모를 통해 자금을 모집하는 것을 경영악화 등 시장가치 저해요인으로 지목하고 있다. 왜냐하면 주식초과 발행으로 시장가치를 희석(Dilution)시키고 주가가 하락할 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 Prudential Financial이 주식발행을 선택한 것은 일본 사업을 확대하기 위한 것이다. 이번 거래로 이 회사는 일본 최대 외국계 생명보험사로 도약하였고 일본 생명보험회사들의 강력한 경쟁자로 나타났다.³²⁾

31) AIG의 경영정상화는 현재 미국 정부로부터 지원받은 TARP자금을 보통주로 전환하여 미국 재무부가 AIG지분의 92.1%를 보유하는 형태가 될 것으로 보인다. 이는 씨티그룹 민영화와 유사한 방법이다.

ALICO를 인수한 MetLife도 해외사업을 강화하였고 2011년 영업이익을 제고한 결과를 가져왔다. MetLife의 2011년 미국 내 영업이익은 감소하였으나 해외사업 영업이익이 두 배로 증가하며 전체 영업이익은 개선되었다.³²⁾ ALICO는 일본, 남미, 유럽의 보험사업을 수행했던 AIG의 해외사업 부문이었으나 AIG가 미국 정부로부터 받은 공적자금을 상환하기 위해 2011년 11월 MetLife에 매각하였다. ALICO 인수로 MetLife의 해외사업 국가는 50개국으로 확대되었고 그룹 전체 영업이익의 40%를 해외사업이 차지하게 되었다. MetLife는 ALICO 인수 대금으로 162억 달러를 지불하였는데 이중 90억 달러를 주식발행으로 조달하였다.

결론적으로 상장의 편익인 자본조달 여력 확대는 MetLife와 Prudential Financial에게 신수익원을 제공하는 계기가 되었다고 볼 수 있다. 이 두 회사가 상장을 하지 않고 상호회사로 남아있었다면 이번 인수는 어려웠을 것으로 판단할 수 있다. 반면 AIG 측면에서는 주식회사가 갖고 있는 리스크가 실현되며 경영상의 어려움을 겪었다. 그러나 반대로 자회사인 AIA를 상장하면서 상당한 자금을 조달, 공적자금을 상환하고 경영 정상화를 모색할 수 있게 되었다.

5. 소결

이상에서 살펴본 바에 의하면 생명보험회사의 기업공개는 성장의 필요조건이며 충분조건이라고 볼 수는 없다. 기업공개 이후 유리해진 자본조달 여건과 인수·합병을 통해 보험회사 본연의 업무를 확대하는 것이 보험사 상장이 성장

32) 일본은 고령화로 인해 인구의 25%가 65세 이상 인구로 생명보험시장에 대한 평가가 엇갈리고 있다. 일각에서는 추가 성장여력이 소진됐다고 보지만 다른 일각에서는 65세 이상 인구가 의료비, 저축성 보험 등의 잠재적 성장을 유도한다고 보고 있다. Prudential Financial은 일본 시장을 후자의 측면에서 판단한 것으로 시장은 평가하고 있는 것으로 알려지고 있다(로이터 2010. 10. 1).

33) MetLife의 2011년 보험영업이익은 55억 달러로 전년의 51억 달러에 비해 소폭 개선되었다.

의 기회요인으로 작용할 수 있는 전략이라고 판단된다. 반면 상장 이후 유리해진 자본조달 여건을 활용해 보험사 본연의 기능 확대보다는 단기적 성과를 창출할 수 있는 공격적 자산관리 전략을 선택할 경우 보험사 기업공개는 기회요인이 되기 보다는 위협요인이 될 수도 있다. 다음 장에서는 국내 보험사들의 상장 동기, 상장 이후 경영전략의 변화여부를 분석하고 국내 생명보험회사들이 상장 이후 지속성장하기 위한 전략적 방향을 제시하고자 한다.