

Ⅲ. 생명보험회사의 지속가능성장률과 적정성장률

일찍이 재무분야에서는 기업의 수익성을 수반한 성장률의 수준, 즉 지속가능성장률을 측정하려는 시도가 진행되어 왔다. 특히 Higgins(1977, 1981)는 기업의 성장을 결정하는 내부 및 외부의 다양한 요인들 중 오직 내부유보를 통해서 조달된 자본만을 투자하여 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률을 지속가능성장률(sustainable growth rate)로 정의하고, 이를 활용한 재무계획 및 성장전략의 수립이 유용할 수 있음을 보여주었다.³⁾ 이에 본 연구에서는 Higgins가 정의하고 측정한 방법을 변형하여 국내 생명보험회사의 지속가능성장률을 측정하고, 이를 이용한 적정성장률의 수준을 모색해본다.

1. 지속가능성장률의 측정방법

Higgins가 정의한 지속가능성장률은 내부 자금을 이용한 매출액성장률을 초과한 성장부분은 지속가능하지 않다는 점을 가정하고 있다. 즉, 기업의 내부유보를 통한 투자 외에 내부 및 외부의 다양한 요인에 영향을 받아 달성한 매출액성장률은 상황에 따라 가변적이어서 지속가능하지 않다는 가정을 함축하고 있다. 기업의 성장에 필수적인 매출액의 증가는 자산의 증가를 가져오고, 그러한 자산을 매입 혹은 보유하기 위해서는 자금을 필요로 한다. 기업이 필요한 자금을 사내유보를 통해 조달하거나 외부로부터 조달하는 데에는 한계가 존재한다. 유상증자와 같은 외부의 자금 유입이 불가능해 진다면, 내부유보된 자기자본만을 이용하여 달성한 기업의 성장률은 성장의 상한(upper limit)이 된다. 이것이 바로 Higgins가 정의한 기업의 지속가능성장률이다.

이러한 지속가능성장률의 개념은 생명보험회사에도 동일하게 적용될 수 있

3) Higgins(1977, 1981)의 연구 외에 Babcock(1970)의 연구도 주당순이익증가율을 이용한 기업의 지속가능성장률을 정의하고 산출방법을 제시하였다. 그러나 이 방법은 보험회사에 적용하기 곤란하고 선행연구들에서도 활용도가 거의 없어 본 연구에서는 적용하지 않는다.

다. 기본적으로 생명보험회사도 기업이기 때문에 제조업과 마찬가지로 투자를 통해서 매출증대를 도모할 수 있다.⁴⁾ 다만 제조업의 경우는 투자증가로 인해 매출증대를 위한 생산량을 확대할 수 있지만, 보험회사의 경우 투자증가로 인해 보험상품의 수를 늘릴 수 있다는 의미보다는 매출증대를 위한 판매인력과 요소비용을 확대할 수 있다는 점에서 차이가 있다. 또한 제조업과 생명보험회사 모두 투자된 자산 대비 매출액의 비율, 즉 자산회전율은 일정하게 유지된다고 가정한다.

따라서 생명보험회사의 지속가능성장률은 내부유보를 통해 조달된 자금을 이용하여 판매인력과 요소비용의 확대를 통해 달성할 수 있는 최대의 수입보험료 성장률로 정의할 수 있다. 또한 생명보험회사에 대한 지속가능성장률의 경우에도 내부유보를 통한 투자 외에 내부 및 외부의 다양한 요인에 영향을 받아 달성한 매출액성장률은 상황에 따라 가변적이어서 지속가능하지 않다는 가정이 동일하게 적용될 수 있다. 예를 들어, 2006년 방카슈랑스가 도입된 후 생명보험회사 A가 동년부터 방카슈랑스 채널을 통해 보험상품을 판매하기 시작했다고 가정하자. 물론 방카슈랑스 채널을 활용하는 데에는 아무런 추가적인 비용이 없다고 가정한다. 그러면 생명보험회사 A의 2006년 매출액성장률은 추가적 비용 없이도 전년도에 비해 크게 증가할 것이다. 그러나 다른 여건이 불변이라면, 생명보험회사 A의 2007년 매출액성장률은 2006년보다 낮은 수준으로 다시 회귀할 것이다. 즉, 방카슈랑스 채널의 도입과 같은 외부요인으로 인한 일시적인 성장률은 지속가능하지 않다는 것이다. 따라서 생명보험회사의 지속가능성장률은 다른 내 외부적 요건이 일정하다고 가정한 상태에서 내부유보를 통해 조달된 자금을 이용하여 도달할 수 있는 최대의 성장률을 의미한다.

Higgins(1977, 1981)가 기업의 지속가능성장률을 제시한 이래로 이를 이용한 다수의 연구가 이루어졌다. 국외의 연구로서 Higgins and Kerin(1983)은

4) 자료포락분석(DEA)과 같은 방법으로 생명보험회사의 효율성을 측정된 연구들은 투입 대비 산출의 비율로 효율성을 측정하는데, 이 때 투입은 임직원, 설계사, 대리점 등의 판매인력과 유지비, 수급비 등의 요소비용을 주로 사용하고 산출은 보험료를 주로 사용한다. 따라서 이들 연구는 근본적으로 생명보험회사의 경우에도 성장(매출증대)을 위해서는 투자 증가가 필요함을 전제로 하고 있다.

소매업, Clouse(1992)는 의료업, MacFadden and Clouse(1993)는 에너지산업, Vasiliou and Karkazis(2002)는 국영은행, Jegers(2003)은 비영리단체, Olson and Pagano(2005)는 상업은행을 대상으로 하여 Higgins (1977, 1981)가 제시한 지속가능성장률을 적용한 바 있다. 국내의 연구로서 김장희·강경훈(2004)은 OECD에 가입한 23개국의 은행, 안영규·김기태(2007)는 코스닥 벤처기업, 김기태(2007)는 호텔기업, 이한득(2008)은 제조업을 대상으로 하여 Higgins(1977, 1981)의 모형을 이용하여 지속가능성장률을 산출하고 성장전략에 대한 시사점을 제시하였다. 이처럼 Higgins의 지속가능성장률은 제조업체뿐만 아니라 호텔 및 은행과 같은 서비스업에도 적용되어 기업의 성장전략과 관련하여 유용한 지표로 활용되고 있다. 따라서 은행과 사업구조가 비슷한 보험회사의 경우에도 Higgins가 제시한 지속가능성장률의 개념 및 산출방법이 적용될 수 있을 것이다.

한편, 기업이 성장할수록 시장점유율과 더불어 이익이 증가하는 경향이 있으므로 경영자의 입장에서는 성장 극대화의 목표가 합리적일 수 있다. 그러나 만약 수익성을 희생한 대가로 얻어진 고성장이라면 기업의 재무적 안정성이 악화되어 도산의 가능성이 증가할 수 있으므로 성장 극대화의 목표가 반드시 바람직한 것은 아니다.

반대로 수익성은 상대적으로 높지만 동종 기업에 비해서 지나친 저성장을 달성하는 기업의 경우에는 보유한 자금을 충분히 활용하지 못하여 중국에는 시장점유율이 잠식당할 가능성이 있기 때문에 지나친 안정성 위주의 성장전략도 바람직한 것은 아니다. 또한 수익성도 낮은 가운데 지나친 저성장을 지속하게 되면, 다른 여건이 불변이라면, 유보이익이 적어지고 이에 따라 투자 기회가 존재하더라도 투자여력이 부족하여 시장점유율이 경쟁기업들에게 잠식당할 수밖에 없다. 따라서 영속기업을 가정한다면 기업은 재무적 곤경이 발생하지 않는 수준에서 가능한 최대의 성장률을 달성하는 것이 바람직하다. 이때 기업이 재무적 곤경이 발생하지 않는 수준에서 가능한 최대의 성장률을 달성하기 위해서 지속가능성장률을 벤치마크로 활용할 수 있다. 즉, 기업의 실제성장률이 지속가능성장률보다 지나치게 높거나 낮다면 어떠한 이유로 이러한 결과가 초래되었는가를 파악하여 대처하는 것이 가능하다.

Higgins(1977, 1981)가 제시한 지속가능성장률 산출방법을 적용한 다수의 연구들은 명시적으로 혹은 암묵적으로 다음과 같은 가정을 하고 있다.

- ① 기업의 영업이익률(profit margin)은 일정하다.
- ② 기업의 자산 대비 매출액 비율은 일정하다.⁵⁾
- ③ 기업은 목표 부채비율을 유지한다.⁶⁾
- ④ 기업은 목표 배당성향을 유지한다.
- ⑤ 기업은 유상증자를 하지 않는다.
- ⑥ 기업은 내부 유보된 자기자본을 통해서 가능한 빠른 성장을 달성하려고 한다.

그리고 지속가능성장률 산출방법을 도출하기에 앞서 다음과 같이 기호를 정의한다.

t = 총자산/매출액, 매출액 1단위당 자산을 의미하며, 통상적으로 사용되는 자산회전율(=매출액/총자산)의 역수

p = 순이익/매출액, 즉 매출액순이익률(profit margin)

d = 배당성향, 즉 배당금/당기순이익, 따라서 $1 - d$ = 사내유보율⁷⁾

L = 부채비율, 즉 총부채/자기자본

s = 당기의 매출액

Δs = 매출액 증가분

-
- 5) 이 가정은 투자에 소요되는 자금이 증가한 비율만큼 매출이 증가한다는 것과 동일한 의미이다. 즉, 기업은 보유한 단위당 자산을 이용하여 산출할 수 있는 단위당 매출액이 일정하게 유지된다는 가정이다.
 - 6) 목표 부채비율이 유지된다는 의미는 내부유보가 증가되어 자기자본이 증가하면 그 만큼 추가로 부채를 조달하여 목표부채비율이 유지됨을 의미한다.
 - 7) 일반적으로 기업의 사내유보율은 자본잉여금과 이익잉여금을 합한 값을 납입자본금으로 나누어 산출한다. 그런데 자본잉여금이 주식발행초과금, 감자차익, 자기주식처분이익, 재평가적립금 등으로 구성되므로 여기서는 자본잉여금을 제외하고 순수하게 영업을 통한 이익부분인 이익잉여금에 대해서만 사내유보율을 적용한다.

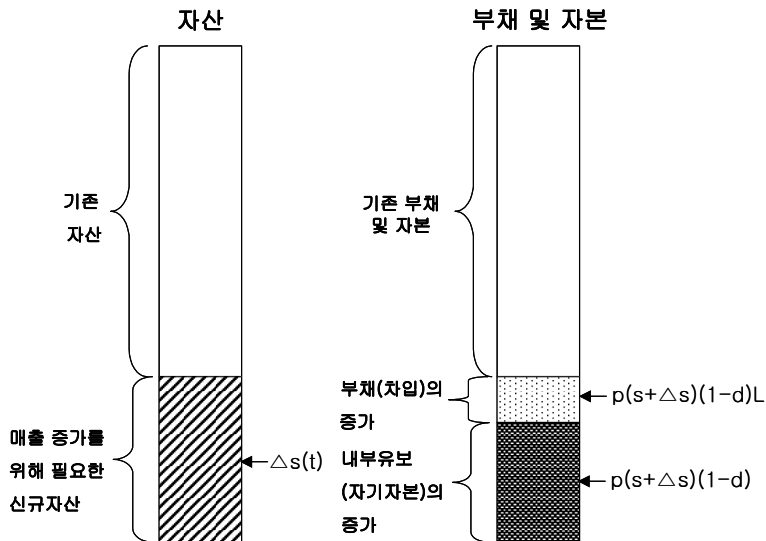
<그림 III-1>에서 보듯이 매출액이 Δs 만큼 증가한다면 자산은 $\Delta s(t)$ 만큼 증가해야 한다. 이 경우 유상증자를 통한 신주발행이 없는 것으로 가정하였으므로 자금조달을 위해서는 벌어들인 당기순이익 중 일부를 유보하여 사용한다. 그리고 부채를 통한 자금조달 금액은 부채비율을 일정한 수준으로 유지한다고 가정하였으므로 유보율에 따라 결정된다.

<그림 III-1>에서 기존의 자산과 부채 및 자본을 제외한 부분을 수식으로 표현하면 다음의 식(III-1)과 같다.

$$\Delta s(t) = p(s + \Delta s)(1 - d) + p(s + \Delta s)(1 - d)L \quad (III-1)$$

이 식에서 좌변의 $\Delta s(t)$ 는 매출액 증가를 위해 필요한 신규자산을 의미한다. 그리고 우변의 $p(s + \Delta s)(1 - d)$ 는 당기순이익에 목표유보율을 곱한 값으로서 내부유보액을 의미하고, $p(s + \Delta s)(1 - d)L$ 은 부채비율의 변경 없이 조달 가능한 신규 부채액을 의미한다.

<그림 III-1> 지속가능성장률의 산출



다음으로 식(III-1)의 양변을 $(s + \Delta s)$ 로 나누어주면 다음과 같은 식(III-2)로 표현할 수 있다.

$$\frac{\Delta s(t)}{s + \Delta s} = p(1 - d)(1 + L) \quad (\text{III-2})$$

여기서 다시 양변에 $1/t$ 을 곱해주고 역수를 취한 후 매출액성장률($\Delta s/s$)에 대해 정리하면 다음과 같은 식(III-3)을 얻을 수 있다.

$$\text{SGR} = \frac{p(1 - d)(1 + L)}{t - p(1 - d)(1 + L)} \quad (\text{III-3})$$

이와 같은 식(III-3)은 매출액성장률로서 주어진 매출액순이익률(p), 배당성향(d), 부채비율(L), 자산회전율의 역수(t)에 의해서 결정된다. Higgins(1977)는 이와 같은 기업의 매출액성장률 SGR을 지속가능성장률(sustainable growth rate)로 명명하였다. 그리고 이러한 지속가능성장률의 정의는 보스톤 컨설팅그룹(Boston Consulting Group)에 의해서 널리 사용되기 시작하였다.

식(III-3)으로부터 기업이 성장률을 높이기 위해 다음과 같은 네 가지 방법이 존재함을 알 수 있다.

- ① 배당을 줄인다. 즉, 사내유보율을 높인다.
- ② 부채비율을 확대시킨다.
- ③ 매출액순이익률을 향상시킨다.
- ④ 자산회전율을 향상시킨다.

물론 이러한 네 가지 방법 외에도 기본적으로 신주발행을 통해 자본을 조달하여 매출액을 향상시키는 방법도 고려할 수 있지만 여기서는 네 가지만을 고려하도록 한다. ①과 ②는 재무정책을 통한 방법이고 ③과 ④는 영업활동을 통한 방법이다. 여기서 배당수준 및 부채비율의 결정은 경영진의 자유재량적

성격이 강하다. 다만 일반적으로 투자기회가 있을 경우에 배당을 줄이고 사내 유보를 증가시킴으로써 투자금을 확보하는 경향이 있고, 그래도 투자금이 부족할 경우에는 유상증자를 하거나 채권을 발행하는 경향이 있다.⁸⁾ 이에 반해 매출액순이익률은 매출 한 단위당 순이익을 나타내는 수익성 지표이고 자산 회전율은 자산 한 단위당 매출액을 나타내는 효율성 지표로서 경영진의 자유재량적 변수가 아니라 전사적인 노력의 산물이다. 따라서 기업의 지속가능성장률을 높이기 위해서는 무엇보다도 수익성과 효율성을 개선해야 됨을 알 수 있다.

앞에서 언급한 바와 같이 Higgins(1977)는 기업이 내부에서 창출된 자기자본만으로 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률을 지속가능성장률이라 정의하였다. 그리고 이러한 지속가능성장률을 산출하기 위해서 기업이 신주발행을 하지 않고 목표자본구조 및 목표배당정책을 지속적으로 유지하는 가운데 가능한 빠른 성장을 달성하려 한다고 가정하였다.

그런데 기업이 목표부채비율을 유지한다고 가정하는 것, 즉 내부유보액이 증가할 때 차입액도 증가시켜 부채비율을 일정하게 유지시킬 수 있다는 것은 현실적으로 매우 힘든 일이다. 따라서 유상증자를 통한 자금조달 뿐만 아니라 채권발행을 통한 자금조달도 추가적으로 하지 않을 경우를 가정한 성장률이 지속가능성장률이라고 보는 것이 타당할 수 있다. 특히, 보험회사의 경우에는 재무건전성 기준을 충족시키기 위한 경우 또는 적정한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한해서만 차입이 가능하다.⁹⁾ 즉, 보험회사는 특별한 경우를 제외하

8) Mayers and Majluf(1984)에 의해 제시된 자본조달순위이론(pecking order theory)은 기업이 자본을 조달함에 있어서 일정한 순서가 있는데, 우선적으로 외부자본보다는 내부자본을 선호하며, 내부자본이 고갈될 경우에 외부자본을 이용하게 된다는 것이다. 즉, 기업이 성장을 위해 투자를 함에 있어 위험과 비용이 높은 주식발행 및 차입과 같은 외부자본을 이용하기보다는 배당을 줄이고 내부유보를 통해 확보된 자금을 우선적으로 이용한다는 이론이다. Fama and French(2001)의 연구에서도 성장기회가 좋은 기업일수록 배당금을 지급하지 않을 확률이 더 높다는 실증결과를 제시한 바 있다.

9) 보험업법 시행령 제58조(자산평가의 방법 등) 제②항에 따르면 보험회사는 보험업법 제123조의 규정에 의한 재무건전성 기준을 충족시키기 위한 경우 또는 적정한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한하여 은행법에 의한 금융기관으로부터의 당좌차입, 사채 또는 어음의 발행, 환매조건부 채권의 매도, 후순위차입, 그 밖에 금융감독위원회가 정하는 방법

고 차입을 늘릴 수 없고 자본조달을 위해서는 증자를 하거나 내부유보를 해야 한다. 따라서 보험회사의 지속가능성장률은 신주발행과 차입을 하지 않고 내부유보를 통해 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률로 정의하는 것이 타당하다. 다만, 보험회사의 경우 매출이 증가하면 여기에서 일정 비율을 적립하여 부채가 증가한다는 점을 반영할 필요가 있다.

주식의 추가발행과 차입을 통한 자금조달이 없이 오직 내부유보를 통해 투자한다고 가정하자. 그러면 자산의 증가 부분은 매출 1단위당 자산(A/S)에 매출의 증가분(Δs)을 곱해주면 $A/S \cdot \Delta S = \Delta S(t)$ 가 된다. 마찬가지로 자본의 증가 부분은 사내유보를 통해 증가한 부분으로서 $E/S \cdot \Delta S = p(s + \Delta s)(1 - d)$ 가 된다. 그리고 부채의 증가 부분은 매출 1단위당 책임준비금전입액(D/S)에 매출의 증가분(Δs)을 곱해주면 $D/S \cdot \Delta s = (t \Delta s)D/A$ 가 된다. 따라서 D/A가 일정하다는 가정을 추가하면 다음의 식(III-4)와 같은 등식이 성립한다.

$$\Delta s(t) = (t \Delta s) \frac{D}{A} + p(s + \Delta s)(1 - d) \quad (\text{III-4})$$

여기서 D는 매출액(수입보험료)에 대한 책임준비금전입액을 의미한다. 그리고 앞서의 방법과 마찬가지로 매출액성장률에 대해 정리하면 생명보험회사의 지속가능성장률(SGR_{LIFE})은 식(III-5)와 같다.

$$SGR_{LIFE} = \frac{p(1 - d)}{t(1 - \frac{D}{A}) - p(1 - d)} \quad (\text{III-5})$$

보험회사는 유보된 자금을 활용하여 매출을 유발할 경우에 책임준비금전입액이 발생하고, 이 전입액이 지급여력에 영향을 미치게 되어 보험회사는 리스크를 고려할 수밖에 없으므로 유보된 자금 모두를 매출 증가를 위해 사용할

등을 통해서 자금을 차입할 수 있도록 규정하고 있다.

수 없을 것이다. 따라서 책임준비금전입액이 지급여력에 미치는 영향을 상기의 모형에 반영하는 것이 보다 정확하다. 그러나 현실적으로 개별 보험회사의 지급여력비율 데이터를 이용할 수 없다는 한계가 존재하여 이를 반영하기 힘들다. 또한 본 연구는 앞에서 기업의 자산 대비 매출액 비율(자산회전율)은 일정하다고 가정하여 모형을 도출하였으므로 식(III-5)의 모형이 현실적 대안이 될 것으로 판단한다.

식(III-5)로부터 생명보험회사가 지속가능성장률을 높이기 위해서는 다음과 같은 두 가지 방법이 존재함을 알 수 있다.¹⁰⁾

- ① 배당을 줄이고 사내유보율을 높인다.
- ② 매출액순이익률을 향상시킨다.

기업의 배당정책이란 일정기간의 경영성과를 주주들에게 자본제공의 대가로서 지급하는 배당금의 수준과 미래 투자에 대비하기 위한 유보율 수준을 결정하는 재무의사결정을 의미한다. 즉, 경영진의 배당정책에 따라 즉각적으로 기업의 성장률이 결정되는 것이 아니기 때문에 배당정책은 성장성 제고를 위한 최적수준의 현금흐름을 확보하는 것이라 볼 수 있다. 이에 반해 전사적인 노력을 통해 매출액순이익률을 향상시킴으로써 수익성을 제고하면 이는 곧 지속가능성장률의 증가로 나타난다. 따라서 수익성 제고를 위한 영업활동은 생명보험회사와 같은 기업의 지속가능성장률 제고를 위한 가장 직접적인 방법이라 할 수 있다.

또한, N 을 당기순이익, A 를 총자산이라 하면 앞의 식(III-5)는 다음의 식(III-6)과 같이 자산이익률(ROA)과 유보율로 표현할 수 있다.

10) 생명보험회사의 경우 자산 대비 매출액의 비율이 높아진다는 것은 지급여력의 감소를 의미하기 때문에 제조업과 달리 자산회전율이 높다는 것이 반드시 좋은 것은 아니다. 따라서 실제로 보험회사가 자본예산을 수립할 때 지급여력의 지나친 하락을 감수하여 t 를 무한대로 감소시킴으로써(자산회전율을 무한대로 높임으로써) 성장률 제고를 도모할 수는 없을 것이다.

$$\begin{aligned}
 \text{SGR}_{\text{LIFE}} &= \frac{\frac{N}{S}(1-d)}{\frac{A}{S}(1-\frac{D}{A})-\frac{N}{S}(1-d)} \\
 &= \frac{\frac{N}{S}(1-d)\frac{1}{A}}{\frac{1}{S}(1-\frac{D}{A})-\frac{N}{S}(1-d)\frac{1}{A}} \\
 &= \frac{\frac{N}{A}(1-d)}{(1-\frac{D}{A})-\frac{N}{A}(1-d)} \\
 &= \frac{\text{ROA}\times(1-d)}{(1-\frac{D}{A})-\text{ROA}\times(1-d)} \tag{III-6}
 \end{aligned}$$

결국, 유보율은 경영진의 의사결정이 좌우하므로 식(III-6)의 지속가능성장률은 영업활동의 결과인 ROA가 결정한다고 볼 수 있다. 이는 지속 가능한 성장을 달성하기 위해서는 수익성이 전제되어야 함을 의미한다. 그리고 ROA는 다음의 식(III-7)과 같이 매출액순이익률로 표현할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 \text{ROA} &= \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \\
 &= \text{매출액순이익률} \times \text{총자산회전율} \tag{III-7}
 \end{aligned}$$

2. 생명보험회사의 지속가능성장률

이 절에서는 식(III-6)을 이용하여 국내 생명보험회사의 연도별 지속가능성장률을 산출하여 추이를 살펴본다. 특히 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해서 적정성장률의 수준(혹은 조건)을 도출함으로써 지속가능성장률의 유용성을 확인한다. 분석을 위해 사용되는 생명보험회사의 연도별 수입보험

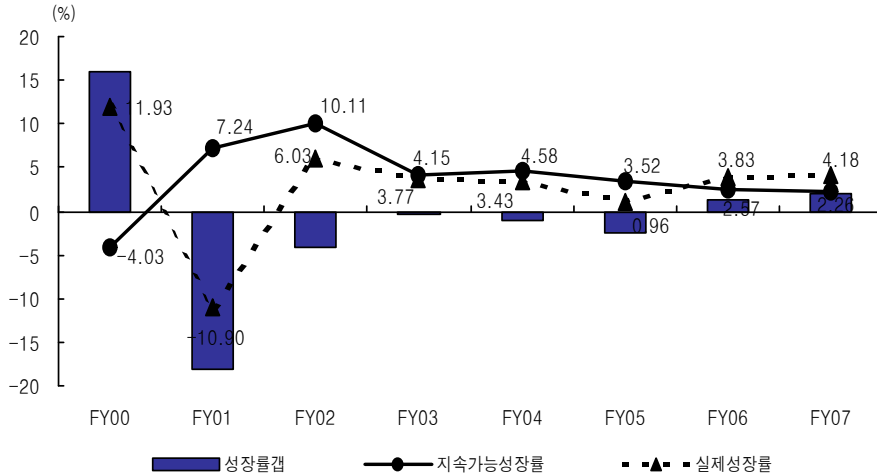
료, 총자산, 자기자본, 배당금, 당기순이익 등의 자료는 『보험통계연감』에서 추출하였다. 그리고 분석기간은 FY2000~2007이며 21개 생명보험회사를 분석 대상으로 한다.

다음의 <그림 III-2>는 식(III-6)을 이용하여 산출한 생명보험회사 전체의 연도별 지속가능성장률과 실제성장률(일반계정의 수입보험료 성장률)의 추이를 비교한 것이다.¹¹⁾ 우선 실제성장률은 FY2002 이후 최근까지 낮은 수준을 지속하고 있다. 지속가능성장률의 경우에도 FY2002까지는 상승세를 보이다가 이후에는 지속적인 감소세를 나타내고 있으며 연도별 등락폭도 작아지는 특징을 보이고 있다.¹²⁾ 이는 생명보험회사의 일반계정에 해당하는 수입보험료의 성장세가 매우 악화된 현실을 반영하고 있다. 그리고 지속가능성장률에 비해 실제성장률의 등락폭이 다소 크다는 특징을 보이고 있다. 특히, FY2002부터 2007까지는 생명보험회사 전체의 성장률갭(=실제성장률-지속가능성장률)이 이전에 비해 매우 작아졌으며 FY2002부터 2005까지는 마이너스였다가 FY2006과 2007에 들어서는 플러스를 보이고 있다.

11) 앞의 제2장에서 설명한 바와 같이 지속가능성장률은 기업에 대해서만 정의될 뿐 생명보험산업 전체에 대해서는 정의할 수 없다. 다만 생명보험회사 전체를 하나의 대표기업으로 가정하여 산업 전반의 흐름을 파악하기 위한 목적에서 생명보험회사 전체의 지속가능성장률을 산출하였다.

12) FY2005부터 생명보험회사도 미보고발생손해액(IBNR: Incurred But Not Reported)을 적립하게 되면서 책임준비금전입액이 증가하고 당기순이익이 감소하였다. 이는 지속가능성장률 산출식에서 D/A의 증가 및 p의 감소 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 다른 조건이 동일하다면 미보고발생손해액이 큰 회사는 지속가능성장률이 이전 회계연도에 비해 증가할 수 있다.

<그림 III-2> 생명보험회사 전체의 성장률 추이



주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.
 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

다음으로 <표 III-1>은 식(III-6) 및 식(III-7)에 나타난 지속가능성장률 산출에 필요한 주요 지표인 유보율, 매출액순이익률, ROA 등을 보여주고 있다. 표에서 보는 바와 같이 FY2006과 2007에 성장률 갭이 플러스를 나타낸 것은 실제성장률이 이전에 비해 다소 상승한 반면 지속가능성장률은 이전에 비해 다소 감소했기 때문이다. 지속가능성장률이 감소한 이유는 이전 회계연도에 비해 유보율과 ROA가 감소한 데 기인한다. 이와 같이 ROA가 감소하는 가운데 실제성장률이 상승한 것은 바람직한 현상이 아닐 수 있다. 지속가능성장률 산출방법의 구성항목을 보면 수익성이 수반된 성장률을 가정하고 있는데, 그럼에도 불구하고 수익성이 하락하는 가운데 달성한 실제성장률의 상승은 지속 가능하지 않으므로 부작용이 발생할 가능성도 배제할 수 없을 것이다. 일반적으로, 다른 여건이 일정하다면, 유보율이 감소될 때 기업의 투자여력은 축소되기 마련이고, 이에 따라 수익성이 하락할 가능성이 높아진다. 따라서 지속가능성장률의 제고를 위해서는 자금조달과 수익성 제고가 필수라고 할 수 있다. 특히, 배당정책이 지속되어 유보율이 변하지 않는다고 가정하면, 생

명보험회사들의 지속가능성장률 제고는 수익성 개선에 달려있다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 수익성이 하락하는 가운데 실제성장률이 상승한 것은 장기적으로 볼 때 바람직한 현상은 아니라고 판단된다.

<표 III-1> 생명보험회사 전체의 지속가능성장률 관련 지표

(단위 : %)

구 분 \ 회계연도(FY)	2001	2003	2005	2006	2007
매출액순이익률	4.14	3.47	4.39	3.93	4.07
유보율	98.01	96.02	94.86	93.30	93.81
ROA	1.20	0.85	0.88	0.71	0.69
지속가능성장률	7.24	4.15	3.52	2.57	2.26
실제성장률	-10.90	3.77	0.96	3.83	4.18

주 : 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

지속가능성장률의 속성을 보다 상세하게 파악하기 위하여 <표 III-2>에 제시된 바와 같이 FY2007의 21개 생명보험회사의 지속가능성장률 및 관련 지표를 산출하였다. 표에서 보는 바와 같이 FY2007에 일반계정 수입보험료의 생명보험 회사별 실제성장률은 -5.46%에서 36.99%까지 편차가 상당히 높은 수준을 나타내고 있다. 이는 동일한 환경 하에서 영업활동을 수행하지만 성장률에 영향을 미치는 여러 요인들을 적절히 관리·통제할 경우 얼마든지 성장률을 제고할 수 있음을 의미한다. 다만, 추구하는 고성장이 수익성을 동반해야 하는 제약조건이 존재하므로 개별 회사의 입장에서는 합리적인 성장전략이 필요하다.

구체적인 통계분석이 실행되어야 보다 명확히 파악이 되겠지만 직관적으로 볼 때 실제성장률이 양(+)의 값을 가지면서 측정된 지속가능성장률보다 낮은 회사의 ROA가 실제성장률이 측정된 지속가능성장률보다 지나치게 높은 회사의 ROA에 비해 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. 이와 같이 실제성장률이 지속가능성장률보다 지나치게 높은 회사의 성과가 저조하다는 것은, 다른 여건이 불변이라면, 수익성을 수반하지 못한 과도성장을 뜻하는 것으로서 재무건전성이 악화될 소지가 높기 때문에 바람직한 성장이라고 볼 수 없을 것이다.

<표 III-2> FY2007 생명보험회사의 지속가능성장률 관련 지표

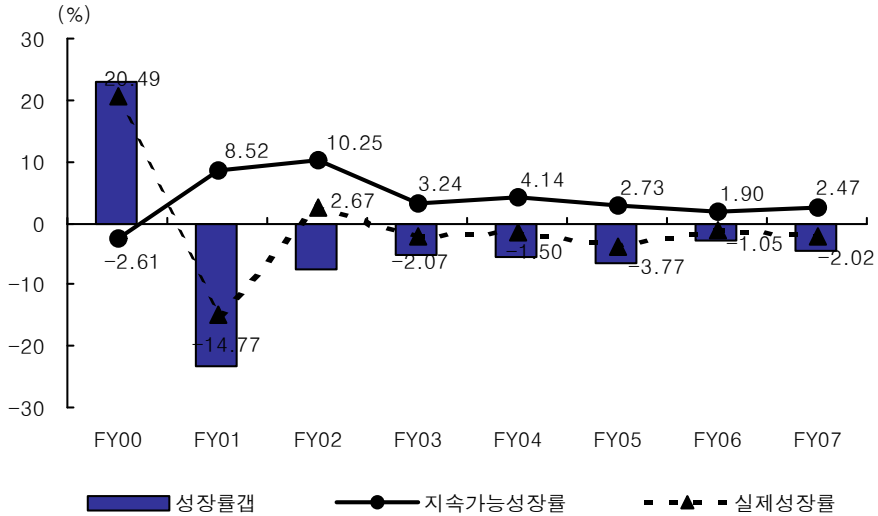
(단위 : %)

회사	매출액 순이익률	유보율	ROA	지속가능 성장률	실제 성장률
A	4.94	100.00	0.72	2.82	-5.46
B	6.09	92.53	0.94	3.11	-1.56
C	4.65	94.40	0.61	2.07	-0.52
D	8.12	83.49	1.92	6.72	6.10
E	1.10	100.00	0.25	0.77	4.41
F	6.49	77.65	1.74	6.05	9.77
G	2.21	100.00	0.68	3.17	7.54
H	11.75	100.00	6.44	15.91	20.55
I	0.38	100.00	0.05	0.08	5.68
J	1.11	84.28	0.27	1.11	8.61
K	2.62	100.00	0.85	3.85	11.88
L	2.10	100.00	0.50	1.28	12.24
M	0.32	100.00	0.05	0.13	11.98
N	4.36	100.00	1.01	4.23	17.63
O	-18.97	100.00	-4.60	-12.81	3.34
P	-0.44	100.00	-0.17	-1.36	14.81
Q	4.48	100.00	1.27	5.20	22.17
R	-3.71	100.00	-0.40	-0.77	20.38
S	1.06	100.00	0.26	1.70	26.67
T	-10.64	100.00	-1.86	-2.39	29.50
U	2.15	80.68	0.49	1.71	36.99

주 : 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

한편, 국내 생명보험회사들은 대형사, 중소형사, 외국사 그룹별로 영업형태에서 차이가 존재하고 이에 따라 성장 패턴이 다를 수 있다. 물론 각 그룹 내에서 회사들마다 차이는 있지만 전체적인 흐름을 파악한다는 측면에 의의를 둔다. 따라서 21개 분석대상 생명보험회사를 대형3사, 중소형사, 외국사로 분류하여 각 그룹별 실제성장률과 지속가능성장률을 비교한다.

<그림 III-3> 대형 생명보험회사의 성장률 추이



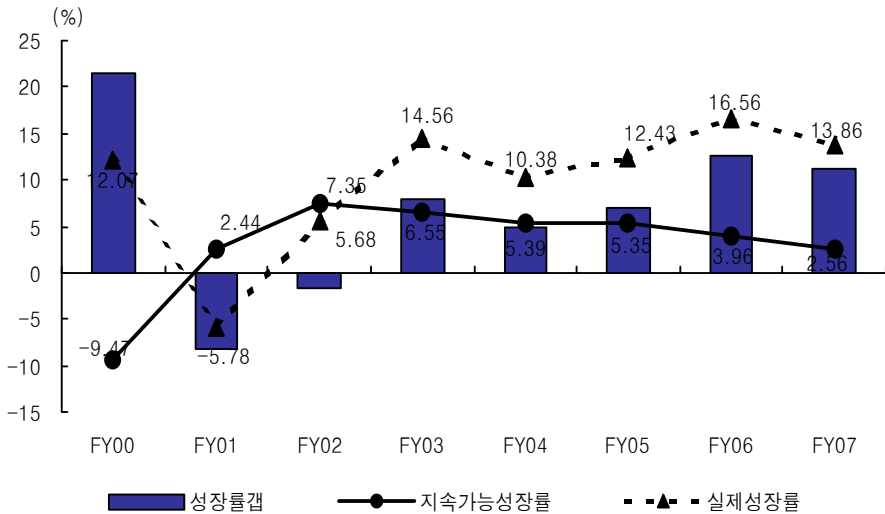
- 주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.
- 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

우선 <그림 III-3>는 대형 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률의 추이를 보여주고 있다. 대형사의 실제성장률은 FY2002 이후 마이너스를 기록하여 성장이 정체되고 있는 모습을 확연히 보여주고 있다. 반면 지속가능성장률은 FY2002 이후 지속적으로 낮은 수준을 유지하고 있지만 플러스를 나타내고 있다. 이에 따라 성장률 갭은 5년 연속 마이너스를 기록하는 추세이다. 이처럼 대형 생명보험회사들의 실제성장률이 마이너스이면서 지속가능성장률에도 미치지 못하는 상황은 보유한 자원을 충분히 활용하지 못했기 때문에 발생했을 가능성이 높음으로 성장전략의 재구축이 요구된다고 하겠다. 더욱이 일반계정 수입보험료의 실제성장률이 지속적으로 마이너스라는 것은 시장점유율의 잠식이 진행되고 있음을 의미하므로 개선의 여지가 크다고 하겠다.

다음으로 <그림 III-4>는 중소형 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률의 추이를 보여주고 있다. 중소형사의 경우 대형사와 달리 FY2002 이후부터 연간 10% 이상의 높은 실제성장률을 나타내고 있다. 이에 반해 중소형

사의 지속가능성장률은 FY2002를 기점으로 하여 FY2007까지 지속적으로 하락세를 나타내고 있다. 이에 따라 성장률갭은 5년 연속 플러스를 기록하고 있으며 그 크기는 FY2006과 FY2007에 더욱 커지는 양상을 나타내고 있다. 성장률이 높다는 것은 시장점유율의 확대를 의미하므로 긍정적인 효과가 큰 것이 사실이다. 그러나 이러한 고성장이 수익성을 수반하지 않은 상태에서 이루어진 것이라면 향후에는 문제점을 드러낼 소지가 있으므로 중소기업의 경우에도 보다 상세한 분석을 통한 성장전략의 재구축이 필요할 것이다.

<그림 III-4> 중소형 생명보험회사의 성장률 추이

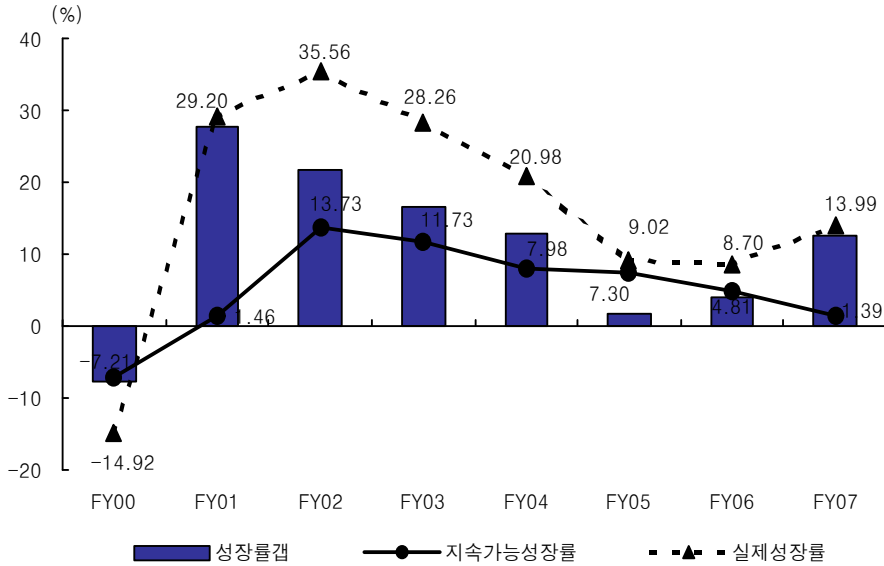


주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.
 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

<그림 III-5>에서 보는 바와 같이 외국계 생명보험회사들의 경우에도 중소기업들과 마찬가지로 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 지속적으로 높은 수준을 나타내고 있다. 외국사들의 경우에는 성장률갭이 중소기업에 비해서도 커서 수익성이 수반되지 않은 상태에서 이루어진 성장세일 가능성이 높다. 지속가능성장률의 하락세가 지속되고 있다는 점은 수익성의 하락과 무관하지

않기 때문에 실제성장률이 지나치게 높다는 것은 지속가능성이 떨어진다는 점에서 성장전략의 재구축이 필요한 시점으로 보여진다.

<그림 III-5> 외국계 생명보험회사의 성장률 추이



주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.
 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

보다 뚜렷한 내역을 비교하기 위해 <표 III-3>과 같이 생명보험회사 그룹별 지속가능성장률 및 관련 지표를 정리하였다. 대부분의 회계연도에서 지속가능성장률이 실제성장률보다 큰 값을 나타내고 있는 대형사는 중소형사와 외국사에 비해 낮은 수준의 ROA를 보이고 있다. 다만 대형사의 수익성은 연도별로 편차가 심하지 않고 안정적인 패턴을 나타낸다. 반면, 중소형사와 외국사의 경우에는 대형사에 비해 상대적으로 성장률이 높지만 수익성이 회계연도마다 편차가 매우 큰 상황이다. 이는 수익성에 비해 실제성장률이 지나치게 높은 중소형사들이 존재함을 나타내는 것으로서 재무건전성이 취약해질 가능성을 배제할 수 없는 상황임을 시사한다.

<표 III-3> 생명보험회사 그룹별 지속가능성장률 관련 지표

(단위 : %)

회 계 연 도 (FY)		2001	2003	2005	2006	2007
대 형 사	매출액순이익률	15.86	10.24	12.02	10.36	15.68
	유보율	97.90	94.83	94.51	93.02	95.20
	ROA	1.40	0.69	0.69	0.53	0.71
	지속가능성장률	8.52	3.24	2.73	1.90	2.47
	실제성장률	-14.77	-2.07	-3.77	-1.05	-2.02
중 소 형 사	매출액순이익률	-70.95	5.13	38.32	32.42	17.99
	유보율	100.00	100.00	94.23	91.19	90.57
	ROA	0.41	1.16	1.19	0.98	0.75
	지속가능성장률	2.44	6.55	5.35	3.96	2.56
	실제성장률	-5.78	14.56	12.43	16.56	13.86
외 국 사	매출액순이익률	-14.55	30.67	35.29	27.87	-3.49
	유보율	100.00	96.68	96.87	95.23	89.65
	ROA	0.26	1.91	1.72	1.44	0.53
	지속가능성장률	1.46	11.73	7.30	4.81	1.39
	실제성장률	29.20	28.26	9.02	8.70	13.99

주 : 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

3. 지속가능성장률과 적정성장률

기업이 목표성장률을 설정하고 이를 달성하기 위한 성장전략을 수립할 때에는 어떠한 이론이 뒷받침되는 절대 수준의 목표성장률이 존재하지 않으므로 벤치마크가 필요하다. 따라서, 이번 절에서는 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해서 생명보험회사의 수익성과 성장성 모두를 만족시킬 수 있는 수준의 성장률, 즉 적정성장률의 수준 혹은 조건을 도출한다.

앞에서 기업이 과도한 고성장을 보일 경우 수익성이 낮아져 지속성장이 불

가능해 질 수 있고 과도한 저성장을 보일 경우 시장점유율이 잠식됨에 따라 성장여력이 축소될 수 있다는 점을 지적한 바 있다. 즉, 수익성을 희생한 대가로 얻어지는 고성장은 재무건전성을 악화시킬 수 있고 지나친 저성장은 수익의 절대 규모가 작아 시장점유율이 잠식되는 가운데 투자여력이 축소되어 장기적으로 볼 때 바람직하지 않다는 것이다. 따라서 기업이 지속가능한 양질의 성장을 달성하기 위해서는 수익성을 수반해야 하며, 이를 달성하기 위해서는 앞서 정의한 것과 같이 지속가능성장률을 벤치마크로 활용할 수 있을 것이다.

지속가능성장률은 수익성에 따라 그 값이 결정되는 지표이기 때문에 기업의 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높을 경우 수익성이 낮아 바람직한 상황이 아닐 수 있다. 그러나 현실적으로 실제성장률에 비해 지속가능 성장률이 높다고 해서 반드시 수익성이 낮다고 단정할 수 없기 때문에 이에 대해 검증이 필요하다. 또한 기업의 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 지나치게 낮을 경우에는 저성장애 따른 부작용이 존재할 수 있고 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높더라도 지나치게 높지 않다면 수익성은 상대적으로 양호할 수 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 경우에도 단정적으로 일반화할 수 없기 때문에 검증이 필요하다. 이 절에서는 국내 생명보험회사들을 대상으로 하여 ① 실제성장률이 지속가능성장률보다 작은 회사가 수익성도 높은가와 ② 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사가 수익성도 높은가를 분석한다.

먼저 다음의 <표 III-4>와 같이 분석대상으로 선정된 21개 생명보험회사에 대해 연도별로 실제성장률이 지속가능성장률보다 작은 그룹(A그룹)과 실제성장률이 지속가능성장률보다 큰 그룹(B그룹)의 수익성을 계산하였다. 매출액순이익률을 수익성 지표로 적용할 경우에 A그룹의 평균은 4.18%이고 B그룹의 평균은 -2.21%로서 A그룹이 전체 8개 회계연도 중 FY2003과 FY2005를 제외한 6개 회계연도에서 B그룹에 비해 높은 값을 나타내었다. 즉, 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 생명보험회사가 수입보험료 대비 당기순이익의 비율이 높다는 것은 그 만큼 수익성을 동반한 매출을 통한 성장을 이루어 왔다는 것이다. 특히 실제성장률이 지속가능성장률보다 높은 B그룹의 경우

FY2000, FY2001, FY2002에는 매출액순이익률이 마이너스를 기록하였고 최근 FY2006과 FY2007에는 가깝스로 0보다 높은 값을 기록하고 있다. 또한 ROA의 경우 A그룹의 평균은 1.39%이고 B그룹의 평균은 -0.61%로서 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 생명보험회사가 자산 대비 당기순이익의 비율이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내 생명보험회사들의 경우 실제성장률이 지속가능성장률을 초과할 경우에는 오히려 수익성이 상대적으로 낮아서 바람직하지 않을 수 있다는 것을 의미한다.

<표 III -4> 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 회사와 큰 회사의 수익성 검정
(단위 : %)

회계연도(FY)	매출액순이익률		ROA	
	A그룹	B그룹	A그룹	B그룹
2000	3.07	-17.17	2.87	-6.54
2001	3.24	-8.23	1.09	-2.65
2002	6.83	-4.65	1.98	-0.86
2003	0.10	3.77	-0.14	1.72
2004	4.78	2.87	1.71	1.03
2005	3.32	4.54	0.77	1.74
2006	6.16	0.82	1.75	0.28
2007	5.95	0.38	1.05	0.40
평균	4.18	-2.21	1.39	-0.61
차이검정	2.56**		2.25**	

- 주 : 1) A그룹은 실제성장률이 지속가능성장률 이하인 회사로 구성된 집단이고, B 그룹은 실제성장률이 지속가능성장률 이상인 회사로 구성된 집단임.
 2) 차이검정은 A그룹과 B그룹의 매출액순이익률 및 ROA가 같다는 귀무가설에 대한 검정통계량임.
 3) **은 5%에서 유의함을 나타냄.

<표 III-5> 실제성장률과 지속가능성장률의 절대 차이에 따른 수익성 검정
(단위 : %)

회계연도 (FY)	매출액순이익률		ROA	
	C그룹	D그룹	C그룹	D그룹
2000	-4.00	-16.39	-1.02	-5.48
2001	2.73	-10.24	1.04	-3.41
2002	3.61	-6.94	1.22	-1.46
2003	4.44	0.15	1.74	0.19
2004	4.42	2.69	1.18	1.45
2005	4.84	3.42	1.39	1.40
2006	6.09	0.26	1.91	0.02
2007	4.45	-1.93	1.37	-0.35
평균	3.32	-3.62	1.10	-0.96
차이검정	2.01*		1.84*	

- 주 : 1) C그룹은 대상기업 전체 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%, D그룹은 대상기업 전체 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 상위 50% 회사로 구성된 집단임.
 2) 차이검정은 C그룹과 D그룹의 매출액순이익률 및 ROA가 같다는 귀무가설에 대한 검정통계량임.
 3) *은 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

다음으로 <표 III-5>와 같이 분석대상으로 선정된 21개 생명보험회사에 대해 연도별로 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 그룹(C그룹)과 큰 그룹(D그룹)의 수익성을 계산하였다. 매출액순이익률을 수익성 지표로 적용할 경우에 C그룹의 평균은 3.32%이고 D그룹의 평균은 -3.62%로서 C그룹이 전체 8개 회계연도 모두에서 D그룹에 비해 높은 값을 나타내었다. 즉, 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 생명보험회사가 수입보험료 대비 당기순이익의 비율이 높다는 것은 그 만큼 수익성을 동반한 매출을 통한 성장을 이루어 왔다는 것이다. 특히 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 큰 D그룹의 경우 FY2000, 2001, 2002, 2007에는 매출액순이익률이 마이너스를 기록하였다.

또한 ROA의 경우 C그룹의 평균은 1.10%이고 D그룹의 평균은 -0.96%로서 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 상대적으로 낮은 생명보험회사가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 클 경우에는 오히려 수익성이 상대적으로 낮아서 바람직하지 않다는 것을 의미한다.

한편, 앞의 <표 III-4>와 <표 III-5>를 비교하면 A그룹의 수익성 평균이 C그룹의 수익성 평균보다 높고 B그룹의 수익성 평균이 D그룹의 수익성 평균보다 높음을 알 수 있다. 이러한 결과로 미루어, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 낮은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사들의 수익성이 가장 높고, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 큰 회사들의 수익성이 가장 낮을 것으로 예상할 수 있다. 이를 알아보기 위해서 <표 III-6>과 <표 III-7>에 세부 그룹별로 수익성을 계산한 결과를 제시하였다.

먼저 <표 III-6>은 매출액순이익률을 수익성 지표로 설정한 결과를 보여주고 있다. 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 낮은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사를 E그룹으로 분류하고 큰 회사를 F그룹으로 분류하였으며, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사를 G그룹으로 분류하고 큰 회사를 H그룹으로 분류하였다. 그 결과 E그룹의 횡단면-시계열 평균은 5.44%로 가장 높고 H그룹의 평균은 -7.27%로 가장 낮은 것으로 나타났다. 또한 F그룹의 평균은 3.96%로서 G그룹의 평균 2.35%에 비해 다소 높은 것으로 나타났다. 특히, 앞의 <표 III-4>와 <표 III-5>의 결과와 비교할 때 E그룹의 성과는 A그룹과 C그룹의 성과에 비해서 상당히 높은 수준이다. 이는 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 생명보험회사의 수익성이 높고, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사의 수익성이 더 높다는 것을 의미한다. 달리 표현하면, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 생명보험회사의 수익성이 낮고, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 큰 회사의 수익성이 더 낮다는 것을 의미한다.

이와 같이 수익성 측면만 고려하면 E그룹과 F그룹이 가장 우월한 것으로 보일 수 있다. 그러나 성장률도 함께 고려하면 F그룹의 성장률은 G그룹의 성장률에 비해 상당히 낮아서 수익성과 성장성을 동시에 고려하면 G그룹이 F그룹보다 우월한 것으로 볼 수 있다.

<표 III-6> 실제성장률과 지속가능성장률의 차이 그룹별 매출액순이익률

(단위 : %)

회계연도 (FY)	실제성장률<지속가능성장률		실제성장률>지속가능성장률	
	E그룹	F그룹	G그룹	H그룹
2000	9.95(4.21)	4.53(-25.17)	-9.27(3.74)	-25.06(78.24)
2001	4.58(-5.47)	2.46(-15.06)	0.48(12.26)	-16.95(69.90)
2002	6.80(2.80)	6.87(-1.42)	3.59(12.82)	-14.56(59.33)
2003	3.09(2.19)	-3.38(-16.62)	5.91(21.15)	1.62(91.08)
2004	2.17(2.02)	7.28(2.00)	4.76(15.83)	0.98(39.32)
2005	3.61(0.08)	3.04(-8.51)	5.93(13.48)	1.51(24.77)
2006	6.96(5.50)	5.36(-3.05)	3.91(13.14)	-3.01(40.19)
2007	6.38(2.79)	5.52(-3.51)	3.47(9.19)	-2.71(21.27)
평균	5.44(1.77)	3.96(-8.92)	2.35(12.70)	-7.27(53.01)

주 : 1) 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 E그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 F그룹으로 분류하며, 실제성장률이 지속가능성장률보다 높은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 G그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 H그룹으로 분류하였음.

2) 괄호 안은 실제성장률의 중위값(median)임.

이와 같은 결과는 ROA를 수익성 지표로 사용한 경우에도 동일한 것으로 나타났다. E그룹의 ROA는 1.89%로서 A그룹의 1.39%와 C그룹의 1.10%에 비해 상당히 높은 수준이다. 또한 H그룹의 ROA는 -2.30%로서 가장 낮은 수준을 보이고 있다. 따라서 ROA를 수익성 지표로 사용한 경우에도 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 생명보험회사의 수익성이 높고, 실제성장률이

지속가능성장률 보다 낮은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사의 수익성이 더 높다는 것을 알 수 있다. 또한 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 생명보험회사의 수익성이 낮고, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 큰 회사의 수익성이 더 낮다는 것을 의미한다. 따라서, 지속가능성장률을 수익성을 고려한 성장전략 수립의 벤치마크로 활용한다면, 생명보험회사의 적정성장률은 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮고 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 경우로 정의 할 수 있다.

<표 III-7> 실제성장률과 지속가능성장률의 차이 그룹별 ROA

(단위 : %)

회계연도 (FY)	실제성장률<지속가능성장률		실제성장률>지속가능성장률	
	E그룹	F그룹	G그룹	H그룹
2000	5.36(4.21)	2.56(-25.17)	-4.23(3.74)	-8.85(78.24)
2001	1.72(-5.47)	0.66(-15.06)	0.25(12.26)	-5.56(69.90)
2002	1.99(2.80)	1.97(-1.42)	1.67(12.82)	-4.06(59.33)
2003	0.74(2.19)	-1.17(-16.62)	2.80(21.15)	0.64(91.08)
2004	0.57(2.02)	3.02(2.00)	1.73(15.83)	0.33(39.32)
2005	0.88(0.08)	0.65(-8.51)	1.83(13.48)	0.33(24.77)
2006	2.61(5.50)	0.90(-3.05)	1.13(13.14)	-0.72(40.19)
2007	1.27(2.79)	0.83(-3.51)	1.35(9.19)	-0.50(21.27)
평균	1.89(1.77)	1.18(-8.92)	0.82(12.70)	-2.30(53.01)

주 : 1) 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 E그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 F그룹으로 분류하며, 실제성장률이 지속가능성장률보다 높은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 G그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 H그룹으로 분류하였음.

2) 괄호 안은 실제성장률의 중위값(median)임.