

IV. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성

1. 기업성장 원천 관련 이론

일반적으로 보험회사가 신상품을 개발할 때에는 소비자들의 보험수요를 파악하여 이를 반영한다. 또한 투자영업에서 수익성을 제고하기 위해서는 금융시장의 상황을 파악한 다음 이에 적합한 자산에 투자한다. 이는 보험회사의 성장에 외부환경이 큰 영향을 미친다는 것을 의미한다. 그렇다면 동일한 외부환경 하에서 동일한 보험상품을 판매하고 동일한 자산에 투자하는 보험회사들을 반드시 동일한 성장을 달성할까?

기업 성공의 원천을 설명하려는 연구들은 전략을 수립하고 실행하는 운영주체(subject), 기업이 속해있는 외부환경(environment), 기업이 보유하고 있는 내부의 특수한 자원(resource)의 세 가지 관점에서 이루어져 왔다(조동성·이윤철·박재찬, 2001). 이 중에서 본 연구의 목적은 보험회사의 지속가능성장과 관련하여 회사별 특성 차이를 규명하는 것이므로 이와 관련된 연구를 중심으로 관련 이론을 검토한다.

먼저 1980년대에는 산업조직론의 분석기법을 도입한 Porter(1980)의 연구 이후 산업구조관점(industry structure view)을 통해 기업 간 성과차이를 조망하는 연구가 각광을 받았다. Porter를 위시한 일련의 학자들은 1930년대 산업 내 완전경쟁을 저해하는 요인을 규명하기 위하여 개발된 구조(structure)-행태(conduct)-성과(performance) 모형을 적용하였다. 동 모형은 산업구조가 기업의 행태에 영향을 미치고 행태는 다시 기업의 성과에 영향을 미치면서 기업이 성장한다는 논리를 내포하고 있다. 미시경제학을 근본으로 하는 산업조직론은 균형이론에 입각하여 장기적으로 모든 기업 간 성과차이는 경쟁적인 모방에 의해 사라진다고 가정하고 있다. 따라서 개별기업이 보유한 자원의 차이는 고려하지 않고 해당 기업이 속한 산업 내에서의 포지셔닝(positioning)에 입각한 전략을 수립하는데 치중하였다. 결국 산업마다 성과의 차이를 유발하는 구조적 특징이 무엇인가를 밝히는 것이 이들의 관심이라 할 수 있다.

Schmalensee(1985)의 연구는 기업의 성과가 산업적 특수성에 기인하는가 아니면 그 기업만의 고유한 요인에 기인하는가를 실증 분석한 최초의 본격적 시도라고 할 수 있다. 자산이익률(ROA)을 성과변수로 하는 모형을 통해 분석한 결과 기업이 산업효과(industry effect)로 인해 얻는 수익률은 전체 수익률에서 약 20%의 비중을 차지하고 사업단위효과(business unit effect)로 인해 얻는 수익률은 통계적으로 유의한 수준이 아닌 것으로 나타났다. 따라서 그는 해당 기업이 속한 산업요인이 성과를 결정하는 데 있어 핵심이라는 결론을 도출하였다.

1980년대 후반 들어 산업구조관점에 대한 비판과 Wernerfelt(1984)의 연구에 힘입어 자원기반관점(resource-based view)을 통해 기업성과의 차이를 설명하려는 흐름이 두각을 나타내었다. 산업구조를 분석한 결과는 어느 산업이 매력적인가를 판별하는 데에는 도움이 될 수 있었지만 특정 산업 내에서 성공한 기업과 실패한 기업의 차이를 분석하는 데에는 별다른 도움을 제공하지 못하였다. 따라서 전략경영 분야에서는 기업 혹은 사업단위(business unit) 자체를 주요 분석 단위로 하여 기업성과에 대한 논의를 전개하기 시작하였다.

Wernerfelt(1984)가 Penrose(1959)의 연구를 전략경영 분야에 도입하면서 자원기반관점이라는 용어를 제시한 이후 급속도로 전파되기 시작하였다. 자원기반관점은 기업마다 차별적인 고유의 축적된 자원이 존재하며 이러한 자원이 경쟁우위의 원천이 된다는 이론이다. 즉, 기업이 보유한 어떤 자원이 희소하고 복제, 대체될 수 없으며 요소시장에서 구입이 어렵다면 해당 기업은 그러한 자원을 이용하여 지속적인 수익을 창출함으로써 기업들 사이의 성과차이가 존재한다는 이론이다(Wernerfelt, 1984; Dierickx and Cool, 1989).

Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구결과가 개별기업의 성과에 대한 산업요인의 설명력이 단지 20%에 지나지 않기 때문에 나머지 약 80% 가량에 대한 해결책을 찾기 위한 연구결과를 제시하였다. Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구가 개별기업의 성과를 결정하는 유일한 요인으로서 시장점유율만을 사용하였고, 단 1년 동안의 데이터를 이용하였기 때문에 다양한 사업단위효과를 반영한 모형수립에 한계가 있었음을 지적하였다. Rumelt는 4년 동안의 데이터를 이용하여 분석한 결과 전체 수익률에서 산업효과로 인해 달성된 부분

은 4~8%이며 사업단위효과로 인해 달성된 부분은 44~46%를 차지함으로써 사업단위의 효과가 성과를 결정하는 지배적 요인이라는 결론을 도출하였다. Rumelt(1991)의 연구와 맥을 같이하는 주요 실증연구로서 Amel and Froeb(1991), Brush et al.(1992), Roquebert et al.(1996), McGahan and Porter(1997), Mauri and Michaels(1998) 등을 꼽을 수 있다. 이들 연구는 사용된 모형에서 약간의 차이가 있을 뿐 대부분이 사업단위효과가 기업성과를 결정짓는 핵심이라는 분석결과를 제시하고 있다.

최근 추세는 산업전체 성과를 비교·분석하기 보다는 특정 산업에 속한 기업에 대하여 어떠한 요인이 기업성과의 차이를 초래하는 동인이 되는가를 연구하는 것이 기본이 되고 있다. 비교적 최근의 Hawawini et al.(2003)의 연구는 시장에서 극단적으로 성과가 우수한 기업과 저조한 기업의 경우 해당 기업이 보유한 고유의 자원에 기인한 성과가 산업적 특성에 기인한 성과보다 크고, 중간 수준의 성과를 보이는 기업의 경우에는 오히려 해당 기업이 속한 산업적 특성에 기인한 수익률이 보다 크다는 흥미로운 결과를 제시한 바 있다.

자원기반관점에 따르면 각 회사별 특성이 성장에 중요하게 작용할 수 있다. 따라서 이후의 논의는 생명보험회사의 성장에 영향을 미치는 외부요인 및 내부요인에 대해서 논의하고 적정성장률을 달성하는 회사의 특성이 무엇인지를 파악하기 위한 모형을 설정한다.

2. 변수의 선택

기업성장과 관련된 이론 및 실증분석에 관한 초창기 연구는 기업규모(size)를 중심으로 전개되었다. 지브라의 법칙(Gibrat's law)¹³⁾에 따르면 설립년도의

13) 지브라의 법칙(Gibrat's law)은 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 일정한 분석기간에 기업의 성장률은 기간 초기의 기업규모와 독립적이다. 즉, 기업성장과 규모 사이에는 관련이 없다는 의미이다. 둘째, 일정 기간 동안 주어진 성장률의 확률은 동일 산업 내 존재하는 모든 기업에 대해서 동일하다. 즉, 초기 규모에 대한 기업규모의 성장 확률이 모든 기업에 대해 동일하다는 것이다.

기업규모에 관계없이 기업의 성장 가능성은 모든 기업에 대해 동일하다. 그러나 기업규모와 성장률 사이의 관계를 다룬 실증연구 결과는 일치된 결론을 보여주지 못하고 있다. Gibrat(1931)의 주장과 같이 기업의 성장률과 규모는 독립적이라는 연구결과가 있는가 하면 음(-)의 관계나 양(+)의 관계가 존재한다는 실증연구도 있다. 영국의 생명보험회사를 대상으로 한 Hardwick and Adams(2002)의 연구는 장기적으로 성장률과 기업규모 사이에 통계적으로 유의한 관계가 존재하지 않는다는 실증결과를 제시한 바 있다. 즉, 소규모 생명보험회사와 대규모 생명보험회사의 성장속도는 장기적으로 큰 차이가 없다는 것이다.

Jovanovic(1982)은 기업성장의 동태적인 측면을 강조하여 기업의 성장과 생존율은 기업의 연령(설립 이후 경과연수)에 영향을 받는다고 주장하였다. 기업의 산출량이 관리적 비효율의 볼록감소함수(decreasing convex function of managerial inefficiency)일 경우에 기업의 성장률은 연령과 음(-)의 상관관계가 존재한다는 것이다. Evans(1987), Dunne et al.(1989), McPherson(1996), 성효용(2000) 등의 연구는 Jovanovic(1982)의 주장과 일치되는 실증분석 결과를 보여준 바 있다.

한편, 앞의 식 (II-6)에서 ROA가 지속가능성장률에 큰 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 이는 ROA에 영향을 미치는 지표들이 성장률에도 영향을 미친다는 것을 의미한다. 만약 ROA 산출시에 분모 부분에 당기순이익 대신에 투자영업이익(I)과 보험영업이익(U)의 합으로 표현한다면 ROA를 다음과 같이 분해할 수 있다(A=자산, E=자기자본, D=부채, S=매출액).

$$\begin{aligned}
 ROA &= \frac{I+U}{A} = \frac{E(I+U)}{AE} \\
 &= \frac{EU+EI+ID-ID}{AE} = \frac{I(E+D)}{AE} + \frac{EU}{AE} - \frac{ID}{AE} \\
 &= \frac{IA}{AE} + \frac{U}{A} - \frac{ID}{AE} = \frac{I}{E} - \frac{ID}{AE} + \frac{U}{A} \cdot \frac{S}{S} \\
 &= \frac{I}{E} \left(1 - \frac{D}{A}\right) + \frac{U}{S} \cdot \frac{S}{A}
 \end{aligned} \tag{IV-1}$$

식에서 보는 바와 같이 ROA는 자기자본투자이익률(I/E)에 보험레버리지 요인($1 - D/A = E/A$)을 곱한 부분과 매출액보험영업이익률(U/S)에 총자산 회전율(S/A)을 곱한 부분의 합이 됨을 알 수 있다. 여기서 보험레버리지요인은 순자산비율 혹은 자기자본비율로서 보험회사의 재무건전성을 반영한다. 따라서 안정성, 투자영업활동, 보험영업활동이 ROA를 결정하고 이러한 활동과 관련된 변수가 성장률에도 영향을 미친다고 볼 수 있다.

이에 본 연구는 생명보험회사의 특성을 반영하는 내부요인으로서 안정성, 투자영업활동, 보험영업활동을 반영하면서 성장률과 관련이 높은 변수를 선택하여 적정성장을 달성하는 회사와 과대성장 혹은 과소성장하는 회사와의 차이를 밝힌다. 선행연구를 탐색한 결과 이러한 변수들은 김호경(1997), 이순재·김재현(2003), 박한구(2004) 등과 같이 생명보험회사의 부실예측 혹은 위기경보시스템을 다룬 연구에서 사용되고 있음을 확인할 수 있었다. 특히 본 연구는 이들 연구와 같이 보험영업활동과 투자영업활동의 결과를 반영하는 변수가 아니라 보험영업활동과 투자영업활동 자체를 반영하는 변수를 선택함으로써 회사별 영업활동의 특성이 잘 반영되도록 한다. 보험영업활동을 반영하는 변수로는 사망보험비중, 일시납보험비중, 실효해약률, 단체보험비중, 사업비율, 보험금지급률을 선택하였고, 투자영업활동을 반영하는 변수로는 운용자산비율¹⁴⁾, 주식 및 수익증권비중, 현금비중, 채권비중, 대출채권비중과 같이 자산배분전략의 특성을 대변하는 변수를 선택하였다.

먼저, 외부요인으로서 기업규모 변수는 생명보험회사의 실제성장률과 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 일반적으로 규모가 작은 회사는 큰 회사에 비해 성장률 혹은 시장점유율 제고에 집중할 것이기 때문이다. 앞서 <표 III-3>에서 살펴본 바와 같이 중소형사가 대형사에 비해 성장률이 높다는 것은 이러한 결과를 지지할 것으로 판단된다. 다만 모형을 통해 여러 변수를 동시에 고려할 때에도 성장률과 규모 사이에 음(-)의 상관성이 존재할 것인가에 대해서는 실증분석을 통해 규명할 필요가 있다고 하겠다. 또한 실제

14) 운용자산은 전체 자산에서 비운용자산을 제외한 자산, 즉 현금 및 예금, 주식, 채권, 수익증권, 대출채권, 부동산 등의 자산을 의미한다. 따라서 운용자산비율은 전체 자산에서 운용자산이 차지하는 비중을 뜻한다.

성장률과 연령 변수 사이에도 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대한다. 연령이 작은 회사는 혁신을 통하여 상대적으로 낮은 비용을 통해 매출을 증대 시킴으로써 성장이 상대적으로 유리하기 때문이다.

<표 IV-1> 선택된 설명변수

구 분	변수명	산출방법	비고
외부요인	기업규모	log(총자산)	-
	연령	log(설립 이후 경과연수)	-
수익력	ROA	당기순이익/총자산	수익성
보험영업 활동	사망보험비중	사망보험 수입보험료/전체 수입보험료	안정성
	일시납보험비중	일시납 수입보험료/전체 수입보험료	안정성
	실효계약률	실효계약액/(연초보유계약액+신계약액)	안정성
	단체보험비중	단체보험 수입보험료/전체 수입보험료	성장성
	사업비율	사업비/수입보험료	수익성
	보험금지급률	지급보험금/수입보험료	수익성
투자영업 활동	운용자산비율	운용자산/총자산	안정성
	주식및수익증권비중	주식및수익증권/운용자산	안정성
	현금비중	현금/운용자산	유동성
	채권비중	채권/운용자산	안정성
	대출채권비중	대출채권/운용자산	수익성

수익력을 나타내는 ROA는 생명보험회사의 실제성장률과 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 일반적으로 성장률이 매우 높아 과대성장하는 회사는 그렇지 않은 회사에 비해 수익성을 희생하고 얻은 결과일 가능성이 높다. 다만 성장률이 매우 낮은 회사일지라도 수익성에 치중하여 성장을 희생했다고 볼 수 없기 때문에 생명보험회사의 실제성장률과 ROA 사이에 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않을 가능성이 있다.

다음으로 내부요인으로서 상품구조를 반영하는 사망보험비중은 생명보험회

사의 실제성장률과 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 사망보험은 보장성보험이므로 저축성보험에 비해 해약률이 낮아 안정성은 높으나 가입률이 포화상태에 가까워 매출 성장의 확대가 어려운 종목이므로 사망보험의 판매비중이 높은 회사는 상대적으로 성장률이 낮을 것으로 기대한다. 이와 반대로 일시납비중과 실제성장률 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 연금과 같은 저축성보험은 일시납 형태로 판매되는 경우가 많은데 성장률 제고를 도모하는 회사는 공격적으로 일시납 저축성보험을 판매하는 경향이 있기 때문이다. 실효해약률과 실제성장률 사이의 관계는 사전에 예측하기 어렵다. 실효해약률이 높은 회사는 기존 고객이 상실됨을 의미하므로 실효해약률과 성장률 사이에 음(-)의 관계가 존재할 수 있다. 그러나 공격적인 영업을 통해 성장률 제고에 집중하는 회사는 상대적으로 실효해약률이 높을 수 있기 때문에 실효해약률과 성장률 사이에 양(+)의 상관관계가 존재할 가능성도 있다.

단체보험비중과 성장률 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 단체보험은 기업이 가입하는 고액계약이므로 단체보험의 판매비중이 높은 회사는 성장률도 높을 것으로 예상할 수 있다. 다만 단체보험을 가입하는 기업은 사전에 생명보험회사의 재무상태 등과 같은 세부사항을 검토할 수 있는 정보수집능력이 뛰어나므로 대형사의 보험을 구입할 가능성이 높다. 이러한 점을 고려하면 단체보험비중과 성장률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 수 있다. 사업비율과 실제성장률 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 예상된다. 성장률 제고에 치중하는 회사는 광고비와 같은 신계약비의 지출이 상대적으로 높을 것이기 때문이다.

보험금지급률과 실제성장률 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 이는 공격적인 영업을 통해 성장률 제고에 집중하는 회사는 지급심사를 강조하기 보다는 경쟁회사에 비해 매출이 용이한 상품을 개발하여 판매촉진을 도모하므로 상대적으로 보험금지급률도 높을 수 있기 때문이다. 그런데 생명보험회사의 보험금지급률은 주력하는 상품이 보장성인가 아니면 저축성인가에 따라 크게 차이가 발생할 수 있다. 즉, 보장성상품과 저축성상품의 보험금지급률을 직접적으로 비교할 수 없기 때문에 어떤 상품을 주력

으로 하는가에 따라 보험금지급률이 달라질 수 있다. 이러한 현실을 고려하면 보험금지급률과 실제성장률 사이의 관계는 실증분석을 통해 규명이 필요할 것이다.

<표 IV-2> 선택된 설명변수의 기대부호

구 분	변수명	기대부호
외부요인	기업규모	-
	연령	-
수익력	ROA	-, ?
보험영업활동	사망보험비중	-
	일시납보험비중	+
	실효해약률	?
	단체보험비중	+
	사업비율	+
	보험금지급률	+, ?
투자영업활동	운용자산비율	-
	주식및수익증권비중	+
	현금비중	+
	채권비중	-
	대출채권비중	?

투자영업활동을 반영하는 변수로서 운용자산비율과 실제성장률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 매출성장보다 수익성과 안정성을 강조하는 회사의 경우에는 운용자산비율을 최대한 높일 것이기 때문이다. 또한 주식 및 수익증권의 비중과 실제성장률 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재하고 채권비중과 실제성장률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 성장률 제고에 치중하는 회사는 보험영업부문에서 상대적으로 수익성이 낮을 것이고 이를 만회하기 위하여 채권과 같이 리스크가 낮은 자산보다는 주식 및 수익증권과 같이 리스크가 높은 자산에 대한 투자비중을

확대할 가능성이 높다. 현금보유비중과 실제성장률 사이에는 양(+)¹⁾의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 일반적으로 성장률 제고에 치중하는 회사는 매출증대를 위한 재원을 더 많이 필요로 하기 때문에 유동성이 높은 현금 및 예금의 비중이 높을 가능성이 있다. 대출채권과 실제성장률 사이의 관계는 논리적으로 뚜렷한 관계를 사전에 판단하기 힘들다. 대출채권이 리스크가 낮은 자산으로 분류되지만 여타의 자산에 비해 수익률이 높은 경향이 있다. 공격적인 보험영업으로 인해 보험영업부분의 수익성이 낮은 회사는 이를 만회하기 위하여 대출채권의 비중을 확대함으로써 수익성 개선을 도모할 유인이 존재하므로 대출채권비중과 성장률 사이에는 양(+)²⁾의 상관관계가 존재할 수 있다. 그러나, 약관대출 이외에 신용대출, 부동산담보대출 등의 업무는 상당한 노하우가 필요한데, 성장률 제고에 치중하는 중소기업사로서는 역부족일 수 있으므로 대출채권비중과 성장률 사이에는 음(-)³⁾의 상관관계가 존재할 가능성도 배제할 수 없다.

3. 생명보험회사의 실제성장률 결정요인 분석

가. 분석 데이터 및 기초 통계량

우선 기업성장을 다룬 기존의 연구들과 마찬가지로 실제성장률에 유의한 영향을 미치는 요인은 무엇인가를 분석하고자 한다. 이는 국내 생명보험회사들 중 실제성장률이 높은 기업의 특징은 무엇인가를 파악하기 위함이다. 분석을 위한 각 변수들은 보험통계연감에서 데이터를 수집하여 생성하였다. 분석 기간은 FY2000부터 2007까지 8개년이며 21개 생명보험회사를 대상으로 한다.

우선 모형을 통한 분석에 앞서 각 변수에 대한 기술통계량을 살펴보자. <표 IV-3>에서 보는 바와 같이 국내 생명보험회사들의 일반계정 수입보험료 실제성장률은 평균이 25.22%로서 매우 높은 수준이다. 특히 최솟값은 -82.6%이고 최댓값은 414.4%로서 일부 중소기업사의 경우 극단적인 분포를 보이고 있다. 성장률과 달리 수익성지표인 매출액순이익률과 ROA의 경우에는 평균값

이 상당히 낮은 수준을 나타내고 있어 내실경영을 강조하는 최근의 상황과 피리가 있음을 알 수 있다. 그 밖의 설명변수들은 평균을 중심으로 고르게 분포하여 이후의 회사별 특성 분석에 사용하기에 적합한 것으로 판단된다.

<표 IV-3> 각 변수에 대한 기술통계량

변 수	평균	표준편차	최솟값	최댓값
실제성장률	25.22	59.73	-82.6	414.4
매출액순이익률	-0.04	15.35	-101.9	21.5
ROA	0.08	5.71	-36.1	13.8
log(총자산)	14.63	1.81	10.50	18.57
log(연령)	1.20	0.32	0.30	1.79
사망보험비중	54.00	20.83	0.98	98.85
일시납보험비중	10.41	13.49	0.00	83.1
실효혜약률	14.23	6.36	1.14	48.35
단체보험비중	3.25	5.33	0.00	40.1
사업비율	14.94	9.89	3.83	61.59
보험금지급률	10.75	8.77	0.05	46.24
운용자산비율	70.98	14.69	11.7	90.4
주식수익증권비중	9.87	10.27	0.00	59.29
현금비중	6.45	8.09	0.07	59.19
채권비중	50.63	24.44	0.00	96.68
대출채권비중	20.86	13.85	0.00	60.96

주 : log(총자산)과 log(연령) 변수를 제외한 모든 변수는 퍼센트 단위임.

다음으로 <표 IV-4>~<표 IV-6>은 변수들 사이의 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 대체로 변수들 사이의 관계는 예상한 부호를 나타내었으며 변수들 사이의 상관계수의 크기도 높지 않은 것으로 나타났다. 다만, 보험영업을 반영하는 변수 중 사업비율과 기업규모 사이의 상관계수가 -0.6047, 사망보험비중과 일시납보험비중 사이의 상관계수가 -0.6365로 높고, 투자영업을 반영하는 변수 중 주식및수익증권비중과 채권비중 사이의 상관계수가 -0.6808이고 채권비중과 대출채권비중 사이의 상관계수가 -0.7863으로서 높은 수준으로 나

타났다. 따라서 모형을 통해 분석할 경우 상관계수가 높은 변수들이 동시에 포함된 모형을 추정하면 다중공선성의 문제가 발생할 수 있으므로 적절한 변수 선택을 통해 이를 해결할 필요가 있다.

<표 IV-4> 외부요인 및 성과변수와 영업변수 사이의 상관계수

변 수	ROA	기업규모	기업연령
기업규모	0.4125	-	-
기업연령	0.2076	0.5858	-
사망보험비중	0.1468	-0.0651	0.0692
일시납보험비중	-0.0487	-0.1803	-0.1729
실효해약률	-0.2426	-0.0723	-0.0503
단체보험비중	-0.2033	0.0613	0.1112
사업비율	-0.5219	-0.6047	-0.3847
보험금지급률	-0.3505	0.0360	0.1057

<표 IV-5> 보험영업 변수 사이의 상관계수

	사망보험비중	일시납 보험비중	실 효 해약률	단체보험비중	사업비율
일시납보험비중	-0.6365	-	-	-	-
실효해약률	-0.1887	-0.0567	-	-	-
단체보험비중	-0.3086	0.1258	0.4416	-	-
사업비율	0.2805	-0.1880	0.1297	-0.0468	-
보험금지급률	-0.1706	-0.1789	0.5042	0.5132	0.1830

<표 IV-6> 투자영업 변수 사이의 상관계수

	운용자산비율	주식수익증권비중	현금비중	채권비중
주식수익증권비중	0.0879	-	-	-
현금비중	-0.5198	-0.0386	-	-
채권비중	-0.1419	-0.6808	-0.0326	-
대출채권비중	0.2917	0.2549	-0.2262	-0.7863

나. 모형을 통한 분석

이제 실제성장률을 종속변수로 하는 패널회귀모형(panel regression model)을 통해서 앞서 선택한 설명변수가 성장률에 미치는 영향을 분석한다. 패널회귀모형은 횡단면 자료와 시계열 자료를 함께 묶어 패널자료를 구성한 후 최우추정법(maximum likelihood estimation)으로 추정하는 방법이다. 본 연구에서 횡단면 자료는 21개의 개별기업 자료로 구성되며, 개별 자료는 FY2000~FY2007까지의 시계열 자료로 구성된다.

본 연구는 패널자료의 모든 개별기업 자료가 동일한 개수의 시계열 자료를 갖는 균형패널을 사용한다. 패널회귀모형에서 개별기업 i 의 t 시점의 오차항($u_{i,t}$)을 개별기업별 효과를 나타내는 α_i 와 평균이 0이고 분산이 σ_ϵ^2 인 $\epsilon_{i,t}$ 의 합으로 표현할 수 있는데, α_i 를 고정되어 있는 미지의 상수항으로 가정하면 고정효과모형(fixed effect model)이고 독립적이고 동일한 분포로부터 추출되는 확률변수로 취급하면 확률효과모형(random effect model)이다. 일반적으로 고정효과모형과 확률효과모형 중 어떠한 모형을 선택할 것인가는 기술적으로 오차항(α_i)과 설명변수 사이에 상관관계가 존재하지 않는다는 귀무가설을 검정한 *Hausman-test*를 이용하며 귀무가설을 기각하면 고정효과모형을 선택하고 귀무가설을 기각할 수 없다면 확률효과모형을 선택한다. 그런데 α_i 와 설명변수 사이에 상관관계가 존재하지 않는다는 것은 매우 지나친 가정일 수 있다. 본 연구의 경우 관측되는 설명변수로서 외부요인, 보험영업활동요인, 투자영업활동요인 등이 종속변수인 실제성장률에 미치는 영향을 분석하는데, 이때 관측되지 않는 개별 보험회사의 영업활동과 관련된 특성은 실제성장률에 영향을 미치는 설명변수에 영향을 미칠 것이다. 따라서 본 연구는 분석모형의 특징을 고려하여 고정효과모형을 선택하여 연구를 진행한다.

한편, 앞의 <표 IV-4> ~ <표 IV-6>에서 보듯이 일부 변수들 사이의 상관계수가 매우 높아 모형에 이들 변수를 동시에 삽입하여 추정할 경우 다중공선성(multi-colinearity)으로 인한 문제가 발생할 수 있다. 이를 진단하기 위해 사전에 선택된 각각의 설명변수를 종속변수로 하고 나머지 설명변수를 독립변수로 하는 모형을 pooled OLS로 추정하고 분산팽창계수(Variance Inflation

Factor)를 산출하였다. 그 결과 분산팽창계수가 10을 넘는 변수는 채권비중으로서 14.72를 나타내었다. 따라서 패널회귀모형의 추정에서는 채권비중 변수를 제외한다.

<표 IV-7> 패널회귀모형 추정결과

설명변수	종속변수=실제성장률	
	고정효과모형	확률효과모형
ROA	-1.9294(-1.32)	-0.3389(-0.37)
기업규모	-53.6114(-3.36)***	-4.5277(-1.36)
기업연령	9.2566(0.35)	4.9074(0.81)
사망보험비중	-1.0575(-1.62)	0.2773(0.88)
일시납보험비중	1.9925(3.88)***	2.1477(4.63)***
실효해약률	2.0026(2.00)**	1.4884(1.88)*
단체보험비중	-3.4095(-3.00)***	-3.4924(-3.48)***
사업비율	-1.4088(-1.59)	-0.8806(-1.31)
보험금지급률	-1.3549(-1.80)*	-1.2706(-1.94)*
운용자산비율	-0.2129(-0.47)	-0.3813(-1.15)
주식및수익증권비중	-1.2313(-2.01)**	-0.5530(-1.21)
현금비중	0.6267(0.92)	0.1410(0.22)
대출채권비중	-1.2220(-1.85)*	-0.0065(-0.02)
관측치수	154	154
R^2	0.2638	0.4859
$Hausman \chi^2$	53.86(0.00)***	

주 : 1) 회귀계수 옆의 괄호 안은 t-value를 나타내며, $Hausman \chi^2$ 통계량 옆의 괄호 안은 p-value를 나타냄.

2) *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3) 연도더미와 절편의 회귀계수 표기는 생략하였음.

<표 IV-7>은 실제성장률을 종속변수로 하는 패널회귀모형의 추정결과를 보여주고 있다. 기술적으로 오차항과 설명변수 사이에 상관관계가 존재하지 않

는다는 귀무가설을 검정한 *Hausman*의 χ^2 통계량이 귀무가설을 기각하여 고정효과모형을 선택하는 것이 바람직한 것으로 나타났다. 따라서 고정효과모형의 추정결과를 중심으로 유의한 설명변수와 실제성장률 사이의 관계에 대해 논의를 진행한다.

우선 수익성을 나타내는 ROA는 통계적으로 유의하지 않아 실제성장률과 수익성 사이에 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 다만 회귀계수가 음(-)의 값을 나타내어 수익성이 낮은 회사가 높은 성장률을 기록하는 경향이 다소 있는 것으로 이해할 수 있다.

외부변수로서 기업규모의 회귀계수는 예상과 같이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내었고 연령 변수의 회귀계수는 음(-)의 값을 기대하였으나 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 값을 나타내었다. 즉, 생명보험회사의 규모가 작을수록 성장률이 커지는 경향이 있고, 연령과 성장률 사이에는 유의한 관계가 존재하지 않는다는 것을 의미한다.

다음으로 보험영업활동을 반영하는 변수들 중에서는 사망보험비중, 일시납 보험비중, 실효해약률, 단체보험비중이 통계적으로 유의한 것으로 나타났으나 투자영업활동을 반영하는 변수들 중에서는 통계적으로 유의한 변수가 없는 것으로 나타났다. 사망보험비중과 일시납보험비중의 회귀계수는 예상과 같이 각각 음(-)과 양(+)의 부호로 나타났고, 실효해약률의 회귀계수는 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이와 같은 결과는 성장률이 높은 회사가 사망보험비중이 낮은 반면 방카슈랑스를 통해 판매되는 일시납 저축성보험의 비중이 높고 불완전판매에 의해 해약률이 높다는 것을 의미한다.

그런데 종속변수로 사용된 실제성장률은 수익성을 반영한 지표가 아니기 때문에 이와 같은 분석결과로부터 얻어지는 시사점은 제한적일 수밖에 없다. 예를 들어, 사망보험비중이 낮고 일시납 저축성보험의 비중이 높은 회사의 수익성이 매우 저조한 상황이라면 상품구조의 개선을 통해 어느 정도 성장률 확대를 제한하고 수익성 확충을 위해 노력할 필요가 있다는 시사점을 도출할 수 있지만, 개별 회사의 입장에서 자사의 실제성장률이 적정성장률 혹은 지속가능성장률에 비하여 어떠한 수준인지를 파악하지 못하면 수익성과 연계한 성장전략의 수립이 불가능할 것이다. 따라서 개별 회사의 입장에서 자사의

실제성장률이 어떠한 수준인지를 파악하고 그러한 성장률 수준이 어떠한 특성에 의해서 영향을 받은 것인지를 분석할 필요가 있다. 따라서 이후에서는 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률을 비교하여 과대성장그룹, 적정성장그룹, 과소성장그룹으로 분류하고 각 그룹의 특성 차이를 분석한다.

4. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성 분석

가. 적정성장, 과대성장, 과소성장 그룹 분류

생명보험회사의 성장전략수립과 관련하여 보다 실질적인 시사점을 도출하기 위하여 실제성장률과 지속가능성장률의 차이를 이용하여 분석대상 회사를 적정성장회사, 과대성장회사, 과소성장회사의 그룹으로 분류하고 각 그룹의 특성 차이를 분석한다. 이를 위해 실제성장률과 지속가능성장률의 차이를 계산하여 내림차순으로 정렬한다. 그 결과 실제성장률이 지속가능성장률보다 큰 회사가 반대의 경우보다 많은 것으로 나타났다. 분석대상 회사가 21개사이므로 기본적으로 5개의 그룹으로 나누며 각 그룹은 4개의 회사가 속하는 것으로 한다. 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 값이 0보다 큰 회사들 중에서 가장 작은 2개의 회사와 0보다 작은 회사들 중에서 가장 큰 2개의 회사를 세 그룹(적정성장그룹)으로 분류한다. 즉, 앞의 <표 III-6>과 <표 III-7>에서 살펴보았듯이 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 가장 작은 회사들이 성장률도 적절히 높고 수익성도 높으므로 적정성장률을 달성하는 회사로 분류한 것이다. 따라서 우선 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 큰 회사들 중 상위 4개의 회사를 1그룹(과대성장그룹)으로 분류하고 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 큰 회사들 중 적정성장그룹과 과대성장그룹에 속하지 않은 회사는 2그룹으로 분류한다. 또한 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 작은 회사들 중 3그룹에 속한 회사를 제외한 나머지 회사 중 상위 4개사를 4그룹으로 분류하고 나머지를 5그룹(과소성장그룹)으로 분류한다.

<표 IV-8> 생명보험회사 성장그룹별 회사 수

회계연도(FY)	1그룹 (과대성장)	2그룹	3그룹 (적정성장)	4그룹	5그룹 (과소성장)
2000	4	8	4	4	1
2001	4	6	4	4	3
2002	4	9	4	4	-
2003	4	6	4	4	3
2004	4	6	4	4	3
2005	4	7	4	4	2
2006	4	5	4	4	4
2007	4	11	4	2	-
평균	4	7.3	4	3.8	2.7

<표 IV-8>에서 보는 바와 같이 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 작은 회사들의 개수가 많지 않아 1그룹과 2그룹의 회사 수가 많고 4그룹과 5그룹의 회사 수는 상대적으로 작다. 특히, FY2002와 2007에는 5그룹(과소성장그룹)으로 분류된 회사가 존재하지 않는다. 그리고 우리의 관심사는 적정성장그룹에 비하여 과대성장그룹과 과소성장그룹이 어떠한 특성에서 차이가 존재하는가를 파악하는 것이므로 이후의 분석에서 2그룹과 4그룹에 대한 결과의 보고는 생략한다.

<표 IV-9>는 분류된 그룹별 성장률과 수익성 변수의 평균값을 보여주고 있다. 만약 분류된 각 그룹의 특성이 제대로 반영되었다면 앞의 <표 III-6> 및 <표 III-7>과 마찬가지로 과대성장그룹은 성장률이 매우 높고 수익성은 매우 낮은 반면 과소성장그룹은 성장률이 매우 낮고 수익성도 낮아야 한다. 또한 적정성장그룹은 성장률은 중간 수준이면서 수익성은 가장 양호하여야 한다. 표에서 보는 바와 같이 각 그룹별로 이러한 차이가 극명하게 나타나고 있어 성공적으로 분류되었음을 알 수 있다.

<표 IV-9> 생명보험회사 성장그룹별 특성 변수의 평균

(단위 : %)

변 수	과대성장그룹	적정성장그룹	과소성장그룹
실제성장률	100.31 (86.04)	9.85 (5.19)	-8.66 (-3.03)
매출액순이익률	-5.76	5.25	2.24
ROA	-2.06	2.04	0.65

주 : ()안은 연도별 규모가중 평균을 산출한 후 다시 시계열 평균한 값임.

나. 성장그룹별 외부요인의 차이

기업의 규모와 연령(업력)은 경제적·사회적 외부환경 자체는 아니지만 외부환경 변화에 대한 적응능력을 반영할 수 있는 변수이며 기업이 인위적으로 일시에 변경할 수 있는 요인이 아니므로 여기서는 외부요인으로 간주한다. 다음의 <표 IV-10>은 성장그룹별 규모 및 연령 차이를 보여주고 있다.

먼저, 과대성장그룹으로 분류된 회사와 적정성장으로 분류된 회사의 연도별 기업규모를 보면 전체 기간 동안 과대성장으로 분류된 회사의 규모가 작은 것으로 나타났다. 특히 과대성장그룹과 적정성장그룹의 규모차이를 검정한 통계량도 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났다. 앞의 <표 IV-8>과 연계하여 해석하면 규모가 작고 성장률이 지나치게 높은 회사는 수익성이 낮은 경향이 있다는 것을 의미한다. 규모가 작은 회사의 경우 상대적으로 높은 성장률을 달성하기 유리한 것은 사실이다. 그러나 그러한 성장이 수익성을 희생한 대가라면 전략적 수정이 요구된다.

<표 IV-10> 성장그룹별 규모 및 연령 차이

회계연도 (FY)	기업규모			연령		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	13.61	13.66	16.72	2.10	2.88	4.00
2001	11.87	13.23	15.93	2.23	2.18	3.47
2002	11.80	15.19	-	2.25	2.70	-
2003	12.53	14.36	14.12	2.15	2.70	3.07
2004	13.27	14.89	15.20	2.68	2.73	3.23
2005	13.34	15.52	14.36	2.48	2.93	2.55
2006	14.48	15.07	15.70	2.78	3.05	2.78
2007	14.72	16.55	-	2.53	3.13	-
평균	13.20	14.81	15.34	2.40	2.78	3.18
차이검정	-3.00***	-	0.96	-2.83**	-	1.83*

주 : 1) 기업규모 변수는 총자산에 자연로그를 취한 값이며 연령 변수는 설립 이후 경과연수에 자연로그를 취한 값임.

2) 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, *, **, ***은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

과소성장으로 분류된 회사는 적정성장으로 분류된 회사에 비해 대체로 기업규모가 큰 것으로 나타났다. 다만, 통계적으로 유의한 차이는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이는 앞의 <표 IV-9>를 고려하면 기업규모가 비슷한 수준이라 하더라도 성장률과 수익성 모두 우수한 회사와 그렇지 못한 회사가 존재함을 의미한다. 일반적으로 기업규모가 비슷하다는 것은 대부분의 영업여건이 대등한 수준이라고 볼 수 있기 때문에 과소성장으로 분류된 회사가 수익성도 낮다는 것은 상당히 심각한 문제라고 볼 수 있다. 경쟁사에 비해 성장률이 낮다는 것은 시장점유율의 축소를 의미하고 이러한 상황에서 수익성마저 악화되면 성장기회가 줄어들 수 있다. 따라서 과소성장으로 분류된 회사는 수익성을 고려하되 현재보다 성장률 제고를 위한 다소 적극적인 판매전략을 수립할 필요가 있을 것으로 판단된다.

다음으로 연령 변수는 통계적으로 유의한 수준에서 과대성장 회사가 적정성장 회사에 비해 작고 과소성장 회사가 적정성장 회사에 비해 큰 것으로 나

타났다. 각 그룹의 평균 연령은 과대성장 회사가 11년(=exp(2.40)), 적정성장 회사가 16년(=exp(2.78)), 과소성장 회사가 24년(=exp(3.18))이다. 이와 같은 연령 분포와 성장률을 고려할 때, Miller and Friesen(1984)의 기업발전 5단계¹⁵⁾를 적용해보면 과대성장 회사는 성장기의 특징을 보이고 과소성장 회사는 쇠퇴기의 특징을 보인다고 볼 수 있다. 따라서 과대성장 회사는 성장과 함께 수익성에 중점을 둬으로써 안정적 성장을 도모할 필요가 있고 과소성장 회사는 성장과 수익성 모두에서 혁신을 통해 재성장의 기틀을 다질 필요가 있을 것이다.

다. 성장그룹별 보험영업활동 차이

<표 IV-11>은 성장그룹별 사망보험비중 및 단체보험비중의 차이를 보여주고 있다. 먼저 표에서 보는 바와 같이 사망보험비중은 과대성장 및 과소성장 회사 모두 적정성장 회사에 비해 상당히 낮은 수준인 것으로 나타났다. FY2000부터 FY2007까지의 사망보험비중 평균이 적정성장 회사는 62.44%이나 과대성장과 과소성장 회사는 각각 48.34%와 48.05%에 지나지 않은 것으로 나타났다. 이는 생명보험회사가 적정한 성장을 위해서는 사망보험의 비중을 높일 필요가 있다는 점을 시사한다. 사망보험은 보장성보험이 대부분이므로 저축성보험에 비해 외부환경의 변화에 민감하지 않아 수입보험료증가율이 안정적이고 실효해약률이 상대적으로 낮을 것이며¹⁶⁾, 이에 따라 사망보험비중은 생명보험회사의 건실한 성장에 큰 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 따

15) Miller and Friesen(1984)는 기업의 발전단계를 5단계(생성기, 성장기, 성숙기, 재성장기, 쇠퇴기)로 구분하였다. 설립 10년 미만으로서 시장진입을 시도하는 중소기업이 생성기에 속한다. 연매출 15% 이상으로서 성장세를 유지하기 위해 경영 프로세스를 시스템화하려는 기업들은 성장기에 속한다. 성숙기에 속하는 기업은 매출 성장률이 15% 이하이며 관리중심의 경영스타일을 고수하는 특징을 보인다. 쇠퇴기의 기업은 제품 수요가 정체되는 상황에서 제품혁신이 부족하고 이에 따라 수익성이 하강하는 특징을 보인다. 또한 재성장기의 기업은 다각화, 제품 혁신, 통제 시스템의 변화 등을 통해 매출 성장률이 15% 이상으로 회복되는 특징을 보인다.

16) 박한구(2004)의 연구는 생명보험회사의 부실과 보장성보험비중 사이에 음(-)의 상관관계가 존재한다는 실증결과를 제시한 바 있다.

라서 과대성장 및 과소성장 회사들은 사망보험비중을 높이는 방향으로 상품 구조를 개선함으로써 안정적 성장을 도모할 필요가 있을 것이다.

<표 IV-11> 성장그룹별 사망보험비중 및 단체보험비중 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	사망보험비중			단체보험비중		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	37.92	53.84	33.38	7.48	4.65	13.40
2001	84.98	54.83	44.82	0.98	4.98	7.33
2002	64.61	56.16	-	1.43	6.70	-
2003	44.04	72.35	54.49	0.18	1.63	3.50
2004	35.61	62.82	70.78	1.60	3.05	2.27
2005	46.53	66.11	36.14	0.78	1.48	0.30
2006	34.22	68.53	48.73	0.83	0.98	1.45
2007	38.83	64.88	-	0.13	1.48	-
평균	48.34	62.44	48.05	1.67	3.12	4.71
차이검정	-2.01*	-	-2.61**	-1.28	-	0.83

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, *, **은 각각 유의수준 10%, 5%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

과대성장 회사와 적정성장 회사의 단체보험비중 차이는 통계적으로 유의한 것은 아니지만 분석기간 중 FY2000을 제외한 모든 회계연도에서 과대성장 회사가 작은 것으로 나타났다. 또한 과소성장 회사가 적정성장 회사에 비해서 단체보험비중이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 앞서 언급한 바와 같이 단체보험을 가입하는 고객은 기업이므로 정보력을 이용하여 보험회사를 선택하므로 상대적으로 규모가 작은 과대성장 기업보다는 적정성장 기업의 단체보험의 판매가 많기 때문에 발생한 것으로 여겨진다.

한편, <표 IV-12>는 생명보험회사 성장그룹별로 보험영업활동을 반영하는 변수 중 일시납보험비중과 실효해약률의 차이를 보여주고 있다. 먼저 일시납 보험비중은 과대성장 및 과소성장 회사가 적정성장 회사에 비해 통계적으로 유의하게 높은 수준인 것으로 나타났다. 일반적으로 일시납보험료보다는 월납 보험료의 비중이 높은 회사가 장기적으로 볼 때 자산건전성 확보에서 유리하

다고 볼 수 있다. 따라서 과대성장 회사는 적정성장 및 과소성장 회사에 비해 일시납보험의 비중이 높아 이에 대한 개선이 필요한 것으로 판단된다. 일시납보험의 비중이 높다는 것은 상품 측면에서는 연금 등 저축성보험의 판매비중이 높고 판매채널 측면에서는 방카슈랑스와 같은 신채널에 대한 의존도가 높을 가능성이 있다. 따라서 과대성장 회사는 상품구성과 채널활용 측면에서 수익성과 성장성을 고려하여 전략적으로 새롭게 접근할 필요가 있다고 하겠다.

<표 IV-12> 성장그룹별 일시납보험비중 및 실효해약률 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	일시납보험비중			실효해약률		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	16.98	9.35	20.20	27.41	15.85	19.73
2001	4.45	4.90	7.87	9.11	11.50	14.52
2002	18.93	3.35	-	15.59	14.89	-
2003	58.50	4.70	4.55	11.98	17.63	27.61
2004	24.80	1.73	7.00	13.56	14.22	17.80
2005	16.08	3.30	13.55	13.22	11.69	10.17
2006	16.78	6.70	6.13	12.42	12.84	10.65
2007	13.38	4.43	-	12.46	10.01	-
평균	21.24	4.81	9.88	14.47	13.58	16.75
차이검정	2.86**	-	2.23**	0.41	-	1.26

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, **는 유의수준 5%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

실효해약률은 적정성장 회사가 가장 낮지만 성장그룹별 차이가 통계적으로 유의한 수준은 아닌 것으로 나타났다. 다만, 실효해약률의 차이가 낮다 하더라도 1%의 차이는 상당히 큰 금액이므로 과대성장 및 과소성장 회사는 실효해약률 감소를 위해 지속적인 노력이 필요한 것으로 판단된다.

다음으로, <표 IV-13>은 성장그룹별 사업비율과 보험금지급률 차이를 보여주고 있다. 사업비율은 과대성장 회사의 평균이 가장 높았으나 통계적으로 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다. 다만 FY2004부터 적정성장 회사의 사업비율은 지속적으로 낮아지는 추세이나 과대성장 회사의 사업비율은 지속적인

로 높아지는 추세라는 특징을 발견할 수 있다. 사업비율이 상승했다는 것은 성장률 제고를 위해 영업비용을 늘려왔다는 것을 의미한다. 따라서 수익성이 낮은 과대성장 회사는, 현재와 같이 글로벌 금융위기가 진행되는 상황에서, 수익성이 확보되는 수준의 성장률을 달성할 수 있도록 전략적 접근이 필요한 것으로 판단된다.

<표 IV-13> 성장그룹별 사업비율 및 보험금지급률 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	사업비율			보험금지급률		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	14.50	20.06	9.27	14.18	17.19	12.13
2001	31.41	21.45	11.40	7.76	11.82	15.43
2002	18.12	14.01	-	9.78	12.39	-
2003	14.75	20.68	14.99	2.36	9.38	19.87
2004	13.27	12.49	15.53	7.73	11.22	9.45
2005	14.28	10.74	10.33	2.64	13.37	6.79
2006	14.69	10.24	12.05	4.28	3.54	7.24
2007	18.18	8.81	-	4.40	5.56	-
평 균	17.40	14.81	12.26	6.64	10.56	11.82
차이검정	0.93	-	-1.11	-1.87*	-	0.50

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며,
*는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

보험금지급률은 과대성장 회사가 가장 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 과대성장 회사가 공격적인 영업으로 인하여 보험금지급률이 높은 것이라고 단정할 수 없음을 의미한다. 보험금지급률은 회사마다 주력상품이 보장성 인가 아니면 저축성인가에 따라 크게 차이가 날 수 있다. 따라서 분석기간 동안에 과대성장 회사들이 평균적으로 보험금지급률이 낮은 상품의 판매비중이 높았던 것으로 해석할 수 있다. 과소성장 회사의 경우 성장률과 수익성이 상대적으로 낮은 상황에서 보험금지급률마저 높은 수준을 나타내어 개선이 시급한 상황이라고 할 수 있다.

라. 성장그룹별 자산배분 차이

먼저 <표 IV-14>에는 성장그룹별 주식 및 수익증권 투자비중과 채권투자비중의 차이를 제시하였다. 성장을 제고에 치중하는 회사는 보험영업부문에서 상대적으로 수익성이 낮을 것이고 이를 만회하기 위하여 채권과 같이 리스크가 낮은 자산보다는 주식 및 수익증권과 같이 리스크가 높은 자산에 대한 투자비중을 확대할 가능성이 높을 것으로 예상하였다.

<표 IV-14> 성장그룹별 주식및수익증권비중과 채권비중 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	주식및수익증권비중			채권비중		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	5.80	11.53	7.47	55.54	51.06	33.30
2001	6.50	15.16	18.11	69.44	55.10	29.14
2002	15.39	7.52	-	50.57	39.23	-
2003	0.87	4.90	24.82	79.58	50.58	30.95
2004	18.42	4.46	3.76	48.24	54.69	66.12
2005	10.55	10.56	12.12	62.39	47.90	56.71
2006	14.34	5.84	8.40	43.23	56.80	56.93
2007	7.04	8.21	-	47.69	56.57	-
평균	9.86	8.52	12.45	57.08	51.49	45.52
차이검정	0.55	-	1.26	1.15	-	-0.97

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량을 나타냄.

그러나 예상과 달리 대체로 주식 및 수익증권에 대한 투자비중은 과대성장 회사와 적정성장 회사 사이에 큰 차이가 없었고 채권에 대한 투자비중은 오히려 과대성장 회사가 높은 것으로 나타났다. 과대성장 회사가 수익성이 매우 저조한 이유가 이와 같이 상대적으로 리스크가 낮고 투자수익률이 낮은 채권에 대한 투자비중이 높기 때문일 가능성도 배제할 수 없다. 다만, 이러한 차이가 통계적으로 유의한 수준은 아니라는 점에서 뚜렷한 증거로 해석하기는 무리가 따른다.

한편, 다음의 <표 IV-15>는 성장그룹별 현금보유비중과 대출채권투자비중의

차이를 보여주고 있다. 과대성장 회사는 공격적인 투자를 통해 보험영업부문의 성장을 도모하므로 현금보유비중이 높을 것으로 예상하였다. 예상과 같이 과대성장 회사의 현금보유비중은 적정성장 및 과소성장 회사에 비해 평균이 2배 가량 높은 12.05%를 나타내었다. 물론 통계적으로도 귀무가설을 기각하고 있다. 이러한 결과는 현금보유가 지나치면 수익성이 낮아질 수밖에 없으므로 현금보유 수준을 낮출 필요가 있음을 시사한다.

<표 IV-15> 성장그룹별 현금비중 및 대출채권비중 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	현금비중			대출채권비중		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	5.48	8.34	2.37	19.08	23.94	43.86
2001	15.12	7.67	6.03	4.97	11.03	32.86
2002	19.94	2.53	-	9.45	35.05	-
2003	5.76	2.08	5.13	7.64	24.18	27.15
2004	5.12	5.64	2.27	15.62	19.75	22.47
2005	10.05	4.72	1.22	12.84	25.29	15.29
2006	14.34	4.67	2.85	17.38	20.26	18.67
2007	20.57	5.42	-	17.86	20.66	-
평균	12.05	5.13	3.31	13.10	22.52	26.72
차이검정	2.90**	-	-1.64	-3.12***	-	0.92

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, **와 ***는 각각 유의수준 5%와 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

마지막으로 대출채권비중은 과대성장 회사가 적정성장 및 과소성장 회사에 비해 매우 낮은 수준인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 보험영업부문의 성장을 제고에 치중하는 생명보험회사는 대출부문의 운영에 인적·물적 투자가 적어 해당 분야에 대한 노하우가 부족하기 때문일 가능성이 높다. 일반적으로 대출채권의 투자수익률이 다른 자산에 비해 상대적으로 높은 수준이므로 과대성장 회사들은 대출채권의 적극적인 운용을 통해 수익성을 제고할 필요가 있음을 시사한다. 물론 대출채권의 운용에는 신용리스크관리와 고객관리 능력이 상당히 중요할 것이므로 이에 대한 철저한 준비도 필요할 것이다.

마. 모형을 통한 분석

앞서의 결과들은 각 그룹별 특성을 나타내는 변수들에 대한 단변량 분석이므로 사전에 선택된 모든 변수를 동시에 고려한 모형에서도 동일한 결과가 나타날 것인가에 대해서는 추가적인 분석이 필요할 것이다. 이를 위해서 본 연구는 다항로짓모형(multinomial logit model)을 이용한다. 다항로짓모형은 위계와 순서가 없는 다범주형 종속변수를 다루는 모형이다. 이항로짓모형(binomial logit model)은 종속변수가 이항분포를 하고 있다는 가정을 하고 있는 반면, 다항로짓모형은 종속변수가 다항분포를 하고 있다는 가정에 근거하고 있다. 앞의 <표 IV-7>의 모형에서와 마찬가지로 다항로짓모형에서도 다중공선성을 고려하여 채권비중 변수를 제거한 모형을 설정한다. 또한 사전적으로 수익성을 기준으로 과대성장, 적정성장, 과소성장 그룹으로 분류하였으므로 이후의 모형에서는 ROA를 제외한다. 다항로짓모형에서 종속변수는 과대성장 기업에 1의 값을 부여하고 적정성장 기업에 3을 부여하며 과소성장 기업에 5의 값을 부여한다. 물론 나머지 그룹의 경우에도 각각 2와 3을 부여한다. 그리고 적정성장 기업을 기준범주로 하여 추정하며, 이 때 회귀계수는 설명변수가 적정성장일 확률과 과대성장일 확률(혹은 과소성장일 확률)의 비율, 즉 로그-오즈비(log odds ratio)에 미치는 영향을 의미한다. 다음의 <표 IV-16>은 적정성장그룹을 기준범주로 한 다항로짓모형을 추정한 결과이다.

우선 생명보험회사의 실제성장률이 지속가능성장률보다 매우 높아 적정성장률보다 과대성장할 확률에 유의한 영향을 미치는 변수는 외부요인에서 기업규모, 보험영업활동에서 일시납보험비중, 실효해약률, 단체보험비중, 투자영업활동에서 현금비중으로 나타났다. 회귀계수의 부호를 보면 기업규모와 단체보험비중이 음(-)의 값을 나타내고 일시납보험비중이 양(+)의 값을 나타내어 기업규모가 작고 단체보험비중이 낮고 일시납보험비중이 높을수록 과대성장할 확률이 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 이는 과대성장하여 수익성이 낮은 중소형 생명보험회사는 수익성을 수반한 적정성장을 달성하기 위해서 상품구조의 개선이 필요하다는 점을 의미한다. 특히 실효해약률에 대한 회귀계수가 양(+)의 값을 나타내어 과대성장하는 회사들의 경우에는 보다 철저한 실효해

약 관리가 필요함을 시사한다. 그리고 투자영업활동에서는 수익성이 상대적으로 낮은 현금비중의 회귀계수가 양(+)¹⁾의 값을 나타낸 것으로 미루어 현금보유비중의 최적화를 통해 수익성 제고를 도모할 필요가 있음을 시사한다.

<표 IV-16> 다항로지모형 추정결과(기준: 적정성장그룹)

설명변수	과대성장그룹	과소성장그룹
기업규모	-1.3473(-2.85) ^{***}	0.3433(0.85)
연령	0.0053(0.01)	0.8877(1.44)
사망보험비중	-0.0406(-1.19)	-0.1067(-2.44) ^{**}
일시납보험비중	0.1390(2.19) ^{**}	-0.0165(-0.19)
실효계약률	0.2122(2.50) ^{**}	0.0788(0.77)
단체보험비중	-0.2744(-2.11) ^{**}	0.0136(0.09)
사업비율	-0.0447(-0.68)	0.1067(1.20)
보험금지급률	-0.1193(-1.35)	-0.0799(-0.89)
운용자산비율	-0.0315(-0.87)	0.0273(0.61)
주식및수익증권비중	0.0755(1.43)	-0.0105(-0.18)
현금비중	0.1467(1.82) [*]	0.0706(0.72)
대출채권비중	0.0318(0.64)	-0.0289(-0.68)
관측치수	154	
Pseudo R^2	0.3283	

주 : 1) 회귀계수 밑의 괄호 안은 t-value를 나타냄.

2) *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3) 연도더미와 절편의 회귀계수 표기는 생략하였음.

과소성장그룹으로 분류된 회사들의 경우에는 보험영업활동을 반영하는 변수 중 유일하게 사망보험비중의 회귀계수가 음(-)²⁾의 값으로 유의한 것으로 나타났으며 투자영업활동을 반영하는 변수는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 과소성장 회사가 수익성을 수반한 적정성장을 달성하기 위해서는 사망보험과 같은 보장성보험의 비중을 높이는 방향으로 상품포트폴리오를 개선할 필요가 있음을 시사한다. 비록 과대성장그룹의 사망보험비중에

대한 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았지만 과대성장그룹과 과소성장그룹 모두 사망보험비중의 회귀계수가 음(-)의 값이라는 점에 주목할 필요가 있다. 사망보험은 보장성보험으로서 저축성보험에 비해 상대적으로 해약률이 낮다는 특성이 있다. 즉, 보험회사의 입장에서는 보장성보험의 비중을 적절히 유지하는 것이 경기가 하강하여 소비자의 소득이 감소할 때에도 안정적인 수익확보에 유리하다는 것이다.