

---

## IV. 국내 생명보험회사의 상장과 시장가치

---

### 1. 상장 현황 및 목적, 그리고 시장가치

우리나라에서 생명보험회사의 상장은 일찍이 1980년대 후반부터 논의가 되었으나, 여러 번에 걸쳐 추진과 유보가 반복되었다. 가장 핵심적인 쟁점 사항은 상장 시 과거 보험계약자에 대한 배당과 주식배분 문제였다.<sup>34)</sup> 많은 논란 끝에 2007년 생명보험회사 유가증권 상장 규정 개정안이 금융감독위원회로부터 승인을 받으며 상장이 허용되었다. 이후 생명보험회사 최초로 2009년 10월 동양생명이 상장되었다. 동양생명은 공모가 17,000원에 신규주식을 10,752,339주 발행하여 약 1,782억 원의 자본금을 마련하였으며, 매각을 희망하는 기존주주의 주식 9,270,000주를 매각(구주매출)하였다. 2010년 3월에는 대한생명이 공모가 8,200원에 158,530,000주의 신주를 발행하여 약 1조 2,800억 원 자본금을 마련하였으며, 5,860만 주를 구주매출 하였다. 그리고 동년 5월에 삼성생명이 공모가 110,000원에 4,443만 주를 구주매출하여 거래소에 상장되었다.

생명보험회사 3사의 상장에서 나타나는 특징은 신주발행에 의한 자본금 증가 이외에 구주매출의 비중이 크다는 점이다.<sup>35)</sup> 동양생명의 구주매출금액은 1,576억 원으로 모집총액<sup>36)</sup>의 46.3%에 이르며, 대한생명의 구주매출금액은 4,805억

---

34) 자세한 내용은 정재욱(2006), 김정동(2006) 참조.

35) IPO와 후속기업공개(Secondary Equity Offering) 등 기업공개는 신주발행(Primary Offering)과 구주매출(Secondary Offering), 그리고 신주발행과 구주매출의 조합 등 세 가지 방법으로 이루어진다. Kim and Weisbach(2008)의 1990년부터 2003년간 전 세계 기업공개 자료 분석 결과에 의하면 구주매출에 의한 기업공개는 전체 IPO의 1.6%, 후속기업공개의 17.7%를 차지한다.

36) 모집총액 = 신주발행금 + 구주매출금

원으로써 모집총액의 27%를 차지한다. 특히 삼성생명은 100% 구주매출에 의한 상장으로써 자본금 증가가 전혀 없다는 특징이 있다. 이러한 특징은 생보사 상장이 생보사 자체의 재무구조 개선 이외에도 최대주주 등 이해관계자의 자금 확보와도 관련이 크다는 점을 보여준다고 할 수 있다.

〈그림 IV-1〉 상장 이후 생보사들의 자본금 변화 구성

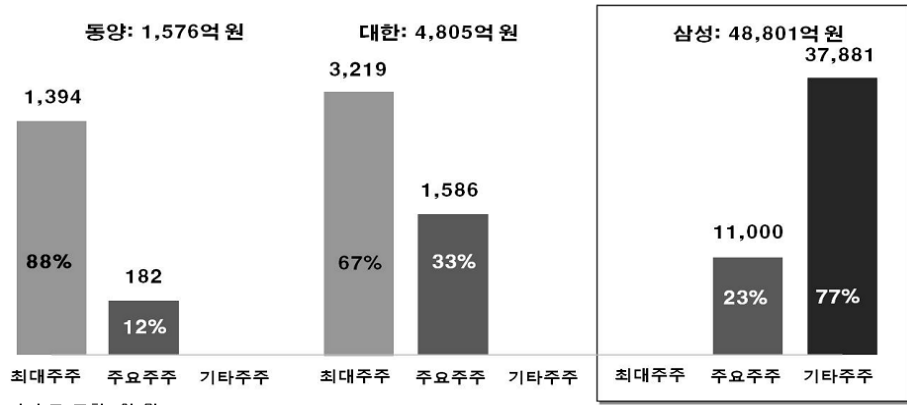
(단위: 억 원)

	상장 전 자본	보험회사로의 신규자본 유입		기존주주에게 유입된 금액	
		신주발행금 (제비용제외)	신주발행에 의한 자본증가율 <sup>1)</sup>	구주매출 금액 <sup>2)</sup>	구주매출 비중
동양	7,748	1,782	23.0%	1,576	46.3%
대한	41,304	12,805	31.0%	4,805	27.0%
삼성	108,510	0	0.0%	48,881	100%

주: 1) 신주발행에 의한 자본증가율만큼 RBC 비율이 상승 - 대한, 동양은 RBC제고 목적을 명시함.  
 2) 보유주식을 매각한 주주: 동양생명은 동양캐피탈, (주)보고티와이엘투자목적회사, 대한생명은 (주)한화건설, (주)한화, 한화석유화학(주), 예금보험공사, 삼성생명은 신세계, 제일제당, 삼성차채권단임.

신주발행금은 동양생명의 경우 1,782억 원으로써 자본을 23% 증대시켰으며, 대한생명은 1조 2,800억 원의 신주발행금으로써 자본을 31% 늘려 보험사의 재무건전성을 개선시키는 효과가 있었던 것으로 보인다. 구주매출에 의한 자금은 기존 대주주에게 유입이 되었다. 동양생명은 기존 주주였던 동양캐피탈, (주)보고티와이엘 투자목적회사, 대한생명은 (주)한화건설, (주)한화, (주)한화석유화학, 예금보험공사로 유입이 되었다. 전액 구주매출을 한 삼성생명은 주주였던 삼성자동차 채권단과 CJ제일제당, 신세계의 현금 확보를 가능케 하였다. 삼성생명의 경우 100% 구주매출에 의한 기업공개이므로 대주주와 이해관계자의 투자 자금 회수 목적의 상장으로 볼 수 있다. 대주주에 삼성자동차 채권단이 포함되어 있어 삼성생명의 상장으로 삼성그룹은 삼성자동차 부채를 해소할 수 있게 되었다.

〈그림 IV-2〉 구주매출로 인한 현금유입 비중



자료: 각사 투자설명서.

동양생명과 대한생명의 경우도 구주매출의 비중이 커서 자본확충 이외에 대주주의 투자자본 회수의 목적이 큰 비중을 차지하는 것으로 보인다. 특히 동양생명의 경우에는 최대주주인 동양파이낸셜 및 특수관계인이 상장 이후 보고펀드에게 지분을 매각하고 있다는 점에서 그룹의 자금난 해소를 위해 자회사인 동양생명을 상장시킨 후 매각하는 절차를 밟는 것으로 볼 수 있다.

〈그림 IV-3〉 동양생명의 지분 변동

**2009. 10 상장 대주주지분변동**

(단위: %)

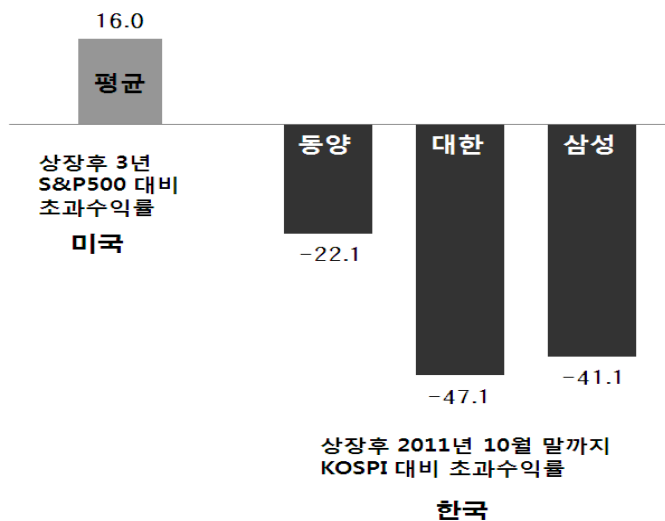
	2009. 9	2009. 12	2011. 3
동양파이낸셜 및 특수관계인 <sup>1)</sup>	63.5	49.5	3.0
보고펀드	16.1	13.5	57.6

주: 1) 특수관계인에는 동양캐피탈(주), 동양종합금융(주).

시장가치 측면에서 국내 생보3사는 상장 이후 KOSPI 대비 40%까지 하락한

것으로 나타났다. 반면 미국의 대형생명보험사들은 상장 이후 인수·합병 등 경영전략의 변화와 경영효율화를 통해 상장 후 3년간 주가수익률이 시장수익률 대비 16% 초과하는 것으로 나타났다. 이렇게 우리나라와 미국 생명보험회사들의 상장 이후 시장가치 변화 방향이 반대로 나타난 것은 미래 수익성에 대한 기대감 차이인 것으로 보인다. 미래 수익성에 대한 시장의 평가는 미국의 경우 경영환경 변화에 대한 기업가치 제고 노력, 그리고 이로 인한 미래 수익성 제고에 대한 기대감이 긍정적인 것으로 보이거나 국내 생보사의 경우에는 미약한 것으로 시장은 평가하고 있는 것으로 보인다.

〈그림 IV-4〉 한국과 미국 주요 보험사의 상장 전후 주가 초과수익률 비교



## 2. 경영전략 변화여부 분석

생명보험회사의 상장 이후 시장가치에 영향을 미친 경영전략의 변화여부를 분석하기 위해 크게 두 가지 분석을 하였다. 첫째는 상장 전후 경영지표 변화여부 분석이고 둘째는 패널데이터 분석이다.

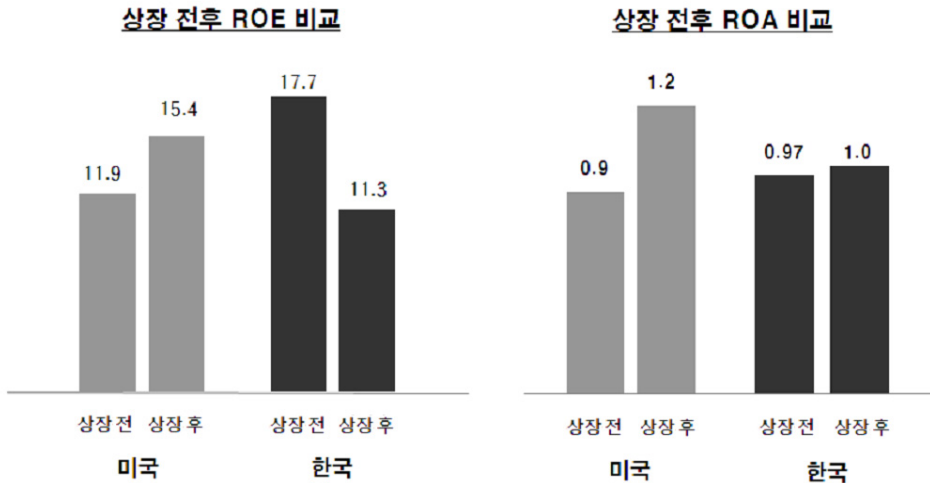
## 가. 상장 전후 경영지표 변화여부 분석

국내 생보 3사의 상장 이후 경영전략의 변화를 분석하기 위해 Meador and Chugh(2006)의 분석방법에 의해 주요 경영지표, 수익성, 성장성, 리스크 테이킹의 변화를 살펴보았는데, 미국과 다른 변화가 관찰되며, 이러한 차이로 인하여 시장가치 하락이 일어난 것으로 판단된다.

### 1) 수익성

Meador and Chugh(2006)의 연구결과는 미국의 생명보험회사들은 상장 이후 수익성 강화 전략을 취하면서 ROA, ROE 등 수익성 지표가 크게 개선되었다는 점을 제시하고 있다. 반면 국내 상장생명보험회사들은 상장 이전에 비해 수익성이 제고되지 않았다.

〈그림 IV-5〉 한국과 미국 주요 보험사의 상장 전후 수익성 비교



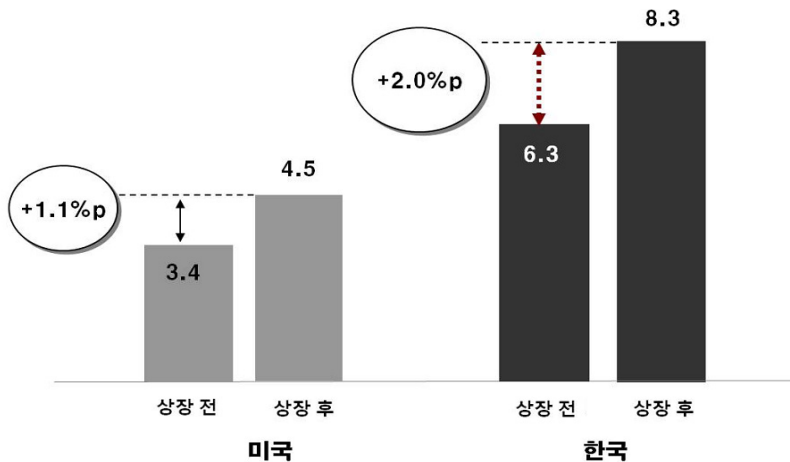
주: 한국의 상장 전 기간은 FY2004~2006, 상장 후 기간은 FY2009~2010임. 금융위기에 의한 충격을 제거하기 위해 FY2007~2008은 제외하였으며, 상장 3사가 FY2009에 상장을 하거나 상장 준비를 하여 지표에 변화가 일어날 수 있기에 상장 후 기간에 FY2009를 포함함.

앞서 분석한 미국 보험회사들의 경우 기업공개 이후 기업가치 극대화를 위한 수익성 위주 경영이 본격화 되어 ROE는 11.9%에서 15.4%로 약 29.4% 증가하였고 ROA는 0.9%에서 1.2%로 33%증가하였으나 국내 상장보험사들은 상장 후 ROA는 0.97%에서 1.0%로 유사하였으나 ROE가 17.7%에서 11.3%로 36% 감소하여 자기자본대비 수익성이 악화되는 모습을 보였다.<sup>37)</sup>

## 2) 성장성

수입보험료 증가율로 측정한 성장성 측면에서는 국내 상장보험사들의 수입보험료 증가율이 상장 이후 2.0%p 개선되는 것으로 나타났다. 반면 미국 보험사들의 상장 이후 수입보험료 증가율은 1.1%p를 기록했다. 성장성 측면에서는 미국의 경우와 유사한 모습을 보이고 있다.

〈그림 IV-6〉 한국과 미국 주요 보험사의 상장 전후 성장성 비교



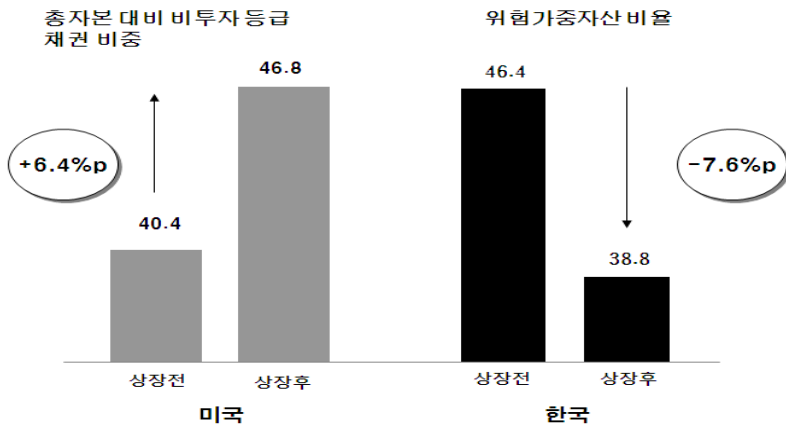
37) 미국의 경우 ROA, ROE 통계치 증감률이 〈표 III-10〉의 결과와 차이가 나는 이유는 Meador and Chugh(2006)가 사용한 자료의 차이이다.

미국 보험회사들의 경우 상장을 통해 조달된 자본이 유입되고 조달된 자본을 활용한 보험영업 강화를 위한 인수·합병을 통해 수입보험료 증가율이 개선된 것으로 볼 수 있으나 국내 생보3사의 경우는 보험사로의 자본유입이 적고 보험 영업 확대를 위한 인수합병도 없어 기존의 사업 강화를 통해 증가한 것으로 보는 것이 타당하다. 따라서 상장으로 인한 수입보험료 증가로 보기는 어려울 것으로 판단된다.

### 3) 리스크 테이킹

Meador and Chugh(2006)은 보험사의 리스크 테이킹을 총자본대비 비투자등급 채권비중으로 측정하였으나 국내 보험사에는 이에 대응하는 지표가 가능하지 않아 위험가중자산 비율을 위험투자, 리스크 테이킹의 대응변수로 삼았다.

〈그림 IV-7〉 한국과 미국 주요 보험사의 상장 전후 리스크 테이킹 비교



미국의 경우에는 앞에서 살펴본 바와 같이 비투자등급 채권 투자를 늘리며 제한적으로 위험투자를 확대, 운용수익률 제고를 모색한 것으로 보이나 국내 상장 보험회사들은 오히려 안정적인 국채에 대한 투자를 늘림으로써 위험가중 자산의 비율이 낮아진 것으로 분석된다.

## 나. 실증 분석

앞서 분석한 결과들은 국내 상장 3사의 상장 후 경영성과의 변화가 있었는지를 파악하기 위해 수익성, 성장성, 리스크 테이킹 등 각 경영지표들의 평균치를 상장 전후로 단순 비교한 것이다. 따라서 경영환경의 변화, 상장사의 규모 및 소유구조, 재무상황, 상품 포트폴리오 등의 변화를 통제하지 못하고 있어 경영성과 변화에 대한 상장의 효과를 유의하게 설명하지 못하는 한계가 있다. 본 절에서는 이러한 요인들을 통제한 후 상장 생보3사의 수익성, 성장성, 리스크 테이킹 등의 경영성과 변화에 상장이 영향을 미쳤는지를 회귀분석을 통해 검증한다.

### 1) 자료

22개 국내 생보사를 대상으로 하였고 분석기간은 2004년부터 2010년까지의 연간 자료를 사용하였다. 2004년부터 분석기간을 설정한데는 외환위기와 카드 사태로 인한 산업 구조조정의 영향을 최소화하기 위해서이다. 자료는 크게 두 그룹으로 구분할 수 있다. 먼저 경기요인 등 외부 경영환경 변화를 반영하는 변수와 개별 보험회사의 특성을 설명할 수 있는 변수들로 구분할 수 있다. 경기요인 등 외부 경영환경 변화를 반영하는 변수로는 GDP성장률을 사용하였으며 개별보험사의 특성을 반영하는 변수들로는 소유구조 더미 변수, 자본증가율, 부채 비율, 위험가중자산 비중, 수입보험료, 상품포트폴리오를 반영하는 수입보험료 대비 저축성보험 비중, 그리고 보험사 설립연수이다. 국내 생보사들은 소유구조에 따라 자산 규모, 판매채널, 상품포트폴리오, 위험에 대한 태도 등이 상이하게 나타나므로 본 분석에서는 소유구조를 더미 변수로 통제하고 있다.

$$\begin{aligned}
 I &= 1 \text{ if 보험사}_i \in \text{대기업계열} \\
 &= 2 \text{ if 보험사}_i \in \text{은행금융그룹계열} \\
 &= 3 \text{ if 보험사}_i \in \text{외자계·독립계열}
 \end{aligned}$$



소유구조에 따라 기업계열일 경우는 소유구조 더미변수가 1의 값을 취하고 은행금융그룹 계열일 경우는 2, 외자계·독립계열 보험회사는 3의 값을 취하는 것으로 설정하였다. 기업계열 중 상장, 비상장 생명보험회사는 상장더미 변수를 포함하여 구분하고 있다.

소유구조별로 나타나는 특징들을 수익성, 성장성, 상품포트폴리오, 리스크에 대한 태도 측면에서 정리한 결과가 <표 IV-1>에 제시되어 있다. 첫째, 성장성 측면에서 은행금융계열과 외자계가 높은 총자산증가율, 수입보험료 증가율, 그리고 초회보험료 증가율을 보이고 있다. 상장 보험회사들의 2009년과 2010년 초회보험료 증가율이 비상장사들에 비해 세배 가까이 높은 것으로 나타나 상장 이후에도 기존의 영업전략 하에서 강도가 높아진 것으로 판단된다. 총자산증가율은 산업평균인 27.9%에 비해 각각 37.7%, 30.6%를 보이고 있다. 은행금융계열 보험회사들은 연금 등 저축성 보험을 방카슈랑스 채널을 통해 판매를 강화한 결과로 보이고 이는 저축성보험 비중으로 측정된 상품포트폴리오 측면에서도 볼 수 있다. 은행금융계열의 저축성보험 비중은 47.3%로 업계평균인 34.5%에 비해 상당히 높은 것을 알 수 있다. 저축성 보험 비중은 기업계열 중 비상장 보험회사들도 높은 비중을 보이고 있다. 반면 상장 보험회사들의 저축성보험 비중은 33%로 업계평균을 소폭 하회하고 있다. 시기별로 구분해 보면 FY2006-FY2008년 저축성 보험 비중은 은행금융계열이 39%에서 57%로, 비상장 기업계열 생명보험회사들은 44.8%에서 56.2%로 확대되었다. 반면 상장 보험회사들의 경우는 30%에서 32.7%로 소폭 늘어난 것에 지나지 않았다. 또한, 외국계 보험회사들의 저축성 보험 비중은 21.7%에서 27.8%로 늘었으나 여전히 보장성 보험 비중이 높은 것을 알 수 있다.<sup>38)</sup>

38) 시기별 기초통계량은 별첨에 첨부하였다.

〈표 IV-1〉 기초통계량

(단위: %)

변수명	기업계열		은행 계열	기타	전체	
	상장	비상장				
초회보험료 증가율 (InitialPremium)	25.2 (0,51)	18.4 (0,53)	32.0 (0,48)	98.0 (2,49)	30.8 (0,71)	45.2 (1,36)
수입보험료 증가율 (TotalPremium)	12.7 (0,12)	6.5 (0,09)	18.9 (0,12)	37.6 (0,61)	20.4 (0,31)	22.3 (0,38)
ROA	0.6 (0,01)	0.9 (0,00)	0.4 (0,01)	0.6 (0,01)	1.1 (0,03)	0.8 (0,02)
ROE	10.3 (0,13)	12.9 (0,11)	7.6 (0,15)	26.8 (1,01)	8.2 (0,26)	13.2 (0,53)
운용-국채수익률 (Yield)	2.1 (0,02)	1.9 (0,01)	2.3 (0,02)	1.5 (0,01)	1.0 (0,02)	1.4 (0,02)
GDP성장률 (GDPgrowth)	4.0 (1,89)	4.0 (1,91)	4.0 (1,91)	4.0 (1,89)	4.0 (1,88)	4.0 (1,87)
기업규모 (Size)	7.0 (0,66)	7.6 (0,51)	6.5 (6,53)	6.4 (0,49)	6.6 (0,62)	6.7 (0,65)
자본증가율 (EquityGrowth)	24.8 (0,27)	23.7 (0,30)	25.9 (0,25)	28.7 (0,65)	27.8 (0,28)	27.2 (0,40)
부채비율 (DebtRatio)	93.4 (0,02)	92.3 (0,02)	94.5 (0,01)	94.5 (0,03)	89.8 (0,07)	91.9 (0,05)
위험가중 자산비율 (RiskAsset)	46.8 (0,09)	43.2 (0,10)	50.4 (0,06)	35.4 (0,08)	22.1 (0,07)	32.3 (0,13)
기업설립 년수 (Age)	34.8 (22,60)	43.0 (18,80)	26.7 (23,54)	17.0 (2,80)	23.5 (14,60)	25.2 (17,04)
총자산 증가율 (AssetGrowth)	15.3 (0,07)	12.0 (0,05)	18.7 (0,07)	37.7 (0,39)	30.6 (0,28)	27.9 (0,28)
저축성보험 비중 (Savings)	39.4 (0,12)	33.0 (0,10)	45.8 (0,10)	47.3 (0,27)	25.1 (0,18)	34.5 (0,21)

둘째, ROA, ROE로 측정된 수익성 측면에서는 상장 보험회사가 비상장 보험회사, 은행금융계열 보다 높지만 외국계 보험회사에 비해서는 낮다. 시기별로는 상장 전에 비해서 ROA는 0.6%에서 1.0%로, ROE는 8.4%에서 11.3%로 개선되었다. 같은 시기 생명보험산업 평균 ROA와 ROE는 0.4%에서 0.8%로, 4.7%에서 8.5%로 개선되었고 외국계 보험사의 수익성도 개선되어 수익성 개선이 상장에 의한 경영전략의 변화라고 보기는 어려울 것으로 보인다.

리스크 테이킹을 반영하는 운용수익률과 국제수익률 간의 스프레드, 위험가중자산비율은 대기업계열이 상대적으로 더 크게 나타나고 있다. 이는 기업계열 보험사들이 소속 기업집단의 주식을 보유하고 있어 주식보유비중이 상대적으로 높기 때문인 것으로 보인다.

자본증가율은 분석기간 중에는 은행금융계열의 자본증가율이 기업계열이나 외국계에 비해서 높은 것으로 나타났다. 기업계열 가운데서 상장과 비상장 모두 분석 기간 중 자본증가율이 유사한 것으로 나타났다. 시기별로는 기업계열의 자본증가율이 FY2008~FY2010 기간에 증가한 것으로 나타났으나 은행금융계열의 자본증가율에 비해서는 낮은 것으로 나타났다. 상장 기업계열 보험회사의 자본증가율이 37.5%로 비상장 기업계열의 26.3%로 높게 나타났는데 대한생명과 동양생명의 경우 신규자본유입이 있었기 때문인 것으로 보인다.

부채비율과 위험가중자산 비율은 비상장 기업계열 보험회사들이 상장 보험회사에 비해 높은 것으로 나타났고 FY2008~FY2010 기간에 상장 보험회사들은 부채비율과 위험가중자산 비율이 소폭 줄어든 것으로 나타났다.

## 2) 실증분석결과

상장이 생보사의 경영성과에 영향을 미쳤는지를 분석하기 위해 다음과 같은 전형적인 패널분석 모형을 설정하였다.

$$Y = f(I, I_{08}, X, IPO) + \alpha_i + u, i = 1, \dots, 22; t = 2004, \dots, 2010$$

I는 보험회사 소유구조 더미, I<sub>08</sub>은 2008년 금융위기를 통제하기 위한 더미변수이다. IPO는 IPO더미 변수로 상장 보험사들의 상장 이후에는 1, 그렇지 않은 경우는 0 값을 갖는다.

〈표 IV-2〉 패널분석 결과

	ROE(1)	ROA(2)	운영-국채수 익률(3)	자산증가율 (4)	위험가중 자산비율(5)
IPOdummy (1=상장)	0.126 (0.321)	0.005 (0.007)	0.001 (0.008)	0.121 (0.087)	-0.017 (0.026)
Category (2=은행계)	-	-0.001 (0.014)	-0.006 (0.004)	-	-
Category (3=기타)	-	0.019 (0.014)	0.001 (0.005)	-	-
2008dummy (1=2008년)	-0.189 0.138	-0.012 <sup>***</sup> (0.003)	-0.015 <sup>***</sup> (0.004)	-0.076 <sup>**</sup> (0.037)	0.013 (0.011)
GDPgrowth	0.006 (0.025)	0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.004 (0.007)	0.000 (0.002)
EquityGrowth <sub>t-1</sub>	0.070 (0.046)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	-0.010 (0.012)	-0.001 (0.004)
DebtRatio <sub>t-1</sub>	-0.127 (0.376)	-0.032 <sup>***</sup> (0.009)	0.001 (0.010)	0.498 <sup>***</sup> (0.102)	0.051 <sup>*</sup> (0.030)
RiskAsset	2.681 <sup>**</sup> (1.122)	0.070 <sup>***</sup> (0.021)	0.038 <sup>***</sup> (0.014)	-0.504 <sup>*</sup> (0.306)	-
Age	-0.009 (0.029)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.045 <sup>***</sup> (0.008)	-0.015 <sup>***</sup> (0.002)
TotalPremium <sub>t-1</sub>	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.002 <sup>***</sup> (0.000)	0.000 (0.000)
Savings	-0.289 (0.428)	0.007 (0.010)	0.011 (0.008)	0.532 <sup>***</sup> (0.117)	-0.130 <sup>***</sup> (0.032)
constant	-0.372 (1.81)	0.009 (0.020)	0.001 (0.012)	0.921 <sup>***</sup> (0.294)	0.696 <sup>***</sup> (0.060)
R <sup>2</sup>	0.014	0.072	0.2247	0.2725	0.017
$\hat{\sigma}_\alpha$	0.479	0.022	0.004	0.688	0.305
$\hat{\sigma}_u$	0.540	0.013	0.014	0.147	0.043
$\hat{\rho}$	0.441	0.753	0.058	0.956	0.980
Prob> $\chi^2$	0.034	0.000	0.000	0.000	0.000

주: \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01; 괄호 안은 표준오차임.

X변수는 보험사들의 특성을 나타내는 변수들로 수입보험료 증가율, 자본증가율, 부채비율, GDP성장률, 저축성 보험 비중, 보험회사 설립연수, 위험자산 비율들이다. 수입보험료 증가율은 1기 시차변수를, 상장으로 인한 자본증가와 부채비율 감소 효과를 반영하기 위해 두 변수는 1기 시차 변수를 사용하였다.<sup>39)</sup> 경기변동을 통제하기 위해 GDP성장률을 포함시켰으며 2008년 금융위기를 반영하기 위해 더미변수를 포함했다. 상품포트폴리오를 통제하기 위해 저축성보험 비중을, 보험회사 설립연수는 1998년 외환위기와 카드사태 등 경제변화로 인한 유산효과(legacy effect)를 반영하기 위해 포함하였다. Y는 독립변수로 분석의 목적에 맞게 수익성을 반영하는 ROA, ROE, 리스크 테이킹을 반영하는 운용수익률과 국채수익률의 스프레드, 위험가중자산비율, 성장성을 반영하는 자산증가율 등이다.

다섯 가지 추정식을 Random Effect모형과 Fixed Effect모형으로 추정하였으며 Hausman Test 결과 ROA 추정식과 운용-국채수익률 추정식을 제외하고는 Fixed Effect모형이 자료를 잘 설명하고 있다는 결과를 보여주고 있다.<sup>40)</sup> 추정식 (1), (4), (5)가 Fixed Effect 모형으로 추정되었기 때문에 소유구조 더미는 추정되지 않았고 추정식 (2), (3)의 Random Effect모형에서만 소유구조 더미가 추정되었다. 각 변수에 대한 추정결과는 <표 IV-2>에서 보여주고 있다.

먼저 2008년 금융위기 더미 변수는 추정식 (1)과 추정식 (5)를 제외한 경우에서 모두 유의하게 나타났다. 2008년 금융위기 당시 국내 생명보험산업의 ROA, 운용-국채수익률, 자산증가율이 모두 감소한 것을 나타낸다.<sup>41)</sup> 상장더미는 다섯 개 추정식에서 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 상장 전후에 경영지표의 통계적 변화가 유의하지 않다는 것을 의미한다. 특이한 점은 자산증가율 추

39) 설명변수로 선정한 변수들은 Meador and Chugh(2006)가 분석에 활용한 보험회사의 경영전략의 변화를 관측할 수 있는 변수들이다. 경영전략의 변화가 수익성, 성장성, 리스크 테이킹에 영향을 주는 지를 분석하는 목적에 부합하는 변수들이다.

40) Random Effect와 Fixed Effect 추정결과, 그리고 Hausman Test결과는 별첨에 첨부하였다.

41) 2008년 금융위기 더미를 포함한 추정결과는 포함하지 않은 추정결과에 비해 추정치들의 방향과 유의성을 유지하면서 R<sup>2</sup>를 높이는 것으로 나타났다.

정결과에서 상장터미의 t-value가 1.39라는 점이다. 상장생명보험회사들의 자산증가율이 상장 이후 다른 생명보험회사에 비해 증가했을 수 있다는 점을 보여 준다. 반면 상장 이후 수익성, 성장성은 이전과 다르지 않다는 것을 의미하고 반면 운용수익률과 국채수익률 스프레드로 측정된 리스크 테이킹보다 위험가중 자산비율로 측정된 리스크 테이킹은 유의하지는 않지만 상장 이후 줄어든 것으로 나타났다.<sup>42)</sup>

ROA 추정식에서 부채비율, 위험가중자산 비율이 ROA에 유의한 영향을 미치고 방향도 일치하는 것으로 나타났다. 전기의 부채비율은 음의 방향으로, 금기의 위험가중자산 비율은 자산수익률을 높이는 방향으로 나타났다. 보험회사의 영업년수가 길수록 리스크 테이킹은 상대적으로 줄어드는 것으로 나타났으며 자산증가율도 작아지는 것으로 나타나 성장성이 정체되어있는 모습을 보여주고 있다.

회귀분석 결과 경영환경의 변화(GDP성장률, 2008년 금융위기 터미), 상장사의 규모 및 소유구조, 재무상황, 상품 포트폴리오 등의 변화를 통제한 경우에도 상장이 주요 경영전략 변수에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 다만 상장 이후의 기간이 2년에 불과하고 상장사가 3개사로 제한되어있다는 면에서 현재의 분석 결과는 한계를 가질 수 있다. 충분히 축적된 데이터로써 재검정하는 것은 향후 연구과제로 남겨둔다.

42) 대기업계열 보험사 중 상장사와 비상장사 간 ROA 격차에 대한 t검정 결과는 상장사들의 ROA가 유의하게 높은 것으로 나타나 상장효과로 기업계열에서는 약간의 차이가 있는 것으로 볼 수 있으나 전체 표본에 대해서는 그렇지 않다고 판단된다. 나머지 성장성, 리스크 테이킹 등에서는 차이가 없는 것으로 나타났다.

### 3. 국내 생명보험회사 기업공개에 대한 평가

#### 가. 기업집단 재무건전성 제고 목적의 상장

선행연구 결과에서 제시하는 바와 같이 생명보험회사의 기업공개 이후 시장 가치 제고 여부는 경영성과 및 전략의 변화 여부에 따라 다르게 나타났다. 수익성, 성장성, 리스크 테이킹 등 여러 경영성과 및 전략 측면의 변화가 미래 수익성을 제고하는 방향으로 작용할 것이라고 평가될 경우 주가수익률이 시장수익률을 상회하는 결과를 보여주었다. 그러나 우리나라 생보3사의 경우 상장 이후 저조한 장기성과를 보인다는 일반적인 기업공개 이후의 주가수익률 패턴을 보이고 있다. 앞서 제시한 실증분석 결과에서도 알 수 있듯이 기업공개 이후 경영전략 변수에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났고 위험가중자산 비율은 줄어드는 것으로 분석되었다. 또한, 기업공개 이후 가시적인 경영전략 변화를 가져오는 M&A, 사업구조조정 등은 관측되지 않았다. 오히려 동양생명은 상장 이후 대주주가 사모펀드에 지분을 매각하였으며 M&A매물로 시장에 나왔다.

동양그룹의 모회사인 (주)동양의 주가는 '11. 11월 기준으로 고점대비('09. 8월) 84% 하락하였는데 재무건전성의 악화가 주가하락의 주된 요인으로 판단된다. (주)동양, 동양레저, 동양캐피탈의 장부가치(Book value)는 FY2010에 각각 92억원, 157억 원, 116억 원의 적자를 기록할 만큼 재무상태가 악화되었다. 동양그룹의 부채비율은 600%를 넘어섰고 기업집단의 재무건전성을 개선하기 위해 동양그룹은 동양생명의 매각을 결정한 것으로 보인다.

#### 나. 소유구조 개선의 출발점

소유구조 측면에서의 변화는 주목할 만한 점이다. 상장을 하여 지분이 분산되면 소액주주가 증가하고, 전문적 지식이 있는 다양한 기관투자자들이 소유하게 된다. 기존 대주주의 지분율이 줄어들고 기관투자자나 소액주주비율이

늘어났다는 점은 대주주와 기타 주주 간의 이해상충문제를 완화하여 경영투명성을 제고할 수 있다는 측면에서 긍정적인 것으로 판단된다. 상장 이전 기업집단의 대주주 중심의 생명보험회사 경영이 다양한 투자자를 고려하는 경영으로 변화됨으로써 의사결정과정의 투명해 질 것이다. 경영의 투명성 제고는 이해관계자 간의 이해상충 완화에 도움이 될 가능성이 있다. <표 IV-3>에서는 상장 보험사들의 상장 전후 현금배당성향과 소액주주지분율을 제시하고 있다. 대주주 이외의 소액주주지분율은 삼성생명의 경우 FY2009의 12.1%에서 FY2010 28.2%로 두 배 이상 증가했고 동양, 대한생명도 각각 26%와 17%로 상장 전에 비해 크게 늘어났다. 현금배당성향 측면에서 대한생명은 FY2009 21% 수준에서 FY2010년에는 42.1%로 두 배 이상 늘어났고 동양생명은 30% 수준을 유지하고 있다.

<표 IV-3> 상장 전후 현금배당성향과 소액주주지분율

(단위: %)

구분	FY2008	FY2009	FY2010
<b>현금배당성향</b>			
동양	0.0	30.7	29.4
대한	0.0	20.8	42.1
삼성	35.4	24.8	20.8
<b>소액주주지분율</b>			
동양	9.7	26.0	25.9
대한	0.0	19.3	16.9
삼성	9.7	12.1	28.2

소유구조의 분산이 바람직하다는 논리는 대리인 비용 문제, 도덕적 해이 등의 측면에서 대주주가 지배하는 것이 바람직하다는 반론에 부딪힐 수 있다. 보험 산업에서 지배주주는 주로 기업집단이었기 때문에 기업집단의 이해관계에 더 큰 가중치를 두는 경향으로 인하여 이해상충 문제가 지속되었다. 생명보험회사들의 소유구조, 구체적으로 지배주주 집중도와 경영 안정성에 대한 분석결과는



찾아보기가 어렵다. 보험회사별로 자산규모, 사업포트폴리오 등 상이한 면들이 많아 비교가 쉽지 않다. 그러나 규모나 사업구조가 유사한 은행금융그룹의 경우 최대주주 집중도가 높을수록 수익성의 변동성이 크다는 결과를 볼 수 있다. 최대주주 집중도는 1대주주 지분율의 2008년에서 2010년간 평균수준이다. 2002년에서 2009년간 ROA, ROE 변동성과 최대주주 집중도와의 관계를 보면 정부가 57%를 소유하고 있는 우리금융의 수익 변동성이 신한, 하나, KB금융에 비해 상당히 높은 것을 알 수 있다. 보험사업을 영위하고 있는 글로벌 금융회사인 ING의 경우, 최대주주는 5.1%를 소유하고 있는 Alliance Bernstein Corp.이며 2005년에서 2009년간 ROA변동성은 0.42%이며 ROE변동성은 13.0%이다.<sup>43)</sup> 반면 2008년부터 정부지분이 27%인 씨티그룹의 경우에는 ROA표준편차 1.0%, ROE표준편차 15%로 나타났다. 소유구조가 분산된 금융기관의 수익안정성이 그렇지 않은 금융그룹에 비해 안정적이라는 점은 소유구조의 분산이 금융회사 경영에 얼마나 중요한지를 보여주고 있다. 이상의 분석은 국내은행의 경우 대부분 지배주주가 없기에 국내보험사에 주는 시사점은 제약적이라는 비판의 여지도 있을 수 있다. 그러나 다양한 소유구조가 존재하는 미국 은행에 대한 분석에 의하더라도 대주주가 경영하는 은행이 전문경영인이 경영하는 은행에 비해 더 큰 위험부담을 하는 것으로 나타나 우리의 주장과 맥락을 같이 한다 (Saunders et al., 1990). 이는 지배주주가 직접 경영하는 경우 고객 등 다른 이해관계자 보다는 주주의 부(wealth)를 극대화하는 전략을 추구하여 과도한 위험을 부담할 가능성이 높은 반면, 지배주주를 견제할 수 있는 지배구조를 갖추고 전문경영인을 중심으로 경영을 할 경우는 상대적으로 위험부담이 적을 수 있음을 시사한다.

43) ING Group은 2000년에서 2004년까지 ROA 평균이 19%였으나 2005년부터 2009년까지 0.4%로 급격히 하락, 분석기간을 2005년부터 2009년까지로 조정하였다.

〈표 IV-4〉 소유구조 집중도와 경영 안정성

(단위: %)

구분	ROA 표준편차	ROE 표준편차	최대주주 지분율
우리금융	1.8	33.2	59.9
신한금융	0.5	4.9	6.4
KB금융	0.6	9.1	11.9
하나금융	0.5	9.2	9.0
ING Group	0.4	13.0	5.1
씨티그룹	1.0	15.0	27.0

### 다. 미래의 수익창출 동력을 확보하지 못한 상장

대내적으로는 앞에서 설명한 바와 같이 기업집단 재무건전성 제고, 그리고 소유구조 개선의 출발점이라는 의미를 부여할 수 있다. 본절에서는 유사한 시기에 기업공개를 실시한 AIA, 다이이치 생명과 국내 상장 생명보험사의 시장가치 비교를 통해 국내 생명보험회사의 기업공개를 평가하고자 한다.

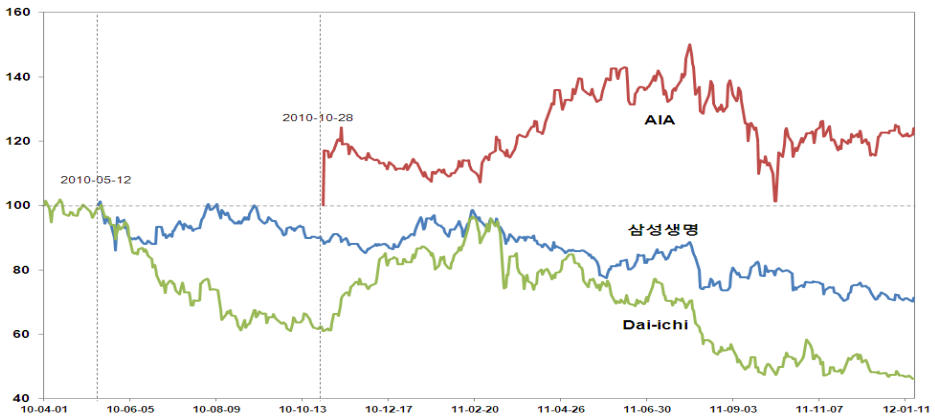
AIG는 2010년 10월 22일 자회사인 AIA의 지분 58.4%인 총 70억 3,000만 주를 주당 19.68 홍콩달러에 홍콩증시에 상장, 178억 달러를 조달하였으며 조달된 자금으로 AIG는 미국 정부로부터 받은 공적자금을 일부 상환하였다. 일본 다이이치 생명은 탈상호화 과정에서 2010년 4월 1일 1천만 주를 주당 14만 엔에 발행, 상장하였다. 다이이치 생명은 1902년 설립된 일본 2대 생명보험 상호회사로 2007년부터 탈상호화를 추진하였다. 탈상호화를 추진한 원인으로는 첫째, 상호회사이므로 자본조달이 보험계약을 통해 이루어지나 일본의 심각한 고령화로 인하여 FY2006년에 비해 보험계약이 6% 감소하는 등 새로운 고객을 확보하는 것이 어려워졌기 때문이다. 둘째, 일본 생명보험회사들이 보험금 지급을 거절했던 경우가 발생하여 기업이미지 훼손, 즉 소비자 신뢰가 추락했던 경험이 있기 때문이다.<sup>44)</sup> 또한, 일본 보험시장의 축소로 인해 일본 보험회사들은 해외 보험

44) 일본 금융청의 조사결과에 의하면 2001년부터 2006년까지 일본의 38개 보험회사들

사나 여타 금융업종 인수를 통해 수익기반을 확충해야할 필요성이 증대되었다. 게다가 일본 대형은행들이 상호 경영통합을 통해 메가뱅크로 거듭나고 있을 뿐만 아니라 손해보험회사들도 인수합병을 통한 재편을 가속화하고 있어 상호회사 형태를 취하고 있는 대형생명보험회사들의 입장에서는 국내외 인수·합병 추세에서 밀려날 수 있다는 위기감이 고조되었기 때문이다.

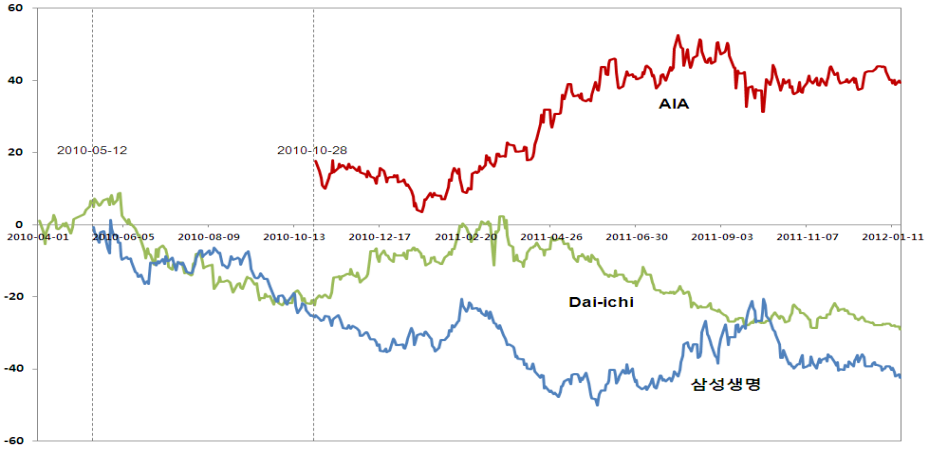
상장 이후 주가수익률을 비교한 결과 AIA는 상장 이후 공모가 대비 최대 50%까지 상승하였고, 2011년 하반기 유럽재정위기의 여파로 공모가 수준으로 하락한 이후 회복세를 보여 최근에는 공모가 대비 20% 상승하였다. 반면 국내 대형생명보험회사와 일본 다이이치 생명은 각각 공모가 대비 20%, 50% 수준까지 하락한 것으로 나타났다. 홍콩과 일본, 우리나라의 주식시장 수익률 대비 초과수익률 기준으로는 AIA는 40%, 국내 생명보험회사 -40%, 일본 다이이치 생명 -30%를 기록하고 있다(〈그림 IV-8〉, 〈그림 IV-9〉 참조).

〈그림 IV-8〉 AIA, 삼성생명, Dai-ichi 주가 추이: 공모가 대비



이 120만 고객들의 보험금 967억 엔에 대한 지급요청을 정당한 사유 없이 거절한 것으로 나타났다(한국생명보험협회, 2007년).

〈그림 IV-9〉 AIA, 삼성생명, Dai-ichi 초과수익률



주: 각 회사의 상장주가 기준으로 항생지수, 코스피, 니케이지수와 초과수익률 계산함.  
 자료: Bloomberg.

시장가치의 차이가 발생하는 원인을 살펴보기 위해 각 사별 재무자료를 다음의 〈표 IV-5〉에서 살펴보았다. 먼저 자산규모는 2010년 기준으로 일본 다이이치 생명이 3,899억 달러, AIA 생명 1,080억 달러, 국내 대형생명보험회사 1,333억 달러로 AIA생명이 가장 적었으나 당기순이익은 AIA 생명 27억 달러, 일본 다이이치 생명 2억 2,400만 달러, 국내 대형생명보험회사 17억 5,000만 달러로 AIA생명의 당기순이익이 가장 큰 것을 알 수 있다. PBR기준으로도 AIA생명이 1.92배로 나머지 두 생명보험회사에 비해 85% 높게 평가받고 있다. 시가총액 기준으로는 AIA 376억 달러, 국내 대형생명보험회사 140억 달러로 약 2.68배 AIA생명이 높게 평가받고 있다.

이렇게 AIA생명과 국내 대형생명보험회사 간의 시장가치에 차이가 발생하는 원인으로 투자자들의 각 생명보험회사의 미래 성장에 대한 기대감이 크게 작용한 것으로 보인다. AIA는 홍콩, 싱가포르 등 아시아 15개국에서 생명보험사업을 영위하고 있고 개인고객은 2,300만 명, 기업고객은 1,000만 명에 이른다. 아시아 시장에서 구축한 확고한 고객기반으로 상장 이전인 2008년부터 지속적으로 당기순이익이 증가하고 있으며 상장 이후에도 AIA 말레이시아와 Alliance Bank와

의 합작으로 AIA AFG Takaful Bhd를 설립했으며(2011년 1월 28일), 말레이시아 인구의 절대 다수인 무슬림들을 대상으로 이슬람 보험상품인 타카풀을 제공할 계획이다. 2011년 3월에는 홍콩 씨티은행과 제휴를 통해 연금상품 판매를 개시하였고 11월에는 중국 공상은행과 파트너십계약을 통해 방카슈랑스를 확대하였다. 또한, 태국에 105억 바트 규모의 부동산 프로젝트에 투자하며 수익 다변화를 지속적으로 추구하고 있다. 아시아 시장 중심의 사업구조로 지속적인 당기순이익을 창출하고 있고 지속적으로 신규 시장을 개척하는 등 적극적인 사업영역 확장으로 미래 수익성 개선을 기대할 수 있는 것으로 보인다.

반면 국내 대형생명보험회사는 AIA와 자산·자본규모가 유사하나 당기순이익은 AIA의 64%에 불과하다. PBR 기준으로 시장에서 저평가를 받고 있는 것으로 보이지만 이러한 차이는 상장 이후 가시적인 경영전략 변화가 미래 성장가능성을 가져왔다는 차이에서 비롯된 것으로 보인다. AIA와 국내 생명보험회사와의 비교에서 일견 해외사업 확대가 큰 의미를 갖는 것으로 보여질 수 있다. 지역다각화를 통해 성장가능성을 확보했다는 측면에서 AIA가 국내 대형생명보험사에 비해 월등하기 때문이다. 그러나 일본 다이이치생명과 비교해보면 지역다각화만이 그 원인이라고 보기는 어렵다.

AIA의 ROA가 국내 대형생명보험회사보다 두 배 가까이 높은 점은 해외사업 확대를 통한 수익원 다각화가 주요 원인이지만, 채널·상품 경쟁력 제고도 그 원인으로 들 수 있다. AIA는 지속적으로 방카슈랑스와 전속설계사의 생산성을 높이는 혁신을 해오고 있는 것으로 알려졌다. 2011년 상반기에도 설계사를 9% 정도 증가하였고 설계사의 생산성도 2010년 이후 약 17% 증가한 것으로 보고하고 있다. 상품 측면에서는 마진이 높은 전통적인 생명·건강 보험 상품, 최저보증 옵션부 상품 비중을 늘리며 중산층 이상 고객들을 대상으로 판매하고 있다. 또한, 채널 비중이 25% 수준인 직판(Direct Marketing) 방카슈랑스 채널도 지속적으로 확대하고 있는데 아시아-태평양 14개 국가에 진출해있는 호주의 ANZ은행이나 씨티그룹 등과 파트너십을 체결했다.<sup>45)</sup>

〈표 IV-5〉 AIA와 삼성생명 비교

(단위: US\$ billions, %)

구분	AIA				Daichi				국내 대형생명보험회사			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
자산	72	91	108	-	306.4	343.6	389.9	-	88.9	117.7	133.3	-
자본	8.9	14.9	19.6	-	5.8	10.3	8.8	-	5.4	10.7	14.0	-
당기 순이익	408	1.75	2.70	-	0.87	0.60	0.22	-	0.09	0.75	1.75	-
ROE	3.7	14.7	15.6	-	8.0	7.3	2.3	-	1.4	9.3	14.0	-
ROA	0.5	2.16	2.72	-	0.28	0.18	0.06	-	0.10	0.71	1.38	-
PER	-	-	12.8	14.2	-	-	68.8	39.5	-	-	10.7	8.4
PBR	-	-	1.7	1.9	-	-	1.8	1.04	-	-	1.3	1.1
시가 총액	-	-	33.9	37.6	-	-	15.9	9.7	-	-	18.1	13.9
발행 주식수	12.0	12.0	12.0	12.0	-	10.0	9.86	9.86	0.2	0.2	0.2	0.2
주가 (USD)	-	-	2.81	3.12	-	-	1,613.7	983.2	-	-	90.7	70.0

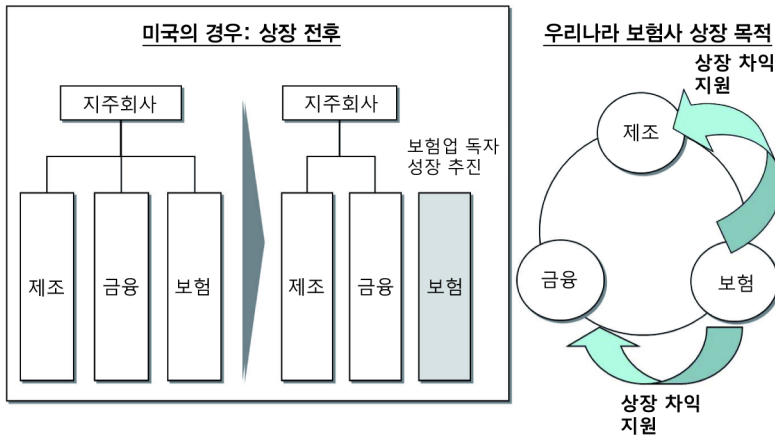
자료: Bloomberg.

다이이치 생명과 국내 대형생명보험회사의 시장가치 추세가 유사한 것으로 보이는데 다이이치 생명은 일본 생명보험시장의 성장정체와 경쟁심화를 극복하기 위해 2005년부터 베트남과 호주, 인도 등에 진출하며 해외사업을 확대하고 있다. 그럼에도 불구하고 수익성이 지속적으로 악화되어 시장가치가 지속적으로 하락하고 있다. 국내 대형생명보험 회사는 상장 이후 가시적인 경영 전략의 변화를 보이지 못하고 있다. 또한, 국내 생명보험시장의 성장정체와 경쟁심화를 극복하기 위한 사업영역 확장도 가시적이지 못한 것으로 보인다. 이러한 점들이 국내 대형생명보험회사의 현재와 미래의 수익성 제고 및 기대감이 확산되지 못하는 원인이며 시장가치 하락을 가져온 것으로 보여 진다.

45) AIA 반기보고서(2011. 8).

결론적으로 국내 생명보험회사 3사의 상장 목적은 소속 대기업집단의 재무건전성 제고인 것으로 판단된다. 대기업계열 소속 보험사들을 상장시켜, 보험사보다는 보험사들의 대주주인 대기업계열 기업 혹은 이해관계자에게 모집된 자금을 이전하여 대기업집단의 재무건전성을 제고시켰으며, 이것이 상장의 목적인 것으로 판단할 수 있다. 미국 기업집단의 사업구조조정 과정에서 상장된 보험사들의 경우 보험업 강화를 위해 다양한 전략적 선택을 취하며 보험사의 기업가치를 제고한 사례와는 다른 경우라고 볼 수 있다. 이를 표현한 그림을 아래에 제시하였다.

〈그림 IV-10〉 미국과 우리나라 기업집단 소속 보험사 상장 목적 비교



기업공개 이후 경영전략의 변화가 가시적이지 않다는 것이 전적으로 잘못되었다는 것을 뜻하는 것은 아니다. 기업공개는 생명보험사들이 성장전략 수립 후 필요한 자본을 자본시장에서 조달할 수 있는 여건을 갖추게 되었다는 점에서 큰 의미가 있을 수 있다. 더욱이 신주발행에 의한 자본확충은 보험사들의 소유구조 개선을 가져와 대주주와 보험계약자 간의 이해상충문제가 완화될 수 있는 것을 의미하므로 향후 경영효율성 제고와 경영투명성 제고를 통해 시장가치를 극대화할 수 있는 여건이 마련되었다는 점이 중요하다.