

---

## V. 결론 및 시사점

---

국내 생명보험회사는 기업공개로 효율적 자본 확충 기반을 확보하고 대주주의 자본회수라는 편익을 취한 반면 공시, 지배권 약화, 주주로부터의 압력 증대라는 비용을 치러야 한다. 그러나 일반적 기업공개에서 비용으로 고려되는 측면들이 국내 상장 생명보험회사에게는 오히려 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 먼저 공시규제 측면에서는 국내 보험산업의 공시규제로 인해 상장으로 인한 공시규제 강화 효과는 미미할 것으로 보인다. 또한, 주주로부터의 압력 증대도 생명보험산업에는 긍정적으로 작용할 것으로 보인다. 왜냐하면 대주주 지분율이 감소하고 소액주주비율이 늘어나는 것은 대형 보험사의 경영에서 대주주와의 이해상충관계를 완화할 수 있다는 측면에서 바람직한 것으로 보이기 때문이다.<sup>46)</sup> 물론 최근 은행금융그룹 소유지배구조에 대한 이슈에서 제기하는 바와 같이 주인이 없기 때문에 대리인 비용 문제, 도덕적 해이 등이 발생하므로 오히려 보험회사와 같이 주인이 있는 경우가 이러한 비용을 줄일 수 있기 때문에 바람직하다고 할 수도 있다. 그러나 오랫동안 제기되어온 보험회사의 대주주와의 이해상충 문제를 개선하기 위해서는 지금보다 좀 더 소유구조가 분산되어야 할 것으로 보인다. 소유구조의 분산은 모니터링 그룹의 분산으로 기업경영에 대한 압력이 가중될 것이고 시장가치 제고에 대한 이해관계자의 요구가 커질 것이다.

편익측면에서 국내 상장 생명보험회사들은 상장 이후 단기적인 편익을 취한 것으로 보인다. 대주주의 투자자금 회수로 대주주인 기업집단의 재무건전성이

---

46) 감독당국은 대주주와의 거래제한 사항에 대한 적정성 여부 검사를 강화, 보험 계약자와 대주주 간의 이해상충 문제를 지속적으로 감독할 것이라고 밝히고 있다(금융감독원 보도자료).

제고되었기 때문이다. 그러나 장기적인 측면에서의 편익은 아직 실현하지 못하고 있는 것으로 보인다. 시장가치 제고로 이어지는 경영전략의 변화가 관측되지 않고 있기 때문이다. 그러나 상장으로 자본시장에서 효율적으로 자금을 조달할 수 있는 여건을 마련했다는 점은 향후 성장을 위한 자금조달여건을 개선했다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있다. 또한, Bancel and Mittoo(2008)의 연구 결과가 제시하는 바와 같이 상장은 기업 이미지를 제고한다. 산업 내에서의 평판, 투자자의 인지도, 국제적 인지도 등이 향상되어 소비자 신뢰 제고에 긍정적인 효과를 갖는 것으로 판단할 수 있다.

본 장에서는 국내 생명보험회사들의 기업가치 제고전략을 살펴보고자 한다. 이미 상당한 생명보험회사들에게는 강화된 자본력을 바탕으로 시장가치를 제고할 수 있는 위험인수 확대와 인수·합병 역량 강화 전략을 제시하고 기업공개를 하지 않은 생명보험회사들은 상장을 통한 자본조달 여력 확보가 성장기반이 될 수 있다는 점을 은행계열 생명보험회사의 자본조달 여력을 살펴보면서 제시하고자 한다. 동양생명이 M&A시장에 매각대상으로 나온 이후 은행계열 보험회사와 외국계 보험회사가 인수전에 뛰어들며 생명보험시장의 경쟁이 가속화될 것이며 상품 측면에서는 연금 등 저축성 보험 중심의 경쟁이 가속화될 것이다. 또한, 자본규제 측면에서도 위험계수 조정으로 자본력이 생명보험회사의 주요 경쟁력으로 부각될 것으로 보인다. 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기가 확산되며 경제의 불확실성이 확대되는 상황에서 생명보험회사에게 자본력 강화는 지속성장의 필수적인 요건이라고 해도 과언이 아니다.

## 1. 시장가치 제고 전략

### 가. 위험인수 확대

자본력이 강화된 생명보험회사들은 위험인수 확대를 통해 보험 본연의 기능

을 강화해야 한다. 고령화가 빠르게 진행되는 상황에서 과거에 예상하지 못했던 다양한 위험이 발생할 수 있고 이에 대한 보장수요가 커질 것이다. 건강·소득 리스크로 구분해 보면, 먼저 건강 리스크 측면에서는 노령층의 건강 리스크에 대한 보장수요가 커지고 다양화될 것이다. 소득 리스크 측면에서는 소득보장을 위한 연금수요와 이들에 대한 연금지급이 늘어날 것이다. 이에 따라 최저보증옵션이 포함된 변액 연금 등 자본시장과 연계된 투자형 연금 상품에 대한 수요가 증가할 것이다. 자본시장과 연계된 변액 연금상품이 늘어나게 되면, 보험회사의 시장리스크가 커질 수 있다. 이렇게 급변하는 사회·경제 환경 속에서 보험회사는 위험 인수와 관리라는 본연의 기능을 강화해야 할 필요가 커질 것이다.

확대되는 위험을 인수하고 관리하기 위해서 강화된 자본력을 활용해야 한다. 위험인수·관리에는 직·간접적 비용이 소요되는데 직접적 비용으로는 위험에 대한 평가, 사정·보상·판매 조직 구축 등에 필요한 비용을 들 수 있고 간접적 비용으로는 보험회사가 위험인수 당시 예상하지 못했던 비용을 들 수 있다. 예상하지 못했던 비용이란 실현된 위험이 보험회사가 산정한 위험보험료에 비해 클 경우 보험회사가 노출되는 리스크이다. 결론적으로 고령화의 진전과 자본시장의 발전에 따른 고객수요의 변화에 보험회사가 대응하고 성장하기 위해서는 위험인수를 확대해야 하며 이를 위해 확충된 자본력을 사용하여야 한다.

## 나. M&A 역량 강화

생명보험회사의 상장 이후 경영전략의 변화 중 가장 빈번하게 관측되는 것이 인수·합병이다. <표 Ⅲ-9>에서 보이는 바와 같이 상장 이후 인수·합병이 관측되고 있는데 새로운 시장·수익원을 신속하게 확보할 수 있는 방법이기 때문인 것으로 보인다. 앞에서 살펴본 MetLife와 Prudential Financial의 AIG 자회사 인수는 상장의 편익을 극대화한 사례이다. MetLife와 Prudential Financial이 상호회사로 유지되었다면 시장상황의 변화에 기민하게 대응하기가 어려웠을 것이

다. 상호회사의 자금조달 수단은 내부자금유보인 보험영업이익과 투자영업이익, 그리고 외부자금조달 수단인 장기 채권발행(Surplus Note) 두 가지가 있다. 안정적인 수익을 창출할 수는 있으나 계약자에 대한 배당률이 주식회사에 비해 상당히 높아 내부에 유보할 수 있는 자금 규모가 크지 않다 (<표 Ⅲ-5> 참조). 따라서 상호회사로 존속했다면 대형 M&A를 수행하기 어려웠다고 판단된다.

기업공개가 M&A성공의 필요조건은 될 수 있으나 충분조건은 아니다. 자금조달 능력을 확보했다하더라도 M&A가 모두 성공하는 것은 아니다. 1990년대 300여건의 주요 M&A 결과를 분석한 자료에 의하면 57%의 M&A에서 주가수익률이 개별 산업평균을 밑도는 것으로 나타났다.<sup>47)</sup> 주요 실패원인으로는 전략적 목적의 부재와 취약한 사업통합력이 제시되고 있다. 사업통합력이란 문화적 충돌을 해소하는 역량을 의미한다. 결론적으로 성공적 M&A를 수행하기 위해서는 명확한 전략 수립과 세밀한 인수대상 기업 파악, 그리고 인수 후 사업통합에 대한 청사진이 필요하다.

명확한 전략수립은 경영진의 확고한 의지와 더불어 인수·합병 관련 의사결정을 신속하게 할 수 있다는 점에서 중요하다. 일본 노무라 증권이 리먼 브라더스 인수 사례는 명확한 전략과 신속한 의사결정의 중요성을 보여주고 있다. Barclays가 리먼 미국 본사 인수(2008. 9. 17) 후 로스차일드가 리먼 아시아-유럽 사업부 인수를 타진 한 후 9월 22일 인수를 완료하였다.

잠재적 인수 대상기업을 이해하고 분석하는 것도 중요한 성공 요인이다. 실제로 GE Capital은 인수대상 기업의 선정과 분석을 위한 In-House M&A팀을 운영한 경험이 있다. 지역별로 구성된 사업개발팀이 각 지역의 인수가능 대상기업을 선정하면 GE의 관련 사업부문 관계자들이 현지로 파견되어 대상기업 분석, 인수 가능성 및 시너지 효과를 검토한다. 대상기업 인수가 타당하다고 판단될 경우, GE 본사가 인수협상을 진행하여 인수여부를 결정하는 내부 프로세스를 갖고 있는 것으로 알려지고 있다. 인수대상 기업이 해외기업이라면 그 국

47) Mercer Consulting(1999).

가의 금융산업, 규제, 시장규모 등 제반 여건에 대한 정보를 축적해야 한다.

마지막으로 인수 후 통합(Post Merger Integration)을 성공적으로 수행할 수 있는 역량이 필요하다. 조직문화 간 이질성을 극복하는 것이 중요하다. 왜냐하면 문화적 충돌은 상당한 금전적·시간적 비용뿐 아니라 사업자체의 성패를 좌우할 수도 있기 때문이다. 결론적으로 인수·합병을 통해 시장가치를 제고하기 위해서는 보험회사 내적인 M&A역량 강화가 필요하다.

## 2. 경쟁력으로서 자본조달 능력 확보

### 가. 은행금융그룹의 보험업 확대

글로벌 금융위기 이후 경기회복 지연으로 인한 대출수요 감소, 강화된 대출규제(예대율 규제), 자본규제로 인해 은행업은 성장 정체가 예견되고 있다. 예대율 규제에 은행은 2014년부터 CD를 제외한 예수금 대비 대출금의 비율을 100% 이내로 유지해야 한다.<sup>48)</sup> 또한, 바젤위원회의 자본규제 강화는 기존의 위험가중자산비율(BIS) 8% 규제를 강화한 것으로 2013년까지 보통주자본비율 3.5%(현재 2.0%), Tier1 비율 4.5%(현재 4.0%), 총자기자본비율 8.0%를 유지해야 한다. 자본규제 강화가 시행될 경우 은행들은 대출금 등 위험자산을 줄이거나 자본금을 확충해야 하며 대출위축에 따른 이자수익 감소나 자본확충에 따른 코스트 부담은 은행의 이익감소를 초래할 것으로 전망된다. 또한, 금융위기사적정 자본 수준 하에서도 유동성 위기에 직면할 가능성이 제기되며 유동성 기준에 대한 규제도 강화될 전망이다(2015년부터 적용할 계획).<sup>49)</sup> 이러한 요인들로 인해

48) 안전자산 선호현상 지속으로 2011년 2/4분기 말 예대율은 109.3%로 2007년 말 132% 이후 지속적으로 하락하였다.

49) 유동성 커버리지 비율(Liquidity Coverage Ratio) 최소 100% 수준 유지. 유동성 커버리지 비율은 위기상황에서 30일을 견딜 수 있는 충분한 유동자산을 보유하고 있는지 여부를 측정하는 비율이다.

은행업의 수익성은 지속적으로 악화되는 추세이다. 반면 글로벌 금융위기 이후 빠르고 높게 수익성을 회복한 생명보험업은 은행금융그룹에겐 매력적인 수익 다변화 대상이 될 수 있다. 특히 FY2010 생명보험업의 ROA는 1.02%에 이르러 0.54%에 그친 은행업과 대비되고 생명보험업은 수익의 변동이 적어서 은행금융 그룹의 수익 안정화에 기여할 수 있을 것으로 보인다. 게다가 고령화가 급속히 진전되면서 시장 변화에 대응하기 위해서 은행금융그룹은 보험업 확대를 추진 해왔으며 더 가속화될 것으로 보인다.

## 나. 은행계열 보험회사와의 경쟁과 기업공개

은행산업의 이러한 환경변화로 은행금융그룹의 보험업 진출 강화는 기존 생명보험회사들과의 경쟁 심화로 이어질 것으로 보인다. 기존에 은행계열 보험회사들이 저축성 보험 중심으로 성장했던 것에 비해서 앞으로는 보장성 보험 등 보험 본연의 기능을 확대할 가능성이 있다. M&A매물로 나온 동양생명에 대해 은행계열 보험회사들은 방카슈랑스 채널의 중복으로 큰 관심을 보이고 있지 않은 반면 ING생명에 대해서는 몇몇 은행금융그룹 CEO들이 인수에 관심을 보이고 있기 때문이다. 은행계열 보험회사들이 위험인수 확대를 본격화할 경우 자본조달 여력이 큰 은행계열 보험회사들이 경쟁우위를 차지할 것으로 보인다. 자본력 확충은 보장성 보험의 판매 강화로 이어질 수 있어 기존 보험사들의 시장을 잠식할 수 있다.<sup>50)</sup>

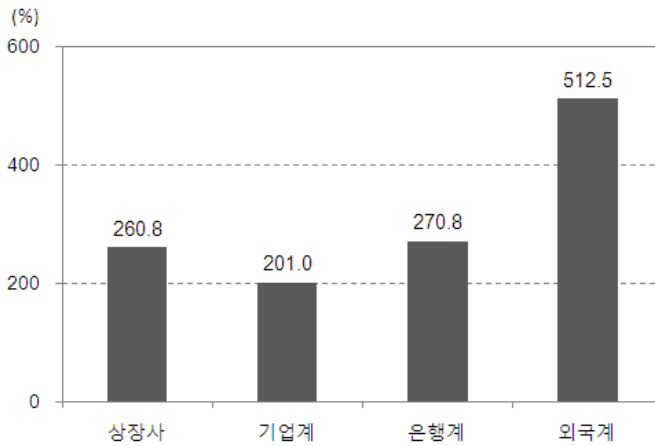
은행계열 보험회사는 상장된 금융지주회사의 자회사 형태여서 상장을 하지 않더라도 효율적 외부 자본조달이 가능하다. 상장된 금융지주회사가 주식이나 채권을 발행하여 자회사인 생명보험회사의 자본을 확충할 수 있기 때문이다. 즉, 지주회사를 이용하여 상장사와 동일하게 효율적으로 외부 자본을 조달할 수 있는 것이다. 실제로도 은행계열 보험회사의 지주회사를 통한 적극적인 자

50) KB금융지주의 ING생명 인수설이나 보장성 보험 강화를 전략방향으로 선택한 우리아비바 보험의 예가 그것이다.

본조달을 관찰할 수 있다. <표 V-1>은 최근 3년간 생명보험회사의 소유구조별 자본의 변화를 보여주는데, 은행계열의 연평균 납입자본<sup>51)</sup> 증가율이 27%로써 다른 보험회사들 보다 높은 것을 알 수 있다. 은행계열은 이익잉여금 증가율도 가장 높아서 여타 보험회사들 보다 빠르게 자본력이 강화되었다.

<그림 V-1>은 FY2010 말 현재 RBC비율의 계열별 평균을 보여주는데, 비상장 기업계열의 경우 RBC비율이 가장 낮음을 알 수 있다. 비상장 기업계열 보험회사는 상장을 통하여 자본력을 강화하고 효율적 자본조달 경로를 확보함으로써 은행계열 보험회사와의 경쟁에 대응할 필요가 있음을 시사한다.

<그림 V-1> RBC비율 평균



주: FY2010 말 현재, 각사 경영공시.

51) 납입자본금 + 자본잉여금

〈표 V-1〉 자본의 변화

(단위: 십억 원, %)

구분	FY2008	FY2009	FY2010	평균	
상장사	납입자본금(A)	4,133.9	4,980.4	4,980.4	-
	자본잉여금(B)	174.6	705.6	703.0	-
	A+B	4,308.5 (2.1)	5,686.0 (32.0)	5,683.4 (0.0)	(11.3)
	이익잉여금	5,396.1 (4.2)	6,782.7 (25.7)	9,032.0 (33.2)	(21.0)
자본총계	11,678.1 (-13.8)	18,833.8 (61.3)	22,677.7 (20.4)	(22.6)	
기업계	납입자본금(A)	944.9	944.9	992.9	-
	자본잉여금(B)	657.2	657.4	720.5	-
	A+B	1,602.1 (22.0)	1,602.4 (0.0)	1,713.4 (6.9)	(9.6)
	이익잉여금	2,472.1 (12.0)	3,044.1 (23.1)	3,714.9 (22.0)	(19.0)
자본총계	4,077.1 (17.6)	5,398.2 (32.4)	6,320.2 (17.1)	(22.4)	
은행계	납입자본금(A)	446.2	446.2	634.9	-
	자본잉여금(B)	49.5	49.8	94.5	-
	A+B	495.7 (34.0)	496.0 (0.1)	729.4 (47.0)	(27.0)
	이익잉여금	461.5 (32.1)	640.7 (38.8)	842.3 (31.5)	(34.1)
자본총계	931.5 (31.1)	1,213.2 (30.2)	1,687.8 (39.1)	(33.5)	
외국계	납입자본금(A)	1,177.5	1,189.5	1,268.8	-
	자본잉여금(B)	1,138.4	1,237.8	1,278.2	-
	A+B	2,315.9 (16.3)	2,427.3 (4.8)	2,546.9 (4.9)	(8.7)
	이익잉여금	2,034.1 (2.5)	2,582.4 (27.0)	3,175.3 (23.0)	(17.5)
자본총계	4,321.0 (8.9)	5,517.4 (27.7)	6,686.8 (21.2)	(19.3)	

주: 1) 괄호 안은 전년대비 증가율임.

2) KDB생명보험은 제외함.

〈표 Ⅲ-6〉는 미국 보험회사의 소유구조별 외부자금조달과 성장률을 보여주  
고 있는데 순수지주회사 산하 보험회사들은 지주회사로부터의 자본공여뿐 아  
니라 지주회사 보증을 통한 채권발행으로 총자산대비 외부자금조달 비중이



3.3%로 다른 소유구조하의 생명보험회사에 비해 가장 높다. 조달된 자금을 활용하여 2001~2006년간 평균 자산성장률이 11.7%를 기록하고 있다. 따라서 향후 은행계열 보험회사와의 경쟁에서 비상장 보험회사들이 경쟁력을 확보하기 위해서는 자본력 강화가 필요하고 이를 위해서는 상장이 필요하다.

### 3. 결론

대형 생명보험회사의 기업공개로 시작으로 국내 생명보험 산업은 새로운 전기를 맞이했다고 볼 수 있다. 기업집단 계열에 속해있기에 피할 수 없었던 대주주와 보험계약자 간의 이해상충 이슈가 완화될 것으로 보이고 시장가치 극대화를 위해 경영의 패러다임이 전환되어야 할 것이다. 미국의 대형 상호 생명보험사들은 기업공개 이후 자본시장에서의 자금조달 용이성을 통해 M&A, 해외진출 등 비자생적(In-Organic) 성장전략을 실행하면서 기업공개를 성장의 원동력으로 삼았다. 반면 기업집단에 속해있던 보험사들은 소속 기업집단의 사업구조조정 과정에서 기업공개를 통해 소유구조를 개편하고 새로운 도전에 직면하였다. 이 도전에서 생존한 보험사들은 기존의 보험영업을 지속적으로 확대한 전략을 선택했으며, 보험영업의 기본을 외면한 보험사들은 도태되었다.

국내 보험사들은 대주주인 기업집단의 재무건전성 회복을 위해 기업공개를 선택했고 부분적이거나 보험회사의 재무건전성 강화를 달성했다는 점에서 제한적인 기업공개 의미를 찾을 수 있다. 그러나 아직까지는 미국 보험사들의 사례분석에서 나타난 바와 같은 인수·합병 및 해외진출을 통한 시장확대, 리스크 테이킹 확대, 상품 포트폴리오 다변화 등이 관측되지 않고 있어 기업공개 이후 경영의 변화는 식별하기가 어렵다. 상장 전후의 경영지표의 변화 분석과 실증분석 결과 상장 이후 보험회사의 경영 변화가 있었다는 주장을 뒷받침 할 수 있는 증거가 부족하다는 결론을 내릴 수 있었다. 그러나 기업공개는 소유구조 분산을 통해 보험회사 경영에 큰 변화를 가져오는 계기가 될 것이다. 상장한

생명보험회사들은 시장가치 제고를 위해 위험인수를 확대하고 인수·합병과 해외진출 등을 할 수 있는 역량을 키워야 한다. 또한, 금융업권 간 경쟁이 치열해지고 있는 경쟁상황에서 비상장 생명보험회사들이 경쟁력을 유지하기 위해 상장을 통한 자본조달 여력 확대가 필요하다.