

재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리

2015. 2

조영현·조재린·김혜란

머 리 말

거시경제 환경과 감독규제의 변화는 보험회사 경영에 큰 부담이 되고 있다. 경제 성장률 둔화로 인하여 보험회사의 신계약 성장률이 둔화되고 있으며, 특히, 지속적인 금리 하락으로 금리리스크가 큰 생명보험회사의 경제적 자본이 줄어들고 있다. 또한 글로벌 금융위기 이후 국제적으로 추진되고 있는 보험회사 재무건전성 제도와 회계제도의 변화로 보험회사의 위험규모와 경제적 가치가 보다 정교하게 측정되고 투명하게 드러나게 될 것이다. 이러한 경제적, 제도적 환경 변화로 인하여 보험회사의 자본관리는 더욱 중요한 문제가 되고 있다.

이에 본 보고서는 재무건전성 규제 강화에 효과적으로 대응하기 위한 생명보험회사의 자본관리에 대해 논의한다. 이를 위해 재무건전성 규제 강화의 영향을 분석하고 생명보험회사가 이에 대응하기 위한 자본확충 전략과 위험경감 전략을 다루고 있으며, 이와 관련된 정책 방안도 제시한다.

아무쪼록 이 보고서가 보험회사의 자본관리 및 금융당국의 관련 정책수립에 기여할 수 있기를 바란다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 우리원의 공식적인 의견이 아님을 밝혀둔다.

2015년 2월
보 험 연 구 원
원장 강 호

■ 목차

요 약 / 1

I. 연구배경 / 12

II. 보험회사 자본관리와 규제환경 변화 / 14

1. 자본관리의 정의 / 14
2. 재무건전성 규제 변화 / 16
3. 재무건전성 규제 강화의 영향 / 18

III. 자본확충 전략 / 23

1. 최적 자본구조 / 23
2. 보험회사의 실제 자본구조 / 26
3. 자본확충 전략 / 31

IV. 위험경감 전략 / 40

1. 재무건전성 제도 강화에 의한 요구자본 변화 / 40
2. 신용, 금리리스크 경감 여지 / 41
3. 금리리스크 경감 전략 / 46

V. 결론 / 55

| 참고문헌 | / 57

■ 표 차례

- 〈표 Ⅱ-1〉 재무건전성 규제 강화 계획 / 16
- 〈표 Ⅲ-1〉 일본 생보사의 가용자본 구성 / 28
- 〈표 Ⅲ-2〉 우리나라 은행과 대형 생보사의 자본구조 / 31
- 〈표 Ⅲ-3〉 대형 생보사의 배당 성향 / 32
- 〈표 Ⅲ-4〉 후순위채 발행에 의한 생보사 자본구조 변화 / 35
- 〈표 Ⅲ-5〉 주요국 보험회사 채권 발행 요건 및 한도 / 36
- 〈표 Ⅲ-6〉 국내 금융업권별 채권 발행 요건 및 한도 / 37
- 〈표 Ⅲ-7〉 유가증권 분류변경 실시 생보사의 RBC 비율 제고 효과 / 39
- 〈표 Ⅳ-1〉 국내 대형 3개 생보사 보유 채권의 등급별 비중 / 42
- 〈표 Ⅳ-2〉 미국 생보사 보유 채권의 등급별 비중 / 42
- 〈표 Ⅳ-3〉 국내 대형 3개 생보사 보유 대출채권의 등급별 비중 / 43
- 〈표 Ⅳ-4〉 국내 생보사의 주식보유 / 44
- 〈표 Ⅳ-5〉 생명보험회사 보유채권의 잔존만기 / 45
- 〈표 Ⅳ-6〉 국내 생명보험회사 운용자산의 듀레이션 / 51
- 〈표 Ⅳ-7〉 한미 생명보험회사 관련 자산 대비 파생상품 잔액 비율 / 52

■ 그림 차례

- 〈그림 Ⅱ-1〉 자본관리 / 15
- 〈그림 Ⅱ-2〉 재무건전성 규제 강화의 영향과 대응 / 17
- 〈그림 Ⅱ-3〉 생명보험회사 가용자본 구성과 3대 자본항목 추이 / 18
- 〈그림 Ⅱ-4〉 생명보험회사 요구자본 구성과 추이 / 19
- 〈그림 Ⅱ-5〉 재무건전성 규제 변화가 없을 때 생보사 RBC 비율 변화 / 20
- 〈그림 Ⅱ-6〉 재무건전성 규제 강화에 따른 생보사 RBC 비율 변화 / 22
- 〈그림 Ⅲ-1〉 절충이론 / 25
- 〈그림 Ⅲ-2〉 생보사의 자기자본대비 후순위채 비율 / 27
- 〈그림 Ⅲ-3〉 후순위채 발행 생보사의 자기자본대비 후순위채 비율 / 27
- 〈그림 Ⅲ-4〉 후순위채 발행 잔액 상위 10대 유럽 생보사 / 29
- 〈그림 Ⅲ-5〉 전액 내부유보의 효과 / 33
- 〈그림 Ⅲ-6〉 자본확충에 의한 생보사 RBC 비율 변화 / 34
- 〈그림 Ⅳ-1〉 재무건전성 제도 강화에 의한 생보사 요구자본 변화 / 41
- 〈그림 Ⅳ-2〉 금리리스크 경감의 효과 / 46
- 〈그림 Ⅳ-3〉 생명보험회사 금리확정형 부채 비중 / 48
- 〈그림 Ⅳ-4〉 생명보험회사 운용자산 구성 / 49
- 〈그림 Ⅳ-5〉 생명보험회사 자산-부채 매칭도 / 50
- 〈그림 Ⅳ-6〉 AXA의 금리파생상품 이용 / 52

Life Insurers' Capital Management under the Advancement of Solvency System

The prolonged low interest rate environment and advancement of the solvency system have become a big burden on life insurance companies in Korea. The continued decline in interest rates has weakened the economic capital of life insurers. The advancement of the solvency capital requirement will require more regulatory capital of life insurers. And the economic value of life insurers will be revealed more accurately and transparently due to the implementation of IFRS 4 Phase II. Conservative past practices of capital management are no longer sufficient in this new economic and regulatory environment.

The purpose of this research is twofold. The first is to suggest an efficient method of capital management for life insurers to respond to the advancement of the solvency system. The second is to propose policy options for the financial authority to make improvements to the capital management practices of insurers.

In order to minimize the cost of capital, insurers should be able to issue subordinated debt when they raise capital. However, the financial authority constrains financially strong insurers from issuing subordinated debt. We suggest that the financial authority should ease the constraint.

Large life insurers, in particular, need to manage interest rate risk with interest rate derivatives in order to respond effectively to advancement of the solvency capital requirement. To promote this, the financial authority should find ways to reasonably reflect the effect of using interest rate derivatives in the RBC system.

요 약

I. 연구배경

- 보험회사는 저금리 고착화로 인한 경제적 자본 악화를 방지하고, 빠르게 진행되는 재무건전성 규제 강화에 의한 감독자본(RBC 비율)의 악화를 효과적으로 방지해야 하는 시점임.
 - 저출산 고령화로 노동가능인구가 지속적으로 감소하여 경제성장이 둔화되고, 이에 따라 저금리가 지속된다는 전망이 우세함.
 - 재무건전성 제도 강화와 새로운 회계제도의 시행이 빠르게 진행되고 있음.
 - 보험회사는 환경 변화에 의한 자본의 변동을 정교하게 파악하고 효율적인 자본관리 계획을 수립해야 하는데, 이에 대해 종합적으로 분석하고 적절한 방안을 제시한 연구는 찾아보기 어려움.
- 본 연구는 재무건전성 규제 강화에 효과적으로 대응하기 위한 생명보험회사의 자본관리에 대해 논의함.
 - 이를 위해 우선 재무건전성 규제 강화가 생명보험회사에 미치는 영향을 분석함.
 - 이후 생명보험회사가 재무건전성 규제 강화에 효과적으로 대응하는 자본 확충 전략과 위험경감 전략을 제시하며, 이와 관련된 정책적 시사점에 대해서도 논의함.

II. 보험회사 자본관리와 규제환경 변화

- 자본관리(Capital Management)는 타인자본과 자기자본 구성을 최적화하는

문제[자본구조 최적화]와 자본을 효율적으로 사업에 배분하는 문제[자본배분 최적화]로 구성됨.

- 자본구조를 최적화하는 것은 궁극적으로 자본비용을 최적화(최소화)하기 위한 것이고, 자본배분을 최적화하는 것은 자본수익률(Return on capital)을 최적화(최대화)하기 위한 것임.

■ 우리나라의 재무건전성 규제 강화 계획은 보험회사의 가용자본과 요구자본에 적지 않은 영향을 줄 것으로 예상됨.

- 특히, 금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정은 생명보험회사의 요구자본을 대폭 증가시킬 것으로 보이며, 보험부채 시가평가는 가용자본을 큰 폭으로 감소시킬 것으로 예상됨.
- 보험회사는 재무건전성 규제의 영향에 대해 정교하게 분석하고, 적절한 수준의 자본을 확충하여 비효율적인 보유위험을 경감시켜야 함.

■ 재무건전성 규제 변화가 없을 경우에 생명보험회사의 RBC 비율은 2013년 286%에서 2018년 284%로 거의 변화가 없음.

- 생명보험회사 가용자본과 요구자본의 주요 구성 항목 증가율이 최근 2~3년 수준으로 2018년까지 유지되는 것을 가정함.
- 재무건전성 규제에 변화가 없어서 요구자본과 가용자본 모두 최근의 추세대로 변화할 경우 RBC 비율에도 변화가 없는 것을 의미함.

■ 감독당국의 계획대로 금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정이 실행되면, 2018년 생명보험회사의 평균 RBC 비율은 207%가 될 것으로 예상됨.

- 금리·신용위험액의 신뢰수준은 2014년부터 2016년까지 단계적으로 99%로 상향조정됨.
- 이는 재무건전성 규제 변화가 없었을 경우에 비해 77%p 감소한 수치임.

- 금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정(RBC 강화)과 보험부채 시가평가(IFRS 4 phase 2 시행)가 계획대로 시행될 경우, 2018년 생명보험회사의 평균 RBC 비율은 104%로 예상됨.
 - 이는 금리·신용위험액 신뢰수준 상향조정만 시행되었을 때에 비해 103%p나 감소한 수치이며, 부채시가평가가 생명보험회사에 미치는 영향이 매우 큰 것을 알 수 있음.
- 재무건전성 규제 강화의 실제 영향은 이상의 분석 결과보다 더욱 클 것으로 예상됨.
 - 분석에서 이용한 LAT 결과는 대략 4.75%의 할인율로 준비금을 평가한 결과인데 실제로는 더욱 낮은 할인율로 평가될 것으로 보이며, 이에 따라 가용자본 감소가 더욱 클 것임.
 - 할인율 외에도 보험부채 듀레이션 확대와 장수리스크 도입 등이 시행되면 요구자본이 더 증가할 것임.

Ⅲ. 자본확충 전략

- 양대 자본구조 이론에 의하면, 타인자본의 적절한 발행이 자본비용을 낮추거나(절충이론), 기업이 타인자본 발행을 신주 발행에 비해 선호함(순서이론).
 - 절충이론에 의하면, 부채비용에 따른 순편익(=비용 - 편익)이 극대화 되는 수준에서 타인자본의 비율이 결정됨.
 - 순서이론에 따르면, 기업은 자본확충 수단으로 내부유보를 채권 발행보다 선호하며, 주식 발행보다는 채권 발행을 선호함.
- 우리나라 보험회사의 경우 재무건전성이 악화되었을 때(RBC 비율 150% 이하)에만 타인자본(후순위채) 발행이 허용되고 있어 자본구조를 최적화하기 어려운 것

으로 판단됨.

- 절충이론으로 본다면, 우리나라 보험회사는 재무적으로 우량한 상태에서는 부채 발행을 하지 못하므로 자본구조를 최적화하기 어렵다고 할 수 있음.
- 순서이론에 입각하더라도, 우량 보험회사가 외부에서 자본조달을 해야 하는 상황에 처하더라도 타인자본을 우선적으로 발행하는 것이 불가능하므로 유리한 자본구조를 만드는 것이 불가능함.

■ 우리나라 생명보험회사의 평균적인 자본구조는 후순위채 비중이 매우 낮은 것이 특징임.

- 이는 재무건전성이 우수한 회사의 후순위채 발행을 감독당국이 허용하지 않기 때문임.
- 2013년 12월 기준으로 생명보험회사의 자기자본대비 후순위채 비율은 1.21%임(농협생명 제외).

■ 이에 비해 미국, 유럽, 일본의 우량 글로벌 보험회사들은 자기자본대비 후순위채 비율이 10~20% 가량임.

- 미국 Prudential과 Metlife는 2013년 말 기준 자기자본대비 후순위채 비율이 각각 13.6%, 5.2%임.
- AXA와 Allianz는 자기자본대비 후순위채 비중이 2013년 말 기준 각각 14.4%, 21.8%임.
- 일본의 경우 대표적 우량 생명보험회사인 제일생명과 일본생명(상호회사)의 자기자본대비 후순위채 비율은 2013년 3월 말 기준 각각 9.3%, 3.9%임.

■ 우리나라 은행¹⁾의 자본구조도 글로벌 보험회사와 유사함.

- 우리나라 대형 은행의 자기자본대비 후순위채(자본인정) 비중은 10.5% ~ 23.2%임.

1) 은행의 경우 보험회사와 같은 후순위채 발행 제약은 없음.

- 이상에서 살펴본 글로벌 보험회사와 우리나라 은행의 실제 자본구조는 자본구조 이론의 타당성을 뒷받침함.
 - 즉, 보험회사나 은행은 실제로 후순위채를 일정수준 발행함으로써 자본구조를 최적화하거나 스스로에게 유리한 자본조달을 하고 있음을 보여줌.

- 비록 생명보험회사가 내부유보를 현재 수준 이상으로 늘리는 것이 현실적인 방안은 아닌 것으로 판단되지만, 2015년부터 2018년까지 순이익 전부를 내부유보 하더라도 2018년 RBC 비율은 11%p 증가하는데 그침.
 - 생명보험회사가 순이익 전액을 내부유보할 경우 2015년부터 2018년까지 연평균 1.1조 원의 이익잉여금이 추가로 확충될 것으로 예상됨.
 - 이에 따라 2018년 생명보험회사의 RBC 비율은 115%로 예상됨.
 - 생명보험회사가 재무건전성제도 강화에 보다 충분하게 대응하기 위해서는 외부자본 확충을 추진할 필요가 있음.

- 생명보험회사가 후순위채를 2015년부터 매년 3조 원씩 발행할 경우, 2018년 RBC 비율을 134% 정도로 유지시킬 수 있으며, 가용자본 대비 후순위채의 비중은 22%가 됨.
 - 총 12조 원의 후순위채 발행 규모는 경제적 관점에서 생명보험회사가 신주 발행이나 추가적인 내부유보 없이 할 수 있는 최대 규모로 보임.
 - 그 이상의 자본을 최적으로 확충하려면 추가적인 내부유보와 신주 발행도 병행함으로써 자기자본 대비 후순위채 비중을 적정 수준으로 유지할 필요가 있음.

- 이상의 논의는 생명보험회사의 후순위채 발행이 자유롭게 허용된다는 전제하에서 이루어졌으나 우리나라 보험회사의 후순위채 상시 발행은 불허되고 있으며, 이러한 규제는 주요국 규제에 비해 과도함.
 - 미국 뉴욕주의 경우 발행목적에 제한이 있지만 자금조달의 요건과 성격을

명료하게 함으로써 폭넓게 허용하고 있음.

- 다만, 가용자본으로 인정되는 채권에 대해서는 발행한도를 정해 놓음으로써 과도한 발행을 예방함.

○ 영국, 프랑스, 일본의 경우 법적으로 발행목적에 대한 제한은 없음.

■ 또한, 채권을 상시 발행할 수 있는 국내 은행이나 증권회사에 대한 규제와 비교하더라도 과도한 측면이 있음.

○ 보험회사는 은행이나 증권회사와는 다르게 장기 계약이 중심이며, 이러한 장기 계약을 이행하기 위해 더 많은 자본이 필요함에도 불구하고 타인자본 확충이 자유롭지 못한 것은 모순적임.

■ 보험감독당국은 후순위채 등 자본인정증권의 상시 발행을 허용함으로써 보험회사가 최적의 자본구조를 스스로 선택할 수 있도록 허용할 필요가 있음.

○ 기관투자자인 채권자는 개인인 보험계약자에 비해 전문적인 감시와 시장 규율이 가능하므로 감독당국의 관점에서도 보험회사의 이해관계자에 후순위채권자가 추가되는 것은 바람직함.

○ 현재와 같이 보험회사의 재무건전성이 악화되었을 경우에만 후순위채 발행을 허용할 때 오히려 불완전판매가 일어날 가능성이 높음.

IV. 위험경감 전략

■ 본 연구에서는 차선택으로 재무건전성 규제 강화에 대응하는 차원에서 생명보험회사의 요구자본 경감 전략을 논의함.

○ 데이터의 제약으로 자본수익률을 극대화하는 위험경감 전략을 분석할 수 없음.

■ 재무건전성 제도가 강화될 경우 2018년 말의 생명보험회사 총 요구자본은

40.8조 원이 되어, 제도 강화가 없었을 경우에 비해 11조 원이 증가할 것으로 예상됨.

- 재무건전성 제도가 강화될 경우 금리, 신용리스크는 비중이 더욱 증가하여 각각 요구자본의 29.3%와 46.9%를 차지할 것으로 예상됨.
- RBC 비율 개선을 위해서는 규모가 큰 금리, 신용리스크를 감소시키는 것이 여타 리스크를 감소시키는 것보다 효과적인 것임.

■ 국내 생명보험회사는 채권이나 대출채권에 의한 신용위험액 규모가 낮은 수준이므로 현실적으로 신용리스크를 현재 수준에서 더 경감시키는 것은 쉽지 않을 것으로 판단됨.

- 채권과 대출채권에 의한 신용리스크가 낮음에도 불구하고 전체 신용리스크 규모가 큰 이유는 일부 대형사의 처분하기 어려운 계열사 주식 보유가 많기 때문임.
- 미국의 생명보험회사는 회사채 중심의 포트폴리오를 구성하여 신용위험을 일정 수준으로 취하고 있음.

■ 우리나라 대형 생명보험회사는 평균 잔존만기가 미국과 일본 생명보험회사에 비해 낮아, 채권의 잔존만기를 늘림으로써 금리리스크를 줄일 수 있는 여지가 있는 것으로 보임.

- 데이터의 부재로 미국과 일본 생명보험회사의 부채 듀레이션을 파악할 수 없기에 금리리스크 수준을 정확히 비교할 수는 없지만, 자산의 듀레이션을 늘림으로써 금리리스크를 경감시킬 여지는 있다고 할 수 있음.

■ 생명보험회사가 2015년부터 금리리스크를 매년 1조 4천억 원(2013년 말 기준으로 약 10%에 해당하는 금액)씩 감축할 경우 2018년 RBC 비율이 16%p 증가할 것으로 기대됨.

- 앞 장에서 예로든 후순위채 발행과 금리리스크 경감이 동시에 이루어진다

면, 2018년 생명보험회사의 RBC 비율은 154%가 될 것임.

- 금리리스크를 10% 감축한다는 것의 의미는 2013년 말 대형 3사 기준으로 볼 때, 금리부자산의 듀레이션을 0.14년 증가시키는 것과 같음.

■ 국내 생명보험회사는 2000년대 초반부터 금리연동형 중심의 부채구조로 빠르게 전환함으로써 신계약을 통한 금리리스크 경감 전략을 구사하였음.

- 2000년도에 70%를 상회하였던 금리확정형 부채 비중이 2013년 말에 대형사는 52.1%, 중·소형사는 33.6%로 급격히 하락함.

■ 생명보험회사가 신계약을 통해 금리리스크를 더욱 경감시키기 위해서는 유배당 상품 등 금리민감도가 낮은 상품 판매를 활성화시키는 전략을 구사할 수도 있으나, 이를 위해서는 제도 개선도 필요할 것으로 보임.

- 유배당상품의 원활한 공급을 위해서는 총액기준으로 이익이 났을 때 배당하는 총액배당제의 도입이나 이익배분율의 합리적 조정이 필요한 것으로 보임.
- 물론 제도 개선으로 유배당 상품 공급이 이루어진다고 하더라도 활성화가 되기 위해서는 소비자의 선택이 필요할 것임.

■ 이미 판매한 계약에 대한 금리리스크 경감은 보장이율에 대한 헤지를 중심으로 수행하는 것이 바람직할 것으로 판단됨.

- 진익 외 3인(2011)이 지적하였듯이 보장이율에 대한 헤지 대신에 자산운용능력 배양을 통한 자산운용이익률 제고도 금리리스크 관리의 한 방법으로 생각할 수도 있으나,
- 1990년대 후반부터 2000년대 초반까지 파산한 일본 7개 생명보험회사의 상당수가 금리역마진에 대한 대응으로써 자산운용이익률을 제고하고자 주식 등 위험자산에 대한 투자비중을 높이는 전략을 구사하다가 오히려 손실을 키운 것을 타산지석으로 삼을 필요가 있음.

- 그동안 생명보험회사는 자산포트폴리오를 대출채권 중심에서 장기채권 중심으로 비교적 빠르게 전환하여 왔음.
 - 2000년 말에 24.1%였던 채권비중이 2013년 말 57.9%로 급증하였으며, 대출채권과 부동산 비중은 2013년 말 각각 19.0%와 3.2%로 2000년 말에 비해 비중이 급락함.
 - 장기채권 중심의 자산운용은 금리확정형 장기 부채에 대한 금리리스크 헤지 강화를 의미함.

- 생명보험회사는 자산 구성의 변화와 더불어 신계약을 통한 보험부채의 구조조정을 통해 금리리스크를 지속적으로 낮추고자 노력해 왔지만, 대형사는 여전히 금리리스크가 큰 상태임.
 - 2013년 말 기준으로 대형사는 자산-부채 매칭도가 78.2% 수준으로 금리변동에 따른 순자산가치 변동이 외국사와 중·소형사에 비해 큼.
 - 대형사는 자산 규모가 커서 자산구조를 빠르게 전환하는 것이 불리한 상황임.

- 금리리스크 경감의 필요성이 가장 높은 대형사의 경우 전통적인 방법으로는 자산과 부채구조를 빠르게 전환하지 못하고 있음.
 - 자산시장의 경우 장기채권 공급이 충분하지 못하며, 보험시장의 성장을 둔화로 신계약을 통한 부채구조 조정도 쉽지 않은 상황임.
 - 이제 대형 생명보험회사는 금리리스크를 파생상품을 이용해서 헤지하는 전략을 고려해 볼 필요가 있음.

- 해외 생명보험회사는 금리파생상품을 이용하여 금리리스크를 적극적으로 관리하고 있음.
 - 국내 생명보험회사와 미국 생명보험회사의 채권규모 대비 이자율 파생상품 명목거래금액 비율은 각각 0.8%, 29.3%로 양자가 큰 격차를 보임.
 - AXA의 경우도 다양한 금리파생상품을 이용하고 있는 것을 볼 수 있음.

- 생명보험회사의 금리파생상품을 이용한 헤지가 활성화되기 위해서는 감독당국도 금리파생상품의 효과를 RBC 제도에 합리적으로 반영할 방안을 모색할 필요가 있음.
- 현행 RBC 제도에서는 금리위험액 측정 시 파생상품을 이용한 금리리스크 감소효과를 반영하고 있지 않음.

V. 결론

- 생명보험회사는 기존의 자본관리 방식만으로는 급격한 제도 변화에 효율적으로 대응하기 어려움을 인지하고, 새로운 자본관리 수단을 적극적으로 활용해야 할 시점임.
- 재무건전성 제도 강화의 실제 영향은 본고의 예상보다 클 가능성이 높음.
- 생명보험회사는 재무건전성 강화에 대응하기 위한 자본확충 시 후순위채를 발행함으로써 자본비용을 최소화할 필요가 있음.
- 적절한 수준의 후순위채 발행은 보험회사의 자본비용을 낮출 수 있음.
- 대표적인 글로벌 보험회사들이 자기자본 대비 10~20% 정도의 후순위채를 발행하고 있는 것도 이를 방증함.
- 생명보험회사는 요구자본 경감을 위해 금리리스크를 감축시킬 필요가 있음.
- 신계약 측면에서는 유배당상품 등 금리민감도가 낮은 상품의 판매를 촉진함으로써 금리리스크를 감축시키는 전략을 구사할 필요가 있음.
- 기존 계약의 금리리스크 감축을 위해서는 금리파생상품을 이용하는 것을 검토해 볼 필요가 있음.
- 특히 대형 생명보험회사의 경우 전통적인 방식만으로는 금리리스크를 효과적으로 경감시키기 어려움.

- 감독당국은 후순위채 등 자본인정증권의 상시 발행을 허용함으로써 보험회사가 최적의 자본구조를 스스로 선택할 수 있도록 할 필요가 있음.
 - 보험회사의 후순위채 발행은 자유롭게 허용하되, 가용자본으로 인정되는 자본의 질은 강화하는 방안이 필요함.

- 아울러 감독당국은 금리파생상품 이용의 효과를 RBC 제도에 합리적으로 반영할 방안도 모색할 필요가 있음.
 - 보험회사가 파생상품을 이용하여 금리리스크를 실질적으로 줄일 때 RBC 비율도 낮아진다면 금리파생상품을 이용한 금리리스크 헤지가 더욱 활성화될 것임.

I. 연구배경

최근의 저성장 환경은 생명보험회사에 우호적이지 못하다. 특히 글로벌 금융위기 이후 지속된 금리 하락으로 금리리스크가 큰 생명보험회사의 경제적 자본이 줄어들고 있는 상황이다. 생명보험회사의 입장에서는 글로벌 경기가 회복되어 경제성장이 증가하고 금리가 상승하기를 바라지만 장기적으로 저성장 · 저금리 구조가 고착화될 것이라는 전망이 우세한 상황이다. 이러한 전망의 요지는 저출산 · 고령화로 노동가능인구가 지속적으로 감소하여 경제성장이 둔화되고 이에 따라 저금리가 지속된다는 것이다.

여기에 더하여 국제적으로 추진되고 있는 재무건전성제도와 회계제도의 변화도 보험회사에게는 큰 부담이 되고 있다. 미국에서는 지급여력규제 개혁작업을 통해 정성평가를 강화하고 있으며,²⁾ 유럽에서는 보험부채 시가평가와 위험관리를 강조하는 Solvency II가 추진되고 있다. 회계제도에서는 보험부채 시가평가를 골자로 하는 IFRS 4 Phase 2가 시행될 예정이다. 이러한 보험회사 재무건전성제도와 회계제도 변화의 요체는 보험회사의 위험규모와 경제적 가치를 정교하게 측정하고 관리하도록 하는 것이다. 지난 7월 말 우리 금융감독당국도 이러한 맥락에서 ‘재무건전성 감독제도 선진화 로드맵’을 제시함으로써 시의적절한 대응을 하였다고 볼 수 있다.

이러한 경제적, 제도적 환경 변화로 인하여 보험회사의 자본관리는 더욱 중요한 문제가 되고 있다. 보험회사는 저금리 고착화로 인한 경제적 자본 악화를 방지하고, 빠르게 진행되는 재무건전성 규제 강화에 의한 감독자본(RBC 비율)의 악화를 효과적으로 방지해야 하는 시점이다. 이를 위해서는 환경 변화에 의한 자

2) 김해식 · 조재린(2012) 참조.

본의 변동을 정교하게 파악하고 효율적인 자본관리 계획을 수립해야 하는데, 이에 대해 종합적으로 분석하고 적절한 방안을 제시한 연구는 찾아보기 어려운 것이 현실이다.

이에 본 연구는 재무건전성 규제 강화에 효과적으로 대응하기 위한 생명보험회사의 자본관리에 대해 논의한다. 이를 위해 우선 재무건전성 규제 강화가 생명보험회사에 미치는 영향을 분석한다. 이후 생명보험회사가 재무건전성 규제 강화에 효과적으로 대응하는 자본확충 전략과 위험경감 전략을 제시하며, 이와 관련된 정책적 시사점에 대해서도 논의한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서는 재무건전성 규제 강화가 생명보험회사에 미치는 영향을 분석하고, 이에 대응하기 위한 자본관리 원칙에 대해 논의한다. III장에서는 자본관리의 한 축인 자본구조 최적화에 대해 살펴본다. 보험회사 자본구조에 대한 이론적 논의와 실제 사례를 제시함으로써 국내 생명보험회사가 재무건전성 규제 강화에 대응하면서도 최적 자본구조를 갖추기 위해 필요한 자본확충 전략에 대해 논의한다. IV장에서는 자본관리의 또 다른 한 축인 자본배분 최적화에 대해 살펴본다. 마지막으로 V장에서 결론과 시사점을 재정리한다.

II. 보험회사 자본관리와 규제환경 변화

1. 자본관리의 정의

자본관리를 살펴보기에 앞서 자본의 분류에 대해 알아본다. 보험회사의 자본은 경영에서 발생할 수 있는 극단적인 손실을 흡수하는 기능을 한다. 자본은 타인자본(Debt Capital)과 자기자본(Equity Capital)으로 대별된다. 타인자본은 부채 중 가용성, 후순위성, 영구성 등이 높아서 자본으로서의 역할을 할 수 있는 부채를 의미한다. 이에 감독당국은 타인자본의 질을 분류하여 자본으로 인정하는 범위를 정해 놓고 있다. 보험회사가 파산하여 청산할 경우 상환순위가 낮은 후순위채는 현재 보완자본으로 분류되어 있다. 자기자본은 주주에 의해 제공된 자본으로서 납입자본과 유보이익으로 구성된다. 회계적으로 납입자본은 자본금, 자본잉여금으로 분류되고 유보이익은 이익잉여금, 기타포괄손익누계액으로 분류된다.

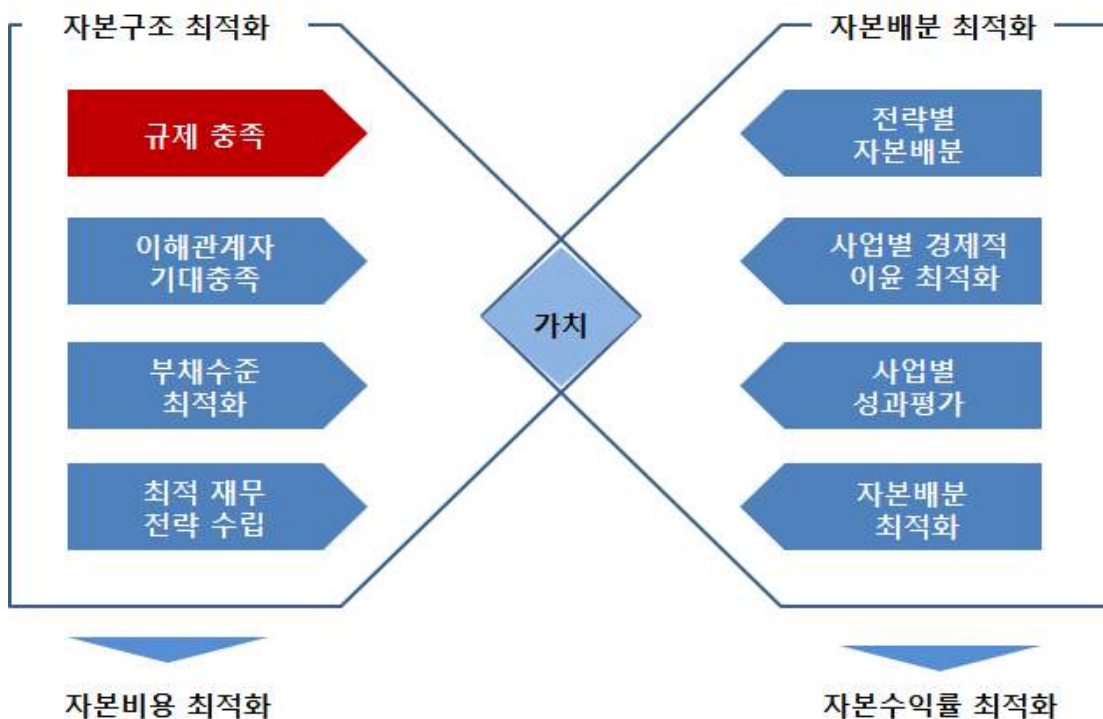
자본관리(Capital Management)는 타인자본과 자기자본 구성을 최적화하는 문제[자본구조 최적화]와 자본을 효율적으로 사업에 배분하는 문제[자본배분 최적화]로 구성되어 있다. De Weert(2011)가 설명하였듯이 자본구조를 최적화하는 것은 궁극적으로 자본비용을 최적화(최소화)하기 위한 것이고, 자본배분을 최적화하는 것은 자본수익률(Return on capital)을 최적화(최대화)하기 위한 것이다.

자본구조를 최적화하는 문제에서 금융회사가 일반회사와 가장 다른 점은 자본규제를 우선적으로 충족하여야 한다는 점이다. 금융회사는 일반회사와는 다르게 자본규제를 받는다. 즉, 감독당국이 금융회사의 사업별 리스크를 측정하고 보유한 리스크 대비 적절한 자본을 유지하도록 한다. 금융 감독당국은 인정하는 자본의 요건도 규정함으로써 금융회사가 질 높은 자본을 보유하도록 유도한다. 금융회사가 자본규

제를 충족하지 못했을 경우에는 감독당국으로부터 경영개선조치를 받게 된다. 현재 보험회사는 RBC 비율이 150% 미만으로 하락할 경우 경영개선조치를 받게 된다. 따라서 보험회사 등 금융회사는 자본구조를 최적화할 때 우선적으로 자본규제를 충족해야 한다. 이는 자본규제가 없었을 경우에 비해 금융회사가 경제적으로 최적화된 자본구조를 달성하기 어렵다는 것을 내포한다. 예를 들어, 어떤 보험사가 타인자본을 총자본의 10% 비중으로 보유하는 것이 경제적으로 총자본비용을 최소화하는 것을 알더라도, 감독당국이 타인자본 발행을 금지한다면 경제적 최적자본구조를 달성할 수 없는 것이다.

자본배분을 최적화하기 위해서는 우선 사업별 위험대비 성과를 측정하는 것이 필요하다. 원칙적으로는 위험대비 성과가 높은 사업에는 보다 많은 자본을 투입하고 위험대비 성과가 낮은 사업에는 보다 적은 자본을 투입함으로써 사업별 위험대비 성과를 동일하게 조정하게 되면, 회사 전체의 위험조정 자본수익률(Risk-Adjusted Return On Capital; RAROC)이 극대화될 것이다.

〈그림 II-1〉 자본관리



자료: De Weert(2011)의 그림 1.1의 내용을 다소 수정함.

2. 재무건전성 규제 변화

글로벌 금융위기 이후 금융회사에 대한 재무건전성 규제는 국제적으로 강화되는 추세이다. 조재린·김해식(2014)이 언급한대로 보험회사의 건전성 규제는 위험측정과 경제적자본 산출을 정교하게 함으로써 보험회사의 위험민감도를 제고하고 위험에 대한 자기관리를 강조하는 방향으로 진화되고 있다. 우리나라 감독당국도 2014년 7월 말 이러한 국제적 추이와 궤를 같이하는 ‘재무건전성 제도 선진화 종합 로드맵’을 발표한 바 있다.

우리나라의 재무건전성 규제 강화 계획은 보험회사의 가용자본과 요구자본에 적지 않은 영향을 줄 것으로 예상된다. 특히, 금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정은 요구자본을 대폭 증가시킬 것으로 보이며, 보험부채 시가평가는 가용자본을 큰 폭으로 감소시킬 것으로 예상된다.

〈표 II-1〉 재무건전성 규제 강화 계획

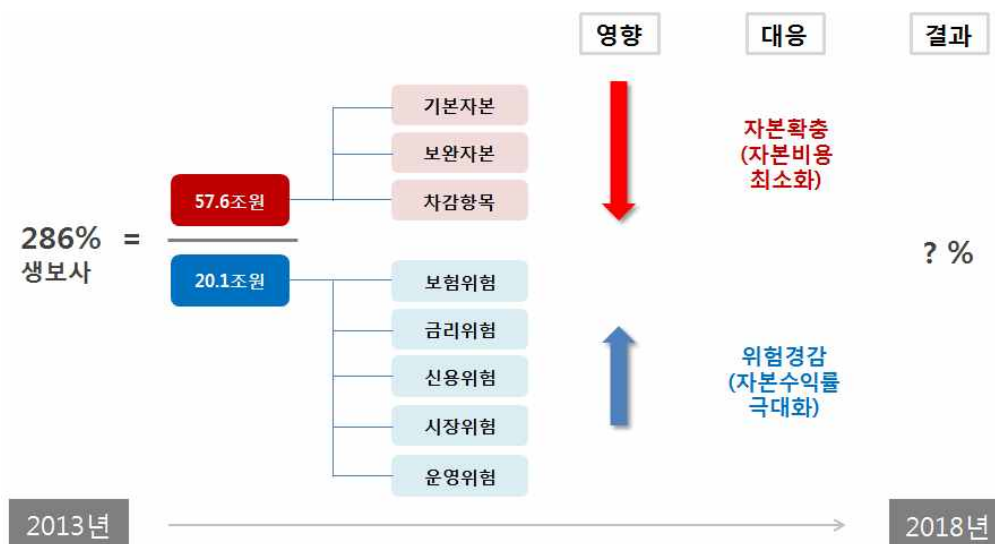
구분	2014	2015	2016	2017	2018
1. 정량평가(pillar 1)					
신뢰수준 상향	보험/금리위험	신용위험 50%	신용위험 100%		
상관계수		시행			
연결 RBC	시범운영	시행			
변액보증위험해지	방안수립	시행			
장수위험		방안수립			시행
부채듀레이션		방안수립	단계적 시행		
운영위험		방안수립	시행		
내부모형		방안수립	시범운영	시범운영	시행
자본확충인센티브		방안수립	시행		
2. 정성평가(pillar 2)					
ORSA		시범운영	시범운영	시행	
3. 시장공시(pillar 3)					
공시제도	방안수립	시행			
4. 보험부채 시가평가					
IFRS4 phase2	도입준비				시행
LAT	단계적 시행				폐지
장기보험 IBNR	단계적 시행				
변액보증준비금	시행				

자료: 금융위원회·금융감독원(2014).

2013년 말 기준 생명보험회사의 가용자본은 57조 6천억 원, 요구자본은 20조 1천억 원으로 RBC 비율이 286%이다. 감독당국의 계획대로 재무건전성 제도를 강화할 경우 요구자본이 증가하고, 가용자본이 감소할 것이므로 생명보험회사는 이에 대응할 필요가 있다. 대응을 위해서는 우선 재무건전성 규제의 영향에 대해 정교하게 분석을 한 뒤에 적절한 수준의 자본을 확충하고 비효율적인 보유위험을 경감시킬 필요가 있다. 그럼으로써 생명보험회사는 규제수준 이상의 자본을 확보하는 것은 물론이고 경제적으로 최적화된 자본을 갖춰야 할 것이다.

본 연구는 위와 같이 먼저 재무건전성 규제 강화의 영향을 살펴보고, 이에 대응하는 생명보험회사의 전략에 대해 논의할 것이다. 비록 본고에서는 생명보험회사의 자본관리를 중심으로 분석하지만, 도출되는 시사점은 손해보험회사에도 유사하게 적용될 것이다.

〈그림 II-2〉 재무건전성 규제 강화의 영향과 대응

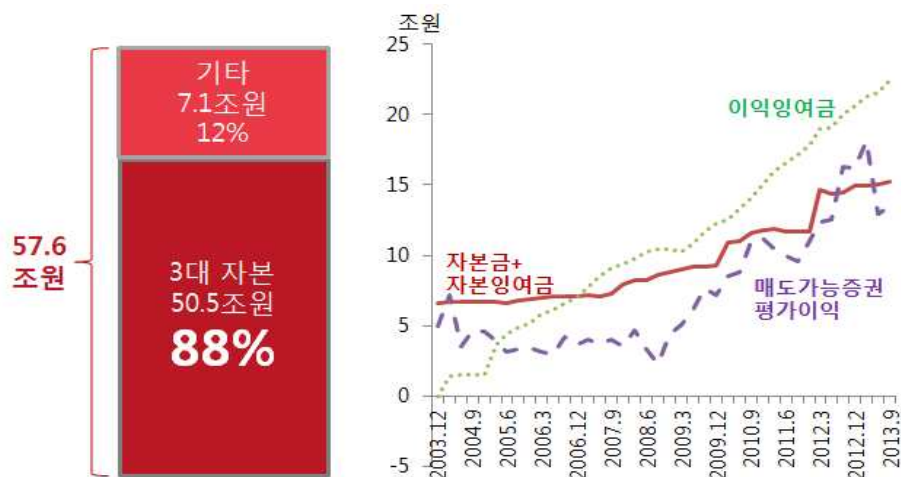


3. 재무건전성 규제 강화의 영향

가. 가정

재무건전성 규제 강화가 생명보험회사에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 2014년부터 2018년까지의 가용자본과 요구자본 변화에 대한 가정이 필요하다. 가정을 위하여 먼저 생명보험회사 가용자본의 과거 추이를 살펴본다. 생명보험회사의 가용자본은 2013년 현재 57.6조 원으로 이중 이익잉여금, 매도가능증권 평가이익, 자본금 및 자본잉여금의 3대 항목이 차지하는 비중이 88%에 이른다. 이러한 3대 자본항목의 지난 10년간 추이를 보면 이익잉여금이 꾸준하면서도 가장 빠르게 증가한 것을 관찰할 수 있다. 자본금 및 자본잉여금은 신주 발행 시 증가하게 되는데, 생명보험회사 상장이 있었던 2009년 이후 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 매도가능증권 평가이익은 금융위기 이후 시장금리 하락으로 급격히 증가한 것이 관찰된다.

〈그림 II-3〉 생명보험회사 가용자본 구성과 3대 자본항목 추이



자료: 금융통계정보시스템.

위와 같은 3대 자본항목의 추이를 바탕으로 2018년도까지의 생명보험회사 가용자본 변화에 대해 가정하였다. 먼저 생명보험회사 전체 가용자본 중 3대 자본항목

의 비중은 2013년 말 비중 88%를 그대로 유지한다고 가정하였다. 생명보험회사의 3대 자본항목이 가용자본에서 차지하는 비중은 2012년 3월 말 83%에서 2013년 말 88%로 다소 증가했지만, 향후 더 높은 비중의 증가는 어려울 것으로 가정한 것이다. 이와 유사하게 매도가능증권의 평가이익도 2013년 평균 규모(14조 2천억 원)를 유지할 것으로 가정했다. 매도가능증권 평가이익은 시장금리 변화와 높은 관계가 있으므로 이러한 가정은 2018년까지 시장금리가 현 수준을 유지한다는 것이 전제 되었다고 할 수 있다. 이익잉여금, 자본금 및 자본잉여금은 각각 매년 14%, 1.1% 성장하는 것을 가정하였다. 이러한 수치는 최근 3년 평균성장률(CAGR, 농협생명 제외)이며, 이러한 성장세가 2018년까지 그대로 지속되는 것을 가정한 것이다.

다음으로 생명보험회사 요구자본의 구성과 추이를 살펴본다. 2013년 말 기준 생명보험회사의 요구자본은 20조 1천억 원이며, 요구자본 중 금리위험액의 비중이 38.9%로 가장 높다. 생명보험회사는 과거 판매한 확정금리형 상품의 비중이 여전히 높기 때문에 부채 듀레이션이 자산 듀레이션에 비해 길어서 금리리스크가 크다. 신용위험액 비중은 33.7%로 두 번째로 높다. 각 위험액의 순위는 RBC 제도가 본격적으로 시행된 2011년 이후 변화가 없다. 본 연구에서는 요구자본의 5개 위험액이 2018년까지 최근 2년(2012~2013) 평균 성장률로 성장하는 것을 가정하였다. 금리, 신용, 보험, 시장, 운영 위험액의 최근 2년 성장률(CAGR, 농협생명 제외)은 각각 1.1%, 14.2%, 10.9%, 15.2%, 6.5%이다.

〈그림 II-4〉 생명보험회사 요구자본 구성과 추이

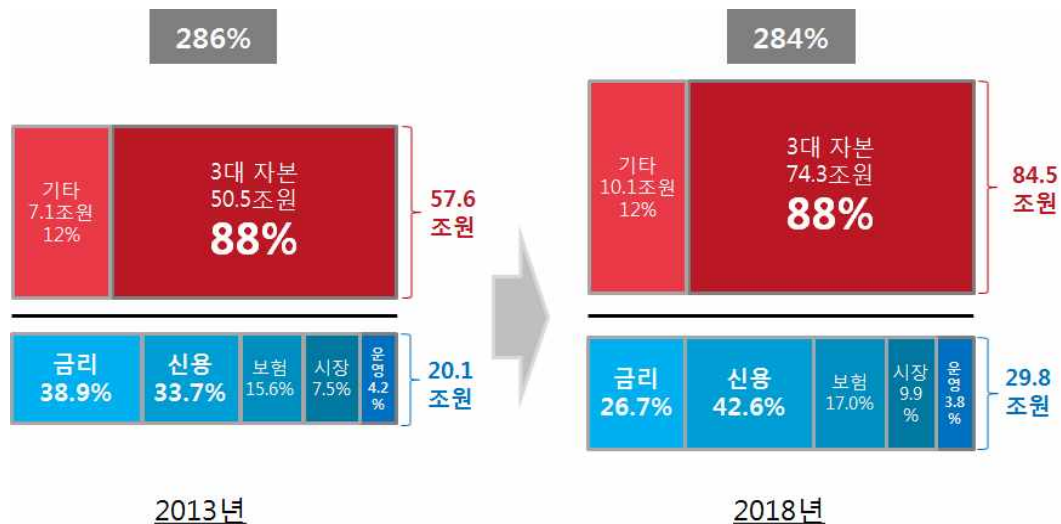


자료: 생명보험회사 경영공시.

나. 영향

재무건전성 규제 강화의 영향을 살펴보기 위해 먼저 재무건전성 규제 변화가 없을 경우에 RBC 비율의 변화를 살펴보자. 위의 가정대로 가용자본과 요구자본이 2018년까지 변화할 경우 RBC 비율은 2013년 286%에서 2018년 284%로 거의 변화가 없게 된다. 즉, 재무건전성 규제에 변화가 없어서 요구자본과 가용자본 모두 최근의 추세대로 변화할 경우 RBC 비율에도 변화가 없는 것을 의미한다. 다만 요구자본의 구성비에는 다소 변화가 있어서, 2018년 신용위험액이 42.6%로 가장 높은 비중을 차지할 것으로 나타났다. 이는 최근 생명보험회사의 빠른 신용위험액 증가율을 반영하였기에 나타난 결과이다.

〈그림 II-5〉 재무건전성 규제 변화가 없을 때 생보사 RBC 비율 변화



감독당국의 계획대로 재무건전성 규제가 시행될 경우 생명보험회사 RBC 비율의 변화에 대해 전망해 보자. 본고에서는 보험회사 재무건전성에 가장 큰 영향을 줄 것으로 예상되는 금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정(RBC 강화)과 보험부채 시가평가(IFRS 4 phase 2 시행)만을 분석한다. 먼저 금리·신용위험액의 신뢰수준은 2014년부터 2016년까지 단계적으로 99%로 상향조정된다. 2014년부터 금리위험액의 신뢰수준 상향조정이 100% 반영되고, 2015년부터는 신

용리스크의 신뢰수준 상향조정이 50% 반영되기 시작하여 2016년까지 100% 반영된다. 신뢰수준이 95%에서 99%로 상향될 경우 요구자본이 1.414배 증가하게 되므로³⁾ 감독당국의 계획을 반영하여 RBC 비율을 산출하면, 2018년 생명보험회사의 평균 RBC 비율은 207%가 될 것으로 예상된다(그림 II-5). 이는 재무건전성 규제 변화가 없었을 경우에 비해 77%p 감소한 수치이다. 금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정만으로도 생명보험회사의 평균 RBC 비율이 큰 폭으로 감소한다고 할 수 있다.

한편, 부채시가평가는 IFRS 4 phase 2 시행에 앞서 책임준비금적정성 평가제도를 단계적으로 개선하는 것으로 예정되어 있다. 아직 구체적인 시행안이 제시되지 않은 상태이지만, 본 연구에서는 분석을 위하여 부채시가평가에 따른 생명보험회사의 가용자본 감소가 점진적으로 반영될 것을 가정하였다. 2013년도 생명보험회사의 감사보고서에 나타난 부채적정성평가(LAT) 결과들을 종합하면, 보험부채를 시가평가할 경우 자본이 42조 원 가량 감소할 것으로 나타났다. 이러한 결과는 할인율을 대략 4.75%로 적용하였을 때 도출된 것으로 할인율이 더 낮아질 경우에는 더 많은 자본감소가 예상된다.

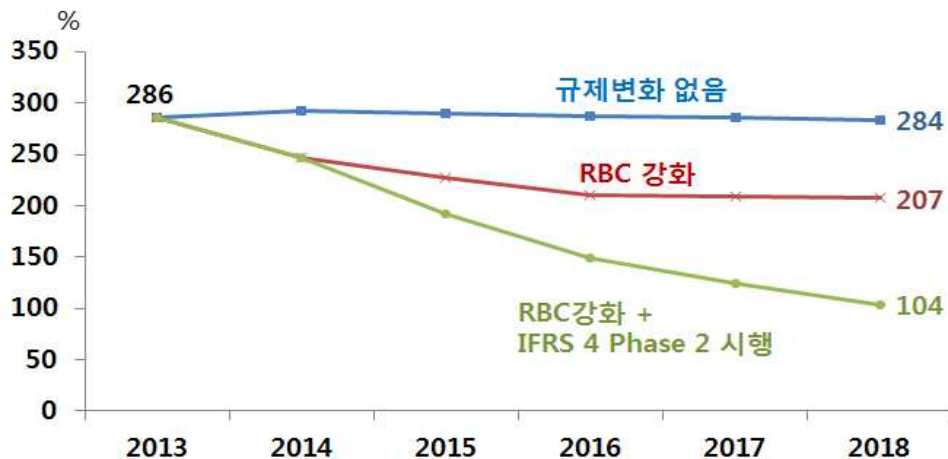
본고에서는 2018년에 IFRS 4 phase 2가 시행될 경우 생명보험회사의 자본이 42조 원 감소하는 것을 가정하여 분석한다. 2013년 기준 부채시가평가 결과를 2018년에도 그대로 적용할 수 있는 것은 부채시가평가에 따른 생명보험회사의 자본감소가 유배당/금리확정형 보험계약의 결손 발생에 기인한다는 사실에 근거한다. 현재 생명보험회사는 대부분 금리연동형 상품을 판매하고 있으므로 유배당/금리확정형 보험계약의 규모가 2018년에도 2013년과 거의 유사할 것이므로 부채시가평가에 따른 결손 금액도 유사할 것이다. 부채시가평가가 점진적으로 이루어질 계획이므로 2015년부터 2018년까지 매년 10.5조 원씩 생명보험회사의 자본이 감소할 것으로 예상되었다.

금리·신용위험액 신뢰수준의 상향조정(RBC 강화)과 보험부채 시가평가(IFRS 4 phase 2 시행)가 계획대로 시행될 경우 2018년 생명보험회사의 평균 RBC 비율은

3) 조재린·김해식·김석영(2014), p. 37 참조.

104%로 예상된다.⁴⁾ 이는 금리·신용위험액 신뢰수준 상향조정만 시행되었을 때에 비해 103%p나 감소한 수치이다. 이를 통해 부채시가평가가 생명보험회사에 미치는 영향이 매우 큰 것을 알 수 있다.

〈그림 II-6〉 재무건전성 규제 강화에 따른 생보사 RBC 비율 변화



재무건전성 규제 강화의 실제 영향은 이상의 분석 결과보다 더욱 클 것이다. 분석에서 이용한 LAT 결과는 대략 4.75%의 할인율로 준비금을 평가한 결과이다. 향후 시행될 IFRS 4 Phase 2에서는 할인율을(금리확정형의 경우) 무위험이자율에 유동성프리미엄(대략 0.6~0.8% 정도가 될 것으로 예상)을 더하여 정하므로 현재와 같은 저금리 기조하에서는 3%가 될 수도 있다. 할인율이 3%가 될 경우 생명보험회사 부채 규모는 더욱 증가하여 대부분 생명보험회사의 RBC 비율이 매우 낮은 수준으로 하락할 것이다. 할인율 외에도 보험부채 듀레이션 확대와 장수리스크 도입 등이 시행되면 요구자본이 더 증가할 것으로 보인다. 따라서 생명보험회사는 재무건전성 제도 강화에 대응하여 효과적인 자본확충과 위험경감 전략을 수립하고 실행할 필요가 있다.

4) 이러한 수치는 계약서비스마진(CSM)을 가용자본으로 인정하지 않는다는 전제하에서 도출된 것임. 만약 계약서비스마진의 일정부분을 가용자본으로 인정할 경우 IFRS 4 Phase 2 시행에 따른 RBC 비율의 급락은 완화될 것임. 조재린·김해식(2014)은 계약서비스마진의 가용자본 인정에 대해 논의하고 있음.

Ⅲ. 자본확충 전략

본 장에서는 자본관리의 한 축인 자본구조⁵⁾ 최적화에 대해 살펴본다. 자본구조를 최적화하는 것은 총자본비용을 최소화하는 것을 의미한다. 보험회사의 총자본비용을 최소화하기 위해서는 타인자본⁶⁾과 자기자본을 적절하게 구성해야 할 것이다. 본 장에서는 먼저 왜 타인자본을 적절히 활용하는 것이 총자본비용을 낮출 수 있는지에 대해 이론적으로 논의한다. 그리고 보험회사가 현실적으로 타인자본을 어느 정도 구성할 때 최적 자본구조가 될 수 있는지 글로벌 보험회사와 우리나라 은행의 사례를 살펴본다. 마지막으로 국내 보험회사가 재무건전성 규제 강화에 대응하면서도 최적 자본구조를 갖추기 위해 필요한 자본확충 전략에 대해서 논의한다.

1. 최적 자본구조

자본구조 이론에서는 일반적인 자본비용에 대해 논의하고 있다. 현대적 자본구조 이론의 효시는 Modigliani and Miller(1958)인데, 이들은 몇 가지 가정하에서 자본구조와 기업가치는 무관함을 증명하였다. 그러나 이들은 이후 법인세가 존재하는 것을 고려함으로써 타인자본의 비율이 높을수록 자본비용이 낮아지고, 이에

5) 자본구조(Capital Structure)는 재무구조(Financial Structure)와 구분할 필요가 있으나 많은 문헌에서 구분하지 않고 사용하고 있음. 엄밀하게 구분하자면, 자본구조는 ‘자본으로서의 역할을 하는 장기부채(Debt Capital)’와 자본금(Equity)의 구성을 지칭하며, 재무구조는 ‘모든 부채(Debt)’와 자본금의 구성을 지칭함.

6) 본고에서 타인자본(Debt Capital)은 부채 중에서 자본으로서의 역할을 하는 장기부채를 지칭하며, 의미를 구분하지 않아도 될 경우에는 편의상 부채와 타인자본을 혼용하여 사용함.

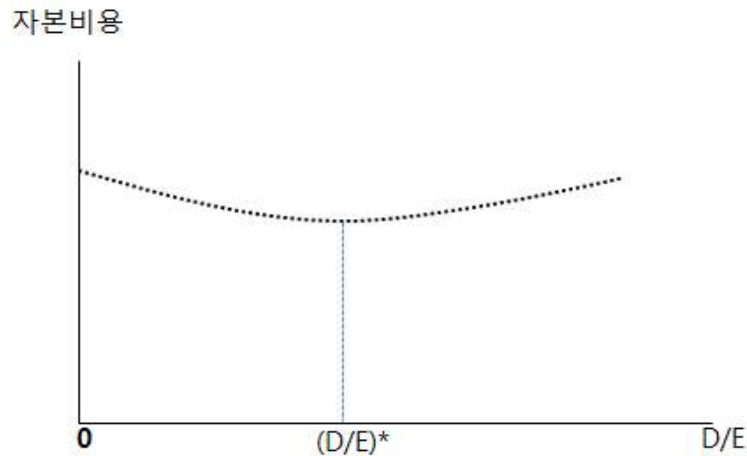
따라 기업가치가 상승함을 보였다(Modigliani and Miller 1963).

이들 이후 현재까지 등장한 자본구조 이론은 크게 절충이론(Trade-off Theory)과 순서이론(Pecking Order Theory)으로 나눌 수 있다. 절충이론은 타인자본의 비용과 편익을 고려한 이론이다. 회사 입장에서 타인자본을 이용할수록 증가하는 비용은 대표적으로 (기대)파산비용과 대리인비용을 들 수 있다. 일반적으로 타인자본의 비중이 늘어날수록 파산확률이 높아지게 되어 기대파산비용이 증가하게 된다. 타인자본의 대리인비용은 주주가 부채로 조달한 자금을 사업에 적절하게 사용하고 있는지를 채권자가 감시함으로써 발생하는 비용이다. 이는 주주와 채권자의 이해관계가 다르기 때문에 발생한다. 채권자는 자신의 원금과 이자가 제대로 상환되는 것에 관심이 있기에 기업이 위험을 추구하는 것을 원치 않는다. 반면, 주주는 자신의 부를 극대화하기 위해 과도한 위험을 추구하는 경향이 있다. 따라서 채권자는 주주가 과도한 위험을 취하지 못하도록 감시하고 약정(Covenants)을 강화하는 등의 노력을 하게 된다. 부채가 증가할수록 채권자에 의한 감시와 제약은 커지게 되고, 이는 기업 입장에서 부채 발행에 따른 비용이 증가하는 것을 의미한다.

한편, 타인자본을 이용할수록 증가하는 편익은 대표적으로 지급이자 손금처리에 의한 세금절감효과와 경영진에 대한 규율을 들 수 있다. 다른 모든 것이 같을 때, 부채가 많은 기업일수록 이자비용이 증가하므로 과세표준이 줄어들어 납부해야 할 세금이 줄어들게 된다. 경영진에 대한 규율이란, 기업이 부채를 많이 이용할수록 이자비용이 커지기 때문에 경영진이 (부도방지를 위해) 이자비용 이상의 이익을 달성하기 위해 노력하게 되므로, 경영진의 안주를 더욱 방지시킬 수 있다는 것이다. 이는 부채를 이용할수록 주주와 경영진 간의 대리인 문제가 감소할 수 있음을 의미한다.

절충이론은 이러한 부채(타인자본)비율에 따른 순편익(=비용 - 편익)이 극대화 되는 수준에서 타인자본의 비율이 결정되는 것을 보여준다. <그림 Ⅲ-1>에서 볼 수 있듯이, 기업에 부채가 없었을 때는 부채비율이 증가함에 따라 부채의 순편익이 증가하여 자본비용이 감소하지만 일정수준($(D/E)^*$)이 지나면 오히려 순편익이 감소하여 자본비용이 증가하므로 결국 $(D/E)^*$ 가 최적 자본구조가 된다는 것이 절충이론의 요지이다.

〈그림 Ⅲ-1〉 절충이론



순서이론은 기업의 자본확충 수단에 우선순위가 존재한다는 것이다. 이에 따르면 기업은 자본확충 수단으로 내부유보를 채권 발행보다 선호하며, 주식 발행보다는 채권 발행을 선호한다. Myers and Majluf(1984)는 경영자와 투자자 간에 정보비대칭이 있는 경우 기업이 위험성이 있는 자본조달 수단을 이용하면 포기해야 하는 양의 순현재가치(NPV)인 투자안이 존재하지만, 무위험 자본조달 수단을 이용할 경우 NPV가 양인 투자안을 포기하지 않음을 보여줌으로써 그러한 결론을 도출하였다. 이후 등장하는 많은 순서이론들은 다양한 가정하에서 자본조달에 순서가 존재함을 보여주었다.⁷⁾ 순서이론은 자본조달 수단에 우선순위가 있다는 것이 결론이므로 최적자본구조는 의미가 없다. 따라서 순서이론은 최적자본구조가 존재한다는 절충이론과는 대치된다고 볼 수 있다. 비록 순서이론에서는 부채의 적절한 이용이 자본비용을 최소화시킬 수 있다는 주장은 없지만, (기업 입장에서) 부채 발행이 주식 발행에 비해 선호되는 경우도 많음을 말하고 있다.

요컨대 양대 자본구조 이론에 의하면, 타인자본의 적절한 발행이 자본비용을 낮추거나(절충이론), 타인자본 발행이 신주 발행에 비해 선호된다(순서이론). 그런데 우리나라 보험회사의 경우 재무건전성이 악화되었을 때(RBC 비율 150% 이하)에만 타인자본(후순위채) 발행이 허용되고 있다. 이러한 상황을 절충이론으로 본다면, 우리나라 보험

7) 보다 다양한 순서이론에 관해서는 Frank and Goyal(2005)이 좋은 참조가 될 것임.

회사는 재무적으로 우량한 상태에서는 자본구조를 최적화하기 어렵다고 판단할 수 있다. 순서이론에 입각하더라도, 우량 보험회사가 외부 자본조달을 해야 하는 상황에 처하더라도 타인자본을 우선적으로 발행하는 것이 불가능하므로 유리한 자본구조를 만드는 것이 불가능하다고 할 수 있다.

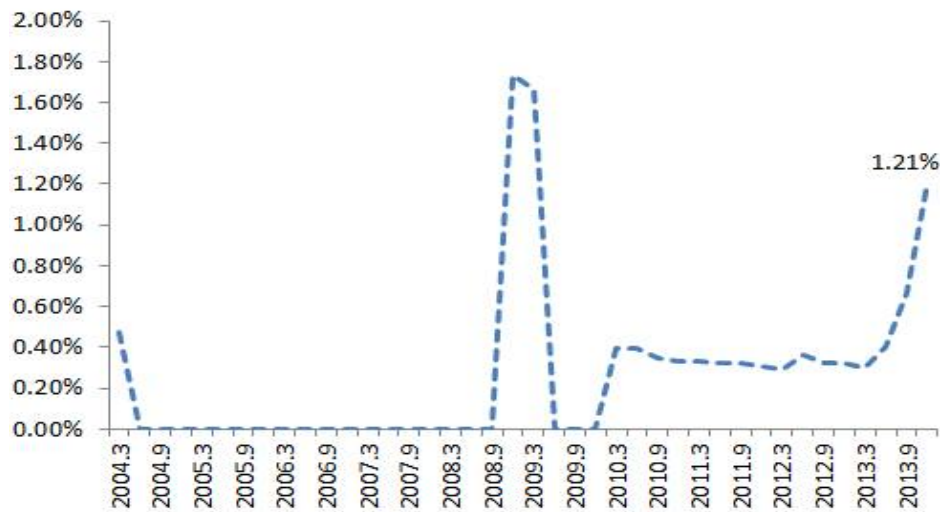
2. 보험회사의 실제 자본구조

만약 보험회사의 자본구조에 최적 수준이 존재한다면, 자기자본 대비 타인자본의 비율은 얼마일까? 이러한 물음에 직접적인 답을 주는 선행연구는 발견하기 어렵다. 이는 자본구조에 대한 실증연구의 대부분이 자기자본 대비 총부채비율을 이용하기 때문이다(예를 들어, Cheng and Weiss 2012). 즉, 본 연구에서 살펴보고자 하는 자본 자체의 구조보다는 전체 부채의 구조에 초점을 맞춘 연구가 대다수인 것이다. 그러므로 이하에서는 우리나라 보험회사와 대표적인 글로벌 보험회사 및 국내 은행들의 실제 자본구조를 살펴보고 비교해 보는 방법을 통해서 보험회사의 최적 자기자본 대비 타인자본 비율에 대한 시사점을 얻고자 한다.⁸⁾

먼저 우리나라 생명보험회사의 자본구조를 보면 후순위채 비중이 매우 낮은 것을 볼 수 있다. 이는 재무건전성이 우수한 회사의 후순위채 발행을 감독당국이 허용하지 않기 때문이다. 2013년 12월 기준으로 생명보험회사의 자기자본대비 후순위채 비율은 1.21%(농협생명 제외)이다. 2008년 9월 동비율이 1.74%까지 일시적으로 상승한 것은 당시 ING생명이 본사의 투자를 받아 3,500억 원 규모의 후순위채를 발행하였다가 이듬해 상환했기 때문이다. 2010년 이후 재무건전성이 150% 미만이었던 KDB생명, 현대라이프, 우리아비바생명, 흥국생명이 후순위채를 발행하여 총잔액(농협생명 제외)이 2013년 말 기준 5,629억 원이다.

8) 우리나라 생명보험회사는 자유로운 후순위채 발행이 불가하며 후순위채를 발행한 회사도 4개에 불과하여 엄밀한 통계적 검증이 어려우므로 사례분석을 중심으로 논의를 전개하였음.

〈그림 Ⅲ-2〉 생보사의 자기자본대비 후순위채 비율

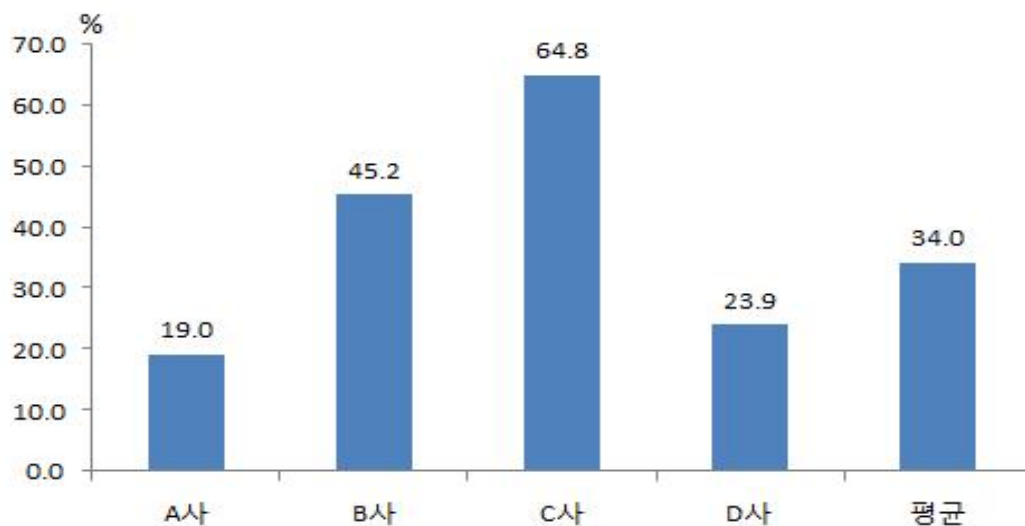


주: 농협생명 제외.

자료: 금융통계정보시스템.

한편, 후순위채를 발행한 4개 생명보험회사의 자기자본대비 후순위채 비율은 (가중)평균 34%에 이른다. 특히 B사와 C사는 이 비율이 각각 45.2%와 64.8%로써 금리 부담에도 불구하고 후순위채에 많은 의존을 하고 있음을 볼 수 있다.

〈그림 Ⅲ-3〉 후순위채 발행 생보사의 자기자본대비 후순위채 비율



일본의 경우 대표적 우량 생명보험회사인 제일생명과 일본생명의 가용자본에서 후순위채가 차지하는 비율이 각각 10.2%, 2.0%이다. 특히, 일본생명은 상호회사임에도 불구하고 후순위채를 발행하여 자본을 확충한 것이 특징적이다. 일본생명은 2012년 10월에 20억 달러 규모의 달러표시 후순위채를 최초로 발행하여 자본을 강화하였다.⁹⁾ 일본생명은 후순위채 발행의 이점으로 저금리 환경으로 낮은 금리¹⁰⁾와 탄력적인 자본조달 수단 확보를 들고 있다. 한편 두 회사의 자기자본대비 후순위채 비율은 2013년 3월 말 기준 각각 9.3%, 3.9%이다.

〈표 Ⅲ-1〉 일본 생보사의 가용자본 구성

(단위: %)

구분	제일생명 (주식회사)	일본생명 (상호회사)
자본금 등	14.6	17.8
위험준비금	11.8	9.7
유가증권평가이익	33.9	40.8
전기질머식책임준비금초과액	38.5	20.0
후순위채	10.2	2.0
기타	-9.1	9.7
지급여력비율	715.2	696.4

주: 2013년 3월 기준.
자료: 각사 결산보고서.

유럽의 대표적인 보험회사들도 많은 후순위채를 발행하고 있다. AXA의 경우 2013년 가용자본 521억 유로 중 (인정된) 후순위채는 118억 유로로 22.6%를 차지하였다.¹¹⁾ AXA 이외에 Allianz와 ING 등 유럽의 대표적인 보험회사들이 상당 규모

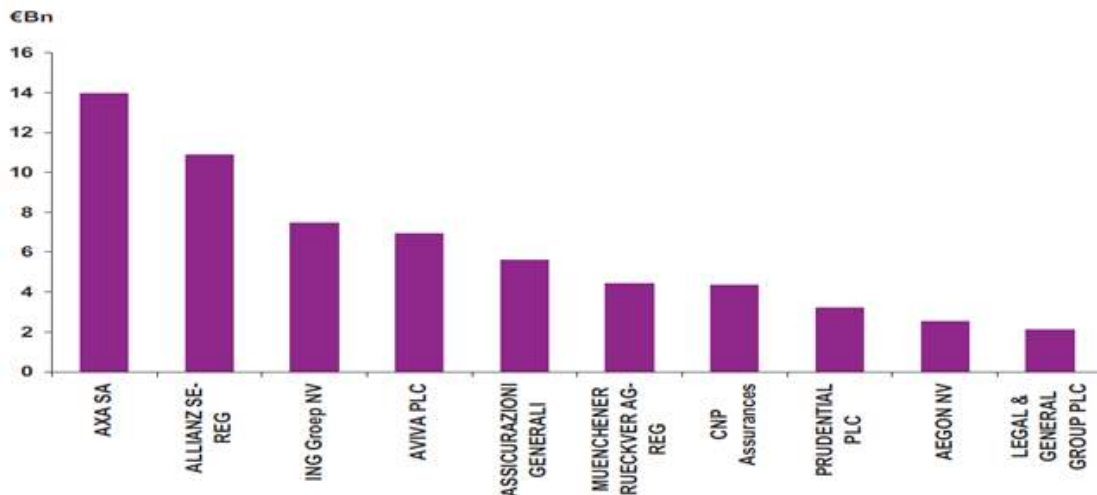
9) 일본생명의 2012년 12월 말 지급여력비율은 670.5%로 후순위채 발행이 없었다면 654.2%가 되었을 것으로 추정됨. 즉, 20억 달러의 후순위채 발행으로 지급여력비율을 16.3% 증가시켰음.

10) 10년 동안 5%, 이후 만기(2042년)까지 변동 금리이며 2022년 10월 이후 상환가능함.

11) 이러한 수치는 Solvency I 기준에 의한 것으로 연결재무상태표에 나타난 수치와는

의 후순위채를 발행하고 있다(〈그림 Ⅲ-4〉 참조). Allianz 그룹도 2013년 말 기준 자기자본이 528억 유로이며, 후순위채는 115억 유로로 자기자본대비 후순위채 비율이 21.8%에 이른다.

〈그림 Ⅲ-4〉 후순위채 발행 잔액 상위 10대 유럽 생보사



주: 2011년 8월 기준.

자료: Insurance Regulatory Capital(2011).

미국의 대표적 보험회사인 Prudential의 2013년 말 기준 자기자본은 359억 달러인데, 후순위채(Junior Subordinated Debt) 잔액이 49억 달러이므로 자기자본 대비 후순위채 비율이 13.6%에 이른다. Metlife의 경우 2013년 말 기준 자기자본이 620억 달러이고 후순위채 규모가 32억 달러이므로 자기자본대비 후순위채 비율이 5.2%이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 대표적 글로벌 보험회사들이 후순위채를 발행하여 자본으로 이용하고 있음을 볼 수 있다. 비록 회사에 따라 자기자본대비 후순위채 비율이 다르기는 하지만 10~20% 사이가 일반적인 것으로 보인다. 즉, 글로벌 보험 회사들은 자기자본대비 10~20% 정도의 후순위채를 발행함으로써 자본구조를 최

차이를 보임. 이는 그룹내부거래에 의한 상계와 자본항목(Shareholder's Equity)으로 분류된 영구채 때문이다. 2013년 말 기준 AXA의 연결재무상태표에 나타난 자기자본은 553억 유로이고 후순위채는 80억 유로로 자기자본대비 후순위채 비율은 14.4%임.

적화하고 있는 것으로 판단된다. 이상의 예에서 본 글로벌 보험회사의 주력 사업 국가가 일본, 유럽, 미국으로 다름에도 불구하고 자기자본대비 후순위채 비율에 유사성이 보인다는 것은 주목할 만하다. 보험회사의 최적 자본구조는 각국의 자본 시장 성숙도 및 법적 환경에 따라 차이가 날 수도 있다. 즉, 채권시장 접근도가 높고 재산권 보호 수준이 높은 국가의 보험회사일수록 채권조달이 용이하고 그 비용이 낮아 자기자본 중 후순위채 비중이 높을 수 있음에도 불구하고, 글로벌 보험회사의 자기자본대비 후순위채 비율이 유사하다는 것은 흥미롭다고 할 수 있다. 이는 아마도 예시한 보험회사들이 주로 자본시장이 발달하고 재산권 보호 수준이 높은 선진국의 보험회사이기 때문일 것으로 판단된다. 비록 우리나라의 자본시장 성숙도와 재산권 보호 수준이 아직 선진국에는 미치지 못하지만 상당히 근접했다고 할 수 있으므로,¹²⁾ 국내 우량 보험회사도 규제상의 제약만 없다면 유사한 비율로 후순위채를 발행하는 것이 최적 자본구조일 가능성이 높아 보인다.

비록 보험회사와는 영위하는 업이 다르지만 유사한 환경¹³⁾에서 영업하고 있는 우리나라 은행의 자본구조도 글로벌 보험회사와 유사하다는 점에서 위와 같은 추론은 타당하다고 할 수 있다. 우리나라 대형 은행의 자기자본대비 후순위채(자본인정) 비중도 10.5%~23.2%¹⁴⁾로 글로벌 보험회사와 유사하다.

12) 국제재산권연맹(International Property Rights Alliance)이 발표한 2013년도 재산권 지수에 따르면 우리나라는 131개국 중 37위를 기록하였음. 상위 20위권에는 핀란드, 미국, 일본, 독일 등 주요 선진국이 들어 있음.

13) 일반적인 영업 환경을 의미함. 은행의 경우 보험회사와 같은 후순위채 발행 제약은 없음.

14) 실제 재무상태표에 나타난 후순위채 잔액으로 계산할 경우 이 비율이 더욱 높아지지만 감독당국이 자본으로 인정하는 후순위채가 더욱 의미 있으므로 자본인정 후순위채를 이용하였음.

〈표 Ⅲ-2〉 우리나라 은행과 대형 생보사의 자본구조

(단위: 조 원)

회사명	자기자본(E)	후순위채(D)	D/E
KB	20.6	3.3	15.9%
신한은행	20.5	2.2	10.5%
우리은행	18.4	2.9	15.5%
하나은행	11.4	2.7	23.2%
삼성생명	18.5	0	0
한화생명	7.0	0	0
교보생명	6.0	0	0

주: 2013년 12월 말 기준이며, 후순위채 규모는 감독당국의 인정금액임.
 자료: 각사 공시자료.

이상에서 살펴본 글로벌 보험회사와 우리나라 은행의 실제 자본구조는 자본구조 이론의 타당성을 뒷받침한다고 할 수 있다. 즉, 보험회사나 은행은 실제로 후순위채를 일정수준 발행함으로써 자본구조를 최적화하거나 스스로에게 유리한 자본조달을 할 수 있음을 보여준다.

II장에서 분석하였듯이 현재 계획된 재무건전성 규제 강화 방안은 보험회사의 RBC 비율에 많은 영향을 줄 것이다. 현재 재무건전성이 좋은 보험회사라고 하더라도 예정된 재무건전성 규제 변화에 대응하기 위해서는 자본확충이 필요한 상황이다. 따라서 우량 보험회사가 자본확충을 효율적으로 할 수 있는 방안에 대해 보다 구체적인 논의할 필요가 있다. 이에 대해 다음 절에서 논의한다.

3. 자본확충 전략

본 절에서는 국내 보험회사가 재무건전성 규제 강화에 대응하면서도 최적 자본구조를 갖추기 위해 필요한 자본확충 전략에 대해서 논의한다. 이를 위해 먼저 내부유보 증대만으로 충분한 자본확충이 가능한지 점검하고, 이것이 여의치 않은 경우 외부조달을 후순위채로 하는 전략에 대해 살펴본다.

가. 내부유보 증대

내부유보 증대 가능성을 보기 위해 우선 국내 대형 생명보험회사의 배당 성향(당기순이익 대비 배당금)이 어느 정도 수준인지 살펴본다. 상장회사인 삼성생명과 한화생명의 경우 최근 5년 동안 대략 30% 내외의 배당 성향을 보였다. 이에 비해 비상장 회사인 교보생명은 평균 배당 성향이 12.85%로 다소 낮은 것을 볼 수 있다. 상장회사의 경우 비상장회사에 비해 주주환원을 보다 적극적으로 하는 것이 일반적이다.

〈표 Ⅲ-3〉 대형 생보사의 배당 성향

(단위: %)

구분	삼성생명	한화생명	교보생명
2009	24.83	20.76	7.81
2010	25.48	62.47	9.63
2011	41.54	37.86	18.79
2012	28.91	24.62	13.43
2013	27.70	30.84	14.6
평균	29.69	35.31	12.85

자료: FN Guide, 교보생명 경영공시.

국내 KOSPI에 속한 기업의 최근 5년 평균 배당 성향은 17%이며, 상장 은행은 17.9%이다. 국내 상장 보험회사(손해보험회사 포함)의 최근 5년 평균 배당 성향은 25.7%로 KOSPI 기업이나 은행에 비해 다소 높은 편이지만, 증권사에 비해서는(증권사가 적자였던 2013년 제외 시) 다소 낮은 편이다. 또한 미국 S&P500에 속한 생명보험회사와 손해보험회사의 최근 5년 평균 배당 성향이 각각 30.3%, 20.3%로 국내 상장 보험회사도 미국 보험회사와 유사한 수준으로 배당을 한다고 할 수 있다. 이러한 사실로 볼 때, 국내 보험회사의 배당 성향은 결코 과도한 수준이라고 판단할 수 없다. 그러므로 보험회사가 배당을 줄이고 내부유보를 보다 증대하는 것은 현실적인 방안이 아니다.

비록 생명보험회사가 내부유보를 현재 수준 이상으로 늘리는 것이 현실적인 방

안은 아닌 것으로 판단되지만, 2015년부터 2018년까지 생명보험회사가 순이익 전부를 내부유보하는 극단적인 가정을 하여 분석한다. 생명보험회사가 순이익 전액을 내부유보할 경우 2015년부터 2018년까지 연평균 1.1조 원의 이익잉여금이 추가로 확충될 것으로 예상된다. 이에 따라 2018년 생명보험회사의 RBC 비율은 115%가 될 것으로 보이며, 이는 현재 수준(즉, 당기순이익의 75% 내부유보)으로 내부유보했을 경우에 비해 2018년 RBC 비율을 11%p 개선시키는 효과가 있을 것으로 예상된다.

〈그림 Ⅲ-5〉 전액 내부유보의 효과



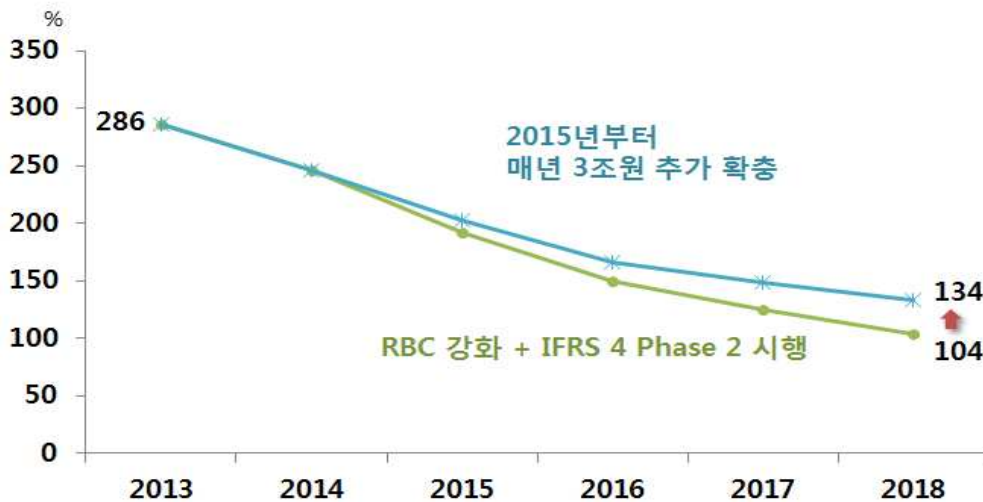
이익잉여금은 순서이론이 말하듯이 기업이 가장 선호하는 자본이며, 양질의 자본이다. 국내 생명보험회사는 재무건전성 제도 강화에 대응하기 위해 이익잉여금을 추가적으로 확충할 필요가 있지만, 현실적으로 배당 성향을 낮추는 데는 한계가 있어서 추가 확충할 수 있는 이익잉여금의 규모는 제한적인 것으로 평가할 수 있다. 설령 생명보험회사가 주주배당을 전혀 하지 않더라도 2018년의 RBC 비율이 115% 수준에 머무르기 때문에 이익잉여금의 추가 확충만으로는 현실적으로 충분한 대응을 하기 어려울 것으로 보인다. 분석에서 가정한 4.75% 할인율이 보다 현실적인 수준으로 하락할 경우 가용자본이 더욱 감소할 것이기 때문이다.¹⁵⁾ 따라서 생명보험회사가 보다 충분하게 대응

하기 위해서는 2018년 목표 RBC 비율을 보다 높게 설정하고 이를 달성하기 위한 자본 확충을 추진할 필요가 있다. 다음 절에서는 2018년 생명보험회사의 RBC 비율이 대략 130%로 유지되기 위해서 필요한 자본확충 규모와 이를 후순위채로 발행하는 전략에 대해 검토해 본다.

나. 후순위채 발행

재무건전성 제도 강화에 의해 2018년 생명보험회사의 요구자본과 가용자본은 각각 40.8조 원, 42.5조 원이 될 것으로 예상된다. 따라서 생명보험회사가 2015년부터 매년 3조 원씩 2018년까지 총 12조 원의 자본을 추가로 확충하게 되면 2018년 RBC 비율이 134%로 30%p 상승하게 된다.

〈그림 III-6〉 자본확충에 의한 생보사 RBC 비율 변화



IFRS 4 Phase 2의 단계적 시행에 의해 생명보험회사 재무상태표상의 자본은 급격하게 줄어들 것이다. 2014년 말 55.7조 원 정도의 3대 자본 항목이 2018년에는 32.3

15) 아쉽게도 데이터의 부재로 인하여 할인율 하락에 따른 생명보험회사의 가용자본 감소 규모를 적절하게 추정하기 어려움.

조 원 정도로 매우 빠르게 줄어들 것으로 예상된다. 부채시가평가의 할인율이 4.75% 미만으로 더 낮아질 경우 2018년 3대 자본 항목의 규모는 더욱 감소할 것이다. 생명보험회사가 후순위채를 2015년부터 매년 3조 원씩 발행할 경우 2018년 가용자본을 54.5조 원 정도로 유지시킬 수 있으며, 가용자본 대비 후순위채의 비중은 22%가 된다. 비록 재무상태표상 자본의 대부분을 차지하는 3대 자본 항목 대비 후순위채의 비율은 2018년에 37.2%로 다소 높지만 가용자본 대비 후순위채의 비중이 22%로 글로벌 보험회사들 중 동비중이 높은 수준인 회사와 유사한 자본구조로 평가할 수 있다. 즉, 12조 원의 후순위채 발행 규모는 경제적 관점에서 생명보험회사가 신주 발행이나 추가적인 내부유보 없이 할 수 있는 최대 규모로 보인다. 그 이상의 자본을 최적으로 확충하려면 추가적인 내부유보와 신주 발행도 병행함으로써 자기 자본 대비 후순위채 비중을 적정 수준으로 유지할 필요가 있다.

〈표 III-4〉 후순위채 발행에 의한 생보사 자본구조 변화

(단위: 조 원, %)

구분	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
3대 자본 항목	50.5	55.7	49.0	42.8	37.3	32.3
후순위채	-	-	3.0	6.0	9.0	12.0
기타 가용자본	7.1	7.6	8.1	8.7	9.4	10.1
가용자본 총계	57.6	63.3	60.1	57.6	55.6	54.5
후순위채 비중	-	-	5.0	10.4	16.2	22.0
RBC 비율	286	246	203	167	148	134

주: 3대 자본 항목은 자본금 및 자본잉여금, 이익잉여금, 매도가능증권 평가익임.

혹자는 위에서 논의한 연간 3조 원의 채권 발행이 국내 회사채 시장에서 소화될 수 있는 규모인지에 대해 의문을 제기할 수도 있다. 그러나 최근 국내에서 회사채(은행채와 금융채 포함)는 대략 연간 170조 원 정도의 규모로 발행되고 있어 시장의 규모로 볼 때 충분히 소화 가능한 물량으로 보인다. 다만 최근 회사채 시장이 우량채 중심의 시장임을 감안하면, 신용등급이 낮은 회사의 채권은 발행에 실패할 가능성이 있다고 하겠다. 이러한 면에서도 보험회사가 우량할 때 후순위채를 발행하는 것이

필요하다고 볼 수 있다.

이상의 논의는 생명보험회사의 후순위채 발행이 자유롭게 허용된다는 전제하에서 이루어졌다. 그러나 우리나라에서 후순위채 발행은 법적으로는 ‘재무건전성 기준을 충족하거나 적절한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한하여’ 가능한데, 현재 감독당국은 RBC 비율이 150% 미만으로 떨어진 보험회사에 한하여 발행을 허용하고 있는 실정이다. 이와 같은 후순위채 발행 요건은 국내외적으로 비교해 볼 때 과도하다고 할 수 있다. 주요국 중 미국 뉴욕주의 경우 발행목적에 제한이 있지만 자금조달의 요건과 성격을 명료하게 함으로써 폭넓게 허용하고 있다. 앞서 예시하였던 미국의 대형 보험회사인 Prudential과 Metlife도 후순위채를 발행하고 있다. 영국, 프랑스, 일본의 경우 법적으로 발행목적에 대한 제한은 없다. 다만, 미국 뉴욕주의 경우 가용자본으로 인정되는 채권에 대해서는 발행한도를 정해 놓음(Section 1323 참조)으로써 과도한 발행을 예방하고 있다.

〈표 Ⅲ-5〉 주요국 보험회사 채권 발행 요건 및 한도

구분	발행목적에 대한 제한	채권 발행한도
한국	재무건전성 기준을 충족하거나 적절한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한하여 가능	직전 분기 말 현재 자기자본의 범위
미국 (뉴욕주)	차입에 대한 일정조건을 제시하고 있으나, 자금조달의 요건과 성격을 명료하게 하여 폭넓게 허용	가용자본으로 인정되는 채권(Capital Notes)의 경우 한도규제 있음(Section 1323)
영국	법적인 제한 없음	제한 없음
프랑스	법적인 제한 없음	제한 없음
일본	법적인 제한 없음	단기차입의 경우만 한도제한

자료: 정세창(2009)을 바탕으로 보완.

국내 보험회사에 대한 채권 발행 규제는 은행과 증권회사에 대한 규제와 비교하더라도 과도하다. 보험회사는 은행이나 증권회사와는 다르게 장기 계약이 중심이며, 이러한 장기 계약을 이행하기 위해 더 많은 자본이 필요하다. 그럼에도 불구하고 타 인자본 확충이 자유롭지 못한 것은 모순적이다.

〈표 Ⅲ-6〉 국내 금융업권별 채권 발행 요건 및 한도

	발행목적에 대한 제한	채권 발행한도
보험	재무건전성 기준을 충족하거나 적절한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한하여 가능	자기자본의 범위 이내
은행	제한 없음	자기자본의 3배 이내
증권	제한 없음	순재산액의 4배 이내

보험회사가 후순위채권을 상시 발행하는 것에 대해 몇 가지 우려가 제기될 수 있다. 첫째, 후순위채권 발행이 보험회사의 부도위험을 높혀 건전성을 훼손시킬 것이라는 우려이다. 물론 후순위채권이 자기자본 규모에 비해 과도하게 발행될 경우 이러한 우려가 현실이 될 가능성이 있다. 그러나 절충이론에서 설명한 바와 같이 후순위채권을 적절한 수준으로 발행할 경우 후순위채 발행에 따른 순편익이 극대화될 수 있다. 즉 적절한 규모의 후순위채 발행은 주주와 경영진 간의 대리인 문제를 완화시킬 뿐만 아니라 세금을 절감시키는 역할을 한다. 또한 채권자는 원리금 회수 목적으로 채무자를 모니터링한다는 측면에서 보험계약자와 이해관계가 일치한다고 할 수 있다. 뿐만 아니라 기관투자자인 채권자는 개인인 보험계약자에 비해 전문적인 감시와 시장규율이 가능하므로 감독당국의 관점에서도 보험회사의 이해관계자에 후순위채권자가 추가되는 것은 바람직하다. 만약 후순위채권의 상시 발행을 허용할 경우에 보험회사가 과도하게 발행할 것이 우려된다면, 미국 뉴욕주와 유사하게 자기자본의 일정 한도까지만 발행을 자유롭게 허용하는 방안도 검토할 수 있을 것이다.

둘째, 최근 발생했던 동양그룹의 채권 발행 사태와 같이 재벌 계열사인 보험회사가 후순위채권 발행을 이용해 채권투자자에게 신용위험을 전가시킬 것을 우려하는 시각이 있다. 그러나 이러한 문제는 오히려 현재와 같이 보험회사의 재무건전성이 악화되었을 경우에만 후순위채 발행을 허용할 때 더욱 문제가 된다고 할 수 있다. 재무건전성이 악화된 상태에서 채권 발행을 성공시키기 위해 불완전판매가 일어날 가능성이 높은 것이다. 동양그룹의 경우도 이미 재무건전성이 악화된 상황에서 채권을 대량으로 발행하는 과정에서 개인투자자에게 신용위험이 전가되는 문제가 발생한

것이다. 기업이 우량할 때 발행할수록 이러한 문제는 완화될 수 있다는 점에서도 우량 보험회사의 후순위채 발행을 허용할 필요가 있다고 하겠다.

채권의 상시 발행이 허용되지 않는다는 점에서 국내 보험회사의 자본확충 전략은 매우 제약적일 수밖에 없으며, 이에 따른 부작용이 나타날 수 있다. 〈그림 III-3〉에서 볼 수 있듯이 이미 재무건전성이 악화된 상황에서 후순위채를 발행한 생명보험회사들의 자본구조는 글로벌 보험회사들과 비교해 볼 때, 오히려 자기자본대비 후순위채 비율이 과도하게 높다. 후순위채가 없는 우량 생명보험회사와는 정반대의 측면에서 자본구조를 최적화하지 못한 것으로 보인다. 특히 B사와 C사의 경우 후순위채 비율이 매우 높아 이자부담이 높고 자본의 질은 낮다고 할 수 있다. 이미 후순위채 비중이 높은 회사는 내부유보 증대나 신주 발행을 통해 자본의 질을 높이는 것이 필수적으로 보이지만, 이들은 수익성이 좋지 않아 내부유보 증대와 신주 발행이 여의치 않을 것으로 판단된다. 결국 이들은 자본확충 수단만으로는 효율적인 자본관리가 어렵다고 할 수 있다. 이들은 자본관리의 또 다른 한 축인 자본배분을 개선함으로써 수익성을 높이는 전략을 적극적으로 실행해야 할 것이다. 사업 조정을 통하여 자본수익률이 높아지게 되면 내부유보 증대가 용이해지며, 신주 발행 여건도 개선될 것이다.

2012년부터 2013년 사이에 6개 중·소형 생명보험회사가 만기보유증권의 계정을 매도가능증권으로 변경하여 분류함으로써 미봉책성으로 자본을 확충한 일은 중·소형 생명보험회사가 안고 있는 고민을 보여준다고 할 수 있다. 동양생명 이외의 중·소형 생명보험회사는 모두 비상장회사로 유상증자가 용이하지 않으며, 후순위채 발행에도 제약이 있는 상황이다. 이러한 상황에서 RBC 비율이 178.1%~244.6% 사이에 있었던 6개 생명보험회사가 RBC 제도 강화에 대응하기 위한 자본확충 방안으로 유가증권 분류변경을 시행한 것이다.¹⁶⁾ 이들 생명보험회사는 분류변경 실시의 효과로 RBC 비율을 평균 35.2%p 제고시킬 수 있었으나 이후 금리변동 시 자본의 변동이 더욱 커지게 되었다. 이러한 유가증권 분류변경에 의한 자본

16) 이창현(2014) 참조.

확충은 회계상의 자본 증가일 뿐이므로 분명 바람직한 전략은 아니다. 그럼에도 불구하고 여러 생명보험회사가 이러한 미봉책성 전략을 취한 것은 그들이 선택할 수 있는 자본확충 수단이 제약적이라는 것과 무관하지 않다고 판단된다.

〈표 III-7〉 유가증권 분류변경 실시 생보사의 RBC 비율 제고 효과

(단위: %, %p)

구분	분류변경 전	분류변경 후	제고효과
평균 RBC 비율	212.3	247.5	+ 35.2

자료: 이창현(2014).

요컨대 보험감독당국은 후순위채 등 자본인정증권의 상시 발행을 허용함으로써 보험회사가 최적의 자본구조를 스스로 선택할 수 있도록 할 필요가 있으며, 보험회사는 재무건전성 제도 강화에 대응하여 자본구조를 최적화하는 전략을 수립하고 실행해야 할 때이다.

IV. 위험경감 전략

본 장에서는 자본관리의 또 다른 한 축인 자본배분 최적화에 대해 살펴본다. 자본 배분을 최적화하는 것은 자본수익률을 최대화하는 것을 의미한다. 원칙적으로 보험 회사의 자본수익률을 최대화하기 위해서는 위험대비 성과가 낮은 사업은 축소하고 위험대비 성과가 높은 사업을 확장해야 할 것이다. 이를 위해서는 먼저 사업별 위험 대비 성과 측정이 이루어져야 하는데, 이는 데이터의 제약으로 본 연구에서 분석할 수 없는 것이다. 따라서 본 연구에서는 차선택으로 재무건전성 규제 강화에 대응하는 차원에서 생명보험회사의 요구자본 경감 전략을 논의한다.

본 장에서는 먼저 재무건전성 강화에 의한 생명보험회사의 요구자본 변화를 살핀다. 그리고 규모가 큰 신용리스크와 금리리스크를 경감시킬 여지가 있는지 검토한다. 마지막으로 생명보험회사가 경감시킬 여지가 높은 금리리스크 관리 방안에 대해 논의한다.

1. 재무건전성 제도 강화에 의한 요구자본 변화

생명보험회사의 요구자본은 재무건전성 제도 강화에 의해 구성과 크기가 달라질 것이다. 금리리스크와 신용리스크가 신뢰수준 상향조정으로 인하여 비중이 높아지게 되며, 전체 요구자본 규모도 증가하게 된다. 재무건전성 제도가 강화되지 않는다면 2018년 말의 생명보험회사 총 요구자본은 29.8조 원이 될 것이며 금리, 신용리스크는 각각 요구자본 중 26.7%와 42.6%를 차지할 것으로 예상된다. 이에 비해 재무건전성 제도가 강화될 경우 2018년 말의 생명보험회사 총 요구자본은 40.8조 원이 되어, 제도 강화가 없었을 경우에 비해 11조 원이 증가할 것으로 예상된다. 한편 재

무건전성 제도가 강화될 경우 금리, 신용리스크는 비중이 더욱 증가하여 각각 요구 자본의 29.3%와 46.9%를 차지할 것으로 예상된다.

〈그림 IV-1〉 재무건전성 제도 강화에 의한 생보사 요구자본 변화



주: 2018년 기준.

생명보험회사가 재무건전성 제도 강화에 의해 증가할 것으로 예상되는 11조 원의 요구자본 중 일부를 감소시킨다면 RBC 비율 개선에 도움이 될 것이다. RBC 비율 개선을 위해서는 규모가 큰 금리, 신용리스크를 감소시키는 것이 여타 리스크를 감소시키는 것보다 효과적일 것이다. 다음 절에서는 생명보험회사가 신용리스크와 금리리스크를 경감시킬 여지가 있는지 검토한다.

2. 신용, 금리리스크 경감 여지

본 절에서는 우리나라 생명보험회사의 신용, 금리리스크 현황을 미국 생명보험회사와 비교함으로써 리스크 경감 가능성을 판단할 것이다. 먼저 신용리스크 현황부터 볼 것이다. 신용리스크를 결정하는 주요 자산은 채권, 대출채권, 주식이므로 이들 자산을 차례대로 살펴보면, 분석의 편의상 생명보험산업에서 압도적인 비중을 차지하는 대형 3개사를 중심으로 한다.¹⁷⁾

국내 대형 3개 생명보험회사는 대부분 AA등급 이상의 채권에 투자하고 있다. 2012년 3월 말 기준으로 전체 채권 중 AA등급 이상의 채권이 차지하는 비중이 98.1%에 이를 정도이다.

〈표 IV-1〉 국내 대형 3개 생보사 보유 채권의 등급별 비중

(단위: %)

구분	무위험	AAA	AA+ ~AA-	A+ ~BBB-	BBB- 미만	무등급	기타
국공채	41.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
특수채	14.8	23.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
금융채	0.0	1.5	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
회사채	0.1	3.9	3.5	0.4	0.0	0.0	0.0
외화유가증권	1.7	1.2	5.1	1.5	0.0	0.0	0.0
합계	58.4	29.9	9.8	1.9	0.0	0.0	0.0

주: FY2012 기준.

자료: 교보생명, 삼성생명, 한화생명 경영공시.

〈표 IV-2〉 미국 생보사 보유 채권의 등급별 비중

(단위: %)

연도	A 이상	BBB/Baa	BB/Ba	B	CCC 이하
2007	69.3	25.0	3.4	1.7	0.7
2008	67.7	26.0	3.6	1.7	1.0
2009	65.6	26.9	4.3	2.1	1.1
2010	65.8	27.3	4.0	1.9	1.0
2011	65.1	28.4	3.9	1.8	0.8

주: 일반계정.

자료: ACLI.

17) 2014년 6월 말 기준 삼성생명, 한화생명, 교보생명의 자산은 전체 생명보험회사 자산의 57.8%를 차지함.

반면 미국 생명보험회사들은 보유채권 중 BBB/Baa 이하 등급의 비중이 35%에 이르고 있는 것이 관찰된다. 따라서 우리나라 생명보험회사는 미국 생명보험회사와 비교할 때 채권에 의한 신용리스크 부담이 적다고 할 수 있다.

국내 생명보험회사는 대출채권도 대부분 무위험 등급으로 보유하고 있다. 국내 생명보험회사는 미국 생명보험회사와 다르게 운용자산 중 대출채권 비중이 높지만, 안전한 보험약관대출과 부동산담보대출이 대출채권의 대부분을 차지하고 있어서 대출에 의한 신용리스크 부담도 적다.

〈표 IV-3〉 국내 대형 3개 생보사 보유 대출채권의 등급별 비중

(단위: %)

구분	무위험	AAA	AA+ ~AA-	A+ ~BBB-	BBB- 미만	무등급	기타
콜론, 신용대출 등	11.2	0.3	1.4	0.3	0.0	5.2	6.1
유가증권 담보대출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부동산 담보대출	0.0	2.1	0.1	0.0	0.0	7.2	19.4
보험약관 대출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	45.9
기타대출	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.3	0.0
합계	11.3	2.6	1.6	0.5	0.0	12.6	71.4

주: FY2012 기준.

자료: 교보생명, 삼성생명, 한화생명 경영공시.

국내 생명보험회사는 채권과 대출채권에 의한 신용리스크가 낮음에도 불구하고 전체 신용리스크 규모가 큰데, 그 이유는 보유 주식¹⁸⁾이 많기 때문이다. 특히 대형사는 일반계정자산 중 주식 비중이 8.7%(2012년 3월 말 기준)에 이른다. 국내 생명보험회사가 보유한 주식의 특징은 대부분이 계열사 주식이라는 것이다. 비계열사 주식은 자산대비 1%인데 비해 계열사 주식은 5.4%이다. 이러한 계열사 주식

18) 주식의 위험계수는 8% 혹은 12%로 위험계수가 가장 높은 자산임.

은 단순 투자 목적이 아닌 그룹의 지배구조와 관련이 있으므로 보험회사가 자유롭게 처분할 수도 없다. 미국 생명보험회사도 보유주식 중 계열사 주식의 비중이 높다. 2012년 말 기준 계열사 주식과 비계열사 주식의 비중이 각각 운용자산의 3.3%와 0.8%를 차지한다.¹⁹⁾

〈표 IV-4〉 국내 생보사의 주식보유

(단위: %)

구분	주식	
	비계열사	계열사
대형사	0.7	8.0
중·소형사	1.2	1.0
외국사	1.6	0.2
전체	1.0	5.4

주: 2012. 3 기준, 일반계정자산 대비 비중.
자료: 금융감독원 업무보고서.

이상에서 살펴본 바와 같이 국내 생명보험회사의 채권이나 대출채권에 의한 신용 위험액 규모는 낮은 수준이며, 일부 대형사의 처분하기 어려운 계열사 주식에 의한 신용위험액이 큰 것으로 나타났다. 따라서 현실적으로 신용리스크를 현재 수준에서 더 경감시키는 것은 쉽지 않을 것으로 보인다.

다음으로 국내 생명보험회사의 금리리스크 수준을 해외와 비교함으로써 금리리스크 경감 여지가 있는지 판단한다. 이를 위해 보유채권의 잔존만기를 비교하는 간접적인 방식으로 금리리스크 수준을 추정, 비교한다. 해외와의 비교 이전에 국내 생명보험회사의 자산, 부채의 만기 매칭도를 살펴보면 다음과 같다. 국내 대형 생명보험회사는 만기가 10년을 초과하는 금리부자산의 비중이 매우 낮은 반면, 만기가 10년을 초과하는 금리부부채 비중이 매우 높은 것이 특징이다. 대표적으로 삼성생명의 경우 2013년 말 기준 만기 10년 초과 금리부부채 비중은 85.0%인데 비해 만기 10년 초과 금리부자산 비중은 21.3%²⁰⁾이다. 이는 금리확정형 부채의 비중이 높은²¹⁾ 삼성생명의 금리리

19) NAIC(2013) 참조.

스크가 적지 않을 것임을 시사한다.

미국, 일본의 생명보험회사와 보유채권의 잔존만기를 비교해보면, 우리나라 대형 생명보험회사의 평균 잔존만기가 미국과 일본 생명보험회사에 비해 낮을 것임을 알 수 있다. 미국과 일본 생명보험회사는 잔존만기가 10년을 초과하는 채권의 비중이 각각 34.6%, 73.3%로 우리나라 생명보험회사의 16.9%에 비해 높다.²²⁾ 미국 생명보험회사는 국채에 비해 만기가 짧은 회사채를 중심으로 자산을 운용하는데도 불구하고 우리나라 생명보험회사에 비해 잔존만기가 긴 채권 비중이 높은 것이 특징적이다.

〈표 IV-5〉 생명보험회사 보유채권의 잔존만기

구분	5년 초과	10년 초과
미국	63.8	34.6
일본	84.1	73.3
한국	52.6	16.9

주: 1) 미국은 생명보험회사 전체, 일본은 니폰생명, 한국은 삼성생명.

2) 미국은 2011년 말, 일본과 한국은 2012년 3월 말 기준임.

자료: ACLI; 니폰생명 연차보고서; 보험개발원.

만약 미국과 일본 생명보험회사의 부채 듀레이션이 우리와 유사하다면, 우리나라 생명보험회사의 금리리스크가 이들에 비해 높을 것이다. 비록 데이터의 부재로 미국과 일본 생명보험회사의 부채 듀레이션을 파악할 수 없기에 금리리스크 수준을 정확히 비교할 수는 없지만, 우리나라 생명보험회사의 경우 채권의 잔존만기를 늘림으로써 금리리스크를 줄일 수 있는 여지는 있다고 할 수 있다. 다음 절에서는 보다 자세하게 우리나라 생명보험회사의 금리리스크 관리 현황을 파악하고, 재무건전성 규제 강화에 대응하여 금리리스크를 경감시키는 전략에 대해 논의한다.

20) 삼성생명 연차보고서 참조.

21) 2013년 말 기준 금리부부채 중 금리확정형 부채의 비중이 43%임. 만약 금리확정형 부채의 비중이 낮다면 부채와 자산 간 만기불일치가 높더라도 금리리스크는 낮을 수 있음.

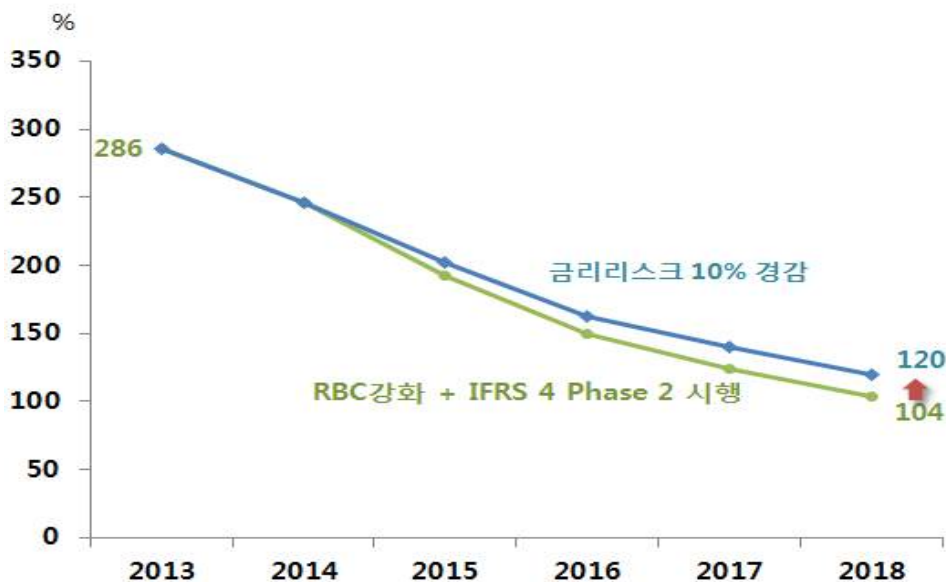
22) 한국과 일본의 경우 분석의 편의상 자산규모 1위의 생명보험회사만을 제시하였으나, 여타 대형 생명보험회사(한화생명, 교보생명, 다이이치생명)도 잔존만기가 유사한 것을 확인하였으므로 대표성에 문제가 없는 것으로 판단됨.

3. 금리리스크 경감 전략

가. 금리리스크 경감의 효과

금리리스크 경감 전략이 생명보험회사의 RBC 비율을 얼마나 개선시킬 수 있는지 살펴본다. 생명보험회사가 2015년부터 금리리스크를 매년 1조 4천억 원(2013년 말 기준으로 약 10%에 해당하는 금액)씩 감축할 경우 2018년 RBC 비율이 16%p 증가할 것으로 기대된다. 16%p라는 수치는 작은 효과로 볼 수도 있지만 가용자본의 확충과 함께 한다면 의미있는 효과를 발휘할 수 있다. 앞 장에서 예로 든 후순위채 발행과 금리리스크 경감이 동시에 이루어진다면, 2018년 생명보험회사의 RBC 비율은 154%가 될 것이다. 금리리스크를 10% 감축한다는 것의 의미는 2013년 말 대형 3사 기준으로 볼 때, 금리부자산의 듀레이션을 0.14년 증가시키는 것과 같다. 즉, 2013년 말 대형 3사의 금리부자산 듀레이션(RBC기준)은 4.96년이므로 이를 5.1년으로 만들면 금리리스크가 10% 감축되는 것이다.

〈그림 IV-2〉 금리리스크 경감의 효과



나. 금리리스크 관리 방안²³⁾

금리리스크는 신계약과 기존계약을 구분하여 관리할 필요가 있다. Swiss Re(2012)가 지적한 바와 같이 기존계약에 대해서는 금리리스크 헤지, 사업비 절감, 자산운용 능력 제고를 할 필요가 있다. 신계약에 대해서는 보험료와 최저보증이율을 하향 조정하고 금리민감도가 낮은 상품으로 부채구조를 조정할 필요가 있다. 이하에서는 크게 신계약과 기존계약으로 나누어 대응방안을 살펴본다.

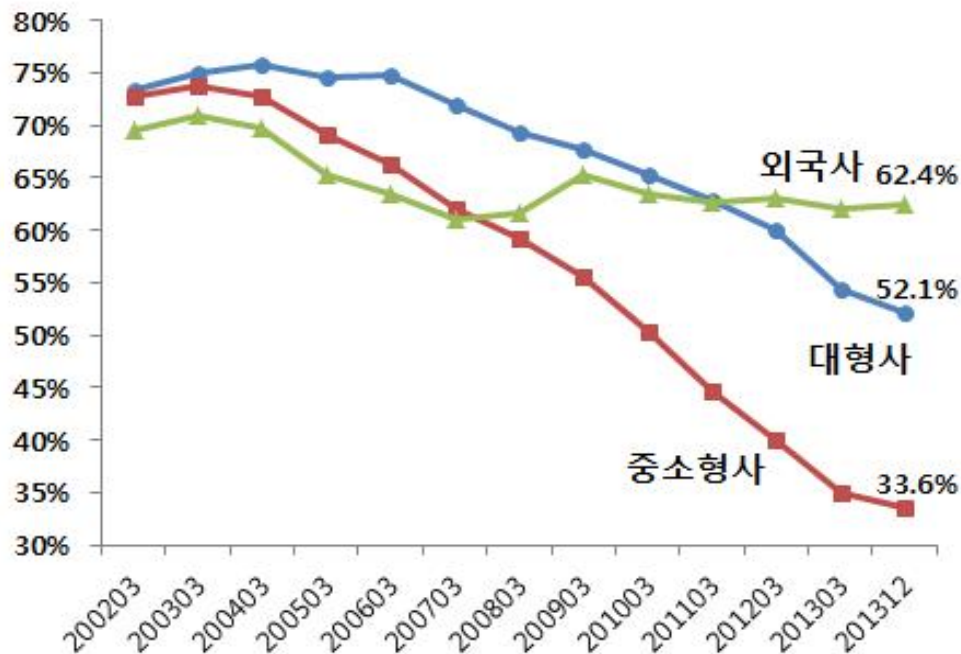
1) 신계약 관리 방안

금리리스크에 대응하는 첫 번째 방법은 금리연동형 중심의 부채구조를 구축하는 것이다. 생명보험회사는 이미 2000년대 초반 이후부터 금리연동형 상품을 중심으로 판매를 전환하여 저금리 환경에 대응하여 왔다. 그 결과 2000년도에 70%를 상회하였던 금리확정형 부채 비중이 2013년 말에 대형사는 52.1%, 중·소형사는 33.6%로 급격히 하락하였다. 중·소형사의 경우 금리연동형 부채 중심의 부채구조를 갖게 됨으로써 금리리스크를 크게 줄였다고 할 수 있다.

한편, 현재 판매 중인 보험상품은 대부분이 계약자에게 배당을 하지 않는 무배당상품이다. 이와 대별되는 유배당상품은 결산 후 이익 발생 시 약관과 계약자 배당원칙에 따라 배당을 실시한다. 유배당상품은 보험회사 입장에서 보수적으로 보험료를 산출하기에 일반적으로 무배당상품에 비해 비싸다. 그러나 이익이 나면 다시 계약자에게 이익을 환원하므로 보험회사의 리스크관리에 유리한 상품이며, 보험계약자 입장에서도 합리적인 보험료를 지불하는 상품이기도 하다. 그럼에도 불구하고 활성화되지 못한 데에는 제도적 요인도 있는 것으로 보인다.

23) 본 절은 조영현(2014)의 IV장 내용을 일부 수정, 보완하여 작성되었음을 밝힘.

〈그림 IV-3〉 생명보험회사 금리확정형 부채 비중



자료: 금융감독원 업무보고서.

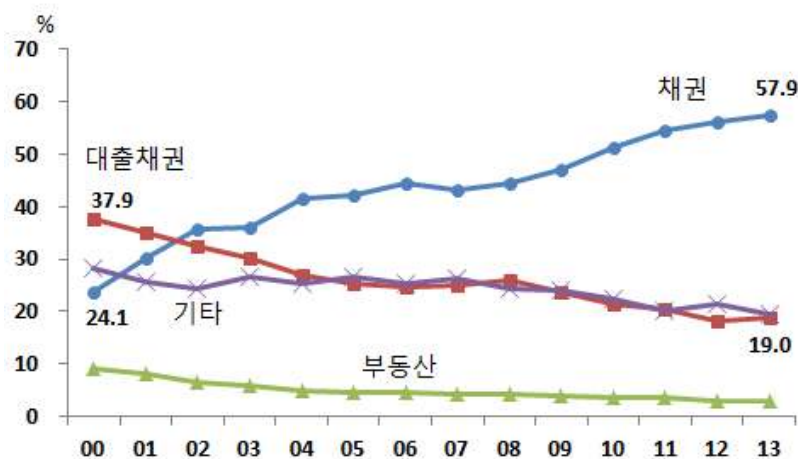
보험회사는 유배당상품을 판매할 수 있으나 이원별 배당제도와 주주와 계약자 간 이익분배율로 인하여 보험회사가 상품 개발과 판매를 주저하는 실정이다. 이원별 배당제이란 이차, 사차, 비차의 3이원 중 하나라도 이익이 나면 계약자에게 이익을 배분하는 것을 말한다. 예를 들어 A보험을 결산했는데 이차와 사차에서 각각 1억 원의 손실이 나고 비차에서는 1억 원의 이익이 발생했을 경우, 보험회사는 비차에서 얻은 1억 원을 계약자에게 배당해야 하는 것이다. 이 경우 보험회사는 A보험 전체적으로는 1억 원의 손실이 발생했음에도 불구하고 배당을 해야 하는 일이 생기는 것이다. 또한 주주와 계약자 간 이익배분율이 1:9로 정해져 있어서 보험회사에 매우 불리한 것이 현실이다. 유배당상품의 원활한 공급을 위해서는 총액 기준으로 이익이 났을 때 배당하는 총액배당제의 도입이나 이익배분율의 합리적 조정이 필요한 것으로 보인다. 물론 제도 개선으로 유배당상품 공급이 이루어진다고 하더라도 활성화가 되기 위해서는 소비자의 선택이 필요할 것이다.

2) 기존계약 관리 방안

이미 판매한 계약에 대한 금리리스크 경감은 보장이율에 대한 헤지를 중심으로 수행하는 것이 바람직할 것이다. 진익 외 3인(2011)이 지적하였듯이 보장이율에 대한 헤지 대신에 자산운용능력 배양을 통한 자산운용이익률 제고도 금리리스크 관리의 한 방법으로 생각할 수도 있을 것이다. 그러나 1990년대 후반부터 2000년대 초반까지 파산한 일본 7개 생명보험회사의 상당수가 금리역마진에 대한 대응으로써 자산운용이익률을 제고하고자 주식 등 위험자산에 대한 투자비중을 높이는 전략을 구사하다가 오히려 손실을 키운 것을 참고할 필요가 있다. 지속적인 저금리 환경은 실물경제 침체 혹은 정체의 결과이므로 투자리스크를 높이는 전략은 피하는 것이 바람직하다.

다음으로 보장이율 헤지 전략을 중심으로 기존계약 관리 방안을 논의한다. 보장이율을 헤지하는 방법은 자산 구성을 조정하는 방법과 파생상품이나 금융재보험을 통하여 헤지하는 방법으로 대별된다. 먼저 자산 구성을 조정함으로써 금리리스크를 헤지하는 전통적 방법부터 살펴본다.

〈그림 IV-4〉 생명보험회사 운용자산 구성



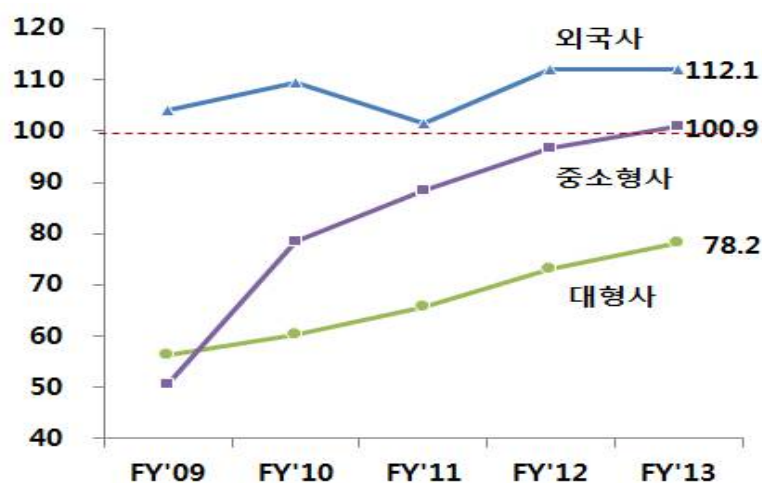
자료: 금융통계정보시스템.

그동안 생명보험회사는 자산포트폴리오를 대출채권 중심에서 장기채권 중심으로 비교적 빠르게 전환하여 왔다. 그 결과 2000년 말에 24.1%였던 채권비중이 2013년

말 57.9%로 급증하였으며, 대출채권과 부동산 비중은 2013년 말 각각 19.0%와 3.2%로 2000년 말에 비해 비중이 급락하였다. 장기채권 중심의 자산운용은 금리확정형 장기 부채에 대한 금리리스크 헤지 강화를 의미한다. 채권을 구매할 경우 매칭되는 금리확정형 부채와의 역마진율이 고정되는데, 보다 장기의 채권을 구매할수록 역마진율이 고정되는 기간이 길어지기 때문이다.

생명보험회사는 이러한 자산 구성의 변화와 더불어 신계약을 통한 보험부채의 구조조정을 통해 금리리스크를 지속적으로 낮추고자 노력을 해왔지만, 대형사는 여전히 금리리스크가 큰 상태이다. <그림 IV-5>의 자산-부채 매칭도는 부채의 금리민감액²⁴⁾ 대비 자산의 금리민감액으로, 100%에 가까울수록 금리변동에 의한 순자산가치 변화가 작아지는 것을 의미한다. 2013년 말 기준으로 대형사는 자산-부채 매칭도가 78.2% 수준으로 금리변동에 따른 순자산가치 변동이 가장 크다. 78.2%의 자산-부채 매칭도는 RBC 제도에 의해 측정된 것으로 자산과 부채의 모든 현금흐름을 반영한 실제 자산-부채 매칭도는 이보다 낮을 것이다. 현재 RBC 제도하에서는 보험부채 듀레이션 산출기간이 최장 20년으로 제한되어 있기 때문이다. 향후 RBC 제도에서도 이를 30년까지 단계적으로 늘릴 예정이므로 대형사의 금리리스크는 RBC상으로도 더욱 커질 것이다.

<그림 IV-5> 생명보험회사 자산-부채 매칭도



자료: 금융감독원 업무보고서.

24) '금리민감액 = 금리익스포저 × 듀레이션'이며, 금리가 1% 변동할 때 가치 변화분을 의미함.

이상에서 살펴본 바와 같이 금리리스크가 큰 생명보험회사는 주로 대형사이다. <그림 IV-3>에서 본 바와 같이 대형사의 경우 부채구조를 중·소형사 만큼 변동금리형으로 빠르게 전환하지 못했다. 이는 자산구조 전환에서도 마찬가지이다. <표 IV-6>는 생명보험회사 운용자산별 듀레이션을 보여준다. 특징적인 것은, 높은 비중을 차지하는 국채의 듀레이션이 대형사의 경우 5.7년으로 가장 짧다는 것이다. 중·소형사와 외국사가 보유한 국채의 듀레이션은 각각 8.4, 9.3년으로 대형사에 비해 확연히 높은 것을 볼 수 있다. 대형사가 자산의 듀레이션을 늘리기 위해서는 장기 국채의 듀레이션을 높일 필요가 있지만, 대형사는 자산 규모가 커서 자산구조를 빠르게 전환하는 데 불리한 것도 사실이다.

〈표 IV-6〉 국내 생명보험회사 운용자산의 듀레이션

(단위: 년)

구분	예치금	국채	공채	특수채	회사채	수익증권	외화증권	개인대출	기업대출	약관대출
대형사	0.5	5.7	3.0	4.6	3.5	0.1	2.9	0.8	2.5	6.4
중·소형사	0.4	8.4	3.8	4.6	3.4	2.7	2.5	0.7	2.9	6.7
외국사	3.0	9.3	2.3	5.9	4.7	0.0	4.3	1.5	4.0	8.1

주: 2012. 3 기준.
자료: 금융감독원 업무보고서.

이상의 논의를 통해 금리리스크 경감의 필요성이 가장 높은 대형사의 경우 전통적인 방법으로는 자산과 부채구조를 빠르게 전환하지 못하고 있음을 확인하였다. 자산시장의 경우 장기채권 공급이 충분하지 못하며, 보험시장의 성장률 둔화로 신계약을 통한 부채구조 조정도 쉽지 않은 상황이다. 이제 대형 생명보험회사는 금리리스크를 파생상품을 이용해서 헤지하는 전략을 고려해볼 필요가 있다. 조영현(2014)이 지적한 바와 같이 국내 생명보험회사와는 달리 미국 생명보험회사는 금리파생상품을 이용하여 금리리스크를 적극적으로 헤지하고 있다. <표 IV-7>을 보면 국내 생명보험회사와 미국 생명보험회사의 채권규모 대비 이자율 파생상품 명목거래금액의 비율은 각각 0.8%, 29.3%로 양자가 큰 격차를 보인다. 미국 생명보험회사는 금리스왑과 금리옵션 등을 이

용하여 자산과 부채 듀레이션과 현금흐름을 조절하고, 최저보증이율을 헤지하는 등의 전략을 활발하게 이용하고 있다.

〈표 IV-7〉 한미 생명보험회사 관련 자산 대비 파생상품 잔액 비율

(단위: 십억 원, 백만 달러)

구분		이자율 관련	주식 관련	외환 관련
한국	파생상품 금액 ³⁾	2,265	2,587	21,414
	관련자산 금액 ⁴⁾	287,017	55,871	22,010
	비율	0.8%	4.6%	97.3%
미국	파생상품 금액	842,898	225,914	91,980
	관련 자산 금액	2,877,492	1,546,085	97,463
	비율	29.3%	14.6%	94.4%

주: 1) 한국은 2012년 말, 미국은 2011년 말 기준.

2) 명목거래금액(Notional Amount) 기준.

3) 한국 생보사의 파생상품 금액은 전체 금액에 보험업에서 차지하는 생보사의 자산 비중(78.3%)을 곱하여 추정하였으며, 미국 생보사의 파생상품 금액은 전체 파생상품 잔액에 생보사가 차지하는 비중(95.8%)을 곱하여 추정.

4) 이자율관련 자산은 채권, 주식관련 자산은 주식, 외환관련 자산은 외화증권.

자료: 조영현(2014)에서 재인용.

AXA의 경우도 다양한 금리파생상품을 이용하고 있는 것을 볼 수 있다. 장기부채를 보유한 생명보험회사의 특징에 맞게 만기 5년 이상의 장기 파생상품을 중심으로 활용하고 있다.

〈그림 IV-6〉 AXA의 금리파생상품 이용

(in Euro million)	Maturity of notional amount as of December 31, 2011 ^(a)					
	< 1 year	1 to 2 years	2 to 3 years	3 to 4 years	4 to 5 years	> 5 years
Interest rate payer swaps	21,077	7,569	5,722	6,091	6,582	46,994
Interest rate receiver swaps	3,797	3,227	6,219	4,925	3,804	32,913
Interest rate basis swaps	-	83	160	20	-	3,574
Caps bought	3,602	3,661	4,470	10,585	1,533	4,368
Floors bought	-	-	-	-	-	2,316
Collars	218	-	-	-	-	-
Swaptions bought	4,413	2,839	2,881	1,245	1,151	6,575
Swaptions sold	-	-	-	104	-	800
Futures/Forwards bought	16,770	660	523	453	350	1,025
Futures/Forwards sold	5,019	-	-	-	-	-
Other derivatives	-	56	-	158	165	1,547
Sub-total interest rates derivatives	54,897	18,095	19,975	23,582	13,585	100,113

자료: AXA annual report.

〈예〉 금리선물을 이용한 듀레이션 조정

앞서(IV.3) 생보사가 2015년부터 금리리스크를 대략 10%씩 감소시킬 경우 2018년 RBC 비율이 16%p 증가할 것으로 기대하였다. 그리고 금리리스크를 10% 감축한다는 것은 2013년 말 기준으로 대형 3사의 금리부자산 듀레이션을 0.14년 증가시키는 것과 같다고 하였다. 여기서는 대형 3사가 금리선물을 이용하여 듀레이션을 0.14년 증가시키기 위해 어떤 전략을 구사해야 하는지 구체적으로 살펴본다. 듀레이션을 조정하기 위한 선물계약의 수는 다음과 같다.²⁵⁾

$$N = \frac{(D_T - D_P)}{D_F} \times \frac{P}{F}$$

여기서 N은 선물계약 수, D_T 는 목표 듀레이션, D_P 는 금리부자산 듀레이션, D_F 는 선물 듀레이션, P는 금리부자산의 현재가치, F는 선물 1계약의 가치를 의미한다.

2013년 12월 말 기준 대형 3사의 금리부자산은 226조 원이며, 금리부자산의 듀레이션은 4.96년이다. 만기 10년 금리선물의 가격을 120이라고 가정하자(듀레이션은 8.1년 가정). 이 경우 대형 3사가 듀레이션을 5.1년으로 만들기 위해서는 만기 10년 국채선물을 32,551계약 매수해야 한다.

$$N = \frac{5.1 - 4.96}{8.1} \times \frac{226\text{조 원}}{1.2\text{억 원}} \approx 32,551$$

위의 예는 매우 단순한 듀레이션 조정 전략이다. 이 외에도 금리스왑과 금리스왑션을 이용하여 듀레이션을 조정하는 전략을 이용할 수 있다.²⁶⁾

국내 생명보험회사가 금리리스크 경감을 위해 금리파생상품을 이용하고자 할 때 몇 가지 고민사항이 발생할 수 있다. 첫째, 금리파생상품 이용 시 회계상 손익이나 자본 변동성이 심화된다는 단점이 있다. 이는 대부분의 헤지 거래가 헤지회계 적용을 받기 어렵기 때문에 나타날 수 있는 문제이다. 그러나 헤지는 경제적 관점에서 할 필요가 있다. 글로벌 보험회사들도 헤지회계 적용을 받지 못하는 파생상품 거래가 대부분이다. 그럼에도 불구하고 이들이 금리파생상품을 이용하는 것은 경제적 관점에서의 손익과

25) 이 식과 관련된 자세한 내용은 정대용(2013) 9장을 참조하기 바람.

26) 이에 대해서는 Trieu(2013)을 참조하기 바람.

자본을 더 중시하기 때문이라고 할 수 있다. 또한 향후 IFRS 4 Phase 2가 시행되면, 회계적 손익과 자본이 경제적 손익과 자본과 상당히 일치하게 될 것이므로 이러한 헤지에 따른 문제가 자연스럽게 완화될 것이다.

국내 금리파생상품의 종류와 유동성이 부족하다는 점도 보험회사가 파생상품 거래를 꺼리는 이유가 될 수도 있다. 현재 국내 금리파생상품 시장에서 금리스왑(IRS)은 만기 20년까지 존재하며, 만기 15년까지는 상대적으로 유동성이 높지만 IRS 전체의 유동성이 높지는 않은 것으로 알려져 있다. 또한 2014년 6월 말부터 원화 IRS 거래에 대해 장외파생상품 중앙청산소(CCP: Central Counter Party) 의무청산제도가 시행되어 금리스왑의 위험이 크게 경감된 상태이지만, 이로 인해 유동성이 더욱 낮아졌다고 한다. 금리 하락위험을 헤지할 수 있는 옵션인 플로어(Floor)의 경우도 10년물까지 있으나 유동성은 낮은 것으로 알려져 있다. 국내 금리파생상품 시장의 장기물 유동성이 낮은 것은 보험회사와 같은 장기투자자의 참여가 미미하기 때문이기도 하다. 향후 보험회사의 금리파생상품 이용이 활성화되면 장기 금리파생상품 시장의 유동성도 자연스럽게 증가할 것으로 기대된다. 금리스왑에 비해 유동성이 풍부한 국채선물을 활용한 금리리스크 헤지전략을 우선적으로 활용하는 것도 장기 금리스왑의 부족을 극복하는 전략이 될 것이다.

한편, 현행 RBC 제도에서는 금리위험액 측정 시 파생상품을 이용한 금리리스크 감소효과를 반영하고 있지 않다. 감독당국도 금리파생상품의 효과를 RBC 제도에 합리적으로 반영할 방안을 모색할 필요가 있다. 보험회사가 파생상품을 이용하여 금리리스크를 실질적으로 줄일 때 요구자본도 낮아진다면 금리파생상품을 이용한 금리리스크 헤지가 더욱 활성화될 것이다.

V. 결론

재무건전성 제도 강화는 생명보험회사의 요구자본을 증가시키고 가용자본을 감소 시킴으로써 RBC 비율을 급락시킬 것이다. 생명보험회사는 재무건전성 제도 강화에 대응하여 효과적인 자본확충과 위험경감 전략을 수립하고 실행할 필요가 있다. 문제는 기존의 자본관리 방식만으로는 급격한 제도 변화에 효율적으로 대응하기 어렵다는 것이다. 생명보험회사는 이전에 활용하지 않았거나 못했던 자본관리 수단으로써 자본을 효율적으로 관리해야 할 시점이다.

생명보험회사는 재무건전성 강화에 대응하기 위한 자본확충 시 후순위채를 발행 함으로써 자본비용을 최소화할 필요가 있다. 적절한 수준의 후순위채 발행은 보험회사의 자본비용을 낮출 수 있다. 대표적인 글로벌 보험회사들이 자기자본 대비 10~20% 정도의 후순위채를 발행하고 있는 것도 이를 방증한다.

생명보험회사는 요구자본 경감을 위해 금리리스크를 감축시킬 필요가 있다. 신계약 측면에서는 유배당상품 등 금리민감도가 낮은 상품의 판매를 촉진함으로써 금리리스크를 감축시키는 전략을 구사할 필요가 있다. 기존 계약의 금리리스크 감축을 위해서는 금리파생상품을 이용하는 것을 검토해 볼 필요가 있다. 특히 대형 생명보험회사의 경우 전통적인 방식만으로는 금리리스크를 효과적으로 경감시키기 어렵다.

감독당국은 후순위채 등 자본인정증권의 상시 발행을 허용함으로써 보험회사가 최적의 자본구조를 스스로 선택할 수 있도록 할 필요가 있다. 최근 일부 생명보험회사가 유가증권을 재분류함으로써 임시방편적인 자본확충을 실행한 예는 후순위채 상시 발행을 불허한 현 규제의 부작용일 수도 있다. 보험회사의 후순위채 발행은 자유롭게 허용하되, 가용자본으로 인정하는 자본의 질은 강화하는 방안이 필요하다.

감독당국은 금리파생상품 이용의 효과를 RBC 제도에 합리적으로 반영할 방안도 모색할 필요가 있다. 보험회사가 파생상품을 이용하여 금리리스크를 실질적으로 줄일 때 요구자본도 낮아진다면 금리파생상품을 이용한 금리리스크 헤지가 더욱 활성화될 것이다.

참고문헌

- 김해식 · 조재린(2012), 「보험회사 재무건전성 감독체계 개혁 동향 및 시사점」, Kiri Weekly, 제179호, 보험연구원.
- 이창현(2014), 「생명보험회사의 유가증권 분류변경 동기 및 사례 분석」, 금융리스크리뷰, 제10권 제4호.
- 정대용(2013), 『실무자를 위한 금리파생상품』, 제3판, 탐진.
- 정세창(2009), 「자산운용 규제 개선방안 연구」, 금융위원회 용역보고서.
- 조영현(2014), 「보험회사의 파생상품 보유현황 및 시사점」, Kiri Weekly, 보험연구원.
- _____, 「생명보험회사 금리역마진 리스크 분석 및 대응방안」, 금융리스크리뷰, 제11권 3호.
- 조재린 · 김해식(2014), “보험회사 재무건전성 규제: IFRS와 RBC 연계방안”, 정책세미나 발표자료, 보험연구원.
- 조재린 · 김해식 · 김석영(2014), 『국내보험회사 지급여력규제 평가 및 개선방안』, 정책보고서, 보험연구원.
- 진익 · 김해식 · 유진아 · 김동겸(2001), 『보험회사의 금리위험 대응전략』, 조사보고서, 보험연구원.
- Cheng, J. and M. Weiss(2012), “Capital Structure in the Property-Liability Insurance Industry: Tests of the Tradeoff and Pecking Order Theories”, *Journal of Insurance Issues*, 35, pp. 1~43.
- De Weert(2011), *Bank and Insurance Capital Management*.
- Insurance Regulatory Capital(2011), “The Case for Insurance Subordinated Debt”.
- Modigliani, F. and M. H. Miller(1958), “The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48, pp. 261~297.

-
- _____ (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53, pp. 433~443.
- Murray Z. Frank and Vidhan K. Goyal(2005), "Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt", Working paper, Tuck School of Business at Dartmouth.
- Myers, S.C., and Majluf, N(1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187~221.
- NAIC(2013), "Insurance Company Holdings of Equities: A Detailed Review", Capital Markets Special Report.
- Swiss Re(2012), "Facing the interest rate challenge", Sigma No 4/2012.
- Trieu, Huy Nguyen(2013), "Duration Extension: Analysis and Considerations", Risk Management, Issue 28.

보험연구원(KIRI) 발간물 안내

■ 연구보고서

- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목, 장동식, 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.6
- 2008-3 확정급여형 퇴직연금의 자산운용 / 류건식, 이경희, 김동겸 2008.3
- 2009-1 보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안/ 안철경, 권오경 2009.1
- 2009-2 자동차사고의 사회적 비용 최소화 방안 / 기승도 2009.2
- 2009-3 우리나라 가계부채 문제의 진단과 평가 / 유경원, 이해은 2009.3
- 2009-4 사적연금의 노후소득보장 기능제고 방안/ 류건식, 이창우, 김동겸 2009.3
- 2009-5 일반화선형모형(GLM)을 이용한 자동차보험 요율상대도 산출방법 연구 / 기승도, 김대환 2009.8
- 2009-6 주행거리에 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도, 김대환, 김혜란 2010.1
- 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원, 이해은 2010.4
- 2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태, 이경희 2010.5
- 2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진익, 김동겸 2010.7

■ 정책보고서

- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
- 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호, 최원 2008.3
- 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 이태열, 신종협, 황진태, 유진아, 김세환, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 2008.11
- 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진익, 이민환, 유경원, 최영목, 최형선, 최원, 이경아, 이해은 2009.2
- 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3
- 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수, 김경환, 이종욱 2009.3
- 2009-4 2010년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 황진태, 변혜원, 이경희, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 / 2009.12
- 2009-5 금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향 / 안철경,

- 변혜원, 권오경 2010.1
- 2010-1 보험사기 영향요인과 방지방안 / 송윤아 2010.3
- 2010-2 2011년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 김대환, 이경희, 이정환, 최원, 김세중, 최이섭 2010.12
- 2011-1 금융소비자 보호 체계 개선방안 / 오영수, 안철경, 변혜원, 최영목, 최형선, 김경환, 이상우, 박정희, 김미화 2010.4
- 2011-2 일반공제사업 규제의 합리화 방안 / 오영수, 김경환, 박정희 2011.7
- 2011-3 퇴직연금 적립금의 연금전환 유도방안 / 이경희 2011.5
- 2011-4 저출산·고령화와 금융의 역할 / 윤성훈, 류건식, 오영수, 조용운, 진익, 유진아, 변혜원 2011.7
- 2011-5 소비자보호를 위한 보험유통채널 개선방안 / 안철경, 이경희 2011.11
- 2011-6 2012년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 황진태, 이정환, 최원, 김세중, 오병국 2011.12
- 2012-1 인적사고 보험금의 지급방식 다양화 방안 / 조재린, 이기형, 정인영 2012.8
- 2012-2 보험산업 진입 및 퇴출에 관한 연구 / 이기형, 변혜원, 정인영 2012.10
- 2012-3 금융위기 이후 보험규제 변화 및 시사점 / 임준환, 유진아, 이경아 2012.11
- 2012-4 소비자중심의 변액연금보험 개선방안 연구: 공시 및 상품설계 개선을 중심으로 / 이기형, 임준환, 김해식, 이경희, 조영현, 정인영 2012.12
- 2013-1 생명보험의 자살면책기간이 자살에 미치는 영향 / 이창우, 윤상호 2013.1
- 2013-2 퇴직연금 지배구조체계 개선방안 / 류건식, 김대환, 이상우 2013.1
- 2013-3 2013년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 전용식, 이정환, 최원, 김세중, 채원영 2013.2
- 2013-4 사회안전망 체제 개편과 보험산업 역할 / 진익, 오병국, 이성은 2013.3
- 2013-5 보험지주회사 감독체계 개선방안 연구 / 이승준, 김해식, 조재린 2013.5
- 2013-6 2014년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 전용식, 최원, 김세중, 채원영 2013.12
- 2014-1 보험시장 경쟁정책 투명성 제고방안 / 이승준, 강민규, 이해량 2014.3
- 2014-2 국내 보험회사 지급여력규제 평가 및 개선방안 / 조재린, 김해식, 김석영 2014.3
- 2014-3 공·사 사회안전망의 효율적인 역할 제고 방안 / 이태열, 강성호, 김유미 2014.4

- 2014-4 2015년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 김석영, 김진억, 최원, 채원영, 이아름, 이해랑 2014.11
- 2014-5 의료보장체계 합리화를 위한 공·사건강보험 협력방안 / 조용운, 김경환, 김미화 2014.12
- 2015-1 보험회사 재무건전성 규제 - IFRS와 RBC 연계방안 / 김해식, 조재린, 이경아 2015.2

■ 경영보고서

- 2009-1 기업후지보험 활성화 방안 연구 / 이기형, 한상용 2009.3
- 2009-2 자산관리서비스 활성화 방안 / 진익 2009.3
- 2009-3 탄소시장 및 녹색보험 활성화 방안 / 진익, 유시용, 이경아 2009.3
- 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목, 최원 2009.6
- 2010-1 독립판매채널의 성장과 생명보험회사의 대응 / 안철경, 권오경 2010.2
- 2010-2 보험회사의 윤리경영 운영실태 및 개선방안 / 오영수, 김경환 2010.2
- 2010-3 보험회사의 퇴직연금사업 운영전략 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.3
- 2010-4(1) 보험환경변화에 따른 보험산업 성장방안 / 산업연구실, 정책연구실, 동향분석실 2010.6
- 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실, 재무연구실 2010.6
- 2010-5 변액보험 보증리스크관리연구 / 권용재, 장동식, 서성민 2010.4
- 2010-6 RBC 내부모형 도입 방안 / 김해식, 최영목, 김소연, 장동식, 서성민 2010.10
- 2010-7 금융보증보험 가격결정모형 / 최영수 2010.7
- 2011-1 보험회사의 비대면채널 활용방안 / 안철경, 변혜원, 서성민 2011.1
- 2011-2 보증보험의 특성과 리스크 평가 / 최영목, 김소연, 김동점 2011.2
- 2011-3 충성도를 고려한 자동차보험 마케팅전략 연구 / 기승도, 황진태 2011.3
- 2011-4 보험회사의 상조서비스 기여방안 / 황진태, 기승도, 권오경 2011.5
- 2011-5 사기성클레임에 대한 최적조사방안 / 송윤아, 정인영 2011.6
- 2011-6 민영의료보험의 보험리스크관리방안 / 조용운, 황진태, 김미화 2011.8
- 2011-7 보험회사의 개인형 퇴직연금 운영방안 / 류건식, 김대환, 이상우 2011.9
- 2011-8 퇴직연금시장의 환경변화에 따른 확정기여형 퇴직연금 운영방안 / 김대환, 류건식, 이상우 2011.10

- 2012-1 국내 생명보험회사의 기업공개 평가와 시사점 / 조영현, 전용식, 이혜은 2012.7
- 2012-2 보험산업 비전 2020 : ④ sure 4.0 / 진익, 김동겸, 김혜란 2012.7
- 2012-3 현금흐름방식 보험료 산출의 시행과 과제 / 김해식, 김석영, 김세영, 이혜은 2012.9
- 2012-4 보험회사의 장수리스크 발생원인과 관리방안 / 김대환, 류건식, 김동겸 2012.9
- 2012-5 은퇴가구의 경제형태 분석 / 유경원 2012.9
- 2012-6 보험회사의 날씨리스크 인수 활성화 방안: 지수형 날씨보험을 중심으로 / 조재린, 황진태, 권용재, 채원영 2012.10
- 2013-1 자동차보험시장의 가격경쟁이 손해율에 미치는 영향과 시사점 / 전용식, 채원영 2013.3
- 2013-2 중국 자동차보험 시장점유율 확대방안 연구 / 기승도, 조용운, 이소양 2013.5

■ 조사보고서

- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진익, 지재원, 박정희, 김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 이상우, 권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크 평가모형 및 측정 방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면, 이정환, 최이섭, 정중영, 최태영 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3
- 2009-5 헤지펀드 운용전략 활용방안 / 진익, 김상수, 김종훈, 변귀영, 유시용 2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환, 전선애, 최원 2009.4
- 2009-7 보험산업 글로벌화를 위한 정책적 지원방안 / 서대교, 오영수, 김영진 2009.4
- 2009-8 구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점 / 임준환, 이민환,

- 윤건용, 최원 2009.7
- 2009-9 보험리스크 측정 및 평가 방법에 관한 연구 / 조용운, 김세환, 김세중 2009.7
- 2009-10 생명보험계약의 효력상실·해약분석 / 류건식, 장동식 2009.8
- 2010-1 과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망 / 신종협, 최형선, 최원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위규제 개선방안 / 서대교, 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체제와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체제에 대한 연구 / 송윤아 2010.5
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준, 이종욱 2010.5
- 2010-7 보험종류별 진료수가 차등적용 개선방안 / 조용운, 서대교, 김미화 2010.4
- 2010-8 보험회사의 금리위험 대응전략 / 진익, 김해식, 유진아, 김동겸 2011.1
- 2010-9 퇴직연금 규제체계 및 정책방향 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.7
- 2011-1 생명보험설계사 활동실태 및 만족도 분석 / 안철경, 황진태, 서성민 2011.6
- 2011-2 2011년 보험소비자 설문조사 / 김대환, 최원 2011.5
- 2011-3 보험회사 녹색금융 참여방안 / 진익, 김해식, 김혜란 2011.7
- 2011-4 의료시장변화에 따른 민영실손의료보험의 대응 / 이창우, 이기형 2011.8
- 2011-5 아세안 주요국의 보험시장 규제제도 연구 / 조용운, 변혜원, 이승준, 김경환, 오병국 2011.11
- 2012-1 2012년 보험소비자 설문조사 / 황진태, 전용식, 윤상호, 기승도, 이상우, 최원 2012. 6
- 2012-2 일본의 퇴직연금제도 운영체제 특징과 시사점 / 이상우, 오병국 2012.12
- 2012-3 솔벤시 II 의 보고 및 공시 체계와 시사점 / 장동식, 김경환 2012.12
- 2013-1 2013년 보험소비자 설문조사 / 전용식, 황진태, 변혜원, 정원석, 박선영, 이상우, 최원 2013. 8
- 2013-2 건강보험 진료비 전망 및 활용방안 / 조용운, 황진태, 조재린 2013.9
- 2013-3 소비자 신뢰 제고와 보험상품 정보공시 개선방안 / 김해식, 변혜원, 황진태 2013.12
- 2013-4 보험회사의 사회적 책임 이행에 관한 연구 / 변혜원, 조영현 2013.12
- 2014-1 주택연금 연계 간병보험제도 도입 방안 / 박선영, 권오경 2014.3
- 2014-2 소득수준을 고려한 개인연금 세제 효율화방안: 보험료 납입단계의

- 세제방식 중심으로 / 정원석, 강성호, 이상우 2014.4
- 2014-3 보험규제에 관한 주요국의 법제연구: 모집채널, 행위규제 등을 중심으로 / 한기정, 최준규 2014.4
- 2014-4 보험산업 환경변화와 판매채널 전략 연구 / 황진태, 박선영, 권오경 2014.4
- 2014-5 거시경제 환경변화의 보험산업 파급효과 분석 / 전성주, 전용식 2014.5
- 2014-6 국내경제의 일본식 장기부진 가능성 검토 / 전용식, 윤성훈, 채원영 2014.5
- 2014-7 건강생활관리서비스 사업모형 연구 / 조용운, 오승연, 김미화 2014.7
- 2014-8 보험개인정보 보호법제 개선방안 / 김경환, 강민규, 이해량 2014.8
- 2014-9 2014년 보험소비자 설문조사 / 전용식, 변혜원, 정원석, 박선영, 오승연, 이상우, 최원 2014.8
- 2014-10 보험회사 수익구조 진단 및 개선방안 / 김석영, 김세중, 김혜란 2014.11
- 2014-11 국내 보험회사의 해외사업 평가와 제언 / 전용식, 조영현, 채원영 2014.12
- 2015-1 보험민원 해결 프로세스 선진화 방안 / 박선영, 권오경 2015.1

■ 연차보고서

- 제1호 2008년 연차보고서 / 보험연구원 2009.4
- 제2호 2009년 연차보고서 / 보험연구원 2010.3
- 제3호 2010년 연차보고서 / 보험연구원 2011.3
- 제4호 2011년 연차보고서 / 보험연구원 2012.3
- 제5호 2012년 연차보고서 / 보험연구원 2013.3
- 제6호 2013년 연차보고서 / 보험연구원 2013.12
- 제7호 2014년 연차보고서 / 보험연구원 2014.12

■ 영문발간물

- 제7호 Korean Insurance Industry 2008 / KIRI, 2008.9
- 제8호 Korean Insurance Industry 2009 / KIRI, 2009.9
- 제9호 Korean Insurance Industry 2010 / KIRI, 2010.8
- 제10호 Korean Insurance Industry 2011 / KIRI, 2011.10
- 제11호 Korean Insurance Industry 2012 / KIRI, 2012.11
- 제12호 Korean Insurance Industry 2013 / KIRI, 2013.12
- 제13호 Korean Insurance Industry 2014 / KIRI, 2014.7
- 제1호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2011 / KIRI, 2012.8

- 제2호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2012 / KIRI, 2012.10
 제3호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2012 / KIRI, 2012.12
 제4호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2012 / KIRI, 2013.4
 제5호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2013 / KIRI, 2013.11
 제6호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2013 / KIRI, 2014.2

■ CEO Report

- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해율 관리 방안 / 기승도 2008.6
 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열 2008.6
 2008-3 FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실 2008.8
 2008-4 퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식, 서성민 2008.12
 2009-1 FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실 2009.2
 2009-2 퇴직연금 예금보험요율 적용의 타당성 검토 / 류건식, 김동겸 2009.3
 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식, 이상우 2009.6
 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식, 이상우 2009.10
 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환, 이상우, 김혜란 2010.4
 2010-2 FY2010 수입보험료 전망 / 동향분석실 2010.6
 2010-3 보험소비자 보호의 경영전략적 접근 / 오영수 2010.7
 2010-4 장기손해보험 보험사기 방지를 위한 보험금 지급심사제도 개선 / 김대환, 이기형 2010.9
 2010-5 퇴직금 중간정산의 문제점과 개선과제 / 류건식, 이상우 2010.9
 2010-6 우리나라 신용카드시장의 특징 및 개선논의 / 최형선 2010.11
 2011-1 G20 정상회의의 금융규제 논의 내용 및 보험산업에 대한 시사점 / 김동겸 2011.2
 2011-2 영국의 공동계정 운영체계 / 최형선, 김동겸 2011.3
 2011-3 FY2011 수입보험료 전망 / 동향분석실 2011.7
 2011-4 근퇴법 개정에 따른 퇴직연금 운영방안과 과제 / 김대환, 류건식 2011.8
 2012-1 FY2012 수입보험료 전망 / 동향분석실 2012.8
 2012-2 건강생활서비스법 제정(안)에 대한 검토 / 조용운, 이상우 2012.11
 2012-3 보험연구원 명사초청 보험발전 간담회 토론 내용 / 윤성훈, 전용식,

	전성주, 채원영 2012.12
2012-4	새정부의 보험산업 정책(Ⅰ): 정책공약집을 중심으로 / 이기형, 정인영 2012.12
2013-1	새정부의 보험산업 정책(Ⅱ): 국민건강보험 본인부담경감제 정책에 대한 평가 / 김대환, 이상우 2013.1
2013-2	새정부의 보험산업 정책(Ⅲ): 제18대 대통령직인수위원회 제안 국정과제를 중심으로 / 이승준 2013.3
2013-3	FY2013 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2013.7
2013-4	유럽 복합금융그룹의 보험사업 매각 원인과 시사점 / 전용식, 윤성훈 2013.7
2014-1	2014년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2014.6
2014-2	인구구조 변화가 보험계약규모에 미치는 영향 분석 / 김석영, 김세중 2014.6
2014-3	『보험 혁신 및 건전화 방안』의 주요 내용과 시사점 / 이태열, 조재린, 황진태, 송윤아 2014.7
2014-4	아베노믹스 평가와 시사점 / 임준환, 황인창, 이해은 2014.10
2015-1	연말정산 논란을 통해 본 소득세제 개선 방향 / 강성호, 류건식, 정원석 2015.2

■ Insurance Business Report

26호	퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식, 김동겸 2008.2
27호	보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6
28호	일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6
29호	보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6
30호	교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경, 권오경 2008.7
31호	퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식, 김동겸 2008.7
32호	보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진익 2008.7
33호	연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희, 서성민 2008.9

※ 2008년 이전 발간물은 보험연구원 홈페이지(<http://www.kiri.or.kr>)에서 확인하시기 바랍니다.

정기간행물

■ 간행물

- 보험동향 / 계간
- 고령화리뷰 / 연 2회
- 보험금융연구 / 연 4회

『도서회원 가입안내』

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험동향 · 고령화 리뷰 · 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험동향 · 고령화 리뷰 · 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 정기간행물 · 보험동향 · 고령화 리뷰 · 보험금융연구
	- 본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) - 영문보고서	-	-

※ 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

가입문의

보험연구원 도서회원 담당

전화 : (02)3775-9113, 9080 팩스 : (02)3775-9102

회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)

예금주 : 보험연구원

가입절차

보험연구원 홈페이지(www.kiri.or.kr)에 접속 후 도서회원가입신청서를 작성·등록 후 회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

자료구입처

서울 : 보험연구원 보험자료실, 교보문고, 영풍문고, 반디앤루니스

부산 : 영광도서

저 자 약 력

조 영 현

고려대학교 경영학 박사

보험연구원 연구위원

(E-mail : youngcho@kiri.or.kr)

조 재 린

Queen's University 통계학 박사

보험연구원 연구위원

(E-mail : jrincho@kiri.or.kr)

김 혜 란

건국대학교 경영학 석사

보험연구원 연구원

(E-mail : hrkim@kiri.or.kr)

조사보고서 2015-2

재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리

발행일 2015년 2월

발행인 강 호

발행처 보 험 연 구 원

서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38

화재보험협회빌딩

대표전화 : (02) 3775-9000

조판및

인 쇄 고려씨엔피

ISBN 979-11-85691-19-0 94320

979-11-85691-02-2(세트)

정가 10,000원