

보험회사 재무분석

보험연구원 진 익1)

I. 분석대상 및 방법

- 보험회사의 경영전략 전환, 경영환경 변화에 대응하여 매출(보험료) 중심의 분석 관행에서 벗어나 기업가치를 기준으로 보험회사의 경영성과를 평가할 필요성이 증가
- 보험회사 기업가치는 영업이익 성장에 의해 크게 영향을 받는 만큼, 경영성과를 대표하는 지표로서 전기 영업이익(R_{t-1})에 대비한 당 분기 영업이익(R_t)의 비율로 산정한 영업이익 성장률($1 + g^R$)을 분석함.
- 보험회사 경영성과를 체계적으로 평가하기 위해 전체 경영성과를 구성 항목별 및 요인별로 분해하여 분석함.
 - 전체 경영성과를 보여주는 영업이익 성장률을 영업성과를 보여주는 자본이익률(ROE)과 기타성과를 보여주는 이익자본비율로 구분하고, 영업성과는 다시 투자영업성과와 보험영업성과로 구분
 - 보험영업성과는 자본회전률과 매출이익률을 통해, 투자영업성과는 레버리지비율과 투자이익률을 통해, 기타성과는 이익자본비율을 통해 분석

$$(1 + g^R) = \left(\frac{A_t^o}{E_t^o} \times \frac{R_t^I}{A_t^o} + \frac{S_t}{E_t^o} \times \frac{R_t^U}{S_t} \right) \times \frac{E_t^o}{R_{t-1}^o}$$

- 손익계산서 항목인 영업이익(R)은 해당 분기 말 수준을 사용하고 대차대조표 항목인 자본(E)은 해당 분기 초 수준과 말 수준의 평균

1) 재무연구실 연구위원(realwing@kiri.or.kr)

(E_t^o)을 사용하여 이익자본비율을 산정

- 대차대조표 항목인 자산(A)은 해당 분기 초 수준과 말 수준의 평균 (A_t^o)을 사용하여 레버리지비율 A_t^o/E_t^o 와 투자이익률 R_t^I/A_t^o 를 산정
- 손익계산서 항목인 매출(S)은 해당 분기 말 수준을 사용하여 자본회전률 S_t/E_t^o 와 매출이익률 R_t^U/S_t 를 산정

□ 한편 보험회사 경영성과는 전략 수정과 환경 변화에 의해 영향을 받는다는 점을 감안하여, 전략요인성과와 환경요인성으로 구분하여 분석함.

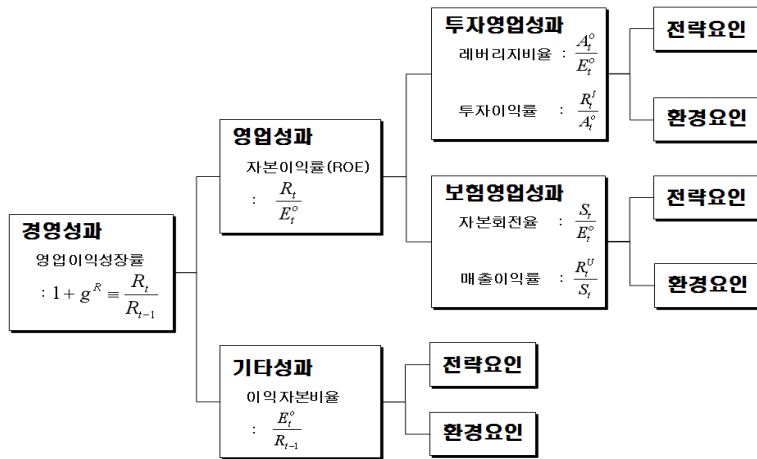
○ 경영성과를 구성하는 각 재무비율은 보험회사가 선택할 수 있는 전략요인과 외부 환경요인의 변화에 따라 변동

< 표 > 전략요인과 환경요인

				전략요인	환경요인
경영성과	영업성과	투자	투자이익률	운용전략, 운용대상	자본시장 동향
		영업성과	레버리지비율	자본-부채 구조	자기자본규제
		보험	자본회전률	마케팅, 판매채널	자기자본규제
		영업성과	매출이익률	사업구조	보험수요, 보험사고, 계약자행동
	기타성과		이익자본비율	특별계정 성과 포괄손익 자본확충	자본시장 동향

□ 따라서 본 보고서는 다음과 같은 항목과 체계를 적용하여 보험회사의 경영성과를 분석

< 그림 > 경영성과 구성항목



II. 경영환경 분석

□ 국내 생명보험사와 손해보험사 간 리스크구조 차이로 인하여 금융위기에 따른 영향이 투자영업과 보험영업에서 시차를 두고 나타남.

○ 국내 생명보험의 금리리스크 비중은 50%를 초과하고 있으며, 손해보험의 경우 보험리스크가 50%를 차지하는 등 생명보험과 손해보험은 리스크 구조 측면에서 차이를 보이고 있음.

- 보험리스크 비중이 큰 손해보험보다 금리리스크가 대부분을 차지하는 생명보험이 금융위기의 직접적인 영향을 받았으며, 손해보험의 경우 금융위기로 인한 실물경기 침체로 인하여 시차를 두고 그 영향을 받는 모습을 보이고 있음.

□ 향후 위기극복 과정에서 금융정책당국이 추진할 자산, 부채 및 상품, 자본과 관련된 규제 변화도 보험회사의 재무비율에 영향을 미칠 것임.

○ 예를 들어 국제보험회계기준이 도입되면, 결산시점의 금리 등 예정기초율

4 보험회사 경영성과 분석과 전망

에 의해 보험부채의 장부가액을 재평가하도록 함에 따라 당기손익 및 자본 변동에 영향을 미치게 되어 매출이익률, 레버리지비율, 이익자본비율에 영향을 줄 것으로 예상됨.

□ 금융시장 및 실물경기 변수가 보험사의 주요 재무비율에 미치는 정량적 결과는 다음과 같음.2)

< 표 > 경제환경 변화에 따른 주요 재무비율의 영향

		성장률		보험영업				투자영업				이익자본 비율	
				자본 회전율		매출 이익률		투자 이익률		레버리지 비율			
		생보	손보	생보	손보	생보	손보	생보	손보	생보	손보	생보	손보
LAG1				+		+	+	+	+	+		-	
LAG2				+		+	-	+	+				-
LAG3				+		+	+	+	+	+			
금융 시장 변수	금리	-		-		-		-	-	-			
	주가			+	+			+	+	+	+		
	환율	+		+	+			+	+	+	+		
실물 경기 변수	경기동행 지수	+		+		+		+		+		+	+
	실업율					+							
	소비재 판매지수												

2) 주요 시장변수가 보험사의 재무비율에 미치는 영향을 파악하기 위해 설정된 모형은 다음과 같으며, 확률효과모형(random effect model)을 이용하여 추정하였음.

$$Y_{i,t} = \alpha_1 Y_{i,t-1} + \alpha_2 Y_{i,t-2} + \alpha_3 Y_{i,t-3} + \sum_{t=1} \beta_t X_t,$$

$Y_{i,t}$: i 사의 t 시점 재무비율, X_t : 시장변수의 전기대비 증감율

- 금리, 주가, 환율 등 금융시장의 주요변수들은 생명보험사와 손해보험사의 투자이익률, 자본회전율, 레버리지비율에 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - 이자율, 주가, 환율 등 주요 금융변수가 변하면 각각 보험회사의 이자소득 투자자산, 유가증권 투자자산, 외화표시 투자자산의 가치가 변동하여 투자영업성과가 달라질 수 있음.
 - 민간소비가 위축되고 고용시장이 악화됨에 따라 가계의 유동성이 축소되면 가계 가처분소득이 감소하므로, 신계약 감소나 해약을 증가로 이어져 보험영업성과가 달라질 수 있음.
- 특히 금융시장 변수인 금리와 실물경기를 반영하는 경기동행지수의 경우 생명보험사의 보험영업과 투자영업에 모두 영향을 미치는 변수로 나타남.

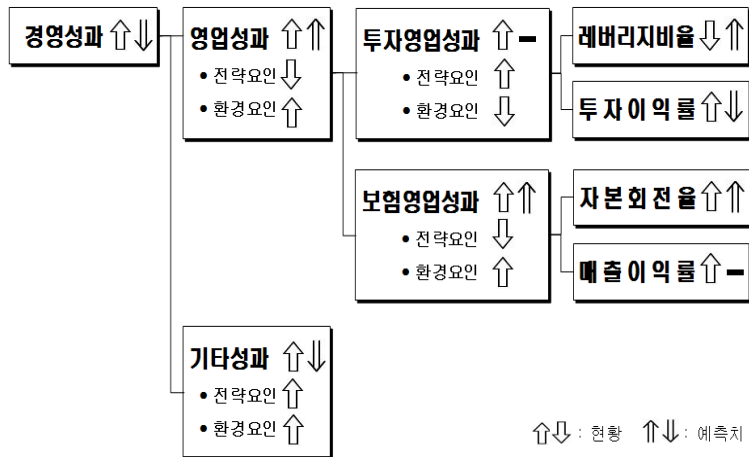
III. 경영성과 평가

1. 생명보험회사 경영성과

- FY2008 4분기 생명보험회사의 경영성과를 보여주는 영업이익 성장률의 회사별 평균은 전반적으로 상승하였음.
- (영업성과 vs. 기타성과) 투자영업성과와 보험영업성과가 모두 상승함에 따라 전체 영업성과도 상승하였으며, 금융시장의 회복에 따라 변액보험 성과가 개선되어 기타성과도 상승
- (투자영업성과) 이자율 하락에 대응하여 생명보험회사들이 보유 유가증권자산에서 발생한 이익실현을 도모함에 따라 투자이익률이 상승하였으며, 이를 기반으로 전체 투자영업성과도 상승
 - 이자율 하락 영향이 소진되어 감에 따라 환경요인성과는 하락하였으나, 일부 회사에서 제한적으로 나타나던 투자이익률 상승이 다른 회사들로 확산됨에 따라 전략요인성과가 상승하여 투자영업성과 상승을 주도

- 자본보강과 자산재평가에 따른 자본규모 증가에 비해 부채(매출) 증가 속도가 느려 레버리지비율은 하락
 - (보험영업성과) 금융위기가 진정된 결과 신계약률이 상승하고 해지율은 하락하여 자본회전률이 상승한 한편, 사업비와 보험료지급률 감소로 매출이익률도 상승함에 따라 전체 보험영업성과도 상승
 - 사업구조 개선이 일부 회사에서 제한적으로 나타남에 따라 전략요인 성과는 감소하였으나, 보험수요 회복으로 환경요인효과가 상승하면서 전체 보험영업성과 상승에 기여
- FY2009 1분기에는 생명보험회사 경영성과를 보여주는 영업이익 성장률의 회사별 평균이 하락할 것으로 예상됨.
- (영업성과 vs. 기타성과) 보험영업성과 상승에 기초하여 영업성과는 상승하겠지만 기타성과의 하락이 보다 크게 나타나 전체적인 경영성과는 하락할 것으로 보임.
 - 영업이익이 증가하는 반면 자본보강 효과와 이자율 하락에 기인한 포괄손익 증가 효과가 소멸함에 따라 자본 증가는 정체되어 기타성과를 보여주는 이익자본비율의 회사별 평균이 하락할 것으로 보임.
 - (영업성과) 투자영업성과가 정체되는 가운데 보험영업성과의 개선에 힘입어 전체 영업성과를 보여주는 자본이익률의 회사별 평균이 상승할 것으로 예상됨.
 - (투자영업성과) 레버리지비율 평균의 상승이 예상되지만 투자이익률 평균의 하락에 따라 투자영업성과는 정체될 것임.
 - (보험영업성과) 매출이익률 평균이 유지되는 가운데 자본회전률 평균이 상승하여 보험영업성과는 상승할 것임.

< 그림 > 경영성과 동향 및 전망 (생명보험)



2. 손해보험회사 경영성과

□ FY2008 4분기 손해보험회사의 경영성과를 보여주는 영업이익 성장률의 회사별 평균은 생명보험회사의 경우와 동일하게 상승하였음.

- (영업성과 vs. 기타성과) 보험영업성과는 생명보험회사와는 달리 하락하였으나 투자영업성과가 생명보험회사의 경우와 같이 상승하여 전체 영업성과가 상승하였으며, 선박선수금보증(RG)보험에서의 손실발생에 따라 생명보험회사와는 달리 기타성과는 하락
- (투자영업성과) 생명보험회사와 동일하게 손해보험회사도 이자율 하락 영향으로 나타난 투자이익률 회사별 평균의 상승을 기반으로 전체 투자영업성과가 상승
 - 이자율 하락 영향 소진에 따른 환경요인성과 하락에도 불구하고 일부 회사에서 제한적으로 나타나던 투자이익률 상승이 다른 회사들로 확산됨에 따라 전략요인성과가 상승한 것에 의존하여 투자영업성과가 상승한 것도 생명보험회사와 동일
 - 자본보강과 자산재평가에 따른 자본규모 증가에 비해 부채(매출) 증

가 속도가 느려 레버리지비율의 회사별 평균이 하락한 것도 유사

- (보험영업성과) 생명보험회사에서와 달리 해지율이 상승하여 자본회전률의 회사별 평균이 하락하고 손해율이 상승하여 매출이익률의 회사별 평균도 하락함에 따라 전체 보험영업성과가 하락

- 보험수요 회복으로 환경요인성과가 상승하였으나, 일부 추종회사들에서 해지율과 손해율이 상승함에 따라 선두회사와의 성과 격차가 확대되어 생명보험회사에서와 유사하게 전략요인성과는 하락

□ FY2009 1분기에는 손해보험회사 경영성과를 보여주는 영업이익 성장률의 회사별 평균이 하락할 것으로 예상됨.

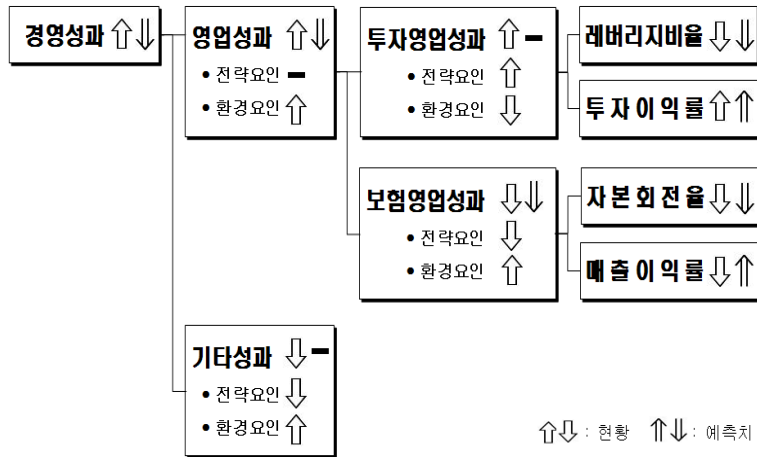
- (영업성과 vs. 기타성과) 기타성과가 정체 되는 가운데, 보험영업성과 하락에 따라 영업성과 하락이 크게 나타나 전체적인 경영성과도 하락할 것으로 보임.

- 영업이익이 증가한 반면, 자본보강 영향과 이자율 하락에 따른 포괄손익 증가 영향 소멸로 자본 증가가 정체됨에 따라 기타성과를 보여주는 이익자본비율은 정체할 것으로 보임.

- (영업성과) 투자영업성과가 정체되는 가운데 보험영업성과의 하락에 기인하여 전체 영업성과를 보여주는 자본이익률의 회사별 평균이 하락할 것으로 예상됨.

- 레버리지비율 회사별 평균의 하락이 예상되지만 투자이익률 회사별 평균의 상승에 따라 투자영업성과는 정체될 것임.
- 매출이익률 회사별 평균의 상승이 예상되지만 자본회전률 회사별 평균이 하락하여 보험영업성과는 하락할 것임.

< 그림 6 > 경영성과 동향 및 전망 (손해보험)



IV. 영업성과 분석

1. 투자영업성과

- 금융시장에서 불확실성이 완전히 해소되지 않았고 보유 자산의 추가 부실화 가능성이 상존하고 있는 만큼, 보험회사는 보수적인 자산운용을 통해 투자영업성과의 하락을 예방할 필요
 - 단기적으로 투자영업성과 제고 노력보다 손실발생가능성을 최소화하는 보수적인 접근이 요구되는데, 특히 지급여력비율이 상대적으로 낮은 손해보험회사의 경우 추가적인 자본확충이 필요
 - 장기적으로는 저금리 상황이 지속되면 역마진 상황(보험회사의 투자이익률이 계약자에게 약속한 예정이율보다 낮은 상황)이 심화될 가능성이 높은 만큼, 이에 대비하여 자산포트폴리오와 상품포트폴리오의 구성 조정을 적극적으로 시도할 필요
 - 다만 대규모 정부지출 확대로 금융시장에 과잉유동성이 존재하고 있어 하반기에 금리인상이 시도될 가능성도 존재하므로, 다양한 이자

을 시나리오에 대응할 수 있는 조건부전략을 수립하는 것이 바람직

□ 장기자산과 장기부채 사이에서 듀레이션 불일치가 지속되고 있어 이자율 변화에 따라 보험회사의 투자영업성과가 크게 변동하는 상황인 만큼, 이를 개선하기 위한 노력이 요구됨.

○ 국내 장기채권 투자여건을 활성화하는 방안이 적극적으로 추진될 필요가 있음.

- 보험회사 자산의 듀레이션이 2~4년에 불과하여 장기부채 듀레이션에 미치지 못하고 있으며, 그동안 자산 듀레이션을 늘리기 위한 수단으로 활용하던 해외투자에서 대규모 손실을 경험하였는바 해외투자를 공격적으로 확대하기도 어려움.

2. 보험영업성과

□ 금융위기의 영향으로 투자영업성과가 크게 악화됨에 따라 보험회사 전체 경영성과가 좋지 못하였던 만큼, 투자영업에 과도하게 의존하는 것은 바람직하지 않으며 보험영업의 균형 성장이 요구됨.

○ 생명보험회사의 손익구조는 영업이익의 상당부분을 투자영업에 의존하고 있어 금융위기의 영향을 상대적으로 크게 받았던 반면, 손해보험회사의 경영성과는 자본시장의 변동과 상관성이 낮은 보험영업성과에 기초하여 상대적으로 양호한 경영성과를 보였음.

○ 그러나 보험영업성과도 소비 및 기업경기 변화로부터 크게 영향을 받는 만큼, 실물경기 변화가 보험수요에 미치는 영향을 정확하게 파악하고 그에 기초한 경영전략을 수립할 필요

- 특히 1~2년 내에 본격적으로 도입될 예정인 새로운 자기자본규제, 현금흐름방식 가격설정, 보험회계기준 등은 거시경제 및 금융시장에 대한 다양한 가정을 사용하고 있는데, 그러한 가정들의 적정성에 대한 심층 분석이 요구됨.