

조사보고서 2009-04

# 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점

2009. 3

김 해 식

보험연구원



## 머 리 말

보험계약자가 현금 유동성을 높이고 노후소득을 보전하려는 동기가 보험 계약 해지 사유의 대다수를 차지하는 것으로 알려져 있다. 보험계약이 해지 되면, 보험회사는 보험계약자에게 해약환급금을 지급하게 된다. 그런데 일부 계약에서는 보험계약의 대상자인 피보험자가 건강하지 못할수록 해약환급금이 보험계약의 가치를 제대로 반영하지 못하는 경우가 발생한다.

이에 따라 미국에서는 건강하지 못한 보험계약자가 보험회사가 아닌 제3자에게 보험계약을 넘기고 해약환급금보다 많은 돈을 받는 정산거래가 빠르게 성장하고 있다. 1990년대 중반 이후부터 보유자산을 처분하여 노후소득을 보전하려는 고령자들에게 생명보험 정산거래는 부동산 담보연금(역모기지)과 마찬가지로 유용한 자산유동화수단이 되고 있다. 최근에는 국내에서도 생명보험 정산거래를 도입하자는 주장들이 본격적으로 제기되고 있다.

본 보고서는 미국 생명보험 정산거래의 메커니즘과 성장 요인을 구체적이면서도 입체적으로 조명하여 정산거래에 대한 이해를 높이고 국내 도입에 대한 시사점을 도출하고 있다. 그동안 보고서 작성에 힘쓴 연구자, 다양한 의견을 통해 도움을 준 연구원들과 익명의 심사자에게 감사를 표하며, 모쪼록 이 보고서가 국내 보험시장 발전에 기여할 수 있기를 기대한다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며, 위원회의 공식 견해가 아님을 밝혀둔다.

2009년 3월  
보 험 연 구 원  
원 장 나 동 민



## 목 차

I. 서 론 .....	21
1. 연구배경 .....	21
2. 연구범위 .....	23
II. 생명보험 정산거래의 특성 .....	24
1. 보험증권의 가치와 해약환급금 .....	24
2. 고수익 분산투자자와 장수리스크 .....	28
3. 정산거래의 유용성과 리스크 .....	32
III. 미국 생명보험 정산시장 현황 .....	35
1. 정산시장의 규모와 전망 .....	35
2. 정산거래 비중과 거래증권의 형태 .....	37
IV. 미국 생명보험 정산시장의 성장 요인 .....	41
1. 인구 고령화와 저금리 자산시장 .....	41
2. 장수리스크와 시장의 구조화 .....	46
3. 미국 감독당국과 보험회사의 대응 .....	53
V. 국내 보험시장에 대한 시사점 .....	64
참고문헌 .....	66
[별첨 1] 생명보험 정산거래의 요건 .....	69
[별첨 2] 세 가지 사망률 척도 .....	72

[별첨 3] 생명보험 정산거래의 회계 처리 .....	73
[별첨 4] 정산거래 관련된 사기 형태 .....	76
[별첨 5] 정산거래 유동화 증권의 발행과 보험계약의 구성 .....	78

## <표 차례>

<요약 표1> 정산거래의 보험증권 가치평가 예시 .....	11
<요약 표2> 정산거래가 보험회사 해지율에 미치는 영향 예시 .....	12
<요약 표3> 정산거래의 유용성과 리스크 .....	13
<요약 표4> NAIC 모델법의 최소 정산비율 .....	17
<표 II-1> 정산거래가 보험회사 해지율에 미치는 영향 예시 .....	28
<표 II-2> 정산거래 계산 예시 .....	31
<표 II-3> 정산거래의 유용성과 리스크 .....	33
<표 III-1> 미국 정산거래 시장의 규모 추정 .....	35
<표 III-2> 미국 정산거래 시장 전망 .....	36
<표 IV-1> 미국의 주별 정산거래 규제 현황 .....	54
<표 IV-2> NAIC의 최소 정산비율 .....	56
<표 IV-3> 기존의 정산거래와 환급금초과 약관대출(ECL) 예시 .....	62
<표 IV-4> 기존의 정산거래와 해약환급금초과 약관대출 비교 .....	63

## <그림 차례>

<요약 그림1> 생명보험 정산거래의 흐름과 이해관계자들 .....	10
<요약 그림2> 미국 정산거래 시장의 규모 추이 .....	14
<요약 그림3> 정산시장의 보험계약 유통화와 장수리스크 전가 .....	16
<요약 그림4> 해약환급금초과 약관대출 - 사망보험금으로 대출 상환 .....	18
<그림 II-1> 보험계약의 경제적 가치와 해약환급금 .....	26
<그림 II-2> 생명보험 정산거래의 흐름 .....	29
<그림 III-1> 미국 정산거래 시장의 규모 추이 .....	36
<그림 III-2> 정산거래 계약의 피보험자 기대여명과 연령 .....	38

<그림 III-3> 생명보험계약의 유형 .....	40
<그림 IV-1> 미국 생명보험시장의 생명보험증권 구매 동기 .....	41
<그림 IV-2> 미국의 전체 인구 및 고령 인구 증가율 .....	42
<그림 IV-3> 주택연금의 거래 흐름 .....	43
<그림 IV-4> 미국의 기대여명과 기대여명 증가율 .....	47
<그림 IV-5> 정산거래회사와 투자은행의 생존선도거래 .....	50
<그림 IV-6> 정산거래회사와 투자은행의 생존스왑거래 .....	50
<그림 IV-7> 최초의 생존채권 발행 - EIB 사례 .....	51
<그림 IV-8> 정산시장의 보험계약 유동화와 생존스왑 .....	52
<그림 IV-9> 미국의 주별 정산거래 규제 현황 .....	55
<그림 IV-10> 생명보험회사의 정산거래를 통한 장수리스크 헤지 .....	59
<그림 IV-11> 환급금초과약관대출(ECL) - 사망보험금으로 대출 상환 .....	61
<그림 IV-12> 환급금초과약관대출(ECL) - 대출 원리금 및 보험료 상환 ..	61



## 요약

### I. 서론

- 미국 생명보험에서는 보험계약자가 해지를 통해 자신의 보험증권을 보험회사에게 되파는 것이 아니라 제3의 투자자에게 판매하는 정산거래 (life settlements)가 등장
  - 최근 국내에서도 정산거래의 도입을 긍정적으로 검토해야 한다는 주장이 제기되고 있으나 정산거래에 대한 긍정적인 측면만이 강조되는 경향이 나타남.
  - 따라서 보험증권의 재판매 메커니즘에 대한 분석과 정산시장 성장과 밀접한 관련을 지니고 있는 주요 이해관계자들을 구체적으로 연구하여 정산거래에 대한 올바른 이해가 필요
- 본 보고서는 정산거래에 대하여 세 가지 논점을 가지고 내용을 전개함.
  - 첫째, 정산거래 참여자들의 거래 동기, 즉 생명보험 정산거래를 가능하게 하는 요인은 무엇인가
  - 둘째, 미국 생명보험 정산거래의 성장 요인은 무엇인가
  - 셋째, 보험회사는 정산거래에 어떻게 대응하고 있나

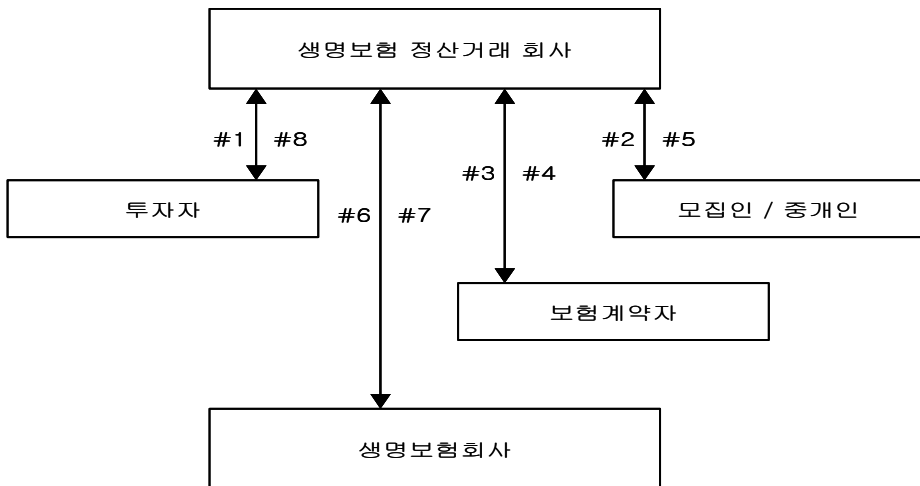
### II. 생명보험 정산거래의 특성

- 정산거래에서 투자자는 보험증권의 소유권을 보험계약자에게서 넘겨받

아 계속 유지하다가 보험증권상에 기재되어 있는 피보험자가 사망하면 사망보험금을 보험회사로부터 수령

- 보험계약자는 자신의 보험증권을 투자자(정산거래회사 또는 개인 투자자)에게 판매하고 해약환급금보다 많은 금액을 수령
- 투자자는 보험료를 납부하면서 보험계약을 유지하고 보험증권상의 피보험자가 사망하면 사망보험금을 수령
- 이러한 정산거래에서 보험계약자와 투자자를 중간에서 매개하는 보험모집인이나 중개인의 역할이 큼.

<요약 그림1> 생명보험 정산거래의 흐름과 이해관계자들



- 보험계약자가 정산거래에 참여하는 동기는 생명보험 유통시장에서 보험 회사가 보험증권에 매기는 가격인 해약환급금이 보험증권의 가치를 제대로 반영하지 못한다는 데 있음.

- 따라서 투자자가 보험증권을 구입하고 그 대가로 보험계약자에게 해약환급금보다 높은 금액을 지급하는 정산거래는 계약 해지를 통해 현금 유동성을 확보하려는 보험계약자의 효용을 높임.
- 정산거래는 자본시장에서 얻기 힘든 고수익 투자수단이며 정산거래에 수반되는 보험리스크는 자본시장의 시장·신용 리스크와 상관관계가 낮아 투자자에게 매력적인 분산투자수단임.
- 정산시장의 평균 수익률은 미국의 경우 최근 10% 수준을 유지
- 수익률을 좌우하는 요인은 정산거래 초기에 예상된 기간보다 피보험자가 오래 살아서 더 많은 보험료가 지출되고 보험금 수령시기가 늦어지는 데 따른 장수리스크(longevity risk)임.

<요약 표1> 정산거래의 보험증권 가치평가 예시

기대여명: 7년	예상 일치 (7년)	조기사망 (6년)	장수 (8년)
정산금액(1) = $a \times f$	300	300	300
수수료(2) = $g$	50	50	50
기타비용(3) = $a \times h$	25	25	25
매입금액(4) = $1+2+3$	375	375	375
연간보험료(5)	15	15	15
보험료비용 현재가(6)	77	69	83
총비용(7) = $4+6$	452	444	458
사망보험금 수익(8)	1,000	1,000	1,000
보험금 현재가(9)	452	507	404
이익 증감(10) = $9-7$	0	63	-54

보험계약 및 정산거래 정보 :

- (a) 사망보험금 1,000, (b) 해약환급금 150, (c) 연간보험료 15
- (d) 목표수익률 12%, (e) 기대여명 7년, (f) 정산비율 30%
- (g) 수수료 =  $\text{Min}(\text{보험금 대비 } 6\%, \text{ 해약환급금과 정산금액 간 차이의 } 1/3)$
- (h) 관련 비용: 2.5%

- 정산거래는 보험계약자가 계약을 해지하지 않고 제3의 투자자에게 보험 증권을 넘기는 것이므로 보험회사의 입장에서는 해지계약의 수는 줄어들고 유지계약의 수가 늘어나게 될 것임.
- 정산거래가 이루어지면 일정 수준의 해지를 예상하여 보험료를 산정하는 생명보험회사의 경우 해지율이 예상보다 낮아지고 사망보험금 지급이 늘어나게 되는 결과 초래

<요약 표2> 정산거래가 보험회사 해지율에 미치는 영향 예시

구 분	시나리오 #1 (정산거래 없음)			시나리오 #2 (정산거래 도입)		
	전체계약	건강군	비건강군	전체계약	건강군	비건강군
보험계약 수	100	50	50	100	50	50
해지율		20.0%	20.0%		20.0%	5.0%
해지계약	20	10	10	13	10	3
보유계약	80	40	40	87	40	47
실제 해지율	20.0%			12.5%		
비건강군 유지율	50.0%			54.3%		

주 : 비건강군 유지율 = 비건강군 보유계약 수 / 전체 보유계약 수

- 따라서 정산거래는 보험계약자와 투자자라는 거래당사자는 물론 보험회사 등 여러 이해관계자들의 관점에서 그 유용성과 부작용이 함께 고려되어야 함.
- 정산거래는 계약을 해지할 경우보다 유리한 조건으로 현금 수요를 충족할 수 있는 수단을 제공하지만, 보험계약자는 건강상태 등 사생활 침해와 범죄에 노출될 가능성이 있음.
- 투자자의 경우 정산거래가 고수익 분산투자 기회이지만, 장수리스크, 보험계약의 흠결과 보험회사의 부실 등 장기간의 불확실한 투자리스크

크에 노출되는 리스크를 부담해야 함.

- 정산거래는 보험회사에게 불투명한 거래로 인한 보험사기 가능성에 노출시켜 비용 부담 등을 초래할 수 있지만 계약자의 유동성을 증가시켜 보험수요를 창출하는 기회도 제공

<요약 표3> 정산거래의 유용성과 리스크

이해관계자	효 익	리 스크
보험계약자 (판매자)	- 환급금보다 많은 현금 수령 - 현금/노후소득 수요 충족	- 피보험자의 사생활 침해 - 높은 수수료, 낮은 정산금액 - 정산금액 미수령
투자자 (구매자)	- 고수익 투자 기회 확대 - 효과적 리스크 분산 수단	- 장수리스크에 노출 - 거래의 부실/과장 - 보험회사의 보험금 지급거절 - 보험회사의 부실(지급불능) - 피보험자 실종과 보험금 지급지연
보험회사	- 고령자의 유동성 증가로 건강보험 등의 구매력 향상 - 장수리스크 분산 기회 확대	- 해약 감소로 손익 악화 - 보험사기 등에 따른 비용 증가
보험모집인	- 보험모집과 정산거래 겸업 (수익원 다변화)	- 고객 신뢰도 저하

### III. 미국 생명보험 정산시장 현황

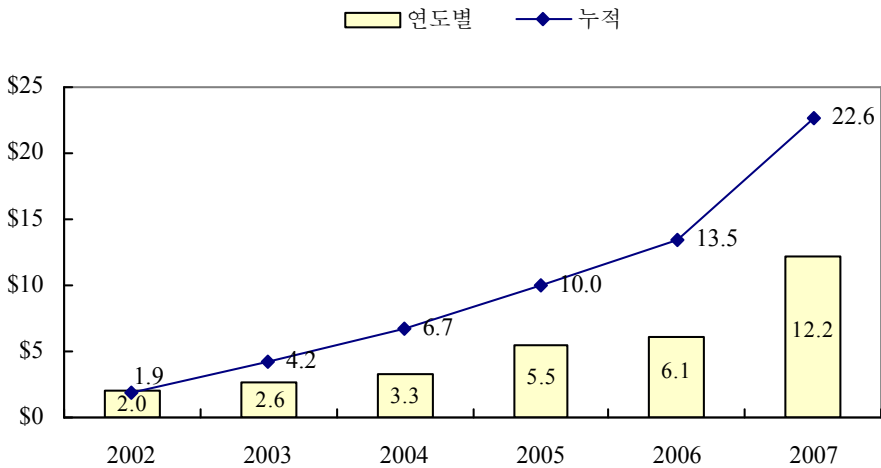
- 정산시장의 규모는 2002년부터 2007년까지 지난 5년간 연평균 43.6%의 성장률을 기록
  - 보험가입금액, 즉 증권가액(face value) 기준으로 2002년 15억 달러

내외에 불과하던 정산시장의 규모는 2007년에는 122억 달러로 성장하면서 누적 잔고는 226억 달러 규모에 이릅니다.

- 향후 10년간 연평균 정산거래 규모는 210억 달러로 예상되어 정산거래의 총 누적 잔고는 2017년에 1,500억~2,000억 달러 내외가 될 것으로 예상됨.

<요약 그림2> 미국 정산거래 시장의 규모 추이

(단위 : 10억 달러)



□ 미국 정산거래가 생명보험시장에서 차지하는 비중은 크지 않음.

- 2007년 현재 미국 개인생명보험의 규모가 보험가입금액 기준으로 10조 달러 규모여서 정산거래가 개인생명보험 시장에서 차지하는 비중은 누적 거래액 기준으로 2% 수준
- 따라서 정산시장의 규모 추정은 대체로 개인생명보험시장 대비 비율인 2~3% 수준을 적용하고 있음.

- 정산거래의 주 대상은 유니버설보험과 종신보험임.
  - 보장기간, 보험료 납부 형태, 해약환급금과 대출서비스 유무로 구분할 때 생명보험은 환급금이 없거나 매우 적은 정기보험, 보장 및 보험료 형태가 다른 종신보험과 (변액)유니버설보험으로 나뉨.

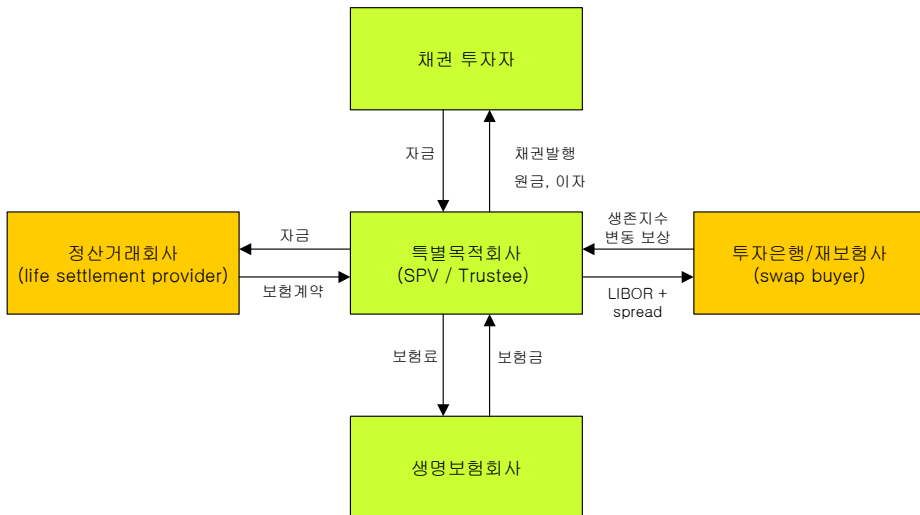
#### IV. 미국 생명보험 정산시장의 성장 요인

- 미국 정산시장의 성장에는 보험계약자의 현금 수요를 증대시키는 사회·경제적 환경 변화와 거래의 유동성과 투명성을 높이는 시장 기반 형성이 뒷받침되었음.
  - 인구 고령화와 저금리 자산시장, 상속세 부담 완화, 회계 처리기준으로의 변경 등 경제·사회적 변화가 정산거래의 유인을 증대시킴.
  - 보험회사를 포함한 기관투자자 중심의 정산시장 형성과 정산거래에 수반되는 장수리스크 관리 수단의 등장으로 정산시장 유동성 확대
  - 정산거래의 부작용을 최소화하는 규제 장치의 마련으로 정산시장의 투명성 제고
- 인구 고령화는 고령인구의 현금수요를 늘리는 방향으로 작용하고 있는데, 미국에서 사회보장을 통한 고령인구의 소득 보전은 60%에 그치고 40%는 고령인구의 근로 및 자산소득으로 보전하는 실정
  - 따라서 주택담보연금(역모기지)이나 정산거래(보험증권 재판매) 등 보유 자산 유동화하여 현금 유동성을 확보하려는 고령인구가 늘어나고 있음.
  - 2017년을 전후한 미국의 정산시장과 주택담보연금시장의 규모는 각

각 2,000억 달러에 이를 것으로 전망됨.

- 정산거래의 표준화와 구조화금융을 통해 정산시장은 자본을 조달하고 장수리스크를 관리하는 메커니즘을 구축하여 성장의 발판을 마련함.
  - 정산시장에 기관투자자가 늘어나고 이들을 중심으로 생존지수(longevity indices) 등 거래의 표준화가 진행되면서 시장의 투명성이 높아지고,
  - 구조화금융은 정산거래회사가 보험계약과 그 안에 내재된 장수리스크를 특별목적회사(SPV)를 통해 채권을 발행하여 투자자에게 전가하는 통로를 제공함으로써 정산시장의 유동성을 높임.
  - SPV는 채권을 발행할 때 장수리스크에 따른 최대손실한도를 설정하여 채권의 신용을 보강할 수 있는데, 기대여명이 미리 정한 기준을 초과하면 대금을 지급하는 생존스왑 등의 리스크전가수단을 이용.

<요약 그림3> 정산시장의 보험계약 유동화와 장수리스크 전가





- 미국에서는 정산거래의 공시, 모집채널, 투자자의 자금회수를 보장하는 신탁기금(escrow or trustee fund)을 중심으로 정산거래 규제가 이루어지고 있음.
- 기대여명이 2년 이하인 피보험자를 둔 보험증권의 판매에 대해서는 보험감독당국이 최소 정산비율을 정하여 적극적으로 보험계약자를 보호하는 한편,
- 애초부터 정산거래를 목적으로 가입한 보험계약에 대해서는 보험가입 후 5년 이내의 기간에는 정산거래를 금지하는 규제를 도입하여 보험사기 등의 가능성을 배제
- 대다수 규제는 공시 요건 등 투자자의 보호에 역점을 두고 있음.

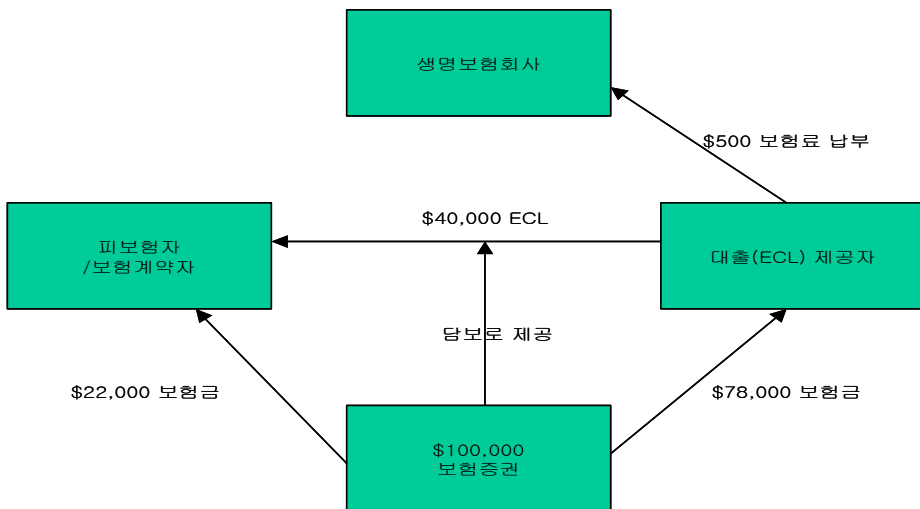
<요약 표4> NAIC 모델법의 최소 정산비율

피보험자의 기대여명	최소 정산비율
6월 미만	80%
6월 이상 12월 미만	70%
12월 이상 18월 미만	65%
18월 이상 25월 미만	60%
25월 이상	해약환급금 또는 선지급보험금 이상

- 보험회사는 보험계약자의 정산거래 동기를 약화시키는 초기 대응방식에서 점차 직접 투자 또는 대안 상품의 개발이라는 적극적인 대응방식으로 변화하고 있음.
- 그동안 보험회사는 현금수요가 큰 시한부 환자에게 사망보험금의 일부를 미리 지급하거나 고령자에게 연금전환 서비스를 제공하는 형태로 정산거래에 대응

- 이러한 보험회사의 변화는 정산거래가 보험회사의 리스크관리 및 투자 수단으로서도 유용하다는 인식의 전환에 따른 것임.
- 최근 보험회사의 대응은 정산시장에 투자자로서 참여하거나 기존 약관대출의 제약을 없애고 해약환급금이 아닌 보험증권을 담보로 하는 대출상품을 개발하는 등 적극적으로 대응
- 특히, '해약환급금초과 약관대출'은 향후 정산시장 성장의 일부를 대체할 것으로 예상되고 있어 주목할 부분임.

<요약 그림4> 해약환급금초과 약관대출 - 사망보험금으로 대출 상환



## V. 국내 보험시장에 대한 시사점

- 정산거래에서 거래당사자 및 이해관계자가 직면할 것으로 예상되는 리스크들을 최소화할 수 있는 인프라 구축이 우선적으로 검토되어야 함.

- 미국 정산시장의 초기 경험을 볼 때, 정산거래로 인해 재무적 손실 가능성에 노출된 보험회사가 정산거래에 대해 부정적으로 대응하는 것은 충분히 예상될 수 있는 부분임.
  - 최근 일본 법원은 보험회사가 보험계약자의 정산거래 동의요청을 거부한 행위는 적법하다고 판결하여 정산거래도입이 무산됨.
  - 국내 표준약관에서는 보험계약자 변경 등 보험증권의 주요 내용 변경에 대해 보험회사의 승낙을 요구하고 있으며, 이는 일본과 유사
  - 일본 법원의 판례는 일본과 시장 환경이 유사한 국내 보험시장에서도 정산거래 도입이 쉽지 않을 것임을 시사하고 있음.
- 미국 정산거래는 보험가입금액이 높은 중산층 고령인구의 자산유동화 수단으로서 성장해왔음.
- 한편, 하위 소득계층에서는 투자자에게서 보험료를 빌리는 방식으로 애초부터 정산거래 목적으로 생명보험을 구입하는 투자선행형 거래가 문제되고 있기도 함.
  - 따라서 국내에서 일부 논의되는 것처럼 하위 소득계층의 소득을 보전하는 수단으로서 정산거래가 기능할 여지는 크지 않음.
- 미국과 마찬가지로 국내 보험시장 역시 정산거래에 대한 잠재적 수요는 충분할 것으로 예상됨.
- 고령인구가 가족 등으로부터 받는 사적 이전소득보다 공적 이전소득에 대한 의존도는 점점 높아지고 있으며, 고령인구가 연금을 통해 필요 소득을 충당할 비율은 50% 수준에 불과한 것으로 추정되고 있음.
  - 따라서 고령계층은 근로를 통해서 또는 주택이나 보험증권 등 보유 자산을 팔아서 부족한 현금 유동성을 보전하는 방식을 모색할 것으로 전망됨.

- 마지막으로 미국 정산시장에서 주목할 변화는 보험회사의 적극적 대응방식과 그 산물인 해약환급금초과 약관대출의 등장임.
  - 초기 보험회사의 대응은 재무적 손실을 초래할 수 있는 정산거래를 최대한 억제하는 방식으로 이루어졌으나, 결과적으로 정산거래가 보험회사 경영을 혁신하는 자극제로서 기능
  - 또한, 자본시장과 보험시장의 접점이 되고 있는 정산시장에서 보험회사의 경영 현안인 장수리스크 관리의 해결책을 제시하면서 보험회사의 능동적 변화를 유도하고 있음.
  - 해약환급금초과 약관대출은 정산거래와 주택연금을 혼합한 형태로서 향후 정산거래를 대체할 수 있는 유력한 대안 거래로 부상할 것이므로 정산거래와 함께 도입을 검토할 필요가 있음.

# I. 서론

## 1. 연구배경

생명보험시장에는 보험회사가 보험계약자에게 생명보험계약(증권)을 판매하는 1차 시장(primary market) 이외에 보험계약자가 그 보험증권을 해당 보험회사나 제3자에게 재판매하는 유통시장(secondary or tertiary markets)이 매우 제한적으로만 존재해왔다. 그런데 최근 독일, 영국 등 유럽 일부와 미국에서는 보험계약자가 보험회사가 아닌 제3의 투자자에게 자신의 생명보험증권을 판매하는 새로운 유통시장이 빠르게 성장하면서 국내의 관심이 높아지고 있다.

이석호(2008)와 코리안리(2008)는 미국의 생명보험 유통시장의 급성장에 주목하면서 거래당사자들의 경제적 동기와 여건이 국내 도입에도 긍정적이라 평가하고 있고, 권영수·이형철(2006)은 보험계약자가 보유하고 있는 생명보험증권을 보험회사가 아닌 제3의 투자자에게 판매하는 거래를 국내에 도입할 경우 두 거래당사자에 대한 보호가 보완·강화되어야 할 부분이 많지만, '일정 요건'을 갖춘다면 지금도 거래가 가능하며 현행 간접투자자산운용법 체계에서는 보험금 청구권이 간접투자자산으로 편입될 수 있음을 언급하고 있다.

그러나 현재까지 국내의 논의는 생명보험증권의 거래를 도입해야 한다는 당위론에 비해 구체적인 검토가 부족한 편이다. 권영수·이형철(2006)은 생명보험증권의 거래 자체보다는 동 거래로 인한 보험계약자와 투자자 보호 방안에 논의를 집중하고 있고, 이석호(2008)와 코리안리(2008)는 거래로 인한 보험계약자 효용 증대와 투자자의 고수익 실현 등 긍정적 측면을 언급하고 있을 뿐 보험증권의 재판매 메커니즘이나 보험회사 등 주요 이해관계자들의 대응에 대해서는 제대로 다루지 않고 있다.

권영수·이형철(2006)은 국내 생명보험시장에서 '거래 성립을 위한 일정 요건'으로서 보험증권을 판매하려는 보험계약자가 보험회사의 사전 승낙을 얻어

내야 함을 언급하고 있고, 김형기(2008)는 보험회사의 사전 동의가 생명보험 증권의 재판매에 중요한 조건임을 지적하는 일본 대법원의 최근 판례를 소개하고 있다. 이를 볼 때, 보험계약자의 변경 등 계약 내용의 변경에 대하여 보험회사의 사전 승낙을 요구하고 있는 생명보험표준약관(제5조)이 생명보험증권의 거래에 걸림돌이 될 가능성은 충분하다.<sup>1)</sup> 이처럼 생명보험회사가 보험계약자와 제3의 투자자 사이의 보험증권 거래에 대하여 거부권을 행사하는 이유를 Doherty · Singer(2003) 등은 보험증권 거래가 최소한 단기적으로는 생명보험회사에게 재무적 손실을 초래할 수 있기 때문임을 보여준다.

물론 Bernstein Research의 Kamath · Sledge(2005)는 정산거래가 생명보험회사에게 장기적으로는 부정적이지 않다는 전망을 내고 있고, Conning(2008)도 보험회사 대응이 손실 회피와 거래 억제 유도라는 소극적인 대응에서 벗어나 최근에는 보험증권 거래에 참가하거나 유사 거래를 창출하는 적극적 대응으로 바뀌면서 시장 성장의 한 축을 담당하고 있음을 보여준다. 여기에는 구조화 금융(structured finance) 과정을 거치면서 정산거래 시장이 급성장한 측면도 있다. 따라서 보험계약자와 투자자 사이의 생명보험증권의 거래는 보다 구체적이면서도 생명보험시장 전체 차원에서 입체적으로 검토될 필요가 있다.

마지막으로 논의를 본격적으로 전개하기 전에 생명보험증권의 거래에 대한 용어를 정리하고 넘어갈 필요가 있다. 미국에서는 보험계약자가 보유하고 있는 생명보험증권을 사고파는 거래를 'life settlements'라고 부르는데, 국내 문헌마다 이를 다르게 부르고 있다. 금융감독원(권영수 · 이형철, 2006), 코리아리(2008), 김형기(2008) 등은 '전매거래'라는 용어를 채택하고 있는 반면, 이석호(2008) 등은 '정산거래'라는 용어를 쓰고 있다. 전자는 생명보험회사가 보험계약자에게 판매한 생명보험증권을 보험회사가 아닌 제3자가 다시 매수한다는 의미에서 증권의 유통에 주목하고 있는 반면, 후자는 생명보험증권의 가치를 정확하게 계산한다는 의미에서 증권의 가격에 주목하고 있다. 두 용어 모두 수용 가능한 표현이라고 판단된다. 그러나 이 글에서는 '정산거래'가 원어의 표현에 가까우면서도 증권의 공정가치에 근접하는 가격을 제시하는 거래를 의미한다는 점에서 생명보험증권의 거래를 "정산거래"로, 정산거래가 이루어

1) [별첨 1] 생명보험 정산거래의 거래 요건 참조.

어지는 생명보험 유통시장을 “정산거래 시장 또는 정산시장”으로 표현하기로 한다.

## 2. 연구범위

이 글은 다음과 같은 세 가지 질문을 가지고 선행연구들과 차별화된 논의를 전개하고 국내 보험시장에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

1. 생명보험계약의 정산거래를 가능하게 하는 요인은 무엇인가?
2. 미국 생명보험 정산거래 시장의 성장 요인은 무엇인가?
3. 보험회사의 대응은 어떻게 진행되고 있나?

제II장에서는 생명보험 정산거래 시장의 형성 요인이라고 할 수 있는 보험계약자와 투자자가 정산거래에 참여하게 되는 동기와 정산거래에 수반되는 리스크, 그리고 시장 현황에 대하여 살펴본다.

제III장에서는 미국의 정산거래 시장이 성장하게 된 요인들을 정산거래의 주요 이해당사자인 감독당국과 보험회사의 대응을 포함해서 살펴본다. 여기에는 생명보험 구매 동기의 변화를 가져온 인구 고령화라는 인구경제학적 요인, 정산거래 규제 변화, 시장의 확대를 가능하게 한 기관투자자의 참여와 자본조달이 용이한 시장 구성, 그리고 보험회사의 정산시장 참여와 새로운 대출상품 출시 등 다양한 측면에서 정산거래를 살펴볼 것이다.

마지막으로 제IV장에서는 미국 정산거래 성장 요인들에 비추어 국내 시장의 여건을 살펴보고 국내 보험시장에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

## II. 생명보험 정산거래의 특성

### 1. 보험증권의 가치와 해약환급금

생명보험계약은 보험회사가 보험대상인 피보험자에게 사망 등의 보험사고가 발생할 때 보험계약자(또는 보험수익자)에게 보험금을 지급하기로 약속하고 보험계약자는 보험회사에게 보험료를 지급하는 내용을 담고 있다. 이 때, 보험계약자는 피보험자와 동일인일 수도 있고, 아내가 남편을, 또는 회사가 주요 임원을 피보험자로 정하여 생명보험증권을 구매하는 경우처럼 보험계약자와 피보험자가 서로 다른 사람일 수도 있다.<sup>2)</sup>

생명보험계약이 체결되면, 보험계약자는 보험회사로부터 계약 내용을 담은 보험증권을 건네받는다. 이러한 보험계약은 위험보장이라는 원래의 목적을 위해 지속되는 경우가 일반적이지만, 때로는 위험보장 목적이 없어졌거나, 더 이상 원치 않아서 또는 재정적 곤란으로 인해서 계약이 중도에 해지되는 경우도 발생한다. 보험계약자가 보험계약을 해지하는 경우 보험회사는 사전에 정해진 방식에 따라 해약환급금(cash surrender value 또는 non-forfeiture value)을 보험계약자에게 지급하게 된다.

생명보험계약을 통해 보험계약자가 납부해야 할 보험료와 계약 중단에 따라 보험회사가 지급하는 해약환급금은 해당 보험계약의 대상인 피보험자의 건강이 평균 예정사망률을 따른다는 전제에서 산출된다. 여기서 해약환급금이란 보험증권의 소유자인 보험계약자가 계약기간 중에 보험계약을 해지할 경우 그동안 납부한 보험료 중에서 보험회사가 보험계약자에게 돌려주어야 하는 몫을 의미한다. 이러한 해약환급금은 생명보험의 유통시장 가격(secondary market price)이라고도 불리는데, 그 이유는 계약의 해지를 보험계약자가 보험증권을 발행한 보험회사에게 해당 보험증권을 되파는 과정으로 볼 수 있기

---

2) 보험계약은 보험계약자와 피보험자의 동일인 여부에 따라 자기보험과 타인보험으로 구분되며, 보험계약자와 보험금 수령권자인 보험수익자의 동일인 여부에 따라 자기를 위한 보험과 타인을 위한 보험으로 구분된다.



때문이다. 따라서 보험회사가 소비자에게 제시하는 가격이 보험료라면, 해약 환급금은 보험계약자가 해당 보험증권을 발행한 보험회사에게 보험증권을 되 팔 때 매겨지는 가격이라고 할 수 있다.

그러나 해약환급금이 생명보험 유통시장의 가격으로 기능하는 데에는 두 가지 이유에서 불완전한 측면이 있다. 하나는 해약환급금 자체의 불안정성이 고, 다른 하나는 구매자가 하나뿐인 수요독점의 시장 구조 문제다.

피보험자의 건강이 평균에서 벗어난 보험계약의 경우 평균사망률에 근거한 해약환급금은 보험증권의 시장가치(현재가치)를 제대로 반영하지 못하게 되는 상황이 발생한다. 그러나 감독당국의 해약환급금 규제와 건강 측정에 따르는 비용 문제 때문에 평균을 벗어난 계약의 실제가치와 해약환급금의 차이가 개선되는 데에는 근본적으로 한계가 있다. 이는 보험계약자에게 귀속될 해약환급금에 관한 규제(non-forfeiture regulation)가 보험회사가 피보험자의 건강 상태에 따라 해약환급금을 차별하여 지급하는 것을 금지하는 내용을 포함하고 있는 데에도 일부 원인이 있다.

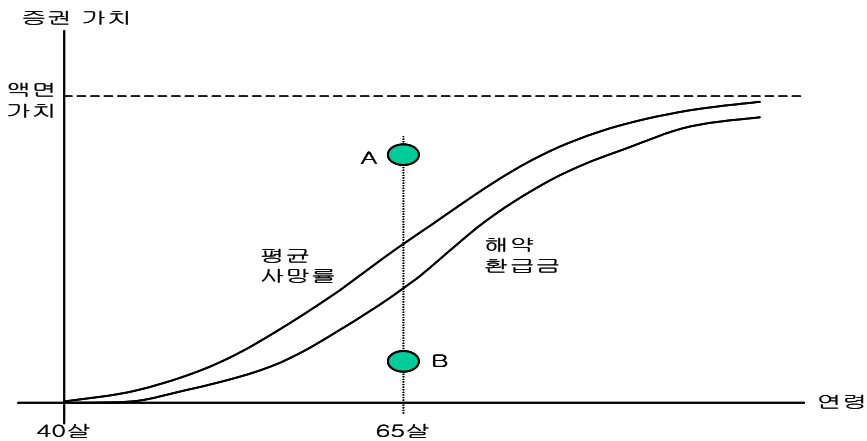
그러나 설령 해약환급금의 차별 지급이 가능하다고 하더라도 개별 피보험자의 건강 상태를 파악하는 데 들어가는 비용에 비해 차별화 효익이 크지 않고, 생명보험 유통시장의 수요를 독점해 온 보험회사로서는 해약환급금을 피보험자의 건강 상태에 따라 차별화할 유인도 크지 않다. 그 결과, 미국에서는 1980년대까지 보험증권의 현재가치와 해약환급금 사이의 괴리가 유통시장에서 해소되는 것을 기대하기가 힘들었다(Brecka · Virkler, 2004).

<그림 II-1>은 평균사망률에 근거한 해약환급금이 보험증권의 시장가치를 제대로 반영하지 못하는 상황을 보여주고 있다. 위 그림은 40세의 보험계약자가 종신보험계약을 구입할 경우 나이가 들면서 증권의 가치가 어떻게 변화하는가를 나타내고 있다. 그림의 두 곡선 중 윗선은 평균사망률에 근거한 보험료를 나타내고, 아랫선은 계약 체결 시점에 지출된 신계약비를 반영하여 보험계약자가 계약 해지를 통해 받을 수 있는 해약환급금을 나타낸다.<sup>3)</sup> 만일 보

3) 미국의 경우 계약시점에 지출된 신계약비는 체결 시점에서 전액 비용으로 인식하지 않고, 계약기간 전체에 걸쳐서 들어오는 보험료 수입과 대응시키기 위해 계약기간 동안 균등하게 나누어 비용으로 인식한다. 따라서 해약환급금은 이러한 비용을 반영하여 계산되므로 <그림 II-1>과 같은 해약환급금 곡선이 나타난다. 한국의 경우에는 전체 계약기간이 아닌

험계약자(또는 피보험자)가 65세가 되었을 때 평균보다 높은 수준의 좋은 건강상태를 유지하는 B점에 위치하고 있다면, 자신의 현재 건강 상태에 적용될 보험료보다 비싼 보험료를 지불하고 있는 셈이 되어 보험료 지출은 많고 사망보험금을 받을 시기는 늦춰지면서 증권의 현재가치는 보험회사가 제시하는 해약환급금보다 낮은 상태가 된다. 따라서 피보험자가 평균보다 높은 수준의 건강을 유지하여 기대여명(life expectancy)이 늘어나는 보험계약에서는 역선택(adverse selection)에 따른 해지 유인이 존재하게 된다.<sup>4)</sup>

<그림 II-1> 보험계약의 경제적 가치와 해약환급금



자료 : Doherty · Singer (2003)

한편, 보험계약자(또는 피보험자)가 65세가 되었을 때 평균보다 낮은 수준의 좋지 않은 건강 상태를 유지하고 있는 경우에도 치료비 등 현재 소비에 대한 선호가 커지면서 계약을 해지할 가능성이 정상적인 건강 상태를 유지할 때보다 크게 나타난다. 그런데 증권의 가치와 해약환급금의 관계는 높은 건강

최대 7년까지만 비용으로 인식할 수 있으므로 그 기간 동안에는 <그림 II-1>과 유사하게 나타날 것이나, 7년 이후에는 평균사망률 곡선과 해약환급금 곡선이 일치하게 될 것이기에 <그림 II-1>과 다르게 나타날 것이다.

4) 사망률과 기대여명에 대한 정의는 [별첨2] 참조.

수준을 유지하고 있는 경우와는 정반대로 나타난다. A지점과 같이 평균보다 낮은 건강 수준을 보이는 경우, 보험계약자는 건강수준에 비해 실제 납부하는 보험료는 평균 수준에 불과하고, 증권의 가치는 해약환급금보다 높은 상태가 된다. 즉 피보험자의 기대여명이 예상보다 단축되면 사망보험금 지급 시기는 예상보다 빨라지고 보험료 납부는 예상보다 감소하게 되므로 해당 보험계약의 현재가치가 해약환급금을 초과하기 때문이다.

보험회사가 수요를 독점하는 시장에서 평균보다 건강 수준이 낮은 보험계약이 해지될 경우, 보험계약자는 계약의 실제 시장가치보다 낮은 해약환급금을 감수해야 하고 보험회사는 일종의 초과이윤을 누리게 된다. 이와는 반대로 피보험자의 건강 수준이 평균보다 높은 보험계약이 해지되면 보험회사가 손해를 보게 된다. 실제로 보험회사는 한 쪽에서 초과이윤을 얻어서 다른 쪽의 손실을 보전하는 상호보조의 가격(lapse-supported pricing) 구조를 가지고 있다. 이런 구조는 사회 전체의 후생은 감소하게 된다.

따라서 보험회사가 보험계약자에게 일방적인 가격을 제시하는 기존 유통시장의 해약환급금 대신 생명보험 정산거래와 같이 보험증권의 공정가치(fair value)에 근접한 가격을 제시하는 거래가 도입된다면, 보험계약자는 해약환급금보다 높은 가격으로 보험증권을 팔 수 있게 되고, 그에 따라 사회 전체의 후생도 증가하게 될 것이다(Doherty · Singer, 2003). 다른 한편으로, 생명보험 정산거래가 확대되면 그동안 건강한 피보험자를 둔 계약군과 건강하지 못한 피보험자를 둔 계약군 사이의 상호보조를 통해 유지해 온 기존 가격 구조가 더 이상 유지되지 못함으로써 보험회사는 단기적으로 재무적 손실을 감수해야 할 것이다.<sup>5)</sup>

<표 II-1>의 예시는 정산거래가 보험회사의 보험계약을 유지하는 데에 어떤 영향을 미치는지 잘 보여준다. 첫 번째 시나리오는 정산거래가 존재하지 않는 경우이고, 두 번째 시나리오는 일부 계약군에서 보험계약자가 증권을 보험회사가 아닌 제3 투자자에게 이전함으로써 보험계약이 해지되지 않고 계속 유지되는 상황이다. 보유계약은 100건이며, 그 중 절반인 50 계약의 피보험자만

5) 2001년부터 2005년까지 5년간 미국 보험회사들은 정산거래로 인하여 해약환급금 이외에 20억 달러를 추가로 지급한 것으로 추정된다(McNealy · Frith, 2006).

건강하며, 피보험자가 사망하기 전에 계약이 해지되는 비율은 20%로 가정한다(시나리오 1).

<표 II-1> 정산거래가 보험회사 해지율에 미치는 영향 예시

구 분	시나리오 #1(정산거래 없음)			시나리오 #2 (정산거래)		
	전체계약	건강군	비건강군	전체계약	건강군	비건강군
보험계약 수	100	50	50	100	50	50
해지율		20.0%	20.0%		20.0%	5.0%
해지계약	20	10	10	13	10	3
보유계약	80	40	40	87	40	47
실제 해지율	20.0%			12.5%		
비건강군 유지율	50.0%			54.3%		

주 : 비건강군 유지율 = 비건강군 보유계약 수 / 전체 보유계약 수  
 자료 : Kamath · Sledge(2005)

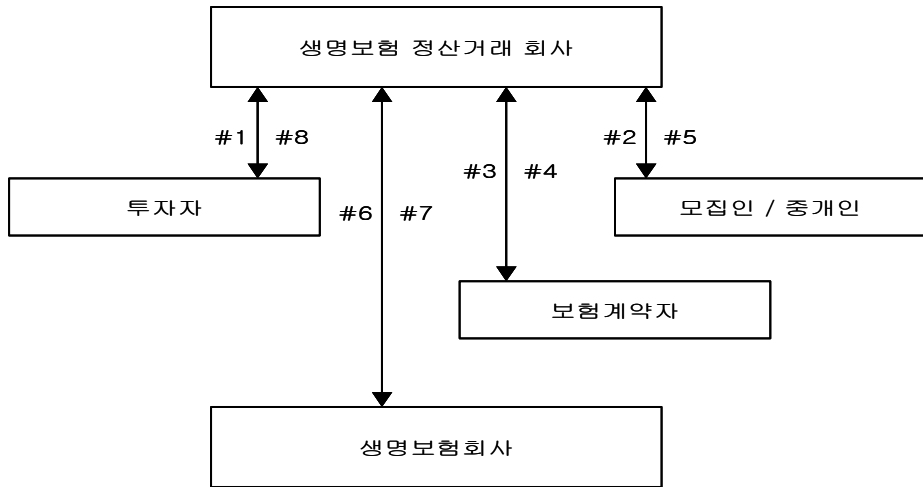
그러나 정산거래가 일어나는 시나리오 2에서는 피보험자가 건강하지 않은 계약군의 일부가 예상과 달리 중도에 해지되지 않아 해지율이 20%가 아닌 5%로 나타나고 보유계약 전체의 해지율도 20%가 아닌 12.5%가 된다. 이 경우, 건강하지 못한 보험계약이 예상보다 많이 남게 되어 보험료 수입은 애초 예상보다 늘어나지만 조기에 지급될 보험금 규모가 더 크게 늘어날 것으로 예상되면서 보험회사의 재무성과는 악화될 수 있다.

## 2. 고수익 분산투자자와 장수리스크

정산거래에서 보험증권을 매입한 투자자는 생명보험계약의 계약자 지위(보험료 납부 의무)와 수익자 지위(보험금 수령권)를 모두 승계하게 되므로 피보

험자가 사망하기 전까지 보험료를 보험회사에 계속 납부하여 보험계약을 유지하다가 피보험자가 사망하면 보험회사로부터 보험금을 수령하여 투자금을 회수하게 된다.

<그림 II-2> 생명보험 정산거래의 흐름



자료 : Kamath · Sledge(2005)

<그림 II-2>는 정산거래의 흐름을 나타내고 있다. 먼저 정산거래회사(life settlement company or provider)는 기관투자자나 개인 등 자금제공자들로부터 보험증권 매입에 필요한 자금을 조달한다(1단계). 때로는 정산거래회사와 투자자가 동일 주체이기도 하다. 보험모집인이나 중개인을 통해(2단계) 보험계약자가 정산거래를 신청하면(3단계), 정산거래회사는 피보험자에 대한 의료검진 등 계약심사를 거쳐 보험증권의 가치를 평가한 뒤 보험계약자에게 현금을 지급하고 보험증권을 매입하게 된다(4단계). 정산거래가 1단계에서 4단계까지 진행되는 데는 통상적으로 6주에서 8주 정도가 소요된다(Ingraham · Salani, 2004). 정산거래가 이루어지면, 정산거래회사는 모집인과 중개인에게도 수수료를 지급한다(5단계). 이후 정산거래회사는 보험료를 납부하며 계약을 유지하다가(6단계), 피보험자가 사망하면 보험회사에 보험금을 청구하고(7단

계), 수령한 보험금으로 매입 자금을 제공한 투자자들에게 투자원금과 이익을 배분함으로써(8단계) 정산거래의 모든 절차가 종료된다.

이러한 생명보험 정산거래가 자본시장의 투자자에게 매력적인 이유에는 두 가지가 있다. 첫째, 생명보험 정산거래는 주식 등 전통적 투자수단과 달리 시장리스크가 아닌 피보험자의 사망이라는 보험리스크를 다루는 투자수단이다. 따라서 피보험자의 사망 시기에 좌우되는 정산거래의 이익은 주식, 채권 등 기존 투자 수단의 이익과는 상관관계가 낮다. 이 때문에 자본시장 투자자에게 생명보험 정산거래는 효과적인 분산투자수단으로 활용될 수 있다.

둘째, 정산거래는 상대적으로 높은 이익률을 보이는 대체투자수단이라는 점이다. 1980년대 후반의 시한부 환자들이 가진 보험계약을 대상으로 하는 초기 정산거래에서는 20%가 넘는 이익률을 보였으며, 거래 대상이 시한부 중증 환자에서 65세 이상의 노인 인구로 크게 확대된 최근의 정산거래 시장에서도 적절한 심사 과정을 거친 보험계약군의 투자이익률은 평균적으로 7%에서 11%에 이르는 것으로 조사되고 있다(Stone · Zissu, 2007).

그렇다면 정산거래 대상이 되는 보험증권의 가치는 어떻게 매겨질까. <표 II-2>는 피보험자의 기대여명이 7년으로 추정되고, 향후 7년 동안 연초마다 납입해야 할 보험료는 15, 피보험자가 사망할 때 지급되는 사망보험금은 1,000, 현재 시점에서 보험계약자가 계약을 중도 해지할 경우 받을 것으로 기대되는 해약환급금은 150인 보험증권의 정산거래에서 증권이 가격이 어떻게 결정되는가를 간접적으로 보여준다. 여기서 정산거래회사는 보험증권 매입에 필요한 모집수수료와 회사관리비용 등 부대비용과 계약 유지에 필요한 보험료 비용, 그리고 피보험자가 사망할 때 받게 되는 보험금 수익 정보와 12%의 목표 투자이익률(target rate of return)을 기준으로 보험계약자에게 제시할 수 있는 정산 가격을 결정한다. 이 때, 부대비용에 포함된 수수료는 모집인이나 중개인에게 지급되는 것으로 보험금의 일정 비율과 해약환급금을 초과하는 금액의 일정 비율 중에서 낮은 비율로 설정되는 것이 일반적이다(Conning, 2006).

<표 II-2> 정산거래 계산 예시

기대여명: 7년	예상 일치 (7년)	조기사망 (6년)	장수 (8년)
정산금액(1) = $a \times f$	300	300	300
수수료(2) = $g$	50	50	50
기타비용(3) = $a \times h$	25	25	25
매입금액(4) = $1+2+3$	375	375	375
연간보험료(5)	15	15	15
보험료비용-현가(6)	77	69	83
총비용(7) = $4+6$	452	444	458
사망보험금 수익(8)	1,000	1,000	1,000
보험금 현가(9)	452	507	404
이익 증감(10) = $9-7$	0	63	-54

보험계약 및 정산거래 정보:

- (a) 사망보험금 1,000, (b) 해약환급금 150, (c) 연간보험료 15
- (d) 목표수익률 12%, (e) 기대여명 7년, (f) 정산비율 30%
- (g) 수수료 =  $\text{Min}(\text{보험금 대비 } 6\%, \text{ 해약환급금과 정산금액 간 차이의 } 1/3)$
- (h) 관련 비용: 2.5%

자료 : Conning(2006)의 사례를 활용하여 재구성.

일단 정산거래가 이루어지고 나면, 정산거래의 투자이익률은 피보험자가 애초 추정된 기대여명보다 오래 사는가, 즉 피보험자의 장수(longevity) 여부에 따라 크게 달라진다. <표 II-2>는 피보험자의 실제 생존 기간이 기대여명과 일치하거나 차이가 나는 세 가지 시나리오를 통해서 투자이익률에 어떤 영향을 주는가를 보여준다. 피보험자의 실제 생존기간이 정산거래회사가 예측한 7년이라는 기대여명과 일치한다면, 정산거래회사는 당초 예상대로 12%의 이익률을 얻게 된다. 따라서 생명보험 정산거래는 목표 투자이익률을 확보하기 위해 특정 건강 등급의 위험요인과 기대여명의 비교에 초점을 맞추게 된다(Theodore, 2006). 이는 의료조건의 조합을 통해 건강한 등급의 피보험자를 선별하는 일반적인 생명보험계약의 심사(underwriting) 과정과는 대조되는 부분이다.

피보험자가 정산거래회사의 예측보다 1년이 앞당겨진 6년 만에 사망한다면 예상 보험료 비용은 줄어들고 보험금은 조기에 지급되면서 63의 추가 수익이 발생하여 투자이익률은 12%를 초과하게 된다. 이렇듯 피보험자가 일찍 사망할수록 투자자의 이익이 증가하는 구조 때문에 보험시장 참가자들과 감독당국의 우려를 낳고 있기도 하다.

다른 한편으로, 피보험자가 예상보다 1년 더 오래 산다면 예상보다 보험료 비용은 늘어나고 보험금 지급은 늦어지면서 54의 추가 지출이 발생하여 정산거래회사의 실제 이익률은 목표 이익률인 12% 미만으로 떨어질 수 있는 장수리스크(longevity risk)가 존재한다.<sup>6)</sup> 따라서 정산거래회사가 추정하는 기대여명이 너무 낙관적이면 자금 공급자인 투자자는 상당한 손실을 볼 수 있다. 실제로 정산거래의 거래 당사자에 대한 보호 요구는 상당 부분 보험계약자보다 투자자 부문에서 발생하고 있다.<sup>7)</sup>

### 3. 정산거래의 유용성과 리스크

정산거래 참여에 따른 거래당사자 및 이해관계자들의 유용성과 리스크를 정리하면 <표 II-3>과 같이 요약될 수 있다. <표 II-3>은 정산거래 당사자인 보험계약자와 투자자, 정산거래회사와 보험계약자를 연결해주는 보험모집인, 그리고 보험회사의 관점에서 정산거래의 효용성과 리스크를 보여준다. 보험계약자에게 정산거래는 해약보다 유리한 조건으로 현금 수요를 충족할 수 있는 수단을 제공하지만, 건강상태 등 사생활 침해와 범죄에 노출될 가능성이 있다.

6) <표 II-2>에서 내부이익률(IRR: internal rate of return)방식에 따라 투자이익률을 구하면, 조기사망의 경우에는 14.6%, 장수의 경우에는 10.1%의 투자이익률을 실현하고 있다.

7) 자세한 내용은 제III장의 정산거래 규제에서 논의하기로 한다.



<표 II-3> 정산거래의 유용성과 리스크

이해관계자	효 익	리 스크
보험계약자 (판매자)	- 환급금보다 많은 현금 수령 - 현금/노후소득 수요 충족	- 피보험자의 사생활 침해 - 높은 수수료, 낮은 정산금액 - 정산금액 미수령
투자자 (구매자)	- 고수익 투자 기회 확대 - 효과적 리스크 분산 수단	- 장수리스크에 노출 - 거래의 부실/과장 - 보험회사의 보험금 지급거절 - 보험회사의 부실(지급불능) - 피보험자 실종과 보험금 지급 지연
보험회사	- 고령자의 유동성 증가로 건강보험 등의 구매력 향상 - 장수리스크 분산 기회 확대	- 계약 감소로 손익 악화 - 보험사기 등에 따른 비용 증가
보험모집인	- 보험모집과 정산거래 겸업 (수익원 다변화)	- 고객 신뢰도 저하

자료 : 권영수 · 이형철(2006), Perrera · Pearson(2007)을 참고하여 재구성.

투자자의 경우 정산거래로 인해 고수익 분산투자 기회가 확대되는 장점이 있지만, 투자가 피보험자의 기대여명에 좌우된다는 점에서 장기간의 불확실한 투자리스크에 노출될 수 있다. 특히 피보험자의 기대여명에 대한 낙관적인 예측을 포함한 과장된 투자 제안으로 말미암아 가격 산정이 부정확함에 따른 투자자 피해가 빈번하여 감독당국의 정산거래 규제는 계약자보다는 투자자에 맞춰지고 있다.<sup>8)</sup> 한편, 2년 동안의 면책기간 등 보험계약의 흠결을 이유로 보험회사가 보험금 지급을 거절할 수도 있고, 피보험자가 실종되는 경우 사망으로 간주되더라도 증거 확보 이전에는 보험금 지급이 지연되는 사례도 있다. 더구나 보험회사가 파산하여 보험금을 제대로 받지 못할 가능성도 고려해야 한다.

보험회사의 입장에서는 정산거래가 <표 II-1>의 예시에서 살펴본 바와 같

8) 정산거래와 관련된 사기 유형에 대해서 [별첨 4] 참조.

이 예상보다 해지율이 낮아지고 유지되는 계약이 증가하면, 생존자가 더 많아지고 동시에 보험금이 예상보다 조기에 지급될 가능성이 더 커지는 상황에 직면할 수 있다. 또한 정산거래의 불투명성이 규제를 통해서 적절하게 제거되지 않을 경우 부적절한 계약관계 등에 의한 보험사기의 가능성이 크다는 점은 관련 보험계약 심사 및 조사의 강화 등 보험회사의 비용 부담으로 나타날 수 있다. 다른 한편으로, 최근에는 정산거래가 생명보험회사가 당면하고 있는 장수리스크의 효과적인 헤지 수단으로 인식되고 있으며, 보험증권의 주요 판매자인 고령인구가 정산거래를 통해 늘어난 현금 유동성을 이용하여 질병치료 등을 담보하는 보험상품을 구입하는 긍정적 효과도 기대되고 있다.

### Ⅲ. 미국 생명보험 정산시장 현황

#### 1. 정산시장의 규모와 전망

현재 미국 생명보험 정산거래에 대한 공식적인 통계가 존재하지 않지만, 여러 기관들의 다양한 추정치를 이용하여 대체적인 시장 규모와 방향성을 파악할 수는 있다. <표 III-1>는 정산거래회사, 정산거래협회, 신용평가기관, 보험컨설팅사 등 4개 기관이 정산시장의 규모를 추정한 결과를 보여준다. 보험가입금액, 즉 증권가액(face value) 기준으로 2002년 15억 달러 내외에 불과하던 정산거래 시장의 규모는 2006년에는 6배 규모인 90억 달러로 성장했다. 신용경색으로 경제적 어려움을 겪기 시작한 2007년에도 정산거래가 이루어진 생명보험계약의 규모는 가입금액 기준으로 122억 달러로 추정되고 있어 2002년부터 2007년까지 지난 5년간 연평균 성장률은 43.6%에 달한다.

<표 III-1> 미국 정산거래 시장의 규모 추정

(단위: 10억 달러)

구분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	증가율 <sup>3)</sup>
LPH <sup>1)</sup>	1.09	1.05	2.17	2.19	5.05	-	
A.M.Best	1.40	2.50	5.00	12.50	12.34	-	
LISA <sup>2)</sup>	-	-	5.60	7.80	12.50	-	
Conning	2.00	2.63	3.25	5.50	6.12	12.20	43.6%
평균	1.50	2.06	3.75	7.18	9.00	-	-

주 : 1) LPH: 정산거래회사(Life Partners Holding, Inc.)

2) LISA: 정산거래협회(Life Insurance Settlement Association)

3) 보험가액(face value) 기준 연평균 증가율

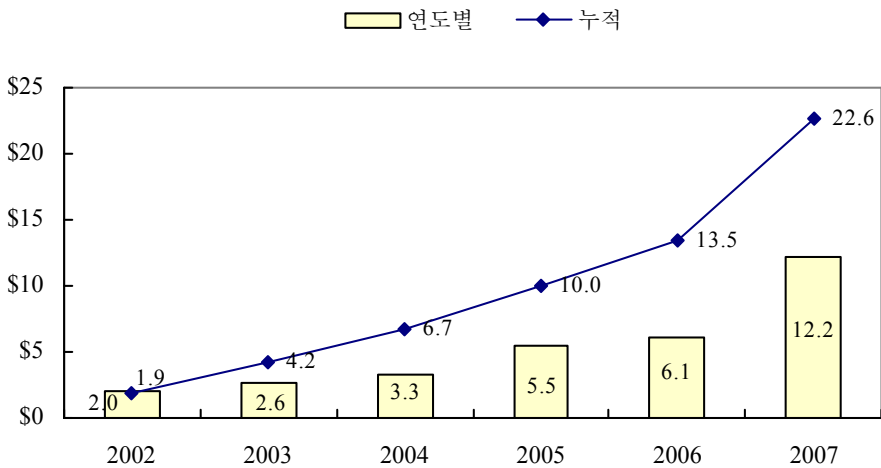
자료 : Conning(2007, 2008)

또한 2007년까지 정산거래를 통해 매입된 계약 중 사망보험금 지급으로 종결된 계약을 제외하고 현재까지 유지되고 있는 계약들을 포함한 누적 금액

기준의 전체 시장 규모는 226억 달러에 달하는 것으로 추정되고 있다(<그림 III-1> 참조).

<그림 III-1> 미국 정산거래 시장의 규모 추이

(단위 : 10억 달러)



자료 : Conning (2008).

<표 III-2> 미국 정산거래 시장 전망

구 분	2002-2006년	2007-2012년	2013-2017년
거래증가율 <sup>1)</sup>	43.6%	12.1%	1.2%
기대여명 <sup>2)</sup>	5년	10년	15년
증권가액	\$300,000 ~ \$100,000		\$50,000
판매 동기	현금 수요	은퇴후 소득 보완	
주거래 증권	종신보험, 유니버설보험, 유니버설 전환형 정기보험		

주 : 1) 증권가액 기준 연평균 증가율.

2) 피보험자의 평균 기대여명.

자료 : Conning(2008).

Conning(2008)은 2017년까지 향후 10년간 연평균 정산거래 규모를 210억 달러로 예상하고 이에 따라 해지되지 않고 유지되는 정산계약의 연평균 누적 잔고는 1,050억 달러에 달해 2017년에는 총 누적 잔고가 1,500억~2,000억 달러 내외가 될 것으로 예상하고 있다. 또한 향후 정산시장에서 거래되는 계약들의 평균 기대여명은 2012년까지는 10년으로, 2017년까지는 15년으로 늘어날 것으로 예상되고 있다(<표 III-2> 참조). 이는 거래 대상이 확대됨에 따른 필연적 결과로 보인다. 이에 따라 보험증권의 평균 보험가입금액도 대폭 하락할 것으로 예상된다. 현재 미국 정산거래의 대상이 되는 보험증권의 평균가입금액은 2007년 기준 미국 1인당 GDP의 6.6배에 해당하는 300,000달러 수준이다. 그러나 2013년 이후에는 대상 보험증권의 평균가입금액이 50,000달러에 이를 것으로 예상되고 있다.

## 2. 정산거래 비중과 거래증권의 형태

정산시장의 급성장에도 불구하고 미국 전체 생명보험시장의 규모와 비교할 때 정산거래가 차지하는 비중은 크지 않은 수준이다. 2007년 현재 미국 개인 생명보험의 규모가 보험가입금액 기준으로 10조 달러임을 고려할 때,<sup>9)</sup> 정산거래가 개인생명보험 시장에서 차지하는 비중은 연평균 거래액 기준으로는 0.2% 수준, 누적 거래액 기준으로는 2% 수준의 침투율을 보이는 것으로 나타나고 있다. 이러한 추정은 65세 이상 고령자를 피보험자로 둔 생명보험계약 중 80%는 다양한 이유로 유통시장에 나오지 않고 있으며(McNealy · Frith, 2006), 시장에 나오는 20% 중에서도 10%만이 실제 거래로 이어진다는 조사에 따른 것이다(Conning, 1999).<sup>10)</sup> 또 다른 조사에서는 고령 인구의 전체 규모와 고령인구가 보유한 개인보험의 평균 보험가입금액, 보험계약 및 정산거래의 고령인구 구성비, 정산거래를 통해 유지되고 있는 계약들의 총 보험가입금액

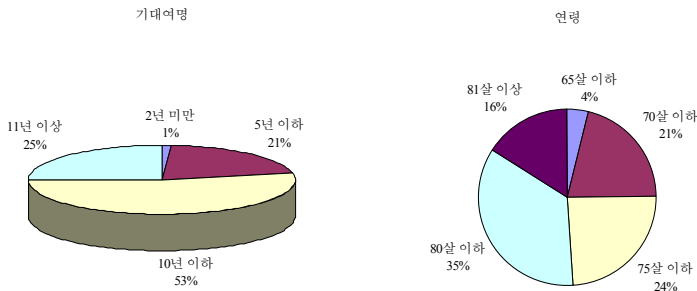
9) 보험가입금액 기준으로 정기보험 1.3조 달러, 종신보험 등이 8.7조 달러(ACLI, 2008).

10) 이러한 방식에 따라 권영수·이형철(2006)은 국내 정산시장의 잠재 규모를 사망보험 가입 금액, 약 10조원의 2%에 해당하는 2,000억원으로 추정하고 있다.

을 이용하여 정산거래 침투율을 3% 수준으로 추정하고 있다(Kamath · Sledge, 2005).

정산거래 시장은 보험증권 판매자들의 저변이 넓어지면서 지속적인 성장의 기틀을 마련했다. 1980년대 후반의 초기 정산거래 시장에서 주로 거래된 보험증권들은 피보험자의 기대여명이 2년이 채 안 되는 에이즈 환자 등 시한부 중증환자가 보유한 계약들이 대부분이었다. 이 때문에 당시 정산거래는 죽음을 앞둔 사람들에게 주는 ‘노잣돈’이라는 의미에서 “viatical settlements”라고 불렸다. 그러나 에이즈 치료법의 개발 등으로 피보험자의 수명이 늘어나고 대상 계약이 줄어들면서 시한부 중증환자 위주의 초기 시장은 위축되었고, 이후 정산거래 시장은 자신이 보유한 보험계약을 해지하여 노후의 현금 수요에 충당하려는 65세 이상의 고령 인구 계층으로까지 확대되었다. 이를 통해 정산시장은 2000년대에 들어서면서 다시 한 번 급성장하게 되었다.

<그림 III-2> 정산거래 계약의 피보험자 기대여명과 연령



자료 : Katz(2006)에서 재인용.

<그림 III-2>는 National Underwriter에 실린 Milliman USA의 정산거래에 관한 2004년 보고서 결과를 보여주고 있다. 정산거래로 매입된 생명보험계약 중 피보험자의 기대여명이 2년 이하인 계약의 비중은 1%에 그친 반면, 피보

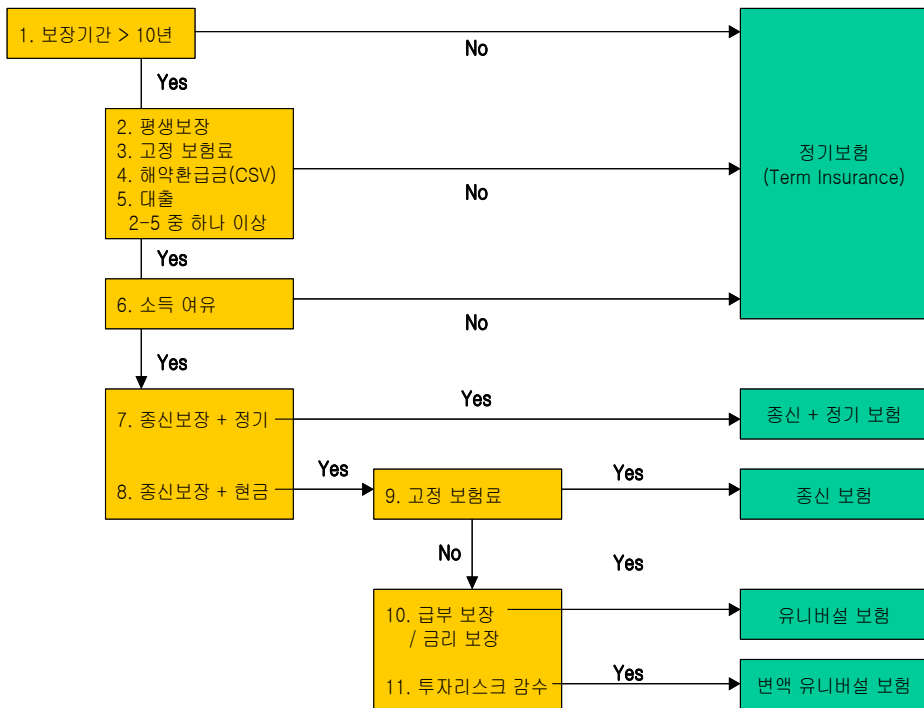
험자의 기대여명이 5년에서 10년으로 추정된 계약은 53%임을 보여준다. 또 다른 자료에서는 정산거래로 매입된 보험계약에서 피보험자의 평균 기대여명을 6.15년으로 추정하고 있다(Ingraham · Salani, 2004). 또한 <그림 III-2>는 피보험자 연령이 65세 이하인 생명보험계약이 정산거래 시장의 전체 계약 중 4%에 불과하고, 오히려 71세 이상 80세 이하인 계약이 전체 계약의 59%를 차지하고 있음을 보여 준다. 이에 따라 현재의 정산거래에서 초기 'viatical settlements'에 해당하는 계약을 찾아보긴 어렵다. 오히려 기대여명이 2년 이상 남아 있고 향후 건강 상태가 나빠질 것으로 예상되는 피보험자의 생명보험계약을 사고판다는 의미에서 'life settlements'라는 용어가 보편적으로 쓰이고 있으며, 65세 이상 고령 인구의 생명보험계약을 주된 대상으로 하고 있다는 점에서 'senior settlements'라는 표현도 쓰인다.

일반적으로 해약환급금이 거의 없는 정기보험은 정산거래의 대상이 되기 어려운 반면, 가장 선호되는 보험계약은 보험료가 저렴한 유니버설보험이다. 사망급부에 좌우되는 정산거래의 특성상 보험회사의 사망률 정보가 정산거래의 대상이 될 상품 유형의 선택을 좌우하고, 사망률을 반영한 보험료가 저렴한 보험상품 일수록 정산거래에 소요되는 투자금이 적게 들어간다는 이점이 있기 때문이다. 더구나, 어느 보험회사 상품이 보다 공격적으로 설계되었는지, 즉 보다 저렴한 상품인지 선별할 수 있다면, 정산거래 수익률을 높일 수 있는 가능성은 더 커진다. 이러한 정보는 보험모집인이나 중개인을 통해 정산거래의 대상 계약을 모집할 때 효율적으로 수집될 수 있다(Theodore, 2006). 이 때문에 보험회사들은 자사의 전속모집인에 대한 내부 규제를 강화하는 방식으로 정산거래에 대응하기도 했다. 이에 보험회사의 통제를 받지 않는 독립모집조직의 성장 추세가 정산거래를 촉진하는 요인의 하나로 거론되고 있기도 하다(Kamath · Sledge, 2005).

<그림 III-3>는 <표 III-2>의 정산시장 전망에서 정산거래의 주 대상이 왜 유니버설보험과 종신보험인지를 간접적으로 설명해준다. <그림 III-3>는 소비자가 생명보험을 구매하고자 할 경우 어떤 요소를 고려하여 상품 유형을 선택해야 하는가를 안내하는 뉴욕생명의 사례인데, 생명보험 상품의 구분이 보장기간, 보험료 납부 형태, 해약환급금과 대출서비스 유무에 따라 정기보험

(term life insurance), 종신보험(whole life insurance), 유니버설보험(universal insurance), 변액유니버설보험(variable universal insurance) 등으로 나뉘고 있음을 보여준다. 정기보험은 보장기간이 상대적으로 짧고 해약환급금이 거의 없는 대표적인 보험상품이고, 해약환급금이 있는 보험상품은 보험계약자가 일정한 보험료를 지속적으로 납부하는가, 일정한 보험급부가 보장되어 있는가 아니면 투자성과를 반영하여 변동하는가 여부에 따라 종신보험, 유니버설보험 및 변액유니버설보험 등으로 구분된다.

<그림 III-3> 생명보험계약의 유형



자료 : 미국 뉴욕생명(<http://www.newyorklife.com/>).



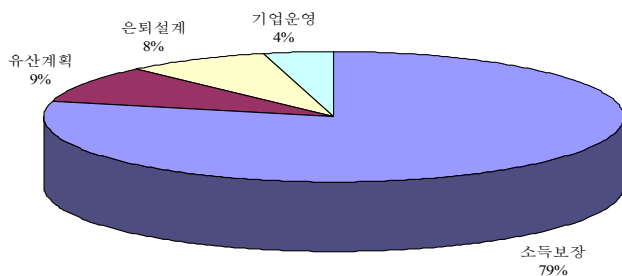
## IV. 미국 생명보험 정산시장의 성장 요인

### 1. 인구 고령화와 저금리 자산시장

#### 가. 인구 고령화와 소득보장

보험소비자들이 생명보험계약을 구매한 후 어떤 이유로 기존 계약을 해지하거나 보험회사가 아닌 제3의 투자자에게 판매하려는 것일까. 이는 구매 동기가 어떤 이유로 약화되고 있는가를 통해 간접적으로 살펴볼 수도 있다. 소비자들은 주로 미래의 소득보장(79%)을 위해 보험증권을 구매해왔다(<그림 IV-1> 참조). 따라서 미래의 소득보장 등 애초의 보험가입 목적이 더 이상 필요 없게 되었다면, 보험계약자는 보유하고 있는 보험증권을 유통시장에 내다 팔려는 동기가 커질 것이다. 미래가 아닌 현재의 소득보장 수요는 65세 이상의 고령인구 계층에서 더 크고, 이러한 고령인구의 증가는 생명보험 정산시장의 급성장을 가능하게 한 원동력이었다.

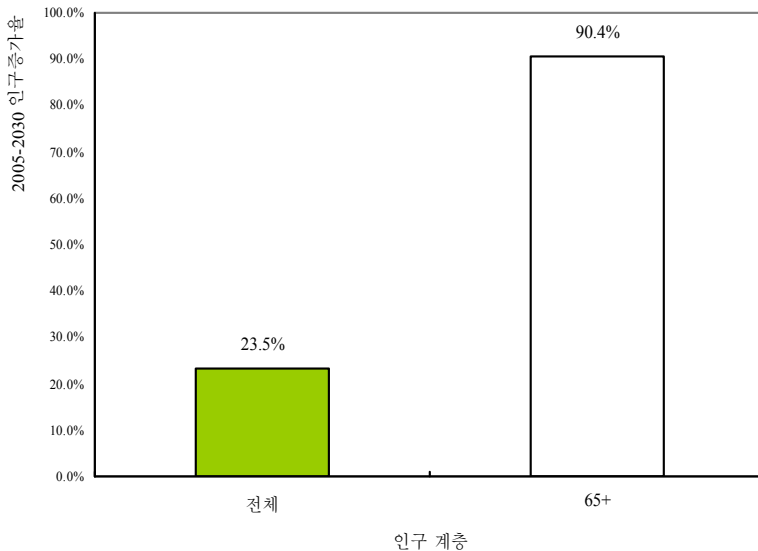
<그림 IV-1> 미국 생명보험시장의 생명보험증권 구매 동기



자료 : Kamath · Sledge(2005) 재인용. 원전은 Hartford Consumer Survey, 2003.

미국은 1940년대에 이미 전체 인구의 7% 이상을 65세 이상 인구가 차지하는 고령화 사회(aging society)에 들어섰지만, 이민 인구의 지속적인 유입으로 피라미드형 인구구조를 여전히 유지하고 있는 특이한 사례에 속하는 나라다(김선웅, 2006). 그러나 2013년경에는 미국 전체 인구에서 고령 인구가 차지하는 비중이 고령사회(aged society) 수준인 14%에 도달할 것으로 예상되는데, 미국 베이비붐 세대<sup>11)</sup>가 고령 인구계층으로 진입하는 시기가 그 즈음이기 때문이다(원종학, 2005; 김선웅, 2006). 이에 따라 미국의 고령 인구 증가율은 2030년까지 전체 인구 증가율의 3배가 넘을 것으로 추정되고 있다(<그림 IV-2> 참조).

<그림 IV-2> 미국의 전체 인구 및 고령 인구 증가율



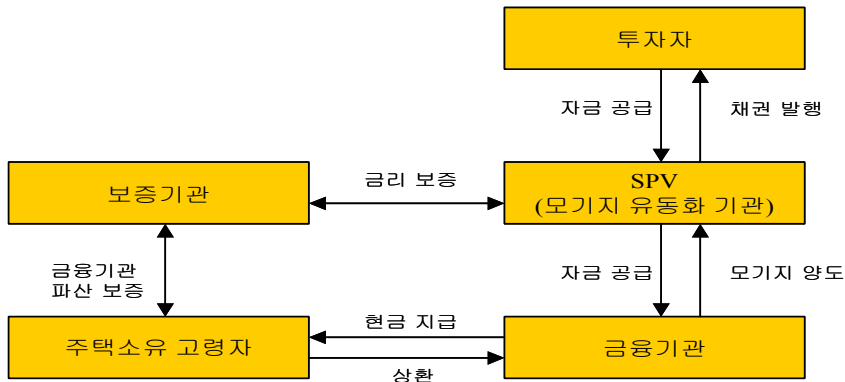
자료 : Kamath · Sledge (2005)

11) 제2차 세계대전 직후인 1946년에서 1964년 사이에 태어난 7,000만명의 세대를 일컬음(Q uinn, 2006).

미국 고령 인구는 생활에 필요한 소득 중 60%만을 사회보장제도로부터 받아 충당하고, 나머지 40%는 근로 및 자산 소득으로 보전하고 있다. 소득 수준에 관계없이 고령 인구가 근로 소득에 의존하는 정도가 늘어나면서 1980년대 중반 이후 고령 인구의 경제활동참가율도 증가하고 있다(원종학, 2005). 다른 한편으로, 보유한 자산을 팔아 노후소득을 보완하려는 고령인구가 늘어나면서 자신이 보유한 주택을 담보로 연금을 제공받는 역모기지, 즉 부동산담보연금(reverse mortgage or home equity release, 이하 주택연금) 시장이 빠르게 성장하고 있다.

미국 주택연금시장의 90%는 연방정부가 제공하는 HECM(Home Equity Conversion Mortgages)이 차지하고 있는데, 1997년부터 2007년까지 이루어진 HECM의 주택연금 대출 건수는 연평균 35%씩 성장하고 있다. 2008년 3월 현재 주택연금 시장의 규모는 대출 잔고 기준으로 377억 달러에 이르고, 2018년에는 정산시장의 규모와 비슷한 수준인 2,000억 달러에 이를 것으로 전망되고 있다(Swiss Re, 2008).

<그림 IV-3> 주택연금의 거래 흐름



자료 : 보험개발원(2004) 자료 재구성.

주택연금은 고령인구가 보유자산을 활용하는 점에서 정산거래와 유사하다. 그러나 주택연금의 경우 주택을 소유한 고령자는 살고 있는 주택에 그대로

살면서 소유 주택을 금융기관에 담보로 제공하고, 금융기관에게서 정기적인 연금이나 일시금 또는 연금 및 일시금을 혼합한 형태의 대출을 받는다. 대출에 따른 원금과 이자의 상환은 주택 소유자와 배우자가 모두 사망하는 경우에 금융기관이 주택을 인수·처분함으로써 이루어진다(<그림 IV-3> 참조). 물론 채무자인 주택 소유자나 상속자가 원할 경우 금융기관에 원리금을 갚고 주택 소유권을 유지할 수 있다.<sup>12)</sup> 따라서 소유권 유지 여부를 두고 정산거래는 주택연금과 차이를 보이지만, 정산거래의 대안으로 등장한 해약환급금초과대출(extra-contract loans)은 주택연금과 동일한 구조를 보인다.<sup>13)</sup>

주택연금은 여러 면에서 생명보험 정산거래와 유사하다. 첫째, 정산거래와 주택연금은 고령자가 자신이 보유한 자산(보험증권 또는 부동산)을 현금으로 전환할 수 있는 유동화 통로를 제공한다. 둘째, 자산을 처분하되 자산의 본래 용도(위험보장 또는 거주)를 유지한다. 셋째, 주택 및 보험증권의 소유자(또는 피보험자)가 사망하게 되면, 유동성을 공급한 금융기관(채권자나 투자자)은 해당 자산으로부터 투자원리금을 회수한다. 넷째, 고령자에게 유동성을 공급하는 금융기관은 용이한 자본조달을 위해 여러 주택저당대출(모기지)이나 보험증권을 묶어서 채권을 발행하는 구조화 금융 기법을 이용하기도 하는데, 이러한 보험유동화 증권(insurance-linked securities)의 발행에는 보험계약이나 주택의 가치에 영향을 주는 장수리스크나 이자율 변동 등에 대한 보증이 추가 되는 것이 일반적이다.<sup>14)</sup>

#### 나. 금리, 세제, 회계 등 경제적 환경 변화

인구 고령화 이외에 생명보험 정산거래 시장의 성장과 관련된 경제적 요인으로서 세제의 변화와 금리 인하 추세를 꼽을 수 있다. 1980년대 중반 보험시장에서는 위험보장 기능은 거의 없고 세금 혜택과 저축 기능이 강조된 상품들이 쏟아져 나오면서 미국 국세청(IRS)은 생명보험계약에 대해 세제 혜택 요

12) 주택을 처분하고 이사하는 경우에도 동일하다. 이 경우 채무자는 판매대금 중 대출 원리금을 갚고 난 잔금을 수령한다.

13) 본문 제3절 보험회사의 대응 참조.

14) 본문 제2절 장수리스크와 시장의 구조화 참조.

건을 강화하였다.<sup>15)</sup> 세무 당국은 기업이 보유한 생명보험계약과 관련하여 기업주와 피보험자(임원이나 직원) 간에 비용을 나누도록 하여(split-dollar) 기업이 인정받아 온 세제상 혜택의 일부가 삭감되는 결과를 초래했고 기업 보유 생명보험계약에 대한 과세와 피보험이익에 대하여 이익을 제기하여 기업의 생명보험계약 보유 동기(<그림 IV-1> 참조)를 약화시켰다(Katz, 2006; Conning, 2006). 또한 Quinn(2006)은 과거 어느 때보다 많은 가구가 상속세를 부담하게 된 상황에서 부시 행정부가 추진한 상속세 완화 정책은 상속을 목적으로 보험증권을 보유한 개인들에게 정산거래 시장에 참가할 동기를 제공한 것으로 분석하고 있다.

한편, 지난 수년간 이어진 금리 하락으로 보험계약자들이 보유한 보험증권의 해약환급금도 당초 기대한 수준보다 하락했다. 이 때문에 인구 고령화 환경에서 사망보장은 물론 저축 기능이 있는 데다 자유로운 보험료 납입으로 인기를 얻은 유니버설보험(universal insurance)의 유지율도 크게 하락했다(<그림 III-3> 참조). 유니버설보험은 신계약 수입보험료 기준으로 개인생명보험시장의 54%를 차지하고 있지만<sup>16)</sup>, 보험계리컨설팅사인 밀리만(Milliman)의 추정에 따르면, 전체 유니버설보험계약자 중 20%만이 해지하지 않고 사망보험금을 수령했다(Kamath · Sledge, 2005).<sup>17)</sup> 실제로 정산시장에서 거래되는 보험계약 중 대다수를 유니버설보험이 차지하고 있으며,<sup>18)</sup> <표 III-1>와 <그림 III-3>에서도 알 수 있듯이 향후 정산시장에서도 유니버설보험은 주된 거래 대상이 될 것으로 예상되고 있다.

한편, 정산시장의 성장을 가져온 데에는 보험계약자들의 정산거래에 대한 인식과 인지도 개선이라는 요인도 있다. Kamath · Sledge(2005)는 정산시장 성장의 상당 부분이 인지도 상승 덕분이라고 분석하고 있다. Conning(2008) 역시 2007년 정산거래가 전년 대비 2배의 성장을 기록한(<그림 3> 참조) 배경으로 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage)로 촉발된 최근의 금융위기를

15) IRS 제7702조.

16) LIMRA에 따르면 신규 수입보험료 기준으로 2006년 유니버설보험과 변액유니버설보험의 개인생명보험 시장점유율은 54%, 종신보험 22%, 정기보험 24%. 김형기(2008)에서 재인용.

17) Ingraham · Salani(2004)는 10%에 불과하다고 한다.

18) 김형기(2008)에서 재인용.

지목한다. 금융위기로 경제 사정이 어려워지면서 정산거래에 대한 보험계약자들의 관심이 커진 것이 정산시장의 성장을 촉진했다는 것이다.

투자자 측면에서는 2000년대부터 크게 늘어난 기관투자자들의 참여가 시장 성장을 견인하고 있다(McNealy · Frith, 2006). 더구나 2006년 회계기준의 변화는 기관투자자의 정산시장 참여를 보다 용이하게 만들었다. 기존 기준에서는 정산거래의 이익이 거래종결 시점에서만 인식될 수 있었으나, 새 기준에서는 매기마다 이익이 인식될 수 있게 되었다(Reinstein · Miller, 2007).<sup>19)</sup>

다른 한편으로 정산거래의 최초 투자자가 다른 투자자에게 정산거래로 얻은 보유계약을 되팔 수 있는 2차 정산시장(tertiary market)도 형성되면서 정산시장의 유동성을 풍부하게 하고 있다(Dorr, 2007). 최근에는 금융위기로 인해 정산거래 투자에 필요한 자금을 조달하는데 어려움을 겪고 있는 정산거래 투자자들이 보유계약을 처분하는 통로로 2차 정산시장을 이용하면서 2차 정산시장의 규모도 증가하고 있다(Conning, 2008).

## 2. 장수리스크와 시장의 구조화

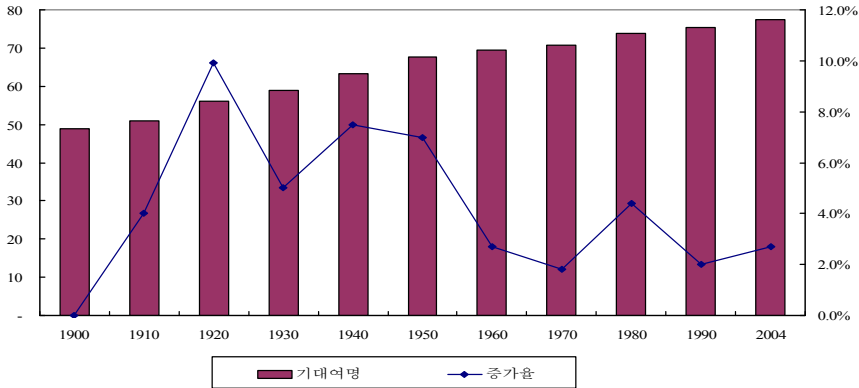
### 가. 장수리스크의 관리

기대여명(life expectancy)의 증가는 출산율의 감소와 더불어 인구의 고령화를 심화시키는 주된 원인이다. 따라서 기대여명 증가와 인구고령화는 정산거래 시장의 성장을 촉진하는 요인이기도 하지만, 사망률이 예상과 다르게 나타나 기대여명의 증가 정도가 커지면 정산거래 투자자에게는 이익이 축소되거나 손실이 발생하는 장수리스크가 발생한다. 이러한 장수리스크는 전체 모집단의 평균 기대여명 자체가 늘어나는 경우에 발생하지만, 특정 집단의 기대여명 계산의 오류 또는 신약 개발 등으로 정산거래 투자자가 보유한 계약군의 피보험자가 해당 계약군의 평균 기대여명보다 오래 생존하는 경우에도 발생한다. Mott(2007)는 전자를 베타 장수리스크(aggregate or beta longevity

19) 자세한 내용은 [별첨 3] 참조.

risk), 후자를 알파 장수리스크(individual or alpha longevity risk)라 부르고 있다. 일반적으로 정산시장의 관심사는 알파 장수리스크다.

<그림 IV-4> 미국의 기대여명과 기대여명 증가율



자료 : Conning(2008).

베타 장수리스크의 사례로는 미국의 1920년대와 1980년대에 나타난 기대여명의 급증 현상을 들 수 있다(<그림 IV-4> 참조). 1920년대 기대여명의 급증은 19세기 말부터 시작된 공중보건의 개선과 1차 세계대전의 종전, 그리고 스페인 독감의 소멸 이후에 나타난 것이고, 1980년대 기대여명의 급증은 흡연 인구의 감소와 메디케어프로그램의 시행으로 고령인구의 건강 개선에 기인한 것이다.

한편 알파 장수리스크의 사례로는 에이즈 치료법의 등장이 있다. 1996년 이후 에이즈 환자의 기대여명이 13년이나 급증하고 사망률이 40%나 하락하면서 정산거래의 투자이익률은 급감했다(Conning, 2008). 더구나 보험회사들이 시한부 환자들을 대상으로 보험금의 일부를 미리 지급해주는 서비스(ADB: advanced death benefits)의<sup>20)</sup> 도입은 에이즈 환자 등 중증환자 대상의 초기 정산거래(viatical settlements) 시장의 붕괴를 재촉했다(Mott, 2007). 장수리스크

20) ADB는 보험금선지급특약 또는 여명급부특약이라고 불린다.

크를 관리하지 않고 정산시장이 성장하는 데는 한계가 있음을 보인 것이다.

초기 정산시장은 유동성이 부족하고 투명성도 낮았다. 정산거래에 내재된 사망률의 불확실성, 즉 장수리스크 때문이었다. 자본시장의 채권투자자들이나 은행은 정산거래에 투자하는 것을 주저하였으며 대출을 고려한 은행들도 보험증권에 대한 시장가치를 요구했다. 결국 정산거래회사들에게 자본을 제공한 투자자들은 높은 수익률과 많은 담보를 요구하는 헤지펀드나 일부 자산가들에만 국한되었고, 이는 시간이 지날수록 정산시장의 성장을 오히려 제약하는 요인으로 작용했다(Perera · Pearson, 2007). 중증환자 중심의 초기 시장이 붕괴된 후 생명보험 정산시장은 거래 대상을 65세 이상 고령인구로 확대하고 구조화 금융을 통해 투자자금을 용이하게 조달할 수 있게 되면서 새로운 성장 발판을 마련할 수 있었다.

#### 나. 정산거래 시장의 유동성 확대

초기 정산시장에서 에이즈 치료법의 개발로 상당한 손실을 경험한 정산거래회사들은 장수리스크 관리에 적극적이다. 리스크관리 측면에서 베타 장수리스크는 계량화하기 힘든 불확실성에 가까워서 분산 자체가 불가능하고 헤지하기도 어렵다(Swiss Re, 2008). 따라서 정산거래를 통해 보유하는 생명보험계약의 수를 늘리는 방법으로 관리될 수 있을 뿐이다. 그러나 알파 장수리스크의 경우에는 리스크 분산 이외에 재보험(life reinsurance)이나 생존채권 등을 이용한 구조화 금융(structured finance)을 통해 리스크를 자본시장에 전가하는 새로운 장수리스크 관리 수단이 가능하게 됐다.

장수리스크를 재보험회사에 전가하는 형태에는 재보험(reinsurance)이나 사망스왑(mortality swap)이 있고, 이와 관련된 대표적인 재보험회사로서 Partner Re, RGA, Swiss Re 등이 있다(Conning, 2008; Perera · Pearson, 2007). 연금 판매 등으로 장수리스크에 노출된 보험회사들이 이용하는 재보험의 경우 일반적으로 비례재보험이나 초과재보험 방식(quota share or surplus basis)으로 재보험회사에게 연금계약이 넘겨지는데, 이 때 장수리스크는 물론 재무리스크도 재보험회사로 이전된다.



사망스왑은 재보험과 다르게 연금계약을 보험회사가 보유한 채 장수리스크만을 재보험회사에게 넘기는 방식이다. 이 경우 보험회사와 재보험회사는 대상 보험계약군의 사망률 가정과 계약기간에 대해 합의한다. 보험회사는 합의된 가정에 따라 매년 '예상' 연금액을 재보험회사에 지급하고, 재보험회사는 연말에 '실제' 연금액을 보험회사에 지급한다. 따라서 재보험회사는 사망률 예상이 실제와 달라져서, 즉 기대여명이 늘어나서 증가한 연금비용만큼을 부담하게 되는 것이다.

한편, 정산시장에서는 장수리스크 전가 및 자본 조달이 이루어지는 구조화 금융에서 주목할 만한 두 가지 움직임이 나타났다(Conning, 2008). 하나는 기관투자자들의 정산시장 참여가 늘어나면서<sup>21)</sup> 골드만삭스(Goldman Sachs), 크레딧스위스(Credit Suisse) 등 투자은행들이 거래 관행의 모범규준을 마련하려는 움직임을 보인 것이고, 다른 하나는 투자은행들이 장수지수(longevity indices)를 자체적으로 산출되어 공표하기 시작한 점이다. 두 가지 모두 정산거래의 표준화를 촉진하고 구조화 금융을 용이하게 하는 요인으로 작용했다.

지수는 특정인이 아닌 한 집단 전체를 반영하는 독립적인 측정단위이므로 거래상의 도덕적 해이를 피할 수 있다. 자본시장 투자자들이 지수를 이용한 거래를 선호하는 이유이다. 사망률 및 생존율<sup>22)</sup>의 지수화와 표준화, 리스크 전가에 따르는 거래비용의 축소, 관련 세제 및 규제가 정비되면서 정산거래회사들이 자본시장을 통해 자본을 조달하는 것이 과거보다 쉬워졌다(Swiss Re, 2008). 투자은행들은 전국 데이터를 이용하거나 독자적으로 집적한 개별 데이터를 이용해 지수를 산출하고 있다. 전자가 베타 장수리스크에 유용하다면 후자는 알파 장수리스크에 특화될 수 있는 형태다. 2007년에 공표된 모건스탠리의 'LifeMetrics'<sup>23)</sup>와 2005년에 공표된 크레딧스위스의 'Longevity Index'<sup>SM2/24)</sup>는 전자의 전국지수에 해당하고, 골드만삭스의 Qxx지수, 도이치방크의 지수<sup>25)</sup>

21) 전세계의 상당수 기관투자자들 참여 중이며, 여기에는 Gen Re, Zurich, AIG 등 보험사도 상당수 포함되어 있다(Ingraham · Salani, 2004).

22) [별첨 2] 참조.

23) 미국, 네덜란드, 영국(잉글랜드, 웨일즈), 독일에 대하여 사망률과 성별 연령별 장수(기대여명)지수를 산출하였다(Conning, 2008).

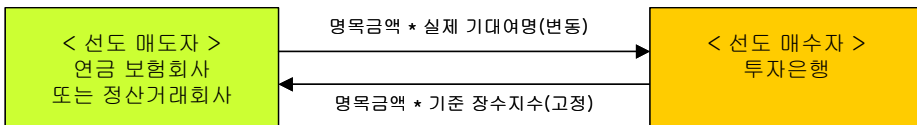
24) 장수(생존)지수만 산출하였으며 지수의 산출은 밀리만(Milliman)이 담당했다.

25) 골드만삭스는 46,620명의 데이터를 기초로 최초 지수를 계산했으며, 도이치방크는 약 6,0

등은 후자의 추출지수에 해당한다(Mott, 2007; Conning, 2008).

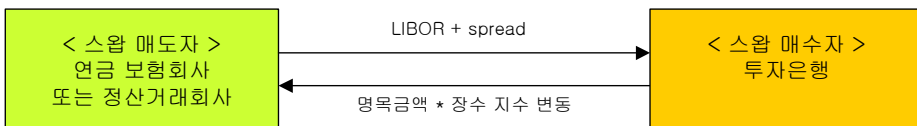
자본시장에서는 생존(장수) 채권·선도·스왑(longevity bond, longevity forward, longevity swap) 등 장수리스크를 전가하는 수단들이 있다. 생존선도는 재보험 거래의 사망스왑과 유사하지만, 투자은행이 보유계약군의 실제 기대여명과 기준 장수지수 사이의 차이만 정산한다는 점에서 재보험회사가 실제 연금액을 지급하는 사망스왑과 다르다(<그림 IV-5> 참조). 생존스왑은 매수자인 투자은행이 지수변동에 따른 차이를 정산거래회사에게 보상하고, 정산거래회사는 투자은행에 리보금리에 스프레드를 더한 만큼의 대가를 지불하는 거래다(<그림 IV-6> 참조).

<그림 IV-5> 정산거래회사와 투자은행의 생존선도거래



자료 : Conning(2008).

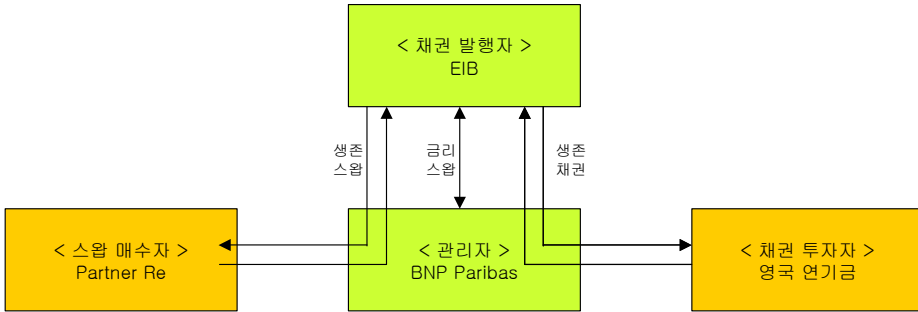
<그림 IV-6> 정산거래회사와 투자은행의 생존스왑거래



자료 : Perera · Pearson(2007).

00명의 데이터를 기초로 지수를 산출하였는데, 데이터에는 평균 가입금액의 보험증권을 가진 사람들 이외에 보험이 없는 사람들도 포함한다.

<그림 IV-7> 최초의 생존채권 발행 - EIB 사례



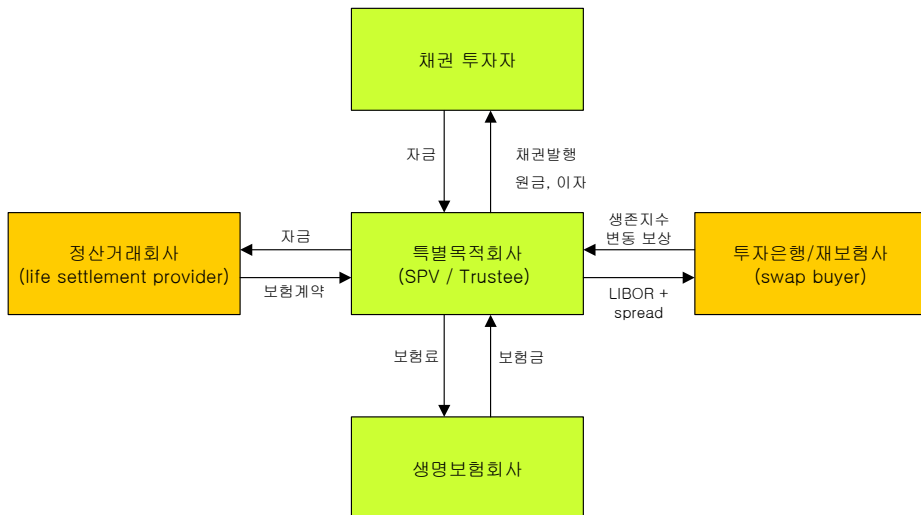
자료 : Cairnes(2005), 김석영 외(2007), 성주호(2007) 참조.

<그림 IV-7>는 장수리스크를 헤지하려는 벨기에의 투자은행(EIB: European Investment Bank)이 영국 연기금에 생존채권을 발행한 사례를 보여준다. EIB는 잉글랜드와 웨일즈의 65세 남성들의 생존지수에 연동하여 이자를 지급하기로 하는 생존채권을 발행하고, 다른 한편으로 생존스왑(<그림 IV-6> 참조)을 통해 발행채권의 신용을 보강한 사례를 보여준다. 생존채권은 사망률이 상승하면 현금흐름이 감소하는 반면 사망률이 하락하면 현금흐름이 증가하는 구조로 만기 액면가 상환은 없다(김석영 외, 2007).

한편, <그림 IV-8>은 정산거래회사가 정산거래를 통해 보유하고 있는 보험계약을 자본시장에서 유동화(ABS: asset-backed securities)하는 구조화 금융에서도 신용을 보강하는 수단으로서 생존스왑 등이 이용되고 있음을 보여준다. 구조화 금융의 장점은 정산거래회사가 보유한 보험계약군의 장수리스크를 조기사망에 관심을 가지는 자본시장 투자자에게 전가할 수 있는 데 있다. 정산거래회사가 특별목적회사(SPV: Special Purpose Vehicle)에게 보험계약군(book of policies)을 넘기면, SPV는 보험계약군 자산을 담보로 채권을 발행하여 자본을 조달하면서 보험계약군에 내재된 장수리스크도 자본시장으로 이전한다. 또 하나의 장점은 공신력이 있는 신용평가기관을 통해서 채권의 신용도를 높임으로써 보다 용이하게 자금을 조달할 수 있다는 것이다. 또한 채권투자자가 SPV에게 장수리스크의 최대 손실한도 설정, 즉 신용보강을 요구할 수도 있다. 이 경우 신용보강에는 실제 기대여명이 사전에 정한 수준을 초과하면 대금을

지급하는 생존스왑 등이 이용된다. 이에 따라 A.M Best는 정산거래로 매입된 보험계약들을 묶어 자본시장에서 유동화할 때 보험계약군의 구성을 다양화하여 장수리스크를 최소화하는 가이드라인을 제시하고 있다. 여기에서는 보험계약을 형성하기 위한 최소한의 계약 건수, 피보험자의 검진과 질병 분포, 보험가입금액의 특정 금액구간 집중 방지, 보험증권의 특정 보험회사 집중 방지, 보험회사의 신용등급 등을 고려할 것을 권고하고 있다.<sup>26)</sup>

<그림 IV-8> 정산시장의 보험계약 유동화와 생존스왑



자료 : Lilly (2003), 권영수 · 이형철(2006) 참조.

26) [별첨5] 참조.

### 3. 미국 감독당국과 보험회사의 대응

#### 가. 정산거래의 투명성 제고

생명보험 정산시장의 성장 요인으로서 마지막으로 살펴 볼 내용은 감독당국과 보험회사의 대응이다. 사실 이들 두 요인은 성장에 대하여 억제와 촉진이라는 양방향성을 지니고 있다. 정산거래를 둘러싼 각종 부작용은 감독당국의 규제로 나타났으나, 그 과정에서 규제는 정산거래의 표준화와 공식화에 기여하면서 정산시장이 안정적인 성장을 이루는 토대를 제공했다고 할 수 있다. 특히 정산거래 당사자를 제외하고 가장 이해관계가 높은 쪽은 바로 보험회사이다. 보험회사의 대응은 항상 정산시장의 변화를 초래하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

먼저 감독당국의 대응과 관련하여 생명보험 정산거래에 대한 규제가 필요하다는 데는 크게 두 가지 이유가 제시되고 있다(Conning, 2006). 첫째, 보험계약자는 자신의 생명보험계약 해지의 대안으로서 정산거래 이외에 여러 다른 선택들도 있다는 정보를 충분하게 제공받지 못하고 있다는 점이다. 실제로 과도한 정산거래 모집행위가 정산거래 이외의 정보제공에 장애가 되고 있다. 둘째, 정산거래 모집인이나 중개인이 보험계약자에게 과도한 수수료를 부과하는 등 거래의 투명성이 훼손되고 있다는 지적이다.

이에 따라 미국 대다수 주(州)에서는 미국보험감독관협의회(NAIC: National Association of Insurance Commissioners)<sup>27)</sup>의 '생명보험 정산거래 모델법'을 주 보험법에 반영하여 정산거래를 규제하고 있다. 현재 정산거래에 관하여 어떤 형태로든 규제를 시행하고 있는 주는 43개주이며, 7개주는 아무런 규제도 하지 않고 있다(<표 IV-1>과 <그림 IV-9> 참조).<sup>28)</sup>

27) NAIC는 미국 50개 주의 주보험감독청을 관할하는 보험감독관들의 협의체로서 보험감독과 관련하여 주 감독청이 모범으로 삼을만한 모델법이나 가이드라인을 제시하는 역할을 한다.

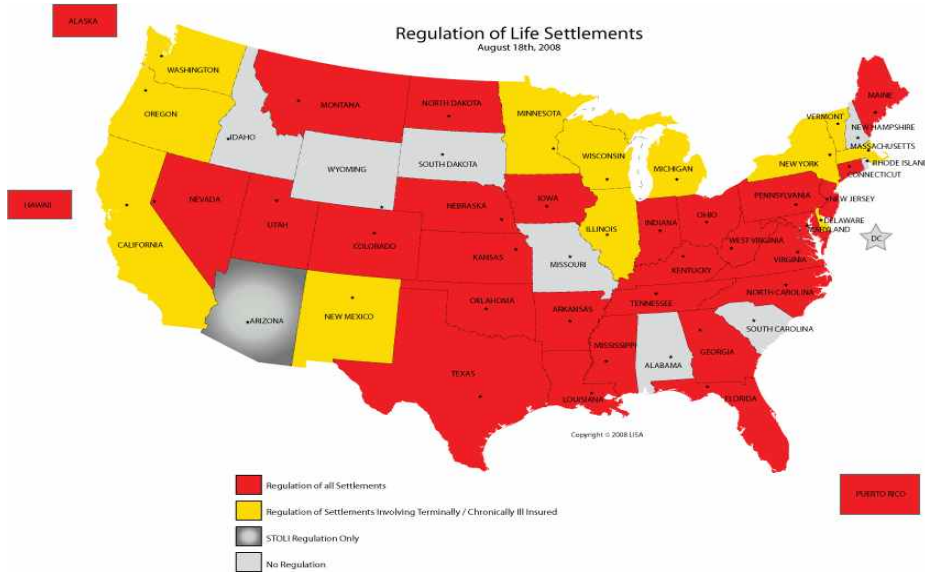
28) NAIC는 1993년 '정산거래에 관한 모델법(NAIC Viatical Settlements Model Act)'을 처음으로 마련한 이후 2001년, 2004년, 2007년에 개정 모델법안을 내놓았다. NAIC 모델법에 대한 자세한 내용은 김형기(2008), 권영수·이형철(2006) 참조.

&lt;표 IV-1&gt; 미국의 주별 정산거래 규제 현황

주	규제 형태	주	규제 형태
Alabama	X	Montana	O
Alaska	O	Nebraska	O
Arizona	▲	Nevada	O
Arkansas	O	New Hampshire	X
California	△	New Jersey	O
Colorado	O	New Mexico	△
Connecticut	O	New York	△
Delaware	O	North Carolina	O
Florida	O	North Dakota	O
Georgia	O	Ohio	O
Hawaii	O	Oklahoma	O
Idaho	X	Oregon	△
Illinois	△	Pennsylvania	O
Indiana	O	Rhode Island	X
Iowa	O	South Carolina	X
Kansas	O	South Dakota	X
Kentucky	O	Tennessee	O
Louisiana	O	Texas	O
Maine	O	Utah	O
Maryland	O	Vermont	△
Massachusetts	△	Virginia	O
Michigan	△	Washington	△
Minnesota	△	West Virginia	O
Mississippi	O	Wisconsin	△
Missouri	X	Wyoming	X

주 : O 모두 규제, △ Viatical만 규제, ▲ STOLI만 규제, X 규제 없음.

<그림 IV-9> 미국의 주별 정산거래 규제 현황



자료 : LISA(2008)

주별 정산거래 규제 형태를 보면, 어떤 주는 ‘viatical settlements’만 규제하고, 어떤 주는 ‘life settlements’까지 규제하고 있으며, 아리조나(Arizona)주처럼 정산거래를 목적으로 가입한 보험계약(STOLI: stranger-originated life settlement, 이하 투자선행형 정산거래)<sup>29)</sup>만 규제하는 주도 있다. 정산거래에 대한 규제는 공시 및 정산비율 규제, 모집채널(모집인과 중개인)의 면허제, 정산거래 투자자가 투자자금을 회수할 것을 보장할 신탁기금(escrow fund or trustee) 설정의 세 분야에 집중되고 있다.<sup>30)</sup>

29) 처음부터 정산거래 목적으로 보험 가입이 필요 없거나 가입 능력이 되지 않는 사람이 투자자(정산거래회사)와 결탁하여 보험계약을 담보로 투자자에게서 보험료를 대출받아 보험계약에 가입하는 이른바 “non-recourse premium financing” 등의 방법을 동원하는 거래. 여기서 “non-recourse”란 투자자의 담보권(security interest)이 오직 보험증권에만 있고, 보험계약자는 대출을 갚을 의무가 없음을 의미한다. Conning(2006).

30) 규제에 대한 자세한 내용은 권영수·이형철(2006), 김형기(2008) 참조.

정산비율의 최저한도 설정은 대표적인 정산거래 규제(NAIC Model Reg. Sec.5)로서 감독당국은 최소 정산비율을 설정하거나 정산거래를 개별 승인하는 방안 중 하나를 선택하여 감독한다. 최소 정산비율에 따를 경우 피보험자의 기대여명이 2년 이하(25개월 미만)인 정산거래(viatical settlements)에 대해서는 최저 비율을 준수하여야 하지만, 기대여명이 2년을 초과하는 정산거래(life settlements)에 대해서는 기존의 50% 최저 한도를 없애고 해약환급금 이상이면 가능하도록 하고 있다.<sup>31)</sup>

<표 IV-2> NAIC의 최소 정산비율

피보험자의 기대여명	최저 정산비율 <sup>1)</sup>
6월 미만	80%
6월 이상 12월 미만	70%
12월 이상 18월 미만	65%
18월 이상 25월 미만	60%
25월 이상	해약환급금 또는 선지급보험금 이상

주 : 1) (보험가입금액 - 약관대출금액) / 정산금액의 최소 비율  
 자료 : 권영수·이형철(2006).

한편 정산거래는 NAIC 모델법 및 주 보험법에 의해 규제되고 있지만, 거래의 안정성이 획기적으로 높아진 계기는 1996년 건강보험관리법(HIPAA: Health Insurance Portability and Accountability Act)의 세 가지 조치를 통해서였다. 첫째, 개인의 건강정보를 보호하기 위해 정보의 이용 및 관리에 대한 지침을 마련했다. 둘째, 당시 에이즈 환자들의 사정을 반영하여 치명적 질병이나 특정 만성질환자, 기대여명이 2년 이하인 피보험자를 가진 보험계약의 정산거래(viatical settlements)에서 지급되는 정산금액에 대해 비과세 혜택이 부여되었다.<sup>32)</sup> 셋째, 피보험이익이 없는 제3의 투자자를 정산거래의 상

31) Life settlements에 적용되는 시장의 일반적인 정산율은 0~30%인 것으로 알려져 있다. Quinn(2003), Conning(2008).

32) 보험회사가 제공하는 보험금선지급(여명금부특약, ADB) 특약에 따라 지급된 사망보험금



대방으로 인정함으로써 피보험이익과 관련된 정산거래의 장애물은 대부분 해소되었다.

정산거래규제의 또 다른 이슈는 보험 및 투자사기와 관련된 것이다. Goldsholle(2003)에 따르면, 플로리다(Florida)주의 1996년부터 2002년까지의 대법원 판결들에 나타나는 초기 정산거래(viatical settlements)의 50%는 사기와 연관되어 있는 것으로 나타났다. 또한 오하이오(Ohio)주에서는 32명의 시한부 중증환자가 정산거래를 목적으로 5개 이상의 보험계약에 가입한 사실이 드러났고, 3,000여명의 정산거래 투자자가 사기를 당한 규모가 1억 달러에 달한다고 한다. 정산거래 규제의 대부분이 보험계약자 보호보다 투자자 보호에 집중되는 이유가 여기에 있다.

정산거래와 관련하여 일어나는 사기 유형에는 기존 보험증권과 관련되거나<sup>33)</sup> 아예 새로운 보험계약을 체결하는 것이다(Duska, 2006). 특히 후자의 경우 처음부터 정산거래를 염두에 두고 행해지는 보험가입 형태다. 이에 따라 NAIC는 2007년 개정 모델법에서 후자와 같은 형태의 투자선행형(STOLI)에 해당하는 보험증권에 대해서 계약체결 이후 5년간 정산거래를 금지하는 규정을 도입하고 있다(Washington, 2007).

#### 나. 선지급 및 연금전환 특약과 초기 정산시장 위축

미국 생명보험시장과 정산거래의 관계를 분석한 연구 결과들은 정산거래가 생명보험계약의 해지율에 미치는 영향이 크지 않다고 한다(Kamath · Sledge, 2005; Katz, 2006). 해지율이 보험계약준비금 적립과는 관계가 없으므로 애초 예상과 달리 해지되지 않고 유지된다 하더라도 추가적인 사망보험금 지급에 보험회사가 충분히 대응할 수 있을 것으로 기대되고, 보유계약 중 정산거래로 이어지는 계약의 비중도 전체 계약의 2~3% 수준에 그치고 있기 때문이다.

그러나 정산거래가 개별 보험회사에 미치는 영향은 다르게 나타날 수 있다. 특정 보험회사의 상품 구성이 정산거래에 적합한 종신보험과 유니버설보험이

---

의 일부에 대해서도 정산거래와 동일하게 적용한다. 권영수 · 이형철(2006).  
33) 자세한 내용은 [별첨 4] 참조.

대다수이고 해지율 등 해당 보험계약의 초기 예상치와 실제치의 괴리가 크다면, 정산거래로 인한 재무적 타격도 클 것으로 예상할 수 있다.

이에 따라 보험회사들은 최근까지도 정산시장의 성장을 억제하는 방식으로 정산거래에 대응해 왔다. 초기 보험회사들의 문제 제기는 주로 투자자의 피보험이익에 집중되었고, 1990년대 후반에 들어와서는 정산시장 참가자들의 보호를 위한 중개인과 모집인의 면허제를 요구하는 한편, 개별 보험회사 차원에서는 정산거래를 제한할 수 있는 약관상의 제한을 시도하거나<sup>34)</sup> 전속 보험모집인의 정산거래 중개행위를 제한하거나 금지하는<sup>35)</sup> 등의 조치를 취하기도 했다(Conning, 2007).

다른 한편으로 보험회사는 보험상품의 보완을 통해서 정산거래에 대응해왔다. 이는 초기 정산거래 시장의 쇠퇴를 촉진시킨 요인 가운데 하나였다. 1990년대 에이즈 등에 대한 신약 개발로 인해 정산거래의 주 대상이던 에이즈환자들의 기대여명이 증가하면서 정산거래 투자자의 이익률은 크게 하락했다. 더구나 보험회사들은 생존기간이 얼마 남지 않은 시한부 중증환자들의 보험계약에 대하여 사망보험금 중 일부를 생전에 미리 지급하여 치료비 등에 쓸 수 있도록 해주는 보험금선지급특약(ADB)을 제공함으로써 초기 정산거래 수요를 대체해버렸다. 이후 종신보험 등에 연금전환특약이 제공되기 시작했는데, 이는 정산시장이 거래대상을 65세 이상 고령인구로 확대함에 따른 보험회사의 대응에서 나온 것이다(Theodore, 2006).

#### 다. 보험회사의 정산시장 참여

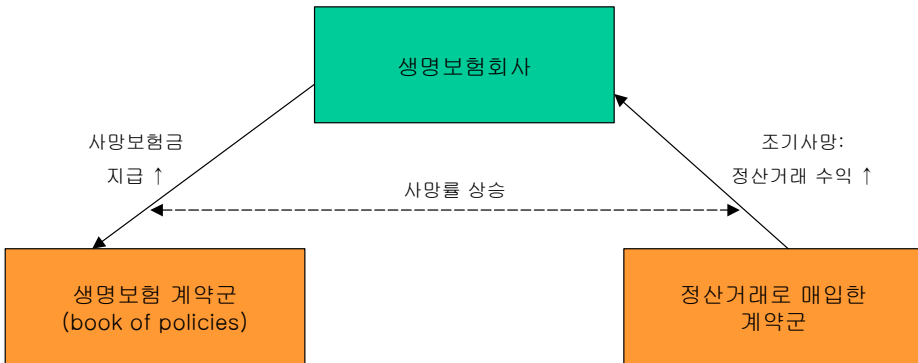
최근 일부 보험회사들은 고령인구의 합법적인 자산유동화 수단이 되고 있는 정산거래를 억제하기보다는 정산거래를 활용하는 방향으로 대응전략을 바꾸고 있다. 정산거래는 생명보험회사들에게도 유용한 분산투자 수단이 될 수

34) Hartford사 등은 약관에 보험계약자의 정산거래를 제한하는 내용을 삽입하였으나, Florida주 보험청 등이 강력하게 반대하면서 수개월 만에 약관 수정을 철회했다. Conning (2006).

35) Kamath · Sledge(2005)는 판매채널의 다양화로 독립채널이 시장의 50%를 넘어서면서 정산시장의 성장에 더욱 유리하게 작용하고 있다고 한다.

있기 때문이다. 보험회사의 채권 위주 자산구성은 금리리스크에 취약한 반면, 정산거래 시장은 금리리스크와 상관관계가 낮아 생명보험회사에게 분산투자 의 기회를 제공한다.

<그림 IV-10> 생명보험회사의 정산거래를 통한 장수리스크 헤지



자료 : Conning(2008).

또한 생명보험회사는 정산거래 시장에 참여함으로써 사망률 상승에 따른 보험계약 포트폴리오의 손실을 어느 정도 보전할 수 있는 투자 기회를 얻을 수도 있다(Swiss Re, 2008; Conning, 2008). <그림 IV-10>은 사망률 상승에 따른 손실 위험(사망리스크)에 노출된 생명보험과 사망률 하락에 따른 손실 위험(장수리스크)에 노출된 정산거래 계약군이나 연금을 함께 취급하면 리스크를 자연스럽게 헤지할 수 있음을 보여주고 있지만, Conning(2008)은 생명보험 계약자들과 연금 계약자들의 재력과 건강을 비교할 때 생명보험 계약자보다 연금 계약자의 여건이 좋은 것으로 나타나 연금을 통한 자연스런 헤지는 한계가 있다고 지적하고 있어서 생명보험회사의 정산시장 참여가 장수리스크 관리에서 보다 나은 대안일 수 있다.

한편, 보험회사가 정산시장에 참여하는 데는 계약심사(언더라이팅), 브랜드 이미지, 보험계약자에 대한 접근성 측면에서 정산거래회사(투자자)보다 상대적으로 유리하다(Conning, 2008; Mott, 2007). 첫째, 보험회사는 자사의 계약심사 기술을 활용할 경우 정산거래 비용을 줄일 수 있다.<sup>36)</sup> 둘째, 투자자와

관련된 사기가 많고 가격 산출에 대한 투명성이 부족한 시장에서 보험회사라는 대외적 브랜드 이미지는 투자자로 하여금 모르는 정산거래회사보다는 널리 알려진 보험회사를 찾게 하는 유인이 될 수 있다. 셋째, 보험계약자와 고객관계를 유지하고 있다는 점은 가장 큰 강점이다.

#### 라. 해약환급금초과 약관대출의 등장

보험회사의 정산거래 참여는 크게 두 가지 형태로 나타나고 있다. 보험회사가 직접 정산거래를 영위하거나, 새로운 상품을 개발하는 방식이다. 특히 후자의 형태는 이전의 보험금선지급특약이나 연금전환특약과 같은 소극적 대응이 아니라 정산시장에 대한 적극적 대응이라는 점에서 주목할 만한 변화라고 할 수 있다.

직접 정산거래를 영위하는 형태로서 초기에는 AIG, Berkshire Hathaway<sup>37)</sup> 등 소수의 보험회사들만이 정산시장에 참여했으나, 점차 정산시장에 참여하는 보험회사들이 늘고 있다. 2007년에는 Pheonix Life, Transamerica, Genworth Financial 등이 새롭게 정산시장에 참여하고 있는데, Pheonix와 Transamerica는 자회사 방식으로, Genworth는 Goldman Sachs등과 합작하여 정산시장에 진출하고 있다<sup>38)</sup>. 새로운 상품을 개발하는 형태로는 New York Life가 해약환급금을 초과하여 대출할 수 있는 ‘해약환급금초과 약관대출(ECL: extra-contractual loans)’상품으로 정산시장에 진출했다.

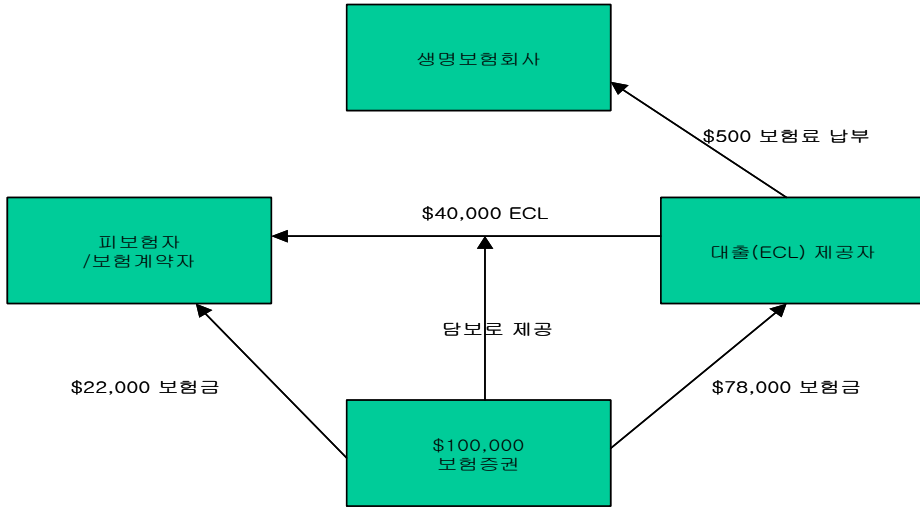
ECL은 정산거래와 주택연금을 혼합한 형태의 거래이다. 먼저, 기존 약관대출은 보험계약자가 납입한 보험료로 구성된 환급금 한도 내에서만 대출이 이루어지지만, ECL은 사망보험금을 담보로 보험증권의 실제 가치에 근접한 수준까지 해약환급금을 초과한 대출이 가능하여 기존의 약관대출과 다르고 정산거래와 유사하다. ECL에서는 보험계약자가 대출을 신청하면 보험회사가 즉시 자금을 제공하고 보험료 납입도 대신한다.

36) 현실적으로는 기대여명 평가가 핵심인 정산거래 심사가 보험회사의 기존 심사와는 정반대라는 점에서 심사과정을 외부에 맡기는 사례가 많다(Mott, 2007).

37) Berkshire Hathaway는 2006년 시장에서 철수하였다.

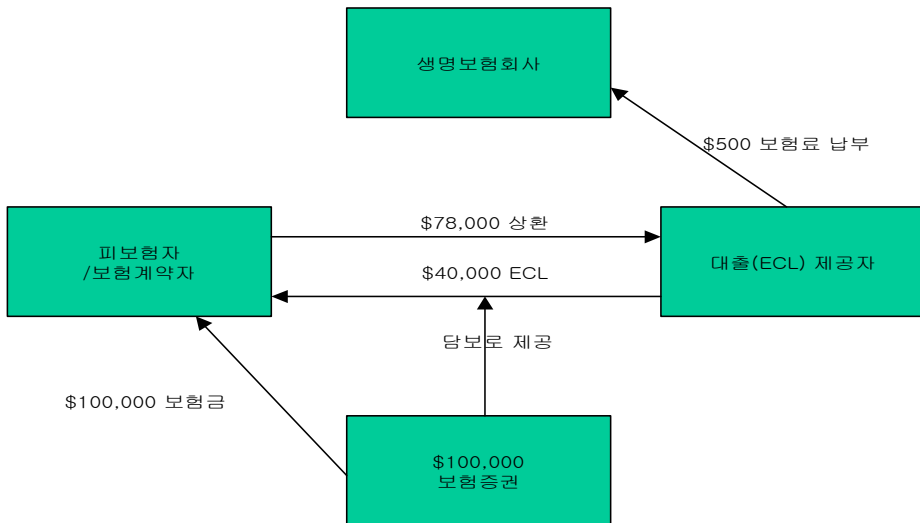
38) Conning (2008).

<그림 IV-11> 환급금초과약관대출(ECL) - 사망보험금으로 대출 상환



자료 : Conning(2008).

<그림 IV-12> 환급금초과약관대출(ECL) - 대출 원리금 및 보험료 상환



자료 : Conning(2008).

한편, ECL에서는 대출금을 상환하는 데 있어서 정산거래보다 보험계약자의 선택의 폭이 넓다. 보험증권상의 피보험자가 사망하면 보험회사는 대출금 및 대납보험료의 원리금에 해당하는 사망보험금의 일부 또는 전부를 회수할 수도 있지만(<그림 IV-11> 참고), 보험계약자가 보험증권의 소유권을 계속 유지하고 있어서 사망 이전에 대출을 상환할 수 있는 선택권도 있다(<그림 IV-12> 참조). <표 IV-3>은 기존의 정산거래와 ECL을 예시를 통해 비교하고 있다. 뚜렷한 차이는 수수료의 부과 여부다. ECL에서는 거래비용이 없지만, 정산거래에는 거래비용이 수반된다. 따라서 ECL이 활성화되면 장기적으로 정산거래의 수수료를 낮추는 압력으로 작용할 것이다.

<표 IV-3> 기존의 정산거래와 환급금초과 약관대출(ECL) 예시

구 분	해약환급금초과 약관대출	정산거래
보험가입금액	\$100,000	\$100,000
제시금액(24%)	\$24,000	\$24,000
수수료	-	\$6,240
정산회사 20%		\$4,800
중개 6%		\$1,440
계약자 수령	\$24,000	\$17,760

자료 : Conning (2008).

한편, 정산거래와 ECL에서 보험계약 피보험자의 조기사망에 따른 효과는 정반대로 나타나지만, 두 거래에서 모두 장수리스크는 여전히 중요하다. 조기사망은 정산거래에서 투자자의 현금흐름을 늘려 투자이익률을 높이는 반면, ECL에서는 투자이익률에는 변화가 없고 예상했던 이자 수익이 줄어들면서 투자자가 얻는 현금흐름이 줄어든다. 따라서 두 경우 모두 기대여명의 추정이 가장 중요한 변수가 된다.

<표 IV-4>는 정산금액(또는 대출금액)이 보험증권의 경제적(실질) 가치에 근접하는가 여부, 보험료 납부, 보험금 일부 수령, 증권 소유권 지속, 정산금액의 반환 가능성 측면에서 기존의 정산거래와 ECL을 비교하고 있다. ECL은 보

험계약의 해지 대신 정산거래를 선택할 수밖에 없었던 보험계약자의 선택의 폭을 넓혀 줌과 동시에 정산거래를 대체할 수 있는 유통수단이라는 점에서 향후 정산거래 시장의 상당 부분을 ECL이 차지할 것으로 예상할 수 있다.

<표 IV-4> 기존의 정산거래와 해약환급금초과 약관대출 비교

구 분	해약환급금초과대출	정산 거래
경제적 가치 접근	가능	가능
보험료 납부 중단	가능	가능
사망보험금 일부 수령	가능	불가
보험증권의 소유	가능	불가
정산금/대출금 반환	가능	불가

## V. 국내 보험시장에 대한 시사점

생명보험 정산거래는 계약을 해지하려는 보험계약자에게 보험회사가 제시하는 해약환급금보다 많은 금액을 받고 보험증권을 팔 수 있는 기회를 제공하고, 보험증권을 구매하는 투자자에게는 주식이나 채권 등 기존의 투자수단과 상관관계가 낮으면서도 높은 수익률을 제공하고 있어 정산거래의 당사자 모두에게 이득이다. 정산거래의 국내 도입을 적극적으로 검토해야 한다는 기존의 주장은 여기에 근거를 두고 있다.

본고는 거래당사자들이 정산거래에 참여하는 동기와 그러한 정산시장의 성장 요인을 미국의 정산시장을 중심으로 살펴봄으로써 국내 보험시장에 대하여 다음과 같은 몇 가지 시사점을 도출하고 있다.

첫째, 생명보험 정산거래가 이루어지는 미국의 여건과 국내 여건이 많이 다르다는 점을 고려할 필요가 있다. 국내 보험시장은 정산거래의 부작용을 걸러낼 인프라가 부족하여 거래의 유용성보다 폐해가 두드러질 가능성이 크다. 근 일본의 정산거래 도입 시도가 무산된 법원 판례는 비슷한 환경의 국내 보험시장에서도 재연될 가능성이 높다. 정산거래의 도입에는 보험계약자 및 투자자에 대한 사기 등 거래의 불안정성과 보험회사의 재무적 손실 가능성이 최소화되는 여건의 조성은 필요하다. 따라서 정산거래의 투명성과 안정성을 확보할 수 있는 인프라 구축에 충분한 논의와 준비가 필요할 것으로 보인다.

둘째, 또한 정산거래를 원하는 잠재적인 수요가 국내에도 충분하다는 점에서 정산거래의 도입 검토는 타당성이 있다. 미국 정산시장의 성장을 이끈 인구 구성 등 사회·경제적 여건이 국내에서도 크게 다르지 않기 때문이다. 국내에서 65세 이상 고령인구가 전체 인구에서 차지하는 비중은 이미 10%를 넘어섰고, 이로 인한 향후 정부의 재정 부담은 OECD 상위 4개국에 속할 것으로 예상되고 있어 공적 지원이 고령인구에게 충분한 소득을 보장하기는 어려울 것으로 보인다(최준욱·전병목, 2003). 그럼에도 불구하고, 고령인구가 국민연금 등 공적지원에 의존하는 정도는 높아지고 있으나(김희삼, 2008; 문형표, 2006), 각종 연금으로 노후소득을 대체할 수 있는 정도는 50%에 불과해



OECD 평균 80%에도 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다(류건식·김동겸, 2008). 따라서 고령인구는 부족한 소득을 충당할 수단으로서 근로활동이나 보유자산의 현금화 수단에 의존할 수밖에 없을 것으로 예상된다. 정산거래는 주택연금과 더불어 가장 효과적인 자산유동화 수단이 될 수 있다.

셋째, 미국의 정산시장은 지속적으로 정산거래의 저변을 확대하고 있어서 보험가입금액이 낮은 보험계약의 비중이 점점 더 높아지고 있기는 하지만, 여전히 정산거래의 주된 대상은 중산층 이상의 고령인구가 보유한 보험가입금액이 높은 생명보험증권이라고 할 수 있다. 이는 정산시장의 이익률 관점에서도 당연한 결과다. 따라서 정산거래를 저소득층의 자산유동화수단으로 활용하는 데는 한계가 있으며, 정산거래의 도입에서 대안을 폭 넓게 검토해야 할 필요성이 있으며, 해약환급금초과 약관대출은 강력한 대안의 하나다.

넷째, 최근 미국 정산시장의 가장 큰 변화는 보험회사가 정산거래에 대하여 적극적으로 대응하기 시작했다는 점이다. 장수리스크관리 수단으로서 새롭게 부상한 정산시장에 보험회사의 참여가 늘고 있을 뿐 아니라 정산거래를 대체할 새로운 대안거래를 제시하고 있다. 먼저, 보험회사들은 정산거래를 리스크관리의 관점에서 바라보기 시작했다. 장수리스크에 노출된 대다수 보험회사들에게 정산시장은 장수리스크를 거래하는 시장으로 부상하고 있다. 다음으로, 정산거래 자체가 보험회사의 상품 전략을 자극하고 다시 새로운 자산운용 상품을 출시하는 계기로 적용하고 있다. 보험금선지급특약과 연금전환특약에서 고령인구의 사망률 및 경험생명표 보정, 생명보험 청약서 개정, 고액 보험가입금액 재고, 계약내용 변경, 통지 절차, 정산거래를 목적으로 한 보험가입 등에 심사 등 생명보험회사가 기존의 관행을 재검토할 수 있는 기회를 제공하고 있다. 그 연장선상에 정산거래의 대안으로 떠오른 해약환급금초과 약관대출(ECL)이 있다. 향후 보험회사는 ECL을 통해 정산시장 성장의 일정 부분을 차지할 것으로 예상된다.

## 참고문헌

- 권영수, 이형철, 「미국 생명보험계약 전매제도 운영 현황 및 국내 도입 시 고려 사항」, 『조사연구 Review』, 제18호, 금융감독원, 2006.
- 김석영, 최원, 성주호, 「개인종신연금보험의 장수리스크 분석 및 대응방안」, 『보험학회지』, 제76집, 한국보험학회, 2007, pp.31-59.
- 김선웅, 「미국 고령화 정책과 한국에의 시사점」, 한국산업경제연구원, 2006.
- 김형기, 「미국·일본에 있어 생명보험전매 추세 및 규제 현황」, 『보험학회지』, 제80집, 한국보험학회, 2008, pp.1-36.
- 김희삼, 「고령가구의 소득과 사적 소득이전」, 『연금포럼』, 제31호, 국민연금관리공단, 2008, 55-65.
- 류건식·김동겸, 「퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제」, 『Insurance Business Report』, 제26호, 보험연구원, 2008.
- 문형표, 「인구고령화와 금융·자산시장 파급효과」, 『인구구조의 고령화와 경제·사회적 파급효과와 대응과제Ⅲ』, 경제·인문사회연구회 협동연구총서 06-05-01 총괄보고서, 한국개발연구원, 2006, pp.409-441.
- 보험개발원, 『역모기지 시장 전망 및 대응 방안』, CEO Report, 2004-06, 2004.
- 성주호, 「사망관련 선진 유동화시장 진단 및 관련 논제에 대한 고찰」, 『보험학회지』, 제77집, 한국보험학회, 2007, pp.291-323.
- 원종학, 「미국과 일본의 고령화 정책과 시사점」, 『재정포럼』, 114호, 한국조세연구원, 2005.
- 이석호, 「생명보험 정산거래의 현황과 시사점」, 『주간금융브리프』, 17(13), 금융연구원, 2008, pp.10-11.
- 최준욱·전병목, 「고령화의 재정영향과 정책과제」, 『인구구조변화와 조세·재정정책』, 연구보고서 03-08, 한국개발연구원, 2003.
- 코리안리, 「생명보험 전매의 현황 및 전망」, 『해외보험시장(Insurance World)』, 제372호, 2008, pp.11-13.
- American Council of Life Insurers (ACLI), (2008), Life Insurers Fact Book 2008. (<http://www.acli.com/>)
- Bhattacharya, J., Goldman, D. and Sood, N. , "Price Regulation in Secondary

- Insurance Market," *Journal of Risk and Insurance*, 71(4), 2004, pp.643-675.
- Breka, G. and Virkler, T., "Insurance Planning," *Journal of Financial Service Professionals*, March, 2004, pp.33-35.
- Cairns, A., "Longevity bonds and Mortality-linked Bonds," Heriatt-Watt University, Edinburgh, 2005.
- Conning Research & Consulting , *Life Settlements: New Challenges to Growth*, Strategic Study Series, (Conning, 2008).
- Conning , *Life Settlements: The Concept Catches on*, Strategic Study Series, 2006.
- \_\_\_\_\_, *Life Settlement Market: Increasing Capital and Investor Demand*, Strategic Study Series, 2007.
- Doherty, N. A. and Singer, H. J., "Regulating the Secondary Market for Life Insurance Policies," *Journal of Insurance Regulation*, 21(4), 2003, pp.63-99.
- Dorr, D. C., "Longevity Trading: Bridging the Gap between the Insurance Markets and the Capital Markets," *Journal of Structured Finance*, 13(2), 2007, pp.50-53.
- Duska, R. F., "Whose Life Insurance Is It, Anyway?" *Journal of Financial Service Professionals*, September, 2006, PP.33-35.
- Goldsholle, G. H., "Strategic, Legal, Regulatory Issues in Viatical and Life Settlements," Spring Meeting in Washington, Society of Actuaries (SOA), 2003.
- Ingraham, Jr. H. G. and Salani, S. S., "Life Settlements as a Viable Option," *Journal of Financial Service Professionals*, September, 2004, pp.72-76.
- Kamath, S. and Sledge, T., "Life Insurance Long View - Life Settlements Need Not Be Unsettling," Bernstein Research, 2005.
- Katz, P. N., "Life Settlement with a Difference" ([www.loma.org](http://www.loma.org)), 2006
- Lilly, T. J., "The Evolving Viatical and Life Settlement Market," Spring Meeting in Washington, Society of Actuaries (SOA), 2003.
- McNealy , S. and Frith, M. H., "Life Settlements: Products-Flow Opportunities and Constraints," *Journal of Structured Finance*, 12(2), 2006, pp.30-34.

- Mott, A. R. , "New Swaps to Hedge Alpha and Beta Longevity Risks of Life Settlement Pools," *Journal of Structured Finance*, 13(2), 2007, pp.54-61.
- Perrera, N. and Pearson, L., "An Explanation of Mortality Risk Mitigation," *Journal of Structured Finance*, 13(2), 2007, pp.44-49.
- Quinn, M. D., "The Evolving Viatical and Life Settlement Market," Spring Meeting in Washington, Society of Actuaries (SOA), 2003.
- Reinstein, A. and Miller, C., "Accounting for the Purchase of Life Settlement Contracts," *The CPA Journal*, 77(9), 2007, pp.28-34.
- Stone, C. A. and Zissu, A., "The Return on a Pool of Senior Life Settlements," *Journal of Structured Finance*, 13(2), 2007, pp.62-69.
- Stone, C. A. and Zissu, A., "Securitization of Senior Life Settlements: Managing Extention Risk," *Journal of Derivatives*, 12(3), 2006, pp.66-72.
- Swiss Re, "Innovative Ways of Financing Retirement," *Sigma*, No.4/2008.
- Theodore, D., "The Response of Life Insurance Pricing to Life Settlements," *Product Matters*, September, LIMRA, 2006, pp.13-18.
- Washington, S., "The Concept of a Model Act: The NAIC's Amended Viatical Settlements Model Act," *Journal of Structured Finance*, 13(2), 2007, pp. 89-92.

## [ 별첨 1 ] 생명보험 정산거래의 요건<sup>39)</sup>

### 1.1. 생명보험과 피보험이익

많은 나라에서는 보험계약자가 피보험이익(insurable interest)을 가지고 있지 않으면, 다른 사람의 생명으로 이익을 취하지 못하도록 타인을 피보험자(the insured)로 하는 생명보험증권을 구입할 수 없도록 금지하고 있다. 미국 피보험이익 규제의 뿌리는 1774년 영국생명보험법으로서 피보험이익이 없으면 보험증권의 발행이 금지된다. ‘Warnock 대 Davis’(1881) 판례와 ‘Grigsby 대 Russel’(1911) 판례는 보험계약자가 다른 사람을 피보험자로 하는 생명보험을 체결하고자 할 경우 필수조건이라고 판결하고 있다.

#### < ‘Warnock 대 Davis’(1881) 판례 >

"보험계약을 도박과 구분하기 위하여 모든 사건에 대하여 무엇이 피보험이익을 구성하는 것인가를 정확하게 정의하는 것은 어려운 일이다. 그러나 일반적으로 말하자면, 피보험이익이란 피보험자가 생명을 유지함으로써 합리적으로 혜택을 기대할 수 있는 관계, 예를 들면, 피보험자와의 혈연이나 결혼 등으로 맺어진 관계에서 생겨나는 이익을 의미한다. 따라서 피보험이익을 위반한 보험증권은 사건이 일어나기를 바라는 경향이 나타난다. 이는 공서양속(public policy)에 반하는 것이다"(Duska, 2006).

그러나 보험계약을 유지하는 데에는 피보험이익이 필요하지 않다는 판례들은 미국이나 영국에서 정산거래가 이루어질 수 있는 환경을 제공하고 있다. 즉, 생명보험계약을 체결할 때에는 피보험이익이 필요하지만, 유지하는 데에는 피보험이익이 존재하지 않아도 된다는 것이다.<sup>40)</sup> 이와 같은 맥락에서 보험증권이 발행된 이후에 보험계약자와 보험수익자가 변경되는 정산거래는 허용 가능한 거래로 볼 수 있다.

39) Duska(2006), Conning(2006).

40) 손해보험의 경우에는 체결과 유지에 피보험이익이 모두 필요하다.

## 1.2. 보험계약의 권리 양도 요건

구 분	미 국	한 국
채권 양도 요건	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 법률/약관에 양도 금지 규정이 없어야 함</li> <li>- 양도로 인하여 보험회사의 의무 또는 보험수익자의 확정적 권리에 영향을 미쳐서는 안 됨</li> <li>- 양도 자체가 공서양속에 반하여서는 아니 됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 보험계약상 양도금지 특약이 있으면 양도가 불가능하나, 현행 표준약관 상에는 금지 규정이 없음</li> <li>- 상법은 보험계약상의 권리의 양도성을 인정하고 있으나, 양도의 요건이나 효력에 관하여는 아무런 언급이 없으므로</li> <li>- 민법의 일반원칙이나 약관에 의할 수밖에 없음</li> </ul>
보험수익자 변경	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 보험수익자를 변경할 수 없는 경우에는 보험수익자의 서면 동의 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상법은 보험계약으로 인해 생긴 권리를 보험대상자가 아닌 자에게 양도하는 경우에 보험대상자의 서면동의를 얻도록 규정(제731조 제2항)</li> </ul>
보험계약자 변경	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 표준약관은 보험회사의 승낙을 계약자 변경의 요건으로 하고 있으며, 정산거래를 위한 계약자 변경에는 보험회사의 승낙이 필요</li> </ul>
보험회사 통지/동의	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 통지하지 않아도 양도가 유효하게 성립하지만, 보험회사에 대항하기 위해 보험회사에 대한 통지 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 보험금지급청구권의 양도는 보험회사에 대항하기 위해 보험회사에 대한 통지나 보험회사의 승낙 필요</li> </ul>

자료 : 권영수·이형철(2006).

### 1.3. 일본의 정산거래 판례<sup>41)</sup>

2002년에 간암 판정을 받은 보험계약자(남성, 당시 50세)는 치료비와 생활비 보전을 목적으로 2004년에 자신이 보유하고 있는 생명보험증권(보험가입금액 2,830만엔, 연보험료 35,308엔)을 리스크매니지먼트연구소라는 정산거래 회사에 팔기로 하였다. 당시 해약환급금은 28만엔이었고, 제시된 정산금액은 849만엔(정산을 30%)이었으며, 조기사망할 경우 유족에게 최대 30%를 추가로 지급한다는 조건이었다.

보험계약자는 보험약관에 따라 AIG스타생명(구 千大田생명)에게 정산거래 동의를 요청하였으나, 보험회사는 (1) 생명보험은 유족의 소득 보장을 위한 것이므로 제3자의 소유가 될 수 없으며, (2) 피보험자가 예상보다 일찍 사망할수록 정산거래회사가 이익을 보게 되어 있는 거래 구조는 살인사건 등을 초래할 우려가 있고, (3) 보험증권이 부당하게 저렴한 가격으로 판매될 위험이 있고, (4) 정산거래회사가 어떤 회사인지 검증하기 어렵다는 이유로 동의를 거부함에 따라 보험계약자는 법원에 소송을 제기했다.

제1심 법원(동경지법)은 2005년 11월 다음과 같은 이유로 보험회사의 동의 거부가 이유 있다는 판결을 내렸고, 2006년 동경고법, 최종적으로 최고재판소도 보험계약자의 주장을 기각했다.

- (1) 보험계약상 권리, 의무를 제3자에게 승계하는 것에 대한 동의 여부는 보험회사의 재량 사항이고,
- (2) 보험회사의 승낙을 의무화한 법률 규정이나 특별한 약정이 없으므로 보험회사는 자유롭게 거부의 판단을 할 수 있고,
- (3) 보험회사가 살인 등 범죄 위험, 부당한 저가 판매 위험 등의 이유로 동의를 거부한 것은 재량권을 남용한 것이 아니라고 판결했다.

---

41) Conning(2006), 권영수·이형철(2006), 김형기(2008).

[ 별첨 2 ] 세 가지 사망률 척도<sup>42)</sup>1.1. 사망률,  $q_x$ 

사망률  $q_x$ 는 특정 지역, 특정 연령의 남성 혹은 여성이 특정 연도에 사망한 비율을 의미한다. 따라서 어느 인구집단의 60세 남성 중 1%가 특정 연도에 사망했다면 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$q_{60} = 0.01$$

1.2. 생존율,  $p_x$ 

장수 통계는 사망률과 관련이 있다. 생존율  $p_x$ 는 특정 연령의 사람들이 1년 동안 생존한 비율을 의미하므로 1에서 사망률을 뺀 값과 같다.

$$p_x = 1 - q_x$$

보다 일반적으로 표현하면, 주어진 인구집단에서  $t$ 기간 동안 생존하는 사람들의 비율을  ${}_t p_x$ 으로 표현할 수 있고, 이는 다시 1년간 생존율의 곱으로 표현될 수 있다. 따라서 현재 60살이고 향후 5년간 생존할 확률( ${}_5 p_{60}$ )은 다음과 같다.

$${}_5 p_{60} = (1 - q_{60})(1 - q_{61})(1 - q_{62})(1 - q_{63})(1 - q_{64})$$

1.3. 기대여명,  $e_x$ 

기대여명이란 특정 연령의 사람에게 남아 있는 생존기간이다. 즉,  $t$ 기간 동안 연속해서 생존할 확률이므로  $t$ 기간 동안 연령이 높아지면서 생존할 확률들의 합으로 표현될 수 있다.

$$e_x = \sum {}_t p_x \quad (t = 1 \sim \infty)$$

---

42) Swiss Re(2008).



## [ 별첨 3 ] 생명보험 정산거래의 회계 처리

### 3.1. 기존의 회계처리 기준, FTB 85-443)

투자자는 구매한 보험계약의 실현가능한 가치(해약환급금)를 자산으로 인식하고, 정산거래회사 또는 투자자가 지급한 총 정산금액 중 해약환급금을 초과한 금액에 대해서는 비용으로 즉시 인식하도록 하였다.

### 3.2. 새로운 회계처리 기준, FSP FTB 85-4-144)

새로운 회계기준은 보험증권을 매입한 정산거래회사나 투자자가 기존의 투자법(investment method)이나 새로운 공정가치법(fair value method) 중 한 가지를 선택할 수 있게 하였다.

따라서 공정가치를 적용할 경우 투자자(또는 정산거래회사)는 매기마다 투자손익을 인식할 수 있다. 공정가치법에서는 거래관련 비용은 당기 비용으로, 정산금액은 최초 투자자산으로 기록된 후, 회계연도 말에 보험계약을 재평가하여 투자자산의 가치 변동에 해당하는 금액을 매기마다 손익계산서에 투자손익으로 반영하게 된다.

### 3.3. 두 방식의 비교

<별첨 표1>은 보험가입금액 1백만 달러인 보험계약에 대하여 10% 정산율을 적용하여 구매했을 경우, 투자법과 공정가치법을 적용할 경우 회계처리가 어떻게 달라질 수 있는지를 보여준다. 기존 회계처리방식인 투자법의 경우 초기 구매시 모든 지출을 투자원가로 반영한 후 매기 보험료 납부를 투자원가에 가산하며, 감액손실 등 특수한 경우를 제외하고는 손익을 따로 인식하지

43) FASB Technical Bulltin No. 85-4, Accounting for Purchases of Life Insurances.

44) FASB Staff Position FTB 85-4-1, Accounting for Life Settlements Contracts by Third-Party Investors. 2006년 제정.

않는다. 따라서 모든 손익은 피보험자가 사망하고 보험금을 수령할 때 인식하게 된다.

이와는 반대로 2006년에 새롭게 도입된 회계처리방식인 공정가치법은 보험증권의 가치를 반영한 정산금액(가입금액의 10%)과 매입에 따른 부대비용을 따로 인식한다. 매기마다 이루어지는 보험료 납부는 투자원가 가산항목이 아니라 비용으로서 손익계산서에 반영하며, 매기마다 보험증권을 재평가하여 가치 변동만큼 투자원가를 조정하고 이를 손익계산서에 반영한다. 따라서 공정가치법은 매기마다 손익 인식이 가능하므로 기관투자자들의 정산시장 참여를 촉진하는 요소로 작용하고 있다.

<별첨 표 1> 정산거래 회계처리 비교

구 분	투자법	공정가치법
거래 체결	투자 \$125,000 - 현금 \$125,000	투자 \$100,000 비용 \$25,000 현금 \$125,000
보험료 납부	투자 \$15,000 현금 \$15,000	투자조정 \$15,000 (손익계정) 현금 \$15,000
기말 재평가	투자감액손* \$10,000 (손익) 현금 \$10,000	투자 \$30,000 투자조정 \$30,000 (손익)
보험금 수령	현금 \$1,000,000 투자 \$875,000 이득 \$125,000 (손익)	현금 \$1,000,000 투자 \$950,000 투자조정 \$50,000 (손익)

기초정보:

- (a) 보험계약: 피보험자 30세, 보험가입금액 1백만 달러,
- (b) 구매금액 100,000 달러,
- (c) 구매 부대비용 25,000달러,
- (d) 연간 보험료 15,000 달러,
- (e) 기말 보험계약의 시장가치 130,000 달러
- (f) 피보험자 사망 직전의 보험계약의 가치
  - 투자법상 장부가액은 \$875,000
  - 기말 공정가치 950,000 달러,

\* 감액이 없는 경우 거래를 인식하지 않음

자료 : Reinstein·Miller (2007)

## [ 별첨 4 ] 정산거래 관련된 사기 형태<sup>45)</sup>

### 4.1. 보험회사에 대한 사기 - 건강 상태를 속이고 계약 체결

- (1) 건강 위조(clean sheeting): 보험가입자의 의료기록 거짓 진술
- (2) 검사 조작: 뇌물로 검사조작, 의료기록 조작
- (3) 정산거래 목적의 계약체결(stranger-owned life settlement, STOLI): 피보험이익의 문제, 보험료 대납의 문제 발생

### 4.2. 보험계약자에 대한 사기

- (1) 약관대출, 해약환급금, 선지급보험금(advanced death benefits, ADB), 보험사 대출, 보험료 납입유예 등 정산거래의 대안을 알리지 않음
- (2) 개인정보, 세금, 채권자 권리, 보험수익자 등 보험계약자가 부담하거나 알아야 할 사항을 공시하지 않음
- (3) 모집인, 중개인의 과도한 수수료: 보험계약자에게 지급할 정산금액에서 수수료와 미래보험료를 과도하게 공제
- (4) 정산거래회사의 정산금액 미지급

### 4.3. 보험수익자에 대한 사기

- (1) 이혼위자료, 재산분할의 대가로 생명보험을 유지해야 할 의무 위반
- (2) 학자금 등 자녀양육을 위해 부모가 약을 유지 의무 위반
- (3) 합자회사(파트너십) 등의 사업상 약속 파기

---

45) Goldsholle(2003).

#### 4.4. 투자자에 대한 사기

- (1) 폰지게임: 보험증권을 구매하지 않은 채 투자자 모집
- (2) 낙관적인 기대치 등으로 고수익 보장
- (3) 부실 공시: 피보험자 건강, 면책기간(contestable period: 2년) 이전 증권 (wet ink policies), 보험사 부실 등과 관련된 사항, 수수료.

[ 별첨 5 ] 정산거래 유동화 증권의 발행과 보험계약의 구성<sup>46)</sup>

A.M Best는 정산거래로 매입된 보험계약들을 묶어 증권화를 통해 자본시장에서 자본을 조달하기 위해서 보험계약군(pool)의 구성을 다양화하는 방법으로서 다음과 같은 절차를 제안하고 있다.

(1) 질병별 구성비 한도 설정

심장질환 10%, 당뇨환자 10%, 호흡기질환 10%, 암 15% 등과 같이 보험계약군 내의 피보험자들이 지닌 질병의 구성비를 제한하여 질병 간 상관관계를 최소화함으로써 신약 개발 등으로 피보험자의 실제 생존기간이 애초 보험증권을 매입할 당시에 예상된 기대여명보다 길어져서 나타나는 손실 가능성(장수리스크, longevity risk or extension risk)에 대비

(2) 계약군은 최소한 200개 이상의 보험증권으로 구성

(3) 보험가입금액(face value) 기준으로 단일 보험증권의 보험가액이 전체 보험계약군의 총 가입금액의 3.33%를 넘지 않도록 하여 특정 보험증권의 손실 집중(face value variance risk or severity risk)에 대비

(4) 담보를 제공하는 보험회사들의 재무건전성 등급은 B+ 이상

(5) 보험계약군 중에서 특정 보험회사에서 발행한 보험증권의 보험가입금액 비중이 전체 보험가액의 15%를 넘지 않도록 하여 특정 보험회사의 파산 등에 따른 손실 집중에 대비

(6) 정산거래를 통해 보험증권이 매입되기 전에 해당 증권의 피보험자들에 대한 기대여명은 지난 12개월 안에 최소한 2개의 별개 검진기관의 검사를 통해서 추정

---

46) Stone · Zissu(2006), Mott(2007).

## 저자약력

### 김 해 식

St. John's University 리스크관리 석사  
현 보험연구원 전문연구위원  
(E-Mail: haeskim@kiri.or.kr)

조사보고서 2009-4

### 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점

---

발행일 2009년 3월  
발행인 나 동 민  
발행처 보험연구원  
서울특별시 영등포구 여의도동 35-4  
대표전화 (02) 368-4400

---

ISBN 978-89-5710-081-3

정가 10,000원