ISSN 2384-3209
제29권 제3호·통권 제92호
| 2018년 8월

Journal of Insurance and Finance

An Empirical Analysis of the Insurance Investors' Trading and Its Effects on Stock Markets — Mincheol Woo · Jeehyun Kim

A Study on the Estimation of the Discount Rate for the Insurance Liability under IFRS 17 — Sekyung Oh · Changsu Ouh · Sojung Park · Siyeol Choi · Kinam Park

Does changing tax treatment method increase private pension saving? — Wonsuk Chung

The Policies for Reducing the Misselling of Insurance Products for Protecting Consumer — Sechang Jung · Chulkyung Ahn

kiri 보험연구원
Korea Insurance Research Institute

보험금융연구
2018년 8월 제29권 제3호·통권 제92호
KIRI 보험연구원

보험금융연구

보험투자자의 매매가 주식시장에 미치는 영향 — 우민철 · 김지현

IFRS 17 보험부채의 할인율 추정에 관한 연구 — 오세경 · 오창수 · 박소정 · 최시열 · 박기남

연금저축 세제혜택 세액공제 전환에 따른 연금저축 납입행태 변화 분석 — 정원석

소비자보호를 위한 보험상품 불완전판매 감소 정책 — 정세창 · 안철경

kiri 보험연구원
Korea Insurance Research Institute

편 집 위 원 회

위 원 장 오창수(한양대학교 교수)

편집위원 권용재(국민대학교 교수)
김 범(숭실대학교 교수)
김은경(한국외국어대학교 교수)
박기영(연세대학교 교수)
박소정(서울대학교 교수)
변희섭(한림대학교 교수)
윤석명(보건사회연구원 연구위원)
이상호(전남대학교 교수)
전희주(동덕여자대학교 교수)
정세창(홍익대학교 교수)
정중영(동의대학교 교수)
조석희(안동대학교 교수)
조혜진(인천대학교 교수)
한상범(경기대학교 교수)
Hua Chen(Temple University)
Kili Chiling Wang(Tamkang University) 〈가나다순〉

편집간사 이정택(보험연구원 연구위원)

본지에 게재된 논문은 집필자 개인의 의견이며 보험연구원의 공식의견이 아님을 밝힙니다.

보험금융연구 제29권 제3호 (통권 제92호)

발행일 2018년 8월 31일
발행인 한기정
편집인 오창수
발행처 보험연구원
등 록 2016년 9월 23일 영등포바 00139
주 소 07328 서울시 영등포구 국제금융로6길 38 전화: 02-3775-9055
Fax: 02-3775-9105 E-mail: journal@kiri.or.kr
인 쇄 신우씨앤피

정가 10,000원

2018년 8월 제29권 제3호·통권 제92호

보험금융연구

Journal of Insurance and Finance

보험투자자의 매매가 주식시장에 미치는 영향	우민철·김지현	3
IFRS 17 보험부채의 할인율 추정에 관한 연구	오세경·오창수·박소정·최시열·박기남	47
연금저축 세제혜택 세액공제 전환에 따른 연금저축 납입행태 변화 분석	정원석	77
소비자보호를 위한 보험상품 불완전판매 감소 정책	정세창·안철경	103

보험금융연구 제29권 제3호 (2018. 8) pp. 3-45
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2018.29.3.001

보험투자자의 매매가 주식시장에 미치는 영향

An Empirical Analysis of the Insurance Investors' Trading and Its Effects on Stock Markets

우 민 철*·김 지 현**
Mincheol Woo·Jeehyun Kim

본 연구는 2005년부터 2017년까지(13년간) 장기간의 주식거래자료를 활용하여 보험투자자의 포트폴리오 특성 및 투자전략을 분석하고, 보험투자자의 매매가 주식시장에 미치는 영향을 수익성, 유동성, 변동성 차원에서 각각 확인하였다.

분석의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 보험투자자는 시가총액과 주가가 높은 우량주 및 유동성이 높고 변동성이 작은 종목들을 선호하였다. 둘째, 보험투자자가 거래한 종목의 매매관여율은 유가증권시장에서 더 강하게 나타났다. 셋째, 시장 상황에서 볼 때, 보험투자자는 하락 장세에서 매수하는 역추세추종 전략을 수행하고 있었다. 넷째, 개별종목 수준에서 볼 때, 보험투자자는 과거수익률이 하락할 때 매수를 증가시키는 투자전략을 구사하였는데 이는 코스닥시장에서 더 강하게 나타났다. 마지막으로, 보험투자자의 매매는 시장의 유동성을 제고하고, 변동성을 완화하여 주식시장의 안정성을 높이는 역할을 하였다. 유동성 증가 효과는 유가증권시장에서, 변동성 완화 효과는 코스닥시장에서 더 강하게 나타났다.

본 연구는 저금리의 장기화로 보험업계의 주식비중이 증가하고 있는 상황에서 최근 기간을 아우르는 장기간 주식거래자료를 이용하여 보험투자자의 투자전략과 이들의 매매가 주식시장에 미치는 영향을 분석했다는 측면에서 의미가 있다. 특히, 보험투자자의 주식매매가 시장 유동성 증가 및 안정화에 기여하는 바가 크다는 측면에서 보험투자자의 주식투자 확대가 자본시장 전체에 긍정적인 효과를 제공할 것으로 기대된다.

국문 색인어: 보험투자자, NIF, 매매 특성, 역추세추종 전략, 시장안정화
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050701, B050704, B051600

* 한국거래소 인덱스사업부 차장(wmc73@krx.co.kr), 제1저자
** 한림대학교 경영대학 금융재무학과 조교수(jhyunkim@hallym.ac.kr), 교신저자
논문 투고일: 2018. 04. 23, 논문 최종 수정일: 2018. 08. 06, 논문 게재 확정일: 2018. 08. 20

Ⅰ. 서론

최근 보험개발원이 발간한 '2016년도 보험통계연감'에 따르면 국내 보험사의 총자산은 생명보험사 782조원, 손해보험사 252조원 등으로 1,000조원을 돌파하였다. 이는 2000년의 148조원 대비 약 7배, 2010년의 518조원 대비 약 2배의 규모로, 보험 산업은 2000년대에 급속한 성장세를 보이고 있다.[1] 보험업계는 납입받은 보험금을 적정하게 운용하여 보험가입자에게 약정한 보험금을 지급할 수 있도록 자산을 운용한다.

보험산업의 규모 확대는 보험업계의 투자행위가 금융시장에 미치는 영향력 증가로 이어지고, 이들의 투자성과는 가입자[2]들의 부(富)로 연결된다. 따라서 보험회사의 투자전략 및 투자대상 금융상품에 대한 관심이 지속적으로 높아지고 있다. 현재, 보험업계가 운영하는 자산 규모의 확대에도 불구하고, 저금리의 장기화로 수익성은 꾸준히 낮아지고 있는 추세이다.

금융감독원의 금융통계정보시스템[3]에 따르면 보험업계의 주식투자규모가 지속적으로 증가하고 있는데 이러한 투자 포트폴리오의 변화는 금융환경 변화에 대한 보험업계의 대응이 반영된 결과라고 하겠다. 금융감독원 시스템에 나타난 보험업계의 주식투자 비중은 2009년 12월 기준으로 운영자산의 2.58%(1,239억원)이었으나, 2017년 9월말 기준으로 4.85%(8,111억원)로 증가하였다. 특히, 생명보험의 주식투자 비중은 2009년 12월 기준으로 1.28%에서 2017년 9월말 기준으로 6.86%까지 크게 증가하였다.

주식투자 비중의 증가와 함께 보험업계는 2017년 상반기에 사상 최대의 이익을 기록하였다. 금융감독원에 따르면 생명보험사들의 당기순이익은 전년 같은 기간 대비 약 31%의 성장률을 보였는데, 이중 상당 부분이 보험회사들이 투자한 주식의 가격 상승으로 인한 투자영업이익 증가에 기인하는 것으로 알려져 있다.[4] 이와 더불어, 금융당국에서는 2015년

1) 국내 보험업은 2015년, 수입보험료 기준으로 세계 8위, 보험침투도(국내총생산 대비 보험료) 기준 세계 6위 수준에 자리매김하였다.
2) 보험연구원에 따르면 2017년 2분기 현재 가계금융자산의 약 32%가 보험 및 연금 자산으로, 보험 상품이 국민들의 저축 및 위험보장을 위한 주요 수단이 되고 있다. 이는 직접투자가 가계금융자산에서 차지하는 비중인 12%를 크게 상회하는 비중이다(2018 전망과 과제, 보험연구원).
3) http://fisis.fss.or.kr/fss/fsiview/indexw.html
4) 2017년 상반기 생명보험사들의 투자영업이익은 약 11조 6,337억원으로 전년 동기 대비 약

10월, 보험산업의 질적 성장을 도모하기 위한 '보험산업 경쟁력 강화 로드맵'을 발표하여, 보험업계의 자산운용과 관련한 사전적 규제를 완화시키고 자율성을 제고시키고자 하였다.[5)]

이와 같은 보험산업의 급속한 성장 및 보험회사 자산구성에 대한 규제의 완화, 그리고 저금리 기조의 장기화 등을 고려하면 보험회사의 주식투자 비중은 향후 더욱 증가할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 주식시장에서 보험투자자로 구분되고 있는 보험회사의 자산운용 측면에서의 특성과 관련한 연구는 매우 미흡하며, 특히 이들의 매매 행태가 주식시장에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 분석은 거의 없는 실정이다. 또한 보험업의 규모와 주식투자가 최근 들어 급증세를 나타냄을 고려해볼 때, 최근 기간을 포함하는 장기 데이터를 이용한 분석이 필요한 시점이다.

본 연구에서는 보험투자자의 주식투자 특징을 살펴보고, 이들의 매매가 주식시장에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 이러한 분석은 보험투자자의 매매가 시장 변동성을 확대시켜 안정성을 저해할 가능성이 있다면[6)] 투자전략에 대한 재고가 필요할 수 있다는 점에서 분석의 의미가 크다. 본 연구는 2005년부터 2017년까지(13년간) 장기간의 주식거래자료를 활용하여 보험투자자의 매매전략을 분석하고, 보험투자자의 매매가 주식시장에 미치는 영향을 확인하였다.

주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 보험투자자는 시가총액과 주가가 높은 우량주 및 유동성이 높고 변동성이 작은 종목들을 선호하였다. 둘째, 보험투자자가 거래한 종목의 매매관여율이 평균 3.70%였다. 시장별로 보았을 때, 유가증권시장의 매매관여율은 3.94%이고 코스닥시장의 경우 3.53%로 유가증권시장의 매매관여율이 더 높게 나타났다. 이러한 차이는 유의수준 1%에서 통계적으로도 유의하였다. 셋째, 보험투자자는 시장이 하락하는 장세에서 매수하는 역추세추종 전략(contrarian strategy)을 수행하고 있었다. 넷째, 개별

6,402억원 급증하였다.

5) 현재 보험업법 제106조에서는 자산 운용과 관련한 직접적인 한도 규제를 두어, 동일법인 채권 및 주식에는 총자산의 7%를 초과하는 자산을 운용할 수 없는 사전적 규제를 적용하고 있다. 이 외에도 외국환의 경우는 30%, 파생상품은 6%, 부동산은 15%를 초과할 수 없다. 이를 완화시키고자 하는 관련 법안이 2016년 6월 입법 예고되었다.

6) 보험업법 제104조 자산운용의 원칙에 따르면 보험회사는 자산을 운용함에 있어서 '안정성·유동성·수익성 및 공익성이 확보되도록' 해야 한다.

종목 차원에서도 보험투자자는 종목의 과거 수익률이 하락할 때 매수를 증가시키는 투자 전략을 구사하고 있다. 마지막으로, 보험투자자의 매매는 시장의 유동성을 높이고 변동성을 완화시킴으로써 주식시장의 안정성을 높이는 역할을 하고 있다. 유동성 증대 효과는 유가증권시장에서 더 강하게 나타났고, 변동성 완화 효과는 코스닥시장에서 더 강하게 발견되었다.

본 연구는 저금리의 장기화로 보험업계의 주식투자 비중이 급증하고 있는 상황에서 보험투자자의 자산운용상의 특성을 분석하고 이들의 주식투자 행위가 주식시장에 미치는 영향을 최근 기간을 포함하는 장기데이터를 이용하여 분석했다는 측면에서 의의가 있다. 특히, 보험투자자의 주식매매가 시장 유동성의 증가 및 안정화에 기여하는 바가 크다는 측면에서 보험투자자의 주식투자 확대가 자본시장 전체에 긍정적인 효과를 제공할 것으로 기대한다. 아울러, 본 연구는 기관투자자와 관련한 분석을 진행함에 있어서, 이들을 동질 집단으로 간주하여 분석하는 방법과 관련하여 연구자들이 유의할 필요성이 있음을 시사해 준다. 기관투자자 그룹에는 다양한 하위의 기관들이 포함된다. 지금까지의 연구들은 상이한 하위 기관투자자 그룹을 묶어 동질적인 집단으로 간주함으로써, 기관투자자라는 동일한 투자자 유형으로 설정하여 분석을 진행한 경우가 대부분이었다. 그러나 보험업 등의 산업은 여타 기관투자자들과는 다른 규제를 적용받는 특수성을 지니고 있기 때문에 상이한 투자 목적과 매매 행태를 보일 수 있다. 본 연구는 기관투자자의 세부 유형인 보험투자자들이 역추세추종 전략을 구사한다는 결과를 제시하고 있는데, 기존 선행연구들에서 대부분 기관투자자들이 추세추종 전략을 구사한다는 결과[7]를 제시하는 것과는 상이하다. 이는 보험투자자와 관련하여 향후 독립적인 연구가 더욱 진행되어야 할 필요성을 제시하여 준다.

본 연구의 이후 구성은 다음과 같다. 제 2장은 선행연구를 정리하고, 제 3장에서 연구자료와 연구모형에 대하여 설명한다. 제 4장에서는 실증분석의 결과를 보여준다. 마지막으로, 제 5장에서 결론 및 시사점을 제시하고 있다.

7) 이와 관련한 보다 자세한 설명은 제 2장 선행연구에서 제시한다.

II. 선행연구

1. 기관투자자 투자행태의 특성에 관한 연구: 선호주식 관련

기관투자자들은 다른 투자자들과는 상이한 주식 선호 성향을 지니는 것으로 알려져 있다. 따라서 선행연구들은 기관투자자 그룹이 선호하는 포트폴리오를 밝히고자 다양한 분석을 진행하였다.

Hessel and Norman(1992)은 1978년부터 1982년의 5년 동안의 자료를 이용하여 ROE, ROA, 배당성향, 연구개발비, 유동자산의 비율, 단기부채의 비율 등 여섯 개의 재무비율과 기업규모를 이용하여 기관투자자가 선호하는 주식과 그렇지 않은 주식의 특성 차이를 분석하였다. 그 결과, 기관투자자들이 규모가 큰 기업을 선호하고 단기적 재무적 성과가 우수한 기업의 주식을 선호하는 경향을 나타내고 있음을 보였다. Falkenstein(1996)은 1991년과 1992년의 미국 시장을 대상으로 하여 기관투자자 중 뮤추얼 펀드의 포트폴리오를 분석하였는데, 그 결과 뮤추얼 펀드는 인지도(visibility)가 높고 거래비용이 낮은 주식을 선호한다고 하였다. 따라서 이들 기관투자자는 유동성이 높은 주식을 선호하는 경향이 있었으며, 소규모 주식 및 주가 수준이 낮은 주식 및 정보가 적은 기업의 주식은 회피하는 성향이 있다고 하였다. Gompers and Metrick(2001)은 1980년부터 1996년까지 미국 시장을 분석하여 기관투자자들은 규모가 크고, 유동성이 높고, 직전년도 수익률이 낮은 주식을 선호한다는 연구 결과를 제시하였다. 이들은 기관투자자가 주식시장에서 차지하는 비중이 증가함에 따라 이들 투자자 그룹이 선호하는 주식과 비선호 주식에 대한 수요에 변화가 발생하게 되고, 그 영향으로 기존에 존재하던 규모위험 프리미엄이 사라진다고 하였다. Bennett, Sias, and Starks(2003)도 기관투자자가 선호하는 주식 특성이 시간에 따라 동태적으로 변한다고 하였다. Chiao and Lin(2004)은 대만 주식시장을 대상으로 하여 2000년 12월 22일부터 2002년 11월 8일까지 분석한 결과, 기관투자자들이 규모가 큰 주식 및 성장주를 선호하는 경향이 있음을 밝혔다.

국내 시장을 대상으로 한 분석으로, 고광수와 김근수(2004)는 1993년 1월부터 2003년 12월까지 기간 동안 시가총액 기준 상위 50%에 해당하는 기업들을 대상으로 하여, 개인,

기관 및 외국인투자자의 포트폴리오 특성과 투자 성과를 분석하였다. 이들은 상관관계 분석을 통해서 개인투자자들은 변동성과 매매회전율이 높고 규모가 작은 주식을 선호하는데 비하여, 기관투자자들은 매매회전율이 낮고 규모가 큰 주식을 선호한다고 하였다. 한편, 포트폴리오 분석을 통해서는 기관투자자의 뚜렷한 선호 주식을 발견하기 어렵다고 하였다. 투자 성과는 개인이 가장 낮고 외국인이 가장 높다는 결과를 제시하면서 외국인이 정보 우월성이 있다는 주장을 지지하였다.

오승현과 한상범(2008)은 2000년부터 2005년까지의 기간 동안 유가증권시장을 대상으로 외국인투자자와 내국인 투자자의 투자행태를 비교하였다. 내국인은 개인, 은행, 보험, 증권, 투자신탁으로 세부 유형을 구분하였는데, 전일 주가에 대하여 외국인과 보험은 추세추종 거래를 나타내고 개인, 증권, 투신은 역추세추종 거래를 나타낸다고 하였다. 즉, 기관투자자의 세부 투자자 유형에 따라 매매 행태가 다르게 나타났다. 추가적으로 외국인, 은행, 투신의 매수세가 강할수록 주가가 상승함을 보였다.

김종희(2013)는 유가증권시장 상위 200개 종목을 대상으로 하여 2005년부터 2012년 3월까지의 기간 동안 개인, 기관, 외국인투자자의 거래행태 및 성과에 대하여 분석하였다. 그 결과, 기관투자자의 경우 양의 수익률을 실현하고, 추세추종 매매 경향을 나타낸다고 보고하고 있다. 박경인(2017)은 투자자 유형을 개인, 기관, 외국인투자자로 구분하고 1999년부터 2015년까지의 월별 자료를 이용, 유가증권시장에서의 투자자 유형별 투자전략 및 보유 주식의 특성을 분석하였다. 그 결과, 기관과 외국인투자자는 과거 성과가 좋은 주식을 거래함을 발견하였다.

2. 기관투자자 투자행태의 특성에 관한 연구: 투자전략 관련

기관투자자의 선호 주식에 대한 연구뿐만 아니라 과거수익률을 이용한 이들의 투자전략에 대한 연구도 많이 진행되어 왔다. 그 중 Grinblatt, Titman and Wermers(1995), Choe, Kho, and Stulz(1999), Grinblatt and Keloharju(2000), Sias(2004), Kaniel, Saar and Titman(2008) 등은 기관투자자 및 외국인투자자들이 추세추종 전략을 구사한다고 설명하고 있다. 국내 연구로는 구맹회와 이윤선(2001), 이가연과 이윤구(2004), 김

범과 송형상(2013), 박경인(2017) 등의 연구에서 투자자 유형에 따른 투자전략을 살펴보고 있으며, 기관투자자는 주로 추세추종 전략을 구사한다는 결과를 제시하고 있다. 한편, 장승욱과 박경인(2015), 우민철과 김명애(2015)는 기관투자자의 역추세추종 전략을 보고하고 있다.

구맹회와 이윤선(2001)은 1992년부터 1999년의 월별 자료를 사용하여 투자자 그룹별 매매와 주가의 관계를 살펴보았다. 기관투자자 전체 그룹은 코스피 지수와의 상관계수가 유의한 값을 나타내지 않았으나, 기관투자자 세부 유형별로 살펴보았을 때 증권사는 코스피 지수와 유의적인 양의 관계를, 보험은 코스피 지수와 유의적인 음의 관계를 나타냄을 보임으로써 기관투자자 세부 유형별로 다른 전략을 구사함을 시사하였다. 또한 세부 유형별로 이질적 투자전략을 구사하기 때문에 기관투자자 전체를 하나의 그룹으로 분석하면 세부 투자자 유형간 효과가 상쇄되어 주가와 유의적인 관계가 없는 것으로 나타난다고 하였다.

이가연과 이윤구(2004)는 외국인 보유지분율이 높은 30개 기업을 대상으로 하여 1995년부터 2000년 4월까지를 분석하여 기관투자자가 추세추종 투자자라는 결과를 제시하였으며, 특히 투신과 기금에서 추세추종 투자전략이 강하게 나타난다고 하였다. 이들은 t-1일의 수익률에 기초하는 경우, 외국인과 기관이 모멘텀 투자자라고 하였으며, 추정 기간을 길게 할수록 이러한 모습이 강해진다고 하였다. 이들은 기관투자자 그룹을 세부적으로 보았을 때 증권과 보험, 투신 등도 모멘텀 투자자라고 하여 구맹회와 이윤선(2001)과는 다른 결과를 제시하였다. t+1일의 수익률을 이용하여 미래수익률과의 관계를 보았을 때, 증권은 음(-)의 수익률이 나타났으나 보험 등 다른 기관투자자들은 양(+)의 수익률을 보였다.

오승현과 한상범(2008)은 기관투자자 중에서 보험은 추세추종 거래를 선호하고 증권 및 투신은 역추세추종 거래를 선호한다는 결과를 제시하였다. 장승욱과 박경인(2015)은 유가증권시장을 대상으로 1999년부터 2013년까지 다양한 기관투자자 유형의 거래행태를 분석한 결과, 대부분의 기관투자자 세부 유형에서 역추세추종 매매 경향이 강하게 나타난다고 하였다. 우민철과 김명애(2015)도 금융투자사가 추세추종 전략을 나타내는 것을 제외하면 다른 기관투자자들은 역추세추종 전략을 사용한다고 하였다. 한편, 박경인(2017)은 투자자 유형을 외국인투자자, 기관투자자, 개인투자자로 구분하고 1999년부터 2015년

까지의 월별 자료를 이용하여 투자자 유형별 투자전략 및 보유 주식의 특성을 분석하였는데, 기관투자자와 외국인투자자가 추세추종 전략을 구사하는 반면, 개인투자자는 역추세 추종 전략을 구사한다고 하였다.

3. 기관투자자의 투자가 주식시장에 미치는 영향에 관한 연구

Edelen and Warner(2001) 등의 선행 연구에 따르면 기관투자자들은 대규모 자금을 운용하기 때문에 이들의 매매가 주식시장에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다. Chan and Lakonishok(1995)은 기관투자자의 유동성 수요가 시장에 큰 영향을 미친다고 하였다.

기관투자자의 매매가 수익률에 영향을 미치는가와 관련하여서, Nofsinger and Sias(1999)는 기관투자자의 주식 보유 비중과 주식 수익률 간에 강한 양(+)의 관계가 존재함을 보였다. 또한 Sias(1996)와 Wermers(1999)는 기관이 강한 매수세를 보인 주식의 성과가 기관이 매도한 주식보다 더 높다는 결과를 제시하였다.

국내 선행연구로는 김동순과 전영순(2004)이 기관투자자와 외국인투자자의 순매수는 수익률 상승과 연결되고 개인투자자가 순매수한 주식의 수익률은 하락함을 보였다. 박경인 외 2인(2006)은 현금흐름을 이용하여 투자성과를 분석하였는데, 외국인투자자 그룹의 성과가 투자 전문기관 및 개인투자자보다 높게 나타난다는 결과를 제시하였다. 구맹회와 이윤선(2001) 및 유진과 장순재(2012)는 시장수익률이 기관 및 외국인투자자 순매수와는 양(+)의 상관관계를, 개인투자자와는 음(-)의 상관관계를 보인다고 하였다. 이들은 일부 기관투자자의 매매가 시장지수에 영향을 미친다고 하였으며, 유진과 장순재(2012)도 유사한 분석 결과를 제시하고 있다. 한상범과 오승현(2007)은 외국인, 은행, 투신의 매수세가 강한 경우 이후 주가가 상승하고 개인의 매수세가 강한 경우에는 이후 주가가 하락하는 모습이 발견된다고 하였다.

기관투자자의 매매가 변동성에 미치는 영향을 분석한 연구로는 Lakonishok et al.(1992)과 Chan and Lakonishok(1993), Brown et al.(1996), Sias(1996), Chan et al.(1996), Huang and Yang(2000), Dennis and Strickland(2002) 등의 선행연구가 있다.

Lakonishok et al.(1992)은 기존 연구들에서 기관투자자들의 군집행동으로 주가를 불안정하게 한다고 주장하는 것과 관련하여 연금 펀드를 이용한 실증 분석을 진행한 결과, 군집행동의 존재를 발견할 수 없다고 하였다. 기관투자자들은 추세추종 및 역추세추종 전략을 편중하여 구사하는 모습을 나타내지 않았다. 또한, 기관투자자의 초과수요와 주가변화 간의 상관관계가 낮음을 보임으로써 기관투자자들이 주가변동성을 확대한다는 주장을 지지하지 않고 있다. Chan and Lakonishok(1993) 역시, 기관투자자의 매매가 시장을 불안정하게 한다는 증거를 발견할 수 없다고 하였다.

한편, Brown et al.(1996)과 Sias(1996)는 기관투자자의 매매가 변동성을 확대한다고 주장한다. Brown et al.(1996)은 기업의 소유지분 구조와 주가 수익률을 분석하여 기관투자자 지분이 많은 기업에서 시장 수익률이 상승한 시기에 초과수익률을 보인다고 하였다. Sias(1996)도 기업의 주식에 대한 기관투자자 비중이 증가할수록 변동성이 확대된다고 하였으며, Chan et al.(1996)은 기관투자자의 매매가 변동성을 증가시키는 결과를 제시하였으나, 통계적 유의성을 확보하지는 못하였다. Dennis and Strickland(2002)는 기관투자자들 사이의 군집행동으로 인하여 기관투자자 비중이 높은 기업의 주식이 높은 변동성을 나타낸다고 하였다.

Huang and Yang(2000)은 이머징 마켓 10개국의 주식시장을 분석하여, 한국 등 3개국에서 금융자율화로 외국인투자자의 유입이 증가한 이후 변동성이 커졌음을 보였다. Singh and Weisse(1998)도 외국인투자자의 증가와 변동성 증가 간 양의 관계를 보였으나, Bekaert and Harvey(1997)는 금융자율화로 외국인투자자와 내국인투자자 간에 국제적 위험공유현상(international risk sharing)이 발생하여 변동성이 감소하게 된다고 주장한다.

국내 시장을 분석한 이인섭과 고광수(1994)는 기관투자자의 매매가 변동성을 감소시킨다는 결과를 제시하고 있다. 이들의 분석에 따르면 개인투자자의 매매는 변동성을 증가시키고 외국인투자자의 경우는 변동성에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

4. 보험투자자의 주식투자에 관한 연구

보험투자자의 주식투자의 비중이 확대되고 있는 만큼, 이들의 주식시장에서의 영향력이 증가할 것으로 기대된다. 따라서 이들의 주식시장에서의 역할에 대한 분석은 중요한 이슈가 될 것으로 판단된다. 보험산업 규모의 증가세를 고려하면 보험회사의 투자 성향 및 영향력에 대한 연구가 많이 진행되었을 것으로 생각되나, 기관투자자의 투자 및 주식시장에의 영향에 대한 연구가 다양하게 진행되어왔음에 비하여 보험투자자의 투자행위가 주식시장에 미치는 영향에 대한 연구는 매우 부족한 실정이다. 보험회사의 주식투자와 관련한 연구들은 대부분 포트폴리오 자산 구성을 살펴봄으로써 이들 투자자그룹의 투자전략을 분석하는 연구가 주로 진행되었다.

Hart(1965)는 생명보험사들이 장기적인 투자자이고, 주식 투자가 허용되어도 주식 투자에 대한 비중을 작게 가져가고 주로 채권에 투자함을 보였다. Bailey(1862)는 생명보험사들은 수익성의 추구보다 안전성과 건전성의 확보에 대한 책임이 더 크다고 주장하였는데, Hart(1965)의 연구 결과는 이러한 주장과 일맥상통한다. 그러나 Jones(1968)는 1946년부터 1964년 사이의 자료를 분석하여 보험사의 투자와 자산에 대한 규제가 보험투자자들의 투자의사결정에 영향을 미쳤으며, 이러한 규제가 없었더라면 보험사들이 주식에 더 많은 비중을 투자할 수 있었을 것이라고 주장하며 Hart(1965)의 주장과 배치하였다.

Rennie(1977)는 1952년부터 1975년까지의 기간을 대상으로 생명보험사들의 투자전략을 분석하여, 내부적, 외부적 요인에 따라서 포트폴리오 구성이 변화함을 보였다. 회사의 재무적 상태 및 경영진의 위험수용성향에 따라 포트폴리오의 전략적 자산 구성이 변화하고 있었다. Stowe(1978)는 1971년 기준 92개 생명보험사를 선정하고 이들의 1957년부터 1971년까지 투자포트폴리오를 연구하였다. 그 결과, 잉여금이 많고 부채가 적을수록 위험이 큰 자산에 투자하며, 또한 규모가 큰 보험사일수록 주식투자 비중이 높고 채권 비중은 상대적으로 낮은 모습을 보였다. Barch(1995) 역시 보험사의 투자 성향을 분석하였는데, 규모가 작은 보험사는 채권 및 주택담보대출 등 위험이 낮은 자산에 주로 투자하고, 규모가 큰 보험사는 주식 및 무보증채권 등 상대적으로 위험이 높은 자산에 투자하는 경향이 있음을 밝혔다. Badrinath et al.(1996)은 보험사가 보유하는 주식의 특징을 분석하

여, 보험사들은 위험이 큰 주식에 대한 투자를 회피하는 경향이 있는데, 주식에 투자하는 경우에는 규모가 큰 주식 및 유동성이 높고 과거 성과가 높은 주식을 선호한다는 연구 결과를 제시하였다. Cummins, Phillips, and Smith(1997)는 1994년의 재무제표를 이용하여 보험사들의 파생상품 사용을 검토하였는데, 대형 보험사일수록 파생상품에 투자하는 비중이 높음을 발견하였다.

III. 연구자료 및 연구방법론

1. 보험업계의 주식투자 현황

본 연구에 사용된 자료 설명에 앞서서 〈표 1〉에서는 금융감독원 금융통계정보시스템에 나타난 보험업계의 주식투자 비중 및 금액을 제시하고 있다. 주식투자 비중을 보여주는 패널 A에 따르면, 2009년 2.58%에서 2011년 4.32%까지 증가한 이후, 지속적으로 비중이 감소하였다. 2015년 2.80%의 저점 이후 주식투자 비중이 다시 가파르게 상승하는 모습을 볼 수 있다. 손해보험과 생명보험을 구분하여 보면, 손해보험의 경우에는 2009년 5.06%에서 지속적으로 감소하면서 2017년에 1%대에 불과한 반면, 생명보험의 경우 오히려 반대 양상을 보이고 있다. 생명보험의 주식투자 비중은 2009년의 1.28%에서 2017년 6.86%까지 증가하였다. 〈그림 1〉은 그래프를 통하여 연도별 변화 추세를 보여주고 있다. Hart(1965)는 생명보험사의 경우 장기적이며 고정수익을 추구하는 투자자이기 때문에 주식투자 제한과 관련한 규제와 무관하게 주식에 많은 투자를 하지 않는다고 주장하였다. 따라서 Hart(1965)의 주장은 국내 생명보험시장에는 적용되지 않음을 알 수 있다.

주식투자 금액을 보여주는 패널 B를 보면, 보험업계의 주식투자 금액은 2009년 1,239억원에서 2014년 7,601억원까지 급속하게 상승하는 모습이며, 2017년 9월말 기준 8,111억원으로 역대 최고치의 주식투자 규모를 보이고 있다. 손해보험과 생명보험을 구분하여 보면, 이러한 현상은 생명보험에서 뚜렷하게 나타난다. 손해보험은 2009년 835억원대의 주식투자 규모가 2017년 761억원으로 감소한 반면, 생명보험은 2009년 400억원대

로 손해보험 주식투자 규모의 절반에도 못 미치던 수준에서 2017년에는 7,349억원까지 18배 이상 증가하였다. 〈그림 3〉은 그래프를 통하여 연도별 주식투자 금액의 변화 추세를 보여주고 있다.

패널 C는 보험사를 세부적으로 구분하여 주식투자 비중을 보여주고 있다. 국내 생명보험사의 경우 2009년 대비 주식투자 비중이 가장 많이 증가했으며, 외국생명보험사의 경우 2015년 이후 주식투자 비중이 거의 없는 것으로 나타났다. 국내 일반손해보험사와 국내 전업손해보험사의 경우에도 2017년 주식투자 비중은 약 1.05%와 2.19%를 보임으로써 보험투자자 중 국내생명보험사의 주식투자 비중과 성장세가 가장 크게 나타남을 알 수 있다. 이는 〈그림 2〉를 통해서도 확인할 수 있다. 주식투자 금액을 세부적으로 구분된 보험사별로 제시한 패널 D에서도 마찬가지로, 국내생명보험사의 주식투자 금액이 확연하게 높은 모습을 확인할 수 있다.

〈Table 1〉 Equity Investment in the Korean Insurance Sector[8)]

This table reports equity investment of insurance companies by year from 2009 to September 2017 in Korea. Statistics are based on data from the end of each year, except for 2017, when based on data from the end of September. Panel A and B report the portion and amount of equities in the investment portfolio of the insurance industry, respectively. Panel C and D provide the portion and amount of equity investment in the domestic and foreign life insurance, domestic full-line non-life, and domestic mono-line non-life sectors.

Year	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Panel A : portion of equity investment(unit:%)									
Insurance Total	2.58	3.19	4.32	3.36	3.57	3.15	2.80	3.91	4.85
Life Insurance	1.28	0.85	4.59	3.90	3.68	2.95	3.62	5.69	6.86
Non-life Insurance	5.06	5.71	3.97	2.14	3.36	3.62	1.37	1.12	1.26
Panel B : amount of equity investment(unit:million Korean won, KRW)									
Insurance Total	123,918	231,647	413,371	536,406	604,365	760,198	586,553	688,850	811,148

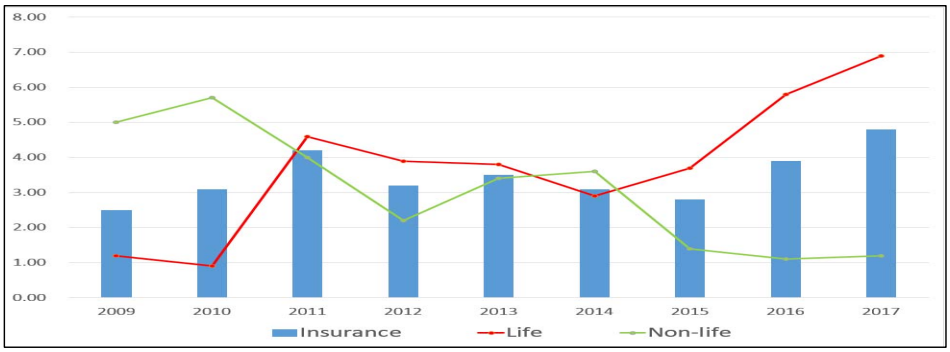
8) 금융감독원 금융통계정보시스템의 최근 자료는 2017년 9월말 기준으로 제시하고 있다.

Life Insurance	40,400	31,854	246,781	432,284	404,223	495,126	481,832	611,541	734,987
Non-life Insurance	83,518	199,793	166,590	104,122	200,142	265,072	104,721	77,309	76,161
Panel C : portion of equity investment, detailed(unit:%)									
Domestic Life Insurance	1.42	0.99	4.46	4.12	3.98	3.13	4.08	7.06	8.41
Foreign Life Insurance	0.30	0.49	5.55	2.05	0.95	0.06	0.00	0.00	0.00
Domestic Full-line Non-life	5.24	6.32	3.62	2.09	3.22	3.80	1.37	1.06	1.05
Domestic Mono-line Non-life	4.71	3.07	6.82	2.48	4.55	2.51	1.38	1.33	2.19
Panel D : amount of equity investment, detailed(unit:million Korean won, KRW)									
Domestic Life Insurance	39,219	26,431	209,919	408,136	394,078	494,522	481,832	611,541	734,987
Foreign Life Insurance	1,181	5,423	36,862	24,148	10,145	604	0	0	0
Domestic Full-line Non-life	62,518	180,629	135,128	90,414	170,555	239,492	82,922	56,482	51,698
Domestic Mono-line Non-life	21,000	19,164	31,462	13,708	29,587	25,580	21,799	20,827	24,463

Source: Financial Statistics Information System, Financial Supervisory Service

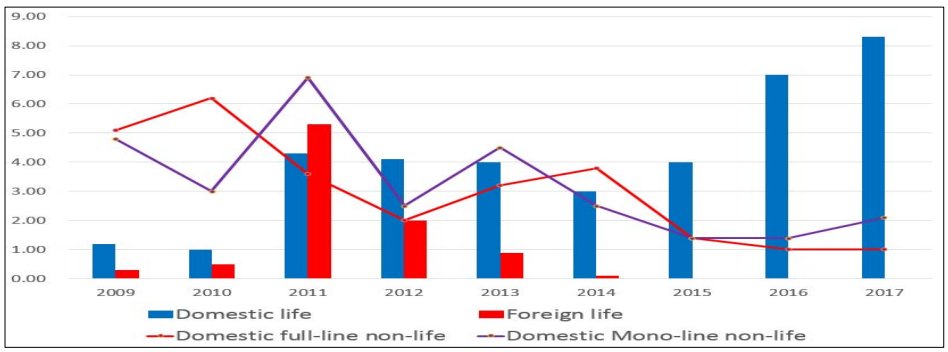
〈Figure 1〉 Proportion of Equity Investment in the Insurance Industry

The figure shows the yearly portion of equity investment in the insurance industry in Korea from 2009 to 2017. The graphs are based on data from the end of each year, except for 2017, when based on data from the end of September.



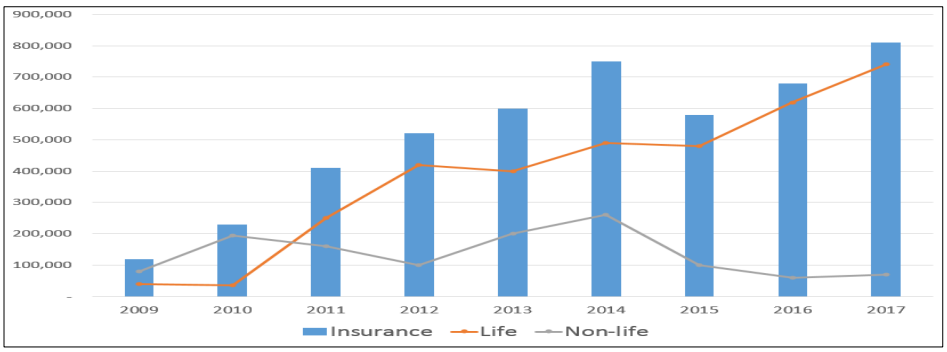
〈Figure 2〉 Proportion of Equity Investment in Detailed Insurance Sectors

The figure shows the yearly portion of equity investment in detailed insurance sectors: domestic life, foreign life, domestic full-line non ljfe, and doemstic mono-line non-life insurance sector. The graphs are based on data from the end of each year, except for 2017, when based on data from the end of September.



〈Figure 3〉 Amount of Equity Investment in the Insurance Industry

The figure shows the yearly amount of equity investment in the insurance industry in Korea from 2009 to 2017. The graphs are based on data from the end of each year, except for 2017, when based on data from the end of September. Monetary numbers are in million Korean won(KRW).



2. 연구자료

본 연구는 2005년부터 2017년까지 13년 동안 한국거래소에 상장된 전 종목을 대상으로 보험투자자가 매매한 종목을 분석하였다. 〈표 2〉에서는 일별, 종목별로 종목 특성을 산출한 후 이를 단순 평균하여 주식 시장에 상장된 전체 종목의 기초통계량과 보험투자자가 매매한 종목의 기초통계량을 구분하여 제시하고 있다. 패널 A에서 대상기간에 상장된 전 종목의 특성을 보여준 후, 패널 B에서 상장된 종목 중 보험투자자가 매매한 종목의 평균적인 특성을 제시하였다.

〈표 2〉를 통하여 우선, 보험투자자가 상대적으로 규모가 큰 주식에 편중된 포트폴리오를 구성하고 있음을 알 수 있다. 전체 상장종목의 평균 시가총액은 5,820억원인 것에 비하여 보험투자자가 매매한 종목의 평균 시가총액은 2조 5,427억원에 달한다. 유가증권시장에 속하는 종목은 전체 종목의 평균 시가총액이 1조 1,700억원, 보험투자자 매매 종목은 3조 2,624억원이고, 코스닥시장에 속하는 종목은 전체 종목의 경우 1,123억원과 보험투자자 매매 종목의 경우 4,589억원으로 큰 차이를 나타내고 있었다. 특히, 보험투자자는 코넥스 종목은 전혀 매매하지 않고 있다.

둘째, 보험투자자는 상대적으로 주가가 높은 종목에 투자하고 있음을 알 수 있다. 상장

된 전체 종목의 평균 주가는 유가증권이 46,729원, 코스닥과 코넥스가 8천원 대였다. 보험투자자 매매 종목의 평균 주가는 유가증권종목 86,766원, 코스닥종목 28,859원으로 전체 평균 주가보다 2배 이상 높은 종목을 투자대상으로 하고 있었다.

셋째, 보험투자자는 체결건수가 많은 종목을 매매하고 있었고 체결금액도 높았다. 전체 종목의 경우, 유가증권과 코스닥의 평균 체결건수는 2천건으로 비슷한 수준이며, 코넥스는 초기시장의 미성숙으로 평균 6건에 불과하였다. 반면, 보험투자자가 거래한 종목들의 평균 체결건수는 4~5천 건으로 유동성이 높은 종목들이었다. 체결수량은 40만주 내외로 전체 종목과 보험투자자 매매 종목의 차이가 미미하였다. 체결금액은 전체 종목의 평균이 유가증권과 코스닥이 각각 5,712백만원, 2,175백만원인데 비해, 보험투자자가 거래한 종목은 14,882백만원, 6,337백원으로 큰 차이를 보였다.

넷째, 보험투자자는 스프레드가 낮은 종목을 매매하고 있음이 나타나서 이들이 유동성이 높은 주식을 선호함을 보였다. 최우선 매도호가와 최우선 매수호가의 차이를 두 값의 평균으로 나누어 산출한 스프레드는 대표적인 유동성 지표이다. 시장 전체의 평균 스프레드가 0.67~0.87%이며, 초기 시장인 코넥스가 9.09%를 보인 반면, 보험투자자가 거래한 종목들의 평균 스프레드는 시장에 관계없이 약 0.38%로 전체 종목 대비 높은 유동성을 나타낸다.

마지막으로, 보험투자자는 변동성이 낮은 주식을 선호함을 알 수 있다. 변동성은 장중 고가와 장중 저가의 차이를 두 값의 평균으로 나누어 산출한 장중변동성을 이용하였다. 전체 종목의 경우, 유가증권종목과 코스닥종목의 변동성이 각각 4.18%, 5.48%인데 반해, 보험투자자가 거래한 종목의 변동성은 유가증권의 경우 3.63%, 코스닥의 경우 4.69%로 상대적으로 낮았다.

이를 종합하면, 보험투자자들의 투자 포트폴리오에 속한 종목들은 시가총액과 주가가 높은 우량주로 높은 체결수량과 낮은 스프레드의 특징을 보이는 유동성이 높은 종목들이며 변동성이 작은 종목들로 나타났다.

〈Table 2〉 Stock Characteristics

This table presents the means of key characteristics of stocks from January 2009 to September 2017. Panel A reports summary statistics of stocks in the market, and Panel B reports those of stocks held by insurance investors.

	Obs.	Market Cap. (100 million KRW)	Price (KRW)	Number of trading	Trading volume (1000 shares)	Trading volume (million KRW)	Spread (%)	Volatility (%)
Panel A: Stocks traded by all investors								
All	6,175,314	5,820	25,611	2,252	497	3,714	0.85	4.91
KOSPI	2,750,341	11,700	46,729	2,514	441	5,712	0.87	4.18
KOSDAQ	3,322,292	1,123	8,651	2,104	558	2,175	0.67	5.48
KONEX	102,681	320	8,728	6	2	16	9.09	6.31
Panel B: Stocks traded by insurance investors								
All	1,242,320	25,427	71,899	5,269	432	12,688	0.38	3.90
KOSPI	923,376	32,624	86,766	5,577	452	14,882	0.38	3.63
KOSDAQ	318,944	4,589	28,859	4,377	372	6,337	0.38	4.69

3. 연구방법론

가. 보험투자자의 일일 순투자지표

Kamesaka et al.(2003)은 주간 매수금액과 매도금액을 측정하여 주간 순투자(weekly net investment flow)라는 개념을 도출하였다. 본 연구에서는 이를 준용하고 일별 매수금액 및 매도금액 자료를 사용함으로써 일일 순투자(daily net investment flow, 이하 NIF)라는 개념을 사용하였다. 이를 위하여 2005년부터 2017년까지 13년간 국내 주식시장에서 보험투자자의 일별 매수금액과 매도금액을 측정함으로써 매일의 NIF지표를 산출하였다. 매수금액은 보험투자자가 특정일에 매수한 거래금액의 합계이며, 매도금액은 보험투자자가 특정일에 매도한 거래금액의 합계이다. NIF 지표는 일별 매수금액과 매도금액의 차이를 총 매매금액으로 나누어 산출한다.[9] 구체적인 계산식은 아래와 같다.

9) 우민철과 김명애(2015, 2016)와 고봉찬 외 3인(2008) 등도 NIF 지표의 개념을 분석에 사용하고 있다.

$$NIF_{i,t} = \frac{Buy\,Won_{i,t} - Sell\,Won_{i,t}}{Buy\,Won_{i,t} + Sell\,Won_{i,t}} \quad \text{(식 1)}$$

여기서,

$\text{BuyWon}_{i,t}$: $\sum_{i=1}^{N} BVol_{i,t} * \text{Price}_{i,t}$ (매수 금액)

$\text{SellWon}_{i,t}$: $\sum_{i=1}^{N} SVol_{i,t} * \text{Price}_{i,t}$ (매도 금액)

$\text{BVol(Svol)}_{i,t}$: 특정일(t) 특정종목(i)의 매수(매도)수량

$\text{Price}_{i,t}$: 특정일(t) 특정종목(i)의 체결가격

나. 보험투자자의 전체 시장 측면에서의 시황별 투자전략

시황에 따른 보험투자자의 투자전략을 분석함에 있어서는 아래와 같은 벡터자기회귀모형(VAR: Vector Autoregression)을 사용하였다. 이는 보험투자자가 자신의 과거 투자행태를 유지하는 데서 발생할 수 있는 영향력을 고려하기 위함이다.

$$NIF_t = \alpha_0 + \sum_{\tau=1}^{10} \beta_{1,t-\tau} * Index_{t-\tau} + \sum_{\tau=1}^{10} \beta_{2,t-\tau} * NIF_{t-\tau} + \epsilon_t \quad \text{(식 2)}$$

(식 2)에서 Index는 시장수익률이다. 시장수익률의 경우, 유가증권시장은 KOSPI 지수를 사용하였고 코스닥시장은 KOSDAQ 지수를 사용하였다. 전체 시장의 경우는 이들을 가중 평균한 KRX지수를 산출하여 사용하였다. 2005년 1월 1일을 1,000P의 기준지수로 하고 코스피 지수와 코스닥 지수를 시가총액을 이용하여 가중 평균한다. $\in dex_{t-\tau}$는 τ시차 전의 Index를 의미하고 $\ni F_{t-\tau}$는 τ시차 전의 NIF를 의미한다.

다. 보험투자자의 개별종목 수준에서의 시황별 투자전략

본 연구에서는 전체 시장 측면뿐만 아니라 개별종목 수준에서의 시황에 따른 보험투자자의 투자전략도 분석하였다. 이러한 분석을 위해서는 아래의 (식 3) 및 (식 4)를 이용하여 회귀분석을 진행하였다. 과거 일정기간의 수익률 더미변수 및 종목특성 변수들을 통제변

수로 사용하였다. 또한, 종목 및 기간에 따른 표준편차 군집 현상의 통제를 위하여 종목과 기간의 고정효과(fixed effects)를 반영[10]하였다.

$$NIF_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * Return_{i,t} + \beta_2 * D(PS)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-10} + \beta_3 * D(NG)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-10} + \epsilon_{i,t}$$

(식 3)

$$NIF_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * Return_{i,t} + \beta_2 * D(PS)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-10} + \beta_3 * D(NG)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-10} + \beta_4 * \mathrm{Ln}(MktCap)_{i,t} + \beta_5 * Volatility_{i,t} + \beta_6 * Spread_{i,t} + \beta_7 * MAvg(\mathrm{Price5}_{i,t}) + \beta_8 * MAvg(\mathrm{Price10}_{i,t}) + \beta_9 * ForeignHold_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(식 4)

여기서,

NIF : 보험투자자의 순매수지표

Return : 개별종목의 수익률

D(PS) : 과거 5일 및 10일간 수익률이 0 초과인 경우 1의 값을 갖는 더미변수

D(NG) : 과거 5일 및 10일간 수익률이 0 미만인 경우 1의 값을 갖는 더미변수

Ln(MktCap) : 시가총액의 자연로그값

Volatility : 장중변동성

Spread : 스프레드

MAvg(Price5), MAvg(Price10) : 주가의 자연로그값으로 최근 5일(10일)간의 종가평균

ForeignHold : 외국인 보유지분

라. 보험투자자의 매매가 시장에 미치는 영향: 수익률, 유동성, 변동성

보험투자자의 주식 매매가 시장에 미치는 영향은 수익률 및 유동성, 변동성 측면에서 살펴보았다. 이러한 분석을 위해서 사용한 각각의 구체적인 회귀분석식은 아래의 (식 5)~(식 7)과 같다. 위의 분석과 마찬가지로 고정효과를 고려하였다.

10) Thompson(2011) 참조.

$$Return_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * NIF_{i,t} + \beta_2 * Spread_{i,t} + \beta_3 * Volatility_{i,t} + \beta_4 * Return_{i,t-5} + \beta_5 * \mathrm{Ln}(MktCap)_{i,t} + \beta_6 * \mathrm{Ln}(\mathrm{Price})_{i,t} + \beta_7 * D(InsBuy)_{i,t} * InsBuyRatio_{i,t} + \beta_8 * D(InsSell)_{i,t} * InsSellRatio_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(식 5)[11]

$$Spread_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * NIF_{i,t} + \beta_2 * Return_{i,t} + \beta_3 * Volatility_{i,t} + \beta_4 * Return_{i,t-5} + \beta_5 * \mathrm{Ln}(MktCap)_{i,t} + \beta_6 * \mathrm{Ln}(\mathrm{Price})_{i,t} + \beta_7 * D(InsBuy)_{i,t} * InsBuyRatio_{i,t} + \beta_8 * D(InsSell)_{i,t} * InsSellRatio_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(식 6)

$$Volatilty_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * NIF_{i,t} + \beta_2 * Sprd_{i,t} + \beta_3 * Return_{i,t} + \beta_4 * Return_{i,t-5} + \beta_5 * \mathrm{Ln}(MktCap)_{i,t} + \beta_6 * \mathrm{Ln}(\mathrm{Price})_{i,t} + \beta_7 * D(InsBuy)_{i,t} * InsBuyRatio_{i,t} + \beta_8 * D(InsSell)_{i,t} * InsSellRatio_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(식 7)

위 회귀식에서 Return, Spread, Volatility는 각각 개별종목의 일별 수익률, 일별 스프레드, 일별 변동성을 의미하며, NIF는 보험투자자의 일일 순매수지표이다. Ln(MktCap)은 종목별 시가총액의 자연로그값이고 Ln(Price)는 종목 주가의 자연로그값이다. D(InsBuy)와 D(InsSell)은 더미변수인데, D(InsBuy)는 보험투자자가 순매수하는 경우 1의 값을 갖고, D(InsSell)은 보험투자자가 순매도하는 경우 1의 값을 갖는다. InsBuyRatio와 InsSellRatio는 각각 당일거래량에서 보험투자자의 매수 비중과 매도 비중이다.

11) 당일 수익률($Return_{i,t}$) 이외에 익일 수익률($Return_{i,t+1}$)에 대한 추가 분석을 하였다. 심사자님의 지적에 감사드린다.

Ⅳ. 실증분석

1. 보험투자자의 매매관여율

〈표 3〉은 보험투자자가 당일 거래된 종목 중에서 얼마나 많은 종목을 거래하는지를 나타내는 매매관여율을 보여준다. 패널 A는 보험투자자의 전체 주식시장에서의 매매관여율이고 패널 B는 보험투자자의 종목별 수준에서의 매매관여율이다.

패널 A에서 거래종목 수는 당일 체결된 종목 중 보험투자자가 체결한 종목의 수(A)이고, 총 체결종목 수는 상장된 종목 중 당일 1주라도 체결된 종목의 수(B)이다. 비중은 당일 총 체결된 종목 수(B)에서 보험투자자가 체결한 종목 수(A)의 비율로 전체 주식시장에서 보험투자자의 매매관여율이다. 보험투자자는 일평균 386종목을 거래하면서 당일 체결된 종목의 20.27%를 거래하였다. 유가증권 종목을 대상으로 볼 때, 일평균 287종목을 거래하면서 당일 체결된 종목의 33.51%를 거래한 반면, 코스닥 종목은 일평균 99종목을 거래하면서 당일 체결된 종목의 9.44%를 거래하였다. 이는 보험투자자들이 주로 유가증권시장 종목을 매매 대상으로 하고 있음을 알려준다.

패널 B는 특정 종목의 매매에서 보험투자자의 매매가 차지하는 비중을 나타낸다. 분석기간 중에 상장 거래된 2,797종목 중 보험투자자는 2,228종목(79.66%)을 매매하였고, 보험 투자자의 매매가 종목에서 차지하는 비중은 평균 3.70%였다. 유가증권시장에서는 거래가 형성된 종목의 84.91%를 거래하면서 평균 3.94%의 매매관여율을 보였고, 코스닥시장에서는 거래형성 종목 중 76.19%를 거래하고 평균 3.53%의 매매관여율을 보였다. 즉, 종목 수준에서 보더라도 유가증권시장에 상장된 종목에 더 많이 관여하고 있음을 알 수 있다. 이러한 차이는 1% 수준에서 통계적으로도 유의하였다.

〈Table 3〉 Trading Participation Rates of Insurance Investors

This table presents the intensity of transactions conducted by insurance investors. Panel A reports the participation of insurance investors at the market level, showing the proportion of the numbers of stocks traded by insurance investors divided by the total number of stocks in the market. Panel B reports the amount and portion of stock transactions conducted by insurance investors at the stock level. The portion of Panel B is calculated by averaging the portion of stock transactions conducted by insurance

investors for each stock.

Panel A : Trading participation of insurance investors at the market level									
	All			KOSPI			KOSDAQ		
	Num of stocks (A)	Traded stocks (B)	Portion (%, A/B)	Num of stocks (A)	Traded stocks (B)	Portion (%, A/B)	Num of stocks (A)	Traded stocks (B)	Portion (%, A/B)
Number of days			3,219			3,219			3,219
Mean	386	1,886	20.27	287	854	33.51	99	1,032	9.44
Std.	130	89	146.07	90	18	500.0	46	80	57.50
Max	924	2,120	44.25	748	884	86.67	262	1,251	24.04
95%	613	2,066	31.26	432	878	50.71	183	1,208	16.68
Q3	462	1,908	23.86	326	867	37.91	134	1,046	12.41
Median	359	1,885	19.06	274	859	31.50	87	1,018	8.60
Q1	303	1,851	16.30	239	847	28.01	62	997	6.21
5%	205	1,730	11.63	162	818	19.56	40	909	4.21
Min	94	1,698	5.44	71	810	8.61	20	886	2.21
Panel B : Trading participation of insurance investors at the stock level									
	Transaction amount		Portion (%)	Transaction amount		Portion (%)	Transaction amount		Portion (%)
Num of stocks			2,228			945			1,283
Mean	208,325,717		3.7031	335,570,110		3.9362	114,603,229		3.5314
Std.	567,958,369		4.0877	842,420,835		4.0128	130,631,415		4.1352
Max	14,066,499,194		47.6631	14,066,500,000		35.2450	1,934,266,390		47.6631
95%	809,147,964		11.0344	1,765,430,000		10.2018	304,063,463		11.9415
Q3	165,115,652		4.5000	227,196,000		4.8663	144,614,437		4.2560
Median	79,691,657		2.7043	71,290,400		3.0553	84,329,474		2.3282
Q1	33,185,923		1.4356	25,687,900		1.7238	41,622,276		1.2807
5%	2,332,296		0.0917	1,310,620		0.1718	6,099,493		0.0627
Min	10,350		0.0000	218,871		0.0027	10,350		0.0000

2. 보험투자자가 매매한 종목의 특성

이번 절은 보험투자자가 거래한 종목과 거래하지 않은 종목을 구분함으로써 두 그룹간 특성을 비교한 결과를 〈표 4〉를 통해 제시한다. 대상기간 중 관측 수는 종목일인데, 보험투자자가 거래한 종목일보다 거래하지 않은 종목일이 4배 이상 많았다. 보험투자자가 매매한 종목들은 그렇지 않은 종목에 비해 주가가 높은 특징을 보인다. 거래량은 다소 적었지만 거래금액은 10배 이상 많고, 시가총액도 높은 종목을 선호하고 있다. 또한, 변동성이 상대적으로 작고, 스프레드가 작아서 유동성이 높은 종목을 매매했으며, 회전율은 상대적으로 낮은 종목을 거래하고 있었다.

패널 B의 유가증권시장의 경우, 보험투자자가 매매한 종목일이 매매하지 않은 종목일의 약 50% 수준이었다. 보험투자자들이 선호한 종목들은 상대적으로 고가이면서, 거래대금과 시가총액뿐만 아니라 거래량도 많은 특성을 지녔다. 또한, 변동성이 작으면서 스프레드로 측정한 유동성은 높고, 상장주식수가 반영된 거래량인 회전율은 낮은 특성을 보였다. 코스닥시장의 종목을 대상으로 분석한 패널 C에 따르면, 보험투자자가 매매한 종목일이 매매하지 않은 종목일의 약 10%에 불과하다. 이는 기관투자자들이 일반적으로 코스닥에 대해 낮은 선호도를 지니는 모습을 그대로 보여주고 있다. 코스닥시장에서도 보험투자자는 주가, 유동성 및 변동성 측면에서 우량주의 특성을 가진 종목을 더욱 선호하는 것으로 나타났다.

〈Table 4〉 Stock Characteristics: Comparison between Stocks Traded and Non-traded by Insurance Investors

This table compares key characteristics between the stocks traded and non-traded by insurance investors. *Trading: Y* is stocks that insurance investors has traded, and *Trading: N* is stocks that insurance investors has not traded. *Diff(Y-T)* represents the difference between these two groups.

	trading-days	Price (KRW)	Trading shares (1000 shares)	Trading amount (mil. KRW)	Market Cap. (100mil. KRW)	Volatility (%)	Spread (%)	Turnover (%)
Panel A: All								

Trading: N	4,932,994	13,954	513	1,454	883	5.1736	0.9750	2.0815
Trading: Y	1,242,320	71,899	432	12,690	25,430	3.9045	0.3775	0.9704
Diff (Y-N)		-57,945	81	-11,200	-24,500	1.2691	0.5975	1.1111
t-value		-367	42	-369	-287	423	616	295
Panel B: KOSPI								
Trading: N	1,826,965	26,493	435	1,077	1,125	4.4644	1.1258	1.5518
Trading: Y	923,376	86,766	452	14,880	32,620	3.6342	0.3765	0.6809
Diff (Y-N)		-60,273	-17	-13,800	-31,500	0.8301	0.7493	0.8709
t-value		-264	-6	-350	-276	218	505	184
Panel C: KOSDAQ								
Trading: N	3,003,348	6,505	578	1,733	755	5.5694	0.7050	2.4732
Trading: Y	318,944	28,859	372	6,337	4,590	4.6869	0.3805	1.8085
Diff (Y-N)		-22,354	206	-4,605	-3,830	0.8825	0.3245	0.6647
t-value		-288	85	-153	-244	151	336	78.28

3. 전체 시황에 대한 보험투자자의 투자전략

과거 시황에 따른 보험투자자의 투자전략을 살펴보기에 앞서, 〈표 5〉에서는 시장별로 산출한 보험투자자의 NIF지표와 시장 대표지수[12]간 피어슨 상관계수 및 스피어만 상관계수를 보여준다.

전체 시장에 대한 보험투자자 NIF와 시장 지수는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계이다. 스피어만 상관계수와 피어슨 상관계수 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 값을 보였다. 유가증권시장의 보험투자자 NIF와 코스피지수, 코스닥시장의 보험투자자 NIF와 코스닥지수도 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보였다. 유가증권에 대한 상관관계 계수값이 코스닥시장에 대한 상관관계 계수값보다 다소 높게 나타나고 있다.

12) KRX Index는 현재 유가증권과 코스닥시장을 아울러 우량종목 100개와 300개로 산출하는 KRX100지수와 KRX300지수가 있지만, 전체 종목을 포함하는 시장 대표지수가 아니기 때문에 KOSPI지수와 KOSDAQ지수를 시가총액 가중방식으로 가중하여 시장대표지수인 가칭 KRX Index를 산출하였다.

〈Table 5〉 Correlations among Insurance Investors' NIFs and Market Indexes

This table provides Pearson and Spearman correlations among NIFs of insurance investors and market indexes. The NIF represents the daily net investment flows. The KRX index is constructed from the daily KOSPI(KSE) and KOSDAQ(KSQ) value-weighted return.

Pearson / Spearman	Index (KRX)	Index (KSE)	Index (KSQ)	NIF (KRX)	NIF (KSE)	NIF (KSQ)
Index (KRX)	1	0.9818	0.8662	**0.1597**	0.1583	0.0052
		<.0001	<.0001	**<.0001**	<.0001	0.7678
Index (KSE)	0.9711	1	0.7580	0.1626	**0.1690**	-0.0402
	<.0001		<.0001	<.0001	**<.0001**	0.0226
Index (KSQ)	0.8074	0.6644	1	0.1141	0.0915	**0.1306**
	<.0001	<.0001		<.0001	<.0001	**<.0001**
NIF (KRX)	**0.2060**	0.2003	0.1573	1	0.9868	0.2968
	<.0001	<.0001	<.0001		<.0001	<.0001
NIF (KSE)	0.2006	**0.2066**	0.1224	0.9819	1	0.1569
	<.0001	**<.0001**	<.0001	<.0001		<.0001
NIF (KSQ)	0.0289	-0.0327	**0.1851**	0.2772	0.1287	1
	0.1008	0.0637	**<.0001**	<.0001	<.0001	

보험투자자의 순매수지표인 NIF지표를 이용하여 시장 시황이 이들 투자자그룹의 매매에 미치는 영향을 살펴본 결과는 〈표 6〉에서 보여주고 있다. 전체 시장을 대상으로 분석한 결과를 보면, 주가지수가 하락하는 장세에서 보험투자자는 매수전략을 구사하고 있으며, 5차의 시차에서도 통계적으로 유의한 값을 보였다. 이러한 역추세추종 전략은 시장의 하락폭을 완화하고, 과도한 주가상승을 억제하여 시장 변동성을 줄이는데 기여하게 된다. 이는 보험업종이 안정적인 자산운용을 주된 투자전략으로 취하기 때문에, 전술한 바와 같이 투자 포트폴리오에 속한 종목들이 시가총액이 높고 주가가 높은 우량주이며, 유동성이 높고 변동성이 작은 종목들로 구성되었다는 점과 일맥상통한다고 하겠다.

유가증권시장만을 대상으로 분석한 결과, 역시 보험투자자들은 역추세추종 전략을 수행하며 6차의 시차에서도 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고 있다. 코스닥시장만을 이용하여 분석한 경우에도 마찬가지로 역추세추종 전략의 사용을 발견할 수 있었으나 이는 2차의 시차까지만 통계적으로 유의한 음의 값을 보였다.

〈Table 6〉 Insurance Investors' Trading and Market Condition

This table shows the results of regression analyses concerning the influence of market conditions on the trading strategy of insurance investors. The dependent variable is the NIF(net investment flow) of insurance investors. * and ** indicate statistical significance at the 5% and 1%, respectively. In model (2), Indext-τ indicates the return of the market index on day t-τ.

$$NIF_t = \alpha_0 + \sum_{\tau=1}^{10} \beta_{1,t-\tau} * Index_{t-\tau} + \sum_{\tau=1}^{10} \beta_{2,t-\tau} * NIF_{t-\tau} + \epsilon_t \quad \cdots\cdots (model2)$$

	All		KOSPI		KOSDAQ	
	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val
Nobs	3,209					
Lag1(Index)	**-1.6586**	**-8.00****	**-1.7327**	**-8.20****	**-0.9995**	**-3.20****
Lag2(Index)	**-1.0640**	**-5.13****	**-1.0577**	**-5.04****	**-0.6581**	**-1.99****
Lag3(Index)	**-0.7212**	**-3.34****	**-0.8086**	**-3.63****	-0.3135	-1.01
Lag4(Index)	**-0.4817**	**-2.43****	**-0.4345**	**-2.09****	-1.0117	-3.48**
Lag5(Index)	**-0.6462**	**-3.16****	**-0.7232**	**-3.40****	0.4097	+1.36
Lag6(Index)	-0.4119	-1.87	**-0.4952**	**-2.30****	-0.2872	-0.94
Lag7(Index)	0.0954	+0.45	0.0543	+0.25	-0.1678	-0.52
Lag8(Index)	-0.4266	-2.10*	-0.4730	-2.23*	-0.3523	-1.14
Lag9(Index)	0.0156	+0.07	-0.0201	-0.09	0.4015	+1.30
Lag10(Index)	-0.3317	-1.54	-0.3856	-1.76	0.1418	+0.46
Lag1(NIF)	0.2858	+12.68**	0.2885	+12.85**	0.3171	+16.54**
Lag2(NIF)	0.0486	+2.30*	0.0474	+2.27*	0.0841	+4.25**
Lag3(NIF)	0.0780	+3.78**	0.0689	+3.32**	0.0497	+2.51*
Lag4(NIF)	0.0362	+1.80	0.0327	+1.61	0.0447	+2.19*
Lag5(NIF)	0.0251	+1.25	0.0357	+1.77	0.0092	+0.46
Lag6(NIF)	0.0761	+3.65**	0.0714	+3.36**	-0.0040	-0.21
Lag7(NIF)	0.0290	+1.47	0.0211	+1.07	0.0607	+3.04**
Lag8(NIF)	0.0093	+0.45	0.0096	+0.47	-0.0172	-0.85
Lag9(NIF)	-0.0011	-0.06	0.0013	+0.06	0.0300	+1.55
Lag10(NIF)	0.0729	+3.52**	0.0711	+3.48**	-0.0027	-0.15
AdjR-Square	0.2086		0.2006		0.1726	

〈표 7〉은 〈표 6〉을 연도별로 분석하여 시차 1의 계수값만을 보여주고 있다. 전체 시장의 경우, 2015년을 제외하고는 시장이 하락하는 경우, 보험투자자가 순매수를 하는 음(-)의 관계를 보였으며 대부분의 연도에서 통계적 유의성을 보이고 있다. 유가증권시장의 경

우, 전체 시장을 대상으로 한 분석과 계수 값에서 차이를 보였으나 방향성 및 통계적 유의성은 동일하게 나타났다. 코스닥시장에 있어서는 시장의 움직임과 이에 따른 보험투자자의 매수, 매도 방향성과 관련하여, 많은 경우 음의 계수값이 발견되기는 하지만 추세추종 또는 역추세추종 투자전략을 주장할만큼 유의한 관계를 보이는 연도는 많지 않았다.

〈Table 7〉 Insurance Investors' Trading and Market Condition : Yearly

This table shows the regression results examining the relation between market condition and the insurance investors' NIF(net investment flow) on yearly basis over the period January 2005 through September 2017. In model (2), Indext-τ indicates the return of market index on day t-τ. This table provides only the coefficient of the independent variable, Indext-1. * and ** indicate statistical significance at the 5% and 1%, respectively.

$$NIF_t = \alpha_0 + \sum_{\tau=1}^{10} \beta_{1,t-\tau} * Index_{t-\tau} + \sum_{\tau=1}^{10} \beta_{2,t-\tau} * NIF_{t-\tau} + \epsilon_t \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (model2)$$

Year	All		KOSPI		KOSDAQ	
	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val
2005	-0.0661	-0.05	-0.6383	-0.50	-0.6574	-0.45
2006	-1.6093	-1.63	-1.7891	-1.72	-0.0483	-0.04
2007	-2.3621	-3.68**	-2.4211	-3.91**	-1.0918	-0.76
2008	-1.6917	-4.63**	-1.6899	-4.55**	-0.0250	-0.03
2009	-1.6820	-2.47*	-1.5103	-2.17*	-0.5835	-0.56
2010	-2.5930	-3.26**	-2.5411	-2.98**	-2.2255	-1.71
2011	-1.1829	-2.22*	-1.3054	-2.35*	-1.6680	-2.09*
2012	-1.1598	-1.40	-1.1864	-1.41	+1.6313	1.22
2013	-2.7131	-1.92*	-3.0953	-2.18*	-2.9772	-2.54*
2014	-0.8208	-0.75	+0.1885	+0.17	+1.8547	+1.20
2015	0.7633	+0.67	+0.0180	+0.01	+3.4617	+3.05**
2016	-2.1464	-2.10*	-2.4728	-1.99*	-0.8561	-0.62
2017	-6.9442	-5.89**	-7.3624	-6.36**	-0.3695	-0.26

4. 개별종목 시황에 대한 보험투자자의 투자전략

〈표 8〉은 개별종목의 과거수익률에 대하여 보험투자자의 순매매지표를 회귀분석하여 투자전략을 보여준다. 패널 A와 패널 B는 과거 5일간의 수익률을, 패널 C와 패널 D는 과거 10일간의 수익률을 이용한 분석 결과이다.

패널 A는 (식 3)을 이용한 회귀분석 결과로, D(NG)*Return의 계수값이 전체시장, 유가증권시장, 코스닥시장 모두에서 음(-)으로 나타남을 볼 수 있다. 이는 과거 수익률이 하락하는 경우에 있어서 보험투자자의 순매수가 증가하는 역추세추종 전략의 양태가 나타남을 의미한다. 유가증권시장의 계수값은 -0.1880이고 코스닥시장은 -0.2983으로 나타나서, 코스닥시장의 하락장에서 보험투자자들이 더 강한 매수세를 나타냈다. D(PS)*Return의 계수값은 양(+)의 값으로 나타나는데 과거 수익률이 상승한 경우 유가증권시장에서는 보험투자자가 해당 종목을 매수하고 있으며 코스닥시장에서는 통계적으로 유의미하지 않은 양의 값으로, 최소한 매도하지는 않는 모습이다.

이러한 결과를 볼 때, 보험투자자는 종목 수익률이 하방압력을 받는 때에 매수 전략을 취함으로써 추가 하락을 완화하는 역할을 수행하고 있음을 알 수 있다. 이러한 현상은 유가증권시장보다 코스닥시장에서 더 뚜렷하게 나타났다. 또한 패널 A가 과거 5일간의 수익률을 보고 있다는 점을 고려하면, 종목 수익률이 좋은 경우에 보험투자자가 빠르게 이를 매도하는 행위를 하지 않고 있음을 알 수 있다.

패널 B는 개별종목의 특성을 통제변수로 추가한 (식 4)를 이용하여 회귀분석한 결과이다. 코스닥시장에서 보험투자자들은 개별종목의 수익률이 하락할 경우 매수세를 증가시키는 모습을 강하게 보이고 있다. D(NG)*Return의 계수값이 -0.2325로 이는 유의수준 1%에서 유의한 값이다. 한편, 유가증권시장의 계수값은 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않았다. 이는 종목 수익률이 하락할 때 보험투자자들이 매수세를 증가시켜서 변동성을 완화하는 역할을 담당하는데, 이러한 역할을 유가증권시장보다 코스닥시장에서 더 강하게 수행함을 시사한다.

패널 C와 패널 D는 과거 수익률을 산정함에 있어서 10일 전부터 1일 전까지의 수익률을 이용하여 (식 3) 및 (식 4)의 회귀분석을 시행한 결과이다. 패널 C를 보면, 패널 A와 마

찬가지로 D(NG)*Return의 계수값이 모든 시장에서 음(-)으로 나타나고 있어서, 과거 수익률이 하락하는 경우 보험투자자가 순매수를 증가시키는 투자전략으로 시장을 안정화시키는 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 과거 10일 수익률을 사용한 경우에는 유가증권시장에서의 D(PS)*Return 계수값도 음(-)의 값을 나타내어 역추세추종 전략을 더욱 뚜렷하게 구사하고 있음을 보여준다.

통제변수를 추가한 패널 D에서 제시하고 있는 결과는 패널 B의 결과와 유사하다. 코스닥시장에서 D(NG)*Return의 계수값은 -0.1660으로 개별종목 수익률이 하락하는 경우 보험투자자들이 매수세를 증가시키고 있었다. 유가증권시장에서의 계수값은 통계적으로 유의하지 않아서, 보험투자자들의 시장 안정화 역할이 유가증권시장에서보다 코스닥시장에서 더 강하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

개별종목 수준에서 과거 수익률이 보험투자자의 투자전략에 미치는 영향을 분석한 결과를 종합하면, 보험투자자들은 과거 수익률이 하락하는 경우에 NIF를 증가시키는 투자전략을 구사하고 있었으며 이러한 현상은 코스닥시장에서 더욱 강하게 발견되었다. 보험투자자들이 코스닥시장 종목보다 유가증권시장 종목을 선호하는 경향이 있음에도 불구하고, 이들 그룹의 매매를 통한 시장안정화에의 기여 정도는 코스닥시장에서 더 크게 나타나는 것은 매우 흥미로운 발견이다. 아울러, 본 연구가 단기 시차의 수익률을 보고 있다는 점을 고려하면, 보험투자자들이 과거 수익률이 높았던 종목을 단기간에 매도하지 않는 투자 행위를 하고 있는 현상은 보험가입자의 수익성 측면에서 볼 때 부정적이지 않다고 판단된다.

〈Table 8〉 Insurance Investors' Trading and Past Stock Returns

This table presents the results of the regression analyses examining the relation between past stock returns and the insurance investors' NIF(net investment flow) at the stock level over the period January 2005 through September 2017. In Panels A and B, past 5-day returns are used in models (3) and (4). In Panels C and D, past 10-day returns are used as in models (3) and (4). * and ** indicate statistical significance at the 5% and 1%, respectively.

$$NIF_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * Return_{i,t} + \beta_2 * D(PS)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-5(10)} + \beta_3 * D(NG)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-5(10)} + \epsilon_{i,t} \quad \cdots\cdots (model3)$$

$$NIF_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * Return_{i,t} + \beta_2 * D(PS)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-5(10)} + \beta_3 * D(NG)_{i,t} * Return_{i,t-1,t-5(10)} + \beta_4 * \mathrm{Ln}(MktCap)_{i,t} + \beta_5 * Volatility_{i,t} + \beta_6 * Spread_{i,t} + \beta_7 * MAvg(\mathrm{Price}5_{i,t}) + \beta_8 * MAvg(\mathrm{Price}10_{i,t}) + \beta_9 * ForeignHold_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \cdots\cdots (model4)$$

	All		KOSPI		KOSDAQ	
	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val
Nobs	1,269,983		951,052		318,931	
Panel A						
Return	-0.0112	-2.57*	-0.0103	-2.56*	-0.0140	-0.87
D(PS)*Return(-1,-5)	0.0001	2.32*	0.0001	2.98**	0.0000	0.58
D(NG)*Return(-1,-5)	-0.2166	-18.42**	-0.1880	-14.80**	-0.2983	-9.89**
Adj R-Square	0.0027		0.0024		0.0032	
Panel B						
Return	-0.0074	-3.14**	-0.0070	-3.43**	-0.0089	-0.41
D(PS)*Return(-1,-5)	0.0001	0.37	0.0001	0.39	-0.0032	-1.13
D(NG)*Return(-1,-5)	-0.0306	-1.52	0.0333	1.51	-0.2325	-4.85**
Ln(MktCap)	0.0387	0.33	0.1403	1.01	0.2500	1.04
Volatility	0.5530	11.47**	0.7553	12.45**	0.3492	4.18**
Spead	3.8127	9.87**	3.7852	8.63**	3.6409	4.55**
MAvg(PRC_5)	-0.2729	-0.16	0.9595	0.52	-6.3164	-1.28
MAvg(PRC_10)	0.2128	0.12	-1.1415	-0.62	6.0367	1.22
ForeignHold	0.0004	0.04	-0.0113	-0.97	0.0272	1.18
Adj R-Square	0.0050		0.0071		0.0050	
Panel C						
Return	-0.0109	-2.56*	-0.0101	-2.54*	-0.0142	-0.88
D(PS)*Return(-1,-10)	0.0000	0.26	-0.0001	-1.98*	0.0001	1.87
D(NG)*Return(-1,-10)	-0.1881	-20.44**	-0.1662	-16.77**	-0.2426	-10.07**
Adj R-Square	0.0033		0.0031		0.0033	

Panel D						
Return	-0.0074	-3.17**	-0.0072	-3.58**	-0.0095	-0.43
D(PS)*Return(-1,-10)	0.0001	0.57	0.0001	0.57	-0.0042	-0.70
D(NG)*Return(-1,-10)	-0.0577	-3.21**	-0.0227	-1.16	-0.1660	-3.82**
Ln(MktCap)	0.0479	0.40	0.1601	1.15	0.2252	0.94
Volatility	0.5491	11.39**	0.7456	12.30**	0.3552	4.25**
Spread	3.8077	9.85**	3.7792	8.61**	3.6598	4.57**
MAvg(PRC_5)	2.3794	1.20	2.7319	1.30	-1.6320	-0.29
MAvg(PRC_10)	-2.4411	-1.23	-2.9274	-1.39	1.3632	0.24
ForeignHold	0.0008	0.08	-0.0110	-0.94	0.0275	1.19
Adj R-Square	0.0052		0.0071		0.0044	

5. 보험투자자의 주식 매매가 시장에 미치는 영향

〈표 9〉는 보험투자자의 주식 매매가 주식 시장에 미치는 영향을 수익성, 유동성, 변동성 측면에서 분석한 결과이다. 이를 위해 수익률, 스프레드로 산출한 유동성, 장중변동성으로 산출한 변동성 지표를 이용하여 (식 5)~(식 7)의 분석을 수행하였다. 수익률은 당일 수익률 및 익일 수익률에 미치는 영향을 모두 분석하였다.

수익성에 미치는 영향의 경우, 전체 시장을 대상으로 한 분석에서 수익률에 영향을 미치는 제반 요소들을 통제하고도 보험투자자의 NIF가 증가할 경우 수익률에 긍정적인 영향을 주었지만 통계적 유의성은 확보하지 못하였다. 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 보여주는 패널 B와 패널 C의 경우도 보험투자자의 NIF 증가가 수익률에 통계적으로 유의미한 영향을 주지는 못하였다. 이러한 결과는 익일 수익률을 이용한 분석결과에서도 동일하게 나타났다.

유동성에 미치는 영향을 보면, 전체 시장, 유가증권시장, 코스닥시장 모두에서 보험투자자의 순매수가 증가할수록 스프레드가 감소하는 모습으로, 유동성이 증가하는 것을 알 수 있다. 모든 시장에서 통계적으로 1% 수준에서 유의한 결과를 보여주고 있다. 시장별로 보았을 때는 유가증권시장에서의 NIF 계수값이 -0.0002, 코스닥시장에서의 계수값이 -0.0001로 유가증권시장에서 유동성 효과가 더 크게 나타났다.

변동성에 미치는 영향과 관련하여서는, 보험투자자의 매매가 증가할수록 변동성이 통계

적으로 유의하게 감소하고 있었다. 이러한 현상은 모든 시장에서 발견되고 있는데, 유동성과 달리 변동성이 미치는 영향의 경우는 코스닥시장에서의 효과가 더 크게 나타나고 있음이 흥미롭다. 유가증권시장에서의 NIF 계수값은 -0.0005인 반면, 코스닥시장에서는 -0.0007이다. 이는 앞서의 분석에서 과거 수익률이 하락했을 때 NIF가 증가하는 정도가 코스닥시장에서 더 강하게 나타나는 결과와 연관된다.

종합적으로 볼 때, 보험투자자의 순매수 증가가 개별종목의 수익률에 영향을 주지는 않지만, 시장의 유동성을 확대하고 변동성을 축소하여 시장 안정화에 기여하는 것을 알 수 있다.

〈Table 9〉 The Effects of Insurance Investors' Trading on the Markets[13)]

This table presents the effect of insurance investors' trading on the return, liquidity, and volatility of the stock markets. Models 5 to 7 are used for the regression analyses. For the analysis of the effect of insurance investors' trading on the return, both the future returns(Returni,t+1) and current returns(Returni,t) are used in model 5. The effects on the future return are provided in parentheses. * and ** indicate statistical significance at the 5% and 1%, respectively.

$$Return_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * NIF_{i,t} + \beta_2 * Spread_{i,t} + \beta_3 * Volatility_{i,t} + \beta_4 * Return_{i,t-5} + \beta_5 * \mathrm{Ln}(Mkt\,Cap)_{i,t} + \beta_6 * \mathrm{Ln}(\mathrm{Price})_{i,t} + \beta_7 * D(InsBuy)_{i,t} * InsBuyRatio_{i,t} + \beta_8 * D(InsSell)_{i,t} * InsSellRatio_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \cdots\cdots (model5)$$

$$Spread_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * NIF_{i,t} + \beta_2 * Return_{i,t} + \beta_3 * Volatility_{i,t} + \beta_4 * Return_{i,t-5} + \beta_5 * \mathrm{Ln}(Mkt\,Cap)_{i,t} + \beta_6 * \mathrm{Ln}(\mathrm{Price})_{i,t} + \beta_7 * D(InsBuy)_{i,t} * InsBuyRatio_{i,t} + \beta_8 * D(InsSell)_{i,t} * InsSellRatio_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \cdots\cdots (model6)$$

$$Volatilty_{i,t} = \alpha_t + \mu_{i,t} + \lambda_{i,t} + \beta_1 * NIF_{i,t} + \beta_2 * Sprd_{i,t} + \beta_3 * Return_{i,t} + \beta_4 * Return_{i,t-5} + \beta_5 * \mathrm{Ln}(Mkt\,Cap)_{i,t} + \beta_6 * \mathrm{Ln}(\mathrm{Price})_{i,t} + \beta_7 * D(InsBuy)_{i,t} * InsBuyRatio_{i,t} + \beta_8 * D(InsSell)_{i,t} * InsSellRatio_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \cdots\cdots (model7)$$

	Return		Spread		Volatility	
Panel A: All						
Nobs	1,270,384					
Variable	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val
NIF	0.0000 [0.0002]	0.27** [1.03]	-0.0002	-31.99**	-0.0004	-12.76**

13) [ ]는 Return(t+1)에 대한 회귀분석결과로 제반 요소들을 통제한 이후에도 당일의 NIF가 익일의 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 심사자님의 지적에 감사드린다.

Return			-0.0001	-5.40**	-0.0020	-12.25**
Spread	-0.1661 [-0.0466]	-5.40** [-1.51]			0.8879	158.18**
Volatility	-0.0591 [0.0038]	-12.25** [0.79]	0.0218	158.18**		
Return(1_5)	0.0000 [0.0000]	1.35** [0.76]	-0.0000	-0.01**	0.0000	1.17**
Ln(MktCap)	0.1900 [-0.0075]	16.71** [-0.65]	-0.0066	-20.11**	0.0727	34.69**
Mavg(PRC5)	-0.3063 [-0.1429]	-22.82** [-10.63**]	0.0004	1.09**	-0.1515	-61.30**
BRATIO	-0.0012 [-0.0009]	-0.65** [-0.50]	0.0075	148.80**	-0.0245	-75.21**
SRATIO	0.0049 [0.0024]	2.67** [1.29]	0.0047	89.15**	-0.0275	-81.36**
Adj R-Sq	0.0060 [0.0002]		0.0452		0.0304	
Panel B: KOSPI						
Nobs	951,440					
Variable	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val
NIF	0.0001	0.34**	-0.0002	-31.64**	-0.0005	-14.33**
Return			-0.0001	-4.50**	-0.0013	-8.08**
Spread	-0.1720	-4.50**			0.8513	140.92**
Volatility	-0.0520	-8.08**	0.0241	140.92**		
Return(1_5)	0.0000	1.68**	-0.0000	-0.29**	0.0000	1.17**
Ln(MktCap)	0.2318	15.37**	-0.0033	-8.15**	-0.0192	-7.99**
Mavg(PRC5)	-0.3571	-19.73**	-0.0023	-4.68**	-0.0376	-13.02**
BRATIO	-0.0011	-0.52**	0.0070	121.78**	-0.0189	-54.54**
SRATIO	0.0063	2.73**	0.0042	68.59**	-0.0228	-61.97**
Adj R-Sq	0.0050		0.0441		0.0278	
Panel C : KOSDAQ						
Nobs	318,944					
Variable	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val	Coeff.	t-val
NIF	-0.0001	-0.31**	-0.0001	-8.48**	-0.0007	-11.51**
Return			-0.0002	-3.49**	-0.0054	-10.55**
Spread	-0.1568	-3.49**			0.9565	75.18**
Volatility	-0.0656	-10.55**	0.0183	75.18**		
Return(1_5)	0.0000	0.25**	0.0000	0.30**	0.0000	0.63**
Ln(MktCap)	0.1281	8.14**	-0.0112	-17.95**	-0.0369	-8.20**

Mavg(PRC5)	-0.2357	-13.18**	0.0030	4.25**	-0.0295	-5.77**
BRATIO	-0.0019	-0.71**	0.0092	87.11**	-0.0391	-50.94**
SRATIO	0.0004	0.15**	0.0062	59.89**	-0.0343	-45.84**
Adj R-Sq	0.0100		0.0527		0.0303	

V. 결론 및 시사점

국내 보험산업은 2000년대 들어 급격하게 성장하여 2015년에는 세계 8위의 수준으로 자리매김하게 되었다. 이와 함께 보험업계가 운영하는 자산의 규모가 확대되었으나, 저금리의 장기화로 수익성이 꾸준히 낮아지면서 이에 대한 대응책으로 보험업계의 주식투자규모가 급증하고 있다. 보험업계는 납입받은 보험료를 적절히 운용하여 보험가입자에게 약정한 보험금을 지급하기 때문에, 수익성 추구와 함께 안정성에도 큰 비중을 두어야 하는 특수성을 지니는 산업으로 사회 안전망의 한 축을 담당하는 중요한 역할을 수행한다.

보험산업이 현대 금융시장에서 차지하는 중요성이 강화되고 운용 포트폴리오가 다변화하는 시대적 변화에도 불구하고, 보험투자자의 매매 특성 및 보험투자자의 시장 영향력에 대해 분석한 연구는 저자들이 아는 범위 내에서는 극히 부족한 실정이다. 아울러, 보험업계의 최근 급성장세에도 불구하고 최근의 기간을 포함하는 분석도 거의 없다. 따라서, 본 연구는 최근 기간을 아우르는 분석 기간을 선정, 2005년부터 2017년까지 13년 동안의 장기 주식거래자료를 이용하여 보험투자자의 매매 포트폴리오 특성 및 매매 전략을 분석하였으며, 이들의 주식매매가 시장에 미치는 영향을 확인하였다.

주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 보험투자자는 시가총액과 주가가 높은 우량주 및 유동성이 높고 변동성이 작은 종목들을 선호하였다. 둘째, 보험투자자가 거래한 종목의 매매관여율은 평균 3.70%였다. 유가증권시장과 코스닥시장의 경우 각각 3.94%, 3.53%로, 유가증권시장에서의 매매관여율이 더 높게 나타났다. 즉, 보험투자자들은 주로 유가증권시장에 상장된 종목에 투자를 하고 있었다. 셋째, 시장 전체적 차원에서 보험투자자는 하락 장세에서 매수하는 역추세추종 전략을 수행하고 있었다. 넷째, 개별종목 차원에서 보험투자자는 하락 장세에서 매수하는 투자전략을 구사하고 있는데, 이는 코스닥시장에서 더 강하

게 나타났다. 마지막으로, 보험투자자의 매매는 시장의 유동성을 제고하고, 변동성을 완화하여 주식시장의 안정성을 높이는 역할을 하였다. 유동성 제고 현상은 유가증권시장에서, 변동성 완화 현상은 코스닥시장에서 더 강하게 나타났다.

본 연구는 저금리 기조의 장기화로 보험업계의 주식투자 비중이 증가하는 금융 환경에서 보험투자자의 매매 및 주식시장에 미치는 영향을 분석했다는 측면에서 의미가 있다. 보험투자자의 주식매매가 시장 유동성 증가 및 안정화에 기여하는 바가 크다는 측면에서 보험투자자의 주식투자 확대가 자본시장 전체에 긍정적인 효과를 제공할 것으로 기대된다.

참고문헌

고광수·김근수, "투자 주체별 포트폴리오 특성과 성과 분석 : 개인, 기관, 외국인", **한국증권학회지**, 제33권 제4호, 2004, pp. 35-62.

(Translated in English) Ko, K. and Kim, K.., "Portfolio Performance and Characteristics of Each Investor Type : Individuals, Institutions, and Foreigners", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.33 No.4, 2004, pp. 35-62.

구맹회·이윤선, "투자자 유형과 주가의 관계에 관한 연구", **재무관리연구**, 제18권 제1호, 2001, pp. 43-66.

(Translated in English) Ku, M. H. and Lee, Y. S., "A Study on the Relationship between Investor Groups and Stock Prices", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol.18 No.1, 2001, pp. 43-66.

김동순·전영순, "외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위", **한국증권학회지**, 제33권 제2호, 2004, pp. 1-44.

(Translated in English) Kim, D. S. and Cheon, Y. S., "Foreign Investors vs. Domestic Investors, Who Are Better Informed Investors?", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.33 No.2, 2004, pp. 1-44.

김범·송형상, "개인투자자의 유동성공급과 단기 주가수익률의 관계", **재무관리연구**, 제30권 제2호, 2013, pp. 1-22.

(Translated in English) Kim, B. and Song, H. S., "The Relationship between Individual Investor Trading Imbalance and Stock Returns", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol.30 No.2, 2013, pp. 1-22.

김종희, "투자주체별 정보력 우위 및 추세역추종 거래행위가 주식시장의 수익률에 미치는 영향 분석", **한국증권학회지**, 제42권 제4호, 2013, pp. 667-698.

(Translated in English) Kim, J. H, "An Analysis on the Impact of Investor's Information Superiority and Negative Feedback Trading on Stock Return", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.42 No.4, 2013, pp. 667-698.

박경인·배기홍·조진완, "한국 증권시장의 투자자유형에 따른 성과분석", **한국증권학회지**, 제35권 제3호, 2006, pp. 41-76.

(Translated in English) Park, K. I. and Bae, K. H., and Cho, J. W., "Analyses on Performance by Different Types of Investors in Korean Stock Market", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.35 No.3, 2006, pp. 41-76.

박경인, "투자자 유형에 따른 투자전략과 기업 특성 분석", **금융공학연구**, 제16권 제3호, 2017, pp. 71-91.

(Translated in English) Park, K. I., "Analyze Trading Patterns and Strategies of Each Type of Investors in Korean Stock Market", *Korean Journal of Financial Engineering*, Vol.16 No.3, 2017, pp. 71-91.

오승현·한상범, "한국 유가증권시장 투자자유형별 거래형태 분석", **산업경제연구**, 제21권 제1호, 2008, pp. 269-287.

(Translated in English) Oh, S. H. and Hahn, S. B., "Trading Behavior by Investor Type in Korean Stock Market", *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.21 No.1, 2008, pp. 269-287.

우민철·김명애, "한국주식시장의 기관투자자 매매행태: 기관투자자 유형별 분석", **산업경제연구**, 28권 3호, 2015, pp. 1109-1134.

(Translated in English) Woo, M. C. and Kim, M. A., "Trading Pattern of Institutional Investors in Korean Stock Market: Analysis by Institution Type", *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.28 No.3, 2015, pp. 1109-1134.

유진·장순재, "한국 주식시장의 외국인 및 기관추종 전략의 성과", **재무관리연구**, 제29

권 제4호, 2012, pp. 29-60.

(Translated in English) Yoo, J. and Jang, S. J., "Performances of Strategies of Following Foreign and Korean Institutional Investors", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol.29 No.4, 2012, pp. 29-60.

이가연·이윤구, "투자자 유형별 투자행태와 투자성과의 차이", **산업경제연구**, 제17권 제4호, 2004, pp. 1233-1253.

(Translated in English) Yi, K. Y. and Lee, Y. G., "The Differences in Investment Behavior and Performance by Investor Types", *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.17 No.4, 2004, pp. 1233-1253.

이인섭·고광수, "한국증시에서 개인, 기관, 외국인투자자의 투자행태 연구", **재무연구**, 제8권 제0호, 1994, pp. 45-74.

(Translated in English) Lee, I. S. and Ko, K., "A Study on the Investment Behavior of Individual, Institutional, and Foreign Investors in Korean Stock Market", *The Korean Journal of Finance*, Vol.8 No.0, 1994, pp.45-74.

장승욱·박경인, "기관투자자 유형별 거래행태 분석", **대한경영학회지**, 제28권 제9호, 2015, pp. 2351-2366.

(Translated in English) Jang, S. W. and Park, K. I., "The Analysis of Herding Behavior among Each Types of Institutional Investors", *Korean Journal of Business Administration*, Vol.28 No.9, 2015, pp. 2351-2366.

Badrinath, S.G., Kale, J.R. and Ryan, H.E., "Characteristics of Common Stock Holdings of Insurance Companies", *Journal of Risk and Insurance*, Vol.63 No.1, 1996, pp. 49-76.

Bailey, A.H., "On the Principles on Which Funds of Life Assurance Societies Should Be Invested", *Journal of the Institute of Actuaries*, Vol.10 No.3, 1862, pp. 142-147.

Barch, M., "The Relation Between Investment Portfolio Mix, Leverage and Profitability", *NAIC Research Quarterly*, 1995, pp. 37-61.

Bekaert, G. and Harvey, C.R., "Emerging Equity Market Volatility", *Journal of Financial Economics*, Vol.43 No.1, 1997, pp. 29-77.

Bennett, J.A., Sias, R.W., and Starks, L.T., "Greener Pastures and the Impact of Dynamic Institutional Preferences", *Review of Financial Studies*, Vol.16 No.4, 2003, pp. 1203-1238.

Brown, K.C., Harlow, W.V., and Strack, L.T., "Of tournament and temptations: An Analysis of Managerial Incentive in the Mutual Fund Industry", *Journal of Finance*, Vol.51 No.1, 1996, pp. 85-110.

Chan, L.K.C. and Lakonishok, J., "Institutional trades and intraday stock price behavior", *Journal of Financial Economics*, Vol.33 No.2, 1993, pp. 173-199.

Chan, L.K.C. and Lakonishok, J., "The behavior of stock prices around institutional trades", *Journal of Finance,* Vol.50 No.4, 1995, pp. 1147-1174.

Chan, L.K.C., Jegadeesh, N., and Lakonishok, J., "Momentum Strategies", *Journal of Finance*, Vol.51 No.5, 1996, pp. 1681-1713.

Chiao, C. and Lin, K.I., "The informative content of the net-buy information of institutional investors: evidence from the Taiwan stock market", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol.7 No,2, 2004, pp. 259-288.

Choe, H., Kho, B., and Stulz, R.M., "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean experience in 1997", *Journal of Financial*

Economics, Vol.54 No.2, 1999, pp. 227-264.

Cummins, J.D., Phillips, R.D., and Smith, S.D., "Corporate Hedging in the Insurance Industry: The Use of Financial Derivatives by U.S. Insurers", *North American Actuarial Journal*, Vol.1 No.1, 1997, pp. 13-49.

Dennis, P.J. and Strickland, D., "Who Blinks in Volatile Markets, Individuals or Institutions?", *Journal of Finance*, Vol.57 No.5, 2002, pp. 1923-1949.

Edelen, R.M. and Warner, J.B., "Aggregate price effects of institutional trading: A study of mutual fund flow and market returns", *Journal of Financial Economics*, Vol.59 No.2, 2001, pp. 195-220.

Falkenstein, E.C., "Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings", *Journal of Finance,* Vol.51 No.1, 1996, pp. 111-135.

Gompers, P.A. and Metrick, A., "Institutional Investors and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics,* Vol.116 No.1, 2001, pp. 229-259.

Grinblatt, M. and Keloharju, M., "The Investment Behavior and Performance of Various Investor-Types : A Study of Finland's Unique Data Set", *Journal of Financial Economics,* Vol.55 No.1, 2000, pp. 43-67.

Grinblatt, M., Titman, S., and Wermers, R., "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding : A Study of Mutual Fund Behavior", *American Economic Review,* Vol.85 No.5, 1995, pp. 1088-1105.

Hart, O.H., "Life Insurance Companies and the Equity Capital Markets", *Journal of Finance,* Vol.20 No.2, 1965, pp. 358-367.

Hessel, C.A. and Norman, M., "Financial characteristics of neglected and

institutionally held stocks", *Journal of Accounting, Auditing, and Finance,* Vol.7 No.3, 1992, pp. 313-334.

Huang, B.N. and Yang, C.W., "The Impact of Financial Liberalization on Stock Prices Volatility in Emerging Markets", *Journal of Comparative Economics,* Vol.28 No.2, 2000, pp. 321-339.

Jones, L.D., "Investment Policies of Life Insurance Companies", Boston, MA: Division of Research Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1968.

Kamesaka, A., Nofsinger, J.R., and Kawakita, H., "Investment Patterns and Performance of Investor Groups in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal,* Vol.11 No.1, 2003, pp. 1-22.

Kaniel, R., Saar, G., and Titman, S., "Individual investor trading and stock returns", *Journal of Finance*, Vol.63 No.1, 2008, pp. 273-310.

Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., "The Impact of Institutional Trading on Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol.32 No.1, 1992, pp. 23-43.

Nofsinger, J.R. and Sias, R.W., "Herding and feedback trading by institutional and individual investors", *Journal of Finance*, Vol.54 No.6, 1999, pp. 2263-2295.

Rennie, R.A., "Investment Strategy for the Life Insurance Company", Investment Activities of Life Insurance Companies, J. D. Cummins, editor. Homewood, IL: Richard D. Irwin, Inc., 1977.

Sias, R.W., "Volatility and the Institutional Investment", *Financial Analysts Journal,* Vol.52 No.2, 1996, pp. 13-20.

Sias, R.W., "Institutional herding", *Review of Financial Studies*, Vol.17 No.1, 2004, pp. 165-206.

Singh, A. and Weisse, B.A., "Emerging Stock Markets, Portfolio Capital

Flows and Long-term Economic Growth : Micro and Macroeconomic Perspectives", *World Development,* Vol.26 No.4, 1998, pp. 607-622.

Stowe, J.D., "Life Insurance Company Portfolio Behavior", *Journal of Risk and Insurance*, Vol.45 No.3, 1978, pp. 431-447.

Thompson, S.B., "Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time", *Journal of Financial Economics*, Vol.99 No.1, 2011, pp. 1-10.

Wermers, R., "Mutual fund herding and the impact on stock prices", *Journal of Finance*, Vol.54 No.2, 1999, pp. 581-622.

Abstract

This study investigates the stock preferences and investment strategies of insurance investors and the effects of their trading on the Korean stock markets. For this purpose, we examine the investment portfolio of insurance investors from 2005 to 2017.

The major findings are as follows. First, insurance investors have a significant preference for stocks with high market capitalization, high price level, high liquidity, and low volatility. Second, the involvement intensity of insurance investors is higher in the KOSPI market than the KOSDAQ market. Third, at the market level, insurance investors take contrarian investment strategies by buying losers and selling winners. Forth, at the stock level, they also take investment strategies buying stocks with low returns in the recent past. This investment strategy is more prominently observed in the KOSDAQ market. Lastly, we find that insurance investors serve a role of the stock market stabilizer by enhancing the liquidity and mitigating volatility. While the liquidity effect is stronger in the KOSPI market, the volatility effect is more prominent in the KOSDAQ market.

Considering the rapidly increasing investment of insurance investors in the stock market, the analysis of their trading characteristics and influence on the stock market is crucial, especially with a comprehensive long-term dataset covering the most recent period. Our findings suggest that the increasing involvement of insurance investors in stock trading is expected to provide a positive influence on the stock market in terms of market liquidity and volatility.

※ Key words: Insurance investors, NIF(net investment flow), Investment characteristics, Contrarian strategy, Market stabilization

보험금융연구 제29권 제3호 (2018. 8) pp. 47-76
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2018.29.3.002

IFRS 17 보험부채의 할인율 추정에 관한 연구

A Study on the Estimation of the Discount Rate for the Insurance Liability under IFRS 17

오 세 경*·오 창 수**·박 소 정***·최 시 열****·박 기 남*****
Sekyung Oh · Changsu Ouh · Sojung Park · Siyeol Choi · Kinam Park

본 연구는 보험부채의 유동성 프리미엄과 할인율을 추정하는 방식을 제안하고 동 방식에 의해 이들에 대한 추정치를 산출하는 것을 목적으로 한다.

본 연구에서는 보험계약의 비유동적 특성과 가장 유사한 금융상품의 파악을 위해 보험계약의 미래현금흐름과 유동성 특성을 반영하는 보험부채의 내부수익률(IRR)을 국내 3대 보험사의 자료를 사용하여 산출하였다. 수익률 차원에서 보험부채와 가장 유사한 회사채 등급을 미러링(mirroring)해 본 결과, 공모의 경우 AA 등급 회사채와 가장 잘 매치되는 것을 발견하였다.

회사채의 유동성 프리미엄을 추정하는 방법으로 Fama-French 2요인 모형을 확장한 오세경·박기남·최시열(2016)의 방법론을 적용하였으며, 공모 AA 등급 회사채의 유동성 프리미엄은 7년 만기물을 제외하고 1년 만기물부터 20년 만기물까지 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있으며(1년: 12bp~20년: 75bp), 관찰되는 국채의 최장 만기인 50년까지 산술평균한 유동성 프리미엄은 53bp로 추정되었다. 무위험수익률 곡선에 추정된 유동성 프리미엄을 더하면 보험부채의 할인율을 구할 수 있다.

추정된 할인율과 유동성 프리미엄은 IFRS 17에서 말하는"할인율이 보험계약 현금흐름의 시간가치, 현금흐름의 특성 및 유동성 특성을 반영해야 한다."는 원칙에 입각하여 추정되었을 뿐만 아니라 한국적 상황을 가장 잘 반영하여 산출되었기 때문에 정책당국과 업계에서 활용할 수 있는 대안이 될 것으로 기대한다.

국문 색인어: IFRS 17, 기간구조, 보험부채, 유동성 프리미엄, 할인율
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B051601

* 건국대학교 경영대학 교수(skoh@konkuk.ac.kr), 제1저자
** 한양대학교 경상대 교수(csouh@hanyang.ac.kr), 교신저자
*** 서울대학교 경영대학 교수(sojungpark@snu.ac.kr)
**** 한국자산평가 수석연구원(paribus@koreaap.com)
***** 한국자산평가 본부장(knpark@koreaap.com)
논문 투고일: 2018. 05. 20, 논문 최종 수정일: 2018. 08. 17, 논문 게재 확정일: 2018. 08. 20

I. 서론

현행 보험계약에 대한 국제회계기준인 IFRS 4 1단계는 2020년까지 적용되고 2021년부터는 IFRS 17로 대체될 예정이다. IFRS 17은 보험부채를 시가법으로 평가하도록 함에 따라 보험계약의 미래 현금흐름을 할인할 할인율의 정확한 추정이 중요해진 상황이다. IFRS 17에서는 할인율이 보험계약 현금흐름의 시간가치, 현금흐름의 특성 및 유동성 특성을 반영해야 한다는 원칙을 제시함에 따라 본 연구에서는 보험부채의 특성을 반영한 유동성 프리미엄 및 할인율 추정방법과 이에 근거한 보험부채의 유동성 프리미엄 및 할인율 추정치 그리고 유동성 프리미엄 및 할인율의 기간구조 제공을 연구목적으로 한다.

보험부채에 대한 유동성 프리미엄을 구하기 위해서는 먼저 보험부채의 유동성이란 무엇을 의미하는지 살펴볼 필요가 있다. IFRS 17의 BC194(보험사 관점)에서는 "보험사(entity)는 큰 비용을 지불하지 않고는 보험부채를 팔거나 (자산보유자에게) 돌려줄 수 없으므로 비유동적이다."라고 하여, 보험부채의 유동성을 보험부채 매각에서의 비유동성, 즉 시장유동성(market liquidity)의 개념으로 보고 있다. 또한 IFRS 17의 B79(계약자 관점)에서는 "보험사는 보험사건이 발생하기 전이나 계약에 명시된 날이 되기 전에는 급부금을 지급할 수 없다."라고 하여, 자금조달유동성(funding liquidity)의 개념으로 보고 있다. IFRS 17에서는 보험 계약별로 다른 유동성 프리미엄을 적용하는 것을 요구하지 않으므로, 계약별이 아닌 평균적인 보험부채의 유동성 프리미엄을 산출해서 사용할 수 있다.

보험부채 평가를 위한 할인율 산출방법에는 상향식방식(bottom-up approach)과 하향식방식(top-down approach) 두 가지가 있다. 상향식방식은 무위험수익률 곡선에 유동성 프리미엄을 더해 산출하는 방법이고, 하향식방식은 참조포트폴리오(reference portfolio)의 수익률에서 자산·부채 현금흐름의 차이를 조정하고 자산의 신용·시장 리스크 프리미엄을 차감하여 산출하는 방법이다. 본 연구는 이중에서 상향식방식을 사용하여 보험부채의 할인율을 산출하고자 한다. 그 이유는 대부분의 유럽 보험회사가 EV(Embedded Value)계산 시 할인율 산출방법으로 상향식방식을 사용하고 있을 뿐만 아니라(Milliman, 2015), 상향식방식이 개념적으로 명확하고 실무적으로도 적용하기가 쉽기 때문이다.

상향식방식을 사용하여 보험부채의 할인율을 추정하기 위해서는 보험부채의 유동성 프리미엄을 구해야 한다. IFRS 17 문단 36의 (b)에 의하면, "보험계약의 미래현금흐름의 추정치에 적용되는 할인율은 현금흐름의 특성이 발생시점, 통화 및 유동성 측면에서 보험계약의 그것과 일관된 금융상품의 관찰 가능한 현재 시장가격과 일관되어야 한다."라고 하고 있어, 시장에서 거래되는 자산으로부터 보험부채의 유동성 프리미엄을 도출할 수 있는 근거를 제시하고 있다.

그런데 시장에서 거래되는 자산 중 보험부채의 유동성 프리미엄을 도출할 수 있는 시장가격 정보를 제공하는 자산은 채권 외에는 마땅한 자산이 없다. IFRS 17 B79를 보면, "만기수익률 곡선(yield curve)은 보유자가 유의적인 비용을 발생시키지 않으면서 언제든지 즉시 매도할 수 있는 유동성이 풍부한 시장에서 거래되는 자산을 반영하여야 한다."라고 하여, 우리나라의 경우 채권시장의 가격 정보를 사용하는 것이 현실적으로 유일한 방법임을 알 수 있다. 이러한 근거에 기반을 두어 본 연구에서는 시장에서 거래되는 회사채 수익률로부터 보험부채의 유동성 프리미엄을 도출하고자 한다.

회사채 수익률로부터 보험부채의 유동성 프리미엄을 도출하기 위해서는 보험부채의 미래현금흐름과 유동성의 특징을 가장 잘 반영하는 회사채가 어떤 것이냐를 결정하여야 한다. 앞에서도 언급하였듯이 보험부채의 유동성은 계약자 관점에서의 유동성으로 볼 수 있고, 보험계약의 비유동성이 높을수록 보험계약자는 높은 유동성 프리미엄을 요구할 것이므로 보험계약에 대한 요구수익률(Internal Rate of Return; IRR)이 높아져야 한다. 따라서 보험부채의 미래현금흐름으로부터 IRR을 구할 수 있다면, 해당 IRR은 보험계약의 유동성 특성을 반영하고 있다고 할 수 있으므로, 본 연구에서는 보험부채 IRR을 구하는 방법을 제시하고 이를 실증적으로 추정하고자 한다. 그런 다음 보험부채와 수익률 차원에서 가장 잘 매치가 되는 회사채 등급을 미러링(mirroring)함으로써 회사채의 유동성 프리미엄을 보험부채의 유동성 프리미엄으로 추정하고자 한다. 이때 보험부채 현금흐름의 발생시점 특성을 반영하기 위해 보험부채와 미러링하는 회사채의 만기를 보험부채의 듀레이션과 매치시켰다.[1)]

이때 우리가 사용하는 보험부채 IRR은 자료가 사용된 시점의 책임준비금 적정성평가

1) 회사채의 듀레이션을 보험부채의 듀레이션과 매치시킨 경우에도 결과가 동일하다.

(Liability Adequacy Test; LAT) 규정에 의해 계산하기 때문에 금융위험이 보험부채 현금흐름에 내재되어 있다고 할 수 있다. 왜냐하면 LAT 규정은 자산에 포함된 위험(금융위험 포함)이 보험부채의 현금흐름에 포함되어 있는 것으로 보기 때문이다. 또한 보험부채라는 것이 보험회사와 분리해서 생각할 수 없는 것이기 때문에 보험회사의 신용위험도 보험부채 현금흐름에 내재되어 있다고 보아야 한다.[2] 이는 보험부채의 IRR을 회사채 수익률과 미러링해서 볼 수 있고, 회사채 수익률에서 도출한 유동성 프리미엄을 보험부채의 유동성 프리미엄으로 간주할 수 있는 이유가 된다.

본 연구는 회사채의 유동성 프리미엄을 추정하는 방법으로 Fama-French 2요인 모형을 확장한 오세경·박기남·최시열(2016)의 방법론을 적용하고자 한다. 정부보증채는 국채와 신용의 질에서는 동일하되 유동성에서만 차이가 나기 때문에, 정부보증채 수익률과 국채 수익률 간 차이에 대한 민감도(베타)를 등급별·만기별로 구하고 여기에 유동성의 가격(risk price)을 곱하여 유동성 프리미엄을 산출한다. 보험부채 시가평가를 위한 할인율 곡선은 기본 무위험이자율에 도출된 유동성 프리미엄을 가산하여 산출한다.

II. IFRS 17하의 보험부채평가

1. 측정모형의 개요

최초 Building Block 방식에서는 보험부채가 네 가지 측정요소의 합계액으로 구성된다고 설명하였으나, IFRS 17에서는 보험부채는 이행현금흐름과 계약서비스 마진의 합계액이라고 언급하고 있다. 하지만, 이행현금흐름은 미래현금흐름, 화폐의 시간가치 및 위험조정 항목으로 구성되어 있다고 언급하여 결국 기존의 Building Block 방식과 동일한 개념이라고 판단된다.

첫 번째 구성요소인 이행현금흐름(fulfillment cash flow)은 미래현금유출의 현가에서

2) 이는 자산유동화(securitization) 시 특수목적회사(SPC)를 만들어 자산의 현금흐름으로부터 자산보유자의 신용위험을 분리시키는 것을 보면 쉽게 이해할 수 있다. 결국 어떤 회사의 대차대조표에 있는 자산이나 부채는 그 회사의 신용위험과 분리해서 볼 수 없는 것이다.

미래현금유입의 현가를 차감하고 위험조정을 추가한다. 현금흐름은 한쪽으로 치우치지 않는 가정으로부터 추정되며, 확률적으로 가중평균한 값을 사용한다. 또한, 현금흐름에 대하여는 화폐의 시간가치를 감안하는 것이 필요하며 따라서 할인율이 중요한 요소가 된다. 위험조정은 장래현금흐름의 불확실성을 고려하여야 한다는 의미이다. IFRS 17에서는 위험조정을 계산하는 방법론을 특정하지는 않지만 사용된 방법론이 신뢰수준기법이 아닌 경우에는 사용된 방법론의 결과와 동일한 결과를 산출하는 신뢰수준(confidence level)으로 재계산하여 공시하여야 한다.

두 번째 구성요소인 계약서비스마진(contractual service margin)은 구성요소 1이 음수가 되지 않게 하는 값을 구해서 그 값을 계약서비스마진으로 설정한다. 따라서 계약서비스마진은 자체적으로는 계산되지 않는다. 계약서비스마진을 설정하는 이유는 보험상품으로 발생하는 장래이익을 판매시점에 이익으로 인식하지 못하게 하기 위해서이며 장래이익인 계약서비스마진은 서비스를 제공함에 따라 체계적인 방법으로 향후 수익으로 인식하게 된다.

이행현금흐름의 구성요소인 미래현금유출현가와 미래현금유입현가 및 위험조정 등은 평가시마다 평가회사의 최적가정을 이용하여 재측정 된다. 따라서 평가시점의 경제적 및 계리적 가정의 변동에 따라 이행현금흐름의 값이 변동될 수 있다. 계약서비스마진과 관련하여, 판매시점에 이행현금흐름이 음수인 경우에는 판매시점에 보험계약의 장래이익이 판매시 당기손익에 즉시 반영되지 않지만, 판매시점에 이행현금흐름이 양수인 경우에는 즉시 장부상 당기손익에 반영해야 한다.

2. 측정모형의 구성요소

1) 미래현금흐름(Future Cash Flows)

미래현금흐름은 보험회사가 유지하는 보험계약으로부터 발생되는 모든 현금흐름을 의미한다. IFRS 17에 명시되어 있는 보험부채평가의 접근방식은 이행현금흐름(fulfillment cash flow) 모델이다. 이행현금흐름이란 미래현금유출현가에서 미래현금유입현가를 차감한 금액들의 명확하고 치우치지 않는(unbiased) 기댓값으로 계산하며 계산 시 위험조정

을 포함한다. 미래현금흐름 계산 시에는 보험회사마다의 고유한 현금흐름을 사용한다. 고유한 현금흐름이란 각 보험사마다의 경험데이터를 이용하여 장래현금흐름을 추정하는 것을 의미하며 이런 경우 각 보험사의 고유한 현금흐름을 반영할 수 있다.

보험그룹 내 각 계약의 경계 내에 있는 모든 미래현금흐름을 보험계약 그룹의 측정에 포함시킨다. 미래현금흐름 추정치는 다음과 같다.

(i) 미래현금흐름의 금액, 시기 및 불확실성에 관하여 과도한 원가나 노력 없이 이용할 수 있는 합리적이고 뒷받침될 수 있는 모든 정보를 중립적으로 포함한다.[3] 이를 위하여 가능한 결과의 전체 범위에 대한 기댓값(즉, 확률가중평균)을 추정한다.

(ii) 관련 시장 변수에 대한 추정치가 그러한 변수에 대한 관측 가능한 시장가격과 일관된다면 기업의 관점을 반영한다.[4]

(iii) 현행가치이다. 추정치는 미래에 대한 측정시점의 가정을 포함하여 그 시점에 존재하는 상황을 반영한다.[5]

(iv) 명시적이다. 다른 추정치와 별도로 비금융위험에 대한 조정을 추정한다.[6] 또한 가장 적절한 측정 기법에서 현금흐름에 화폐의 시간가치 및 금융위험에 대한 조정을 포함하지 않는다면 화폐의 시간가치와 금융위험에 대한 조정과 별도로 현금흐름을 추정한다.

2) 화폐의 시간가치

보험회사는 할인율을 이용하여 첫 번째 Block인 현금흐름에 화폐의 시간가치를 고려하여 조정해야 한다. 현금흐름과 관련된 화폐의 시간가치와 금융위험을 반영(금융위험이 현금흐름의 추정치에 포함되어 있지 않을 정도까지)하기 위하여 미래현금흐름의 추정치를 조정한다. 미래현금흐름의 추정치에 적용되는 할인율은 다음과 같다.

3) IFRS 문단 B37~B41 참조.
4) IFRS 문단 B42~B53 참조.
5) IFRS 문단 B54~B60 참조.
6) IFRS 문단 B90 참조.

(i) 화폐의 시간가치, 보험계약의 현금흐름의 특성 및 유동성 특성을 반영한다.

(ii) 예를 들면, 시기, 통화 및 유동성 측면에서 보험계약의 현금흐름의 특성과 일관되는 현금흐름의 특성을 가진 금융상품에 대한 관측 가능한 현행 시장가격이 있다면 그러한 시장가격과 일관된다.

(iii) 그러한 관측 가능한 시장가격에는 영향을 미치지만 보험계약의 미래현금흐름에는 영향을 미치지 않는 요인의 효과는 제외한다.

보험계약은 시장에서 거래되는 일반적인 자산과 다른 유동성을 나타내고 있으며, 보험회사는 보험계약 부채를 측정 시에 이러한 성격을 반영해서 부채를 측정해야 한다. 유동성 프리미엄(liquidity premium)은 측정대상 자산의 통화와 듀레이션(duration)에 따라 차이가 있으며, 이행을 위한 지침에서는 상향식방식과 하향식방식을 설명하고 있다.

3) 위험조정(Risk Adjustment)

위험조정은 미래현금흐름 추정의 불확실성에 대한 대가로서 보험사가 보험계약을 이행하기 위해 요구하는 보상이다. IFRS 17에서는 2010년 공개초안[7]과 다르게 위험조정을 정의하고 있다. IFRS 17에서는 위험조정을 '비금융위험에서 생기는 현금흐름의 금액과 시기에 대한 불확실성을 감수하는 것에 대하여 보험자가 요구하는 보상'(문단 37)이라고 정의하였다. 또한, IFRS 17에서는 위험조정의 측정방법을 한가지로 제시하지 않는다. 그러나 모든 측정방법은 각 방법을 사용하였을 경우와 동일한 결과를 산출하게 하는 신뢰수준으로 재계산하여 공시하도록 요구하고 있다.

4) 계약서비스마진(Contractual Service Margin)

보험계약으로부터 발생하는 미래이익을 판매시점의 이익으로 처리하지 않기 위한 조정

7) 2010년 공개초안에서는 최종이행현금흐름이 예상을 초과할 위험으로부터 벗어나기(relieved) 위해 보험회사가 합리적으로 지불할 수 있는 최대금액으로 정의하였다.

항목이다. 즉 계약서비스마진은 미래현금유출현가와 미래현금유입현가 및 위험조정 등과 같은 직접 계산되는 요소들을 측정한 후에 발생하는 조정항목이다. 계약서비스마진은 판매시점에 일괄적으로 이익으로 계산되지 않지만 향후 서비스가 제공됨에 따라 체계적인 방법으로 향후 보장기간 동안 수익으로 인식된다. 계약서비스마진은 현금흐름의 현가(미래현금유출현가 – 미래현금유입현가)와 위험조정의 합이 0보다 작을 시에 0으로 만드는 값으로 계산된다. 만약 현금흐름의 현가(미래현금유출현가 – 미래현금유입현가)와 위험조정의 합이 0보다 클 경우에는 그 큰 금액을 판매시점의 손익으로 계상하도록 기준서에서 규정하고 있다.

III. 보험부채의 유동성

IFRS 17하에서의 이행현금흐름은 부채의 현금흐름을 추정하고(Cash flow estimation), 이를 현재가치로 할인한 후(Discount), 비금융위험에 대한 조정(Risk adjustment for non-financial risk)을 하는 것으로 구성이 되어 있다. 이 장에서는 시간 가치 및 금융 위험에 대한 조정에 해당하는 할인율, 특히 보험계약 유동성에 대한 조정과 관련하여 그러한 특성이 할인율에 포함되어야 하는 근거, 보험부채의 비유동성 특성이 의미하는 바, IFRS 17이 제시하는 유동성 프리미엄 반영 방법, 유동성 프리미엄 산출 방법에 대한 논의를 하고자 한다.

1. IFRS 17 보험부채의 할인율과 유동성 프리미엄

부채의 현재가치 평가라는 문제는 IFRS 17 이전에는 활발하게 논의되지 않았던 주제로 일반적으로 사용하는 방법론도 없다(Clark and Mitchell, 2012). 부채의 가치는 해당 부채의 거래 상대방인 자산 보유자의 자산가치 – 보험 계약의 경우 보험 계약자 – 와 일치한다고 볼 수 있으므로, 자산의 현재가치 산출 방법을 살펴보는 것이 의미가 있다.

금융자산의 현재가치는 기대현금흐름을 할인하는 방식으로 평가하게 되는데, 그 현금흐름이 무위험일 경우에는 해당 자산에 투자하는 것에 대한 기회비용이 국채와 같은 무위험

자산에 투자하는 것과 동일하므로 무위험 이자율로 할인한다. 즉, 위험이 없는 경우에는 시간에 대한 보상(time value of money)만이 할인율의 요소가 된다. 위험한 현금흐름인 경우, 위험 회피적 시장은 그 현금흐름의 가치를 무위험 현금흐름보다 낮게 평가하며, 이는 높은 할인율로 나타난다. 위험을 반영한 높은 할인율도 기회비용이라고 볼 수 있고, 해당 자산이 아니라 동일한 위험을 가진 다른 금융자산에 대해 투자하였다면 받을 수 있는 수익률이 할인율이 된다. 금융자산의 가격은 고위험·고수익의 관계를 가지며, 여기서의 위험은 분산되지 않는 체계적 위험이라고 알려져 있으나, 그 고수익을 가져다주는 위험의 종류 및 수익과의 관계는 수십 년간 재무금융 연구 분야의 중심축을 이루어 왔다. IFRS 17에서 언급하고 있는 유동성은 비교적 최근 위험으로 인식되기 시작한 요소로, 자산의 가치평가에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.

자산의 유동성(asset liquidity)이란 자산의 가치에 영향을 미치지 않고 매각을 통해 현금으로 쉽게 전환할 수 있는 정도를 말한다. 따라서 현금은 가장 유동적인 자산이며, 부동산이나 예술품과 같은 자산은 비유동적 자산이라고 할 수 있겠다. 원할 때 자산가치의 하락 없이 현금으로 쉽게 전환할 수 없는 비유동적 특성을 가진 현금흐름을 가진 자산의 가치는 완전히 유동적 자산보다 가치가 낮아야 하며, 이는 가치 평가에서 높은 할인율로 나타나는데, 이것이 유동성 프리미엄(liquidity premium)이다. 유동성이 자산 가치평가에 영향을 주는 위험으로 본격적으로 인식되기 시작한 것은 비교적 최근으로, 2007-2009 금융위기 기간 동안 발생했던 비유동적 자산가치의 급락은 유동성 위험의 존재 및 유동성 프리미엄의 존재를 확실히 보여주었다.

보험계약을 자산으로 보유하고 있는 계약자의 입장에서 보험계약은 비유동적 특성을 지닌다. 일반적으로 보험계약은 계약에 명시된 보험사건이 발생했을 경우 계약에 명시된 보험금을 지불하는 계약이다. 많은 보험계약의 경우 보험사건 발생이 없더라도 보험기간 만료, 해지 시에 계약에 명시된 금액을 지불한다. 하지만, 보험계약의 경우 보험기간 만료 전에 해지가 이루어질 경우에 페널티가 주어지거나 해지 자체가 불가능한 경우가 많다. 해지 시 페널티란 해지수수료, 해약공제액 뿐만 아니라 해지 이후 신규계약을 통해 동일한 보장을 구축하는데 필요한 추가 비용(신규계약 보험료와 기존계약 해지환급금과의 차이)도 포함하는 개념으로 보아야 할 것이다.

이러한 보험계약의 비유동적 특성에 대해 IFRS 17 보험계약의 문단 B79에서는 "보험사는 보험사건 발생이나 계약에 명시된 날짜 이전에 지불하도록 강제될 수 없다."라고 적고 있다. 자산의 매도 시 가치 하락이 발생하는 자산을 비유동적 계약이라고 볼 때, 계약자가 보험계약 조기 해지 시 일정의 손해가 발생하는 계약을 비유동적 계약이라고 해석할 수 있다.

보험계약자에게 비유동적 특성을 가진 보험계약은 유동적인 계약보다 낮은 가치를 준다. 금융소비자가 유동성 제약에 대해 요구하는 유동성 프리미엄은 입출금예금보다 정기예금의 금리가 높고, 정기예금 만기 전 해지 시 적용 금리가 낮은 것에서도 볼 수 있는데, 장기 저축보험 금리가 일반적으로 단기 정기예금이나 입출금예금의 금리보다 높게 형성되어 있는 것에서 보험시장에서 유동성이 보험계약의 가치에 반영이 되고 있다는 것을 알 수 있다.[8] 유동성 제약으로 할인된 자산가치는 부채 보유자인 보험사의 부채 평가에도 반영되어야 하고, 따라서 부채의 현재가치 평가를 위한 할인율에 유동성 프리미엄을 더하는 것은 정당성을 가지게 된다.

이에 대해 IFRS 17 보험계약의 문단 36은 "금융위험이 현금흐름의 추정치에 포함되어 있지 않다면 시간가치와 금융위험이 반영되도록 조정을 해야 하며"라고 명시하고 있고, 아울러 "보험부채의 할인율이 시간가치, 현금흐름의 특성, 보험계약의 유동성 특성을 반영해야 한다."고 명시하고 있다. 여기서 할인율에 유동성을 포함한 금융위험만을 반영하고, 보험위험으로 대표되는 비금융위험에 대해서는 현금흐름이 위험하다고 하더라도 할인하지 않는다는 점에서 자산의 가치평가와 부채의 가치평가가 조금 다르다는 것을 알 수 있다.

위험의 이전은 보험계약의 본질이며, 보험사는 위험의 분산을 통하여 위험을 줄이지만 그 위험이 완전히 사라지지는 않는다. 위험에 대한 전이를 하기 위하여 계약자는 기대손실의 현재가치 이상의 보험료를 지불한다. 계약을 통한 위험의 감소는 보험계약자에게 현금흐름의 가치를 증가시킨다. 보험사의 입장에서는 이전된 위험으로 현금흐름에 위험이 생겨나게 된다. 단, 현금흐름에 존재하는 위험으로 인하여 갚아야 할 부채의 가치는 줄어드는 것이 아니라 - 자산의 경우 위험이 증가하면 가치가 감소- 늘어나야 할 것이다. 이러한

8) 만기가 긴 경우 금융기관의 신용위험도 함께 증가한다고 볼 수도 있으나, 예금자 보호가 되는 수준의 저축에서 동일한 금융기관 내에서도 금리의 차이가 나는 것은 대부분 유동성 프리미엄에 기인한다고 볼 수 있을 것이다.

부분의 반영이 IFRS 17의 위험조정(risk adjustment)이며, IFRS 17에서의 이행현금흐름(fulfillment cash flow)은 추정현금흐름의 할인(discount)된 값에 위험조정(risk adjustment)을 더하는 것으로 완성된다. 이러한 점에서 자산과 부채의 현재가치 평가는 완전히 동일한 방식으로 평가할 수 없다는 것을 알 수 있고, IFRS 17은 부채의 현재가치 평가에서 계약자에게는 기회비용, 보험사에게는 투자를 통한 수익을 창출할 수 있는 시간가치 및 유동성은 할인율에 반영하여 부채를 줄이고, 부채의 리스크 증가요인이 되는 비금융위험은 위험조정으로 부채를 늘이도록 하는 것이다.

지금까지 보험계약의 비유동성 특성은 계약자 자산의 유동성이라는 관점("policyholder perspective")에서 서술하였다. 이는 B79와 BC193 및 뒷장에서 설명하고 있는 Solvency II 등에서의 유동성 프리미엄 도입 목적 등에 부합하는 해석이다. 하지만 IFRS 17의 BC194는 유동성 프리미엄 허용의 근거로 "보험사는 큰 비용을 지불하지 않고는 보험부채를 팔거나 (자산보유자에게) 돌려줄 수 없으므로 비유동적이다."라고 하여, 보험부채 매각에서의 비유동성("tradeability perspective")을 이야기 하고 있는 것으로 보인다. 계약자 관점에서의 유동성은 자금조달유동성(funding liquidity)과 유사한 개념이고, 매각관점의 유동성은 시장유동성(market liquidity)과 유사한 개념으로 볼 수 있다. 하지만 자산과 달리 보험부채는 거래가 되는 시장이 없고, 관측 가능한 시장 가격이 존재하지 않는다는 특성을 가져서 유동성의 평가에 어려움이 있다. 또한 부채의 공정가치 평가와 유동성 프리미엄의 반영이라는 것이 IFRS 17, Solvency II 등 최근 시작된 보험사 부채평가 이전에 이루어진 적이 없기에 IFRS 17에서 말하는 보험부채의 비유동성의 정의에 대한 논란이 있는 것으로 보인다(Clark and Mitchell, 2012).

회계법인들의 IFRS17 해설서들(Milliman, 2017; KPMG, 2017; PWC, 2017)은 대부분 계약자 관점에서 보험계약의 비유동성을 설명하고 있다. 하지만, 앞서 살펴본 대로 IFRS 17은 보험계약의 비유동적 특성을 계약자 관점(B79)과 보험사 관점(BC194)에서 기술하고 있는 것으로 보인다. 추가적으로 계약자 관점에서 유동성 프리미엄은 계약그룹별로 상이할 수 있으나, IFRS 17 Staff Paper(2011)에서 유동성 프리미엄을 보험사가 보유한 투자 포트폴리오에서 신용리스크 등을 차감하여 산출하는 하향식 방식을 허용하는 점을 고려한다면, 계약그룹별이 아닌 평균적인 보험부채 유동성 프리미엄의 사용도 가능할

것으로 판단된다.

2. 보험부채 유동성 프리미엄의 계산

IFRS 17은 보험계약의 비유동적 특성을 보험계약 부채평가에 반영하도록 부채 할인율에 유동성 프리미엄을 반영하는 것을 허용하고, 그 구체적인 방식에 대해서 문단 B78~B85에서 제시한다. 또한 이에 대해 IFRS 17 결론도출근거 BC193~BC196에서 약간의 가이드라인을 제시하는데, 다음과 같다.

BC193과 BC194에서는 "무위험채권은 매각 불가능한 자산(non-tradable investment)과 그 자산을 시장에서 매각할 수 있는 옵션(embedded option to sell the investment)을 보유한 것과 같다."고 설명하면서 "보험사는 상당한 비용 지불 없이 보험계약을 매각할 수 없기 때문에(because the entity cannot sell or put the contract liability without significant cost) 보험부채 측정 시 할인율은 매각 불가능한 자산의 수익률(return on the underlying non-tradable investment)과 같아야 한다."고 설명하고 있다. 이러한 기준서의 내용들은 ED나 Staff Paper에서는 구체적으로 기술되지 않았던 내용들이다. IASB는 원칙중심의 회계이므로 유동성 조정을 추정하는 방법에 대한 상세한 지침을 제공하는 것은 바람직하지 않다고 결론을 내렸으며(BC195), 유동성 프리미엄을 별도로 산정하기는 어려울 수 있다는 외부의견에 대하여 보험사는 유동성 조정을 추정할 때 (i) 유동성이 높고 우량한 채권에 기초하여 비유동성 프리미엄을 포함시키도록 조정하는 상향식방식이나 (ii) 참조포트폴리오 기대수익에 기초하여 보험부채에 적합하지 않은 요소(예: 시장위험과 신용위험)를 제거하기 위해 조정하는 하향식방식 중 하나를 적용할 수 있다고 보았다(BC196).

유동성 프리미엄을 적용하는 방식으로는 크게 상향식방식(bottom up)과 하향식방식(top down)의 두 가지 접근법이 있고, 보험사가 한 가지를 선택할 수 있다.

상향식방식은 화폐의 시간가치를 반영할 수 있는 무위험 이자율에 보험부채의 특성을 반영하는 유동성 프리미엄을 직접 추정하여 더하는 방식이다. 하지만 주식이나 채권과 같은 금융 자산과는 달리 보험계약은 시장에서 거래되는 관측 가능한 가격이 없을 뿐만 아니

라 유동성 프리미엄을 측정할 수 있는 잘 알려진 추정 방식도 없어 보험계약의 유동성 프리미엄을 직접 추정하는 것은 쉽지 않다.

하향식방식은 보험계약의 유동성 프리미엄을 구하여 무위험 이자율에 더하는 것이 아니라 시장에서 거래되는 자산 중 보험계약과 가장 유사한 특성을 가지는 포트폴리오의 수익률에서 보험계약과 무관한 신용위험 등을 제거하고 남는 부분을 무위험 이자율과 유동성 프리미엄의 합이라고 인정을 하는 방식이다. 이론상 상향식·하향식 두 방식은 같은 할인율 값을 도출해야 하지만, 실질적으로는 다른 값이 산출될 수 있다. IFRS 17에서는 이에 대해 문단 B84에서 두 가지 방식을 비교하여 일치시키는 것은 요구하지 않는다고 명시한다. 하향식방식에서는 보험계약의 현금흐름 특성을 잘 반영하는 포트폴리오를 찾는 것이 그 시작점이 되는데, 이를 참조포트폴리오(reference portfolio)라고 한다. 여기서의 참조포트폴리오는 복제포트폴리오(replicating portfolio)와는 다른 개념으로 문단 B85는 참조포트폴리오는 보험계약과 현금흐름이 완전히 일치할 필요는 없지만, 일관되고 유사한 속성을 가져서 최소한의 조정이 필요한 포트폴리오여야 한다고 적고 있다.

자기 자산의 유동성 프리미엄을 부채의 유동성 프리미엄으로 사용한다는 것은 자기 자산과 부채의 유동적 특성이 같다는 가정인데, 이는 완벽한 자산과 부채 간의 매치가 되었을 경우에만 가능한 것으로 현실적으로 그럴 가능성이 매우 낮다. 하지만 이러한 방식은 규제자본과 관련된 Solvency II나 ICS에서의 부채 유동성 조정방식과는 맥을 함께 하고 있다. 다음 장에서는 IFRS 17, MCEV와 같은 공정가치 평가를 목표로 하는 방식과 Solvency II, ICS 등 건전성회계의 차이점과 규제에서의 유동성 프리미엄 등장의 배경 및 방식에 대하여 간단히 논의한다.

3. 유동성 프리미엄에 대한 논의의 시작과 현재

Solvency II의 최초 Directive에는 부채의 할인율에 유동성 프리미엄을 적용하는 것이 허용되지 않았다. 2007~2009년 금융위기 기간 동안 비유동적 자산의 스프레드가 급등하였고, 이로 인하여 보험사 자산의 공정가치가 하락하였다. 반면, 부채의 할인율에는 유동성 프리미엄이 적용되지 않아 자본이 감소하게 되었다. 보험사의 경우 은행과는 달리 앞

장에서 설명한 보험부채의 비유동적 성격으로 유동성 프리미엄이 높은 시기에 자산을 처분하지 않아도 되고, 비유동적 자산의 만기 보유로 유동성 프리미엄을 수익으로 얻을 수 있으므로 자산만 유동성 할인을 적용 받는 것은 불합리하다는 인식이 확산되었고, 2011년 QIS5에서 최초로 유동성 프리미엄이 등장하였다. QIS5에서는 보험계약별 유동성이 다르다는 점에 착안하여, 버케팅 방식(bucketing)으로 부채를 분류하여, 가장 비유동적인 부채는 100%, 다음은 75%, 50%, 가장 유동적 부채는 0%로 유동성 프리미엄을 반영하도록 하였다. 2013년 개정안에서는 버케팅 방식 대신 경기 하락기 또는 유동성 프리미엄 증가기간 동안 추가 유동성 프리미엄을 적용하는 것을 허용하는 경기대응 프리미엄(counter cyclical premium) 방식을 도입하는데, 이는 감독회계의 목적과 실제 적용의 용이성 등을 감안한 개정이었던 것으로 보인다.

금융기관이 경기 하락기에 자산을 축소해 가고, 상승기에 늘여서 경기변동을 가속화 시키는 금융기관의 경기순응성(procyclicality)은 금융위기 이후 Basel의 개정에서도 쟁점이 되었던 사안으로, 경기대응 프리미엄의 도입은 보험사의 경우 회계상 자산의 유동성 프리미엄 할인으로 인한 자본 압박이 경기 하락기에 보험사 재무구조를 더 악화시키는 것을 막기 위해 부채의 할인을 허용한다는 개념이라고 볼 수 있다. 2013년 개정안은 QIS5에서의 유동성 프리미엄보다 조금 더 보험사의 안전성 강화와 소비자 보호라는 감독회계의 목적에 대한 고민의 결과로 보인다.

IFRS 17의 목적은 재무제표이용자에게 보험계약을 충실하게 나타내는 관련 정보를 제공하기 위한 것으로써 부채의 가치를 얼마나 정확하게 평가하는가가 그 주안점인 반면, 감독회계의 경우 보험사의 안정성 확보를 그 목적한다. 이는 IAIS(2017)에서도 확인할 수 있는데, IAIS는 할인율에 있어서 무위험이자율 커브에 대한 조정은 유동성 프리미엄 증가기간 동안 유동성 프리미엄 증가에 따른 자산변동에 의한 자본의 변동성을 적절히 다루기 위한 것이라고 명시하고 있다. 이와 같이 유동성 프리미엄 변화로 인한 자산가치 변화로 생겨난 회계적 자본변동성 완화를 위하여 Solvency II의 경우 2014년 개정안부터, 부채의 유동성 프리미엄에 대한 조정으로 부채와 매칭이 되는 자산의 유동성 프리미엄을 해당 부채의 할인에 적용하도록 하는 매칭 조정(matching adjustment) 또는 참조포트폴리오의 유동성 프리미엄을 전체 부채에 적용하는 변동성 조정(volatility adjustment)을 허용하고 있다.

Ⅳ. 실증 분석

1. 자료

본 연구는 보험부채 내부수익률(IRR)의 도출을 위해 우리나라 3대 생명보험회사의 2013년부터 2016년까지 4년 동안의 현금유출과 현금유입으로 구분된 책임준비금 적정성 평가(LAT) 현금흐름과 LAT 평가 시 사용된 장부상 준비금을 사용하였다.

회사채의 유동성 프리미엄을 구하기 위해 국고채, 정부보증채 및 회사채의 현물이자율(spot rates)을 사용하였는데, 보험부채 수익률을 채권수익률에 미러링(mirroring)할 때에는 이들 채권들의 만기수익률(yield-to-maturity)을 사용하였다.[9] 또한 현금흐름의 발생시점 특성을 반영하기 위해 보험부채와 미러링하는 회사채의 듀레이션[10]을 매칭 시켰다. 본 연구에서 정부보증채를 사용하는 이유는 다음과 같다. 정부보증채는 바젤Ⅲ 기준상 국채와 동일한 위험가중치를 적용받기 때문에 국채와 신용의 질은 같다. 그럼에도 불구하고 만기가 동일한 정부보증채의 이자율이 국채 이자율보다 높은 수준을 보이는 것은 단지 유동성의 차이로 볼 수 있기 때문에, 정부보증채와 국고채의 현물이자율 차이를 유동성 지표로 삼을 수 있는 것이다.[11] 회사채는 BBB- 이상의 신용등급만을 대상으로 하였으며 공모 및 사모 모두를 분석대상으로 하였다. 고려한 채권들의 만기는 1년~20년물(1년, 2년, 3년, 5년, 7년, 10년, 15년, 20년)에 해당한다.

본 연구의 분석 기간은 2010년 3월부터 2017년 12월까지 94개월이다. 분석 기간을 2010년 3월부터 설정한 이유는 10년 만기 정부보증채(장학재단채권10-6)가 2010년 3월 23일 처음으로 발행되었기 때문이다. 단, 보험부채의 수익률은 2013년부터 2016년까지 4년을 대상으로 구했다. LAT 현금흐름 자료와 보험부채 수익률 자료는 3대 생명보험회사로부터 제공받았다. 각 채권의 현물이자율과 만기수익률 및 회사채 지수[12]는 한국자산평

9) 이때, 만기수익률을 사용한 이유는 만기수익률이 보험부채 수익률과 같이 IRR의 개념이기 때문이다.

10) 이때 듀레이션은 effective duration($(V_{-\Delta y} - V_{+\Delta y})/2V_0\Delta y$, Δy : 회사채 수익률의 변화)를 말한다.

11) 여기서 말하는 유동성 지표는 유동성 프리미엄과는 다르며, 식(2)에서 이자율 요인, 신용요인과 함께 사용되는 유동성 요인을 의미한다. 자세한 내용은 식(2)에서 설명한다.

12) 회사채 지수는 "매경 BP 종합채권지수"를 사용하였는데, 이는 신용등급 BBB- 이상의 원

가(주)에서 제공받았다.

2. 보험부채 수익률의 추정

보험부채의 경우, 보험사고 이전에 급부금 지급을 강제할 수 없는 비유동적 특성이 존재하므로 기준서는 무위험 수익률곡선 결정시 사용된 금융상품(예, 국채)에서 보험계약의 비유동적 특성을 조정하여 IFRS 17 할인율을 산출할 수 있다고 언급하고 있다(bottom-up 방식). 보험계약의 비유동적 특성과 가장 유사한 금융상품의 파악을 위하여 보험계약의 미래현금흐름과 유동성의 특징을 반영하는 보험부채의 내부수익률(IRR)을 산출할 필요가 있다.

이를 위해 LAT 현금흐름 기반하의 보험부채 수익률을 다음과 같이 추정하였다. 현금유출액 현가의 합계와 현금유입액 현가의 합계가 같아지도록 만드는 할인율 즉, IRR을 보험부채 수익률로 정의하였다. 식 (1)을 만족하는 할인율 IRR은 보험계약자 입장에서 볼 때 보험계약에 대해 기대하는 요구수익률의 개념과 일치하므로 식 (1)을 통해 구한 IRR을 보험부채 수익률로 볼 수 있다.

$$\sum_{t=0}^{\text{보험만기}} \frac{(\text{현금유출액}_t - \text{현금유입액}_t)}{(1+IRR)^t} = 0 \qquad (1)$$

앞서 언급한 대로 현금유출액과 현금유입액은 LAT 현금흐름 기반으로 산출되어 LAT 평가시점 이전의 현금유입액이 반영되지 않아 이를 보완하기 위해 장부상 준비금을 일시납 보험료로 간주하여 0 시점의 현금유입액으로 보았다. 우리가 사용하는 보험부채의 IRR은 자료가 사용된 시점('13년~'16년)의 LAT 규정에 의해 계산하기 때문에 금융위험이 보험부채 현금흐름에 내재되어 있다고 할 수 있다. 왜냐하면 보험부채 현금흐름이 '13년~'16년 LAT 규정에 따라 자산운용수익률에 기반하여 산출되기 때문이다. 또한 보험료에는 보험사의 신용위험이 암묵적으로 반영되어 결정되므로 보험회사의 신용위험도 보험부채 현금흐름에 내재되어 있다고 보아야 할 것이다.

화 표시 채권을 바스켓으로 구성하여 시가총액 가중방식으로 산정되는 총수익지수이다. 만기 3개월 이하 채권, 사모채권, 후순위채권, 주식관련채권, 물가연동국고채, 미상환 잔액 10억 미만 채권, FRN 등은 제외되었다.

그런데 현금유입액의 대부분을 차지하는 보험료에는 원가, 회사 마진 및 보험리스크에 대한 버퍼 등이 포함되어 있으므로 보험부채 수익률을 금융상품 수익률과 비교하기 위해서는 금융상품에 없는 보험리스크 버퍼 부분을 제거할 필요가 있다.[13] 이를 위해 2016년 말 생보업계의 IFRS 17 보험부채 중 RA 비중을 추정하고 동 비율을 현금유입액에서 차감 조정하였다.[14] 이와 같이 보험리스크 버퍼 부분을 조정하면 식 (1)의 현금유입액이 줄어들어 분자가 커지기 때문에 분모인 IRR도 커지게 된다.

그러므로 본 연구에서는 시장에서 거래되는 여러 자산 중에서 유동성이 높은 채권을 기초로 하여 회사채의 만기수익률을 보험부채의 수익률과 미러링하고자 한다. 결국 보험부채 수익률과 가장 잘 매치되는 만기수익률을 보이는 회사채 등급을 찾아, 해당 등급 회사채 만기수익률에 포함된 유동성 프리미엄을 측정하고, 이렇게 구한 유동성 프리미엄을 보험부채의 유동성 프리미엄으로 간주하는 것이다.[15]

국내 3대 생명보험회사의 2013년부터 2016년까지 4년 동안의 현금유출과 현금유입으로 구분된 LAT 현금흐름을 사용하여 구한 보험부채 수익률 결과는 〈표 1〉과 같다. 보험부채의 IRR은 보험리스크를 조정한 후의 수치이며, 국내 3대 생명보험회사의 보험부채 IRR은 4개년 평균 4.06%로 추정되었으며, 최근에 올수록 감소하는 추세를 보이고 있다.

〈Table 1〉 IRR of insurance contracts

This table reports the internal rate of return on insurance contracts obtained using LAT cash flows consisting of cash inflows and outflows. We used data for three years from 2013 to 2016 for three major life insurance companies in Korea.

	2013	2014	2015	2016	Average
IRR	4.57	4.25	3.83	3.58	4.06

Data: estimates given by three largest domestic insurance companies.

13) 금융상품 수익률에도 원가 및 회사 마진이 반영되어 있다고 볼 수 있으므로 보험부채 수익률에서 보험리스크 버퍼만을 제거한다.

14) 금감원 QIS II 기준으로 추정한 RA값을 이용하여 2016년도를 기준으로 RA값이 보험부채에서 차지하는 비중을 계산하였으며 그 비중은 3%로 추정되었다.

15) 우리가 미러링한 회사채의 신용등급은 AA이고 보험부채 수익률을 계산한 보험 3사의 신용등급은 AAA이기 때문에 신용위험에 대한 프리미엄이 정확히 일치하지는 않지만 결과에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것으로 보인다.

이제 측정된 보험부채 수익률과 회사채 수익률을 미러링하기 위해 3사의 보험부채의 듀레이션을 조사한 결과, 보험부채의 듀레이션은 3개사 평균 약 15년(14~17년)으로 나타났다. 따라서 보험부채와 회사채 현금흐름 발생시점의 특성을 맞추기 위해 만기가 15년인 공모 또는 사모 회사채를 비교 대상으로 선정하였으며, 보험부채 수익률이 어떤 등급의 회사채 수익률과 가장 잘 매치되는지를 보기 위해 〈표 2〉와 같이 등급별·연도별로 회사채 만기수익률(yield to maturity)을 구해 비교하였다. 연도별 회사채 만기수익률은 만기별·등급별 일별 만기수익률을 각 연도마다 산술평균하여 구하였다.

〈Table 2〉 Corporate bond's yield to maturity

This table reports the yield to maturity of the 15-year corporate bonds by grade and year. The corporate bonds' yield to maturity is calculated by arithmetic average for each year.

		2013	2014	2015	2016	Average
Public issue	AAA	3.65	3.60	2.73	2.21	3.05
	AA+	4.11	4.02	3.12	2.62	3.47
	AA	4.55	4.48	3.59	3.11	3.93
	AA-	4.99	4.92	4.05	3.60	4.39
	A+	5.41	5.40	4.54	4.09	4.86
	A	5.86	5.86	5.01	4.50	5.31
	A-	6.31	6.33	5.48	4.97	5.77
	BBB+	7.76	7.85	7.02	6.58	7.30
	BBB	8.85	8.93	8.10	7.67	8.39
	BBB-	10.37	10.53	9.71	9.23	9.96
Private issue	AAA	4.04	4.01	3.15	2.62	3.45
	AA+	4.23	4.22	3.37	2.92	3.69
	AA	4.74	4.75	3.90	3.45	4.21
	AA-	5.23	5.25	4.41	3.96	4.71
	A+	5.82	5.84	5.00	4.56	5.30
	A	6.30	6.31	5.47	5.03	5.78
	A-	6.85	6.82	5.97	5.53	6.29
	BBB+	8.56	8.58	7.75	7.27	8.04
	BBB	9.84	9.85	9.02	8.54	9.31
	BBB-	11.31	11.32	10.49	10.06	10.79

신용등급 AAA에서 BBB-까지 숫자를 부여(1~10)하고 수익률(YTM)을 신용등급 숫자에 매핑하여 점수화하여 계산한 결과, 공모 회사채의 경우에는 3.3(AA ~ AA- 사이에 해당), 사모 회사채의 경우에는 2.7(AA+ ~ AA 사이에 해당)로 계산되었다. 또한 연도별로 미러링해 볼 때, 공모 회사채의 경우 AA+ ~ AA- 등급(평균 AA) 회사채와 보험부채 수익률이 가장 유사한 수익률 구조를 보임을 알 수 있다. 따라서 공모 회사채의 경우 보험부채 수익률과 가장 잘 매치가 되는 등급은 AA로 보는 것이 크게 무리가 없어 보인다. 벤치마크를 공모 대신 사모로 설정하게 되면 신용등급이 한 단계(1 notch) 정도 높아지는 것을 앞의 숫자를 부여한 경우와 〈표 2〉에서 확인할 수 있다. 본 연구에서는 공모시장의 자료가 사모시장의 자료보다 더 신뢰성이 있으므로 사모보다는 공모 회사채를 보험부채의 벤치마킹 대상으로 삼았으며 AA 등급을 미러링 대상으로 하였다.

3. 보험부채 유동성 프리미엄(LP)의 측정

본 연구는 유동성 프리미엄 추정 모형으로 Fama and French(1993) 2요인 모형을 확장한 오세경, 박기남, 최시열(2016)의 방법론을 적용하였다. 오세경 등(2016)은 정부보증채 스프레드를 유동성 지표(liquidity factor)로 추가하여 유동성 요인이 국내 회사채 수익률 스프레드의 의미 있는 리스크 요인임을 보였다.

이미 선행연구에서 밝혀졌듯이(Driessen, 2005; Longstaff et al., 2005; Chen et al., 2007; De Jong and Driessen, 2012 등), 만기가 같은 회사채와 국채 간의 이자율 스프레드에는 신용 프리미엄은 물론 유동성 프리미엄도 내포되어 있다. 이러한 관점에서 Fama and French(1993) 2요인 모형의 DEF는 유동성 요인이 포함된 것이며, 따라서 유동성 요인(LIQ)과 유동성 요인을 제거한 순수 신용요인($CREDIT$)으로 분해가 가능하다.[16]

이와 관련하여 Longstaff et al.(2005)은 미국 정부보증채인 Refcorp가 국채와 신용위험에서는 차이가 없고 단지 유동성에서만 차이가 있기 때문에 무위험 이자율로서 더 적절하다고 언급하고 있고, Montfort and Renne(2014)와 Schwarz(2015) 등은 유럽 국채

16) DEF = 장기 회사채 이자율 - 장기 무위험 이자율 = (장기 회사채 이자율 - 장기 정부보증채 이자율) + (장기 정부보증채 이자율 - 장기 무위험 이자율) = $CREDIT + LIQ$.

시장의 유동성 지표로서 정부보증채 스프레드를 사용하고 있으며, 오세경 등(2016)은 예보채 스프레드를 활용하여 국내 채권시장의 유동성 프리미엄을 도출한 바 있다.

$CREDIT$과 LIQ는 일정 부분 서로에게 영향을 줄 것으로 예상되므로 채권시장의 공통적인 유동성 요인이 제거된 직교 순신용 요인(orthogonal net credit factor; CRD)을 추출하기 위해 식(3)을 적용하였다(Cieslak and Povala, 2015).[17]

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_{i,term} TERM_t + \beta_{i,crd} CRD_t + \beta_{i,liq} LIQ_t + \epsilon_t, \quad (2)$$

$$CRD_t = DEF_t - \hat{\alpha} - \hat{\beta} \bullet LIQ_t \ , \quad (3)$$

여기서 R_i는 만기별·신용등급별 회사채 i의 이자율(spot rates), R_f는 회사채 i와 만기가 동일한 국고채 이자율, $TERM$은 장단기 스프레드로서 장기(10년) 국고채 이자율과 단기(1년) 국고채 이자율 간의 차이, DEF는 장기 회사채 포트폴리오의 이자율과 장기 국고채 이자율 간의 차이(gross credit factor), LIQ는 유동성 지표로서 장기 정부보증채 이자율과 장기 국고채 이자율 간의 차이, CRD는 유동성 요인에 영향을 받지 않는 순 신용 요인으로서 식(3)을 이용하여 구한 값을 각각 나타낸다. 장기 회사채 포트폴리오의 이자율은 신용등급별 공모 회사채 이자율을 시가가중으로 구했으며, 그 경우에 가중치는 매경BP 회사채 지수의 신용등급별 시가 비중을 사용하였다.

이어서 식(2)를 통해 추정된 베타계수들이 횡단면적으로 채권 수익률 스프레드 결정에 미치는 영향을 보기 위해 Fama and MacBeth(1973) 방법을 사용하였다. 우선 직전 5년 기간의 자료를 이용하여 베타들을 추정하였으며, 횡단면에서 존재할 수 있는 상관성에 따른 통계량 편의(bias) 문제를 해결하기 위해 Fama and MacBeth 방법으로 조정된 표준오차를 사용하였다.[18] 균형관계에서 채권수익률은 베타와 일반적으로 선형 관계를 갖는 것으로 가정한다. 그러나 본 연구에서는 식(4)와 같이 베타의 제곱 항을 추가한 회귀식을 사용하여 베타의 비선형성이 채권수익률 스프레드에 미치는 영향을 함께 고려하였다.

17) 이 경우 신용요인과 유동성요인이 중첩되는 부분을 신용요인에서 제거하고 있으므로 신용요인이 약간 과소 추정될 가능성이 있다.

18) Petersen(2009)은 각 기업의 수익률 잔차 간의 상관성이 존재하는 경우에 Fama and MacBeth(1973) 방법이 표준오차를 수정하는 적절한 방법이라 하였다.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \gamma_{0,t} + \gamma_{1,t}\widehat{\beta_{TERM,i,t-1}} + \gamma_{2,t}\widehat{\beta_{CRD,i,t-1}} + \gamma_{3,t}\widehat{\beta_{LIQ,i,t-1}} + \gamma_{4,t}\widehat{\beta^2_{TERM,i,t-1}} + \gamma_{5,t}\widehat{\beta^2_{CRD,i,t-1}} + \gamma_{6,t}\widehat{\beta^2_{LIQ,i,t-1}} + u_t \quad (4)$$

식 (4)에서 제시한 T개의 횡단면 회귀식을 추정하면 $\widehat{\gamma_{m,1}}$부터 $\widehat{\gamma_{m,T}}$까지 T개의 추정치를 얻게 된다. 이를 평균하여 얻는 $\overline{\hat{\gamma}_m}$이 수익률 스프레드와 체계적 위험인 베타와의 관계를 나타낸다. 체계적 위험(systematic risk)이 높은 채권은 수익률 스프레드가 커져야 하며, 해당 위험요인이 중요하다면 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 가져야 한다. 수익률 스프레드와 베타 간에 비선형성이 존재하는 경우에는 편미분을 통해 구한 값을 선형계수값에 더해 구한다.[19]

〈표 3〉은 2010년 3월부터 2017년 12월까지 94개월간의 자료를 이용하여 추정한 공모 AA 등급 회사채의 만기별 유동성 프리미엄(LP)의 비중, 시장에서 관찰된 수익률 스프레드와 최종 LP를 보여주고 있다. 먼저 LP 비중은 다음의 과정을 거쳐 도출되었다. 즉, 식 (2)와 식 (3)에 의해 회사채 수익률 스프레드의 각 위험요인에 대한 베타들을 추정한 후에 이들을 식 (4)에 대입하여 감마들을 추정하고, 각 위험요인에 대한 리스크 프리미엄을 베타와 감마를 곱하여 구하였다. 그런 다음 LP 비중은 유동성 프리미엄이 전체 리스크 프리미엄에서 차지하는 비중을 구한 것이다. 최종 LP는 이렇게 구한 LP 비중에 해당 채권의 실제 스프레드를 곱하여 구한다. 예를 들어, 공모 AA 회사채의 10년 만기 LP 비중은 0.45인데, 여기에 AA 회사채의 실제 스프레드인 1.08%를 곱한 값이 최종 LP 값 0.48%로 산출된 것이다.

그러나 만기 20년 정부보증채(장학재단채권)는 지난 2011년 4월에 처음 발행되었으며, 초우량 기업을 제외하고 만기가 10년을 초과하는 회사채의 발행은 매우 드문 상황이기 때문에 15년 만기와 20년 만기 채권수익률 자료를 사용하여 LP비중을 도출하는 것은 신뢰성이 떨어질 수 있다. 그럼에도 불구하고 신지급여력제도(K-ICS, Insurance Capital Standard) 도입 초안과 책임준비금 적정성평가(LAT) 개정안에서 국고채 수익률이 관찰되는 기간의 최종만기(Last Liquid Point; LLP)로 20년을 제시하고 있는 점을 감안하여 15

19) 예를 들어 $R_{i,t} - R_{f,t} = \hat{\gamma}_1\beta_i + \hat{\gamma}_2\beta_i^2$ 이라면, 수익률 스프레드와 베타 간의 기울기는 $\hat{\gamma}_1 + 2\hat{\gamma}_2\beta_i$ 로 구한다.

년 만기와 20년 만기에 대한 LP를 제공할 필요성이 있다고 생각되어 다음과 같은 두 가지 방법을 제시하고자 한다.

(1안) 장기에 해당하는 10년의 LP 비중을 동일하게 적용(동일한 LP 비중 가정)

(2안) 10년의 LP를 동일하게 적용(동일한 LP 값 가정)

〈표 3〉의 15년 만기와 20년 만기에 대한 최종 LP는 (1안)을 기준으로 작성하였는데, (2안)의 경우 10년까지 LP가 증가하는 패턴을 반영하지 못할 뿐만 아니라 LP를 저평가할 가능성이 있기 때문이다. 그러나 향후 국내 회사채 시장에서 10년을 초과하는 장기 회사채의 발행과 발행 비중이 증가하고 장기 회사채의 거래량과 신뢰도가 높아질 경우에 추가 분석을 통해 확인이 필요하다.

공모 AA 등급 회사채의 유동성 프리미엄은 7년 만기물을 제외하고[20] 1년 만기물부터 20년 만기물까지 상승하는 모습을 보이고 있다(1년: 12bp, 2년: 17bp, 3년: 25bp, 5년: 30bp, 7년: 18bp, 10년: 48bp, 15년: 67bp, 20년: 75bp).

〈Table 3〉 Liquidity premium of AA-rated corporate bonds

This table reports the ratio of liquidity premium (LP), the yield spreads observed in the market, and the final LP of AA-rated corporate bonds. They are estimated using the spot interest rates from March 2010 to December 2017.

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
LP portion	0.45	0.73	0.73	0.70	0.27	0.45	0.45	0.45
Yield spread(%)	0.26	0.23	0.34	0.43	0.65	1.08	1.49	1.67
LP(%)	0.12	0.17	0.25	0.30	0.18	0.48	0.67	0.75

50년간 산술평균한 유동성 프리미엄은 53bp, 60년간 산술평균한 유동성 프리미엄은 50bp로 계산되었다. 이는 LP를 더하여 구한 국채 이자율 곡선과 LP를 더하지 않은 국채 이자율 곡선을 Smith-Wilson(2001) 방법으로 각각 추정한 다음, 각각에 대해 1년부터

20) 7년물 국채의 경우 가격이 인용되기는 하지만 지표물에 포함되지 않아 유동성이 다른 기간물에 비해 많이 떨어져 7년물 LP가 다른 기간물에 비해 낮은 수준을 보인다.

50년 또는 1년부터 60년까지의 현물이자율의 산술평균값을 구하여 두 값을 차감한 것이다. 50년은 관찰되는 국채의 최장 만기이라는 점에서 고려했으며, 60년은 K-ICS(안)에서 선도금리가 수렴하는 시점이기 때문에 고려하였다.

V. 결론

본 연구에서는 보험부채의 유동성 프리미엄과 할인율을 추정하는 방식을 제안하고 동 방식에 의해 이들에 대한 추정치를 산출하였다. 보험부채의 유동성은 계약자 관점 또는 매각 관점 모두에서 정의할 수 있는데, IFRS 17에서는 보험계약별로 다른 유동성 프리미엄을 적용하는 것을 요구하지 않으므로 계약별이 아닌 평균적인 보험부채의 유동성 프리미엄을 사용할 수 있다.

보험부채 평가를 위한 할인율 산출방법에는 상향식방식(bottom-up approach)과 하향식방식(top-down approach) 두 가지가 있지만 본 연구에서는 상향식방식을 사용하였는데, 대부분의 유럽 보험회사가 할인율 산출방법으로 상향식방식을 사용하고 있을 뿐만 아니라 상향식방식이 개념적으로 명확하고 실무적으로도 적용하기가 쉽기 때문이다.

본 연구는 보험부채의 유동성 프리미엄을 도출하기 위해 IFRS 17 문단 36의 (b)에 따라 '시장에서 거래되는 자산'을 고려하되, IFRS 17 BC196 (a)에 따라 '유동성이 높고 우량한 채권에 기초하여' 채권시장에서 거래되는 회사채 수익률로부터 보험부채의 유동성 프리미엄을 도출하였다.

보험계약의 비유동적 특성과 가장 유사한 금융상품의 파악을 위해 보험계약의 미래현금흐름과 유동성 특성을 반영하는 수익률, 즉 보험계약의 현금유출액 현가의 합계와 현금유입액 현가의 합계를 같게 만드는 내부수익률(IRR)을 산출하였으며, 수익률 차원에서 보험부채와 가장 유사한 회사채 등급을 미러링(mirroring)해 본 결과, AA 등급의 공모 회사채가 가장 매치가 잘 되는 것을 발견하였다,

본 연구는 회사채의 유동성 프리미엄을 추정하는 방법으로 Fama-French 2요인 모형을 확장한 오세경·박기남·최시열(2016)의 방법론을 적용하였다. 정부보증채는 국채와 신

용의 질에서는 동일하되 유동성에서만 차이가 나기 때문에 정부보증채 수익률과 국채 수익률의 차이를 통해 유동성 지표를 구할 수 있으며 이를 사용하여 등급별·만기별로 회사채의 유동성 프리미엄을 산출하였다. 추정결과, 공모 AA 등급 회사채의 유동성 프리미엄은 7년 만기물을 제외하고 1년 만기물부터 20년 만기물까지 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있으며(1년: 12bp ~ 20년: 75bp), 관찰되는 국채의 최장 만기인 50년까지 산술평균한 유동성 프리미엄은 53bp로 추정되었다.

K-ICS상 유동성 프리미엄은 Solvency II 기준(자산 포트폴리오와 국채 스프레드의 65%)으로 산출되기 때문에 이번 연구결과 보다 낮은 수준이 될 것으로 예상된다. 하지만 우리가 추정한 유동성 프리미엄과 할인율은 IFRS 17에서 말하는 “할인율이 보험계약 현금흐름의 시간가치, 현금흐름의 특성 및 유동성 특성을 반영해야 한다.”는 원칙에 입각하여 추정되었을 뿐만 아니라 한국적 상황을 가장 잘 반영하여 산출되었기 때문에 정책당국과 업계에서 활용할 수 있는 현실적인 대안이 될 수 있을 것으로 기대한다.

[Appendix] Term structure of liquidity premiums

This table reports the ratio of liquidity premium (LP) (A-1 and B-1 Panels), yield spread (A-2 and B-2 Panels), and final LP (A-3 and B-3 Panels) by grade and year. They are estimated using spot interest rates for 94 months from March 2010 to December 2017.

Panel A: Public Corporate Bond

A-1. LP portion

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
AAA	0.43	0.80	0.83	0.92	0.87	0.67	0.67	0.67
AA+	0.46	0.77	0.76	0.78	0.20	0.53	0.53	0.53
AA	0.45	0.73	0.73	0.70	0.27	0.45	0.45	0.45
AA-	0.47	0.69	0.96	0.47	0.35	0.43	0.43	0.43

A-2. Yield spread

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
Government Guaranteed Bond	0.08	0.12	0.17	0.15	0.08	0.06	0.08	0.12
AAA	0.20	0.16	0.25	0.23	0.29	0.39	0.45	0.56
AA+	0.23	0.18	0.30	0.36	0.48	0.67	0.91	0.99
AA	0.26	0.23	0.34	0.43	0.65	1.08	1.49	1.67
AA-	0.31	0.28	0.39	0.55	0.87	1.46	2.06	2.30

A-3. LP

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
Government Bond Yield	1.87	2.09	2.15	2.38	2.44	2.46	2.45	2.44
Government Guaranteed Bond	0.08	0.12	0.17	0.15	0.08	0.06	0.08	0.12
AAA	0.09	0.13	0.20	0.21	0.25	0.26	0.30	0.38
AA+	0.11	0.14	0.22	0.28	0.10	0.35	0.48	0.52
AA	0.12	0.17	0.25	0.30	0.18	0.48	0.67	0.75
AA-	0.15	0.19	0.38	0.26	0.30	0.63	0.89	1.00

Panel B: Private Corporate Bond

B-1. LP portion

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
AAA	0.48	0.82	0.84	0.92	0.93	0.76	0.76	0.76
AA+	0.51	0.82	0.76	0.77	0.30	0.49	0.49	0.49
AA	0.51	0.74	0.98	0.71	0.32	0.46	0.46	0.46
AA-	0.64	0.69	0.95	0.59	0.38	0.46	0.46	0.46

B-2. Yield spread

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
Government Guaranteed Bond	0.08	0.12	0.17	0.15	0.08	0.06	0.08	0.12
AAA	0.30	0.26	0.35	0.34	0.43	0.54	0.61	0.77
AA+	0.37	0.33	0.44	0.51	0.64	0.84	1.08	1.18
AA	0.42	0.39	0.50	0.60	0.83	1.27	1.71	1.88
AA-	0.49	0.46	0.58	0.74	1.09	1.70	2.30	2.54

B-3. LP

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y
Government Bond Yield	1.87	2.09	2.15	2.38	2.44	2.46	2.45	2.44
Government Guaranteed Bond	0.08	0.12	0.17	0.15	0.08	0.06	0.08	0.12
AAA	0.14	0.21	0.29	0.31	0.39	0.41	0.46	0.58
AA+	0.19	0.27	0.33	0.40	0.19	0.41	0.53	0.58
AA	0.21	0.29	0.49	0.42	0.27	0.58	0.78	0.85
AA-	0.32	0.32	0.55	0.44	0.41	0.78	1.06	1.17

참고문헌

오세경, 박기남, 최시열, "IFRS4 2단계하에서의 유동성 프리미엄을 반영한 할인율 추정에 관한 연구", **보험금융연구**, 27(4), 2016, pp. 131-169.

(Translated in English) Sekyung Oh, Kinam Park, and Siyeol Choi, "Estimation of the discount rates for insurance liability valuation reflecting the term structure of liquidity premiums under IFRS 4 Pahse II", *Journal of Insurance and Finance,* 27(4), 2016, pp. 131-169.

Chen, Long, David A. Lesmond, and Jason Wei, "Corporate yield spreads and bond liquidity", *The Journal of Finance*, 62, 2007, pp. 119-149.

Cieslak, Anna, and Pavol Povala, "Expected returns in Treasury bonds", *Review of Financial Studies*, 28, 2015, pp. 2859-2901.

Clark, Dominic and Scott Mitchell, "Allowing for illiquidity and other market stress impacts in the valuation of insurance liabilities", *Milliman White Paper,* 2012, Available at: http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/life-published/allowing-for-illiquidity.pdf

De Jong, Frank, and Joost Driessen, "Liquidity risk premia in corporate bond markets", *The Quarterly Journal of Finance*, 2, 2012, pp. 1-34.

Driessen, Joost, "Is default event risk priced in corporate bonds?", *Review of Financial Studies*, 18, 2005, pp. 165-195.

Fama, Eugene F., and James D. MacBeth, "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests", *The Journal of Political Economy*, 81, 1973, pp. 607-636.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, "Common risk factors in the

returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, 1993, pp. 3-56.

IAIS, "Public 2017 Field Testing Technical Specification", 2017, Available at: https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-capital-standard//file/67655/public-2017-field-testing-technical-specifications

IASB, "IFRS 17 Insurance Contacts", May 2017.

____, "Basis for Conclusion on IFRS 17", May 2017.

IFRS Staff Paper, Top Down Approaches to Discount Rates, IASB Agenda Reference 5A/FASB Agenda Reference 63A, April 2011.

KPMG, "Insurance contracts first impressions IFRS 17", July 2017, Available at: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/07/ifrs17-first-impressions-2017.pdf

Longstaff, Francis A., Sanjay Mithal, and Eric Neis, "Corporate yield spreads: Default risk or liquidity? New evidence from the credit default swap market", *The Journal of Finance*, 60, 2005, pp. 2213-2253.

MetLife, "Comment Letter #36 to the FASB on ASC 944 dated 12-15-2016", 2016: http://www.fasb.org/jsp/FASB/CommentLetter_C/CommentLetterPage&cid=1218220137090&project_id=2016-330.

Milliman, "IFRS 17 - Introduction, Challenges & Opportunities", 2017/10/19, Available at: http://ie.milliman.com/uploadedFiles/insight/2017/IFRS-17-Dublin_Presentation.pdf

_____, "2014 Embedded Value Results-Europe Generating Value", July 2015.

Monfort, Alain, and Jean-Paul Renne, "Decomposing euro-area sovereign

spreads: credit and liquidity risks", *Review of Finance*, 18, 2014, pp. 2103-2151.

Petersen, M., "Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches", *Review of Financial Studies*, 22, 2009, pp. 435-480.

PWC, "In depth, A look at current financial reporting issues", 2017/7/30, Available at: https://www.pwc.com/sg/en/insurance/assets/ifrs17-current-financial-reporting.pdf

Schwarz, K., "Mind the gap: disentangling credit and liquidity in risk spreads", *Working Paper*, 2015, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1486240.

Smith, A., and T. Wilson, "Fitting yield curves with long term constrains", *Technical report*, 2001.

Abstract

This study aims to suggest a method to estimate the illiquidity premium and the discount rate for the insurance liability and provide their estimates based on it.

To identify a financial instrument whose characteristic of illiquidity is most similar to that of the insurance liability, we calculate the internal rate of return (IRR) of the insurance liability which reflects the characteristics of the cash flows and the illiquidity characteristics of the insurance liability, using the data of the three largest life insurance companies in Korea. When we mirror the IRRs of the insurance liability with the yields-to-maturity of corporate bonds, we find that AA-rated corporate bonds match the most with the insurance liability in case of publicly issued bonds.

As a methodology to estimate the liquidity premium of corporate bonds, we apply the methodology of Oh et al. (2016) which extends Fama-French two factor model. The results show that the liquidity premium of public AA-rated corporate bonds increases steadily from one-year maturity bonds (12 bp) to twenty-year maturity bonds (75 bp) except seven-year maturity bonds. The average liquidity premium is estimated to be 53 bp, when extending the maturity up to fifty years which is the longest maturity of government bonds observed in Korea. The discount rates for the insurance liability can be calculated if the estimated liquidity premium is added to the risk-free yield curve.

We expect that the estimated discount rate and the liquidity premium for the insurance liability can be used by the regulatory body and the practitioners of the industry, since it is not only estimated based on the principle of IFRS 17, specifying "the discount rates should reflect the time

value of money, the characteristics of the cash flows and the liquidity characteristics of the insurance contracts", but also it reflects the Korean circumstances the best.

※ Key words: IFRS 17, insurance liability, liquidity premium, discount rate, term structure

보험금융연구 제29권 제3호 (2018. 8) pp. 77-102
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2018.29.3.003

연금저축 세제혜택 세액공제 전환에 따른 연금저축 납입행태 변화 분석*

Does changing tax treatment method increase private pension saving?

정 원 석**
Wonsuk Chung

정부는 고소득층의 세제혜택을 조정하고, 저소득층의 연금저축 납입유인을 강화하기 위해 소득공제를 적용하던 연금저축 납입액에 대한 세제혜택 방식을 2014년부터 세액공제로 전환하였다. 세액공제로 전환이 연금저축 가입자들의 연금저축 가입과 납입액에 미친 영향을 2012년부터 2016년까지 조사된 재정패널조사를 이용하여 분석하였다. 연구 결과 세액공제 도입이 저소득층 연금저축 가입 및 납입액을 감소시킨 것으로 나타났다. 이는 세액공제가 연금자산 형성이 꼭 필요한 저소득 계층에 연금저축 납입유인을 감소시킨 것을 의미하며, 이들 계층에 특화된 사적연금 가입유인 제공이 필요함을 의미한다. 본 논문은 세제혜택 방식 변화에 따른 연금저축 납입행태 변화를 규명하고 이에 관련된 정책적 시사점을 도출한 것에 그 학술적·정책적 기여가 있다.

국문 색인어: 소득공제, 세액공제, 연금저축, 조세
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B030104, B030501, B030502, B030400, B030908

* 본 논문은 보험연구원 보고서 「연금세제 효과연구」의 일부를 심화·발전시킨 연구입니다. 심사과정에서 소중한 조언을 주신 익명의 심사위원께 감사드립니다. 본 논문은 저자 개인의 의견이며 저자 소속기관 의견이 아님을 밝힙니다.
** 보험연구원 연구위원(originalstone@kiri.or.kr)
논문 투고일: 2018. 06. 26, 논문 최종 수정일: 2018. 08. 07, 논문 게재 확정일: 2018. 08. 20

I. 서론

1. 연구배경 및 목적

우리나라는 저출산 고령화로 인해 인구구조가 변화하고 있다. 특히, 고령화는 세계에서 가장 빠른 속도로 진행되고 있다. 우리나라는 이미 2000년에 노인인구 비율이 7% 이상인 고령화 사회에 진입하였으며, 2018년에는 노인인구비율이 14%를 넘어서는 고령사회, 2026년에는 인구 다섯 명 중 한 사람이 노인인 초고령 사회가 될 것으로 예상된다. 이에 따라 생산가능인구 100명 당 65세 인구를 나타내는 노인부양비는 2000년 10명에서 지금으로부터 불과 7년 후인 2025년에는 30명 그리고 2060년에는 82.6명에 이를 것으로 예상된다(통계청, 2016). 이는 본인의 노후는 국가 혹은 후대가 책임져 줄 수 없으며 스스로 책임질 수밖에 없음을 의미한다. 이러한 인구 고령화 문제에 대비하여 우리나라는 국민들이 노후에 기초적인 생활수준을 유지할 수 있도록 1층의 국민연금과, 기본적인 생활수준을 유지하기 위한 2층의 퇴직연금 제도를 만들어 의무가입 하도록 하고 있다. 그리고 좀 더 여유로운 노년을 보내기 원하는 사람은 자발적으로 연금자산을 적립할 수 있도록 3층의 개인연금으로 구성된 다층 연금체계를 구축하고 있다.

하지만, 우리나라는 노인 두 사람 중 한 사람이 빈곤층일 정도로 노인빈곤 문제가 심각하다. 또한 높은 수준의 노인빈곤율이 상당기간 동안 개선되지 않고 있다는 점에서 그 심각성이 더하다고 할 수 있다. 그리고 이러한 노인층의 경제적 어려움은 OECD 국가 중 가장 높은 수준인 노인자살률의 주요 원인으로 지목되었다(통계청, 2007; OECD, 2014). 이렇듯 개인의 차원을 넘어 사회적으로 심각한 문제가 된 노인빈곤 문제를 완화하기 위해 정부는 기존 3층 노후소득 보장체계에 더하여 노후소득이 일정 수준에 미치지 못하는 계층을 대상으로 매월 일정금액을 생활비로 지원하는 기초연금을 도입하였다. 일반재정으로 재원을 조달하는 기초연금은 2020년에는 약 17.2조 원, 2030년에는 49.3조 원, 그리고 2040년에는 약 100조 원의 재원이 필요하여 미래의 재정에 상당한 부담으로 작용할 것으로 예상된다(보건복지부, 2013). 때문에, 국민 스스로 3층 노후소득 보장체계를 최대로 활용하여 노후소득원을 마련하는 것은 개인의 효용뿐만 아니라 국가 재정 부담도 덜 수 있는 길이다.

현재 노후소득 보장체계를 활용할 경우 공적연금인 1층의 국민연금을 통해 노후에 조달할 수 있는 소득대체율은 정년연장이 되어 연금 납입기간이 늘어난다 하더라도 약 20~30% 수준이며(강성호 외, 2016), 가입을 의무화할 예정인 2층의 퇴직연금으로 충당이 가능한 노후소득대체율 역시 약 10% 안팎에 불과하다(류건식 외, 2009). 따라서 공적 그리고 퇴직연금 모두를 합한 노후소득원으로 보장할 수 있는 노후소득대체율은 대략 40%에 불과하다. 때문에 OECD가 권고하고 있는 70%의 노후소득대체율을 달성하기 위해서는 3층의 개인연금을 활용할 필요가 있다.

3층의 개인연금은 가입이 의무화 혹은 의무화 될 예정인 공적연금 혹은 퇴직연금과 달리 개인이 스스로 준비해야 한다. 하지만 개인이 현재 소비를 줄이고 불확실한 미래를 위해 장기간 연금계좌에 자금을 묶어 둔다는 것은 매우 어려운 일이다. 때문에, 우리나라를 비롯한 많은 나라들은 개인의 자발적 노후소득원 확보, 즉, 개인연금 가입에 따른 사회적 편익을 도모하기 위해 개인연금 납입액에 대한 세제혜택을 제공하고 있다. 특히 우리나라의 3층 개인연금 중 가장 널리 알려진 연금상품은 연금보험료 납입 시 보험료에 대해 세제혜택이 주어지고 연금수령 시 과세가 이루어지는 세제적격 개인연금저축(이하 '연금저축')이다. 연금저축에 납입액에 대한 세제혜택은 상당기간 동안 과세대상소득에서 납입한 연금보험료를 공제하는 소득공제방식으로 이루어져 왔다. 하지만 2014년부터 정부는 고소득층의 과도한 세제혜택을 조정하기 위해 납입한 연금보험료를 비롯한 다섯 가지 특별공제항목의 세제혜택 방식을 세액공제 방식으로 전환하였다. 그리고 제도를 도입하는 과정에서 정부와 일부 전문가들은 공제방식의 변화로 적용받는 한계세율이 높은 고소득층의 혜택은 줄어들고, 적용받는 한계세율이 세액공제율 보다 낮은 저소득층은 더 많은 세제혜택을 받을 수 있을 것으로 기대하였다(정요섭, 2003; 2006).

본 연구는 고소득층의 세제혜택을 조정하고 저소득층에 더 많은 연금저축 납입유인을 제공할 수 있을 것으로 기대된 세액공제 도입에 따른 연금저축 가입자의 납입행태 변화를 매해 동일한 가구 및 개인의 사회·경제적 특성을 가구를 추적 조사하는 방식으로 구축된 한국조세재정연구원의 「재정패널조사」를 이용하여 분석하였다. 분석 결과, 세액공제로 전환은 연금저축 가입에 부정적인 영향을 미쳤으며, 납입액 측면에서는 고소득층에 비해 상대적으로 저소득층 연금저축 납입액을 감소시킨 것으로 나타났다.

2. 선행연구 및 차별성

세제액공제로 전환이 연금저축 납입액에 미치는 영향을 예측한 초기 연구로는 문성훈·김수성(2014)의 연구를 들 수 있다. 이들은 연금저축 납입액에 대한 세제혜택 방식의 세액공제로 전환이 저소득층에는 더 많은 연금저축 납입유인을 그리고 중산층 이상 계층에는 연금저축 납입유인을 감소시키는 것은 사실이나 연금저축 납입여력을 고려했을 때 중산층 이하 계층의 연금저축 납입을 감소시키는 효과가 더 클 것으로 예상하였다. 그러나 이들의 연구는 실증분석이라기 보다는 문헌 및 제도를 기반으로 제도변화에 따라 예상되는 영향을 설명하는데 그쳤다는 점에서 한계를 가진다.

반면, 제도 변화로 인한 경제주체의 반응을 실증분석을 통해 예측한 연구로는 정원석·강성호(2015)의 연구를 들 수 있다. 이들은 경제주체의 소득수준별 저축행태를 효용함수를 이용한 이론적 모델을 통해 분석하고 「제5차 재정패널조사」를 이용해 이론 모델이 예측한 경제주체의 연금저축 행위를 실증적으로 검증하였다. 분석결과 저소득층은 세제혜택 수준이 늘어나더라도 저축여력이 적어서 그리고 고소득층은 세제혜택이 줄어들더라도 마땅한 대체 투자처가 없기 때문에 세제혜택 방식을 세액공제로 전환에 하더라도 이에 민감하게 반응하지 않을 것으로 예상하였다. 반면, 중산층은 세제액공제율에 따라 세제혜택 변화에 민감하게 반응할 것으로 예측하였다. 하지만, 이들의 연구는 이론 및 과거 데이터를 활용한 실증분석을 바탕으로 앞으로 제도변화에 따라 일어날 경제주체의 연금저축 행위를 예측한 연구이므로 제도시행 이후 경제주체의 반응을 조사한 데이터를 바탕으로 분석한 본 연구와는 차이가 있다.

세액공제 전환 이후 통계수치를 이용하여 연금저축 가입추이를 살펴본 초기 연구로는 정원석·문성훈(2016)의 연구를 들 수 있다. 이들은 국세통계연보 자료를 이용하여 세액공제 이후 저소득층 연금저축 납입액이 급감하였으며, 그의 중요한 이유로 세액공제 도입 이후 결정세액이 0원인 과세미달자가 급증했기 때문이라고 주장하였다. 이들의 주장은 공신력 있는 모집단의 통계량을 이용하여 세액공제로 전환 이후 연금저축 납입액 변화 추이를 보이고 그 이유를 설명하려 했다는 점에서 의미가 있다. 하지만 연금저축 납입액을 결정하는 여러 변수를 통제하지 못하고 단지 정황적 증거에 기반을 두고 세제혜택 변화와 연금저

축 납입액의 변화를 설명하려 했다는 점에서는 한계를 가진다.

세제혜택과 연금저축 납입액에 관한 해외 연구의 경우 연금저축 납입액에 대해 세액공제를 적용하는 나라가 전 세계적으로 흔하지 않기 때문에 세액공제 전환과 관련된 연구는 다양하지 않다. Orszag(2004)은 소득공제 방식이 연금자산 적립의 필요가 적은 고소득층에 유리하고 상대적으로 연금자산 적립 필요가 큰 저소득층에 불리함을 지적하였다. 따라서 저소득층의 401(k) 등 사적연금 납입액에 대해 일정비율을 세액공제해 주고 있는 Saver's Credit이 이들 계층에 더 많은 사적연금 납입유인을 줄 수 있다고 주장하였다. 실제로 Ramnath(2013)는 Saver's Credit 제도가 소득수준에 따라 세액공제율을 10~50%까지 차등적으로 적용하는데, Saver's Credit 신청자들의 소득신고서를 분석한 결과 세액공제율이 달라지는 소득수준에서 소득분포의 불연속성이 나타남을 보였다. 그리고 이를 바탕으로 Saver's Credit 신청자들은 높은 세액공제율을 받기 위해 신고소득 수준을 관리하는 행태를 보일 정도로 제도에 민감하게 반응함을 주장하였다.

하지만, RPS(2008)는 Saver's Credit 신청자의 2/3가 과세미달자로 세액공제혜택을 받지 못함을 보이고, Saver's Credit 역시 결정세액이 0원인 과세미달자에게는 아무런 혜택을 주지 못하므로 이들에게 실질적인 혜택을 줄 수 있는 환급형 세액공제(Refundable Tax Credit)를 도입할 것을 주장하였다.

지금까지 국내에서 이루어진 세액공제 전환이 연금저축 납입액에 미친 영향을 규명하고자 했던 연구들은 과거 데이터를 활용하여 제도 변경의 영향을 예측하거나 혹은 모집단의 통계량을 활용한 정황상의 증거를 바탕으로 제도의 효과를 설명하려 했다는 한계를 가진다. 또한, 세액공제는 우리나라만의 독특한 제도라는 점 때문에 해외에서도 이와 유사한 연구가 수행된 적이 없었다. 때문에 본 논문은 세액공제가 연금저축 납입액에 미치는 영향을 해당 기간 동안 정책의 영향을 받은 경제주체들의 경제행위를 추적 조사한 「재정패널조사」를 이용하여 실증분석을 실행하고 정책 효과를 규명하였다. 따라서 동 연구는 연금세제 설계의 기초자료를 제공한다는 점에서 학술적·정책적 기여를 가진다고 하겠다.

II. 연금저축세제 변화와 효과

본 연구가 분석하고자 하는 세액공제 도입이 경제주체의 연금저축 행위에 미친 영향을 연금세제 변화의 맥락을 통해 이해하기 위해 최근 사적연금 변화와 경제주체의 반응을 간략히 살펴보면 다음과 같다.

첫째는 연금저축 세제혜택 한도의 상향조정이다. 연금저축의 세제혜택 한도는 2007년 240만 원에서 300만 원으로 상향조정되었으며, 2011년에는 다시 400만 원으로 상향되었다. 세제혜택 상향조정은 연금저축 납입액 증가로 이어졌으며(김병권 외, 2013), 특히 고소득층의 연금저축 증가가 두드러진 것(윤성주, 2012; 정원석·강성호, 2017a)으로 알려져 있다.

둘째는 본 연구가 분석대상으로 삼고 있는 연금저축 세제혜택 방식의 세액공제로 전환이다. 세액공제 전환이 연금저축에 미친 영향에 대한 데이터를 이용한 분석은 아직 알려진 바가 없으나, 국세통계연보를 통해 세제변화의 효과를 분석한 연구(정원석·문성훈, 2016)에 따르면 세액공제 도입 이후 연금저축은 감소하고 있는 것으로 알려져 있다.

〈표 1〉은 2010년 이후 근로자의 소득수준별 연금저축 가입 및 납입추이를 보여주고 있다. 선행연구들이 제시하고 있는 분석결과와 마찬가지로 연금저축 세제혜택한도가 상향조정된 2011년과 그 이후 2013년까지 근로소득자의 연금저축 가입률 및 납입액이 증가하였고, 세액공제가 도입된 2014년 이후 연금저축이 감소하고 있는 추이를 볼 수 있다.

〈Table 1〉 A Trend of Employees Private Pension Subscription Rate Saving

(Unit: %, Over ~ Under, 10 thousand Won)

	Total		Under 2,000		2,000~4,000		4,000~6,000		6,000~8,000		Over 8,000	
Year	Rate	Average Contrib.	Rate	Average Contrib.	Rate	Average Contrib.	Rate	Average Contrib.	Rate	Average Contrib.	Rate	Average Contrib.
2010	12.5	221	0.85	119	11.7	180	33.4	221	50.9	242	60.5	261
2011	14.0	249	1.04	123	11.9	185	34.3	243	52.4	277	64.8	313
2012	15.1	257	1.16	129	11.6	192	34.0	247	52.8	286	66.3	320

2013	14.7	266	1.17	159	10.0	201	31.6	249	51.3	289	65.7	323
2014	14.1	257	0.83	62	7.9	156	28.9	242	49.5	287	64.4	322
2015	13.2	261	0.37	39	6.1	147	25.4	236	47.6	281	63.3	319
2016	13.2	258	0.33	36	6.1	145	24.1	231	47.4	274	67.7	313

Source: Analyzing Statistical Yearbook of National Taxes for Each Year.

그러나 〈표 1〉에서 보여주고 있는 연금저축 납입액과 가입률 추이는 정책효과의 정황적인 증거가 될 수는 있지만 연금저축 납입액 감소가 세액공제로의 전환에 기인한 것이라는 증거를 찾기는 어려운 것이 사실이다. 따라서 본 연구에서는 2014년 세액공제율 적용 전후 경제주체들의 연금저축 납입행태 변화를 「재정패널조사」를 활용하여 분석하였다.

III. 실증분석

1. 사용자료 및 기술통계

가. 사용자료

본 연구의 실증분석은 한국조세재정연구원에서 조사하여 발표한 「재정패널조사」 중 세액공제가 적용된 기간을 전후로 하여 조사가 이루어진 6~10차년도(조사소득기준으로는 2012년~2016년[1]) 자료를 사용하였다.[2]

「재정패널조사」는 전국의 인구 및 연령 분포 등을 고려하여 추출한 5,600여 가구의 7,000여 명의 15세 이상 조사 대상자의 가구 및 가구원의 사회·경제적 특성을 매년 추적조사하는 패널조사 방식으로 만들어졌다. 그리고 조사자 유지율 역시 70% 이상으로 높은 수준이다.

조사를 위한 질문지에서는 가구 단위로는 가구의 가족구성 등 인구학적 사항과 자산 등

1) 조사시점 기준으로는 2013년~2017년이다.
2) 2011년에 연금저축의 세제혜택 한도가 400만 원에서 700만 원으로 상향조정되었다. 제도 도입 초년도 효과를 분석에서 제외하기 위해 2012년부터 가장 최근까지의 데이터를 활용하였다.

경제적 사항에 대한 질문으로 구성되며, 개인단위로는 15세 이상 가구원에 대해 경제활동 여부, 임금근로자 여부, 연소득, 소득세액, 연금 가입 등에 대해 질문하는 형태로 구성되어 있다.

「재정패널조사」는 조사원이 조사대상자를 직접만나는 대면조사를 통해 정보를 조사하며, 소득 및 세금관련 정보의 경우 연말정산 자료 등을 활용해 조사하므로 자료의 정확성이 높다. 따라서 동 자료는 연금저축 세제변화에 따른 가입자 행태를 분석하고자 하는 본 연구의 목적에 부합하는 자료라 하겠다.

나. 기술통계

본 연구에서 사용한 데이터는 개인조사 자료를 가구조사 자료에 결합하는 형태로 구성하였다. 따라서 다수의 가구원 혹은 가구주가 아닌 가구원이 연금저축 가입 여부 및 가입액에 대해 응답하고 이를 가구 조사결과와 결합시킬 경우 이를 어떻게 해석해야 할 것인가에 대한 문제가 발생한다. 따라서 이러한 문제를 피하기 위해 본 연구에서는 가구주만을 분석 대상으로 삼았다. 전체 연금저축 가입자 중 가구주의 비중은 70% 수준으로 가구주만을 대상으로 한 분석 역시 대표성을 가진다고 할 수 있다. 또한 조사기간 중 새로 조사 대상자로 추가되거나 혹은 조사대상자에서 이탈하는 경우를 조사대상자를 추적조사하는 패널데이터의 장점을 극대화할 수 없는 문제가 있다. 때문에 본 연구에서는 조사기간 중 모두 응답에 참여한 가구만을 대상으로 데이터를 구성(Balanced Panel)하여 분석을 실행하였다.

〈표 2〉에서는 분석에 활용한 「재정패널조사」에 수록되어 있는 관측치의 기술통계량을 조사시점별로 전체 조사대상자와 연금저축 가입자로 나누어 살펴보았다. 조사기간 동안 매번 조사에 응한 조사대상자의 숫자는 2,391명으로 나타났다. 해당 대상자의 조사기간 중 연금저축 가입률은 연도별로 각각 7~10% 수준인 것으로 나타났다. 가입률 추이는 2014년 감소했다가, 이후 증가하고 있는 추이를 보이고 있다. 이는 앞서 국세통계에서 살펴본 근로소득자 연금저축 가입률과 비교할 때 다소 낮은 수준인데, 「재정패널조사」가 자영업자 등을 포함하고 있기 때문으로 보인다. 표에는 제시되어 있지 않지만 사용한 데이터에서 근로소득자(급여소득자)의 연금저축 가입률은 연도별로 9~13% 수준으로 앞서 제시한 국세통계

연보 상의 수치와 유사한 수준인 것으로 나타났다. 연금저축 평균 납입액은 전체 자료에서는 조사기간 동안 연도별로 약 21~33만 원 수준이었고, 가입자의 경우 315~347만 원 수준으로 나타났다. 평균납입액의 추이를 살펴보면 감소하는 해(전체 2014년, 가입자 2015년)도 있으나, 전반적으로 조금씩 증가하고 있는 추이를 보이고 있다.

성별의 경우 전체 응답자의 경우 연도별로 89%가 남성이었고 연금저축 가입자중 남성의 비중은 연도별로 약 90% 이상이었다. 이는 조사대상자를 가구주로 한정했기 때문에 나타나는 특성으로 보인다. 배우자 유무 역시 전체 대상자는 연도별로 83% 수준인데 반해, 연금저축 가입자는 연도별로 90% 이상인 것으로 조사 되었다. 이는 배우자가 있는 가구주가 연금저축에 가입하는 경우가 많을 것이라는 일반적 예상과 일치하는 결과이다. 대졸학력 이상 여부는 전체 조사대상자 중 약 47% 정도가 대졸자로 나타났으며, 연금저축 가입자의 경우 약 65%가 대졸자로 나타났다. 임금근로자 비율 역시 전체 조사대상자는 70% 정도인데 반해, 연금저축 가입자의 임금근로자 비율은 90% 수준으로 나타났으며, 연소득 역시 전체 조사대상자는 4,000~4,700만 원 안팎인데 반해 연금저축 가입자는 7,000만 원 안팎으로 나타났다. 이를 종합하면, 연금저축 가입자가 평균적으로 소득수준, 교육수준이 높고 안정적인 소득원을 가진 계층으로 판단할 수 있으며 이는 연금저축가입률과 관련한 일반적인 예상과 일치하는 결과라 할 수 있다.

〈표 3〉에서는 연금저축 가입자의 소득수준별 변수의 변화를 살펴보았다. 연소득 5,500만 원 이하[3] 계층(이하 저소득층)은 연금저축 납입액은 연도별로 270~280만 원 수준이었는데, 추이를 살펴보면 2015년 감소했다가 회복되고 있는 것으로 보인다. 반면 연소득 5,500만 원 이상자 그룹(이하 고소득층)의 평균 납입액은 330~380만 원 수준으로 저소득층에 비해 높은 수준인 것으로 나타났다. 연간소득은 5,500만 원 이하자의 경우 평균 3,500~3,900만 원 수준인데 반해, 연소득 5,500만 원 이상자(이하 고소득층)의 경우 8,500~9,300만 원에 수준이었다. 또한 금융자산 역시 고소득층이 더 많은 금융자산을 보유하고 있으며 저축액 역시 더 큰 것으로 나타났다. 단, 이러한 기술통계량은 데이터가 가지고 있는 통계적 특성을 보여주는 것일 뿐 다른 변수들을 통제한 상태에서 종속변수와 설명변수 사이의 인과관계를 보여주는 것은 아니므로 해석에 주의를 기울일 필요가 있다.

3) 2015년 소득세법개정(55조의 3)을 통해 연소득 5,500만 원 이하자는 저소득층으로 분류하여 기존 세액공제율보다 높은 15%의 세액공제율을 적용하고 있다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics for Aggregated Observations and Pension Subscribers

	Total					Private Pension Subscribers				
Year	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Pension Contrib (10K Won)	21.76	30.47	27.58	33.03	32.25	315.36	329.68	347.09	329.04	317.35
	94.17	120.13	124.58	116.51	114.53	189.93	240.17	291.15	194.79	196.71
Pension Subscription Rate	0.07	0.09	0.08	0.10	0.10	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	0.25	0.29	0.27	0.30	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Age (as of 2014)	44.24	45.24	46.24	47.24	48.23	44.89	45.27	45.75	46.78	46.91
	7.43	7.43	7.43	7.43	7.43	6.74	7.24	7.10	7.52	7.54
Age square	2012.04	2101.51	2192.99	2286.52	2381.15	2060.29	2101.21	2142.96	2244.28	2257.47
	639.59	654.38	669.18	683.89	699.11	597.43	637.31	637.99	690.61	693.79
Gender (Man=1)	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.96	0.94	0.96	0.93	0.94
	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.20	0.24	0.20	0.25	0.23
Number of Households (Persons)	3.44	3.44	3.41	3.39	3.37	3.65	3.59	3.56	3.43	3.44
	1.19	1.20	1.19	1.19	1.21	0.93	1.05	1.02	1.10	1.10
Number of Children (Persons)	1.09	1.05	1.00	0.94	0.90	1.16	1.14	1.14	0.96	0.99
	0.98	0.99	0.98	0.98	0.98	0.91	0.94	0.97	0.94	0.94
Having Spouse (=1)	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.95	0.92	0.91	0.90	0.91
	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.23	0.27	0.29	0.29	0.29
Bachelor's degree (=1)	0.471	0.471	0.472	0.468	0.464	0.642	0.674	0.652	0.663	0.650
	0.49	0.49	0.50	0.50	0.50	0.48	0.47	0.48	0.47	0.48
Urban (=1)	0.95	0.95	0.93	0.93	0.95	0.97	0.95	0.90	0.94	0.98
	0.22	0.22	0.25	0.26	0.22	0.17	0.21	0.30	0.23	0.16
Wage Earner (=1)	0.70	0.70	0.69	0.70	0.69	0.84	0.91	0.87	0.93	0.91
	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46	0.37	0.28	0.33	0.26	0.28
Annual Income (10K Won)	4139.46	4261.16	4480.76	4594.05	4765.30	6787.99	7200.37	6863.94	7583.11	7640.59
	3202.48	3211.99	5114.41	3492.20	4074.37	3100.38	4307.10	3483.20	5153.41	3302.21
Annual Saving (10K Won)	674.62	558.57	615.98	610.80	711.72	1117.13	997.84	1135.69	1032.12	1213.57
	2180.44	2082.01	2115.73	2200.49	2288.77	2772.63	2593.81	2497.84	2531.91	2733.61

Financial Assets (10K Won)	2893.20	3185.00	3122.22	3257.96	3866.69	5046.63	6643.97	5818.53	6396.41	7636.28
	6405.90	8091.70	6123.06	6640.72	7996.04	7434.54	13396.81	10731.85	9716.066	13756.55
Observation	2,391	2,391	2,391	2,391	2,391	165	221	190	240	243

Note: Upper row is Average, Lower row is standard deviation.

〈Table 3〉 Descriptive Statistics for Pension Subscribers by Income Level

	Under 55 Million Won					Over 55 Million Won				
Year	2012	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Pension Payment (10K Won)	271.78	276.31	279.84	272.49	277.14	337.15	352.90	381.25	354.74	331.73
	185.26	185.91	282.53	208.13	263.21	189.31	257.38	290.60	183.37	165.21
Age (as of 2014)	42.89	42.21	43.39	44.59	43.64	45.89	46.60	46.94	47.77	48.08
	7.01	7.55	7.77	8.35	8.47	6.39	6.69	6.44	6.92	6.83
Age square	1887.91	1837.73	1942.23	2056.77	1975.14	2146.47	2215.84	2244.91	2329.50	2358.42
	603.54	619.09	670.44	741.78	752.95	577.99	612.43	598.16	650.69	644.09
Gender (Man=1)	0.89	0.84	0.88	0.81	0.88	0.99	0.98	1.00	0.99	0.97
	0.31	0.37	0.33	0.39	0.33	0.10	0.14	0.00	0.11	0.18
Number of Households (Persons)	3.35	3.37	3.05	3.08	3.13	3.81	3.69	3.83	3.59	3.55
	1.17	1.28	1.31	1.27	1.20	0.75	0.92	0.71	0.98	1.04
Number of Children (Persons)	1.09	1.12	0.92	0.84	0.92	1.20	1.16	1.25	1.01	1.02
	0.89	0.93	1.03	0.93	0.91	0.92	0.95	0.93	0.94	0.94
Having Spouse (=1)	0.84	0.79	0.73	0.77	0.80	1.00	0.98	1.00	0.96	0.94
	0.37	0.41	0.45	0.42	0.41	0.00	0.14	0.00	0.19	0.23
Bachelor's degree (=1)	0.472	0.507	0.547	0.533	0.531	0.727	0.747	0.706	0.721	0.693
	0.503	0.503	0.501	0.502	0.503	0.447	0.436	0.457	0.450	0.463
Urban (=1)	0.95	0.96	0.84	0.91	0.98	0.98	0.95	0.93	0.96	0.97
	0.23	0.21	0.37	0.29	0.13	0.13	0.21	0.26	0.20	0.17
Wage Earner (=1)	0.62	0.85	0.77	0.81	0.81	0.95	0.94	0.93	0.98	0.95
	0.49	0.36	0.43	0.39	0.39	0.21	0.24	0.26	0.15	0.22
Annual Income (10K Won)	3512.35	3820.16	3534.08	3725.82	3896.86	8425.81	8670.98	8555.30	9336.42	8979.13
	1416.43	1251.63	1499.57	1355.01	1206.82	2312.46	4338.06	2941.19	5289.36	2732.92

Annual Saving (10K Won)	266.22	507.61	922.44	422.64	748.91	1542.58	1211.12	1244.01	1309.16	1379.70
	2118.53	2064.62	1919.13	1986.95	2328.94	2965.64	2772.04	2746.33	2704.39	2852.07
Financial Assets (10K Won)	1897.64	3398.96	3666.27	3575.60	5442.03	6621.13	8055.77	6911.74	7678.60	8420.82
	2207.84	6173.71	7906.15	6333.83	19137.68	8558.15	15330.00	11792.42	10685.45	11194.06
Observation	55	67	64	75	64	110	154	126	165	179

Note: Upper row is Average, Lower row is standard deviation.

2. 분석방법 및 분석결과

가. 분석방법

본 연구의 목적은 고소득층의 과도한 세제혜택을 조정하고[4] 저소득층에 더 많은 연금저축 가입 및 납입유인을 제공할 것으로 기대되었던(정요섭, 2003; 2006) 2014년 연금저축 납입액에 대한 세액공제로의 전환이 소득계층별 연금저축 행위에 미친 영향을 살펴보는 것이다. 본 연구에서는 이를 검증하기 위해 동일한 관측치를 추적 조사하는 방식으로 구축된 「재정패널조사」의 6차부터 10차까지의 데이터를 사용하였다.

패널데이터를 분석하기 위한 방법으로는 관측치(가구 혹은 가구주)의 특성이 데이터 상에서 관측할 수 없는 형태로 존재하며, 동 특성이 추정결과에 영향을 미친다고 가정하는 고정효과모형(Fixed Effect Model)을 사용하였다.[5] 먼저, 패널로짓모형을 이용하여 연금저축 가입을 결정하는 요소를 규명한 다음 이를 참고하여 연금저축 납입액을 결정하는 요소를 추정하는 순서로 분석을 실행하였다. 패널로짓모형에서는 종속변수(Y_{jt})[6]를 연금저축 가입여부($\Pr(\text{연금저축}=1)_{jt}$)로 하였고, 연금저축 납입액을 결정하는 모형에서는 자연대수를 취한 값($\ln(\text{연금저축납입액})_{jt}$)을 종속변수로 하였다. 그리고 이를 설명하기 위한 경제적 변수로는 연소득, 그리고 여타 금융자산 보유수준과의 인과관계를 살펴보기 위해 금융자산을 추정식에 포함시켰으며, 연금자산 적립과 저축과의 대체관계를 살펴

4) "고소득층의 과도한 세제혜택을 조정하고"라는 표현은 기획재정부 세법개정안(2013)의 표현을 그대로 인용한 것이다.

5) 가구별로 고유효과가 존재한다는 가정은 Hausman Test를 통해 검증하였다. 따라서 본 논문에서는 고정효과 모델을 활용하여 분석한 결과를 바탕으로 논의를 전개한다.

6) 하첨자 j는 가구번호, t는 연도를 의미한다.

보기 위해 연금저축납입액을 제외한 금융자산 변화액(저축액)을 추정식에 포함하였다. 경제적 변수의 경우 종속변수와 마찬가지로 모두 설명변수의 값에 자연대수(Natural Logarithm)를 취해 사용하였는데, 이는 추정식을 통해 산출된 계수 값이 종속변수와 설명변수 사이의 탄력성을 의미하게 되어 결과 해석이 용이해지는 점을 고려한 것이다. 사회적 변수로는 은퇴연령이 가까워 옴에 따라 노후소득원 확보에 대한 관심도가 더해질 것을 고려하여 대상자의 연령 및 연령의 제곱 값을 포함하였으며, 배우자가 있을 경우 노후 소득보장의 중요성이 더 클 것으로 보아 결혼여부(기혼 = 1), 가구원 수 등을 포함하였다. 그리고 어린 자녀가 있을 경우 교육비 등의 지출 부담으로 인해 연금자산을 축적하기 어려운 부분이 있을 것을 감안하여 18세 이하 자녀 숫자를 포함하였으며, 교육수준이 높을수록 노후소득준비의 중요성을 잘 인지할 것으로 예상하여 대졸자 여부를 포함하였다. 또한 소득 흐름이 안정적일수록 노후소득준비가 용이할 것으로 예상하여 급여소득자 여부를 포함하였다. 이와 함께 거주 지역 등 여타 설명변수로 선택 벡터 X의 형태로 추정식에 포함하였다. 그리고 본 연구에서는 세액공제로 전환의 소득계층별 효과를 살펴보기 위해 저소득층(연소득 5,500만 원 이하 = 1, 그 이외 = 0) 더미변수와 2014년 이후 시점(2014년 이후 = 1, 이전 = 0) 더미변수(혹은 '제도더미 변수'와 혼용함)를 부여하고 두 변수의 교차항을 모델에 포함하였다. 시점더미의 경우 2014년 이후 연금저축과 관련한 뚜렷한 제도 및 세제상 변화는 없으므로 본 논문에서는 2014년 이후 더미변수는 세액공제 도입의 효과로 해석한다.

이 경우 각 소득계층별로 제도변화가 미친 영향을 소득계층별로 분리하여 추정할 수 있다. 예를 들어 저소득층의 더미변수가 1이고 연도 더미변수가 1이면 두 변수 교차항의 계수 값은 세액공제가 도입된 2014년 이후 저소득층이 제도변화에 반응한 정도로 해석할 수 있다.

만약 회귀식 추정 결과 저소득더미와 연도더미의 교차항의 계수값이 통계적으로 유의미(Significant)한 음(Negative)의 값을 가진다면 "세액공제 도입이 고소득층에 비해 저소득층의 연금저축 가입(납입)에 부정적인 영향을 주었다"고 해석할 수 있을 것이다. 반대로 통계적으로 유의미한 양(Positive)의 값을 가진다면 "세액공제 도입이 고소득층에 비해 저소득층의 연금저축 가입(납입)에 긍정적인 영향을 주었다"고 해석할 수 있을 것이다. 이를

검정하기 위해 관측치(조사대상자)의 고유한 특성을 연도차(Lag)에 따라 차분하여 소거한 고정효과모델(Fixed Effect Model)을 사용하여 계량분석을 실행하였다. 지금까지 설명한 연금저축 가입요인과 납입액 결정요인을 추정한 모델을 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$y_{jt} = \beta_0 + \beta_1 X + \beta_2 \text{연도더미}_t + \beta_3 \text{저소득} + \beta_4 \ln(\text{저축액})_{jt} + \beta_5 \ln(\text{금융자산})_{jt} + \beta_6 \ln(\text{연소득})_{jt} + \beta_7 \text{저소득} * \text{연도더미}_t + \epsilon \quad (1)$$

제시된 모형을 패널로짓모형과 고정효과모형에 적용하여 처음에는 가장 관심 있는 변수를 이용하여 설명변수 계수의 추정치를 추정하고 경제학적으로 의미 있을 것으로 판단되는 변수들을 순차적으로 추가해 나가면서, 모델을 확대하는 방법으로 연금저축 행위를 잘 설명할 수 있는 모델을 추정하였다.

나. 분석결과

〈표 4〉에서는 패널데이터의 특징을 활용하여 고정효과모형(Fixed Effect Model)을 바탕으로 패널로짓분석을 통해 연금저축 가입요인을 분석한 결과를 보여 주고 있다. 연도별 차분을 이용한 고정효과 모형을 사용하였고 균형패널을 사용하였으므로 시간불변(Time invariant) 변수의 추정값은 나타나지 않아야 하지만 기술통계에서 보듯이 추정모델의 변수 중 완전히 시간불변인 변수는 존재하지 않으므로 계수의 추정값이 보고되었다.[7] 패널로짓분석 결과 연령, 연령의 제곱 그리고 연소득의 추정 계수값이 연금저축 가입여부와 통계적으로 유의미한 상관관계를 보인 것으로 나타났다. 이는 연령이 높을수록 노후대비를 위한 연금저축가입이 높아지지만, 연령이 일정수준 이상일 경우 연금저축에 가입하는 경우가 오히려 적어지는 것으로 해석할 수 있다. 소득이 높을수록 저축여력이 크기 때문에 연금저축 가입과 상관관계가 더 높은 것으로 해석할 수 있다. 이러한 추정결과는 선행연구들(전승훈 외, 2006; 윤성주, 2012; 정원석·강성호, 2017a)에서 수행한 연금저축 가입 결

7) 중간에 관측치가 이탈하거나 새로이 진입하는 것을 정보로 볼 수 있다고 생각하는 독자를 고려하여 불균형패널 데이터를 이용한 분석을 실행하였다. 불균형 패널을 사용한 분석결과는 균형패널 분석 결과와 추정계수의 절댓값은 다르지만 부호 및 유의성은 거의 동일하게 나타났다.

정요인 분석과도 일치하는 결과이다. 2014년 이후 세액공제 적용이 연금저축 가입에 미치는 영향을 살펴보기 위해 추정식에 추가한 연도더미(Tax Credit)의 계수값은 (1)~(5) 추정식 모두에서 통계적으로 유의미한 음(Negative)의 값을 가지는 것으로 분석되었다. 한편 저소득층 더미와 연도더미의 교차항의 계수는 음의 값을 가지지만 통계적으로 유의미하지는 않은 것으로 나타났다. 따라서 전체 집단을 놓고 보았을 때 세액공제 도입이 연금저축 가입에 부정적인 영향을 준 것으로 해석할 수 있으나, 동 제도가 특정소득계층의 연금저축 가입에 더 많은 영향을 주었다는 증거는 찾을 수 없었다.

〈Table 4〉 Panal Logit Analysis on the Determinants of Pension Subscription

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Age(as of 2014)	0.849***	0.847***	0.817***	0.905***	0.902***
	(4.09)	(4.02)	(3.84)	(4.03)	(4.01)
Age square	-0.00614***	-0.00612***	-0.00582***	-0.00683***	-0.00680***
	(-2.89)	(-2.83)	(-2.67)	(-2.92)	(-2.90)
Number of Child(under 18)				-0.168	-0.166
				(-1.13)	(-1.13)
Having Spouse(=1)			0.520	0.536	0.536
			(0.91)	(0.94)	(0.93)
Bachelor's degree			-0.667	-0.669	-0.666
			(-1.06)	(-1.06)	(-1.06)
Wage Earner(=1)	0.273	0.273	0.272	0.268	0.267
	(0.98)	(0.98)	(0.98)	(0.97)	(0.96)
Urban(=1)				-0.322	-0.321
				(-0.57)	(-0.56)
Tax Credit	-0.500***	-0.504***	-0.505***	-0.512***	-0.510***
	(-2.78)	(-2.58)	(-2.59)	(-2.62)	(-2.61)
Low income	-0.346*	-0.353	-0.352	-0.363	-0.363
	(-1.65)	(-1.47)	(-1.47)	(-1.52)	(-1.52)
ln(Savings)					-0.00381
					(-0.26)
ln(Financial Asset)	0.0388*	0.0387*	0.0393*	0.0380	0.0410
	(1.66)	(1.65)	(1.67)	(1.62)	(1.56)
ln(Personal Income)	0.497***	0.497***	0.497***	0.493***	0.494***
	(3.08)	(3.07)	(3.06)	(3.04)	(3.04)
Low*(Tax Credit)		0.0119	0.00702	0.00244	0.00226
		(0.06)	(0.04)	(0.01)	(0.01)
Observations	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286

Note : t statistics in parentheses
* p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

〈표 5〉는 〈표 4〉의 추정식 (1)~(5)를 경제학적 인과관계로 설명할 수 있도록 추정모형의 변수별 한계효과(Marginal Effect)를 분석한 결과이다. 모든 추정식에서 변수별 한계효과는 연령, 연령제곱, 연간소득의 로그값 그리고 연도더미 변수의 추정값이 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 이를 추정식 (5)를 기준으로 해석한다면, 평균을 기준으로 연령 1년 증가할 때 연금저축 가입 확률은 1% 증가하고, 연간소득의 로그값이 1 증가할 때 연금저축 가입확률은 0.56% 증가하는 것으로 그리고 2014년 세액공제 도입은 대상자의 연금저축 가입확률을 평균 0.57% 감소시킨 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 5〉 Marginal Effects of Pension Subscription on Each Variable

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Age	.0084***	.0084***	.0078***	.01020***	.0102***
Age square	-.00006***	-.00006***	-.00006***	-.00008***	-.00008***
Number of Child				-.0019	-.0018
Having Spouse			-.005	-.006	-.0061
Bachelor's degree			-.0064	-.0075	-.0075
Wage Earner	.0027	.0027	-.0026	.0030	.0030
Urban				-.0036	-.0036
Tax Credit	-.0049***	-.0050**	-.0048**	-.0058**	-.0057**
Low income	-.0034	-.0035	-.0033	-.0041	-.0041
ln(Saving)					-.00004
ln(Fin-Assets)	.00038	.00038	.00038	.0004	.0005
ln(Income)	.0049**	.0049**	.0048**	.0056**	.0056**
Low*Tax Credit		-.0001	-.00006	-.00002	-.00002

Note : * p 〈 0.1, **p 〈 0.05, ***p 〈 0.01

〈표 6〉은 연금저축 납입액에 자연대수를 취한 값을 종속변수로 하여 앞서 제시한 추정모형을 이용해 종속변수와 설명변수 간의 인과관계를 분석한 결과이다. 분석결과 앞서 실행한 가입요인분석과 유사하게 연금저축 납입액에 영향을 미치는 변수로는 연령, 연소득, 임금근로자 여부 그리고 제도 관련 변수로는 추정식 (1)에서 2014년 이후 제도더미 및 추정식 (2)~(5)의 연도더미변수와 저소득층더미변수의 교차항의 계수가 통계적으로 유의미한(Significant) 인과관계를 가지는 것으로 나타났다.

분석결과를 해석하면, 경제주체는 연령이 증가할수록 노후대비를 위해 연금액을 증가시키나, 일정연령 이상이 되면 연금저축을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다. 또한 소득수준이 높을수록 연금저축 납입액이 높을 것으로 해석할 수 있다. 이러한 분석결과는 연금저축 납입액을 추정한 기존 실증분석연구(김병권 외, 2013; 정원석·강성호, 2017a) 결과와도 일치한다.

우리가 관심을 가지고 살펴보고 있는 세액공제가 연금저축 납입액에 미치는 영향의 경우 추정식 (1)의 2014년도 연도더미의 계수가 통계적으로 유의미한 음(Negative)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 한편 추정식 (2)~(5)에서 추정된 제도더미의 계수값은 통계적으로 유의미하지 않으며, 저소득층 더미변수와 2014년 이후 제도더미의 교차항의 계수값은 통계적으로 유의미한 음(Negative) 값을 가지는 것으로 분석되었다. 이를 해석 하면 추정식 (1)의 경우 2014년 세액공제 도입이후 평균적으로 전체집단의 연금저축 납입액을 감소시킨 것으로 해석할 수 있다. 그리고 식 (2)~(5)에서는 세액공제 더미 변수의 계수값은 통계적으로 유의미하지 않은데 반해, 세액공제 더미와 저소득층 더미의 교차항은 통계적으로 유의미하게 나타났다. 이는 세액공제로 전환이 저소득층의 연금저축 감소에 영향을 미친 것으로 해석할 수 있다. 그리고 추정식 (1)에서 나타난 연금저축 납입액에 대한 세액공제의 부정적 효과는 저소득층의 연금저축 감소에서 비롯되었음을 의미하는 것으로 해석할 수 있다. 이는 국세통계연보를 활용하여 세액공제 도입 이후 연금저축 납입액이 평균적으로 감소하였으며 이를 소득계층별로 살펴보면 고소득층의 연금저축 감소는 미미한데 반해 저소득층의 연금저축 납입액이 고소득층에 비해 큰 폭으로 감소한 것을 보인 선행연구(정원석·문성훈, 2016)와도 일치하는 결과이다.

〈Table 6〉 Fixed Effect Model Analysis

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Age(as of 2014)	0.230*** (4.47)	0.240*** (4.65)	0.233*** (4.49)	0.247*** (4.60)	0.247*** (4.59)
Age square	-0.00174*** (-3.30)	-0.00186*** (-3.50)	-0.00178*** (-3.34)	-0.00194*** (-3.48)	-0.00194*** (-3.48)
Number of Child(under 18)				-0.0370 (-0.97)	-0.0370 (-0.97)

Having Spouse(=1)			0.171 (1.41)	0.177 (1.45)	0.177 (1.45)
Bachelor's degree			-0.205 (-1.14)	-0.209 (-1.16)	-0.209 (-1.16)
Wage Earner(=1)	0.0652 (1.15)	0.0657 (1.16)	0.0675 (1.19)	0.0667 (1.18)	0.0665 (1.17)
Urban(=1)				-0.0633 (-0.49)	-0.0636 (-0.49)
Tax Credit	-0.114** (-2.56)	-0.0327 (-0.55)	-0.0343 (-0.58)	-0.0372 (-0.63)	-0.0370 (-0.63)
Low income	-0.129** (-2.36)	-0.0560 (-0.86)	-0.0570 (-0.88)	-0.0592 (-0.91)	-0.0591 (-0.91)
ln(Savings)					-0.000908 (-0.22)
ln(Financial Asset)	0.00750 (1.36)	0.00770 (1.40)	0.00755 (1.37)	0.00738 (1.34)	0.00810 (1.27)
ln(Personal Income)	0.0886*** (2.80)	0.0889*** (2.81)	0.0884*** (2.79)	0.0882*** (2.78)	0.0882*** (2.78)
Low*(Tax Credit)		-0.111** (-2.08)	-0.109** (-2.05)	-0.108** (-2.02)	-0.108** (-2.03)
Constant	-6.958*** (-5.25)	-7.242*** (-5.44)	-7.124*** (-5.34)	-7.300*** (-5.37)	-7.294*** (-5.36)
Observations	11,797	11,797	11,797	11,797	11,797

Note : t statistics in parentheses
* p<0.10, **p<0.05, ***p<0.01

Ⅳ. 결론

우리나라는 국민이 공적연금으로부터 기대할 수 있는 노후소득이 낮은 수준이기 때문에 개인 스스로 충분한 노후소득원을 마련하기 위한 연금자산을 확보해야 한다. 정부 역시 2000년대 이후 개인 스스로 공적연금의 부족분을 대비할 수 있도록 사적연금에 대한 세제 지원을 꾸준히 확대해 왔다. 이러한 사적연금을 통한 노후소득 보장 강화 정책은 우리나라 뿐만 아니라 독일, 영국 등 선진국에서도 널리 시행되고 있다.

그러나 「재정패널조사」를 이용하여 2014년에 도입된 연금저축 납입액에 대한 소득공제에서 세액공제로 전환의 정책효과를 분석한 결과, 세액공제 적용은 연금저축 가입에 부

정적인 영향을 미쳤다. 그리고 납입액 측면에서는 고소득층에 비해 저소득층의 연금저축 납입에 부정적인 영향을 미친 것으로 나타났다. 이는 2001년 연금세제에 EET 제도를 도입하고 2001년, 2006년 및 2011년 연금저축 세제혜택 한도 상향조정 등 국민들에게 연금저축 납입유인을 제공하며 일관되게 유지되었던 사적연금 확대를 위한 정책기조와는 상이한 결과를 낳은 것으로 보인다. 추측컨대 그 이유는 고소득층의 세제혜택을 감소시켜 추가적인 세수를 확보하는데 초점을 맞췄기 때문으로 보인다.

하지만 분석결과에서처럼 그 부작용으로 중산층 및 저소득층의 연금자산 적립추세가 둔화될 경우, 현재 높은 수준의 노인빈곤율은 미래에도 유지 혹은 증가할 가능성이 높으며, 결국은 이들에 대한 기초연금 등 재정부담 확대로 이어질 가능성이 높다는 부분을 고려할 필요가 있다. 이와 관련해 김원식 외(2016)는 연금저축에 대한 조세지출이 미래에 재정지출 감소 효과 지출금액의 1.36~8.05배 이상으로 예상하였다. 따라서 이러한 미래 재정절감 효과를 실질적으로 달성하기 위해서는 세제혜택뿐만 아니라 저소득층까지 충분한 연금저축 가입 및 납입유인을 제공할 수 있는 다양한 제도를 고민할 필요가 있다.

과세미달자에게 연금저축 가입유인을 제공하는 방법으로 가장 먼저 생각할 수 있는 정책은 독일 등에서 도입한 사적연금 납입액에 대한 보조금 지원이다. 특히 독일의 경우 저소득층에게 연금납입액의 최대 80%까지 보조금을 지급하는데, 제도 이전 5% 미만이던 1분위 저소득층의 사적연금 가입률이 10년 후 25%까지 증가하였다(Axel Börsch-Supan et al, 2012). 그리고 독일과 유사한 방식을 우리나라에 도입할 경우 지원한 금액의 2.15배의 연금자산이 추가로 적립되고 제도 시행 30년 후 노인빈곤율은 2.66%p 감소할 것이라는 연구결과(정원석·강성호, 2017b) 역시 참고할 필요가 있다.

세제혜택 혹은 재정지출 이외에도 행동경제학적 측면에서 퇴직연금 등과 연계한 기본기여율 선택 등의 제도 역시 연금자산 추가 적립에 효과가 있는 것으로 분석되었다(Chetty et al, 2013). 이러한 방안들을 우리나라 현실에 맞게 도입할 수 있는지에 대한 고민은 향후 추가적으로 진행되어야 할 연구과제이다.

그리고 연금자산 적립유인을 제공할 수 있는 정책에 대한 고민과 함께 적립된 연금자산이 개인의 노후에 삶의 질을 실질적으로 높여줄 수 있도록 하기 위한 방안들에 대한 많은 고민은 향후에도 지속되어야 할 것이다.

본 연구의 한계로는 데이터의 관측기간이 5년 그리고 정책 시행기간은 3년으로 정책효과를 규명하기에는 충분하지 않을 수 있다는 점을 들 수 있다. 또한 데이터 상에서 연금납입액, 연간소득 등에서 일정한 패턴이 보이는 경우가 있는데 이는 조사데이터의 문제인지 혹은 모집단의 패턴을 보이는 것인지 불분명하다는 한계가 있다. 그리고 저소득층의 연금저축 납입액이 감소한 이유를 선행연구를 통해 언급했을 뿐, 데이터를 통한 적절한 설명을 하지 못한 점 또한 본 연구의 한계라고 할 수 있다. 제도적인 측면에서는, 2015년 저소득층에 대한 추가적인 세액공제율이 적용된 부분 역시 고려되지 않았다는 한계가 있다. 그러나 저소득층에 대한 추가적인 세액공제율 적용에도 불구하고 저소득층의 연금저축이 여타 소득계층에 비해 더 많이 줄어들었다는 점에서 추가공제율 적용은 본 연구결과에 영향을 미치지 않을 것으로 보인다. 그리고 데이터의 한계와 관련된 부분은 앞으로 더 많은 데이터가 축적되면 추가적인 연구로 보완할 수 있을 것으로 판단한다.

여러 한계에도 불구하고 본 연구는 사용 가능한 자료 중 가장 최근 데이터를 이용하여 연금저축 세제혜택 방식의 세액공제 전환에 대한 정책 효과를 계량경제학적 방법론에 입각하여 규명하였다. 본 연구는 최근 사적연금 세제혜택 변화 중 가장 큰 변화라고 할 수 있는 연금저축 납입액 세제혜택 방식의 세액공제로 전환에 대한 반응을 계량경제학적 방법론에 입각하여 소득계층별로 규명했다는 점에서 학술적 기여가 있으며, 향후 정책수립의 참고자료를 제공한다는 측면에서 정책적 기여가 있다.

참고문헌

강성호·정봉은·김유미, “정년연장의 노후소득 개선 효과와 개인연금의 정책방향”, 정책보고서, 보험연구원, 2016.

(Translated in English) Kang, S. H., Chung B. E., Kim Y. M., “Income Guarantee Effect of Deferred Retirement and Private Pension Policy”, Research Paper, Korea Insurance Research Institute, 2016.

김병권·우석진·안종길·빈기범, “세제혜택이 가계의 연금저축 행태에 미치는 인과적 효과”, **사회보장연구**, 제29권 제3호, 2013, pp. 53-79.

(Translated in English) Kim, B. K., Woo S. J., An J. K., Bin, K. B., “The Causal Effects of Tax Incentive on Pension Saving for Korean Households”, *Korean Social Security Studies*, Vol 29, 2013, pp. 53-79.

김원식·김우철·김상봉·김재현, “우리나라 사적연금세제의 정책방향”, **재정학연구**, 제9권 제4호, 2016, pp. 33-58.

(Translated in English) Kim, W. S., Kim W. C., Kim S. B., Kim, J. H., “Tax Policy for the Private Pension in Korea”, *Korean Journal of Public Finance*, Vol 9(4), 2016, pp. 33-58.

류건식·이창우·김동겸, “사적연금의 노후소득보장 기능제고방안”, 연구보고서, 보험연구원, 2009.

(Translated in English) Ryu, K. S., Lee C. W., Kim D. G., “Enhancing Private Pension for Income Guarantee in Old Age”, Research Paper, Korea Insurance Research Institute, 2009.

문성훈·김수성, “연금소득공제의 세액공제 전환이 연금세제에 미치는 영향”, **세무학연구**, 제31권, 제4호, 2014, pp. 9-34.

(Translated in English) Kim, W. S., Kim W. C., Kim S. B., Kim, J. H., “The

Effect of Change from Pension Income Deduction to Tax Deduction to the Pension Taxation System", *Korean Journal of Taxation Research*, Vol 31(4), 2014, pp. 9-34.

보건복지부, "기초연금 도입 계획", 설명자료, 2013.

(Translated in English) Ministry of Health and Wealth, "Introducing Basic Pension", 2013.

윤성주, "개인연금가입 결정요인 분석", 제4회 재정패널 학술대회 발표자료집, 한국조세연구원, 2012.

(Translated in English) Yoon S. J., "Determinant Analysis for Personal Pension Subscription", The 4th National Survey of Tax and Benefits Conference, 2012.

_____, "개인연금 세제혜택에 대한 소고", **재정포럼**, 제199호, 한국조세연구원, 2013.

(Translated in English) Yoon S. J., "A Disscusion of Tax Treatment for the Personal Pension", Public Finance Forum, Korea Institute of Public Fiance, 2013.

이태열·강성호·김유미, "공·사 사회안전망의 효율적인 역할 제고 방안", 정책보고서, 보험연구원, 2014.

(Translated in English) Lee, T. Y., Kang S. H., Kim Y. M., "Public-Private Partnership to Enhance Korean Social Safety Net", Research Paper, Korea Insurance Research Institute, 2014.

전승훈·임병인·강성호, "개인연금 가입 결정 및 가입상태 변화 분석", **보험개발연구**, 제17권 제1호, 2006, pp. 137-168.

(Translated in English) Jeon, S. H., Lim B. I., Kang S. H., "An Analysis on Both Determinants of Purchasing the Private Pension and Changes in the Status of Subscribers", *Korea Insurance Development Institute*, Vol 17(1), 2006, pp. 137-168.

정요섭, "신·구개인연금보험에 대한 금리, 세제효과 비교", **리스크관리연구**, 14권 1호, 2003, pp. 3-22.

(Translated in English) Chung, J., "An Examination of the Effect of the Interest Rate Credited and Income Tax Deduction on the Value of the Old and New Personal Pensions", *The Journal of Risk Management*, Vol 14(1), 2006, pp. 41-60.

_____, "개인연금에 대한 소득공제의 수익률효과 분석", **보험개발연구**, 제17권 제2호, 2006, pp. 41-60.

(Translated in English) Chung, J., "An Analysis of the Rate of Return Effect of the. Income Tax Deduction on the Personal Pensions", *Korea Insurance Development Institute*. Vol 17(2), 2006, pp. 41-60.

정원석·강성호, "연금과세 체계변화에 따른 소득계층별 연금저축 가입효과 분석", **재정학연구**, 제8권 제2호, 2015, pp. 113-142.

(Translated in English) Chung, W. S., Kang S. H., "Tax Treatment for the Private Pension", *Korean Journal of Public Finance*, Vol 8(2), 2015, pp. 113-142.

_____, "사적연금 세제혜택 한도 상향에 따른 사적연금 추가가입 유인추정", **재정학연구**, 제10권 제1호, 2017a, pp. 215-240.

(Translated in English) Chung, W. S., Kang S. H., "Extending Tax Deferral Limit for the Private Pension and Saving Behavior", *Korean Journal of Public Finance*, Vol 10(1), 2017a, pp. 113-142.

_____, "사적연금 보조금 지급 정책 도입 시 빈곤완화와 재정효과 분석", **재정학연구**, 제10권 제4호, 2017b, pp. 105-142.

(Translated in English) Chung, W. S., Kang S. H., "Korean Riester Pension Design and Policy Effect Analysis", *Korean Journal of Public Finance*, Vol 10(4), 2017b, pp. 105-142.

정원석·문성훈, “연금저축 세액공제 전환에 따른 소득계층별 사적연금 가입행태 변화”, **세무와 회계저널,** 제17권 4호, 2016, pp. 113-134.

(Translated in English) Chung, W. S., Moon S. H., “Changing Tax Treatment Method and Pension Saving Behavior”, *Journal of Taxation and Accounting*, Vol 17(4), 2016, pp. 113-134.

통계청, “노인자살의 현황과 원인 분석”, 정책보고서, 2007.

(Translated in English) Statistics Korea, “An analysis of old age suicides”, Research Paper, 2007.

_____, “장래인구추계(2015~2065)”, 국가승인통계 제10133호, 2016.

(Translated in English) Statistics Korea, “Population aging”, 2016.

Börsch-Supan A., Coppola M. & Reil-Held A, “Riester Pensions in Germany: Design, Dynamics, Targeting Success, and Crowding In”, *NBER working paper*, 2012.

Chetty, R., Friedman, J. N., Leth-Petersen, S., Nielsen, T. H., & Olsen, T, “Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: Evidence from Denmark”, *The Quarterly Journal of Economics,* 129(3), 2014, pp. 1141-1219.

OECD, “OECD Economic Surveys: Korea 2014”, 2014.

Orszag P. R, “Porgrassivity and Saving: Fixing the Nation's upside-down Incentives for Saving”, *Testimony before the House Committee on Education and the Workforce,* 2004.

Ramnath S, “Taxpayer's Responses to Tax-Based Incentives for Retirement Savings: Evidence from the Saver's Credit Notch”, *Journal of Public Economics,* 101, 2013, pp. 77-93.

RPS, “Split Refund and Saver's Credit: Two Better Ways to Save for Retirement”, 2008.

Rutledge M., Wu Y. A., & Vitagliano F. M, “Do tax incentive increase

401(k) retirement saving? Evidence from the adoption of catch-up contributions", *Center for Retirement Research at Boston College*, 2015.

Abstract

To enhance pension saving incentive to lower income earners and adjust tax favor to higher income earners, the Korean government changes the tax treatment method for the private pension contributions from tax exemption to tax credit in 2014. To assess the policy effect empirically, we analyze the policy effect by income level using the National Survey of Tax and Benefit Survey data from 2012 to 2016.

We find two important pension saving behavior after changing the tax treatment method from the analysis. First, on average, private pension subscription has a negative causal relationship with the tax treatment method. We find that changing tax treatment method decreases the probability of pension subscription rate by 0.57%. However, for the pension subscription, there is no statistically significant evidence that a certain income group differently reacted to the new tax treatment method.

Secondly, for the amount of pension contribution, changing the tax credit method decreased the pension contributions and compare to the higher income earners, the lower income earners decrease the amount of pension contribution more.

Therefore, we conclude that, ironically, the new policy reduces the most needed group's pension savings. We claim that to make lower income earners save more pension fund the government needs to provide more customized incentives scheme.

※ Key words: Tax Treatment Effect, Tax Deferral, Private Pension, Pension Subsidy

보험금융연구 제29권 제3호 (2018. 8) pp. 103-135
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2018.29.3.004

소비자보호를 위한 보험상품 불완전판매 감소 정책

The Policies for Reducing the Misselling of Insurance Products for Protecting Consumer

정 세 창*·안 철 경**
Sechang Jung·Chulkyung Ahn

본 연구의 목적은 소비자보호를 위해 최근 영국, 미국과 호주에서 보험상품 불완전판매를 감소를 위한 방안을 바탕으로 정책 제안을 하는 데 있다. 우리나라에서는 불완전판매를 줄이기 위해 불완전판매비율 공시, 적합성원칙 도입, 판매프로세스 개선, 수수료 제도의 개선 등 다양한 감독정책을 추진해 왔다. 이에 따라 불완전판매비율은 지속적으로 낮아지고는 있으나 여전히 소비자가 느끼는 불완전판매로 인한 피해는 줄어들지 않고 있다. 수요자 측면의 해외사례로 영국과 미국의 금융보험교육 의무화는 정보비대칭을 완화하여 장기적으로 불완전판매 감소에 도움이 된다. 상품판매 측면에서 영국의 RDR(Retail Distribution Review) 개혁과 호주의 금융서비스 개혁사례는 보수 체계 개편, 채널 전문성 제고 등 보험시장의 구조적 개혁을 통해 불완전판매를 줄이고자 하는 정책으로 효과적이었다고 평가된다. 해외 사례와 국내 감독정책을 기반으로 소비자보호를 위한 제언으로 첫째, 영국처럼 국회와 금융당국이 주최가 되어 학교 교육에 금융보험교육을 의무화를 추진해야 한다. 둘째, 상품 및 채널 개혁으로써 보험상품의 단순 명확화, 상품별 채널 차별화 및 고아계약 관리를 위한 유지관리서비스 체제 구축이 필요하다. 셋째, 감독정책 측면에서 채널 보수교육을 개편하여 내실화를 도모하고, 수수료 제도의 개선 및 설계사의 불법승환에 대해 제재를 취할 수 있는 법적 근거를 명확히 하고, GA 등 판매조직의 내부통제 기능을 강화할 필요가 있다.

국문 색인어: 불완전판매, 소비자보호, 보험상품, 판매채널, 불법승환, 독립대리점
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B051600

* 홍익대학교 금융보험학과 교수(scjung@hongik.ac.kr), 제1저자
** 보험연구원 선임연구위원(ckahn@kiri.or.kr), 교신저자
논문 투고일: 2018. 07. 30, 논문 최종 수정일: 2018. 08. 13, 논문 게재 확정일: 2018. 08. 20

Ⅰ. 서론

보험상품은 상품 자체의 복잡성과 판매 과정상의 불완전성의 특성이 있기 때문에 다양한 규제감독을 통해 보험상품의 효용을 제고하고 소비자를 보호하고 있다. 예를 들면 상품의 내용에 대한 설명의무를 비롯하여 판매 이전에 상품을 소개하는 광고와 보험안내자료에 대한 규제 및 보험상품에 대한 공시규제 등을 하게 된다. 하지만 다양한 규제에도 불구하고 실제 보험사고 발생 시 보험금의 지급 여부, 보험금의 규모 등에 대한 분쟁으로 연결되어 보험상품 구입의 효과가 반감되거나, 보험계약 취소, 보험회사에 대한 행정제재, 손해배상 책임의 문제가 발생할 수 있다. 이로 인해 보험상품 및 보험회사 전반에 대한 불신, 나아가 보험산업의 신뢰에 심각한 타격을 주기 쉽다.

보험상품의 불완전판매 발생원인은 우선 보험상품 및 보험계약의 자체 속성에 기인한다. 보험상품의 수리적인 측면에 대한 난해성, 보험금 지급이나 면책사유 등에 대해 명확하지 않거나 복잡하여 내용파악이 어려운 점 등에 의해 일반적으로 보험소비자가 보험상품 및 계약 이해도는 낮을 수밖에 없다. 다음으로 보험상품은 공급자인 회사와 수요자인 계약자간 정보비대칭이 매우 큰 특성을 지니고 있는데, 이로 인해 불완전판매가 발생하기 쉽다. 또한 판매채널의 급격한 변화도 불완전판매를 발생시키는 주된 요인이 된다. TM, 홈쇼핑, GA 등의 경우 새로운 채널로 등장한 이후 규제가 정비되기 전 다양한 불완전판매 상황이 발생하였다. 특히 GA의 경우 모집조직은 비대해지고 있지만 관리 및 교육시스템 등이 정비되지 않아 불완전판매를 예방하거나 교정하는 데 한계가 있다(전승근, 2011). 설계사의 조기 퇴직[1] 및 잦은 이직[2], 고연령화[3]도 승환계약 등을 포함한 다양한 형태의 불완전판매를 발생시키는 주된 원인이 되고 있다.

불완전판매는 해당 상품 또는 해당 금융회사에만 국한된 문제가 아니다. 불완전하게 판

1) 13개월차 설계사 등록정착률이 2010~2017년 기간 중 생보 34~39%, 손보 44~50% 수준이며, 근속연수 5년 이상자의 비중이 생보 33.6%, 손보 34.6%에 불과하다(2017년 기준).
2) 2016년 기준 GA설계사의 55.3%가 최근 5년 내 1회 이상 이직경험을 가지고 있으며(안철경·정세창, 2017), 2014년 1년간 보험회사(대리점)에서 다른 보험회사(대리점)로 이동한 설계사 인원은 총 51,460명으로 총 등록 인원 대비 13.3%에 해당한다(김창호, 2017).
3) 생보사 설계사(전속+교차) 중 30세 미만 설계사의 비중은 2017년 기준 5.7%로 1997년 대비 16.0% 감소했으며, 50세 이상 설계사 비중은 30%p 증가한 40.7%이다(안철경·정인영, 2018).

매한 금융상품으로 손해가 발생하는 경우 금융소비자와 판매회사간 분쟁이 발생하고, 이로 인해 사회적으로도 큰 파장을 일으키면서 금융산업에 대한 소비자 신뢰에 부정적 이미지로 작용한 사례가 적지 않다.[4] 예를 들면 2008년 키코사태(은행에서 판매한 키코통화옵션 상품은 설명의무와 적합성원칙을 준수하였는지가 문제가 됨), 금융투자회사의 펀드상품 불완전판매 사례,[5] 2011년 저축은행의 후순위채판매 불완전판매, 2013년 동양증권 계열사의 회사채 불완전판매 등이 발생한 이후 금융산업의 신뢰는 매우 저하되었다. 보험산업 역시 2016년 생명보험회사의 자살보험금 사건을 통해 소비자보호와 신뢰의 중요성을 절실히 경험하였다. 이에 감독당국은 소비자보호를 중요한 감독정책의 기조로 삼고 보험상품의 불완전판매를 줄이기 위한 다양한 노력을 지속적으로 추진 중이다.

하지만 그동안 국내에서 진행되어 왔던 불완전판매 감소와 소비자 신뢰 회복을 위한 노력은 효과 측면에서 한계가 있다고 평가된다. 보험산업에서의 노력은 주로 공시 강화, 변액보험에서 적합성 원칙, 모집정보조회시스템 구축 등 주로 간접규제에 국한되어 이루어져 왔다. 이러한 규제로는 불완전판매를 감소시키기가 어려운데, 최근 영국과 호주 등에서 시행되고 있는 불완전판매 감소를 위한 접근법을 보면 이를 반증하고 있다. 이들 국가에서는 수수료에 대해 직접규제, 불완전판매에 대한 사후적 제재 강화, 시장에서 판매보수가 결정되도록 하는 시장접근방법 등 여러 접근법을 통해 불완전판매 방지 노력을 하고 있다.

이에 본 연구에서는 불완전판매 감소를 위한 선진국의 사례를 참조하여 소비자보호를 위한 제언을 하는데 연구의 목적이 있다. 소비자보호를 위한 제언은 편의상 CPC/CS[6]로 나누어 제시하고자 한다. 본 연구는 불완전판매 감소를 위한 방안을 종합적이고도 실질적으로 제시한다는 데 의의가 있으며, 이러한 유형으로는 국내에서 처음으로 시도된다는 점에서 차별성이 있다.

본 연구는 제 Ⅰ장 서론에 이어, 제 Ⅱ장에서는 불완전판매의 정의, 현황, 주요 질적 지표와의 관련성을 기술하고 그동안 불완전판매 감소를 위한 감독정책을 기술하고 평가한

4) 보험산업에서 신뢰를 저하시키는 요인에 대한 연구로는 이순재, 정중영(2007), 정중영(2011) 참조하기 바란다.
5) 금융감독원 보도자료(2008. 11. 26), “펀드 불완전판매 예방 종합대책”.
6) CPC/CS는 각각 고객상품채널/회사감독(Customer, Product, Channel/Company, Supervision)을 의미한다.

다. 제 Ⅲ장에서는 해외사례로 CPC/CS 제언에 유용한 시사점을 제공할 수 있는 영국, 호주, 미국의 사례를 분석한다. 제 Ⅳ장은 소비자, 공급자, 감독자 측면에서 소비자보호를 위한 제언과 한계점을 제시한다. 본 연구에서 제시하고 있는 소비자 측면에서 금융보험교육의 의무화를 위한 방안, 공급자 측면에서 상품의 단순화와 유지관리 서비스 강화, 감독자 측면에서 수수료에 대한 직접규제 도입, 전속과 GA 설계사에 대한 승환계약 기준 일치, GA 내부통제 강화 등은 불완전판매 감소와 소비자보호에 기여할 것으로 기대된다.

Ⅱ. 불완전판매 현황 및 감독정책 평가

1. 불완전판매 정의

불완전판매(misselling)란 금융관련 법규에 명시적으로 규정되어 있지는 않지만 감독실무상으로는 금융회사가 소비자에게 적합하지 않은 상품을 판매함으로써 소비자에게 공정하지 못한 결과를 초래하는 경우를 의미한다.

BIS(2008)는 금융상품에 대한 권유ㆍ자문과 무관하게 소비자에게 적합하지 않은 상품을 판매하는 경우를, FSA(2013)는 소비자에게 잘못된 정보를 제공하거나 부적합한 상품 권유 등 소비자에게 공정하지 못한 결과를 초래하는 경우를 불완전판매로 보고 있다.

영국의 금융감독청(FSA)은 지급보증보험(Payment Protection Insurance:PPI)[7]상품에 대한 불완전판매 문제가 부각되던 2003년에 투자상품의 불완전판매에 대한 FSA의 핵심원칙에 대해 설명하는 방식으로 불완전판매에 대한 입장을 밝히고 있다(Tiner, 2003; 김원각, 2015). FSA는 금융기업이 준수할 기본적 책무로서 11가지 사업원칙(Principles for Business)을 정하고 있는데 그 중에서 불완전판매와 관련이 깊은 것으로 ① 기업은 진실성을 갖고 영업행위를 하여야 한다는 제1원칙, ② 적절한 기술, 배려, 정당한 주의를 기울여 영업행위를 하여야 한다는 제2원칙, ③ 고객의 이익을 상당히 고려하여 그들을 공정하게 다루어야 한다는 제6원칙, ④ 고객에게 필요한 정보를 적절히 감안하여, 명확하고 공

7) 대출채무자가 상해사고, 질병, 비자발적 실업 또는 사망으로 인하여 자신의 대출채무를 상환하지 못하게 될 경우 이를 보험금으로 보상해 주는 보험상품이다(Eilis, 2012).

정하며 오도하지 않을 방법으로 정보를 전달해야 한다는 제7원칙, ⑤ 의사결정을 할 권한이 있는 고객의 자유스러운 의사결정과 조언의 적합성이 보장되도록 합리적 주의를 베풀어야 한다는 제9원칙 등이다. 이들 원칙에 더하여 감독당국이 특정 유형의 영업에 관하여 보다 상세한 기준으로 영업행위소스북(Conduct of Business Source Book)에 기재된 사항의 준수를 기대한다(John, Rawlings, Merkin, 2011). 결국 불완전판매는 공정한 거래에 대한 고객의 기대를 저버린 거래라고 할 수 있다.

국내 연구의 경우 김동환(2006)은 불완전판매를 불공정금융거래 측면에서 금융회사가 정보·교섭력·판단능력 등의 격차를 이용하여 사적이익을 취함으로써 소비자나 이해관계자에게 손실을 초래하는 거래로, 차일권·이상우(2007)는 금융소비자 관점에서 모집인의 설명부족 등 계약과정에서 하자가 존재하여 소비자가 최종적으로 이의를 제기하는 것으로 설명하였다. 법적 측면에서 황진자(2008)는 상품의 판매 및 계약체결 과정에서 하자가 발생하여 소비자에게 피해를 주는 법적으로 하자있는 계약으로, 전승근(2011)은 법규상의 저촉 여부를 중심으로 계약체결 과정에서 정보의 미제공 또는 부실제공으로 인하여 분쟁이 발생하는 계약을 불완전판매라고 정의하였다.

한편, 우리나라 감독당국은 보험상품 불완전판매의 유형을 상품설명 불충분, 3대 기본지키기(자필서명, 청약서부본 전달, 약관전달 및 중요부분 설명) 불이행, 보장내용의 부실안내 등으로 구분하고 있다.

이상의 논의를 종합해 볼 때, 불완전판매는 보험상품 판매 · 계약체결 과정에서 불합리한 관행으로 보험소비자에게 피해를 입히게 되는 행위를 총칭하는 것으로 볼 수 있다.

2. 불완전판매 현황

가. 불완전판매비율

감독당국은 2010년부터 불완전판매비율을 산출하여 공시하고 있다. 생명보험 및 손해보험이 모두 공개되기 시작한 2011년부터 공시자료를 토대로 불완전판매비율[8]을 살펴보기로 한다.

보험상품 불완전판매비율은 2011년 0.81%에서 2017년 0.2%로 0.59%(p) 하락하였다. 생명보험과 손해보험을 구분하여 보면 생명보험은 동 기간 중 1.24%에서 0.33%로, 손해보험은 0.41%에서 0.14%로 크게 개선되었다. 생명보험이 손해보험에 비해 불완전판매비율이 높게 나타나는 이유는 상품의 특성에 따른 소비자 이해도의 차이에 기인한다. 예를 들면 생명보험상품의 경우 변액보험, 종신보험 등 복잡하고 난해한 상품이 많아 판매과정에서 불완전판매의 가능성이 손해보험상품에 비해 높게 나타난다. 반면 손해보험상품은 자동차보험, 여행자보험, 실손보험 등 표준화된 상품이 많아 불완전판매보다는 보험금 지급과정에서의 민원 발생이 높게 나타난다.

채널별로 보면 불완전판매비율은 TM, 홈쇼핑 등 비대면채널과 GA가 전속설계사나 은행연계보험에 비해 높게 나타났다. GA의 높은 불완전판매비율은 부실한 판매 인프라에 의해 발생된다(김재현·김헌수·최덕상, 2010). 보험상품별로는 생명보험의 경우 종신보험, 변액보험 등의 불완전판매비율이 높고, 손해보험은 통합형보험, 질병보험 등에 대한 불완전판매비율이 높다(안철경·정인영, 2018).

보험상품별 불완전판매비율을 보면 〈표 1〉 ~ 〈표 3〉과 같다.

8) 불완전판매비율 = {(품질보증해지 건수 + 민원해지 건수 + 무효 건수)/신계약건수} ×100
품질보증해지·민원해지·무효 건수는 당해 사업 연도 신계약건수 중 당해 연도 발생한 건수를 말한다.

〈Table 1〉 The misselling ratio by channel (Life & Non-life)

(unit: %, %p)

Year	Financial planner	Agent enrolled by individual	Agent enrolled by corporate				In-house channel		Total
			Bancassurance	TM	Home shopping	GA	Mixed	Direct	
2011	0.53	0.23	0.37	1.14	1.26	1.12	2.21	1.42	0.81
2012	0.34	0.16	0.34	0.93	0.79	0.76	2.12	1.35	0.59
2013	0.35	0.20	0.44	1.48	0.63	0.67	2.16	0.85	0.59
2014	0.42	0.19	0.11	1.17	0.89	0.51	2.21	0.72	0.49
2015	0.31	0.12	0.09	0.80	0.78	0.44	1.25	0.60	0.40
2016	0.24	0.09	0.08	0.48	0.45	0.36	0.76	0.37	0.29
2017	0.19	0.06	0.05	0.33	0.33	0.28	0.53	0.26	0.22
rate of improv-ement*	-0.33	-0.17	-0.32	-0.81	-0.93	-0.84	-1.68	-1.16	-0.59

Note: The rate of improvement is calculated by the difference between the ratio of 2017 and 2011.
Source: Disclosure room of Life Insurance Association and Non-life Insurance Association.

〈Table 2〉 The misselling ratio by channel (Life)

(unit: %)

Year	Financial planner	Agent enrolled by individual	Agent enrolled by corporate				In-house channel		Total
			Bancassurance	TM	Home shopping	GA	Mixed	Direct	
2011	0.85	0.73	0.38	1.63	1.73	2.22	2.50	1.53	1.24
2012	0.53	0.79	0.35	1.21	1.27	1.71	2.40	1.56	0.93
2013	0.46	0.64	0.40	1.14	0.91	1.24	2.50	1.26	0.78
2014	0.59	0.72	0.10	1.34	1.10	1.09	2.95	1.01	0.67
2015	0.46	1.01	0.06	0.99	1.02	0.99	1.47	0.89	0.59
2016	0.36	0.60	0.06	0.65	0.56	0.82	1.21	0.57	0.44
2017	0.29	0.41	0.05	0.41	0.37	0.63	0.77	0.37	0.33

Source: Disclosure room of Life Insurance Association.

〈Table 3〉 The misselling ratio by channel (Non-life)

(unit: %)

Year	Financial planner	Agent enrolled by individual	Agent enrolled by corporate				In-house channel		Total
			Bancassurance	TM	Home shopping	GA	Mixed	Direct	
2011	0.19	0.18	0.36	0.89	0.88	0.52	0.09	0.57	0.41
2012	0.17	0.12	0.32	0.80	0.40	0.40	0.15	0.41	0.32
2013	0.22	0.18	0.52	1.69	0.39	0.41	0.18	0.29	0.42
2014	0.25	0.17	0.16	1.09	0.69	0.28	0.30	0.31	0.34
2015	0.16	0.10	0.19	0.67	0.52	0.20	0.02	0.24	0.22
2016	0.14	0.08	0.13	0.29	0.26	0.15	0.03	0.16	0.15
2017	0.11	0.05	0.05	0.27	0.24	0.15	0.03	0.18	0.14

Source: Disclosure room of Non-life Insurance Association.

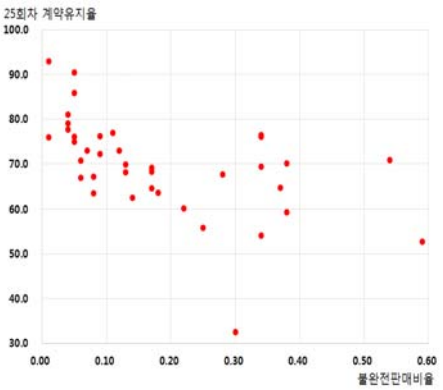
나. 주요 지표와의 관련성

불완전판매비율과 주요 지표들 간의 관계를 보면 불완전판매비율과 계약유지율은 음(-)의 관계를, 불완전판매비율과 민원건수는 양(+)의 관계가 존재하는 것으로 나타났다(안철경·정인영, 2018).

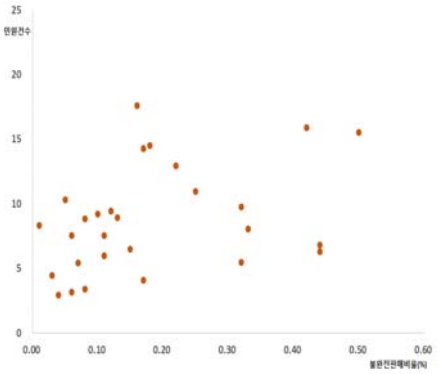
〈Figure 1〉 The relationship between the misselling ratio and 25th persistency, and the misselling ratio and civil complaints related to sales and contraction (2017)

The left figure shows the relationship between the misselling ratio(X axis) and 25th persistency(Y axis). The lower the X, the higher the Y. The right figure shows the relationship between the misselling ratio(X axis) and civil complaints of sales and contraction(Y axis). The lower the X, the lower the Y.

〈25th persistency〉



〈Civil complaints related to sales and contraction〉



Source: Disclosure room of Life Insurance Association and Non-life Insurance Association.

한편, 2012년부터 2017년 기간 동안 보험민원 전체 건수는 38,862건에서 47,768건으로 23% 증가하였다. 유형별 민원 중 불완전판매와 관련이 있을 것으로 추정되는 보험모집과 계약성립·해지로 인해 발생되는 민원은 2012년 13,862건에서 2017년 13,458건으로 큰 차이가 없지만, 전체 민원에서 차지하는 비중은 2017년 기준 28.1%로 여전히 높은 수준이다. 불완전판매비율이 줄어들면서 계약단계에서의 민원이 30% 아래로 떨어지고 있는 추세이다.

〈Table 4〉 Insurance civil complaints by type

(unit: case)

Classification	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Decision of exclusion and inclusion	3,266	4,166	4,161	4,194	5,072	5,368
Calculating claims	5,286	6,514	8,754	7,181	8,577	8,846
Late claims payout	5,191	4,544	5,563	7,560	5,753	4,902
Breach of representation	1,583	1,252	1,396	1,333	1,428	1,550
Insurance sales	10,578	10,487	10,808	10,249	10,632	9,481
Contraction and lapse	3,284	3,293	3,388	4,148	3,797	3,977
Disability and injuring rating	408	342	382	524	425	394
The ratio of automobile accident	341	421	1,079	1,814	2,580	3,286
Internal control, computational error, and others	8,925	8,595	8,796	9,973	10,273	9,964
합계	38,862	39,614	44,327	46,976	48,537	47,768

Source: Financial Supervisory Service.

3. 불완전판매 감독정책 평가

2010년 이후 금융당국의 불완전판매를 줄이기 위한 감독정책을 살펴보기로 하자. 감독당국은 불완전판매 근절을 위해 자율규제를 강화하고[9] 보험업법을 개정[10]하는 한편 지속적으로 현장 검사를 수행해 왔다. 그럼에도 불구하고 불완전판매에 대한 부정적 시각이 지속되자 다양한 감독정책을 추진해 왔다.

첫째, 불완전판매비율 지표를 개발하고 공시제도를 도입하였다. 소비자의 알권리를 충족시키고 시장규율에 의한 보험업계의 불완전판매 근절 노력을 유도하기 위한 목적으로 2010년 불완전판매지표(신계약건수 대비 품질보증해지, 민원해지, 무효 건수 비율)를 개발하여 공시하기 시작하였다.[11] 2011년부터는 불완전판매비율 공시를 확대하여 불완전판매에 따른 계약해지율(신계약건수 대비 품질보증해지, 민원해지 건수 비율), 보험금 부

9) 통신판매 가이드라인 시행('06. 6), 보험협회의 광고·선전에 관한 규정 개정('09. 12), 해피콜 제도 실시('12. 9), 설명의무 강화('16. 4).
10) 보험계약 설명의무 부과, 적합성원칙 도입, 보험과장광고 감독·제재 근거 마련 등.
11) 금융감독원 보도자료(2010. 5. 19).

지급률(보험금 청구 건수 대비 보험금 부(不)지급 건수 비율), 보험금 불만족도(보험금 청구 계약 건수 대비 계약 해지된 건수 비율) 등 추가공시지표 제도를 도입하였다.[12] 2016년부터는 상품별 불완전판매비율을 추가하여 공시하고 있다. 불완전판매비율의 공시는 불완전판매비율이 높은 채널을 집중적으로 관리 감독함으로써 보험상품의 불완전판매비율을 낮추는데 기여를 한 것으로 평가된다. 예를 들면 홈쇼핑사의 보험상품 불완전판매를 근절하기 위한 광고 규제 등을 추진한 결과[13] 홈쇼핑을 통한 보험의 불완전판매는 크게 개선되었다. 앞에서도 살펴본 바와 같이 불완전판매가 높은 TM, 홈쇼핑 등 비대면채널과 GA의 불완전판매율이 상대적으로 타 채널에 비해 높기는 하지만 공시 이후 획기적으로 개선되고 있는 것은 지표개발과 공시를 통한 감독이 효과적이었음을 보여준다.

둘째, 불완전판매비율이 높은 상품 중심의 감독정책을 수행하였다. 예를 들면 2006~2010년 기간 동안 생명보험 불완전판매 중 변액보험 불완전판매 건수비중이 47~56%로 가장 높았다.

〈Table 5〉 The misselling cases of variable life and its portion in life insurance

Classification	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10
the number of cases	1,175	1,472	3,291	2,819	2,418
portion	56.1%	50.9%	61.6%	46.9%	47.9%

Source: Financial Supervisory Service.

변액보험에서 불완전판매가 많은 이유는, 변액보험은 보험상품이면서 동시에 투자적 성격을 지니고 있는데, 보험계약자의 투자성향 등을 제대로 파악하지 않고 판매하였기 때문이라고 판단하였다. 이에 보험계약자 보호를 강화하고 변액보험 불완전판매를 예방하기 위하여 보험업법 개정(2011. 1. 24 시행)을 통해 적합성 원칙을 도입하였다.

또한 불완전판매의 가능성이 높은 상품의 판매를 중단시키는 조치를 취하기도 하였다.[14] 사전예방금융감독시스템의 일환으로 구축한 보험상품 상시감시시스템을 통하여 허위, 과장판매 가능성이 높은 상품을 포착하고 경영진과 면담하여 회사 자율적으로 판매 중

12) 금융감독원 보도자료(2011. 7. 7).
13) 금융감독원 보도자료(2016. 8. 18).
14) 금융감독원 보도자료(2014. 8. 6).

지하는 한편 소비자 피해를 방지할 수 있는 완전판매대책을 마련하여 시행토록 하였다. 최근 중도급부금이 있으면서 연금전환이 가능한 종신보험으로 보험소비자에게 허위·과장 판매될 구조적 위험요인[15]을 가지고 있는 상품을 판매 중단 조치한 바 있다. 이러한 조치는 사전적 조치로써 보험상품에 대한 지식이 부족한 소비자가 오인하거나 불완전 구매를 하지 않도록 경고하였다는 면에서 소비자보호에 기여하였다.

셋째, 판매프로세스상 불완전판매를 방지할 수 있는 다양한 개선방안을 마련하였다. 주요 조치로는 보험설계사에 대한 모집정보조회시스템 구축, 보험설계사 평가지표 마련, 보험회사의 소비자 의견 청취제도 활성화, 변액보험에 대한 부당권유행위 예방, 비대면 보험영업 시 불완전판매 발생가능성의 사전 예방 등이다.[16] 또한 상품난이도에 따른 모집자격 차등화, 영업교육실태에 대한 미스터리 점검, 모집조직 정착률과 성과평가 연계, 해피콜 완전판매 모니터링 스크립트 강화, 변액보험 미스터리쇼핑 자체점검 등의 방안도 마련하였다.[17] 이러한 불완전판매 예방을 위한 다양한 개선방안들은 보험회사로 하여금 소비자보호 경영이 이루어지도록 유인하였다고 평가된다.

넷째, 관리감독의 사각지대라고 볼 수 있는 사회복지 및 보육시설 등에 대해서도 민원이 제기됨에 따라 보험상품 불완전판매에 대해 시정조치를 취하였다.[18] 요양원이나 어린이집, 영세사업장 종사자 등에서 보험상품이 불완전판매되는 경우 그 파장이 사회적으로 더욱 확대될 수 있다는 점에서 사회적 약자에 대한 안전망의 역할을 수행하였다고 평가된다.

다섯째, 수수료 제도의 개선이다. 저축성보험에 대해 일시납 중심의 판매수수료 제도를 점진적인 분급 체계로 전환하도록 유도하였다. 분급을 확대함으로써 조기 해약 시 환급률을 높이는 것이 가능하였고, 판매자가 계약자에게 유지관리서비스를 제공할 수 있는 유인책을 제공함으로써 유지율을 높이는데 기여하였다는 면에서 소비자보호를 위한 정책으로 평가된다.

이와 같은 다양한 노력에도 불구하고 현재 보험산업에서는 불완전판매가 여전히 발생하

15) 납입보험료보다 적은 금액을 돌려받는 보장성상품임에도 고금리(3.75%)만이 부각되어 저축성상품으로 오인 위험, 연금 전환 시 최저보증이율이 1%대로 하락하는 사실 미인지 위험, 적립금을 중도인출할 경우 가입당시 중도급부금 예시금액을 못 받을 위험 등.
16) 금융감독원 보도자료(2014. 4. 9).
17) 금융감독원 보도자료(2017. 1. 20).
18) 금융감독원 보도자료(2011. 9. 27).

고 있으며, 어떤 경우는 소비자가 인식하지 못하는 불완전판매도 상존하고 있다. 불완전판매의 원인으로 보험상품의 복잡성, 정보비대칭, 판매자의 전문성 결여 등 다양하게 논의가 되어 왔지만 근원은 판매과정에서 발생할 수밖에 없는 '판매자이익의 극대화'에 있을 것이다. 특히, 전속채널에서 독립채널로 채널구도가 바뀌면서 '판매자이익의 극대화'는 피할 수 없는 상황인데, 이를 단순히 수수료에 대한 직접 규제가 아닌 간접규제로 대응할 경우 불완전판매 감소 효과는 일시적이고 미미할 수밖에 없을 것이다.

향후 수수료에 대한 직접규제와 함께 불완전판매 위반 시 사후적 제재도 강화되어야 할 것이다. 하지만 과징금 부과와 같은 사후적 제재도 선진사례에서 살펴보겠지만, 과징금 부과보다 불완전판매로 인한 판매자 또는 회사 측면에서 실익이 더 많으면 불완전판매는 계속해서 발생할 수밖에 없다. 영국, 호주, 네덜란드 등에서 시행하는 판매보수를 시장에서 결정하도록 하는 방법도 함께 고려하여야 할 것이다. 단, 이 경우도 호주의 사례에서 살펴보겠지만, 자문료에 대해서도 소비자보호를 위한 엄격한 규정이 적용되어야 할 것이다.

III. 해외사례

해외사례에서는 불완전판매를 감소시키기 위한 방안으로 우선 소비자(Customer) 측면에서 영국과 미국의 금융보험교육 의무화 사례를 살펴본다. 이는 수요자 측면에서 정보비대칭을 완화하는데 참조할 수 있는 사례가 될 것이다. 다음으로 상품판매 측면(Product, Channel)에서 참조할 만한 영국과 호주의 사례를 보고, 마지막으로 회사 및 감독당국(Company, Supervision)에 시사점을 제공할 수 있는 영국의 수수료 금지와 자문료 도입, 판매자 전문성 강화와 호주의 금융서비스 개혁 사례를 제시하고자 한다.

1. 소비자 측면: 금융보험교육 의무화 사례

영국에서 금융보험교육에 대한 논의가 본격적으로 이루어지지 시작한 것은 당시 금융감독청인 FSA가 2000년 11월 "빈곤의 악순환: 아동기의 재무적 소외(A Cycle of Disadvantage?: Financial Exclusion in Childhood)"를 발표하면서부터이다. 동 보고서(FSA, 2000)는 빈곤 대물림의 가장 큰 이유로 유산의 차이가 아니라 금융지식의 결핍에 있다고 보고 청소년을 대상으로 한 금융교육만이 빈부 격차를 해소할 수 있는 방안이라고 제시하고 있다.

특히, 2010년 개인 파산이 급격히 증가하여 361명 중 1명이 되었는데, 이는 과거 25년 동안 평균적으로 1,656명 중 1명인 것에 비해 심각한 수준이다. 이를 계기로 금융보험교육에 대한 필요성이 크게 대두되었다. 이에 금융감독청과 민영기구인 Pfeg의 지속적인 노력으로 2011년 118,000명 이상이 금융보험교육의 의무화를 탄원하였으며, 이후 국회의 금융교육위원회(All-Party Parliamentary Group on Financial Education)에서 논의를 거치게 되었다. 그 결과 2014년 전국 학교의 절반 정도에서 금융보험교육이 의무화되는 성과를 이루었다(정세창, 2015).

미국의 경우도 금융보험교육의 의무화가 확대되고 있다. 비영리 민영 금융보험교육기구인 CEE(Council for Economic Education)의 2014년 조사에 의하면, 미국 정부 및 민영기구의 노력으로 금융과목 수강을 고등학교 졸업요건으로 하는 주가 1998년 1개 주,

2009년 13개 주, 2013년 17개 주로 늘었다(CEE, 2014).

2. 상품판매 측면

가. 영국: 불완전판매 상품 사례

영국에서 불완전판매는 세 가지 상품 영역에서 진행되었다. 먼저 1990년대 연금불완전판매(pension misselling)가 발생되었다. 기업연금을 개인연금으로 위양하는 적용제외방식(contracting out)이 1988년 도입된 후 판매자의 부적절한 권유 및 자문이 발생하였다. 연금불완전판매로 45억 파운드의 손실이 발생하였으며, 이후 영국에서는 1995년 1월부터 Soft 공시에서 Hard 공시로 공시방법이 강화되었다.[19]

두 번째 유형의 불완전판매는 양로보험연계형주택담보대출(MEP: Mortgage endowment policy) 상품에서 발생하였다. 주로 투자리스크를 계약자에게 알려주지 않아 불완전판매가 발생하여 27억 파운드의 손실이 발생하였다. 예를 들어 Lloyd는 투자리스크를 제대로 알려주지 않아 당시 금융감독청인 FSA로부터 44,000 고객에 대해 1억 6천5백만 파운드의 벌금을 부과받았다. 고위험채권(precipice bond) 투자를 제대로 알려주지 않아 발생된 불완전판매에서는 4억 5천9백만 파운드 손실이 발생하였다.

세 번째 유형은 2000년을 전후하여 불완전판매의 주요 대상이 되었던 상품은 지급보증보험(Payment Protection Insurance: 이하 'PPI'라 함)이다. PPI는 대출채무자가 사망, 질병, 상해, 실업 등으로 인하여 자신의 대출채무를 상환하지 못하게 될 경우 이를 보험금으로 보상해 주는 신용보험이다. 이 상품은 결국 금융기관의 대출을 촉진하는 수단으로 작용하였다(Eilis, 2012). PPI는 불완전판매의 정도가 매우 심각하여 판매보수체계를 변화시키는 계기로 작용하였다. PPI의 불완전판매는 전체 불완전판매에서 차지하는 비중이 2007년 2%(1,832건)에서 2011년 51%(104,597건)로 증가하여 결국 일시납 PPI에 대해 판매 중지를 하게 되었다. 이로 인해 보험회사가 과징금 등으로 부담해야 했던 손실은 약 150억 파운드로 약 27조원이나 된다.

19) Soft 공시에서 수수료는 '%'로 알려주어도 되나, Hard 공시에서는 금액 단위로 수수료를 알려주어야 하는 것으로 강화되었다.

나. 호주: 부당 승환계약 사례

호주에서 생명보험계약의 경우, 신규청약의 6분의 1에서 3분의 1이 부당 승환계약인 것으로 보고될 만큼 승환계약의 문제가 호주 보험시장에서 매우 심각한 이슈로 등장하였다. 부당 승환계약은 재무설계사(financial planner) 혹은 재무조언자(financial adviser)들의 조언에 의해 대부분 발생하는 것으로 확인되었다. 호주는 부당 승환계약(churning)의 문제를 강력한 규제로 대처하였다.

이를 해결하기 위한 특단의 조치가 필요하게 됐는데, 이에 호주 금융서비스위원회가 금융서비스위원회규범에 '3년 환수기간(three-year claw back period)' 조항을 도입하여 2013년 7월 1일부터 시행하였다. 해당 조항은 고객의 이익을 훼손하는 승환계약이 대부분 해약으로 이어진다는 점에 착안하여 계약체결 후 3년 안에 해약이 이루진 경우 보험회사가 지급한 수수료의 일부 또는 전부를 회수할 수 있도록 함으로써 금융조언자로 하여금 그들이 주선한 계약에 대하여 3년 동안 책임을 지도록 하였다. 이러한 조치에 대해 호주 감독기구인 ASIC는 고객 신뢰회복을 위해 바람직한 조치라고 지지하고 있다.

조항의 내용은 다음과 같다. 만일 보험계약이 처음 1년 안에 해지되면 보험회사가 금융조언자에게 지급한 금액 100%를 환수, 만일 보험계약이 2년째에 해지되면 보험회사가 금융조언자에게 지급한 금액 75%를 환수, 만일 보험계약이 3번째 해에 해지되면 보험회사가 금융조언자에게 지급한 금액 50%를 환수하는 조항을 두고 시행하였다.

3. 감독 측면

가. 영국의 소매유통개혁(RDR)

영국에서 1990년대 연금의 불완전판매 이후 판매자의 공시를 강화했으나, 그 효과가 제대로 나타나지 않게 되었다. 판매자는 여전히 소비자의 이익보다는 자신의 수입을 극대화하는 판매로 불완전판매가 계속해서 발생하게 되었다. 그 결과 PPI와 같은 대규모 스캔들도 발생하였고, 당시와 같은 보수체계로는 규제를 아무리 강화하여도 효과가 없다는 것을 지각하게 되었다.

FSA는 왜 불완전판매가 행해지는지에 대하여, 보험판매의 구조적 문제점을 지적하였다. Oliver Wyman이 1991년 영국보험협회와 런던생명보험회사협회에 제출한 보고서에 의하면, 영국 경제활동인구의 200분의 1에 해당하는 약 17만 2천명의 모집인들은 가족이나 친지들에게 보험상품을 판매한 후 인맥이 소진되면 보험업계를 떠나는 것으로 보고되었다. 이에 Lobo-Guerrero(2013)의 연구에서도 모집활동 시작 후 2년 이내에 80%가 그만두게 되는 구조적 문제가 불완전판매를 만드는 원인이라고 보았다.

그 결과 RDR(Retail Distribution Review)에 의해 서비스 지급의 구조를 소비자가 직접 판매자에게 주는 방식으로 변경하게 되었다. 2013년 1월부터 투자형상품에 대해서는 수수료(commission) 방식을 금지하고 자문료(fee)로만 서비스를 제공하게 되었다. 네덜란드와 호주도 유사한 취지로 자문료 방식을 도입하게 되었다.

이후의 결과를 보면, 보수지급체계의 변화에 대해 대체로 긍정적으로 평가하고 있다. Europe Economics(2014)에 의하면, 판매자 중심의 상품 제공(product bias)이 감소하였다고 보고 있다. 즉, 2013년 이전 높은 수수료 상품의 수요는 감소하고, 낮은 수수료 상품의 수요는 증가한 것으로 나타났다. 또한 왜곡된 인센티브가 정상화되어 결과적으로 2013년 이전과 같은 수수료 중심이 아니라 가격과 적합성 중심의 시장이 형성되었다고 보고 있다.

한편 영국은 불완전판매 문제를 해결하는데 판매자의 전문성 강화를 위해 자격증제도를 엄격하게 운영하고 있다. 영국은 IFA의 기본적 자격시험인 CFP에서도 객관식뿐만 아니라 주관식 시험제도를 두고 있다. RDR 이후 2013년 자문료 방식을 도입하면서 자격증제도를 더욱 강화하였다. 기본자격시험에 개인세제, 연금과 은퇴설계 및 재무설계실전 등을 추가하여 시험제도를 개편하였다. 뿐만 아니라 기초자격증 이외에 DFP, ADFP와 같은 고급 자격증제도도 두고 있다(정세창, 2016).

또한 영국은 판매자의 전문성 유지를 위해 자격증의 유효기간을 보수교육과 연계시켜 면허를 갱신하는 제도를 두고 있다. 이는 금융보험 환경의 변화에 새로운 전문지식을 습득하기 위함인데, 매년 소정의 교육을 받아서 면허증을 갱신하도록 하고 있다.

나. 호주의 금융서비스 개혁 사례

2009년 호주의 Great Southern, Westpoint, Opes Prime, Trio and Storm 등의 금융회사 파산으로 2009년 9월 국회에서 기업과 금융서비스 조인트 커미티(PJC: Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services)가 만들어졌다. PJC의 금융상품 서비스에 대한 질의(inquiry into financial products and services)에 대한 답변으로 2010년 4월 전직재무장관 Chris Brown은 호주 금융서비스 개혁(FoFA: Future of Finance Advice)을 공표하였다(ASIC, 2012). FoFA는 2012년 3월 22일 국회를 통과하였고, 2013년 7월 개혁을 시행하게 되었다.

금융서비스 개혁의 주요 내용으로는 첫째, 최선의 의무(판매자의 이익이 아니라 고객의 이익을 최우선), 둘째, 소비자 선택에 영향을 주는 판매 보수(conflicted remuneration)의 금지, 셋째, 연도별 자문료 공시(FDS: Fee Disclosure Statement), 넷째, 2년마다 자문료 조정에 대한 고객의 사전 동의 필요, 다섯째, ASIC의 인허가 권한 확대로 요약할 수 있다.

개혁의 핵심은 최선의 의무 제공을 위해 판매보수에 대한 규제를 강화하는 것이다. 판매실적 연동 비례급(volume rebates), 시책 등(bonuses and any other financial incentives)과 비금전적 급부(soft-dollar benefits)를 금지하여, 소비자 중심의 판매 시장을 형성하는 것이다.

최근 논의사항을 보면 PIR(Post Implementation Review)에서 FoFA가 제대로 시행되기 위해서는 수수료 금지와 자문료 지급을 현재 투자형상품에서 보장성 생명보험과 손해보험으로까지 확대되어야 한다고 주장하고 있다(AIST, 2017).

FoFA 시행 후 ASIC(2014)에 의하면 수수료 체계하에서는 96%가 좋은 서비스를 제공하지 못했다고 조사되었다. 수수료 금지를 시행한 이유는 금융산업에서 이해관계가 첨예하게 대립될 수 있는 수수료를 자문료로 전환함으로써 갈등을 완화하고, 보수체계를 바꾸어 판매자가 고객의 니즈를 우선적으로 고려하도록 하고, 나아가 효율적인 금융시스템을 만들기 위해서이다. 따라서 PIR에서는 수수료 금지를 보장성생명보험과 손해보험으로 확대하지 않을 이유가 없다고 보고 있다.

한편 보장성생명보험과 손해보험으로까지 확대시키지 말아야 한다는 주장도 있다. 보험산업에서는 보험 수요의 감소와 판매 어려움으로 판매자 인력이 감소하기 때문에 확대에 반대하고 있다. 그러나 PIR에서는 보험 수요의 감소보다 소비자의 이익이 더 중요하며, 판매자의 감소는 관련 통계를 볼 때 오히려 더 증가하였기 때문에 이러한 주장이 근거 없다고 보고 있다. 호주에서 판매자는 2009년 5월 18,000명이었으나, 2016년 12월 31일 25,300명으로 오히려 그 수가 증가하였다.

또 다른 논의사항으로 자문료 조정의 주기 단축이 있다. 현재 2년 마다 자문료 조정을 1년에 한 번씩으로 바꾸어 적어도 1년에 한 번 이상 고객 서비스를 평가하여 자문료 수준을 조정하여야 한다고 제의하고 있다.

PIR에서는 또한 비금전적 급부에서 예외로 두고 있는 사항에 대해서도 고객지향적 자문(unbiased advice)을 위해 금지하는 것을 제안하고 있다. 고객이 지급하는 비금전적 급부, 손해보험에서의 비금전적 급부, $300 이하에 해당되는 비금전적 급부, IT 지원 및 교육 훈련 급부는 2013년 FoFA에서 예외로 두어 허용하였는데, 이들에 대해서도 금지하는 것이 타당하다고 제안하고 있다.

Ⅳ. 소비자보호를 위한 제언

보험상품은 계약기간이 장기이고 계약자가 어려움에 처해 있을 때 안전망을 제공하는 상품이기 때문에 타 금융상품에 비해 소비자의 신뢰가 매우 중요하다. 그러나 우리나라 보험산업에서는 불완전판매의 문제가 빈번히 제기되어 왔고, 불완전판매가 보험산업의 근간인 소비자 신뢰를 저해한다는 지적에도 불구하고 이를 해소할 수 있는 대책이 종합적이고 효과적으로 이루어지지 않았다. 본 논문에서는 보험상품 불완전판매 감소 정책에 관해 수요자와 공급자, 감독자 측면을 종합적으로 고려하여 다음과 같이 제언하고자 한다.

1. 소비자: 금융교육을 통한 역량 강화

금융보험산업에서 정보비대칭을 줄일 수 있는 근원적인 방안은 금융보험소비자로 하여금 금융보험에 대한 지식을 습득하게 하는 것이다. 이를 위해서는 현재 금융감독원, 관련 협회, 금융보험교육 단체 등에서 초중고, 대학생 및 일반인을 대상으로 실시하고 있는 금융보험교육을 확대시키는 것도 한 방안이 될 수 있다.

하지만 보다 확실한 방안은 영국과 미국의 사례에서와 같이 학교교육에서 금융보험교육을 의무화하는 것이다. APPG(2011)에 의하면 영국에서 금융보험교육과 관련하여 가르칠 교사 수의 부족, 강의안 부족, 교과목의 과다 등의 현실적인 문제점이 있지만, 금융보험교육을 의무화함으로써 이러한 문제를 상당히 극복할 수 있다고 보았다. 이에 영국에서 국회의 금융교육위원회가 주축이 되어 금융보험교육의 의무화를 달성한 것처럼, 우리도 국회와 2009년 12월 구성된 금융교육협의회가 주축이 되어 금융보험교육을 초중고에서 의무화하여 금융시장에서의 정보비대칭을 완화하고, 궁극적으로 소비자보호가 두텁게 될 수 있는 기반을 마련하여야 할 것이다. 또한 금융보험교육의 제반 여건 마련과 장기 계획의 수립 및 시행 등 실질적인 활동을 위해 미국과 같이 금융교육협의회의 의장을 현재 금융위원회 부위원장에서 위원장이 맡도록 변경하여야 할 것이다.

2. 공급자: 상품 및 채널 개혁

가. 보험상품의 단순 명확화

국내보험시장에서 보험상품의 복잡성은 소비자로 하여금 보험담보에 대한 이해를 어렵게 함과 동시에 비교공시제도를 무력하게 하는 원인이 된다. 주로 수십여 개의 특약을 결합하여 패키지 형태로 판매되는 보험상품은 약관분량이 많고 내용도 어려워 소비자로서는 충분히 이해하고 가입하기 곤란한 경우가 많다.[20] 약관 내용이 어렵고 분량이 많아 소비자에게 꼭 필요한 핵심정보만 전달하기 위해 2007년 상품설명서가 도입되었으나, 도입 이후 계속 기재사항이 추가되면서, 현재 보험청약시 약관/청약서/보험증권과는 별도로 상품설명서만 최소 30페이지 수준에 이르고 있다.[21] 이 경우 상품공시는 비교가 용이하지 않거나 불충분하여 소비자에게 편의성 및 활용성을 제공하기 어렵다. 최근에는 소비자의 오인 가능성이 높은 상품명(예: 연금타는(미리 연금받는) 종신보험, 부자만들기 종신보험 등)을 사용하여 문제가 되기도 한다. 반면 해외의 경우는 종신보험, 정기보험, 양로보험 등 상품명과 담보 내용이 국내에 비해 단순 명확한 편이다.[22]

따라서 소비자의 보험상품 완전구매를 위해 보험상품은 단순 명확화 하는 방향으로 개선이 필요하다. 특히 우리나라 보험산업이 IFRS 17 도입을 앞둔 시점에서 현재와 같이 복잡한 상품은 관리하기가 매우 어렵기 때문에 상품단순화의 과제는 매우 중요하다. 그러나 시장의 현실을 외면한 채 모든 보험상품을 자동차보험이나 실손보험과 같이 표준화된 상품으로 단순화하기는 기업의 마케팅 측면에서 단기간 내에 실행하기 곤란할 것이다. 따라서 상품 자율화 취지에 벗어나지 않으면서도 최대한 소비자보호 측면에서 상품단순 및 명확화, 상품명에 대한 오인 가능성 배제 등을 위해 감독당국의 지속적인 모니터링과 정책적 지원이 필요하다.

예를 들면 비대면채널의 주력상품으로 어린이보험, 암보험, 실버보험, 치아보험 등이 있는데, 이들 상품은 종합담보상품(패키지상품)에 비해 비교적 담보구조가 단순하고 고객의

20) 최근 판매중인 B사의 치아보험은 상해·질병입원비, 화상진단비 등 총 38개 특약이 부과된다.
21) 상품설명 그림자료(5p) + 상품설명서 요약자료(5p) + 핵심설명서(10p) + 상품설명서(12p), 금융감독원 감독자문위원회 보험분과 회의자료(2018. 3. 29).
22) 국내의 경우 판매중인 보험상품 수가 2017년 1분기 기준 5,134개이다.

이해도가 높아 불완전판매의 발생을 미연에 방지할 수 있을 것이다. 따라서 이러한 채널과 단순상품이 시장에서 활성화될 수 있도록 유도하는 정책이 필요하다. 최근 금융감독원이 과도한 보험특약상품에 대한 전수조사를 통해 상품단순화를 유도하고 불완전판매를 줄이려고 한 것은 이런 정책의 대표적인 예라고 할 수 있겠다(머니투데이, 2018. 8. 7). 아울러 소비자가 명확하게 이해할 수 있을 정도로 복잡한 상품설명서와 비교공시 제도를 정비할 필요가 있다.

나. 채널 차별화 및 유지관리서비스 체제 구축

상품의 복잡성 정도에 따라 계약 방식과 채널을 차별화하는 방안을 검토할 필요가 있다. 단순상품(단기, 일회성 설명)은 현재의 수준보다도 매우 간단한 판매프로세스를 통해 판매가 이루어지도록 할 필요가 있다. 이 경우 저비용으로 모바일을 비롯하여 다양한 온라인 방식의 채널이 활용되어 소비자의 편익이 제고될 수 있을 것이다. 반면 복잡한 상품(장기, 투자조언)은 컨설팅형(자문형) 채널을 활용하여 계약체결 과정뿐만 아니라 유지관리 기간을 통해 동태적 및 포괄적 투자조언 및 재무설계 서비스가 이루어지도록 하여야 할 것이다. 이로써 소비자의 보험상품에 대한 이해를 높일 수 있고 완전판매 및 자문서비스를 유도할 수 있을 것이다. 컨설팅형(자문형) 채널의 경우 영국의 RDR사례를 참조하여 수수료 체계를 판매수수료에서 자문수수료로 전환하는 방안의 검토도 이루어져야 할 것이다.

또한 보험회사의 유지관리 서비스 체계를 소비자 중심으로 구축할 필요가 있다. 특별히 우리나라 보험시장의 특성상 설계사의 정착률이 낮고, 설계사의 빈번한 이직과 급속한 고령화가 원인이 되어 고아계약[23]을 양산하는 현상이 나타나고 있다. 고아계약으로 인해 관리해주던 설계사들이 없어지면 고객은 자신이 제대로 관리를 받지 못한다는 불안 의식을 갖게 될 뿐 아니라, 해당 보험의 보험료 연체 사실 등의 정보를 제대로 전달받지 못해 보험이 실효되는 경우가 발생하기도 한다.

고아계약에 대해서 보험회사는 소비자 경영 차원에서 기준 설정, 과학적이고 체계적인 관리자 배정 및 양질의 유지관리 서비스 제공 등이 이루어질 필요가 있다. 고아계약 관리

23) 고아계약(Orphaned Policy 또는 Orphan Policyholder)이란 보험계약을 모집한 설계사의 이직이나 퇴직 등으로 계약자 관리가 되지 않는 계약을 말하며 해당 고객을 고아고객이라 한다.

를 위한 서비스 제공이 추가판매(upselling) 등 단기적 실적 제고를 위한 마케팅의 수단으로 활용되지 않도록 하는 것이 필요하다. 또한 보험회사뿐만 아니라 GA와 같은 판매조직까지도 고객관리를 총괄하는 조직(예: 고객케어센터 등)에서 고아계약 관련 전담조직을 운영하는 것이 필요하다. 아울러 설계사의 수수료 중 판매수수료와 유지관리수수료를 구분하여 유지관리에 따른 인센티브를 명확히 운영할 필요가 있다(안철경·정인영, 2018).

3. 감독정책

가. 판매자 전문성

설계사의 전문성은 설계사 진입을 까다롭게 하는 방법과 진입 이후 전문성 강화를 위한 다양한 교육프로그램을 운영하는 방법을 고려할 수 있을 것이다.

우선 진입 시 자격시험의 변별력을 강화하고 전문성 확보를 위해 시험과목 세분화 등이 필요하다. 그런데 자격제도를 보다 엄격하게 운영하여 사실상 보험설계사 진입장벽으로 작용하게 되면 설계사의 고령화에 대응해야 하는 현실, 경력자 중심인 GA와 신입채용 중심인 보험사 전속채널 간 형평성 저해 문제가 나타날 수 있어 균형 있는 검토가 필요하다.

반면 진입 이후에는 보수교육의 실효성 제고 및 회사 내 다양한 교육, 판매사례 등을 통해 설계사의 전문성을 확보할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 특히 현재 설계사에 대한 법정 보수교육의 내실화는 매우 필요하다. 현재의 교육내용은 매우 충실하게 구성되어 있지만 실효성 측면에서 교육방법(사이버/집합교육)에 문제가 있어 보인다. 또한 현재 변액보험판매자격의 경우, 갱신제도가 없어 한번 취득하면 판매자격이 영구적으로 부여되고 있다. 변액보험의 불완전판매 및 민원 건수가 많음을 고려하여 동 자격시험에 대해 갱신제도를 도입하는 방안도 검토가 필요하다. 또한 보험회사에 비해 많은 불완전판매비율을 보이고 있는 GA의 경우, 법정 보수교육 및 변액보험 보수교육 이수 여부에 대한 관리가 상대적으로 소홀한 실정이다. 판매조직의 전문성 제고 및 판매역량의 내실화 도모를 위해서는 GA 소속 설계사에 대한 보수교육 실시 및 이수 여부 확인, GA의 이행실태 관리기준 마련 및 점검 등에 대한 방안을 검토할 필요가 있다.

나. 수수료제도 개선

수수료에 대한 정책은 회사별 마케팅 전략의 차원을 고려하면 규제에 대한 부정적인 측면이 있는 것도 사실이다. 그러나 수수료가 보험료를 구성하는 요인이고 소비자보호 측면에서도 중요한 역할을 한다는 점에서 뉴욕주 보험법에서는 규제의 대상으로 삼기도 한다.

수수료 제도의 문제는 크게 두 가지로 대별된다. 하나는 수수료의 수준에 관한 것이고 다른 하나는 지급방식에 관한 것이다.

수수료 수준의 적정성은 검증하기가 곤란하지만 적어도 과거 고금리 시대와 비교하면 현재의 저금리하에서 수수료 수준은 비교적 높은 편이라고 볼 수 있다. 수수료는 사업비의 일부로 보험가격을 구성한다는 면에서 보험상품의 경쟁력과 연계되며 특히 판매자에게는 중요한 인센티브로 작용한다는 점을 고려하여 검토되어야 할 것이다. 수수료 수준은 최근 비정상적 GA 수수료를 감안할 때 호주에서와 같이 판매보수에 대한 직접규제에 의해 다루어져야 할 것이다. 판매실적 연동 비례급, 시책, 비급적적 급부를 금지하는 직접규제가 시행되어야 할 것이다.

또한 수수료 지급방식에 대한 논쟁은 모집질서 및 소비자보호와 관련하여 보험산업의 오랜 과제이다. 수수료를 계약 체결과 동시에 대부분은 앞부분에서 지급하는 방식(선지급 방식)은 수익의 대부분을 신계약에 의존하므로 기존 계약의 유지보다는 신계약 체결을 더 중시하는 인센티브를 형성하여 초기 해약률이 높아질 우려가 존재한다. 반면 장기분급 또는 기간별 균형지급 방식은 안정적인 생활이 가능하여 주로 장기근속자에게 유리하게 작용한다. 지나치게 높은 선지급 방식은 설계사의 관리 부실화와 불법적 승환계약 등 보험유통시장을 혼탁하게 하고 소비자보호에도 부정적인 영향을 미쳤다.

현재 장기상품의 판매수수료는 대부분 3년 분급으로 운영되고 있는데[24] 분급 기간을 확대하는 방안을 검토할 필요가 있다.[25] 대부분의 설계사들은 수수료 규모가 유사하다면 당연히 선지급을 선호할 것이므로(안철경, 황진태, 서성민, 2011)[26] 분급에 따른 혜택을

24) 회사에 따라 다소 차이가 있지만 평균하면 총 판매수수료 중 1차년 70%(익월 50%, 2~12월 20%), 2차년 20%, 3차년 10%이다.

25) 보험사의 마케팅 전략상 계약초기 단기 지급제도는 해약 시 환수제도와의 연계성이 높을 경우 소비자보호 문제가 심각하지 않을 수도 있다.

26) 수수료 체계(선급/분급/중간형태)에 대한 선호도 조사 결과 생보전속은 42.0%, 15.8%,

고려하여 다양한 지급옵션 등을 만들어 판매자가 선택할 수 있도록 유도하는 방안을 생각할 수 있다.

수수료 지급체계는 전체적인 사업비 부과방식과도 연관되어 있으므로 보험회사의 부담수준 및 적용 가능성 등을 감안하여 종합적인 관점에서 제도 변경을 유도해야 할 것이다.

다. 상호협정 개선

GA의 불법 승환[27]에 대해 제재를 취할 수 있는 법적 근거를 명확히 할 필요가 있다. 특히 보험협회와 보험회사간 체결된 "공정경쟁질서 유지에 관한 협정"에서는 GA 또는 소속 설계사의 불법 승환계약이 제재 대상에서 제외된다. 상호협정의 규율대상이 협정에 참여한 보험회사를 규율하는 것으로 보험대리점과 설계사를 구속하지 않기 때문이다.[28]

만약 GA 또는 소속 설계사의 불법 승환계약이 발생되는 경우, 보험회사가 제재를 받고 대리점에 구상권을 청구해야 하나, 공정위는 승환계약에 대해 보험사가 해당 대리점이나 설계사에게 구상권을 청구하는 행위를 불공정한 것으로 판단하고 있어[29] 이에 대한 보험업계 실무상 처리가 다소 일관되지 않고 있다. 예를 들면 생보협회는 보험사가 GA 또는 전속설계사를 포함하여 협정 위반자에게 구상권을 청구하는 것을 공정위의 공문을 근거로 하지 않고 있다. 반면 손보협회는 별도의 법률자문을 근거로 위규 행위 대리점 또는 설계사에 대하여는 수수료 차감지급 등의 방법으로 손실을 보전하고 있다.

이에 대해 대형 GA대리점간 상호협정을 맺어 불공정행위에 대한 제재를 하는 방법도 생각할 수 있으나 현실적으로 GA대리점의 리크루팅 정책에 반하는 행위로 수용 가능성이 낮다. 최근까지도 설계사가 보험사에서 GA대리점으로 이동하는 사례가 많아 불법 승환 등이 소비자보호에 중요한 이슈로 대두되고 있어 2007년부터 공정경쟁질서위원회 회의에서 협정 제재에 대한 변경을 추진하였으나, 여전히 해결되지 않고 있는 실정이다. 결론적으로 보험사간 설계사의 이동 시 불법 승환계약이 이루어질 경우 제재할 수 있으나 원수사에서

40.3%, GA는 39.5%, 15.8%, 43.4%로 나타났다.
27) 보험업법 제97조 1항 제5호.
28) 공정거래위원회 보도자료(2013. 4. 15).
29) 공정거래위원회 공문(약관심사과-1384, 2013).

GA로 이동하거나 그 반대의 경우는 공정경쟁질서유지에 관한 협정으로 제재할 수 있는지에 대해서는 논란의 대상이 된다.

따라서 보험회사와 생손보 협회간 상호협정에서 승환계약 기준이 상이하게 운영되고 있는 부분, 대리점에 대한 불법행위 등에 대한 신고 및 제재절차를 보완하는 것이 필요할 것이다.

라. GA 내부통제제도 강화

GA 등 판매조직의 내부통제 기능을 강화할 필요가 있다. 현재 대형 GA의 경우 대리점협회에서 제정한 표준안에 기반하여 준법감시인과 내부통제 장치를 설치하는 자율규제 형태를 취하고 있다. 내부통제 표준안은 작성 당시 감독당국 회람 및 동의를 얻어 배포한 것으로 민원예방 및 처리를 위한 전담조직 마련, 개인정보 유출방지를 위한 대책 및 보안인프라 구축, 보험설계사 위촉을 위한 심사기준 마련, 불완전판매 등 부실모집행위에 대한 제재기준 마련, 보수교육 미이수자에 대한 제재조치 마련 등의 사항을 수록하고 있다. 최근 들어 보험대리점은 규모, 실적 등 외형적 성장이 지속되어 대형화되는 등 보험업계의 중요한 판매채널로 성장하였다.[30] 그러나 이에 상응하여 GA는 규모에 걸맞은 법규상 체계가 마련되어 있지 않으며, GA 자체적으로 내부통제 기능이 보험회사에 비해 미흡하다고 평가된다. 이에 대형 GA에 대해서는 보험회사 수준으로 내부통제를 강화하고 기타 GA에 공통으로 적용하는 내부통제 기준을 마련하는 방식으로 이원화하여 추진할 필요가 있다. 우선 내부통제기준(업무지침) 마련 적용대상을 100인 미만 보험대리점까지 확대하는 방안뿐만 아니라, 보험시장에서 실질적 영향력을 행사하는 100인 이상 GA에 대한 내부통제기준 강화 방안을 병행할 필요가 있다.

우선 소속 설계사 100명 이상 GA 준수사항으로는 민원예방 및 처리를 위한 전담조직 마련, 개인정보 유출방지를 위한 대책 및 보안인프라 구축 등을 고려할 수 있다. 그리고 모든 GA 공통 준수사항으로는 보험설계사 위촉을 위한 위촉심사 기준 마련·운영, 소속 설계사의 부실모집행위에 대한 양정기준 마련·운영, 보수교육 미이수자에 대한 제재조치 마련 등이다.

30) 소속설계사 500명 이상인 GA는 '13년 말 35개에서 '17년 말 56개로 증가하였으며, GA 소속 설계사가 보험회사 전속설계사보다 많다(GA 설계사 218천명, 전속설계사189천명).

또한 홈쇼핑 등 비대면을 포함하여 대리점들 간의 완전판매 및 소비자보호 경영 경쟁을 촉진하기 위해 내부통제를 포함하여 보험사와 유사한 형태로 소비자보호 실태평가를 하는 방안을 검토할 필요가 있다.

소비자보호를 위한 본 연구의 제언은 〈표 6〉과 같이 요약할 수 있다.

〈Table 6〉 Summary of Proposal and Measures for Consumer

Classification		Proposal	Measures
Consumer		Mandatory financial literacy education	·Changing the chairman of Financial Literacy Education Commission from vice chairman to chairman of Financial Services Commission ·Involving the National Assembly in the mandatory process
Supplier	Product	Simplification of insurance products	·Inducing insurance companies to simply products by an entire investigation
	Distribution	Channel differentiation and enforcing maintenance service	·Differentiating channels by products, and enforcing maintenance service system for policies not maintained by financial planner, so-called orphaned policies ·Strengthening trail commission for maintenance service
Supervision	Qualification of financial planner	Maintenance education for financial planner and licence renewal	·Reforming channel maintenance education and introducing licence renewal, especially for GA,
	Commission	Ban on conflicted remuneration and enlargement of trail commission	·Banning conflicted remuneration such as volume rebates, bonuses and soft-dollar benefits and enlarging trail commission
	Churning	Strengthening churning sanctions and establishment of churning standard	·Tightening sanctions against twisting or churning ·Standardizing churning sanctions between tied agent and GA
	Internal control	Strengthening the internal control of GA	·Introducing internal control of GA such as reducing and mediating complaints, protecting personal information, and setting standards for financial planner appointed

참고문헌

김동환, “불공정금융거래에 대한 규제체제 정비방향”, **주간금융브리프**, 15-14호, 2006.

(Translated in English) D.H. Kim, “Regulatory Framework Direction for Unfair Financial Transactions”, *Weekly Financial Brief*, Vol. 15 No. 14, 2006.

김원각, “영국에 있어서 PPI(지급보증보험)상품의 대규모 불완전판매 사태와 그 시사점”, **경영법률**, 제26권 1호, 2015, pp. 270-271.

(Translated in English) W. G. Kim, “Some Lessons from the UK Major Scandal on the Misselling of PPI”, *Journal of Business Law,* Vol. 26 No. 1, 2015, pp. 270-271.

김재현, 김헌수, 최덕상, “생명보험 독립대리점(GA)에 대한 탐색적 연구: 경영전략을 중심으로”, **보험학회지**, 제87집, 2010, pp. 35-62.

(Translated in English) J. H. Kim, H. S. Kim, D. S. Choi, “An Exploratory Study of Life Insurance Independent Agencies: With Emphasis on Business Strategies”, *Korean Insurance Journal*, Vol. 87, 2010, pp. 35-62.

김창호, “철새 보험설계사의 문제점과 향후 과제”, 이슈와 논점, 국회입법조사처, 2017.

(Translated in English) C. H. Kim, “Problems and Future Tasks of a Transient Insurance Planner”, Issue & Point, National Assembly Research Service, 2017.

안철경, 정세창, “보험설계사 이직 요인과 정착률 제고 방안”, **보험금융연구**, 제28권 제4호, 2017, pp. 3-33.

(Translated in English) C, K, Ahn, S, C, Jung, “An Exploratory Study of Life Insurance Independent Agencies: With Emphasis on Business Strategies”, Journal of Insurance and Finance, Vol. 28 No. 3, 2017, pp. 3-33.

안철경, 정인영, “보험상품 불완전판매 평가와 제언”, **KIRI 리포트**, 439호(2018. 2. 26), 보험연구원, 2018, pp. 1-15.

(Translated in English) C, K, Ahn, I, Y, Jung, “Evaluation and Proposal for Misselling of Insurance Product”, *KIRI Report,* Vol. 439(2018. 2. 26), KIRI, 2018, pp. 3-33.

_____, “생명보험설계사의 고연령화와 보험회사의 과제”, **KIRI 리포트**, 442호(2018. 4. 9), 보험연구원, 2018, pp. 1-8.

(Translated in English) C, K, Ahn, I, Y, Jung, “The Aging of Life Insurance Planners and the Challenges of Insurance Companies”, *KIRI Report,* Vol. 442(2018. 4. 9), KIRI, 2018, pp. 1-8.

_____, “소비자보호를 위한 유지관리서비스의 중요성”, **KIRI 리포트**, 445호(2018.5.21.), 보험연구원, 2018, pp. 1-8.

(Translated in English) C, K, Ahn, I, Y, Jung, “The Importance of Maintenance Services for Consumer Protection”, *KIRI Report,* Vol. 445(2018. 5. 21), KIRI, 2018, pp. 1-8.

안철경, 황진태, 서성민, “생명보험설계사 활동실태 및 만족도 분석”, 보험연구원, 2011.

(Translated in English) C, K, Ahn, J, T, Hwang, S. M. Seo, “A Study on Life Insurance Solicitors’ Business Activities and Job Satisfaction”, KIRI, 2011.

이순재, 정중영, “보험산업 신뢰로 제고 방안에 관한 연구”, **보험개발연구**, 제18권 제3호, 2007, pp. 3-35.

(Translated in English) S. J. Lee, J. Y. Jeong, “A Study on Measures to Enhance the Reliability of Insurance Industry”, *Journal of Insurance Development,* Vol. 88 No. 3, 2007, pp. 3-35.

전승근, “보험상품의 불완전판매와 관련한 규제 및 사례연구”, **연세글로벌비즈니스법학연구**, 제3권 2호, 2011, pp. 113-174.

(Translated in English) S. K. Chun, “A Regulations and Case Studies

Dealing with Misselling of Insurance Products", *Yonsei Global Business Law Review*, Vol. 3 No. 2, 2007, pp. 113-174.

정세창, "금융보험교육의 현황, 문제점 및 개선방안", **월간손해보험**, 561호, 2015, pp. 34-49.

(Translated in English) S, C, Jung, "Current Status, Problems and Improvement Plan of Financial Insurance Education", *General Insurance Magazine*, Vol. 561, 2015, pp. 34-49.

_____, "보험시장의 건전한 발전을 위한 판매채널제도 개선방안", **월간손해보험**, 573호, 2016, pp. 108-117.

(Translated in English) S, C, Jung, "The Measures for a Sound Development of Distribution in the Insurance Market", *General Insurance Magazine,* Vol. 573, 2016, pp. 108-117.

정중영, "국내 보험산업 신뢰도 수준과 제공 방안", **조사연구 Review**, 34호, 금융감독원, 2011, pp. 27-61.

(Translated in English) J. Y. Jeong, "Improving the Reliability Level of Domestic Insurance Industry", *Research Review*, Vol. 34, FSS, 2011, pp. 27-61.

차일권, 이상우, "보험상품 불완전판매 개선방안", 2007-2, 보험개발원 보험연구소, 2007.

(Translated in English) I. K. Cha, S. W. Lee, "Improvement of Misselling of Insurance product", 2007-2, KIDI Research Center, 2007.

황진자, "불완전판매로 인한 보험계약 취소요건 비교연구", 한국소비자보호원, 2008.

(Translated in English) J. J. Hwang, "Study on Cancellation Requirement of Insurance Sales due to Incomplete Contract", Korea Consumer Agency, 2008.

AIST, "FoFA Post-Implementation Review", AIST and ISA Joint Submission,

2017.

APPG, "Financial Education & the Curriculum", All·Party Parliamentary Group on Financial Education for Young People, 2011.

ASIC, "Future of Financial Advice: Best Interest Duty and Related Obligations, Regulation Impact Statement", 2012.

ASIC Report 413, "Review of Retail Life Insurance Advice", 2014.

BIS, "Customer suitability in the retail sale of financial products and services", 2008.

CEE, "Survey of States: Economic and Personal Finance Education Our Nation's School", Council for Economic Education, 2014.

Eilis Ferran, "Regulatory lessons from the payment protection insurance misselling scandal in the UK," *European Business Organization Law Review*, Vol. 13, 2012.

Europe Economics, "Retail Distribution Review Post Implementation Review", 2014.

FSA, "Final Guidance – Risks to customers from financial incentives", 2013.

___, "A Cycle of Disadvantage?: Financial Exclusion in Childhood", 2000.

John Lowry, P. Rawlings, R. Merkin, Insurance Law: Doctrines and Principles, 3rd ed. Hart Publishing, 2011.

Lobo-Guerrero, "Uberrima Fides, Foucault and the Security of Uncertainty", *International Journal for the Semiotics of Law*, Vol. 26 No. 1, 2013, pp. 23-37.

Tiner, John, "UK's Financial Services Authority Advices Industry On Definition Of MisSelling", www.mondovision.com, 2003.

http://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2018080614522175100&outlink=1&ref=http%3A%2F%2Fsearch.daum.net (Money Today, 2018. 8. 7)

http://www.fss.or.kr Press Releases(2010. 5. 19, 2011. 7. 7, 2011. 9. 27,

2014. 4. 9, 2014. 8. 6, 2016. 8. 18, 2017. 1. 20)

http://www.ftc.go.kr Press Releases(2013. 4. 15)

http://www.ftc.go.kr Letters(2013)

Abstract

The purpose of this paper is to propose the measures reducing the misselling of insurance products for protecting consumers based on them which have been recently devised in the UK, the US, and Australia. In order to reduce the misselling in Korea, we have implemented various supervisory policies such as disclosing the misselling ratio, adopting the suitability rule, improving the sales process, and changing the commission payment structure. As a result, the misselling ratio is steadily declining, but consumer still feels the damage caused by the misselling. On the consumer side, mandatory financial and insurance education in the UK and the US mitigate information asymmetry and helps to reduce incomplete sales in the long run. In terms of product sales, the UK's Retail Distribution Review (RDR) reform and Australia's financial services reform were effective in reducing the misselling through structural reforms in the insurance market, including a reorganization of the pay system and upgrading channel expertise. The proposals are as follows: First of all, the financial literacy education should be mandatory at school, which is carried out by the National Assembly and the financial authorities as the UK. Second, as product and channel reform, it is necessary to simplify insurance products, differentiate channels by products, and enforce maintenance service system for policies not maintained by financial planner, so-called orphaned policies. Third, in terms of supervisory side, it is necessary to reform channel maintenance education, clarify the legal basis for improving the commission system and the sanctions against twisting or churning, and strengthen the internal control of GA.

※ Key words: misselling, consumer protection, insurance product, distribution channel, churning, GA

◇보험연구원(KIRI) 발간물 안내◇

1. 정기 간행물

○ 보험동향 / 연 4회

○ 보험금융연구 / 연 4회

2. 비정기 간행물

■연구보고서

2017-1 보험산업 미래 / 김석영·윤성훈·이선주 2017.2

2017-2 자동차보험 과실상계제도 개선방안 / 전용식·채원영 2017.2

2017-3 상호협정 관련 입법정책 연구 / 정호열 2017.2

2017-4 저소득층 노후소득 보장을 위한 공사연계연금 연구 / 정원석·강성호·마지혜 2017.3

2017-5 자영업자를 위한 사적소득보상체계 개선방안 / 류건식·강성호·김동겸 2017.3

2017-6 우리나라 사회안전망 개선을 위한 현안 과제 / 이태열·최장훈·김유미 2017.4

2017-7 일본의 보험회사 도산처리제도 및 사례 / 정봉은 2017.5

2017-8 보험회사 업무위탁 관련 제도 개선방안 / 이승준·정인영 2017.5

2017-9 부채시가평가제도와 생명보험회사의 자본관리 / 조영현·이혜은 2017.8

2017-10 효율적 의료비 지출을 통한 국민건강보험의 보장성 강화 방안 / 김대환 2017.8

2017-11 인슈어테크 혁명: 현황 점검 및 과제 고찰 / 박소정·박지윤 2017.8

2017-12 생산물 배상책임보험 역할 제고 방안 / 이기형·이규성 2017.9

2017-13 보험금청구권과 소멸시효 / 권영준 2017.9

2017-14 2017년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2017.10

2017-15 2018년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석실 2017.11

2017-16 퇴직연금 환경변화와 연금세제 개편 방향 / 강성호·류건식·김동겸 2017.12

2017-17 자동차보험 한방진료 현황과 개선방안 / 송윤아·이소양 2017.12

2017-18 베이비부머 세대의 노후소득 / 최장훈·이태열·김미화 2017.12

2017-19 연금세제 효과연구 / 정원석·이선주 2017.12

2017-20 주요국의 지진보험 운영 현황 및 시사점 / 최창희·한성원 2017.12

2017-21 사적연금의 장기연금수령 유도방안 / 김세중·김유미 2017.12

2017-22 누적전망이론을 이용한 생명보험과 연금의 유보가격 측정 연구 / 지홍민 2017.12
2018-1 보증연장 서비스 규제 방안 / 백영화·박정희 2018.1
2018-2 건강생활서비스 공·사 협력 방안 / 조용운·오승연·김동겸 2018.2
2018-3 퇴직연금 가입자교육 개선 방안 / 류건식·강성호·이상우 2018.2
2018-4 IFRS 9과 보험회사의 ALM 및 자산배분 / 조영현·이혜은 2018.2
2018-5 보험상품 변천과 개발 방향 / 김석영·김세영·이선주 2018.2
2018-6 계리적 관점에서 본 실손의료보험 개선 방안 / 조재린·정성희 2018.3
2018-7 국내 보험회사의 금융겸업 현황과 시사점 / 전용식·이혜은 2018.3
2018-8 장애인의 위험보장 강화 방안 / 오승연·김석영·이선주 2018.4
2018-9 주요국 공·사 건강보험 연계 체계 분석 / 정성희·이태열·김유미 2018.4
2018-10 정신질환 위험보장 강화 방안 / 이정택·임태준·김동겸 2018.4

※2017년부터 기존의 연구보고서, 정책보고서, 경영보고서, 조사보고서가 연구보고서로 통합되었습니다.

■연구보고서(구)

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, 이혜은 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, 이혜은 2010.4
2010-2 생명보험 상품별 해지율 추정 및 예측 모형 / 황진태, 이경희 2010.5
2010-3 보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토 / 진 익, 김동겸 2010.7

■조사보고서(구)

2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진억, 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 리스크평가모형 및 측정방법 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 운영체계와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4

2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4

2010-5 산재보험의 운영체계에 대한 연구 / 송윤아 2010.5

2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준, 이종욱 2010.5

2010-7 보험종류별 진류수가 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 운영체계 특징과 시사점 / 이상우, 오병국 2012.12

2012-3 솔벤시 II의 보고 및 공시 체계와 시사점 / 장동식, 김경환 2012.12

2013-1 2013년 보험소비자 설문조사 / 전용식, 황진태, 변혜원, 정원석, 박선영, 기승도, 이상우, 최원 2013. 8

2013-2 건강보험의 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 도입방안 / 박선영, 권오경 2014.3

2014-2 소득수준을 고려한 개인연금 세제 효율화방안 / 정원석, 강성호, 이상우 2014.4

2014-3 보험규제에 관한 주요국의 법제연구 / 한기정, 최준규 2014.4

2014-4 보험산업 환경변화와 판매채널 전략 연구 / 황진태, 박선영, 권오경 2014.5

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, 이해랑 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

2015-2 재무건전성 규제 강화와 생명보험회사의 자본관리 / 조영현, 조재린, 김혜란 2015.2

2015-3 국내 배상책임보험 시장 성장 저해 요인 분석 - 대인사고 손해배상액 산정 기준을 중심으로 - / 최창희, 정인영 2015.3

2015-4 보험산업 신뢰도 제고 방안 / 이태열, 황진태, 이선주 2015.3

2015-5 2015년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2015.8

2015-6 인구 및 가구구조 변화가 보험 수요에 미치는 영향 / 오승연, 김유미 2015.8

2016-1 경영환경 변화와 주요 해외 보험회사의 대응 전략 / 전용식, 조영현 2016.2

2016-2 시스템리스크를 고려한 복합금융그룹 감독방안 / 이승준, 민세진 2016.3

2016-3 저성장 시대 보험회사의 비용관리 / 김해식, 김세중, 김현경 2016.4

2016-4 자동차보험 해외사업 경영성과 분석과 시사점 / 전용식, 송윤아, 채원영 2016.4

2016-5 금융·보험세제연구: 집합투자기구, 보험 그리고 연금세제를 중심으로 / 정원석, 임 준, 김유미 2016.5

2016-6 가용자본 산출 방식에 따른국내 보험회사 지급여력 비교 / 조재린, 황인창, 이경아 2016.5

2016-7 해외 사례를 통해 본 중소형 보험회사의 생존전략 / 이태열, 김해식, 김현경 2016.5

2016-8 생명보험회사의 연금상품 다양화 방안: 종신소득 보장기능을 중심으로 / 김세중, 김혜란 2016.6

2016-9 2016년 보험소비자 설문조사 / 동향분석실 2016.8

2016-10 자율주행자동차 보험제도 연구 / 이기형, 김혜란 2016.9

■정책보고서(구)

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, 이혜은 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 2011.4

2011-2 일반공제사업 규제의 합리화 방안 / 오영수, 김경환, 박정희 2011.7

2011-3 퇴직연금 적립금의 연금전환 유도 방안 / 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 / 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, 이해랑 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

2015-2 2016년도 보험산업 전망과 과제 / 윤성훈, 김석영, 김진억, 최원, 채원영, 이아름, 이해랑 2015.11

2016-1 정년연장의 노후소득 개선 효과와 개인연금의 정책방향 / 강성호, 정봉은, 김유미 2016.2

2016-2 국민건강보험 보장률 인상 정책 평가: DSGE 접근법 / 임태준·이정택·김혜란 2016.11

2016-3 2017년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석실 2016.12

■경영보고서(구)

2009-1 기업휴지보험 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 보증리스크 관리연구 / 권용재, 장동식, 서성민 2010.4

2010-6 RBC 내부모형 도입방안 / 김해식, 장동식, 최영목, 김소연, 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, 김동겸 2011.2

2011-3 충성도를 고려한 자동차보험 마케팅 전략 연구 / 기승도, 황진태 2011.3

2011-4 보험회사의 상조서비스 기여방안 / 황진태, 기승도, 권오경 2011.5

2011-5 클레임에 대한 최적조사방안 / 송윤아, 정인영 2011.6

2011-6 민영의료보험의 보험리스크 관리방안 / 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 : ⓐ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 경제행태 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

2016-1 뉴 노멀 시대의 보험회사 경영전략 / 임준환, 정봉은, 황인창, 이혜은, 김혜란, 정승연 2016.4

2016-2 금융보증보험 잠재 시장 연구: 지방자치단체 자금조달 시장을 중심으로 / 최창희, 황인창, 이경아 2016.5

2016-3 퇴직연금시장 환경변화와 보험회사 대응방안 / 류건식, 강성호, 김동겸 2016.5

■조사자료집

2014-1 보험시장 자유화에 따른 보험산업 환경변화 / 최원, 김세중 2014.6

2014-2 주요국 내부자본적정성 평가 및 관리 제도 연구 - Own Risk and Solvency Assessment- / 장동식, 이정환 2014.8

2015-1 고령층 대상 보험시장 현황과 해외사례 / 강성호, 정원석, 김동겸 2015.1

2015-2 경증치매자 보호를 위한 보험사의 치매신탁 도입방안 / 정봉은, 이선주 2015.2

2015-3 소비자 금융이해력 강화 방안: 보험 및 연금 / 변혜원, 이해랑 2015.4

2015-4 글로벌 금융위기 이후 세계경제의 구조적 변화 / 박대근, 박춘원, 이항용 2015.5

2015-5 노후소득보장을 위한 주택연금 활성화 방안 / 전성주, 박선영, 김유미 2015.5

2015-6 고령화에 대응한 생애자산관리 서비스 활성화 방안 / 정원석, 김미화 2015.5

2015-7 일반손해보험 요율제도 개선방안 연구 / 김석영, 김혜란 2015.12
2018-1 변액연금 최저보증 및 사업비 부과 현황 조사 / 김세환 2018.2

■연차보고서

제1호 2008 연차보고서 / 보험연구원 2009.4
제2호 2009 연차보고서 / 보험연구원 2010.3
제3호 2010 연차보고서 / 보험연구원 2011.3
제4호 2011 연차보고서 / 보험연구원 2012.3
제5호 2012 연차보고서 / 보험연구원 2013.3
제6호 2013 연차보고서 / 보험연구원 2013.12
제7호 2014 연차보고서 / 보험연구원 2014.12
제8호 2015 연차보고서 / 보험연구원 2015.12
제9호 2016 연차보고서 / 보험연구원 2017.1
제10호 2017 연차보고서 / 보험연구원 2018.1

■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, 2014.8
제14호 Korean Insurance Industry 2015 / KIRI, 2015.8
제15호 Korean Insurance Industry 2016 / KIRI, 2016.8
제16호 Korean Insurance Industry 2017 / KIRI, 2017.8
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
제7호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2013 / KIRI, 2014.5
제8호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2014 / KIRI, 2014.8
제9호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2014 / KIRI, 2014.10
제10호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2014 / KIRI, 2015.2
제11호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2014 / KIRI, 2015.4
제12호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2015 / KIRI, 2015.8
제13호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2015 / KIRI, 2015.8

제14호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2015 / KIRI, 2015.11
제15호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2015 / KIRI, 2016.2
제16호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2015 / KIRI, 2016.6
제17호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2016 / KIRI, 2016.9
제18호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2016 / KIRI, 2016.12
제19호 Korean Insurance Industry Trend 3Q FY2016 / KIRI, 2017.2
제20호 Korean Insurance Industry Trend 4Q FY2016 / KIRI, 2017.5
제21호 Korean Insurance Industry Trend 1Q FY2017 / KIRI, 2017.9
제22호 Korean Insurance Industry Trend 2Q FY2017 / KIRI, 2017.11

■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

■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 / 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, 이혜은 2014.10
2015-1 연말정산 논란을 통해 본 소득세제 개선 방향 / 강성호, 류건식, 정원석 2015.3
2015-2 2015년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2015.6
2015-3 보험산업 경쟁력 제고 방안 및 이의 영향 / 김석영 2015.10
2016-1 금융규제 운영규정 제정 의미와 시사점 / 김석영 2016.1
2016-3 2016년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2016.7
2016-4 EU Solvency Ⅱ 경과조치의 의미와 시사점 / 황인창, 조재린 2016.7
2016-5 비급여 진료비 관련 최근 논의 동향과 시사점 / 정성희, 이태열 2016.9
2017-1 보험부채 시가평가와 보험산업의 과제 / 김해식 2017.2
2017-2 2017년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2017.7
2017-3 1인 1 퇴직연금시대의 보험회사 IRP 전략 / 류건식·이태열 2017.7
2018-1 2018년 수입보험료 수정 전망 / 동향분석실 2018.7
2018-2 북한 보험산업의 이해와 대응 / 안철경·정인영 2018.7

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

◇보험금융연구 수록 논문◇

□ **제1권 제1호 (1990. 12)**

- 보험개발원에 바란다 — 박동진, 조해균, 최병억, 손경식
- 한국보험산업과 보험개발원의 역할과 발전방향 — 신수식
- 환경변화에 대응한 보험상품 개발방향에 관한 연구 — 이경용
- 손해보험산업의 수익성과 요율산정 개선방향 — 박승전
- 90년대 경제환경변화와 보험전략 — 송기철
- 해외보험시장 최근동향과 한국보험사의 해외진출전략 — 김억현
- 보험회사의 자산, 부채경영에 관한 소고 — 이봉주
- 제조물책임법의 입법과 그 대응방안 — 황철홍
- 적하보험의 위험분류개선에 관한 연구 — 유형균
- 미국의 보험규제 제도 — 보험개발원

□ **제2권 제1호 (1991. 3)**

- 환경보험의 이용에 관한 소고
  -유해 산업폐기물에 의한 오염사고를 중심으로- — 이재현
- 금융개방과 보험산업 — 권영준
- 재보험활용과 미국손보시장의 담합구조에 관한연구 — 정병대
- 자동차보험 의료비 적정화 방안 — 정채웅
- 한미 생명보험사업자 세제에 관한 소고 — 김억현
- 손해보험회사의 지급준비금적립패턴과 요율자율화 — 이봉주
- 손해보험요율산정의 이론과 실무(I) — 김태곤
- 업무상 재해사고를 면책사유로 한 자동차보험약관의 효력 — 양승규
- 일본의 보험요율산출기관
- 보험요율제도와 자유화 고찰
- 유니버살 생명보험에 대한 NAIC 모델규정

□ **제2권 제2호 (1991. 6)**

- 환경위험의 보험화 방안 — 박은희
- 국제보험시장의 담보력이 요구되는 보험상품가격결정 — 이해관
- 동구권 보험시장의 현황과 전망 — 김기현
- 보험회사의 지불능력 특정에 관한 고찰 — 이명주
- 적정경쟁과 생명보험산업의 경영정책 — 지범하
- 손해보험 정보시스템 구축방안 연구 — 양희산

· 손해보험 요율산정의 이론과 실무(II) 김태곤
· 총수익방식 기업휴지보험의 연구 오해송
· 미국의 보험요율산출기관 ISO
· 미국의 장기개호보험

□ 제2권 제3호 (1991. 11)
· 손해보험 요율자유화와 대응방안 조해균
· 손해보험 요율자유화와 그 대응책 이해관
· 손해보험 요율체계의 현황과 자율화 방안 신기철
· 일본선박보험 현황과 그 자유화 방안 신기철
· 참고자료: 독금법 적용제외제도의 개선에 관하여
· 생명보험의 상품개발 방향 이준호
· 충돌상대선의 화물에 대한 책임부담위험과 보험관리 곽봉환
· 산업재해 보상체계에 관한 연구 김두철
· 분리계정과 금리자유화 이봉주, 최상태
· 등급요율체계 최용석
· 미국의 생산물배상책임보험 현황과 입법화동향 보험개발원 가계보험부

□ 제3권 제1호 (1992. 3)
· 금리자유화의 금융환경과 보험산업 대응방안 이경룡
· 금리자유화와 손해보험의 대응방안 최창룡
· 금리자유화와 생명보험산업 지범하
· 참고자료:금리자유화에 따른 생보상품 개발방향
· 북한보험제도의 체계와 그 개요 고평석
· 한미생명보험 정보공시제도에 관한 고찰 김억현
· 선진국 고용보험제도의 경험과 교훈 유길상
· 생명보험회사의 ALM 최정호
· 기업연금의 재정방식에 관한 고찰 오창수
· 자동차보험자의 면책사유에 대한 고찰 임충희
· 위험통제와 절세효과 정홍주
· 미국의 보험감독제도
· 일본 손해보험 모집제도의 현상과 과제

□ 제3권 제2호 (1992. 7)
· 생명보험회사의 경영평가제도에 관한 소고 추암대
· 생보사 재무구조 건전성 제고를 위한 제언 안상식
· 손보사의 재무상태 안전성확보와 조기경보시스템 운영 이상화
· 손해보험사의 재무건전성 향상방안 목진수

· 손해보험회계의 회계이론적 고찰과 개선방향 강원희
· 보험회사 재무건전성 확보방안 이근창
·손해보험 요율산출의 개선방안 박승전
·손해보험시장의 구조분석과 요율정책 방향 류근옥
·생보사 책임준비금 규제에 대하여 이광봉
· 자동차보험 특정물건 공동인수제도 개선방안 이일령
· 자동차보험 코스트 경감과 수리비 적정화 대책 최상태
· 자동차보험 손해율 구조변화 분석모형
· 자동차사고의 표준간이상해도에 관하여 보험개발원 자동차보험부

□ 제3권 제3호 (1992. 11)
· 우리나라 금융전산망의 현황과 과제 정복희
· 보험전산망의 구축과 전담사업자의 역할 정인근
· 보험전산망 종합계획 윤흥렬
· 생명보험 전산망의 발전방향 정명남
· 손해보험 전산망의 발전방향 김여성
· 재보험업무의 보험전산망 활용방안 이형신
· 급변하는 보험환경과 손보업계의 당면과제 박해춘
· 자동차책임보험에 관한 연구 김주동
· 생명보험 영업소의 주요성공인자(CSF) 분석 이국희

□ 제4권 제1호 (1993. 2)
· 생명보험 계약자배당의 정책과제 김성재
· 우리나라 생보사의 계약자배당제도의 현황과 발전방향 김원현
· 국내 계약자배당의 바람직한 개선방향 김재우
· 계약자배당의 과거, 현재, 그리고 미래에 대한 소고 김철수
· 계약자배당제도에 대한 제언 -신설사의 입장을 중심으로- 김관치
· 금리변동과 보험회사의 위험관리 류근옥
· 우리나라기업의 근로자 장애시의 보상실태와
민영보험의 역할제고방안 신기철
· 고도 정보화사회의 생명보험 정보시스템 구축방안 김제성
· 장기손해보험의 현황과 문제점 및 이에 대한 개선방안 엄호영
· 미국보험사의 지급불능과 이를 위한 통계적방법의 고찰 김용덕
· 이사의 법리적 책임과 보험제도에 관한 고찰 보험개발원 가계보험부

□ 제4권 제2호 (1993. 5)
· 유사보험제도의 현황과 민영보험과의 상호 발전방안 신수식
· 우리나라 유사보험의 운영현황과 감독체계의 발전방향 엄창회

· 유사보험의 업무영역 확대에 따른 생보업계 대응방안 문정용
· 체신보험의 운영현황과 민영생명보험과의 관계 발전방향 김용덕
· 육운공제조합 운영현황과 향후 정책과제 권오선
· 일본 공제사업의 현황과 감독문제 정봉은
· 금리인하가 생명보험상품에 미치는 영향 서병남
· 듀레이션 기법의 실천적 이용방안 이근창, 이봉주
· 손해보험수요에 관한 이론적 고찰 홍순구

□ 제4권 제3호 (1993. 10)
· 우리나라 환경문제와 환경정책 과제 정혁진
· 환경위험보험의 경제적 한계와 보험시장의 역할 경동운
· 주요국가의 환경오염배상책임제도에 관한 고찰과 그 도입방안 김영선
· 해양오염위험과 보험담보의 문제 곽봉환
· 환경보험시장의 활성화 방안 홍순구
· 우리나라 환경문제와 환경정책 과제 정혁진
· 환경위험보험의 경제적 한계와 보험시장의 역할 경동운
· 주요국가의 환경오염배상책임제도에 관한 고찰과 그 도입방안 김영선
· 해양오염위험과 보험담보의 문제 곽봉환
· 환경보험시장의 활성화 방안 홍순구
· 일본의 연금지급식 적립손해보험에 관한 소고 신기철
· 시장지배력과 손해보험회사의 체계적 위험 정병대
· 방화와 화재위험의 손해사정 기홍철

□ 제5권 제1호 (1994. 7)
· 보험산업 경영혁신과 벤치마킹 이경주
· 손해액 분포와 위험의사결정 오창수
· 자동차보험 소비자조사와 마케팅전략(I) 정홍주
· 생보자산의 포트폴리오 구성 및 유동성 확보방안 박영규
· 보험중개인제도의 도입방향과 과제 정봉은
· 화재보험 보험금 지급방식에 관한 고찰 이기형
· 신뢰도(Credibility)에 관한 이론적 고찰 최용석
· 자보 의료비 지급제도의 개선 추진 현황 및 향후 과제 권흥구
· 필요잉여금과 배당에 관한 고찰 나우승
· 최근의 생명보험 상품개발동향 보험개발원 생명보험상품부
· 외국의 제조물책임 동향과 우리나라의 실태 차일권

□ 제5권 제2호 (1994. 10)
· 손해보험 모집환경의 변화와 정책대응방향 양희산

· 주요국의 보험판매조직에 관한 비교연구 양희산
· 금융환경변화에 대응한 생명보험 경쟁전략 김재우
· 생명보험 판매경쟁력 제고를 위한 모집조직의 개선방안 우경연
· 가격자유화 등 환경변화에 따른 손해보험 마케팅 전략 박해춘
· 소비자권익보호와 시장질서 정상화를 위한
손해보험 모집제도의 개선방안 강원희
· 자동차보험 소비자조사와 마케팅전략(II) 정홍주
· 제조물책임에 관한 입법논적 연구 강창경
· 위험관리관점에서 연구한 환경오염위험의 관리방안과 정책적 제언 홍순구

□ 제5권 제3호 (1994. 12)
· 개인연금보험의 도입 및 운용과제 이명주
· 개인연금보험의 자산운용전략 김현호
· 생보 개인연금보험 마케팅전략의 재모색 방안 현휘남
· 손보 개인연금보험 마케팅전략 양희산
· 보험가격자유화와 소비자보호 김성재
· 금융소득종합과세가 생명보험산업에 미치는 영향 권영준
· 손해보험사의 대형화,전문화 전략에 관한 소고 이봉주
· 자동차보험 요율분류체계의 적정성에 대한 통계적 분석 이창수, 강중철
· 내실경영을 위한 생명보험 상품운용전략 박상래
· 개인연금보험의 상품판매현황 보험개발원

□ 제6권 제1호 (1995. 7)
· 가격자유화 추진에 따른 사후감독체계 구축방안 박은희
· 가격자유화 추진에 따른 보험산업 경쟁정책방향 김성재
· 가격자유화 추진에 따른 보험계리제도의 개선방향 성기홍
· 사차배당자유화가 생보업계에 미치는 영향 정성택
· 손보 가격자유화의 추진 현황 및 향후 진로 김규선
· 장기손해보험의 준비금 적립방안에 관한 고찰 정건영
· 선주손해배상책임과 Forwarder를 둘러싼 제문제 곽봉환
· 국공채 창구판매에 따른 보험산업 대응방안 이갑열

□ 제6권 제2호 (1995. 12)
· 금융산업 지배구조개선과 생명보험회사의 종합금융기관화 방안 오영수
· 향후 보험사의 대출이자율 결정에 관한 연구 조강필
· 경기변동이 손해보험에 미치는 영향 이기형
· 한국 생명보험산업의 규모 및 범위의 경제에 관한 연구 김재봉
· 보험자산운용에 관한 연구 전기석

□ **제7권 제1호 (1996. 5)**

- The Role of Insurance in Korean Economic Development — Harold D. Skipper
- 민간의료보험의 현황과 활성화 방안 — 정기택
- 보험 Broker제도의 Agency문제에 관한 이론적 분석 — 권영준
- 자율금리환경하에서의 생보상품운영 방안 — 박상래
- 가격자유화가 손해보험 수요에 미치는 영향과 보험사의 대책 — 박해춘
- 상품 및 가격자유화 대비방안에 관한 연구 — 조해균
- 제조물책임법 입법화에 따른 책임보험의 활성화 방안 — 김성태
- 사회환경변화에 따른 보험수요의 변화와 예측 — 박은희
- 한국경제발전에 있어서의 보험의 역할 — 해롤드 스키퍼

□ **제7권 제2호 (1996. 8)**

- 보험사기의 조기적발을 위한 전문가시스템의 개발 — 김광용
- 리스크관리 이론의 발전과 현황 -역사적인 관점을 중심으로- — 이순재
- 금리리스크가 기업가치에 미치는 영향 — 이근창
- 금리리스크의 평가 및 대응방안 — 이명주
- 파생금융상품의 도입과 보험사의 자산운용 — 이근영, 박한구
- 금융겸업화의 국가 및 유형별 사례분석과 시사점 — 오영수

□ **제7권 제3호 (1996. 11)**

- 저성장기의 상품개발 및 운용방향 — 주동안
- 저성장기의 보험마케팅 전략 — 김병헌
- 저성장시대의 자산운용방향 — 문무택
- 공정거래법 개정에 따른 보험권의 대응방안 — 유승규
- 보험자금의 중소기업 대출에 관한 연구 — 김종국, 양희산
- 비과세 가계저축제도 시행에 따른 보험회사의 대응방안 — 김명환
- 손보사의 위험관리 이론과 기법 — 김용재
- 자동차보험 대인배상 II 의 면책규정에 관한 소고 — 김광국

□ **제8권 제1호 (1997. 6)**

- 업무영역 조정과 신규진입제도 개선의 영향 — 오영수
- 업무영역 조정에 따른 보험회사의 경영전략 — 지대섭
- 업무영역 확대에 따른 보험회사의 건전성 제고방안 — 류근옥
- 근로환경변화와 기업연금보험 — 신수식
- 경기변동에 따른 보증보험산업의 수지개선 전략 — 안병언
- 우리나라의 장기금리 전망 — 최공필
- 독립 대리점제 도입의 보험시장에의 영향 — 석승훈

□ **제8권 제2호 (1997. 8)**

- 보험회사의 M&A의 전망과 과제 — 김성우
- 보험회사 M&A의 법률적 고찰 — 양승규
- 주요국 보험,금융회사의 M&A 추세와 시사점 — 김호경
- 손해보험 중개인제도의 효율적 활용방안 연구 — 이해관
- 보험정보공시제도 운영현황 및 발전방향 — 이재식
- 신뢰도 기법을 이용한 자료의 충분성 평가와 보험요율의 조정 — 이창수
- 고령자 개호시장 규모 추계 — 조영훈, 박재영

□ **제8권 제3호 (1997. 12)**

- 퇴직연금의 시장전망 — 김성우
- 퇴직연금의 자산운용 방향 — 성기홍
- 퇴직연금보험의 상품개발전략 — 이명주
- 생명보험 Moral RIsk 관리방안 — 조해균
- 다자간투자협정이 보험업계에 미치는 영향 — 구본성
- 교통법규위반에 따른 자동차보험료 차등화 방안 — 이득주
- Data Mining을 활용한 변환기 시점의 생보사 마케팅 전략 — 손관설

□ **제9권 제1호 (1998. 2)**

- 금융정보기술의 발전과 보험회사의 Restructuring — 김수영
- 전자상거래 확산에 따른 보험마케팅 전략 — 고창은
- 금융기술의 발전과 리스크관리기법 — 지홍민
- 보험마케팅채널의 적합성 및 효율성에 관한 연구 — 양희산
- 기관투자가로서 보험회사의 역할 활성화방안 — 나동민
- 산업재해보상보험의 민영화 논의에 대한 연구 — 장동한, 정중영
- 보험회사 보험중개인제도 활성화방안 — 정성택
- 남북한 교역증대에 따른 적하보험의 담보(Coverage)연구 — 안철경

□ **제9권 제2호 (1998. 5)**

- IMF체제하에서의 보험정책 및 감독 — 류근옥
- IMF체제하에서의 생명보험회사 대응전략 — 신이영
- IMF체제하에서의 손해보험회사 대응전략 — 조수웅
- 손해보험회사의 리스크관리 서비스 활성화에 관한 연구 — 이상림
- 자동차보험 자유요율제 시행에 따른 보험회사의 경영전략 — 함상호
- 민영보험회사의 장기간병보험 영위방안 — 류성경, 조영훈
- 체제전환국가의 사회보험변화와 남북한 사회보험 통합에 대한 시사점 — 신동호

□ **제9권 제3호 (1998. 10)**

- 미,영의 보험감독 기본방향 및 감독체계의 변화와 시사점 — 한기정
- 독일의 보험감독 기본방향 및 감독체계의 변화와 시사점 — 최병규
- 우리나라 보험감독법 체계의 현황과 문제점 및 개선방향 — 조해균
- 기업환경변화에 따른 생명보험회계제도 개산방안 — 김호중
- 데이터 마이닝을 이용한 자동차사고 다발자 성향분석 — 최대우, 박일용, 박헌진
- 생명보험회사의 성격변화와 위험관리방향 — 류건식
- 자동차대인배상책임보험제도의 일원화에 관한 소고 — 김광국

□ **제10권 제1호 (1999. 1)**

- 구조조정 이후 보험사의 경영전략 — 권영준
- 구조조정 이후 보험제도의 선진화 방향 — 김성재
- 구조조정 이후 보험계약자 보호 강화방안 — 이봉주
- 보험사의 스톡옵션 효율성에 관한 연구 — 박상범
- 생명보험회사의 현금흐름 개선방안 — 권영한
- 재보험에 있어서 원보험수익자의 직접청구권 — 장덕조
- 통일한국의 사회보장체계 통합모델에 관한 연구 — 김제성

□ **제10권 제2호 (1999. 7)**

- 신회계제도의 의의 및 향후과제 — 김호중
- 신회계제도의 도입에 따른 재무전략 — 윤형모
- 신회계제도의 도입에 따른 마케팅 전략 — 양희산
- 생명보험회사 가치평가에 관한 이론적 고찰 — 박상래
- 보험감독목표에 부합된 보험회사 경영평가제도 확립방안에 관한 연구 — 조해균
- 우리나라공제제도의 문제점 및 감독체계 개선방안 — 정봉은
- 홍수재해지도의 작성 및 활용방안 — 김양수

□ **제10권 제3호 (1999. 12)**

- 국내보험시장 개방의 평가와 보험산업의 경쟁력 -제고방안:가격경쟁력을 중심으로- — 조강필
- 신금융기법과 보험회사의 리스크관리 — 오평석
- 금융기관의 신용위험관리방안 : 국내 보험사로의 적용 — 이승우, 반준화
- 장기간병보험의 활성화를 통한 노인복지의 개선 — 박상범
- 미래소득흐름 예측을 위한 적정 시계열분석모형 — 김주동, 마승렬
- 자동차배상책임보험의 무과실화를 중심으로 — 정병대
- 정보기술의 발달과 보험 비즈니스 모델의 변화 — 박주석

□ 제11권 제1호 (2000. 3)

· 영국 생명보험산업의 방카슈랑스의 규모의 경제와 비용보완성에 관한 연구 — 정세창
· 모럴해저드의 경제학적 이해 및 효과적 대응수단 연구 -법제적 측면의 인프라 구축방안을 중심으로- — 안철경
· 투자리스크 보험자로서 금융매체의 역할 : 예금기관을 중심으로 — 오기석
· 선택적 복리후생제도의 도입에 따른 생명보험기업의 역할에 관한 실태조사 — 정영동
· 공,사연금의 균형적 발전 필요성 및 노후소득보장체계 구축방향 — 윤석명

□ 제11권 제2호 (2000. 10)

· 기업 퇴직금의 미적립 부채규모 추정과 연금보험 전환에 관한 연구 — 최병호, 조준행
· 임원배상책임보험의 면책사유에 대한 비교연구 — 김원기, 박수영
· 상호위험분담계약을 통한 보험산업의 지급보증에 관한 분석 — 오평석
· 해상적하보험에서의 담보범위 및 부보금액에 관한 연구 — 박석재
· 국제 금리 동조화 현상의 시계열적 분석 : 한국,미국,일본을 중심으로 — 정석영

□ 제11권 제3호 (2000. 12)

· 임원배상책임보험 활성화의 법적과제 — 김선정
· 다수보험계약과 고지(통지)의무위반에 대한 기존 해석의 비판 -상해보험약관의 해석을 중심으로- — 박세민
· 자동차보험 No-fault 제도의 효율성 연구 -확률지배이론적 접근- — 마승렬
· 몬테칼로기법을 이용한 손해액 추정 — 강중철
· 체신보험에 대한 규모의 경제성 분석 및 제도개선에 관한 소고 — 정재욱
· A Comparative Study on Productivity and Efficiency -Japanese and the US Non-Life Insurance Industries- — 김재현

□ 제12권 제1호 (2001. 3)

· 생명보험회사의 부채평가모형에 관한 연구 — 이상림
· 인공신경망모형과 전통적 모형의 국내 주식시장 변동성 예측력에 대한 비교연구 — 김헌수, 김광용
· 경험적 베이즈 신뢰도 모델의 가중치 부여 방법에 대한 실증적 고찰 — 이강섭, 이희춘
· An Application of the RBC Requirements to P/L Insurer Insolvencies Worldwide — 정중영
· The Long-Run Fisher Effects in Korea — 정석영, 이종걸

□ 제12권 제2호 (2001. 9)
· 국내손보산업의 언더라이팅주기 분석 및 시사점 김동훈,이기형
· 순할인율 모형에 적용할 기초소득 수준의 결정 마승렬
· 손해방지의무의 위반과 해상보험자의 보상 윤일현
· 소비자 니드 변화와 보험회사의 상품 및 판매전략에 관한 연구 -표적고객 선정을 중심으로- 정세창
· 데이터마이닝 기법의 성과평가 및 새로운 위험분류측정에 관한 실증적 연구 김광용
· 범 국가적 차원의 보험사기 대처방안에 관한 연구 조해균, 양왕승

□ 제12권 제3호 (2001. 12)
· 보험계약상 고지의무와 인과관계 전우현
· 비상위험준비금의 정보가치에 대한 실증적 연구 심규영, 이봉주
· 기업의 보험수요와 손보사의 기업보험전략에 관하여 정병대
· 보험사를 위한 Web-based Marketing 이훈영,임민형
· 로버스트 신뢰도모형 강중철

□ 제13권 제1호 (2002. 3)
· 상해보험에서 '상해로 인한 사망' 의경우 이경재
· 변액보험계약체결시 부당설명한 보험자의 법적 책임 -일본의 경험을 중심으로- 김선정
· 자동차보험 가격자유화에 따른 판매채널 및 상품 경쟁력 강화 방안 정중영
· 보험기업의 FP의 활성화 방안에 관한 탐색적 연구 권금택
· 국내 보험업의 e-Business 발전 단계에 관한 연구 박주석,이수연

□ 제13권 제2호 (2002. 9)
· 손해보험산업의 적정수익률 결정방법에 관한 연구 김동훈, 이기형
· 보험종목별 소비자의 컨조인트 선호 분석과 표적고객 정세창
· 보험회사의 수평적 리스크관리 평가체제 분석 정석영, 류건식
· 국제기업 연금회계기준의 연금계리적 평가 성주호
· 손해배상액의 정기금 지급방법에 관한 연구 마승렬

□ 제13권 제3호 (2002. 12)
· 생명보험산업의 이윤변화분해 지홍민
· 업소장의 리더십유효성에 관한 실증연구 오기석, 우승찬
· 보험중개인의 엄격한 책임과 그 완화에 관한 연구 전우현
· 국민건강보험과 민간의료보험의 균형적 발전방향 김원식
· 인공신경망모형을 이용한 KOSPI 200 선물의 가격결정에 관한 연구

김헌수, 김광용, 정대용

□ 제14권 제1호 (2003. 4)

· 생명보험사의 예정이율 및 가격변동리스크평가 — 류건식, 천일영
· 해상보험계약상 보험료 미지급과 보험자의 보상책임 — 이재복
· 국내 손해보험사의 경영평가와 시사점 — 정중영
· 보험회사에 대한 방카슈랑스 도입 효과 및 시사점 분석 — 정세창, 이정환

□ 제14권 제2호 (2003. 9)

· 변액보험제도의 법적 문제에 관한 연구 — 맹수석
· 「자동차손해배상보장법」상의 '운행' 및 '운행기인성' 개념에 대한 소고 — 박세민
· 자동차보험약관에 관한 한·중 비교 — 남원식
· 비통계적 링크분석을 활용한 보험사기의 효과적 적발방법 연구 — 김헌수
· 공적연금재원조달에 관한 거시경제학적 접근법과 계리학적 접근법의 비교 연구 — 성주호, 최기홍

□ 제14권 제3호 (2003. 12)

· 정보가 비대칭하는 보험시장에서의 오프라인과 온라인 보험의 경쟁에 관한 경제학적 분석 — 이윤호
· 신채널 규모 예측과 소비자 만족도 및 채널선호 원인 분석을 통한 보험판매채널 전략 — 정세창, 안철경
· 국내 손해보험회사 발전 방안 — 정중영, 김형도
· 퇴직연금 기금운용의 규제 및 감독방안 — 류건식, 이태열
· 국민연금 재정계산과 재정안정화 방안 연구 — 김용하

□ 제15권 제1호 (2004. 3)

· 생명보험회사의 복합성과변수와 특성에 관한 연구 — 정세창
· 손해보험산업의 준범위의 경제 측정 — 지홍민
· 연기금 지급능력 안정성을 위한 장기 상각 전략 방안 — 성주호
· 감성지능과 보험설계사의 영업성과에 관한 소고 — 오기석, 우승찬
· 산업재해보상보험제도의 현안과제 — 신수식

□ 제15권 제2호 (2004. 9)

· 생명보험회사의 재무비율을 이용한 재무건전성 평가모형의 유용성에 관한 연구 — 박한구
· 퇴직연금 규제감독체계에 관한 보험회사의 인식실태분석 — 류건식, 이태열
· 국내 공적 장기간병보험제도 도입에 관한 연구 — 류성경, 신기섭
· 도시근로자가구의 보험가입 및 저축결정에 영향을 미치는

요인들에 관한 비교연구 임병인

□ 제15권 제3호 (2004. 12)

· 생명보험회사의 예정이율 결정 방법에 관한 연구 마승렬,박상범
· 방카슈랑스 도입의 정책목표에 따른 평가 및 제도개선 신문식
· 우리나라 국민연금의 보험수리적 구조 최기홍
· Heuristic Projections of Solvency and Contribution Risks Due to Non-Stationary Stochastic Rates of Return 성주호

□ 제16권 제1호 (2005. 3)

· 생명보험회사의 역모기지론 운용리스크 분석 성주호, 김준석
· 손해보험회사의 배당성향 결정요인 연구 김재현
· 우리나라 근로자의 퇴직연금 선호요인 분석 류건식, 정석영
· 퇴직연금제도의 문제점과 발전방향 김원식
· Key Ethical Issues and Hindrances to Ethical Behavior in Insurance Industry 이봉주, 이경룡, 이한덕

□ 제16권 제2호 (2005. 9)

· 산업자본(보험)의 은행소유 제한 정책의 타당성 검증 류근옥
· 보험가입자의 연성 보험사기 행위에 대한 실험 분석적 검토 김헌수
· 자연재해위험의 위험분산과 정부의 역할에 대한 연구 신동호
· 주가지수연계연금의 현재가치 및 손익분기 배당참여율 측정 지홍민
· 보험계약자의 행동적 반응에 근거한 생명보험서비스 평가 오기석

□ 제16권 제3호 (2005. 12)

· 보험설계사의 직무동기와 직무특성이 일-가족 갈등 및 스트레스에 미치는 영향 한주희
· 방카슈랑스와 소비자 편익 제고 -역경쟁과 결합판매 과제- 이상제, 정재욱
· 홈쇼핑 보험광고에 대한 소비자 인식과 소비자문제 김경자
· 국민. 퇴직. 개인연금의 소득계층별 노후소득보장 효과 임병인, 강성호

□ 제17권 제1호 (2006. 3)

· 생명보험회사의 설립형태 및 규모별 생산성 변화추이 분석 신종각
· 소비자 특성별 채널 선호 분석 및 손해보험 상품별 판매전략 정세창, 유효상
· 민영건강보험 가입자의 상품정보 획득특성과 만족도 연구 김재현, 김헌수
· 국민건강보험과 민간건강보험간 역할 재정립 방안 오영수
· 개인연금 가입 결정 및 가입상태 변화 분석 전승훈, 임병인, 강성호

□ **제17권 제2호 (2006. 10)**

- 확률지배이론으로 분석한 위험성의 증가와 최적손실통제 — 홍순구
- 개인연금에 대한 소득공제의 수익률효과 분석 — 정요섭
- 주택가격과 금리 시계열의 순환주기와 역모기지 리스크 — 김갑태, 마승렬
- DEA 방법을 이용한 수익증권의 효율성 분석 — 지홍민, 권수연

□ **제17권 제3호 (2006. 12)**

- 예측급여적립방식에 의한 근퇴법상의 연금부채 평가 — 성주호
- 공정가치회계 도입시 이원분석 — 장이규
- 타인의 사망보험에서 피보험자의 동의 흠결시 법적 효과에 관한 연구 — 한기정

□ **제18권 제1호 (2007. 3)**

- 방카슈랑스 도입에 따른 생명보험회사의 비용효율성 및 생산성변화 연구 — 김재현
- 개인연금 불입액의 가처분소득 탄력성과 세제혜택 — 전승훈, 강성호, 임병인
- VaR 모형을 이용한 이행보증보험의 보증한도에 대한 연구 — 차일권
- 국민연금 가입자의 Markov Chain 보험료 기여 모형 — 최기홍
- Identification of Insurer Insolvencies Using the Cox Proportional Hazard Model — 이석호

□ **제18권 제2호 (2007. 7)**

- 금융투자업법의 제정이 보험업법 개정에 미칠 영향 -영업행위규제를 중심으로- — 한기정
- 영국보험시장에서 슬립의 역할과 법적 지위 — 이우영
- 기대의존성과 다수위험하의 베르누이원칙 — 홍순구
- 동태적패널모형을 이용한 손해보험의 위험인수주기 분석 — 최영목
- 확률적 프런티어 방법론을 이용한 손해보험사의 기술효율성 측정 — 지홍민

□ **제18권 제3호 (2007. 11)**

- 보험산업 신뢰도제고 방안에 관한 연구 — 이순재, 정중영
- 생명보험회사의 자산배분 결정요인 — 최영목
- 국내 생명보험회사의 파생상품 이용 결정 요인 — 이경희
- 퇴직연금제도의 도입 실태와 향후과제 -고용주 서베이- — 김원식, 신문식

□ **제19권 제1호 (2008. 3)**

- 퇴직연금제도의 재무건전성규제 비교 — 류건식, 이경희
- 전화판매 민간의료보험의 정보제공 실태 — 이원영, 홍지영
- 국제선박보험약관(International Hull Clauses)의 도입과 주요특징에 관한

고찰 - 국제선박보험약관(2003년)과 협회기간약관(1983년)과의
비교분석을 중심으로- 이재복

□ 제19권 제2호 (2008. 7)

· 자기부담금 보험계약과 Mossin 정리
-자산가치변동위험과 손실위험이 공존하는 경우- 홍순구
· 방카슈랑스 효과와 생명보험회사의 경영전략 정세창, 송영효
· 기온확률모형에 근거한 날씨보험의
가격결정에 대한 연구 이창수, 권혁성, 하홍준
· 풍수해보험의 의무보험화를 위한 정책 과제 신동호
· 유해산출물을 고려한 생명보험회사의 효율성 연구 정재욱, 김재현
· Testing for the Presence of Moral Hazard in the Automobile
Insurance Market using the Mixed Proportional Hazard Model 이용우

□ 제19권 제3호 (2008. 11)

· 상호저축은행의 소유·지배구조가 경영성과 및
위험도에 미치는 영향 전선애, 이민환
· 우리나라 펀드 시장의 토너먼트 현상 연구 고광수, 하연정
· 인구고령화가 인적자본 투자 및 금융시장에 미치는 영향 김기호, 유경원
· 산업재해보상보험 급여체계의 적정성 분석 마승렬, 김명규
· 국민연금자산이 개인연금자산 보유행위에 미치는 영향과
정책시사점 전승훈, 임병인
· 교차모집에서 설계사의 보험회사 선택에 영향을
미치는 요인 분석 정세창, 안철경
· 이중일반선형모형(DGLM)을 이용한 자동차 보험요율 추정 최우석, 한상일
· 경제변수가 생명보험 해약률에 미치는 영향 최영목, 최원

□ 제20권 제1호 (2009. 3)

· 생명보험회사의 위험률 차익률 결정 요인 분석 이경희, 서성민
· 보험소비자의 충성도에 영향을 미치는 요인 연구 안철경, 권오경
· 퇴직연금 회계기준의 국제 비교 및 영향 분석 류건식, 이봉주
· 기후변화와 가계의 위험관리 노용환, 유경원
· 기업의 문화예술 지원활동(메세나)과 조직 동일시의 관계
메커니즘 고언정, 한주희

□ 제20권 제2호 (2009. 7)

· 기대효용함수를 활용한 종신연금의 가치 분석 여윤경, 양재환
· 확정기여형 퇴직연금 가입자의 급여 리스크 분석 성주호, 이경희
· 생명보험신탁의 법적 문제에 관한 고찰 한기정

· 온라인전용 손해보험회사의 경영효율성 분석 양해일, 이재복
· 보험회사의 해외직접투자 결정요인 분석 서대교, 신종협
· An Analysis of Market Exit Forms and Decision Factors 김헌수, 권욱진
· Money, Credit, and Opportunity Costs 최형선

□ 제20권 제3호 (2009. 11)
· 보험계약자의 최적 손실포트폴리오 및 자산포트폴리오에 미치는 부의 효과 홍순구
· 내생적 시간게임을 활용한 생명보험회사의 상품 판매경쟁 분석 이민환, 최강식
· 한국을 포함한 보험선진국의 보험수요 결정요인 분석 신종협, 서대교
· 스왑 스프레드 역전 현상과 채권시장의 효율성 원승연, 한상범
· 경기침체의 국가간 파급경로 이항용, 홍기석, 홍유화
· 국민연금의 소득조사(earnings test) 기준 변경이 근로유인에 미치는 영향 권혁진, 김대철
· 연금보험료 소득공제의 사회후생효과 분석 강성호
· 가계의 적립식펀드와 거치식펀드 투자 행동 주소현

□ 제21권 제1호 (2010. 3)
· 시장금리의 변화가 생명보험회사의 투자수익률에 미치는 영향 최영목, 황진태
· 개인의 민영건강보험과 개인연금 선택간의 관계연구 이창우
· 보험대리점에 대한 감독법적 개선방안에 대한 고찰 전우현
· 주택관련대출의 가계소비 구축효과 분석 임병인, 강성호
· Obesity and Employer-Provided Health Insurance 김대환
· Long Memory and Structural Breaks in Extreme Value Estimators 권용재

□ 제21권 제2호 (2010. 7)
· 종신연금과 종신보험의 사망 리스크 헤징 포트폴리오 전략에 관한 연구 성주호
· 자동차보험 자기차량손해담보 미가입자 특성분석에 따른 가입강화 방안 연구 강기훈, 기승도
· 금융기관의 퇴직연금사업 효율성 연구 김재현
· 보험회사 자산관리서비스 확대 유인 검토 진익, 김동겸
· Reexamination of Forward Premium Anomaly in Foreign Exchange Markets Allowing for Realized Volatility and Jump Process 한영욱
· The Asset Price and Investment Technology 유진아

□ **제21권 제3호 (2010. 11)**

- 거시경제변수가 변액보험 초회보험료에 미치는 영향에 관한 분석 — 황진태, 서대교
- 한국과 독일 산재보험 보험료 산정 방법 비교를 통한 개선방안 — 김상호
- 생명보험 정산거래와 한국 보험시장에서의 가용성 — 김석영, 김해식
- 금융상품의 불완전판매와 입증책임의 역할 — 이윤호
- 국민연금 가입자를 대상으로 한 개인종신연금의 효용가치 분석 — 양재환, 여윤경
- 가격제한폭의 가격발견지연효과 및 이를 고려한 투자패턴 분석 — 최우석, 한상일

□ **제22권 제1호 (2011. 2)**

- 선형혼합효과모형을 이용한 자동차보험 사고유형별 손해액 탄력성 분석 — 강기훈, 기승도
- 평균·분산모형으로 분석한 보험과 투자의 상호연계성 — 홍순구
- 국내 주식형펀드의 특성과 펀드성과 간의 관계에 대한 연구 — 윤봉한, 이세우
- Noise Trading Channel and Timing of Effective Central Bank Intervention — 전종병
- Potential Sources of the Long Memory Property in the Volatility Process of Daily KRW-USD Exchange Rates -Jumps and Structural Breaks- — 한영욱

□ **제22권 제2호 (2011. 5)**

- 변액 연금 상품의 보증 옵션 분석 — 김융희, 김창기
- 생애환자의료비 추정을 통한 노인의료비 분석 — 조용운
- 순차로짓(Sequential Logit) 모형을 활용한 기업의 퇴직연금 선호 형태 분석 — 김대환, 류건식

□ **제22권 제3호 (2011. 8)**

- 운전자의 운전 중 주의분산 행동이 자동차 사고에 미치는 영향 분석 — 기승도
- 개인은퇴준비지수에 관한 연구 — 여윤경
- 금융기관 대출행태지수로 대출금리를 예측할 수 있는가? — 임재만
- 해외 단기자금 유입과 뱅크런(Bank Runs) — 서은숙

□ **제22권 제4호 (2011. 11)**

- 국민연금의 급여 삭감이 소득수준별 개인연금보험료에 미치는 효과 — 김재호
- 우리나라 중·고령자의 퇴직결정과 재무적 유인 - 연기연금 확대방안의 효과에 대한 모의실험 - — 권혁진
- 장애와 기대여명 사이의 연관성 분석 — 우해봉
- 한국주식시장의 온라인 거래와

오프라인 거래의 가격발견 비교 분석 — 이우백, 김종오

□ 제23권 제1호 (2012. 2)

- 변액보험의 보증준비금 평가시 확률변동성 특성을 통한 주식수익률 시나리오 적용 연구 — 노건엽
- 불연속시간체계에서 접근한 예금보험 가격결정모형 — 오기석
- 자동차보험의 확률론적 통합보험리스크 실증분석 — 조용운, 조재린
- 즉시연금보험의 특성과 가입자 선택행동 분석 — 이경희

□ 제23권 제2호 (2012. 5)

- 소파동(Wavelet)분석을 활용한 정책금리와 수익률곡선 간 관계 분석 — 박창균, 이석균
- 주가지수선물시장에서 지정가 주문의 체결과 취소에 대한 생존분석 — 한상범
- 확률모형을 활용한 교통사고 유자녀 수 추정 — 조재린, 김해식, 하형태
- 흡연이 비만에 미치는 영향분석과 건강보험에 대한 시사점 — 김대환, 이기효, 정기택

□ 제23권 제3호 (2012. 8)

- 생명보험산업에 대한 보험영업 효율성 분석 — 서대교, 황진태
- 생명보험시장에서 광고가 가격민감도에 미치는 영향 — 최영목, 김동겸
- 개인연금자산의 수요와 적정성에 관한 분석 — 여윤경, 이남희
- 경영진의 주가연계보상이 부채의 만기구조에 미치는 영향 — 박명호, 박대근, 윤정선

□ 제23권 제4호 (2012. 11)

- 경제변수가 변액연금보험과 변액유니버셜보험의 해약률에 미치는 영향에 관한 연구 — 권용재, 윤정선, 이재민
- 음이항회귀모형을 이용한 보험설계사들의 조직성과에 관한 연구 — 전희주, 안철경
- 효율적 다층노후소득보장시스템을 위한 국민연금 구조개선 방향 — 김원식
- 주가수익률 추정 모델 선택에 따른 변액 연금 최저보증준비금 분석 — 김융희, 김창기
- 보험그룹 범위 설정에 관한 연구 — 민세진, 김현수

□ 제24권 제2호 (2013. 5)

- 집단위험모형을 이용한 성장추세에 있는 실손의료보험리스크 측정 — 조용운, 조재린
- 세제적격 개인연금 계약자의 지급옵션 선택 분석 — 이경희
- 실손의료보험 손해액 극단값 혼합분포의 베이지언 추정 — 조재훈, 이근창
- KOSPI200선물 글로벌 야간시장에서 주문집계장의 가격 발견 — 이우백, 우민철
- 변액보험에 부과된 최저실적배당연금액 보증옵션에 대한 연구 — 김융희, 김창기

□ 제24권 제1호 (2013. 2)
· 리스크기준 자기자본제도의 도입이 생명보험회사의 자기자본, 자산리스크 및 경영성과에 미치는 영향 박경국, 최종범
· 대 · 중소기업 간 위험공유와 설비투자 - 금융부문의 역할 - 하준경, 한재준
· 스왑 스프레드의 기간구조모형 이준희, 박수천, 김재윤
· 온라인 자동차보험의 가격효과 - 사업비율을 중심으로 - 서대교, 황진태
· 보험회사를 대상으로 하는 예금보험 가격결정모형에 관한 소고 - 불연속시간체계하에서의 접근 - 오기석
· 일반화 로짓과 대응분석을 이용한 GA사업모델 방향에 관한 연구 전희주, 안철경

□ 제24권 제3호 (2013. 8)
· 베이지언 통계기법을 이용한 변액연금 보증준비금의 평가 유병학, 고방원, 권혁성
· 보험산업의 산업간 연쇄효과 분석 정기호
· 금융소비자의 변액연금 수수료 체계 선택에 관한 연구 진익
· 장수리스트 측정방식에 관한 비교 연구 김세중

□ 제24권 제4호 (2013. 11)
· 개인연금 가입결정과 유지요인에 관한 분석 김재호
· 지배주주는 언제 사회적 책임을 강화하는가? 이지혜, 변희섭
· An Exploration into the Annuity Puzzle: The Role of Health Risk, Lack of Liquidity of Annuities, and the Value of Life 이경우
· 자동차보험 과실상계 게임 권세훈

□ 제25권 제1호 (2014. 2)
· 보험상품의 핵심상품설명서 개선효과 추정 -변액보험을 중심으로- 황진태, 변혜원, 김해식
· 주택연금이 장수리스크 감소에 미치는 효과에 대한 분석 -종신형 즉시연금과의 비교를 중심으로- 양재환, 여윤경, 김혜경
· 인덱스연금 판매를 통한 변액연금 최저보증리스크의 자연헤징 효과에 대한 연구 송창길, 이창수, 허연
· 국제주식시장 수익률 위험요인에 관한 연구 김순호

□ 제25권 제2호 (2014. 5)
· RBC를 고려한 보험회사 포트폴리오 최적화 최창희
· 통화신용정책과 거시건전성정책의 정책공조 효과 평가 주동헌
· A Method of Hedging Mortality Rate Risks in Endowment Product Development 김창기, 최양호
· 다단계 확률론적 방법론을 이용한 변액보험의 수익성 분석 심현우

□ **제25권 제3호 (2014. 8)**

- 자동차보험 계약자의 보험회사 전환 가능성 분석 — 전용식
- 생명보험회사 보험설계사의 조직동일시가 이직의도에 미치는 영향 — 정귀자, 김중인, 정세창
- 기업 업력과 정부소유 은행과의 관계 — 이상욱
- 정액형 민영의료보험이 입원일수에 미치는 영향 — 이창우

□ **제25권 제4호 (2014. 11)**

- 국민연금 연금자산이 개인의 예상소득대체율에 미치는 영향 분석 -추정 방법론을 중심으로- — 김헌수, 최기홍
- 암 위험인식과 암보험 가입 -역선택 가능성- — 김대환
- Hidden Effect of monetary Surprises on US Unemployment — 유재인
- 사회적 책임 활동, 배당정책과 기업가치 — 이지혜, 변희섭

□ **제26권 제1호 (2015. 2)**

- 고지의무 위반과 사기적 보험계약 — 김성완
- 손해보험사의 출재는 과다한가? -RBC 규제에 기초한 분석- — 김헌수, 김석영
- CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의 사회적 책임에 대한 연구 — 강상구, 임현일
- 연금재정상황을 고려한 퇴직급여 지급보증가치에 관한 연구 — 최경진, 한동, 성주호

□ **제26권 제2호 (2015. 5)**

- 레버리지를 활용한 확정급여형(DB) 퇴직급여제도의 부채연계투자(LDI)전략 — 정도영, 성주호
- 손해보험회사 지급준비금 적립형태에 관한 실증연구 — 오창수, 변재웅
- 이익 공시에 대한 주가 지연 반응(PEAD)의 확률할인요소 위험조정을 이용한 실증 검증 — 정찬식, 김순호
- 건강보험의 질병 간 비용부담의 형평성 제고 방안 — 김대환

□ **제26권 제3호 (2015. 8)**

- 거래승수 인상에 따른 일중 KOSPI200 옵션거래활동과 현물 시장 변동성간의 관계 분석 — 이우백
- Cheap Talk으로 제시된 비대칭 정보와 위험회피 성향, 그리고 불확실성 하에서의 의사결정 시간: 실험경제학적 접근 — 박범조, 조홍종
- 지배주주 지분율과 기업의 위험추구행태: 경쟁위협의 규율효과 — 이지혜, 변희섭
- 생명보험계약과 피보험이익의 재검토 — 이정원
- IFRS4 도입에 따른 보험감독제도 운영방안 — 오창수

□ 제26권 제4호 (2015. 11)
· 통화정책 효과의 지역적 차이에 대한 분석 김기호, 유경원
· 보험시장의 건전한 발전을 위한 비전속대리점의 책임성 및 전문성 강화 방안 정세창, 김은경, 김헌수
· 공무원 일실이익의 합리적 산정방법 연구 마승렬
· 기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구 강상구, 김학순, 임현일
· 생애사건이 가구의 보험보유상태 변화에 미치는 영향 분석 오승연, 송윤아

□ 제27권 제1호 (2016. 2)
· 소득계층별 위험금융자산투자의 결정요인 분석 임병인, 윤재형
· 포아송 로그-이중선형 모형을 이용한 한국 남성 사망률의 베이지안 추정 및 활용 황지연, 고방원
· 국제회계기준(IFRS)하에서의 이율보증평가 - 동적해지율 적용을 중심으로 - 오창수, 박규서
· Optimization of Dynamic Guaranteed Minimum Return, Investment And Reinsurance Strategy By Balancing the Risks And Benefit of Both Insurers And Consumers Hong Mao, James M. Carson, Krzysztof M. Ostaszewsk
· The Performance Evaluation on the General Procedure for Forecasting Mortality 이상일

□ 제27권 제2호 (2016. 5)
· Households Debts and Financial Market Participation in Korea 최원호
· 생명보험산업의 연대적 성격에 관한 질적 연구 김헌수, 김재현, 김기덕
· 인구변화를 고려한 자동차보험 요율 최적화 장봉규, 최창희
· 상품 다각화가 보험회사의 수익성에 미치는 영향 - 국내 생명보험회사를 중심으로 - 남윤미, 변혜원

□ 제27권 제3호 (2016. 8)
·고령 연금수급자 소득대체율에 대한 재고찰 - 고령소비자물가지수 연동을 중심으로 - 박준범, 성주호
·자동차손해배상보장법상 압류·양도 금지 조항에 관한 소고 김성완
·생명보험회사의 파생상품 활용과 경영성과 변희섭, 조영현
·손해보험회사의 지급여력비율과 경영효율성의 가치관련성에 관한 연구 조석희

□ **제27권 제4호 (2016. 11)**

·한국과 일본 시장에서 주가지수, 국가 CDS 스프레드 및
변동성지수 간의 선·후행 관계 강내영, 박윤정, 현정순

·건강상태가 가계 금융자산 포트폴리오 결정에 미치는
영향 연구 이창우, 전성주

·The Linkages among Insurance, Banking Credit and
Stock Markets in G7 Countries Guan-Chun Liu,
- Evidences from Long- and Short-run Perspectives -Chien-Chiang Lee

· IFRS4 2단계하에서의 유동성 프리미엄을 반영한
할인율 추정에 관한 연구 오세경, 박기남, 최시열

□ **제28권 제1호 (2017. 2)**

·Stopping Rule을 이용한 자동차보험 위험집단 구분 및
적정 손해 수준 추정 김명준, 이상준, 김영화

·IoT 기반 스마트 백킹서비스의 인지된 보안과 신뢰가 서비스
이용확산에 미치는 영향에 대한 실증 연구
-대학생을 중심으로- 허연, 임세헌

·우리나라 생명보험 판매채널의 보험회사
특성별·보험모집방법별 유지율기준 적합성분석
- 독립채널과 전속채널을 중심으로 - 이근창, 오기석

·조세피난처 투자자가 투자 기업 및 주식시장에 미치는 영향
정호성, 김순호

□ **제28권 제2호 (2017. 5)**

·한국경제에서 Forward Guidance 정책효과 추정방안 모색 주동헌

·방카슈랑스채널이 사망보험금 지급에 미치는 영향 분석 오창수, 정희문

·자기부담금 보험계약의 보험수요에 관한 연구:
무보험, 일부보험 및 전부보험의 보험료 조건 홍순구

·CDS에 내재된 Q-P 비율에 관한 연구 김정무, 박윤정

□ **제28권 제3호 (2017. 8)**

·외제차 증가가 자동차보험 손해율에 미치는
영향 분석과 정책적 시사점 김대환, 김헌수

·IFRS17 도입에 따른 종신보험의 보증형태별
보증비용 및 수익성 분석 오창수, 은재경

·혼합복점시장에서 R&D 리스크의 선택과 민영화 이상호

·정년연장 및 임금피크제 시행에 따른 재무적 효과 성주호, 신동건, 배상현

□ **제28권 제4호 (2017. 11)**

·보험설계사 이직 요인과 정착률 제고 방안 안철경, 정세창
·이사회의 적극적인 감시기능은 항상 주주가치를 개선시키는가? 이지혜, 변희섭
·확률지배를 활용한 DC형 퇴직연금의 목표연계 투자전략 김용태, 성주호, 정도영
·국제회계기준하의 보험계약부채 공정가치 산출에 관한 연구 오창수

□ **제29권 제1호 (2018. 2)**

·보험사 신뢰, 미디어 노출, 심리요인이 상해보험의 구매의향에 미치는 영향 이찬희, 김호일
·IFRS 17의 계약자행동을 반영한 금리연동형보험의 GMSB 비용 분석 오창수, 김수은
·고유변동성과 기대수익률의 횡단면 관계 검증: Carhart(1997) 4요인 모형을 중심으로 옥영경, 김정무

□ **제29권 제2호 (2018. 5)**

·무수익여신 상승률의 결정요인과 실물 경제로의 전달 효과 이인로, 이웅기
·Markov 전환율을 활용한 자영업자 생애근로유형별 연금소득대체율 추정 강성호, 류건식
·Corporate Cash Holdings and the Effect of Chaebol Affiliated on the Implied Cost of Equity Capital: Evidence from Korea Hongmin Chun
·유가증권시장과 코스닥시장 간 신규공모주 저가발행 차이는 존재하는가? 송치승

『보험금융연구』 논문심사 및 편집기준

1. 목적

이 기준은 보험연구원(이하 "연구원"이라 한다)의 보험학술논문집인 『보험금융연구』의 논문심사 및 편집에 관한 모든 사항을 규정하는 것을 목적으로 한다.

2. 발간일정

가. 『보험금융연구』의 발간은 연 4회 발간을 원칙으로 한다.

나. 발간예정일은 매년 2월 28일, 5월 31일, 8월 31일, 11월 30일로 하되 필요한 경우 달리할 수 있다.

3. 편집일정

가. 투고논문 접수 (D(접수일) + 1일)

나. 심사자 결정 및 심사의뢰 (D + 7일)

다. 심사자의 심사완료 및 심사결과 보고 (D + 21일)

라. 제 1차 논문게재 여부 결정 및 통보 (D + 25일)

마. 논문 투고자의 수정·보완 조치 및 응답 (D + 35일)

바. 최종 게재 결정: 편집위원회 심의

사. 이상의 절차는 편집위원장 또는 편집위원회의 판단에 따라 달리 적용될 수 있다.

4. 편집위원회의 구성 및 운영

가. 편집위원회의 구성

① 편집위원은 학계교수, 연구기관의 연구원 및 전문연구능력이 있다고 인정되는 자 중 20명 이내에서 보험연구원장이 위촉한다.

② 편집위원장은 편집에 관한 일체의 업무를 관장한다.

③ 편집위원장은 편집위원 중 편집간사 1인을 임명하고 편집간사는 편집위원장을 보좌한다.

④ 편집위원장 및 편집위원의 임기는 2년으로 하며 연임할 수 있다.

⑤ 편집위원의 투고논문에 대해서는 편집위원장이 해당 투고 논문에 한해 편집위원

을 편집회의에서 제외시킬 수 있다.

나. 편집위원은 다음 각 호중 하나에 해당되는 자이어야 한다.

① 4년제 대학의 부교수 이상인 자

② 연구업적이 총 3편 이상인 자

③ 최근 2년 이내에 국내·외 학술회의에서 논문 발표자(또는 좌장, 토론자)로서의 경력이 2회 이상인 자

다. 편집위원회는 다음의 사항을 심의, 의결한다

① 편집위원회는『보험금융연구』의 편집 및 발간 등 전반에 관한 사항을 의결한다.

② 편집 및 발간 등에 대한 주요 심의, 의결사항은 논문심사 및 편집기준 등 관련 기준의 변경, 편집방향, 심사자의 선정, 심사결과 평가 및 게재여부 결정 등이다.

5. 논문심사

가. 편집위원장은 논문 편당 심사자 2인을 선정하고『심사의뢰서(양식1)』에 의거 해당 심사자에게 논문심사를 의뢰한다. 특히 논문심사 의뢰시 투고자와 심사자간에는 서로 확인되지 않도록 한다.

나. 심사자의 자격

심사자는 다음 각 호중 하나에 해당하는 자이어야 한다. 단 논문의 특성상 필요시 전문연구기관 또는 실무 전문가에게 심사를 의뢰할 수 있다. 한편 투고자와 동일 기관 소속인 자는 심사자 선정 시 배제한다.

① 4년제 대학의 조교수 이상인 자

② 연구업적이 총 5편 이상인 자

③ 최근 2년 이내에 국내·외 학술회의에서 논문 발표자(또는 좌장, 토론자) 또는 국내·외 학회지 게재 신청논문 심사자로서 경력이 있는 자

다. 논문 심사절차 및 기준

① 심사자는 논문심사 의뢰일로부터 15일 이내에 서면 또는 전자우편으로『심사자 의견서(양식 2)』를 작성하여 편집위원장에게 제출하여야 한다.

② 논문 심사를 의뢰받은 심사자는 다음의 “논문심사기준”에 기초하여 해당논문을 심사하여 점수로 평가하고 “종합적인 평가등급”을 부여한다.

〈 논문 심사기준 〉

기 준	세 부 평 가 내 용	평가점수
연구의 필요성 및 기여도	- 연구의 배경과 필요성이 충분히 서술되었는가? - 연구 필요성을 뒷받침할 사실 및 근거는 적절히 제시되었는가? - 연구가 보험산업의 발전에 기여할 수 있는가? - 연구가 학문적 발전 및 다음의 연구에 기여할 수 있는가?	20점
연구의 독창성	- 연구가 새로운 연구방법론을 제시했는가? - 연구가 학술적으로 새로운 사실을 입증했는가?	30점
연구방법의 적합성	- 기존 연구성과를 충분히 검토하고 평가하고 있는가? - 연구의 목표 및 과제가 명확하게 제시되고 있는가? - 연구의 가설에 대한 입증이 일반적인 연구방법론(계량적 분석 또는 논리적 분석)에 입각하여 적절하게 이루어지고 있는가?	20점
연구결론의 타당성	- 연구결과가 현실적으로 활용가능한가? - 연구의 한계 또는 논문의 한계가 제시되었는가?	15점
논문의 체계·표현력 (원고작성원칙 준수여부)	- 논문제목이 연구내용을 적절하게 표현하는지, 논문의 구성 및 전개가 논리적인지 ? - 연구에 대한 결과 설명 및 전달에 사용하는 문장표현이 적절한지 ? - 원고작성기준에 의거 논문이 작성되었는지 여부	15점

〈 논문 심사 종합 평가등급 〉

심사 종합등급 구분		평가점수
A	일부 수정 후 게재 또는 수정 없이 게재	90점 이상
B	소폭 수정 후 재심사	70 - 89
C	대폭 수정 후 재심사	50 - 69
F	게재불가	50점미만

③ 심사자는 심사한 결과 해당논문이 수정보완 요청사항이 있거나 게재 불가능한 등급인 경우에는 해당사유를 『심사자 의견서(양식2)』에 상세히 기록하여야 한다.

라. 편집간사는 개별 논문에 대한 『심사자 의견서(양식 2)』를 취합·검토하여 논문 게재

여부에 대한 제1차 의견을 편집위원장에 개진한다.

① 편집위원장은 심사자의 논문심사 등급과 편집간사의 의견을 토대로 논문 게재 여부를 결정(판정기준은 아래 “게재 여부 결정기준” 참조)하고, 투고자에게 『심사자 의견서(양식2)』와 『게재여부 확인서(양식 3)』(필요시)를 서면 또는 전자우편을 통해 전달한다.

〈 게재 여부 결정기준 〉

심사자1	심사자2	판정
A	A	게재
	B	수정 후 재심사
	C	수정 후 재심사
	F	제3심사자 선정
B	B	수정 후 재심사
	C	수정 후 재심사
	F	제3심사자 선정 가능*
C	C	수정 후 재심사
	F	제3심사자 선정 가능*
F	F	게재불가

* 편집위원장의 판단에 의하여 제3심사자를 선정할 수도 있음.

② 투고자가 논문을 수정·보완하여 『집필자 응답서(양식 4)』와 함께 보내오면, 담당 심사자가 재심사(필요시 재재심사)를 한다.

마. 재재심사에서도 논문의 게재 혹은 게재불가 판정이 확정되지 않은 경우나 저자와 심사자간에 이견이 해소되지 않을 것으로 편집위원장이 판단할 경우에 편집위원장은 제3자가 게재여부를 판단토록 심사를 의뢰하거나 편집위원회에 안건으로 부의할 수 있다.

6. 논문 작성 원칙 및 투고절차

가. 투고자는 편집위원장이 정한 "『보험금융연구』논문작성 원칙"에 의하여 투고한다.

① 논문 투고 시에는 논문의 국문 및 영문 제목, 국문 및 영문성명, 국문초록(10줄 이내), 한국연구재단 분류 연구분야 코드, 각주 및 참고문헌, 영문초록을 반드시 기재하여 제출하여야 한다.

② 논문의 제출은 전자메일 또는 서면으로 보험연구원『보험금융연구』담당자에게 한다.

- 주소 : 서울시 영등포구 국제금융로6길 38 (우편번호 07328)
- E-Mail : journal@kiri.or.kr
- Tel : 02) 3775-9055 Fax : 02) 3775-9105

나. 투고자는 논문에 대한 게재 여부 결정의 통보를 받은 후 심사자의『심사의견서(양식 2)』에 근거하여 논문을 수정·보완하고 조치내용을 설명하는『집필자 응답서(양식3)』와 함께 편집간사에게 다시 논문을 보낸다.

7. 게재논문의 선정

가. 게재대상 논문의 선정 원칙

① 게재대상 논문은 심사 및 수정이 완료된 논문 중에서 편집위원회가 결정한다. 다만 편집위원회를 열기 어려운 상황일 경우에는 편집위원장이 게재 예정 여부를 결정할 수 있다.

② 게재대상 논문의 선정은 최종 심사결과 모두(제3심의 경우는 제3심사자로부터) A 등급을 받은 논문을 대상으로 한다. 단, 같은 등급을 받은 논문의 편수가 해당 호에 기술적으로 게재가능한 편수를 초과하는 경우 논문 접수 일자순, 편집간사의 의견 등을 고려하여 편집위원회가 게재대상 논문을 선정한다.

나. 게재 여부의 통보

① 편집간사는 게재 여부가 확정된 논문에 대해서는 투고자에게 서면 또는 유선으로 게재확정 사실을 통보한다.

② 게재가 확정된 논문에 대해서는 투고자의 요청에 따라『게재예정 확인서(양식 5)』를 발급할 수 있다.

부 칙

이 기준은 1998년 5월 25일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 1999년 2월 26일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2004년 4월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2005년 10월 31일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2007년 4월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2008년 7월 4일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2008년 7월 28일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2009년 2월 10일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2012년 3월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2013년 9월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2014년 3월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2016년 3월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2016년 6월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2016년 9월 1일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2018년 2월 20일부터 시행한다.

『보험금융연구』 논문작성 원칙 및 투고방법

□ 논문작성 원칙

1.『보험금융연구』에 투고될 논문은 학술논문 형태에 준하여 작성함을 원칙으로 한다.

가. 논문제목(국문 및 영문)

나. 성명(국문 및 영문)

저자의 소속과 지위 및 전자우편 주소 등을 각주로 처리한다. 저자소개를 위한 각주는 *, **, *** 등의 기호를 사용한다.

다. 국문초록(10줄 내외, 국문 색인어 명기)

라. 한국연구재단 분류 연구분야 코드

마. 본문

바. 참고문헌

사. 영문초록(영문 300단어 정도/본문의 주요내용, Key words 명기)

2. 공동연구의 경우에는 연구자들의 서열에 관계없이 제1연구자를 맨 앞에 두고 이를 저자소개 각주에 표기하여야 한다. 또한 제1연구자 및 공동연구자의 소속과 지위가 모두 명기되어야 한다.

3. 원고분량은 B5 용지로 30매를 넘지 않도록 한다(국문초록, 참고문헌, 영문초록도 원고분량에 포함한다).

4. 논문작성은 아래의 기준에 의거하여 작성하는 것을 원칙으로 한다.

가. 편집용지는 워드 프로세서에서 표준으로 제공하는 B5 용지규격을 사용한다.

나. Word Processor 종류 : 아래한글

다. 논문의 장, 절 표기는 Ⅰ, 1, 가, (1), (가), ①, ㉮ 순으로 한다.

라. 본문의 양식

- 글꼴 : 바탕
- 글자크기 : 10point
- 줄간격 : 18pt (장평 : 100%, 자간 : -6)
- 문단 들여쓰기 : 10pt

마. 그림, 표

① 그림, 표의 제목

- 글꼴 : 바탕
- 글자크기 : 10point
- 줄간격 : 150%

② 그림, 표 안의 글자

- 글꼴 : 바탕
- 글자크기 : 9point
- 줄간격 : 130%

바. 각주

- 글꼴 : 바탕
- 글자크기 : 9point
- 줄간격 : 150%

5. 외래어는 '외래어 표기법'에 따라 적는 것을 원칙으로 한다. 단 인명, 지명 등이 한자로 표시된 경우, 인용논문의 저자 이름을 표기할 경우 또는 적절히 국문으로 바꿀 수 없는 특수 학술용어 등은 외래어를 그대로 적을 수 있다.

6. 표와 그림의 내용은 본문이나 참고문헌 등을 참조하지 않고, 표나 그림만을 보고 이해할 수 있도록 영문으로 작성하여야 한다.

가. 표 및 그림은 장(Ⅰ, Ⅱ, Ⅲ 등)별 구분 없이 〈표 1〉, 〈그림 1〉과 같이 표기한다.

나. 주와 자료(Note와 Source)는 표(그림)의 바로 밑에 나란히 적되 칸을 맞추어야 한다.

다. 단위는 표(그림)의 오른쪽 상단에 위치하도록 하며, 해당 단위를 2개 이상 사용하는 경우에는 해당 단위 사이에 쉼표(,)를 넣어 순서대로 정리한 후 괄호로 묶는다.

7. 본문에서 인용을 표기할 때에는 홍길동(1995) 또는 홍길동(1995: 89-90)으로 한다.

8. 각주 및 참고문헌

가. 각주의 서술방법은 서술형 종결어미로 마치는 것을 원칙으로 한다. (예: 본 연구는 보험연구원의 지원을 받아 수행되었다.)

나. 주(註)는 내각주 방식을 따르되, 부기할 내용에 한하여 각주로 처리한다. 주에서 참고문헌을 표기할 때는 다음의 기준을 따른다.

① 주 안에서 내용을 직접 인용할 경우 : 인용 내용을 겹따옴표(“ ”) 안에 쓰고, 괄호 안에 출처를 밝힌다. 예: “The higher the contributions paid the lower the number of insolvencies.”(Collins, 1992: 88-90)

② 본문에서 참조한 내용을 주로 표시할 경우 : 참조한 내용의 출처를 밝힌다(저자(출판년도), 페이지 수). 예: 홍길동(1995), pp. 89-90

다. 본문과 각주에서 언급된 모든 문헌의 자세한 정보는 논문 말미의 ‘참고문헌’에서 밝힌다.

라. 본문과 각주에서 언급되지 않은 문헌은 참고문헌에 포함시키지 않는다.

마. 참고문헌은 국문, 중국어, 일본어 등 동양(한자권) 문헌부터 저자명에 따라 가나다순으로 먼저 기재하고, 이어서 서양문헌을 저자의 성(last name) 또는 기관명에 따라 ABC순으로 기재한다.

바. 동일 저자의 저서가 여러 개 있는 경우는 출판연도 순서로 기록하고 같은 해에 출판된 것은 본문에 인용된 순서에 따라 출판연도 뒤에 1990(a), 1990(b), 1990(c)과 같은 방식으로 표기한다. 이 때, 맨 앞의 저자 이름은 반복을 피하고 _____로 대체한다.

사. 각주의 기입사항은 단행본인 경우 “저자명, 서명, 발간지명, 발간연도, 페이지 수” 등의 순서대로 적는 것을 원칙으로 한다. 논문의 경우에는 참고문헌 표기에 따라 기입하는 것으로 한다.

아. 각주 및 참고문헌의 표기는 기본적으로 국문 도서와 정기간행물은 볼드체, 영문 도서와 정기간행물은 이탤릭체로, 국문 논문과 영문 논문은 겹따옴표(“ ”)로 표기한다. 논문, 저서 및 신문기사의 인용은 다음 각호의 예를 참고한다. 국문으로 작성된 모든 참고문헌은 국문기재 바로 아래에 '(Translated in English)'의 표시와 함께 영문으로 기재한다.

- 성대규, **한국보험업법**, 두남, 2012.
(Translated in English) Daegyu Sung, *Insurance Business Act Korea*, Dun am, 2012.
- 남상욱, "보험회사의 광고 속성과 소비자 신뢰에 관한 실증연구", **보험학회지**, 제 93집, 2012.
(Translated in English) Sangwook Nam, "The Relationship Between the Advertising Attributes and Comsumer's Trust Level of the Insurance Com pany", *Korean Insurance Journal,* Vol. 93, 2012.
- 오승연·김유미, **인구 및 가구구조 변화가 보험 수요에 미치는 영향**, 조사보고서, 보험연구원, 2015, pp. 20-35.
(Translated in English) Seung-Yun Oh, Yu Mi Kim, *The Effects of C hanges in Population and Household Structure on Demand for Insurance*, Survey Report, Korea Insurance Research Institute, 2015, pp. 20-35.
- 한국일보, "보험사, 민원과의 전쟁", 2014. 5. 18.
- Priestley, M.B., *Spectral Analysis and Time Series*, New York: Academic Press, 1981.
- Ginsberg, P.B. and Manheim, L. M., "Insurance , Copayment and Health Services Utilization: A Critical Review", *Journal of Economic and Busin ess*, Vol. 58(2), May 1968, pp. 35-53.
- New York Times, August 15, 1998, sec. 4, p. 11.
- http://www.casact.org/library/astin/vol34no1/5.pdf, 2005. 10. 20.

□ 논문 투고방법

1. 원고 투고 시에는 논문의 국문 및 영문 제목, 국문 및 영문성명, 국문초록(10줄 이내), 한국연구재단 분류 연구분야 코드, 각주 및 참고문헌, 영문초록을 반드시 기재하여 제출하여야 한다.
2. 투고된 논문은 심사(또는 세미나) 의견을 최대한 반영하여 수정하여야 한다.
3. 문의처
   - 보험연구원『보험금융연구』담당자
   - 주소 : 서울시 영등포구 국제금융로6길 38 (우편번호 07328)
   - E-Mail : journal@kiri.or.kr
   - Tel : 02) 3775-9055 Fax : 02) 3775-9105

『보험금융연구』 윤리기준

제정 2008년 6월 20일

1. 목적

이 기준은 보험연구원의 학술논문집인 『보험금융연구』에의 논문게재 등과 관련하여 준수하여야 할 윤리의 원칙과 기준을 정함을 그 목적으로 한다.

2. 적용대상

이 기준은 『보험금융연구』에 논문을 기고한 연구논문 저자, 『보험금융연구』 편집위원 및 심사자에게 적용한다.

3. 서약

가. 『보험금융연구』의 편집위원은 이 윤리기준을 준수하기로 서약하여야 한다.

나. 편집위원회는 『보험금융연구』 원고모집을 공고할 때 윤리기준을 함께 공지하여야 하며, 기고자는 원고를 기고한 시점에서, 심사자는 심사를 승낙한 시점에서 이 기준을 준수하기로 서약한 것으로 본다.

4. 연구논문 저자가 지켜야 할 윤리기준

가. 『보험금융연구』에 연구논문을 기고한 저자는 기고 논문과 관련하여 다음의 어느 하나에 해당하는 행위(이하 "연구부정행위"라 한다)를 하여서는 안된다.

① (위조) 존재하지 않는 데이터나 연구결과를 인위적으로 또는 허위로 만들어 내는 행위

② (변조) 연구와 관련된 데이터나 연구과정 등을 인위적으로 조작·수정하거나, 연구결과를 왜곡함으로써 연구의 내용이 정확하게 발표되지 않도록 하는 행위

③ (표절) 다른 사람의 아이디어, 연구내용·결과 등을 정당한 승인 또는 인용 없이 도용하는 행위

④ (부당한 논문저자 표시) 연구내용 또는 결과에 대하여 일정한 공헌 또는 기여를 한

사람에게 정당한 이유 없이 논문저자 자격을 부여하지 않거나, 공헌 또는 기여를 하지 않은 사람에게 감사의 표시 또는 예우 등을 이유로 논문저자 자격을 부여하는 행위

⑤ (중복게재) 자기의 기 발표 논문을 재사용하거나, 하나의 논문을 두 개 이상의 학술지에 동시에 투고하는 행위(외국 저널에 발표한 논문을 번역하여 또는 번역 없이 그대로 국내 학술지에 투고하는 행위 포함)

⑥ (용인범위이탈) 기타 관련 학계에서 통상적으로 용인되는 범위를 심각하게 벗어난 연구부정행위

나. 게재된 논문에 대한 저작인격권은 저자에게 있되, 보험연구원은 해당 논문의 저작재산권을 저자로부터 위임받아 복제 및 배포, 전송 등을 할 수 있다.

다. 연구논문 저자는 논문의 심사과정에서 제시된 심사자의 의견을 가능한 한 수용하여 논문에 반영되도록 노력하여야 한다.

5. 편집위원이 지켜야 할 윤리기준

가. 편집위원은 투고된 논문에 대하여 지체 없이 적절한 심사조치를 취해야 하며, 투고된 논문의 게재 여부를 결정하는 모든 책임을 진다.

나. 편집위원은 투고된 논문을 저자의 성별, 나이, 소속기관은 물론이고 어떤 선입견이나 사적인 친분과도 무관하게 오로지 논문의 질적 수준과 논문심사 및 편집기준에 근거하여 공평하게 취급하여야 한다.

다. 편집위원은 투고된 논문의 심사를 해당 분야의 전문적 지식과 공정한 판단능력을 지닌 심사자에게 의뢰하여야 한다.

라. 편집위원은 투고된 논문의 게재가 결정될 때까지는 심사자 이외의 사람에게 저자에 대한 사항이나 논문의 내용을 공개하지 말아야 하고, 저자의 인격과 학자적 독립성을 존중하여야 한다.

6. 심사자가 지켜야 할 윤리기준

가. 심사자는 편집위원회가 의뢰하는 논문을 심사기준이 정한 바에 따라 성실하게 심사하고, 심사결과를 편집위원회에 통지하여야 한다. 만약, 자신이 논문의 내용을 평가하는 데에 적임자가 아니라고 판단될 경우에는 그 사실을 편집위원회에 지체 없이

통지하여야 한다.

나. 심사자는 논문을 개인적인 학술적 신념이나 저자와의 사적인 친분관계를 떠나 객관적 기준에 의해 공정하게 평가하여야 한다. 충분한 근거를 명시하지 않은 채 또는 심사자 본인의 관점이나 해석과 상충된다는 이유로 해당 논문에 게재불가 등급을 부여하거나, 심사대상논문을 제대로 읽지 않은 채 평가해서도 안 된다.

다. 심사자는 투고된 논문의 내용과 관련된 중요한 연구결과 및 자료가 정확히 인용되었는지에 대하여 세심한 주의를 기울여야 한다. 심사하는 논문의 내용이 이미 학술지에 공개된 다른 논문과 매우 유사할 경우에는 편집위원회에 그 사실을 상세하게 알려 주어야 한다.

라. 심사자는 전문지식인으로서의 저자의 인격과 독립성을 존중하여야 한다. 심사의견서에는 논문에 대한 자신의 판단을 밝히되, 보완이 필요하다고 생각되는 부분에 대해서는 그 이유도 함께 상세하게 설명하여야 한다.

마. 심사자는 심사대상논문에 대한 비밀을 준수하여야 한다. 논문심사를 위해 특별히 조언을 구하는 경우가 아니라면 논문을 다른 사람에게 보여 주거나 논문내용을 놓고 다른 사람과 논의하는 것도 삼간다. 또한 논문이 게재된 학술지가 출판되기 전에 저자의 동의 없이 논문의 내용을 인용해서는 안 된다.

7. 윤리위원회

가. 이 윤리기준의 목적을 달성하기 위하여 윤리위원회를 설치한다. 윤리위원회의 위원 및 위원장은 각각『보험금융연구』편집위원회의 위원 및 위원장으로 한다.

나. 윤리위원회는 윤리위원장 및 윤리위원의 요구가 있거나 필요 시 개최한다.

다. 윤리위원회는 재적위원 2/3의 찬성으로 의결하며, 위원이 당해 안건과 직·간접적인 이해관계가 있는 때에는 그 안건의 심의·의결에 관여할 수 없다. 그 밖에 윤리위원회의 운영 및 조사 등에 관한 구체적인 사항은 윤리위원회에서 정한다.

라. 윤리위원회는 윤리기준 위반으로 보고된 사안에 대하여 제보자, 피조사자, 증인·참고인 및 증거자료 등을 통하여 이 윤리기준 위반여부에 대한 조사를 실시하여야 한다. 이 조사에 협조하지 않는 것은 그 자체로서 윤리기준 위반이 된다.

마. 윤리위원회는 윤리기준 위반으로 보고된 피조사자 등에 대하여 충분한 소명기회를 주어야 한다.

바. 윤리기준 위반에 대해 윤리위원회의 최종적인 결정이 내려질 때까지 윤리위원은 피조사자의 신원을 외부에 공개해서는 안 된다.

사. 윤리위원회가 윤리기준 위반에 대하여 제재하기로 결정한 경우에는 위반행위의 경중에 따라 다음의 어느 하나 이상에 해당하는 제재를 부과할 수 있다.

① 논문이 학술지에 게재되기 이전인 경우에는 해당 논문의 게재의 불허

② 논문이 학술지에 게재된 경우에는 해당 논문의 학술지 게재의 소급적 무효화 및 해당 논문 삭제

③ 향후 3년간 학술지 논문게재 금지

④ 기타 윤리위원회에서 정하는 제재사항

아. 윤리위원회가 "사"항 "②"호의 제재를 결정한 경우, 보험연구원 홈페이지 및 연구부정행위가 확정된 이후 발간되는 최초 『보험금융연구』에 연구부정행위사실 공지하여야 한다.

자. 윤리위원회는 연구부정행위가 중대하다고 판단할 경우에는, 연구부정행위자의 소속기관에 연구부정행위 사실을 통보할 수 있다.

8. 보칙

가. 윤리기준은 윤리위원회의 의결로 개정한다.

나. 윤리기준의 개정시, 기존 윤리기준을 준수하기로 서약한 자는 추가적인 서약 없이 개정된 윤리기준을 준수하기로 서약한 것으로 본다.

부 칙

이 기준은 공포한 날부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2009년 2월 10일부터 시행한다.

부 칙

이 기준은 2016년 9월 1일부터 시행한다.

도서회원 가입안내

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 보험동향 - 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 보험동향 - 보험금융연구	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 - 보험동향 - 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