

CR 2007 - 7

CEO
Report

미국 사례로 본 생보사 상장의 영향

2007. 12

보 험 개 발 원

CR 2007 - 7

미국 사례로 본 생보사 상장 의 영향

2007. 12

보 험 개 발 원

CEO Report는 보험산업과 관련된 현안과제를 집중 분석하여, 보험회사 최고경영자의 의사결정에 도움을 드리고자 작성되었습니다.

< 목 차 >

I. 검토배경	1
II. 생보사 상장의 기대효과	2
III. 미국 생보사의 사례	4
IV. 맺음말	13

I. 검토배경

- 향후 보험산업의 환경변화에 대응하기 위해서 국내 생보업계에 자본확충이 절실한 상태임
 - RBC방식으로의 지급여력제도 변경, 책임준비금의 시가평가를 중심으로 하는 국제회계기준 도입 등 제도적 변화가 예상
 - 세계보험시장은 글로벌 보험회사의 시장점유율이 늘어나고 있으며, 국내시장에서도 외국사의 점유율이 급증
 - 국내 금융시장에서도 은행을 중심으로 대형화, 종합금융화가 활발히 진행중
- 생보사가 비상장인 상태에 있는 한 환경변화 대응에 필요한 외부 자본조달에 한계가 있음
 - 상당기간 동안 투자자금의 회수가 불확실한 상태에서 생보사가 필요로 하는 대규모 증자에 참여할 투자자를 찾기 어렵고
 - 소수의 투자자를 찾는다 하더라도 적절한 가격에 주식을 매각하거나 증자를 하기 어려움
- 최근 생보사 운영방식 등과 관련된 논란이 일단락됨으로써 자본 시장으로부터의 자본조달에 대한 장애가 해소되었음
 - 이미 국내 생보사중 9개사(삼성, 교보, 흥국 등)는 상장요건*을 충족하고 있고, 일부 생보사는 '08.3월경 요건을 충족시킬 전망

※ 상장요건 : 유보율(=(자기자본-자본금)÷자본금)이 25% 이상 등
- 이에 따라 본 보고서는 미국 생보사를 대상으로 상장을 전후로 경영전략 변화가 있었는지, 그 성과는 어떠하였는지를 분석함으로써, 향후 생보사 상장미칠 영향에 대한 시사점을 얻고자 함

II. 생보사 상장의 기대 효과

- 일반적으로 주식상장의 주요목적은 자본금을 늘리고 주주의 보유주식을 현금화할 수 있는 시장을 마련하는데 있음
- 특히 자본확충을 통하여 M&A를 통한 대형화·종합금융화에 나설 수 있도록 하는 등 미래성장 동력을 증진시킬 수 있음
 - 최근 세계 보험시장을 주도하는 글로벌 보험사들의 경우 경쟁력 강화 차원에서 M&A 등 대형화에 주력하는 추세
 - M&A 등에 의해 글로벌 보험사(세계시장 점유율 1% 초과)의 세계시장 점유율은 19.8%(98년)에서 28.2%(04년)로 크게 증가
- 국내에서도 은행권을 중심으로 대형화·종합금융화가 급진전되고 있음을 감안할 때, 보험권도 대형화를 위한 자본조달 수단의 다양화가 시급함
 - 치열한 시장경쟁과정에서 여타 보험사와의 합병 뿐 아니라 타금융회사 인수 등을 통해 궁극적으로 보험지주회사도 출현 가능
 - 중소형보험사도 자율합병 등을 통해 규모의 대형화 추진 가능
 - 상장을 통해 대형화에 필요한 자본조달 수단을 다양화
 - 은행·증권 등 여타 금융회사의 생보사 인수도 원활해지는 등 시장기능에 의한 자발적 구조조정 촉진 가능
- 또한, 상장 자체가 기업가치를 증진시키는 부수적 효익도 존재함
 - 상장시에는 투자자, 채권자, 계약자 등 이해관계자에게 회사에 대한 신뢰를 줄 수 있음
 - 상장법인의 재무내용이나 경영상황이 신문, TV, 증권 관계기관의 각종 자료 등을 통해 국내외에 전달됨으로써 기업의 인지도를 제고하는 효과를 얻을 수 있음

- 생보사 상장시 시장감시기능을 통한 경영의 투명성이 높아지고 그 결과 수익성도 개선될 수 있음
 - 상장회사로 전환될 경우 기업공시가 강화되며 기업경영에 대한 소액주주 등의 외부감시기능이 제고
 - 향후 외국 생보사와 마찬가지로 내재가치(embedded value)*에 대한 공시가 이루어지고, 이를 바탕으로 경영실적에 대해 시장의 평가가 이루어짐에 따라 경영효율성이 제고
 - ※ 내재가치는 순자산가치와 보유계약가치의 합계로 표시되며, 내재가치 공시시에는 직전 1년간의 보유계약가치 변동원인도 설명하는 것이 보통이므로 경영실적 평가가 용이
 - 이에 따라 무리한 외형확장을 위한 과당경쟁행태가 지양되고 수익성 위주의 경영체제가 구축될 수 있음

- 소비자 수요에 부응하는 상품에 대한 적극적 마케팅이 예상되며 이로 인해 보험의 사회안전망으로서의 역할이 강화될 수 있음
 - 특히, 고객에게 노후자산관리 서비스 등 보다 다양한 자산관리 서비스 제공이 가능
 - 경영효율성 제고는 보험가격 인하로 이어져 소비자 편익을 증진

- 브랜드 가치의 중요성이 증가(Reputation risk 관리 등)함에 따라 고객불만 사전예방 시스템을 자발적으로 구축할 것으로 예상됨
 - 효율적 보험금 지급심사 체제 구축이 용이해져 신속한 보험금 지급이 가능해 지는 등 소비자의 편의성 증대
 - 소비자는 보험사 및 상품에 대한 정확한 정보를 취득한 후 상품을 선택할 수 있게 되어 불완전 판매 가능성이 감소

Ⅲ. 미국 생보사의 사례

1. 경영전략 변화 분석

가. 분석목적 및 방법

- 분석대상은 '97~'01년 사이에 미국 뉴욕증권거래소에 상장한 11개 생보사*로 함

※ 11개 생보사의 미국 생보시장내 점유율은 약 20%이며, AmerUS 등 일부 생보사는 나중에 타생보사에 합병되기도 함

< 분석대상 생보사 >

회 사 명	상장시기	회 사 명	상장시기
AmerUS Life	1997. 1	Pheonix Life	2001. 6
Canada Life	2001.12	Principal Life	2001.10
John Hancock Life	2000. 1	Prudential Insurance	2001.12
Manufacturers Life	1999. 9	Standard Insurance	1999. 4
Metropolitan Life	2000. 6	Sun Life	2000. 3
MONY Life	1998.11		

- 생보사의 상장전·후에 경영전략이 어떻게 변화하였는지를 보고자 함

- 수익성, 성장성, 상품구성, 투자행태 등에 대하여 상장전 3년 평균과 상장후 3년 평균을 구하여 그 변화율*을 살펴 봄

※ 변화율 = (상장후 3년 평균치) ÷ (상장전 3년 평균치)

- 생보업계 전체의 변화율은 분석대상 상장사의 상장시기별로 가중평균을 사용
- 또한 상장후 생보사의 새로운 전략이 어느 정도 보편적으로 나타나는지도 살펴 봄

나. 경영전략 변화 측정 지표

□ 수익성 변화 측정 지표

- ①총수입 대비 영업이익^{*}, ②총자산 대비 영업이익, ③자기자본 대비 당기순이익의 변화율을 측정

※ 총수입에는 수입보험료, 투자수입 등을 포함

- 수익성이 향상되는 경우 상기 세가지 변화율이 증가하는 것으로 나타날 것임

□ 성장성 변화 측정 지표

- 수입보험료 변화율을 측정
- 상장후에는 자본의 증가로 인하여 보험인수능력이 확대될 것이므로 수입보험료 증가세가 확대될 것으로 기대

□ 재무구조 변화 측정 지표

- 총자산 대비 자기자본의 비율 변화도로 측정
- 상장후에는 외부자본 조달로 인해 자기자본비율이 증가할 것으로 예상되지만, 영업확대 전략을 취하는 경우에는 책임준비금이 크게 증가하여 오히려 자기자본 비율이 하락할 수도 있음

□ 판매상품 변화 측정 지표

- 개인보험(상해/건강보험 포함) 수입보험료 비중, 단체보험 수입보험료 비중, 금융형상품^{*} 수입보험료 비중의 변화를 측정

※ GICs(Guaranteed Investment Contracts)와 같이 일정기간 동안 원금과 이자가 보장되는 보험상품 등

- 상장후에는 경영의 초점을 성장성과 수익성이 높은 **단체보험**(생명, 건강, 상해) 및 **Wealth management***(개인자산관리) 및 **기업연금 서비스** 쪽으로 이동시킬 것임
 - ※ 고객자산의 운용은 물론 세금, 상속, 유언업무 등과 같은 중·장기적인 자산관리 서비스 영역을 포함하는 금융서비스
- **전통적 개인보험**(상해/건강보험 포함)의 성장세는 둔화되고 있는 반면, 경쟁은 더 심하고 수익성은 저하되고 있기 때문
- 다만 **단체보험**은 매우 **경쟁적 시장**이기 때문에 동 시장에서의 성장기회는 제한될 수 있어 동 변수의 변화방향을 예측하기는 어려움
- **Wealth management**시장은 신시장이고 성장성이 큰 시장이므로 수입증가를 추구하는 생보사에서 그와 관련된 **펀드의 판매 비중이 증가할 것임**

□ 자산운용 변화 지표

- 자기자본 대비 **투자부적격채권(non-investment grade bonds)***의 비중 변화를 측정
 - ※ 총6등급의 신용도 평가에서 3~6등급(S&P 기준 BB+ 이하)에 속하는 채권
- 투자부적격채권 비중은 자산포트폴리오의 위험도를 나타내는데, **고수익을 창출하기 위해 자산운용에 추가적인 리스크를 부담할 것으로 예상**

다. 경영전략 변화 측정 결과

□ 수익성 변화

- 총 11개사중 상장전 3년에 비해 상장후 3년의 총수입(총자산) 대비 영업이익 비율이 증가한 회사는 7개사(9개사)
- 상장전 3년에 비해 상장후 3년의 총수입(또는 총자산) 대비 영업이익 비율이 평균적으로 40% 이상 증가
 - 자기자본 대비 당기순이익(ROE)도 상장전에 비해 32% 증가
- 이는 동기간 동안 미국 생명보험업계 수익성에 큰 변화가 없거나 또는 다소 하락하였다는 점과 대조를 이룸

구 분	관찰대상 상장사			업계 전체 평균변화율
	예상 방향	예상방향 회사	평균변화율	
영업이익/총수입	증가	7	1.433	1.043
영업이익/총자산	증가	9	1.465	0.942
당기순이익/자기자본	증가	9	1.317	0.988

□ 성장성 변화

- 총 11개사중 상장전 3년에 비해 상장후 3년의 수입보험료 증가율이 향상된 회사는 7개사, 저하된 회사는 4개사이며,
 - 상장사 전체적으로는 평균 159% 증가
- 이는 동기간의 미국 생명보험업계의 수입보험료 증가율 24%에 비해 크게 높은 수치임

구 분	관찰대상 상장사			업계 전체 평균변화율
	예상 방향	예상방향 회사	평균변화율	
수입보험료 증가	증가	7	2.592	1.244

- 특히, '99.9월에 상장한 Manufacturers Life(Manulife Financial)는 상장이후 활발한 인수 합병으로 대형화를 지향
 - 2001년 Commercial Union Life Assurance(캐나다)를 인수한데 이어, 2002년에는 Zurich Life(캐나다)를 인수
 - 아시아진출도 활발하게 전개하여 2002년 중국시장에 진출하고 대만, 필리핀, 싱가포르 합작법인의 지분을 전량 인수하는 한편, 2003년에는 말레이시아 2개 생명보험사를 인수
 - 2004.4월에는 미국의 **John Hancock**그룹과 합병함으로써 미국 시장내 시장점유율이 2000년말 16위에서 2004년말 9위로 상승하는 한편, 장기간병보험(LTC)과 401(k)연금시장에서 선두 보험사로 자리매김

□ 재무구조 변화

- 총 11개사중 상장전 3년에 비해 상장후 3년의 자기자본비율이 증가한 회사는 7개사이며, 평균적으로 0.4%가 증가
- 이는 동기간 동안 미국 생명보험업계의 자기자본비율이 4.8% 감소한 것과는 대조를 이룸

구 분	관찰대상 상장사			업계 전체 평균변화율
	예상 방향	예상방향 회사	평균변화율	
자기자본비율	증가	7	1.004	0.952

□ 상품 포트폴리오 변화

- 개인보험 비중을 줄이고(9개사) 개인자산관리 비중을 증가시킨 회사(8개사)가 많음

- 전체적으로는 상장전에 비해 전통적 개인보험 보험료 비중은 8% 감소한 반면 개인자산관리상품 비중은 3.4% 증가
- ※ 업계 전체적으로는 개인자산관리 비중이 동기간 동안 38% 감소한 것으로 나타나지만, 2001년에 NAIC의 상품구분체계가 변화되었기 때문에 의미를 부여하기는 어려움

구 분	예상 방향	실제 변화	
		변화율	예상방향 회사
개인보험보험료/총보험료	감소	0.922	9
단체보험보험료/총보험료	불확실	0.947	3
자산관리보험료/총보험료	증가	1.034	8

□ 자산운용 변화

- 자산관리에 있어 상장이후에 고위험전략을 실시하여 상장전에 비해 투자부적격채권 비중이 32% 증가
- 동기간 동안 업계 평균적으로는 13% 증가에 그침
- 이러한 현상이 나타난 것은 상장 생보사 경영진의 경영전략이 높은 주가를 추구하는 방향으로 전환하였기 때문이라고 판단

구 분	관찰대상 상장사			업계 전체 평균변화율
	예상 방향	예상방향 회사	평균변화율	
투자부적격채권/자기자본	증가	9	1.323	1.131

2. 투자자의 경영전략 변화에 대한 평가¹⁾

가. 분석목적 및 방법

□ 미국에서 최근 상장한 주요 생보사*의 상장후 주가수익률을 타지표(S&P500지수, Nasdaq 보험지수)와 비교

※ 앞서와 마찬가지로 '97~'01년 사이에 미국 뉴욕증권거래소에 상장한 11개 생보사

○ 상장이후에 수익성과 비용효율성이 향상되지 않거나 그 성과가 투자자의 기대에 못 미칠 경우 주가가 하락하거나 수익률이 저조할 것으로 예상

- 상장시 공모가가 저평가되어 수익률이 높게 나타날 가능성을 배제하기 위해 상장초일 종가를 기준으로 3년간의 수익률을 계산

□ 구체적으로는 최근 상장한 주요 생보사의 상장후 위험조정수익률(risk adjusted performance)을 타지표와 비교

○ 분석대상 생보사의 위험이 타지표의 위험과 상이하면 주가수익률이 상이할 것이므로, 타지표와의 위험도를 조정하여 비교

○ 위험도 조정방법으로는 보편적으로 사용되는 샤프지수(Sharpe Ratio)를 사용

- 펀드가 보유한 포트폴리오의 위험을 투자수익률의 변동성으로 정의하고, 변동성 측정지표로 수익률의 표준편차를 사용

- 수익률의 표준편차를 이용하여 펀드의 수익률과 위험을 동시에 평가하는 성과지표는 샤프지수가 대표적

1) Joseph W. Meador, Demutualization in the Life Insurance Industry, Review of Business, Winter, 2006을 참조

※ 용어설명 : 샤프지수(Sharpe Ratio)

□ 샤프지수의 정의

- 무위험수익률 대비 해당기업의 초과수익률을 해당기업 투자수익률의 표준편차로 나눈 값

$$Sharpe\ ratio = \frac{(R_i - R_f)}{\sigma_i}$$

R_i : *i*회사 주가의 월평균(36개월간) 수익률

R_f : 각 해당월의 30일 *T-bill* 평균 수익률

σ_i : *i*회사 주가의 월평균 수익률의 표준편차

□ 샤프지수의 의미

- 수익률의 표준편차는 해당기업의 총위험을 의미하므로, 샤프지수는 결국 총위험 한 단위당 초과수익률로 해석됨
- 따라서 타펀드의 지수와 비교하여 수치가 높으면 더 좋은 실적을 의미
- 지수 자체만으로는 큰 의미가 없고 타펀드 성과와의 비교에 사용

나. 분석결과

□ 상장 생보사의 위험조정후 수익률이 타지표 수익률에 비해 더 높은 것으로 나타남

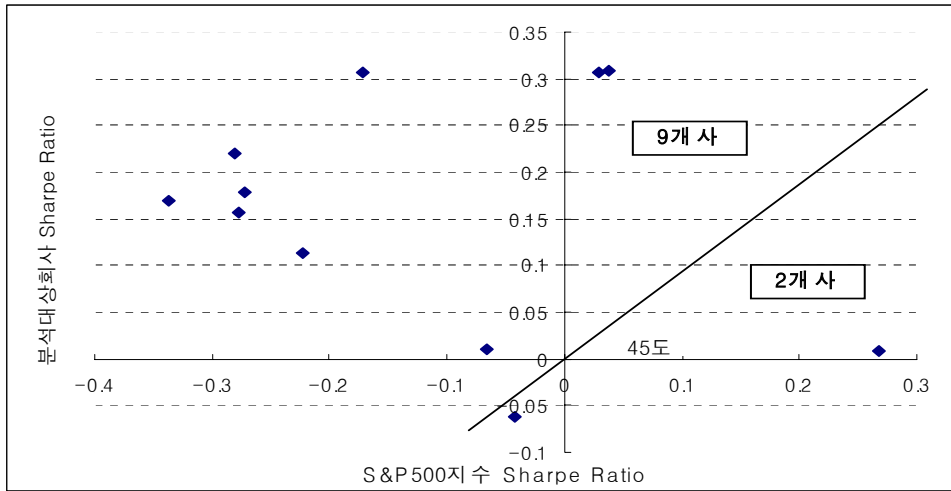
- 11개 생보사중 9개사의 샤프지수가 S&P500의 지수에 비해 높음
- 11개 생보사중 7개사의 샤프지수가 나스닥 보험지수에 비해 높음

□ 이는 최근 상장한 생보사가 높은 성장성과 수익성으로 인해 투자자들로부터 좋은 평가를 받은 것을 의미

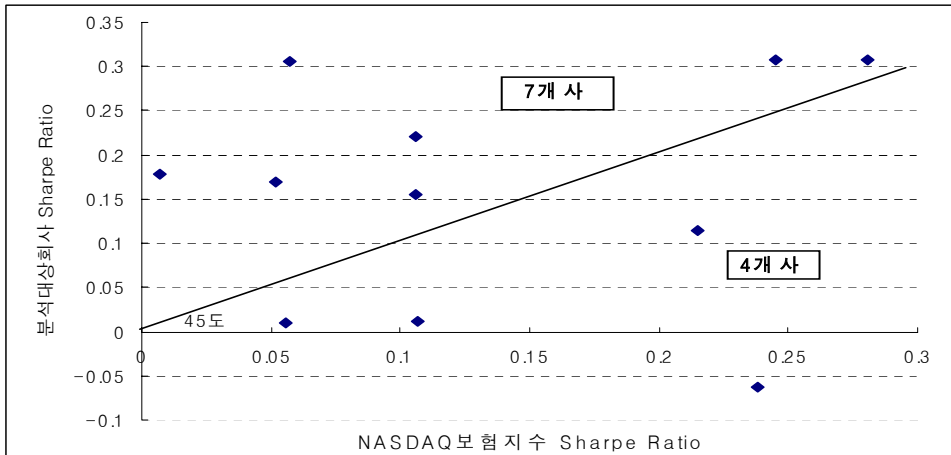
- 비교기간이 '97년에서 '02년말까지 기간에 걸쳐 있다는 점을 감안하면, 경기사이클*과 관계없이 생보사의 수익성과 성장성에 긍정적 평가가 있었음

※ 미국 경기 활황기 : '98~'00년, 침체기 : '01~'03년

< S&P500지수와 위험조정후 수익률 비교 >



< 나스닥 보험지수와 위험조정후 수익률 비교 >



- 또한 제조기업을 비롯한 일반기업의 경우 상장후 3년간의 장기 성과가 벤치마크(S&P500, 다우지수)에 못 미치는 경우가 많다는 점을 감안하면, 생보사의 초과수익률은 특별히 의미가 있음
- 일반기업의 경우 상장후 초기에 주가가 상승하였다가 나중에는 하락하는 경우가 많은 것으로 나타남

< 제조업 등 일반기업의 상장후 3년간 시장초과수익률 >

구 분	'80~'89	'90~'94	'95~'98	'99~'00	'80~'00
신규상장 수	1,982 개	1,632 개	1,752 개	803 개	6,249 개
초과수익률	△24.7%	△7.2%	△32.3%	△34.3%	△23.4%

자료) Ritter, J. and I. Welch, "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations", Journal of Finance, 2002

IV. 맺음말

- 1997년 이후 상장한 미국의 11개 생보사 재무제표를 분석한 결과, 상장 이후 수익성, 성장성 등이 개선된 것으로 확인됨
 - 상장이후에 상품구성, 마케팅, 자산운용 등 경영전략에 변화가 발생하였고 그 결과 비용효율성과 수익성이 향상되었음
 - 상장 생보사의 경우 기업경영에 대한 시장감시 기능이 제고되고 경영투명성이 증진됨으로써, 수익성 위주의 경영전략을 취하게 된 것으로 판단됨
- 또한, 생보사 상장이후 시장투자가로부터도 수익성 향상과 미래 성장성에 대해 긍정적 평가를 받은 것으로 나타남
 - 상장후 3년간의 위험조정수익률을 조사한 결과, 신규상장한 생보사의 위험조정수익률이 S&P500 지수 및 나스닥 보험지수 등 타시장지표 수익률에 비해 높게 나타났음
 - 높은 수익률은 경기 활황기('98~'00년)인지 침체기('01~'03년)인지에 관계없이 일관되게 나타나는 결과
 - 자본확충을 통하여 M&A를 통한 대형화·종합금융화에 나설 수 있도록 하는 등 미래성장 동력을 증진시키거나
 - 타생보사와의 합병가능성 등이 증가한 점도 주가상승의 한 요인으로 작용한 것으로 판단됨
- 이러한 점을 미루어 볼 때, 생보사 상장은 생보산업의 효율성을 증진시키고, 그 성과를 투자자 등 이해관계자와 공유함으로써 사회적 관점에서도 긍정적 효과를 기대할 수 있음
 - 또한 성숙단계에 접어든 국내시장의 한계를 벗어나 적극적 해외진출을 꾀함으로써 국내 생보사의 체질적 변화를 가져올 계기가 될 것임