

경영보고서 2009-4

# 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구

2009. 6



## 머 리 말

최근 들어 세계적인 금융위기 확산에 따른 소비자 구매력 하락으로 영업환경이 악화되고 금융시장 주요 변수도 자산운용에 불리한 방향으로 전개되어 생명보험회사의 성장성과 수익성 하락이 우려되고 있다. 이러한 상황은 생명보험회사의 수익성과 성장성을 수반한 성장, 즉 지속가능성장에 대한 중요성을 부각시키고 있다.

수익성 위주의 경영에 집착하게 되면 성장성이 훼손될 수 있고 성장성 위주의 경영에 집착하면 수익성이 악화될 수 있다. 따라서 생명보험회사는 영업환경의 변화에 따라 성장성과 수익성의 조화를 추구함으로써 지속적인 생존과 발전을 도모할 필요가 있다. 그러나 실제로 생명보험회사의 입장에서 지속가능성장을 위해 어느 정도의 성장률과 수익률을 달성해야 될 것인지에 대한 모범답안을 찾기란 쉽지 않은 일이다.

본 연구에서는 생명보험회사의 수익성과 성장성의 조화를 통한 지속가능성장을 달성하기 위한 전략적 과제를 제시하고 있다. 이러한 과제를 도출하기 위해서 본 연구는 생명보험회사에 적합한 지속가능성장률 산출모형을 도출하고, 이를 이용하여 성장성과 수익성을 고려한 적정성장률의 수준 혹은 조건을 도출한 후, 적정성장률을 달성하는 생명보험회사들과 그렇지 못한 회사들 사이의 차이점을 보험영업활동과 투자영업활동의 측면에서 종합적으로 비교분석하고 있다.

생명보험회사의 지속가능성장을 위한 전략적 과제를 모색하기 위해서는 현재 상황에 대한 객관적이고 면밀한 분석이 선행되어야 할 것이다. 이를 위해서는 무엇보다 성장성 및 수익성과 관련된 개별 회사의 내부 역량의 차이를 다양한 각도에서 분석할 필요가 있으며, 이러한 측면에서 동 보고서의 발간의 의가 있다고 하겠다. 끝으로 동 보고서에 수록된 내용은 연구자 개인의 의견이며, 우리원의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

2009년 6월

보 험 연 구 원

원 장 나 동 민



# 목 차

요 약 .....	1
<b>I. 서 론 .....</b>	<b>11</b>
1. 연구 배경 및 목적 .....	11
2. 연구 내용 및 구성 .....	13
<b>II. 지속가능성장의 필요성과 의의 .....</b>	<b>14</b>
1. 지속가능성장의 정의 및 필요성 .....	15
2. 지속가능성장과 성장전략 .....	17
<b>III. 생명보험회사의 지속가능성장률과 적정성장률 .....</b>	<b>23</b>
1. 지속가능성장률의 측정방법 .....	23
2. 생명보험회사의 지속가능성장률 .....	32
3. 지속가능성장률과 적정성장률 .....	40
<b>IV. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성 .....</b>	<b>47</b>
1. 기업성장 원천 관련 이론 .....	47
2. 변수의 선택 .....	49
3. 생명보험회사의 실제성장률 결정요인 분석 .....	55
4. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성 분석 .....	61
<b>V. 생명보험회사의 지속가능성장을 위한 전략적 제언 .....</b>	<b>74</b>
1. 성장에 대한 관점 및 목표의 재정립 .....	74

2. 지속가능성장 목표의 계량화 .....	77
3. 수익성 및 성장성을 위한 영업전략의 개선 .....	81
<b>VI. 결론 및 연구의 한계 .....</b>	<b>83</b>
<b>참고문헌 .....</b>	<b>87</b>

## <표 차례>

<표 III-1> 생명보험회사 전체의 지속가능성장률 관련 지표 .....	35
<표 III-2> FY2007 생명보험회사의 지속가능성장률 관련 지표 .....	36
<표 III-3> 생명보험회사 그룹별 지속가능성장률 관련 지표 .....	40
<표 III-4> 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 회사와 큰 회사의 수익성 검정 .....	42
<표 III-5> 실제성장률과 지속가능성장률의 절대 차이에 따른 수익성 검정 .....	43
<표 III-6> 실제성장률과 지속가능성장률의 차이 그룹별 매출액순이익률 .....	45
<표 III-7> 실제성장률과 지속가능성장률의 차이 그룹별 ROA .....	46
<표 IV-1> 선택된 설명변수 .....	52
<표 IV-2> 선택된 설명변수의 기대부호 .....	54
<표 IV-3> 각 변수에 대한 기술통계량 .....	56
<표 IV-4> 외부요인 및 성과변수와 영업변수 사이의 상관계수 .....	57
<표 IV-5> 보험영업 변수 사이의 상관계수 .....	57
<표 IV-6> 투자영업 변수 사이의 상관계수 .....	57
<표 IV-7> 패널회귀모형 추정결과 .....	59
<표 IV-8> 생명보험회사 성장그룹별 회사 수 .....	62
<표 IV-9> 생명보험회사 성장그룹별 특성 변수의 평균 .....	63
<표 IV-10> 성장그룹별 규모 및 연령 차이 .....	64
<표 IV-11> 성장그룹별 사망보험비중 및 단체보험비중 차이 .....	66
<표 IV-12> 성장그룹별 일시납보험비중 및 실효해약률 차이 .....	67
<표 IV-13> 성장그룹별 사업비율 및 보험금지급률 차이 .....	68
<표 IV-14> 성장그룹별 주식및수익증권비중과 채권비중 차이 .....	69
<표 IV-15> 성장그룹별 현금비중 및 대출채권비중 차이 .....	70
<표 IV-16> 다항로짓모형 추정결과(기준: 적정성장그룹) .....	72
<표 V-1> 시장점유율 목표달성을 위한 매출증가율 .....	81

## <그림 차례>

<그림 Ⅲ-1> 지속가능성장률의 산출 .....	27
<그림 Ⅲ-2> 생명보험회사 전체의 성장률 추이 .....	34
<그림 Ⅲ-3> 대형 생명보험회사의 성장률 추이 .....	37
<그림 Ⅲ-4> 중소형 생명보험회사의 성장률 추이 .....	38
<그림 Ⅲ-5> 외국계 생명보험회사의 성장률 추이 .....	39

## 요약

### I. 서론

#### 1. 연구 배경 및 목적

- 1997년 금융위기 이후 부실보험회사들이 도산하면서 강도 높은 구조조정을 거쳤고, 이러한 경험을 바탕으로 현재 생명보험회사들은 외형성장보다는 리스크관리 및 수익성 제고를 강조하고 있는 상황임.
- 그러나 최근 미국발 금융위기가 국내 금융시장으로 전이되면서 생명보험회사들의 수익성이 악화되는 가운데 대형사는 저성장을 지속하고 있으며 중소형사는 과도한 성장을 지속하고 있음.
- 이에 본 연구는 국내 생명보험회사들이 수익성과 성장성의 조화를 통한 성장구조, 즉 경영환경이 악화될 경우에도 견고하고 지속가능한 성장구조를 구축하기 위해 필요한 전략적 과제의 모색을 목적으로 함.

### II. 지속가능성장의 필요성과 성장전략

#### 1. 지속가능성장의 정의 및 필요성

- 생명보험회사의 지속가능성장(sustainable growth)을 수익성을 수반한 수입보험료 성장으로 정의하며, 이는 적절한 수익성을 확보하는 가운데 성장하는 생명보험회사가 경영환경이 불리할 경우에도 경쟁회사에 비해 성장 가능성이 높다는 가정을 내포하고 있음.
- 생명보험상품은 다른 금융상품에 비해 만기가 길고 보험금 지급 혜택이 미래에 발생하는 특성을 가지고 있어 미래에도 생명보험회사가 양호한 재무건전성을 유지할 것이라는 믿음이 전제되어야 소비자는 현재 시점에 보험상품을 구매할 것이므로 수익성을 수반한 성장이 지속가능성도 높다고 할

수 있음.

- 지속가능성장과 다소 관련이 있는 개념으로서 최근 들어 지속가능경영 (sustainable management)이 각광을 받고 있으나 생명보험회사의 경우는 환경경영과 사회적책임경영보다 오히려 경제적인 측면이 여전히 중요한 요소임.
  - 2000년대 이후 경제성과 위주의 경영전략보다는 환경경영과 사회적책임 경영을 강조하는 지속가능경영이 기업의 수명을 연장하기 위한 전략적 대안이 될 수 있다는 인식이 확산되고 있음.
  - 생명보험회사의 경우에는 지속가능경영에서 말하는 환경경영과 직접적인 관련이 없고, 사회적책임경영의 경우에도 이미 지속적으로 수행해 왔으므로 사회적책임경영 측면의 지속가능경영은 새로운 개념이 아님.
  - 생명보험회사의 경우 지속가능성장을 이루지 못하여 소비자, 주주, 종업원, 지역사회에 대한 경제적책임을 다하지 못한다면 환경경영이나 사회적책임을 사상누각에 불과할 것임.

## 2. 지속가능성장과 성장전략

### 가. 핵심사업 강화전략

- 기업이 지속가능한 성장을 달성하기 위해서는 현재 가장 좋은 성과를 나타내는 사업부문의 역량을 극대화할 필요가 있음.

### 나. 관련 다각화전략

- 지속가능성장을 위해서는 우선적으로 기존의 핵심사업 부문에서 실현가능한 최대성과를 창출하면서 상품다각화전략, 지역다각화전략, 판매채널다각화전략, 고객다각화전략 등을 통해서 핵심사업의 경계를 점진적으로 확장해 나가는 것이 효과적임.

### 다. 고객중심 성장전략

- 기업은 고객이탈을 최소화하면서 최대 이익을 가져올 수 있는 고객군을 선택하여 차별화된 상품 및 서비스를 제공할 수 있는 시스템을 집중적으로 개발하여 지속가능한 고수익성장 기반을 구축할 필요가 있음.

#### 라. 네트워킹 전략

- 글로벌 네트워크 환경에서 지속가능한 생존과 성장을 유지하기 위해서는 아웃소싱 등을 통해서 자사가 경쟁우위를 획득할 수 있는 역량을 선택하고 이의 개발에 모든 노력을 집중해야 함.

#### 마. 인수 합병 전략

- 전략적 성장목표의 신속한 달성 및 강력한 시장지배력의 획득과 유지를 위한 효과적인 경영수단으로 M&A를 활용할 수 있으며, 성공적인 M&A를 위해서는 인수 후에 자사가 성공적으로 운영할 수 있는 기업들을 대상으로 해야 함.

### III. 생명보험회사의 지속가능성장률과 적정성장률

#### 1. 지속가능성장률의 측정방법

- 생명보험회사의 지속가능성장률은 내부유보를 통해 조달된 자금을 이용하여 판매인력과 요소비용의 확대를 통해 달성할 수 있는 최대의 수입보험료 성장률로 정의가 가능함(Higgins, 1977, 1981).
- Higgins가 제시한 지속가능성장률 산출방법을 적용한 다수의 연구들은 명시적으로 혹은 암묵적으로 기업의 영업이익률(profit margin), 자산 대비 매출액 비율, 목표 부채비율, 목표 배당성향이 일정하며 유상증자를 하지 않으며 내부 유보된 자기자본을 통해서 가능한 빠른 성장을 달성하려고 한다고 가정함.

#### 4 경영보고서 2009-04

□ 그리고 지속가능성장률 산출방법을 도출하기에 앞서 다음과 같이 변수를 정의함.

t = 총자산/매출액, 매출액 1단위당 자산을 의미하며, 통상적으로 사용되는 자산회전율(=매출액/총자산)의 역수

p = 순이익/매출액, 즉 매출액순이익률(profit margin)

d = 배당성향, 즉 배당금/당기순이익, 따라서  $1 - d =$  사내유보율

L = 부채비율, 즉 총부채/자기자본

s = 당기의 매출액

$\Delta s =$  매출액 증가분

□ 자산은 부채와 자본을 합한 값이므로 이를 수식으로 표현하면 다음의 식(요약-1)과 같음.

$$\circ \Delta s(t) = p(s + \Delta s)(1 - d) + p(s + \Delta s)(1 - d)L \quad (\text{요약-1})$$

○ 좌변의  $\Delta s(t)$ 는 매출액 증가에 따른 신규자산을 의미함.

○ 우변의  $p(s + \Delta s)(1 - d)$ 는 당기순이익에 목표유보율을 곱한 값으로서 내부유보액을 의미하고,  $p(s + \Delta s)(1 - d)L$ 은 부채비율의 변경 없이 조달 가능한 신규 부채액을 의미함.

□ 식(요약-1)을 매출액성장률( $\Delta s/s$ )에 대해 정리하면 다음과 같은 식(요약-2)을 얻을 수 있음.

$$\circ SGR = \frac{p(1 - d)(1 + L)}{t - p(1 - d)(1 + L)} \quad (\text{요약-2})$$

□ 보험회사의 경우에는 재무건전성 기준을 충족시키기 위한 경우 또는 적절한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한해서만 차입이 가능함(보험업법 시행령 제58조(자산평가의 방법 등) 제②항).

○ 따라서 보험회사의 지속가능성장률은 신주발행과 차입을 하지 않고 내부유보를 통해 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률로 정의하는 것이 타당함.

○ 다만, 보험회사의 경우 매출이 증가하면 여기에서 일정 비율을 적립하

여 부채가 증가한다는 점을 반영하여야 함.

- 식(요약-1)에서 우변의 신규부채액을 의미하는 부분은  $(t \Delta s)D/A$ 가 되고  $D/A$ 가 일정하다는 가정을 추가하면 다음의 식(요약-3)이 성립하며 이를 매출액성장률에 대해 정리하면 생명보험회사의 지속가능성장률( $SGR_{LIFE}$ )이 도출됨.

- $\Delta s(t) = (t \Delta s) \frac{D}{A} + p(s + \Delta s)(1 - d)$  (요약-3)

- 여기서  $D$ 는 매출액(수입보험료)에 대한 책임 준비금 전입액을 의미

- $SGR_{LIFE} = \frac{p(1 - d)}{t(1 - \frac{D}{A}) - p(1 - d)}$  (요약-4)

- 또한,  $N$ 을 당기순이익,  $A$ 를 총자산이라 하면 앞의 식(요약-4)는 다음의 식(요약-5)과 같이 자산이익률( $ROA$ )과 유보율로 표현할 수 있음.

- $SGR_{LIFE} = \frac{ROA \times (1 - d)}{(1 - \frac{D}{A}) - ROA \times (1 - d)}$  (요약-5)

## 2. 생명보험회사의 지속가능성장률

- 최근 생명보험회사 전체의 실제성장률과 지속가능성장률은 FY2002 이후 하락세를 나타내고 있으며 최근 FY2006과 FY2007에 들어서는 성장률 갭(실제 성장률-지속가능성장률)이 마이너스에서 플러스로 전환됨.
- 대형사는 실제성장률이 FY2002 이후 마이너스를 기록하여 성장이 정체되고 있으며 지속가능성장률은 플러스이지만 FY2002 이후 지속적으로 낮은 수준을 유지하고 있음.
- 중소형사는 대형사와 달리 FY2002 이후부터 연간 10% 이상의 높은 실제성장률을 나타내고 있으며 지속가능성장률은 FY2002를 기점으로 하여 FY2007까지 지속적으로 하락세를 나타내고 있음.
- 외국계 생명보험회사들의 경우에도 중소형사들과 마찬가지로 실제성장률이

지속가능성장률에 비해 지속적으로 높은 수준을 나타내고 있음.

### 3. 지속가능성장률과 적정성장률

- 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 회사가 그렇지 않은 회사에 비해 수익성이 높고, 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 생명보험회사가 그렇지 않은 회사에 비해 수익성이 높은 것으로 나타남.
- 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 낮은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사들의 수익성이 높고, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사들의 수익성이 높은 것으로 나타남.
- 따라서 성장성과 수익성을 고려할 때, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 낮은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사들과 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 회사들이 적정수준의 성장을 지속하고 있는 것으로 판단할 수 있음.

## IV. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성

### 1. 생명보험회사의 실제성장률 결정요인 분석

- 우선 기업성장을 다룬 기존의 연구들과 마찬가지로 실제성장률에 유의한 영향을 미치는 요인은 무엇인가를 분석하여 국내 생명보험회사들 중 실제성장률이 높은 기업의 특징은 무엇인가를 파악함.
- 실제성장률을 종속변수로 하는 패널회귀모형(panel regression model)을 통해서 추정(고정효과모형 선택)한 결과 보험영업활동을 반영하는 변수들 중에서는 사망보험비중, 일시납보험비중, 실효해약률, 단체보험비중이 통계적으로 유의한 것으로 나타났으나 투자영업활동을 반영하는 변수들 중에서는

통계적으로 유의한 변수가 없는 것으로 나타남.

- 그러나 종속변수로 사용된 실제성장률은 수익성을 반영한 지표가 아니기 때문에 이와 같은 분석결과로부터 얻어지는 시사점은 제한적일 수밖에 없음.

## 2. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성 분석

- 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해 분석대상 회사를 과대성장그룹, 적정성장그룹, 과소성장그룹으로 분류하여 각 그룹의 특징 차이를 분석함.
- 다항로짓모형(multinomial logit model)을 통해 모형을 추정한 결과 과대성장 회사는 적정성장 회사에 비해 보험영업활동을 반영한 변수들이 유의하고 과소성장 회사는 적정성장 회사에 비해 투자영업활동을 반영한 변수들이 유의한 것으로 나타남.
  - 적정성장률보다 과대성장할 확률에 유의한 영향을 미치는 변수는 외부 요인에서 기업규모, 보험영업활동에서 사망보험비중, 일시납보험비중, 실효해약률, 단체보험비중, 투자영업활동에서 현금비중으로 나타남.
  - 적정성장률보다 과소성장할 확률에 유의한 영향을 미치는 변수는 외부 요인에서 연령, 보험영업활동에서 사망보험비중, 투자영업활동에서 주식 및 수익증권비중, 채권비중, 대출채권비중으로 나타남.

## V. 생명보험회사의 지속가능성장을 위한 전략적 제언

### 1. 성장에 대한 관점 및 목표의 재정립

#### 가. 기업가치 증대를 위한 성장

- 보험회사는 성장의 개념을 외형 확대의 관점이 아니라 기업가치 증대의 관점으로 전환할 필요가 있음.

- 성장의 목표를 단순히 수입보험료 확대가 아니라 기업가치 증대로 설정함으로써 수익성을 수반한 성장, 즉 지속가능성장을 달성할 수 있기 때문임.
- 생명보험회사의 상장(going public)이 가시화될 경우에는 기업가치 증대를 위한 지속가능성장의 필요성은 더욱 절실할 것으로 예상됨.

#### 나. 경쟁우위 확보를 위한 성장

- 보험회사는 성장의 개념을 시장수요의 변화를 반영하는 가운데 다양한 측면에서 경쟁우위(competitive advantage)를 확보함으로써 매출증가를 도모한다는 관점으로 전환할 필요가 있음.
  - 보험회사는 성장의 목표를 영업활동의 다양한 부문에서 경쟁우위를 확보하는 가운데 매출제고를 도모하는 것이 중장기적으로 수익성을 수반한 성장, 즉 지속가능성장을 달성할 수 있을 것임.
  - 생명보험회사들이 성장성을 제고하기 위해서는 경쟁우위 확보의 측면에서 성장에 대한 관점을 재정립하고 경쟁우위 확보를 목표로 하여 수익성을 수반한 지속가능성장을 도모할 필요가 있음.

#### 다. 조직구성원을 위한 성장

- 보험회사는 성장의 개념을 매출확대의 관점에 그치지 않고 매출확대를 가능하게 하는 조직구성원의 역량을 최대한 발휘할 수 있도록 활력을 불어넣는 것도 중요한 고려 대상임.
- 생명보험회사가 성장하는 과정에서 필연적으로 직면하게 되는 다양한 고객들의 요구와 치열한 경쟁압력은 조직구성원들의 잠재적 열정과 에너지를 필요로 함.
  - 따라서 성장과정에서 조직구성원이 자신의 역량을 최대한 발휘하여 높은 수준의 목표를 성공적으로 달성하기 위해서는 보험회사가 내적 보상과 함께 외적 보상을 충분히 제공할 필요가 있음.

## 2. 지속가능성장 목표의 계량화

### 가. 목표수익률 및 목표성장률의 설정

- 본 연구는 생명보험회사의 지속가능성장률을 산출하기 위해 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률을 비교함으로써 적정성장률 수준을 도출하였음.
  - 실증분석 결과에 따르면 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮아 과소성장을 나타내는 생명보험회사는 영업활동에서 수익성을 다소 낮추어 지속가능성장률을 다소 낮추는 방향으로 성장성 제고를 위한 노력을 경주하는 것이 바람직함.
- 따라서 생명보험회사는 자산이익률을 이용함으로써 지속가능성장을 위한 목표수익률을 계량화하고, 동시에 계량화된 목표수익률을 고려하여 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통하여 적정성장률을 산출함으로써 이를 목표성장률로 사용할 수 있을 것임.

### 나. 목표시장점유율과 성장률의 연계

- 시장환경의 변화에 따라 경쟁 보험회사들의 전략도 지속적으로 변화할 것이므로 개별 생명보험회사가 성장전략을 수립할 때에는 기간에 따른 목표시장점유율도 함께 고려할 필요가 있음.
- 매출성장률과 목표시장점유율을 연계하여 성장전략을 수립하는 계량적인 접근은 Varadarajan(1983)이 제시한 방법을 이용할 수 있음.
  - 예상시장성장률이 주어질 경우 특정 기간 동안 목표시장점유율의 달성을 위해 계획기간 동안 요구되는 일정한 매출성장률의 예측치를 활용할 필요가 있음(본문 참조).

## 3. 수익성 및 성장성을 위한 영업전략

- 생명보험회사가 성장에 대한 관점 및 목표를 재정립하고 구체적으로 계량화된 목표를 설정한 이후에는 구체적인 영업전략이 필요함.

- 본 연구의 분석결과를 고려할 때 국내 생명보험회사들이 수익성과 성장성을 고려하여 지속 가능한 성장기조를 구축하기 위해서는 기본적으로 다음과 같은 내용을 전략수립시에 반영할 필요성이 제기됨.
  - 우선 과대성장이 문제가 되는 생명보험회사는 목표성장률을 지속가능성장률과 비슷한 수준으로 낮추는 방향으로 전략을 수정하여 수익성을 회복할 필요가 있음.
  - 다음으로 과소성장을 지속하는 회사는 상품구조 측면에서 볼 때 사망보험의 판매비중이 상대적으로 작다는 차이점이 있으므로 사망보험의 비중을 적절한 수준으로 확대할 필요가 있음.

## VI. 결론 및 연구의 한계

- 본 연구의 공헌은 기존의 성장전략을 지속가능성장 측면에서 재점검하고 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률의 비교를 통해서 바람직한 성장전략 수립에의 과제를 제시하였다는 것임.
- 본 연구는 몇 가지 미진한 점이 존재하고 있으며 이는 향후 추가적인 연구 과제로 연결될 수 있을 것임.
  - 생명보험회사의 지속가능성장률을 측정하기 위해 Higgins의 모형을 적절히 변형하여 사용하였으나 여전히 한계점은 존재함.
  - 본 연구에서는 현실적으로 개별 생명보험회사의 지급여력비용 자료를 획득할 수 없고 모형의 복잡성을 회피하기 위하여 적절한 가정을 추가하여 이를 반영하지 않았기 때문임.
  - 다음으로, 적정성장 회사와 과소성장 회사의 특성 차이를 규명하기 위해 사전에 선택된 변수들이 풍부하지 못하여 결과적으로 이들 그룹의 차이를 온전히 규명하는 데 한계가 있었음.

# I. 서론

## 1. 연구 배경 및 목적

지난 1997년 금융위기 이후 재무건전성이 취약한 생명보험회사들이 대거 구조조정 되면서 시장에서 퇴출되었다. 생명보험회사들 중 1997년 말부터 2006년 6월말까지 계약이전에 의해 정리된 회사는 9개사, 제3자 매각에 의해 정리된 회사는 6개사이다. 정리된 생명보험회사 중에는 중소기업사뿐만 아니라 대형사도 포함되어 있었고, 이로 말미암아 보험시장 참여자들은 성장지향 전략으로는 지속가능한 성장을 달성할 수 없다는 교훈을 얻게 되었다.

이와 같은 경험을 바탕으로 현재 국내 생명보험회사들은 리스크관리 및 수익성 위주의 내실경영을 강조하고 있는 상황이다. 그럼에도 불구하고 최근 생명보험회사들의 성장성과 수익성은 하락 추세를 보이고 있다. 생명보험 수입보험료 성장률은 FY2007에 전년대비 13.0%가 증가하였으나 FY2008 1분기에는 전년 동기대비 5.0%로 축소되었다. 또한 당기순이익은 FY2007에 전년대비 8.1%가 증가하였으나 FY2008 1분기에는 보험영업수지와 투자영업수지가 악화되면서 전년 동기대비 24.3%가 감소하였다.<sup>1)</sup> 특히, 최근에는 글로벌 금융위기에 따른 경기하강 압력이 거세지면서 생명보험회사의 성장이 크게 둔화될 것으로 예측되고 있다. 이러한 상황에서 생명보험회사들은 성장성과 수익성을 겸비한 지속가능성장의 제고를 위한 대책마련이 절실한 실정이다.

중소형 생명보험회사의 경우에는 성장이 곧 생존으로 이어질 수 있으므로 성장률 제고에 집착할 수 있다. 대형 생명보험회사의 경우에도 최근 수년 동안 중소기업 생명보험회사들에 비해 저성장을 기록하고 있어 성장률 제고가 현안과제의 하나로 부각되고 있다. FY2007 생명보험 수입보험료 증가율은 외국계와 중소기업사가 각각 전년대비 28.7%와 30.8%인데 반해 대형사는 2.5%에 지나지 않아 중소기업사와 외국계 보험사의 시장점유율은 상승한 반면 대형사의

---

1) 생명보험회사의 수입보험료와 당기순이익 추이에 대한 내용은 보험연구원에서 발간하는 『계간보험동향』 참조.

시장점유율은 FY2006에 62.3%에서 FY2007에는 56.7%로 크게 하락하였다.

이와 같이 중소기업의 높은 성장률이 수익성이 수반되지 않은 것이라면 영업환경이 악화될 경우 재무건전성이 저하되면서 한계상황에 직면할 가능성을 배제할 수 없을 것이다. 또한 대형 생명보험회사의 경우에 경영활동이 지나치게 보수적이거나 안정성 위주일 경우에는 시장점유율이 잠식당하게 될 수 있으며, 저성장을 만회하기 위해 수익성이 수반되지 않은 성장전략을 실행할 경우 영업환경이 악화되면 부작용이 발생할 수 있다. 따라서 현재 생명보험산업은 그 어느 때보다 수익성이 수반된 성장기조를 마련할 필요가 있으며 개별회사는 이를 위한 성장전략이 필요한 상황이다. 이에 본 연구는 국내 생명보험회사들이 수익성과 성장성의 조화를 통한 성장구조, 즉 지속가능한 성장구조를 구축하기 위해 필요한 전략적 과제의 모색을 목적으로 한다.

국내 생명보험회사를 대상으로 성장전략을 다룬 선행연구를 탐색한 결과 이원돈·이승철·장재일(1998)의 연구가 유일하였다. 이들의 연구는 IMF 금융위기 이전의 부적합한 기업행태를 극복한다는 차원에서 생명보험회사의 성장전략 수립에 많은 기여를 하였다. 그러나 IMF 금융위기를 기점으로 하여 국내 생명보험회사들은 많은 구조적인 변화가 있었으며 이에 따라 성장전략 수립에 있어 새로운 접근이 필요한 시점이다. 또한 기존 연구는 국내 생명보험회사들 중 하위그룹에 속한 생명보험회사가 시장선도적 위치에 있는 상위그룹 생명보험회사로 도약하기 위한 성장전략 추진 시 요구되는 조건을 찾아보고자 하였다. 그러나 업계 상위그룹에 속하는 생명보험회사라 할지라도 반드시 그 성장 경로가 바람직하다고 볼 수 없으므로 현실적인 시사점 도출에는 한계가 존재하였을 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 생명보험시장에서 재무건전성이 취약한 대형사가 정리된 경험은 이를 입증한다. 이와 달리 본 연구는 생명보험회사의 성장성과 수익성을 동시에 고려하여 적정성장을 달성하는 기업을 발굴하고 그러한 기업과 그렇지 못한 기업의 특성을 규명하여 바람직한 성장전략 수립의 과제를 찾고자 한다는 점에서 차이가 있다.

## 2. 연구 내용 및 구성

본 연구는 생명보험회사의 지속가능한 성장구조 구축을 위한 전략적 과제  
의 모색이라는 소기의 목적을 달성하기 위하여 성장전략에 대해 논의하고 분  
석한다. 우선 지속가능성장에 대한 정의 개진 후 이를 기초로 하여 기존에 실  
무적으로 널리 활용하고 있는 성장전략을 지속가능성장의 측면에서 논의하여  
개념적 이해를 돕는다. 또한 생명보험회사의 지속가능성장률 산출모형을 도입  
하고, 성장성과 수익성 모두 양호한 적정성장률 달성기업을 정의하기 위해 지  
속가능성장률을 벤치마크로 활용한다. 구체적으로 다음과 같은 질문에 대한  
답을 찾는 과정을 통하여 지속가능성장을 위한 전략적 과제를 모색한다.

- ① 지속가능성장이 왜 필요하며 지속가능성장을 달성하기 위해 기존에 잘  
알려진 성장전략을 어떻게 활용해야 하는가?
- ② 국내 생명보험회사들의 지속가능성장률(sustainable growth rate) 수준은  
어느 정도이며, 지속가능성장률을 성장전략 수립의 벤치마크로 활용할  
때 생명보험회사들의 적정성장률 수준 혹은 조건은 무엇인가?
- ③ 적정성장률을 달성하는 생명보험회사와 그렇지 않은 생명보험회사의 특  
성은 무엇인가?

생명보험회사의 지속가능성장률은 Higgins(1977), Ross et al.(1999), Olson  
and Pagano(2005) 등에서 제안한 모형을 원용하여 재무적 측면에서 가정을  
통해 산출한다. 특히, 생명보험회사의 경우 매출에서 당기순이익의 산출까지  
의 과정에 대한 회계처리는 제조업과 차이가 존재하므로 생명보험회사의 특  
성을 반영하여 지속가능성장률의 산출방법을 도출한다. 지속가능성장률은 생  
명보험회사의 자본 수립 시 목표성장률 설정에 도움이 될 것으로 기대한다.

다음으로, 지속가능성장률을 벤치마크로 활용하여 생명보험회사의 성장성과  
수익성을 고려한 적정성장률 수준 혹은 조건을 도출한다. 실제성장률이 지속  
가능성장률보다 큰 생명보험회사와 실제성장률이 지속가능성장률보다 작은  
생명보험회사의 수익성비교를 통해서 적정성장률의 조건을 도출한다. 또한 실

제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 회사와 큰 회사의 수익성 비교를 통해서 적정성장률의 조건을 도출한다.

그리고 적정성장률을 달성하는 생명보험회사들과 그렇지 않은 회사들 사이의 차이점을 안정성, 보험영업활동, 그리고 투자영업활동의 측면에서 종합적으로 비교분석한다. 이를 위해서는 실제성장률이 지속가능성장률보다 매우 큰 과대성장그룹, 성장률과 수익성 모두 양호한 적정성장그룹, 그리고 실제성장률이 지속가능성장률보다 매우 작은 과소성장그룹으로 나누어 다항로짓모형(multinomial logit model)을 통해서 이들 그룹의 차이점을 밝힌다.

마지막으로 앞서의 논의와 분석결과를 토대로 국내 생명보험회사들의 지속가능성 제고 차원에서 바람직한 성장전략 수립을 위한 시사점을 제시한다. 특히, 성장에 관한 관점의 재정립, 성장목표의 계량화, 성장을 위한 영업전략의 개선점을 순차적으로 제시함으로써 생명보험회사의 실질적인 성장전략 수립에 도움을 제공하고자 한다.

이후의 본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제2장에서는 지속가능성장의 필요성을 살펴보고 기존에 널리 활용되고 있는 여러 성장전략을 지속가능성장의 측면에서 논의한다. 이어 제3장에서는 생명보험회사의 지속가능성장률 산출모형을 도입하여 개별 생명보험회사의 지속가능성장률을 측정하고, 이를 이용하여 수익성과 성장성을 고려한 적정성장률의 조건을 도출한다. 제4장에서는 적정성장률을 달성하는 생명보험회사와 그렇지 않은 생명보험회사의 특성을 안정성, 보험영업, 투자영업 측면에서 규명한다. 그리고 제5장에서는 앞서 논의한 분석결과를 바탕으로 하여 생명보험회사의 지속가능성장을 위한 전략적 과제를 제시한다. 마지막으로 제6장에서는 본 연구의 공헌점과 한계점을 밝히고 끝을 맺는다.

## II. 지속가능성장의 필요성과 의의

### 1. 지속가능성장의 정의 및 필요성

본 연구는 생명보험회사의 지속가능성장(sustainable growth)을 수익성을 수반한 수입보험료 성장으로 정의한다. 즉 적절한 수익성을 확보하며 성장하는 생명보험회사가 지속적으로 성장할 수 있다고 가정한다. 일반적으로 수익성과 성장성이 저조한 회사는 시장경쟁에 의해서 퇴출될 가능성이 높아지고 수익성과 성장성이 높은 회사는 성장동력을 마련할 수 있는 기반이 확대되어 지속적으로 성장할 가능성이 높아진다. 또한 수익성이 낮은 가운데 지나치게 높은 성장률을 기록한 회사는 투자여력이 축소되어 언젠가는 성장률이 하락할 것이며 수익성은 높지만 지나치게 성장률이 낮은 회사는 시장점유율이 잠식될 가능성이 높아질 것이다.

기업이 지속적으로 성장하는 데에는 내부 및 외부의 다양한 요인이 영향을 미친다. 우선 기업의 지속적인 성장을 결정하는 가장 기본적인 요인으로는 투자를 들 수 있으며, 투자를 위해서 기업은 자금을 조달해야 한다. 자금조달 방법으로는 내부유보를 통한 방법, 차입을 통한 방법, 유가증권시장에서 채권 및 주식발행을 통한 방법이 있다. 그리고 기업의 지속적인 성장을 결정하는 내부요인으로는 경영전략, 특허권, 브랜드 인지도, 판매채널, 상품 경쟁력, 전문인력, 설비 등과 같은 유무형의 역량이 있고 외부요인으로는 정치적 안정성 및 국가 신인도, 거시경제 상황, 산업구조 등이 있다. 이와 같이 다양한 요인에 의해 기업의 성장이 결정되지만 수익성과 성장성이 높은 기업은 투자여력이 높아 성장에 영향을 미치는 경영전략, 브랜드 인지도, 판매채널, 전문인력 등의 내부역량을 강화할 수 있는 기회가 많고 이러한 내부역량을 바탕으로 외부요인의 변화에도 탄력적으로 대응할 수 있을 것이다.

성장기업의 조건에 대해 설명한 Charan(2004)도 기업의 바람직한 성장을 '수익성을 동반한 성장'이라 하였으며 이를 통해서 기업가치를 증대시키고 리스크를 낮춤으로써 지속가능한 매출성장을 이끌어낼 수 있다고 피력한 바 있

다. 이러한 기업은 단기적으로는 두각을 나타내지 않을 수 있지만 장기적으로 볼 때 매출과 수익성 양쪽에서 바람직한 성장을 나타냄으로써 동종 업계에서 두각을 나타낸다는 것이다.

생명보험회사의 경우 수익성을 수반한 성장이 그 어떤 산업에 속한 기업보다 중요하다고 볼 수 있다. 생명보험 상품은 다른 금융상품에 비해 만기가 매우 길고 상품구매로 인한 혜택이 즉시 발생하는 것이 아니라 보험사고로 인한 보험금 지급이라는 상품 구매 효과 혜택이 미래에 발생하는 특성을 가지고 있다. 이에 따라 소비자들의 입장에서는 보험자가 미래에도 양호한 재무건전성을 유지할 것이라는 믿음이 전제되어야 현재 시점에 보험상품을 구매할 것이다. 또한 생명보험회사의 수익성이 악화되어 재무건전성에 문제가 발생하면 소비자들은 기존에 유지하고 있던 보험계약을 해약하고 보다 안전한 보험회사로 이동하려는 심리적 갈등이 높아질 수 있다. 보험회사의 입장에서는 수익성을 제고하여 양호한 재무건전성을 유지하는 가운데 성장성을 유지하는 전략을 도모하는 것이 바람직한 것이다. 따라서 수익성을 수반한 성장성을 추구하는 것이 생명보험회사의 지속적인 성장을 좌우하는 핵심이라고 할 수 있다.

한편, 본 연구에서 정의한 지속가능성장과 다소 관련이 있는 개념으로서 지속가능경영(sustainable management)이 있다. 지속가능경영은 2000년대 들어 부각된 개념으로서 경영컨설팅회사인 델로이트(Deloitte)는 지속가능경영을 기업이 경영에 영향을 미치는 경제적·환경적·사회적 이슈들을 종합적으로 고려하면서 기업의 지속가능성을 추구하는 경영활동으로 정의하고 있다. 이는 기존에 경제성과 위주의 경영전략보다는 환경경영(Environmental Management)과 사회적책임경영(Corporate Social Responsibility Management)을 강조하는 경영전략으로서 기업의 수명을 연장하기 위한 전략적 대안이라고 할 수 있다.

일반적으로 제조업체의 경우에는 제품생산 자체가 환경에 영향을 미칠 수 있기 때문에 환경 친화적인 제품을 생산하거나 환경관련 규제를 충실히 이행하는 것이 기업의 생존율을 높여줄 수 있다. 소비자들이 친환경 제품을 선호하고 반대의 경우에는 불매운동을 전개할 수 있으므로 제조업체의 입장에서는 환경경영이 기업수명 연장에 매우 중요할 수 있다. 또한 최근에는 기업의 다양한 이해관계자가 등장함에 따라 사회적책임에 대한 요구도 확대되고 있

다. 이전과 같이 주주의 부(wealth)의 극대화가 기업의 목표인 경우에 기업의 사회적책임은 충실한 납세의무 이행과 관련 법규의 준수 등에 불과하였으나, 최근과 같이 주주, 종업원, 소비자들을 포함하는 이해관계자 모두의 이익이 목표인 경우에 기업의 사회적책임은 이윤추구와 관련된 납세 및 법규 준수뿐만 아니라 투명경영을 통한 상생의 노사문화, 기업지배구조 개선, 지역사회 공헌 등으로 확대되고 있다.

그런데, 생명보험회사의 경우에는 지속가능경영에서 말하는 환경경영과 직접적인 관련이 없고, 사회적책임경영의 경우에도 이미 지속적으로 수행해 왔으므로 사회적책임경영 측면의 지속가능경영은 새로운 개념이 아니다. 오히려 생명보험회사의 경우에는 경제적인 측면이 여전히 중요할 수밖에 없다. 앞서 언급한 바와 같이 생명보험회사는 수익성을 수반한 지속적인 성장이 유지될 때 소비자들의 신뢰를 확보하여 매출이 증가하는 선순환 구조를 달성할 수 있다. 생명보험회사가 지속가능성장을 이루지 못하여 소비자, 주주, 종업원, 지역사회에 대한 경제적책임을 다하지 못한다면 환경경영이나 사회적책임은 사상누각에 불과할 것이기 때문이다. 생명보험회사가 소비자에게 지불한 대가 이상의 효용을 제공하고, 주주에게 기대수준 이상의 투자수익 제공하며, 종업원에게 자아성장과 충분한 보상 제공하여 지역사회와 국가에 고용창출 및 납세의무를 충실히 이행하기 위해서는 무엇보다 경제적책임을 우선이라는 것이다. 따라서 생명보험회사의 입장에서는 수익성을 수반한 성장성의 지속, 즉 지속가능성장을 통한 경제적책임을 다하는 것이 지속가능경영의 핵심이라고 할 수 있다.

## 2. 지속가능성장과 성장전략

### 가. 핵심사업 강화전략

기업이 지속가능한 성장을 달성하기 위해서는 현재 가장 좋은 성과를 나타내는 사업부문의 역량을 극대화하는 데에서부터 출발할 필요가 있다. 핵심사

업이 강력할수록 시장에서 더 큰 가치를 창출하며, 고수익 창출이 가능한 인접영역으로 확장할 수 있는 기회도 함께 커진다. Zook and Allen(2001)에 따르면 지속적인 가치를 창출하면서 최소 10년 동안 연평균 5.5%이상 성장한 기업의 80%는 시장지배적 지위를 갖는 하나의 핵심사업을 보유하고 있으며 17%는 시장지배적 지위를 갖는 복수의 핵심 사업을 보유하고 있는 반면, 핵심사업 없이 가치창출과 성장을 동시에 달성한 기업은 5% 미만에 불과하다. 이는 지속가능한 성장의 기반으로 핵심사업의 중요성을 구체적으로 보여주는 한 예이다.

Deans and Kroeger(2004)에 따르면 미국의 CEO들은 자신의 회사가 현재 보유하고 있는 잠재력의 50% 정도만 발휘하고 있는 것으로 생각하고 있다고 한다. 이는 현재 평균적인 수익을 창출하고 있는 기업들도 자사가 보유한 자원과 역량의 잠재력을 최대한 이끌어 낸다면 비약적인 고수익 성장을 실현할 수 있을 뿐만 아니라 새로운 성장사업의 기회도 크게 증대시킬 수 있음을 의미한다. 이는 핵심사업에 대한 투자의 효율성 혹은 생산성 제고가 지속가능성장의 출발점임을 시사한다.

생명보험회사가 강력한 핵심사업을 구축하기 위해서는 우선적으로 자사가 현재 운영하고 있는 사업들 중 핵심 사업을 선정한 후 이를 중심으로 적절한 사업경계와 판매전략을 설정해야 한다. 핵심사업은 시장에서 경쟁우위를 창출할 수 있는 상품군, 고객군, 판매채널 등을 중심으로 규정할 수 있다. 즉, 여러 생명보험 상품들 중 자사의 경쟁우위가 존재하는 상품, 경쟁우위가 있는 보험상품의 주요 구매 고객층, 경쟁우위가 있는 보험상품이 가장 많이 판매되는 채널 등을 명확히 파악할 필요가 있다. 핵심사업을 파악하기 위해서는 자사의 경영성과에 결정적인 영향을 미치는 보험상품 및 이 상품의 매출 추이 분석, 현재 수익성이 가장 큰 고객층뿐만 아니라 잠재수익성이 가장 큰 고객층의 니즈 분석, 매출과 수익성에 가장 큰 영향을 미치는 판매채널 분석, 그리고 이를 지원할 수 있는 지적 자산과 브랜드 등 무형자산에 대한 분석이 필요할 것이다.

## 나. 관련다각화전략

지속가능성장을 위해서는 우선적으로 기존의 핵심사업 부문에서 실현가능한 최대성과를 창출하면서 이들 핵심사업의 경계를 점진적으로 확장해 나가는 것이 효과적일 수 있다. 인수합병(이하 M&A로 칭함)과 같은 전략을 통해 비관련 사업에 진출하여 매출 및 자산의 획기적 증대를 추구하는 성장전략은 장기적으로 고수의 성장에 성공한 경우가 매우 드물다는 사실을 볼 때, 성장전략으로서 관련다각화전략의 가치는 아무리 강조해도 지나치지 않는다.

관련다각화전략은 자사의 가장 강력한 핵심사업의 주변에 위치하는 상품, 지역, 판매채널, 고객 등의 인접영역으로 사업 분야를 확대하는 것을 말한다. 첫째, 상품 다각화전략은 신상품 및 신규서비스를 기존의 핵심고객에게 판매하는 것을 의미하며, 이는 경험을 통해 축적된 고객 니즈에 대한 분석정보와 고객에 대한 이해를 기반으로 한다. 둘째, 지역다각화전략은 기존 상품과 서비스를 새로운 지역에 제공하는 것을 의미하며, 이를 성공적으로 수행하기 위해서는 글로벌 스탠다드를 유지하면서도 각 지역의 독특한 니즈에 유연하게 대응해 나갈 수 있어야 한다. 셋째, 판매채널 다각화전략은 새로운 채널망을 구축 혹은 확보하는 것을 의미하며, 이는 실패에 따른 리스크는 높으나 성공할 경우 큰 보상이 따른다는 특징이 있다. 넷째, 고객 다각화전략은 기존 상품 및 서비스를 수정하여 새로운 고객에게 판매하는 전략을 의미하며, 이를 수행하기 위해서는 기존 시장을 보다 세분화하여 상품 및 서비스의 차별화를 강화하거나 미진출 세분시장에 진입하는 방법 등이 있다.

이와 같은 관련다각화전략은 하나의 유형을 일관되게 추구하는 경우도 있으나 대체로 다양한 유형이 서로 혼합되어 연속적으로 이루어진다. 다양한 유형의 다각화전략이 혼재되어 연속적으로 진행되는 경우 기업은 다양한 측면에서 변화추이를 파악하고 분석하여 효과적인 대응방안을 마련할 필요가 있을 것이다. Zook and Allen(2001)은 관련다각화전략의 성공에 결정적인 영향을 미치는 요인으로 해당기업이 속한 시장에서 핵심사업의 경쟁지위와 최고경영자의 경영능력을 지적한 바 있다. 이는 기업이 시장에서 핵심사업의 경쟁지위에 대한 명확한 분석에 입각하여 다각화전략을 수립해야 됨은 물론이고

핵심사업의 경쟁지위에 적합한 경영진의 리더십이 발휘되어야 관련 다각화전략이 성공할 수 있다는 것을 시사한다.

#### 다. 고객중심 성장전략

글로벌화, 기술진보 등은 고객 니즈의 다양화와 고객 선택권의 강화를 촉진시키기 때문에 인기 상품의 수명주기가 단축되고 진부화가 앞당겨지며 기업들 사이의 가격경쟁을 심화시킴에 따라 기업의 수익성이 악화될 수 있다. 소비자는 보험회사의 관리소홀로 인하여 상품, 서비스, 가격, 고객응대 등에 대하여 불만으로 고객군이 이탈할 수 있고, 경쟁 보험회사의 공격적인 마케팅에 의해 더 좋은 상품과 서비스, 저렴한 가격 등을 이유로 이탈할 수 있다. 이러한 상황에서 기업은 고객 이탈을 최소화하면서 자사에 최대 이익을 가져올 수 있는 고객군을 선택하여 차별화된 상품 및 서비스를 제공할 수 있는 시스템을 집중적으로 개발함으로써 장기적인 고객관계를 유지하면서 지속가능한 고수익성장의 기반을 구축할 필요가 있다.

경쟁자가 모방하기 힘든 차별화된 가치를 보유한 상품 및 서비스를 고객에게 전달하기 위해서는 자사의 역량을 집중해야 할 고객군을 선정해야 한다. 전략적 시장세분화는 자사의 기존 및 잠재적 고객을 유사한 니즈를 가진 고객군으로 구분하는 것이다. 여기서 고객군은 개별 고객군 내의 차이는 최소화하는 대신 고객군 간 차이는 최대화하도록 분류되어야 하며, 일정수준 이상의 규모의 경제를 실현할 수 있을 정도의 크기가 되어야 할 것이다.

고객중심의 성장전략은 그 복잡성으로 인하여 실행과정에 수많은 장애요인이 발생하게 된다. 따라서 고객의 니즈를 충분히 반영하고 고객과의 갈등이 발생할 때 이를 유연하게 처리하는 데 많은 관심과 주의를 기울일 필요가 있다. 고객과의 갈등이 빈번하게 발생할 경우 고객 불만으로 인한 고객이탈을 초래하거나 과도한 고객관계관리 비용으로 인해 수익성 악화로 연결될 수 있다. 고객군별 성장전략은 새로운 관계에 대해 고객과 공급자 모두 편안함을 느낄 수 있을 경우에만 성공할 수 있다. 이를 위해서는 효과적인 고객관계 관리체계 및 프로세스의 설계와 함께 주도면밀한 고객과의 소통(customer communication) 활동이 요구된다.

## 라. 네트워크전략

시장자유화와 규제완화에 힘입어 형성되기 시작한 글로벌화와 기술의 발전으로 인하여 다양한 분야에서 전문성을 보유한 개별 기업들이 상호 의존하면서 지속적인 생존과 성장을 추구하는 비즈니스 네트워크는 급속하게 그 영역을 확장해가고 있다. 초기의 비즈니스 네트워크는 지역·국가 간 인건비 및 기술격차를 활용하여 수익성 악화에 대응하기 위한 비용절감의 목적으로 단순기능의 아웃소싱 형태를 중심으로 진행되었다. 그러나, 점차 자사가 가장 특화할 수 있는 부분의 기능과 역량개발에 집중하고, 자사가 보유하지 않은 타 기업의 역량과 자원을 효율적으로 활용하여 성장기회를 확대시키는 방향으로 발전하게 되었다. 이러한 변화의 흐름은 보험산업에서도 예외가 아니다.

Hagel and Brown(2005)은 글로벌 경제구조 하에서는 전략적 경쟁우위의 원천이 네트워크 중심의 역량 개발에 있음을 강조하면서 이를 위해 역동적 전문화(dynamic specialization)와 네트워크 내의 다양한 전문 기업들의 연결 및 조정(connectivity and coordination)이 필요하다고 하였다. 기업의 역동적 전문화는 기업이 미래지향적인 관점에서 경쟁사와 차별화할 수 있는 분야에 자원과 역량의 집중을 통해 비교우위를 실현하는 것을 의미한다. 글로벌 네트워크 환경에서 지속가능한 생존과 성장을 유지하기 위해서는 자사가 경쟁우위를 획득할 수 있는 분야를 선택하고 이의 개발에 모든 노력을 집중해야 한다. 이를 위해서는 자사가 선정한 핵심역량과 관련된 핵심 프로세스를 제외한 모든 기능들에 대해 아웃소싱을 검토할 필요가 있다. 또한 네트워크 환경에서 고객에게 높은 가치를 제공할 수 있는 차별화된 제품 및 서비스를 제공하기 위해서는 특정 기능영역에서 전문화된 다양한 기업들의 활동을 효과적으로 연결하고 통합·조정하여 활용할 수 있어야 할 것이다. 이처럼 다양한 전문성을 가진 기업을 활용하여 네트워크 구축을 통해 성장을 추구하는 전략의 경우에도 자사의 핵심사업에 대한 명확한 분석이 선행되어야 할 것이다.

## 마. 인수합병전략 (M&A 전략)

M&A는 기업의 자원재배분과 전략적 성장목표의 신속한 달성 및 강력한 시장지배력의 획득과 유지를 위한 효과적인 경영수단으로 인식되고 있다. 그러나 M&A의 성과에 대해서는 부정적 결과들이 더 많이 보고되고 있다.<sup>2)</sup> 이처럼 M&A가 실패하는 주된 이유는 비효과적인 전략수립과 실행에서 기인한다. 계획수립단계에서 주로 나타날 수 있는 실패 원인으로는 자사의 명확한 전략적 목표가 미비한 상태에서 M&A 추진, 부적절한 실사과정과 문제의 간과, 시장상황에 대한 과도한 낙관, 매출증대와 원가절감의 시너지효과에 대한 과도한 기대 등이다. 또한 M&A의 실패를 유발하는 실행과정상 주요 문제점으로는 인수기업과 피인수기업 간 문화적 충돌, 인수 후 통합과정의 비효율성, 효과적인 경영진 구성의 실패, 비효과적인 변화관리 등이 지적되고 있다.

성공적인 M&A를 위해서는 인수 후에 자사가 성공적으로 운영할 수 있는 기업들을 대상으로 해야 한다. 자사의 전략에 부합하고, 자사가 보유하고 있는 자원과 역량을 투입할 경우 비약적 성과향상을 이룰 수 있는 대상기업들의 목록을 작성하는 등 주도적으로 M&A 대상기업들을 발굴하고 접근하는 노력이 필요하다. 이를 위해서는 자사의 특화 능력 뿐만 아니라 잘 할 수 없거나 기피하여야 할 사업이 무엇인가에 대해서도 조직 내부적으로 명확한 인식의 공유가 이루어져야 한다.

M&A 과정에서 인수가격이 높아지는 것은 잠재적 시너지에 대한 과대평가에 기인하는 경우가 많다. M&A를 통한 수익-비용 시너지에 대한 추정은 보다 객관적인 평가를 통해 검증되어야 하며, 인수 후 이의 실현과정에서 예상되는 비용 및 시간적 변화에 따른 가치저하 가능성을 충분히 검토한 후 자사의 지속가능한 성장전략에 부합한 M&A를 추진할 필요가 있다.

---

2) Mercer Management Consulting이 10년 동안 주요 인수 합병한 340건을 대상으로 분석한 결과에 의하면 합병된 회사의 57%는 합병 후 3년간 사업평균보다 낮은 경영성과를 보였다고 한다(Mercer Management Consulting, 2006).

### Ⅲ. 생명보험회사의 지속가능성장률과 적정성장률

일찍이 재무분야에서는 기업의 수익성을 수반한 성장률의 수준, 즉 지속가능성장률을 측정하려는 시도가 진행되어 왔다. 특히 Higgins(1977, 1981)는 기업의 성장을 결정하는 내부 및 외부의 다양한 요인들 중 오직 내부유보를 통해서 조달된 자본만을 투자하여 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률을 지속가능성장률(sustainable growth rate)로 정의하고, 이를 활용한 재무계획 및 성장전략의 수립이 유용할 수 있음을 보여주었다.<sup>3)</sup> 이에 본 연구에서는 Higgins가 정의하고 측정한 방법을 변형하여 국내 생명보험회사의 지속가능성장률을 측정하고, 이를 이용한 적정성장률의 수준을 모색해본다.

#### 1. 지속가능성장률의 측정방법

Higgins가 정의한 지속가능성장률은 내부 자금을 이용한 매출액성장률을 초과한 성장부분은 지속가능하지 않다는 점을 가정하고 있다. 즉, 기업의 내부유보를 통한 투자 외에 내부 및 외부의 다양한 요인에 영향을 받아 달성한 매출액성장률은 상황에 따라 가변적이어서 지속가능하지 않다는 가정을 함축하고 있다. 기업의 성장에 필수적인 매출액의 증가는 자산의 증가를 가져오고, 그러한 자산을 매입 혹은 보유하기 위해서는 자금을 필요로 한다. 기업이 필요한 자금을 사내유보를 통해 조달하거나 외부로부터 조달하는 데에는 한계가 존재한다. 유상증자와 같은 외부의 자금 유입이 불가능해 진다면, 내부유보된 자기자본만을 이용하여 달성한 기업의 성장률은 성장의 상한(upper limit)이 된다. 이것이 바로 Higgins가 정의한 기업의 지속가능성장률이다.

이러한 지속가능성장률의 개념은 생명보험회사에도 동일하게 적용될 수 있

---

3) Higgins(1977, 1981)의 연구 외에 Babcock(1970)의 연구도 주당순이익증가율을 이용한 기업의 지속가능성장률을 정의하고 산출방법을 제시하였다. 그러나 이 방법은 보험회사에 적용하기 곤란하고 선행연구들에서도 활용도가 거의 없어 본 연구에서는 적용하지 않는다.

다. 기본적으로 생명보험회사도 기업이기 때문에 제조업과 마찬가지로 투자를 통해서 매출증대를 도모할 수 있다.<sup>4)</sup> 다만 제조업의 경우는 투자증가로 인해 매출증대를 위한 생산량을 확대할 수 있지만, 보험회사의 경우 투자증가로 인해 보험상품의 수를 늘릴 수 있다는 의미보다는 매출증대를 위한 판매인력과 요소비용을 확대할 수 있다는 점에서 차이가 있다. 또한 제조업과 생명보험회사 모두 투자된 자산 대비 매출액의 비율, 즉 자산회전율은 일정하게 유지된다고 가정한다.

따라서 생명보험회사의 지속가능성장률은 내부유보를 통해 조달된 자금을 이용하여 판매인력과 요소비용의 확대를 통해 달성할 수 있는 최대의 수입보험료 성장률로 정의할 수 있다. 또한 생명보험회사에 대한 지속가능성장률의 경우에도 내부유보를 통한 투자 외에 내부 및 외부의 다양한 요인에 영향을 받아 달성한 매출액성장률은 상황에 따라 가변적이어서 지속가능하지 않다는 가정이 동일하게 적용될 수 있다. 예를 들어, 2006년 방카슈랑스가 도입된 후 생명보험회사 A가 동년부터 방카슈랑스 채널을 통해 보험상품을 판매하기 시작했다고 가정하자. 물론 방카슈랑스 채널을 활용하는 데에는 아무런 추가적인 비용이 없다고 가정한다. 그러면 생명보험회사 A의 2006년 매출액성장률은 추가적 비용 없이도 전년도에 비해 크게 증가할 것이다. 그러나 다른 여건이 불변이라면, 생명보험회사 A의 2007년 매출액성장률은 2006년보다 낮은 수준으로 다시 회귀할 것이다. 즉, 방카슈랑스 채널의 도입과 같은 외부요인으로 인한 일시적인 성장률은 지속가능하지 않다는 것이다. 따라서 생명보험회사의 지속가능성장률은 다른 내 외부적 요건이 일정하다고 가정한 상태에서 내부유보를 통해 조달된 자금을 이용하여 도달할 수 있는 최대의 성장률을 의미한다.

Higgins(1977, 1981)가 기업의 지속가능성장률을 제시한 이래로 이를 이용한 다수의 연구가 이루어졌다. 국외의 연구로서 Higgins and Kerin(1983)은

4) 자료포락분석(DEA)과 같은 방법으로 생명보험회사의 효율성을 측정된 연구들은 투입 대비 산출의 비율로 효율성을 측정하는데, 이 때 투입은 임직원, 설계사, 대리점 등의 판매인력과 유지비, 수급비 등의 요소비용을 주로 사용하고 산출은 보험료를 주로 사용한다. 따라서 이들 연구는 근본적으로 생명보험회사의 경우에도 성장(매출증대)을 위해서는 투자 증가가 필요함을 전제로 하고 있다.

소매업, Clouse(1992)는 의료업, MacFadden and Clouse(1993)는 에너지산업, Vasiliou and Karkazis(2002)는 국영은행, Jegers(2003)은 비영리단체, Olson and Pagano(2005)는 상업은행을 대상으로 하여 Higgins (1977, 1981)가 제시한 지속가능성장률을 적용한 바 있다. 국내의 연구로서 김장희·강경훈(2004)은 OECD에 가입한 23개국의 은행, 안영규·김기태(2007)는 코스닥 벤처기업, 김기태(2007)는 호텔기업, 이한득(2008)은 제조업을 대상으로 하여 Higgins(1977, 1981)의 모형을 이용하여 지속가능성장률을 산출하고 성장전략에 대한 시사점을 제시하였다. 이처럼 Higgins의 지속가능성장률은 제조업체뿐만 아니라 호텔 및 은행과 같은 서비스업에도 적용되어 기업의 성장전략과 관련하여 유용한 지표로 활용되고 있다. 따라서 은행과 사업구조가 비슷한 보험회사의 경우에도 Higgins가 제시한 지속가능성장률의 개념 및 산출방법이 적용될 수 있을 것이다.

한편, 기업이 성장할수록 시장점유율과 더불어 이익이 증가하는 경향이 있으므로 경영자의 입장에서는 성장 극대화의 목표가 합리적일 수 있다. 그러나 만약 수익성을 희생한 대가로 얻어진 고성장이라면 기업의 재무적 안정성이 악화되어 도산의 가능성이 증가할 수 있으므로 성장 극대화의 목표가 반드시 바람직한 것은 아니다.

반대로 수익성은 상대적으로 높지만 동종 기업에 비해서 지나친 저성장을 달성하는 기업의 경우에는 보유한 자금을 충분히 활용하지 못하여 중국에는 시장점유율이 잠식당할 가능성이 있기 때문에 지나친 안정성 위주의 성장전략도 바람직한 것은 아니다. 또한 수익성도 낮은 가운데 지나친 저성장을 지속하게 되면, 다른 여건이 불변이라면, 유보이익이 적어지고 이에 따라 투자 기회가 존재하더라도 투자여력이 부족하여 시장점유율이 경쟁기업들에게 잠식당할 수밖에 없다. 따라서 영속기업을 가정한다면 기업은 재무적 곤경이 발생하지 않는 수준에서 가능한 최대의 성장률을 달성하는 것이 바람직하다. 이때 기업이 재무적 곤경이 발생하지 않는 수준에서 가능한 최대의 성장률을 달성하기 위해서 지속가능성장률을 벤치마크로 활용할 수 있다. 즉, 기업의 실제성장률이 지속가능성장률보다 지나치게 높거나 낮다면 어떠한 이유로 이러한 결과가 초래되었는가를 파악하여 대처하는 것이 가능하다.

Higgins(1977, 1981)가 제시한 지속가능성장률 산출방법을 적용한 다수의 연구들은 명시적으로 혹은 암묵적으로 다음과 같은 가정을 하고 있다.

- ① 기업의 영업이익률(profit margin)은 일정하다.
- ② 기업의 자산 대비 매출액 비율은 일정하다.<sup>5)</sup>
- ③ 기업은 목표 부채비율을 유지한다.<sup>6)</sup>
- ④ 기업은 목표 배당성향을 유지한다.
- ⑤ 기업은 유상증자를 하지 않는다.
- ⑥ 기업은 내부 유보된 자기자본을 통해서 가능한 빠른 성장을 달성하려고 한다.

그리고 지속가능성장률 산출방법을 도출하기에 앞서 다음과 같이 기호를 정의한다.

$t$  = 총자산/매출액, 매출액 1단위당 자산을 의미하며, 통상적으로 사용되는 자산회전율(=매출액/총자산)의 역수

$p$  = 순이익/매출액, 즉 매출액순이익률(profit margin)

$d$  = 배당성향, 즉 배당금/당기순이익, 따라서  $1 - d$  = 사내유보율<sup>7)</sup>

$L$  = 부채비율, 즉 총부채/자기자본

$s$  = 당기의 매출액

$\Delta s$  = 매출액 증가분

- 
- 5) 이 가정은 투자에 소요되는 자금이 증가한 비율만큼 매출이 증가한다는 것과 동일한 의미이다. 즉, 기업은 보유한 단위당 자산을 이용하여 산출할 수 있는 단위당 매출액이 일정하게 유지된다는 가정이다.
  - 6) 목표 부채비율이 유지된다는 의미는 내부유보가 증가되어 자기자본이 증가하면 그 만큼 추가로 부채를 조달하여 목표부채비율이 유지됨을 의미한다.
  - 7) 일반적으로 기업의 사내유보율은 자본잉여금과 이익잉여금을 합한 값을 납입자본금으로 나누어 산출한다. 그런데 자본잉여금이 주식발행초과금, 감사차익, 자기주식처분이익, 재평가적립금 등으로 구성되므로 여기서는 자본잉여금을 제외하고 순수하게 영업을 통한 이익부분인 이익잉여금에 대해서만 사내유보율을 적용한다.

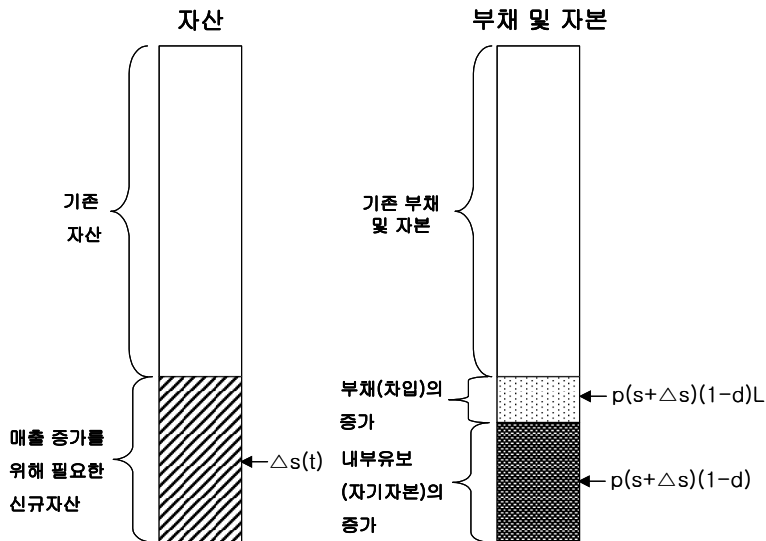
<그림 III-1>에서 보듯이 매출액이  $\Delta s$ 만큼 증가한다면 자산은  $\Delta s(t)$ 만큼 증가해야 한다. 이 경우 유상증자를 통한 신주발행이 없는 것으로 가정하였으므로 자금조달을 위해서는 벌어들인 당기순이익 중 일부를 유보하여 사용한다. 그리고 부채를 통한 자금조달 금액은 부채비율을 일정한 수준으로 유지한다고 가정하였으므로 유보율에 따라 결정된다.

<그림 III-1>에서 기존의 자산과 부채 및 자본을 제외한 부분을 수식으로 표현하면 다음의 식(III-1)과 같다.

$$\Delta s(t) = p(s + \Delta s)(1 - d) + p(s + \Delta s)(1 - d)L \quad (III-1)$$

이 식에서 좌변의  $\Delta s(t)$ 는 매출액 증가를 위해 필요한 신규자산을 의미한다. 그리고 우변의  $p(s + \Delta s)(1 - d)$ 는 당기순이익에 목표유보율을 곱한 값으로서 내부유보액을 의미하고,  $p(s + \Delta s)(1 - d)L$ 은 부채비율의 변경 없이 조달 가능한 신규 부채액을 의미한다.

<그림 III-1> 지속가능성장률의 산출



다음으로 식(III-1)의 양변을  $(s + \Delta s)$ 로 나누어주면 다음과 같은 식(III-2)로 표현할 수 있다.

$$\frac{\Delta s(t)}{s + \Delta s} = p(1 - d)(1 + L) \quad (\text{III-2})$$

여기서 다시 양변에  $1/t$ 을 곱해주고 역수를 취한 후 매출액성장률( $\Delta s/s$ )에 대해 정리하면 다음과 같은 식(III-3)을 얻을 수 있다.

$$\text{SGR} = \frac{p(1 - d)(1 + L)}{t - p(1 - d)(1 + L)} \quad (\text{III-3})$$

이와 같은 식(III-3)은 매출액성장률로서 주어진 매출액순이익률( $p$ ), 배당성향( $d$ ), 부채비율( $L$ ), 자산회전율의 역수( $t$ )에 의해서 결정된다. Higgins(1977)는 이와 같은 기업의 매출액성장률 SGR을 지속가능성장률(sustainable growth rate)로 명명하였다. 그리고 이러한 지속가능성장률의 정의는 보스톤 컨설팅그룹(Boston Consulting Group)에 의해서 널리 사용되기 시작하였다.

식(III-3)으로부터 기업이 성장률을 높이기 위해 다음과 같은 네 가지 방법이 존재함을 알 수 있다.

- ① 배당을 줄인다. 즉, 사내유보율을 높인다.
- ② 부채비율을 확대시킨다.
- ③ 매출액순이익률을 향상시킨다.
- ④ 자산회전율을 향상시킨다.

물론 이러한 네 가지 방법 외에도 기본적으로 신주발행을 통해 자본을 조달하여 매출액을 향상시키는 방법도 고려할 수 있지만 여기서는 네 가지만을 고려하도록 한다. ①과 ②는 재무정책을 통한 방법이고 ③과 ④는 영업활동을 통한 방법이다. 여기서 배당수준 및 부채비율의 결정은 경영진의 자유재량적

성격이 강하다. 다만 일반적으로 투자기회가 있을 경우에 배당을 줄이고 사내 유보를 증가시킴으로써 투자금을 확보하는 경향이 있고, 그래도 투자금이 부족할 경우에는 유상증자를 하거나 채권을 발행하는 경향이 있다.<sup>8)</sup> 이에 반해 매출액순이익률은 매출 한 단위당 순이익을 나타내는 수익성 지표이고 자산 회전율은 자산 한 단위당 매출액을 나타내는 효율성 지표로서 경영진의 자유 재량적 변수가 아니라 전사적인 노력의 산물이다. 따라서 기업의 지속가능성장률을 높이기 위해서는 무엇보다도 수익성과 효율성을 개선해야 됨을 알 수 있다.

앞에서 언급한 바와 같이 Higgins(1977)는 기업이 내부에서 창출된 자기자본만으로 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률을 지속가능성장률이라 정의하였다. 그리고 이러한 지속가능성장률을 산출하기 위해서 기업이 신주발행을 하지 않고 목표자본구조 및 목표배당정책을 지속적으로 유지하는 가운데 가능한 빠른 성장을 달성하려 한다고 가정하였다.

그런데 기업이 목표부채비율을 유지한다고 가정하는 것, 즉 내부유보액이 증가할 때 차입액도 증가시켜 부채비율을 일정하게 유지시킬 수 있다는 것은 현실적으로 매우 힘든 일이다. 따라서 유상증자를 통한 자금조달 뿐만 아니라 채권발행을 통한 자금조달도 추가적으로 하지 않을 경우를 가정한 성장률이 지속가능성장률이라고 보는 것이 타당할 수 있다. 특히, 보험회사의 경우에는 재무건전성 기준을 충족시키기 위한 경우 또는 적정한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한해서만 차입이 가능하다.<sup>9)</sup> 즉, 보험회사는 특별한 경우를 제외하

---

8) Mayers and Majluf(1984)에 의해 제시된 자본조달순위이론(pecking order theory)은 기업이 자본을 조달함에 있어서 일정한 순서가 있는데, 우선적으로 외부자본보다는 내부자본을 선호하며, 내부자본이 고갈될 경우에 외부자본을 이용하게 된다는 것이다. 즉, 기업이 성장을 위해 투자를 함에 있어 위험과 비용이 높은 주식발행 및 차입과 같은 외부자본을 이용하기보다는 배당을 줄이고 내부유보를 통해 확보된 자금을 우선적으로 이용한다는 이론이다. Fama and French(2001)의 연구에서도 성장기회가 좋은 기업일수록 배당금을 지급하지 않을 확률이 더 높다는 실증결과를 제시한 바 있다.

9) 보험업법 시행령 제58조(자산평가의 방법 등) 제②항에 따르면 보험회사는 보험업법 제123조의 규정에 의한 재무건전성 기준을 충족시키기 위한 경우 또는 적정한 유동성을 유지하기 위한 경우에 한하여 은행법에 의한 금융기관으로부터의 당좌차입, 사채 또는 어음의 발행, 환매조건부 채권의 매도, 후순위차입, 그 밖에 금융감독위원회가 정하는 방법

고 차입을 늘릴 수 없고 자본조달을 위해서는 증자를 하거나 내부유보를 해야 한다. 따라서 보험회사의 지속가능성장률은 신주발행과 차입을 하지 않고 내부유보를 통해 달성할 수 있는 최대의 매출액성장률로 정의하는 것이 타당하다. 다만, 보험회사의 경우 매출이 증가하면 여기에서 일정 비율을 적립하여 부채가 증가한다는 점을 반영할 필요가 있다.

주식의 추가발행과 차입을 통한 자금조달이 없이 오직 내부유보를 통해 투자한다고 가정하자. 그러면 자산의 증가 부분은 매출 1단위당 자산(A/S)에 매출의 증가분( $\Delta s$ )을 곱해주면  $A/S \cdot \Delta S = \Delta S(t)$ 가 된다. 마찬가지로 자본의 증가 부분은 사내유보를 통해 증가한 부분으로서  $E/S \cdot \Delta S = p(s + \Delta s)(1 - d)$ 가 된다. 그리고 부채의 증가 부분은 매출 1단위당 책임준비금전입액(D/S)에 매출의 증가분( $\Delta s$ )을 곱해주면  $D/S \cdot \Delta s = (t \Delta s)D/A$ 가 된다. 따라서 D/A가 일정하다는 가정을 추가하면 다음의 식(III-4)와 같은 등식이 성립한다.

$$\Delta s(t) = (t \Delta s) \frac{D}{A} + p(s + \Delta s)(1 - d) \quad (\text{III-4})$$

여기서 D는 매출액(수입보험료)에 대한 책임준비금전입액을 의미한다. 그리고 앞서의 방법과 마찬가지로 매출액성장률에 대해 정리하면 생명보험회사의 지속가능성장률( $SGR_{LIFE}$ )은 식(III-5)와 같다.

$$SGR_{LIFE} = \frac{p(1 - d)}{t(1 - \frac{D}{A}) - p(1 - d)} \quad (\text{III-5})$$

보험회사는 유보된 자금을 활용하여 매출을 유발할 경우에 책임준비금전입액이 발생하고, 이 전입액이 지급여력에 영향을 미치게 되어 보험회사는 리스크를 고려할 수밖에 없으므로 유보된 자금 모두를 매출 증가를 위해 사용할

---

등을 통해서 자금을 차입할 수 있도록 규정하고 있다.

수 없을 것이다. 따라서 책임준비금전입액이 지급여력에 미치는 영향을 상기의 모형에 반영하는 것이 보다 정확하다. 그러나 현실적으로 개별 보험회사의 지급여력비율 데이터를 이용할 수 없다는 한계가 존재하여 이를 반영하기 힘들다. 또한 본 연구는 앞에서 기업의 자산 대비 매출액 비율(자산회전율)은 일정하다고 가정하여 모형을 도출하였으므로 식(III-5)의 모형이 현실적 대안이 될 것으로 판단한다.

식(III-5)로부터 생명보험회사가 지속가능성장률을 높이기 위해서는 다음과 같은 두 가지 방법이 존재함을 알 수 있다.<sup>10)</sup>

- ① 배당을 줄이고 사내유보율을 높인다.
- ② 매출액순이익률을 향상시킨다.

기업의 배당정책이란 일정기간의 경영성과를 주주들에게 자본제공의 대가로서 지급하는 배당금의 수준과 미래 투자에 대비하기 위한 유보율 수준을 결정하는 재무의사결정을 의미한다. 즉, 경영진의 배당정책에 따라 즉각적으로 기업의 성장률이 결정되는 것이 아니기 때문에 배당정책은 성장성 제고를 위한 최적수준의 현금흐름을 확보하는 것이라 볼 수 있다. 이에 반해 전사적인 노력을 통해 매출액순이익률을 향상시킴으로써 수익성을 제고하면 이는 곧 지속가능성장률의 증가로 나타난다. 따라서 수익성 제고를 위한 영업활동은 생명보험회사와 같은 기업의 지속가능성장률 제고를 위한 가장 직접적인 방법이라 할 수 있다.

또한,  $N$ 을 당기순이익,  $A$ 를 총자산이라 하면 앞의 식(III-5)는 다음의 식(III-6)과 같이 자산이익률(ROA)과 유보율로 표현할 수 있다.

---

10) 생명보험회사의 경우 자산 대비 매출액의 비율이 높아진다는 것은 지급여력의 감소를 의미하기 때문에 제조업과 달리 자산회전율이 높다는 것이 반드시 좋은 것은 아니다. 따라서 실제로 보험회사가 자본예산을 수립할 때 지급여력의 지나친 하락을 감수하여  $t$ 를 무한대로 감소시킴으로써(자산회전율을 무한대로 높임으로써) 성장률 제고를 도모할 수는 없을 것이다.

$$\begin{aligned}
 \text{SGR}_{\text{LIFE}} &= \frac{\frac{N}{S}(1-d)}{\frac{A}{S}\left(1-\frac{D}{A}\right)-\frac{N}{S}(1-d)} \\
 &= \frac{\frac{N}{S}(1-d)\frac{1}{A}}{\frac{1}{S}\left(1-\frac{D}{A}\right)-\frac{N}{S}(1-d)\frac{1}{A}} \\
 &= \frac{\frac{N}{A}(1-d)}{\left(1-\frac{D}{A}\right)-\frac{N}{A}(1-d)} \\
 &= \frac{\text{ROA}\times(1-d)}{\left(1-\frac{D}{A}\right)-\text{ROA}\times(1-d)} \tag{III-6}
 \end{aligned}$$

결국, 유보율은 경영진의 의사결정이 좌우하므로 식(III-6)의 지속가능성장률은 영업활동의 결과인 ROA가 결정한다고 볼 수 있다. 이는 지속 가능한 성장을 달성하기 위해서는 수익성이 전제되어야 함을 의미한다. 그리고 ROA는 다음의 식(III-7)과 같이 매출액순이익률로 표현할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 \text{ROA} &= \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} = \frac{\text{당기순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \\
 &= \text{매출액순이익률} \times \text{총자산회전율} \tag{III-7}
 \end{aligned}$$

## 2. 생명보험회사의 지속가능성장률

이 절에서는 식(III-6)을 이용하여 국내 생명보험회사의 연도별 지속가능성장률을 산출하여 추이를 살펴본다. 특히 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해서 적정성장률의 수준(혹은 조건)을 도출함으로써 지속가능성장률의 유용성을 확인한다. 분석을 위해 사용되는 생명보험회사의 연도별 수입보험

료, 총자산, 자기자본, 배당금, 당기순이익 등의 자료는 『보험통계연감』에서 추출하였다. 그리고 분석기간은 FY2000~2007이며 21개 생명보험회사를 분석 대상으로 한다.

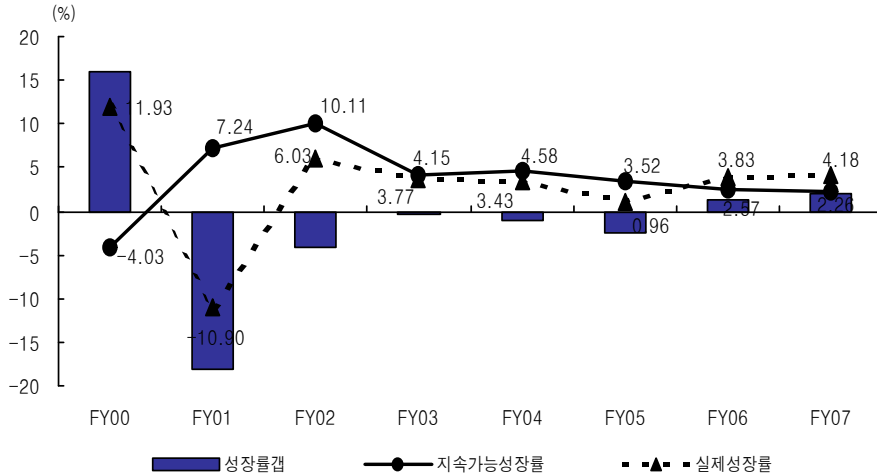
다음의 <그림 III-2>는 식(III-6)을 이용하여 산출한 생명보험회사 전체의 연도별 지속가능성장률과 실제성장률(일반계정의 수입보험료 성장률)의 추이를 비교한 것이다.<sup>11)</sup> 우선 실제성장률은 FY2002 이후 최근까지 낮은 수준을 지속하고 있다. 지속가능성장률의 경우에도 FY2002까지는 상승세를 보이다가 이후에는 지속적인 감소세를 나타내고 있으며 연도별 등락폭도 작아지는 특징을 보이고 있다.<sup>12)</sup> 이는 생명보험회사의 일반계정에 해당하는 수입보험료의 성장세가 매우 악화된 현실을 반영하고 있다. 그리고 지속가능성장률에 비해 실제성장률의 등락폭이 다소 크다는 특징을 보이고 있다. 특히, FY2002부터 2007까지는 생명보험회사 전체의 성장률갭(=실제성장률-지속가능성장률)이 이전에 비해 매우 작아졌으며 FY2002부터 2005까지는 마이너스였다가 FY2006과 2007에 들어서는 플러스를 보이고 있다.

---

11) 앞의 제2장에서 설명한 바와 같이 지속가능성장률은 기업에 대해서만 정의될 뿐 생명보험산업 전체에 대해서는 정의할 수 없다. 다만 생명보험회사 전체를 하나의 대표기업으로 가정하여 산업 전반의 흐름을 파악하기 위한 목적에서 생명보험회사 전체의 지속가능성장률을 산출하였다.

12) FY2005부터 생명보험회사도 미보고발생손해액(IBNR: Incurred But Not Reported)을 적립하게 되면서 책임준비금전입액이 증가하고 당기순이익이 감소하였다. 이는 지속가능성장률 산출식에서 D/A의 증가 및 p의 감소 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 다른 조건이 동일하다면 미보고발생손해액이 큰 회사는 지속가능성장률이 이전 회계연도에 비해 증가할 수 있다.

<그림 III-2> 생명보험회사 전체의 성장률 추이



주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.  
 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

다음으로 <표 III-1>은 식(III-6) 및 식(III-7)에 나타난 지속가능성장률 산출에 필요한 주요 지표인 유보율, 매출액순이익률, ROA 등을 보여주고 있다. 표에서 보는 바와 같이 FY2006과 2007에 성장률 갭이 플러스를 나타낸 것은 실제성장률이 이전에 비해 다소 상승한 반면 지속가능성장률은 이전에 비해 다소 감소했기 때문이다. 지속가능성장률이 감소한 이유는 이전 회계연도에 비해 유보율과 ROA가 감소한 데 기인한다. 이와 같이 ROA가 감소하는 가운데 실제성장률이 상승한 것은 바람직한 현상이 아닐 수 있다. 지속가능성장률 산출방법의 구성항목을 보면 수익성이 수반된 성장률을 가정하고 있는데, 그럼에도 불구하고 수익성이 하락하는 가운데 달성한 실제성장률의 상승은 지속 가능하지 않으므로 부작용이 발생할 가능성도 배제할 수 없을 것이다. 일반적으로, 다른 여건이 일정하다면, 유보율이 감소될 때 기업의 투자여력은 축소되기 마련이고, 이에 따라 수익성이 하락할 가능성이 높아진다. 따라서 지속가능성장률의 제고를 위해서는 자금조달과 수익성 제고가 필수라고 할 수 있다. 특히, 배당정책이 지속되어 유보율이 변하지 않는다고 가정하면, 생

명보험회사들의 지속가능성장률 제고는 수익성 개선에 달려있다고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 수익성이 하락하는 가운데 실제성장률이 상승한 것은 장기적으로 볼 때 바람직한 현상은 아니라고 판단된다.

<표 III-1> 생명보험회사 전체의 지속가능성장률 관련 지표

(단위 : %)

구 분 \ 회계연도(FY)	2001	2003	2005	2006	2007
매출액순이익률	4.14	3.47	4.39	3.93	4.07
유보율	98.01	96.02	94.86	93.30	93.81
ROA	1.20	0.85	0.88	0.71	0.69
지속가능성장률	7.24	4.15	3.52	2.57	2.26
실제성장률	-10.90	3.77	0.96	3.83	4.18

주 : 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

지속가능성장률의 속성을 보다 상세하게 파악하기 위하여 <표 III-2>에 제시된 바와 같이 FY2007의 21개 생명보험회사의 지속가능성장률 및 관련 지표를 산출하였다. 표에서 보는 바와 같이 FY2007에 일반계정 수입보험료의 생명보험 회사별 실제성장률은 -5.46%에서 36.99%까지 편차가 상당히 높은 수준을 나타내고 있다. 이는 동일한 환경 하에서 영업활동을 수행하지만 성장률에 영향을 미치는 여러 요인들을 적절히 관리·통제할 경우 얼마든지 성장률을 제고할 수 있음을 의미한다. 다만, 추구하는 고성장이 수익성을 동반해야 하는 제약조건이 존재하므로 개별 회사의 입장에서는 합리적인 성장전략이 필요하다.

구체적인 통계분석이 실행되어야 보다 명확히 파악이 되겠지만 직관적으로 볼 때 실제성장률이 양(+)의 값을 가지면서 측정된 지속가능성장률보다 낮은 회사의 ROA가 실제성장률이 측정된 지속가능성장률보다 지나치게 높은 회사의 ROA에 비해 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. 이와 같이 실제성장률이 지속가능성장률보다 지나치게 높은 회사의 성과가 저조하다는 것은, 다른 여건이 불변이라면, 수익성을 수반하지 못한 과도성장을 뜻하는 것으로서 재무건전성이 악화될 소지가 높기 때문에 바람직한 성장이라고 볼 수 없을 것이다.

&lt;표 III-2&gt; FY2007 생명보험회사의 지속가능성장률 관련 지표

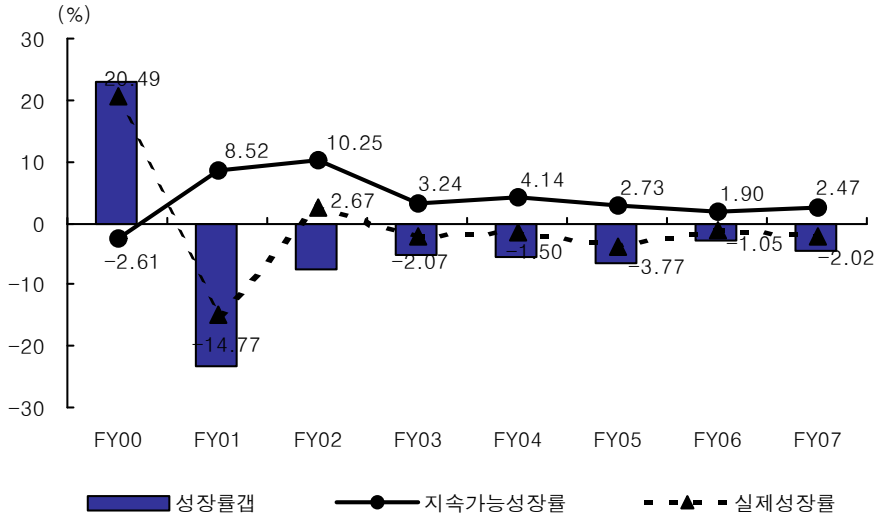
(단위 : %)

회사	매출액 순이익률	유보율	ROA	지속가능 성장률	실제 성장률
A	4.94	100.00	0.72	2.82	-5.46
B	6.09	92.53	0.94	3.11	-1.56
C	4.65	94.40	0.61	2.07	-0.52
D	8.12	83.49	1.92	6.72	6.10
E	1.10	100.00	0.25	0.77	4.41
F	6.49	77.65	1.74	6.05	9.77
G	2.21	100.00	0.68	3.17	7.54
H	11.75	100.00	6.44	15.91	20.55
I	0.38	100.00	0.05	0.08	5.68
J	1.11	84.28	0.27	1.11	8.61
K	2.62	100.00	0.85	3.85	11.88
L	2.10	100.00	0.50	1.28	12.24
M	0.32	100.00	0.05	0.13	11.98
N	4.36	100.00	1.01	4.23	17.63
O	-18.97	100.00	-4.60	-12.81	3.34
P	-0.44	100.00	-0.17	-1.36	14.81
Q	4.48	100.00	1.27	5.20	22.17
R	-3.71	100.00	-0.40	-0.77	20.38
S	1.06	100.00	0.26	1.70	26.67
T	-10.64	100.00	-1.86	-2.39	29.50
U	2.15	80.68	0.49	1.71	36.99

주 : 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

한편, 국내 생명보험회사들은 대형사, 중소형사, 외국사 그룹별로 영업형태에서 차이가 존재하고 이에 따라 성장 패턴이 다를 수 있다. 물론 각 그룹 내에서 회사들마다 차이는 있지만 전체적인 흐름을 파악한다는 측면에 의의를 둔다. 따라서 21개 분석대상 생명보험회사를 대형3사, 중소형사, 외국사로 분류하여 각 그룹별 실제성장률과 지속가능성장률을 비교한다.

<그림 III-3> 대형 생명보험회사의 성장률 추이



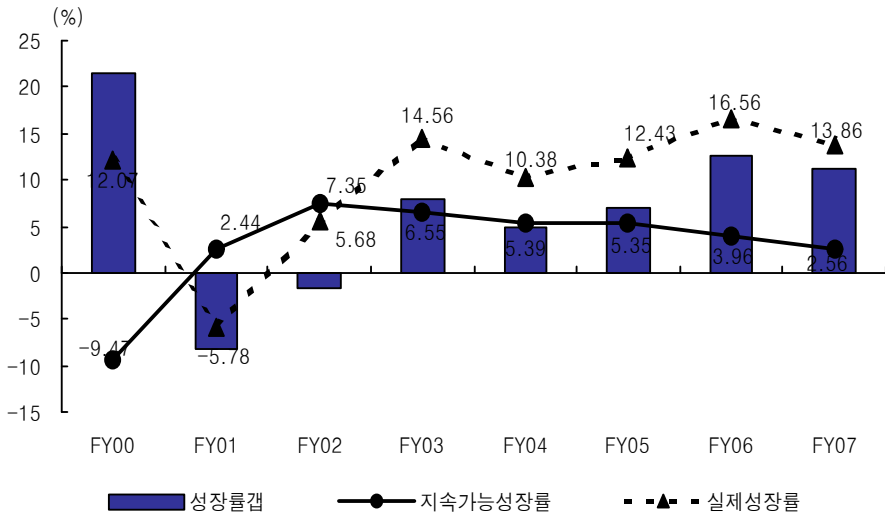
- 주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.
- 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

우선 <그림 III-3>는 대형 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률의 추이를 보여주고 있다. 대형사의 실제성장률은 FY2002 이후 마이너스를 기록하여 성장이 정체되고 있는 모습을 확연히 보여주고 있다. 반면 지속가능성장률은 FY2002 이후 지속적으로 낮은 수준을 유지하고 있지만 플러스를 나타내고 있다. 이에 따라 성장률 갭은 5년 연속 마이너스를 기록하는 추세이다. 이처럼 대형 생명보험회사들의 실제성장률이 마이너스이면서 지속가능성장률에도 미치지 못하는 상황은 보유한 자원을 충분히 활용하지 못했기 때문에 발생했을 가능성이 높음으로 성장전략의 재구축이 요구된다고 하겠다. 더욱이 일반계정 수입보험료의 실제성장률이 지속적으로 마이너스라는 것은 시장점유율의 잠식이 진행되고 있음을 의미하므로 개선의 여지가 크다고 하겠다.

다음으로 <그림 III-4>는 중소형 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률의 추이를 보여주고 있다. 중소형사의 경우 대형사와 달리 FY2002 이후부터 연간 10% 이상의 높은 실제성장률을 나타내고 있다. 이에 반해 중소형

사의 지속가능성장률은 FY2002를 기점으로 하여 FY2007까지 지속적으로 하락세를 나타내고 있다. 이에 따라 성장률갭은 5년 연속 플러스를 기록하고 있으며 그 크기는 FY2006과 FY2007에 더욱 커지는 양상을 나타내고 있다. 성장률이 높다는 것은 시장점유율의 확대를 의미하므로 긍정적인 효과가 큰 것이 사실이다. 그러나 이러한 고성장이 수익성을 수반하지 않은 상태에서 이루어진 것이라면 향후에는 문제점을 드러낼 소지가 있으므로 중소기업의 경우에도 보다 상세한 분석을 통한 성장전략의 재구축이 필요할 것이다.

<그림 III-4> 중소형 생명보험회사의 성장률 추이

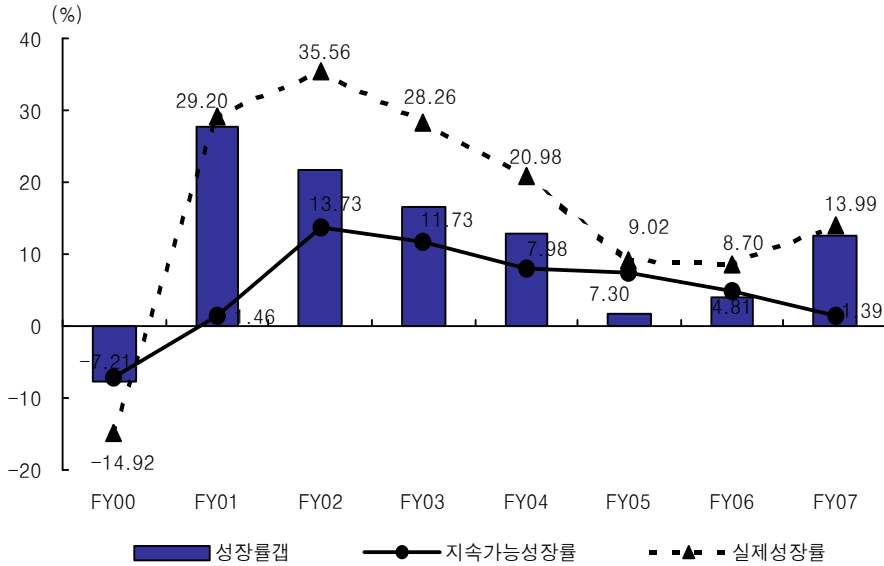


주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.  
 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

<그림 III-5>에서 보는 바와 같이 외국계 생명보험회사들의 경우에도 중소기업들과 마찬가지로 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 지속적으로 높은 수준을 나타내고 있다. 외국사들의 경우에는 성장률갭이 중소기업에 비해서도 커서 수익성이 수반되지 않은 상태에서 이루어진 성장세일 가능성이 높다. 지속가능성장률의 하락세가 지속되고 있다는 점은 수익성의 하락과 무관하지

않기 때문에 실제성장률이 지나치게 높다는 것은 지속가능성이 떨어진다는 점에서 성장전략의 재구축이 필요한 시점으로 보여진다.

<그림 III-5> 외국계 생명보험회사의 성장률 추이



주 : 1) 성장률갭은 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 수치임.  
 2) 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

보다 뚜렷한 내역을 비교하기 위해 <표 III-3>과 같이 생명보험회사 그룹별 지속가능성장률 및 관련 지표를 정리하였다. 대부분의 회계연도에서 지속가능성장률이 실제성장률보다 큰 값을 나타내고 있는 대형사는 중소형사와 외국사에 비해 낮은 수준의 ROA를 보이고 있다. 다만 대형사의 수익성은 연도별로 편차가 심하지 않고 안정적인 패턴을 나타낸다. 반면, 중소형사와 외국사의 경우에는 대형사에 비해 상대적으로 성장률이 높지만 수익성이 회계연도마다 편차가 매우 큰 상황이다. 이는 수익성에 비해 실제성장률이 지나치게 높은 중소형사들이 존재함을 나타내는 것으로서 재무건전성이 취약해질 가능성을 배제할 수 없는 상황임을 시사한다.

&lt;표 III-3&gt; 생명보험회사 그룹별 지속가능성장률 관련 지표

(단위 : %)

회 계 연 도 (FY)		2001	2003	2005	2006	2007
대 형 사	매출액순이익률	15.86	10.24	12.02	10.36	15.68
	유보율	97.90	94.83	94.51	93.02	95.20
	ROA	1.40	0.69	0.69	0.53	0.71
	지속가능성장률	8.52	3.24	2.73	1.90	2.47
	실제성장률	-14.77	-2.07	-3.77	-1.05	-2.02
중 소 형 사	매출액순이익률	-70.95	5.13	38.32	32.42	17.99
	유보율	100.00	100.00	94.23	91.19	90.57
	ROA	0.41	1.16	1.19	0.98	0.75
	지속가능성장률	2.44	6.55	5.35	3.96	2.56
	실제성장률	-5.78	14.56	12.43	16.56	13.86
외 국 사	매출액순이익률	-14.55	30.67	35.29	27.87	-3.49
	유보율	100.00	96.68	96.87	95.23	89.65
	ROA	0.26	1.91	1.72	1.44	0.53
	지속가능성장률	1.46	11.73	7.30	4.81	1.39
	실제성장률	29.20	28.26	9.02	8.70	13.99

주 : 실제성장률은 특별계정을 제외한 일반계정의 수입보험료 성장률임.

### 3. 지속가능성장률과 적정성장률

기업이 목표성장률을 설정하고 이를 달성하기 위한 성장전략을 수립할 때에는 어떠한 이론이 뒷받침되는 절대 수준의 목표성장률이 존재하지 않으므로 벤치마크가 필요하다. 따라서, 이번 절에서는 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해서 생명보험회사의 수익성과 성장성 모두를 만족시킬 수 있는 수준의 성장률, 즉 적정성장률의 수준 혹은 조건을 도출한다.

앞에서 기업이 과도한 고성장을 보일 경우 수익성이 낮아져 지속성장이 불

가능해 질 수 있고 과도한 저성장을 보일 경우 시장점유율이 잠식됨에 따라 성장여력이 축소될 수 있다는 점을 지적한 바 있다. 즉, 수익성을 희생한 대가로 얻어지는 고성장은 재무건전성을 악화시킬 수 있고 지나친 저성장은 수익의 절대 규모가 작아 시장점유율이 잠식되는 가운데 투자여력이 축소되어 장기적으로 볼 때 바람직하지 않다는 것이다. 따라서 기업이 지속가능한 양질의 성장을 달성하기 위해서는 수익성을 수반해야 하며, 이를 달성하기 위해서는 앞서 정의한 것과 같이 지속가능성장률을 벤치마크로 활용할 수 있을 것이다.

지속가능성장률은 수익성에 따라 그 값이 결정되는 지표이기 때문에 기업의 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높을 경우 수익성이 낮아 바람직한 상황이 아닐 수 있다. 그러나 현실적으로 실제성장률에 비해 지속가능 성장률이 높다고 해서 반드시 수익성이 낮다고 단정할 수 없기 때문에 이에 대해 검증이 필요하다. 또한 기업의 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 지나치게 낮을 경우에는 저성장에 따른 부작용이 존재할 수 있고 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높더라도 지나치게 높지 않다면 수익성은 상대적으로 양호할 수 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 경우에도 단정적으로 일반화할 수 없기 때문에 검증이 필요하다. 이 절에서는 국내 생명보험회사들을 대상으로 하여 ① 실제성장률이 지속가능성장률보다 작은 회사가 수익성도 높은가와 ② 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사가 수익성도 높은가를 분석한다.

먼저 다음의 <표 III-4>와 같이 분석대상으로 선정된 21개 생명보험회사에 대해 연도별로 실제성장률이 지속가능성장률보다 작은 그룹(A그룹)과 실제성장률이 지속가능성장률보다 큰 그룹(B그룹)의 수익성을 계산하였다. 매출액순이익률을 수익성 지표로 적용할 경우에 A그룹의 평균은 4.18%이고 B그룹의 평균은 -2.21%로서 A그룹이 전체 8개 회계연도 중 FY2003과 FY2005를 제외한 6개 회계연도에서 B그룹에 비해 높은 값을 나타내었다. 즉, 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 생명보험회사가 수입보험료 대비 당기순이익의 비율이 높다는 것은 그 만큼 수익성을 동반한 매출을 통한 성장을 이루어 왔다는 것이다. 특히 실제성장률이 지속가능성장률보다 높은 B그룹의 경우

FY2000, FY2001, FY2002에는 매출액순이익률이 마이너스를 기록하였고 최근 FY2006과 FY2007에는 가깝스로 0보다 높은 값을 기록하고 있다. 또한 ROA의 경우 A그룹의 평균은 1.39%이고 B그룹의 평균은 -0.61%로서 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 생명보험회사가 자산 대비 당기순이익의 비율이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내 생명보험회사들의 경우 실제성장률이 지속가능성장률을 초과할 경우에는 오히려 수익성이 상대적으로 낮아서 바람직하지 않을 수 있다는 것을 의미한다.

<표 III -4> 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 회사와 큰 회사의 수익성 검정  
(단위 : %)

회계연도(FY)	매출액순이익률		ROA	
	A그룹	B그룹	A그룹	B그룹
2000	3.07	-17.17	2.87	-6.54
2001	3.24	-8.23	1.09	-2.65
2002	6.83	-4.65	1.98	-0.86
2003	0.10	3.77	-0.14	1.72
2004	4.78	2.87	1.71	1.03
2005	3.32	4.54	0.77	1.74
2006	6.16	0.82	1.75	0.28
2007	5.95	0.38	1.05	0.40
평균	4.18	-2.21	1.39	-0.61
차이검정	2.56**		2.25**	

- 주 : 1) A그룹은 실제성장률이 지속가능성장률 이하인 회사로 구성된 집단이고, B 그룹은 실제성장률이 지속가능성장률 이상인 회사로 구성된 집단임.  
 2) 차이검정은 A그룹과 B그룹의 매출액순이익률 및 ROA가 같다는 귀무가설에 대한 검정통계량임.  
 3) \*\*은 5%에서 유의함을 나타냄.

<표 III-5> 실제성장률과 지속가능성장률의 절대 차이에 따른 수익성 검정  
(단위 : %)

회계연도 (FY)	매출액순이익률		ROA	
	C그룹	D그룹	C그룹	D그룹
2000	-4.00	-16.39	-1.02	-5.48
2001	2.73	-10.24	1.04	-3.41
2002	3.61	-6.94	1.22	-1.46
2003	4.44	0.15	1.74	0.19
2004	4.42	2.69	1.18	1.45
2005	4.84	3.42	1.39	1.40
2006	6.09	0.26	1.91	0.02
2007	4.45	-1.93	1.37	-0.35
평균	3.32	-3.62	1.10	-0.96
차이검정	2.01*		1.84*	

- 주 : 1) C그룹은 대상기업 전체 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%, D그룹은 대상기업 전체 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 상위 50% 회사로 구성된 집단임.  
 2) 차이검정은 C그룹과 D그룹의 매출액순이익률 및 ROA가 같다는 귀무가설에 대한 검정통계량임.  
 3) \*은 유의수준 10%에서 유의함을 나타냄.

다음으로 <표 III-5>와 같이 분석대상으로 선정된 21개 생명보험회사에 대해 연도별로 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 그룹(C그룹)과 큰 그룹(D그룹)의 수익성을 계산하였다. 매출액순이익률을 수익성 지표로 적용할 경우에 C그룹의 평균은 3.32%이고 D그룹의 평균은 -3.62%로서 C그룹이 전체 8개 회계연도 모두에서 D그룹에 비해 높은 값을 나타내었다. 즉, 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 생명보험회사가 수입보험료 대비 당기순이익의 비율이 높다는 것은 그 만큼 수익성을 동반한 매출을 통한 성장을 이루어 왔다는 것이다. 특히 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 큰 D그룹의 경우 FY2000, 2001, 2002, 2007에는 매출액순이익률이 마이너스를 기록하였다.

또한 ROA의 경우 C그룹의 평균은 1.10%이고 D그룹의 평균은 -0.96%로서 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 상대적으로 낮은 생명보험회사가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 클 경우에는 오히려 수익성이 상대적으로 낮아서 바람직하지 않다는 것을 의미한다.

한편, 앞의 <표 III-4>와 <표 III-5>를 비교하면 A그룹의 수익성 평균이 C그룹의 수익성 평균보다 높고 B그룹의 수익성 평균이 D그룹의 수익성 평균보다 높음을 알 수 있다. 이러한 결과로 미루어, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 낮은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사들의 수익성이 가장 높고, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 큰 회사들의 수익성이 가장 낮을 것으로 예상할 수 있다. 이를 알아보기 위해서 <표 III-6>과 <표 III-7>에 세부 그룹별로 수익성을 계산한 결과를 제시하였다.

먼저 <표 III-6>은 매출액순이익률을 수익성 지표로 설정한 결과를 보여주고 있다. 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 낮은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사를 E그룹으로 분류하고 큰 회사를 F그룹으로 분류하였으며, 실제성장률이 지속가능성장률에 비해 높은 회사들 중 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사를 G그룹으로 분류하고 큰 회사를 H그룹으로 분류하였다. 그 결과 E그룹의 횡단면-시계열 평균은 5.44%로 가장 높고 H그룹의 평균은 -7.27%로 가장 낮은 것으로 나타났다. 또한 F그룹의 평균은 3.96%로서 G그룹의 평균 2.35%에 비해 다소 높은 것으로 나타났다. 특히, 앞의 <표 III-4>와 <표 III-5>의 결과와 비교할 때 E그룹의 성과는 A그룹과 C그룹의 성과에 비해서 상당히 높은 수준이다. 이는 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 생명보험회사의 수익성이 높고, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사의 수익성이 더 높다는 것을 의미한다. 달리 표현하면, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 생명보험회사의 수익성이 낮고, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 큰 회사의 수익성이 더 낮다는 것을 의미한다.

이와 같이 수익성 측면만 고려하면 E그룹과 F그룹이 가장 우월한 것으로 보일 수 있다. 그러나 성장률도 함께 고려하면 F그룹의 성장률은 G그룹의 성장률에 비해 상당히 낮아서 수익성과 성장성을 동시에 고려하면 G그룹이 F그룹보다 우월한 것으로 볼 수 있다.

<표 III-6> 실제성장률과 지속가능성장률의 차이 그룹별 매출액순이익률

(단위 : %)

회계연도 (FY)	실제성장률<지속가능성장률		실제성장률>지속가능성장률	
	E그룹	F그룹	G그룹	H그룹
2000	9.95(4.21)	4.53(-25.17)	-9.27(3.74)	-25.06(78.24)
2001	4.58(-5.47)	2.46(-15.06)	0.48(12.26)	-16.95(69.90)
2002	6.80(2.80)	6.87(-1.42)	3.59(12.82)	-14.56(59.33)
2003	3.09(2.19)	-3.38(-16.62)	5.91(21.15)	1.62(91.08)
2004	2.17(2.02)	7.28(2.00)	4.76(15.83)	0.98(39.32)
2005	3.61(0.08)	3.04(-8.51)	5.93(13.48)	1.51(24.77)
2006	6.96(5.50)	5.36(-3.05)	3.91(13.14)	-3.01(40.19)
2007	6.38(2.79)	5.52(-3.51)	3.47(9.19)	-2.71(21.27)
평균	5.44(1.77)	3.96(-8.92)	2.35(12.70)	-7.27(53.01)

주 : 1) 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 E그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 F그룹으로 분류하며, 실제성장률이 지속가능성장률보다 높은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 G그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 H그룹으로 분류하였음.

2) 괄호 안은 실제성장률의 중위값(median)임.

이와 같은 결과는 ROA를 수익성 지표로 사용한 경우에도 동일한 것으로 나타났다. E그룹의 ROA는 1.89%로서 A그룹의 1.39%와 C그룹의 1.10%에 비해 상당히 높은 수준이다. 또한 H그룹의 ROA는 -2.30%로서 가장 낮은 수준을 보이고 있다. 따라서 ROA를 수익성 지표로 사용한 경우에도 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮은 생명보험회사의 수익성이 높고, 실제성장률이

지속가능성장률 보다 낮은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 작은 회사의 수익성이 더 높다는 것을 알 수 있다. 또한 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 생명보험회사의 수익성이 낮고, 실제성장률이 지속가능성장률 보다 높은 회사들 중에서는 실제성장률과 지속가능성장률과의 차이가 큰 회사의 수익성이 더 낮다는 것을 의미한다. 따라서, 지속가능성장률을 수익성을 고려한 성장전략 수립의 벤치마크로 활용한다면, 생명보험회사의 적정성장률은 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮고 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 경우로 정의 할 수 있다.

<표 III-7> 실제성장률과 지속가능성장률의 차이 그룹별 ROA

(단위 : %)

회계연도 (FY)	실제성장률<지속가능성장률		실제성장률>지속가능성장률	
	E그룹	F그룹	G그룹	H그룹
2000	5.36(4.21)	2.56(-25.17)	-4.23(3.74)	-8.85(78.24)
2001	1.72(-5.47)	0.66(-15.06)	0.25(12.26)	-5.56(69.90)
2002	1.99(2.80)	1.97(-1.42)	1.67(12.82)	-4.06(59.33)
2003	0.74(2.19)	-1.17(-16.62)	2.80(21.15)	0.64(91.08)
2004	0.57(2.02)	3.02(2.00)	1.73(15.83)	0.33(39.32)
2005	0.88(0.08)	0.65(-8.51)	1.83(13.48)	0.33(24.77)
2006	2.61(5.50)	0.90(-3.05)	1.13(13.14)	-0.72(40.19)
2007	1.27(2.79)	0.83(-3.51)	1.35(9.19)	-0.50(21.27)
평균	1.89(1.77)	1.18(-8.92)	0.82(12.70)	-2.30(53.01)

주 : 1) 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 E그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 F그룹으로 분류하며, 실제성장률이 지속가능성장률보다 높은 회사들 중에서 |실제성장률-지속가능성장률|이 하위 50%인 회사를 G그룹으로 분류하고 상위 50%인 회사를 H그룹으로 분류하였음.

2) 괄호 안은 실제성장률의 중위값(median)임.

## IV. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성

### 1. 기업성장 원천 관련 이론

일반적으로 보험회사가 신상품을 개발할 때에는 소비자들의 보험수요를 파악하여 이를 반영한다. 또한 투자영업에서 수익성을 제고하기 위해서는 금융 시장의 상황을 파악한 다음 이에 적합한 자산에 투자한다. 이는 보험회사의 성장에 외부환경이 큰 영향을 미친다는 것을 의미한다. 그렇다면 동일한 외부 환경 하에서 동일한 보험상품을 판매하고 동일한 자산에 투자하는 보험회사들을 반드시 동일한 성장을 달성할까?

기업 성공의 원천을 설명하려는 연구들은 전략을 수립하고 실행하는 운영 주체(subject), 기업이 속해있는 외부환경(environment), 기업이 보유하고 있는 내부의 특수한 자원(resource)의 세 가지 관점에서 이루어져 왔다(조동성·이윤철·박재찬, 2001). 이 중에서 본 연구의 목적은 보험회사의 지속가능성장과 관련하여 회사별 특성 차이를 규명하는 것이므로 이와 관련된 연구를 중심으로 관련 이론을 검토한다.

먼저 1980년대에는 산업조직론의 분석기법을 도입한 Porter(1980)의 연구 이후 산업구조관점(industry structure view)을 통해 기업 간 성과차이를 조망하는 연구가 각광을 받았다. Porter를 위시한 일련의 학자들은 1930년대 산업 내 완전경쟁을 저해하는 요인을 규명하기 위하여 개발된 구조(structure)-행태(conduct)-성과(performance) 모형을 적용하였다. 동 모형은 산업구조가 기업의 행태에 영향을 미치고 행태는 다시 기업의 성과에 영향을 미치면서 기업이 성장한다는 논리를 내포하고 있다. 미시경제학을 근본으로 하는 산업조직론은 균형이론에 입각하여 장기적으로 모든 기업 간 성과차이는 경쟁적인 모방에 의해 사라진다고 가정하고 있다. 따라서 개별기업이 보유한 자원의 차이는 고려하지 않고 해당 기업이 속한 산업 내에서의 포지셔닝(positioning)에 입각한 전략을 수립하는데 치중하였다. 결국 산업마다 성과의 차이를 유발하는 구조적 특징이 무엇인가를 밝히는 것이 이들의 관심이라 할 수 있다.

Schmalensee(1985)의 연구는 기업의 성과가 산업적 특수성에 기인하는가 아니면 그 기업만의 고유한 요인에 기인하는가를 실증 분석한 최초의 본격적 시도라고 할 수 있다. 자산이익률(ROA)을 성과변수로 하는 모형을 통해 분석한 결과 기업이 산업효과(industry effect)로 인해 얻는 수익률은 전체 수익률에서 약 20%의 비중을 차지하고 사업단위효과(business unit effect)로 인해 얻는 수익률은 통계적으로 유의한 수준이 아닌 것으로 나타났다. 따라서 그는 해당 기업이 속한 산업요인이 성과를 결정하는 데 있어 핵심이라는 결론을 도출하였다.

1980년대 후반 들어 산업구조관점에 대한 비판과 Wernerfelt(1984)의 연구에 힘입어 자원기반관점(resource-based view)을 통해 기업성과의 차이를 설명하려는 흐름이 두각을 나타내었다. 산업구조를 분석한 결과는 어느 산업이 매력적인가를 판별하는 데에는 도움이 될 수 있었지만 특정 산업 내에서 성공한 기업과 실패한 기업의 차이를 분석하는 데에는 별다른 도움을 제공하지 못하였다. 따라서 전략경영 분야에서는 기업 혹은 사업단위(business unit) 자체를 주요 분석 단위로 하여 기업성과에 대한 논의를 전개하기 시작하였다.

Wernerfelt(1984)가 Penrose(1959)의 연구를 전략경영 분야에 도입하면서 자원기반관점이라는 용어를 제시한 이후 급속도로 전파되기 시작하였다. 자원기반관점은 기업마다 차별적인 고유의 축적된 자원이 존재하며 이러한 자원이 경쟁우위의 원천이 된다는 이론이다. 즉, 기업이 보유한 어떤 자원이 희소하고 복제, 대체될 수 없으며 요소시장에서 구입이 어렵다면 해당 기업은 그러한 자원을 이용하여 지속적인 수익을 창출함으로써 기업들 사이의 성과차이가 존재한다는 이론이다(Wernerfelt, 1984; Dierickx and Cool, 1989).

Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구결과가 개별기업의 성과에 대한 산업요인의 설명력이 단지 20%에 지나지 않기 때문에 나머지 약 80% 가량에 대한 해결책을 찾기 위한 연구결과를 제시하였다. Rumelt(1991)는 Schmalensee(1985)의 연구가 개별기업의 성과를 결정하는 유일한 요인으로서 시장점유율만을 사용하였고, 단 1년 동안의 데이터를 이용하였기 때문에 다양한 사업단위효과를 반영한 모형수립에 한계가 있었음을 지적하였다. Rumelt는 4년 동안의 데이터를 이용하여 분석한 결과 전체 수익률에서 산업효과로 인해 달성된 부분

은 4~8%이며 사업단위효과로 인해 달성된 부분은 44~46%를 차지함으로써 사업단위의 효과가 성과를 결정하는 지배적 요인이라는 결론을 도출하였다. Rumelt(1991)의 연구와 맥을 같이하는 주요 실증연구로서 Amel and Froeb(1991), Brush et al.(1992), Roquebert et al.(1996), McGahan and Porter(1997), Mauri and Michaels(1998) 등을 꼽을 수 있다. 이들 연구는 사용된 모형에서 약간의 차이가 있을 뿐 대부분이 사업단위효과가 기업성과를 결정짓는 핵심이라는 분석결과를 제시하고 있다.

최근 추세는 산업전체 성과를 비교·분석하기 보다는 특정 산업에 속한 기업에 대하여 어떠한 요인이 기업성과의 차이를 초래하는 동인이 되는가를 연구하는 것이 기본이 되고 있다. 비교적 최근의 Hawawini et al.(2003)의 연구는 시장에서 극단적으로 성과가 우수한 기업과 저조한 기업의 경우 해당 기업이 보유한 고유의 자원에 기인한 성과가 산업적 특성에 기인한 성과보다 크고, 중간 수준의 성과를 보이는 기업의 경우에는 오히려 해당 기업이 속한 산업적 특성에 기인한 수익률이 보다 크다는 흥미로운 결과를 제시한 바 있다.

자원기반관점에 따르면 각 회사별 특성이 성장에 중요하게 작용할 수 있다. 따라서 이후의 논의는 생명보험회사의 성장에 영향을 미치는 외부요인 및 내부요인에 대해서 논의하고 적정성장률을 달성하는 회사의 특성이 무엇인지를 파악하기 위한 모형을 설정한다.

## 2. 변수의 선택

기업성장과 관련된 이론 및 실증분석에 관한 초창기 연구는 기업규모(size)를 중심으로 전개되었다. 지브라의 법칙(Gibrat's law)<sup>13)</sup>에 따르면 설립년도의

13) 지브라의 법칙(Gibrat's law)은 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 일정한 분석기간에 기업의 성장률은 기간 초기의 기업규모와 독립적이다. 즉, 기업성장과 규모 사이에는 관련이 없다는 의미이다. 둘째, 일정 기간 동안 주어진 성장률의 확률은 동일 산업 내 존재하는 모든 기업에 대해서 동일하다. 즉, 초기 규모에 대한 기업규모의 성장 확률이 모든 기업에 대해 동일하다는 것이다.

기업규모에 관계없이 기업의 성장 가능성은 모든 기업에 대해 동일하다. 그러나 기업규모와 성장률 사이의 관계를 다룬 실증연구 결과는 일치된 결론을 보여주지 못하고 있다. Gibrat(1931)의 주장과 같이 기업의 성장률과 규모는 독립적이라는 연구결과가 있는가 하면 음(-)의 관계나 양(+)-의 관계가 존재한다는 실증연구도 있다. 영국의 생명보험회사를 대상으로 한 Hardwick and Adams(2002)의 연구는 장기적으로 성장률과 기업규모 사이에 통계적으로 유의한 관계가 존재하지 않는다는 실증결과를 제시한 바 있다. 즉, 소규모 생명보험회사와 대규모 생명보험회사의 성장속도는 장기적으로 큰 차이가 없다는 것이다.

Jovanovic(1982)은 기업성장의 동태적인 측면을 강조하여 기업의 성장과 생존율은 기업의 연령(설립 이후 경과연수)에 영향을 받는다고 주장하였다. 기업의 산출량이 관리적 비효율의 볼록감소함수(decreasing convex function of managerial inefficiency)일 경우에 기업의 성장률은 연령과 음(-)의 상관관계가 존재한다는 것이다. Evans(1987), Dunne et al.(1989), McPherson(1996), 성효용(2000) 등의 연구는 Jovanovic(1982)의 주장과 일치되는 실증분석 결과를 보여준 바 있다.

한편, 앞의 식 (II-6)에서 ROA가 지속가능성장률에 큰 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 이는 ROA에 영향을 미치는 지표들이 성장률에도 영향을 미친다는 것을 의미한다. 만약 ROA 산출시에 분모 부분에 당기순이익 대신에 투자영업이익(I)과 보험영업이익(U)의 합으로 표현한다면 ROA를 다음과 같이 분해할 수 있다(A=자산, E=자기자본, D=부채, S=매출액).

$$\begin{aligned}
 ROA &= \frac{I+U}{A} = \frac{E(I+U)}{AE} \\
 &= \frac{EU+EI+ID-ID}{AE} = \frac{I(E+D)}{AE} + \frac{EU}{AE} - \frac{ID}{AE} \\
 &= \frac{IA}{AE} + \frac{U}{A} - \frac{ID}{AE} = \frac{I}{E} - \frac{ID}{AE} + \frac{U}{A} \cdot \frac{S}{S} \\
 &= \frac{I}{E} \left(1 - \frac{D}{A}\right) + \frac{U}{S} \cdot \frac{S}{A}
 \end{aligned} \tag{IV-1}$$

식에서 보는 바와 같이 ROA는 자기자본투자이익률( $I/E$ )에 보험레버리지 요인( $1 - D/A = E/A$ )을 곱한 부분과 매출액보험영업이익률( $U/S$ )에 총자산 회전율( $S/A$ )을 곱한 부분의 합이 됨을 알 수 있다. 여기서 보험레버리지요인은 순자산비율 혹은 자기자본비율로서 보험회사의 재무건전성을 반영한다. 따라서 안정성, 투자영업활동, 보험영업활동이 ROA를 결정하고 이러한 활동과 관련된 변수가 성장률에도 영향을 미친다고 볼 수 있다.

이에 본 연구는 생명보험회사의 특성을 반영하는 내부요인으로서 안정성, 투자영업활동, 보험영업활동을 반영하면서 성장률과 관련이 높은 변수를 선택하여 적정성장을 달성하는 회사와 과대성장 혹은 과소성장하는 회사와의 차이를 밝힌다. 선행연구를 탐색한 결과 이러한 변수들은 김호경(1997), 이순재·김재현(2003), 박한구(2004) 등과 같이 생명보험회사의 부실예측 혹은 위기경보시스템을 다룬 연구에서 사용되고 있음을 확인할 수 있었다. 특히 본 연구는 이들 연구와 같이 보험영업활동과 투자영업활동의 결과를 반영하는 변수가 아니라 보험영업활동과 투자영업활동 자체를 반영하는 변수를 선택함으로써 회사별 영업활동의 특성이 잘 반영되도록 한다. 보험영업활동을 반영하는 변수로는 사망보험비중, 일시납보험비중, 실효해약률, 단체보험비중, 사업비율, 보험금지급률을 선택하였고, 투자영업활동을 반영하는 변수로는 운용자산비율<sup>14)</sup>, 주식 및 수익증권비중, 현금비중, 채권비중, 대출채권비중과 같이 자산배분전략의 특성을 대변하는 변수를 선택하였다.

먼저, 외부요인으로서 기업규모 변수는 생명보험회사의 실제성장률과 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 일반적으로 규모가 작은 회사는 큰 회사에 비해 성장률 혹은 시장점유율 제고에 집중할 것이기 때문이다. 앞서 <표 III-3>에서 살펴본 바와 같이 중소형사가 대형사에 비해 성장률이 높다는 것은 이러한 결과를 지지할 것으로 판단된다. 다만 모형을 통해 여러 변수를 동시에 고려할 때에도 성장률과 규모 사이에 음(-)의 상관성이 존재할 것인가에 대해서는 실증분석을 통해 규명할 필요가 있다고 하겠다. 또한 실제

14) 운용자산은 전체 자산에서 비운용자산을 제외한 자산, 즉 현금 및 예금, 주식, 채권, 수익증권, 대출채권, 부동산 등의 자산을 의미한다. 따라서 운용자산비율은 전체 자산에서 운용자산이 차지하는 비중을 뜻한다.

성장률과 연령 변수 사이에도 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대한다. 연령이 작은 회사는 혁신을 통하여 상대적으로 낮은 비용을 통해 매출을 증대 시킴으로써 성장이 상대적으로 유리하기 때문이다.

<표 IV-1> 선택된 설명변수

구 분	변수명	산출방법	비고
외부요인	기업규모	$\log(\text{총자산})$	-
	연령	$\log(\text{설립 이후 경과연수})$	-
수익력	ROA	당기순이익/총자산	수익성
보험영업 활동	사망보험비중	사망보험 수입보험료/전체 수입보험료	안정성
	일시납보험비중	일시납 수입보험료/전체 수입보험료	안정성
	실효계약률	실효계약액/(연초보유계약액+신계약액)	안정성
	단체보험비중	단체보험 수입보험료/전체 수입보험료	성장성
	사업비율	사업비/수입보험료	수익성
	보험금지급률	지급보험금/수입보험료	수익성
투자영업 활동	운용자산비율	운용자산/총자산	안정성
	주식및수익증권비중	주식및수익증권/운용자산	안정성
	현금비중	현금/운용자산	유동성
	채권비중	채권/운용자산	안정성
	대출채권비중	대출채권/운용자산	수익성

수익력을 나타내는 ROA는 생명보험회사의 실제성장률과 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 일반적으로 성장률이 매우 높아 과대성장하는 회사는 그렇지 않은 회사에 비해 수익성을 희생하고 얻은 결과일 가능성이 높다. 다만 성장률이 매우 낮은 회사일지라도 수익성에 치중하여 성장을 희생했다고 볼 수 없기 때문에 생명보험회사의 실제성장률과 ROA 사이에 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않을 가능성이 있다.

다음으로 내부요인으로서 상품구조를 반영하는 사망보험비중은 생명보험회

사의 실제성장률과 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 사망보험은 보장성보험이므로 저축성보험에 비해 해약률이 낮아 안정성은 높으나 가입률이 포화상태에 가까워 매출 성장의 확대가 어려운 종목이므로 사망보험의 판매비중이 높은 회사는 상대적으로 성장률이 낮을 것으로 기대한다. 이와 반대로 일시납비중과 실제성장률 사이에는 양(+ )의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 연금과 같은 저축성보험은 일시납 형태로 판매되는 경우가 많은데 성장률 제고를 도모하는 회사는 공격적으로 일시납 저축성보험을 판매하는 경향이 있기 때문이다. 실효해약률과 실제성장률 사이의 관계는 사전에 예측하기 어렵다. 실효해약률이 높은 회사는 기존 고객이 상실됨을 의미하므로 실효해약률과 성장률 사이에 음(-)의 관계가 존재할 수 있다. 그러나 공격적인 영업을 통해 성장률 제고에 집중하는 회사는 상대적으로 실효해약률이 높을 수 있기 때문에 실효해약률과 성장률 사이에 양(+ )의 상관관계가 존재할 가능성도 있다.

단체보험비중과 성장률 사이에는 양(+ )의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 단체보험은 기업이 가입하는 고액계약이므로 단체보험의 판매비중이 높은 회사는 성장률도 높을 것으로 예상할 수 있다. 다만 단체보험을 가입하는 기업은 사전에 생명보험회사의 재무상태 등과 같은 세부사항을 검토할 수 있는 정보수집능력이 뛰어나므로 대형사의 보험을 구입할 가능성이 높다. 이러한 점을 고려하면 단체보험비중과 성장률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 수 있다. 사업비율과 실제성장률 사이에는 양(+ )의 상관관계가 존재할 것으로 예상된다. 성장률 제고에 치중하는 회사는 광고비와 같은 신계약비의 지출이 상대적으로 높을 것이기 때문이다.

보험금지급률과 실제성장률 사이에는 양(+ )의 상관관계가 존재할 것으로 기대할 수 있다. 이는 공격적인 영업을 통해 성장률 제고에 집중하는 회사는 지급심사를 강조하기 보다는 경쟁회사에 비해 매출이 용이한 상품을 개발하여 판매촉진을 도모하므로 상대적으로 보험금지급률도 높을 수 있기 때문이다. 그런데 생명보험회사의 보험금지급률은 주력하는 상품이 보장성인가 아니면 저축성인가에 따라 크게 차이가 발생할 수 있다. 즉, 보장성상품과 저축성상품의 보험금지급률을 직접적으로 비교할 수 없기 때문에 어떤 상품을 주력

으로 하는가에 따라 보험금지급률이 달라질 수 있다. 이러한 현실을 고려하면 보험금지급률과 실제성장률 사이의 관계는 실증분석을 통해 규명이 필요할 것이다.

<표 IV-2> 선택된 설명변수의 기대부호

구 분	변수명	기대부호
외부요인	기업규모	-
	연령	-
수익력	ROA	-, ?
보험영업활동	사망보험비중	-
	일시납보험비중	+
	실효해약률	?
	단체보험비중	+
	사업비율	+
	보험금지급률	+, ?
투자영업활동	운용자산비율	-
	주식및수익증권비중	+
	현금비중	+
	채권비중	-
	대출채권비중	?

투자영업활동을 반영하는 변수로서 운용자산비율과 실제성장률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 매출성장보다 수익성과 안정성을 강조하는 회사의 경우에는 운용자산비율을 최대한 높일 것이기 때문이다. 또한 주식 및 수익증권의 비중과 실제성장률 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재하고 채권비중과 실제성장률 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 성장률 제고에 치중하는 회사는 보험영업부문에서 상대적으로 수익성이 낮을 것이고 이를 만회하기 위하여 채권과 같이 리스크가 낮은 자산보다는 주식 및 수익증권과 같이 리스크가 높은 자산에 대한 투자비중을

확대할 가능성이 높다. 현금보유비중과 실제성장률 사이에는 양(+)<sup>1)</sup>의 상관관계가 존재할 것으로 기대된다. 일반적으로 성장률 제고에 치중하는 회사는 매출증대를 위한 재원을 더 많이 필요로 하기 때문에 유동성이 높은 현금 및 예금의 비중이 높을 가능성이 있다. 대출채권과 실제성장률 사이의 관계는 논리적으로 뚜렷한 관계를 사전에 판단하기 힘들다. 대출채권이 리스크가 낮은 자산으로 분류되지만 여타의 자산에 비해 수익률이 높은 경향이 있다. 공격적인 보험영업으로 인해 보험영업부분의 수익성이 낮은 회사는 이를 만회하기 위하여 대출채권의 비중을 확대함으로써 수익성 개선을 도모할 유인이 존재하므로 대출채권비중과 성장률 사이에는 양(+)<sup>2)</sup>의 상관관계가 존재할 수 있다. 그러나, 약관대출 이외에 신용대출, 부동산담보대출 등의 업무는 상당한 노하우가 필요한데, 성장률 제고에 치중하는 중소기업사로서는 역부족일 수 있으므로 대출채권비중과 성장률 사이에는 음(-)<sup>3)</sup>의 상관관계가 존재할 가능성도 배제할 수 없다.

### 3. 생명보험회사의 실제성장률 결정요인 분석

#### 가. 분석 데이터 및 기초 통계량

우선 기업성장을 다룬 기존의 연구들과 마찬가지로 실제성장률에 유의한 영향을 미치는 요인은 무엇인가를 분석하고자 한다. 이는 국내 생명보험회사들 중 실제성장률이 높은 기업의 특징은 무엇인가를 파악하기 위함이다. 분석을 위한 각 변수들은 보험통계연감에서 데이터를 수집하여 생성하였다. 분석 기간은 FY2000부터 2007까지 8개년이며 21개 생명보험회사를 대상으로 한다.

우선 모형을 통한 분석에 앞서 각 변수에 대한 기술통계량을 살펴보자. <표 IV-3>에서 보는 바와 같이 국내 생명보험회사들의 일반계정 수입보험료 실제성장률은 평균이 25.22%로서 매우 높은 수준이다. 특히 최솟값은 -82.6%이고 최댓값은 414.4%로서 일부 중소기업사의 경우 극단적인 분포를 보이고 있다. 성장률과 달리 수익성지표인 매출액순이익률과 ROA의 경우에는 평균값

이 상당히 낮은 수준을 나타내고 있어 내실경영을 강조하는 최근의 상황과 피리가 있음을 알 수 있다. 그 밖의 설명변수들은 평균을 중심으로 고르게 분포하여 이후의 회사별 특성 분석에 사용하기에 적합한 것으로 판단된다.

<표 IV-3> 각 변수에 대한 기술통계량

변 수	평균	표준편차	최솟값	최댓값
실제성장률	25.22	59.73	-82.6	414.4
매출액순이익률	-0.04	15.35	-101.9	21.5
ROA	0.08	5.71	-36.1	13.8
log(총자산)	14.63	1.81	10.50	18.57
log(연령)	1.20	0.32	0.30	1.79
사망보험비중	54.00	20.83	0.98	98.85
일시납보험비중	10.41	13.49	0.00	83.1
실효혜약률	14.23	6.36	1.14	48.35
단체보험비중	3.25	5.33	0.00	40.1
사업비율	14.94	9.89	3.83	61.59
보험금지급률	10.75	8.77	0.05	46.24
운용자산비율	70.98	14.69	11.7	90.4
주식수익증권비중	9.87	10.27	0.00	59.29
현금비중	6.45	8.09	0.07	59.19
채권비중	50.63	24.44	0.00	96.68
대출채권비중	20.86	13.85	0.00	60.96

주 : log(총자산)과 log(연령) 변수를 제외한 모든 변수는 퍼센트 단위임.

다음으로 <표 IV-4>~<표 IV-6>은 변수들 사이의 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 대체로 변수들 사이의 관계는 예상한 부호를 나타내었으며 변수들 사이의 상관계수의 크기도 높지 않은 것으로 나타났다. 다만, 보험영업을 반영하는 변수 중 사업비율과 기업규모 사이의 상관계수가 -0.6047, 사망보험비중과 일시납보험비중 사이의 상관계수가 -0.6365로 높고, 투자영업을 반영하는 변수 중 주식및수익증권비중과 채권비중 사이의 상관계수가 -0.6808이고 채권비중과 대출채권비중 사이의 상관계수가 -0.7863으로서 높은 수준으로 나

타났다. 따라서 모형을 통해 분석할 경우 상관계수가 높은 변수들이 동시에 포함된 모형을 추정하면 다중공선성의 문제가 발생할 수 있으므로 적절한 변수 선택을 통해 이를 해결할 필요가 있다.

<표 IV-4> 외부요인 및 성과변수와 영업변수 사이의 상관계수

변 수	ROA	기업규모	기업연령
기업규모	0.4125	-	-
기업연령	0.2076	0.5858	-
사망보험비중	0.1468	-0.0651	0.0692
일시납보험비중	-0.0487	-0.1803	-0.1729
실효해약률	-0.2426	-0.0723	-0.0503
단체보험비중	-0.2033	0.0613	0.1112
사업비율	-0.5219	-0.6047	-0.3847
보험금지급률	-0.3505	0.0360	0.1057

<표 IV-5> 보험영업 변수 사이의 상관계수

	사망보험비중	일시납 보험비중	실 효 해약률	단체보험비중	사업비율
일시납보험비중	-0.6365	-	-	-	-
실효해약률	-0.1887	-0.0567	-	-	-
단체보험비중	-0.3086	0.1258	0.4416	-	-
사업비율	0.2805	-0.1880	0.1297	-0.0468	-
보험금지급률	-0.1706	-0.1789	0.5042	0.5132	0.1830

<표 IV-6> 투자영업 변수 사이의 상관계수

	운용자산비율	주식수익증권비중	현금비중	채권비중
주식수익증권비중	0.0879	-	-	-
현금비중	-0.5198	-0.0386	-	-
채권비중	-0.1419	-0.6808	-0.0326	-
대출채권비중	0.2917	0.2549	-0.2262	-0.7863

## 나. 모형을 통한 분석

이제 실제성장률을 종속변수로 하는 패널회귀모형(panel regression model)을 통해서 앞서 선택한 설명변수가 성장률에 미치는 영향을 분석한다. 패널회귀모형은 횡단면 자료와 시계열 자료를 함께 묶어 패널자료를 구성한 후 최우추정법(maximum likelihood estimation)으로 추정하는 방법이다. 본 연구에서 횡단면 자료는 21개의 개별기업 자료로 구성되며, 개별 자료는 FY2000~FY2007까지의 시계열 자료로 구성된다.

본 연구는 패널자료의 모든 개별기업 자료가 동일한 개수의 시계열 자료를 갖는 균형패널을 사용한다. 패널회귀모형에서 개별기업  $i$ 의  $t$ 시점의 오차항( $u_{i,t}$ )을 개별기업별 효과를 나타내는  $\alpha_i$ 와 평균이 0이고 분산이  $\sigma_\epsilon^2$ 인  $\epsilon_{i,t}$ 의 합으로 표현할 수 있는데,  $\alpha_i$ 를 고정되어 있는 미지의 상수항으로 가정하면 고정효과모형(fixed effect model)이고 독립적이고 동일한 분포로부터 추출되는 확률변수로 취급하면 확률효과모형(random effect model)이다. 일반적으로 고정효과모형과 확률효과모형 중 어떠한 모형을 선택할 것인가는 기술적으로 오차항( $\alpha_i$ )과 설명변수 사이에 상관관계가 존재하지 않는다는 귀무가설을 검정한 *Hausman-test*를 이용하며 귀무가설을 기각하면 고정효과모형을 선택하고 귀무가설을 기각할 수 없다면 확률효과모형을 선택한다. 그런데  $\alpha_i$ 와 설명변수 사이에 상관관계가 존재하지 않는다는 것은 매우 지나친 가정일 수 있다. 본 연구의 경우 관측되는 설명변수로서 외부요인, 보험영업활동요인, 투자영업활동요인 등이 종속변수인 실제성장률에 미치는 영향을 분석하는데, 이때 관측되지 않는 개별 보험회사의 영업활동과 관련된 특성은 실제성장률에 영향을 미치는 설명변수에 영향을 미칠 것이다. 따라서 본 연구는 분석모형의 특징을 고려하여 고정효과모형을 선택하여 연구를 진행한다.

한편, 앞의 <표 IV-4> ~ <표 IV-6>에서 보듯이 일부 변수들 사이의 상관계수가 매우 높아 모형에 이들 변수를 동시에 삽입하여 추정할 경우 다중공선성(multi-collinearity)으로 인한 문제가 발생할 수 있다. 이를 진단하기 위해 사전에 선택된 각각의 설명변수를 종속변수로 하고 나머지 설명변수를 독립변수로 하는 모형을 pooled OLS로 추정하고 분산팽창계수(Variance Inflation

Factor)를 산출하였다. 그 결과 분산팽창계수가 10을 넘는 변수는 채권비중으로서 14.72를 나타내었다. 따라서 패널회귀모형의 추정에서는 채권비중 변수를 제외한다.

<표 IV-7> 패널회귀모형 추정결과

설명변수	종속변수=실제성장률	
	고정효과모형	확률효과모형
ROA	-1.9294(-1.32)	-0.3389(-0.37)
기업규모	-53.6114(-3.36)***	-4.5277(-1.36)
기업연령	9.2566(0.35)	4.9074(0.81)
사망보험비중	-1.0575(-1.62)	0.2773(0.88)
일시납보험비중	1.9925(3.88)***	2.1477(4.63)***
실효해약률	2.0026(2.00)**	1.4884(1.88)*
단체보험비중	-3.4095(-3.00)***	-3.4924(-3.48)***
사업비율	-1.4088(-1.59)	-0.8806(-1.31)
보험금지급률	-1.3549(-1.80)*	-1.2706(-1.94)*
운용자산비율	-0.2129(-0.47)	-0.3813(-1.15)
주식및수익증권비중	-1.2313(-2.01)**	-0.5530(-1.21)
현금비중	0.6267(0.92)	0.1410(0.22)
대출채권비중	-1.2220(-1.85)*	-0.0065(-0.02)
관측치수	154	154
$R^2$	0.2638	0.4859
$Hausman \chi^2$	53.86(0.00)***	

주 : 1) 회귀계수 옆의 괄호 안은 t-value를 나타내며,  $Hausman \chi^2$  통계량 옆의 괄호 안은 p-value를 나타냄.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3) 연도더미와 절편의 회귀계수 표기는 생략하였음.

<표 IV-7>은 실제성장률을 종속변수로 하는 패널회귀모형의 추정결과를 보여주고 있다. 기술적으로 오차항과 설명변수 사이에 상관관계가 존재하지 않

는다는 귀무가설을 검정한 *Hausman*의  $\chi^2$  통계량이 귀무가설을 기각하여 고정효과모형을 선택하는 것이 바람직한 것으로 나타났다. 따라서 고정효과모형의 추정결과를 중심으로 유의한 설명변수와 실제성장률 사이의 관계에 대해 논의를 진행한다.

우선 수익성을 나타내는 ROA는 통계적으로 유의하지 않아 실제성장률과 수익성 사이에 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 다만 회귀계수가 음(-)의 값을 나타내어 수익성이 낮은 회사가 높은 성장률을 기록하는 경향이 다소 있는 것으로 이해할 수 있다.

외부변수로서 기업규모의 회귀계수는 예상과 같이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내었고 연령 변수의 회귀계수는 음(-)의 값을 기대하였으나 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 값을 나타내었다. 즉, 생명보험회사의 규모가 작을수록 성장률이 커지는 경향이 있고, 연령과 성장률 사이에는 유의한 관계가 존재하지 않는다는 것을 의미한다.

다음으로 보험영업활동을 반영하는 변수들 중에서는 사망보험비중, 일시납 보험비중, 실효해약률, 단체보험비중이 통계적으로 유의한 것으로 나타났으나 투자영업활동을 반영하는 변수들 중에서는 통계적으로 유의한 변수가 없는 것으로 나타났다. 사망보험비중과 일시납보험비중의 회귀계수는 예상과 같이 각각 음(-)과 양(+)의 부호로 나타났고, 실효해약률의 회귀계수는 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이와 같은 결과는 성장률이 높은 회사가 사망보험비중이 낮은 반면 방카슈랑스를 통해 판매되는 일시납 저축성보험의 비중이 높고 불완전판매에 의해 해약률이 높다는 것을 의미한다.

그런데 종속변수로 사용된 실제성장률은 수익성을 반영한 지표가 아니기 때문에 이와 같은 분석결과로부터 얻어지는 시사점은 제한적일 수밖에 없다. 예를 들어, 사망보험비중이 낮고 일시납 저축성보험의 비중이 높은 회사의 수익성이 매우 저조한 상황이라면 상품구조의 개선을 통해 어느 정도 성장률 확대를 제한하고 수익성 확충을 위해 노력할 필요가 있다는 시사점을 도출할 수 있지만, 개별 회사의 입장에서 자사의 실제성장률이 적정성장률 혹은 지속가능성장률에 비하여 어떠한 수준인지를 파악하지 못하면 수익성과 연계한 성장전략의 수립이 불가능할 것이다. 따라서 개별 회사의 입장에서 자사의

실제성장률이 어떠한 수준인지를 파악하고 그러한 성장률 수준이 어떠한 특성에 의해서 영향을 받은 것인지를 분석할 필요가 있다. 따라서 이후에서는 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률을 비교하여 과대성장그룹, 적정성장그룹, 과소성장그룹으로 분류하고 각 그룹의 특성 차이를 분석한다.

## 4. 과대성장 및 과소성장 생명보험회사의 특성 분석

### 가. 적정성장, 과대성장, 과소성장 그룹 분류

생명보험회사의 성장전략수립과 관련하여 보다 실질적인 시사점을 도출하기 위하여 실제성장률과 지속가능성장률의 차이를 이용하여 분석대상 회사를 적정성장회사, 과대성장회사, 과소성장회사의 그룹으로 분류하고 각 그룹의 특성 차이를 분석한다. 이를 위해 실제성장률과 지속가능성장률의 차이를 계산하여 내림차순으로 정렬한다. 그 결과 실제성장률이 지속가능성장률보다 큰 회사가 반대의 경우보다 많은 것으로 나타났다. 분석대상 회사가 21개사이므로 기본적으로 5개의 그룹으로 나누며 각 그룹은 4개의 회사가 속하는 것으로 한다. 실제성장률에서 지속가능성장률을 차감한 값이 0보다 큰 회사들 중에서 가장 작은 2개의 회사와 0보다 작은 회사들 중에서 가장 큰 2개의 회사를 세 그룹(적정성장그룹)으로 분류한다. 즉, 앞의 <표 III-6>과 <표 III-7>에서 살펴보았듯이 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 가장 작은 회사들이 성장률도 적절히 높고 수익성도 높으므로 적정성장률을 달성하는 회사로 분류한 것이다. 따라서 우선 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 큰 회사들 중 상위 4개의 회사를 1그룹(과대성장그룹)으로 분류하고 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 큰 회사들 중 적정성장그룹과 과대성장그룹에 속하지 않은 회사는 2그룹으로 분류한다. 또한 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 작은 회사들 중 3그룹에 속한 회사를 제외한 나머지 회사 중 상위 4개사를 4그룹으로 분류하고 나머지를 5그룹(과소성장그룹)으로 분류한다.

&lt;표 IV-8&gt; 생명보험회사 성장그룹별 회사 수

회계연도(FY)	1그룹 (과대성장)	2그룹	3그룹 (적정성장)	4그룹	5그룹 (과소성장)
2000	4	8	4	4	1
2001	4	6	4	4	3
2002	4	9	4	4	-
2003	4	6	4	4	3
2004	4	6	4	4	3
2005	4	7	4	4	2
2006	4	5	4	4	4
2007	4	11	4	2	-
평균	4	7.3	4	3.8	2.7

<표 IV-8>에서 보는 바와 같이 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 0보다 작은 회사들의 개수가 많지 않아 1그룹과 2그룹의 회사 수가 많고 4그룹과 5그룹의 회사 수는 상대적으로 작다. 특히, FY2002와 2007에는 5그룹(과소성장그룹)으로 분류된 회사가 존재하지 않는다. 그리고 우리의 관심사는 적정성장그룹에 비하여 과대성장그룹과 과소성장그룹이 어떠한 특성에서 차이가 존재하는가를 파악하는 것이므로 이후의 분석에서 2그룹과 4그룹에 대한 결과의 보고는 생략한다.

<표 IV-9>는 분류된 그룹별 성장률과 수익성 변수의 평균값을 보여주고 있다. 만약 분류된 각 그룹의 특성이 제대로 반영되었다면 앞의 <표 III-6> 및 <표 III-7>과 마찬가지로 과대성장그룹은 성장률이 매우 높고 수익성은 매우 낮은 반면 과소성장그룹은 성장률이 매우 낮고 수익성도 낮아야 한다. 또한 적정성장그룹은 성장률은 중간 수준이면서 수익성은 가장 양호하여야 한다. 표에서 보는 바와 같이 각 그룹별로 이러한 차이가 극명하게 나타나고 있어 성공적으로 분류되었음을 알 수 있다.

&lt;표 IV-9&gt; 생명보험회사 성장그룹별 특성 변수의 평균

(단위 : %)

변 수	과대성장그룹	적정성장그룹	과소성장그룹
실제성장률	100.31 (86.04)	9.85 (5.19)	-8.66 (-3.03)
매출액순이익률	-5.76	5.25	2.24
ROA	-2.06	2.04	0.65

주 : ( )안은 연도별 규모가중 평균을 산출한 후 다시 시계열 평균한 값임.

## 나. 성장그룹별 외부요인의 차이

기업의 규모와 연령(업력)은 경제적·사회적 외부환경 자체는 아니지만 외부환경 변화에 대한 적응능력을 반영할 수 있는 변수이며 기업이 인위적으로 일시에 변경할 수 있는 요인이 아니므로 여기서는 외부요인으로 간주한다. 다음의 <표 IV-10>은 성장그룹별 규모 및 연령 차이를 보여주고 있다.

먼저, 과대성장그룹으로 분류된 회사와 적정성장으로 분류된 회사의 연도별 기업규모를 보면 전체 기간 동안 과대성장으로 분류된 회사의 규모가 작은 것으로 나타났다. 특히 과대성장그룹과 적정성장그룹의 규모차이를 검정한 통계량도 1% 유의수준에서 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났다. 앞의 <표 IV-8>과 연계하여 해석하면 규모가 작고 성장률이 지나치게 높은 회사는 수익성이 낮은 경향이 있다는 것을 의미한다. 규모가 작은 회사의 경우 상대적으로 높은 성장률을 달성하기 유리한 것은 사실이다. 그러나 그러한 성장이 수익성을 희생한 대가라면 전략적 수정이 요구된다.

&lt;표 IV-10&gt; 성장그룹별 규모 및 연령 차이

회계연도 (FY)	기업규모			연령		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	13.61	13.66	16.72	2.10	2.88	4.00
2001	11.87	13.23	15.93	2.23	2.18	3.47
2002	11.80	15.19	-	2.25	2.70	-
2003	12.53	14.36	14.12	2.15	2.70	3.07
2004	13.27	14.89	15.20	2.68	2.73	3.23
2005	13.34	15.52	14.36	2.48	2.93	2.55
2006	14.48	15.07	15.70	2.78	3.05	2.78
2007	14.72	16.55	-	2.53	3.13	-
평균	13.20	14.81	15.34	2.40	2.78	3.18
차이검정	-3.00***	-	0.96	-2.83**	-	1.83*

주 : 1) 기업규모 변수는 총자산에 자연로그를 취한 값이며 연령 변수는 설립 이후 경과연수에 자연로그를 취한 값임.

2) 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

과소성장으로 분류된 회사는 적정성장으로 분류된 회사에 비해 대체로 기업규모가 큰 것으로 나타났다. 다만, 통계적으로 유의한 차이는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이는 앞의 <표 IV-9>를 고려하면 기업규모가 비슷한 수준이라 하더라도 성장률과 수익성 모두 우수한 회사와 그렇지 못한 회사가 존재함을 의미한다. 일반적으로 기업규모가 비슷하다는 것은 대부분의 영업여건이 대등한 수준이라고 볼 수 있기 때문에 과소성장으로 분류된 회사가 수익성도 낮다는 것은 상당히 심각한 문제라고 볼 수 있다. 경쟁사에 비해 성장률이 낮다는 것은 시장점유율의 축소를 의미하고 이러한 상황에서 수익성마저 악화되면 성장기회가 줄어들 수 있다. 따라서 과소성장으로 분류된 회사는 수익성을 고려하되 현재보다 성장률 제고를 위한 다소 적극적인 판매전략을 수립할 필요가 있을 것으로 판단된다.

다음으로 연령 변수는 통계적으로 유의한 수준에서 과대성장 회사가 적정성장 회사에 비해 작고 과소성장 회사가 적정성장 회사에 비해 큰 것으로 나

타났다. 각 그룹의 평균 연령은 과대성장 회사가 11년(=exp(2.40)), 적정성장 회사가 16년(=exp(2.78)), 과소성장 회사가 24년(=exp(3.18))이다. 이와 같은 연령 분포와 성장률을 고려할 때, Miller and Friesen(1984)의 기업발전 5단계<sup>15)</sup>를 적용해보면 과대성장 회사는 성장기의 특징을 보이고 과소성장 회사는 쇠퇴기의 특징을 보인다고 볼 수 있다. 따라서 과대성장 회사는 성장과 함께 수익성에 중점을 두으로써 안정적 성장을 도모할 필요가 있고 과소성장 회사는 성장과 수익성 모두에서 혁신을 통해 재성장의 기틀을 다질 필요가 있을 것이다.

#### 다. 성장그룹별 보험영업활동 차이

<표 IV-11>은 성장그룹별 사망보험비중 및 단체보험비중의 차이를 보여주고 있다. 먼저 표에서 보는 바와 같이 사망보험비중은 과대성장 및 과소성장 회사 모두 적정성장 회사에 비해 상당히 낮은 수준인 것으로 나타났다. FY2000부터 FY2007까지의 사망보험비중 평균이 적정성장 회사는 62.44%이나 과대성장과 과소성장 회사는 각각 48.34%와 48.05%에 지나지 않은 것으로 나타났다. 이는 생명보험회사가 적정한 성장을 위해서는 사망보험의 비중을 높일 필요가 있다는 점을 시사한다. 사망보험은 보장성보험이 대부분이므로 저축성보험에 비해 외부환경의 변화에 민감하지 않아 수입보험료증가율이 안정적이고 실효해약률이 상대적으로 낮을 것이며<sup>16)</sup>, 이에 따라 사망보험비중은 생명보험회사의 건실한 성장에 큰 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 따

15) Miller and Friesen(1984)는 기업의 발전단계를 5단계(생성기, 성장기, 성숙기, 재성장기, 쇠퇴기)로 구분하였다. 설립 10년 미만으로서 시장진입을 시도하는 중소기업이 생성기에 속한다. 연매출 15% 이상으로서 성장세를 유지하기 위해 경영 프로세스를 시스템화하려는 기업들은 성장기에 속한다. 성숙기에 속하는 기업은 매출 성장률이 15% 이하이며 관리중심의 경영스타일을 고수하는 특징을 보인다. 쇠퇴기의 기업은 제품 수요가 정체되는 상황에서 제품혁신이 부족하고 이에 따라 수익성이 하강하는 특징을 보인다. 또한 재성장기의 기업은 다각화, 제품 혁신, 통제 시스템의 변화 등을 통해 매출 성장률이 15% 이상으로 회복되는 특징을 보인다.

16) 박한구(2004)의 연구는 생명보험회사의 부실과 보장성보험비중 사이에 음(-)의 상관관계가 존재한다는 실증결과를 제시한 바 있다.

라서 과대성장 및 과소성장 회사들은 사망보험비중을 높이는 방향으로 상품 구조를 개선함으로써 안정적 성장을 도모할 필요가 있을 것이다.

<표 IV-11> 성장그룹별 사망보험비중 및 단체보험비중 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	사망보험비중			단체보험비중		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	37.92	53.84	33.38	7.48	4.65	13.40
2001	84.98	54.83	44.82	0.98	4.98	7.33
2002	64.61	56.16	-	1.43	6.70	-
2003	44.04	72.35	54.49	0.18	1.63	3.50
2004	35.61	62.82	70.78	1.60	3.05	2.27
2005	46.53	66.11	36.14	0.78	1.48	0.30
2006	34.22	68.53	48.73	0.83	0.98	1.45
2007	38.83	64.88	-	0.13	1.48	-
평균	48.34	62.44	48.05	1.67	3.12	4.71
차이검정	-2.01*	-	-2.61**	-1.28	-	0.83

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, \*, \*\*은 각각 유의수준 10%, 5%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

과대성장 회사와 적정성장 회사의 단체보험비중 차이는 통계적으로 유의한 것은 아니지만 분석기간 중 FY2000을 제외한 모든 회계연도에서 과대성장 회사가 작은 것으로 나타났다. 또한 과소성장 회사가 적정성장 회사에 비해서 단체보험비중이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 앞서 언급한 바와 같이 단체보험을 가입하는 고객은 기업이므로 정보력을 이용하여 보험회사를 선택하므로 상대적으로 규모가 작은 과대성장 기업보다는 적정성장 기업의 단체보험의 판매가 많기 때문에 발생한 것으로 여겨진다.

한편, <표 IV-12>는 생명보험회사 성장그룹별로 보험영업활동을 반영하는 변수 중 일시납보험비중과 실효해약률의 차이를 보여주고 있다. 먼저 일시납 보험비중은 과대성장 및 과소성장 회사가 적정성장 회사에 비해 통계적으로 유의하게 높은 수준인 것으로 나타났다. 일반적으로 일시납보험료보다는 월납 보험료의 비중이 높은 회사가 장기적으로 볼 때 자산건전성 확보에서 유리하

다고 볼 수 있다. 따라서 과대성장 회사는 적정성장 및 과소성장 회사에 비해 일시납보험의 비중이 높아 이에 대한 개선이 필요한 것으로 판단된다. 일시납보험의 비중이 높다는 것은 상품 측면에서는 연금 등 저축성보험의 판매비중이 높고 판매채널 측면에서는 방카슈랑스와 같은 신채널에 대한 의존도가 높을 가능성이 있다. 따라서 과대성장 회사는 상품구성과 채널활용 측면에서 수익성과 성장성을 고려하여 전략적으로 새롭게 접근할 필요가 있다고 하겠다.

<표 IV-12> 성장그룹별 일시납보험비중 및 실효해약률 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	일시납보험비중			실효해약률		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	16.98	9.35	20.20	27.41	15.85	19.73
2001	4.45	4.90	7.87	9.11	11.50	14.52
2002	18.93	3.35	-	15.59	14.89	-
2003	58.50	4.70	4.55	11.98	17.63	27.61
2004	24.80	1.73	7.00	13.56	14.22	17.80
2005	16.08	3.30	13.55	13.22	11.69	10.17
2006	16.78	6.70	6.13	12.42	12.84	10.65
2007	13.38	4.43	-	12.46	10.01	-
평균	21.24	4.81	9.88	14.47	13.58	16.75
차이검정	2.86**	-	2.23**	0.41	-	1.26

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, \*\*는 유의수준 5%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

실효해약률은 적정성장 회사가 가장 낮지만 성장그룹별 차이가 통계적으로 유의한 수준은 아닌 것으로 나타났다. 다만, 실효해약률의 차이가 낮다 하더라도 1%의 차이는 상당히 큰 금액이므로 과대성장 및 과소성장 회사는 실효해약률 감소를 위해 지속적인 노력이 필요한 것으로 판단된다.

다음으로, <표 IV-13>은 성장그룹별 사업비율과 보험금지급률 차이를 보여주고 있다. 사업비율은 과대성장 회사의 평균이 가장 높았으나 통계적으로 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다. 다만 FY2004부터 적정성장 회사의 사업비율은 지속적으로 낮아지는 추세이나 과대성장 회사의 사업비율은 지속적인

로 높아지는 추세라는 특징을 발견할 수 있다. 사업비율이 상승했다는 것은 성장률 제고를 위해 영업비용을 늘려왔다는 것을 의미한다. 따라서 수익성이 낮은 과대성장 회사는, 현재와 같이 글로벌 금융위기가 진행되는 상황에서, 수익성이 확보되는 수준의 성장률을 달성할 수 있도록 전략적 접근이 필요한 것으로 판단된다.

<표 IV-13> 성장그룹별 사업비율 및 보험금지급률 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	사업비율			보험금지급률		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	14.50	20.06	9.27	14.18	17.19	12.13
2001	31.41	21.45	11.40	7.76	11.82	15.43
2002	18.12	14.01	-	9.78	12.39	-
2003	14.75	20.68	14.99	2.36	9.38	19.87
2004	13.27	12.49	15.53	7.73	11.22	9.45
2005	14.28	10.74	10.33	2.64	13.37	6.79
2006	14.69	10.24	12.05	4.28	3.54	7.24
2007	18.18	8.81	-	4.40	5.56	-
평 균	17.40	14.81	12.26	6.64	10.56	11.82
차이검정	0.93	-	-1.11	-1.87*	-	0.50

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며,  
\*는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

보험금지급률은 과대성장 회사가 가장 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 과대성장 회사가 공격적인 영업으로 인하여 보험금지급률이 높은 것이라고 단정할 수 없음을 의미한다. 보험금지급률은 회사마다 주력상품이 보장성 인가 아니면 저축성인가에 따라 크게 차이가 날 수 있다. 따라서 분석기간 동안에 과대성장 회사들이 평균적으로 보험금지급률이 낮은 상품의 판매비중이 높았던 것으로 해석할 수 있다. 과소성장 회사의 경우 성장률과 수익성이 상대적으로 낮은 상황에서 보험금지급률마저 높은 수준을 나타내어 개선이 시급한 상황이라고 할 수 있다.

## 라. 성장그룹별 자산배분 차이

먼저 <표 IV-14>에는 성장그룹별 주식 및 수익증권 투자비중과 채권투자비중의 차이를 제시하였다. 성장을 제고에 치중하는 회사는 보험영업부문에서 상대적으로 수익성이 낮을 것이고 이를 만회하기 위하여 채권과 같이 리스크가 낮은 자산보다는 주식 및 수익증권과 같이 리스크가 높은 자산에 대한 투자비중을 확대할 가능성이 높을 것으로 예상하였다.

<표 IV-14> 성장그룹별 주식및수익증권비중과 채권비중 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	주식및수익증권비중			채권비중		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	5.80	11.53	7.47	55.54	51.06	33.30
2001	6.50	15.16	18.11	69.44	55.10	29.14
2002	15.39	7.52	-	50.57	39.23	-
2003	0.87	4.90	24.82	79.58	50.58	30.95
2004	18.42	4.46	3.76	48.24	54.69	66.12
2005	10.55	10.56	12.12	62.39	47.90	56.71
2006	14.34	5.84	8.40	43.23	56.80	56.93
2007	7.04	8.21	-	47.69	56.57	-
평균	9.86	8.52	12.45	57.08	51.49	45.52
차이검정	0.55	-	1.26	1.15	-	-0.97

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량을 나타냄.

그러나 예상과 달리 대체로 주식 및 수익증권에 대한 투자비중은 과대성장 회사와 적정성장 회사 사이에 큰 차이가 없었고 채권에 대한 투자비중은 오히려 과대성장 회사가 높은 것으로 나타났다. 과대성장 회사가 수익성이 매우 저조한 이유가 이와 같이 상대적으로 리스크가 낮고 투자수익률이 낮은 채권에 대한 투자비중이 높기 때문일 가능성도 배제할 수 없다. 다만, 이러한 차이가 통계적으로 유의한 수준은 아니라는 점에서 뚜렷한 증거로 해석하기는 무리가 따른다.

한편, 다음의 <표 IV-15>는 성장그룹별 현금보유비중과 대출채권투자비중의

차이를 보여주고 있다. 과대성장 회사는 공격적인 투자를 통해 보험영업부문의 성장을 도모하므로 현금보유비중이 높을 것으로 예상하였다. 예상과 같이 과대성장 회사의 현금보유비중은 적정성장 및 과소성장 회사에 비해 평균이 2배 가량 높은 12.05%를 나타내었다. 물론 통계적으로도 귀무가설을 기각하고 있다. 이러한 결과는 현금보유가 지나치면 수익성이 낮아질 수밖에 없으므로 현금보유 수준을 낮출 필요가 있음을 시사한다.

<표 IV-15> 성장그룹별 현금비중 및 대출채권비중 차이

(단위 : %)

회계연도 (FY)	현금비중			대출채권비중		
	과대성장	적정성장	과소성장	과대성장	적정성장	과소성장
2000	5.48	8.34	2.37	19.08	23.94	43.86
2001	15.12	7.67	6.03	4.97	11.03	32.86
2002	19.94	2.53	-	9.45	35.05	-
2003	5.76	2.08	5.13	7.64	24.18	27.15
2004	5.12	5.64	2.27	15.62	19.75	22.47
2005	10.05	4.72	1.22	12.84	25.29	15.29
2006	14.34	4.67	2.85	17.38	20.26	18.67
2007	20.57	5.42	-	17.86	20.66	-
평균	12.05	5.13	3.31	13.10	22.52	26.72
차이검정	2.90**	-	-1.64	-3.12***	-	0.92

주 : 차이검정은 각 성장그룹과 적정성장과의 평균 차이를 검정한 t-통계량이며, \*\*와 \*\*\*는 각각 유의수준 5%와 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

마지막으로 대출채권비중은 과대성장 회사가 적정성장 및 과소성장 회사에 비해 매우 낮은 수준인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 보험영업부문의 성장을 제고에 치중하는 생명보험회사는 대출부문의 운영에 인적·물적 투자가 적어 해당 분야에 대한 노하우가 부족하기 때문일 가능성이 높다. 일반적으로 대출채권의 투자수익률이 다른 자산에 비해 상대적으로 높은 수준이므로 과대성장 회사들은 대출채권의 적극적인 운용을 통해 수익성을 제고할 필요가 있음을 시사한다. 물론 대출채권의 운용에는 신용리스크관리와 고객관리 능력이 상당히 중요할 것이므로 이에 대한 철저한 준비도 필요할 것이다.

## 마. 모형을 통한 분석

앞서의 결과들은 각 그룹별 특성을 나타내는 변수들에 대한 단변량 분석이므로 사전에 선택된 모든 변수를 동시에 고려한 모형에서도 동일한 결과가 나타날 것인가에 대해서는 추가적인 분석이 필요할 것이다. 이를 위해서 본 연구는 다항로짓모형(multinomial logit model)을 이용한다. 다항로짓모형은 위계와 순서가 없는 다범주형 종속변수를 다루는 모형이다. 이항로짓모형(binomial logit model)은 종속변수가 이항분포를 하고 있다는 가정을 하고 있는 반면, 다항로짓모형은 종속변수가 다항분포를 하고 있다는 가정에 근거하고 있다. 앞의 <표 IV-7>의 모형에서와 마찬가지로 다항로짓모형에서도 다중공선성을 고려하여 채권비중 변수를 제거한 모형을 설정한다. 또한 사전적으로 수익성을 기준으로 과대성장, 적정성장, 과소성장 그룹으로 분류하였으므로 이후의 모형에서는 ROA를 제외한다. 다항로짓모형에서 종속변수는 과대성장 기업에 1의 값을 부여하고 적정성장 기업에 3을 부여하며 과소성장 기업에 5의 값을 부여한다. 물론 나머지 그룹의 경우에도 각각 2와 3을 부여한다. 그리고 적정성장 기업을 기준범주로 하여 추정하며, 이 때 회귀계수는 설명변수가 적정성장일 확률과 과대성장일 확률(혹은 과소성장일 확률)의 비율, 즉 로그-오즈비(log odds ratio)에 미치는 영향을 의미한다. 다음의 <표 IV-16>은 적정성장그룹을 기준범주로 한 다항로짓모형을 추정한 결과이다.

우선 생명보험회사의 실제성장률이 지속가능성장률보다 매우 높아 적정성장률보다 과대성장할 확률에 유의한 영향을 미치는 변수는 외부요인에서 기업규모, 보험영업활동에서 일시납보험비중, 실효해약률, 단체보험비중, 투자영업활동에서 현금비중으로 나타났다. 회귀계수의 부호를 보면 기업규모와 단체보험비중이 음(-)의 값을 나타내고 일시납보험비중이 양(+ )의 값을 나타내어 기업규모가 작고 단체보험비중이 낮고 일시납보험비중이 높을수록 과대성장할 확률이 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 이는 과대성장하여 수익성이 낮은 중소형 생명보험회사는 수익성을 수반한 적정성장을 달성하기 위해서 상품구조의 개선이 필요하다는 점을 의미한다. 특히 실효해약률에 대한 회귀계수가 양(+ )의 값을 나타내어 과대성장하는 회사들의 경우에는 보다 철저한 실효해

약 관리가 필요함을 시사한다. 그리고 투자영업활동에서는 수익성이 상대적으로 낮은 현금비중의 회귀계수가 양(+)의 값을 나타낸 것으로 미루어 현금보유비중의 최적화를 통해 수익성 제고를 도모할 필요가 있음을 시사한다.

<표 IV-16> 다항로짓모형 추정결과(기준: 적정성장그룹)

설명변수	과대성장그룹	과소성장그룹
기업규모	-1.3473(-2.85)***	0.3433(0.85)
연령	0.0053(0.01)	0.8877(1.44)
사망보험비중	-0.0406(-1.19)	-0.1067(-2.44)**
일시납보험비중	0.1390(2.19)**	-0.0165(-0.19)
실효계약률	0.2122(2.50)**	0.0788(0.77)
단체보험비중	-0.2744(-2.11)**	0.0136(0.09)
사업비율	-0.0447(-0.68)	0.1067(1.20)
보험금지급률	-0.1193(-1.35)	-0.0799(-0.89)
운용자산비율	-0.0315(-0.87)	0.0273(0.61)
주식및수익증권비중	0.0755(1.43)	-0.0105(-0.18)
현금비중	0.1467(1.82)*	0.0706(0.72)
대출채권비중	0.0318(0.64)	-0.0289(-0.68)
관측치수	154	
Pseudo $R^2$	0.3283	

주 : 1) 회귀계수 밑의 괄호 안은 t-value를 나타냄.

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3) 연도더미와 절편의 회귀계수 표기는 생략하였음.

과소성장그룹으로 분류된 회사들의 경우에는 보험영업활동을 반영하는 변수 중 유일하게 사망보험비중의 회귀계수가 음(-)의 값으로 유의한 것으로 나타났으며 투자영업활동을 반영하는 변수는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 과소성장 회사가 수익성을 수반한 적정성장을 달성하기 위해서는 사망보험과 같은 보장성보험의 비중을 높이는 방향으로 상품포트폴리오를 개선할 필요가 있음을 시사한다. 비록 과대성장그룹의 사망보험비중에

대한 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았지만 과대성장그룹과 과소성장그룹 모두 사망보험비중의 회귀계수가 음(-)의 값이라는 점에 주목할 필요가 있다. 사망보험은 보장성보험으로서 저축성보험에 비해 상대적으로 해약률이 낮다는 특성이 있다. 즉, 보험회사의 입장에서는 보장성보험의 비중을 적절히 유지하는 것이 경기가 하강하여 소비자의 소득이 감소할 때에도 안정적인 수익확보에 유리하다는 것이다.

## V. 생명보험회사의 지속가능성장을 위한 전략적 제언

### 1. 성장에 대한 관점 및 목표의 재정립

국내 생명보험회사들은 성장에 대한 관점을 재정립하고 성장의 목표가 무엇인지 명확히 설정할 필요가 있다. 흔히 기업의 성장이란 매출을 확대시켜 시장점유율을 높이는 것으로 인식되고 있으며 기업들은 이러한 인식을 바탕으로 단순히 성장률 제고를 기업의 목적으로 한다. 앞서 살펴본 국내 생명보험회사들의 성장률과 수익성 추이를 보면 이러한 성장의 개념이 뿌리 깊게 자리 잡고 있음을 알 수 있다. 많은 생명보험회사들이 성장을 단순히 수입보험료의 증가를 통한 시장점유율의 확대 정도로 인식하고 영업활동을 해왔다는 것이다. 이제는 보험회사의 경영진부터 하부 직원에 이르기까지 성장이란 수익성을 수반한 성장, 즉 지속가능성장이라는 관점에서 성장의 개념을 새로이 정립하고 성장의 목적도 보다 구체적이고 명확하게 정립함으로써 지속가능성장을 달성할 수 있을 것이다.

#### 가. 기업가치 증대를 위한 성장

보험회사는 성장의 개념을 외형 확대의 관점이 아니라 기업가치 증대의 관점으로 전환할 필요가 있으며, 이러한 관점 하에서 보험회사는 성장의 목표를 기업가치 증대로 설정할 필요가 있다. 이는 성장의 목표를 단순히 수입보험료 확대가 아니라 기업가치 증대로 설정함으로써 수익성을 수반한 성장, 즉 지속가능성장을 달성할 수 있기 때문이다. 보험회사가 명확한 목표 없이 성장률 제고에만 치중한다면, 이는 보험회사의 영업활동에서 필연적으로 수익성을 도외시한 가격책정 및 언더라이팅, 단기실적 중심의 무리한 판촉 등이 동반되고, 이로 인하여 성장의 실익이 사라질 것이다.

기업가치를 산출하는 보편적인 방법 중 하나는 기업의 미래 순현금흐름을 추정하고 이를 위험률이 반영된 적절한 할인율(자본비용)로 할인하여 현재가치를 산출하는 현금흐름할인방식(discount cash flow approach)과 자산에서

부채를 차감하여 순자산으로 기업가치를 산출하는 순자산가치방식(net asset value approach)이 있다. 이러한 기업가치 산출식에 따르면, 자본비용이 일정하다고 가정할 때, 기업가치의 증대를 위해서는 수익성 제고를 통한 양(+)의 순현금흐름 창출이 핵심이다. 만약 어떤 생명보험회사의 수입보험료 성장률은 매우 높지만 수익성이 낮거나 마이너스를 지속적으로 기록한다면 순현금흐름과 순자산이 작아 이 회사의 기업가치는 매우 낮을 것이다. 기업가치가 낮다는 것은 순자산가치가 낮다는 것을 의미하며, 순자산가치가 낮다는 것은 재무건전성이 양호하지 못하다는 것을 의미한다. 재무건전성이 극도로 악화된다면 신규매출의 여력이 작아짐은 물론이고 기존 계약자들의 해약률도 함께 높아질 가능성이 있음은 주지의 사실이다.

향후 생명보험회사의 상장(going public)이 본격적으로 가시화될 경우에는 기업가치 증대를 위한 지속가능성장의 필요성이 더욱 절실할 것으로 기대된다. 투자자들은 자본비용 이상의 수익성을 수반한 성장을 달성하여 순현재가치가 높아 여유 현금흐름이 많고 투자기회가 풍부하여 배당성장률이 높은 보험회사에 대한 투자를 선호할 것이다. 이에 따라 기업가치 증대를 목표로 지속가능성장을 도모하는 생명보험회사는 자본시장에서 최초상장(initiona public offering) 및 유상증자(seasoned equity offering)를 통해 원활한 자금조달을 함으로써 상장을 통한 실익을 거둘 것이고, 그렇지 못한 생명보험회사는 상장을 통한 실익이 적을 것이다.

따라서 생명보험회사들은 성장에 따른 실익을 거두기 위해서 기업가치 증대 측면에서 성장의 관점을 재정립하고 기업가치 증대를 목표로 하여 수익성을 수반한 지속가능성장을 도모할 필요가 있다고 하겠다.

## 나. 경쟁우위 확보를 위한 성장

보험회사는 성장의 개념을 단순히 시장수요의 변화를 반영하는 매출증가의 관점이 아니라 시장수요의 변화에 대처하는 가운데 상품개발, 가격책정, 언더라이팅, 판매채널 등의 다양한 측면에서 경쟁우위(competitive advantage)를 확보함으로써 매출증가를 도모한다는 관점으로 전환할 필요가 있다. 또한 이

러한 관점 하에서 보험회사는 성장의 목표를 경쟁우위 확보로 설정할 필요가 있다. 보험회사는 성장의 목표를 영업활동의 다양한 부문에서 경쟁우위를 확보하는 가운데 매출제고를 도모하는 것이 중장기적으로 수익성을 수반한 성장, 즉 지속가능성 성장을 달성할 수 있을 것이다. 영업활동의 다양한 부문에서 차별화된 경쟁우위 확보를 위한 노력에 보험회사는 영업환경이 상품판매에 부정적인 상황으로 변화될지라도 상대적으로 매출축소와 수익성악화의 가능성이 낮고 그렇지 못한 보험회사는 급격한 매출축소와 함께 수익성악화를 경험할 가능성이 높아질 것이기 때문이다.

생명보험산업 내에서 기업이 평균 이상의 영업성과를 지속적으로 달성하기 위해서는 기업간 경쟁에서 우위를 점해야 한다. 이는 자신의 경쟁회사에 대하여 경쟁우위를 가져야 한다는 것을 의미하는 것으로서 경쟁우위는 단기간에 쉽게 변하지 않아 지속가능성 성장을 좌우하는 특성이 있다. 경쟁우위는 기업이 보유하고 있는 유·무형의 차별화된 경영자원이나 핵심역량이 경쟁회사들에 비해 우월하거나 경쟁회사들이 가지고 있지 않은 것이어야 한다. 생명보험회사의 경쟁우위는 가격책정, 언더라이팅, 판매채널, 기업이미지, 브랜드이미지 등 다양한 부문에서 확보될 수 있다. 하나의 생명보험회사가 모든 부문에서 경쟁우위를 점하기는 쉽지 않기 때문에 어떤 회사든 특정 부문에서 경쟁우위를 확보할 수 있다. 따라서 경쟁우위의 분야를 어떻게 확대해나갈 것인가, 자사가 확보한 경쟁우위를 어떻게 활용할 것인가, 그리고 어떠한 방식을 통해 경쟁우위를 지속적으로 유지하는가에 따라서 지속가능성장이 좌우될 것이다.

결국, 생명보험회사들이 성장성을 제고하기 위해서는 경쟁우위 확보의 측면에서 성장에 대한 관점을 재정립하고 경쟁우위 확보를 목표로 하여 수익성을 수반한 지속가능성 성장을 도모할 필요가 있다고 하겠다.

#### **다. 조직구성원을 위한 성장**

보험회사는 성장의 개념을 매출확대의 관점으로만 한정하는 것이 아니라 매출확대를 가능하게 하는 조직구성원의 역량을 최대한 발휘할 수 있도록 이들에게 활력을 불어넣는 관점도 고려할 필요가 있다. 생명보험회사의 매출성

장률이 높더라도 조직구성원들에게 제공되는 정신적·물질적 보상이 적으면 매출성장은 단기에 그칠 가능성이 높은 반면 조직구성원들에게 제공되는 보상이 충분하면 경영진이 유도하는 방향으로 원활하게 회사 전략이 작동하여 매출성장률이 제고되는 선순환 구조가 정착될 것이기 때문이다. 이러한 관점에서 생명보험회사는 성장의 목표를 조직구성원을 위한 성장의 측면에서도 고려할 필요가 있다. 생명보험회사가 성장하는 과정에서 필연적으로 직면하게 되는 다양한 고객들의 요구와 치열한 경쟁압력은 조직구성원들의 잠재적 열정과 에너지를 필요로 한다. 따라서 성장과정에서 조직구성원이 자신의 역량을 최대한 발휘하여 높은 수준의 목표를 성공적으로 달성하기 위해서는 보험회사가 내적 보상과 함께 외적 보상을 충분히 제공할 필요가 있다. 구성원의 사기가 높은 조직문화를 갖춘 생명보험회사는 전략적 수단이 잘 작동하기 때문에 지속가능성장을 달성하는 데 유리할 것이기 때문이다.

생명보험회사의 지속가능성장과 조직구성원의 열정을 연계하기 위해서는 무엇보다 경영진의 역할이 중요하다. 경영진은 회사의 성장이 곧 조직구성원 개개인의 성장이 될 것이라는 마인드를 공유할 수 있도록 확고한 의사결정 전달체계와 교육 프로그램 마련 및 합리적인 보상체계를 마련할 필요가 있다. 경영진이 수익성을 수반한 성장에 대한 의지가 확고할지라도 말단 직원에 이르기까지 이러한 의지가 제대로 공유되지 못하면 모든 전략은 공허한 구호에 그치고 말 것이다. 또한 조직구성원이 경쟁회사에 비해 보상체계가 열악하다고 판단되면 언제든지 이직하려는 심리적 갈등이 높아질 것이다.

따라서 보험회사는 회사의 발전과 조직구성원의 발전을 동일시하는 관점에서 성장의 개념을 정립하고 조직구성원의 열정 고취를 성장의 목표로 설정하여 지속가능성장을 도모하는 전략적 접근이 필요할 것이다.

## 2. 지속가능성장 목표의 계량화

앞서 우리는 성장의 관점을 재정립하고 이러한 관점에서 지속가능성장의 목표가 무엇이어야 하는가를 살펴보았다. 그렇다면 기업가치 증대를 위한 성

장, 경쟁우위 확보를 위한 성장, 조직구성원을 위한 성장이라는 지속가능성장의 목표는 구체적으로 어떠한 수준의 수익률과 성장률을 달성함으로써 실현될 수 있을까?

생명보험회사는 수익성과 매출성장을 통한 적정 수준의 규모확대를 추구해야만 조직역량과 경쟁지위가 강화된다. 생명보험회사는 다른 어떤 산업에 속한 기업보다도 조직구성원의 질적·양적 역량이 성장을 좌우하는 특징이 있는데, 보험회사가 인력투자의 초과여력을 허용하지 않는 지나친 단기수익성 위주의 경영을 추구할 경우 경영환경이 악화되면 단 한 번의 구조조정이 생존을 위한 반복적인 구조조정으로 연결되는 수익성함정(profit trap)에 빠질 수 있다.

다른 한편으로 생명보험회사는 매출성장뿐만 아니라 수익성 제고를 통한 내실경영을 추구해야만 기업가치가 향상된다. 생명보험회사는 재무건전성이 매우 중요한 금융기업이므로 적정수준의 수익성 제고를 통한 자기자본의 확충을 하지 못하는 지나친 단기성장성 위주의 경영을 추구할 경우 경영환경이 악화되면 생존까지도 위협받을 수 있다.

따라서 생명보험회사는 적정 수준의 목표수익률과 목표성장률을 달성함으로써 기업가치 증대를 위한 성장, 경쟁우위 확보를 위한 성장, 조직구성원을 위한 성장이라는 지속가능성장의 목표를 달성해야만 할 것이다. 이번 절에서는 이와 관련된 문제에 대해 앞의 제3장에서 도출한 분석결과의 해석을 통해 해법을 찾아본다.

## 가. 목표수익률 및 목표성장률의 설정

본 연구는 생명보험회사의 지속가능성장률을 산출하기 위해 식(III-5)를 도출하였으며, 이 산출식으로 계산된 생명보험회사의 지속가능성장률과 실제성장률을 비교함으로써 적정성장률 수준을 도출하였다. 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮고 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 경우가 성장률과 수익성 측면에서 가장 바람직한 것으로 나타났다. 즉, 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 수준을 적정성장률로 정의할 수 있었다. 더불어

지속가능성장률의 산출에 사용된 식(III-5)는 자산이익률(ROA)을 포함한 식(III-6)으로 변환될 수 있고, 이 식으로부터 생명보험회사의 수익성(자산이익률)이 높아질수록 지속가능성장률도 높아짐을 알 수 있었다.

이러한 분석결과를 종합하면, 실제성장률이 지속가능성장률보다 높아 과대 성장을 나타내는 생명보험회사는 영업활동에서 실제성장률을 낮추고 지속가능성장률을 높이는 방향으로 수익성 제고를 위한 노력을 경주하는 것이 바람직하고, 실제성장률이 지속가능성장률보다 낮아 과소 성장을 나타내는 생명보험회사는 영업활동에서 수익성을 다소 낮추어 지속가능성장률을 다소 낮추는 방향으로 성장성 제고를 위한 노력을 경주하는 것이 바람직할 것이다. 따라서 생명보험회사는 자산이익률을 이용함으로써 지속가능성 성장을 위한 목표수익률을 계량화하고, 동시에 계량화된 목표수익률을 고려하여 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통하여 적정성장률을 산출함으로써 이를 목표성장률로 사용할 수 있을 것이다.

이와 같은 목표수익률 및 목표성장률의 계량화는 생명보험회사 공통적으로 적용할 수 있는 하나의 방안이므로 개별 생명보험회사는 자사에 보다 적합한 지속가능성장률을 도출하여 사용할 수도 있다. 다만, 본 연구의 분석결과에서 나타난 것처럼 지속가능성장률을 이용하여 지속가능성 성장을 위한 수익률과 성장률의 목표치를 설정할 수 있으므로 지속가능성장률의 산출방법은 수익성을 반영한 것이어야 할 것이다. 또한 본 연구에서는 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해서 과대성장 및 과소 성장을 파악하여 목표성장률과 목표수익률을 산출할 수 있다는 아이디어를 분석을 통해 제안하였으므로 이러한 프로세스도 적절하게 응용할 필요가 있을 것이다.

## 나. 목표시장점유율과 성장률의 연계

지금까지는 개별 생명보험회사의 매출성장률과 수익성을 중점으로 논의해 왔다. 그런데 현실적으로 개별 생명보험회사의 성장은 내부역량뿐만 아니라 경제적·사회적 경영환경과 경쟁회사들의 판매전략의 변화와 같은 외부요인에도 적절히 대응하면서 이루어진다. 따라서 시장상황과 수요자들의 니즈 변화

속에서 경쟁회사들의 판매전략이 변화함에 따라 개별 생명보험회사들은 경쟁에서 우위를 차지하기 위해 끊임없는 대응을 해야되기 때문에 시장점유율을 고려하여 성장전략을 수립해야 될 것이다. 다시 말해서, 시장환경의 변화에 따라 경쟁 보험회사들의 전략도 지속적으로 변화할 것이므로 개별 생명보험회사가 성장전략을 수립할 때에는 기간에 따른 목표시장점유율도 함께 고려할 필요가 있다.

일반적으로, 기업의 시장점유율 확대전략은 계획기간( $t$ ) 동안 달성되는 시장점유율의 증가분으로 표현할 수 있다. 예를 들어, 3년 동안( $t=3$ ) 현재의 시장점유율( $s_{i,0}$ ) 18% 수준에서 32%( $s_{i,t}$ )로 14%의 시장점유율의 증가( $\Delta s_i$ )를 나타낸다. 이는 계획기간  $t$ 기간 동안 기준 시점( $t=0$ )의 시장점유율에서  $k$ 배의 시장점유율 증가( $s_{i,t} = k \cdot s_{i,0}$ )로 목표시장점유율을 표현하는 것이다. 시장점유율 확대전략을 시장점유율승수( $k$ )로 표현하면, 이는  $t$ 기간 동안 이와 같은 점유율 확대전략을 구사하기에 앞서 마케팅 측면에서 어떠한 전략이 점유율 확대에 도움을 가져다주는가, 어느 회사로부터 점유율을 가져올 수 있는가, 계획기간 동안 목표시장점유율의 실현 및 이후의 시장점유율 유지를 위해 요구되는 마케팅 투자 규모는 어느 정도인가 등에 대해 고려할 필요가 있다.

무엇보다 생명보험회사는 예상시장성장률( $G$ )이 주어졌을 때 계획한 기간 동안에 목표시장점유율을 달성하기 위해서 어느 정도의 매출성장률( $g_i$ )을 달성해야 하는가를 파악할 필요가 있다. Varadarajan(1983)은 예상시장성장률이 주어질 경우 특정 기간 동안 목표시장점유율의 달성을 위해 계획기간 동안 요구되는 일정한 매출성장률의 예측치를 다음의 식(V-1)에 의해 산출할 수 있음을 제시하였다.<sup>17)</sup>

$$g_i = k^{1/t}(1 + G) - 1 \quad (V-1)$$

아래 <표 V-1>은 예상시장성장률을 10%( $G=0.10$ )라 할 경우,  $k$  및  $t$  값에 대한 매출성장률을 나타낸다. 즉, 표에 제시된 값들은 생명보험회사의 현

17) 이에 대한 상세한 도출과정은 부록 참조.

재 시장점유율을  $s_{i,0}$ , 목표시장점유율을  $s_{i,t} (= ks_{i,0})$ , 예상시장성장률을  $G$ , 목표시장점유율을  $t$ 기 내에 달성하고자 할 때, 생명보험회사가 목표 시장점유율을 실현하기 위해서는 연간  $g_i$ 의 매출액성장률을 달성해야한다는 것을 의미한다.

<표 V-1> 시장점유율 목표달성을 위한 매출증가율

점유율 승수 ( $k$ )	계획 기간 (planning horizon, $t$ )				
	1	2	3	4	5
1.1	0.21	0.15	0.14	0.13	0.12
1.2	0.32	0.20	0.17	0.15	0.14
1.3	0.43	0.25	0.20	0.17	0.16
1.4	0.54	0.30	0.23	0.20	0.18
1.5	0.65	0.35	0.26	0.22	0.19
1.6	0.76	0.39	0.29	0.24	0.21
1.7	0.87	0.43	0.31	0.26	0.22
1.8	0.98	0.48	0.34	0.27	0.24
1.9	1.09	0.52	0.36	0.29	0.25
2.0	1.20	0.56	0.39	0.31	0.26

주 : 예상시장성장률은 10%( $G = 0.1$ )를 가정

### 3. 수익성 및 성장성을 위한 영업전략의 개선

생명보험회사가 성장에 대한 관점 및 목표를 재정립하고 구체적으로 지속가능성장에 대한 계량화된 목표를 설정한 이후에는 이를 어떻게 달성할 것인가에 대한 구체적인 영업전략이 필요하다. 개별 회사마다 영업전략의 개선방법은 다를 것이다. 그런데 앞의 제4장에서 분석한 바에 따르면 과대성장 생명보

협회사는 적정성장 회사와 상품포트폴리오(사망보험비중, 일시납보험비중, 단체보험비중)와 고객관리(실효계약률)에서 큰 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 그리고 과소성장 회사는 적정성장 회사와 보험영업활동과 투자영업활동에서 큰 차이는 없었지만 보험상품구조(사망보험비중)에서 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 이와 같은 본 연구의 분석결과를 고려할 때 국내 생명보험회사들이 수익성과 성장성을 고려하여 지속가능한 성장기조를 구축하기 위해서는 기본적으로 다음과 같은 내용을 전략수립시에 반영할 필요성이 제기된다.

우선 과대성장이 문제가 되는 생명보험회사는 목표성장률을 지속가능성장률과 비슷한 수준으로 낮추는 방향으로 전략을 수정하여 수익성을 회복할 필요가 있다. 또한 수익성을 회복하기 위해 보험영업부문의 개선을 우선적으로 고려한 전략을 수립할 필요가 있다. 이들 회사는 기본적으로 매출성장을 위해서 수익성이 희생될 수준의 가격책정(pricing)은 지양해야 한다. 이와 더불어 이들 회사는 현재보다 사망보험과 단체보험의 판매비중을 높여 안정적 성장기조를 마련하는 방향으로 상품구조를 개선할 필요가 있다. 이는 일시납 위주로 판매되어 계약률이 상대적으로 높은 저축성보험의 비중을 축소시키는 것과 동시에 이루어져야 할 것이다. 특히 이들 회사는 신규고객 확보를 통한 매출성장에 집중하기 보다는 계약률 관리를 철저히 수행하여 기존 고객과의 관계 관리를 강화하는 방향으로 전략을 수립할 필요가 있을 것이다. 또한 과대성장을 지속하는 회사는 적정성장을 지속하는 회사에 비해 현금 보유비중이 지나치게 높아 유동성과 수익성을 고려하여 최적의 현금보유비중을 모색할 필요가 있을 것이다.

다음으로 과소성장을 지속하는 회사는 적정성장을 지속하는 회사들과 보험영업과 투자영업에서 큰 차이는 없지만 상품구조 측면에서 볼 때 사망보험의 판매비중이 상대적으로 작다는 차이점이 있으므로 이들 회사는 보장성보험에 해당하는 사망보험의 비중을 적절한 수준으로 확대할 필요가 있다.

## VI. 결론 및 연구의 한계

본 연구는 국내 생명보험회사의 지속가능성장을 위한 전략적 접근방안을 모색하고자 다양한 논의와 분석을 실행하였다. 우선, 지속가능성장을 '수익성을 수반한 수입보험료 성장'으로 정의하고, 기존에 잘 알려진 핵심사업 강화 전략, 관련다각화전략, 고객중심 성장전략, 네트워킹전략, 인수합병전략 등의 성장전략을 지속가능성장의 측면에서 논의하였다. 이러한 논의를 통해서 지속가능성장을 위해서 기존의 성장전략을 어떻게 활용할 것인가에 대한 시사점을 제시하고자 하였다.

다음으로 학계 및 실무에서 지속가능성장률 측정을 위해 주로 사용하는 Higgins(1977, 1981)의 모형을 국내 생명보험회사에 적합한 형태로 변형하여 지속가능성장률을 산출하였다. 그 결과 최근 수년간에 걸쳐 대형 생명보험회사들은 실제성장률이 매우 낮을 뿐만 아니라 지속가능성장률에도 미치지 못하는 과소성장을 지속하는 것으로 나타났다. 따라서 대형 생명보험회사들은 과소성장의 문제를 해결하기 위한 성장전략의 재구축이 필요한 시점임을 인식하였다. 또한 중소형 및 외국계 생명보험회사의 경우에는 실제성장률이 상대적으로 높고 지속가능성장률보다도 높으나 수익성이 낮은 회사가 많은 과대성장의 문제점에 지속적으로 노출되고 있는 것으로 나타났다. 따라서 중소형 및 외국계 생명보험회사들은 시장점유율 확대 위주의 성장전략에서 탈피하여 지속가능한 양질의 성장전략의 수립이 필요한 시점임을 알 수 있었다. 더불어 실제성장률과 지속가능성장률의 비교를 통해 분석한 결과 실제성장률이 지속가능성장률 보다 낮고 실제성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 경우가 성장률과 수익성 측면에서 가장 바람직한 것으로 나타났다. 즉, 실제 성장률과 지속가능성장률의 차이가 작은 수준을 적정성장률로 정의할 수 있었다. 따라서 과소성장의 문제에 노출된 회사는 지속가능성장률 수준으로 성장률을 끌어올리고 과대성장의 문제에 노출된 회사는 지속가능성장률 수준으로 목표성장률을 하향 조정함으로써 안정적 성장구조를 달성할 수 있음을 확인하였다.

이어 국내 생명보험회사의 성장률에 유의한 영향을 미치는 요인은 무엇인

가를 분석하였고, 보다 직접적인 시사점을 도출하기 위해 적정성장 회사, 과대성장 회사, 과소성장 회사의 특성차이가 무엇인가를 분석하였다. 생명보험 회사의 성장률에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 외부변수로서 기업규모가 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났고 보험영업활동을 반영하는 변수들 중에서는 사망보험비중이 음(-)의 영향을, 일시납보험비중이 양(+ )의 영향을, 실효혜약률이 양(+ )의 영향을, 그리고 단체보험비중이 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 추가로 성장 그룹별 특성을 분석한 결과 과대성장 회사는 적정성장회사에 비해 기업규모가 작고, 단체보험비중이 낮은 반면 일시납 보험비중이 높으며, 실효혜약률이 높고, 현금보유비중이 높은 것으로 나타났 으며, 과소성장그룹으로 분류된 회사들의 경우에는 보험영업활동을 반영하는 변수 중 유일하게 사망보험비중의 회귀계수가 (-)의 값으로 유의한 것으로 나타났으며 투자영업활동을 반영하는 변수는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이상과 같은 논의와 분석결과를 바탕으로 하여 생명보험회사의 성장에 대한 관점 및 목표의 재정립, 지속가능성장 목표의 계량화, 그리고 수익성 및 성장성을 위한 영업전략에 대해 논의함으로써 지속가능성장을 위한 전략적 제언을 정리하였다. 우선, 생명보험회사의 성장을 단순히 수입보험료의 증가를 통한 시장점유율의 확대로 인식하는 것이 아니라 기업가치 증대를 위한 성장, 경쟁우위 확보를 위한 성장, 그리고 조직구성원을 위한 성장이라는 측면에서 성장의 관점과 목표를 재정립하여 이를 실천할 때 지속가능성장을 이룰 수 있음을 강조하였다. 그리고 생명보험회사는 구체적인 목표수익률과 목표성장률을 설정할 필요가 있으므로 본 연구에서 제시한 지속가능성장률을 이용하여 적정성장률을 산출하고 시장점유율을 고려하여 목표성장률을 설정하는 것이 바람직함을 피력하였다. 또한 생명보험회사를 과대성장회사, 적정 성장회사, 과소성장회사로 분류하고 이들 그룹의 특성을 분석한 결과 과대성장회사와 과소성장회사는 영업활동에서 다방면의 개선을 통해서 수익성과 성장성을 위한 전략수립이 필요함을 제시하였다.

한편, 지금까지 논의한 지속가능한 성장을 위한 과제는 무엇보다 경영진의 성장에 대한 인식의 변화가 필요함을 전제로 한다. 즉, 경영진이 성장성과 수

익성 모두를 고려한 지속 가능한 성장전략의 중요성을 인식해야 한다는 것이다. 현대는 전문 경영인의 리더십(leadership)에 의해 기업의 성패가 좌우되는데, 이러한 시스템에서 발생할 수 있는 중요한 문제 중 하나가 대리인문제(agency problem)일 것이다. 최고 경영자가 단기적인 실적을 위해 성장에 집착하면 중역에서 하부 직원에 이르기까지 단기적인 성장에 집착할 수밖에 없다. 따라서 경영진이 수익성을 동반한 성장전략의 중요성을 인식하고 전사적인 리더십을 발휘할 때 소기의 목적을 달성할 수 있을 것이다.

본 연구의 공헌은 기존의 성장전략을 지속가능성장 측면에서 재점검하고 생명보험회사의 지속가능성장률을 측정하여 실제성장률과의 비교를 통해서 개별 생명보험회사의 수익성과 성장성을 진단함으로써 바람직한 성장전략 수립에의 과제를 제시하였다는 점에서 찾을 수 있다. 특히, 개별 생명보험회사가 성장전략을 수립하기 위해서는 성장성 및 수익성에 기준이 있어야 하는데, 이 때 본 연구에서 제시하는 지속가능성장률이 유용하게 사용될 수 있다는 점에서 공헌을 찾을 수 있을 것이다. 본 연구의 결과가 금융위기로 인한 경기 침체에 대응하여 보험회사가 수익성을 제고하고 지속적인 성장을 달성하기 위한 전략수립에 활용될 수 있기를 바란다.

그럼에도 불구하고 몇 가지 미진한 점은 아쉬움으로 남는다. 우선, 생명보험회사의 지속가능성장률을 측정하기 위해 Higgins의 모형을 적절히 변형하여 사용하였으나 여전히 한계점은 존재한다. 생명보험회사는 매출과 동시에 책임준비금전입액이 발생하고 이러한 전입액이 지급여력비율에 영향을 미치게 되어 리스크를 고려해야 되는 보험회사의 입장에서는 유보된 자금 전액을 매출증가를 위해 사용할 수 없다. 따라서 생명보험회사의 지속가능성장률 측정을 위한 모형에는 책임준비금전입액이 지급여력비율에 미치는 영향을 반영하는 것이 보다 정확하다고 볼 수 있다. 그러나 본 연구에서는 현실적으로 개별 생명보험회사의 지급여력비율 자료를 획득할 수 없고 모형의 복잡성을 회피하기 위하여 적절한 가정을 추가하여 이를 반영하지 않았다. 따라서 이후의 연구에서는 지속가능성장률 도출에 있어 책임준비금전입액이 지급여력비율에 미치는 영향을 적절히 반영하기를 기대한다.

다음으로, 적정성장 회사와 과소성장 회사의 특성 차이를 규명하기 위해 사

전에 선택된 변수들이 풍부하지 못하여 결과적으로 이들 그룹의 차이를 온전히 규명하는 데 한계가 있었다. 본 연구에서는 사전적으로 판매채널, 가격책정, 상품개발능력 등을 반영하는 변수도 모색하였으나 현실적 제약으로 인해 변수 생성이 어려워 분석에 반영하지 못하였다. 따라서 향후에는 생명보험회사의 성장률에 영향을 미칠 수 있는 여러 변수를 충분히 반영하여 정직한 분석이 이루어지길 기대한다.

## 참고문헌

- 김기태, 「한국호텔기업의 내부성장률과 지속가능성장률에 관한 연구: Babcock Higgins모형을 중심으로」, 『관광학연구』 제31권 제5호, 한국관광학회, 2007, p.355-374.
- 김장희·강경훈, 「은행의 지속가능성장률 연구」, 한국경제학회 제11차 국제학술대회, 2004
- 김호경, 「조기시정(경보) 시스템의 예측력 개선을 위한 부실예측모형 ; 생명보험산업을 중심으로」, 『금융학회지』 제2권 제2호, 한국금융학회, 1997, p.175-202.
- 류건식·장이규·이경희·김동겸, 『보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교연구』, 보험개발원 연구조사자료, 2007
- 박한구, 「생명보험회사의 재무비율을 이용한 재무건전성 평가모형의 유용성에 관한 연구」, 『보험개발연구』 제15권, 보험개발원, 2004, p.3-36.
- 보험개발원, 『계간보험동향』, 각 호.
- 성효용, 「The Effects of Size and Age on Firm Growth: Does Foreign Ownership Matter?」, 『대외경제연구』 제6권 제1호 통권16호, 대외경제정책연구원, 2002, p.113-135.
- 안영규·김기태, 「지속가능성장률모형을 이용한 코스닥 벤처기업분석」, 『경영교육논총』 제47집, 한국경영교육학회, 2007, p.169-189.
- \_\_\_\_\_, 「한국관광산업의 지속가능성장률에 관한 연구」, 『관광학연구』 제58집, 한국관광학회, 2006, p.321-338.
- 이순재·김재현, 「생명보험회사의 파산원인 연구: 한국과 일본」, 보험학회집 제64집, 한국보험학회, 2003, p.21-51.
- 이원돈·이승철·장재일, 『생명보험회사의 적정성장에 관한 연구』, 보험개발원 연구보고서, 1998

- 이한득, 「기업가치 제고를 위한 성장전략」, LG Business insight, LG경제연구소, 2008.
- 조동성 · 이윤철 · 박재찬, 「인터넷 기업의 e-Mechanism에 관한 연구」, 『전략경영연구』 제4권 제2호, 한국전략경영학회, 2001, p.1-21.
- Altman, E. I., "Financial Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance* 23, 1968, p.589-609.
- Amel, D, and Froeb, L., "Do firms differ much?", *Journal of Industrial Economics* 39, 1991, p.323-331.
- Babcock, Guilford C, "The Concept of Sustainable Growth", *Financial Analyst Journal* 26, 1970, p.108-114.
- Brush, T.H., P. Bromiley and M. Hendrickx, "The relative influence of industry and corporation on business segment performance: An alternative estimate", *Strategic Management Journal* 20, 1992, p.519-547.
- Charan, Ram, *Profitable Growth is Everyone's Business: 10 Tools You Can Use Monday Morning*, Crown Business, 1 edition, 2004
- Clouse, Maelyn L., "Balancing Growth, Financial Policies, and Board Objectives: A Sustainable Growth Model for Health Care Organizations", *Topics in Health Care Financing* 19, 1992, p.46-51.
- Dierickx, I. and Cool, K., "Asset Stock Accumulation and Sustain ability of Competitive Advantage", *Management Science* 35, 1989, p.1504-1511.
- Dunne, T., Larry Samuelson, and Mark J. Roberts, "The Growth and Failure of U.S. Manufacturing Plants", *The Quarterly Journal of Economics* November, 1989, p.671-698.
- Evans, D. S., "Tests of Alternative Theories of Firm Growth", *Journal of Political Economy* 95(4), 1987, p.657-674.

- Fama, Eugene and Kenneth French, "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", *Review of Financial Studies* 15, 2002, p.1-33.
- Gibrat, Robert, *Les Inégalités économiques*, Paris, France, 1931.
- Hardwick, P. and M. Adams, "Firm Size and Growth in the United Kingdom Life Insurance Industry", *Journal of Risk and Insurance* 69, 2002, p.577-593.
- Hausman, D. M. and M. S. McPherson, *Economic Analysis and Moral Philosophy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996.
- Hawawini, G.V. Subramanian and P. Verdin, "Is Performance Driven By Industry or Firm-Specific Factors? A new look at The Evidence", *Strategic Management Journal* 24, 2003, p.1-16.
- Higgins, Robert C., "How Much Growth Can a Firm Afford?", *Financial Management* 6, 1977, p.7-16.
- Higgins, Robert C., "Sustainable Growth Under Inflation", *Financial Management* 10, 1981, p.36-40.
- Higgins, Robert C. and Roger A. Kerin, "Managing the Growth-Financial Policy Nexus in Retailing," *Journal of Retailing* 59 Fall, 1983, p.19-48.
- Jegers, Marc, "The Sustainable Growth Rate of Non-Profit Organization: The Effect of Efficiency, Profitability and Capital Structure", *Financial Accountability & management* 19(1), 2003, p.20-26.
- Jovanovic, B., "Selection and the Evolution of Industry", *Econometrica* 50, 1982, p.649-670.
- Mauri, A.J. and M.P. Michaels, "Firm and Industry Effects Within Strategic Management: An Empirical Examination", *Strategic Management Journal* 19, 1998, p.211-219.
- McGahan, A.E. and M.E. Porter, "How Much Does Industry Matter, Really?",

- Strategic Management Journal* 18, 1997, p.15-30.
- McFaddin, S. and M. Clouse, "A New Model for Sustainable Growth in the Energy Industry", *Energy Economics* 15, 1993, p.3-7.
- McPherson, Michael A., "Growth of Micro and Small Enterprises in Southern Africa", *Journal of Development Economics* 48, 1996, p.235-277.
- Miller, D. and P. Friesen, "A Longitudinal Study of The Corporate Life Cycle", *Management Science* 30, 1984, p.1161-1183.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information the Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 1984, p. 187-221.
- Olson, Gerard T. and Michael S. Pagano, "A New Application of Sustainable Growth: A Multi-Dimensional Framework for Evaluating the Long Run Performance of Bank Mergers", *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 2005, p. 1995-2036.
- Pagano, M. and Olson, G., "A New Application of Sustainable Growth: A Multi-dimensional Framework for Evaluating the Long Run Performance of Bank Mergers," *Journal of Business Finance and Accounting* 32, 2005, p.1995-2036.
- Penrose, E. T., *The Theory of the Growth of the Firm*, New York: John Wiley, 1959.
- Porter, Michael, *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries*, Free Press, 1980.
- Roquebert, Jaime A., Robert L. Phillips, Peter A. Westfall, "Market vs Management: What Drives Profitability?", *Strategic Management Journal* 12, 1991, p.167-185.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Jeffrey Jaffe, *Corporate Finance*, McGraw-Hill Companies, 1999

- Rumelt, R.P., "How Much Does Industry Matter?", *Strategic Management Journal* 12, 1991, p.167-185.
- Schmalensee, R., "Do Markets Differ Much?", *American Economic Review* 75, 1985, p.341-351.
- Varadarajan, Poondi, "The Sustainable Growth Model: A Tool for Evaluating the Financial Feasibility of Market Share Strategies", *Strategic Management Journal* 4, 1983, p.353-367.
- Vasiliou, Dimitrios and John Karkazis, "The Sustainable Growth Model in Banking: An Application to the National Bank of Greece", *Managerial Finance* 29, 2002, p.20-26.
- Wernerfelt, Briger, "A Resource-based View of the Firm", *Strategic Management Journal* 5, 1984, p.171-180.

## 〈부록 1〉 목표시장점유율과 매출성장률의 관계

$S_0$ 를 임의 상품에 대해 기준 시점  $t = 0$ 에서의 시장규모(market size),  $G (> 0)$ 를 기간  $t = 1, 2, 3, \dots, T$  동안 예상되는 시장성장률(projected market growth rate)이라 하자. 그리고,  $i = 1, 2, 3, \dots, N$ 은 경쟁기업을 나타내며,  $s_{1,t}, s_{2,t}, \dots, s_{i,t}, \dots, s_{N,t}$ 는 기간  $t$ 에서의 각 기업의 시장점유율을 나타낸다고 하자. 또한,  $g_1, g_2, \dots, g_i, \dots, g_t$ 는 경쟁기업  $i = 1, 2, 3, \dots, N$ 의 매출증가율(sales growth rate)을 나타낸다고 하자.  $S, G, g_i$ , 그리고  $s_{i,t}$ 에 대해서는 다음과 같이 가정한다.

- ① 시장규모는 외생적으로 주어진다. 즉, 기업의 마케팅이 산업수요에 미치는 영향은 무시할 수 있다고 가정한다.
- ② 시장성장률  $G$ 는 주어진 기간 동안 일정하다.
- ③ 시장성장률  $G$ 와 매출증가율  $g_i$ 는 매출규모 증가률이다.
- ④ 경쟁기업의 시장점유율은 매출 규모에 따라 결정된다.
- ⑤ 개별 기업의 시장점유율과, 개별기업의 시장점유율의 합은 모든  $i$ 와  $t$ 에 대해 다음 조건을 만족시킨다.  $0 \leq s_{i,t} \leq 1, \sum_{i=1}^N s_{i,t} = 1$

따라서,  $S_0$ 와  $G$ 이 주어진다면,  $t$  시점의 시장규모  $S_t$ 는 다음과 같이 표현된다.

$$S_t = S_0(1 + G)^t \quad (\text{A-1})$$

또한,  $t$ 기 동안의 기업  $i$ 의 판매량(unit sales,  $d_i$ )은  $S_t$ 와  $s_{i,t}$ 의 향으로 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$d_{i,t} = s_{i,t} \cdot S_{i,t} = s_{i,t} \cdot S_0(1 + G)^t \quad (\text{A-2})$$

한편,  $d_{i,t}$ 는 기준시점  $t = 0$ 에서의 기업  $i$ 의 판매수량  $d_{i,0}$ 와  $g_i$ 를 이용하여

$d_{i,t} = d_{i,0} (1+g_i)^t$ 로 표현 가능하며,  $d_{i,0} = s_{i,0} \cdot S_0$ 의 관계를 이용하면 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$d_{i,t} = s_{i,0} S_0 (1+g_i)^t \quad (\text{A-3})$$

$$\sum_{i=1}^N d_{i,t} = S_t = S_0 (1+G)^t \quad (\text{A-4})$$

(A-1) ~ (A-4) 식의  $S$ ,  $G$ ,  $g_i$ ,  $s_{i,t}$ , 그리고  $d_{i,t}$ 의 관계를 이용하면 다음과 같은 식이 도출된다.

$$d_{1,0} (1+g_1)^t + d_{2,0} (1+g_2)^t + \dots + d_{N,0} (1+g_N)^t = S_0 (1+G)^t \quad (\text{A-5})$$

$$s_{1,0} S_0 (1+g_1)^t + s_{2,0} S_0 (1+g_2)^t + \dots + s_{N,0} S_0 (1+g_N)^t = S_0 (1+G)^t \quad (\text{A-6})$$

$$s_{1,0} (1+g_1)^t + s_{2,0} (1+g_2)^t + \dots + s_{N,0} (1+g_N)^t = (1+G)^t \quad (\text{A-7})$$

$$s_{i,t} = \frac{d_{i,t}}{S_t} = \frac{s_{i,0} S_0 (1+g_i)^t}{S_0 (1+G)^t} = s_{i,0} \frac{(1+g_i)^t}{(1+G)^t} \quad \text{혹은}$$

$$\frac{s_{i,t}}{s_{i,0}} = \frac{(1+g_i)^t}{(1+G)^t} = k \quad (\text{A-8})$$

식 (A-8)에서  $k (= s_{i,t} / s_{i,0})$ 는 시장점유율승수(market share multiplier)로 정의한다. 즉,  $k$ 는 기업의 현재 시장점유율  $s_{i,0}$  대비 특정기간 동안 실현한 시장점유율  $s_{i,t}$ 의 비율을 나타낸다. 식 (A-8)은 기업의 현재 시장점유율  $s_{i,0}$ 가 주어진 경우 예상시장성장율  $G$ 에 대해 특정기간 동안 목표로 하는 시장점유율 달성을 위해 요구되는 매출성장율  $g_i$ 를 결정하는데 이용될 수 있다.

식 (A-8)을 이용할 경우 임의의  $t > 0$ 에 대해, 성장시장(growth market,  $G > 0$ )에 대해 다음과 같은 관계식이 성립함을 알 수 있다.

①  $g_i > G$ 일 경우  $(1+g_i)^t / (1+G)^t > 1$ 이며  $s_{i,t} > s_{i,0}$ : 시장점유율 확대

- ②  $g_i = G$ 일 경우  $(1 + g_i)^t / (1 + G)^t = 1$ 이며  $s_{i,t} = s_{i,0}$ : 시장점유율 유지  
 ③  $g_i < G$ 일 경우  $(1 + g_i)^t / (1 + G)^t < 1$ 이며  $s_{i,t} < s_{i,0}$ : 시장점유율 감소

일반적으로, 기업의 시장점유율 확대전략은 계획기간( $t$ ) 동안 달성되는 시장 점유율의 증가분으로 표현할 수 있다. 예를 들어, 3년의 기간 동안( $t=3$ ) 현재의 시장점유율( $s_{i,0}$ ) 18% 수준에서 32%( $s_{i,t}$ )로 14%의 시장점유 증가( $\Delta s_i$ )를 나타낸다. 이는 계획기간  $t$ 기 동안 기준 시점( $t=0$ )의 시장점유율에서  $k$ 배의 시장점유율 증가( $s_{i,t} = k \cdot s_{i,0}$ )로 목표시장점유율을 표현하는 것이다.

시장점유율 확대전략을 시장점유율승수( $k$ )로 표현하면, 이는  $t$ 기 동안 이와 같은 점유율 확대전략을 구사하기에 앞서 마케팅 측면에서 어떠한 전략이 점유율 확대에 도움을 가져다주는가, 어느 기업으로부터 점유율을 가져올 수 있는가, 계획기간 동안 목표시장점유율의 실현 및 이후의 시장점유율을 유지할 위해 요구되는 마케팅 투자 규모는 어느 정도인가 등에 대해 고려할 필요가 있다. 무엇보다 중요한 것은 기업의 관점에서 다음과 같은 문제에 대한 검토가 이루어져야 할 것이다. 예상시장성장률이 주어질 경우 특정 기간 동안 목표시장점유율의 달성을 위해 계획기간 동안 요구되는 일정한 매출성장률의 예측치를 다음의 식(A-9)에 의해 산출할 수 있다.

$$g_i = k^{1/t}(1 + G) - 1 \quad (\text{A-9})$$

아래 <표 부록-1>은 예상시장성장률을 10%( $G=0.10$ )라 할 경우,  $k$  및  $t$  값에 대한 매출성장률을 나타낸다. 즉, 표에 제시된 값들은, 기업의 현 시장점유율을  $s_{i,0}$ , 목표 시장점유율을  $s_{i,t} (= k s_{i,0})$ , 예상시장성장률을  $G$ , 목표시장점유율을  $t$ 기 내에 달성하고자 할 때, 기업이 목표 시장점유율을 실현하기 위해서는 연간  $g_i$ 의 매출액성장률을 달성해야한다는 것을 의미한다.

## &lt;표 부록-1&gt; 시장점유율 목표달성을 위한 매출증가율

점유율 승수 ( $k$ )	계획 기간 (planning horizon, $t$ )				
	1	2	3	4	5
1.1	0.21	0.15	0.14	0.13	0.12
1.2	0.32	0.20	0.17	0.15	0.14
1.3	0.43	0.25	0.20	0.17	0.16
1.4	0.54	0.30	0.23	0.20	0.18
1.5	0.65	0.35	0.26	0.22	0.19
1.6	0.76	0.39	0.29	0.24	0.21
1.7	0.87	0.43	0.31	0.26	0.22
1.8	0.98	0.48	0.34	0.27	0.24
1.9	1.09	0.52	0.36	0.29	0.25
2.0	1.20	0.56	0.39	0.31	0.26

주 : 예상시장성장률은 10%( $G = 0.1$ )를 가정



## 보험연구원(KIRI) 발간물 안내

### ■ 연구보고서

- 2006-1 보험회사의 은행업 진출 방안 / 류근욱 2006.1
- 2006-2 보험시장의 퇴출 분석과 규제개선방향 / 김헌수 2006.3
- 2006-3 보험지주회사제도 도입 및 활용방안 / 안철경, 이상우 2006.8
- 2006-4 보험회사의 리스크공시체계에 관한 연구 / 류건식, 이경희 2006.12
- 2007-1 국제보험회계기준도입에 따른 영향 및 대응방안 / 이장희, 김동겸 2007.1
- 2007-2 민영건강보험료율 결정요인 분석 / 조용운, 기승도 2007.3
- 2007-3 퇴직연금 손·익 위험 관리전략에 관한 연구 / 성주호 2007.3
- 2007-4 확률적 프런티어 방법론을 이용한 손해보험사의 기술효율성 측정 / 지홍민 2007.3
- 2007-5 금융겸업화에 대응한 보험회사의 채널전략 / 안철경, 기승도 2008.1
- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목, 장동식, 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.3
- 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 2009.1
- 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

## ■ 조사보고서

- 2006-1 2006년도 보험소비자 설문조사 / 김세환, 조재현, 박정희 2006.3
- 2006-2 주요국 방카슈랑스의 운용사례 및 시사점 / 류건식, 김석영, 이상우, 박정희, 김동겸 2006.7
- 2007-1 보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교연구 / 류건식, 장이규, 이경희, 김동겸 2007.3
- 2007-2 보험회사 브랜드 전략의 필요성 및 시사점 / 최영목, 박정희 2007.3
- 2007-3 2007년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 오승철 2007.3
- 2007-4 주요국의 퇴직연금개혁 특징과 시사점 / 류건식, 이상우 2007.4
- 2007-5 지적재산권 리스크 관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2007.10
- 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
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환, 전선애, 최원 2009.4

### ■ 정책보고서

- 2006-1 2007년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석팀 2006.12
- 2006-2 의료리스크 관리의 선진화를 위한 의료배상보험에 대한 연구 / 차일권, 오승철 2006.12
- 2007-1 퇴직연금 수탁자리스크 감독방안 / 류건식, 이경희 2007.2
- 2007-2 보험상품의 불완전판매 개선방안 / 차일권, 이상우 2007.3
- 2007-3 퇴직연금 지급보증제도의 요율체계에 관한 연구:미국과 영국을 중심으로/ 이봉주 2007.3
- 2007-4 보험고객정보의 이용과 프라이버시 보호의 상충문제 해소방안 / 김성태 2007.3
- 2007-5 방카슈랑스가 보험산업에 미치는 영향 분석 / 안철경, 기승도, 이경희 2007.4
- 2007-6 2008년도 보험산업 전망과 과제 / 양성문, 김진익, 지재원, 박정희, 김세중 2007.12
- 2008-1 민영건강보험 운영체계 개선방안 연구 / 조용운, 김세환 2008.3
- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
- 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호, 최원 2008.3
- 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 이태열, 신종협, 황진태, 유진아, 김세환, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 2008.11
- 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진익, 이민환, 유경원, 최영목, 최형선, 최원, 이경아, 이해은 2009.2
- 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3
- 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수, 김경환, 이종욱 2009.3

### ■ 경영보고서

- 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

■ 연구논문집

- 1호 보험산업의 규제와 감독제도의 미래  
/ Harold D. Skipper, Robert W. Klein, Martin F. Grace 1997.6
- 2호 세계보험시장의 변화와 대응방안  
/ D. Farny, 전천관, J. E. Johnson, 조해균 1998.3
- 3호 제1회 전국대학생 보험현상논문집 1998.11
- 4호 제2회 전국대학생 보험현상논문집 1999.12

■ 영문발간물

- Environment Changes in the Korean Insurance Industry in Recent Years :  
1호 Institutional Improvement, Deregulation and Liberalization / Hokyung Kim, Sango Park, 1995.5
- 2호 Korean Insurance Industry 2000 / Insurance Research Center, 2001.4
- 3호 Korean Insurance Industry 2001 / Insurance Research Center, 2002.2
- 4호 Korean Insurance Industry 2002 / Insurance Research Center, 2003.2
- 5호 Korean Insurance Industry 2003 / Insurance Research Center, 2004.2
- 6호 Korean Insurance Industry 2004 / Insurance Research Center, 2005.2
- 7호 Korean Insurance Industry 2005 / Insurance Research Center, 2005.8
- 8호 Korean Insurance Industry 2006 / Insurance Research Center, 2006.10
- 9호 Korean Insurance Industry 2007 / Insurance Research Center, 2007.9
- 10호 Korean Insurance Industry 2008 / Korea Insurance Research Institute, 2008.9
- 11호 Korean Insurance Industry 2009 / Korea Insurance Research Institute, 2009.9

## ■ Insurance Business Report

- 20호 선진 보험사 재무공시 특징 및 트렌드(유럽 및 캐나다를 중심으로) / 장이규 2006.11
- 21호 지급여력 평가모형 트렌드 및 국제비교 / 류건식, 장이규 2006.11
- 22호 선진보험그룹 글로벌화 추세와 시사점 / 안철경, 오승철 2006.12
- 23호 미국과 영국의 손해보험 직관시장 동향분석 및 시사점 / 안철경, 기승도 2007.7
- 24호 보험회사의 자본비용 추정과 활용: 손해보험회사를 중심으로 / 이경희 2007.7
- 25호 영국손해보험의 행위규제 적용과 영향 / 이기형, 박정희 2007.9
- 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

- 2006-1 생보사 개인연금보험 생존리스크 분석 및 시사점 / 생명보험본부 2006. 1
- 2006-2 보험회사의 퇴직연금 운용전략 / 보험연구소 2006.1
- 2006-3 생보사 FY2006 손익 전망 및 분석 / 생명보험본부 2006.2
- 2006-4 의무보험제도의 현황과 과제 / 손해보험본부 2006.2
- 2006-5 자동차보험 지급준비금 분석 및 과제 / 자동차보험본부 2006.3
- 2006-6 보험사기 관리실태와 대응전략 / 정보통계본부 2006.3
- 2006-7 자동차보험 의료비 지급 적정화 방안 / 자동차보험본부 2006.3
- 2006-8 자동차보험시장 동향 및 전망 / 자동차보험본부 2006.4
- 2006-9 날씨위험에 대한 손해보험회사의 역할 강화 방안 / 손해보험본부 2006.4
- 2006-10 장기손해보험 상품운용전략 -손익관리를 중심으로- / 손해보험본부 2006.5
- 2006-11 자동차 중고부품 활성화 방안 / 자동차기술연구소 2006.5
- 2006-12 장기간병보험시장의 활성화를 위한 상품개발 방향 / 보험연구소 2006.6
- 2006-13 보험산업 소액지급결제시스템 참여방안 / 보험연구소 2006.7
- 2006-14 생명보험 가입형태별 위험수준 분석 / 리스크·통계관리실 2006.8
- 2006-15 「민영의료보험법」 제정(안)에 대한 검토 / 보험연구소 2006.9
- 2006-16 모기지보험의 시장규모 및 운영방안 / 손해보험본부 2006.9
- 2006-17 생명보험 상품별 가입 현황 분석 / 생명보험본부 2006.10
- 2006-18 자동차보험 온라인시장의 성장 및 시사점 / 자동차보험본부 2006.10

- 2007-1 퇴직연금제 시행 1년 평가 및 보험회사 대응과제 / 보험연구소 2007.4
- 2007-2 외국의 협력정비공장제도 운영현황과 전략적 시사점 / 자동차기술연구소 2007.4
- 2007-3 예금보험제 개선안의 문제점 및 과제 / 보험연구소 2007.6
- 2007-4 자본시장통합법 이후 보험산업의 진로 / 보험연구소 2007.7
- 2007-5 방카슈랑스 확대 시행과 관련한 주요 이슈 검토 / 보험연구소 2007.11
- 2007-6 자동차보험 시장변화와 전략적 시사점 / 자동차보험본부 2007.11
- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해를 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

## 정기간행물

### ■ 계간

- 보험동향
- 보험금융연구



# 『 도서 회원 가입 안내 』

## 회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원	연속간행물 구독회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원	간행물별로 다름
제공자료	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 정책/경영보고서</li> <li>- 조사보고서</li> <li>- 기타보고서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 정책/경영보고서</li> <li>- 조사보고서</li> <li>- 기타보고서</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연구보고서</li> <li>- 정책/경영보고서</li> <li>- 조사보고서</li> <li>- 기타보고서</li> </ul>	-보험금융연구 (년3회 ₩ 30,000)
	<ul style="list-style-type: none"> <li>-연속간행물</li> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 보험회사재무분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-연속간행물</li> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 보험회사재무분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-연속간행물</li> <li>· 보험금융연구</li> <li>· 보험동향</li> <li>· 보험회사재무분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-보험통계월보 (월간 ₩ 50,000)</li> <li>-보험동향 (계간 ₩ 20,000)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>-본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료</li> <li>-보험통계월보</li> <li>-손해보험통계연보</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-보험통계월보</li> <li>-손해보험통계연보</li> </ul>	-	

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

## 가입문의

보험연구원 도서회원 담당  
전화 : (02)3775-9115, 9080    팩스 : (02)3775-9102

## 회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)  
예금주 : 보험연구원
- 지로번호 : 6360647

## 가입절차

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

## 자료구입처

서울 : 보험연구원 보험자료실, 교보문고, 영풍문고, 반디앤루니스  
부산 : 영광도서



## 저 자 약 력

### 최 영 목

중앙대학교 경영학 박사  
현 보험연구원 재무연구팀 부연구위원  
(E-mail : ymchoi@kiri.or.kr)

### 최 원

서강대학교 경영학 석사  
현 보험연구원 금융제도실 선임연구원  
(E-mail : kinowon@kiri.or.kr)

경영보고서 2009-04

생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구

---

발 행 일 2009년 6월 일

발 행 인 나 동 민

발 행 처 보 험 연 구 원

서울특별시 영등포구 여의도동 35-4

대표전화 (02) 3775-9000

---

ISBN 978-89-5710-092-9

정가 10,000원