

보험회사 재무분석

2009년 4/4분기 제4호

재무연구실

1부. 재무이슈

권용재 진 익
 유진아

2부. 재무분석

경영환경 분석
최영목 김해식
 김동겸

영업성과 분석
김해식 장동식

현금흐름 추정
진 익 김동겸
 서성민

머 리 말

최근 보험회사들의 경영환경이 글로벌 금융위기의 영향에서 벗어나 호전되고 있는 가운데, 보험영업 성과의 본격적 개선과 운용자산의 건전성 유지는 여전히 보험회사들이 풀어야 할 과제로 남아 있습니다. 한편 보험회사들이 금융위기를 경험하면서 단기적 매출 확대에 치중하던 전략에서 벗어나 지속적 성장가능성을 모색해야 할 필요성을 인식하게 된 것은 값진 교훈이라고 할 수 있겠습니다.

보험연구원은 심층적인 연구를 통해 보험회사들이 경영환경의 변화에 합리적으로 대응하여 체계적인 경영전략을 수립하는 한편 핵심 업무영역을 파악함으로써 새로운 성장동력을 발굴하는 것을 지원하고자 금융 및 보험과 관련한 산업, 정책, 제도적 이슈 등에 대한 객관적이고 전문적인 연구 결과물을 제시하고 있습니다.

보험연구원이 계간지 형태로 발간하는 정기 간행물인 『보험회사 재무분석』은 기존 경영성과 분석체계를 보다 심화시켜 보험관련 이해관계자에게 제공하는 것을 목적으로 하고 있습니다. 이번 제4호에서는 향후 보험산업 발전과 보험회사의 지속적 성장가능성에 큰 영향을 미칠 것으로 판단되는 환경요인으로 G-20 서울 정상회담 논의 동향을 파악하고 보험회사들이 인지하여야 할 쟁점들을 재무이슈에서 소개하였습니다. 또한 향후 정책금리 조정에 따라 나타날 것으로 예상되는 이자율 변화방향에 대한 분석도 재무이슈에 담았습니다. 제2부에서는 보험회사의 재무비율을 바탕으로 분석한 경영성과를 일관된 체계에 따라 제시하는 작업을 지속하였습니다.

보험연구원은 다양한 채널을 통해 보험회사, 금융정책당국, 관련 연구자들로부터 의견을 수렴하여 보다 객관적이고 보험업의 특성에 적합한 경영성과 분석체계를 발굴하여 『보험회사 재무분석』에 수용하고자 계속 노력할 것입니다.

본 정기 간행물을 통해 제시되는 분석 틀과 내용이 보험산업 이해관계자에게 유익하게 활용되기를 바라며, 독자 여러분의 많은 관심과 적극적인 조언 그리고 애정어린 성원을 부탁드립니다.

2010년 5월

보 험 연 구 원

원 장 김 대 식

목 차

1부. 재무이슈	1
이슈1. G-20 서울정상회담 논의 동향	3
이슈1-1. 위안화 절상의 파급효과 진단	3
이슈1-2. SIFI 규제 논의흐름과 대응전략	15
이슈2. 정책금리 인상에 따른 장단기 금리격차 전망	26
2부. 재무분석	43
I. 경영환경 분석	45
1. 환경변화와 경영성과	47
2. 경쟁도 변화	57
3. 상품구성 변화	60
4. 자산구성 변화	66
II. 영업성과 분석	69
1. 투자영업 성과 분석	71
2. 보험영업 성과 분석	83
III. 현금흐름 추정	101
1. 현금흐름 현황 : 생명보험	103
2. 현금흐름 현황 : 손해보험	125
3. 기업가치 추정	150
부록. 분석체계	157

표 차례

1부. 재무이슈

< 표 1 > 중국의 외환보유액 추이	5
< 표 2 > 생명보험 자산구성 비율	6
< 표 3 > 손해보험 자산구성 비율	6
< 표 4 > 보험회사 대차대조표 상에 미치는 영향	13
< 표 5 > 손해보험수요에 미치는 영향	14
< 표 6 > 규제수단 분류	19
< 표 7 > 수량규제 vs. 가격규제 효과	23
< 표 8 > 규제수단별 기대효과 및 논의사항	25
< 표 9 > 그랜저 인과관계 분석(콜금리)	30
< 표 10 > 그랜저 인과관계 분석(인플레이션)	31
< 표 11 > 그랜저 인과관계 분석(원/유로 환율)	32
< 표 12 > 그랜저 인과관계 분석(국고채 발행잔액 증감률)	33
< 표 13 > 장단기 금리격차(국고채 3년-통안증권) 추정결과	34
< 표 14 > 장단기 금리격차(국고채 5년-통안증권) 추정결과	34
< 표 15 > 장단기 금리격차에 영향을 미치는 변수	40

2부. 재무분석

< 표 1-1 > 경제변수와 재무비율과의 관계	55
< 표 1-2 > 기업대출 연체율 추이	67
< 표 1-3 > 생명보험 자산구성 추이	68
< 표 1-4 > 손해보험 자산구성 추이	68
< 표 11-1 > 투자영업성과 주요 이슈	99
< 표 11-2 > 투자영업성과 향후 전망	99
< 표 11-3 > 보험영업성과 주요 이슈	99
< 표 11-4 > 보험영업성과 향후 전망	99

그림 차례

1부. 재무이슈

< 그림 1 > 위안-달러 환율(실선)과 원-달러 환율(점선) 추이	3
< 그림 2 > 미국의 대중국 교역 현황	4
< 그림 3 > 위안화 절상이 보험산업에 미치는 파급효과	7
< 그림 4 > 우리나라 대중국 품목별 수출액 추이	9
< 그림 5 > 위안화 절상 후 원화가치 변화가 없거나 적게 상승할 경우의 시나리오	11
< 그림 6 > 위안화 절상 후 원화가치가 크게 동반상승할 경우의 시나리오	12
< 그림 7 > 수량규제 vs. 가격규제 기능	21
< 그림 8 > 장단기 금리격차 추이	28
< 그림 9 > 장단기 금리격차(국고채 3년-통안증권)의 충격반응 곡선	35
< 그림 10 > 장단기 금리격차의 분산분석	37
< 그림 11 > 콜금리 1-표준편차 충격에 대한 반응곡선	39
< 그림 12 > 장단기 금리격차 축소 경로	41

2부. 재무분석

< 그림 1-1 > 금리추이	47
< 그림 1-2 > 주가지수 및 원/달러 환율 추이	48
< 그림 1-3 > 변액보험 초회보험료 전기 대비 증가율	49
< 그림 1-4 > 실물경제지표 추이	49
< 그림 1-5 > 소비재 판매지수 증가율 및 현재생활형편 지수	50
< 그림 1-6 > 실업률 및 가계소득 증가율	51
< 그림 1-7 > 수입보험료 증가율 추이 (일반계정)	52
< 그림 1-8 > 생명보험산업의 분기별 HHI 및 CR3 추이	57
< 그림 1-9 > 손해보험산업의 분기별 HHI 및 CR4 추이	58
< 그림 1-10 > 보험산업의 Boone 지수 추이	59
< 그림 1-11 > 생명보험 종목별 주력판매회사수 추이(초회보험료 기준)	60
< 그림 1-12 > 손해보험 종목별 주력판매회사수 추이	61
< 그림 1-13 > 보험종목HHI 수준(FY2009 3분기)	62

< 그림 1-14 > 보험종목HHI 변화(전년동기대비)	63
< 그림 1-15 > 생명보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이	64
< 그림 1-16 > 손해보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이	65
< 그림 1-17 > 자산구성 변동지수 추이	66
< 그림 1-18 > 금리 추이	67
< 그림 11-1 > 생명보험 투자이익률 현황	71
< 그림 11-2 > 생명보험 투자이익률 갭 분포	72
< 그림 11-3 > 생명보험 투자이익률 정상수준	73
< 그림 11-4 > 손해보험 투자이익률 현황	73
< 그림 11-5 > 손해보험 투자이익률 갭 분포	74
< 그림 11-6 > 손해보험 투자이익률 정상수준	75
< 그림 11-7 > 이자율 추이	76
< 그림 11-8 > 생명보험 레버리지비율 현황	77
< 그림 11-9 > 생명보험 레버리지비율 갭분포	77
< 그림 11-10 > 생명보험 레버리지비율 정상수준	78
< 그림 11-11 > 손해보험 레버리지비율 현황	79
< 그림 11-12 > 손해보험 레버리지비율 갭 분포	79
< 그림 11-13 > 손해보험 레버리지비율 정상수준	80
< 그림 11-14 > 회사채 및 장단기 금리 추이	81
< 그림 11-15 > 생명보험 자본회전율 현황	83
< 그림 11-16 > 생명보험 자본회전율 갭 분포	84
< 그림 11-17 > 생명보험 자본회전율 정상수준	84
< 그림 11-18 > 손해보험 자본회전율 현황	85
< 그림 11-19 > 손해보험 자본회전율 갭 분포	86
< 그림 11-20 > 손해보험 자본 회전률 정상수준	86
< 그림 11-21 > 소비심리	87
< 그림 11-22 > 생명보험 보험료 증가율(일반계정)	88
< 그림 11-23 > 손해보험 종목별 보험료 증가율	88
< 그림 11-24 > 장기손해보험 보험료 증가율	89
< 그림 11-25 > 소비심리 및 기업경기 전망	90
< 그림 11-26 > 생명보험 매출이익률 현황	91
< 그림 11-27 > 생명보험 매출이익률 갭 분포	92
< 그림 11-28 > 생명보험 매출이익률 정상수준	92

< 그림 II-29 > 손해보험 매출이익률 현황	93
< 그림 II-30 > 손해보험 매출이익률 겹 분포	94
< 그림 II-31 > 손해보험 매출이익률 정상수준	94
< 그림 II-32 > 생명보험 보험영업비용 증가율	95
< 그림 II-33 > 손해보험 보험영업비용 증가율	96
< 그림 III-1 > 생명보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향	103
< 그림 III-2 > 생명보험 투자영업성과 현황	104
< 그림 III-3 > 생명보험 보험영업성과 현황	105
< 그림 III-4 > 생명보험 투자영업성과 겹 분포	106
< 그림 III-5 > 생명보험 보험영업성과 겹 분포	107
< 그림 III-6 > 생명보험 투자영업성과 정상수준	108
< 그림 III-7 > 생명보험 보험영업성과 정상수준	109
< 그림 III-8 > 생명보험 투자영업성과 개선도	110
< 그림 III-9 > 생명보험 보험영업성과 개선도	111
< 그림 III-10 > 생명보험 영업성과 변화방향	112
< 그림 III-11 > 생명보험 영업성과 현황	112
< 그림 III-12 > 생명보험 기타성과 현황	113
< 그림 III-13 > 생명보험 영업성과 겹 분포	114
< 그림 III-14 > 생명보험 기타성과 겹 분포	115
< 그림 III-15 > 생명보험 영업성과 정상수준	116
< 그림 III-16 > 생명보험 기타성과 정상수준	116
< 그림 III-17 > 생명보험 영업성과 개선도	117
< 그림 III-18 > 생명보험 기타성과 개선도	118
< 그림 III-19 > 생명보험 경영성과 변화방향	119
< 그림 III-20 > 생명보험 경영성과 현황	119
< 그림 III-21 > 생명보험 경영성과 겹 분포	120
< 그림 III-22 > 생명보험 경영성과 정상수준	121
< 그림 III-23 > 생명보험 경영성과 개선도	122
< 그림 III-24 > 생명보험 경영성과 추정치(Ⅰ)	123
< 그림 III-25 > 생명보험 경영성과 추정치(Ⅱ)	124
< 그림 III-26 > 손해보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향	125
< 그림 III-27 > 손해보험 투자영업성과 현황	126
< 그림 III-28 > 손해보험 보험영업성과 현황	127

< 그림 III-29 > 손해보험 투자영업성과 겹 분포	128
< 그림 III-30 > 손해보험 보험영업성과 겹 분포	129
< 그림 III-31 > 손해보험 투자영업성과 정상수준	130
< 그림 III-32 > 손해보험 보험영업성과 정상수준	131
< 그림 III-33 > 손해보험 투자영업성과 개선도	132
< 그림 III-34 > 손해보험 보험영업성과 개선도	133
< 그림 III-35 > 손해보험 영업성과 변화 방향	134
< 그림 III-36 > 손해보험 영업성과 현황	135
< 그림 III-37 > 손해보험 기타성과 현황	136
< 그림 III-38 > 손해보험 영업성과 겹 분포	137
< 그림 III-39 > 손해보험 기타성과 겹 분포	138
< 그림 III-40 > 손해보험 영업성과 정상수준	139
< 그림 III-41 > 손해보험 기타성과 정상수준	140
< 그림 III-42 > 손해보험 영업성과 개선도	141
< 그림 III-43 > 손해보험 기타성과 개선도	142
< 그림 III-44 > 손해보험 경영성과 변화방향	143
< 그림 III-45 > 손해보험 경영성과 현황	144
< 그림 III-46 > 손해보험 경영성과 겹 분포	145
< 그림 III-47 > 손해보험 경영성과 정상수준	146
< 그림 III-48 > 손해보험 경영성과 개선도	147
< 그림 III-49 > 손해보험 경영성과 추정치	148
< 그림 III-50 > 손해보험 경영성과 추정치	149
< 그림 III-51 > 금리시나리오 하에서의 거시경제지표 변화	150
< 그림 III-52 > 성장률 추정	152
< 그림 III-53 > 현금흐름의 현가	153

1부. 재무이슈

이슈1. G-20 서울정상회담 논의 동향

1-1 : 위안화 절상의 파급효과 진단

1-2 : SIFI 규제 논의흐름과 대응전략

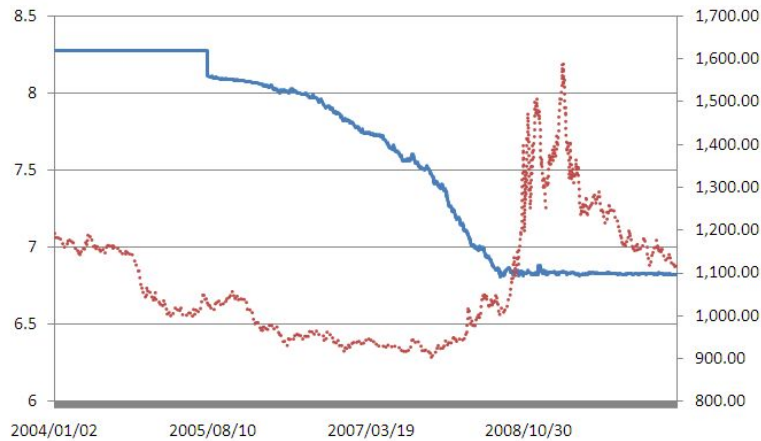
이슈2. 정책금리 인상에 따른 장단기 금리격차 전망

이슈1-1. G-20 서울정상회담 논의 동향 : 위안화 절상의 파급효과 진단

- ☐ 중국정부의 위안화 절상 가능성이 어느 때보다 높지만 실행 가능성에 대해서는 아직 많은 변수가 존재함.
- ☐ 위안화 절상은 손해 및 생명보험회사의 외화자산의 가치와 해외재보험료에 영향을 미칠 것으로 보이며 손해보험회사의 경우 일반손해보험으로의 영향이 예상됨.
- ☐ 위안화 절상 후 보험회사가 받을 영향의 폭은 원화가치가 동반상승할지 여부에 달려 있으며, 동반상승 여부에 따라 외화자산의 가치 및 재보험료 수준, 그리고 일반손해보험 수요의 변화는 달라질 것으로 생각됨.

1. 개요

〈 그림 1 〉 위안-달러 환율(실선)과 원-달러 환율(점선) 추이

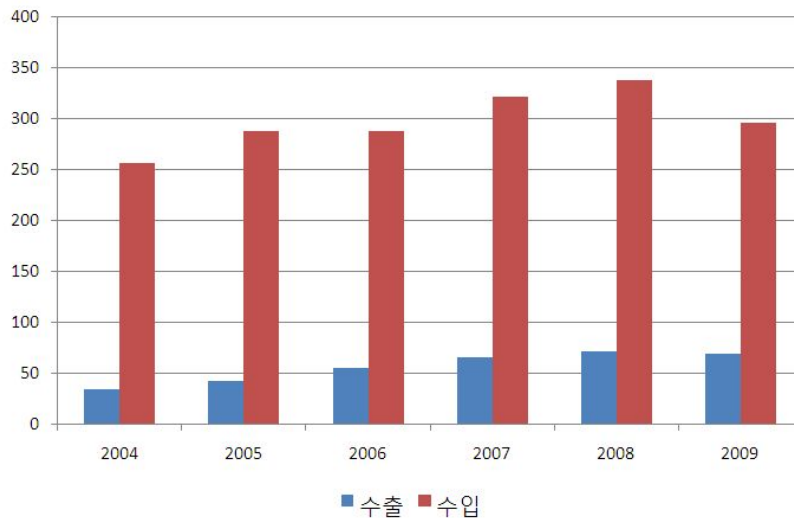


주 : 위안-달러 환율이 좌축, 원-달러 환율이 우축

자료 : 한국은행, ECOS

- 중국정부가 글로벌 금융위기 직전에 페그제를 사실상 부활시킨 후 위안화는 계속 일정한 수준을 유지하고 있으나 최근 들어 중국의 대내외적인 요인들로 인해 위안화 절상 가능성이 높아지고 있음.
- 중국정부가 2005년 7월 복수통화 바스켓에 기반하는 관리변동환율제를 도입한 후 위안화의 가치는 점진적으로 상승하다가 글로벌 금융위기 발생 직전인 2008년 7월 이후 달러당 6.83위안 안팎으로 위안화 가치를 관리하고 있음.
- 미국은 대중국 교역에서 만성적인 무역적자를 기록하고 있으며 이를 개선하기 위해 미국정부는 중국에 위안화 절상을 요구하고 있음.

< 그림 2 > 미국의 대중국 교역 현황(단위 : 10억달러)



주 : 미국의 대중국 수출 및 수입을 의미

자료 : 한국무역협회

- 중국정부도 천문학적 수준의 외환보유액으로 인해 위안화 절상의 필요성에 대해 공감하고 있음.

〈 표 1 〉 중국의 외환보유액 추이(단위 : 10억달러)

년도	2004	2005	2006	2007	2008	2009
외환보유액	609.9	818.9	1066.3	1528.2	1946.0	2399.2

자료 : 중국국가통계국

☐ 위안화 절상이 단행될 지에 대해서는 불확실성이 존재함.

- 일부 경제전문가들을 중심으로 위안화 절상이 세계경제 회복세를 꺾을 수 있다는 우려의 목소리가 있음.
- 올해 초 유럽 일부 국가에서 발생한 재정위기는 이러한 주장에 설득력을 더하고 있음.
- 2010년 3월 14일 중국의 원자바오 총리는 전국인민대표대회 폐막 직후 위안화 환율을 안정적으로 유지할 것이며 외부 압력은 위안화 환율 개혁에 도움이 되지 않을 것이라 언급
- 2010년 4월 13일 미국 상무부 발표에 의하면 2월 중 미국의 대중국 무역적자는 165억 달러로 2009년 3월 이후 최저치를 기록

☐ 본고는 위안화 절상이 현실화 될 경우 우리나라 보험산업이 받을 직간접적인 영향을 파악해보고자 함.

2. 위안화 절상이 보험산업에 미치는 영향

가. 생명보험 및 손해보험 공통 요인: 외화자산과 해외재보험료

- ☐ 생명보험회사와 손해보험회사 모두 일정한 외화자산을 보유하고 있으며 위안화 절상은 다양한 경로를 통해 외화자산의 가치에 영향을 미칠 것으로 판단됨.
- 2009년 12월 기준으로 총자산 대비 외화증권의 비중은 생명보험이 5.8%, 손해보험이 5.0%임.

〈 표 2 〉 생명보험 자산구성 비율(단위 : %)

생명보험	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12
현·예금	3.8	3.6	2.9	2.6	2.8
유가증권	48.0	48.6	49.7	49.9	50.1
국공채 ¹⁾	30.0	28.0	31.2	31.3	29.8
회사채	3.3	3.1	3.1	3.0	5.3
외화증권	6.5	6.7	6.6	6.2	5.8
주식	3.8	3.9	4.1	4.8	4.8
대출	19.6	18.9	18.2	17.9	17.7
부동산	3.3	3.5	3.2	3.2	3.2
운용자산	74.7	74.6	73.4	73.4	73.8
특별(변액)	17.0	17.5	18.3	19.1	19.2

주 : 1) 공채, 특수채, 금융채 포함

〈 표 3 〉 손해보험 자산구성 비율(단위 : %)

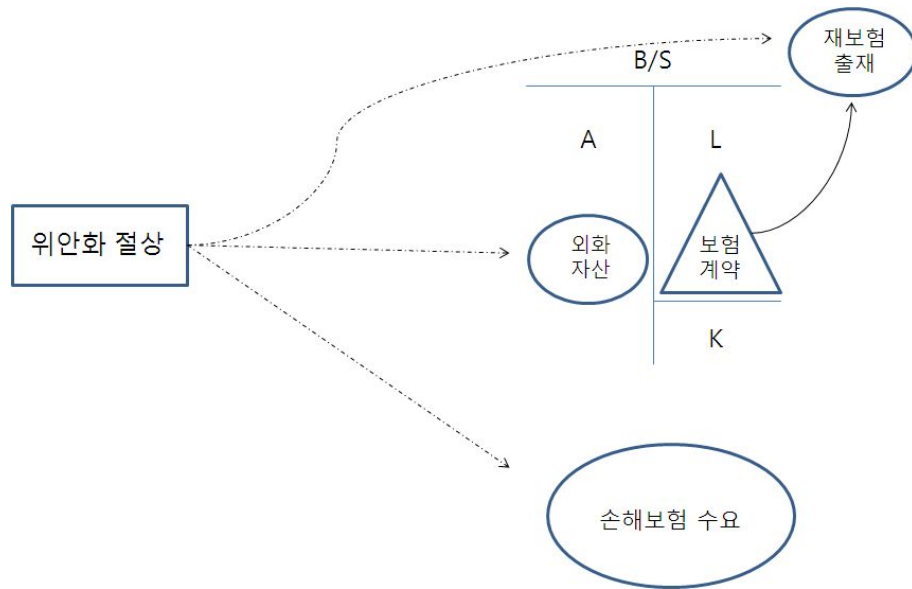
손해보험	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12
현·예금	6.3	5.1	4.0	4.0	4.5
유가증권	47.4	48.6	49.4	49.4	49.0
국공채 ¹⁾	23.8	23.4	23.8	23.6	23.4
회사채	7.9	7.6	7.5	6.7	6.6
외화증권	3.2	3.8	4.8	5.0	5.0
주식	4.7	5.1	5.2	5.8	5.6
대출	21.1	20.3	20.1	20.1	20.8
부동산	6.2	6.9	6.6	6.6	6.3
운용자산	80.9	80.9	80.1	80.1	80.3

주 : 1) 공채, 특수채, 금융채 포함

- ☐ 생명보험회사와 손해보험회사는 인수한 보험계약 중 일부를 해외재보험에 넘기고 있으며 위안화가 절상될 경우 지불해야할 재보험료 수준의 증가가 불가피
- 재보험료 계약은 원·달러 환율을 기준으로 체결되고 있음.
- 일반손해보험의 경우 전체 계약의 50~80%가 재보험으로 출재되고 있음.

- 위안화 절상은 보험회사가 부담해야 할 재보험료의 수준에 영향을 미칠 수 있음.

〈 그림 3 〉 위안화 절상이 보험산업에 미치는 파급효과



나. 손해보험 요인: 보험수요의 감소

- 위안화 절상은 해외로 수출되는 중국상품의 가격경쟁력을 약화시키며, 이 경우 중국에 원부자재를 수출하는 기업에는 악재가 될 수 있고 해외시장에서 중국기업과 경쟁하는 기업에게는 호재가 될 수 있음.
- 대중국 수출 감소로 인해 손해보험에서는 해상보험(선박 및 적하보험)이 원수보험료 감소 등의 직접적인 영향을 받을 것으로 전망됨.

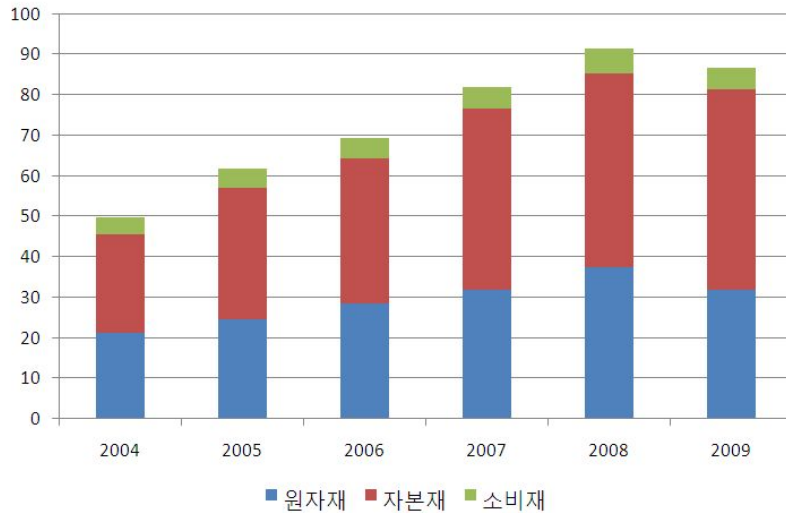
3. 위안화 절상의 경제적 파급경로

- 위안화 절상 후 원화가치의 변화 정도가 외화자산의 가치, 해외재보험료, 보험수요를 통하여 보험산업에 영향을 주므로, 위안화 절상의 최종효과를 예상한다는 것은 쉽지 않음.
- 위안화 절상의 효과를 위안-달러, 위안-원, 원-달러 환율의 변화로 구분하여 살펴보고자 함.

가. 위안-달러 환율로부터 오는 파급효과

- 위안화가 절상될 경우 중국의 대미 수출은 어느 정도의 조정을 거칠 것으로 전망되며 이로 인해 중국에 수출용 부원자재를 수출하는 우리나라 기업들은 악영향을 받을 것으로 예상됨.
- 이러한 영향으로 손해보험 중 해상보험(선박 및 적하보험)의 위축이 예상
- 해외 수출 감소로 인해 중국 내에서 경기 위축 효과가 커질 경우 중국 내수시장의 축소가 발생할 수 있으며 이 경우 우리나라의 소비재 수출이 감소할 수 있음.
- 앞서 언급한 해상보험 위축이 예상
- 단 <그림 4>에서 보이듯이 소비재 수출은 우리나라의 대중국 수출에서 차지하는 비중이 상대적으로 적기 때문에 큰 영향이 없을 것으로 판단됨.

〈 그림 4 〉 우리나라 대중국 품목별 수출액 추이(단위 : 10억달러)



자료 : 한국무역협회

- 위안화 절상 후 원화가치의 동반상승 여부에 따라 해외시장에서 중국과 경합관계에 있는 제품을 수출하는 우리나라 기업들에게 위안화 절상은 호재 또는 악재가 될 수도 있고 큰 영향이 없을 수도 있음.
- 위안화 절상 후 원화가치가 동반상승할 경우 환율로부터 오는 우위는 없어지거나 약해짐.
- 위안화 절상 후 원화가치가 크게 변하지 않는다면 우리나라 기업의 수출품은 중국산 제품에 대해 우위를 갖게 되며 이는 손해보험 중 해상보험의 수요에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단됨.

나. 위안-원 환율 변화로부터 오는 파급효과

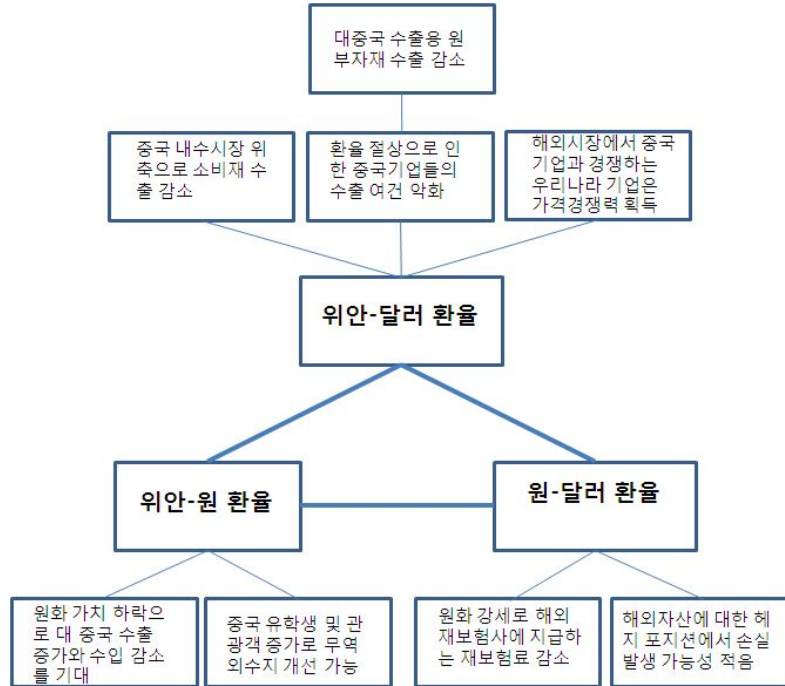
- 위안화 절상이 위안-원 환율에 미치는 영향은 절상 후 원화가치가 어떻게 변할 것인가에 달려있으며 다수의 전문가들은 원화가치가 동반상승할 것으로 전망

- 동반상승의 폭이 예상되는 수준일 경우와 예상되는 수준을 넘어설 경우로 나누어 나타날 수 있는 효과에 대해 생각해 보도록 함.
- 원화 가치가 예상되는 수준으로 동반상승할 경우 위안화 절상은 수출을 진작시키고 수입을 감소시켜 무역수지에 영향을 줄 것으로 판단됨.
 - 원화 가치가 하락함에 따라 중국에서 우리나라로의 관광객 및 유학생이 증가하면서 무역외수지에 긍정적 효과도 발생할 수 있을 것으로 보임.
- 원화 가치가 기대되는 수준을 넘어 상승할 경우 위안화 절상 효과는 상쇄되거나 반감됨에 따라 무역수지에 큰 영향을 주지 않을 것으로 보임.
 - 다른 영향이 없는 한 위안화 절상의 효과로 인한 무역외수지 변화는 없을 것으로 예상됨.

다. 원-달러 환율로부터 오는 파급효과

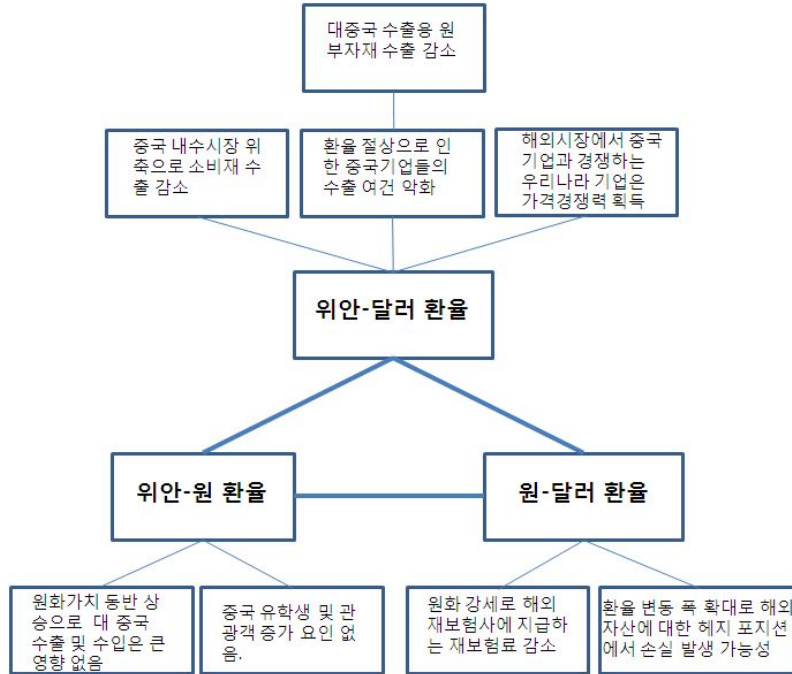
- 달러화 가치의 장기적인 하락은 국내외 경제연구기관의 공통적인 전망이며 여기에 원화 가치 변화에 대한 시나리오를 대입해보면 원-달러 환율 변화의 경제적 파급효과를 짐작할 수 있음.
- 원화 가치가 위안화 가치와 동반상승하지 않을 경우 원-달러 환율은 장기적인 하락세를 유지할 것으로 전망됨.
 - 위안화 절상 후 원화 가치가 일정 수준에서 유지된다면 보험회사가 보유한 외화자산의 가치는 다소 하락할 것으로 예상되며 해외재보험에 대한 재보험료의 부담이 감소하는 효과가 있을 것으로 보임.
 - 해외 자산에 취한 헤지 포지션은 안정적으로 유지될 것으로 판단됨.

〈그림 5〉 위안화 절상 후 원화 가치 변화가 없거나 적게 상승할 경우의 시나리오



- 원화 가치가 위안화 가치와 동반상승할 경우 원-달러 환율은 지금처럼 점진적으로 하락하지 않고 급격하게 하락할 수 있음.
- 위안화 절상 후 원화 가치 상승이 기대 이상으로 크게 나타난다면 보험회사가 보유한 외화자산의 가치는 큰 폭으로 하락할 것으로 생각되며 해외재보험에 대한 재보험료의 부담은 감소하는 효과가 있을 것으로 보임.
- 원-달러 환율에 대한 충격으로 인해 해외 자산에 대하여 취한 헤지 포지션에서 손실이 발생할 수 있음.

〈 그림 6 〉 위안화 절상 후 원화 가치가 크게 동반상승할 경우의 시나리오



- 다수의 경제전문가들은 위안화 절상에 대한 기대가 이미 시장에 반영되어 있기 때문에 절상이 이루어지더라도 원-달러 환율이 일시적으로 큰 낙폭을 보일 수 있으나 곧 원래의 수준으로 돌아갈 것으로 전망하고 있음.

4. 소결

- 위안화 절상 가능성이 어느 때 보다 높은 상황이지만 세계경제에 엄존하는 불확실성으로 인해 위안화 절상이 이루어질지에 대해 예단하기는 이른 상황임.
- 미국의 중국에 대한 무역적자 축소 압력과 중국의 천문학적인 달러보유액은 위안화 절상 가능성을 높이고 있음.

- 그러나 올해 초 현실화된 유럽 일부국가의 재정위기는 위안화 절상으로 인한 세계경제 침체 가능성을 높게 점치게 하는 요인임.
- 위안화 절상이 현실화 될 경우 중국과 긴밀한 경제적 관계를 맺고 있는 우리나라 경제에 직접적인 영향을 줄 것이고 이는 다양한 경로를 통해 보험산업에 영향을 줄 가능성이 있으므로 이에 대비할 필요가 있음.
- 보험회사는 위안화 절상이 국내 산업 및 자산과 부채에 영향을 미치는 경로를 파악하여 대비해야 함.

〈 표 4 〉 보험회사 대차대조표 상에 미치는 영향

	원-달러 환율 변화효과	
	원화가치 상승 폭이 작을 때	원화가치 상승폭이 클 때
해외자산가치	감소	큰 폭 감소 가능
헤지	성공	실패 가능
해외재보험료	감소	감소

- 전체적으로 볼 때 위안화 절상은 대차대조표 상의 해외자산 가치를 감소시키는 부정적인 효과와 지불해야 하는 해외재보험료 수준을 낮추는 긍정적인 효과가 공존

〈 표 5 〉 손해보험수요에 미치는 영향

		위안-달러 환율 변화 효과			위안-원 환율 변화효과		
		원부자재 수출	소비재 수출	경쟁업체 가격경쟁력	원부자재 수출	소비재 수출	경쟁업체 가격경쟁력
경우1	증감	감소	감소	증가	증가	증가	-
	손해보험 수요	감소	감소	증가	증가	증가	-
경우2	증감	감소	감소	증가	감소	감소	-
	손해보험 수요	감소	감소	증가	감소	감소	-

주 : 경우1은 원화 가치 동반상승의 폭이 작을 때, 경우2는 원화 가치 동반상승의 폭이 클 때임.

- 원화 가치가 동반상승하는 정도가 작을 경우 중국의 대외수출이 감소하는 효과와 원부자재 및 소비재수출로 얻는 원화 기준 급부가 증가하는 효과가 상쇄될 수 있음.
- 원화 가치가 동반상승하는 폭이 예상 외로 클 경우 위안화 강세와 원화 강세 동시 발생으로 손해보험수요의 감소가 예상됨.
- 위안화 절상은 우리나라 경제에 긍정적인 영향도 있는 만큼 우리나라 보험회사들이 위안화 절상이 보험산업에 미칠 수 있는 영향을 파악하여 대처한다면 일정한 혜택을 기대할 수도 있을 것임.

이슈1-2. G-20 서울정상회담 논의 동향: SIFI 규제 논의흐름과 대응전략

- 시스템적으로 중요한 금융회사(SIFI: Systemically Important Financial Institutions)와 관련하여 수량규제수단과 가격규제수단이 경합 중
 - SIFI의 과도한 위험추구행위를 억제함으로써 SIFI 부도로 인하여 유발되는 부정적인 외부효과를 최소화하려는 것이 규제목표
 - 수량규제수단은 규모 및 업무영역을 제한하여 위험추구행위를 원천적으로 억제하려는 것인 반면, 가격규제수단은 상대가격조정을 통해 위험추구 유인 축소를 도모하려는 것임.
 - 어떤 규제수단이 채택되는가에 따라 SIFI 규제가 국내 금융회사에 미치는 영향의 정도도 달라질 수 있음.
- 우리나라는 가격규제수단 채택을 지지하는 한편 수량규제수단 채택 시에는 확실적인 기준이 도입되지 않도록 의견을 개진해야 할 것임.
 - 외부효과 크기에 상응하는 비용을 부과하는 한편 부실의 전염은 차단하되 SIFI의 부도는 용인할 수 있는 가격규제수단이 바람직
 - 수량규제 채택 시 국가별 상황에 따라 자국 금융회사의 대형화를 용인할 수 있고, 업권별로 부채 외부효과 크기에 상응하는 차등적 기준이 적용되도록 유도할 필요
 - 의장국으로서 규제수단별로 실효성을 제고하기 위해 필요한 논의사항을 선도적으로 제시함으로써 국가별 이견조율을 주도할 필요

1. 검토배경

- 2010년 1월 오바마 미국 대통령의 ‘볼커룰(Volcker Rule)’ 제안 이후 G-20를 비롯한 국제기구들을 중심으로 시스템적으로 중요한 금융회사(SIFI: Systemically Important Financial Institutions) 규제에 관한 논의가 확산
 - 글로벌 금융위기 시 대다수 국가에서 실물경제 등에 미치는 영향을 우려하여 대형금융회사를 정리하지 못하고 공적자금을 투입하였던 바, G-20 정상들은 SIFI에 대한 감독강화와 원활한 정리를 위한 국제공조체계 구축에 합의
 - G-20 정상들은 FSB(Financial Stability Board)가 2010년 10월까지 SIFI 관련 쟁점에 대한 대응방안을 마련할 것을 요청
 - IMF-BIS-FSB는 2009년 11월 금융회사, 시장 및 금융상품의 시스템적 중요성을 판단할 수 있는 가이드라인을 마련
 - 금융시스템의 전반적 손상을 야기하고 실물경제에 부정적 영향을 미칠 수 있는 금융서비스 공급의 일시적 중단이나 비용의 급격한 증가를 시스템적 사건으로 규정
 - 시스템적 사건을 유발하는 중요한 요소로서 규모, 대체가능성, 상호연관성을 제시
 - 현재 FSB에서는 세 가지 방향으로 SIFI에 대한 대응방안을 논의 중
 - ① SIFI에 대한 자본적정성 규제강화, 업무영역 제한 등을 통해 SIFI의 부실화 가능성을 사전적으로 축소, ② SIFI 부실화시 신속하고 효과적으로 정리할 수 있는 역량 강화, ③ SIFI 부실화에 따른 전염효과 등의 시스템 위험 발생을 차단하기 위한 금융시장 인프라 강화
- 현재 각국 정부와 국제기구들에 의해 다양한 규제수단이 제안되고 있는바, 규제수단별 파급효과를 파악하고 우리나라에 보다 적합한 규제수단의 채택을 적극적으로 지지할 필요

- 주요 논점은 SIFI 규제 대상을 은행 이외의 금융회사로까지 확대해야 하는지 여부와, 어떤 형태의 규제수단을 채택해야 하는지 여부임.
 - IMF는 G-20 재무장관 및 중앙은행총재 회의에서 은행 이외의 금융회사에 대해서도 '금융안정분담금(Financial Stability Contribution)'과 '금융활동세(Financial Activities Tax)'를 부과하는 방안을 제안
 - 미국·영국·프랑스 등은 이러한 규제수단의 도입에 적극적인 반면, 캐나다·호주·개발도상국들은 부작용과 국가별 형평성을 우려하여 소극적
 - 제네바협회(Geneva Association)는 세계 80대 보험회사들의 입장을 대표하여 보험회사에게까지 IMF가 제안한 '금융안정분담금'이나 '금융활동세'를 부과하는 것은 부적절하다는 견해를 제시
 - 우리나라 정책당국은 G-20에서 합의가 이루어지는 경우, 국내에서도 '금융안정분담금'과 '금융활동세'를 도입하겠다는 입장을 밝힌바 있음.
- 글로벌 수준에서 어떤 SIFI 규제수단이 채택되는가에 따라 국내 금융회사에 미치는 영향이 크게 달라지고 기존 금융정책 방향과도 상충될 수 있음.
 - SIFI 규제수단들에 대한 논의를 종합적으로 검토하여 규제수단별 장·단점을 파악하고 우리나라에 보다 적합한 규제수단이 채택되도록 노력할 필요
- SIFI 규제방안은 오는 11월 G-20 서울정상회의에서 주요 의제로 다루어질 예정인 바, G-20 의장국이자 서울정상회의 개최국인 우리나라는 회원국들 사이의 이견을 조율하여 합의안 도출을 주도할 필요
 - 현재 논의 중인 SIFI 규제수단들의 제안배경을 조사하고 규제수단별로 국가의 이해관계를 파악하면 이견조율을 위한 쟁점 정리 가능
 - 대다수 회원국들이 동의할 수 있는 기준을 먼저 설정하고 동 기준에 비추어 규제수단별 적합성을 평가하는 방식으로 합의안 도출 시도

2. SIFI 규제수단 비교평가

- ☐ 논의 중인 규제수단들을 기능별로 분류함으로써 규제효과를 극대화 할 필요
 - 논의 중인 규제수단들은 SIFI의 과도한 위험추구행위를 억제함으로써 SIFI 부도로 인하여 유발되는 부정적인 외부효과를 최소화하는 것을 목표로 함.
 - 시스템안정성 제고라는 동일한 규제목표를 지향함에도 불구하고 그 형태에 따라 규제비용, 부작용 및 중복규제 가능성이 다르게 나타날 수 있음.
- ☐ SIFI 규제수단은 가격기능 보유를 기준으로 수량규제와 가격규제로 분류 가능
 - 부채유형별로 유발 가능한 부정적 외부효과의 크기가 상이하다는 점을 감안하여 부채유형별 가중치 설정을 통해 상대가격구조 변화를 유도하는 경우, 해당 규제수단이 가격기능을 보유한 것으로 판단

〈 표 6 〉 규제수단 분류

유형			수단	내용
규제 규율	수량 규제	행위 규제	과세	거래세 납부
			한도규제	거래상대방별 한도
			업무영역규제	특정 기능 제한
		규모 규제	레버리지규제	자본 대비 자산 규모
			부채규모규제	시장 규모 대비 부채 규모
	가격 규제	자산 구성 규제	자본규제	Pillar I 항목 개선
				Pillar II 항목 보완
			유동성규제	단기부채 대비 유동자산
		부채 구성 규제	자본 적립	자본 추가 적립
			의무보험	보험료로 기금 적립
			과세	금융안정세로 기금 적립
시장규율			채권자 감시	조건부자본 활용
			보험자 감시	자본보험 활용

- 수량규제는 규모 및 위험추구행위를 제한하여 외부효과 발생을 원천적으로 억제
- 글로벌 금융위기 영향을 크게 받은 미국·영국, 특히 분업주의 전통이 강한 미국이 선호하는 방향으로 '볼커룰(Volcker Rule)'과 같은 규모규제와 행위규제 존재
- (규모규제) 개별 금융회사의 부채 규모가 해당 산업 전체 부채 규모의 일정 수준 이하로 유지되도록 제한
 - (행위규제) SIFI의 위험추구행위를 억제하려는 것으로서, 위험투자와 관련성이 높은 트레이딩계정 거래와 헤지·사모펀드 소유·투자·운용을 영위하지 못하도록 제한하는 업무영역규제가 대표적 예

□ 가격규제는 상대가격조정을 통해 위험추구 유인 축소를 도모

- 글로벌 금융위기 영향을 상대적으로 적게 받은 캐나다·호주와 겸업주의 전통이 강한 유럽이 선호하는 방향으로, 자기자본규제로 대표되는 자산구성규제와 금융안정기금 도입으로 대표되는 부채구성규제가 존재
 - (자산구성규제) 위험 수준에 상응하는 가중치를 설정하여 고위험 자산의 비중을 축소하도록 유도함으로써 외부효과 영향 차단에 주목
 - (부채구성규제) 외부효과 수준에 상응하는 가중치를 설정하여 고외부성 부채의 비중을 축소하도록 유도함으로써 외부효과 원인 제거에 주목
 - 자산구성규제는 보험회사의 투자영업 측면에서, 부채구성규제는 보험영업 측면에서 보험회사에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 보임.

□ 가격규제 중 하나인 부채구성규제는 SIFI 부도 가능성에 미치는 영향을 기준으로 추가 분류 가능

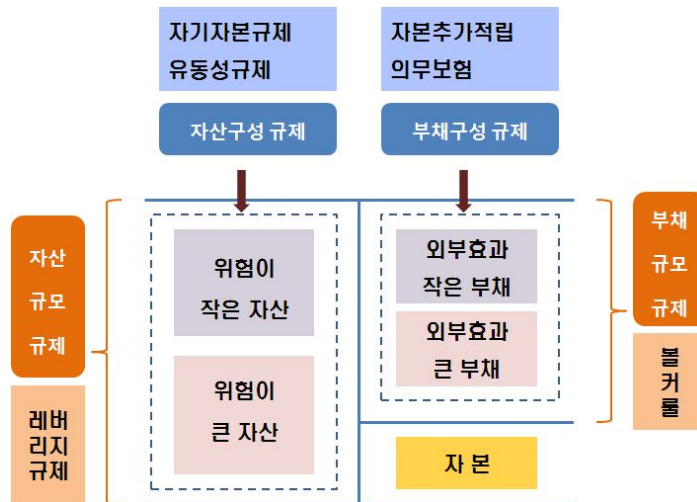
- 추가자본적립은 SIFI 부도 가능성을 축소하여 부실 전염을 간접적으로 제한
 - 부채의 외부성에 상응하는 자본을 추가로 적립하도록 요구함으로써 시스템위기 시에도 자산가치 손실을 감당할 수 있도록 유도
- 금융안정기금 도입은 SIFI 부도는 용인하되 부실 전염을 직접적으로 차단
 - SIFI 부도가 발생하더라도 채권자들의 손실을 보전할 수 있는 금융안전망을 도입함으로써 부실 전염을 차단

□ 각 규제수단은 대차대조표의 크기 및 항목 구성에 다른 영향을 줄 것으로 보임.

- 수량규제수단 중 하나인 레버리지규제는 금융회사의 자산 규모를 제한하는 반면, 다른 수량규제수단인 볼커룰은 금융회사의 부채 규모를 제한
- 가격규제수단은 자산이나 부채의 구성에 변화를 유발할 것임.

- 가격규제수단으로 간주되는 자기자본규제나 유동성규제가 활용되면, 저위험 자산이 증가하는 대신 고위험 자산이 감소하는 자산구성 변화 가능
 - 다른 가격규제수단인 자본추가적립이나 의무보험이 도입되면, 외부효과가 작은 부채가 증가하는 대신 외부효과가 큰 부채가 감소하는 부채구성 변화 가능
- 기존 재무건전성 규제가 금융회사 자산의 규모나 구성을 제한하는 것을 도모하는 반면, 현재 논의 중인 SIFI 규제는 금융회사 부채의 규모나 구성을 제한함으로써 부정적 외부효과를 축소하는 것이 목표라는 점에서 차별적

〈 그림 7 〉 수량규제 vs. 가격규제 기능



3. 우리나라의 대응전략

□ SIFI 규제수단별로 규제효과를 예측해 볼 필요

- 다음과 같은 원칙에 비추어 규제수단별 규제효과를 평가해 볼 수 있음.¹⁾
 - (실효성) 시스템위험을 유발하는 위험추구행위를 확대하려는 SIFI의 유인과 규제금융 수단을 이용하려는 공공부문의 유인을 축소
 - (공정성) 부정적 외부효과를 유발하는 당사자에게 비용 부과
 - (효율성) 금융시스템 안정 유지에 직접적으로 소요되는 비용 및 금융산업 발전을 제한하는 부작용 최소화
 - (투명성) 규제회피기회 발생 가능성 및 규제준수비용 최소화
 - (도입 용이성) 글로벌 수준에서 규제수단 동시적 도입
- 수량규제나 가격규제를 통해 동일한 규제목표를 달성하는 것이 가능하지만 실효성·공정성·효율성·투명성·도입 용이성에서 차이 발생 가능
 - (실효성) 금융회사의 위험추구 가능성을 원천적으로 제한한다는 점에서는 수량규제수단의 실효성이 보다 높으나, 금융회사의 규제회피행위 유발에 따른 효과까지 고려한다면 가격규제수단의 실효성이 오히려 높을 수 있음.
 - (공정성) 수량규제수단은 일률적 규제라는 점에서 외부효과 크기에 연계된 가격규제수단에 비해 공정성이 보다 낮음.
 - (효율성) 수량규제수단을 통해 금융회사의 부채규모를 직접적으로 제한하면 시장경쟁구도에 왜곡을 초래하고 부정적 외부효과를 유발하는 부채 비중 변화를 유도하기 어려운 만큼 보다 비효율적임.
 - (투명성) 수량규제수단에서는 부채규모 산정 시 제외되는 항목들을 정하는

1) HM Treasury (2009), 'Risk, Reward and Responsibility: the Financial Sector and Society'; An NYU Stern Working Group on Financial Reform (2009), 'Real Time Solutions for Financial Reform'; Financial Stability Board (2009), 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Consideration' 등을 참조

기준의 내용에 따라, 그리고 가격규제수단에서는 부채유형별로 부정적 외부효과의 크기를 산정하는 기준의 내용에 따라 투명성이 달라질 수 있음.

- (도입 용이성) 업권별로 차등적으로 규제하는 경우에는 수량규제수단의 도입은 보다 용이하지만, 모든 업권을 통합적으로 규제하는 경우에는 가격규제수단의 도입이 보다 용이할 수 있음.

〈 표 7 〉 수량규제 vs. 가격규제 효과

유형	수량규제	가격규제
실효성	위험추구 원천 제한	위험추구 유인 축소
공정성	외부성과 무관한 일률적 규제	외부성 크기에 연계된 규제
효율성	부채규모 제한에 따른 효과	부채구성 조정에 따른 효과
투명성	부채규모 산정 기준	부채유형별 외부성 산정 기준
도입 용이성	업권별 차등규제	업권간 통합규제

□ 우리나라 상황에 비추어 볼 때 수량규제수단은 부작용이 클 것으로 보이는 바, 향후 국제적 논의 과정에서 우리나라의 입장을 적극적으로 개진할 필요

○ 수량규제로 모든 유형의 부채에 대해 획일적인 기준이 적용되면, 부정적 외부효과가 크지 않으면서 사회적으로 필요한 금융서비스마저 위축되어 사회후생이 오히려 악화될 우려

- 보험회사는 대출자산 비중이 낮고 해약수수료 수준이 높아 은행에 비해 부정적 외부효과를 유발할 가능성이 현저히 낮다고 판단됨.
- 보험회사는 자본확충 시 불가피한 경우에만 차입이 가능하므로, 다른 대형 금융회사들과의 상호연계성이 낮다고 판단됨.
- 국내에서 보험서비스는 향후 보다 확대될 필요가 있음에도 불구하고, 획일적 기준을 적용하는 수량규제 시 그 규모가 제한될 우려

○ 수량규제는 국내 금융회사의 규모를 제한함으로써 대형화를 통한 글로벌 경

쟁력 확보라는 금융정책 목표와 상충될 수 있음.

- 국내 금융회사의 규모는 글로벌 금융회사 대비 미미한 상태로 글로벌 경쟁력 확보에 걸림돌로 작용하고 있는바, 지속적인 대형화가 필요
- 수량규제는 규제대상 금융회사의 규제회피행위를 초래하는 한편 이중규제를 통해 시장구조를 왜곡시킬 수 있음.
 - 미국에서 개별 은행의 예금 규모가 예금보험 보호대상 전체 예금 규모의 10%를 넘지 못하도록 규제하자²⁾ 은행들은 부정적 외부효과 유발가능성이 보다 높은 시장성 수신과 유동화증권을 통해 자금을 조달
 - 예금보험 보호 대상 부채에 대해서까지 SIFI 규제를 부과하는 것은 이중규제로 볼 수 있으며, 국내 금융시장 규모 대비 금융회사 규모의 제한은 경쟁경쟁규제를 통해 달성 가능

□ 우리나라는 가격규제수단 채택을 지지하는 한편 수량규제수단 채택 시에는 국가별 및 업권별 차별성이 고려되도록 의견을 개진해야 할 것임.

- 외부효과 크기에 상응하는 비용을 부과하는 한편 채권자를 보호함으로써 부실 전염은 차단하되 SIFI의 부도는 용인하는 가격규제수단을 지지할 필요
- 수량규제 채택 시 국가별 재량권이 최대한 허용될 수 있도록 주장할 필요
 - 국가별 상황에 따라 자국 금융회사의 대형화를 용인할 수 있어야 하며, 업권별로 부채의 외부효과 크기에 상응하는 차등적 기준이 바람직함.
- 의장국으로서 규제수단별로 실효성을 제고하기 위해 필요한 논의사항을 선도적으로 제시하여 국가별 이견조율을 주도할 필요
 - (수량규제수단) 금융회사 규모를 직접적으로 제한하면 시장구조의 왜곡을 초래할 수 있는 만큼, 국가별로 금융시장 규모에 상응하는 기준 설정과 업권별 시장구조를 감안한 기준 설정에 대한 재량권 허용 방안 모색

2) 'Section 102 of Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994'를 참조

- (자산구성규제수단) 규제로 부도 가능성이 축소되면 금융회사가 오히려 고 위험 자산의 비중을 확대하는 모럴해저드가 발생할 수 있는 만큼, 금융회사의 규제회피행위를 최소화하는 기존 자본규제와의 연계 방안 필요
- (부채구성규제수단) 부채포트폴리오의 구성 변화를 유도함으로써 개별 금융회사의 부도가 전염되는 것을 제한하기 위해, 외부효과의 정확한 산정방식 및 외부효과에 연계한 보험료·세금 구조 검토

〈 표 8 〉 규제수단별 기대효과 및 논의사항

유형		기대효과	논의사항
수량규제		금융회사 규모 제한 시장구조 변화	국가별 재량권 범위 업권별 차등 기준 허용
가격 규제	자산구성규제	SIFI 부도 가능성 제한 자산포트폴리오 변화	모럴해저드 억제 자본규제와 연계 방식
	부채구성규제	부도 전염 가능성 제한 부채(상품)포트폴리오 변화	외부효과 산정방법 보험료·세금 구조 설계

이슈2. 정책금리 인상에 따른 장단기 금리격차 전망

- 장단기 금리격차는 IT 버블이후 가장 크게 확대되었고 또한 1년 넘게 유지되고 있어 이러한 금리격차가 장기간 지속될 지에 대한 검토가 필요
 - 장단기 금리격차는 2009년 초에 -0.11%p에서 1.26%p로 확대되어 2010년 2월 1.01%p를 기준으로 유지되고 있음.
 - 장단기 금리격차는 금리전망 및 경기예측에 활용되기 때문에 보험회사의 영업전략 및 금리리스크 관리전략에 유용한 정보로 활용가능
- 최근의 금리격차는 경제 환경에 대한 높은 불확실성과 더불어 경제주체의 위험회피적 투자성향이 기간 프리미엄에 반영되었기 때문에 확대된 것으로 판단
 - 따라서 투자자의 리스크에 대한 선호도가 높아져서 기대수익률이 높은 장기 채권에 대한 수요가 증가하면 그 결과 장단기 금리격차는 축소할 것으로 기대됨.
- 더욱이 기준금리가 인상되고 경제 불확실성이 축소되면 장단기 금리격차는 축소될 것으로 기대됨.
 - 경제 불확실성이 축소되면 기간프리미엄이 축소되고 또한 장기 채권의 수요가 증가하며 금리격차는 더욱 빠르게 축소될 것으로 예상됨.

1. 검토배경

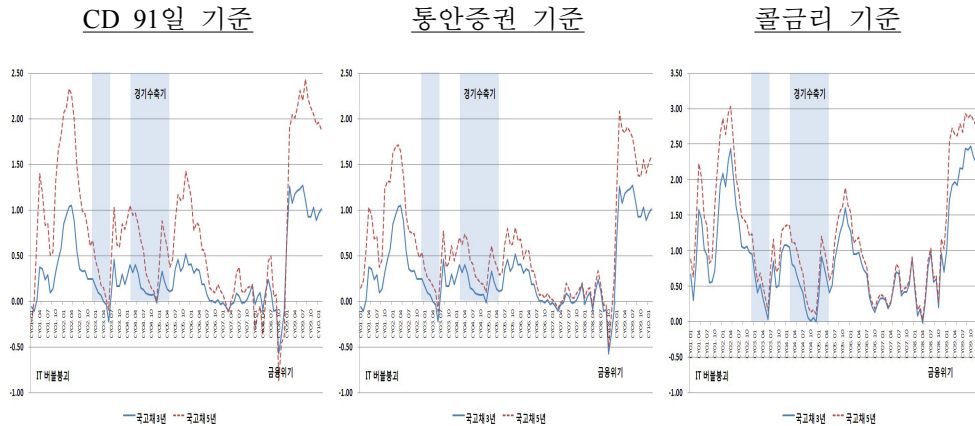
- 장단기 금리격차는 미래 경제상황에 대한 정보를 제공하고 금리리스크 헷지전략 수립에 활용되며 또한 금리정책의 유효성에 영향을 미치기 때문에 이에 대한 분석이 필요

- 장단기 금리격차는 특히 경기수축기³⁾에 축소되거나 또는 단기금리가 장기금리를 상회하며 미래 경기순환에 대한 정보를 제공함.
 - 보험회사의 수입보험료는 가계의 소득수준 변화에 직·간접적으로 영향을 받기 때문에 경기변동을 예의주시할 필요가 있음.
 - 또한 금리격차를 이용하여 금리스왑 계약 등을 체결하기 때문에 금리리스크 관리전략 수립 시 장단기 금리격차 분석을 유용하게 활용
 - 금리정책은 단기금리에 직접 영향을 미치지만 경제활동은 장기금리에 따라 결정되므로 장단기 금리격차의 상관관계를 통하여 통화정책의 유효성을 분석할 수 있음.
- 장단기 금리격차는 경기에 선행하며 경기불황기를 지나고 확대되는 경향을 보임.⁴⁾
- 2010년 2월 현재 장단기 금리격차*는 1.01%p(3년물)과 1.58%p(5년물)를 유지하고 있으며 이러한 금리격차는 IT 버블 붕괴이후 가장 큼.
- * 장기 금리는 국고채 3년물과 5년물의 수익률을 사용하였고, 단기 금리는 통안증권수익률(364일물)을 사용

3) 통계청은 2002년 이후 경기수축기를 2002.12~2005.4로 보고, 이명수(2008), 송준혁과 최영수(2008)는 동기간에 2회(2002.12~2003.7, 2004.2~2005.4)의 경기 수축기가 존재하였다고 판단, 그리고 현재는 9순환기의 진행 중임.

4) 이명수(2008), 장단기 금리격차의 생산갭 예측력 분석, 금융경제연구 343
한국은행, 미국의 장단기 금리격차 확대 원인과 시사점, 해외경제정보 2010-10

〈 그림 8 〉 장단기 금리격차 추이



주 : 음영부분은 경기수축기를 표시
 자료 : 한국은행 경제통계 시스템

○ 장단기 금리격차는 2009년 2월 단기금리의 빠른 하락으로 확대되었고, 2009년 4월 이후에 장기금리와 단기금리가 동시에 상승하여 금리격차 지속

- 2008년 하반기에 발생한 금융위기가 경기불황으로 전이되는 것을 우려한 통화당국은 기준금리를 2%로 인하하였고 그에 따라 콜금리도 2%로 하락
- 동 시기에 시장금리인 통안증권 및 국고채 수익률도 하락하기 시작하였으나 2009년 1월 국고채 3년물과 5년물의 수익률은 하락세를 멈추고 상승하는 추세로 전환

□ 금융위기 직후 확대된 장단기 금리격차가 비교적 장기간 유지되는 것은 불확실한 경제상황에 따른 위험회피 경향과 더불어 인플레이션 상승에 대한 우려가 반영되었기 때문으로 해석됨).

○ 금융위기에 대처하기 위하여 실행한 양적완화정책에 따라 통화량(본원통화와 M1)이 증가하였고, 이러한 통화량 증가가 인플레이션 압력으로 작용할 것이

5) 유동성 프리미엄 가설에 따르면 i) 단기금리가 상승할 것이라는 예측이 형성되거나, ii) 인플레이션에 대한 우려가 반영되었거나 혹은 iii) 장기채권의 기간 프리미엄이 상승하는 경우 장단기 금리격차는 확대

라는 우려가 제기됨.

- 통화량 증가에 따른 기대 인플레이션 상승이 최근의 장단기 금리격차 유지에 기여하였을 가능성 존재
- 2009년 하반기부터 제조업 생산성지수가 금융위기 이전 수준으로 회복함에 따라 경기회복에 대한 기대가 형성
 - 향후 단기금리가 상승에 대한 예측은 장단기 금리격차를 지속시키는 요인으로 작용할 수 있음.
- 이 밖에도 장기채권 수익률에 영향을 미치는 요인으로는 기간프리미엄 등이 있음.
 - 경제 불확실성이 지속되면서 금리리스크에 보다 크게 노출된 장기채권의 수요가 증가하지 않기 때문에 장단기 금리격차는 지속
- 이에 본고는 장단기 금리격차에 영향을 미치는 변수와 금리격차 간의 상관관계를 분석하고 기준금리 인상이 장단기 금리격차에 미치는 영향을 분석

2. 장단기 금리격차에 영향을 미치는 변수

- 장단기 금리격차에 영향을 미치는 변수로는 콜금리, 환율, 인플레이션, 국고채 발행잔액 증감률 등을 선정하였고, 미래 단기금리와 인플레이션에 대한 기대는 현재와 과거 자료에 근거하여 형성된다고 가정
 - 콜금리는 단기금리에 직접 영향을 미침.
 - 과거 인플레이션은 기대인플레이션과 인플레이션 리스크 프리미엄에 영향
 - 환율과 국고채 발행잔액 증감률은 각각 국고채 수요와 공급에 영향을 미치는 요인으로 작용

〈기준금리〉

- 콜금리와 장단기 금리격차의 그랜저 인과관계 분석결과 1% 유의수준에서 콜금리는 장단기 금리격차 예측에 유용한 정보를 제공
- 장단기 금리격차도 콜금리 예측에 유용한 정보를 제공하며 양방향의 상관관계를 형성
- 통화당국은 기준금리 수준을 결정할 때 장단기 금리격차를 포함한 금융시장 환경을 참고하고 또한 금융시장은 정책결정을 반영하여 변동하기 때문에 두 변수는 서로 영향을 미침.
- Piazzesi(2005)⁶⁾는 통화정책을 고려하는 것이 채권의 기간구조(term structure)를 더 잘 설명할 수 있다고 주장

〈 표 9 〉 그랜저 인과관계 분석(콜금리)

귀무가설	시 차 (p-value)					
	$i=1$	$i=2$	$i=3$	$i=6$	$i=9$	$i=12$
$i \nrightarrow TS_t$	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
$TS_t \nrightarrow i$	0.0001	0.0059	0.0040	0.0096	0.0043	0.0147

주 : i 는 콜금리, TS_t 는 장단기 금리격차

〈인플레이션〉

- 장단기 금리격차와 인플레이션 간의 그랜저 인과관계를 분석한 결과, 1% 유의수준에서 인플레이션은 3개월 후의 장단기 금리격차 예측에 유용한 정보를 제공하지만 그 역은 성립하지 않음.
- 장단기 금리격차는 인플레이션 리스크 프리미엄의 상승에 따라 확대되는데, 2008년부터 인플레이션 변동성이 확대되었기 인플레이션은 장단기 금리격차에 영향을 미치는 요인으로 작용

6) Piazzesi, M. (2005), Bond yields and the federal reserve, Journal of Political Economy, 113, 311-344

- Ang and Piazzesi(2003)⁷⁾는 인플레이션과 생산성 지수를 활용하여 장단기 금리격차를 설명한 바 있음.
- 또한 Hödal and Tristani(2007)⁸⁾는 기대 인플레이션과 인플레이션 리스크 프리미엄이 상승할 때 장단기 금리격차가 확대되는 것을 보임.

〈 표 10 〉 그랜저 인과관계 분석(인플레이션)

귀무가설	시 차(p-value)					
	$i=1$	$i=2$	$i=3$	$i=6$	$i=9$	$i=12$
$var(\% \Delta cpi_t^1) \not\sim TS_t$	0.5168	0.0266	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
$TS_t \not\sim var(\% \Delta cpi_t^1)$	0.1416	0.0643	0.6027	0.0213	0.0768	0.5248

주 : 1) 물가상승률 Δcpi_t^1 , Δcpi_t^2 는 각각 전년동월대비와 전월대비 상승률
 2) TS_{t+i} 는 i 개월 후의 장단기 금리격차

〈원/유로 환율〉

- 장단기 금리격차와 원/유로환율*은 10%의 유의수준에서 3개월 이내의 단기 예측에 상호 유용한 정보를 제공

* 국내채권을 보유한 외국인 가운데 50% 이상이 유럽 출신인 것을 고려하여 원/유로환율을 사용⁹⁾

- 반면 6개월 이상의 예측에 대하여 1% 유의수준에서 원/유로환율은 장단기 금리격차에 유용한 정보를 제공하지만 그 역은 성립하지 않음.
- 국내외 채권의 기대수익률에 차이가 발생하여 차익거래 유인이 존재하는 경우 장단기 금리격차와 환율은 서로 영향을 미침.

- Taboga and Pericoli(2008)¹⁰⁾는 장단기 금리격차와 환율의 상호작용이 존

7) Ang, A. and M. Piazzesi(2003), no-arbitrage vector autoregression of term structure dynamics with macroeconomic and latent variables, Journal of Monetary Economics 50, 745-787

8) Hödahl, P. and O. Tristani(2007), Inflation risk premium in the term structure of interest rates, ECB wp. 734

9) 2009년 하반기부터 아시아 지역 투자자의 비중이 증가하며 유럽지역 투자자 비중은 다소 축소

10) Taboga, M. and M. Pericoli(2008), Bond risk premia, macroeconomic fundamentals and the excha

재하는 것을 설명하였고, Ahn(2004)¹¹⁾은 환율에 존재하는 리스크 프리미엄이 채권의 장단기 유동성 프리미엄에 영향을 미치는 것을 증명

- 또한 원승연(2006)¹²⁾은 외국인 투자자가 국내외 금리차를 이용한 차익거래를 하고 있는 것으로 가정하고 그 결과 국내 장단기 금리격차가 영향을 받을 수 있다는 가능성 제기

〈 표 11 〉 그랜저 인과관계 분석(원/유로 환율)

귀무가설	시 차 (p-value)					
	$i=1$	$i=2$	$i=3$	$i=6$	$i=9$	$i=12$
$W/€ \nrightarrow TS_t$	0.0163	0.0449	0.0604	0.0032	0.0009	0.0013
$TS_t \nrightarrow W/€$	0.0301	0.0795	0.0634	0.0473	0.2152	0.2991

주 : $W/€$ 는 원/유로 환율, TS_t 는 장단기 금리격차

〈국고채 발행잔액 증감률〉

- 장단기 금리격차와 국고채 발행잔액 증감률의 그랜저 인과관계 분석결과 5% 유의수준에서 발행잔액 증감률은 6개월까지의 장단기 금리격차 예측에 유용한 정보를 제공
 - 국고채 발행이 늘어난 경우 장기채권 수익률을 상승시키는 요인으로 작용하지만 그 역은 성립하지 않음.
 - 국고채 발행잔액의 증가는 장기채권의 공급 증가를 의미하며 그 결과 장기채권의 가격이 하락하고 장단기 금리격차는 확대됨.
 - 또한 향후 국고채 발행의 증가로 인하여 채권가격이 하락할 것이 예상되는 경우, 현재의 채권 수요에 영향을 미쳐 국고채 수익률은 상승

nge rate, MPRA 9523

11) Ahn, D(2004), Common factors and local factors: implications for term structures and exchange rates, Journal of Financial and Quantative Analysis 39, 69-102

12) 원승연(2006), 국내채권시장의 동조화와 외국인의 투자 행태에 관한 연구, 금융학회지 11, 167-201

〈 표 12 〉 그랜저 인과관계 분석(국고채 발행잔액 증감률)

귀무가설	시 차 (p-value)					
	$i=1$	$i=2$	$i=3$	$i=6$	$i=9$	$i=12$
$\% \Delta iss \nrightarrow TS_t$	0.0270	0.0208	0.0302	0.0428	0.0667	0.0487
$TS_t \nrightarrow \% \Delta iss$	0.9920	0.9807	0.8034	0.2300	0.3429	0.1825

주 : $\% \Delta iss$ 는 국고채 발행잔액 증감률, TS_t 는 장단기 금리격차

- 본고는 장단기 금리격차 예측에 유용한 것으로 나타난 인플레이션, 환율, 콜금리, 국고채 발행잔액 증감률과 장단기 금리격차를 사용하여 VAR(vector autoregression) 분석을 시도

3. 장단기 금리격차 실증분석

가. 모형설정

- 장단기 금리격차에 영향을 미치는 변수와 장단기 금리격차를 이용하여 다음과 같은 VAR 모형을 구성

$$X_t = C + B_i X_{t-i} \quad i=1, 2, \dots, 4$$

- 모수 C 와 B_i 는 각각 (5×1) 벡터의 상수항과 추정계수이고, 자료는 2001년 1월부터 2010년 2월까지의 월별자료이며 4개의 시차항목을 독립변수로 사용¹³⁾
- Ang and Piazzesi(2003)와 Taboga and Pericoli(2008) 등은 거시경제 변수와 관찰이 불가능한 내재변수(latent variable)를 구분하여 VAR 모형을 구성하고 장단기 금리격차를 분석
 - 본고는 Piazzesi 등이 사용한 방법을 보다 단순화하여 관찰 불가능한 내재

13) 월별자료를 사용할 시에 보통 12개의 시차를 사용하지만 자유도(degree of freedom)를 고려하여 4개의 시차만 사용

변수에 대한 구체적인 분석은 제외

- 장단기 금리격차의 과거변수는 거시경제 변수가 설명하지 못하는 장단기 금리의 변동을 설명하고 이를 기간 프리미엄의 대응변수로 사용

나. 분석결과

□ <표 13>와 <표 14>은 VAR 회귀분석 결과 가운데 장단기 금리격차를 설명하는 추정식만을 정리하였고, 분석결과 모형은 높은 설명력*을 보임.

* 모형의 설명력을 나타내는 R^2 가 3년물과 5년물의 경우 각각 0.90%와 0.93%로 나타남.

- 월별자료를 사용함에도 불구하고 시계열 자료가 충분히 길지 않아 4개의 시차만을 고려하였기 때문에 계수의 통계적 유의성은 떨어짐.

〈 표 13 〉 장단기 금리격차(국고채 3년-통안증권) 추정결과

시차	콜금리	원/유로 환율	인플레이션	발행잔액 증감률	기간프리미엄
1	-0.20667 [#] (0.14336)	-0.00031 (0.00044)	-0.04557 (0.04268)	1.07431 [#] (0.87843)	0.80186 ^{***} (0.11554)
2	-0.09595 (0.25349)	0.00042 (0.00066)	-0.03409 (0.05724)	-0.34727 (0.88751)	-0.15309 (0.15575)
3	0.20693 (0.24818)	0.00016 (0.00066)	0.02683 (0.05796)	0.41303 (0.94978)	0.29397 [*] (0.15646)
4	0.06956 (0.15142)	-0.00023 (0.00049)	0.02729 (0.04314)	-1.33030 [#] (0.93110)	-0.11744 (0.11321)

주 : 1) [#], ^{*}, ^{**}, ^{***}는 각각 20%, 10%, 5%, 1% 유의수준에서 각 계수 값이 통계적으로 "0"이 아닌 값을 갖는다는 것을 의미

2) ()는 표준편차

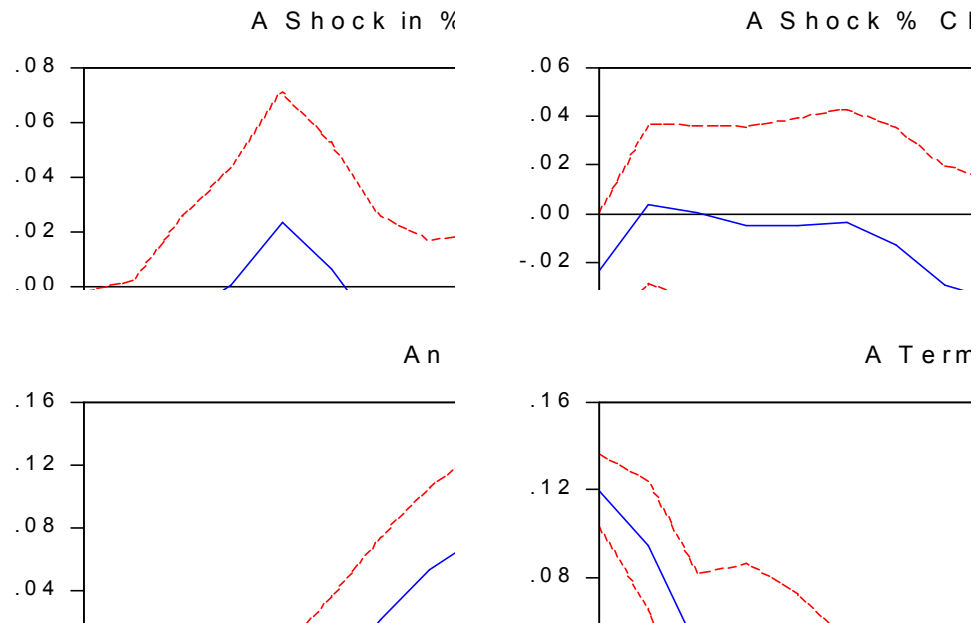
〈 표 14 〉 장단기 금리격차(국고채 5년-통안증권) 추정결과

시차	콜금리	원/유로 환율	인플레이션	발행잔액 증감률	기간프리미엄
1	-0.36690 *	-0.00055	-0.06759 #	0.09278	0.78130 ***
	(0.19003)	(0.00057)	(0.05650)	(1.15925)	(0.11602)
2	-0.17625	0.00079	-0.02954	0.00863	-0.24961 *
	(0.33668)	(0.00083)	(0.07589)	(1.14440)	(0.15199)
3	0.42988 #	0.00016	0.02046	1.35332	0.45279 ***
	(0.32888)	(0.00085)	(0.07683)	(1.22838)	(0.15178)
4	0.09284	-0.00038	0.05167	-1.24276	-0.13218 #
	(0.20658)	(0.00064)	(0.05726)	(1.21185)	(0.10965)

주 : 1) #, *, **, ***는 각각 20%, 10%, 5%, 1% 유의수준에서 각 계수 값이 통계적으로 "0"이 아닌 값을 갖는다는 것을 의미

2) ()는 표준편차

〈 그림 9 〉 장단기 금리격차(국고채 3년-통안증권)의 충격반응 곡선



주 : 1) 인플레이션, 발행량 증감률, 환율 및 기간 프리미엄에 각각 34bp, 2.2bp, 1.6bp, 12bp의 충격이 발생하였을 때 장단기 금리격차의 반응곡선을 나타냄.

2) 금리격차(5년-통안증권)의 충격반응곡선은 3년물 기준과 매우 유사하기 때문에 생략함.

〈기간 프리미엄〉

- ☐ 3년물과 5년물로 측정한 장단기 금리격차 모두에서 기간 프리미엄의 영향이 크게 나타남.
- 이는 기간 프리미엄이 경제 환경변화와 더불어 투자자의 리스크 선호도를 반영하기 때문

〈기준금리〉

- ☐ 콜금리는 장단기 금리격차와 음의 상관관계를 형성하고 또한 기간 프리미엄 다 음으로 금리격차에 미치는 영향이 큰 것으로 나타남.
- 콜금리가 상승하면 통안증권과 국고채 수익률 모두 상승하지만, 통안증권 수익률의 상승폭이 더 크기 때문에 장단기 금리격차는 축소
 - 만기가 길어질수록 시장 환경변화에 수익률은 민감하게 반응하기 때문에 정책금리의 영향력이 상대적으로 떨어짐.

〈국고채 발행잔액 증감률〉

- ☐ 3년물의 경우 1, 4개월전 발행잔액 증감률의 계수는 각각 1.07과 -1.33으로 다른 계수보다 크고 다른 변수보다 장단기 금리격차에 미치는 영향은 크게 나타남.
- 5년물의 경우 3개월 5개월 전의 발행잔액 증감률의 영향을 나타내는 계수가 각각 1.35, -1.24로 여타 계수보다 큰 것으로 나타남.

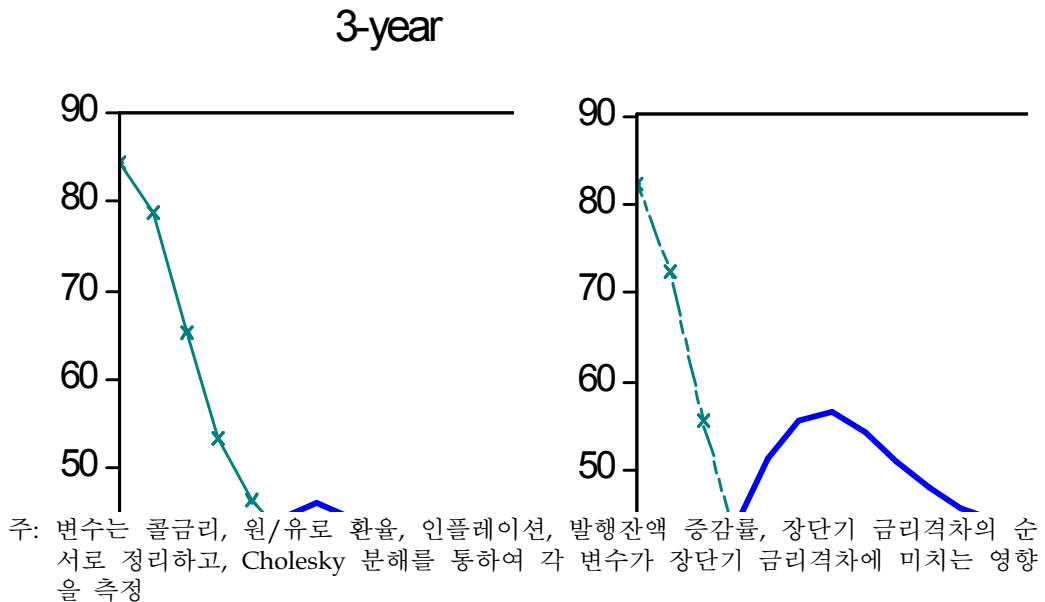
다. 변수의 장단기 금리격차에 대한 설명력

- ☐ 장단기 금리격차의 분산분해 결과, 기간 프리미엄과 콜금리가 장단기 금리격차

의 분산을 대부분 설명하고 예측기간이 길어질수록 인플레이션이 설명하는 금리격차 분산의 비중이 증가(<그림 10> 참조).

- 4개월 이전의 예측기간에 대하여 기간 프리미엄이 금리격차 분산의 50% 이상을 설명
- 예측기간이 길어질수록 콜금리가 설명하는 금리격차 분산의 비중이 증가
 - 콜금리는 5~10개월의 기간에 대하여 금리격차 분산의 약 40% 이상을 설명
- 인플레이션이 설명하는 금리격차 분산의 비중은 10개월 이하의 기간에 대하여 10%미만이지만 11개월 이상의 기간에 대하여 인플레이션은 금리격차 분산의 약 20% 이상을 설명
- 원/유로 환율과 국고채 발행잔액 증감률이 금리격차의 분산에 미치는 영향은 모든 기간에 걸쳐 10% 미만에 불과함.

< 그림 10 > 장단기 금리격차의 분산분석

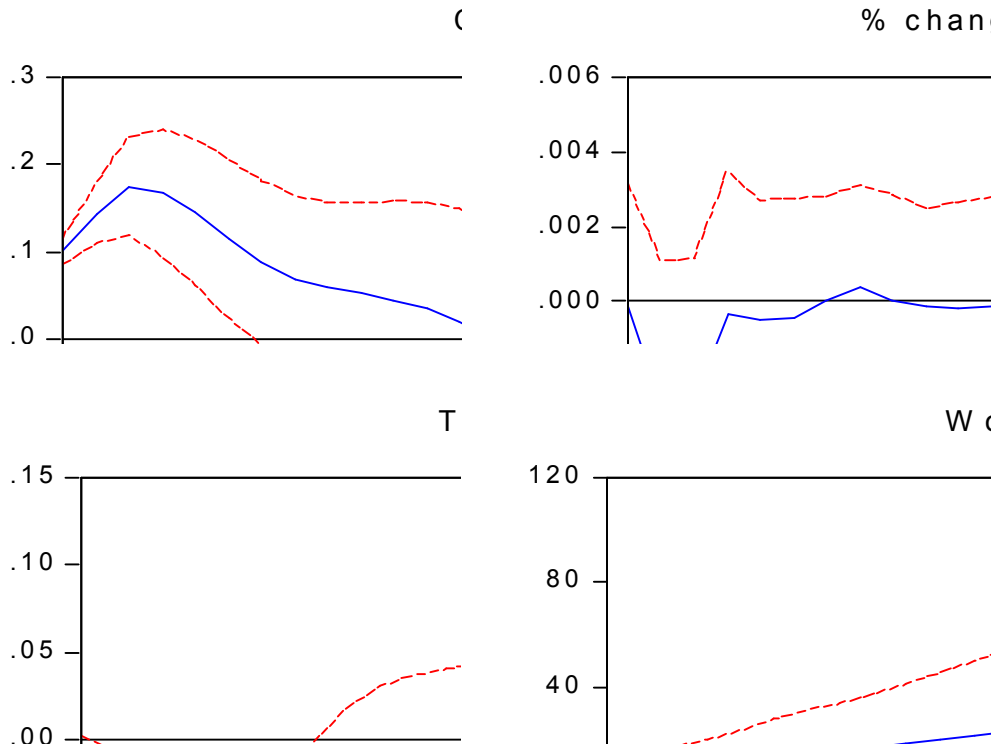


라. 기준금리 인상에 따른 장단기 금리격차 변동

- 통화당국은 2009년 2월부터 기준금리를 2%에서 유지하고 있고 최근 경기회복 조짐이 보이는 가운데 기준금리 인상에 대한 논의가 제기되고 있음.
- 통화당국은 콜금리가 기준금리 수준에 머물도록 통화정책을 운용하기 때문에 기준금리 인상시점에 콜금리는 상승
- <그림 11>은 콜금리가 10bp(1-표준편차) 상승하였을 경우 원/유로환율과 장단기 금리격차의 반응곡선*임.
 - *국고채 5년물을 장기 금리로 사용한 경우 장단기 금리격차의 차이는 3년물과 매우 유사하기 때문에 생략
 - 콜금리 인상 시점에 금리격차는 2.5bp 감소하고, 콜금리가 인상되고 4개월이 지난 시점에 장단기 금리격차는 10bp 축소
 - 콜금리 상승에 따라 단기금리와 장기금리 모두 상승하지만 기대 인플레이션 하락으로 인하여 장기금리의 상승폭이 단기금리보다 작음.
 - 정책금리 인상을 통하여 물가안정에 대한 통화당국의 의지가 표현되면 기대 인플레이션은 하락¹⁴⁾

14) Hödahl and Tristani(2007)

< 그림 11 > 콜금리 1-표준편차 충격에 대한 반응곡선(3년물)



- 주 : 1) 변수는 콜금리, 원달러 환율, 종합주가지수, 발행잔액 증감률, 장단기 금리격차의 순서로 정리하고, Cholesky 분해를 통하여 각 변수가 장단기 금리격차에 미치는 영향을 측정
2) 점선은 95% 신뢰구간을 표시

4. 요약 및 소결

- 장단기 금리격차는 평균 단기금리, 기대 인플레이션, 채권의 수요와 공급에 따라 변동하기 때문에 동 요인을 대표하는 변수를 사용하여 장단기 금리격차에 미치는 영향을 분석함.

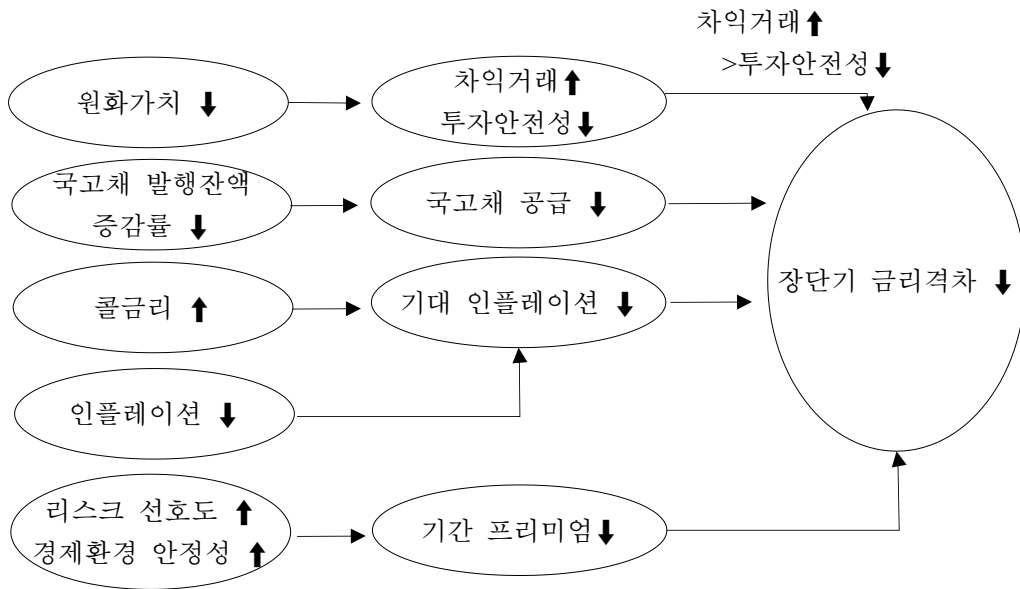
〈 표 15 〉 장단기 금리격차에 영향을 미치는 변수

변 수	영향을 미치는 경로	영 향 력
원/유로 환율	외국인 차익거래(수요)	하
국고채 발행잔액 증감률	공급	중
리스크 선호도	기간 프리미엄	상
콜금리	정책금리	상
인플레이션	기대 인플레이션	중

- 최근 남유럽 국가의 부도위기가 발생하며 유로화 가치는 크게 하락하였고, 그에 따라 국내채권의 장단기 금리격차에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단
 - 일부 신용평가사는 2010년 4월 우리나라의 신용등급을 상향조정하였고, 이러한 국가신용도 개선 등에 따라 해외자본 유입이 장단기 금리격차 축소에 영향을 미칠 수 있음.
- 국고채 발행잔액 증감률은 예년과 유사한 수준을 유지할 것으로 예상되기 때문에 장단기 금리격차 축소에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단됨.
- 투자자의 리스크 선호도가 높아지면 장기채권에 대한 수요가 증가하여 장단기 금리격차는 축소시키는 요인으로 작용할 수 있음.
 - 금융위기 직후 경제의 불확실성이 높아짐에 따라 장기채권 가격이 하락하였는데 향후 경제가 안정되면 기간 프리미엄이 축소되어 장기채권 가격은 상승할 것으로 기대됨.
 - 현재 상대적으로 가격이 낮은 장기채권은 단기채권에 비하여 기대수익률이 높기 때문에 재정거래를 목적으로 한 장기채권에 대한 수요 증가는 장단기 금리격차를 축소시킴.
- 더욱이 기준금리가 인상되는 등 출구전략이 본격적으로 시작될 경우 기대 인플레이션이 하락하여 장단기 금리격차는 축소될 것으로 기대됨.
 - 기준금리 인상에 따라 장기금리와 단기금리 모두 상승하지만, 기대 인플레이

선하락에 의하여 장기금리 상승이 단기금리 상승폭을 따라가지 못하면 금리 격차는 축소될 수 있음.

〈 그림 12 〉 장단기 금리격차 축소 경로



- 출구전략이 본격적으로 시작되고 경제 불확실성이 제거될 경우 장단기 금리격차는 현재보다 축소될 가능성이 매우 높을 것으로 판단되기 때문에 자산운용사는 장기채권에 대한 관심을 높일 필요가 있음.

2부. 재무분석

I . 경영환경 분석

II . 영업성과 분석

III . 현금흐름 추정

I . 경영환경 분석

1. 환경변화와 경영성과
2. 경쟁도 변화
3. 상품구성 변화
4. 자산구성 변화

I. 경영환경 분석

1. 환경변화와 경영성과

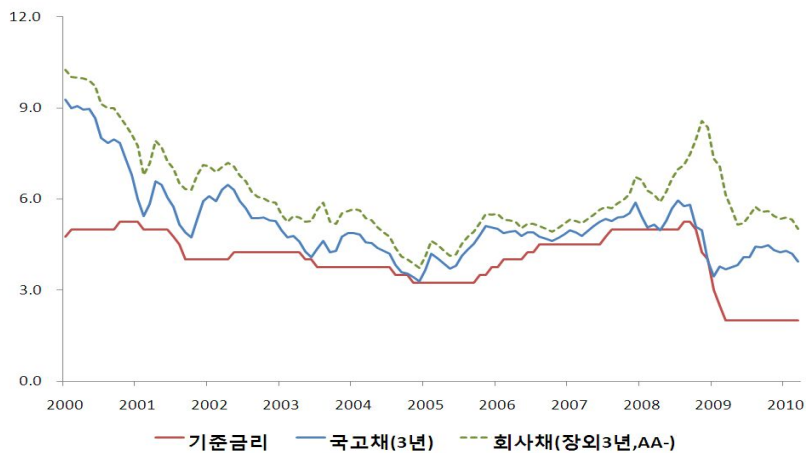
가. 환경변화

1) 금융시장

□ 국내 금융시장은 정책금리 동결에 따른 효과로 하락세가 유지되는 등 안정세를 보이고 있음.

- 2009년 4분기 국고채 3년 금리는 4.34%로 전분기 보다 0.04%p 상승하였으며, 2010년 3월 현재 국고채 3년 금리는 4.14%를 기록
- 회사채 3년(AA-) 금리의 경우 2009년 4분기 5.46%를 기록하여 전분기 보다 0.13%p 하락하였으며, 2010년 3월 현재 5.25%임.

< 그림 1-1 > 금리추이



자료 : 한국은행, ECOS

□ 주식시장은 세계증시 상승 및 외국인과 기관의 순매수 지속으로 상승세를 보이고 있으며, 외환시장은 무역수지 흑자 등의 요인으로 원·달러 환율이 하향 안정세를 유지함.

○ 주식시장은 경기지표 개선 기대, 외국인 자금의 유입 등에 힘입어 2010년 3월 KOSPI 평균이 1649p를 기록하는 등 지속적인 상승세를 보임에 따라 보험회사의 투자영업환경은 다소 개선될 것으로 예상

○ 원·달러 환율은 경상수지 흑자가 지속되고 외국인 투자자금 유입확대 등으로 외환 공급이 늘어나 하향 안정세를 유지하면서 2010년 3월 현재 1,145원을 기록함.

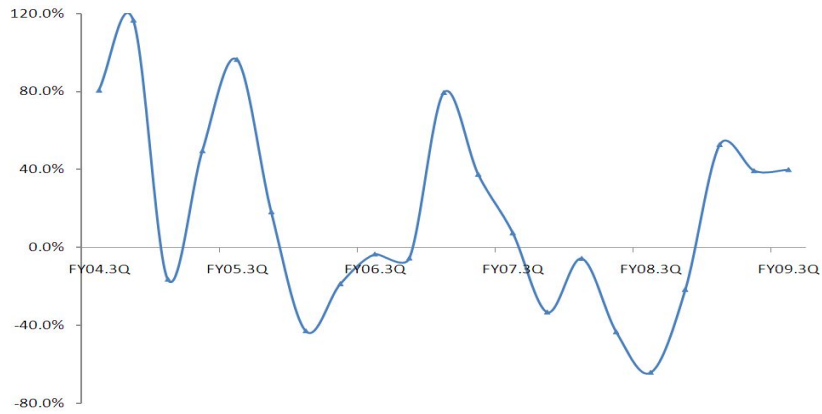
< 그림 1-2 > 주가지수 및 원/달러 환율 추이



자료 : 한국은행, ECOS.

○ 보험회사의 영업 측면에서는 주식 시장의 상승에 힘입어 변액보험 초회보험료는 FY2009년 3분기에 전기 대비 40.0% 증가

〈 그림 1-3 〉 변액보험 초회보험료 전기 대비 증가율



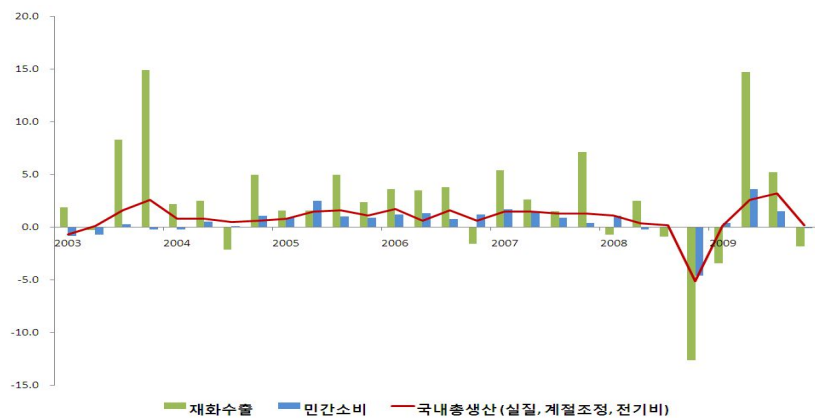
자료 : 금융감독원, 금융통계정보 시스템.

2) 실물경제

□ 최근 국내경제는 수출과 내수 측면에서 안정적인 회복세를 지속하는 모습을 보이고 있음.

○ 계절조정을 고려한 경제성장률은 2009년 4분기에는 전기 대비 0.2% 상승

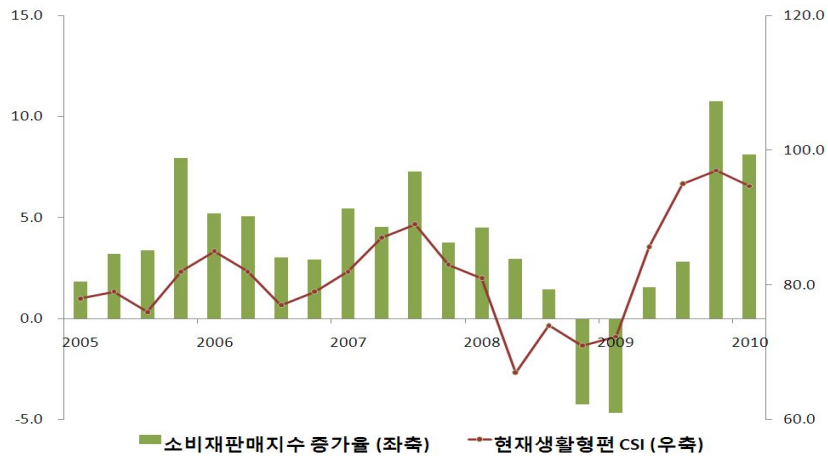
〈 그림 1-4 〉 실물경제지표 추이



주 : 역년(calendar year) 기준 계절조정 전기 대비 증가율
 자료 : 한국은행, ECOS

- 2009년 4분기 현재 소비심리는 전기 개선된 모습을 보이고 있으며, 소비재 판매 지수도 또한 큰 폭으로 증가함.

〈 그림 1-5 〉 소비재 판매지수 증가율 및 현재생활형편 지수

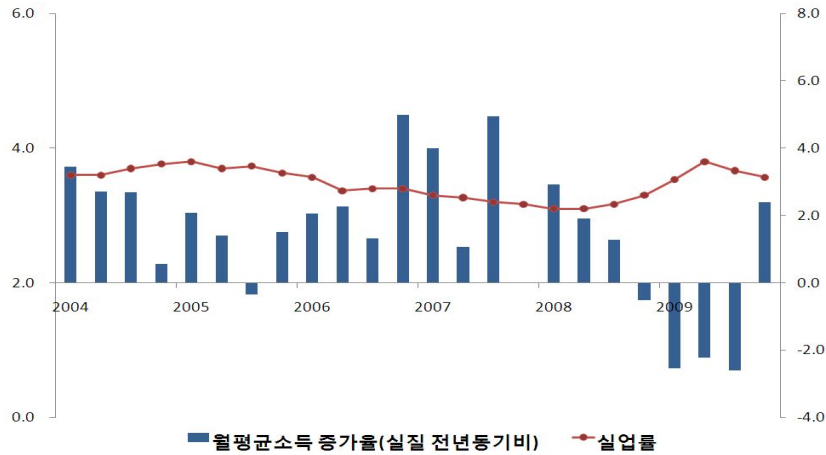


주 : 역년(calendar year) 기준 전년 동기대비 증가율임.

자료 : 통계청, 산업활동 동향 및 한국은행, ECOS

- 소비자들의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 소비자심리지수는 전기 대비 소폭 하락하여 2010년 1분기 현재 94.7을 기록
 - 전년 동기대비 소비재판매 증가율은 2009년 3분기에 2.82%였으나 4분기에는 10.75%를 기록하며 전기 대비 증가세 시현
- 2009년 4분기 고용 환경은 전분기에 비해 다소 개선된 모습을 보이고 있으며, 실질 가계소득 또한 전년 동기 대비 증가함.
- 2009년 4분기 실업률(계절조정)은 3.57%로 전기 대비 0.1%p 감소한 모습을 보이고 있으며, 실질가계소득의 경우 전년 동기 대비 2.39% 증가

〈 그림 1-6 〉 실업률 및 가계소득 증가율

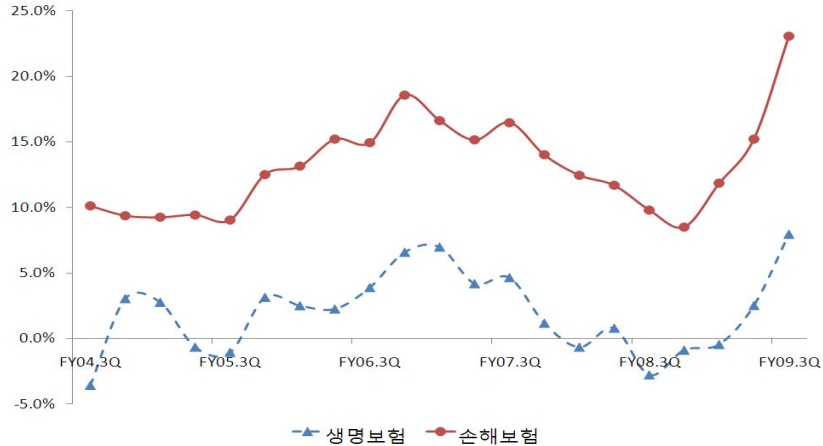


자료 : 통계청

□ 금융시장의 안정과 더불어 경기회복에 따라 보험영업성과는 2008년 4분기 이후 지속적으로 개선되고 있는 모습을 보임.

○ FY2009 3분기에 손해보험의 경우 전년 동기 대비 23.0%의 보험료 성장률을 기록하였으며, 생명보험의 수입보험료 또한 전년 동기 대비 7.9% 증가

〈 그림 1-7 〉 수입보험료 증가율 추이 (일반계정)



주 : 1) 전년 동기 대비 증가율을 나타냄.

2) 손해보험의 경우 원수보험료 기준이며, 국내외 17개사 기준임.

자료 : 금융감독원, 금융통계정보시스템.

3) 규제환경 변화

□ 현금흐름방식 보험가격산출체계 도입(2010년 4월)

- 감독당국은 3이원(위험률, 이율, 사업비율) 이외에 계약유지율, 판매규모, 목표이익 등 현금흐름에 영향을 주는 다양한 요소를 반영하여 정교하게 보험료를 산출하는 “현금흐름방식의 보험가격 산출체계”를 도입
 - 현행 3이원방식의 보험료 산출은 최근 개발되는 상품(예, 변액유니버설 보험등)의 보험료 산출에 적합하지 않음.
 - 현행 3이원방식은 3가지 가격요소 이외의 다양한 가격요소와 기대이익을 보험료 산출시 반영하기 어려움.
- 이 산출체계는 상품개발시에는 수익성 분석이 가능하며, 상품판매 후에는 리스크관리가 용이할 것으로 보임.

- 다만 다양한 가격요소에 대한 예측 부담이 있으며, 이에 전산기술, 계리역량 등이 필요함.
- 보험회사는 예정기초율 이외에 회사 내부 수익지표에 따라 상품판매를 결정하여야 하므로 마케팅 능력에 따른 차별화 전략이 필요함.
- 자산운용이 장점인 회사는 저축성보험 위주로, 언더라이팅 부문에 장점을 보유한 회사는 보장성보험 위주로, 저비용 영업구조인 회사는 저사업비 상품 중심의 판매가 이루어질 것으로 보임.

□ 특수건물 대상 확대(2010년 6월)

- “화재로 인한 재해보상과 보험가입에 관한 법률”이 특수건물의 범위에 공유건물, 다중이용업소, 운수시설을 추가하도록 일부 개정
- 다중이용업소와 운수시설은 화재로 인한 피해 가능성이 높고 그 피해에 대해 보상 문제가 발생할 수 있어 보험가입이 의무화되는 특수건물에 포함
- 현행법상 특수건물에서 누락되어 있는 지방자치단체 소유의 공유건물 역시 특수건물에 포함됨

□ 보증준비금 제도 도입(2010년 4월)

- 보험회사는 보증준비금을 확률론적 시나리오 방법과 CTE(70)으로 평가하여 적립하여야 함.
- 보험회사는 보험금 등을 일정수준 이상으로 보증하기 위해 장래 예측되는 손실액등을 고려하여 보증준비금을 적립하여야 함.
- 특별계정 보증준비금은 변액연금, 변액유니버설, 변액종신 등의 각종 최저보증을 평가대상으로 확률론적 시나리오 방법과 CTE(70)으로 평가하여 적립
- 일반계정 보증준비금은 현행과 같이 보험료 중 최저보증비용에 해당하는 부분에 보험료 및 책임준비금 산출방법서에서 정한 이율을 적용하여 적립

- 이와 같이 보증준비금 산출방식이 변경됨에 따라 위험기준 자기자본(RBC)의 변액연금 보증리스크 규모(위험계수인 계약자적립금의 2%에서 보증준비금을 차감하여 산출)도 달라질 것으로 예상됨.

□ 보험료적립금의 표준이율 및 표준위험률 정비(2010.4.1 시행)

- 보험료적립금 평가에 적용되는 기준금리가 회사채에서 국고채로 변경
- 이는 보험회사의 투자자산에 부합하며, 또한 보험료적립금의 변동성을 완화

나. 환경변화가 경영성과에 미치는 영향

□ 보험회사의 자본회전율에 유의한 영향을 미치는 변수로는 생명보험의 경우는 과거성과, 주가, 환율, 손해보험의 경우 과거성과 및 주가로 나타남.

- 주가 상승에 따른 투자이익 확대로 자본이 증대하여, 자본회전율과 주가는 부의 관계를 나타내고 있는 것으로 판단됨.

□ 보험회사의 매출이익률에 유의한 영향을 미치는 변수로는 생명보험의 경우 금리, 주가, 환율, 경기로 나타나고 있으며, 손해보험은 환율로 나타남.

- 경기 상승에 따른 가계소득 여건의 개선으로 매출이 증대하는 효과가 존재하므로, 경기지수와 매출이익률 사이에 부(-)의 관계가 성립 가능함.

〈 표 1-1 〉 경제변수와 재무비율과의 관계

		생명보험					손해보험				
		자본 회전율	매출 이익률	투자 이익률	레버리 지비율	이익자본 비율	자본 회전율	매출 이익률	투자 이익률	레버리 지비율	이익자본 비율
과거성과		+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
금융 시장 변수	금리	-	-*	-*	-	-*	+	+	-	+	-*
	주가	+	-*	+	-*	+	-	-*	+	-*	+
	환율	-*	-*	-	-*	+	-*	-	+	-	+
실물 경기 변수	경기 지수	-	+	+	+	-	-	-	-	-	+
	생활 지수	-	-	-	-	+	-	-	-	-	+

주 : * 는 해당 재무비율에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 변수를 나타냄.

□ 보험회사의 투자이익률에 유의한 영향을 미치는 거시경제변수로는 생명보험의 경우 금리, 주가, 경기지수가, 손해보험의 경우 주가로 나타나고 있음.

○ 주가 상승에 따른 주식투자자산의 이익실현으로 투자이익률과 주가는 정(+)의 관계를 보이고 있음.

□ 레버리지비율에 유의한 영향을 미치는 거시경제 변수로는 생명보험의 경우는 주가와 환율이, 손해보험의 경우는 주가로 나타남.

○ 주가나 환율이 상승할 경우 투자이익 개선 효과로 인한 이익잉여금 증가로 자본이 증가하게 되어, 주가와 레버리지 비율은 부의 관계를 보일 수 있음.

□ 이익자본비율에 유의한 영향을 미치는 변수는 생명보험의 경우 과거성과, 금리, 주가, 환율이 손해보험은 과거성과, 금리, 주가로 나타남.

○ 금리상승에 따른 평가손 확대에 의해 자본이 감소하게 됨에 따라 금리와 이익자본비율은 부의 관계를 가질 수 있음.

- 또한, 주가 및 환율 상승으로 인한 주식투자자산 및 해외투자자산에 대한 투자이익 증가로 인하여 이익잉여금이 증가함에 따라 이익자본비율과 주가 및 환율 사이에 정의 관계가 존재할 수 있음.
- 한편, 이익자본비율은 과거성과와 정의 관계를 보이고 있어 지속성의 특징을 보이고 있음.

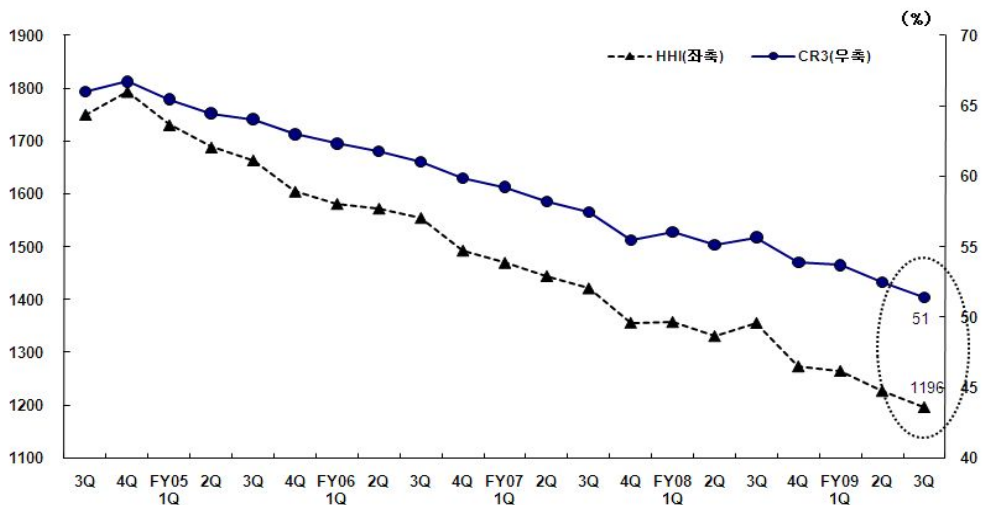
2. 경쟁도 변화

가. 보험산업의 경쟁여건

□ 생명보험산업의 시장집중도를 나타내는 허핀달지수(HHI)와 상위3사 집중도(CR3)는 FY2004 4분기 이후 FY2009 3분기까지 지속적으로 하락함.

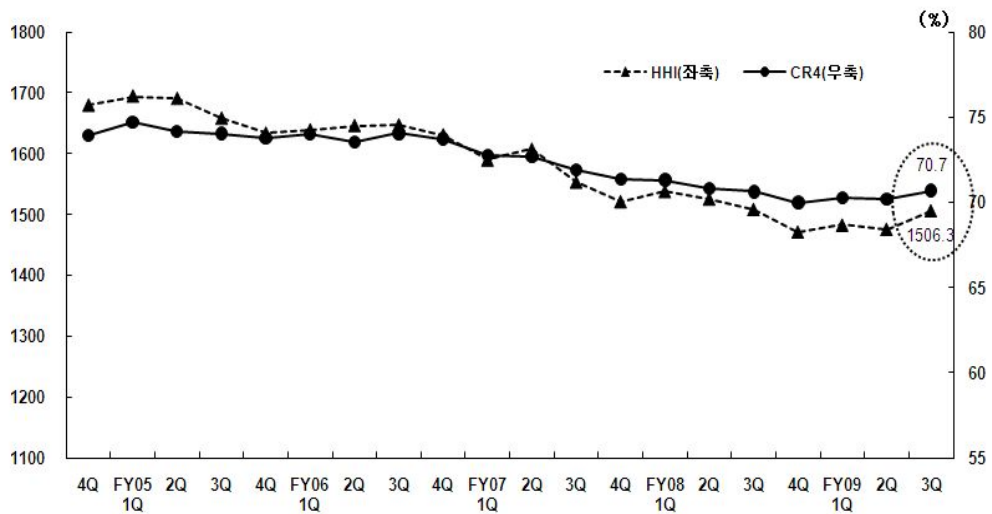
- 수입보험료 기준 회사별 시장점유율 제곱의 합으로 산출된 HHI는 FY2004 4분기에 1793.7에서 FY2009 3분기에 1196.1로 큰 폭으로 하락
- 상위 3사의 시장점유율의 합계인 CR3도 FY2004 4분기에 66.7%에서 FY2009 3분기에는 51.4%까지 하락하여 생명보험산업의 경쟁도 심화 가능성 증대
- 특히, 대형사의 시장점유율이 지속적으로 축소된 반면 외국사의 시장점유율이 확대되면서 향후 HHI는 1000 이하로 하락하고 CR3는 50% 이하로 하락할 가능성이 확대

< 그림 1-8 > 생명보험산업의 분기별 HHI 및 CR3 추이



- 한화손해보험이 제일화재를 흡수합병하면서 FY2009 3분기에 손해보험산업의 허핀달지수(HHI)와 상위4사 집중도(CR4)는 전분가에 비해 소폭 상승함.
- 손해보험산업의 HHI는 최근 몇 분기 동안 횡보세를 보였으나 FY2009 2분기에 1476.0에서 3분기에는 1506.3으로 상승
 - CR4의 경우에도 FY2009 2분기 70.2%에서 3분기에는 70.7%로 소폭의 상승세를 기록
 - 손해보험산업의 시장집중도가 증가한 이유는 한화손해보험이 제일화재를 흡수합병하면서 경쟁기업의 수가 줄어든 데 기인하는 것으로 판단

< 그림 1-9 > 손해보험산업의 분기별 HHI 및 CR4 추이

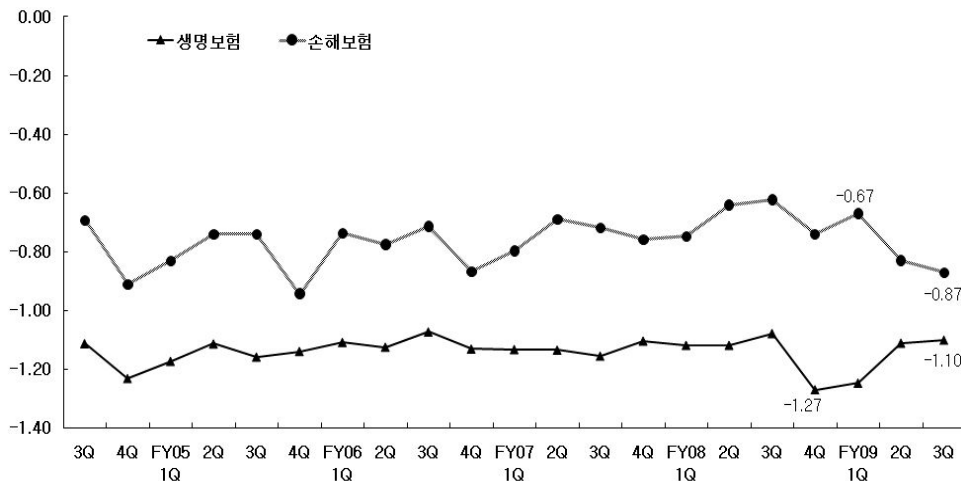


나. 경쟁도 추이

□ 보험산업의 경쟁도는 FY2009 3분기에도 전분기에 비해 큰 변화가 없는 것으로 나타남.

- 보험산업의 Boone 지수는 지속적으로 마이너스를 나타내어 한계비용이 낮은 회사일수록 시장점유율이 높아 경쟁압력이 존재
- 생명보험회사의 Boone 지수 절대값이 손해보험회사의 Boone 지수 절대값에 비해 커서 생명보험회사들 사이의 경쟁압력이 높은 상황이나 최근 들어 양 산업의 Boone 지수 절대값이 좁혀지는 추세
- 생명보험회사의 Boone 지수 절대값은 FY2009 2분기 -1.11에서 3분기에는 -1.10을 기록하여 경쟁도에 큰 변화가 없는 상황
- 손해보험회사의 경우에도 Boone 지수 절대값은 FY2009 2분기 -0.83에서 3분기에는 -0.87을 기록하여 경쟁도에 큰 변화는 없는 상황

〈 그림 1-10 〉 보험산업의 Boone 지수 추이

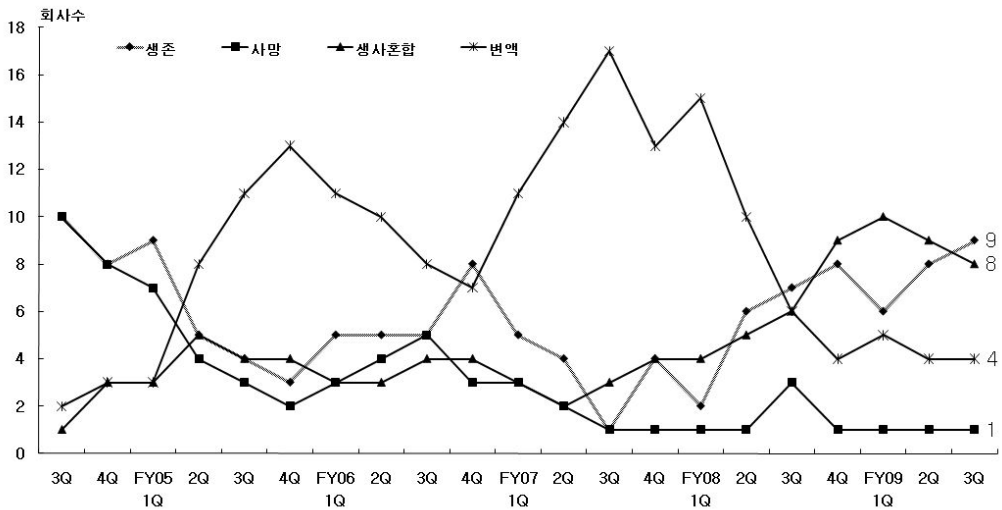


3. 상품구성 변화

가. 종목별 주력판매회사수

- 생명보험 회사의 경우 초회보험료를 기준으로 할 때, 생존보험 주력판매회사수가 가장 많고, 생사혼합보험 주력판매회사수는 2분기 연속 감소하고 있으며, 사망보험 주력판매회사수는 여전히 1개사에 불과하며, 변액보험 매출은 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복하지 못하여 주력판매회사수는 소수에 불과한 상황임.

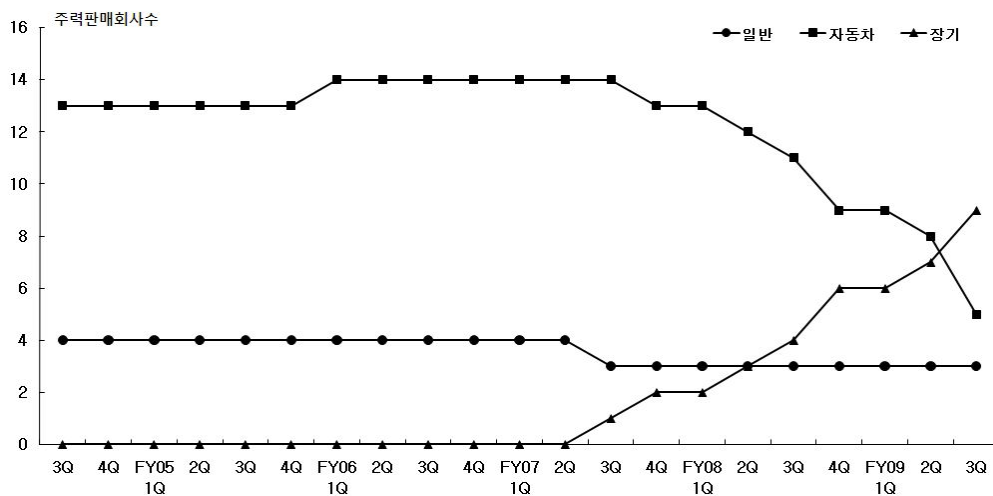
< 그림 1-11 > 생명보험 종목별 주력판매회사수 추이(초회보험료 기준)



- 초회보험료 기준 생존보험 주력판매회사수는 FY2007 3분기 이후 지속적으로 상승하면서 FY2009 3분기에는 생사혼합보험 주력판매회사수를 추월한 9개사를 기록
- 초회보험료를 기준으로 할 때 사망보험 주력판매회사수는 FY2009 3분기에도 전분기와 마찬가지로 1개사에 불과

- 초회보험료 기준 생사혼합보험 주력판매회사수는 지속적으로 상승세를 나타내었으나 FY2009 1분기에 10개사를 기록한 이후 감소세로 전환하면서 3분기에는 8개사로 감소
- 변액보험은 글로벌 금융위기 이전으로 회복하지 못함에 따라 주력판매회사수는 FY2009 3분기에 4개사를 기록
- 손해보험 회사의 경우 FY2009 3분기에는 원수보험료 기준 장기보험 주력판매회사수가 자동차보험 주력판매회사수를 추월함.

〈 그림 1-12 〉 손해보험 종목별 주력판매회사수 추이



- 자동차보험 주력판매회사수는 FY2009 2분기에 8개사에서 3분기에는 5개사로 크게 감소한 반면, 장기손해보험 주력판매회사수는 지속적으로 증가하는 가운데 FY2009 3분기에는 9개사를 기록
- 장기보험을 주력으로 판매하는 회사수가 증가함에 따라 손해보험 전통형 상품 비중이 축소

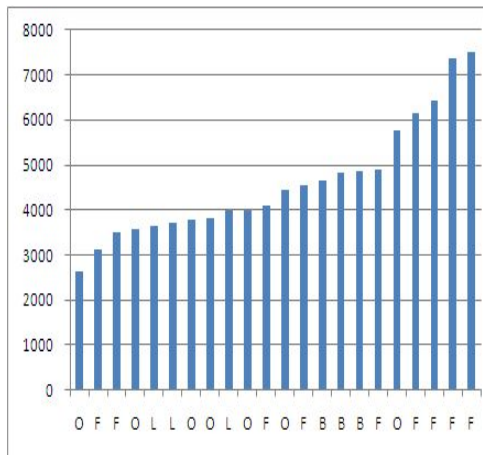
나. 회사별 보험종목 다각화

□ FY2009 3분기 현재 다수의 생명보험회사와 손해보험회사의 보험종목HHI는 4000을 전후로 분포되어 있어 다각화 수준이 낮은 것으로 나타남.

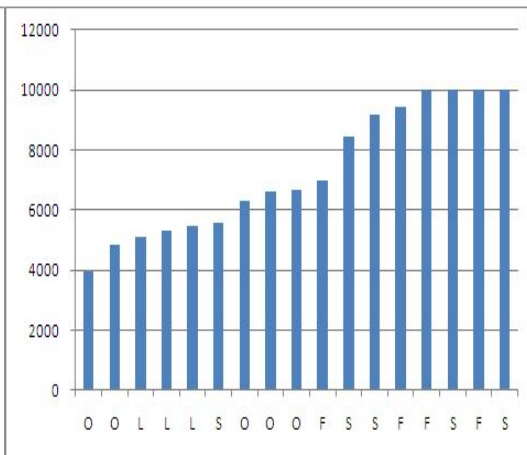
- 생명보험회사의 경우 외국계의 보험종목HHI가 매우 높고 나머지 대부분의 회사는 상대적으로 낮은 4000 전후 수준을 나타내고 있으나 이 역시 다각화 수준은 낮은 상황¹⁵⁾
- 손해보험회사의 경우 전업사와 외국계의 보험종목HHI가 10000 수준으로 다각화 수준이 낮고 대형사와 중소형사는 4000 전후 수준을 나타내고 있으나 이 역시 다각화 수준은 낮은 상황¹⁶⁾

〈 그림 1-13 〉 보험종목HHI 수준(FY2009 3분기)

〈 생명보험 〉



〈 손해보험 〉



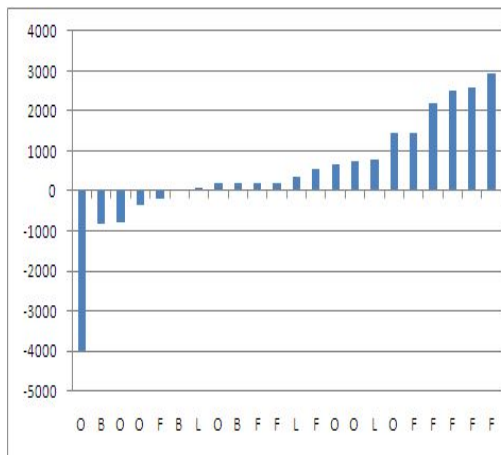
15) 대형사=L, 중소형사=O, 외국계=F, 방카슈랑스 전업사=B

16) 대형사=L, 중소형사=O, 외국계=F, 전업사=S

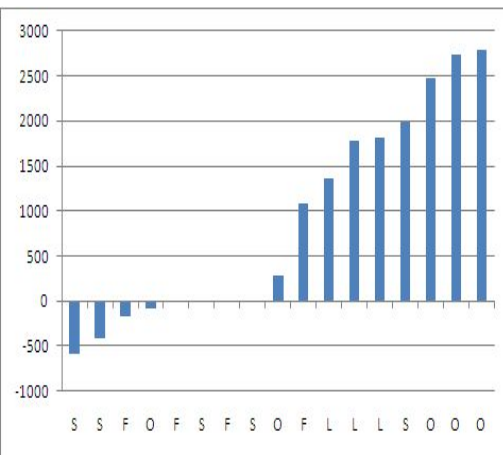
- FY2009 3분기 현재 전년동기에 비해 생명보험과 손해보험 모두 보험종목 집중화가 크게 증가하였음.
- FY2009 3분기 현재 생명보험회사의 보험종목HHI는 FY2008 3분기에 비해 17개사가 증가하여 보험종목 집중화를 도모한 회사가 상당수 존재
 - 특히, 손해보험회사들의 FY2009 3분기에 전년동기대비 보험종목HHI는 일반 손해보험회사 모두가 증가하여 특정 보험종목으로 쏠림현상이 두드러지는 것으로 나타남.

< 그림 1-14 > 보험종목HHI 변화(전년동기대비)

< 생명보험 >



< 손해보험 >

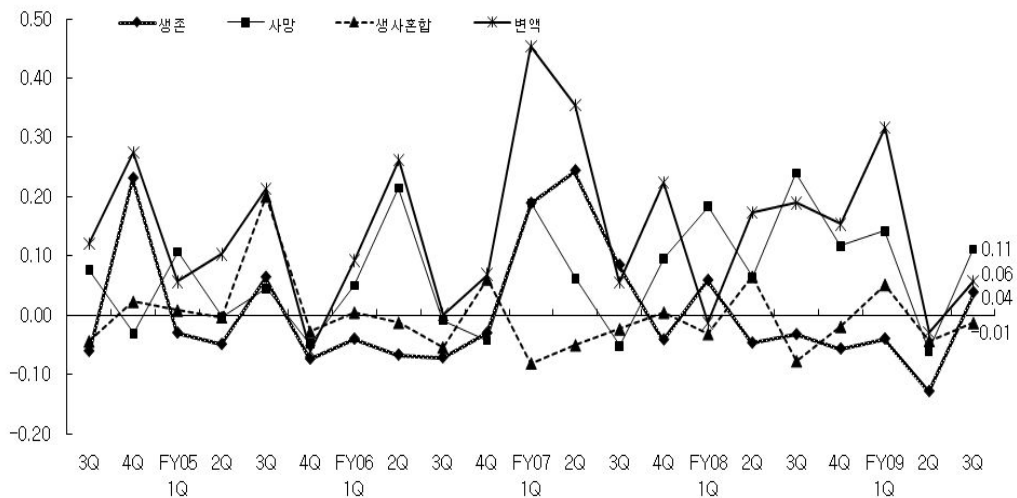


다. 판매확대 선호 보험종목

□ FY2009 3분기에는 모든 생명보험 종목에서 판매증가회사수가 증가하면서 특별히 판매선호도가 큰 종목은 없는 것으로 나타남.

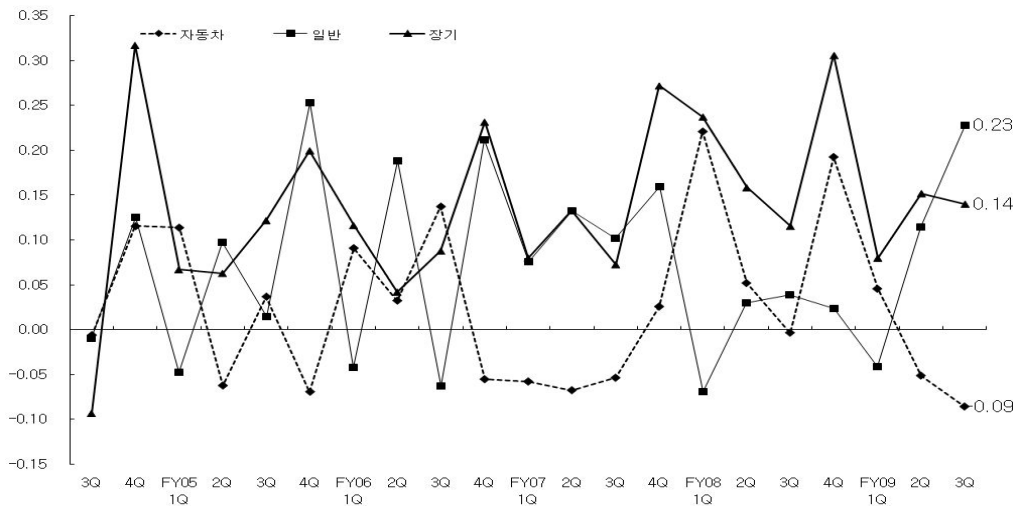
- 글로벌 금융위기에서 벗어나면서 대부분 생명보험종목의 판매증가회사수가 증가하면서 FY2009 3분기에는 전분기에 비해 판매선호도가 증가
- 사망보험의 판매선호도가 가장 크지만 두드러지게 큰 수준은 아니고 모든 종목의 판매증가회사수가 증가한 데 기인하여 특별히 판매선호도가 높은 종목은 없는 것으로 나타남.

〈 그림 1-15 〉 생명보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이



- 한편, 손해보험의 경우 장기손해보험의 판매선호도가 꾸준한 수준을 유지하고 일반손해보험의 판매증가회사수가 큰 폭으로 일시에 감소함에 따라 H지수는 크게 증가함.
- FY2009 3분기에 일반손해보험의 판매증가회사수가 큰 폭으로 일시에 감소함에 따라 H지수는 23%를 기록
 - 자동차보험의 경우 판매증가회사수가 타 종목의 평균 수준에 지나지 않아 H지수는 전분기에 이어 0에 가까운 값을 기록
 - 장기보험 판매증가회사수가 꾸준히 높은 수준을 기록함에 따라 FY2009 3분기 장기손해보험의 H지수는 전분기와 비슷한 수준

〈 그림 1-16 〉 손해보험 종목별 판매선호도(H지수) 추이

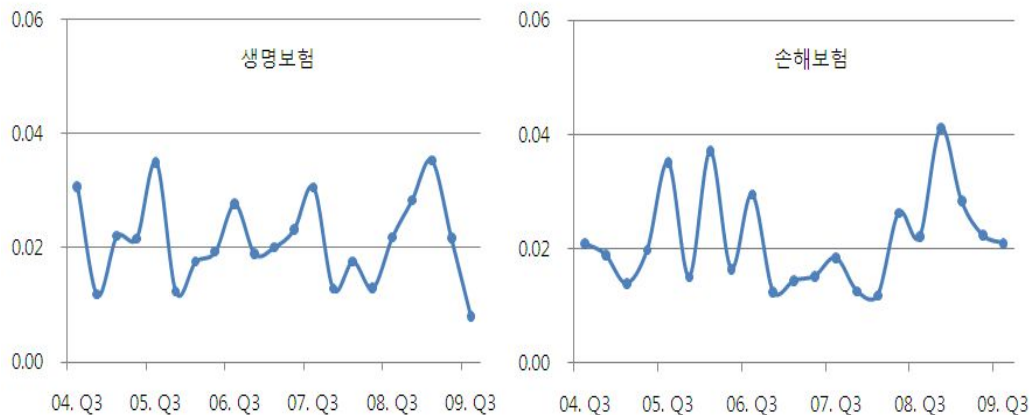


4. 자산구성 변화

가. 자산구성 변동지수 추이

- 생명보험과 손해보험 모두 FY2009 3분기 변동지수는 전분기 대비 연속 하락하면서 금융위기 이전과 비교하여 유사하거나 더 낮은 수준을 보임
- 지난 1, 2분기 자산구성의 변화에서 크게 달라지지 않음을 보임에 따라 상반기 투자전략이 지속되고 있는 것으로 보임.

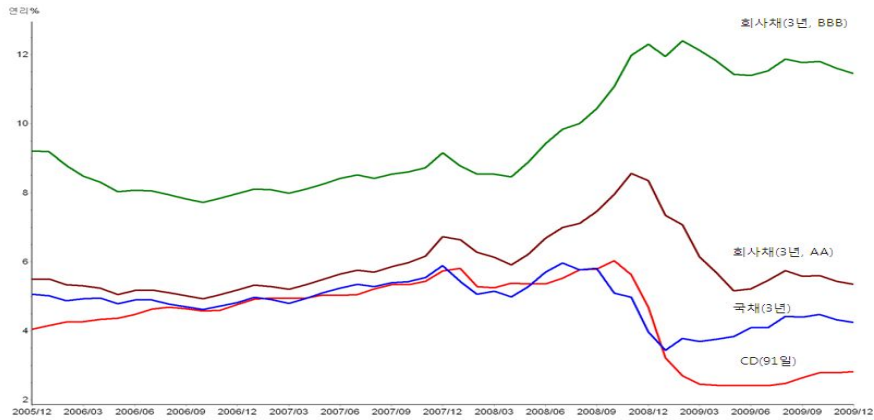
〈 그림 1-17 〉 자산구성 변동지수 추이



나. 자산구성 변화 내용

- FY2009 3분기 금리는 완만한 하락세를 보이고 있으나, 금융위기 이후 크게 벌어진 회사채 등급 간 금리스프레드와 장단기 금리스프레드가 줄어들지 않고 있음.
- 신용리스크 노출과 금리변동 가능성이 주요 이슈라고 할 수 있음.

〈 그림 1-18 〉 금리 추이



자료 : 한국은행 ECOS

- 대출채권의 경우 전체적인 대출 연체율은 금융위기 직후보다 개선되고 있으나, 부동산 PF 등 일부 기업대출의 연체율은 지속적인 상승 양상을 보임.

〈 표 1-2 〉 기업대출 연체율 추이

구 분	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12
전체	5.06	5.27	5.31	4.71	4.63
(중소)	2.34	2.80	2.73	2.46	2.44
(PF)	2.44	3.00	4.06	4.18	4.55

자료 : 금융감독원, “보험회사 대출채권 연체율 현황”, 2010.2.3.

- 생명보험과 손해보험 모두 전분기 대비 자산구성에서 큰 변화가 없는 가운데 현·예금 비율이 다시 상승하고 있어 대기성자금의 다소 증가하는 점은 주목할 점임.
- 또한, 금융위기 이후 대출 비중을 꾸준히 줄여 온 생명보험의 경우 3분기에는 회사채 비중을 크게 늘린 점이 주목됨.

〈 표 1-3 〉 생명보험 자산구성 추이¹⁾

(단위 : %)

생명보험	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12
현□예금	3.8	3.6	2.9	2.6	2.8
유가증권	48.0	48.6	49.7	49.9	50.1
국공채 ²⁾	30.0	28.0	31.2	31.3	29.8
회사채	3.3	3.1	3.1	3.0	5.3
외화증권	6.5	6.7	6.6	6.2	5.8
주식	3.8	3.9	4.1	4.8	4.8
대출	19.6	18.9	18.2	17.9	17.7
부동산	3.3	3.5	3.2	3.2	3.2
운용자산	74.7	74.6	73.4	73.4	73.8
특별(변액)	17.0	17.5	18.3	19.1	19.2

주 : 1) 총자산 대비 비율

2) 공채, 특수채, 금융채 포함

〈 표 1-4 〉 손해보험 자산구성 추이¹⁾

(단위 : %)

손해보험	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9	2009.12
현□예금	6.3	5.1	4.0	4.0	4.5
유가증권	47.4	48.6	49.4	49.4	49.0
국공채 ²⁾	23.8	23.4	23.8	23.6	23.4
회사채	7.9	7.6	7.5	6.7	6.6
외화증권	3.2	3.8	4.8	5.0	5.0
주식	4.7	5.1	5.2	5.8	5.6
대출	21.1	20.3	20.1	20.1	20.8
부동산	6.2	6.9	6.6	6.6	6.3
운용자산	80.9	80.9	80.1	80.1	80.3

주 : 1) 총자산 대비 비율

2) 공채, 특수채, 금융채 포함

Ⅱ. 영업성과 분석

1. 투자영업 성과 분석

2. 보험영업 성과 분석

II. 영업성과 분석

1. 투자영업 성과 분석

가. 투자이익률(R_i/A) 분석

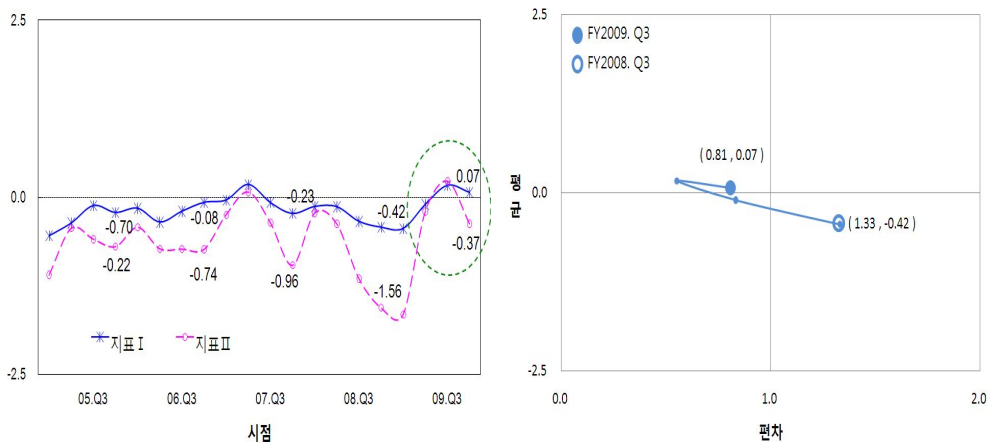
1) 동향

< 생명보험 >

□ FY2009 3분기 생명보험회사의 회사별 투자이익률 평균은 전분기 대비 하락하였으나, 회사별 평균 기준으로는 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태를 유지

○ 전년 동기과 비교하여 투자이익률 평균은 다소 높아졌고 회사별 편차는 축소

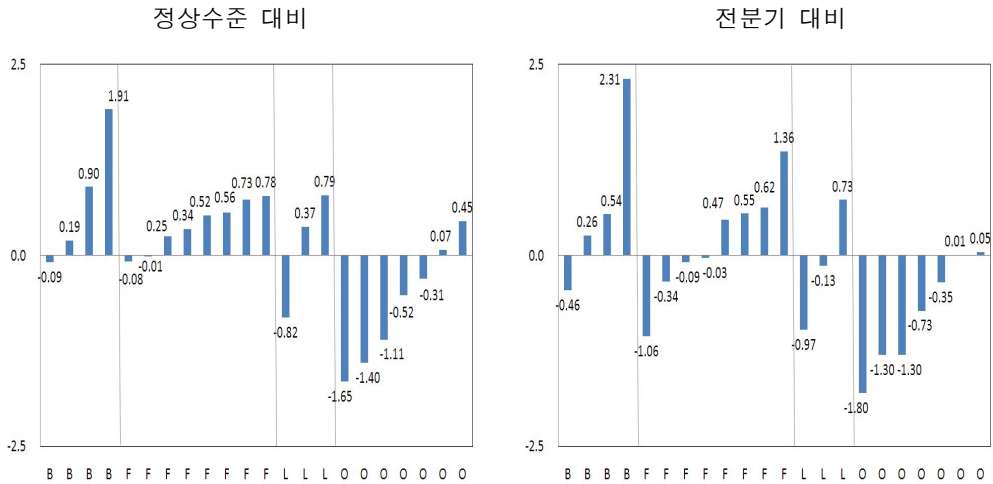
< 그림 II-1 > 생명보험 **투자이익률** 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 투자이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

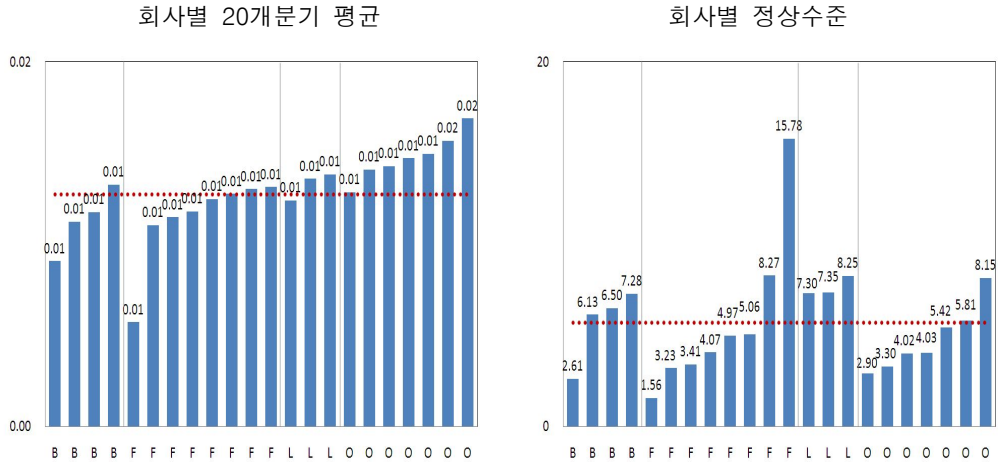
○ FY2009 3분기 회사별 갭 분포는 전분기 대비 마이너스 갭 상태의 회사 수가 더 많으나, 정상수준 대비 실제수준의 차이에서는 플러스 갭 상태의 회사 수가 여전히 많은 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅱ-2 〉 생명보험 투자이익률 갭 분포



- 생명보험 투자이익률의 장기 추세에서는 지난 5개년 동안의 투자이익률 평균이 산업 집계평균을 상회하는 회사 수가 하회하는 회사 수보다 많음.
- 회사별 평균에서는 많은 회사가 산업 집계평균에 근접하거나 초과하는 양상
 - 변동성으로 조정한 정상수준에서는 회사별 차이가 크고, 평균 이상인 회사의 수가 변동성으로 조정할 경우 12개사에서 10개사로 감소하는 것으로 분석됨.

< 그림 II-3 > 생명보험 투자이익률 정상수준

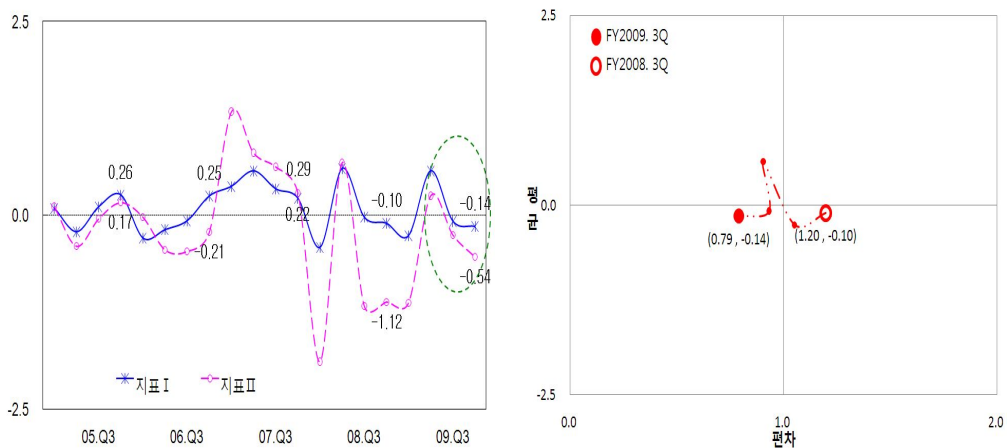


< 손해보험 >

□ FY2009 3분기 손해보험회사의 투자이익률 평균은 전분기 대비 소폭 하락하였고 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 유지함.

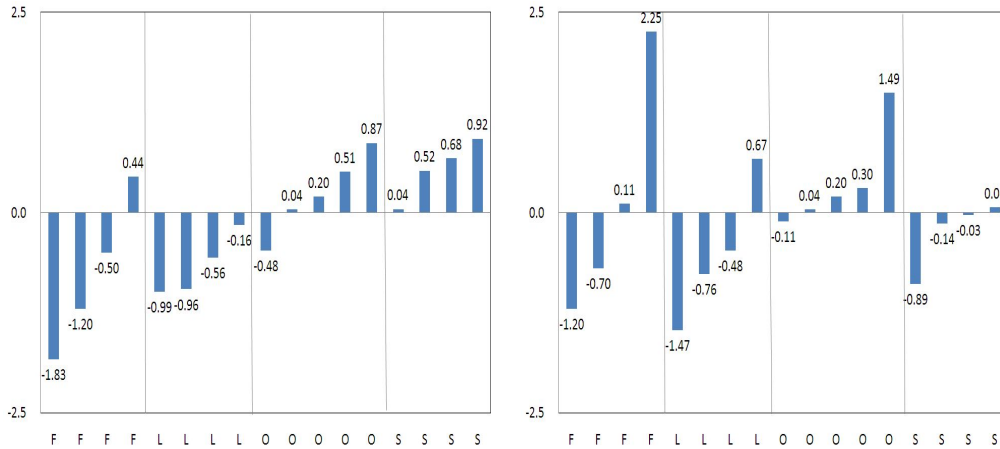
○ 3분기 투자이익률은 전년 동기와 비슷하나 회사별 편차는 감소함.

< 그림 II-4 > 손해보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)



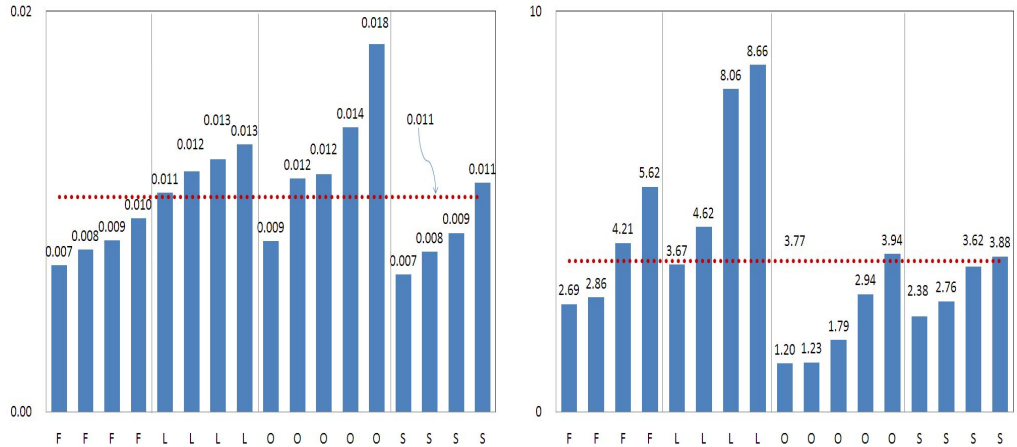
- 회사별 갭 분포는 정상수준 대비 실제수준과 전분기 대비 실제수준이 플러스 갭 상태인 회사가 더 많음.
- 정상수준 대비의 경우 전업사와 중소형사 그룹은 플러스 갭 상태이고 나머지 그룹은 대부분 마이너스 갭 상황임.
- 전분기 대비에서는 정상수준 대비의 경우와 마찬가지로 그룹별로 차별화.

〈 그림 II -5 〉 손해보험 투자이익률 갭 분포
정상수준 대비 전분기 대비



- 손해보험 투자이익률의 장기 추세는 지난 5개년 동안의 투자이익률 평균이 산업 집계평균을 상회하는 회사 수보다 하회하는 회사 수가 많음.
- 회사별 평균에서 외국사 그룹과 전업사 그룹이 나머지 그룹과 산업 집계평균에 비해 투자이익률이 낮게 나타나고 있음.
- 회사별 평균을 해당 변동성으로 조정한 정상수준에서는 중소형사 그룹의 변화가 두드러져 회사별 정상수준이 나머지 그룹에 비해 낮게 나타나고 있음.

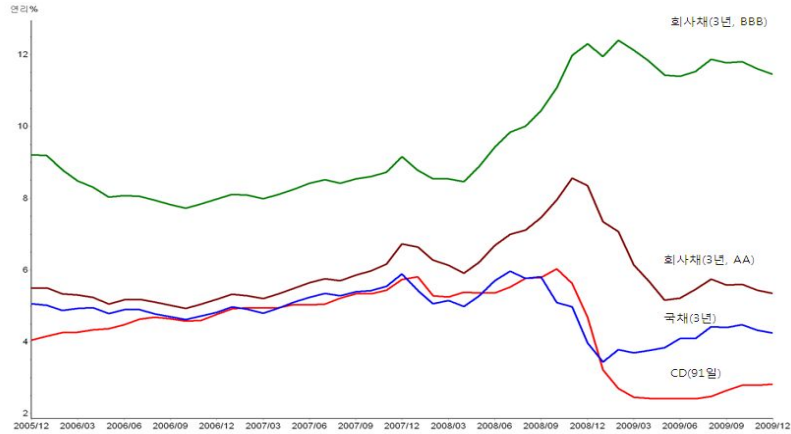
〈 그림 II - 6 〉 손해보험 투자이익률 정상수준
회사별 20개분기 평균 회사별 정상수준



2) 투자이익률 변화 원인과 전망

- FY2009 3분기 거시경제 변수의 움직임은 대체로 생명보험과 손해보험의 투자이익률의 정체 내지 미미한 개선에 그치는 방향으로 작용한 것으로 분석됨.
 - FY2009 3분기 대다수 장기채 금리가 하락 기조를 보이면서 투자성과의 정체 및 다소의 하락을 초래한 것으로 보임.
 - 생명보험의 일부 대형사의 투자성과 악화로 산업 집계평균과 회사별 투자이익률 평균의 하락 정도가 크게 차이남.
 - 또한, 환율이 완만한 하락세를 지속하면서 보유 외화증권 투자성과의 악화를 초래한 반면, 주식 등에서는 투자성과 개선
 - 수익률에 영향을 미칠 큰 영향이 부재한 가운데 3분기 자산 구성이 2분기와 비교하여 큰 변화가 없는 것으로 분석됨.

〈 그림 Ⅱ-7 〉 이자율 추이



자료 : 한국은행 ECOS.

- 상반기 금리인상 가능성이 낮아진 가운데 중국의 위안화 절상, 개인 및 기업 대출의 부실화 가능성은 남아 있어 투자성과의 불확실성은 여전히 상당함.
- 거시경제지표들이 큰 변동을 보이지 않는다면, 투자이익률에서 큰 변화가 발생할 것으로 보이지 않음.
- 다만, 자산 부실화와 물가상승에 대한 기대가 높아지는 데 대한 대비가 필요

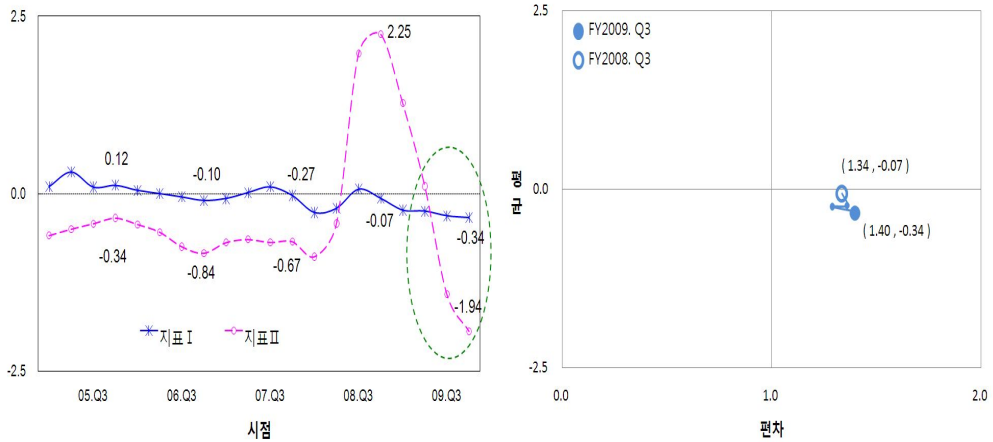
나. 레버리지비율(A/E) 분석

1) 동향

〈 생명보험 〉

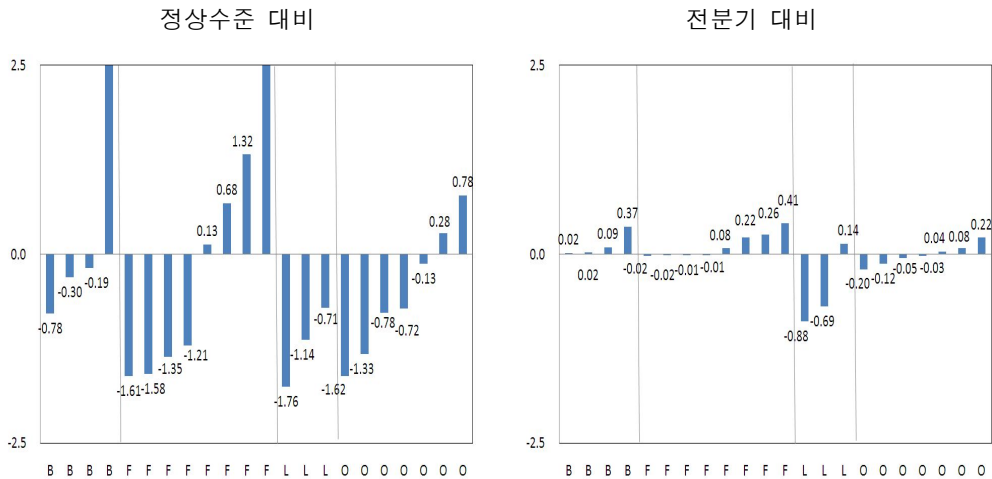
- FY2009 3분기 생명보험회사 레버리지비율 평균은 전분기 대비 하락세를 이어가면서 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 지속
- 전년동기 대비 레버리지비율의 평균은 다소 상승하고 편차는 축소됨.

< 그림 II-8 > 생명보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 레버리지비율 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

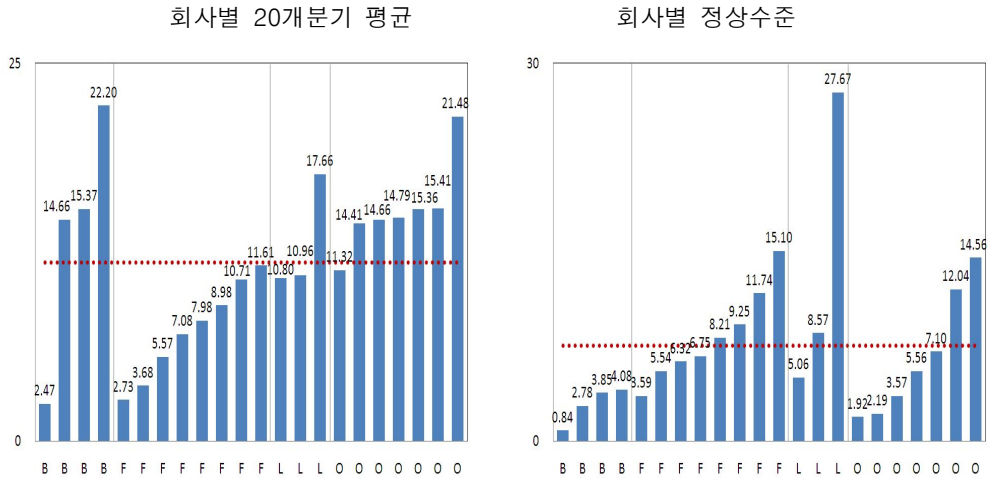
< 그림 II-9 > 생명보험 레버리지비율 갭 분포



- 갭 분포에서는 대다수 회사들이 정상수준대비 마이너스 갭 상태인 반면, 전년동기대비에서는 일부 대형사와 중소형사만 마이너스 갭 유지
- 회사별 20개 분기 평균에서는 산업 집계평균을 초과하는 회사의 수보다 그렇지

지 못한 회사의 수가 많은 것으로 나타남.

< 그림 II-10 > 생명보험 레버리지비율 정상수준

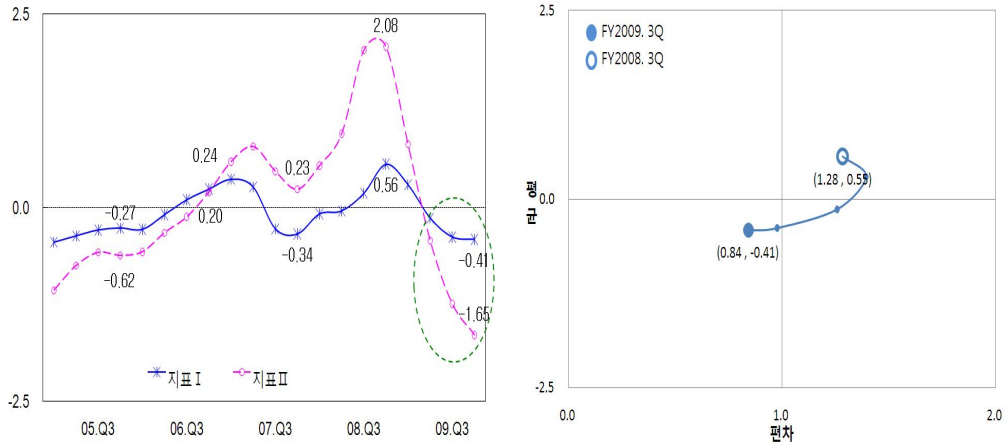


< 손해보험 >

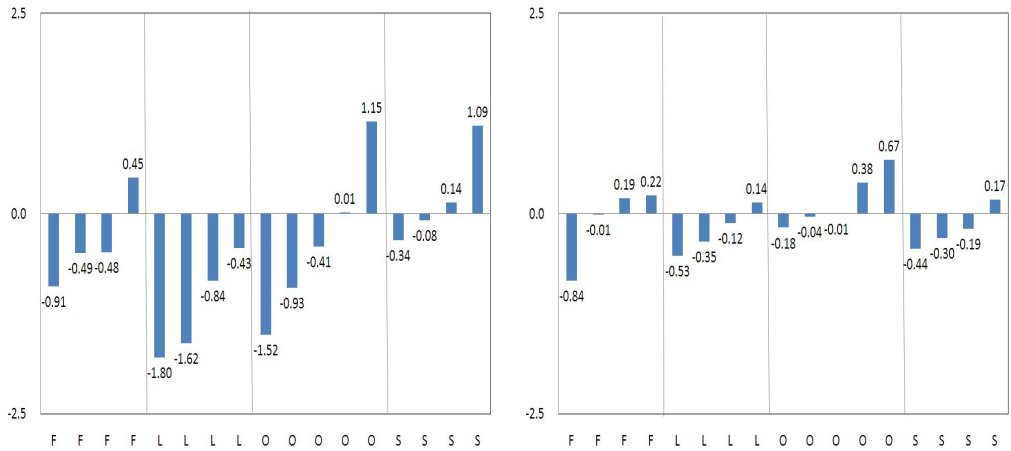
□ FY2009 3분기 손해보험회사의 레버리지비율 평균은 전분기 대비 하락하여 정상 수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 유지함.

- 전년동기대비 회사별 레버리지비율의 평균은 하락하고 편차는 축소되었음.
- 회사별 갭 분포는 전업사를 제외하고 대부분의 회사들이 정상수준 대비 및 전분기 대비 마이너스 갭 상태에 있음.

< 그림 II-11 > 손해보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)

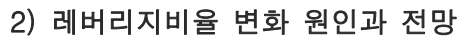


< 그림 II-12 > 손해보험 레버리지비율 갭 분포
정상수준 대비 전분기 대비



- 회사별 5개년 평균에서는 산업 집계평균을 초과하는 회사의 수와 그렇지 못한 회사의 수가 비슷하며, 대체로 일반손해보험사의 레버리지비율이 높은 것으로 나타나 장기손해보험의 영향이 큰 것으로 해석됨.

- 〈 그림 II-13 〉 손해보험 레버리지비율 정상수준
회사별 20개분기 평균 회사별 정상수준



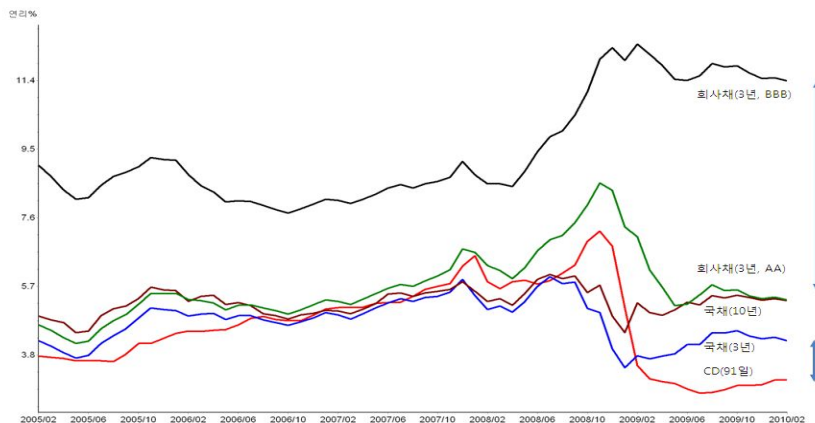
- FY2009 3분기 레버리지비율의 변화는 부채의 움직임을 좌우하는 보험영업 부분의 성장률 둔화에 따라 자산의 성장도 둔화된 데 원인이 있는 것으로 분석됨.
 - 자본보강에 대한 압력이 상당 부분 해소되어 레버리지비율의 상승 여력이 있음에도 불구하고 자산부문의 성장이 둔화됨.
- 레버리지비율의 상승은 경기 호전과 보험수요에 좌우될 것으로 전망됨.
 - 자본보강과 더불어 수요 측면의 지속적인 매출 하락으로 레버리지비율 상승 가능성은 낮음.

다. 투자영업관련 이슈

< 투자이익률 >

- FY2009년 4분기는 금리 안정과 주식시장 개선으로 투자이익률이 다소 개선될 것으로 보이나, 자산 건전성과 물가상승 압력에 주목할 필요가 있음.
- 금융위기 이후 확대된 회사채 등급 간 금리스프레드가 계속 유지되고 있어 대출 등의 자산 건전성 유지에 주력할 필요
 - 부동산PF 대출 연체율이 여전히 높은 수준을 유지하고 있고, 중소기업과 개인의 신용위험지수가 최근에 다시 상승하기 시작한 점도 주목해야 할 점임.
- 단기와 장기 금리의 스프레드 확대는 장기투자에 대한 불확실성을 반영함.
 - 당분간 단기 위주의 투자전략을 유지할 필요

< 그림 II-14 > 회사채 및 장단기 금리 추이



자료 : 한국은행 ECOS.

□ 금리가 상승할 경우 보험회사의 투자이익률은 개선될 것으로 전망

- 최근 보험회사의 자산구성은 지난 분기와 비교하여 거의 변동하지 않음.
 - 현·예금 등 대기성 자금만 다소 증가한 것으로 나타남.
- 일반적으로 금리상승은 투자영업이익을 증대시키는 방향으로 작용
 - 이자율이 상승할 경우 늘어난 이자수익은 손익계산서를 통해 당기 투자이익을 개선시키는 반면, 채권 가격 하락의 대부분은 자본에 직접 반영되므로 당기 투자성과에 반영되지 않음.
 - 또한, 금리상승은 생명보험과 장기손해보험에서 보험계약자에게 보장한 금리(예정이율)와 자산운용이익 간 격차를 늘려서 이차이익이 늘어남으로써 보험영업이익 개선에도 기여할 것으로 전망됨.
- 한편, 금리가 빠르게 상승할 경우 부실자산의 현실화로 인하여 투자이익률이 악화될 가능성이 있으나 금리인상 기대가 크지 않음에 따라 그 가능성도 크지 않을 것으로 전망

< 레버리지비율 >

- 금융위기 이후의 자본보강에 대한 압력은 상당 부분 해소된 것으로 보이나, 보험영업부문의 성장률 정체는 투자자금의 유입 규모를 제한하여 레버리지비율의 하락을 지속시킬 것으로 분석됨.
- 보험영업 측면의 지속적인 매출 하락이 레버리지비율의 상승 가능성을 낮추고 있음.
 - 생명보험부문의 경우 자본보강 압력은 상당 부분 해소된 것으로 보이므로 시장 개선에 따라 레버리지비율의 상승 여력은 충분한 것으로 판단됨.
- 한편, 금융위기의 영향을 상대적으로 덜 받은 손해보험의 경우 레버리지 효과를 어느 정도 시현하고 있으며, 일부 자본보강의 압력도 존재

2. 보험영업 성과 분석

가. 자본회전율(S/E) 분석

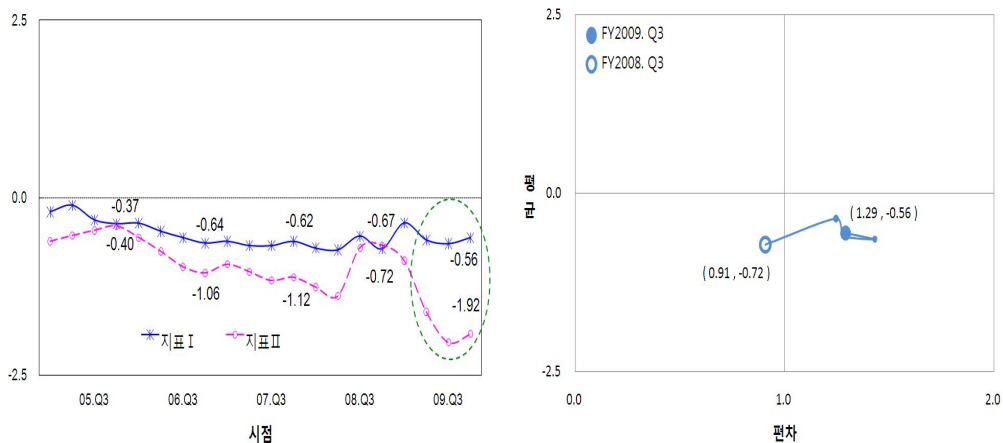
1) 동향

< 생명보험 >

□ FY2009 3분기 생명보험회사의 자본회전율 평균(지표 I)은 전분기보다 소폭 상승하였으나 여전히 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 유지

○ 전년 동기와 비교하면, 자본회전율의 평균(지표 I)이 증가했고, 회사별 편차는 확대됨.

< 그림 II-15 > 생명보험 **자본회전율** 현황 (정상수준 대비)



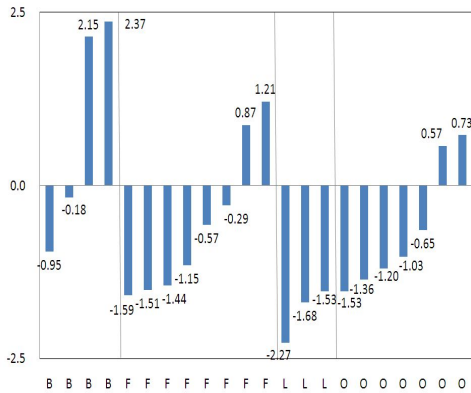
주 : 5개년(20분기) 회사별 자본회전율 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

○ 정상수준 대비 갭 분포는 4개사를 제외하고는 모든 보험회사가 마이너스 갭 상태를 나타내고 있음.

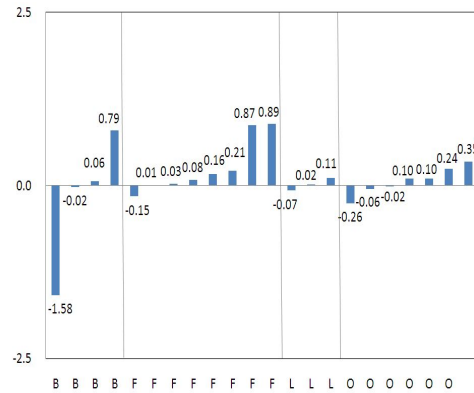
○ 전분기 대비 갭 분포는 1개사를 제외하고는 대부분 보험회사가 플러스 갭 또는 미미한 수준의 마이너스 갭을 보이고 있음.

〈 그림 II-16 〉 생명보험 자본회전을 겹 분포

정상수준 대비



전분기 대비

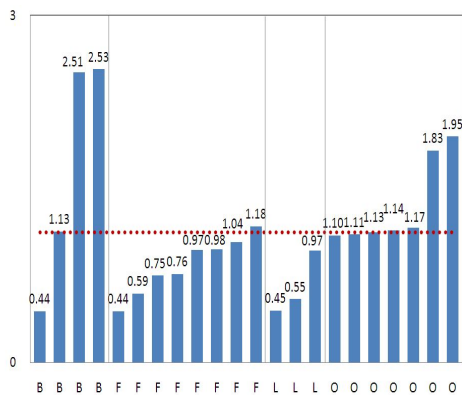


□ 생명보험 자본회전율의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 대형사·중소형·외국사의 일부 회사가 산업집계 평균을 상회하는 것으로 분석됨.

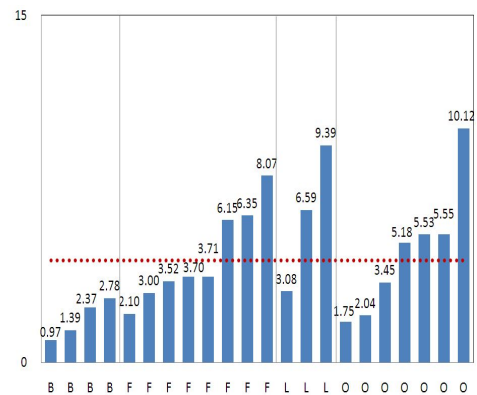
○ 회사별 20개 분기 평균에서는 방카사 및 중소형사 일부만이 산업집계 평균을 상회하나, 변동성을 조정한 경우에는 대형사, 외국사 및 중소형사 일부가 상회함.

〈 그림 II-17 〉 생명보험 자본회전을 정상수준

회사별 20개 분기 평균



회사별 정상수준

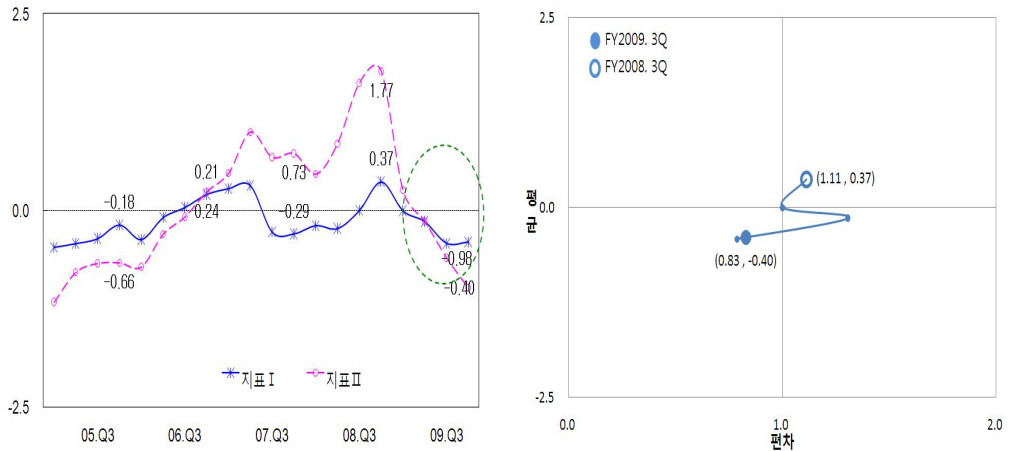


< 손해보험 >

□ FY2009 3분기 손해보험회사의 자본회전을 평균은 전 분기 대비 소폭 상승하였으나, 3분기 연속 마이너스 갭 상태임.

○ 자본회전율의 평균(지표 I)은 전분기보다 마이너스 갭의 수준이 다소 완화되었고, 전년 동기와 비교하면 자본회전율의 평균은 하락하였고, 회사별 편차는 축소됨.

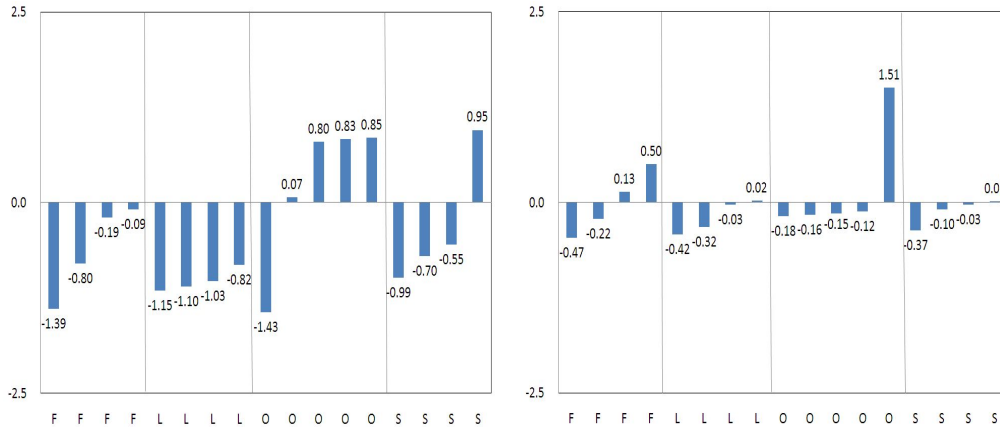
< 그림 II -18 > 손해보험 자본회전율 현황 (정상수준 대비)



○ 정상수준 대비 갭 분포에서는 대형사, 외국사 및 전업사의 대부분이 마이너스 갭 상태를 보이고 있음.

○ 전분기 대비 갭 분포에서는 1개 보험회사를 제외하고는 마이너스 갭 또는 플러스 갭의 수준이 크지 않음.

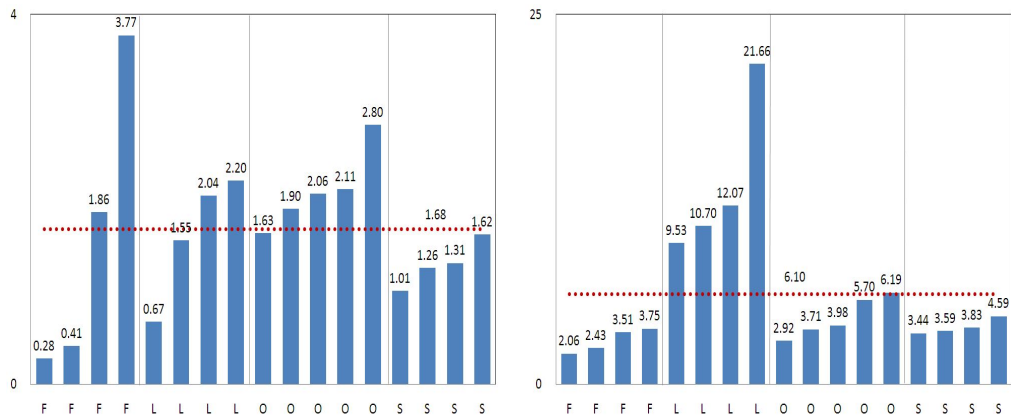
〈 그림 II-19 〉 손해보험 자본회전을 갭 분포
정상수준 대비 전분기 대비



□ 손해보험 자본회전율의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 대형사만이 산업집계 평균을 상회하는 것으로 분석됨.

○ 회사별 20개 분기 평균에서는 대형사, 중소형사 및 외국사 일부만이 시장 집계평균을 상회하고 있으나, 변동성을 조정한 정상수준에서는 대형사만이 시장집계 평균을 상회하고 있음.

〈 그림 II-20 〉 손해보험 자본 회전을 정상수준
회사별 5개년 평균 회사별 정상수준

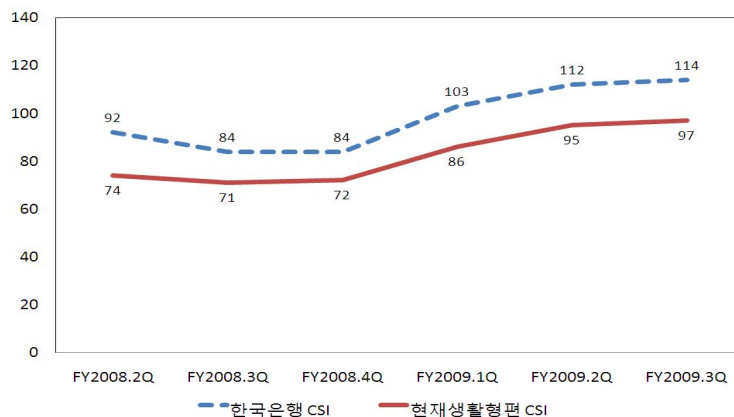


2) 변화 원인 및 전망

- 자본회전율의 변화를 매출(이하 수입보험료) 중심으로 살펴보면, 생명보험의 경우 소비심리의 호전 등에 의한 보험수요의 회복으로 수입보험료가 전분기보다 증가하였으며, 이는 자본회전율의 상승 요인으로 작용
- 한국은행 CSI는 3분기 연속해서 기준치를 초과하고 있으며, 현재생활형편 CSI 역시 3분기 연속해서 기준치에 근접하고 있음.

〈 그림 II-21 〉 소비심리

(기준치 = 100)

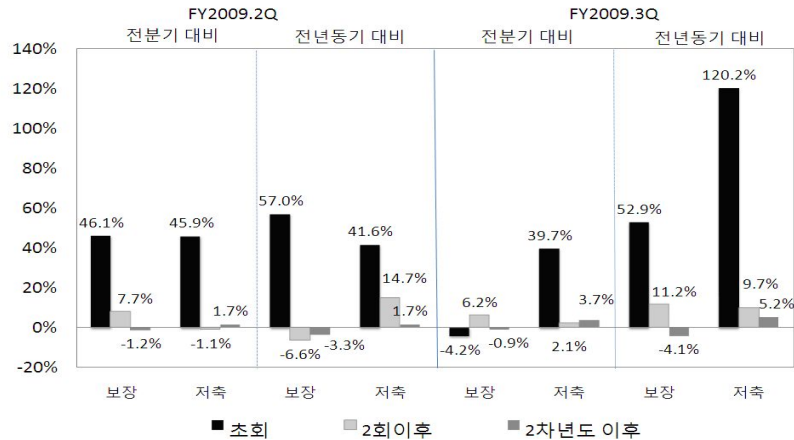


주 : 소비심리는 월별 소비심리지수를 분기 평균하여 산출.

자료 : 한국은행, ECOS.

- 소비심리의 개선 등은 보험수요의 회복, 특히 3분기에는 2분기와 달리 저축성 보험에 대한 수요회복에 기여한 것으로 판단됨.
- 저축성 보험은 2분기와 같이 초회보험료 기준으로 전분기 대비 및 전년동기 대비하여 크게 증가한 반면, 보장성 보험은 2분기와 달리 초회보험료 기준으로 전분기보다 감소함.

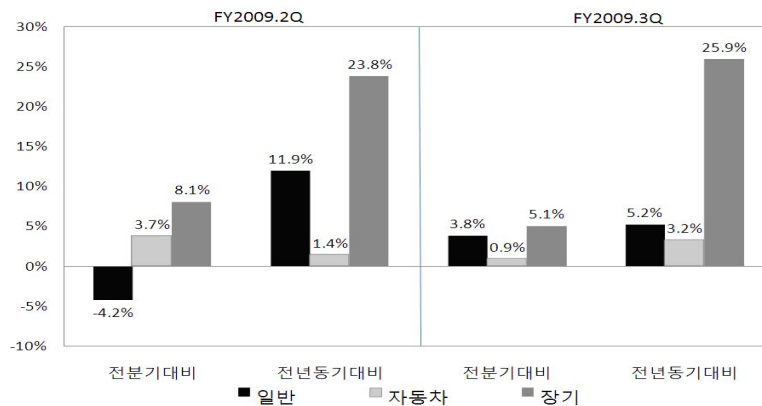
〈 그림 II-22 〉 생명보험 보험료 증가율(일반계정)



주 : 전사실적(지표II) 기준

- 손해보험 역시 소비심리 개선으로 일반·자동차·장기 보험 모두에서 수입보험료가 전분기보다 증가하였으며, 이는 자본회전율의 상승 요인으로 작용
- 소비심리·경기심리의 개선으로 일반보험, 자동차보험 및 장기손해보험의 수입보험료가 전분기보다 증가

〈 그림 II-23 〉 손해보험 종목별 보험료 증가율

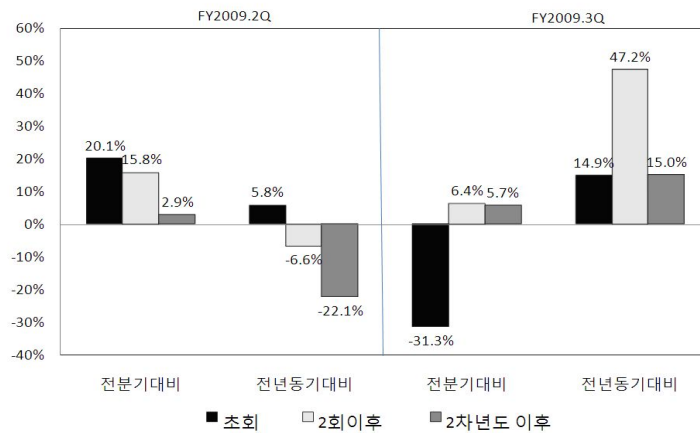


- 장기손해보험은 계속보험료(2회 이후 및 2차년도 보험료)가 상반기까지 지속된

실손 의료보험에 대한 수요 증가의 영향으로 전분기 보다 증가하고 있으나, 초회보험료는 전분기보다 감소하고 있음.

- 이는 장기손해보험 전체로는 전분기보다 수입보험료가 증가하고 있지만, 상반기와 같은 높은 수준의 신규수요를 창출 못함에 따라 손해보험 전체로는 수입보험료의 증가율이 전분기보다 둔화될 수 있다는 우려를 제공하고 있음.

〈 그림 II -24 〉 장기손해보험 보험료 증가율



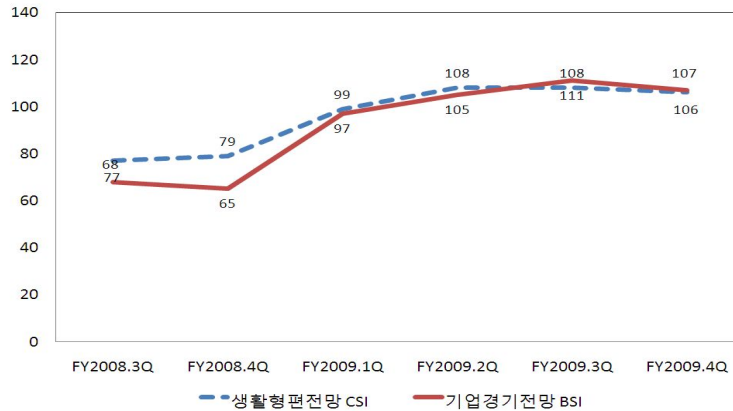
주 : 장기손해보험(무·유배당) 및 지표 II 기준(개인·퇴직 연금 등 제외)

- FY2009 4분기 역시 소비심리 및 경기심리의 유지로 생명보험·손해보험 모두 보험수요가 3분기와 유사할 것으로 예상됨.

- 소비심리의 전망이 전 분기와 같이 유지되고 있으며, 이는 보험수요의 현실화에 대한 가능성을 높이고 있음.
- 생활형편전망 CSI 및 기업경기전망 BSI는 소비자들이 지니고 있던 소비 및 경기에 대한 부정적 인식이 일부 해소되었음을 보여주고 있음.

〈 그림 II-25 〉 소비심리 및 기업경기 전망¹⁾

(기준치 = 100)



주 : 1) 월별 지수들의 평균값을 이용하여 분기지수를 산출
 자료 : 한국은행, ECOS

- 소비심리 전망의 개선은 생명보험과 장기손해보험의 신규수요 개선으로, 기업경기 전망의 개선은 일반손해보험 등의 기업성 보험에 대한 신규수요 개선으로 나타날 것임.
- 다만 손해보험의 경우 실손 의료보험이 상반기와 같은 성장을 유지하고 못할 것으로 예상되며, 건설부문은 연관된 보험종목은 하반기 재정효과가 줄어든 이후 아직까지 민간부문의 건설경기가 회복되지 않음에 따라 수요의 불확실성을 지니고 있음.

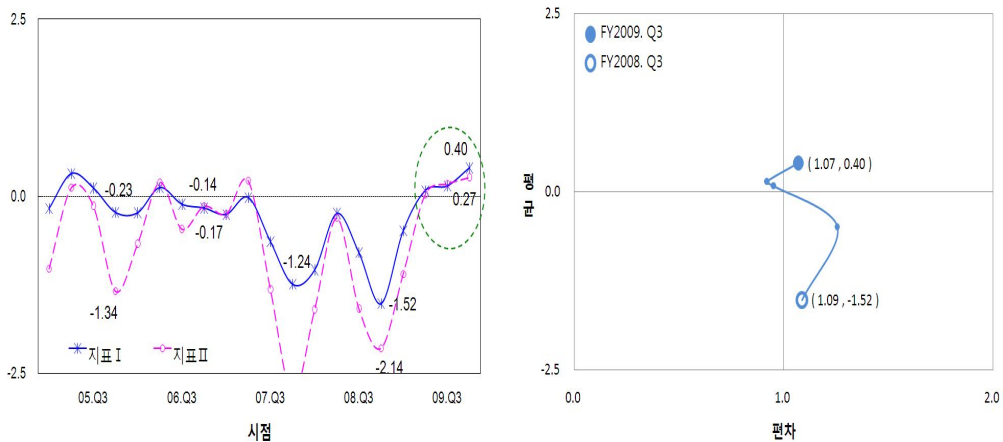
나. 매출이익률(R_U/S) 분석

1) 동향

< 생명보험 >

- FY2009 3분기 생명보험회사의 매출이익률 평균(지표 I)은 전분기 대비 상승하였으며, 또한 3분기 연속해서 플러스 갭 상태를 유지
- 전년 동기와 비교하면, 매출이익률의 평균(지표 I)은 상승했으나, 회사별 편차는 소폭 축소됨.

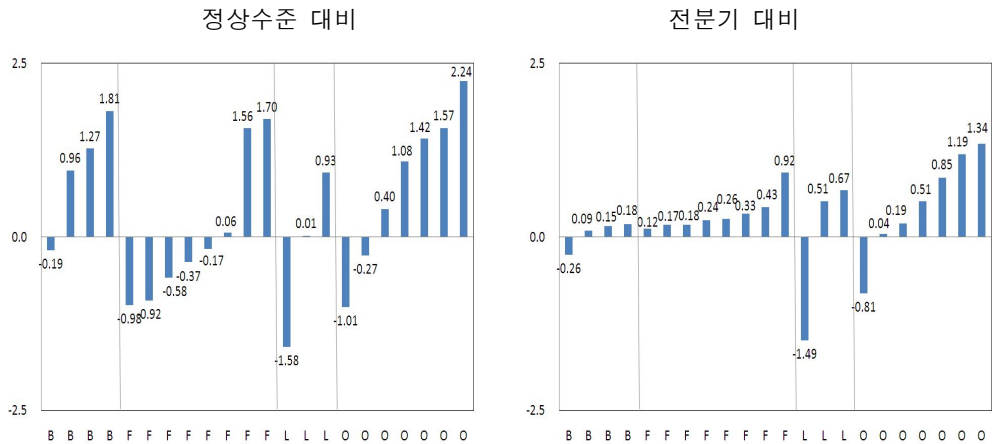
< 그림 II-26 > 생명보험 **매출이익률** 현황 (정상수준 대비)



주 : 5개년(20분기) 회사별 매출이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- 정상수준 대비 갭 분포에서는 생명보험회사의 과반수 이상이 플러스 갭 상태이며, 전분기 대비 갭 분포 역시 생명보험회사 대부분이 플러스 갭 상태임.

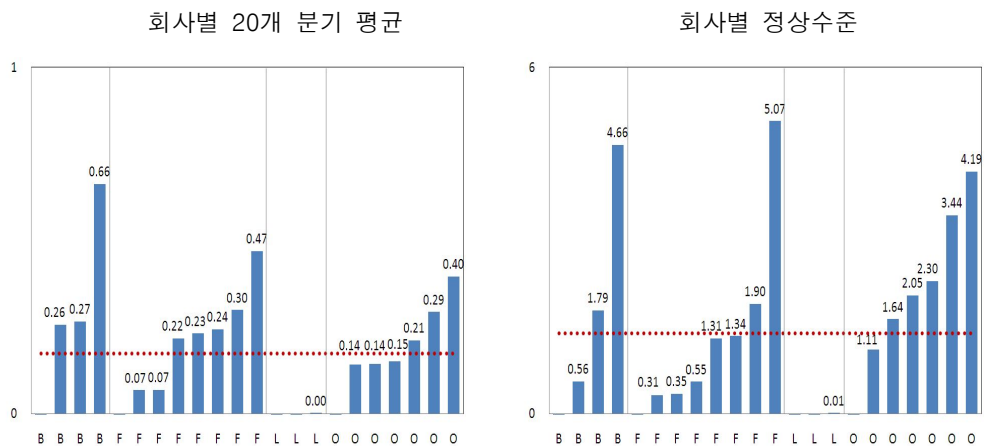
〈 그림 II-27 〉 생명보험 매출이익률 겹 분포



□ 생명보험 매출이익률의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 중소기업, 외국사 및 방카사의 일부 회사만이 산업집계 평균을 상회하는 것으로 분석됨.

○ 회사별 20개 분기 평균에서 대형사 및 일부 중소기업 제외하고는 시장 집계평균에 근접하거나 상회하는 양상을 나타내고 있으며, 변동성을 조정한 경우에도 유사한 양상을 보이고 있음.

〈 그림 II-28 〉 생명보험 매출이익률 정상수준

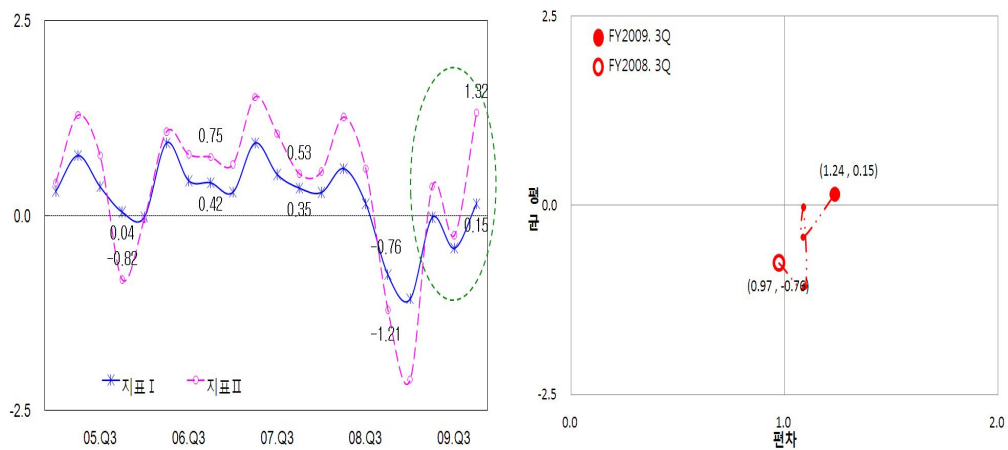


< 손해보험 >

□ FY2009 3분기 손해보험회사의 매출이익률 평균(지표 I)은 전분기 대비 상승하여 정상수준을 초과하는 플러스 갭 상태로 전환

○ 전년 동기와 비교하면, 매출이익률의 평균(지표 I)은 높아졌으나, 회사별 편차는 확대

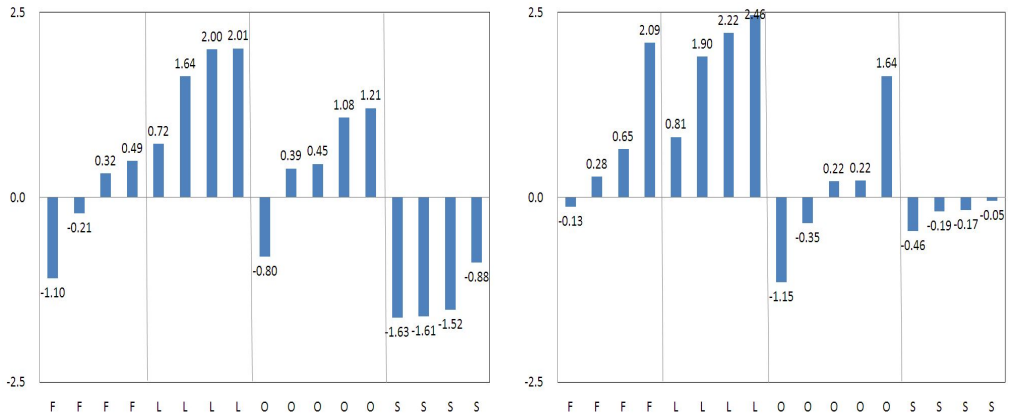
< 그림 II-29 > 손해보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)



○ 정상수준 대비 갭 분포는 과반수 이상의 보험회사가 플러스 갭 상태를 보이고 있고, 그룹별로 보면 대부분의 대형사·중소형사는 플러스 갭 상태이나 전업사는 모두 마이너스 갭 상태를 나타내고 있음.

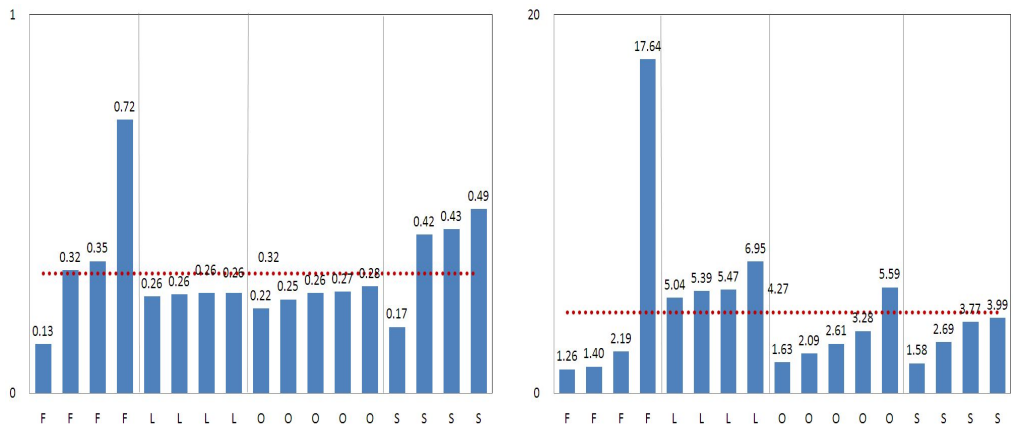
○ 전분기 대비 갭 분포 역시 과반수 이상의 보험회사가 플러스 갭 상태를 보이고 있고, 그룹별로 보면 대형사와 중소형사·외국사 일부는 플러스 갭 상태를, 전업사는 모두 마이너스 갭 상태임.

< 그림 II-30 > 손해보험 매출이익률 갭 분포
정상수준 대비 전분기 대비



- 손해보험 매출이익률의 장기 추세를 변동성과 함께 고려하는 경우 대형사는 산업집계 평균을 상회하나, 대부분의 다른 보험회사는 이를 하회하고 있음.
- 회사별 20개 분기 평균 분포는 외국사·전업사의 일부회사만이 시장 집계 평균을 상회하고 있으나, 변동성 조정한 경우에는 모든 대형사와 일부 중소형사 및 외국사가 시장 집계평균을 상회하고 있음.

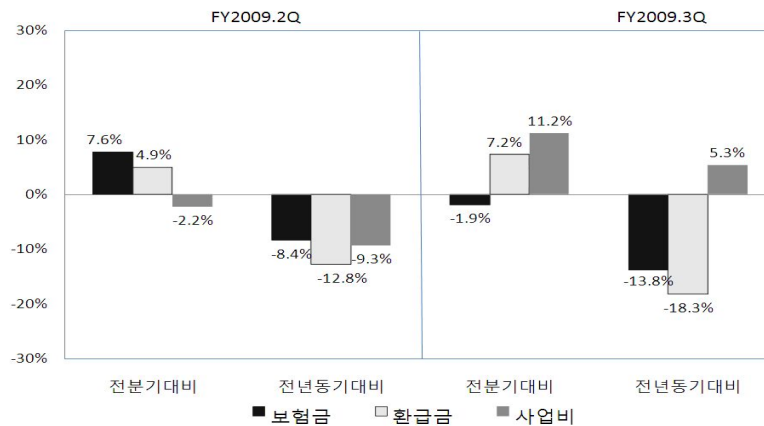
< 그림 II-31 > 손해보험 매출이익률 정상수준
회사별 5개년 평균 회사별 정상수준



2) 변화 원인 및 전망

- 매출이익률의 변화를 보험영업비용을 중심으로 살펴보면, 생명보험의 경우 보험 수요의 회복, 보험금의 감소 등은 매출이익률의 개선에 기여
- 사업비와 환급금이 전분기보다 증가하였고, 전년 동기와 비교하면 사업비는 증가한 반면에 환급금은 감소하였는데, 이는 소비심리 회복 등에 따른 보험 수요 개선 등에 기인하고 있다고 해석할 수 있음.

〈 그림 II-32 〉 생명보험 보험영업비용 증가율



주 : 1) 지표 II 기준임
2) 보험금에는 배당금이 포함된 실적임.

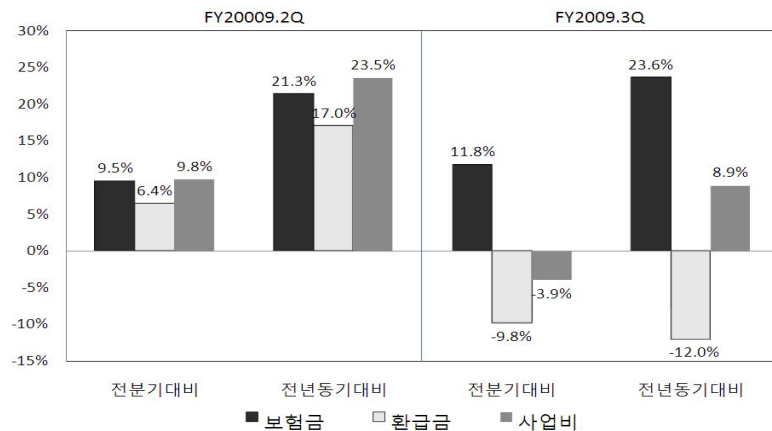
- 손해보험의 경우 보험금의 증가에도 불구하고 장기손해보험환급금, 사업비 등으로 개선되었으며, 이는 보험수요의 호전 등에 기인한 것으로 볼 수 있음.
- 보험금은 자동차보험의 보험금 증가* 등의 영향으로 전분기보다 증가하였고, 자동차보험금의 증가는 사고발생률**이 증가하는 가운데 계절적 요인(예, 눈)이 함께 작용한 결과라고 볼 수 있음.

* 자동차보험의 발생손해액 : 전분기 대비 8.0% 증가, 전년동기 대비 10.7% 증가

** 사고발생률(책임보험 기준) : 5.9(FY'08 1~2분기) → 5.9(FY'08 3~4분기) → 6.0(FY'09 2분기) → 6.2(FY'09 3분기)

- 사업비는 보험수요의 확대에도 불구하고 비용 절감 노력, 이연신계약비 상각 효과 등으로 전분기보다 감소

〈 그림 II-33 〉 손해보험 보험영업비용 증가율



주 : 환급금은 국내일반손보사의 장기저축성보험환급금 실적임.

- FY2009 4분기는 소비심리가 지속될 것으로 전망됨에 따라 생명보험과 장기손해보험의 해약 둔화가 예상되는 상황에서 손해보험은 자동차보험 및 장기손해보험의 보험금 증가 등에 대한 개선 필요성을 노출하고 있음.

- 생명보험의 경우 소비심리의 유지가 매출이익률의 유지에 기여할 것으로 전망되며, 손해보험의 경우 소비심리의 유지에도 불구하고 장기손해보험 및 자동차보험의 보험금 증가 등의 요인이 매출이익률에 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단됨.
- 다만, 자동차보험의 사고발생률이 직전년도처럼 4분기(1~3월)가 3분기(10~12월)보다 낮아지는 경우에는 매출이익률의 유지가 예상됨.

다. 보험영업 관련 이슈

- 생명보험의 경우 금융시장의 안정 및 소비심리 회복에 주목하여 상품포트폴리오 내 저축성(투자성 보험 포함)의 비중을 확대하는 전략이 필요
 - FY2009 3분기는 소비심리, 기업경기 개선 등에 의한 보험수요의 회복에 의존하여 일반계정 내 개인보험 또는 저축성 보험이 전분기보다 확대되었고, 특별계정 내 변액보험 역시 3분기 연속 확대
 - FY2009 4분기 역시 소비심리, 기업경기 등가 지속 유지될 것으로 전망됨에 따라 저축성 보험에 대한 수요가 지속적으로 유지될 것으로 예상됨.
 - 따라서 생명보험회사는 저축성보험의 비중을 확대하는 방향으로 상품포트폴리오를 조정하여 소비심리의 개선효과를 극대화시킬 필요가 있음.

- 자동차보험의 경우 사고발생률의 억제 및 보험금 증가 요인의 제어 등을 위한 제도개선 등으로 매출이익률의 하락요인을 방어할 필요
 - 자동차보험의 사고발생률은 일반적으로 4분기에는 다소 개선되는 경향이 있지만 증가 추세는 유지될 것으로 예상되며, 또한 보험원가 상승은 임금상승, 자동차정비수가 인상, 차량 고급화 등으로 계속 이루어질 것으로 판단됨.
 - 그런데 현재 논의되고 있는 자동차보험료(자차·대물) 할증기준 개선, 중고·재활용 부품 활성화, 교통법규위반 경력요율 개선, 정비·의료수가의 합리적 개선 등의 제도개선은 단기적으로 매출이익률의 하락을 방어하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 보임.
 - 다만 이러한 제도개선이 정착되기 위해서는 보험회사는 지속적으로 위험차별화등을 위한 보험원가분석을 실시하며, 감독당국은 제도개선이 조기에 정착할 수 있도록 자동차보험관련 이해당사자의 이견을 해소하도록 노력할 필요

- 일반손해보험 및 장기손해보험은 기업경기 및 소비심리의 개선에 주목하여 매출을 확대하는 전략이 필요
- 일반손해보험의 경우 실물경기 개선에 따른 설비투자 증가, 수출입 물동량 증가 등에 의한 매출확대가 예상됨.
 - 다만 거대손해에 대한 불확실성이 있으므로, 매출확대 전략은 재무건전성과 언더라이팅 능력에 대한 분석에 기반하여야 함.
 - 또한 하반기 재정효과가 줄어든 이후 아직까지 민간부문의 건설경기가 회복되지 않고 있어 건설부문과 연관된 보험종목의 신규수요에 대한 불확실성을 지니고 있음.
 - 장기손해보험 역시 소비심리의 개선에 따른 보험수요의 증가 등에 의한 매출확대가 전망됨.
 - 다만 상반기까지 성장을 주도한 실손 의료보험에서 신규수요의 둔화와 보험금의 증가와 같은 부정적 요인을 지니고 있으므로, 실손 의료보험 이외의 보험종목에 대해서도 매출을 확대할 수 있는 전략에 대한 검토가 필요

〈 투자영업성과 〉

〈 표 II-1 〉 투자영업성과 주요 이슈

구분	생명보험	손해보험
레버리지비용	보험부채의 성장률 둔화 (생명보험, 손해보험) * 생명보험의 자본 여력은 손해보험보다 상대적으로 여유	
투자이익률	자산 건전성 금리 변동(상승)	

〈 표 II-2 〉 투자영업성과 향후 전망

	상승요인	하락요인	종합적 판단
레버리지비용	보험영업 전망 (생명, 장기손해)	보험영업 전망 자본보강(손해)	하락
투자이익률	주가, 금리	건전성 악화	상승

〈 보험영업성과 〉

〈 표 II-3 〉 보험영업성과 주요 이슈

구분	생명보험	손해보험
자본회전율	소비심리 개선에 따른 매출 확대	
매출이익률	해약률 개선	지급보험금 증가 (사고건수 및 보험원가 증가)

〈 표 II-4 〉 보험영업성과 향후 전망

	상승요인	하락요인	종합적 판단
자본회전율	소비·경기심리 개선	계속보험료 증가 둔화	유지
매출이익률	해약유인 감소 및 제도 개선	지급보험금 증가	- 생명보험 : 유지 - 손해보험 : 소폭 하락

Ⅲ. 현금흐름 추정

1. 현금흐름 현황 : 생명보험
2. 현금흐름 현황 : 손해보험
3. 기업가치 추정

Ⅲ. 현금흐름 추정

1. 현금흐름 현황 : 생명보험

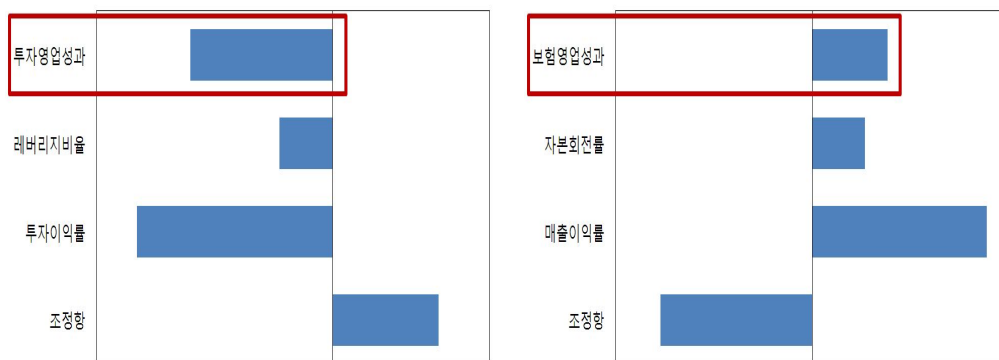
가. 투자영업성과 및 보험영업성과 비교

1) 변화 방향

□ FY2009 3분기 생명보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 투자영업성과는 하락하였으나 보험영업성과는 상승함.

- 투자영업성과의 구성 요인 중 레버리지비율과 투자이익률이 모두 하락함에 따라 전기 대비 하락
- 보험영업성과의 경우 자본회전율과 매출이익률이 상승이 크게 작용하여 전기 대비 상승

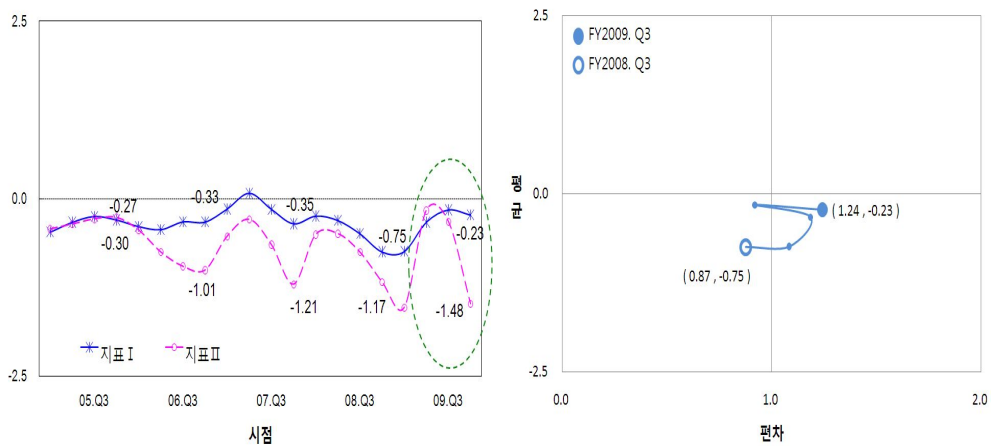
< 그림 III-1 > 생명보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향



2) 갭 변화

- FY2009 3분기 생명보험회사 투자영업성과는 전기 대비 하락하였으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태가 지속됨
- 투자영업성과는 전년 동기 대비 상승하였으며, 회사별 편차 또한 확대된 모습을 보이고 있음.

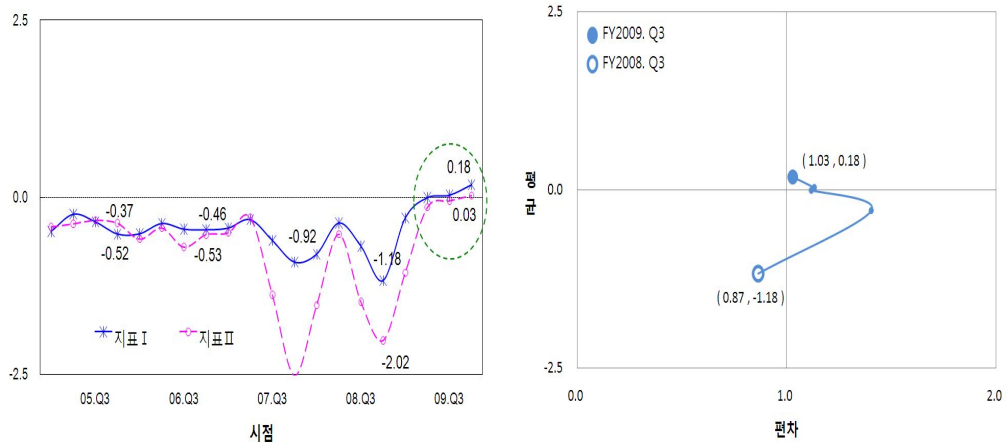
〈 그림 III-2 〉 생명보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 투자영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- FY2009 3분기 생명보험회사 보험영업성과는 전기 대비 상승하여, 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태가 지속됨.
- 보험영업성과를 전년 동기 실적과 비교해 볼 경우 상승한 것으로 나타나고 있으며, 회사별 편차는 확대된 모습을 보임.

< 그림 III-3 > 생명보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)

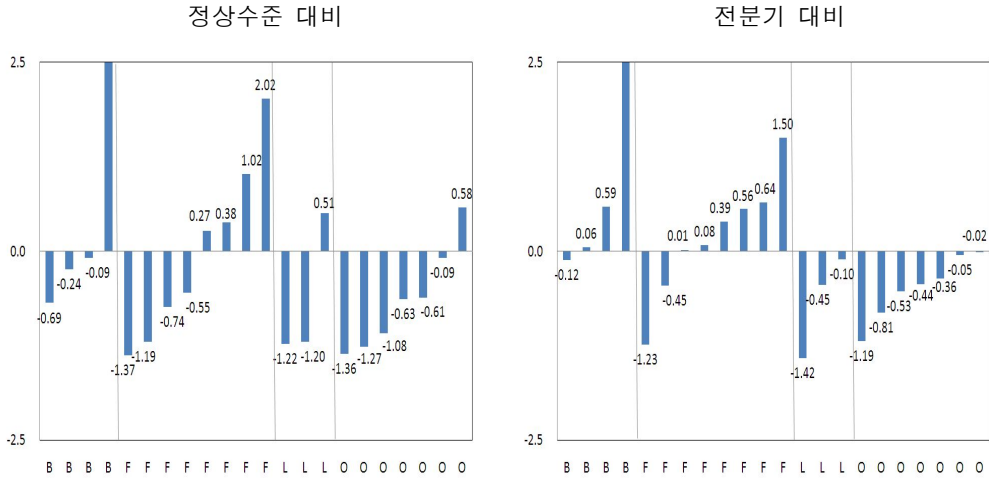


주 : 회사별 보험영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

- 정상수준 대비 투자영업성과의 갭 분포의 경우 마이너스 갭 영역에 속한 회사의 수가 많으나, 전분기 대비 갭 분포의 경우 그룹별로 서로 다른 특징을 보임.
- 일부 외국사 및 방카사의 경우 정상수준을 상회하는 플러스 갭 영역에 속하고 있으나 대다수 회사의 경우 마이너스 갭 영역에 속하고 있음.
- 전분기 대비 투자영업성과의 갭 분포를 보게 되면 대형사 및 중소형사의 경우 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태에 놓여 있으나, 외국사 및 방카사의 경우 플러스 갭 상태에 놓여 있는 회사가 다수를 차지함.

〈 그림 Ⅲ-4 〉 생명보험 투자영업성과 갭 분포

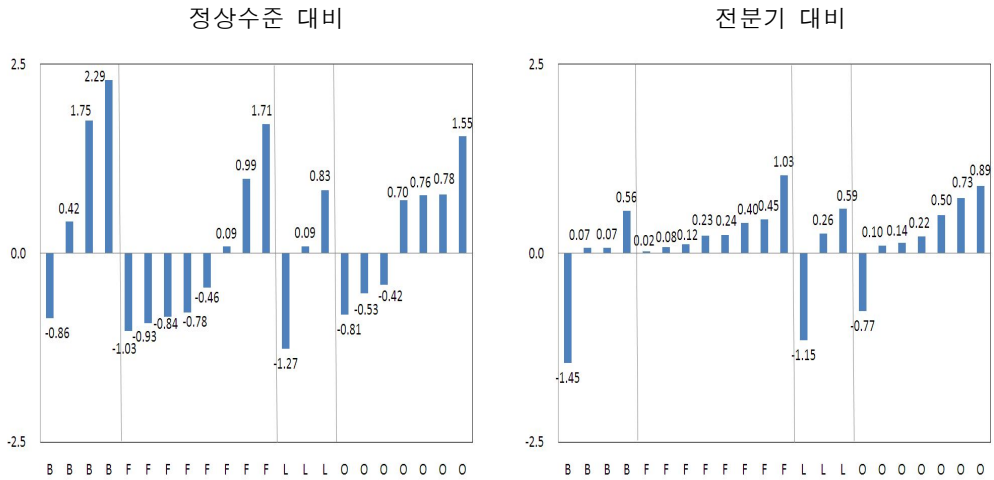


□ 정상수준 대비 회사별 보험영업성과 갭 분포를 보게 되면 정상수준을 상회하는 플러스 갭 영역에 속한 회사의 수가 많으며, 전분기 대비 상승한 회사가 다수를 차지함에 따라 보험영업성과는 소폭 상승하였음.

○ 외국사의 경우 정상수준을 하회하고 있는 경우가 다수를 차지하고 있으나, 일부 방카사 및 중소형사의 경우에는 정상수준을 큰 폭으로 상회하는 모습을 보이고 있음.

○ 전기 대비 보험영업성과 갭 분포의 경우 외국사와 중소형사의 경우 전반적으로 플러스갭 상태에 놓여 있으나, 일부 방카사 및 외국사의 경우는 마이너스 갭 상태에 놓여 있는 것으로 나타남.

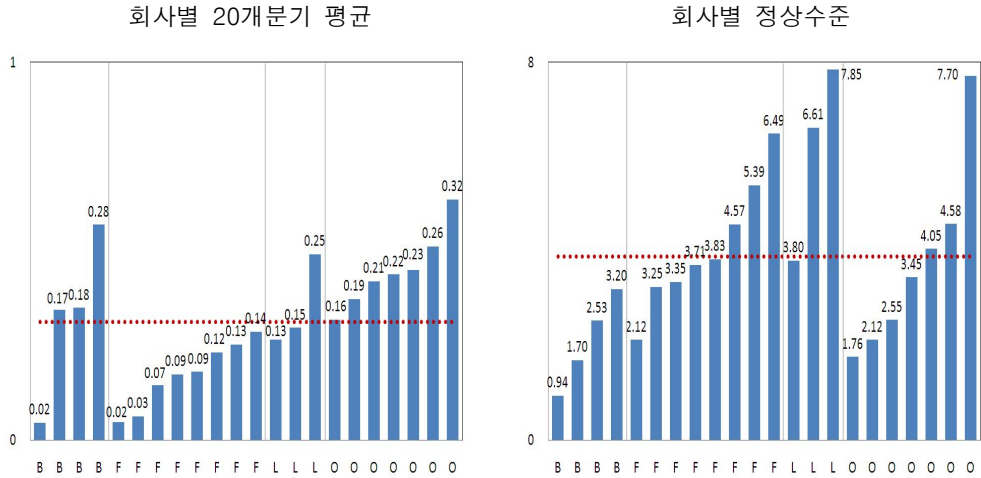
< 그림 III-5 > 생명보험 보험영업성과 갭 분포



4) 정상수준

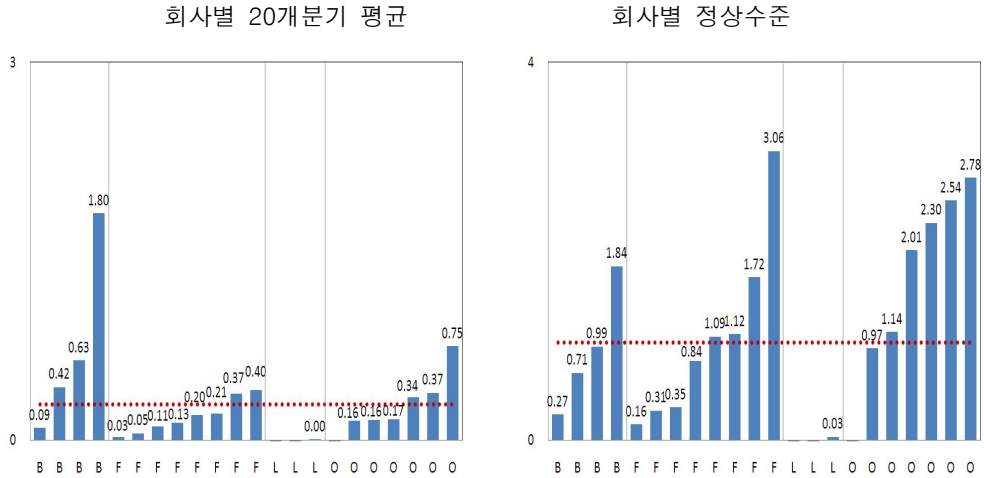
- 생명보험 투자영업성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 중소형사는 전반적으로 시장 집계평균을 상회하고 있으며, 외국계 회사가 대체적으로 시장 집계평균을 하회함.
- 한편, 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준의 경우는 대형사의 경우 시장 정상수준을 상회하고 있고, 일부 방카사 및 중소형사의 경우 시장 정상수준에 크게 미치는 못하는 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-6 〉 생명보험 투자영업성과 정상수준



- 생명보험 보험영업성과 회사별 20개 분기 평균의 경우, 대부분의 외국사 및 대형사가 시장 집계평균을 하회하는 것으로 나타난 반면, 일부 방카사의 경우 시장 집계평균을 크게 상회함.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준을 살펴보면, 대형사가 시장 정상수준을 하회하고 있는 반면, 대다수 중소형사는 시장 정상수준을 상회하는 것으로 나타남.

< 그림 III-7 > 생명보험 보험영업성과 정상수준

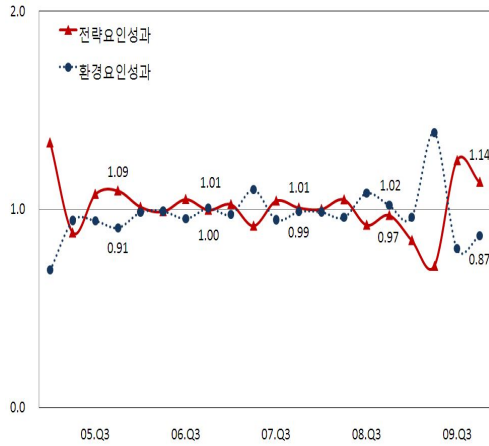


5) 성과별 개선도

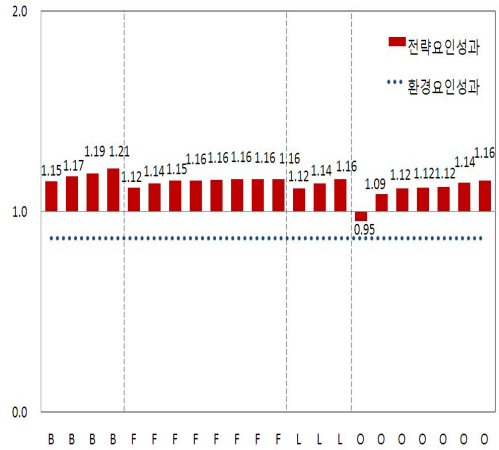
- FY2009 3분기 생명보험 투자영업성과를 전략요인 및 환경요인으로 구분해 볼 때, 전략요인 성과의 개선상태가 지속되고 있으나 그 정도가 완화된 반면, 환경요인 성과는 여전히 악화상태에 있는 것으로 나타남.
- 현 분기의 투자영업성과 개선도 분포를 보게 되면, 전략요인성과는 대부분의 생명보험회사가 개선된 모습을 보이고 있는 반면, 환경요인성과는 악화된 것으로 나타남.

< 그림 Ⅲ-8 > 생명보험 투자영업성과 개선도

5개년 추이



현 분기 분포

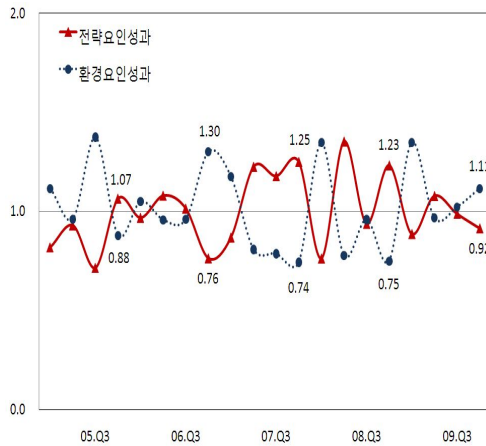


□ FY2009 3분기 생명보험 보험영업성과를 전략요인 및 환경요인으로 구분해 볼 때, 전략요인 성과는 악화상태가 지속되고 있으며 환경요인 성과는 개선된 것으로 나타남.

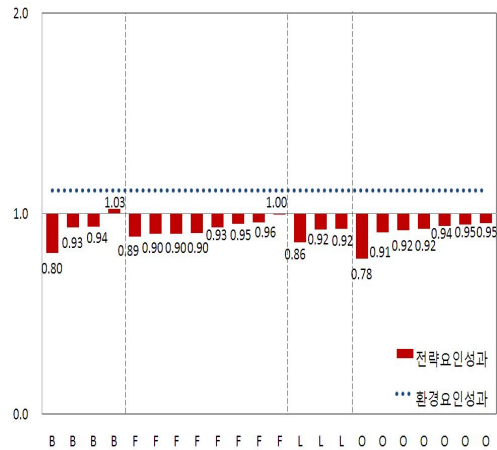
○ 현 분기의 보험영업성과 개선도 분포를 보게 되면, 대부분의 생명보험회사의 전략요인성과는 악화된 것으로 나타난 반면 환경요인성과는 개선된 것으로 나타남.

< 그림 III-9 > 생명보험 보험영업성과 개선도

5개년 추이



현 분기 분포



나. 영업성과 및 기타성과 비교

1) 변화 방향

□ FY2009 3분기 생명보험회사 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분해 보면, 영업성과는 소폭 상승하였으나, 기타성과는 크게 하락한 모습을 보이고 있음.

○ 영업성과의 경우 투자영업성과와 보험영업성과로 구성이 되는데, 투자영업성과와 영업성과 지표 산출시 소실되는 정보를 나타내는 조정항이 하락하였으나, 보험영업성과의 상승요인이 작용함에 따라 전분기 대비 소폭 상승함.

< 그림 Ⅲ-10 > 생명보험 영업성과 변화방향

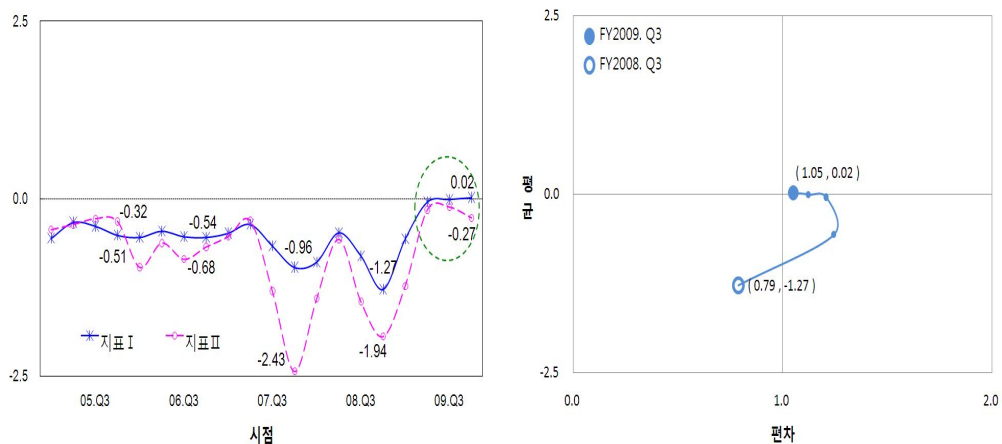


2) 갭 변화

□ FY2009 3분기 생명보험회사 영업성과는 정체된 모습을 보이고 있으나, 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 영업성과는 전년 동기 대비 상승하였으며, 대다수 회사를 중심으로 영업성과가 개선되어 회사별 편차는 전기 대비 확대된 모습을 보임.

< 그림 Ⅲ-11 > 생명보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)

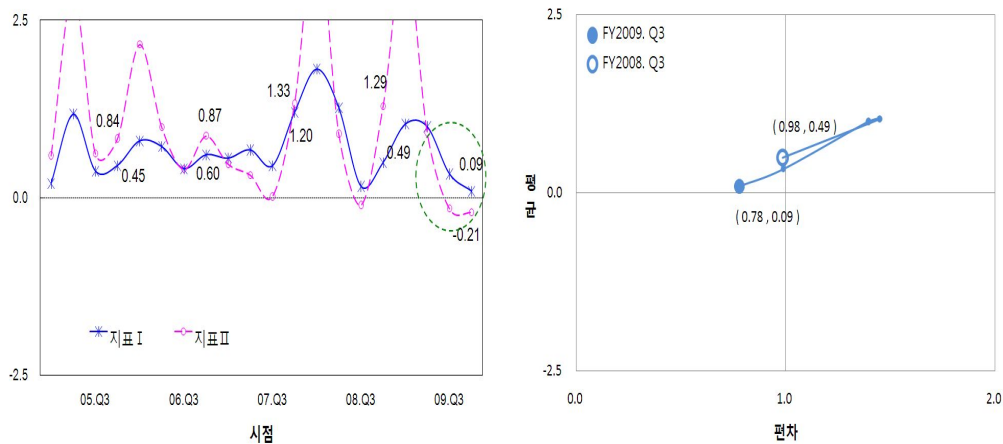


주 : 회사별 영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

□ FY2009 3분기 생명보험회사의 기타성과는 전기 대비 하락한 것으로 나타나고 있으나, 여전히 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 전년 동기과 비교한 기타성과는 전년 동기 대비 하락하였으며, 회사별 편차는 축소된 상태임.

< 그림 III-12 > 생명보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 기타성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

□ 정상수준 대비 영업성과 갭 분포의 경우 마이너스 갭 영역에 속하는 회사의 수가 대다수를 차지하고 있으나, 일부 회사가 전분기에 비해 크게 상승함에 따라 영업성과가 유지되고 있는 것으로 나타남.

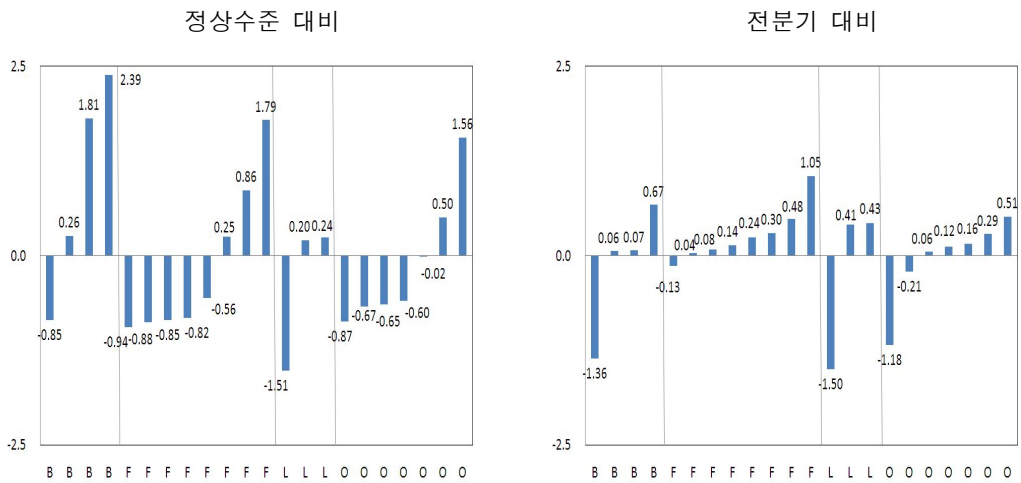
○ 마이너스 갭에 속한 회사의 수가 다수를 차지하고 있으나 생명보험회사의 영업성과는 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 놓이고 있음.

- 일부 방카사 및 외국사의 경우 정상수준을 크게 상회하는 플러스 갭 상태

에 놓여있으나, 외국사 및 중소형사의 경우 대부분 마이너스 갭 상태에 놓여있음.

- 외국사의 경우 전기 대비 영업성과의 개선이 이루어졌으나, 일부 방카사, 대형사, 중소형사의 경우 영업성과가 전분기 대비 하락함.

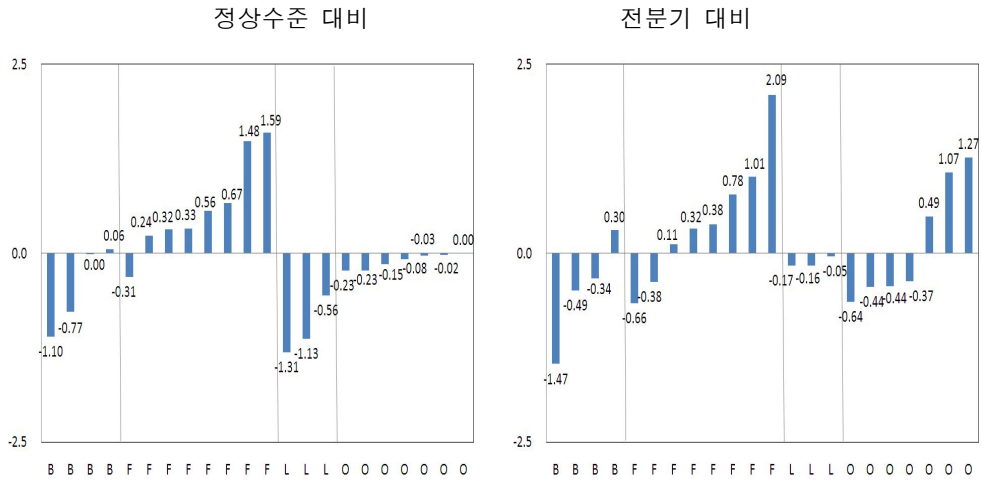
〈 그림 Ⅲ-13 〉 생명보험 영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 기타성과 갭 분포의 경우 대부분의 생명보험회사가 마이너스 갭 영역에 속해 있으며, 전기 대비 기타성과 또한 마이너스 갭 영역에 속한 회사가 다수를 차지함.

- 외국사의 경우 전반적으로 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 있으나, 이를 제외한 나머지 회사는 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 영역에 속함.
- 전분기 대비 경영성과 갭 분포에서 나타난 바와 같이 일부 외국사와 중소형사의 경우 전기 대비 큰 폭으로 상승한 모습을 보이고 있으나, 대부분의 회사가 마이너스 갭 영역에 속하는 것으로 나타남.

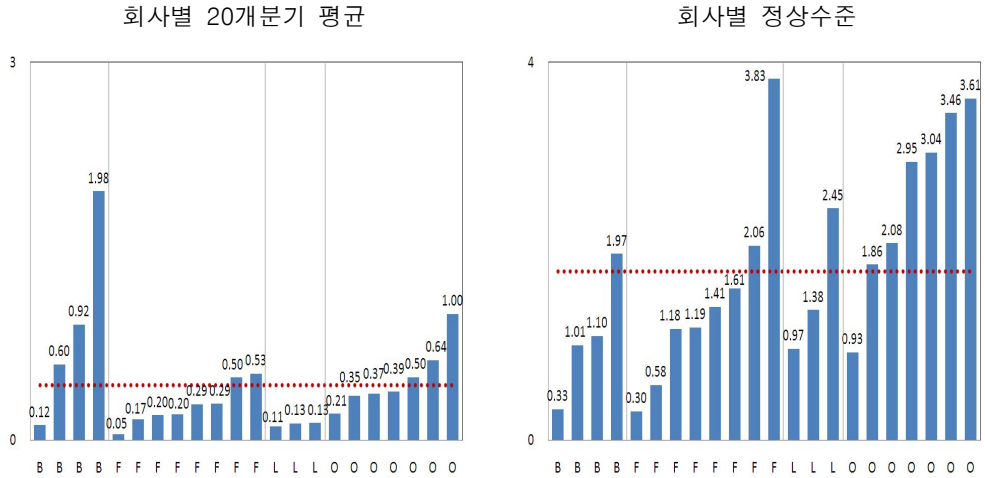
< 그림 III-14 > 생명보험 기타성과 겹 분포



4) 정상수준

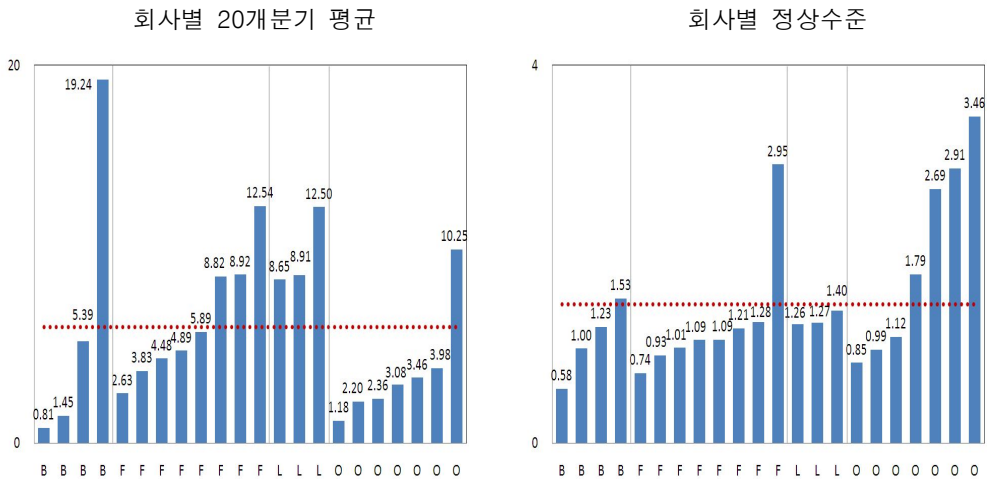
- 생명보험 영업성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 일부 방카사와 중소형사의 경우 시장 집계평균을 상회하고 있으나, 대부분의 생명보험회사가 시장 집계평균을 하회하는 것으로 나타남.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 중소형사의 경우 대부분 시장 정상수준을 상회하거나 유지하고 있는 모습을 보이고 있으며, 대다수 방카사와 외국사의 경우는 시장 정상수준을 하회함.

〈 그림 Ⅲ-15 〉 생명보험 영업성과 정상수준



□ 생명보험 기타성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 대형사가 시장 집계평균을 상회하고 있으며, 대다수 중소형사 및 방카사는 시장 집계평균을 하회함.

〈 그림 Ⅲ-16 〉 생명보험 기타성과 정상수준

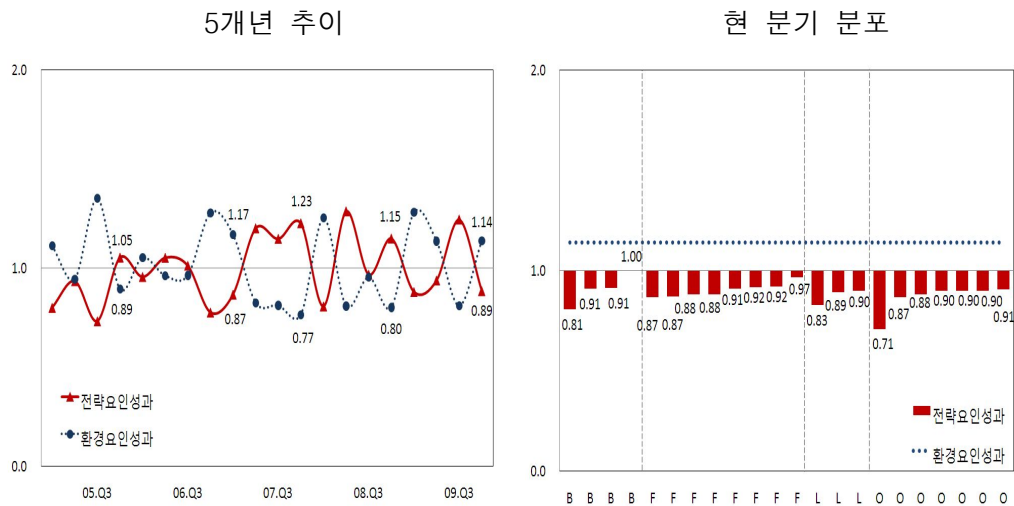


- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준의 경우, 대형사는 시장 집계평균에 근접해 있으며, 일부 중소형사는 시장 집계평균을 크게 상회하고 있는 모습을 보임.

5) 개선도

- FY2009 3분기 생명보험 영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 개선상태에서 악화상태로 전환하였으나, 환경요인 성과는 악화상태에서 개선상태로 전환한 것으로 나타남.
- 현 분기의 영업성과 개선도 분포를 보게 되면, 생명보험회사가 전반적으로 전략요인 성과가 악화된 모습을 보이고 있으며, 환경요인성과는 개선된 것으로 나타남.

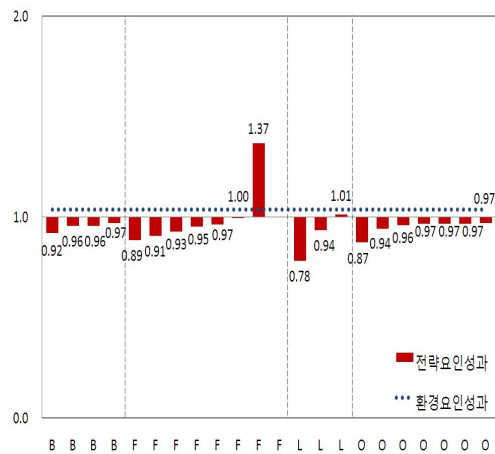
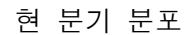
〈 그림 III-17 〉 생명보험 영업성과 개선도



- FY2009 3분기 생명보험 기타성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 환경요인 성과는 악화상태에서 개선상태로 전환한 반면, 전략요인 성과는 악화상

○ 현 분기의 기타성과 개선도 분포를 보게 되면, 일부 외국사의 전략요인 성과가 크게 개선된 것으로 나타나고 있으나, 대다수 회사의 경우 전략요인 성과는 악화된 것으로 나타나고 있으며 환경요인 성과는 개선된 것으로 나타남.

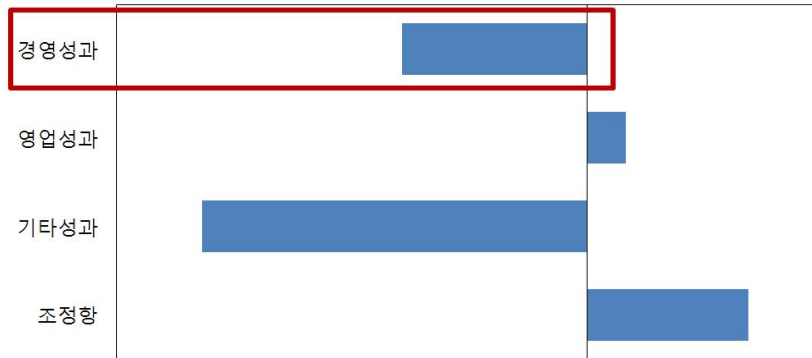
5개년 추이



1) 변화 방향

- 경영성과를 구성하고 있는 요인 중 영업성과가 소폭 상승하였으나, 기타성과의 하락요인이 크게 작용함에 따라 전기 대비 하락한 것으로 나타남.

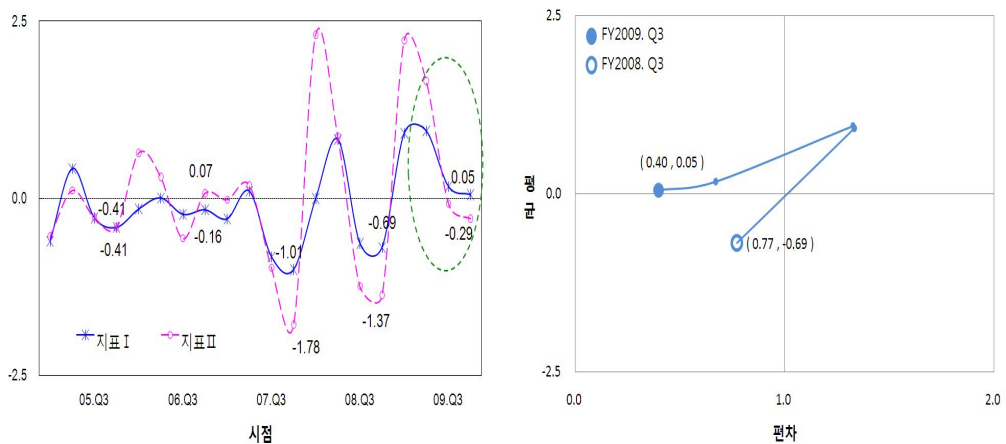
〈 그림 III-19 〉 생명보험 경영성과 변화방향



2) 갭 변화

- FY2009 3분기 생명보험회사 경영성과 평균은 전분기 대비 하락하였으나, 여전히 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.
- 전년 동기와 비교한 경영성과는 상승하였으며 회사별 편차는 축소된 모습을 보임.

〈 그림 III-20 〉 생명보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)

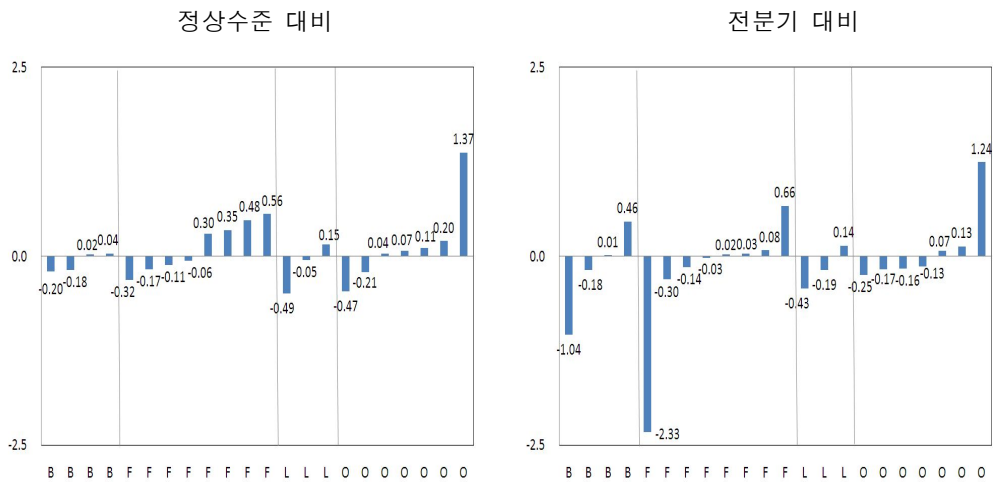


주 : 회사별 실제성장률 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

- 정상수준 대비 회사별 경영성과 차이를 보여주는 경영성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 수준의 회사수가 많은 것으로 나타남.
- 중소형사와 외국사의 경우 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 놓여있는 회사가 다수를 차지하고 있음.
- 전분기 대비 경영성과 갭 분포에서 나타난 바와 같이, 경영성과가 개선된 일부 외국사와 중소형사를 제외한 나머지 회사의 경우 전반적으로 경영성과가 하락함에 따라 생명보험회사 경영성과 평균은 전기 대비 하락함.

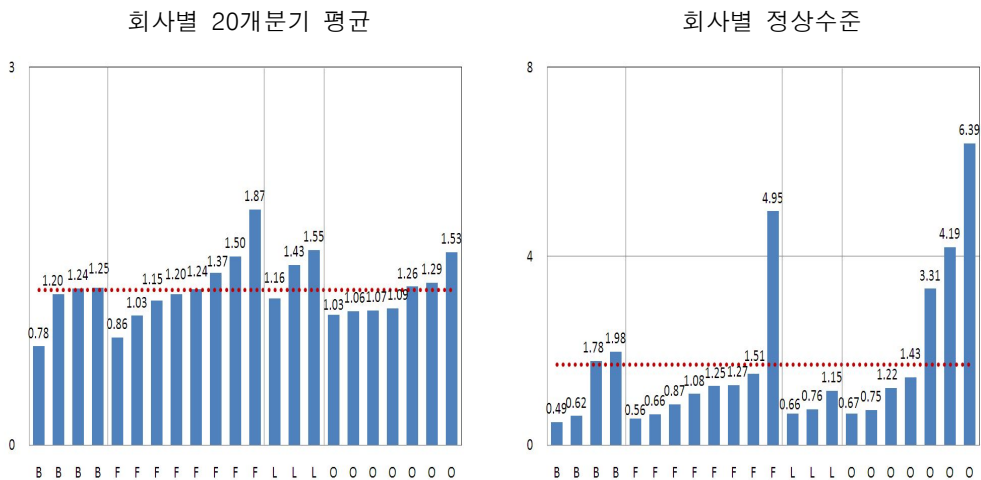
< 그림 III-21 > 생명보험 경영성과 갭 분포



4) 정상수준

- 생명보험 경영성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 일부 방카사와 외국사를 제외한 대부분의 회사가 시장 집계평균에 근접하거나 상회하고 있음.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 일부 중소형사와 외국사가 정상수준을 크게 상회하고 있으나, 대다수 회사의 경우 정상수준을 하회하고 있는 것으로 나타남.

< 그림 III-22 > 생명보험 경영성과 정상수준



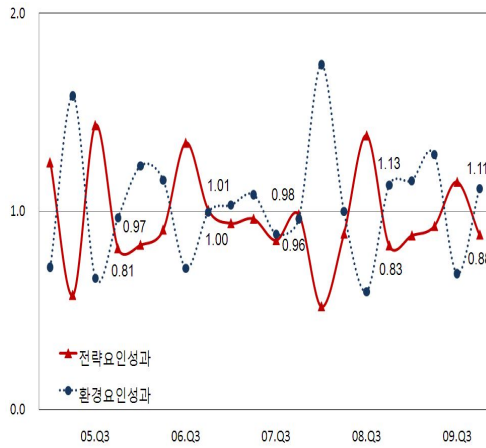
5) 개선도

- FY2009 3분기 생명보험 경영성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 개선상태에서 악화상태로 전환하였으나, 환경요인 성과는 악화상태에서 개선상태로 전환됨.
- 현 분기의 경영성과 개선도 분포를 보게 되면, 생명보험회사 모두 전략요인

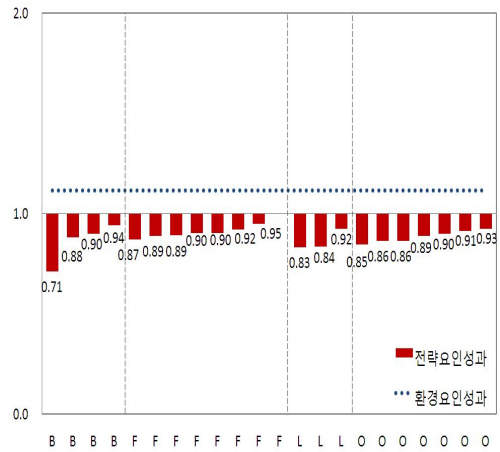
성과가 크게 악화된 모습을 보이고 있으나, 환경요인성과는 개선된 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-23 〉 생명보험 경영성과 개선도

5개년 추이



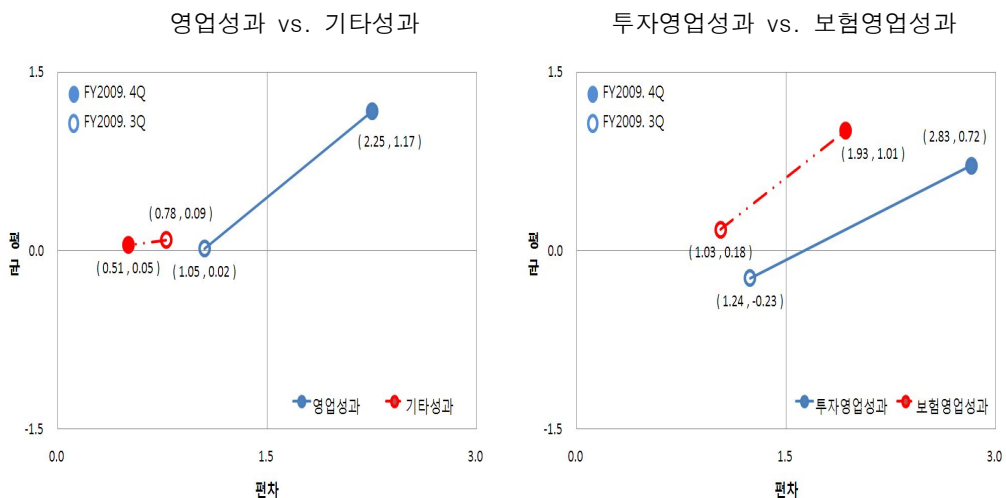
현 분기 분포



라. 전 망

- 전체 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분하여 볼 때 향후 영업성과는 상승할 것으로 예상되나, 기타성과는 소폭 하락할 것으로 예상됨.
- 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면 투자영업성과는 상승하여 정상수준을 상회할 것으로 예상되고, 보험영업성과 또한 큰 폭으로 상승할 것으로 예상됨.

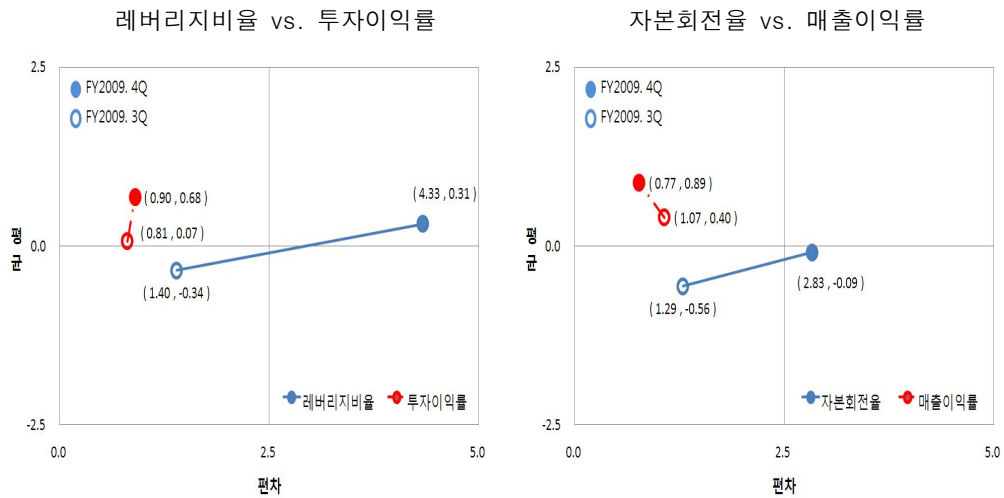
< 그림 III-24 > 생명보험 경영성과 추정치(Ⅰ)



- FY2009 4분기 생명보험회사 투자영업성과와 보험영업성과 추정치를 레버리지비율 및 투자이익률, 자본회전율 및 매출이익률로 구분하여 볼 때 모든 재무비율에서의 상승이 예상됨.
- 투자영업성과를 레버리지비율과 투자이익률로 구분해 보면, 레버리지비율과 투자이익률은 모두 상승할 것으로 예상되어 투자영업성과가 상승하는 요인으로 작용할 것으로 보임.
- 보험영업성과를 자본회전율과 매출이익률로 구분해 보면, 두 비율 모두 상승

할 것으로 예상되어 보험영업성과의 상승 요인으로 작용할 것으로 보임.

< 그림 III-25 > 생명보험 경영성과 추정치(II)



2. 현금흐름 현황 : 손해보험

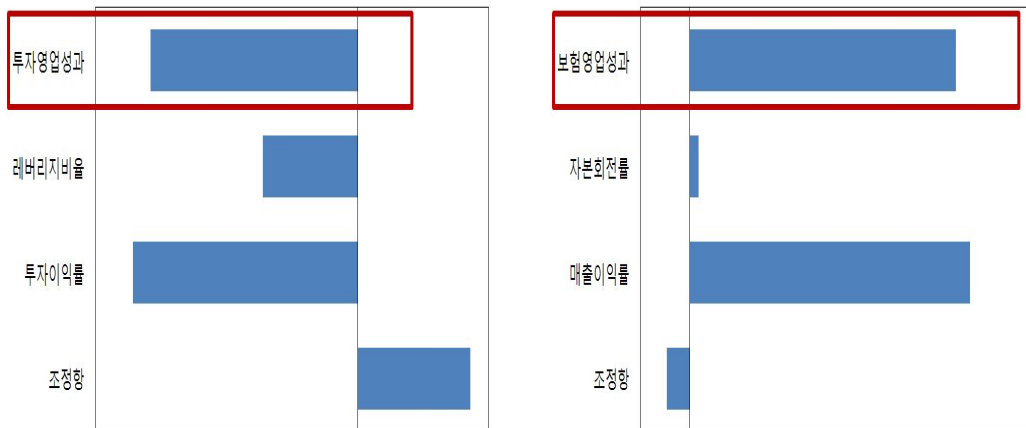
가. 투자영업성과 및 보험영업성과

1) 변화방향

□ FY2009 3분기 손해보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 투자영업성과는 전기 대비 하락하고 보험영업성과는 전기 대비 상승함.

- 투자영업성과의 구성 요인인 레버리지 비율과 투자이익률을 살펴보면, 레버리지 비율과 투자이익률이 전기 대비 하락하여 투자영업성과는 전기 대비 하락
- 보험영업성과의 경우는 자본회전율이 전기 대비 소폭 상승하고 매출이익률이 전기 대비 대폭 상승함에 따라 전기 대비 상승

〈 그림 III-26 〉 손해보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향

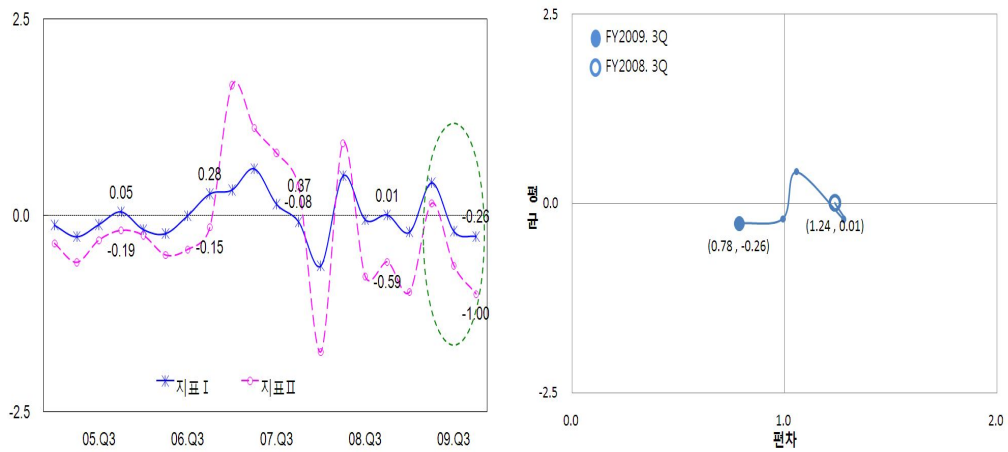


2) 갭 변화

□ FY2009 3분기 손해보험회사 투자영업성과 평균은 전기 대비 소폭 하락했으며, 여전히 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 전년 동기 수준과 비교해 볼 때 투자영업성과는 악화된 모습을 보이고 있으며, 회사별 편차는 대폭 축소됨.

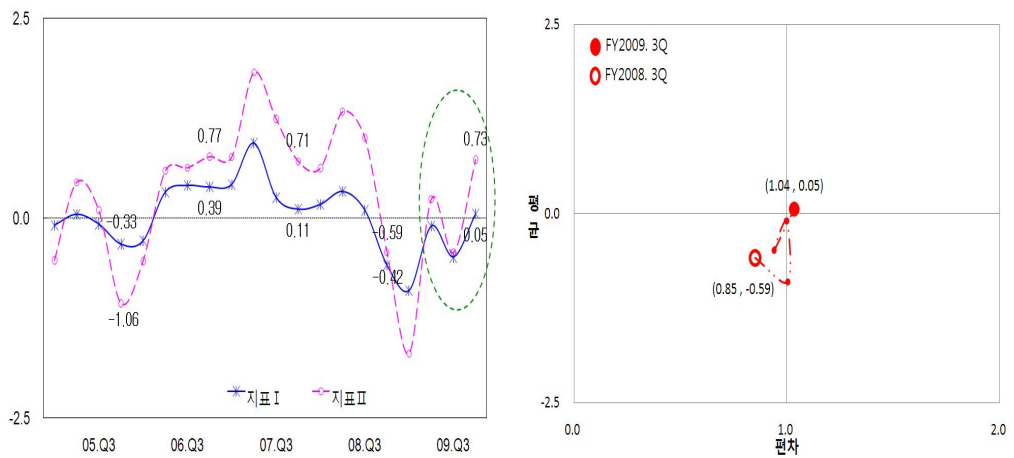
< 그림 Ⅲ-27 > 손해보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)



□ FY2009 3분기 손해보험회사 보험영업성과는 전기 대비 상승하였으며 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 손해보험회사의 보험영업성과는 투자영업성과와 달리 전기 대비 상승하였으며, 전년 동기 대비 상승하였고 회사별 편차는 소폭 확대되었음.

< 그림 III-28 > 손해보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)

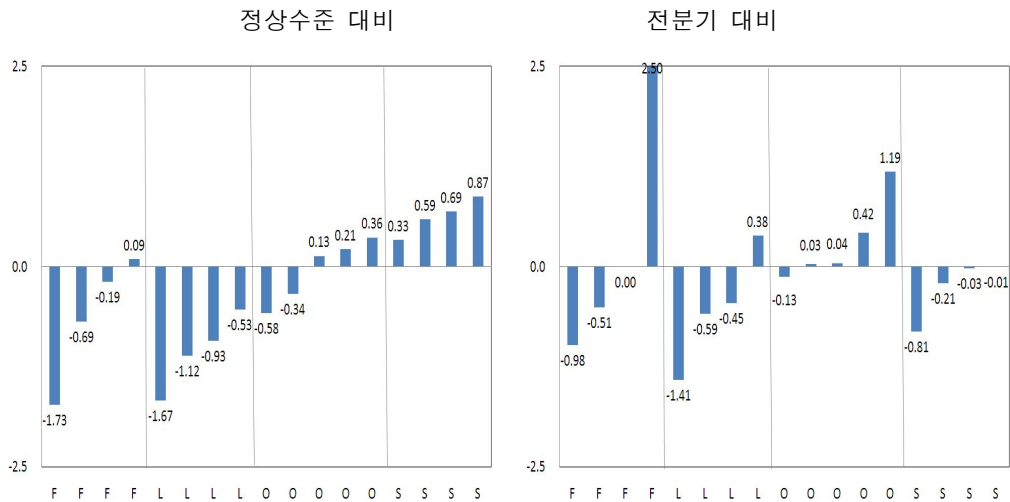


3) 갭 분포

□ 정상수준과 전분기 대비 차이를 보여주는 회사별 투자영업성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 상태의 회사와 마이너스 갭 상태의 회사가 그룹별로 혼재됨에 따라 투자영업성과는 전기 대비 하락하였고 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.

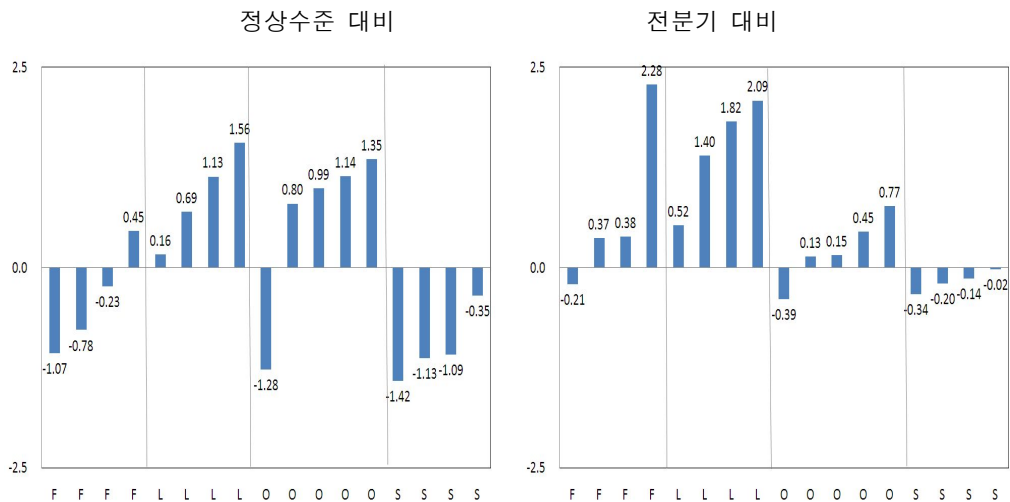
- 정상수준 대비 갭 분포의 경우, 전업사 그룹이 정상수준을 상회하는 플러스 갭 수준이며, 외국사와 대형사 그룹이 마이너스 갭 분포를 보이고 있음.
- 전분기 대비 갭 분포의 경우, 대부분의 회사들이 마이너스 갭 분포를 보이는 반면, 중소형사 1곳과 외국사 1곳의 회사가 큰 폭의 플러스 갭을 시험하였으나 산업 평균적으로 전분기 대비 하락함.

〈 그림 Ⅲ-29 〉 손해보험 투자영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 회사별 보험영업성과 갭 분포를 보게 되면, 마이너스 갭 상태의 회사보다 플러스 갭 상태의 회사가 우위를 점함에 따라 보험영업성과가 정상수준을 상회하는 것으로 나타남.
- 정상수준 대비의 경우 그룹별로 외국사와 전업사 그룹이 마이너스 갭에 머물고 있고, 대형사와 중소형사의 경우 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.
- 전분기 대비의 경우 전업사 그룹과 소수의 회사만 마이너스 갭 상태이고 대부분의 회사들이 플러스 갭 상태임.

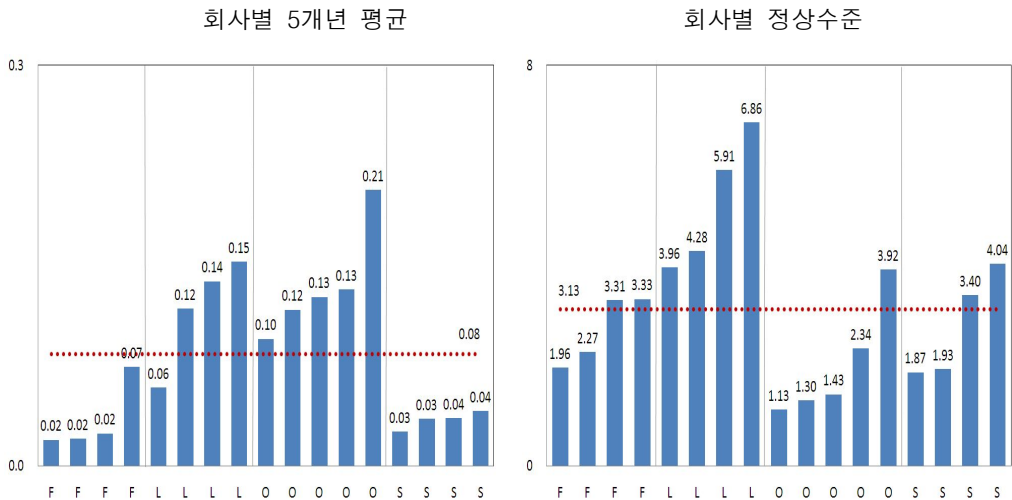
< 그림 III-30 > 손해보험 보험영업성과 갭 분포



4) 정상수준

- 손해보험 투자영업성과 회사별 5개년 성과 평균을 살펴보면, 대형사와 중소형사는 대부분 시장 집계평균을 상회하였고 전업사와 외국계 회사는 시장 집계평균을 하회함.
- 회사별 5개년 평균에서는 시장 집계 평균을 하회하는 전업사가 변동성을 조정한 정상수준에서는 시장 정상수준을 상회하는, 안정적인 투자영업성과를 달성하는 것으로 나타남.
- 그에 반해 중소형사 그룹은 회사별 평균이 시장 집계 평균을 상회하는 반면, 회사별 정상수준의 경우 1개사를 제외하고 시장 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-31 〉 손해보험 투자영업성과 정상수준

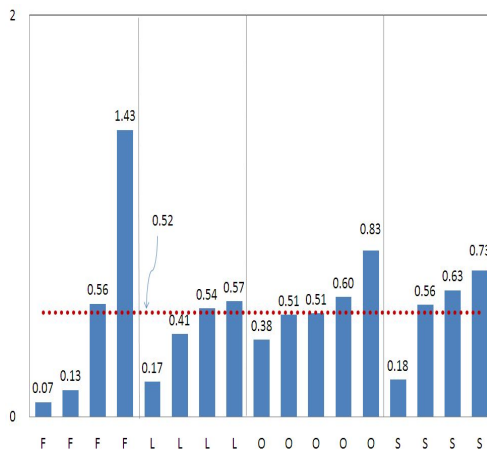


□ 손해보험 보험영업성과 회사별 평균을 살펴보면, 외국계 회사 1곳이 시장 집계평균을 크게 상회하고 있으며, 그룹별로 전사 평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있음.

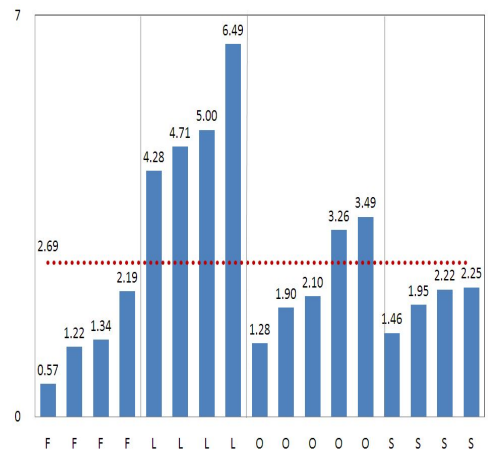
○ 회사별 5개년 평균 그림에서 시장 집계평균보다 조금 높거나 하회하였던 대형사의 경우, 회사별 정상수준이 시장 정상수준을 크게 상회하여 안정적인 경영성과를 시현한 것으로 판단됨.

〈 그림 III-32 〉 손해보험 보험영업성과 정상수준

회사별 5개년 평균



회사별 정상수준



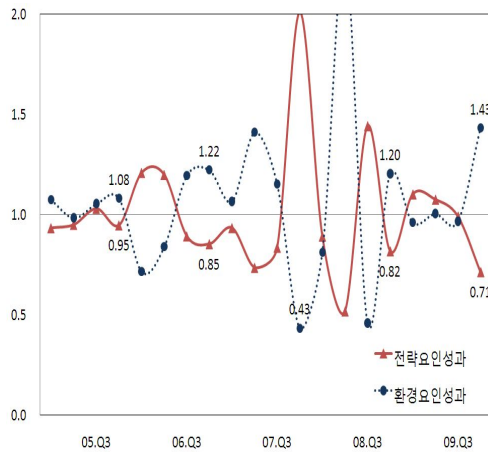
5) 개선도

□ FY2009 3분기 손해보험 투자영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 전기 대비 악화되고 환경요인 성과는 개선됨.

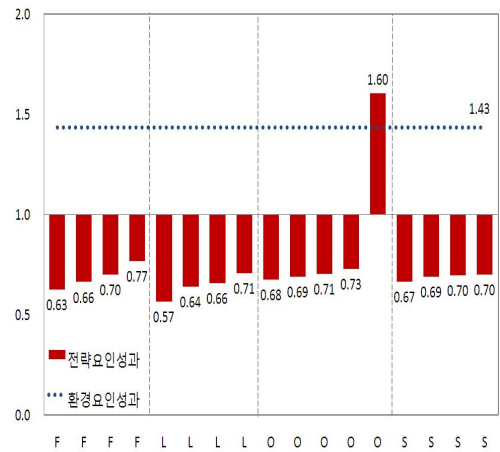
○ 현 분기의 투자영업성과 개선도 분포를 보면, 중소형사 그룹의 1개 회사를 제외하고 모든 회사의 전략요인 성과가 하락함

< 그림 Ⅲ-33 > 손해보험 투자영업성과 개선도

5개년 추이

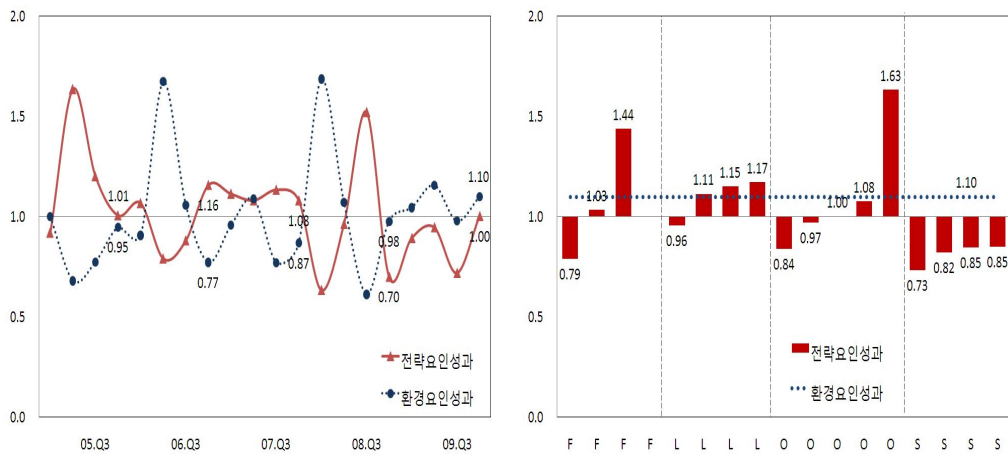


현 분기 분포



- FY2009 3분기 손해보험 보험영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과와 환경요인 성과 모두 전기 대비 개선된 모습을 보임.
- 현 분기의 보험영업성과 개선도 분포를 보면, 전업사 그룹이 하락하고 있는 가운데, 그룹별로 전략요인 성과가 상승하거나 하락한 회사들이 혼재되어 나타나고 있어 산업 전체적으로 전략요인 성과는 전기 대비 개선되었음.

〈 그림 III-34 〉 손해보험 보험영업성과 개선도
5개년 추이 현 분기 분포

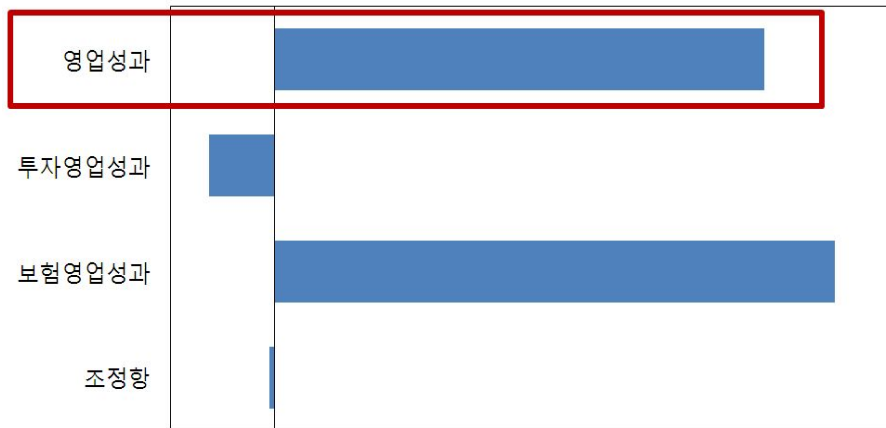


나. 영업성과 및 기타성과

1) 변화 방향

- FY2009 3분기 손해보험회사 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분해 보면, 영업성과와 기타성과 모두 전기 대비 상승하였음.
- 투자영업성과와 보험영업성과로 구성이 되는 영업성과에서는 투자영업성과는 전기 대비 소폭 하락, 보험영업성과는 큰 폭으로 상승하였음.

〈 그림 Ⅲ-35 〉 손해보험 영업성과 변화 방향

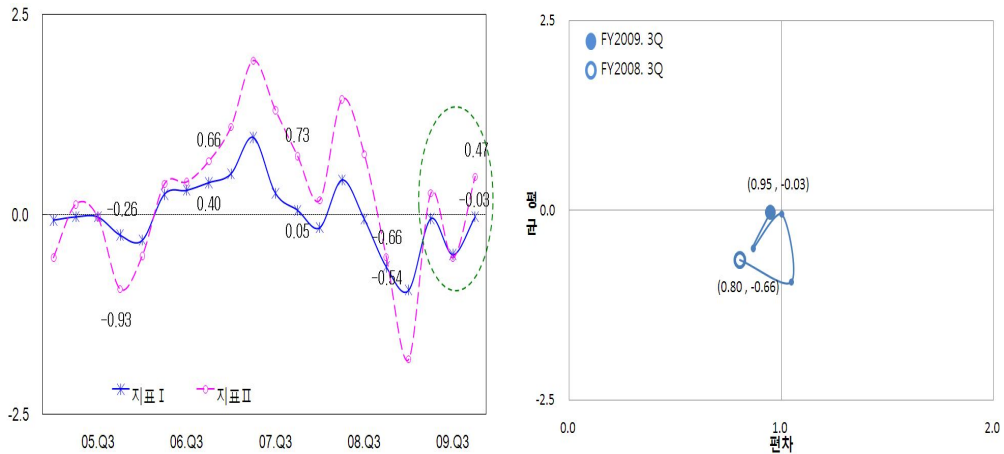


2) 갭 변화

□ FY2009 3분기 손해보험회사 영업성과는 전기 대비 상승하였으나, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 손해보험회사의 영업성과는 전년 동기 대비 상승한 것으로 나타나고 있으며, 회사별 편차는 전년 동기보다 소폭 확대됨.

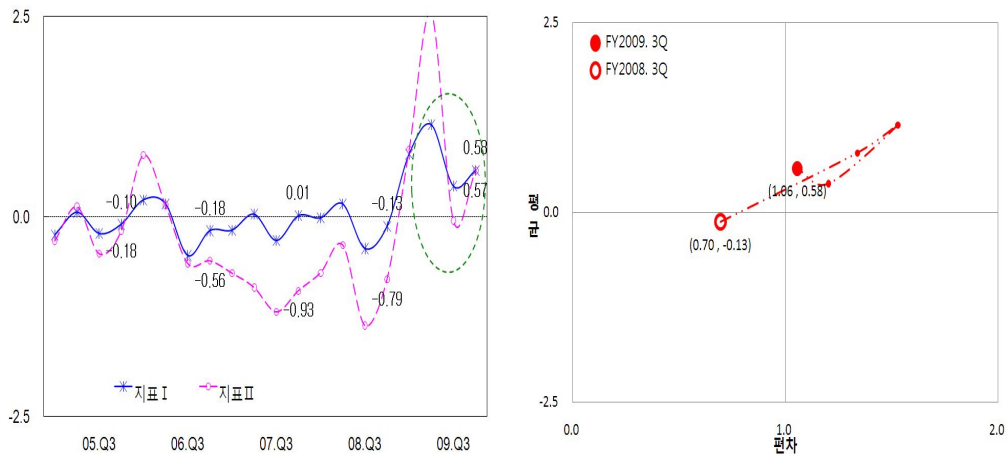
< 그림 III-36 > 손해보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)



주 : 회사별 영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- FY2009 3분기 손해보험회사의 기타성과는 영업성과와 마찬가지로 전기 대비 상승한 것으로 나타나며, 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임
- 손해보험회사의 기타성과를 전년 동기와 비교해 볼 때, 상승한 것으로 나타나 계절효과를 감안하더라도 기타성과는 큰 폭으로 개선되었고 회사별 편차는 전년 동기 대비 확대되었음.

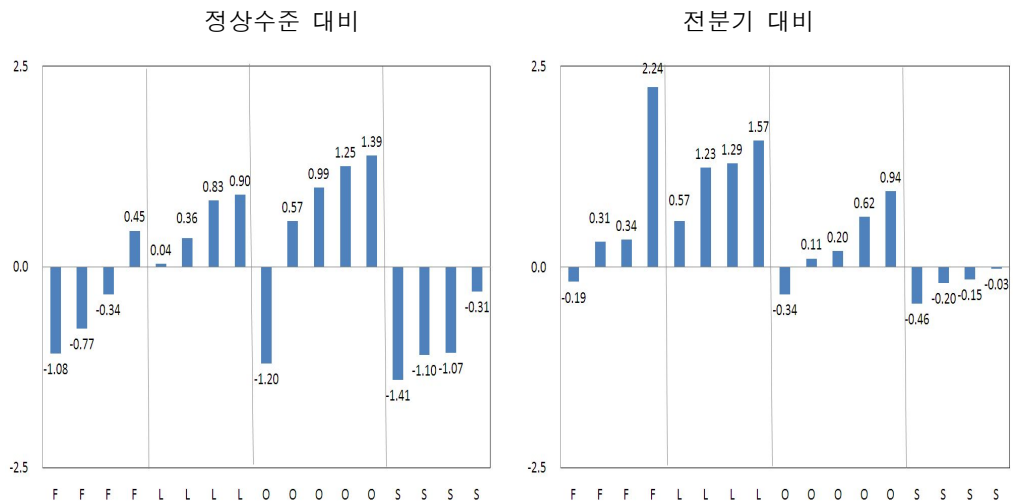
〈 그림 Ⅲ-37 〉 손해보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)



3) 갭 분포

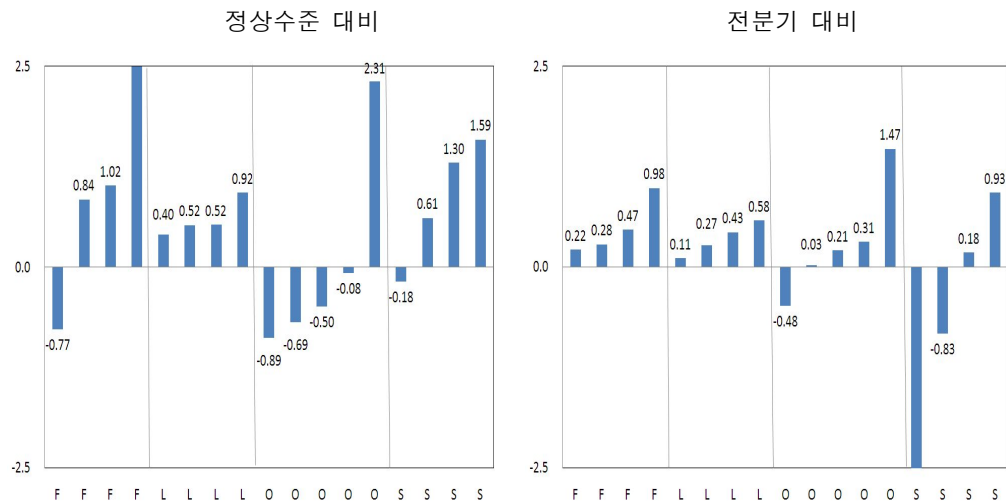
- 정상수준 대비 영업성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 상태에 있는 회사보다 마이너스 갭 상태에 있는 회사가 우위를 점함에 따라 정상수준을 하회하고 있음.
- 정상수준 대비 영업성과 갭 분포에서, 대형사와 중소형사 그룹은 플러스 갭을, 외국사와 전업사 그룹의 회사 대부분은 마이너스 갭 상태임.
- 전기 대비 영업성과 갭 분포를 살펴보면, 전업사 그룹과 일부 중소형사와 외국사를 제외하고 대부분 회사의 영업성과는 개선되었음.

< 그림 III-38 > 손해보험 영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 기타성과 갭 분포의 경우, 중소형사 그룹과 일부 회사를 제외하고 나머지 회사들은 플러스 갭 상태에 있음.
- 정상수준 대비 마이너스 갭 영역에 속해 있는 회사 수는 모두 6개사이고 나머지는 모두 플러스 갭 상태임.
- 전분기 대비 기타성과 갭 분포를 보게 되면 전업사 2곳, 중소형사 1곳을 제외하고 나머지 회사들의 기타성과가 개선되었으며, 그룹별 편차는 축소되었음.

< 그림 Ⅲ-39 > 손해보험 기타성과 갭 분포



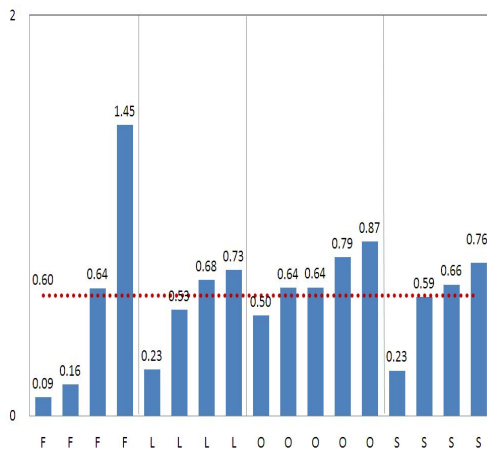
4) 정상수준

□ 손해보험 영업성과 회사별 20개 분기 성과 평균을 살펴보면, 그룹별로 시장 집계 평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있으나, 회사별 정상수준에서는 대형사 그룹과 중소형사 2곳이 시장 정상수준을 상회하는 것으로 나타남.

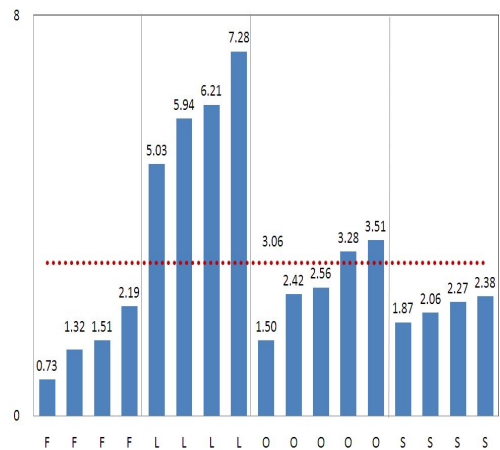
○ 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 대형사 그룹의 경우 회사별 정상수준이 다른 그룹에 비해 높은 것으로 나타나 안정적인 영업성과를 달성하고 있음.

< 그림 III-40 > 손해보험 영업성과 정상수준

회사별 5개년 평균



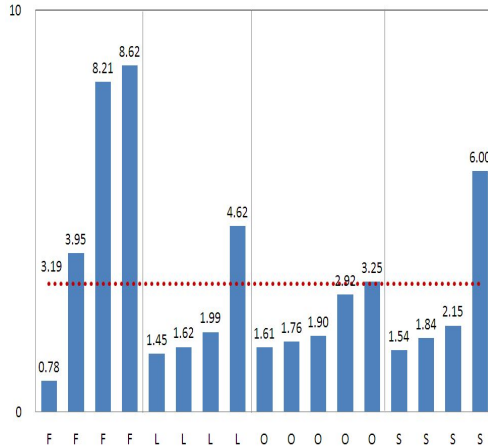
회사별 정상수준



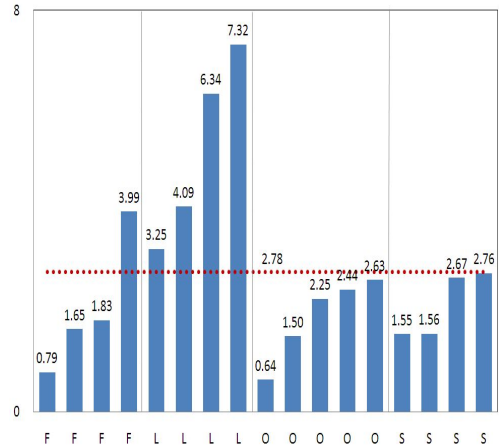
- 손해보험 기타성과 회사별 5개년 성과 평균을 살펴보면, 그룹별로 소수의 회사가 시장 집계평균을 상회하고 있으며, 나머지 회사들은 시장 집계평균을 하회함.
- 회사별 정상수준 그림에서는 5개년 성과 평균 그림과 달리 대형사 그룹과 외국사 1곳이 시장 정상수준을 상회하고 있어, 다른 그룹에 비해 안정적인 경영성과를 시험하는 것으로 판단됨.

< 그림 Ⅲ-41 > 손해보험 기타성과 정상수준

회사별 5개년 평균



회사별 정상수준



5) 개선도

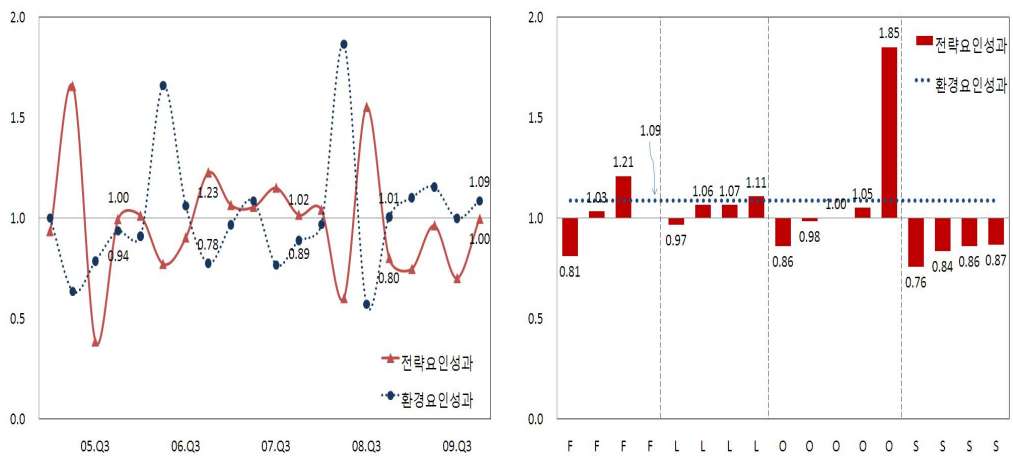
□ FY2009 3분기 손해보험 영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 전기 대비 상승하였으며, 환경요인 성과 역시 상승하였음.

○ 현 분기의 영업성과 개선도 분포를 보면, 전업사 그룹은 전략요인 성과가 모두 하락하였고, 다른 그룹은 전략요인성과가 상승하거나 하락한 회사들이 혼재되어 나타나고 있음.

〈 그림 III-42 〉 손해보험 영업성과 개선도

5개년 추이

현 분기 분포

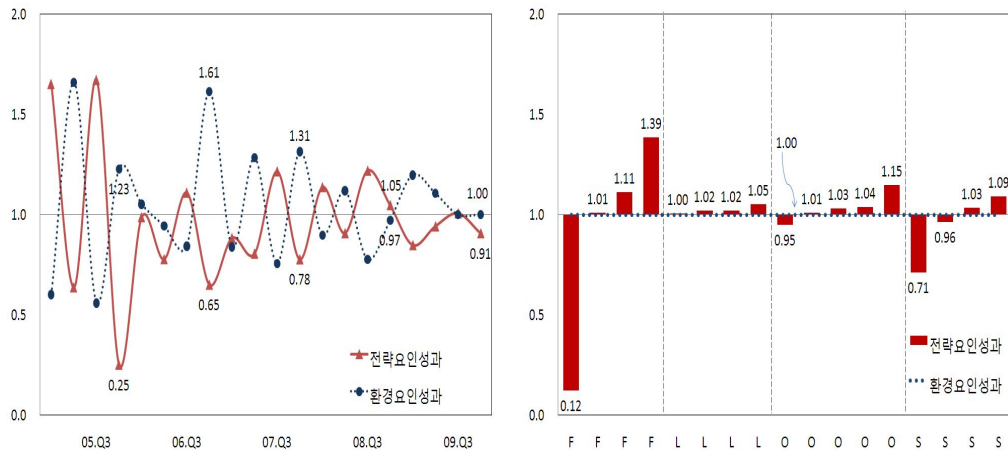


- 현 분기의 기타성과 개선도 분포를 보면, 외국사 1개사와 전업사 그룹 중 일부 회사의 전략요인 성과가 크게 악화됨에 따라 시장 전체적으로 전기 대비 악화된 것으로 나타남.

〈 그림 III-43 〉 손해보험 기타성과 개선도

5개년 추이

현 분기 분포

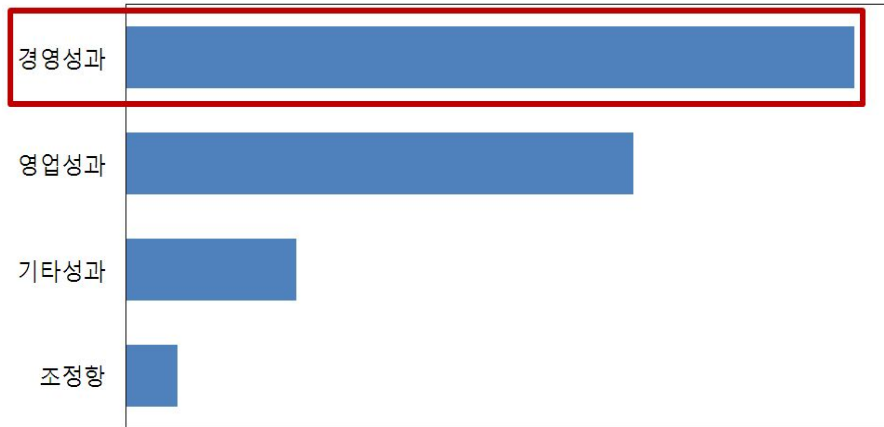


다. 경영성과

1) 변화 방향

- FY2009 3분기 손해보험회사 경영성과는 전기 대비 상승함.
- 경영성과를 구성하고 있는 영업성과와 기타성과 둘 다 상승하였는데, 영업성과가 큰 폭으로 상승하였음.

〈 그림 III-44 〉 손해보험 경영성과 변화방향

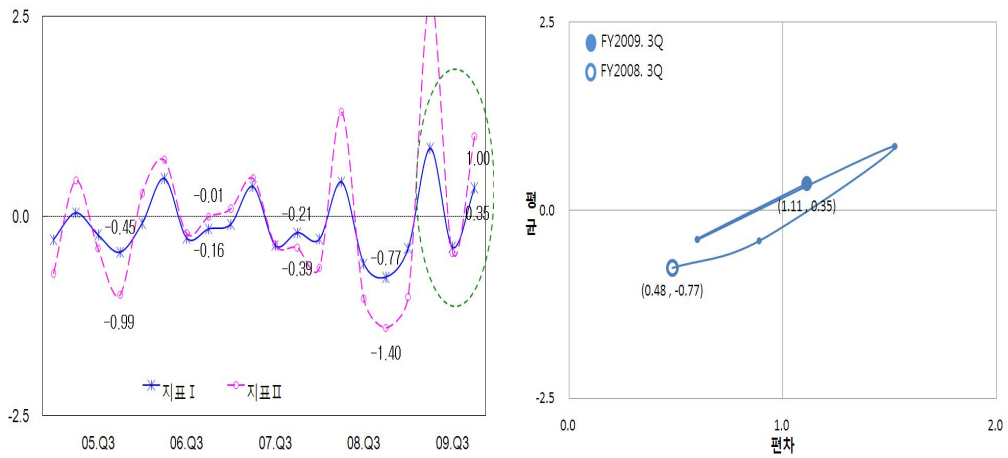


2) 갭 변화

□ FY2009 3분기 손해보험회사 경영성과 평균은 전기 대비 상승하여 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 전년 동기 대비 경영성과는 상승했으며, 회사별 편차는 확대되었음.

< 그림 III-45 > 손해보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)

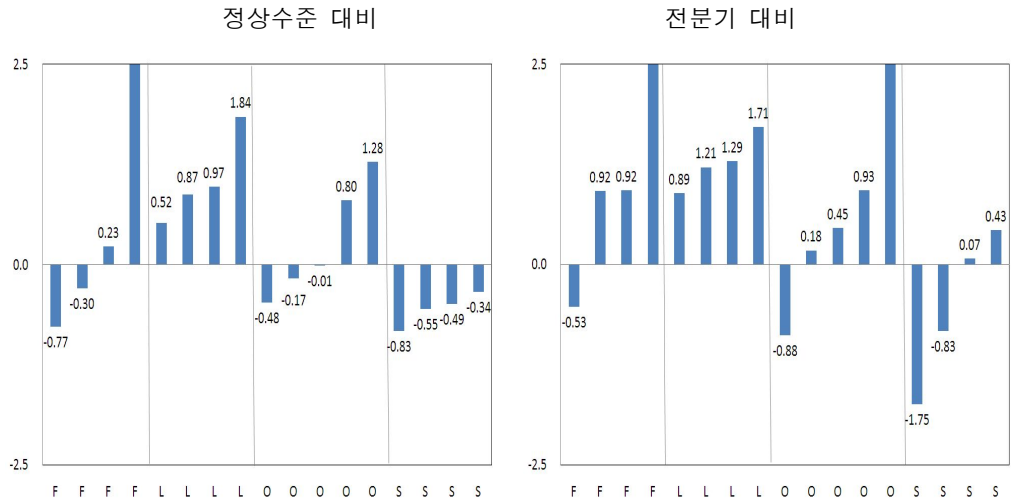


3) 갭 분포

□ 정상수준 대비와 전기 대비 회사별 경영성과 갭 분포의 경우 전업사 그룹과 일부 회사를 제외하고 대부분의 회사들이 플러스 갭 영역에 속하고 있으며, 전기 대비 상승함에 따라 경영성과의 상승으로 이어짐.

○ 정상수준 대비 갭 분포에서 나타난 바와 같이 대다수 회사가 플러스 갭 영역에 속함에 따라 손해보험회사의 경영성과는 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 놓임.

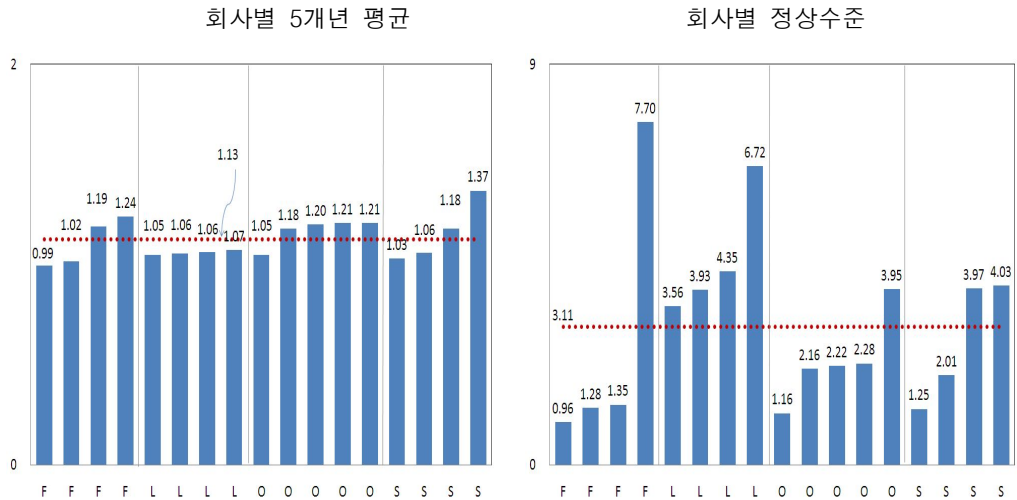
< 그림 III-46 > 손해보험 경영성과 갭 분포



4) 정상수준

- 손해보험 경영성과 회사별 5개년 성과 평균의 경우, 중소형사 그룹이 시장 집계평균을 상회하며 대형사그룹은 시장 집계평균을 하회하고 있음.
- 5개년 성과 평균 분포의 경우, 전업사그룹과 외국사 그룹은 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있음.
- 변동성을 조정한 회사별 정상수준 분포를 살펴보면, 회사들 및 그룹간 편차가 확대됨.
 - 대형사는 회사별 평균의 경우 중소형사 보다 낮은 수준이나, 회사별 정상수준 그림에서는 시장 정상수준을 상회함에 따라 다른 그룹의 회사들보다 안정적인 경영성과를 시현하고 있음.

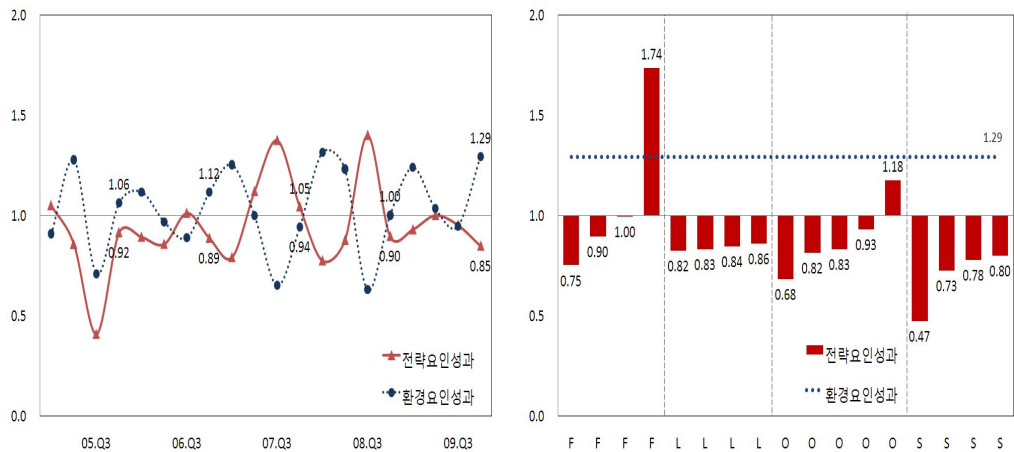
〈 그림 Ⅲ-47 〉 손해보험 경영성과 정상수준



5) 개선도

- FY2009 3분기 손해보험 경영성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 악화되었으나 환경요인 성과는 개선됨.
- 현 분기의 경영성과 개선도 분포를 보면, 대부분의 회사들이 전략요인성과가 악화된 모습을 보이고 있음.

〈 그림 III-48 〉 손해보험 경영성과 개선도
5개년 추이 현 분기 분포

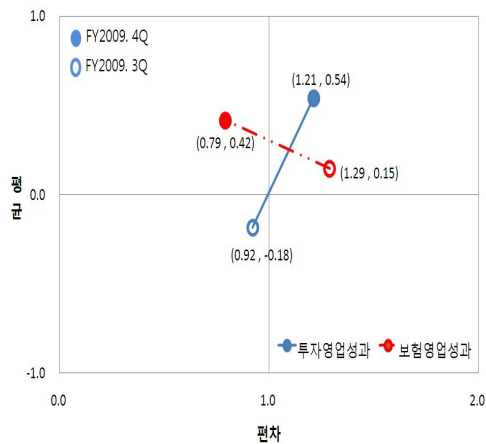
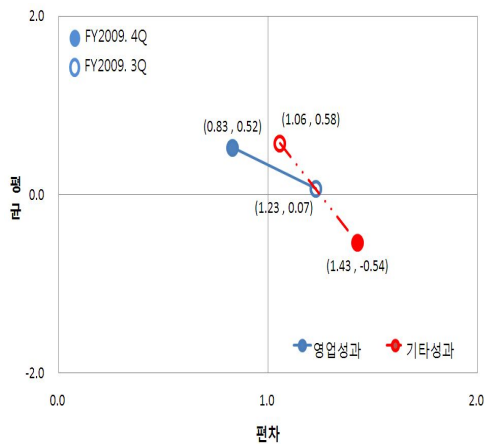


라. 전 망

□ FY2009 4분기 손해보험회사의 전체 경영성과를 영업성과와 기타성으로 구분할 때, 영업성과는 상승하나 기타성과는 하락할 것으로 예상됨.

- 향후 상승할 것이 예상되는 영업성과에서는 회사별 편차가 소폭 축소되고, 하락할 것으로 보이는 기타성과의 회사별 편차는 확대될 것으로 예상됨.
- 손해보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 두 성과 모두 상승할 것으로 예상되며, 투자영업성과의 편차는 확대, 보험영업성과의 편차는 축소될 것으로 예상됨.

〈 그림 III-49 〉 손해보험 경영성과 추정치
영업성과 vs.기타성과 투자영업성과 vs.보험영업성과



- FY2009 4분기 손해보험회사 투자영업성과와 보험영업성과 추정치를 레버리지비율 및 투자이익률, 자본회전율 및 매출이익률로 구분하여 볼 때, 레버리지 비율, 투자이익률과 자본회전율, 매출이익률 모두 상승할 것으로 예상됨
- 투자이익률과 레버리지비율의 편차는 둘 다 확대될 것으로 예상됨.
- 매출이익률과 자본회전율 역시 상승할 것으로 예상되는데 매출이익률의 편차는 크게 축소되고, 자본회전율의 편차는 변화가 거의 없을 것으로 예상됨.

< 그림 III-50 > 손해보험 경영성과 추정치



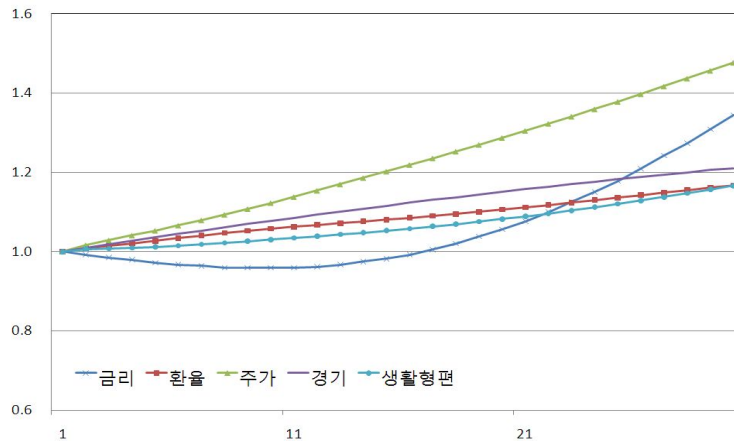
3. 기업가치 추정

가. 시나리오 분석

1) 시나리오 설정

- 향후 경제환경 변화에 따른 보험회사 성장률 예측을 위해 다음과 같은 시나리오를 설정함.
- 향후 경기 회복에 따른 금리상승 압력이 작용할 것으로 예상됨에 따라, 금리가 완만하게 상승하는 시나리오 하에서의 보험회사의 성장률 변화를 분석함.
- 현 분기 대비 향후 거시 경제지표 예측치 추이를 살펴보면, 생활형편지수와 환율의 변동폭이 타 경제지표에 비해 작은 것으로 나타나고 있으며, 주가의 경우 타 변수 보다 금리와 가장 민감하게 반응하고 있는 것으로 나타남.

< 그림 III-51 > 금리시나리오 하에서의 거시경제지표 변화

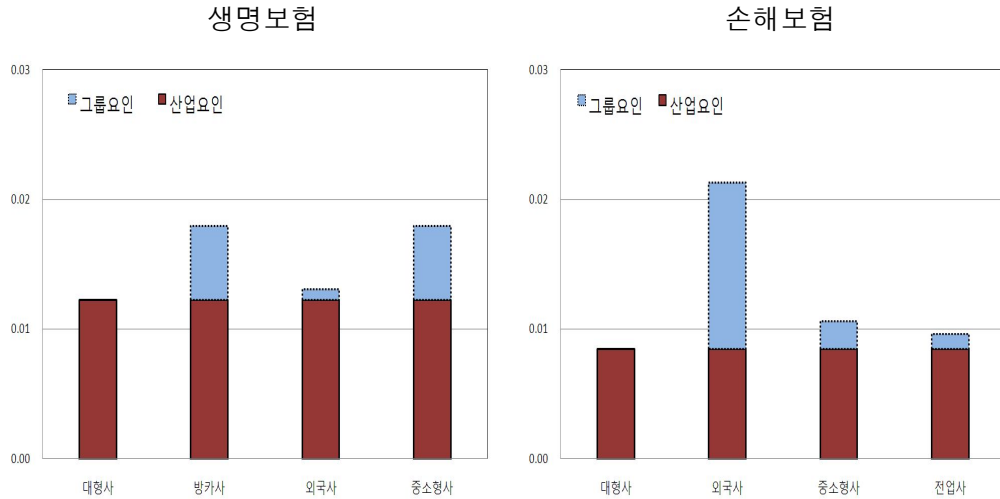


2) 분석 결과

- 회사별 현금흐름 추정을 위한 영업이익 성장률은 산업요인, 그룹요인, 개별요인으로 구성됨.
 - 회사별 성장률은 그룹별 특성에 좌우되는 요인(그룹요인)과 개별회사 특성에 좌우되는 요인(개별요인)에 따라 상이하게 나타남.

- 금리가 완만히 상승하는 시나리오 하에서, 생명보험회사와 손해보험회사 모두 성장률은 상승하는 것으로 나타나고 있음.
 - 생명보험회사와 손해보험회사의 산업요인을 비교해 볼 때 생명보험의 산업요인에 의한 성장률 증가가 보다 높게 나타남.
 - 이는 앞서 설정된 금리시나리오 하에서 실물경기 보다 자본시장 환경의 개선 효과가 큰 것으로 나타나고 있어, 보험리스크 비중이 큰 손해보험회사 보다 금리리스크가 대부분을 차지하는 생명보험회사의 산업요인에 의한 성장률이 보다 높게 나타나는 것으로 판단됨.
 - 그룹요인에 의한 성장률을 비교해 보면, 생명보험회사의 경우 방카사 및 중소형사가, 손해보험회사는 외국사의 성장률이 높은 것으로 나타남.
 - 생명보험 방카사의 경우 주가상승에 따른 변액보험 판매 증가로 인하여, 타그룹에 비해 그룹요인에 의한 성장률이 클 것으로 예상됨.
 - 손해보험 전업사의 경우에는 금리변화와 상관성이 작은 자동차보험만을 취급함에 따라, 외국사 및 중소형사에 비해 성장률 변화가 크지 않은 것으로 판단됨.

〈 그림 Ⅲ-52 〉 성장률 추정



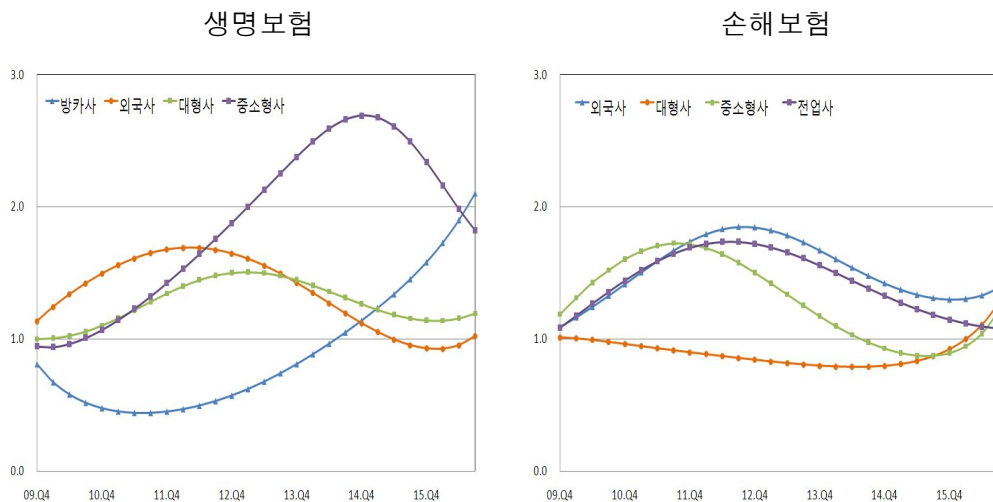
다. 기업가치 추정 결과¹⁷⁾

- 생명보험의 경우 향후 경제환경 변화에 따라 중소기업의 기업가치 상승이 큰 것으로 나타나고 있음.
- 대형사의 경우 경제환경 변화에 따른 기업가치의 변동이 작은 것으로 나타남에 따라, 타그룹에 비해 안정적인 기업가치를 보유하고 있는 것으로 보임.
- 방카사의 기업가치는 금리의 변화 방향과 가장 유사한 형태를 띄고 있음.
 - 앞서 제시된 향후 경제 예측치 변화에서 나타난 바와 같이 주가의 경우 타 변수 보다 금리변화에 민감하게 반응하고 있어, 방카사의 경우 주가상승에 따른 변액보험 판매증가로 기업가치가 상승하는 것으로 보임.

17) 해당시점의 값은 현 시점의 기업가치 계수 대비 향후 가치변화를 나타냄.

- 손해보험의 경우 생명보험에 비해 기업가치 변동이 상대적으로 작은 것으로 나타나고 있으며, 그룹별로는 외국사의 기업가치 상승이 큰 것으로 나타남.
- 생명보험보다 기업가치 변동이 작게 나타나고 있는 것은 금리리스크 보다 보험리스크가 다수를 차지하고 있는 손해보험의 특성에 따라, 자본시장에 대한 영향을 보다 적게 받는 것에 기인하고 있는 것으로 보임.
- 그룹별로 기업가치 변화를 비교해 볼 때, 외국사의 기업가치 상승폭이 가장 큰 것으로 나타나고 있으며, 대형사 및 전업사의 기업가치 변동폭이 가장 작은 것으로 나타남.
 - 전업사의 경우 금리변동과 무관한 자동차 보험만을 취급하고 있는 특성으로 인해 기업가치의 변화가 타 그룹과 비해 작은 것으로 판단됨.

〈 그림 III-53 〉 현금흐름의 현가



부록. 분석체계

1. 경영환경 분석 내용
2. 경영성과 분석 내용
3. 기업가치 분석 내용

부록. 분석체계

1. 경영환경 분석 내용

가. 지표 구성

1) Boone 경쟁도 지수

- 한계비용($mc_{i,t}$)이 낮은 기업일수록 보다 높은 시장점유율($S_{i,t}$)을 차지한다는 가정 하에서 Boone 모형을 이용하여 경쟁도를 측정함.

$$\ln S_{i,t} = \alpha + \beta \ln mc_{i,t} + u_{i,t}$$

- 상기의 식에서 β 를 Boone 지수라 하며, β 가 마이너스 값을 나타내면 효율성이 높은 회사일수록 시장점유율이 높다는 것을 의미하고, 그 절댓값이 커질수록 경쟁압력이 높아지는 것으로 해석
 - 일반적으로 효율성이 높은 기업일수록 그렇지 못한 기업에 비해 시장점유율과 수익성이 높기 때문에 β 는 마이너스 값을 시현
 - Boone은 회사들 사이의 시장점유율 차이의 확대가 한계비용 차이에 의해서 결정될 때 시장경쟁도가 증가함을 제시
 - 따라서 β 가 마이너스이면서 절댓값이 커질수록 경쟁압력이 높아지는 것으로 해석
- 위의 식에서 β 를 추정하기 위해서는 우선 보험회사의 한계비용($mc_{i,t}$)을 산출해야 하며, 이를 위해 다음과 같은 트랜스로그 비용함수(translog cost function)를 설정하여 추정

$$\ln C_{i,t} = \alpha + \beta \ln q_{i,t} + \gamma \ln w_{i,t} + \phi (\ln q_{i,t})^2 + \delta (\ln q_{i,t} \times \ln w_{i,t}) + \psi (\ln w_{i,t})^2 + \epsilon_{i,t}$$

- 여기서 $C_{i,t}$ 는 t 기에 i 보험회사의 영업비용, $q_{i,t}$ 는 보험회사의 산출물로서 수입보험료, 그리고 $w_{i,t}$ 는 보험회사의 생산요소 비용으로서 단위당 인건비를 의미
 - 영업비용은 손익계산서상의 영업비용을 의미하고, 단위당 인건비는 전기석·손관설(2001)의 연구와 같이 총사업비를 설계사수와 임직원수의 합으로 나누어 산출
- 다음으로 비용함수 추정결과에 기초하여 다음과 같은 식을 통해 개별 보험회사의 시점별 한계비용을 산출

$$mc_{i,t} = \frac{\partial C}{\partial q} = \frac{C}{q} \times \frac{\partial \ln C}{\partial \ln q}$$

- 여기서 $\partial \ln C / \partial \ln q$ 는 비용함수 추정결과를 수입보험료 q 에 대해 미분하여 산출
- 마지막으로 산출된 한계비용을 설명변수로 하고 시장점유율을 종속변수로 하여 매 시점에 회귀분석을 실행하여 시점별 β 를 산출

2) 보험종목별 주력판매 회사 수

- 개별 보험회사가 판매하는 종목 중 판매비중이 가장 높은 종목을 주력 판매종목으로 간주하여 분기별로 각 보험종목을 주력으로 판매하는 회사의 수가 어떻게 변화하고 있는가를 분석함.
- 보험회사 i 가 판매하는 보험종목 중 종목 j 의 판매비중이 $s_{i,j}$ 일 때, 다음의 식을 이용하여 보험회사들의 종목별 주력판매 회사 수(N_j)를 산출하며, 이 때 각 종목의 판매비중은 수입보험료와 초회보험료를 이용

$$N_j = \sum_{i=1}^n K_{i,j} \quad \text{for } j$$

여기서 $K_{i,j} = \begin{cases} 1 & \text{if } \text{Max}[S_{i,j}] = s_{i,j} \text{ for } i, j \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases}$

- 종목별 주력판매회사수를 통해서 최근 보험회사들의 상품전략이 어떠한 종목을 중심으로 이루어지고 있는가를 파악

3) 보험종목 다각화 지표

- 기준시점에 비해서 개별 보험회사의 보험종목 다각화 수준이 어떻게 변화하고 있는가를 분석함.
- 개별 보험회사의 종목다각화 수준은 판매하고 있는 각 종목의 판매비중을 제곱하고 다시 이를 합하여 회사별 종목허핀달지수(HHI)를 산출
 - 보험회사 i 의 보험종목 j 의 판매비중 산출은 생명보험의 경우 수입보험료를 사용하고 손해보험의 경우 원수보험료를 사용

$$HHI_i = \sum s_{i,j}^2$$

여기서 $s_{i,j}$ = 보험회사 i 의 종목 j 의 판매비중

4) 보험종목 판매선호도 지표

- 보험회사들의 보험종목별 판매확대 선호도 수준과 시점별로 그 추이는 어떻게 변화하고 있는가를 분석함.
- 다음의 모형은 LSV모형¹⁸⁾을 응용하여 보험회사의 종목별 초회보험료가 증가한 회사수를 기준으로 판매 선호도를 측정하는 지표임.

$$H_i = |P_i - P_t| - E|P_i - P_t|$$

18) LSV모형은 주식시장에서 투자자들의 군집행동을 측정하기 위해 개발된 것으로서 이후 뮤추얼펀드 매니저의 군집행동 측정, 은행들의 대출시장에서 군집행동 측정에 활용된 바 있음.

$$P_i = X_i / N_i$$

i = 연도 t 와 종목 j 에 대한 초회보험료를 결합한 기호를 의미

N_i = 연도 t 에 종목 j 를 판매중인 보험회사의 수

X_i = 연도 t 에 종목 j 에 대한 초회보험료가 증가한 보험회사의 수

P_t = 연도 t 에 모든 P_i 의 평균

$E|P_i - P_t|$ = $|P_i - P_t|$ 의 평균

- 모형의 첫째 항은 종목별 초회보험료 증가 회사수의 평균에 비해 개별 보험종목의 수입보험료 증가 회사수가 얼마나 많은가를 반영
 - P_i 는 국내 보험회사의 전반적인 판매전략을 의미하는 것으로서, 만약 모든 보험회사가 독립적으로 종목 j 에 대한 매출을 P_t 의 확률로 확대시킬 것으로 결정한다면 $|P_i - P_t|$ 는 0에 수렴
 - 반면, 보험회사들이 일제히 특정 종목에 매출을 증가(감소)시킨다면 P_i 는 P_t 와 멀어지게 되며 $|P_i - P_t|$ 값이 상승
- 모형의 둘째 항은 조정계수(adjustment factor)로서 개별 보험종목의 수입보험료 증가 회사수에 대한 기댓값
 - 즉, 조정계수는 $|P_i - P_t|$ 의 기댓값을 의미하며, 이는 X_i 가 이항분포를 따른다는 사실을 이용하여 산출
- 따라서 보험종목의 H 지수가 상승하면 해당 보험종목에 대한 보험회사들의 판매 선호도가 높아짐을 의미
 - 예를 들어, 보험회사의 수가 100개이고 보험종목 A에 대한 H 값이 0.5라면, 이는 평균적인 매출증가 회사수에 비해 50(=100×0.5)개사가 더 증가했음을 의미

5) 자산구성 변동지수

□ 보험회사 대차대조표의 자산과 부채의 변동은 재무건전성의 변화를 나타내는 중요한 정보이므로 그 변화를 쉽게 식별하기 위하여 변동지수를 이용함.

○ 대차대조표의 특정 자산이 주는 정보량은 해당 자산이 자산에서 차지하는 비율인 구성비의 역수로 표현할 수 있음.

- 구성비의 역수를 취하는 것은 '특정 사건의 정보량은 해당 사건이 발생할 확률에 반비례'하는 정보이론 개념에 기초
- i번째 자산, A_i 의 구성비인 q_i 를 동 자산의 발생 확률로 볼 경우, 자산 A_i 의 정보량은 식(1)과 같음.

$$\text{자산}(A_i) \text{ 정보량} = 1/q_i \quad \dots\dots\dots (1)$$

○ 자산구성의 변화를 보기 위하여 당기구성비(q_i) 정보에 전기구성비(p_i) 정보를 추가하여 식(2)와 같이 자산 A_i 의 변동 정보량을 측정할 수 있음.

$$\begin{aligned} \text{자산}(A_i) \text{ 변동 정보량} &= \ln (1/p_i) - \ln (1/q_i) \\ &= \ln (q_i/p_i) \quad \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

○ 각 자산의 당기구성비에 식(2)와 같은 변동 정보량을 가중한 값들의 합으로써 전체 자산의 구성비 변화를 식별할 수 있는 자산구성 변동지수를 식(3)과 같이 구성할 수 있음.

- 전기대비 당기구성비가 감소하는 상황('q < p')을 고려하여 절댓값을 취함.

$$\text{자산구성 변동지수} = \sum_i (q_i \times | \ln q_i/p_i |) \quad \dots\dots\dots (3)$$

i : 총자산 항목 또는 유가증권 항목

2. 경영성과 분석 내용

가. 경영성과 분석체계

1) 구성항목별 체계

- 보험회사 전체 경영성과를 구성항목별로 구분하여 평가하는 체계를 구성
- 보험회사 장래현금흐름은 영업이익 성장에 따라 결정되는 만큼, 전체 경영성과를 보여주는 지표로서 영업이익 성장률을 분석하되 이를 구성항목별로 구분
 - 아래에 나타난 것처럼, 전체 경영성과는 구성항목별로 구분 가능

< 경영성과 구성항목 >



- 영업이익 성장률을 영업성과를 보여주는 자본이익률(ROE)과 기타성과를 보여주는 이익자본비율로 구분
 - 손익계산서 항목인 영업이익(R)은 해당 분기 말 수준을 사용하는 한편, 대

차대조표 항목인 자본(E)은 해당 분기 초 수준과 말 수준의 평균(E_t^o)을 사용

$$\frac{R_t}{R_{t-1}} = \frac{R_t}{E_t^o} \times \frac{E_t^o}{R_{t-1}}$$

- 자본이익률을 투자영업성과 관련 자본이익률과 보험영업성과 관련 투자이익률로 구분

- 영업이익(R)은 보험영업이익(R^U)과 투자영업이익(R^I)의 합으로 구성되는 만큼, 자본이익률을 두 부분으로 구분

$$R_t = R_t^U + R_t^I$$

$$\frac{R_t}{E_t^o} = \frac{R_t^U}{E_t^o} + \frac{R_t^I}{E_t^o}$$

- 투자영업성과는 레버리지비율 A_t^o/E_t^o 과 투자이익률 R_t^I/A_t^o 로 구분

- 대차대조표 항목인 자산(A)은 해당 분기 초 수준과 말 수준의 평균(A_t^o)을 사용

$$\frac{R_t^I}{E_t^o} = \frac{A_t^o}{E_t^o} \times \frac{R_t^I}{A_t^o}$$

- 보험영업성과는 자본회전율 S_t/E_t^o 과 매출이익률 R_t^U/S_t 로 구분

- 손익계산서 항목인 매출(S)은 해당 분기 말 수준을 사용

$$\frac{R_t^U}{E_t^o} = \frac{S_t}{E_t^o} \times \frac{R_t^U}{S_t}$$

나. 성과지표 구성

1) 회사수준 지표

☐ 보험회사 재무비율을 경영성과 평가 지표로 활용

○ 재무비율은 생산성 수준을 보여주는 지표임.

- 시점 t 에서 보험회사 i 가 투입수준 $v_{i,t}^I$ 을 사용하여 산출수준 $v_{i,t}^O$ 을 달성한 경우, 투입-산출관계는 생산함수 $f(\cdot)$ 를 통해 표현됨.

$$v_{i,t}^O = f(v_{i,t}^I)$$

- 경영성과는 생산성 지표, 즉 생산함수의 도함수 $f'(\cdot)$ 에 따라 선형관계로 근사됨.

$$v_{i,t}^O \approx f'(\cdot) \times v_{i,t}^I$$

○ 따라서 재무비율을 보험회사 경영성과 지표로 사용하는 것이 적절함.

- 시점 t 에서 보험회사 i 가 거둔 성과 $r_{i,t}$ 는, 투입수준 $v_{i,t}^I$ 대비 산출수준 $v_{i,t}^O$ 의 비율로 계산

$$r_{i,t} \equiv f'(\cdot) \approx \frac{v_{i,t}^O}{v_{i,t}^I}$$

2) 업계수준 지표

□ 회사수준 성과지표를 사용하여 업계수준 성과지표를 구성함.

○ 보험회사별 성과지표의 실제수준 및 기초통계량 산정

- 최근 5년(20개 분기) 동안 실현된 $r_{i,t}$ 들 중 상·하위 각각 2.5%에 해당하는 값들은 비정상적인 것으로 간주하여 제외하고 2.5%~97.5% 범위에 속하는 값들로 평균 $\mu_{r,i}$ 과 변동성 $\sigma_{r,i}$ 을 계산

$$\mu_{r,i} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{i,t}$$

$$\sigma_{r,i} = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (r_{i,t} - \mu_{r,i})^2}$$

○ 업계수준 성과지표 산정

- 경영전략의 차이로 인하여 성과지표에서 회사별 편차가 나타나는데, 변동

성이 큰 일부 회사의 성과변화에 따라 업계수준 성과지표의 변화가 결정되는 것을 억제하기 위해 회사별 변동성조정성과를 사용

- 각 회사별로 시점들간 이질성을 통제하기 위해, $r_{i,t}$ 를 변동성 $\sigma_{r,i}$ 로 나누어 변동성조정성과 $r_{i,t}^o$ 를 산정

$$r_{i,t}^o \equiv \frac{r_{i,t}}{\sigma_{r,i}}$$

- 회사들의 변동성조정성과 $r_{i,t}^o$ 를 평균하여 업계수준 성과지표 $\tilde{r}_t$ 를 산정

$$\tilde{r}_t \equiv \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_{i,t}^o$$

□ 전분기 대비 성과지표의 증감을 기준으로 보험회사 경영성과를 판정함.

- 현 분기 성과 $\tilde{r}_t$ 에서 전분기 성과 $\tilde{r}_{t-1}$ 를 차감하여 $\Delta\tilde{r}_t$ 를 산정

$$\Delta\tilde{r}_t \equiv \tilde{r}_t - \tilde{r}_{t-1}$$

3) 구성항목별 분해

□ 경영성과의 변동을 구성항목별 변동으로 구분하여 변화 방향을 제시

- 각 성과의 변화는 구성항목별 성과의 변화로 구분 가능
 - 개별 회사수준 성과항목들 사이에서 아래의 관계가 항등관계로 성립

$$(\text{경영성과}) \equiv (\text{영업성과}) \times (\text{기타성과})$$

$$(\text{영업성과}) \equiv (\text{투자영업성과}) + (\text{보험영업성과})$$

$$(\text{투자영업성과}) \equiv (\text{레버리지비율}) \times (\text{투자이익률})$$

$$(\text{보험영업성과}) \equiv (\text{자본회전율}) \times (\text{매출이익률})$$

- 업계수준 성과항목들 사이에 등식관계를 적용하기 위해 필요한 조정항을 고려

- 회사수준 성과지표 $r_{i,t}$, $p_{i,t}$ 및 $q_{i,t}$ 가 항등관계 $r_{i,t} \equiv p_{i,t} + q_{i,t}$ 를 충족하더라도 업계수준 성과지표 $\tilde{r}_t$, $\tilde{p}_t$ 및 $\tilde{q}_t$ 간 등식이 유지되려면 조정항 $\tilde{\epsilon}_t$ 이 필요 (<부록 1> 참조)

$$\tilde{r}_t = \tilde{p}_t + \tilde{q}_t + \tilde{\epsilon}_t$$

- 업계수준에서 $\tilde{p}_t$ 와 $\tilde{q}_t$ 가 모두 하락함에도 불구하고 $\tilde{r}_t$ 는 상승하는 경우가 발생 가능성을 감안하여, 다음 표와 같이 각 성과의 증감을 구성 항목별 증감과 조정항 증감으로 분해하여 나타냄.

〈 성과 변화 분해 〉

지 표	의의
경영성과 증감	영업성과 증감 + 기타성과 증감 + 조정항 증감
영업성과 증감	투자영업성과 증감 + 보험영업성과 증감 + 조정항 증감
투자영업성과 증감	레버리지비율 증감 + 투자이익률 증감 + 조정항 증감
보험영업성과 증감	자본회전을 증감 + 매출이익률 증감 + 조정항 증감

4) 정상수준과 갭 분해

□ 전체적 성과를 정상수준과 갭으로 분해

- 전체성과 $\tilde{r}_t$ 를 모든 시점에서 일정하게 유지되는 정상수준 $\bar{r}$ 와 시점별로 변동하는 갭 $\ddot{r}_t$ 으로 분해하여 분석

$$\tilde{r}_t \equiv \ddot{r}_t + \bar{r}$$

- 정상수준은 일정하여 변화가 없으므로($\Delta\bar{r}=0$), 전체성과의 변화 $\Delta\tilde{r}_t$ 가 갭의 변화 $\Delta\ddot{r}_t$ 와 일치

$$\Delta\tilde{r}_t = \Delta\ddot{r}_t$$

□ 갭은 예상하지 못하던 경영환경의 변화로 인하여 보험회사의 성과가 정상수준에서 벗어난 정도로, 실제수준과 정상수준의 차이에 주목

○ 갭 $\ddot{r}_t$ 은 회사별로 정규화(normalized)된 성과를 평균하여 산정

- 각 성과지표의 실제수준을 시점들간 이질성을 통제하기 위해 변동성으로 조정한 후, 보험회사들간 이질성을 통제하기 위해 평균으로 차감

$$\ddot{r}_t \equiv \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{r_{i,t} - \mu_{r,i}}{\sigma_{r,i}}$$

- 실제수준이 정상수준보다 높은 상태($\ddot{r}_t > 0$)는 “플러스 갭”으로, 정상수준보다 낮은 상태($\ddot{r}_t < 0$)는 “마이너스 갭”으로 지칭

□ 정상수준은 경영환경에서 급격한 변화가 없을 때 보험회사가 안정적으로 달성할 수 있는 성과수준으로, 분석기간 동안의 평균적 수준에 주목

○ 정상수준 $\bar{r}$ 은 회사별 변동성조정평균을 평균하여 산정

$$\bar{r} \equiv \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \frac{\mu_{r,i}}{\sigma_{r,i}}$$

○ 정상수준을 활용하여 보험회사의 지속가능한 성장률(g^*)을 산정할 수 있음.

- 성과지표들이 정상수준으로 유지되면 영업이익, 매출, 자본, 자산이 동일한 속도로 성장하므로, 경영환경 변화가 발생하지 않는 한 보험회사는 그와 같은 속도로 지속 성장 가능

$$g^* = g^R = g^S = g^A = g^E$$

5) 전략요인성과와 환경요인성과 분해

□ 각 성과지표별로 투입요소와 산출요소를 활용하여 성과수준지표를 구성

○ 회사별 상대적 성과수준을 산정

- 시점 t 에서 회사 i 가 달성한 산출수준 $v_{i,t}^O$ 는 성과지표 $r_{i,t}$ 와 투입수준 $v_{i,t}^I$ 의 곱으로 표현 가능

$$v_{i,t}^O = r_{i,t} \times v_{i,t}^I$$

- 동 시점의 업계 선두회사의 성과를 r_t^* 라고 할 때, 그 회사가 투입수준 v_t^{I*} 을 사용하여 달성한 산출수준 v_t^{O*} 를 해당 시점의 기술여건에서 달성 가능한 최대 성과로 간주

$$v_t^{O*} = r_t^* \times v_t^{I*}$$

- 회사별 산출수준과 최대 산출수준 사이의 거리 $d_{i,st}$ 를 계산하는데, 성과 r_s^* 및 $r_{i,s}$ 를 산정한 시점 s 와 투입수준 $v_{i,t}^I$ 을 측정된 시점 t 가 다르게 계산되므로 각 시점을 하첨자로 명시

$$d_{i,st} \equiv (r_s^* - r_{i,s}) \times v_{i,t}^I$$

- 거리함수 $d_{i,st}$ 는 $[0, \infty)$ 범위 내의 값을 갖는데, $d_{i,st} = 0$ 일 때 해당 보험회사의 이익가능경계 상에 위치하는 최대 성과가 됨.
- 거리의 역수를 상대성과 $m_{i,st}$ 로 설정

$$m_{i,st} \equiv \frac{1}{1 + d_{i,st}} = \frac{1}{1 + (r_s^* - r_{i,s})v_{i,t}^I}$$

□ 두 시점 s 와 t 에서의 거리를 이용하여 해당 기간 동안에 나타난 성과 변화 정도를 보여주는 성과개선도 지표를 구성

○ 성과개선도 $m_{i,st}$ 는 기준 시점 s 에서 산정한 거리 d_{ss} 와 d_{st} , 그리고 비교 시점 t 에서 산정한 거리 d_{ts} 와 d_{tt} 를 이용하여 계산

- 보험회사 i 의 전분기 상대성과 대비 현 분기 상대성과가 상승하면, 성과개선도 $\tilde{m}_{i,st}$ 가 1보다 크게 나타남.

$$\tilde{m}_{i,st} \equiv \sqrt{\frac{m_{i,st}}{m_{i,ss}} \times \frac{m_{i,tt}}{m_{i,ts}}}$$

□ 성과개선평가를 환경요인성과와 전략요인성으로 분해¹⁹⁾

$$\tilde{m}_{i,st} = \hat{m}_{i,st} \times \overline{m}_{i,st}$$

○ 전체 성과개선평가 중 보험회사가 적절한 전략을 구사함으로써 달성한 성과의 개선 부분을 전략요인성으로 나타냄.

- 전략요인성은 보험회사가 기존에 비해 보다 적합한 경영전략으로 전환하거나, 선두회사의 경영전략을 모방(catching-up)함으로써 달성한 성과 개선을 표현

$$\hat{m}_{i,st} \equiv \frac{m_{i,tt}}{m_{i,ss}}$$

- 해당 보험회사의 전략요인성이 증가하면 $\hat{m}_{i,st} > 1$ 이 성립

○ 전체 성과개선평가 중 경영환경의 변화로 인하여 초래된 성과의 개선 부분을 환경요인성으로 나타냄.

- 환경요인성은 보험회사가 경영환경의 변화나 혁신(innovation)에 기인한 최대성과의 증감에 따라 나타난 성과 개선을 표현

$$\overline{m}_{i,st} \equiv \sqrt{\frac{m_{i,ss}}{m_{i,ts}} \times \frac{m_{i,st}}{m_{i,tt}}}$$

- 환경요인성의 크기는 모든 보험회사에 동일하게 나타나는데, 환경요인성이 증가하면 $\overline{m}_{i,st} > 1$ 의 성립

19) 성과개선평가는 MPI(Malmquist Productivity Index)에 기초한 생산성분석 방법론을 보험회사 경영성과에 적용한 것.

3. 기업가치 분석 내용

가. 분석체계

1) 기업가치평가모형

□ 보험회사 경영성과 분석모형을 건전성중시 모형과 영속성중시 모형으로 구분할 때, 영속성중시 모형에 속하는 기업가치평가모형을 구성하고자 함.

○ 보험회사의 장래현금흐름에 대한 정보와 할인율(혹은 요구수익률)에 대한 정보를 기초로 기업가치를 산정하는 할인현금흐름법을 사용

- 즉 보험회사의 기업가치 V 는 미래 발생할 것으로 기대되는 현금흐름 $\{CF_t\}_{t=1}^{\infty}$ 에 할인율흐름 $\{k_t\}_{t=1}^{\infty}$ 을 적용하여 산정한 현재가치임.

$$V \equiv \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{\prod_{\tau=1}^t (1+k_{\tau})}$$

2) 성장가능성 평가

□ 영속적 성장가능성을 중심으로 기업가치를 분석하기 위해 장래현금흐름의 성장에 주목하는 할인현금흐름법을 사용

○ 장래현금흐름 성장 및 할인율에 대한 추가 가정을 설정하여 기업가치 구성

- 현재 수준 CF_0 가 일정한 비율 g_{cf} 로 성장한 수준에서 미래 현금흐름이 결정된다고 가정

$$\{CF_t\}_{t=1}^{\infty} = \{(1+g_{cf})^t \times CF_0\}_{t=1}^{\infty}$$

- 할인율흐름이 모든 시점에서 상수 k 로 일정하게 유지된다고 가정

$$\{k_t\}_{t=1}^{\infty} = \{k\}_{t=1}^{\infty}$$

- 기업가치는 상수인 현금흐름 성장률과 할인율로 표현될 수 있음.

$$\begin{aligned} V &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g_{cf})^t}{(1+k)^t} \times CF_0 \\ &= \frac{1+g_{cf}}{k-g_{cf}} \times CF_0 \end{aligned}$$

- 안정적으로 성장하는 보험회사의 경우, 기업가치 V 는 성장을 고려하지 않았을 때의 내재가치 $\bar{V}$ 와 미래 성장가능성 $\tilde{V}$ 으로 구분될 수 있음.

$$V \equiv \bar{V} + \tilde{V}$$

- 성장을 고려하지 않는다면 현재의 현금흐름 수준이 향후 영속적으로 유지되므로, 성장을 고려하지 않았을 때의 내재가치 $\bar{V}$ 는 현금흐름이 현재 수준에서 그대로 유지된다고 가정($g_{cf} = 0$)할 때의 기업가치임.

$$V = \frac{1}{k} \times CF_0$$

- 현금흐름의 성장($g_{cf} > 0$)으로 인한 기업가치 증감, 즉 미래 성장가능성 $\tilde{V}$ 는 전체 기업가치와 성장을 고려하지 않았을 때의 내재가치 $\bar{V}$ 의 차이로 표현 가능

$$\tilde{V} = \left(\frac{1+g_{cf}}{k-g_{cf}} - \frac{1}{k} \right) \times CF_0$$

나. 할인율 및 보험부채가치 평가방법

- 아래와 같은 단계를 거쳐 할인율 및 보험부채의 현재가치를 산정

- <1단계> 금리시나리오 생성
- <2단계> 분석상품의 선택
- <3단계> 보험부채 가치 산정

□ 첫 번째 단계로서 보험부채의 현가를 계산하기 위한 금리 시나리오 생성

- 이자율 시나리오는 다음과 같은 Jetton(1988)의 이자율 기간구조 모형을 적용하며, 1년 만기 채권과 20년 만기 채권의 금리를 다음과 같이 생성

$$T_1(t+1) = [T_1(t) + f(t)]e^{Z_1 \times VF}$$

Z_1 : 표준정규분포로부터의 난수값

VF : 수익률의 변동성 (0.27)

$$f(t) = \min[0.015(T_1(\infty) - T_1(t))^3, 0.015(T_1(\infty) - T_1(t))] \quad \text{if } T_1(\infty) > T_1(t)$$

$$f(t) = \max[0.015(T_1(\infty) - T_1(t))^3, 0.015(T_1(\infty) - T_1(t))] \quad \text{if } T_1(\infty) < T_1(t)$$

$$T_{20}(t+1) = [aT_1(t+1) + b]Z_{20}\sigma_{20}$$

Z_{20} : 표준정규분포로부터의 난수값

σ_{20} : 20년 만기 수익률의 표준편차

□ 두 번째 단계에서는 분석대상 상품(사망보험)을 설정

□ 세 번째 단계에서는 다음과 같은 분석 모형을 이용하여 보험부채의 가치 산정

$$V_{t+1} = [V_t + S_{t+1}/(1 + \text{표준이율}) - S_t](1 + i_{t+1})$$

V_{t+1} : 이자율의 변동성을 감안한 $t+1$ 기 초에 계산된 $t+1$ 기의 부채평가액

S_{t+1} : $t+1$ 기 초의 표준책임준비금제도상의 부채평가액

$[S_{t+1}/(1 + \text{표준이율}) - S_t]$: $t+1$ 기 초에 계산된 $t+1$ 기의 저축보험료

$$\text{표준이율} = 3.5\% \times \alpha (10\text{년 만기 국채금리} - 3.5\%)$$

i_{t+1} : 이자율 시나리오에 따른 $t+1$ 기의 이자율

다. 현금흐름 성장률 추정 절차

□ 아래와 같은 다섯 단계를 거쳐 기업가치를 산정

- <1단계> 경영환경 전망
- <2단계> 성과지표 전망
- <3단계> 영업이익 성장률 전망
- <4단계> 위험수준을 감안하여 성장률 조정
- <5단계> 기업가치 산정

□ 첫 번째 단계로서 경영환경 전망

- 향후 T_2 분기에 대한 경영환경변수 예측

- 이자율 in_t , 환율 ex_t , 주가 st_t , 경기지수 bu_t , 생활형편지수 ve_t 로
VECM(vector error correction model)을 구성

$$\Delta X_t = AB' X_{t-1} + \sum_{k=1}^{p-1} C_k \Delta X_{t-k} + \epsilon_t$$

$$X_t \equiv (in_t, ex_t, st_t, bu_t, ve_t)'$$

□ 두 번째 단계로서 성과지표 전망

- 성과지표들과 경제변수들 사이의 선형관계를 가정하는 선형방정식 시스템
(system of linear equation)을 구성

- 5개의 성과지표 ($er_{i,t}, ae_{i,t}, ra_{i,t}, se_{i,t}, rs_{i,t}$)로 종속변수 $\{y_{i,t}^j\}_{j=1}^5$ 를 구성

- j 번째 성과지표 $y_{i,t}^j$ 에 대응하는 독립변수 $x_{i,t}^j = (y_{i,t-1}^j, \{z_t\})$ 를 구성
- 경영환경 변수들(이자율, 주가, 환율, 경기후행지수, 생활형편지수)도 설명

변수로 포함하여 $\{z_t\}$ 를 설정

- 개별 보험회사에 대한 선형방정식 시스템은 다음과 같이 표현될 수 있음.

$$\begin{bmatrix} er_t \\ ae_t \\ \vdots \\ rs_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} x_t^1 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & x_t^2 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \cdots & x_t^5 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_5 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \epsilon_t^1 \\ \epsilon_t^2 \\ \vdots \\ \epsilon_t^5 \end{bmatrix}$$

- 동 선형방정식 시스템은 다음과 같이 행렬식으로 표현 가능

$$Y_t = X_t^* \beta + \epsilon_t$$

- 추정된 경영환경변수를 활용하여 향후 T_2 분기에 대한 성과지표 예측

- 선형방정식 시스템을 활용하여 이익자본비율 전망치 $er_{i,t}^f$, 레버리지비율 전망치 $ae_{i,t}^f$, 투자이익률 전망치 $ra_{i,t}^f$, 자본회전률 전망치 $se_{i,t}^f$, 매출이익률 전망치 $rs_{i,t}^f$ 를 추정

$$Y_t^f = X_t^{f*} \hat{\beta}$$

□ 세 번째 단계로서 성장률 전망

- 추정된 성과지표들을 활용하여 향후 T_2 분기에 대한 성장률 예측

- 성과지표 전망치들을 결합하여 영업이익 성장률 전망치 $g_{i,t}^f$ 를 구성

$$g_{i,t}^f = (ae_{i,t}^f \times ra_{i,t}^f + se_{i,t}^f \times rs_{i,t}^f) \times er_{i,t}^f$$

- 예측기간 T_2 에 대한 성장률 전망치의 평균 및 변동성이 추정기간 T_1 에 대한 성장률 실현치의 평균 및 변동성과 일치하도록 조정

- T_1 분기 동안의 성장률 실현치 $g_{i,t}^f$ 의 평균 $\mu_{g,i}^f$ 과 변동성 $\sigma_{g,i}^f$ 를 산정

$$\mu_{g,i} = \frac{1}{T_1} \sum_{t=1}^{T_1} g_{i,t}$$

$$\sigma_{g,i} = \sqrt{\frac{1}{T_1} \sum_{t=1}^{T_1} (g_{i,t} - \mu_{g,i})^2}$$

- T_2 분기 동안의 성장률 전망치 $g_{i,t}^f$ 의 평균 $\mu_{g,i}^f$ 과 변동성 $\sigma_{g,i}^f$ 를 산정

$$\mu_{g,i}^f \equiv \frac{1}{T_2} \sum_{t=1}^{T_2} g_{i,t}^f$$

$$\sigma_{g,i}^f \equiv \sqrt{\frac{1}{T_2} \sum_{t=1}^{T_2} (g_{i,t}^f - \mu_{g,i}^f)^2}$$

- 성장률 전망치 $g_{i,t}^f$ 를 정규화

$$\ddot{g}_i^f \equiv \frac{1}{T_2} \sum_{t=1}^{T_2} \frac{g_{i,t}^f - \mu_{g,i}^f}{\sigma_{g,i}^f}$$

- 성장률 실현치 $g_{i,t}$ 의 평균 $\mu_{g,i}$ 과 변동성 $\sigma_{g,i}$ 를 사용하여 조정된 성장률 전망치 $\hat{g}_{i,t}^f$ 를 구성

$$\hat{g}_i^f \equiv \ddot{g}_i^f \times \sigma_{g,i} + \mu_{g,i}$$

□ 네 번째 단계로서 위험수준 조정

- 회귀분석을 통해 체계적 위험과 개별적 위험 식별

- 시장모형(market model)을 응용하여 체계적 위험 계수 $\{\beta_i\}_{i=1}^n$ 와 개별적 위험수준 $\{\sigma_{g,i}^f\}_{i=1}^n$ 를 산정

$$\hat{g}_{i,t}^f = \alpha_i + \beta_i \hat{g}_{m,t}^f + \epsilon_{i,t}$$

- 체계적 및 개별적 위험 관련 프리미엄을 감안하여 성장률 전망치 조정

- 회귀분석을 통해 체계적 위험 관련 프리미엄 $\hat{\gamma}_0$ 와 개별적 위험 관련 프리미엄 $\hat{\gamma}_2$ 를 산정

$$\mu_{g,i}^f = \gamma_0 + \gamma_1 \hat{\beta}_i + \gamma_2 \sigma_{g,i}^f + \eta_i$$

- 성장률 전망치의 평균에서 체계적 위험 및 개별적 위험 관련 프리미엄을 차감함으로써 위험조정 성장률 g_i^* 을 산정

$$g_i^* \equiv \mu_{g,i}^f - \hat{\gamma}_0 - \hat{\gamma}_2 \sigma_{g,i}^f$$

- 성장률 전망치에서 체계적 위험 및 개별적 위험 관련 프리미엄을 차감함

으로써 위험조정 성장률 경로 $\{g_{i,t}^*\}_{t=1}^{T_2}$ 을 산정

$$g_{i,t}^* \equiv \hat{g}_{i,t}^f - \hat{\gamma}_0 - \hat{\gamma}_2 \sigma_{g,i}^f$$

□ 다섯 번째 단계로서 기업가치 산정

○ 무위험이자율 전망치와 현금흐름 성장률 전망치를 활용하여 기업가치를 산정

- 향후 T_2 기간 동안 무위험이자율 k 과 현금흐름 성장률 g_i^* 이 일정하게 유지된다고 가정한 상태에서, 기업가치 $\hat{V}_{i,0}^{T_2}$ 를 산정

$$\hat{V}_{i,0}^{T_2} = \sum_{t=1}^{T_2} \frac{(1+g_i^*)^t}{(1+k)^t} \times CF_0$$

- 향후 T_2 기간 동안 무위험이자율 경로 $\{k_t\}_{t=1}^{T_2}$ 과 현금흐름 성장률 경로 $\{g_{i,t}^*\}_{t=1}^{T_2}$ 가 실현될 것으로 가정한 상태에서, 기업가치 $\tilde{V}_{i,0}^{T_2}$ 를 산정

$$\tilde{V}_{i,0}^{T_2} = \sum_{t=1}^{T_2} \frac{\prod_{\tau=1}^t (1+g_{i,\tau}^*)}{\prod_{\tau=1}^t (1+k_\tau)} \times CF_0$$

○ 산정한 기업가치 $\hat{V}_{i,0}^{T_2}$ 와 $\tilde{V}_{i,0}^{T_2}$ 를 그래프로 제시

참 고 문 헌

1부. 재무이슈

1-2 주제

- ☐ An NYU Stern Working Group on Financial Reform, 'Real Time Solutions for Financial Reform', 2009.
- ☐ Financial Stability Board, 'Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Consideration', 2009.
- ☐ HM Treasury, 'Risk, Reward and Responsibility: the Financial Sector and Society', 2009.
- ☐ Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994.

2주제

- ☐ 금융통화위원회 회의록, 통화정책방향, 2010.4.9.
- ☐ 송준혁, 최영수, 경기변동 예측에 대한 채권가격정보의 유용성 분석, 한국개발연구원 정책연구시리즈 2007-10.
- ☐ 이명수, 장단기 금리격차의 생산갭 예측력 분석, 금융경제연구 343, 2008.
- ☐ 원승연, 국내채권시장의 동조화와 외국인의 투자 행태에 관한 연구, 금융학회지 11, 167-201, 2006.
- ☐ 한국은행, 미국의 장단기 금리격차 확대 원인과 시사점, 해외경제정보 2010-10
- ☐ 한국은행, 통화신용정책보고서, 2010.3.
- ☐ Ahn, D, Common factors and local factors: implications for term structures and exchange rates, Journal of Financial and Quantative Analysis 39, 69-102, 2004.
- ☐ Ang, A. and M. Piazzesi, no-arbitrage vector autoregression of term structure dynamics with macroeconomic and latent variables, Journal of Monetary Economics 50, 745-787, 2003.
- ☐ Hödahl, P. and O. Tristiani, Inflation risk premium in the term structure of interest rates, ECB wp. 734, 2007.
- ☐ Piazzesi, M., Bond yields and the federal reserve, Journal of Political Economy, 113,

311-344, 2005.

- Taboga, M. and M. Pericoli, Bond risk premia, macroeconomic fundamentals and the exchange rate, MPRA 9523, 2008.

2부. 재무분석

II. 영업성과 분석

- 한국은행, 경제통계시스템 (<http://ecos.bok.or.kr>)
- 통계청(<http://www.kosis.kr>)

III. 현금흐름추정 및 분석체계

- 류건식, 장이규, 이경희, 김동겸 「보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교 연구」, 보험연구소, 2007.
- 전기석, 손관설, 「구조조정 전후 생보산업 효율성 분석」, 『보험학회지』, 59, pp. 39-74, 2001.
- Baltagi, B.H., "Econometric analysis of Panel Data, Wiley, 1995.
- Boone, J., "A new way to measure competition", *Economic Journal*, 118(531), pp. 1245-1261, 2008.
- Caves, D.W., Christensen, L.R. and Diewert, E., "The Economic Theory of Index Numbers and the Measurement of Input, Output, and Productivity" *Econometrica*, 50(6), pp.1393~1413, 1982.
- Higgins, R., "Analysis for Financial Management", *McGraw-Hill*, 2007
- Nurkse, R., "The Schematic Representation of the Structure of Production", *Review of Economic Studies*, 1934
- Rolf, F., Grosskopf, S., Norris, M. and Zhang, Z., "Productivity Growth, Technical Progress, and Efficiency Change in Industrialized Countries", *The American Economic Review*, 1994
- Romer, P., "Endogenous Technological Change," *Journal of Political Economy*, 98(5), 1990.
- Romer, P., "The Problem of Development: A Conference of the Institute for the

Study of Free Enterprise Systems (Supplement editor)", *Journal of Political Economy*, 98(5), Part 2 (supplement), S71-S102, 1990.

- ☐ Solow, Robert M., "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), pp. 65-94, 1956.
- ☐ Theil, H., "On the Use of Information Theory Concepts in the Analysis of Financial Statements", *Management Science*, 15(9), 1969.

보험연구원(KIRI) 발간물 안내

■ 연구보고서

- 2006-1 보험회사의 은행업 진출 방안 / 류근옥 2006.1
- 2006-2 보험시장의 퇴출 분석과 규제개선방향 / 김현수 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
- 2009-6 주행거리에 연동한 자동차보험제도 연구 / 기승도, 김대환, 김혜란 2010.1
- 2010-1 우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점 / 유경원, 이해은 2010.1

■ 조사보고서

- 2006-1 2006년도 보험소비자 설문조사 / 김세환, 조재현, 박정희 2006.3
- 2006-2 주요국 방키슈랑스의 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
- 2009-5 헤지펀드 운용전략 활용방안 / 진익, 김상수, 김종훈, 변귀영, 유시용 2009.3
- 2009-6 복합금융 그룹의 리스크와 감독 / 이민환, 전선애, 최원 2009.4
- 2009-7 보험산업 글로벌화를 위한 정책적 지원방안 / 서대교, 오영수, 김영진 2009.4
- 2009-8 구조화금융 관점에서 본 금융위기 분석 및 시사점 /
임준환, 이민환, 윤건용, 최원 2009.7
- 2009-9 보험리스크 측정 및 평가 방법에 관한 연구 / 조용운, 김세환, 김세중 2009.7
- 2009-10 생명보험계약의 효력상실·해약분석 / 류건식, 장동식 2009.8
- 2010-1 과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망 / 신종협,
최형선, 최원 2010.3
- 2010-2 금융산업의 영업행위규제 개선방안 / 서대교, 김미화 2010.3
- 2010-3 주요국의 민영건강보험의 운영체제와 시사점 / 이창우, 이상우 2010.4
- 2010-4 2010년 보험소비자 설문조사 / 변혜원, 박정희 2010.4
- 2010-5 산재보험의 운영체제에 대한 연구 / 송윤아
- 2010-6 보험산업 내 공정거래규제 조화방안 / 이승준, 이종욱
- 2010-7 보험종류별 진류수가 차등적용 개선방안 / 조용운, 서대교, 김미화 2010.4

■ 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 효율체계에 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
- 2009-4 2010년도 보험산업 전망과 과제/ 이진면, 황진태, 변혜원, 이경희, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 / 2009.12
- 2009-5 금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향 / 안철경, 변혜원, 권오경 2010.1
- 2010-1 보험사기 영향요인과 방지방안 / 송윤아 2010.3

■ 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
- 2009-4 생명보험회사의 지속가능성장에 관한 연구 / 최영목, 최원 2009.6
- 2010-1 독립판매채널의 성장과 생명보험회사의 대응 / 안철경, 권오경 2010.2
- 2010-2 보험회사의 윤리경영 운영실태 및 개선방안 / 오영수, 김경환 2010.2
- 2010-3 보험회사의 퇴직연금사업 운영전략 / 류건식, 이창우, 이상우 2010.3
- 2010-4(1) 보험환경변화에 따른 보험산업 성장방안 / 산업연구실 정책연구실 동향분석실 2010.4
- 2010-4(2) 종합금융서비스를 활용한 보험산업 성장방안 / 금융제도실, 재무연구실 2010.4

■ 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

■ 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

■ 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 방키슈랑스 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
- 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식, 이상우 2009.10
- 2010-1 복수사용자 퇴직연금제도의 도입 및 보험회사의 대응과제 / 김대환, 이상우, 김혜란 2010.4

■ 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 직판시장 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

정 기간행물

■ 간행물

- 보험동향 / 계간
- 보험금융연구 / 년4회
- 보험회사 재무분석 / 계간

『 도서 회원 가입 안내 』

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원	연속간행물 구독회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원	₩ 50,000원
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서	-보험통계월보 (월간)
	-연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향 · 보험회사재무분석	-연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향 · 보험회사재무분석	-연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향 · 보험회사재무분석	
	-본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) -영문보고서 -보험통계월보 -손해보험통계연보	-보험통계월보	-	

※ 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 도서회원이가입신청서를 작성·등록 후 회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

자료구입처

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

보 험 회 사 재 무 분 석

보험회사 재무분석 2009년 4/4분기 제4호

발행일 2010년 5월

발행인 김 대 식

편집인 김 대 식

발행처 보험연구원

주 소 서울특별시 영등포구 여의도동 35-4

전 화 02-3775-9000 팩 스 02-3775-9100

www.kiri.or.kr

인쇄소 신우씨앤피 / 2267-4112

ISSN 2092-8505

본 자료에 실린 내용에 대한 문의는 보험연구원의
재무연구실(☎ 3775-9019, 3775-9076)로 연락하여 주십시오.