

보험회사 재무분석

2009년 3/4분기 제3호

재무연구실

1부. 재무이슈

김소연 권용재

2부. 재무분석

경영환경 분석

최영목 김해식
김동겸

영업성과 분석

김해식 장동식

현금흐름 추정

진익 김동겸
서성민 김혜경

머 리 말

최근 보험산업은 글로벌 금융위기의 영향에서 벗어나는 모습을 보여주고 있습니다. 보험회사 입장에서는 보험영업 측면의 개선과 더불어 자산의 건전성 제고라는 과제도 함께 떠안고 있습니다. 다행스러운 것은 여러 번의 위기를 겪으면서 국내 보험시장도 이익을 위험과 대비해서 바라보고 지속적인 성장전략을 추구하는 바람직한 방향으로 움직이고 있다는 것입니다.

보험연구원은 보험회사들이 경영환경의 변화에 합리적으로 대응할 수 있도록 연구를 통한 지원에 최선을 다하고 있습니다. 그동안 우리 연구원은 보험회사가 체계적인 경영전략을 수집하여 핵심 업무영역을 파악하고 새로운 성장 동력을 발굴하는데 도움이 될 수 있도록 금융 및 보험과 관련한 산업, 정책, 제도적 이슈 등에 대하여 객관적이고 전문적인 연구 결과물을 제시하여 왔습니다. 또한 기존의 경영성과 분석체계를 보다 깊이 있게 개선함으로써 보험관련 이해관계자에게 제공하는 연구 성과의 질을 제고하는 데 노력하고 있습니다.

이러한 차원에서 우리 연구원은 계간지 형태의 정기 간행물, 『보험회사 재무분석』(제3호)를 발간하게 되었습니다. 본 보고서는 재무연구실 연구진들이 분석한 결과물을 담고 있습니다. 이번 호에서는 보험회사의 지속적 성장가능성에 대한 분석에 초점을 둔 지난 호의 결과를 토대로, 보험회사의 기업가치 평가모형을 구축하고 보다 체계적인 분석이 이루어질 수 있도록 다음과 같은 내용을 보완하고 추가하였습니다.

첫째, 계간지의 구성 측면에서 기존의 재무분석 외에 '재무이슈'를 추가하였습니다. 재무이슈를 1부로, 재무분석을 2부로 나누어 기존의 재무비율을 바탕으로 한 분석 외에 보험 산업에 관한 시사성있는 주제를 '재무이슈'를 통해 소개하고자 하였습니다.

둘째, 지난 분기동안 2차례에 걸쳐 소개된 본 보고서의 방법론인 분석체계를 독자 여러분들이 충분히 숙지하셨을 것이란 판단 하에 이번 호 부터는 부록으로 옮겼습니다.

본 연구원은 다양한 채널을 통해 보험회사, 금융정책당국, 관련 연구자로부터 의견을 수렴하여 보다 객관적이고 보험업의 특성에 적합한 분석체계를 본 보고서에

적용하고자 계속 노력할 것입니다.

본 보고서를 통해 제시되는 분석 틀과 내용이 보험산업 이해관계자에게 유익하게 활용되기를 바라며, 독자 여러분의 많은 관심과 적극적인 조언 그리고 애정 어린 성원을 부탁드립니다.

2010년 2월

보 험 연 구 원

원 장 직 무 대 행 이 태 열

목 차

1부. 재무이슈	1
이슈1. 보험회사 영업성과의 분해와 구성 비율들	3
이슈2. 변액보험시장 성장 전략과 리스크 관리	19
2부. 재무분석	35
I. 경영환경 분석	39
1. 환경변화와 경영성과	39
2. 경쟁도 변화	46
3. 상품구성 변화	49
4. 자산구성 변화	55
II. 영업성과 분석	61
1. 투자영업 성과 분석	61
2. 보험영업 성과 분석	72
III. 현금흐름 추정	91
1. 현금흐름 현황 : 생명보험	93
2. 현금흐름 현황 : 손해보험	113
3. 기업가치 추정	136
부록. 분석체계	145

표 차례

1부. 재무이슈

< 표 1 > 레버리지비율이 다른 4개사	7
< 표 2 > 4개사의 자본이익률	7
< 표 3 > 2009년 11월 ETF 세계 시장 순위(거래대금 기준, 단위: 억원)	28

2부. 재무분석

< 표 I-1 > 경제변수와 재무비율과의 관계	45
< 표 I-2 > 기업대출 연체율 추이	56
< 표 I-3 > 생명보험 자산구성 추이	57
< 표 I-4 > 손해보험 자산구성 추이	57

그림 차례

1부. 재무이슈

< 그림 1 > 영업성과 구성항목	5
< 그림 2 > 생명보험회사 그룹별 레버리지비율	8
< 그림 3 > 손해보험 대형사와 중소형사의 레버리지비율	9
< 그림 4 > 생명보험 대형사와 중소형사의 자본회전율	10
< 그림 5 > 손해보험 대형사와 중소형사의 자본회전율	11
< 그림 6 > 손해보험회사들의 부채 대비 매출이익 비율과 투자이익률	14
< 그림 7 > 대형사들의 부채 대비 매출이익 비율과 투자이익률	15
< 그림 8 > 중소형사들의 부채 대비 매출이익 비율과 투자이익률	16
< 그림 9 > 변액보험 수입보험료와 경기동행지수 추이	20
< 그림 10 > 국내총생산 및 국내총소득의 성장률	21
< 그림 11 > 우리나라 고용률 및 실업률	22

< 그림 12 > 변액보험 초회보험료	23
< 그림 13 > 분기별 변액보험 계속보험료	24
< 그림 14 > 변액연금과 변액유니버설 계속보험료	25
< 그림 15 > 변액보험 해약환급금	26
< 그림 16 > 미국 변액연금 생존급부 구성율(2007-2009)	30
< 그림 17 > 테일 시나리오 하에서의 주식 누적 수익률	33

2부. 재무분석

< 그림 I-1 > 금리 추이	39
< 그림 I-2 > 주가지수 및 원/달러 환율 추이	40
< 그림 I-3 > 변액보험 초회보험료 전기대비 증가율	41
< 그림 I-4 > 실물경제지표 추이	42
< 그림 I-5 > 소비재 판매지수 증가율 및 현재생활형편 지수	42
< 그림 I-6 > 실업률 및 가계소득 증가율	43
< 그림 I-7 > 수입보험료 증가율 추이 (일반계정)	44
< 그림 I-8 > 생명보험산업의 분기별 HHI 및 CR3 추이	46
< 그림 I-9 > 손해보험산업의 분기별 HHI 및 CR4 추이	47
< 그림 I-10 > 보험산업의 Boone 지수 추이	48
< 그림 I-11 > 생명보험 종목별 주력판매회사수 추이(초회보험료 기준)	49
< 그림 I-12 > 손해보험 종목별 주력판매회사수 추이	50
< 그림 I-13 > 보험회사의 보험종목HHI 수준(FY2009 2분기 현재)	51
< 그림 I-14 > 보험회사의 보험종목HHI 변화(전년동기대비)	52
< 그림 I-15 > 생명보험 종목별 판매 선호도(H지수) 추이	53
< 그림 I-16 > 손해보험 종목별 판매 선호도(H지수) 추이	54
< 그림 I-17 > 자산구성 변동지수 추이	55
< 그림 I-18 > 금리 추이	56
< 그림 II-1 > 생명보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)	61
< 그림 II-2 > 생명보험 투자이익률 갭 분포	62
< 그림 II-3 > 생명보험 투자이익률 정상수준	62
< 그림 II-4 > 손해보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)	63
< 그림 II-5 > 손해보험 투자이익률 갭 분포	64

< 그림 II-6 > 손해보험 투자이익률 정상수준	64
< 그림 II-7 > 생명보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)	66
< 그림 II-8 > 생명보험 레버리지비율 갭 분포	67
< 그림 II-9 > 생명보험 레버리지비율 정상수준	67
< 그림 II-10 > 손해보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)	68
< 그림 II-11 > 손해보험 레버리지비율 갭 분포	69
< 그림 II-12 > 손해보험 레버리지비율 정상수준	69
< 그림 II-13 > 지급여력비율 분포	70
< 그림 II-14 > 생명보험 자본회전을 현황 (정상수준 대비)	72
< 그림 II-15 > 생명보험 자본회전을 갭 분포	73
< 그림 II-16 > 생명보험 자본회전을 정상수준	74
< 그림 II-17 > 손해보험 자본회전을 현황 (정상수준 대비)	75
< 그림 II-18 > 손해보험 자본 회전을 갭 분포	76
< 그림 II-19 > 손해보험 자본 회전을 정상수준	77
< 그림 II-20 > 소비심리	78
< 그림 II-21 > 생명보험 보험료 증가율(전분기 대비)	78
< 그림 II-22 > 손해보험종목별 보험료 증가율(전분기 대비)	79
< 그림 II-23 > 장기손해보험 보험료 증가율(전분기 대비)	80
< 그림 II-24 > 소비심리 및 기업경기 전망	81
< 그림 II-25 > 생명보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)	82
< 그림 II-26 > 생명보험 매출이익률 갭 분포	83
< 그림 II-27 > 생명보험 매출이익률 정상수준	84
< 그림 II-28 > 손해보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)	84
< 그림 II-29 > 손해보험 매출이익률 갭 분포	85
< 그림 II-30 > 손해보험 매출이익률 정상수준	86
< 그림 II-31 > 생명보험 보험영업비용 증가율(전분기 대비)	87
< 그림 II-32 > 손해보험 보험영업비용 증가율(전분기 대비)	88
< 그림 III-1 > 생명보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향	93
< 그림 III-2 > 생명보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)	94
< 그림 III-3 > 생명보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)	95
< 그림 III-4 > 생명보험 투자영업성과 갭 분포	95
< 그림 III-5 > 생명보험 보험영업성과 갭 분포	96
< 그림 III-6 > 생명보험 투자영업성과 정상수준	97

< 그림 III-7 > 생명보험 보험영업성과 정상수준	98
< 그림 III-8 > 생명보험 투자영업성과 개선도	99
< 그림 III-9 > 생명보험 보험영업성과 개선도	99
< 그림 III-10 > 생명보험 영업성과 변화 방향	100
< 그림 III-11 > 생명보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)	101
< 그림 III-12 > 생명보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)	101
< 그림 III-13 > 생명보험 영업성과 겹 분포	102
< 그림 III-14 > 생명보험 기타성과 겹 분포	103
< 그림 III-15 > 생명보험 영업성과 정상수준	104
< 그림 III-16 > 생명보험 기타성과 정상수준	104
< 그림 III-17 > 생명보험 영업성과 개선도	105
< 그림 III-18 > 생명보험 기타성과 개선도	106
< 그림 III-19 > 생명보험 경영성과 변화방향	107
< 그림 III-20 > 생명보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)	107
< 그림 III-21 > 생명보험 성장률 겹 분포	108
< 그림 III-22 > 생명보험 경영성과 정상수준	109
< 그림 III-23 > 생명보험 경영성과 개선도	110
< 그림 III-24 > 생명보험 경영성과 추정치 (I)	111
< 그림 III-25 > 생명보험 경영성과 추정치 (II)	112
< 그림 III-26 > 손해보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향	113
< 그림 III-27 > 손해보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)	114
< 그림 III-28 > 손해보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)	115
< 그림 III-29 > 손해보험 투자영업성과 겹 분포	116
< 그림 III-30 > 손해보험 보험영업성과 겹 분포	117
< 그림 III-31 > 손해보험 투자영업성과 정상수준	118
< 그림 III-32 > 손해보험 보험영업성과 정상수준	119
< 그림 III-33 > 손해보험 투자영업성과 개선도	120
< 그림 III-34 > 손해보험 보험영업성과 개선도	121
< 그림 III-35 > 손해보험 영업성과 변화 방향	122
< 그림 III-36 > 손해보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)	122
< 그림 III-37 > 손해보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)	123
< 그림 III-38 > 손해보험 영업성과 겹 분포	124
< 그림 III-39 > 손해보험 기타성과 겹 분포	125

< 그림 III-40 > 손해보험 영업성과 정상수준	126
< 그림 III-41 > 손해보험 기타성과 정상수준	127
< 그림 III-42 > 손해보험 영업성과 개선도	128
< 그림 III-43 > 손해보험 기타성과 개선도	129
< 그림 III-44 > 손해보험 경영성과 변화방향	130
< 그림 III-45 > 손해보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)	130
< 그림 III-46 > 손해보험 경영성과 갭 분포	131
< 그림 III-47 > 손해보험 경영성과 정상수준	132
< 그림 III-48 > 손해보험 경영성과 개선도	133
< 그림 III-49 > 손해보험 경영성과 추정치	134
< 그림 III-50 > 손해보험 경영성과 추정치	135
< 그림 III-51 > 회사별 성장률 추정	137
< 그림 III-52 > 이자율 시나리오	138
< 그림 III-53 > 금리시나리오별 거시경제지표 변화	139
< 그림 III-54 > 성장률 추정(산업요인)	140
< 그림 III-55 > 성장률 추정(그룹요인 포함)	141
< 그림 III-56 > 시나리오별 각 시점 현금흐름의 현가(생명보험)	143
< 그림 III-57 > 시나리오별 각 시점 현금흐름의 현가(손해보험)	144

1부. 재무이슈

이슈1. 보험회사 영업성과의 분해와 구성 비율들

이슈2. 변액보험시장 성장 전략과 리스크 관리

이슈1. 보험회사 영업성과의 분해와 구성 비율들

- 보험회사의 자본이익률을 ‘보험회사 재무분석’에서의 방법 및 다른 추가적 방법으로 분해해 보고 분해된 비율들의 의미, 이익률들 간의 관계를 살펴봄.
 - 시장참여자의 관점에 따라 관심이 있는 자본이익률, 투자이익률, 매출이익률의 세 가지 이익률은 연계되어 있음.
 - 위험노출 정도를 나타내는 레버리지비율과 자본회전율이 우리나라 손해보험의 대형사와 중소형사 간 어떻게 다른지 살펴봄.
- 보험부채를 투자자산으로 보는 관점을 이용하여 매출손실을 이자로 본다면, 손해보험회사들은 어느 정도까지 매출을 계속하는 것이 전체 자본이익률을 증가시킬 수 있는 것인지 살펴봄.
 - 우리나라 손해보험 대형사와 중소형사의 그룹별 경향은 어떤지도 함께 살펴봄.

1. 검토배경

- ‘보험회사 재무분석’에서는 보험회사의 기업가치 중심의 경영성과를 영업성과와 기타성과로 나누고, 영업성과는 다시 보험영업성과와 투자영업성과로 나누어 분석하고 있음.
- 영업성과비율을 구성하는 보험영업성과비율(자본회전율, 매출이익률)과 투자영업비율(레버리지비율, 투자이익률)이 갖는 관계를 다양한 관점에서 살펴보고자 함.
 - ‘보험회사 재무분석’에서 사용하고 있는 자본이익률 등식은 시장참여자들의

관점에 따라 관심이 다른 보험회사의 이익률을 모두 연계시킬 수 있는 도구

- 투자자의 최대 관심인 자본이익률, 사회의 경제적 효율성 관점에서 최대 관심인 투자이익률, 감독기관이나 보험계리사들의 최대 관심인 매출이익률을 모두 연계

- 또한 투자영업성과와 보험영업성과에서 각각 레버리지 역할을 하는 레버리지 비율과 자본회전율의 의미와 영향도 함께 고려해 보고자 함.

□ 영업성과를 또 다른 관점에서 분해하여 보험부채를 투자자산으로 이용하는 보험회사의 특이한 자본구조를 어떻게 해석할 수 있는지 살펴보고자 함.

- 손해보험회사를 대상으로 매출이익률과 투자이익률을 살펴보고, 어느 경우까지 매출을 확장해 나갈 수 있는지 살펴보고자 함.
- 매출 손실이 발생한다 하더라도 투자이익이 크다면, 사업을 확장하는 것이 이익일 수 있기 때문임.

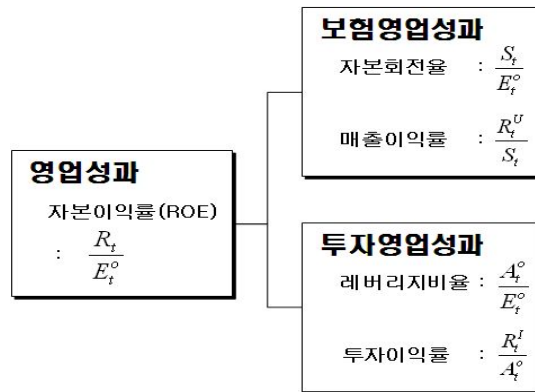
2. 영업성과 분해 방정식

□ 다른 산업에서와 같이 ROE는 정형화된 방법으로 분해되지만, 보험회사는 근본적으로 보험부채 차입의 자본구조 바탕 위에 운영된다는 점에서 다른 산업과 차이를 보임.

- 일반회사들은 채권발행을 통한 차입의 자본구조 바탕 위에 운영되는데 반해,
- 보험회사들은 적립된 보험준비금(Reserve)을 보험금이 지급될 때까지 차입할 수 있는 자본구조를 바탕으로 운영됨.
 - 이는 보험준비금 적립과 보험금 지급까지의 시간적 차이에 의한 것임.
 - 보험회사의 자산(Asset) = 자본(Equity) + 보험부채(Reserve)

- 자본이익률(Return on Equity)은 투자이익률(Return on Asset)에 보험부채의 차입정도를 나타내는 레버리지비율을 곱한 항과 매출이익률(Underwriting Profit)에 보험인수로 인한 위험노출 정도를 나타내는 자본회전율을 곱한 항의 합으로 분해됨.
- ‘보험회사 재무분석’의 부록에서와 같이 E 를 자본, A 를 자산, S 를 보험료, R 을 영업이익으로 정의하고, R 은 다시 보험영업이익 R^U 와 투자영업이익 R^I 로 나누어 정의하면, 자본이익률의 분해 비율들은 <그림 1>과 같이 분류됨.

<그림 1> 영업성과 구성항목



- 분해과정
- 총영업이익은 투자영업이익과 매출영업이익으로 구분

$$\frac{R}{E} = \frac{R^I + R^U}{E}$$

$$\begin{aligned}
 \frac{R}{E} &= \frac{A}{A} \times \frac{R^I + R^U}{E} = \frac{AR^I + AR^U + R^I L - R^I L}{AE} \\
 &= \frac{R^I(A - L)}{AE} + \frac{R^I L}{AE} + \frac{AR^U}{AE} \\
 &= \frac{R^I E}{AE} + \frac{R^I L}{AE} + \frac{R^U}{E} \\
 &= \frac{R^I}{A} + \frac{R^I L}{AE} + \frac{R^U}{E} \cdot \frac{S}{S} \\
 &= \frac{R^I}{A} \left(1 + \frac{L}{E}\right) + \frac{R^U}{S} \times \frac{S}{E}
 \end{aligned}$$

- $1 + \frac{L}{E} = \frac{A}{E}$ 을 이용하면 ‘보험회사 재무분석’에서의 식과 같음.

$$\frac{R}{E} = \frac{A}{E} \times \frac{R^I}{A} + \frac{S}{E} \times \frac{R^U}{S}$$

- 이 식은 자본이익률, 투자이익률, 매출이익률의 세 가지 이익률에 대한 관계를 명확히 보여주고 있음.

3. 레버리지비율

□ 부채를 L 이라고 하면 레버리지비율은 $A/E = 1 + L/E$ 로 표현할 수 있으며 이는 보험부채의 차입정도를 나타냄.

- 레버리지비율은 레버리지로 인한 투자자들의 위험정도를 나타내는 지수
- 레버리지비율($\frac{A}{E}$ 또는 $\frac{L}{E}$)이 증가함에 따라 자본이익률의 변동성도 증가
- (간단한 예시) 레버리지비율만 다르고 다른 조건들은 동일한 <표 1>의 4개 회사들이 보험부채 대비 매출이익의 비율이 각각 6%, 0%, -6%인 상황에서 달성할 수 있는 자본이익률을 분해식을 이용하여 산출하면 <표 2>와 같음.

- 여기서는 $\frac{R}{E} = \frac{A}{E} \times \frac{R^I}{A} + \frac{S}{E} \times \frac{R^U}{S}$ 분해식 대신에 보험료 S 를 부채 L 로 대체하여 $\frac{R}{E} = \frac{A}{E} \times \frac{R^I}{A} + \frac{L}{E} \times \frac{R^U}{L}$ 을 이용
- 이 예시에서는 투자이익률을 5%로 고정하고 있지만, 투자이익률의 변동성 까지 고려할 경우, 자본이익률의 변동성은 더욱 커질 것임.
- 실제 데이터를 분석할 때는 다른 비율들이나 외부 변수를 고정시킬 수 없는 제약사항이 따르기 때문에 이 예시에서와는 달리 레버리지비율의 자본 이익률에 대한 직접적인 영향을 파악하기 힘들.

< 표 1 > 레버리지비율이 다른 4개사

	A회사 : 부채가 없는 투자신탁	B회사 : 낮은 레버리지의 보험회사	C회사 : 보통 레버리지의 보험회사	D회사 : 높은 레버리지의 보험회사
총자산	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000
부 채	0	6,666,667	10,000,000	13,333,333
자 본	20,000,000	13,333,333	10,000,000	6,666,667
투자이익률	5%	5%	5%	5%
L/E 로 정의한 레버리지비율	0	0.5	1	2

출처 : Ferrari(1968)

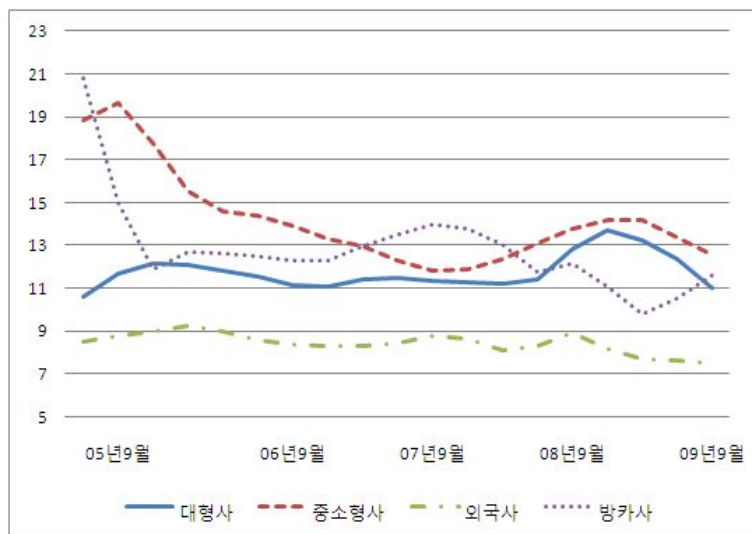
< 표 2 > 4개사의 자본이익률

R^U/L	A회사	B회사	C회사	D회사
6%	5%	10.5%	16%	27%
0%	5%	7.5%	10%	15%
-6%	5%	4.5%	4%	3%

출처 : Ferrari(1968)

- 레버리지비율을 제외한 다른 모든 상황이 동일한 가정 하에서 자본이익률의 변동폭은 레버리지비율에 비례하여 증가
- 지난 5년간 우리나라 생명보험회사의 경우를 살펴보면, <그림 2>에서와 같이 외국사의 레버리지비율이 가장 낮고 변동성이 작으며, 중소형사와 방카사의 레버리지비율은 낮아지는 추세를 보임.

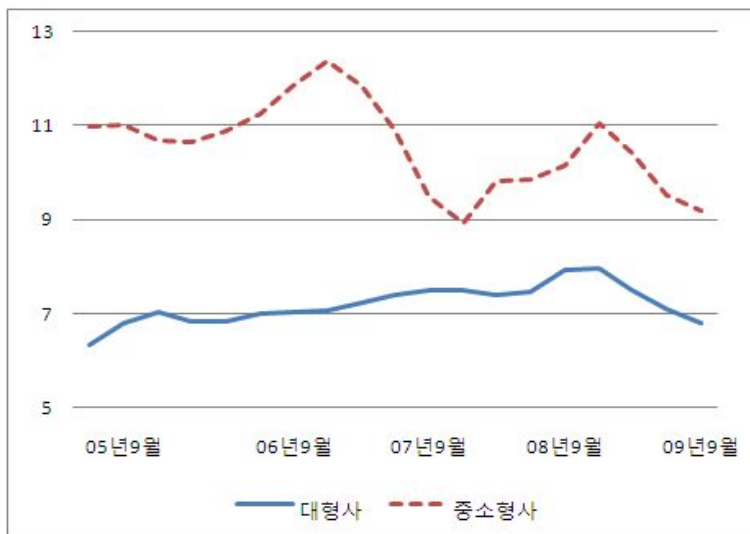
〈 그림 2 〉 생명보험회사 그룹별 레버리지비율



- 최근에는 대형사, 중소형사, 방카사가 비슷한 수준의 레버리지비율을 보이고 있으며, 외국사는 이들보다 현저히 낮은 수준의 비율을 보이고 있음.
- 따라서 각 그룹별 투자이익률과 매출이익률의 변동성의 차이가 크지 않고 자본회전율이 비슷한 상황이라면 외국사가 타 그룹보다 상대적으로 낮은 자본이익률의 변동성을 보일 것이며, 나머지 세 그룹은 비슷한 수준의 자본이익률 변동성을 보일 것임.

- 지난 5년간 우리나라 손해보험회사의 경우를 살펴보면, <그림 3>과 같이 대형사는 레버리지비율도 안정적이고 비교적 낮은데 반해, 중소형사의 레버리지비율은 변동이 심하고 그 수치도 높음.

〈 그림 3 〉 손해보험 대형사와 중소형사의 레버리지비율

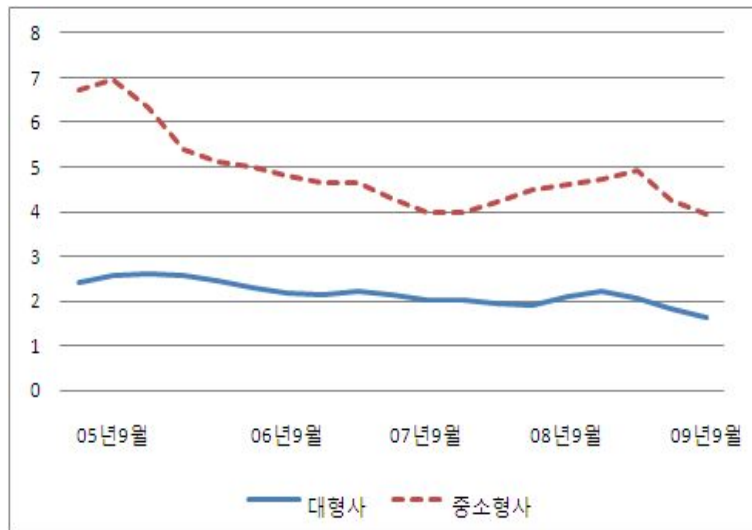


- 5년 사이 두 그룹 간 레버리지비율의 격차가 거의 반으로 좁혀짐.
- 각 그룹별 투자이익률과 매출이익률의 변동성의 차이가 크지 않고 자본회전율이 비슷한 상황을 가정한다면 중소형사가 상대적으로 높은 자본이익률의 변동성을 보일 것임.
- 손해보험은 평균적으로 생명보험보다 낮은 수준의 레버리지비율을 보이는데 이는 손해보험 부채의 듀레이션이 비교적 짧은 것에 기인함.

4. 자본회전율

- 자본이익률의 분해식에서 투자이익률에 레버리지 역할을 하는 것이 레버리지비율이라면, 매출이익률에 레버리지 역할을 하는 것은 자본회전율임.
- 따라서 분해식의 다른 변수들이 같은 상황의 회사들이라면 자본회전율이 높은 회사가 자본이익률의 변동성도 클 것임.
- 상품구성이 비교적 유사한 생명보험의 대형사와 중소형사를 비교하면 <그림 4>와 같이 중소형사가 대형사의 2배에 가까운 자본회전율을 보이고 있음.

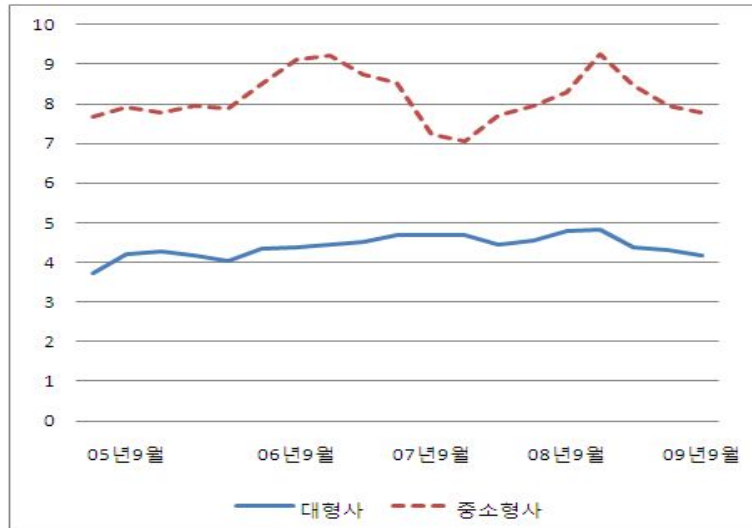
< 그림 4 > 생명보험 대형사와 중소형사의 자본회전율



- 중소형사의 경우, 매출이익률의 변동성이 대형사보다 자본이익률의 변동성에 큰 영향을 미침.

- 손해보험에서도 <그림 5>와 같이 상품구성이 비교적 유사한 대형사와 중소형사를 비교하면 중소형사가 대형사의 2배에 가까운 자본회전율을 보이고 있음.

< 그림 5 > 손해보험 대형사와 중소형사의 자본회전율



- 자본 대비 전체보험료의 비율인 자본회전율 S/E 은 일반손해보험에서 보유자본이 보험인수로 인한 위험노출 정도에 대비해 적정한지를 평가하는 기준으로 사용되고 있음.
- 일반손해보험에서는 자본회전율을 관행적으로 지급불능리스크에 대한 척도로 사용하여 특정 비율이상이 되지 않도록 모니터링
 - 실제로 미국 보험감독관협의회(NAIC: National Association of Insurance Commissioners)는 IRIS(Insurance Regulatory Information System)에서 손해보험회사들의 이 비율을 사용하여 리스크에 노출된 정도를 판단
 - 원수보험료와 수재보험료의 합인 총보험료(Gross Premium)를 이용한 자본회전율은 9이하, 총보험료에서 출재보험료를 재한 보유보험료(Net Premium)를 이용한 자본회전율은 3이하 수준을 유지하길 권고

- 총보험료를 이용한 자본회전율과 보유보험료를 이용한 자본회전율의 차이가 크면 재보험 의존도가 높은 회사라는 증거
- 보유보험료를 이용한 자본회전율은 대형사고나 재난에 있어 재보험에 의한 위험관리의 적정성을 보여주는 지표

□ 우리나라 손해보험은 복미의 손해보험과 달리 일반손해보험 외에 장기보험의 비중이 높아 NAIC처럼 보험인수로 인한 리스크 노출 정도의 지표로 사용하긴 어렵지만, 상품구성이 비슷한 회사 간 상대적 위험을 이를 통해 비교할 수 있음.

- 장기보험에 대해서 지표로 사용하기 어려운 이유는 일반손해보험은 보험료가 리스크 인수에 대한 것인 반면, 장기보험에는 리스크 인수에 대한 것과 더불어 저축성보험료를 포함하기 때문임.
 - 생명보험 보험료도 손해보험의 장기보험 보험료와 비슷한 구성 때문에 자본회전율을 리스크 노출 정도의 지표로 사용하기 어려움.
 - 그러나 회사 간 상품구성이 비슷하다면 상대적 리스크 노출 정도를 파악할 수는 있음.

5. 손해보험에서 살펴 본 투자자산으로서의 보험부채

□ 매출손실이 발생한다하더라도 투자이익률이 $\frac{R^U}{L}$ (부채 대비 매출이익의 비율)의 절대값보다 크다면 회사의 자본이익률은 계속 증가(Ferrari, 1968)

- 자본이익률을 자본 대비 부채 비율을 중심으로 분해

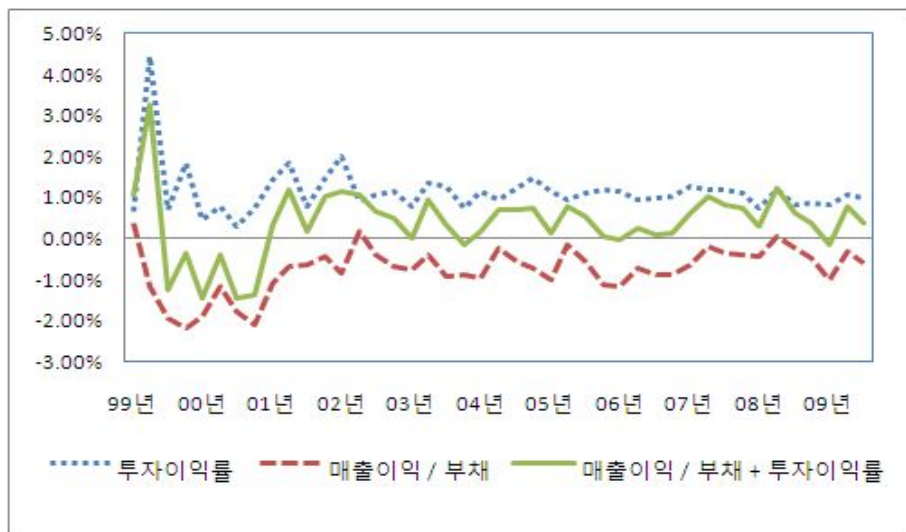
$$\frac{R}{E} = \frac{R^I}{A} + \frac{R^I}{A} \cdot \frac{L}{E} + \frac{R^U}{E} \cdot \frac{L}{L} = \frac{R^I}{A} + \frac{L}{E} \left(\frac{R^I}{A} + \frac{R^U}{L} \right)$$

- 보험부채 L 을 보험계약자들이 기여한 투자 가능한 자산 또는 보험계약자로부터 빌린 자산으로 본다면 매출손실은 보험회사가 지급한 그에 상응하는 이자로 볼 수 있음.
 - 단, 일반회사의 부채에 대한 이자는 고정인데 반해, 보험회사의 보험부채 사용에 대한 이자는 변동적임.
 - 보험회사는 보험료를 받는 시점으로부터 보험금을 지급할 때까지의 기간이 수년이 걸리기 때문에 그 당시에 판매한 보험 상품들이 얼마만큼의 수익이나 손실을 냈는지를 파악하는 데는 오랜 세월이 걸림.
 - 일반적으로 지급 때까지의 기간이 비교적 짧은 손해보험도 당해 말에 40%의 보험금만 지급되고 나머지는 부채로 추정하여 적립(McClenahan, 1999)
 - 부채를 충분하게 적립하는 경향이 있는지, 아니면 부족하게 적립하는 경향이 있는지에 따라 매출 수익이 큰 영향을 받음(McClenahan, 1999).
- 일반회사들의 부채에 대한 이자율은 부채가 늘어날수록 후순위상환에 대한 리스크를 반영하여 증가하지만, 보험부채의 사용에 대한 이자는 반드시 그렇지 않은.
 - 보험회사는 적절한 언더라이팅 요건을 통하여 매출이익률의 변동성을 줄이는 능력을 키우고 상품, 지역 등의 방면에서 타당한 다각화 전략을 쓴다면 사업확장에 따른 비용이 증가하지는 않음.
- 따라서 매출손실이 발생하더라도 $(\frac{R^I}{A} + \frac{R^U}{L})$ 이 양의 값이면 자본이익률은 여전히 증가
 - 매출이익이 나지 않는 기간에도 계속 보험을 인수할 수 있는 이유임.
 - 현재 우리나라에서 논란이 되고 있는 자동차보험의 수익성도 투자이익과 매출이익을 함께 고려하여 살펴보아야 함.
 - 매출손실이 증가하여 $(\frac{R^I}{A} + \frac{R^U}{L})$ 이 음이 되는 시점부터는 보험계약을 늘

리는 것이 자본이익률을 낮추는 요인으로 작용

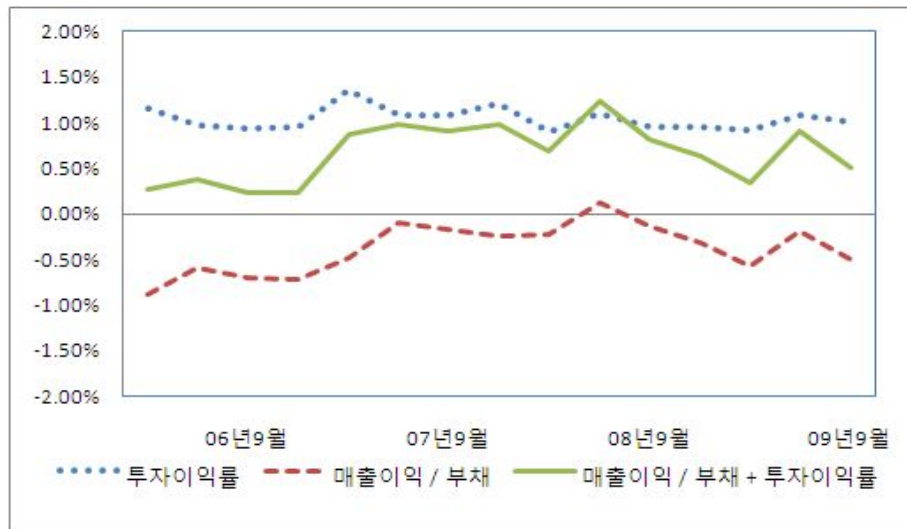
- 또한 보험회사의 최적자본구조(부채와 순자본의 구성)를 고려할 때 투자에 의한 현금흐름의 변동성 또는 투자정책이 중요하게 고려되어야 함.
- 우리나라 손해보험회사들의 지난 10년간 투자이익률과 부채 대비 매출이익의 비율을 살펴보면, <그림 6>과 같이 대체적으로 매출손실이 발생했지만 투자이익률이 부채 대비 매출이익의 비율보다 높아서 이들의 총합은 2000년도를 전후한 시기를 제외하고는 양의 값을 나타냄.
- 부채를 투자해 번 이익이 이를 빌려쓰는 대가로 지불하는 이자보다 컸으므로 매출손실에도 불구하고 보험영업은 회사의 수익성을 향상시킴.

< 그림 6 > 손해보험회사들의 부채 대비 매출이익 비율과 투자이익률



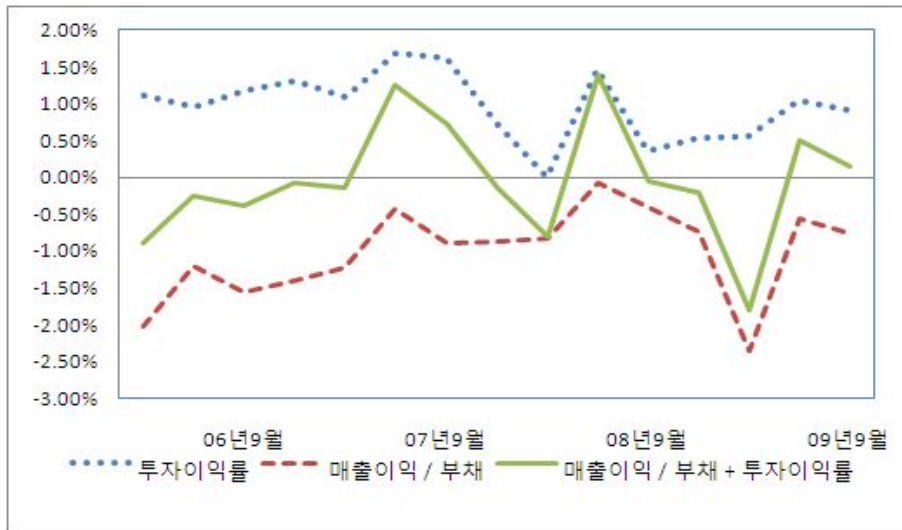
- 보험회사 그룹별 투자이익을 감안한 사업확장 가능성을 살펴보기 위해 지난 4년간 대형사와 중소형사를 비교해 본 결과 대형사는 매출손실에도 불구하고 보험영업은 항상 보험회사의 수익성을 증가시킴.
- 대형사는 2008년 금융위기 시에도 매출손실이 크게 늘어나지 않는 등 손실의 편차가 작고 손실 자체도 크지 않은데다 투자이익률이 대개 1%를 넘고 안정적임.
- 2008년에는 매출이익을 달성했고 매출손실이 나더라도 부채를 이용하여 벌 수 있는 투자이익으로 이를 만회할 수 있었음.

< 그림 7 > 대형사들의 부채 대비 매출이익 비율과 투자이익률



- 중소형사들은 대형사와는 달리 투자이익률, 부채 대비 매출이익 비율이 모두 변동성이 큰데다가 이 두 비율이 상호의존적인 양상을 보여 이들의 총합도 변동성이 크게 나타남.

〈 그림 8 〉 중소형사들의 부채 대비 매출이익 비율과 투자이익률



6. 요약 및 소결

- 일반회사들이 채권발행을 통한 차입의 자본구조 바탕 위에 운영되는데 반해, 보험회사들은 적립된 보험준비금(Reserve)을 보험금이 지급될 때까지 차입할 수 있는 자본구조를 바탕으로 하는 특징이 있음.

- 보험회사의 자본이익률은 $\frac{R}{E} = \frac{A}{E} \times \frac{R^I}{A} + \frac{S}{E} \times \frac{R^U}{S}$ 로 분해

- 투자자의 최대 관심인 자본이익률, 사회의 경제적 효율성 관점에서 최대 관심인 투자이익률, 감독기관이나 보험계리사들의 최대 관심인 매출이익률 세 개의 이익률의 관계를 보여줌.
- 부채의 차입정도를 나타내는 레버리지비율 A/E 는 투자자들의 위험정도를 나타내는 지수

- 일반보험에서 자본회전율 S/E 은 보유자본이 보험인수로 인한 위험노출 정도에 대비해 적정한지를 평가하는 기준

- 보험부채 L 을 보험계약자들이 기여한 투자 가능한 자산 또는 보험계약자로부터 빌린 자산으로 본다면 매출손실은 보험회사가 지급한 그에 상응하는 이자

$$\frac{R}{E} = \frac{R^I}{A} + \frac{L}{E} \left(\frac{R^I}{A} + \frac{R^U}{L} \right)$$

- 매출손실이 발생한다하더라도 투자이익률이 $\frac{R^U}{L}$ (부채 대비 매출이익의 비율)의 절대값보다 크다면 회사의 자본이익률은 계속 증가

- 우리나라 생명보험 대형사와 중소형사의 경우 레버리지비율은 크게 차이가 나지 않지만, 자본회전율은 중소형사가 대형사의 2배 정도 큰 수치를 보임.

- 두 그룹 간 자본이익률의 변동성의 차이는 투자이익률의 변동성보다는 매출이익률의 변동성에서 대부분 기인할 것으로 판단

- 우리나라 손해보험 대형사와 중소형사 간 레버리지비율 격차가 줄어들고 있긴 하지만 여전히 중소형사에서 레버리지비율의 변동성이 존재하고 자본회전율은 중소형사가 대형사의 2배 정도 큰 수치를 보임.

- 우리나라의 자료를 살펴본 결과 손해보험이 생명보험보다 높은 자본회전율을 보이는데 반해, 평균적으로 생명보험보다 낮은 수준의 레버리지비율을 보이는데 이는 손해보험 부채의 듀레이션이 비교적 짧은 것에 기인

- 우리나라 손해보험회사들은 지난 10년간 대체적으로 매출손실이 발생했지만 투자이익률이 부채 대비 매출이익의 비율보다 높아서 이들의 총합은 2000년도를 전후한 시기를 제외하고는 양의 값을 나타냄.
 - 부채를 투자해 번 이익이 이를 빌려쓰는 대가로 지불하는 이자보다 컸으므로 매출손실에도 불구하고 보험영업은 회사의 수익성을 향상시킴.
 - 지난 4년간 손해보험 대형사와 중소형사를 비교해 본 결과 대형사는 매출 손실이 나더라도 보험영업이 항상 보험회사의 수익성을 증가시킨 것에 비해 중소형사는 그 변동성이 커서 사업확장 시 어떤 시점에 어떤 상품을 중점적으로 공략하여 사업확장을 할 것인지 신중을 기해야 할 것으로 판단

- 따라서 보험회사는 자본이익률의 분해식과 그 구성 비율 간 관계를 파악하여 활용함으로써, 자본이익률을 어떠한 방법으로 늘릴 것이며, 이익률의 변동성은 어떻게 조정할 것인지를 회사의 환경에 맞추어 연구해 볼 수 있음.

이슈2. 변액보험시장 성장 전략과 리스크 관리

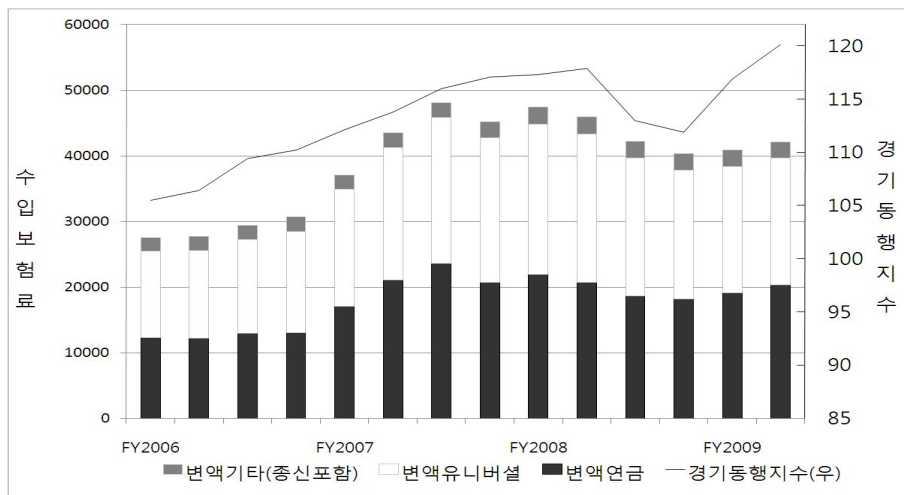
- ☐ FY2009부터 변액보험 초회보험료는 회복세를 보이기 시작하였으나 해약환급금 규모가 FY2009 2분기에 급증하는 등 변액보험시장 회복 여부에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됨.
- ☐ 보험사는 신규계약을 확대하는 한편 기존 계약의 유지율을 높이는 방안을 마련해야 할 것으로 판단됨.
- ☐ 신규계약 증가를 위해 생명보험회사는 다양한 종류의 상장지수펀드(Exchange Traded Fund)를 펀드에 편입하여 계약자가 펀드 구성을 다양화해야 하고, 변액연금의 경우에는 미국 등 선진국에서 보편화 된 최저인출보증(GMWB/GLWB)을 활성화 할 필요가 있음.
- ☐ 유지율을 높이기 위해 보험사는 계약자가 해약을 할 동기를 줄이는 상품을 개발해야 하며 목표설정방식을 활용할 필요가 있음.
- ☐ 생명보험회사는 발행된 최저보증의 리스크 관리에 만전을 기해야 함.

1. 서론

- ☐ 변액보험은 투자성가에 따라 보험금의 수준이 변동하는 성과연동형 상품으로 다른 보험상품에 비해 수입보험료의 규모나 해약이 경기에 상대적으로 큰 영향을 받는 특징을 가지고 있음.
- ☐ 우리나라의 변액보험시장은 글로벌 금융위기 이후 성장세의 하락을 시현하였으나 장수리스크 등의 잠재적인 변수를 고려해 볼 때 장기적으로 높은 성장 잠재력을 가지고 있음.

- 지난 글로벌 금융위기 이후 우리나라의 변액보험시장은 큰 폭의 성장 침체를 겪었으며 이는 보험사가 경기상황에 대응하여 변액보험 시장 성장전략과 리스크 관리에 임해야 함을 시사하고 있음.
- 기대여명의 증가는 노후소득의 중요성을 증대시켜 개인들로 하여금 수익률 제고를 요구하는 상황
- 비록 금융위기 이후 변액보험시장이 한차례 침체를 겪긴 하였으나 이러한 상황 때문에 여전히 높은 성장잠재력을 가지고 있다고 볼 수 있음.

〈 그림 9 〉 변액보험 수입보험료와 경기동행지수 추이(단위: 억원)

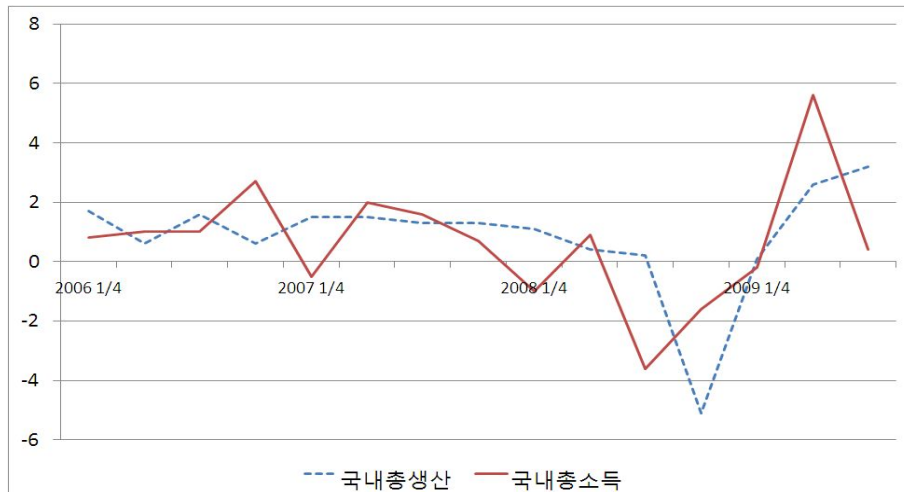


자료 : 보험개발원 「보험통계월보」 각 월호, 통계청 KOSIS

- 주요 거시경제지표를 살펴보면 글로벌 금융위기에서 벗어나고 있으나 최근 들어 다소의 불확실성이 존재하는 것으로 판단되므로 이에 대비한 전략적 접근이 필요하다고 판단됨.

- 글로벌 금융위기 후 국내총생산(GDP)과 국내총소득(GDI)은 CY2009년 들어 2분기 연속으로 가파른 성장세를 보였으나 2009년 3분기에는 성장세가 감소하거나 다소 하락함.

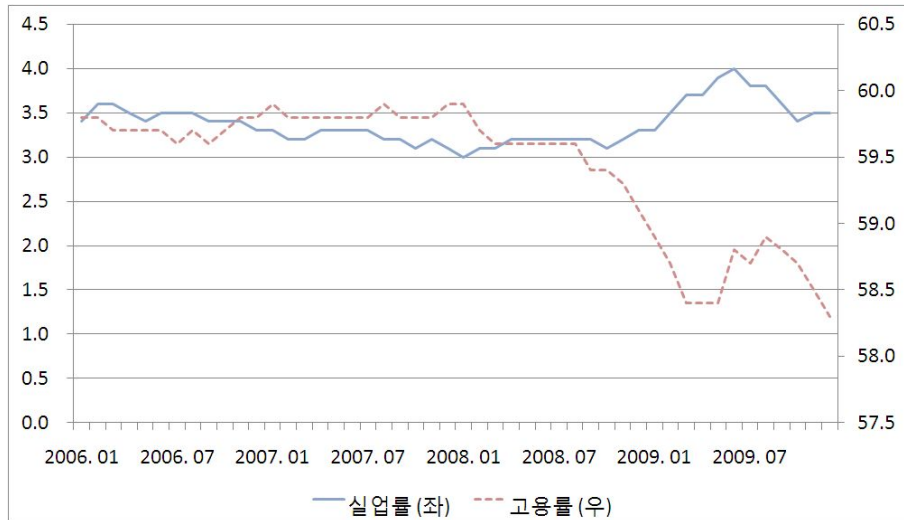
〈 그림 10 〉 국내총생산 및 국내총소득의 성장률(실질,계절조정/2005년 기준)



자료 : 통계청 KOSIS

- 고용률과 실업률은 CY2009 3분기에 고용률 상승·실업률 하락의 긍정적인 신호가 나타났으나 CY2009 4분기에 들어서는 고용률은 하락하고 실업률은 다소 상승함.

< 그림 11 > 우리나라 고용률 및 실업률(계절조정)



자료 : 통계청 KOSIS

- 앞으로의 경기에는 불확실성이 존재하는 것으로 판단됨.
- 본고는 FY2009 변액보험시장의 동향을 살펴보고 불확실한 경제상황 하에서 보험사는 어떠한 기준으로 변액보험의 성장방안을 마련하고 리스크 관리에 임해야할지를 살펴보고자 함.
 - 초회보험료 · 계속보험료 · 해약환급금의 추이를 이용하여 변액보험 시장의 상황을 평가하고자 함.
 - 특히 변액보험시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 변액연금과 변액유니버설을 중심으로 살펴볼 것임.
 - 수입보험료와 해약환급금 동향을 기초로 보험사가 마련해야 할 전략에 대해 논의해 보고자 함.
 - 아울러 변액보험시장의 성장전략이 실행되기 위해 선행되어야 하는 금융시장의 환경적 변화와 리스크 관리를 위해 감독당국이 취해야 할

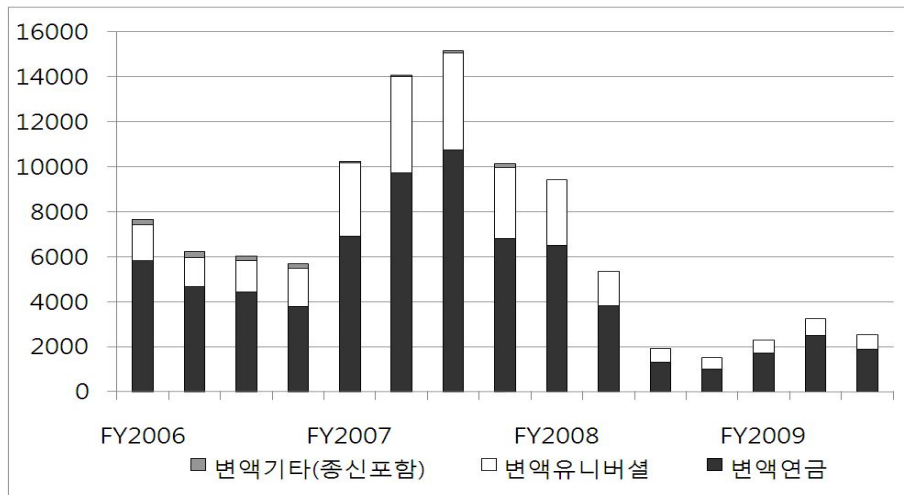
조치들도 검토하였음.

2. 변액보험시장 동향

가. 초회보험료

□ 초회보험료 기준으로 FY2009 변액보험시장은 성장세를 다소 회복하고 있음.

〈 그림 12 〉 변액보험 초회보험료 (단위: 억원)



주 : 2009년 3분기 자료는 10월과 11월 초회보험료만 포함되었음.

자료 : 보험개발원 「보험통계월보」, 각 월호

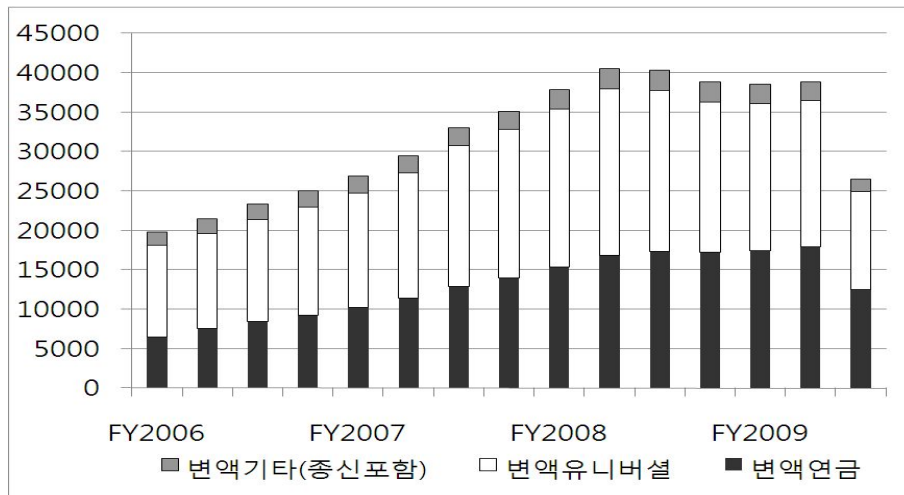
- 변액연금의 경우 초회보험료가 FY2009 1분기부터 증가세를 보이고 시작
 - FY2009 3분기에는 12월 초회보험료를 제외하고도 FY2007년 4분기 이후 최초로 직전 년도 동 분기 수준을 상회하였음.
- 변액유니버설도 초회보험료의 지속적인 증가가 약하지만 FY2009 1분기부터 나타나고 있음.

- 변액연금과 변액유니버설 초회보험료의 세 분기 연속 증가는 변액보험시장의 회복과 관련하여 긍정적인 신호로 해석할 수 있음.

나. 계속보험료

- 계속보험료 규모는 글로벌 금융위기가 발생한 FY2008 3분기부터 하락하다가 FY2009에 들어서면서 성장세가 다소 회복하고 있음.

〈 그림 13 〉 분기별 변액보험 계속보험료 (단위: 억원)



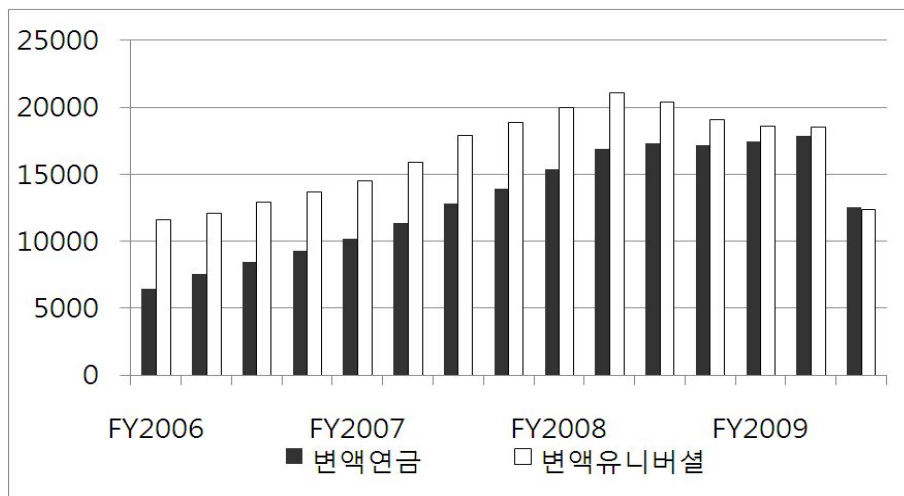
주 : 2009년 3분기 자료는 10월과 11월 계속보험료만 포함되었음.
 자료 : 보험개발원 「보험통계월보」, 각 월호

- 계속보험료 기준으로 변액연금과 변액유니버설의 성적은 다소 엇갈림.
- 변액연금은 FY2009의 2분기 실적이 전년 동기 실적을 상회하였고 FY2009 3분기에도 FY2008 3분기 수준을 상회할 것이 확실시 됨.
 - 변액유니버설은 계약자들이 보험료 납입을 연기한 영향으로 인해 FY2008 2

분기 이후 하락세를 보임.

- 특히 계속보험료 규모는 변액유니버설이 변액연금을 앞서왔으나 2009년 10월과 11월의 계속보험료 합계를 보면 변액연금이 더 큼.
- 머지않아 변액연금과 변액유니버설의 계속보험료 규모가 역전될 것으로 전망됨.

< 그림 14 > 변액연금과 변액유니버설 계속보험료 (단위: 억원)



주 : 2009년 3분기 자료는 10월과 11월 계속보험료만 포함되었음.

자료 : 보험개발원 「보험통계월보」, 각 월호

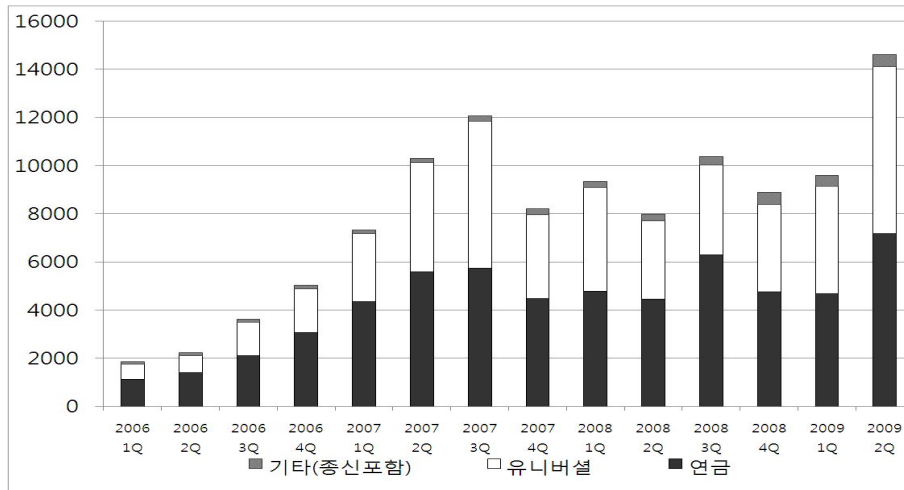
다. 해약환급금

- 변액보험 해약환급금의 규모가 FY2009 2분기 들어 급증함에 따라 전체적으로 변액보험시장에 대한 전망은 불투명한 상황임.
- 변액연금과 변액유니버설 모두 우리나라에서 판매가 시작된 이래 FY2009 2분기에 사상 최대 해약환급금을 기록
- 다수의 계약자들이 경기 회복 후 펀드 가치가 회복됨에 따라 일정부분 손해를

감수하면서 해약을 한 것으로 판단됨.

- 중장기적으로 경기회복의 징후가 뚜렷해진다면 보험계약자의 해약은 줄어들 것으로 예상됨.

〈 그림 15 〉 변액보험 해약환급금(단위: 억원)



자료 : 보험개발원 「보험통계월보」, 각 월호

3. 변액보험시장의 성장 및 리스크 관리 방안

- 초회보험료 · 계속보험료 · 해약환급금의 추이를 살펴본 결과 생명보험회사는 다음과 같은 기초의 전략을 수립해야 할 것으로 판단됨.
 - 글로벌 금융위기 이후 감소한 변액보험 신규계약의 규모를 회복시켜야 함.
 - 고령화 진전이라는 요인 등으로 변액연금의 규모가 변액유니버설의 규모를 앞지를 것으로 판단되므로 장기적으로 변액연금시장의 활성화를 도모할 필요가 있음.
 - 기존 계약에 대해 유지율을 높이고 리스크 관리 능력을 향상시켜야 함.

□ 신규가입의 증대를 위해 생명보험사는 변액보험 펀드 구성을 다양화하는 한편 새로운 상품디자인의 도입을 검토해 볼 필요가 있음.

○ 선택할 수 있는 펀드의 종류를 다양화할 수 있다면 다양한 투자 성향을 가진 개인을 계약자로 유치할 수 있으나 다양화에는 비용이 수반된다는 문제가 존재함.

- 다양한 스타일의 펀드를 도입한다면 다양한 성향을 투자자를 보험계약자로 확보할 수 있을 것으로 사료됨.

- 그러나 고수익을 지향하는 펀드의 경우 적극적으로 관리되며(actively managed) 따라서 수수료가 높다는 단점이 존재함.

○ 상장지수펀드(Exchange Traded Fund, ETF)를 변액보험 펀드에 편입하는 것이 해결책이 될 수 있으며 이를 위해 선진국 ETF시장을 벤치마크하여 우리나라 ETF시장의 규모와 다양성을 확대할 필요가 있음.

- ETF는 저렴한 수수료로 개인이 자신의 스타일에 맞는 투자를 할 수 있다는 장점을 지니고 있음.

- 2009년 11월 현재 우리나라의 ETF시장은 거래대금 기준으로는 세계 14위를 기록하고 있으나 종목 수에서 선진국과 큰 격차를 보이고 있음*.

* 인버스 ETF¹⁾가 2009년 9월에, 금(金) ETF가 2009년 11월에 도입될 정도로 우리나라 ETF시장은 다양성 측면에서 아직 발전의 여지가 있음.

- 2012년에 예정된 ETF에 대한 거래세 부과는 장기적으로 펀드 운용수수료의 증가요인이며 ETF시장의 성장에 부정적인 영향을 줄 가능성이 있음.

- 선택할 수 있는 펀드 수와 다양성의 증가로 인해 파생될 리스크 관리 문제는 계약자의 포트폴리오에서 리스크가 높은 펀드의 편입비율을 제한하는 등의 방법을 통해 일정부분 극복 가능.

1) 순자산가치의 변화가 기초자산과 반대로 움직이는 상장지수펀드

〈 표 3 〉 2009년 11월 ETF 세계 시장 순위(거래대금 기준, 단위: 억원)

순위	거래소	2009년 11월		2008년 11월	
		거래대금	종목수	거래대금	종목수
1	NYSE Euronext (US)	167,007	1,051	421,430	1,034
2	NASDAQ QMX	46,601	50	90,933	46
3	Deutsche Borse	12,008	542	10,495	386
4	NYSE Euronext (Europe)	7,274	489	5,690	384
5	TSX Group	6,101	132	9,635	96
6	London SE	5,775	369	4,391	305
7	Shanghai SE	4,594	4	2,854	3
8	Borsa Italiana	4,453	403	3,249	322
9	Hong Kong Exchanges	3,070	42	4,075	24
10	SIX Swiss Exchange	2,696	255	2,449	151
11	Mexican Exchange	2,516	235	1,786	155
12	Shenzhen SE	1,878	2	326	2
13	Oslo Bors	1,251	8	943	6
14	Korea Exchange	1,185	49	907	36
15	NASDAQ QMX Nordic Exchange	1,079	15	1,648	10

자료 : World Federation of Exchanges, 한국거래소의 「2009년 ETF 시장 현황 분석」에서 재인용

□ 상품디자인 측면에서 목표설정(target setting)방식을 적극적으로 마케팅에 활용할 필요가 있음.

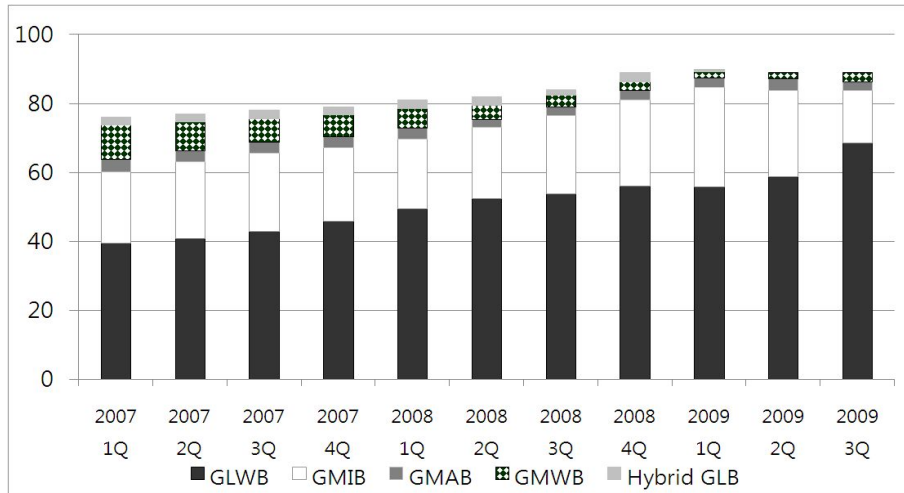
○ 목표설정방식은 거치기간동안 펀드가치가 일정수준(예를 들어 기납입보험료의 150%)에 도달하면 자동적으로 펀드를 특별계정에서 일반계정으로 넘기는 상품 디자인으로서 투자수익의 제고와 더불어 안정성을 추구하는 계약자에게 적합한 상품설계임.²⁾

- 보험사 입장에서는 안정성을 추구하는 보험계약자를 확보할 수 있을 뿐만 아니라 보증리스크가 현실화할 가능성을 줄일 수 있음.

2) 일본에서는 동경해상일동(東京海上日動)이 판매한 바 있으며 국내에서는 K사가 시판 중임.

- 해약 리스크(lapse risk)를 통제할 수 있다는 측면에서도 검토해 볼만한 상품 디자인임.
 - 펀드 가치가 상승하면 보증수준도 상승하는 스텝업(step-up) 보증은 신규 고객에 대한 유인효과 뿐 아니라 계약자의 해약 유인을 약화시키는 효과가 있음.
 - 그러나 스텝업 보증은 경로종속성(path dependency)으로 인해 펀드 수익률 하락 시 보증리스크를 급격히 높일 수 있음.
 - 목표설정방식 하에서는 목표수익률 달성 후 일반계정으로 이동하여 공시이율에 따라 복리로 운영되므로 보험사는 추가적인 리스크 없이 해약 리스크를 통제할 수 있음.
- 최저연금연액확정보증(Guaranteed Minimum Withdrawal Benefit, GMWB)의 도입이 변액연금시장의 규모를 늘리는 데 도움을 줄 수 있을 것으로 판단됨.
 - 기대여명의 증가로 은퇴 후 소득에 대한 관심이 증가하고 있는 만큼 은퇴 후 소득흐름을 확정지을 수 있는 생존급부를 보증하는 변액연금을 널리 홍보해야 함.
 - 생명보험회사는 변액연금을 금융투자회사의 적립식 펀드 등과 차별화하기 위해 연금화(annuitization)를 적극 활용해야 함.
 - 생존급부보증(Guaranteed Living Benefits, GLB) 중에서 우리나라에서는 최저연금적립금보증(Guaranteed Minimum Accumulation Benefit, GMAB)이 일반적이지만 미국 등의 선진국에서는 평생토록 일정한 수준의 인출을 보증하는 최저연금연액종신보증(Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit, GLWB)이 가장 많이 발행되고 있음.

〈 그림 16 〉 미국 변액연금 생존급부 구성을 2007-2009(단위: %)



자료 : LIMRA International, "Variable Annuity Guaranteed Living Benefit Election Tracking Survey", 3rd Quarter, 2009.

- GMWB/GLWB는 수요측면에서 고령화라는 요인이 긍정적으로 작용할 것으로 판단되나 공급측면에서는 리스크 관리가 어렵다는 장애요인이 존재함.
 - 선진국과 같이 저출산과 기대여명의 증가로 고령화가 진전되고 있어 노후의 소비흐름(consumption stream)에 대한 관심이 증대될 것으로 판단되는 만큼 우리나라에서도 최저연금연액중신보증이 발행된다면 판매가 증가될 것으로 기대됨.
 - 단 GMWB와 GLWB에는 인출시점을 계약자가 스스로 선택함으로써 발생하는 인출리스크가 내재되어 있고 연금 개시 후에도 특별계정에서 펀드가 운영되는 등 리스크 관리가 다소 복잡
 - 따라서 선진국에 비해 보증리스크 관리가 초기단계에 있는 우리나라에서는 발행이 다소 부진한 면이 있으나 보험사들이 장기적으로 보증리스크 관리를 혁신한다면 GMWB와 GLWB의 발행도 늘어날 수 있을 것으로 전망됨.
- 최저연금연액확정보증의 경우 우리나라에서는 도입 초기 단계로서 해외사인

M사가 GMWB를, 국내사인 H사가 GLWB를 판매하고 있음.

- 생명보험회사는 변액연금 계약에 부가된 생존급부보증에 대한 리스크 관리에 만전을 기해야 함.
 - 생존급부보증은 보험사고 시, 유지된 전 계약에 걸쳐 보증손실이 발생하기 때문에 리스크 관리가 매우 중요함.
 - 생명보험회사 상장과 관련해서 생각해보면 상장 후 보증리스크 관리를 적절하게 하지 못할 경우 기업 가치에 악영향을 미칠 수 있음.
 - 생명보험회사는 보증수수료가 최저보증 수준에 비해 적정한 수준인지 재평가해 보는 한편, 리스크가 상대적으로 큰 스텝업 최저보증의 혜택을 줄이는 등의 방법으로 리스크 관리를 해볼 수 있음.
 - 앞서 소개한 목표설정방식의 도입은 해약 리스크 관리에 도움이 될 것으로 판단됨.
- 감독당국은 보증부채의 시가평가를 실시할 필요가 있으며 또한 준비금과 요구자본제도를 보증리스크의 특성을 감안하여 재정비해야 할 것으로 판단됨.
 - 감독당국은 생명보험회사의 재무건전성 확보 차원에서 미국의 GAAP 하에서 이루어지는 보증부채의 시가평가의 실시를 검토할 필요가 있음.
 - 미국처럼 GMAB와 GMWB를 파생상품으로 분류하여 옵션가치평가방식을 통해 보증부채의 공정가치를 산정토록 하고 여기에 리스크 마진을 더하여 보수성을 가미토록 함.
 - 보증부채에 대해 시가평가가 실시되면 생명보험회사는 이로 인해 발생하는 회계적 변동성(accounting volatility)을 최소화하기 위해 헤지 프로그램을 운영할 유인을 갖게 됨.
 - 우리나라의 현행 위험기준 자기자본제도는 계약자적립금의 일정 비율(2%)을 리스크 익스포저로 정하여 보증부채의 요구자본을 평가하고 있으나 이 방식은 다수의 생명보험회사에서 판매중인 스텝업 방식 최저보증의 리스크를 적

절하게 반영할 수 없음.

- 2010년 1월 현재 생명보험협회 회원사 중 약 10개사가 스텝업 형태의 보증금을 부가하여 변액연금을 판매하고 있음.

○ 미국과 캐나다에서 시행중인 확률론적 시나리오 방식을 통한 보증준비금 및 요구자본 산출방법이 보증리스크의 특성을 잘 반영하는 것으로 알려져 있으며 따라서 장기적으로 확률론적 시나리오 방식 도입을 검토해야 할 것으로 판단됨.

- 2009년 12월 31일부터 미국에서는 보증준비금을 확률론적 시나리오 방식을 통해 평가하기 시작함.

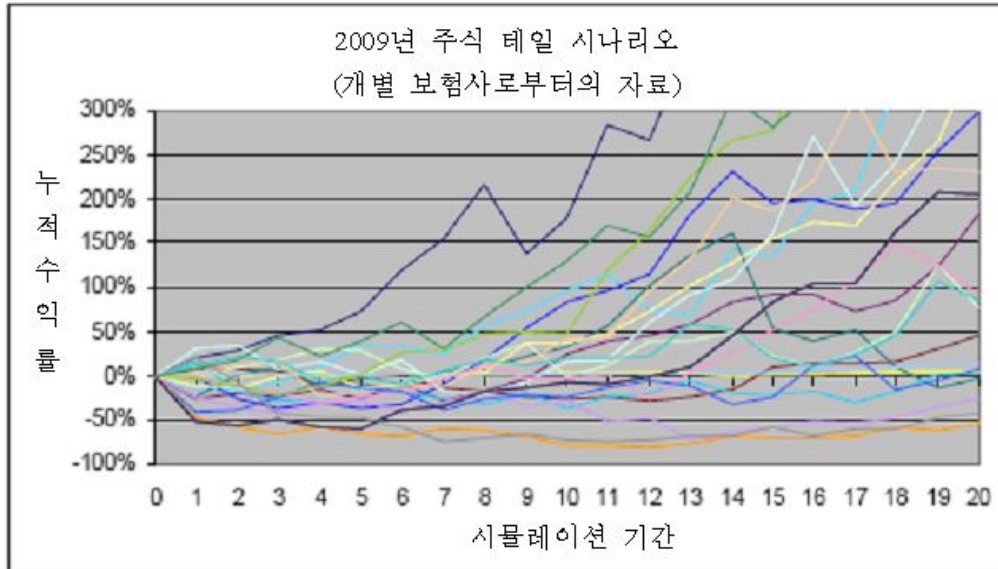
□ 생명보험회사들의 최저보증 리스크 관리를 향상시키기 위해 보험산업 유관기관이 보험사들의 보증리스크 관리에 대한 정보를 수집하여 분석하는 시스템을 도입하는 것을 고려해 볼 만 함.

○ 미국 계리사 협회(Society of Actuaries)의 PBITT(Policyholder Behavior in the Tail) 워킹 그룹은 극단적 시나리오 하의 계약자행동에 대해 보험사들이 채택하고 있는 가정들을 서베이(Survey)하여 발표한 바 있음³⁾.

- 29개의 생명보험회사들로부터 테일 시나리오의 누적수익률, 기초 해약률(base lapse) 및 동적 해약률(dynamic lapse)에 대한 가정 등을 서베이하여 발표

3) PBITT Working Group, "Policyholder behavior in the tail Variable annuity guaranteed benefits survey/C3 Phase II 2009 results", Society of Actuaries' Policyholder Behavior in the Tail Working Group Report, 2009.10.

〈 그림 17 〉 테일 시나리오 하에서의 주식 누적 수익률



주 : 미국 보험사들이 변액연금 생존급부보증에 대한 요구자본을 평가할 때 사용하는 시나리오 중 극단적 상황의 누적 수익률 시나리오임.

자료 : PBITT Working Group, "Policyholder behavior in the tail Variable annuity guaranteed benefits survey/C3 Phase II 2009 results", Society of Actuaries' Policyholder Behavior in the Tail Working Group Report, 2009.10.

- 생명보험회사들이 자신들의 펀드 수익률에 대한 가정과 계약자 행동에 대한 기초율 등이 적절한 수준인지를 판단할 수 있는 기준이 된다는 점에서 우리나라에서도 고려해 볼 만한 사항임.

4. 소결

- 글로벌 금융위기 이후 경기회복이 가시화되고 있으나 주요경기지표와 수입보험료 및 해약환급금의 추이를 살펴보면 단기적으로 변액보험시장 성장세 회복 여부에는 불확실성이 존재하고 있음.

- ☐ 생명보험회사는 상장지수펀드의 편입을 늘려 특별계정펀드의 다양성을 늘림으로써 변액보험 신규가입을 늘릴 수 있을 것이나 이를 위해서는 ETF시장의 활성화가 선결 과제임.
- ☐ 변액연금에서는 선진국에서 일반적인 최저인출보증의 도입을 통해 은퇴예정자들의 가입률을 높이는 것도 신규계약을 확대할 수 있는 방안 중 하나라고 판단됨.
- ☐ 유지율을 높이기 위해 목표설정(target setting)방식의 변액보험상품 도입을 적극적으로 검토할 필요가 있음.
- ☐ 보증리스크 관리를 위해 준비금 및 요구자본제도의 개정이 요구되며 보험산업 유관기관이 보험사들의 테일 시나리오 하에서의 주가, 금리, 그리고 계약자 행동(해약, 인출, 펀드 스위칭, 연금화 등)에 대한 가정을 정기적으로 수집하여 발표한다면 보험사들이 보증리스크를 관리하는데 도움이 될 것으로 판단됨.

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 국제금융시장의 불안이 진정되고 국내경기의 개선에 따라 금융시장 가격변수의 변동성이 축소되는 가운데 금리가 안정세를 보이고 있음.
- 2009년 3분기 국고채 3년 수익률은 4.30%로 전분기 보다 0.11%p 상승하였으며, 2009년 12월 현재 국고채 3년 수익률은 4.34%를 기록
- 회사채 3년 수익률(AA-)의 경우 2009년 3분기 5.59%를 기록하여 전분기 보다 0.24%p 하락하여 금리스프레드는 전분기 보다 하락

< 그림 1-1 > 금리 추이



자료 : 한국은행, ECOS

- 주식시장은 경기회복 기대에 힘입어 상승세를 나타내고, 외환시장은 경상수지 흑자와 외국인 자금의 유입 등에 따라 원·달러 환율이 하향 안정세를 유지함.
- 주식시장은 경기지표 개선 기대, 외국인 자금의 유입 등에 힘입어 2009년 12월 KOSPI 평균이 1620p를 기록하여 보험회사의 투자영업환경이 다소 개선될 것으로 예상
- 원·달러 환율은 경상수지 흑자가 지속되고 외국인 투자자금 유입확대 등으로 외환 공급이 늘어나 하향 안정세를 유지하면서 2009년 12월 현재 1,168원을 기록함.

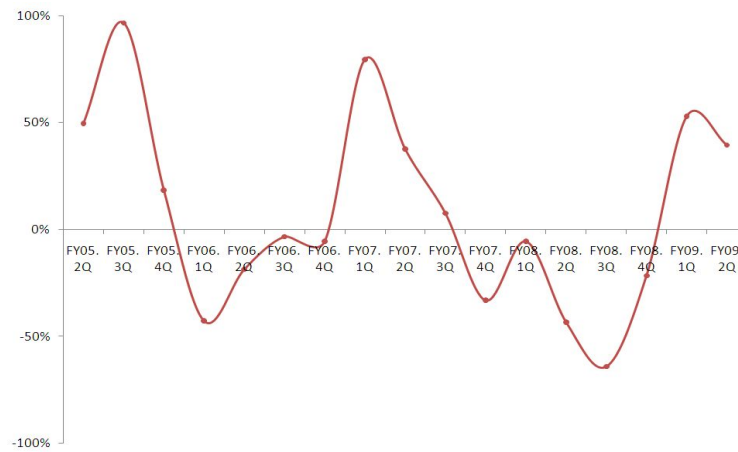
〈 그림 1-2 〉 주가지수 및 원/달러 환율 추이



자료 : 한국은행, ECOS.

- 보험회사의 영업 측면에서는 주식 시장의 상승에 힘입어 변액보험 초회보험료는 FY2009년 2분기에 전기 대비 39.4% 증가

〈 그림 1-3 〉 변액보험 초회보험료 전기대비 증가율

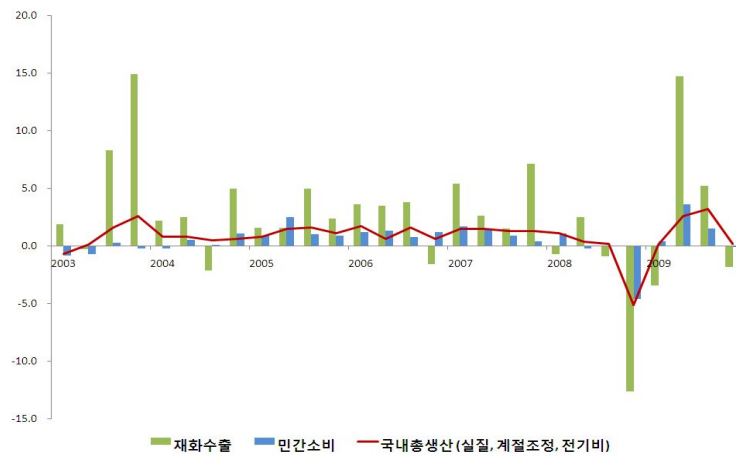


자료 : 금융감독원, 금융통계정보 시스템.

2) 실물경제

- 2009년 3분기 국내 경제는 수출 감소세가 완화되고 내수의 개선에 따라 경기가 점차 회복 국면에 진입하는 모습을 보임.
- 계절조정을 고려한 경제성장률은 2009년 3분기에는 전기 대비 3.2% 상승하여 2008년 4분기 이후 지속적으로 개선

〈 그림 1-4 〉 실물경제지표 추이

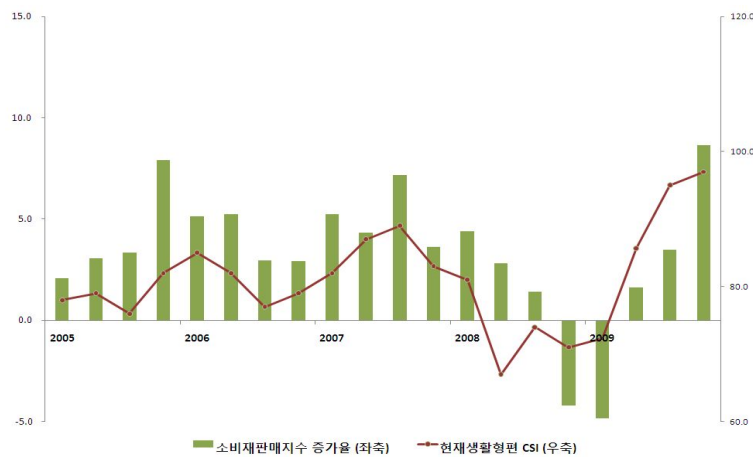


주 : 역년(calendar year) 기준 계절조정 전기 대비 증가율

자료 : 한국은행, ECOS

- 소비심리는 2008년 4분기 이후 지속적으로 상승하고 있으며 소비재 판매지수도 점차 개선되는 모습을 보이고 있음.

〈 그림 1-5 〉 소비재 판매지수 증가율 및 현재생활형편 지수

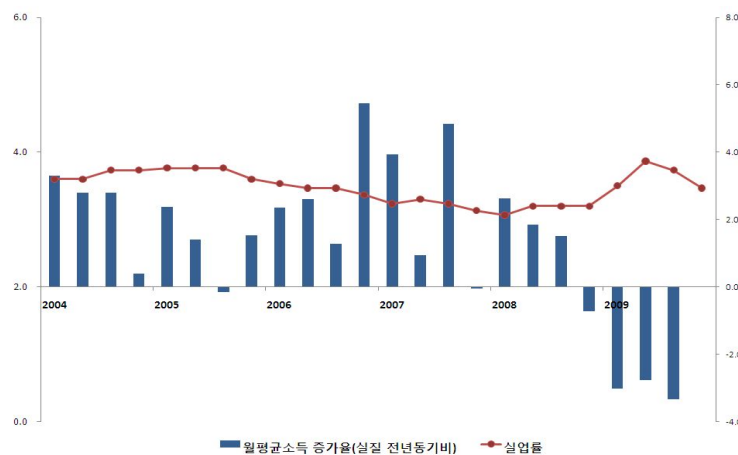


주 : 역년(calendar year) 기준 전년 동기대비 증가율임.

자료 : 통계청 산업활동 동향 및 한국은행 ECOS

- 소비자들의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 소비자심리지수 또한 2008년 4분기 이후 지속적으로 상승
- 전년 동기대비 소비재판매 증가율은 2009년 2분기에 1.62%였으나 3분기에는 3.47%를 기록하며 전기 대비 증가세 시현
- 2009년 3분기 고용 환경은 전분기에 비해 다소 개선된 모습을 보이고 있으나, 실질 가계소득은 전년 동기 대비 감소함.
- 2009년 3분기 실업률(계절조정)은 3.73%로 전기 대비 0.14%p 감소한 모습을 보이고 있으나, 실질가계소득의 경우 전년 동기 대비 3.34% 감소

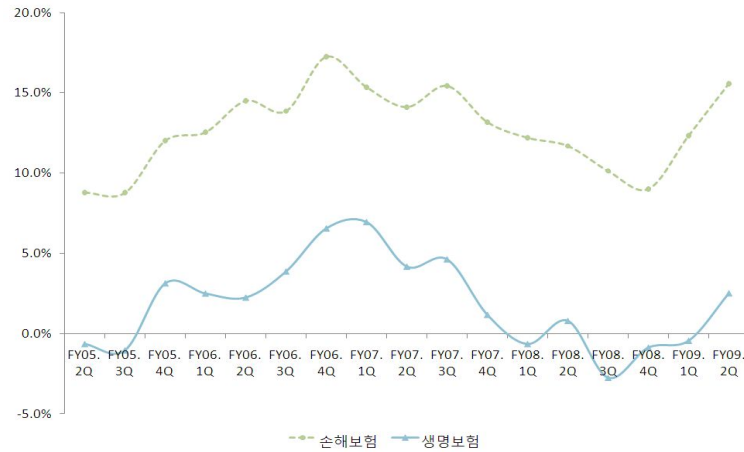
〈 그림 1-6 〉 실업률 및 가계소득 증가율



자료 : 통계청

- 최근 경기회복에 대한 기대로 인해 소비심리의 개선이 이루어짐에 따라 보험영업성과는 점차 개선되고 있는 모습을 보임.
- FY2009 2분기에 손해보험의 경우 전년 동기 대비 15.6%의 보험료 성장률을 기록하였으며, 생명보험의 수입보험료 또한 전년 동기 대비 2.5% 증가

〈 그림 1-7 〉 수입보험료 증가율 추이 (일반계정)



주 : 1) 전년 동기 대비 증가율을 나타냄.

2) 손해보험의 경우 원수보험료 기준이며, 국내 10개사 기준임.

자료 : 금융감독원, 금융통계정보시스템.

나. 환경변화가 경영성과에 미치는 영향

- 보험회사의 자본회전율(S/E)에 유의한 영향을 미치는 변수로는 생명보험의 경우는 생활형편지수, 손해보험의 경우 주가와 생활형편지수로 나타남.
- 생활형편 개선에 따라 가계의 소비여력이 증대되면 보험회사의 매출액 증대로 이어져 자본회전율이 상승할 수 있음.
- 보험회사의 매출이익률(R_U/S)에 유의한 영향을 미치는 거시경제변수로는 생명보험의 경우 금리와 경기로 나타나고 있으며, 손해보험은 경기로 나타남.
- 경기지수의 상승은 보험사의 매출 증가를 유발하게 되므로, 경기지수와 매출이익률 간에 부(-)의 관계가 성립할 수 있음.

〈 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
시차1		+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
금융 시장 변수	금리	+	-	-	-	-	+	-	-	+	+
	주가	-	+	+	-	+	-	+	+	-	+
	환율	+	+	+	-	+	-	-	+	-	-
실물 경기 변수	경기 지수	-	-	-	+	-	+	-	-	+	-
	생활 형편	+	+	-	+	+	+	-	-	+	+

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

□ 보험회사의 투자이익률(R_t/A)에 유의한 영향을 미치는 거시경제변수로는 금리, 주가로 나타나고 있음.

○ 주가 상승에 따라 투자수익이 개선되어 투자이익률과 주가는 정(+)의 관계를 보이고 있음.

□ 레버리지비율(A/E)에 유의한 영향을 미치는 거시경제 변수로는 생명보험의 경우는 생활형편이, 손해보험의 경우는 경기, 생활형편지수 등으로 나타남.

○ 경기지수 및 생활형편지수가 개선될 경우 매출액 증가에 따른 자산증가효과로 인해 레버리지비율은 상승할 수 있으므로 두 변수 간 정의 관계를 보임.

□ 이익자본비율(E/R_{t-1})에 유의한 영향을 미치는 거시경제변수는 생명보험과 손해보험 모두 과거성으로 나타남.

○ 이익자본비율의 경우 과거성과와 정(+)의 관계를 보이고 있어, 이익자본비율은 지속성(persistence)이 큰 특성을 보이고 있음.

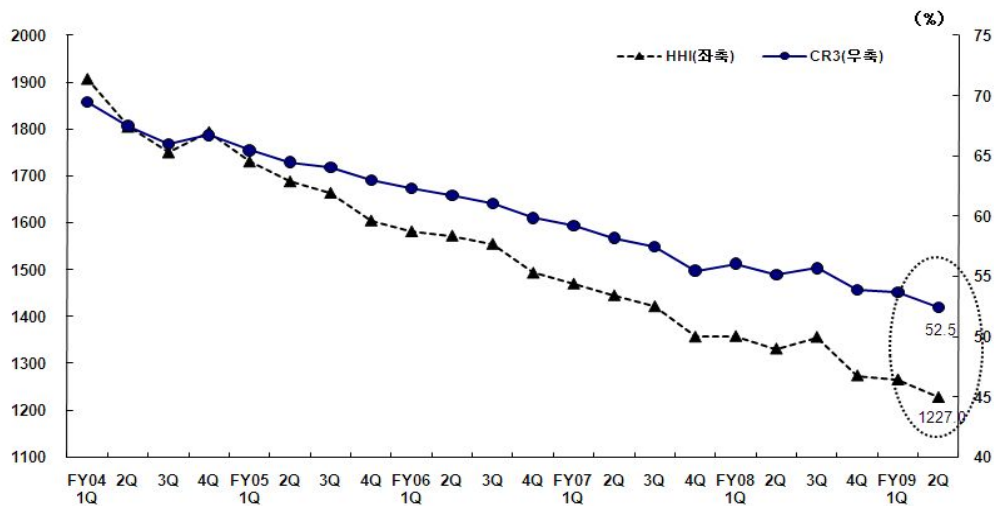
2. 경쟁도 변화

가. 보험산업의 경쟁여건

□ 생명보험산업의 시장집중도를 나타내는 허핀달지수(HHI)와 상위3사 집중도(CR3)는 FY2009 2분기까지 지속적으로 하락함.

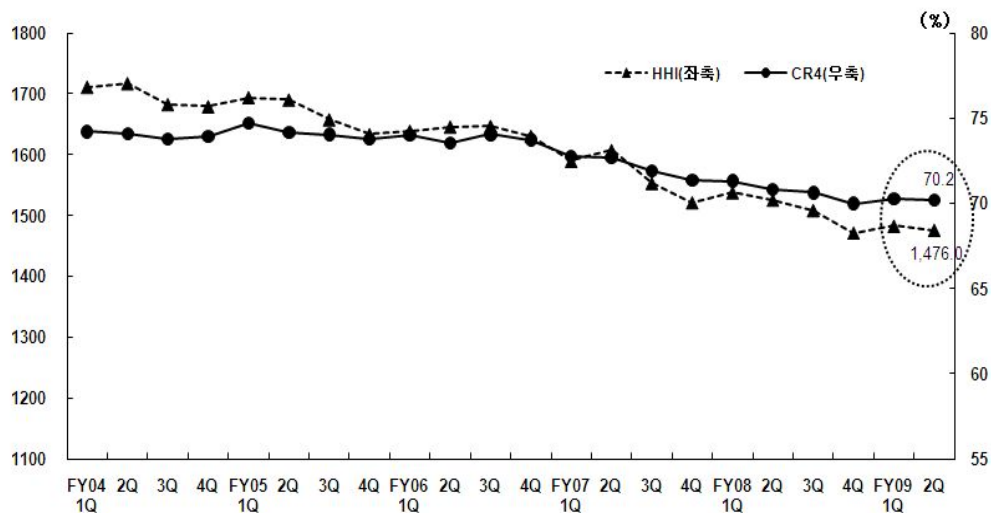
- 수입보험료 기준 회사별 시장점유율 제곱의 합으로 산출된 HHI는 FY2004 1분기에 1907.3에서 FY2009 1분기에 1227.0으로 대폭 하락
- 상위 3사의 시장점유율의 합계인 CR3도 FY2004 1분기에 69.5%에서 FY2009 2분기에는 52.5%까지 하락하여 생명보험산업의 경쟁도 심화 가능성 증대
- 특히, 대형사의 시장점유율이 지속적으로 축소된 반면 외국사의 시장점유율이 약진하면서 FY2009 1분기에 비해 FY2009 2분기에는 HHI와 CR3 모두 큰 폭으로 축소

< 그림 I - 8 > 생명보험산업의 분기별 HHI 및 CR3 추이



- 손해보험산업의 FY2009 2분기 허핀달지수(HHI)와 상위4사 집중도(CR4)는 이전에 비해 미미한 수준으로 하락하는데 그침.
- 손해보험산업의 HHI는 FY2004 1분기에 1711.2에서 FY2009 2분기에 1,476.0으로 하락하였으나 FY2009 1분기에 비해서는 미미한 수준의 하락
 - CR4의 경우에도 FY2004 1분기 74.2%에서 FY2009 2분기에 70.2%로 소폭 하락흐름을 나타내었으나 이는 여전히 높은 수준에 해당
 - 손해보험산업의 시장집중도가 여전히 높은 이유는 대형사의 시장점유율이 지속적으로 높고 중소형사 내에서 순위변동이 다소 존재하는데 그치기 때문

< 그림 1 - 9 > 손해보험산업의 분기별 HHI 및 CR4 추이



나. 경쟁도 주이 분석

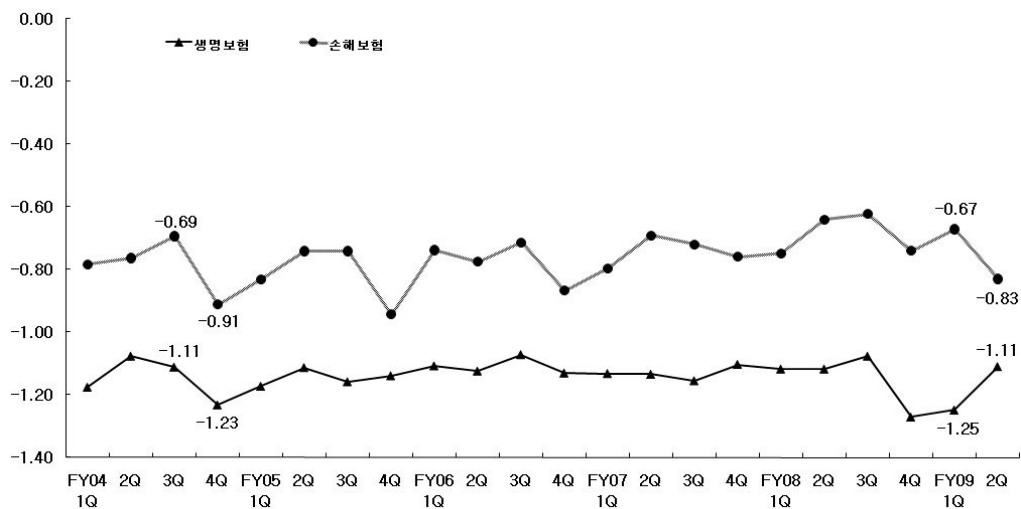
- FY2004 1분기부터 FY2009 2분기까지 생명보험 및 손해보험 회사들의 분기별 수

입보험료, 영업비용, 단위당 인건비 등의 자료를 이용하여 해당 시점별로 Boone 지수를 산출함.

□ FY2009 2분기 생명보험회사의 경쟁압력은 전분기에 비해 다소 상승한 반면 손해보험회사의 경쟁압력은 전분기에 비해 다소 감소한 것으로 나타남.

- 생명보험 및 손해보험 산업의 시점별 Boone 지수는 지속적으로 통계적으로 유의한 수준에서 마이너스를 나타내어 한계비용이 낮은 회사일수록 시장점유율이 높아 경쟁압력이 존재
- 전체적으로 생명보험회사의 Boone 지수 절대값이 손해보험회사의 Boone 지수 절대값에 비해 커서 생명보험회사들 사이의 경쟁압력이 높은 상황
- 생명보험회사의 Boone 지수 절대값은 FY2009 1분기 0.67에서 2분기에는 이보다 큰 0.83을 기록하여 경쟁도가 상승
- 손해보험회사의 Boone 지수 절대값은 FY2009 1분기 1.25에서 2분기에는 이보다 작은 1.11을 기록하여 경쟁압력이 다소 감소

< 그림 1 -10 > 보험산업의 Boone 지수 추이

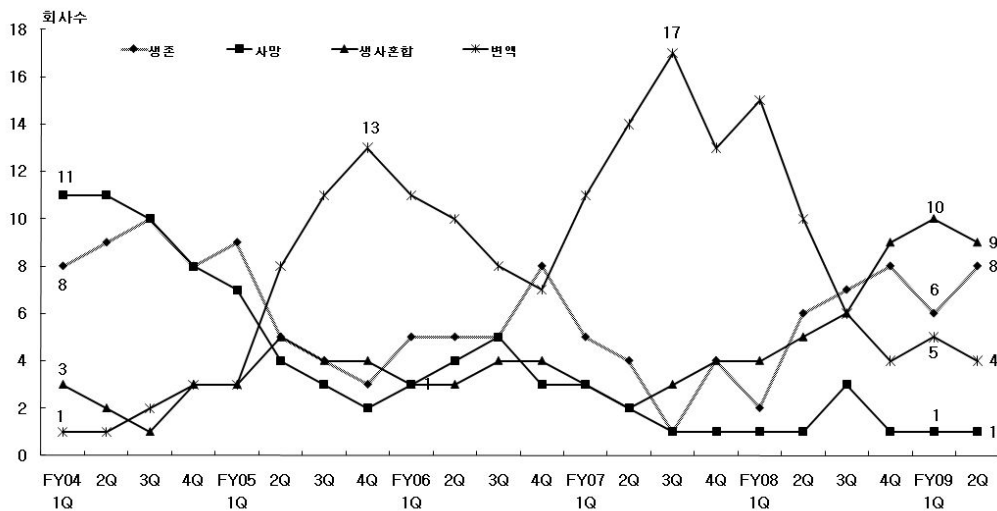


3. 상품구성 변화

가. 종목별 주력판매회사수

- 초회보험료를 기준으로 할 때 생존보험 및 생사혼합보험 주력판매회사수는 지속적으로 증가하는 추세인 반면 사망보험 주력판매회사수는 1개사에 불과한 상황이며, 변액보험 주력판매회사수는 큰 폭의 등락을 거듭하는 가운데 최근 들어 감소세를 지속함.

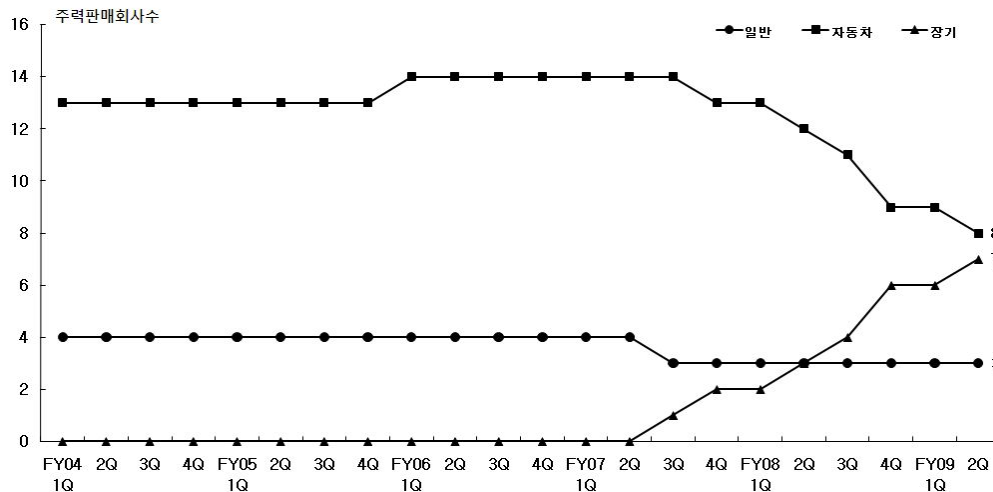
< 그림 1-11 > 생명보험 종목별 주력판매회사수 추이(초회보험료 기준)



- 초회보험료 기준 생존보험 주력판매회사수는 FY2007 3분기 이후 지속적으로 상승하면서 FY2009 2분기에는 8개사를 기록
- 초회보험료를 기준으로 할 때 사망보험 주력판매회사수는 FY2009 2분기에도 전분기와 마찬가지로 1개사에 불과

- 초회보험료 기준 생사혼합보험 주력판매회사수는 지속적으로 상승세를 나타내었으나 FY2009 2분기에는 전분에 비해 1개사가 감소한 9개사를 기록
- 특히, 초회보험료 기준 변액보험 주력판매회사수는 글로벌 금융위기의 여파가 지속되면서 FY2009 1분기에는 5개사로 감소하였으며 2분기에는 4개사로 감소
- 원수보험료 기준 자동차보험 주력판매회사수는 지속적으로 감소하는 패턴을 보이는 반면 장기보험 주력판매회사수는 꾸준한 증가세를 보이고 있음.

〈 그림 1 - 12 〉 손해보험 종목별 주력판매회사수 추이



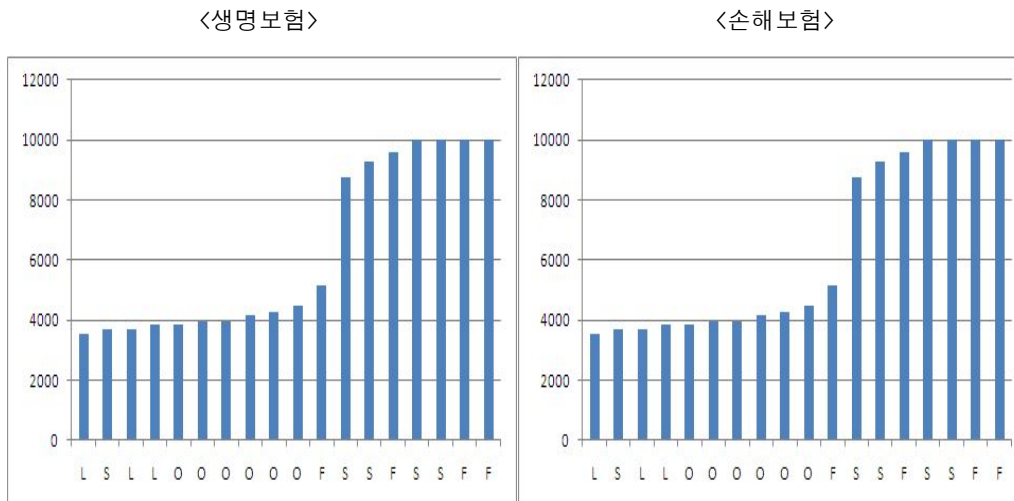
- 자동차보험 주력판매회사수는 FY2009 1분기에 9개사에서 2분기에는 8개사로 감소
- 반면, 장기손해보험 주력판매회사수는 지속적으로 증가하는 가운데 FY2009 2분기에는 7개사를 기록
- 외국계 3개사의 경우 일반손해보험 종목만을 주력으로 판매하는 상품전략을 지속

나. 회사별 보험종목 다각화

□ FY2009 2분기 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 상황⁴⁾
- 손해보험회사의 경우 전업사와 외국계의 보험종목HHI가 10000 수준으로 다각화 수준이 낮고 대형사와 중소형사는 4000 전후 수준을 나타내고 있으나 이 역시 다각화 수준은 낮은 상황⁵⁾

< 그림 I -13 > 보험회사의 보험종목HHI 수준(FY2009 2분기 현재)



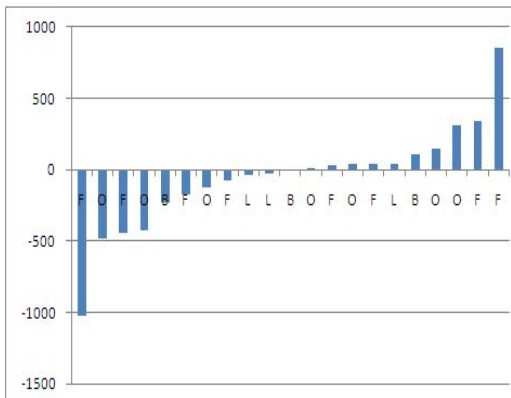
4) 대형사=L, 중소형사=O, 외국계=F, 방카슈랑스 전업사=B

5) 대형사=L, 중소형사=O, 외국계=F, 전업사=S

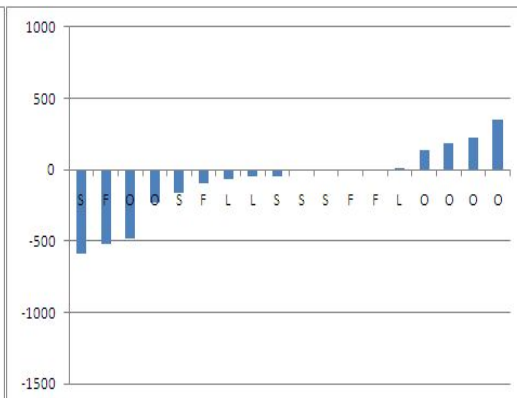
- FY2009 2분기 현재 전년동기에 비해 보험종목 다각화는 생명보험회사보다 손해 보험회사에서 크게 나타남.
- FY2009 2분기 현재 생명보험회사의 보험종목HHI는 FY2008 2분기에 비해 10 개사가 증가하고 나머지 회사는 감소하여 보험종목 다각화를 도모한 회사가 상당수 존재
- FY2009 2분기 손해보험회사의 보험종목HHI는 전년동기대비 증가한 회사가 5개사, 변하지 않은 회사가 4개사 감소한 회사가 9개사로서 다각화를 도모한 회사가 다수를 차지

〈 그림 1 -14 〉 보험회사의 보험종목HHI 변화(전년동기대비)

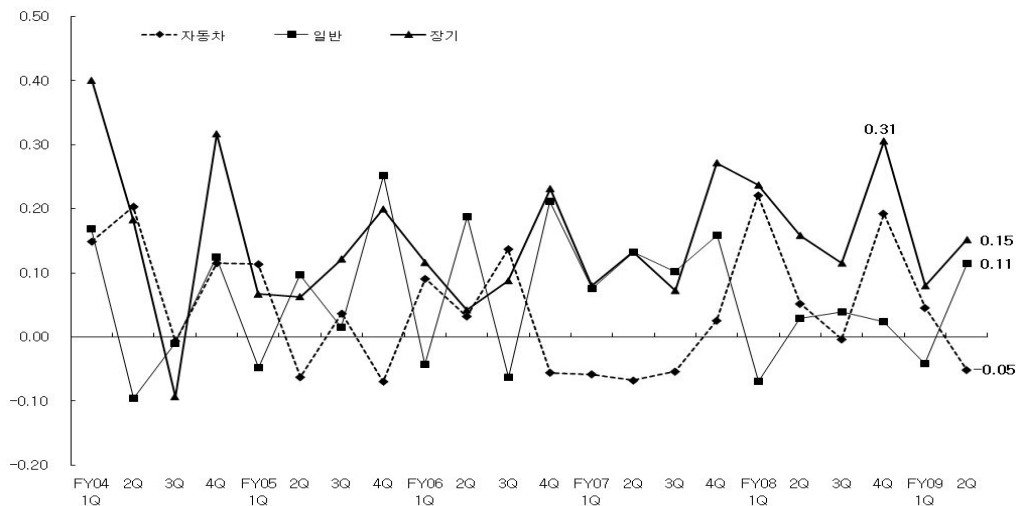
〈 생명보험 〉



〈 손해보험 〉



- 〈 그림 1-16 〉 손해보험 종목별 판매 선호도(H지수) 차이

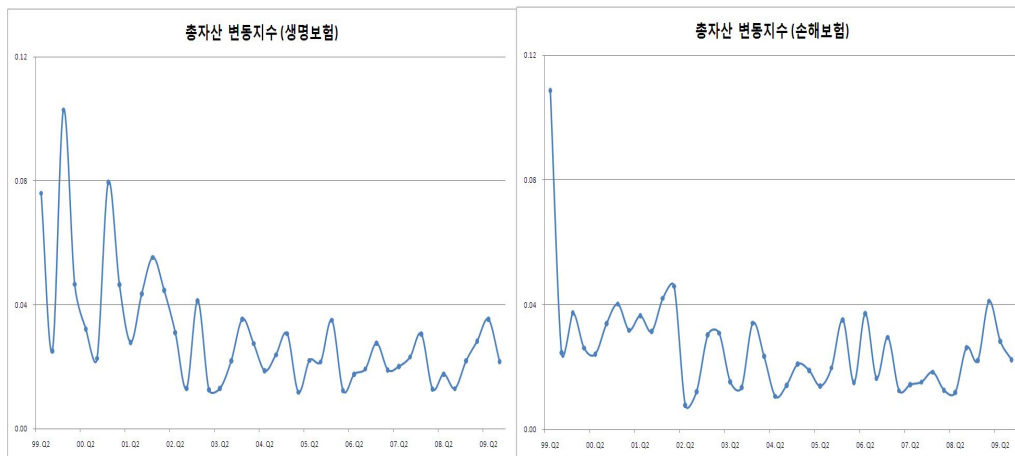


4. 자산구성 변화

가. 자산구성 변동지수 추이

- 금융위기가 안정화됨에 따라 생명보험과 손해보험 모두 FY2009 2분기 변동지수는 전분기 대비 하락하여 투자이익률의 안정적 개선 기대
- 다만, 금융위기 이전과 비교하여 여전히 높은 수준을 유지

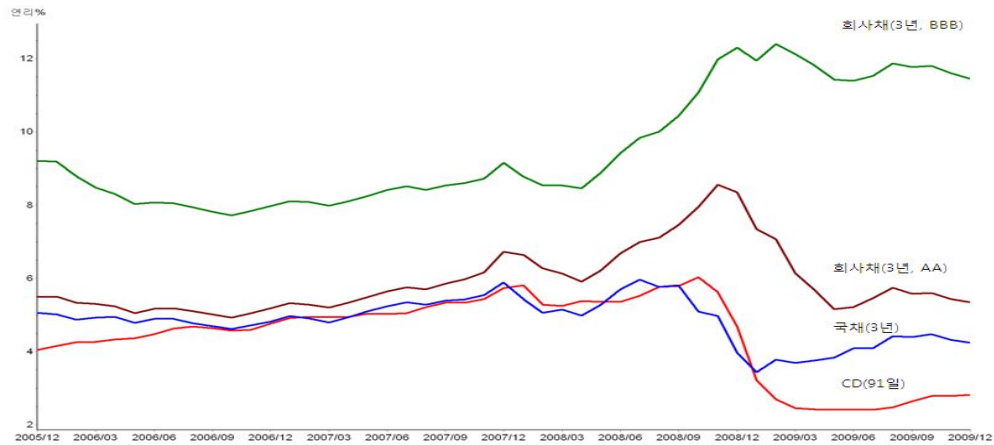
< 그림 1-17 > 자산구성 변동지수 추이



나. 자산구성 변화 내용

- 2009년 2분기 금리는 초반 상승세에서 후반에 다소 정체되는 양상을 보이고 있으며, 회사채의 등급 간 신용스프레드가 여전히 커서 기업대출 및 회사채 보유는 부담으로 작용한 것으로 보임.
- 금융위기 이전과 비교하여 회사채 등급 간 금리 격차가 크게 지속되고 있어 한계기업의 불확실성은 개선되지 않고 있는 것으로 보임.

< 그림 1-18 > 금리 추이



자료 : 한국은행 ECOS.

- 대출채권의 경우 전체적인 대출 연체율은 개선되고 있으나, 부동산 PF 등 일부 기업대출의 연체율은 높은 수준을 유지하면서 전분기 대비 생명보험의 대출비중은 다소 하락하고, 손해보험의 대출 비중은 정체

< 표 1-2 > 기업대출 연체율 추이

구 분	2008.9	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9
전체	4.68	5.06	5.27	5.31	4.71
(중소)	2.20	2.34	2.80	2.73	2.46
(PF)	2.23	2.44	3.00	4.06	4.18

자료 : 금융감독원, “보험회사 대출채권 연체율 현황”, 2009.11.10.

- 금융위기 전후를 비교하면, 생명보험과 손해보험 모두 금융위기 이전 수준으로 회귀하는 양상을 보이며, 현·예금 비율이 크게 줄고, 주식 비중이 늘어남.
- 다만, 생명보험이 국공채 비중을 늘린 반면, 손해보험은 외화표시증권을 늘리고 있어 대조적임.

○ 생명보험에서는 대출채권과 회사채 비중이 여전히 낮은 수준을 보이고 있음.

〈 표 1-3 〉 생명보험 자산구성 추이¹⁾

(단위: %)

생명보험	2008.9	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9
현·예금	2.9	3.8	3.6	2.9	2.6
유가증권	48.3	48.0	48.6	49.7	49.9
국공채 ²⁾	29.5	30.0	28.0	31.2	31.3
회사채	3.3	3.3	3.1	3.1	3.0
외화증권	7.0	6.5	6.7	6.6	6.2
주식	4.4	3.8	3.9	4.1	4.8
대출	19.5	19.6	18.9	18.2	17.9
부동산	3.4	3.3	3.5	3.2	3.2
운용자산	74.0	74.7	74.6	73.4	73.4
특별(변액)	17.5	17.0	17.5	18.3	19.1

주 : 1) 총자산 대비 비율

2) 공채, 특수채, 금융채 포함.

〈 표 1-4 〉 손해보험 자산구성 추이¹⁾

(단위: %)

손해보험	2008.9	2008.12	2009.3	2009.6	2009.9
현·예금	5.8	6.3	5.1	4.0	4.0
유가증권	48.3	47.4	48.6	49.4	49.4
국공채 ²⁾	23.5	23.8	23.4	23.8	23.6
회사채	7.7	7.9	7.6	7.5	6.7
외화증권	3.5	3.2	3.8	4.8	5.0
주식	5.8	4.7	5.1	5.2	5.8
대출	20.9	21.1	20.3	20.1	20.1
부동산	6.3	6.2	6.9	6.6	6.6
운용자산	81.3	80.9	80.9	80.1	80.1

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

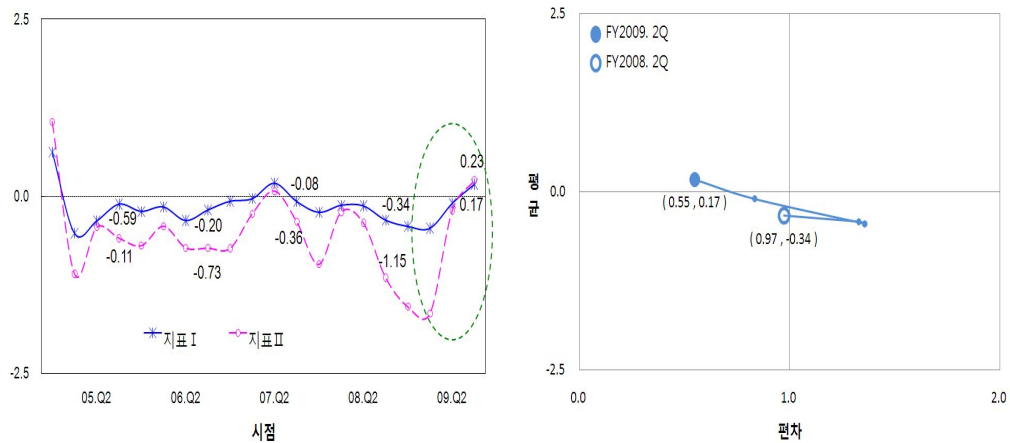
1) 동향

< 생명보험 >

□ FY2009 2분기 생명보험회사의 투자이익률 평균은 FY2009 1분기에 이어 전분기 대비 연속 상승하며 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태로 전환

○ 전년동기대비 투자이익률의 회사별 편차는 축소되고 평균은 상승함.

< 그림 II-1 > 생명보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)

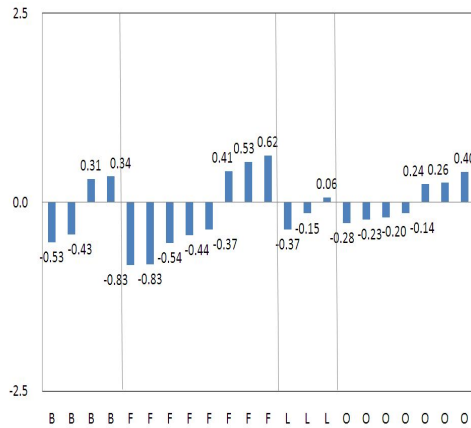


주 : 5개년(20분기) 회사별 투자이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

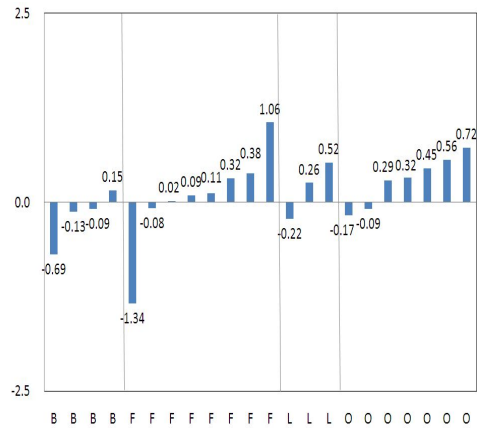
- FY2009 2분기 회사별 겹 분포는 전분기 대비 플러스 겹 상태의 회사 수가 더 많은 반면, 정상수준 대비 실제수준의 차이에서는 마이너스 겹 상태의 회사 수가 여전히 많은 것으로 나타남.

〈 그림 11-2 〉 생명보험 투자이익률 겹 분포

정상수준 대비

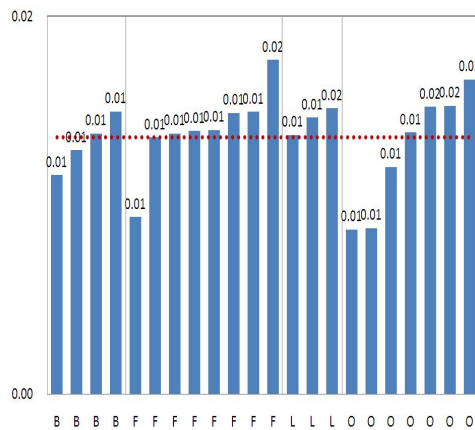


전분기 대비

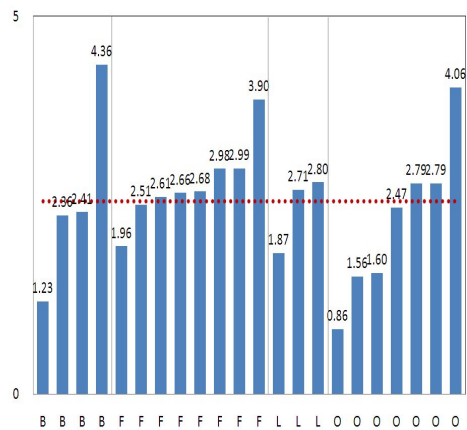


〈 그림 11-3 〉 생명보험 투자이익률 정상수준

회사별 20개분기 평균



회사별 정상수준

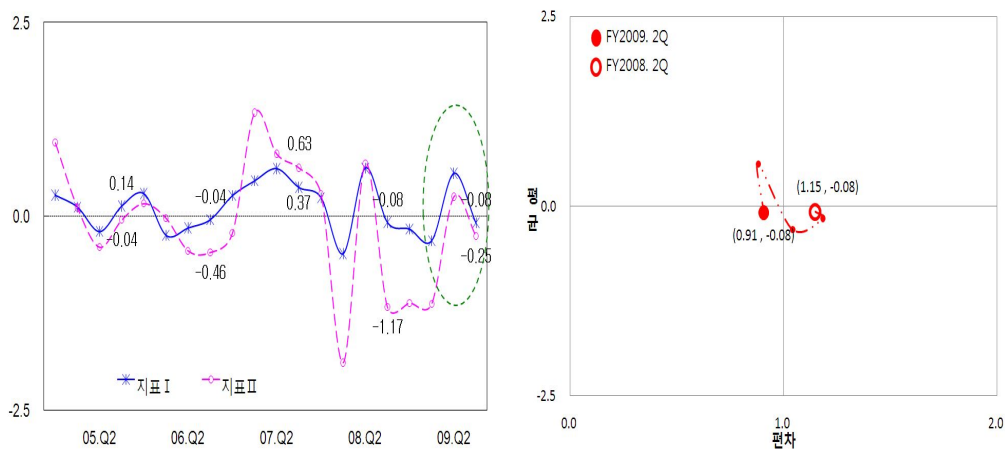


- 투자이익률의 장기 추세에서는 변동성을 고려한 정상수준에 미치지 못하는 회사의 수가 단순 평균에 미치지 못하는 회사 수보다 여전히 많음.
- 회사별 20개분기 평균에서는 대다수 회사가 산업 집계평균에 근접하거나 초과하는 양상을 보이고 있으나,
- 회사별 20개분기 평균을 변동성으로 조정한 정상수준에서는 평균을 초과하는 보험회사의 수가 산업 집계평균을 초과하는 보험회사 수보다 감소

< 손해보험 >

- FY2009 2분기 손해보험회사의 투자이익률 평균은 전분기 대비 하락하고 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태로 전환됨.
- 전년동기대비 2분기 투자이익률의 회사별 평균은 유사하나 편차는 감소

< 그림 II-4 > 손해보험 투자이익률 현황 (정상수준 대비)



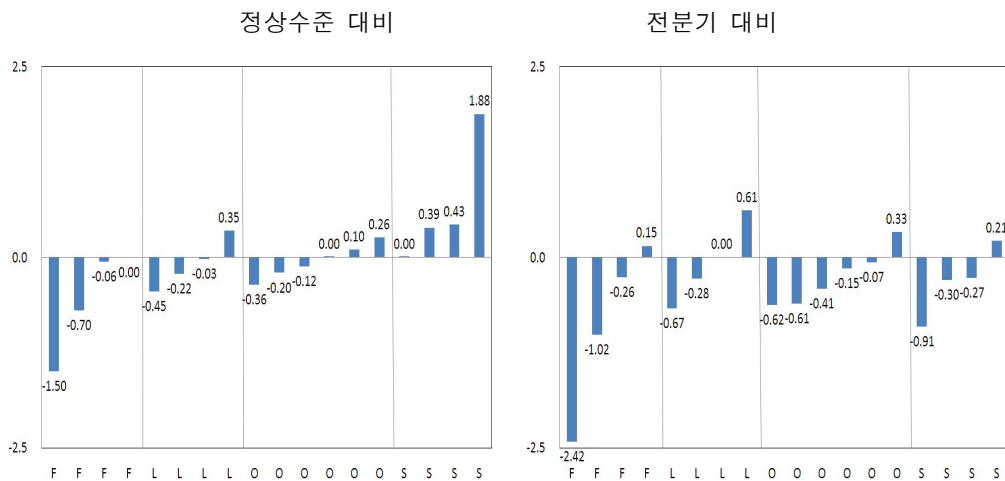
주 : 5개년(20분기) 회사별 투자이익률 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- 회사별 갭 분포는 정상수준은 물론 전분기와 비교하여 마이너스 갭 상태인 회

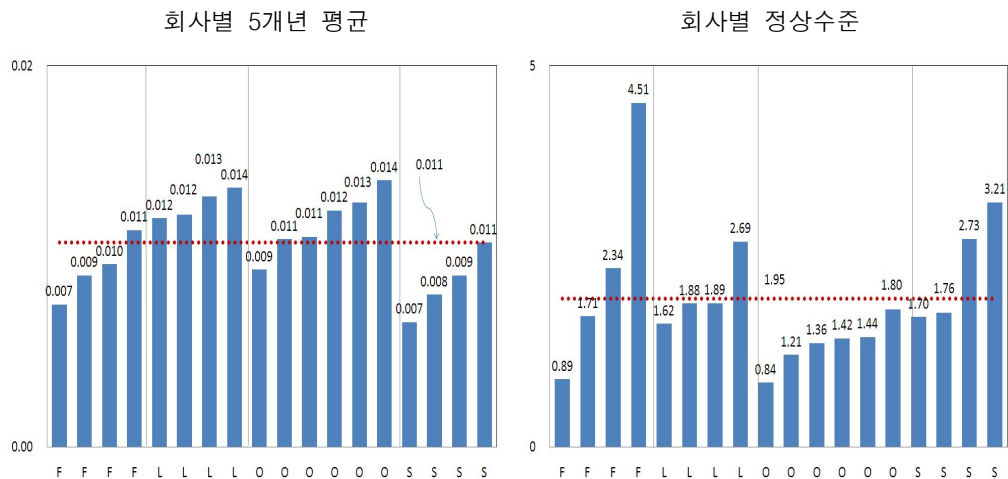
사가 대다수를 차지함.

- 전업사 그룹과 일부 회사를 제외하고 대부분 정상수준 대비 마이너스 갭 상황
- 전분기와 비교해서도 그룹별로 일부 회사를 제외하고 대부분 마이너스 갭 상황임.

< 그림 II-5 > 손해보험 투자이익률 갭 분포



< 그림 II-6 > 손해보험 투자이익률 정상수준



- 손해보험 투자이익률의 장기 추세는 지난 5개년 동안의 투자이익률 평균이 산업 집계평균을 상회하는 회사 수보다 하회하는 회사 수가 많음.
- 회사별 5개년 평균에서 외국사 그룹과 전업사 그룹이 나머지 그룹과 산업 집계평균에 비해 투자이익률이 낮게 나타나고 있으나,
- 회사별 5개년 평균을 해당 변동성으로 조정한 정상수준에서는 회사별 그룹별 차이가 큰 것으로 보이며, 중소형사 그룹은 회사별 정상수준이 나머지 그룹에 비해 낮게 나타나고 있음.

2) 투자이익률 변화 원인 및 전망

- FY2009 2분기 거시경제 변수의 움직임은 생명보험과 손해보험의 투자이익률을 개선시키는 방향으로 작용한 것으로 분석되나, 손해보험의 경우 전분기의 투자성과가 높아 2분기 성과는 상대적으로 하락했으며 전년동기대비 유사한 수준
- 주가 상승에 따라 주식 비중이 증가한 반면, 금리는 2분기 초반 상승 후 후반 정체 양상을 보임에 따라 회사채 비중은 조정
- 환율 하락은 보유 외화증권의 투자성과 약화를 초래
 - 다만, 외화증권에 대한 구매력 증대로 나타나 손해보험에서는 동 자산의 구성비가 지속적으로 증가하여 생명보험과 대조를 보임.
- 금리 움직임에 따라 향후 자산구성은 여전히 변동 가능성이 크고, 투자이익률의 변동성도 증대될 것으로 보임.
- 현금 보유율 감소, 금리 상승 기조의 정체, 주식시장의 호황 등은 투자이익률 개선에 긍정적 신호라고 할 수 있음.
- 그러나 상대적으로 수익이 높은 대출채권과 회사채 비중의 금융위기 이전수준 회복은 아직 유동적임.
 - 대출 등 이자소득자산의 연체율은 개선 추이를 보이고 있으나,

- 회사채 금리의 등급 간 신용스프레드가 좀처럼 줄어들지 않고 있고 부동산PF 등 일부 기업대출의 연체율은 개선되지 않고 있음.

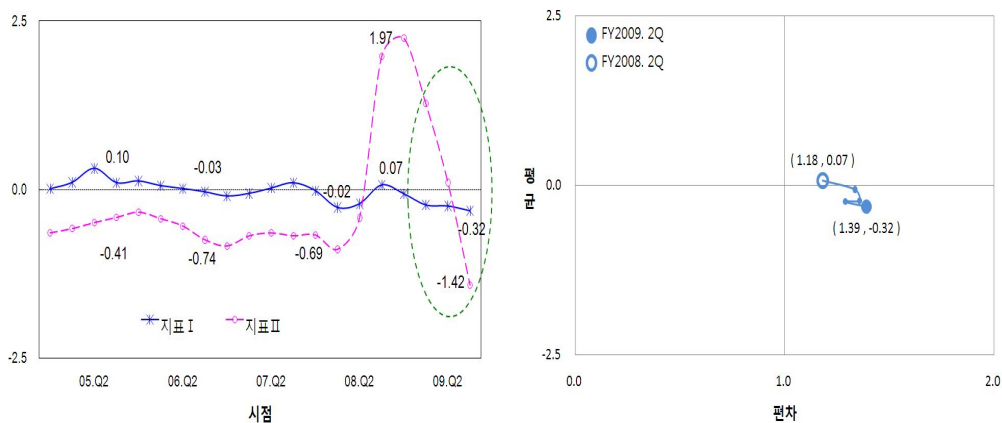
나. 레버리지비율(A/E) 분석

1) 동향

< 생명보험 >

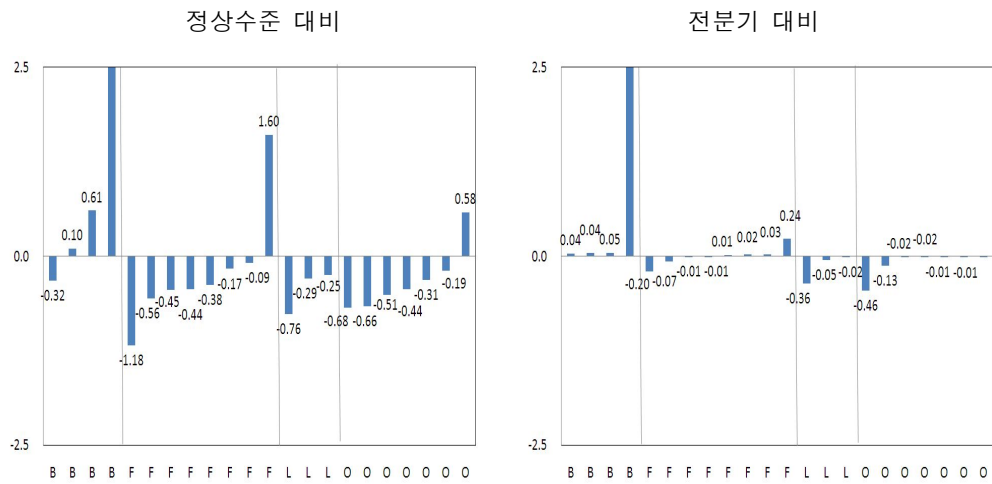
- FY2009 2분기 생명보험회사 레버리지비율 평균은 FY2009 1분기 대비 하락하였으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 지속
- 전년동기대비 레버리지비율의 평균은 하락하고 편차는 확대됨.
- 갭 분포에서는 정상수준 대비 마이너스 갭 상태인 회사 수가 대다수를 차지하고 있는 반면, 전년동기대비 갭 분포에서는 평균 근방에 집중적으로 분포
- 회사별 20개 분기 평균에서도 산업 집계평균을 초과하는 회사의 수보다 그렇지 못한 회사의 수가 많은 것으로 나타남.

< 그림 II-7 > 생명보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)

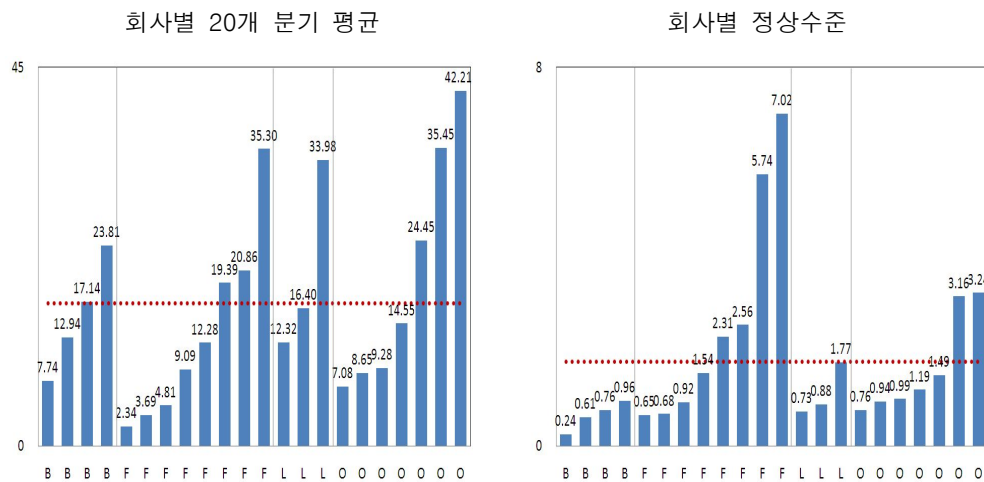


주 : 5개년(20분기) 회사별 레버리지비율 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

< 그림 II-8 > 생명보험 레버리지비율 갭 분포



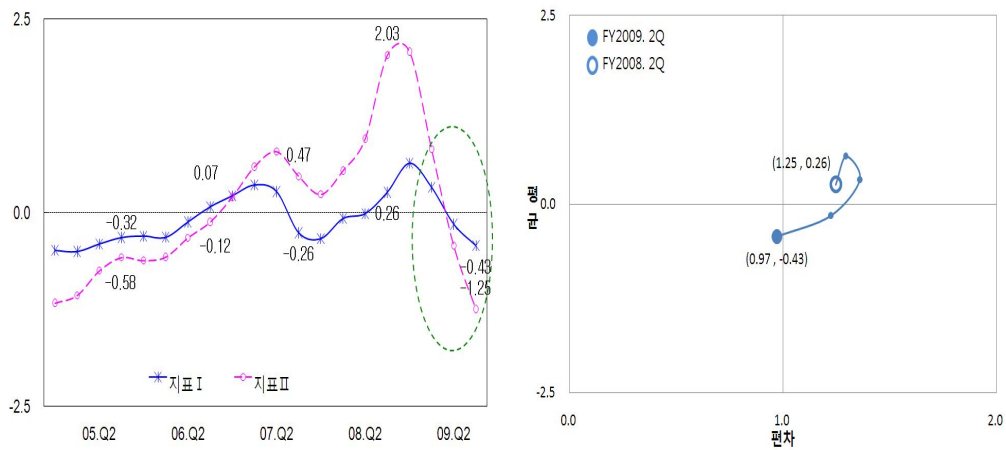
< 그림 II-9 > 생명보험 레버리지비율 정상수준



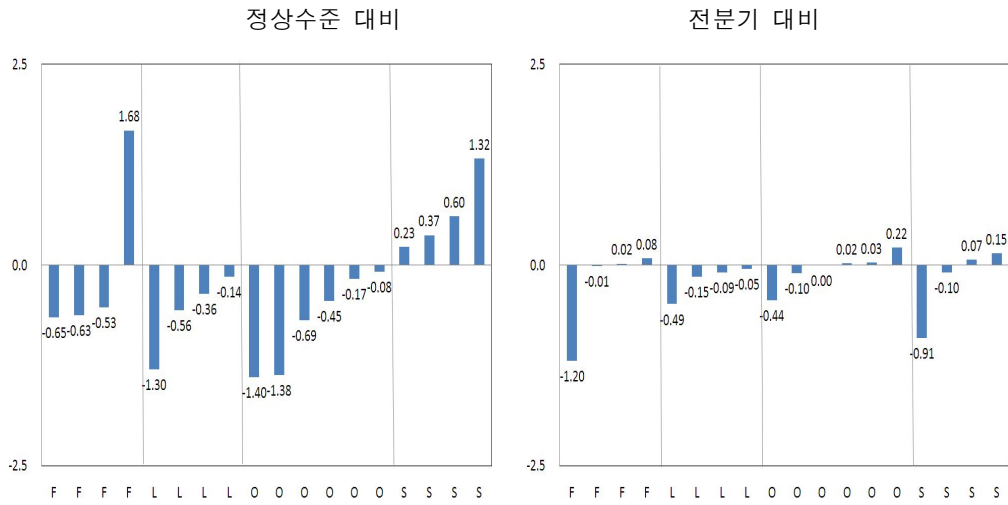
< 손해보험 >

- FY2009 2분기 손해보험회사의 레버리지비율 평균은 생명보험회사와 동일하게 1분기 대비 하락하여 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.
- 또한 전년동기대비 회사별 레버리지비율의 평균은 하락했으나 편차도 축소
- 회사별 갭 분포는 전업사를 제외하고 대다수 회사들이 정상수준 대비 마이너스 갭 상태에 있으며, 전분기 대비 역시 대다수 회사들이 마이너스 갭 상태에 있음.

< 그림 II-10 > 손해보험 레버리지비율 현황 (정상수준 대비)

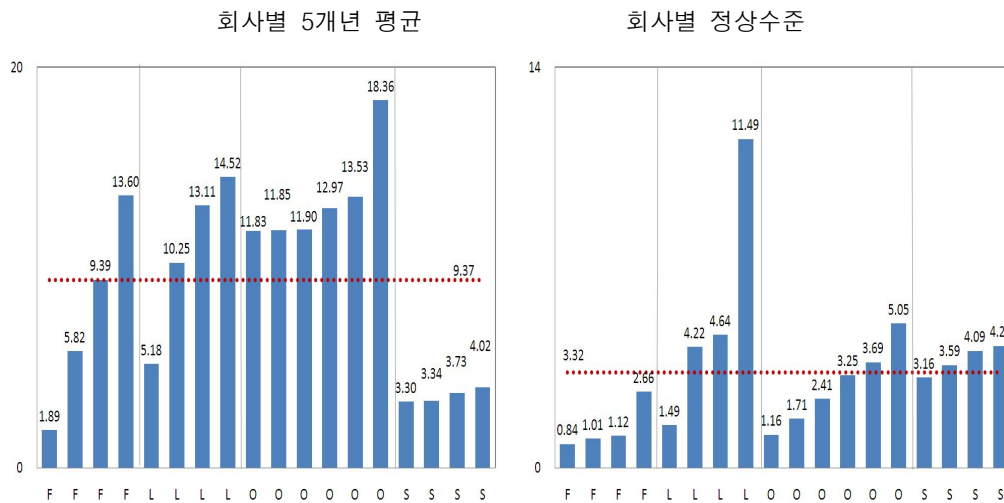


< 그림 II-11 > 손해보험 레버리지비율 갭 분포



- 회사별 5개년 평균에서는 산업 집계평균을 초과하는 회사의 수가 그렇지 못한 회사의 수를 추월하나, 변동성으로 조정한 정상수준을 초과하는 회사는 변동성 조정 후 레버리지 비율이 하락한 일부 중소형사의 증가로 줄어듦.

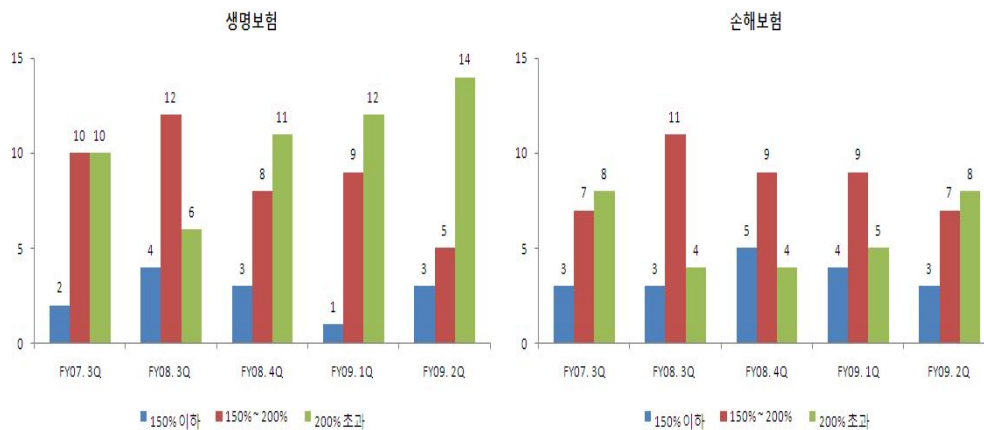
< 그림 II-12 > 손해보험 레버리지비율 정상수준



2) 레버리지비율 변화 원인 및 전망

- FY2009 2분기 거시경제 변수의 전제적인 움직임은 생명보험과 손해보험의 총자본을 늘리는 방향으로 작용하는 반면, 금융위기 이후 매출 부진이 심화되면서 레버리지비율의 하락을 초래
- 금융위기 이전보다 낮은 레버리지 수준, 경기호전 전망에 따른 매출 증대 등은 레버리지비율이 상승할 가능성이 충분함을 보여줌.
- 전체적인 지급여력도 개선된 것으로 나타남.
 - 다만, 1분기부터 EU식 지급여력제도와 함께 산출되고 있는 RBC제도의 도입으로 자본 확충 부담이 늘어난 것은 일부 보험회사에게 레버리지비율의 상승을 억제하는 요인으로 작용할 것임.
 - 특히, 전분기 대비 2분기 지급여력비율 분포가 양극화한 것으로 나타난 생명보험의 경우 레버리지비율 하향 압력은 보다 커질 것으로 전망됨.

〈 그림 II-13 〉 지급여력비율 분포



다. 투자영업관련 이슈

□ 자산 건전성 문제는 투자이익률 개선에 장애

- 2009년 2분기는 자산의 구성 및 건전성 측면에서 금융위기 이전 수준으로 회귀하는 과정으로 보이나,
 - 금융위기 이전과 비교하여 자산구성은 여전히 불안정하며, 이는 자산 건전성에 대한 우려가 반영된 것으로 보임.
- 한계기업에 대한 신용스프레드가 여전히 높고 부동산PF 등의 연체율도 큰 개선을 보이지 않고 있음.
 - 신용위험이 낮은 국공채 보유 비중은 이미 금융위기 이전 수준으로 회복하였으나,
 - 회사채와 대출채권 비중은 아직 금융위기 이전 수준으로 회복하지 않은 것으로 분석됨.

□ 레버리지비율 상승 가능성에도 불구하고 자기자본규제 강화는 부담

- 레버리지 비율은 금융위기 이전보다 낮은 수준으로 하락하였으나, 레버리지 상승을 통한 영업성과 개선에는 한계가 있을 것임.
- 현재 자기자본규제가 EU방식에서 RBC방식으로 전환하는 과정이므로 보험회사의 지급여력에 대한 압력은 지속적으로 강화될 것임.
 - 지급여력 강화 압력은 레버리지비율의 하향 압력으로 작용하여 일부 보험회사의 경우 투자영업성과 개선에 제약으로 작용
 - 특히, 지급여력에서 양극화 현상을 보이고 있는 생명보험의 경우 지급여력이 약화된 보험회사는 자기자본규제가 덜한 변액보험 등에 대한 의존도를 높이는 방향으로 대응할 것으로 보임.

2. 보험영업 성과 분석

가. 자본회전율(S/E) 분석

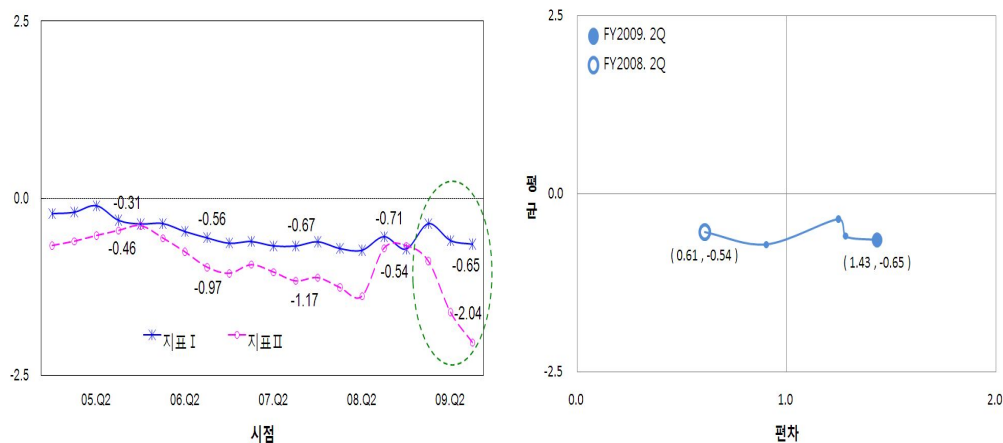
1) 동향

< 생명보험 >

- FY2009 2분기 생명보험회사의 자본회전율 평균은 전분기 대비 하락하였으며, 그 결과 계속해서 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태를 유지

- 전년 동기 대비 자본회전율의 평균(지표 I)은 낮아졌으나 회사별 편차는 확대

< 그림 II -14 > 생명보험 자본회전율 현황 (정상수준 대비)

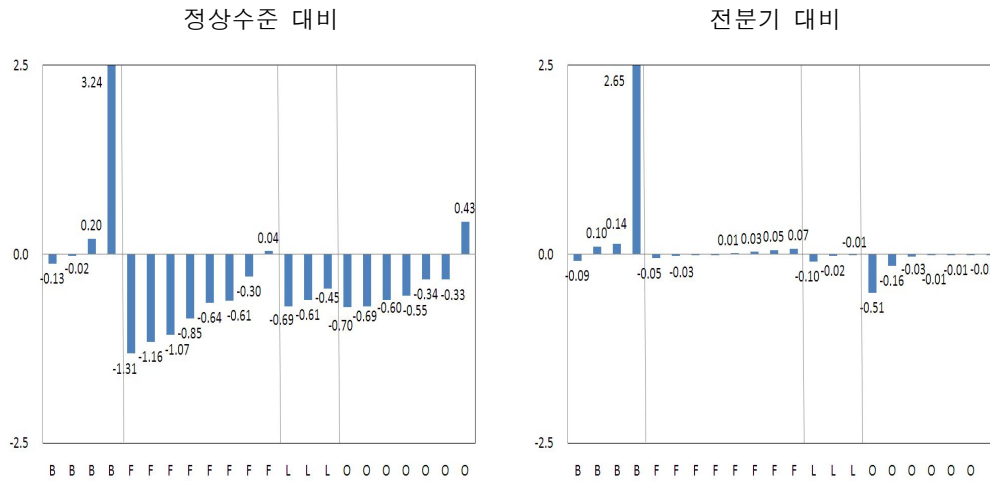


주 : 5개년(20분기) 회사별 자본회전율 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

- 정상수준 대비 갭 분포는 대부분 보험회사가 전분기보다 축소된 갭 상태를 나타내고 있으나 여전히 마이너스 갭 상태의 우위를 보이고 있음. 특히 대형사·외국사·중소형사가 여전히 마이너스 갭 우위를 보이고 있음.
- 전분기 대비 갭 분포는 전분기보다 갭 상태가 축소된 결과, 마이너스 갭 또는

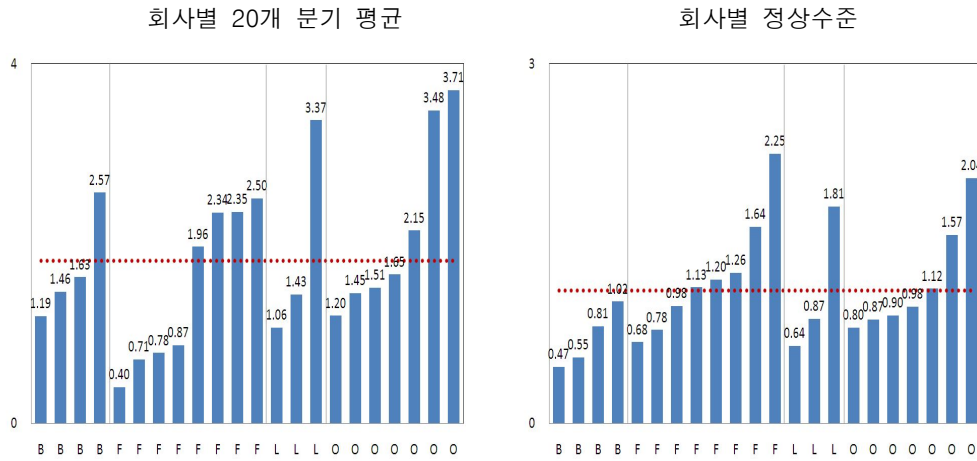
플러스 갭의 상태가 약하게 나타났으나, 일부 보험사는 다른 보험회사와 달리 두드러진 플러스 갭 또는 마이너스 갭 상태를 보이고 있음.

< 그림 II-15 > 생명보험 자본회전율 갭 분포



- 생명보험 자본회전율의 장기 추세의 경우 지난 5개년 동안의 자본회전율 평균이 시장 집계평균을 상회하는 회사보다 하회하는 회사가 더 많음.
- 회사별 20개 분기 평균에서는 대형사 또는 중소형사 그룹 내 최소값과 최대값 차이가 전분기보다 확대되었고, 변동성으로 조정한 정상수준에서는 대부분 보험회사가 전분기보다 낮아졌으나 시장집계 정상수준보다 상회하는 보험회사가 증가(7개사 → 8개사)

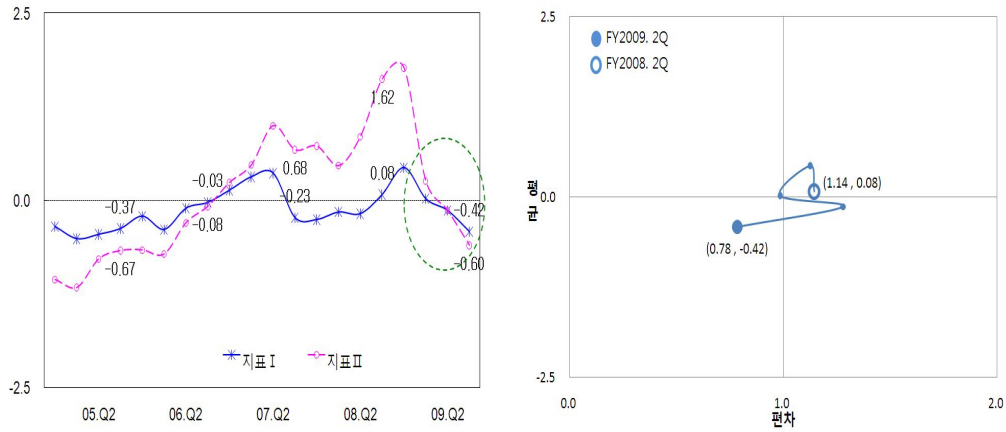
< 그림 II-16 > 생명보험 자본회전을 정상수준



< 손해보험 >

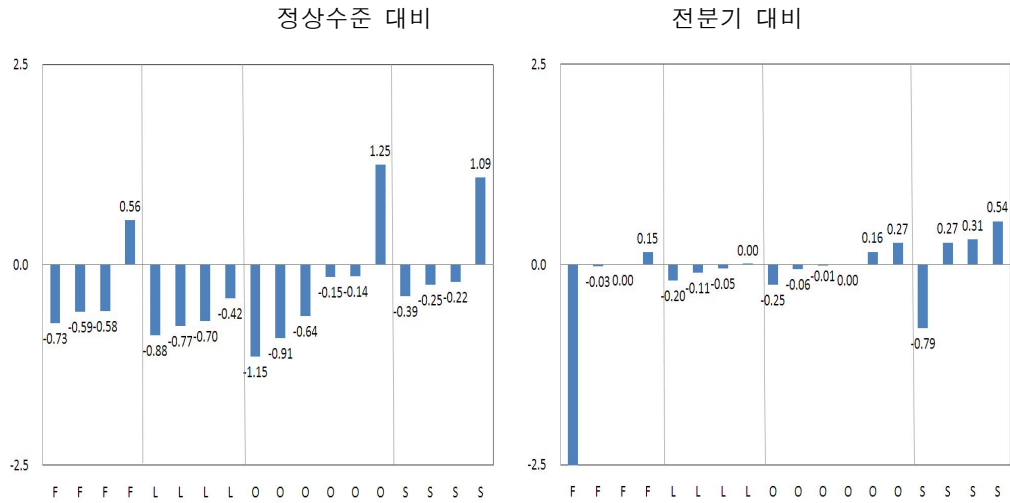
- FY2009 2분기 손해보험회사의 자본회전을 평균은 전분기 대비 하락하였으며, 그 결과 마이너스 갭 상태에서 벗어나지 못함.
- 자본회전율의 평균(지표 I, 지표 II)은 전분기보다 마이너스 갭 상태가 심화된 것으로 나타나며, 전년 동기와 비교하면 자본회전율의 평균은 하락과 함께 편차가 축소됨.

〈 그림 II-17 〉 손해보험 자본회전률 현황 (정상수준 대비)



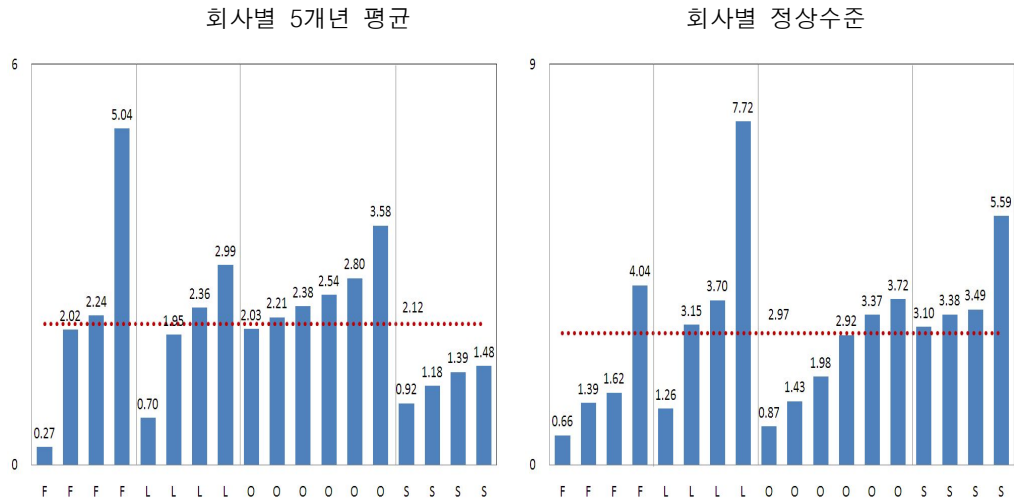
- 정상수준 대비 겹 분포는 마이너스 겹 상태가 플러스 겹 상태보다 우위에 있는 것으로 나타났으며, 그룹별로는 대형사, 중소형사 및 외국계사가 마이너스 겹 상태의 우위에 있음.
- 전분기 대비 겹 분포는 일부 보험회사를 제외하고는 마이너스 겹 또는 플러스 겹 상태가 축소된 것으로 나타났으며, 특히 대형사 및 중소형사에서 겹 상태의 축소를 보이고 있음.
 - 그러나 1개 외국사, 대부분 전업사는 다른 보험회사와 달리 겹 상태의 확대를 나타내고 있음.

< 그림 II-18 > 손해보험 자본 회전률 갭 분포



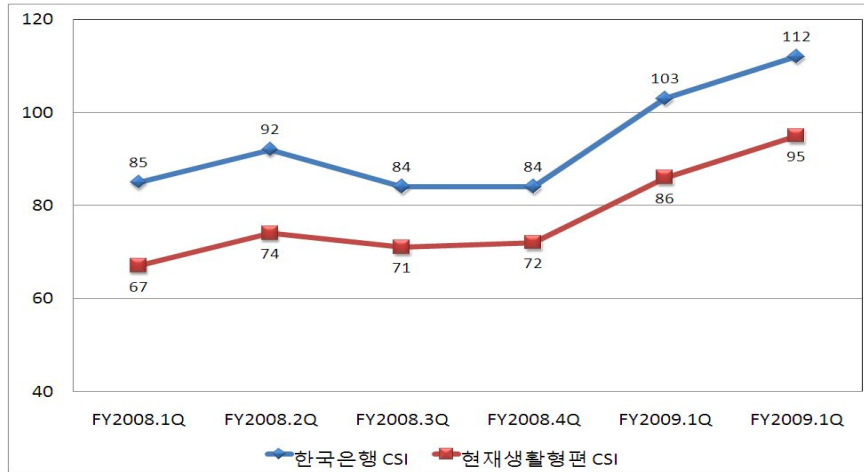
- 손해보험 자본회전율의 장기 추세의 경우 전분기와 같이 지난 5개년 동안의 자본회전율 평균이 시장 집계평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사 수가 비슷한 상황임.
- 회사별 20개 분기 평균에서는 전분기와 같이 전업사와 일부 대형사 및 외국사를 제외하고는 시장 집계평균에 근접하거나 초과하고 있으며, 회사별 20개 분기 평균을 해당 변동성으로 조정한 정상수준에서는 대형사와 전업사는 대부분 산업 평균을 초과하나 중소형사, 외국사는 산업 평균에 하회하고 있음.

< 그림 II-19 > 손해보험 자본 회전을 정상수준



2) 변화 원인 및 전망

- 매출(이하 수입보험료) 측면의 자본회전을 변화를 살펴보면, 생명보험의 경우 수입보험료가 전분기보다 개선된 소비심리가 일반계정까지 확대되어 전분기보다 증가한 것으로 분석됨.
- 한국은행 CSI와 현재생활형편 CSI*을 기준으로 하는 경우, 전분기보다 소비심리가 개선되었으나, 현재생활형편은 여전히 예정 수준을 회복하지 못해 소비심리의 개선이 제대로 소비확대로 이어지지 않고 있는 것으로 보임

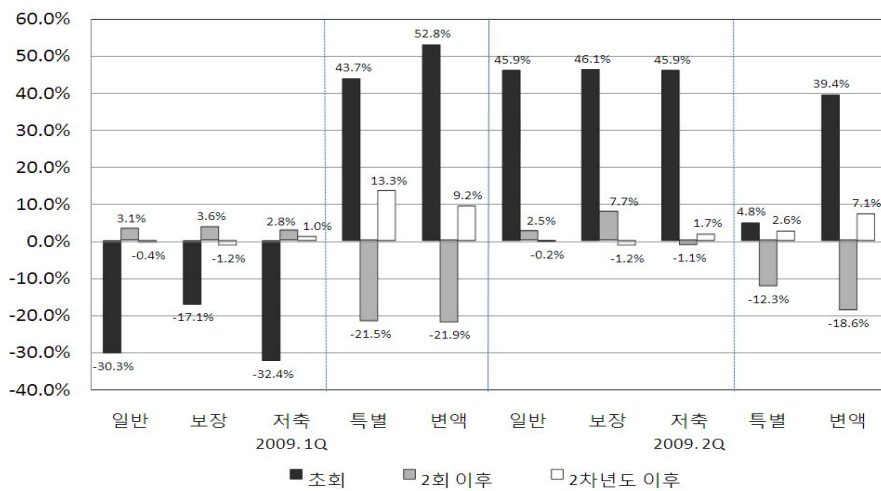
< 그림 II - 20 > 소비심리¹⁾

주 : 1) 월별 지수들의 평균값을 이용하여 분기지수를 산출.

자료 : 한국은행, ECOS.

- 이러한 소비심리 변화로 인해 2회 이후 보험료가 전분기보다 낮으나, 초회보험료는 전분기보다 크게 증가한 것으로 나타나고 있음.

< 그림 II - 21 > 생명보험 보험료 증가율(전분기 대비)

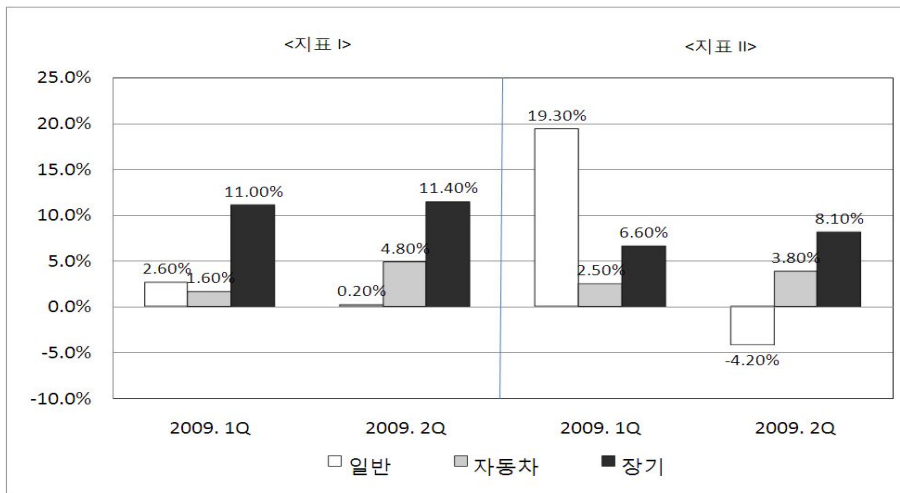


주 : 전사실적(지표 II) 기준

□ 손해보험의 경우 장기손해보험의 지속 성장에 힘입어 전분기보다 수입보험료가 증가한 것으로 분석됨.

○ 자동차보험·장기손해보험에서 수입보험료가 전분기 대비 증가하였으나, 장기손해보험의 수입보험료 증가가 크게 두드러짐.

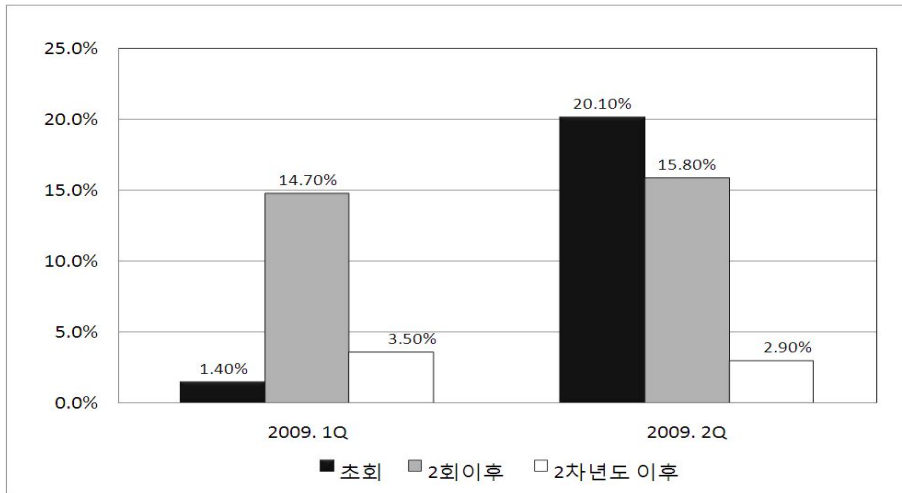
< 그림 II-22 > 손해보험종목별 보험료 증가율(전분기 대비)



○ 장기손해보험의 보험료는 초회 및 2회 이후 보험료에 힘입어 전분기대비 증가

- 장기손해보험의 계속보험료 특히 초년도 2회 이후 보험료는 전분기 대비 증가하였으며, 이는 FY2008 하반기 증가(3분기 : 17.25%, 4분기 : 37.24%)에 상당부분 영향을 받음

〈 그림 II-23 〉 장기손해보험 보험료 증가율(전분기 대비)

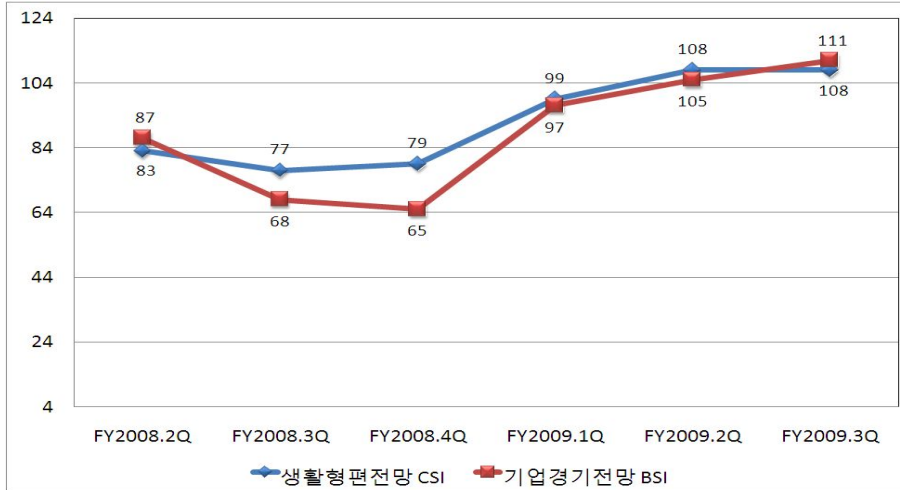


주 : 장기손해보험(무배당, 유배당) 및 지표 II 기준(개인연금, 퇴직연금, 자산연계형 제외)

- FY2009 3분기는 2분기와 유사하게 생명보험·손해보험 모두 소비심리 개선에 따른 보험수요의 호전, 향후 금리 상승 등에 따른 보험료수익 증가가 자본회전을 상승요인으로 작용할 전망
- 소비심리 전망(생활형편전망 CSI)을 기준으로 하는 경우 소비심리 전망이 전분기보다 개선됨에 따라 신규수요의 개선이 나타날 것으로 전망됨.
 - FY2009 3분기 생활형편은 부정적 인식을 대부분 해소할 것으로 해석할 수 있음. 또한 FY2009 3분기 기업경기 전망 역시 부정적 인식이 상당부분 해소되었다고 해석할 수 있음.
 - 소비심리 전망의 개선은 생명보험과 장기손해보험의 신규수요 개선으로, 기업경기 전망의 개선은 일반손해보험 등의 기업성 보험에 대한 신규수요 개선으로 나타날 것임.

〈 그림 II-24 〉 소비심리 및 기업경기 전망¹⁾

(기준치 = 100)



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

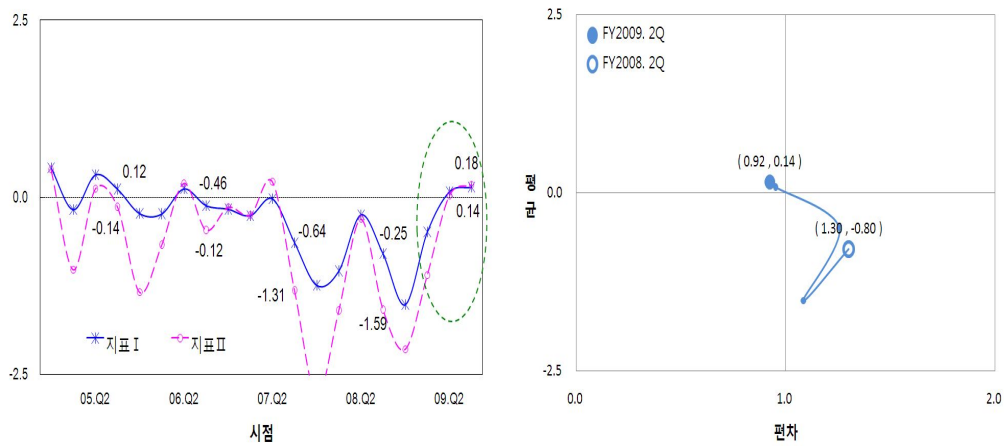
나. 매출이익률(R_U/S) 분석

1) 동향

〈 생명보험 〉

- FY2009 2분기 생명보험회사의 매출이익률 평균은 3분기 연속해서 전분기 대비 상승하였으며, 그 결과 2분기 연속하여 플러스 갭 상태를 유지
- 전년 동기 대비 매출이익률의 편차는 축소되고 평균은 상승함.

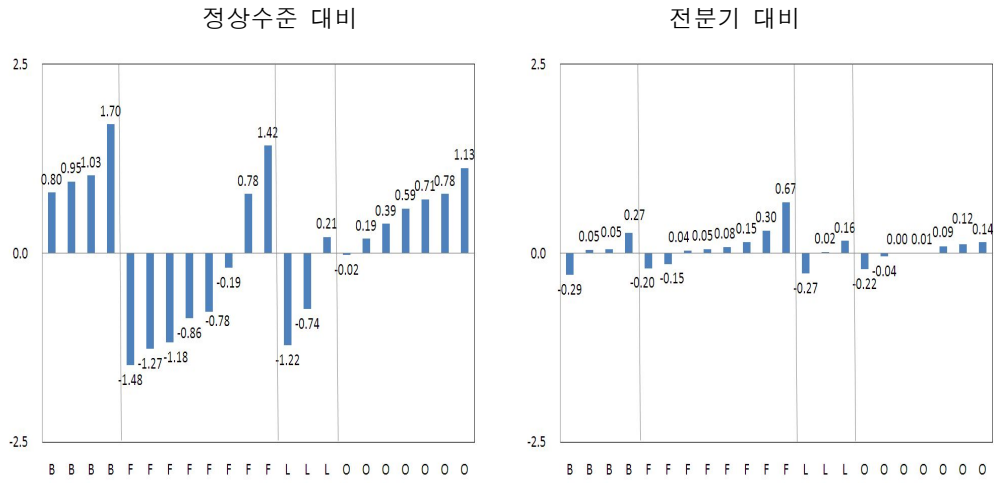
〈 그림 II -25 〉 생명보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)



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

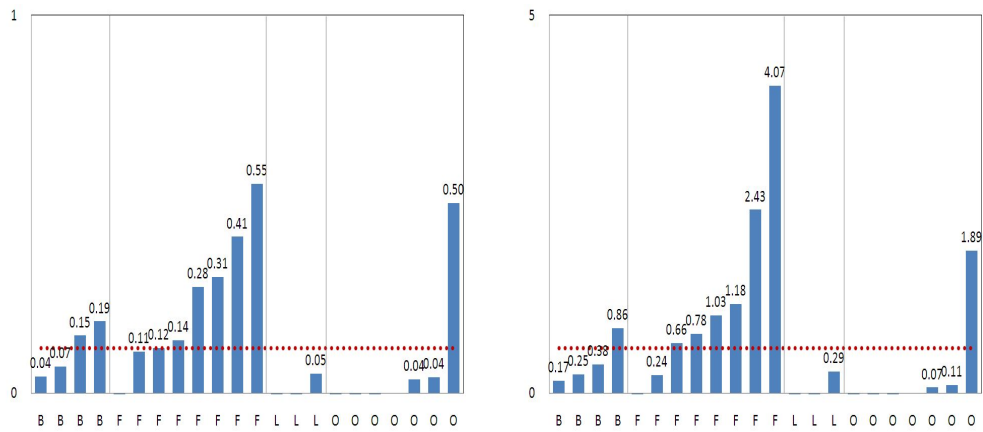
- 정상수준 대비 갭 분포는 전분기와 같이 플러스 갭 상태의 회사수가 더 많음.
그룹별로 보면, 대형사·외국사는 마이너스 갭의 회사 수가, 중소형사·방카사는 플러스 갭의 회사 수가 더 많은 것으로 나타남.
- 전분기 대비 갭 분포는 플러스 갭 또는 마이너스 갭의 상태가 전분기보다 약화된 결과, 대부분 보험회사에서 전분기 대비 갭이 “0” 근방에 위치하는 것으로 나타남.

< 그림 II-26 > 생명보험 매출이익률 갭 분포



- 생명보험 매출이익률의 장기 추세의 경우 지난 5개년 동안 매출이익률 평균은 시장 집계평균을 상회하는 회사 수가 하회하는 회사 수보다 많음.
- 회사별 20개 분기 평균에서는 대형사 및 일부 중소형사 제외하고는 시장 집계평균에 근접하거나 초과하는 양상을 보이고 있으나, 변동성으로 조정한 정상수준에서는 회사별 차이가 확대되는 것으로 분석됨.

〈 그림 II-27 〉 생명보험 매출이익률 정상수준
회사별 20개 분기 평균 회사별 정상수준

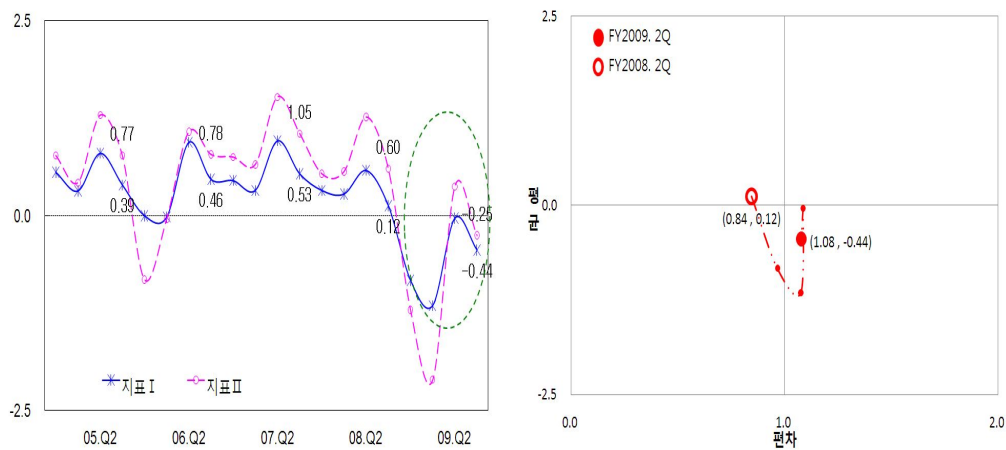


〈 손해보험 〉

□ FY2009 2분기 손해보험회사의 매출이익률 평균(지표 I, II)은 전분기 대비 하락하였으며, 그 결과 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태로 전환

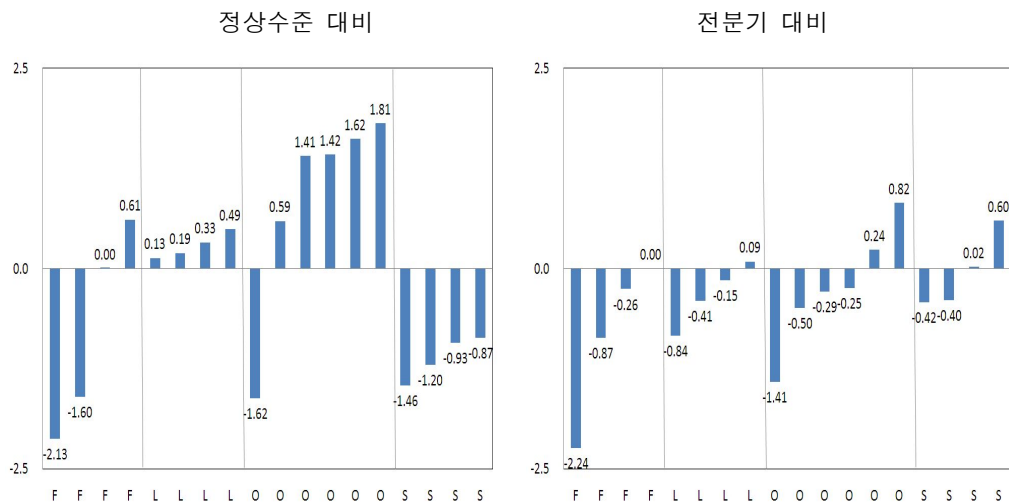
○ 전년 동기와 비교하면, 매출이익률의 평균(지표 I)은 낮아졌으나, 편차는 확대

〈 그림 II-28 〉 손해보험 매출이익률 현황 (정상수준 대비)



- 정상수준 대비 갭 분포는 마이너스 갭 상태의 회사보다 플러스 갭 상태의 회사가 많은 것으로 나타나고 있으며, 그룹별로 보면 대형사·중소형사가 플러스 갭 상태, 외국사·전업사는 마이너스 갭 상태의 우위를 보이고 있음.
- 전분기 대비 갭 분포는 마이너스 갭 상태의 회사가 플러스 갭 상태의 회사보다 많은 것으로 나타나고 있으며, 그룹별로 보면 중소형사와 전업사 일부를 제외한 대부분의 회사가 마이너스 갭 상태에 있음.

<그림 II-29> 손해보험 매출이익률 갭 분포

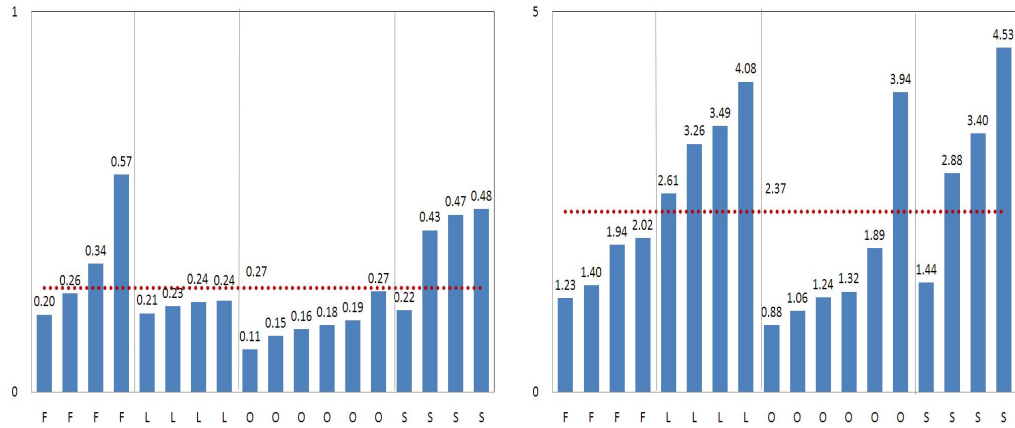


- 손해보험 매출이익률의 장기 추세의 경우 지난 5개년 동안의 매출이익률 평균은 시장 집계평균을 상회하는 회사 수보다 하회하는 회사 수가 더 많음.
- 회사별 20개 분기 평균에서는 대형사와 중소형사는 시장 집계평균보다 하회하고, 외국사와 전업사는 시장 집계평균을 상회하는 것으로 나타남.
- 변동성 조정의 정상수준에서는 그룹별 회사별 차이가 크며, 시장 정상수준을 초과하는 보험회사의 수가 단순 평균일 때보다 3개사가 증가하는 것으로 분석됨.

〈그림 II-30〉 손해보험 매출이익률 정상수준

회사별 5개년 평균

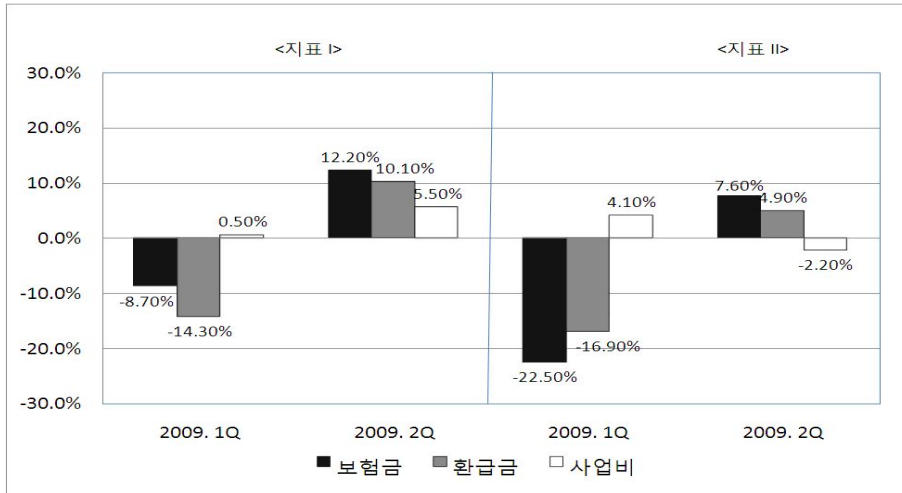
회사별 정상수준



2) 변화 원인 및 전망

- 매출이익률의 변화를 매출이익률 구성요소 중심으로 살펴보면, 생명보험의 경우 수입보험료의 증가와 비례하여 보험금 및 환급금 증가 등의 보험영업비용 증가된 결과, FY2009 2분기 생명보험 매출이익률은 전분기와 큰 차이가 없음.

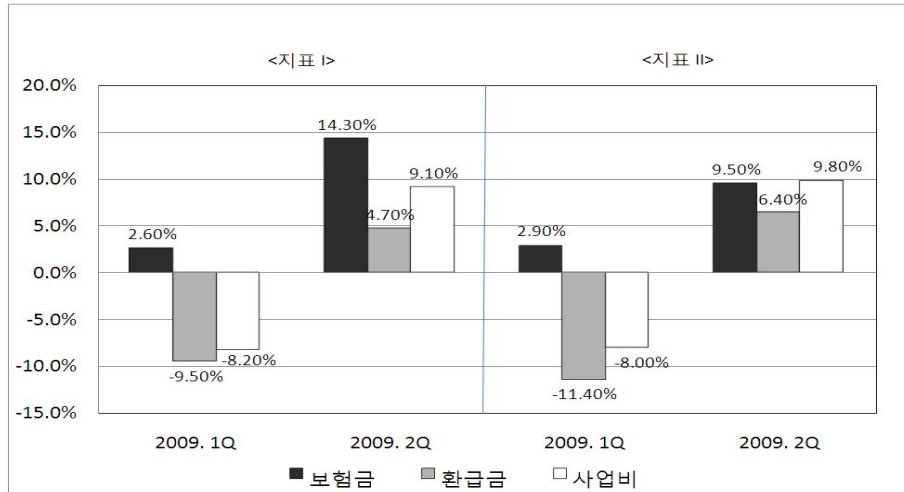
〈 그림 II-31 〉 생명보험 보험영업비용 증가율(전분기 대비)



주 : 1) 배당금이 포함된 실적임.
2) 일부 회사 실적(이상치 간주)을 제외함.

- 손해보험의 경우 보험금, 환급금, 사업비 등의 보험영업비용 증가가 매출이익률의 감소에 기여함.
- 일반손해보험, 자동차보험 및 장기손해보험에서 보험금 및 사업비 규모가 전분기보다 증가하였으며, 게다가 장기손해보험환급금 역시 전분기보다 증가

〈 그림 II-32 〉 손해보험 보험영업비용 증가율(전분기 대비)



주 : 1) 국내일반손보사의 장기저축성보험환급금 실적임.

2) 일부 회사 실적(이상치 간주)을 제외함.

- FY2009 3분기는 소비심리 개선 및 보험수요 호전에 따른 보험영업부문의 수익 개선으로 보험회사의 매출이익률 상승이 전망되나, 자동차보험의 원가상승 요인이 이를 상쇄
 - 생명보험의 경우 소비심리 개선 및 보험수요 호전은 신계약 증가로 이어지고, 결과적으로 생명보험회사의 보험영업이익 또는 매출이익률을 개선
 - 손해보험의 경우 소비심리 회복 등은 신계약 증가로 이어져 매출이익률을 증가시킬 것이나, 실손의료비 보험관련 제도 변화 및 계절적 효과(자연재해)에 의한 보험영업비용의 증가로 일정 부분 상쇄

다. 보험영업 관련 이슈

- 생명보험의 경우 금융시장 회복에 따른 자본회전률 하락요인을 만회할 수 있는 매출이익률 상승이 관건
 - FY2009 2분기는 초회보험료 기준으로 일반계정 내 개인보험의 비중 확대 및 특별계정 내 변액보험의 비중 확대
 - 이는 소비심리와 기업경기 회복으로 개인보험과 변액보험에 대한 수요가 회복된 결과이며, 하반기에 상반기보다 소비심리와 기업경기 회복이 가시화되면 일반계정 내 개인보험과 특별계정 내 변액보험 비중이 더욱 확대될 것으로 예상됨.
 - 그러나 금융시장의 안정 및 소비심리 회복은 자본증가에 따른 자본회전률 하락요인으로 작용하며, 보험원가 상승요인(의료수가 인상, 의료서비스 이용증가 등)은 매출이익률 상승을 약화시키는 요인으로 작용
 - 따라서 생명보험회사는 보험료 수익 증가와 함께 원가관리등을 통해 매출이익률을 높이는 전략이 필요
 - 이를 위해 생명보험회사는 상반기와 같이 일반계정 및 특별계정 모두를 성장시키는 전략이 필요하며, 아울러 민영건강보험 제도개선으로 보완된 경쟁력을 바탕으로 보험영업을 강화
 - 또한 금융시장의 안정 및 소비심리 회복에 주목하여 저축성 및 투자성 보험 중심의 영업에 대해 전략적인 판단과 함께 영업 전략의 수정 여부를 결정
- 손해보험의 경우 매출이익률 하락요인에 대한 방어가 관건
 - FY2009 2분기는 소비심리의 개선, 민영건강보험에 대한 지속적인 수요 등은 장기손해보험의 플러스 요인으로 작용하고, 보험료조정효과 소멸 등은 자동차보험의 마이너스요인으로 작용하여 한 결과, 장기손해보험 비중의 확대가 지속

- 그러나 장기손해보험은 그 동안의 성장효과, 생명보험회사와의 경쟁 등으로 성장이 둔화내지는 역성장 가능성이 있음.
- 또한 금융시장의 안정 및 소비심리 회복에 따른 물가상승, 자동차정비수가 인상 등 역시 자동차보험, 장기손해보험 등의 보험원가에 대한 상승 압력으로 작용할 것이며, 아울러 자동차등록대수의 증가 둔화 및 자동차관련 세제효과 소멸, 계절적 요인 등은 자동차보험 원가에 대한 상승 압력으로 작용
- 따라서 손해보험회사는 소비심리와 기업경기 회복을 고려하여 상반기와 같은 보험영업전략(장기손해보험 중심)을 지속하고, 아울러 자동차보험 등에 대한 언더라이팅 강화 및 사업비 절감 노력으로 보험영업 실적악화에 대비할 필요
- 특히 중소형사는 자동차보험 온라인 시장에서 전업사와 경쟁이 필수적이므로 경쟁력을 확보하여 이익기여도가 높은 자동차보험에서 경쟁력 유지와 더불어 장기보험의 손익관리를 도모
- 그렇지 않을 경우 중소형사는 장기적으로 재무건전성 문제에 봉착할 가능성도 배제할 수 없기 때문에 재무건전성 강화 전략도 함께 마련

Ⅲ. 현금흐름 추정

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

Ⅲ. 현금흐름 추정

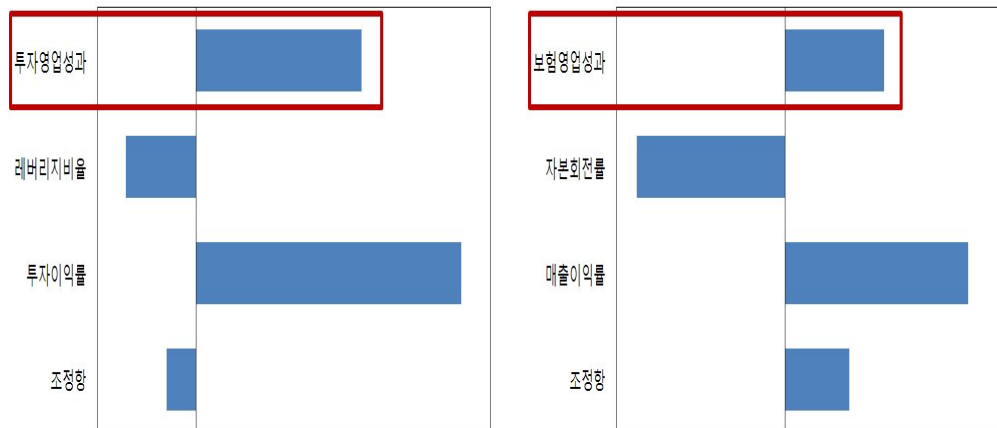
1. 현금흐름 현황 : 생명보험

가. 투자영업성과 및 보험영업성과 비교

1) 변화 방향

- FY2009 2분기 생명보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 투자영업성과와 보험영업성과 모두 상승함.
- 투자영업성과의 구성 요인 중 레버리지비율과 조정항은 전기 대비 하락하였으나, 투자이익률의 상승요인이 크게 작용함에 따라 전기 대비 상승
- 보험영업성과의 경우 자본회전율이 하락하였으나, 매출이익률과 조정항의 상승이 크게 작용하여 전기 대비 상승함.

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

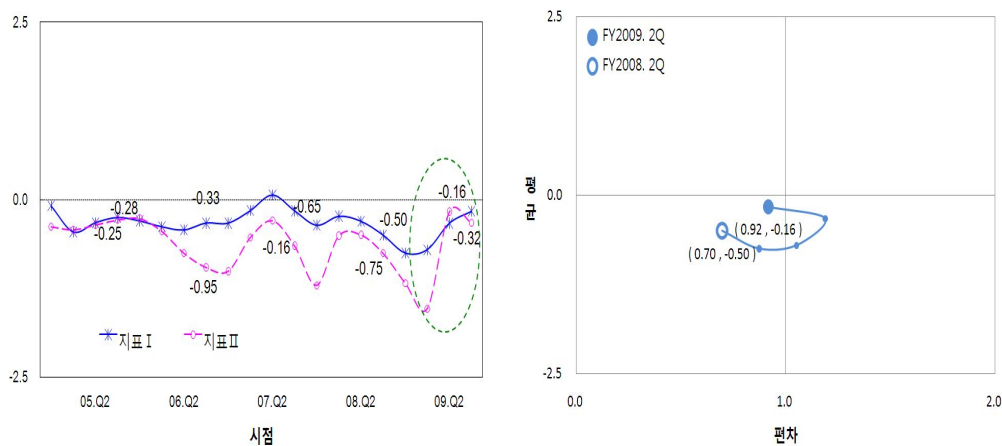


2) 갭 변화

□ FY2009 2분기 생명보험회사 투자영업성과는 전기 대비 상승하였으나, 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)

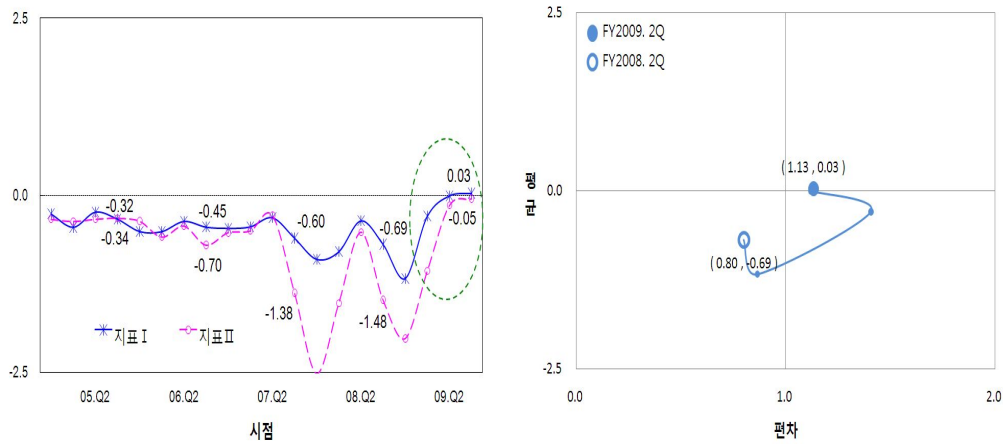


주 : 회사별 투자영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

□ FY2009 2분기 생명보험회사 보험영업성과는 전기 대비 상승하였으나, 여전히 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태가 지속됨.

○ 보험영업성과를 전년 동기 실적과 비교해 볼 경우 소폭 상승한 것으로 나타나고 있으며, 회사별 편차는 확대된 모습을 보임.

< 그림 III-3 > 생명보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)

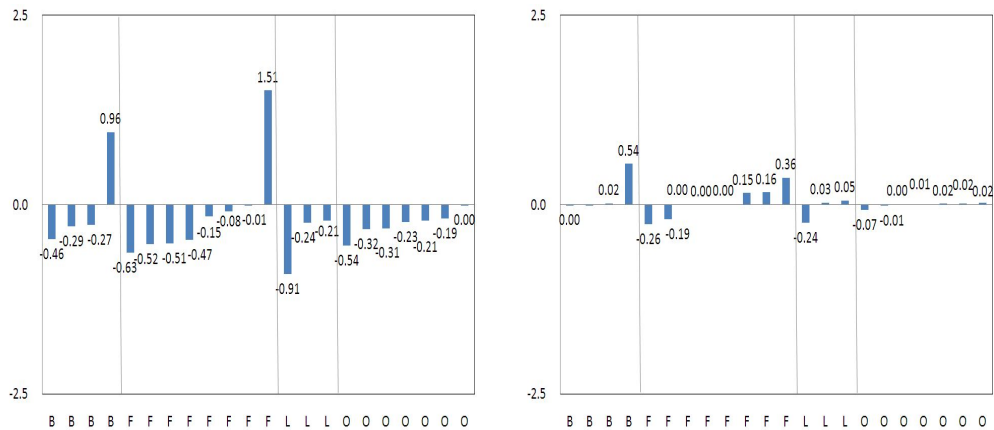


주 : 회사별 보험영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

3) 갭 분포

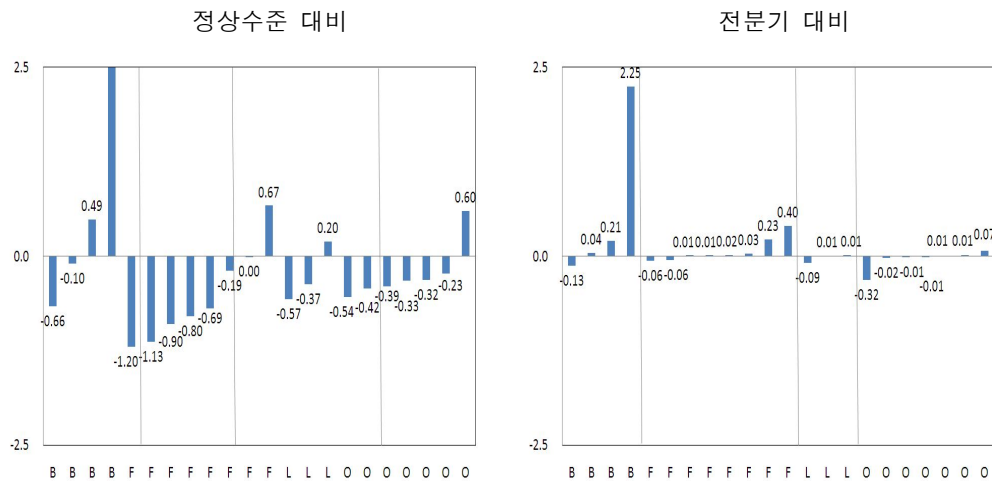
- 정상수준 대비 투자영업성과의 갭 분포의 경우 마이너스 갭 영역에 속한 회사의 수가 많으나, 대다수 회사가 전분기 대비 소폭 상승한 모습을 보이고 있음.

< 그림 III-4 > 생명보험 투자영업성과 갭 분포
정상수준 대비 전분기 대비



- 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 중소형사의 경우는 대부분 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 놓여 있으나, 일부 외국사 및 대형사의 마이너스 갭 상태에 놓여 있음.
- 정상수준 대비 회사별 보험영업성과 갭 분포를 보게 되면 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 영역에 속한 회사의 수가 많으나, 전반적으로 전분기 대비 상승한 회사 수가 많음에 따라 보험영업성과는 소폭 상승하였음.
- 대형사와 중소형사의 경우 정상수준을 하회하고 있으나, 일부 외국사 및 방카사의 경우는 정상수준을 상회하는 모습을 보임.
 - 전기 대비 보험영업성과 갭 분포에서 제시된 바와 같이 방카사와 외국사의 개선 효과에 의하여 산업 전체적으로 상승한 것으로 나타남.

< 그림 III-5 > 생명보험 보험영업성과 갭 분포

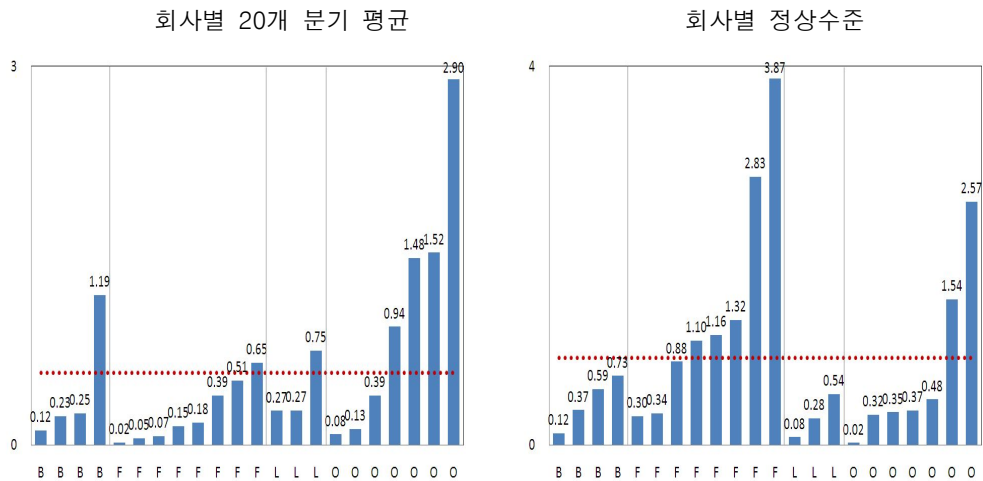


4) 정상수준

□ 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 대다수 외국사가 시장 정상수준을 상회하고 있고, 대형사와 방카사가 시장 정상수준을 하회함.

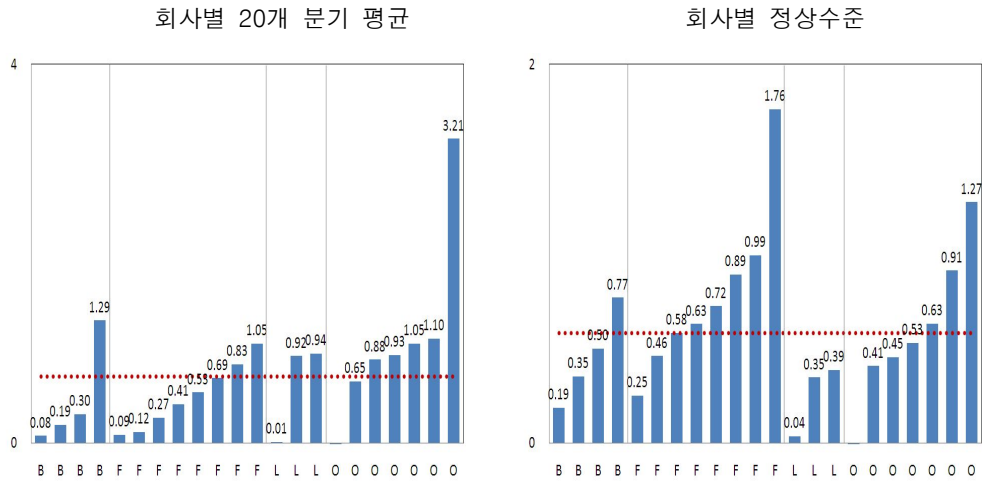
〈 그림 III-6 〉 생명보험 투자영업성과 정상수준



□ 생명보험 보험영업성과 회사별 20개 분기 평균의 경우, 중소형사와 대형사는 대부분 시장 집계평균을 상회하는 반면, 방카사와 외국사 대부분은 시장 집계평균을 상회함.

○ 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 대형사가 시장 정상수준을 하회하고 있는 반면, 대다수의 외국사는 시장 정상수준을 상회함.

< 그림 Ⅲ-7 > 생명보험 보험영업성과 정상수준



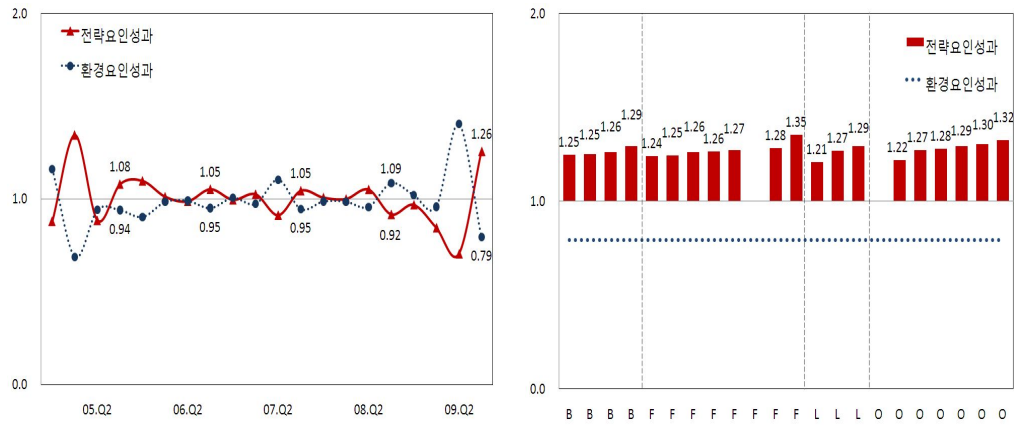
5) 성과별 개선도

- FY2009 2분기 생명보험 투자영업성과를 전략요인 및 환경요인으로 구분해 볼 때, 전략요인 성과는 개선되었으나, 환경요인 성과는 악화된 것으로 나타남.
- 현 분기의 투자영업성과 개선도 분포를 보게 되면, 일부 외국사를 제외하고 생명보험회사 전반적으로 전략요인성과가 개선된 모습을 보이고 있는 반면, 환경요인성과는 크게 악화된 것으로 나타남.

< 그림 III-8 > 생명보험 투자영업성과 개선도

5개년 추이

현 분기 분포



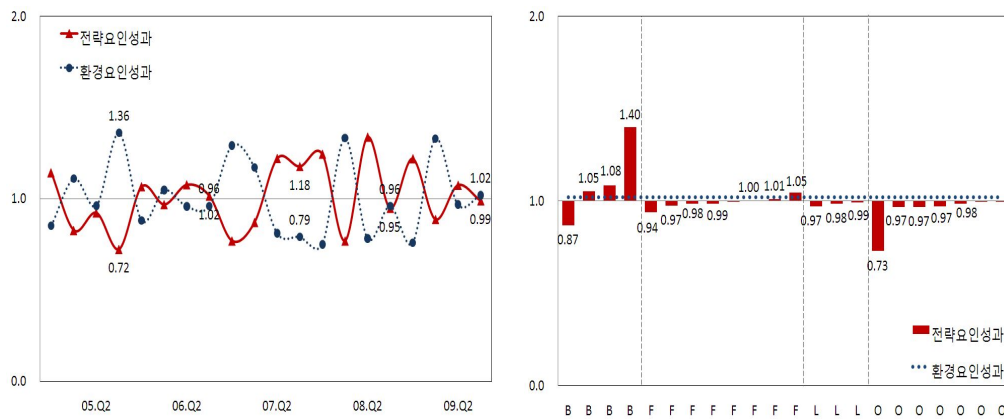
□ FY2009 2분기 생명보험 보험영업성과를 전략요인 및 환경요인으로 구분해 볼 때, 전략요인 성과는 악화되었으나, 환경요인 성과는 개선된 모습을 보임.

○ 현 분기의 보험영업성과 개선도 분포를 보게 되면, 일부 방카사와 외국사를 제외한 모든 회사의 전략요인 성과는 악화된 것으로 나타남.

< 그림 III-9 > 생명보험 보험영업성과 개선도

5개년 추이

현 분기 분포

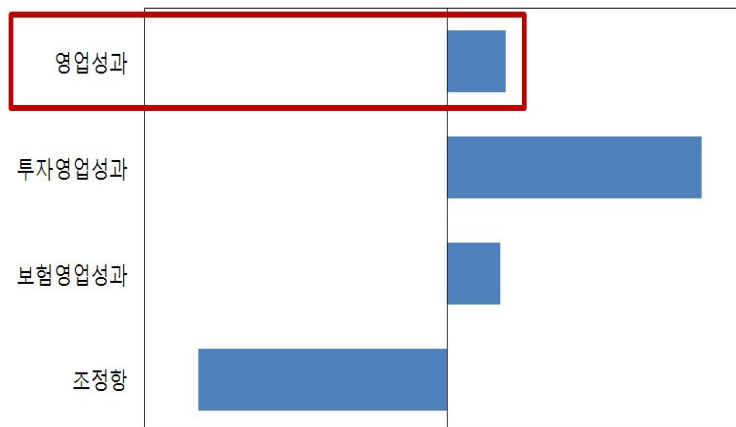


나. 영업성과 및 기타성과 비교

1) 변화 방향

- FY2009 2분기 생명보험회사 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분해 보면, 영업성과는 소폭 상승하였으나, 기타성과는 하락한 모습을 보이고 있음.
- 영업성과의 경우 투자영업성과와 보험영업성과로 구성이 되는데, 영업성과 지표 산출시 소실되는 정보를 나타내는 조정항이 하락하였으나, 투자영업성과의 상승요인이 크게 작용함에 따라 전분기 대비 소폭 상승함.

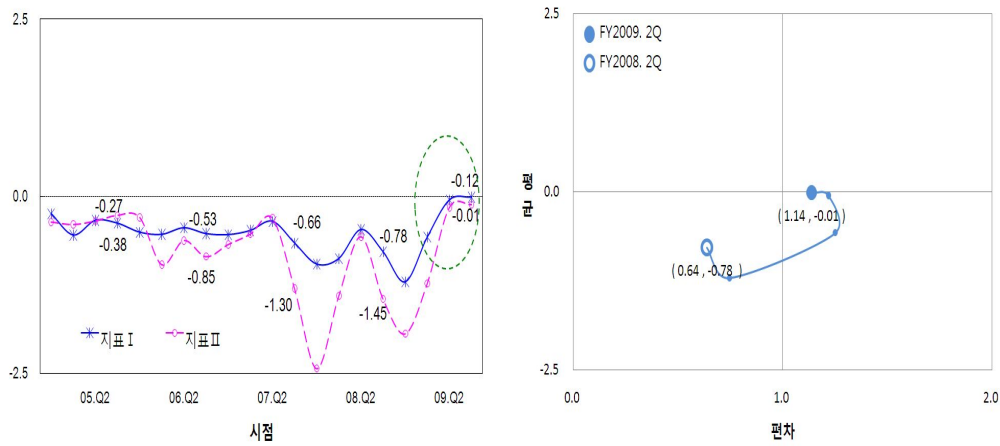
< 그림 III-10 > 생명보험 영업성과 변화 방향



2) 갭 변화

- FY2009 2분기 생명보험회사 영업성과는 전기 대비 소폭 상승하였으나, 여전히 정상수준을 하회하는 마이너스 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)

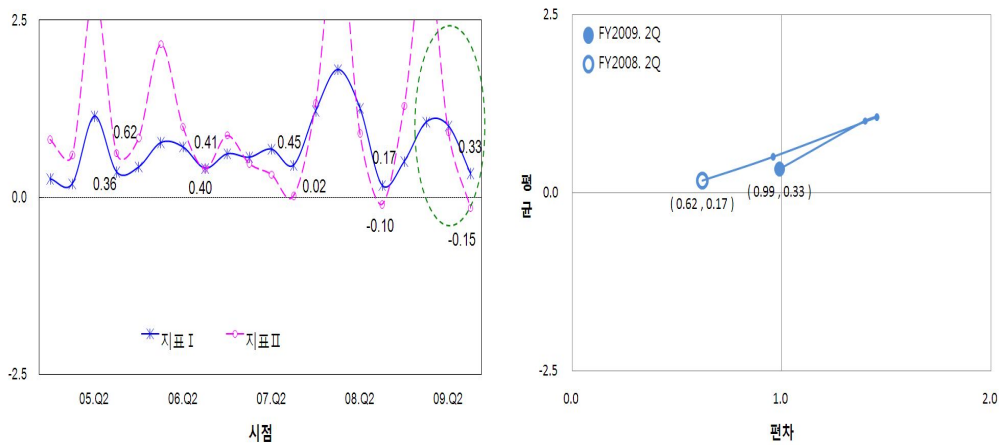


주 : 회사별 영업성과 5개년(20분기) 평균을 정상수준(0.0)으로 함.

□ FY2009 2분기 생명보험회사의 기타성과는 전기 대비 하락한 것으로 나타나고 있으나, 여전히 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 전년 동기와 비교한 기타성과는 전년 동기 대비 소폭 상승하였으며, 대다수 회사에서 성과 하락이 일어나 회사별 편차는 전기 대비 확대된 상태임.

< 그림 III-12 > 생명보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)



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

3) 갭 분포

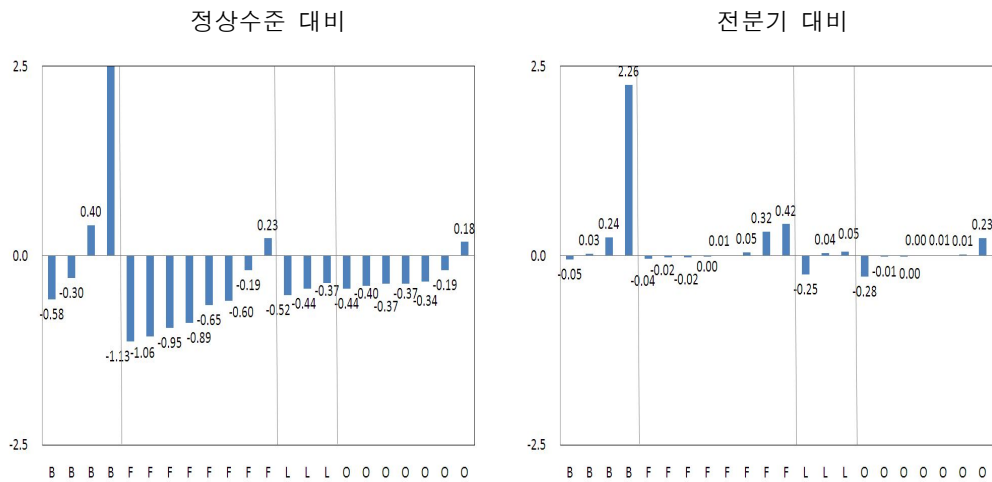
□ 정상수준 대비 영업성과 갭 분포의 경우 마이너스 갭 영역에 속하는 회사의 수가 대다수를 차지하고 있으나, 일부 회사가 전분기에 비해 크게 상승함에 따라 영업성과는 전기 대비 소폭 개선됨.

○ 마이너스 갭에 속한 회사의 수가 다수를 차지함에 따라 생명보험회사의 영업성과는 여전히 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태에 놓이고 있음.

- 일부 방카사의 경우 플러스 갭 상태에 놓여있으나, 외국사, 대형사 및 중소형사의 경우 대부분 마이너스 갭 상태임.

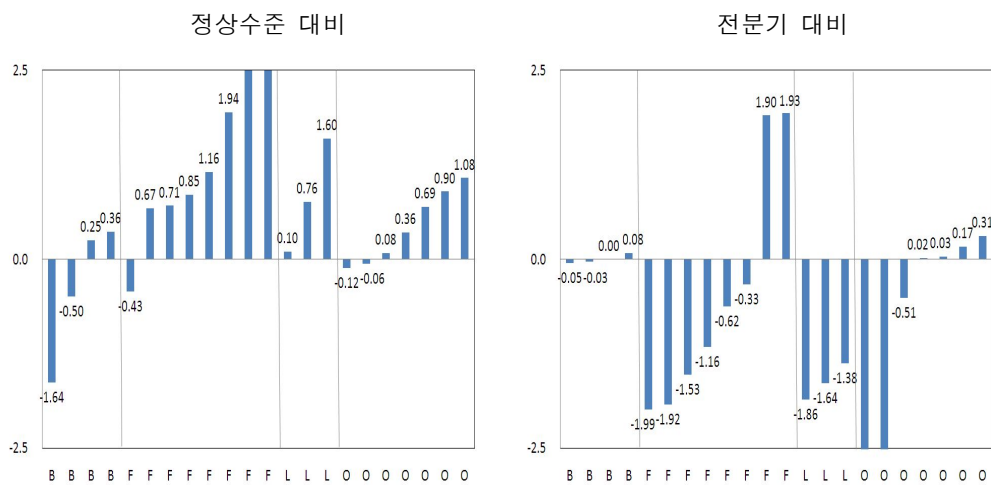
○ 대다수 회사의 경우 전기 대비 영업성과의 소폭 개선이 이루어졌으나, 일부 대형사와 중소형사와 방카사의 경우 영업성과가 하락함.

< 그림 III-13 > 생명보험 영업성과 갭 분포



- 외국사와 대형사의 경우 전반적으로 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 있으나, 일부 방카사의 경우 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 영역에 속함.
- 전분기 대비 경영성과 갭 분포에서 나타난 바와 같이 일부 외국사의 경우 전분기 대비 상승한 모습을 보이고 있으나, 대부분의 회사에서 하락한 것으로 나타남.

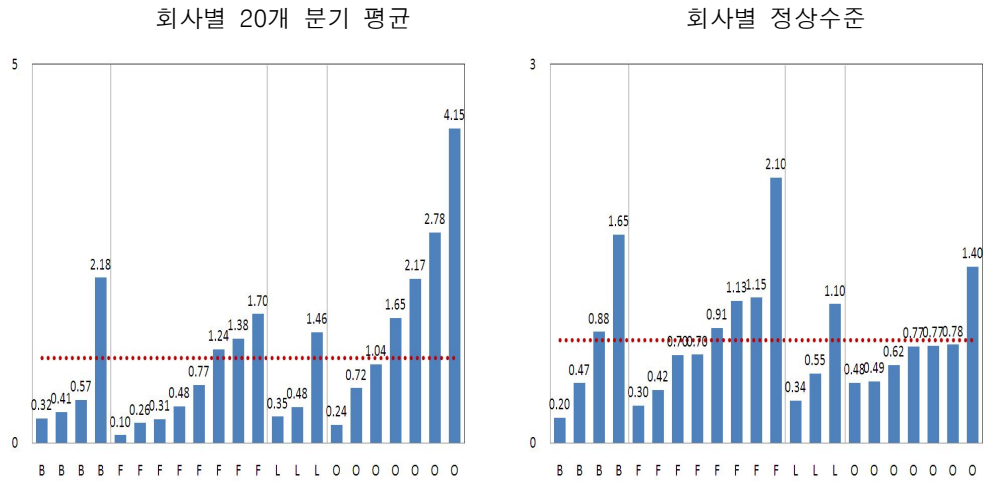
< 그림 III-14 > 생명보험 기타성과 갭 분포



4) 정상수준

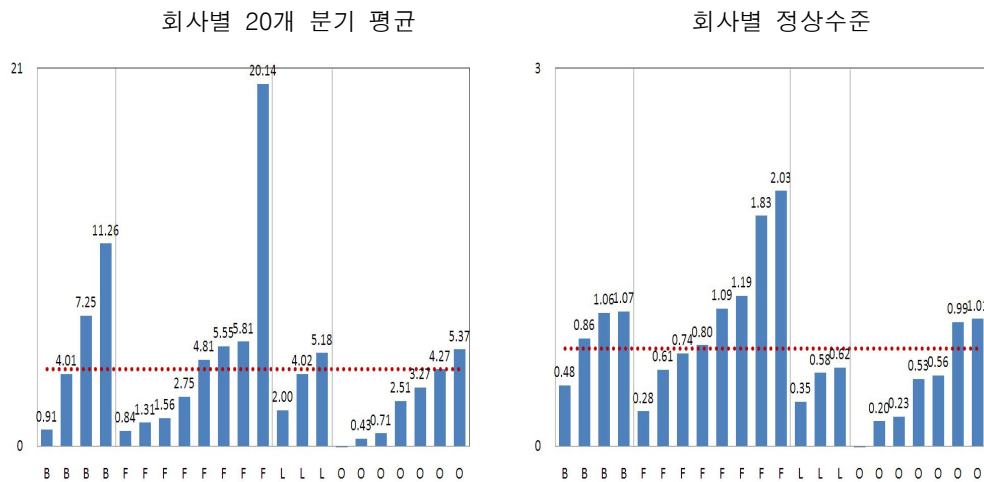
- 생명보험 영업성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 중소형사의 경우 대부분 시장 집계평균을 상회하고 있으나, 대부분의 방카사와 대형사가 시장 집계평균을 하회함.
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 중소형사의 경우 시장 정상수준을 하회하거나 유지하고 있는 모습을 보이고 있으며, 일부 방카사와 외국사의 경우는 시장 정상수준을 상회함.

< 그림 III-15 > 생명보험 영업성과 정상수준



□ 생명보험 기타성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 중소형사와 대형사가 전반적으로 시장 집계평균을 하회하고 있으며, 방카사가 대체적으로 시장 집계평균을 상회함

< 그림 III-16 > 생명보험 기타성과 정상수준



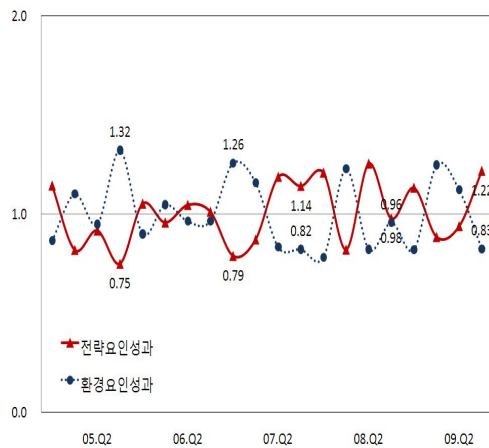
- 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 전반적으로 방카사와 외국사가 시장 정상수준을 상회하고 있음.

5) 개선도

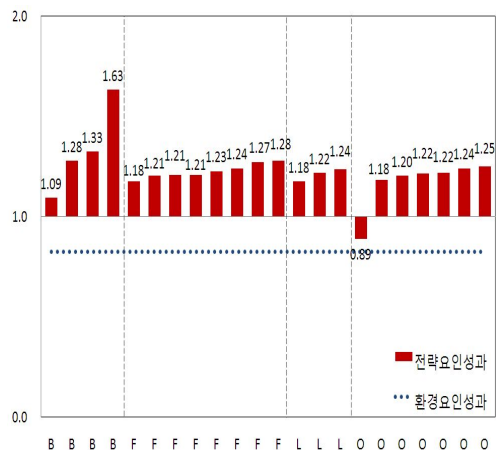
- FY2009 2분기 생명보험 영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 개선되었으며, 환경요인 성과는 악화된 것으로 나타남.
- 현 분기의 영업성과 개선도 분포를 보게 되면, 대부분의 회사에서 전략요인 성과가 개선된 모습을 보임에 따라 영업성과 평균은 개선된 것으로 나타남.

< 그림 III-17 > 생명보험 영업성과 개선도

5개년 추이

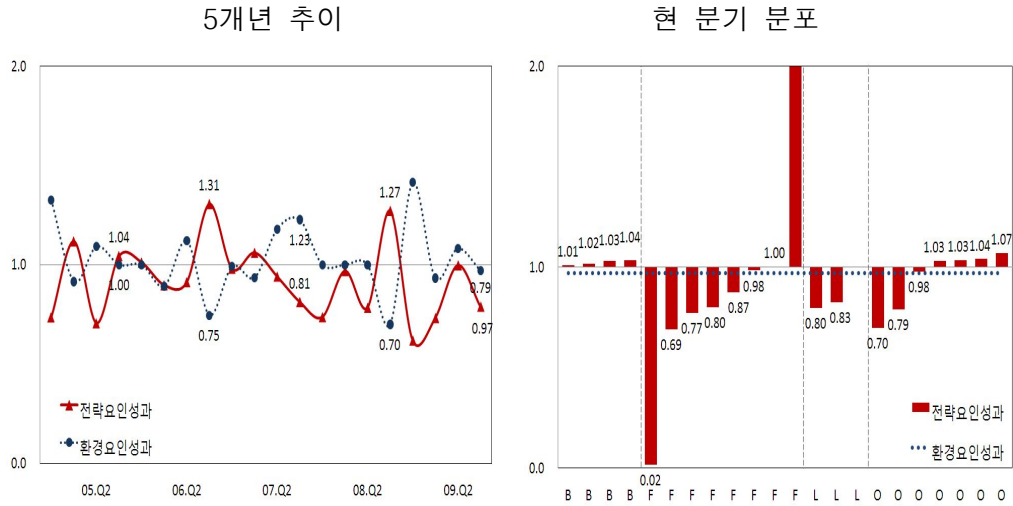


현 분기 분포



- FY2009 2분기 생명보험 기타성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과와 환경요인 성과는 모두 악화된 것으로 나타남.
- 현 분기의 기타성과 개선도 분포를 보게 되면, 일부 외국사가 크게 개선된 것으로 나타나고 있으나, 전체적으로는 전략요인 성과는 개선되지 못한 것으로 나타남.

< 그림 III-18 > 생명보험 기타성과 개선도



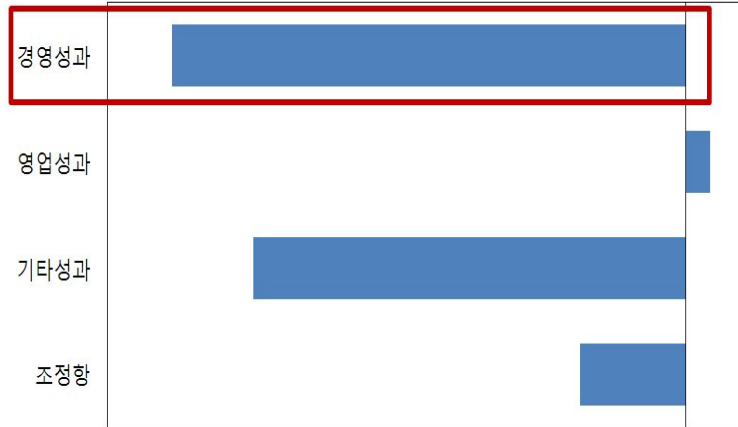
다. 경영성과

1) 변화 방향

□ FY2009 2분기 생명보험회사 경영성과는 전기 대비 하락함.

- 경영성과를 구성하고 있는 요인 중 영업성과가 소폭 상승하였으나, 경영성과 지표 산출시 소실되는 정보를 나타내는 조정항과 기타성과의 하락요인이 크게 작용함에 따라 전분기 대비 하락함.

< 그림 III-19 > 생명보험 경영성과 변화방향

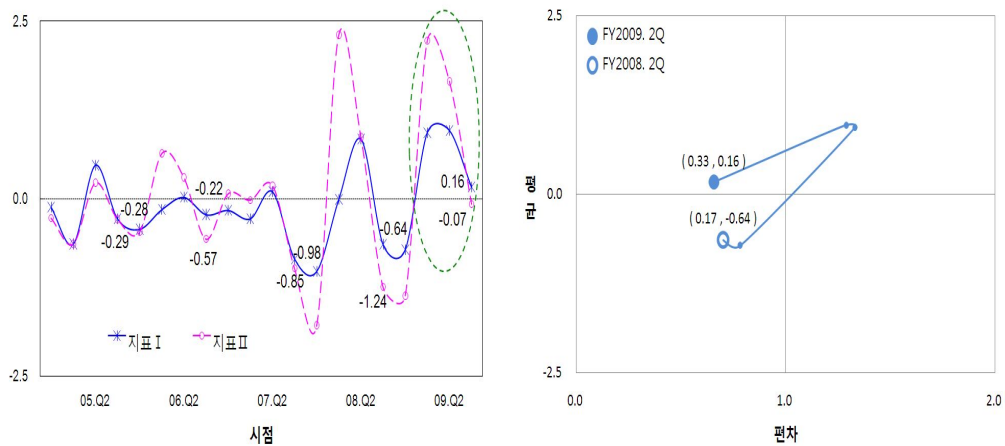


2) 갭 변화

□ FY2009 2분기 생명보험회사 경영성과 평균은 전분기 대비 하락하였으나, 여전히 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임.

○ 전년 동기와 비교한 경영성과는 상승한 것으로 나타남.

< 그림 III-20 > 생명보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)



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

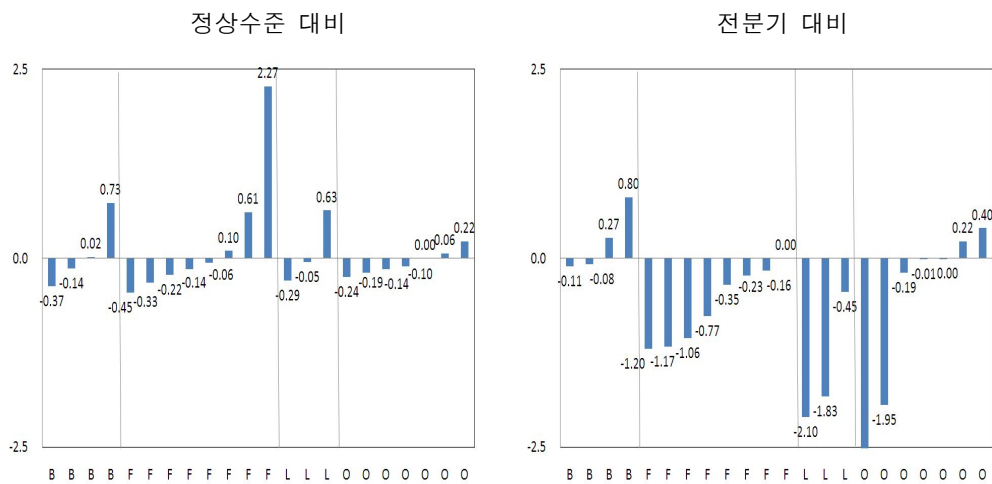
3) 갭 분포

□ 정상수준 대비 회사별 경영성과 차이를 보여주는 경영성과 갭 분포의 경우 마이너스 갭 수준의 회사수가 많은 것으로 나타남.

○ 일부 방카사와 중소형의 경우 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태에 있으나, 대부분의 회사가 정상수준을 하회하고 있음.

○ 전분기 대비 경영성과 갭 분포에서 나타난 바와 같이, 일부 방카사와 중소형사를 제외한 나머지 회사의 경우 전반적으로 경영성과가 하락함에 따라 생명보험회사 경영성과 평균은 전기 대비 하락한 것으로 나타남.

〈 그림 Ⅲ-21 〉 생명보험 성장률 갭 분포

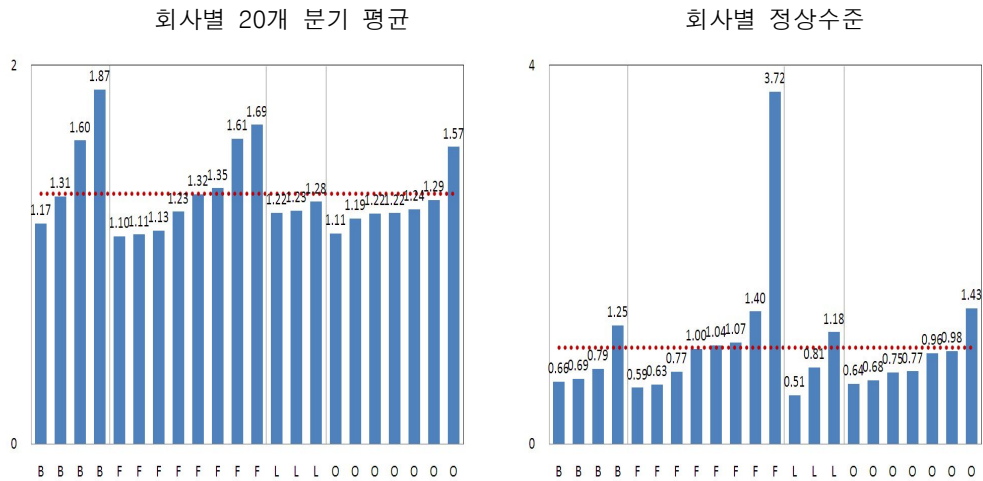


4) 정상수준

□ 생명보험 경영성과 회사별 20개 분기 평균을 살펴보면, 대부분의 회사가 시장 집계평균에 근접하거나 상회하고 있음.

○ 회사들의 변동성조정성과를 나타낸 회사별 정상수준 그림을 살펴보면, 일부 외국사가 정상수준을 크게 상회하고 있으나, 대부분의 중소형사는 시장 정상수준을 하회함.

< 그림 III-22 > 생명보험 경영성과 정상수준

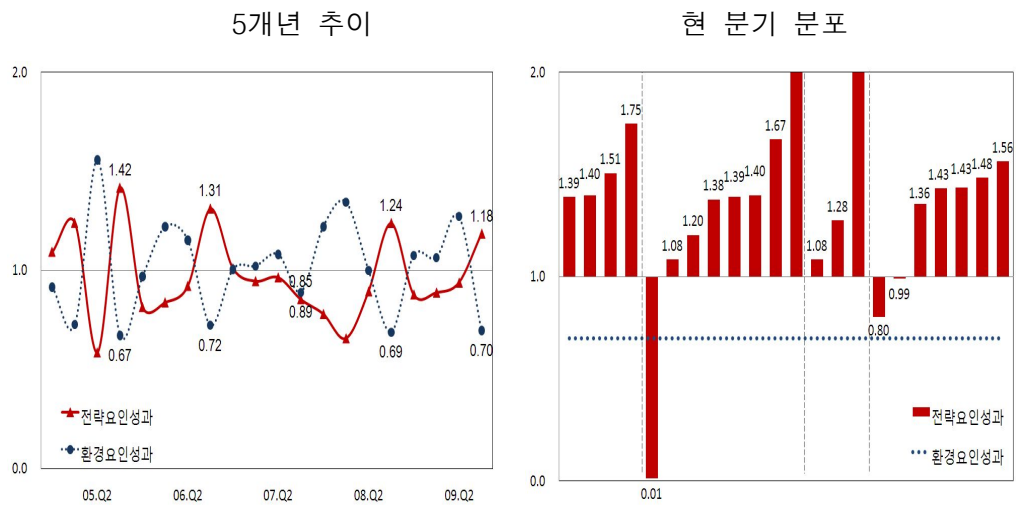


5) 개선도

□ FY2009 2분기 생명보험 경영성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 전분기 대비 개선되었으나, 환경요인 성과는 악화됨.

○ 현 분기의 경영성과 개선도 분포를 보게 되면, 대부분의 생명보험회사가 전략요인 성과가 크게 개선된 모습을 보이고 있음.

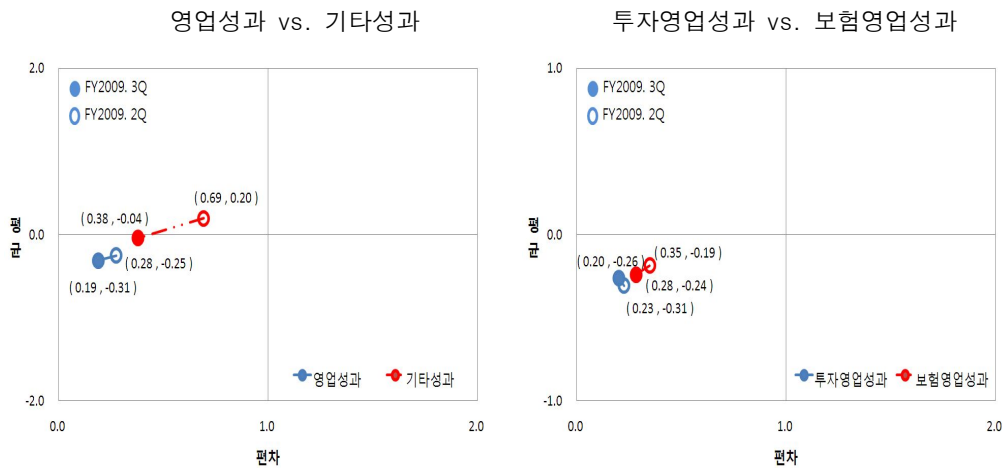
< 그림 III-23 > 생명보험 경영성과 개선도



라. 전 망

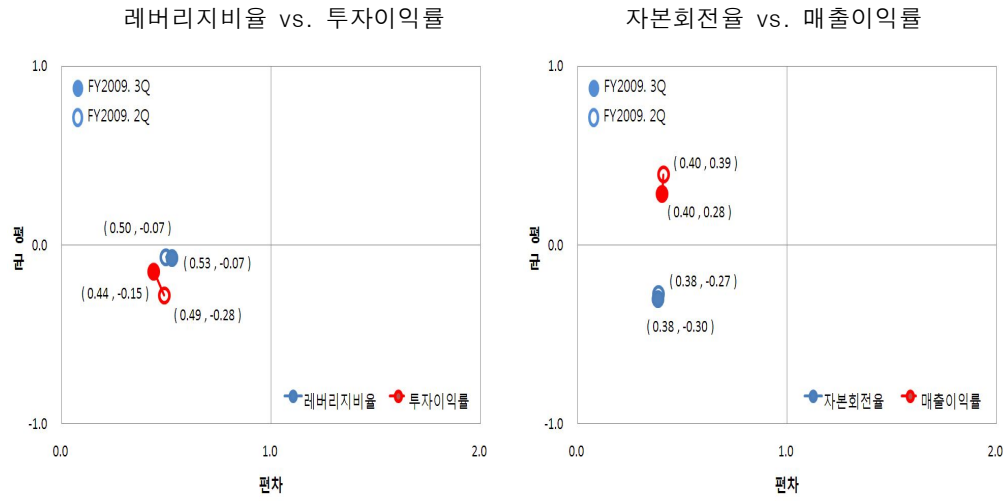
- 전체 경영성과를 영업성과와 기타성으로 구분하여 볼 때 향후 영업성과와 기타성과는 하락하여 정상수준 하회할 것으로 예상됨.
- 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성으로 구분해 보면, 투자영업성고는 소폭 상승할 것으로 예상되는 반면, 보험영업성고는 하락할 것으로 예상됨.

< 그림 III-24 > 생명보험 경영성과 추정치 (1)



- FY2009 3분기 생명보험회사 투자영업성과와 보험영업성과 추정치를 레버리지비율 및 투자이익률, 자본회전율 및 매출이익률로 구분하여 볼 때 자본회전율과 매출이익률은 하락이, 투자이익률은 상승이 예상됨.
- 투자영업성과를 레버리지비율과 투자이익률로 구분해 보면, 레버리지비율은 유지될 것으로 보이나 투자이익률은 상승할 것으로 예상되어 투자영업성과가 상승하는 요인으로 작용할 것으로 보임.
- 보험영업성과를 자본회전율과 매출이익률로 구분해 보면, 두 비율 모두 하락할 것으로 예상되어 보험영업성과의 하락 요인으로 작용할 것으로 보임.

< 그림 III-25 > 생명보험 경영성과 추정치 (Ⅱ)



2. 현금흐름 현황 : 손해보험

가. 투자영업성과 및 보험영업성과

1) 변화방향

- FY2009 2분기 손해보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 투자영업성과와 보험영업성과 모두 하락함.
- 투자영업성과의 구성 요인인 레버리지 비율과 투자이익률을 살펴보면, 레버리지 비율과 투자이익률이 전기 대비 큰 폭으로 하락하여 투자영업성과는 전기 대비 하락
- 보험영업성과의 경우 역시 자본회전율과 매출이익률이 전기 대비 하락함에 따라 보험영업성과는 전기 대비 하락

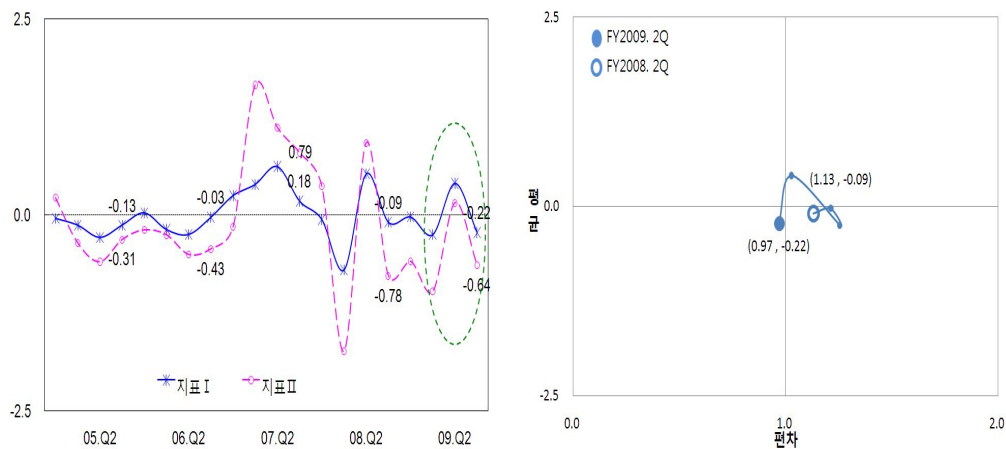
< 그림 III-26 > 손해보험 투자영업성과 및 보험영업성과 변화 방향



2) 갭 변화

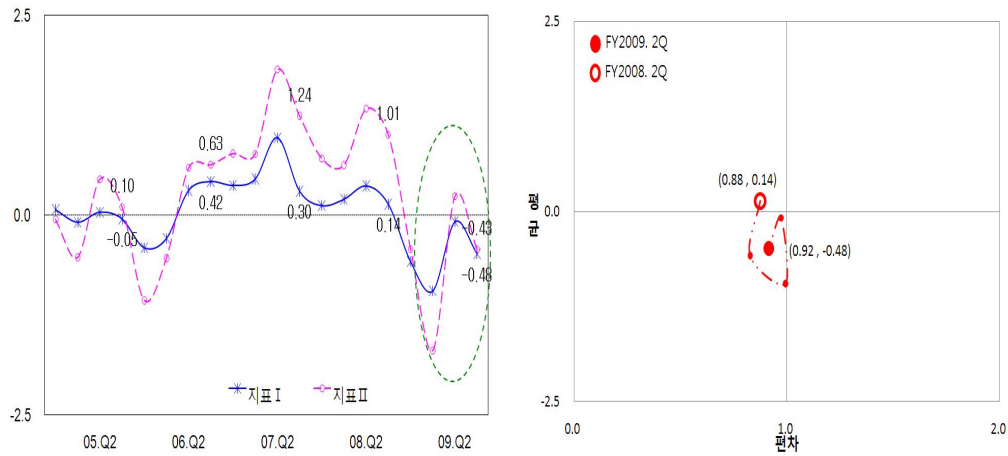
- FY2009 2분기 손해보험회사 투자영업성과 평균은 전기 대비 하락한 것으로 나타났으며, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태로 전환됨.
- 전년 동기 수준과 비교해 볼 때 투자영업성과는 악화된 모습을 보이고 있으며, 회사별 편차는 축소됨.

〈 그림 III-27 〉 손해보험 투자영업성과 현황 (정상수준 대비)



- FY2009 2분기 손해보험회사 보험영업성과는 전기 대비 하락하였으며 정상수준을 하회함.
- 손해보험회사의 보험영업성과는 투자영업성과와 마찬가지로 전기 대비 하락하였으나, 전년 동기 성과에 미치지 못하고 있으며 회사별 편차는 소폭 확대된 모습을 보임.

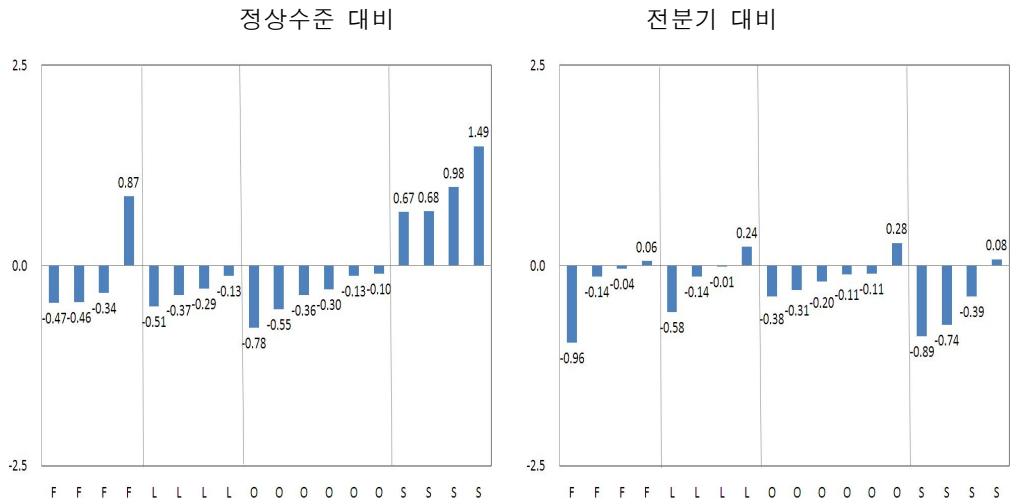
< 그림 III-28 > 손해보험 보험영업성과 현황 (정상수준 대비)



3) 갭 분포

- 정상수준과 전분기 대비 차이를 보여주는 회사별 투자영업성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 상태의 회사보다 마이너스 갭 상태의 회사가 우위를 점함에 따라 투자영업성과가 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.
- 전업사의 경우 모두 정상수준을 상회하는 플러스 갭 수준이며, 다른 그룹의 경우 1개사를 제외하고 모두 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 수준임.
- 전분기 대비 갭 분포의 경우, 그룹별로 일부의 회사를 제외하고 대부분의 회사들이 마이너스 갭 분포를 보이고 있음.

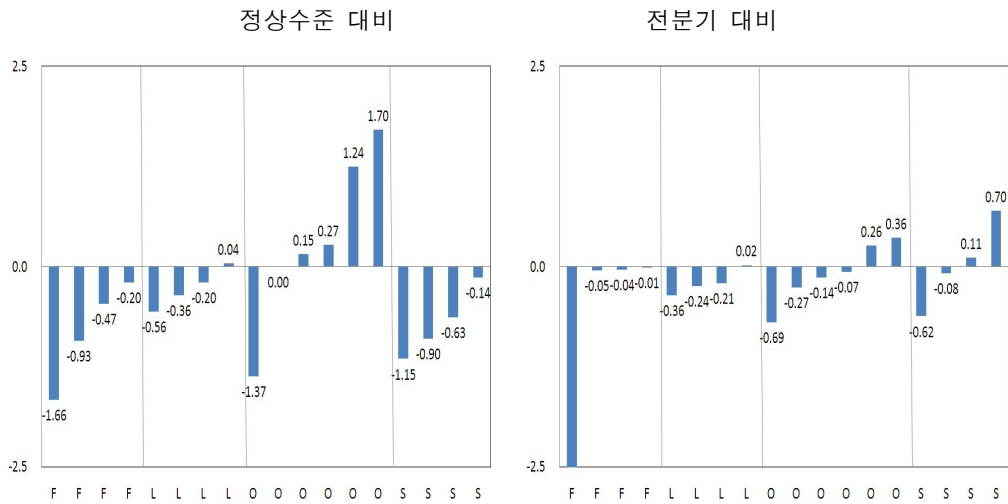
〈 그림 Ⅲ-29 〉 손해보험 투자영업성과 갭 분포



□ 정상수준 대비 회사별 보험영업성과 갭 분포를 보게 되면, 플러스 갭 상태의 회사보다 마이너스 갭 상태의 회사가 우위를 점함에 따라 보험영업성과가 정상수준을 하회하는 것으로 나타남.

- 정상수준 대비의 경우 그룹별로 중소형사 그룹을 제외하고 대부분의 그룹이 마이너스 갭에 머물고 있어 보험영업성과는 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.
- 전분기 대비의 경우 중소형사와 전업사 그룹 중 일부 회사만 플러스 갭 상태이고 나머지 회사들 모두 전기 대비 마이너스 갭 상태임.

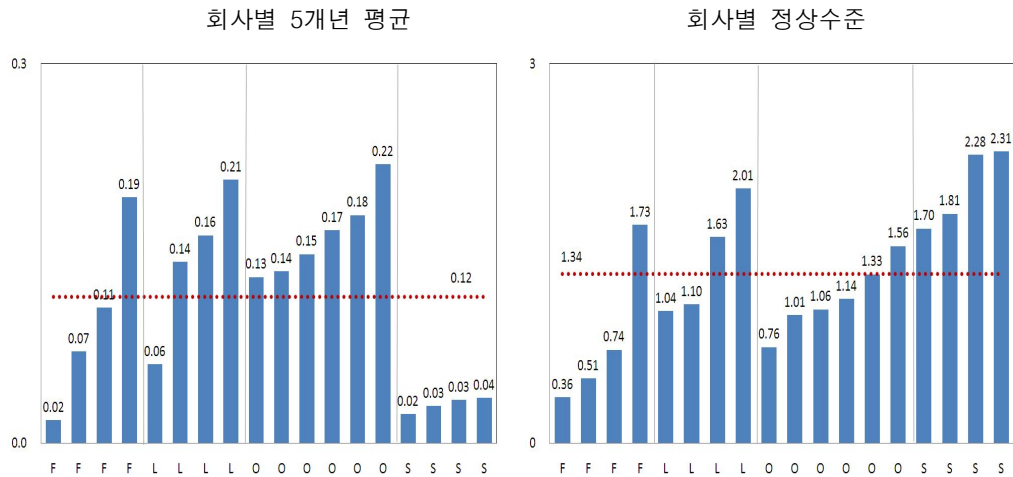
< 그림 III-30 > 손해보험 보험영업성과 갭 분포



4) 정상수준

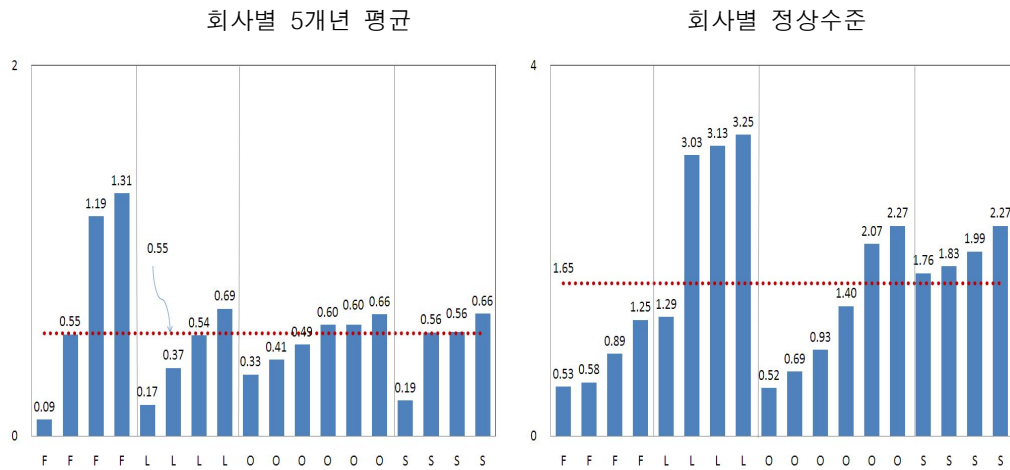
- 손해보험 투자영업성과 회사별 5개년 성과 평균을 살펴보면, 대형사와 중소형사는 대부분 시장 집계평균을 상회하였고 전업사와 외국계 회사는 시장 집계평균을 하회함.
- 시장 집계평균보다 회사별 평균이 낮은 전업사와 외국사의 경우, 정상수준 그림에서는 회사별 정상수준이 시장 정상수준에 근접하거나 상회한 경우도 있는 것으로 나타남.
- 회사별 5개년 평균에서는 시장 집계 평균을 하회하는 전업사가 변동성을 조정한 정상수준에서는 시장 정상수준을 상회하는, 안정적인 투자영업성과를 달성하는 것으로 나타남.
 - 그에 반해 중소형사 그룹은 회사별 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 2곳이 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 상회하는 안정적인 경영성과를 시현한 것으로 판단됨.

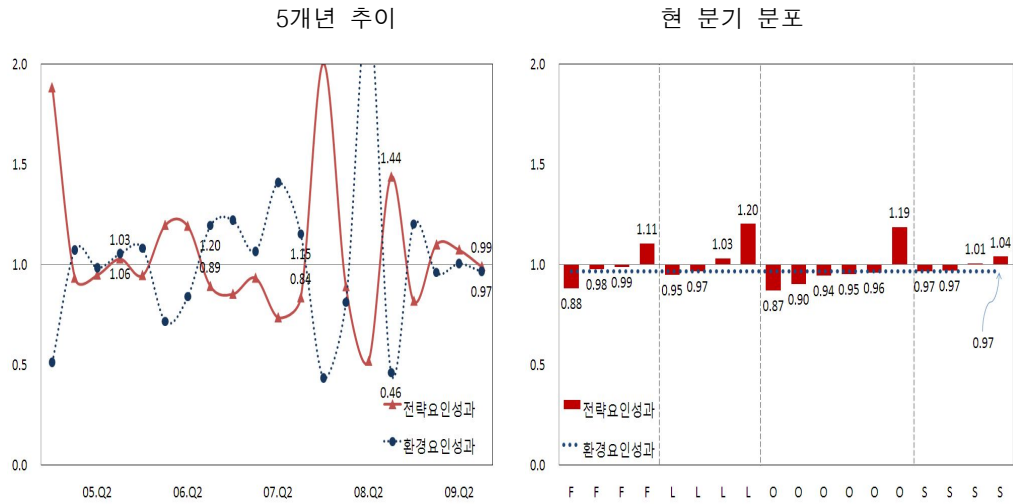
< 그림 III-32 > 손해보험 보험영업성과 정상수준



5) 개선도

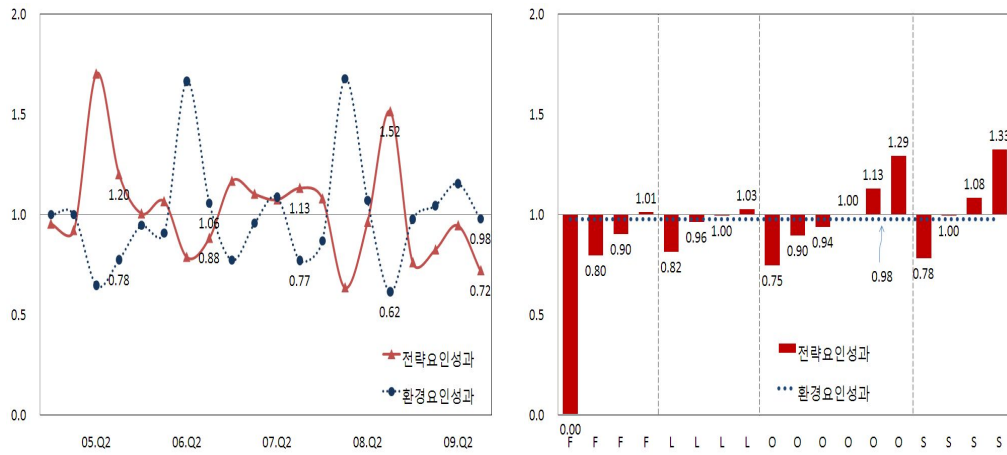
- FY2009 2분기 손해보험 투자영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과와 환경요인 성과 모두 전기 대비 악화됨.
- 현 분기의 투자영업성과 개선도 분포를 보면, 전반적으로 전략요인 성과가 개선된 회사와 악화된 회사가 혼재되어 있는 가운데, 중소형사 그룹의 악화 효과로 인하여 산업 전체적으로 전략요인 성과가 전기 대비 악화됨.

< 그림 Ⅲ-33 > 손해보험 투자영업성과 개선도



- FY2009 3분기 손해보험 보험영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과와 환경요인 성과 모두 전기 대비 악화된 모습을 보임.
- 현 분기의 투자영업성과 개선도 분포를 보면, 일부 회사들의 전략요인 성과가 상승했지만 대부분 회사들의 전략요인 성과가 하락하였기 때문에 산업 전체적으로 전략요인 성과가 악화됨.

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

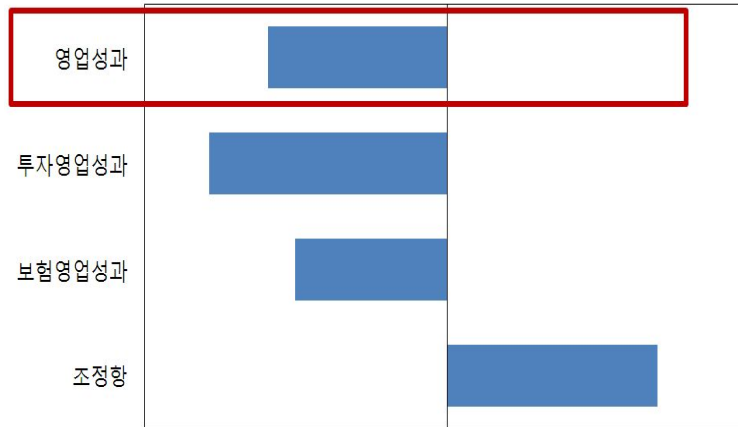


나. 영업성과 및 기타성과

1) 변화 방향

- FY2009 2분기 손해보험회사 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분해 보면, 영업성과와 기타성과 모두 전기 대비 하락하였음.
- 투자영업성과와 보험영업성과로 구성이 되는 영업성과에서는 투자영업성과와 보험영업성과가 모두 하락함에 따라 전기 대비 악화됨.

〈 그림 III-35 〉 손해보험 영업성과 변화 방향

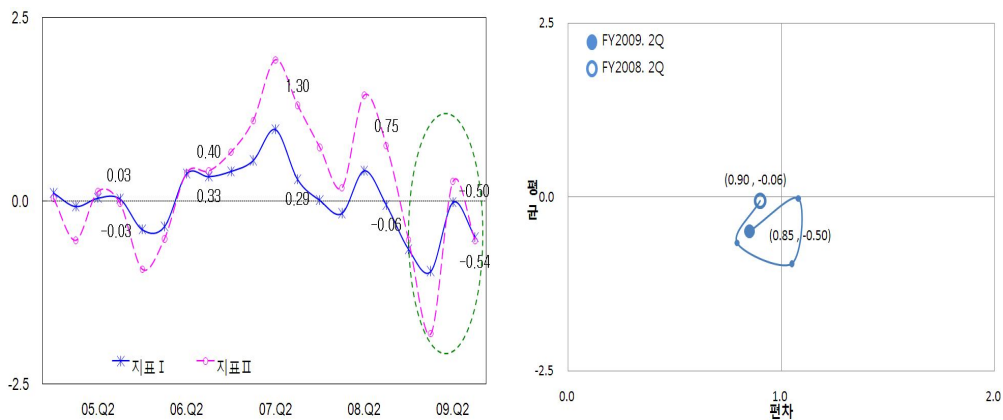


2) 갭 변화

□ FY2009 2분기 손해보험회사 영업성과는 전기 대비 하락하여, 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 손해보험회사의 영업성과는 전년 동기 대비 하락한 것으로 나타나고 있으며, 회사별 편차는 전년 동기보다 축소됨.

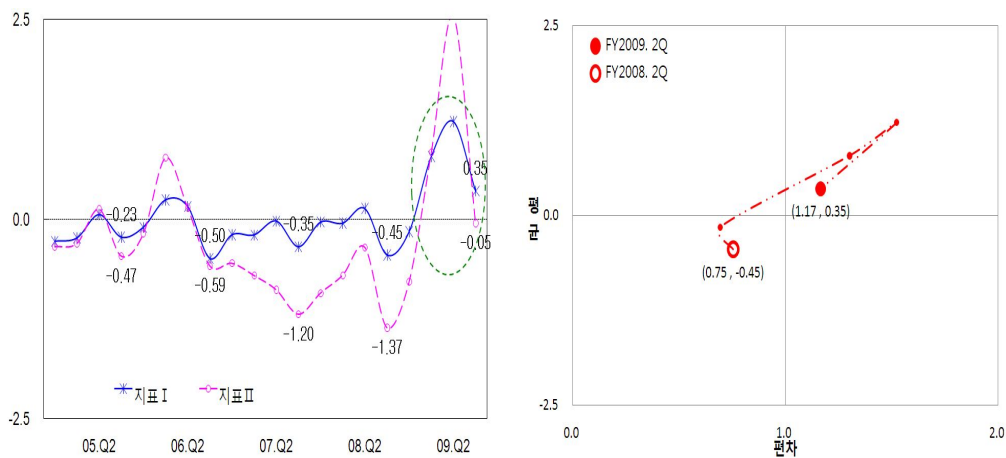
〈 그림 III-36 〉 손해보험 영업성과 현황 (정상수준 대비)



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

- FY2009 2분기 손해보험회사의 기타성과는 영업성과와 마찬가지로 전기 대비 하락한 것으로 나타나며, 정상수준을 상회하는 플러스 갭 상태임
- 손해보험회사의 기타성과를 전년 동기과 비교해 볼 때, 영업성과와는 달리 정상수준을 넘어 상승한 것으로 나타나 계절효과를 감안하더라도 기타성과는 큰 폭으로 개선되었고 회사별 편차는 확대되었음.

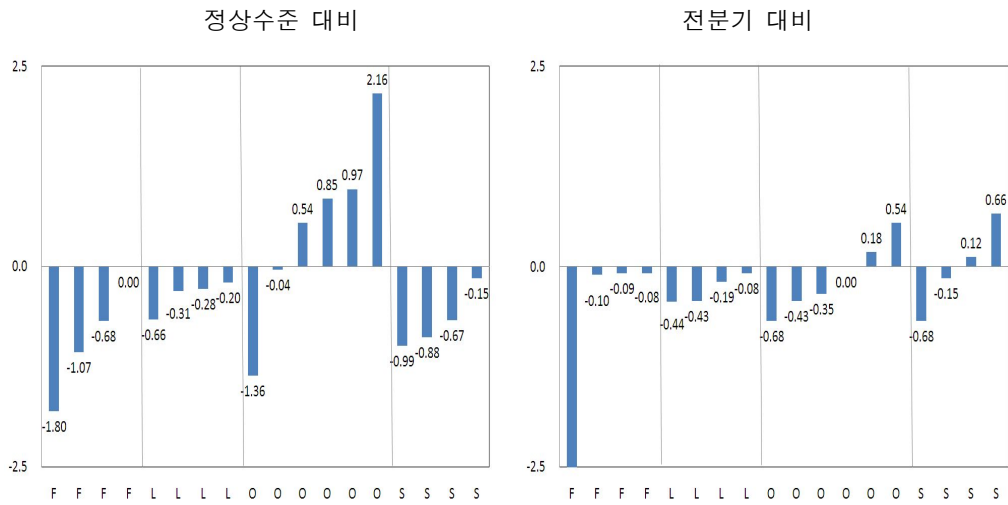
〈 그림 III-37 〉 손해보험 기타성과 현황 (정상수준 대비)



3) 갭 분포

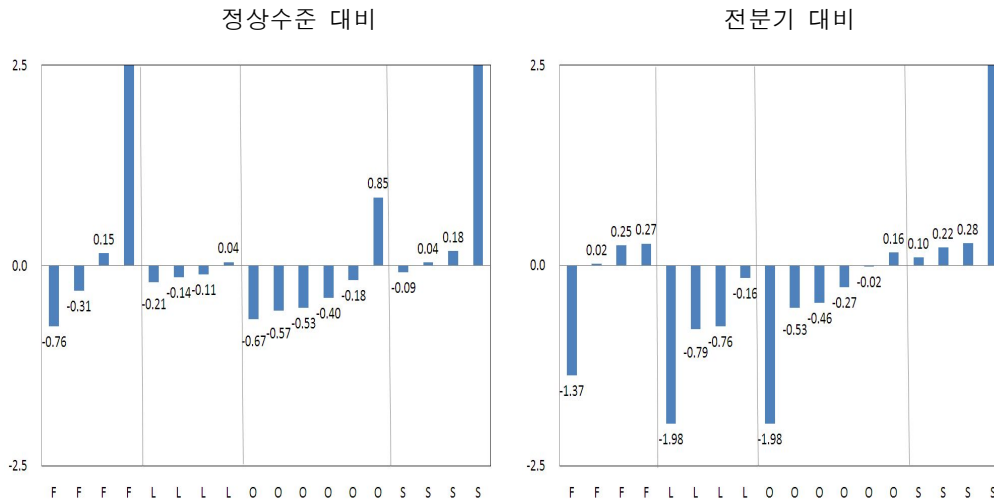
- 정상수준 대비 영업성과 갭 분포의 경우 플러스 갭 상태에 있는 회사보다 마이너스 갭 상태에 있는 회사가 우위를 점함에 따라 정상수준을 하회하고 있음.
- 정상수준 대비 영업성과 갭 분포에서, 중소형사를 제외하고 외국사와 대형사, 전업사 그룹의 회사 대부분이 마이너스 갭 상태임.
- 전기 대비 영업성과 갭 분포를 살펴보면, 일부 중소형사와 전업사를 제외하고 대부분 회사의 영업성과는 악화되었음.

〈그림 III-38〉 손해보험 영업성과 갭 분포



- 정상수준 대비 기타성과 갭 분포의 경우 그룹별로 일부의 회사를 제외하고 마이너스 갭 상태에 있으며, 전기 대비 기타성과 또한 마이너스 갭 상태로 나타남.
- 정상수준 대비 플러스 갭 영역에 속해 있는 회사 수는 모두 6개사이고 나머지는 모두 마이너스 갭 상태에 있음.
 - 정상수준 대비와 전분기 대비 기타성과 갭 분포를 보게 되면 전업사와 일부사를 제외하고 전반적으로 기타성과가 악화되고 있으며, 그룹별 회사별 편차가 확대되고 있음.

〈그림 III-39〉 손해보험 기타성과 갭 분포



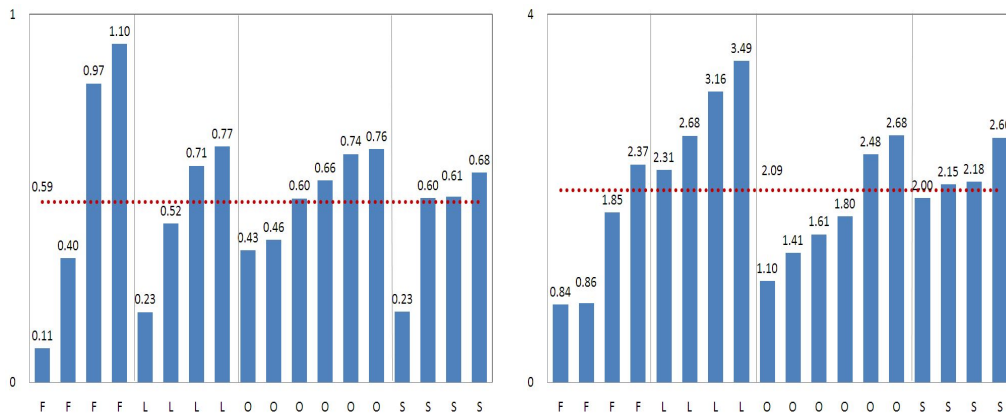
4) 정상수준

- 손해보험 영업성과 회사별 20개 분기 성과 평균을 살펴보면, 그룹별로 시장 집계 평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있으나, 회사별 정상수준으로 살펴보면 대형사 그룹과 일부 회사가 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

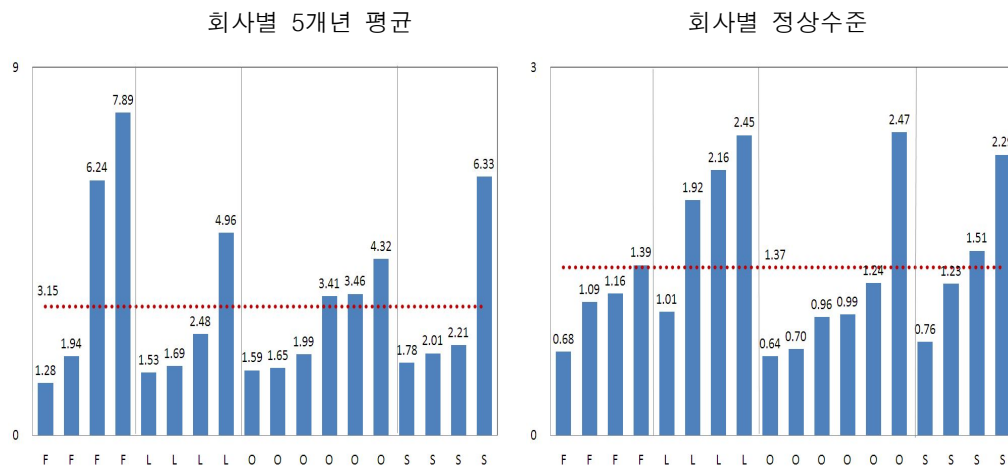
회사별 5개년 평균

회사별 정상수준



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

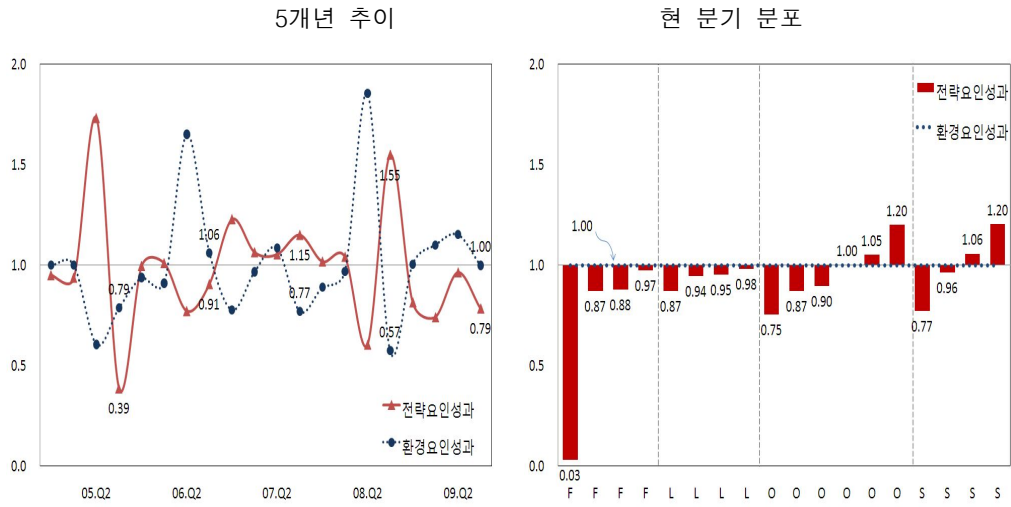
〈그림 III-41〉 손해보험 기타성과 정상수준



5) 개선도

- FY2009 2분기 손해보험 영업성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 전기 대비 하락하였으며, 환경요인 성과 역시 하락하였음.
- 현 분기의 영업성과 개선도 분포를 보면, 중소형사와 전업사 일부를 제외한 나머지 회사들의 전략요인성과가 하락한 것으로 나타남.

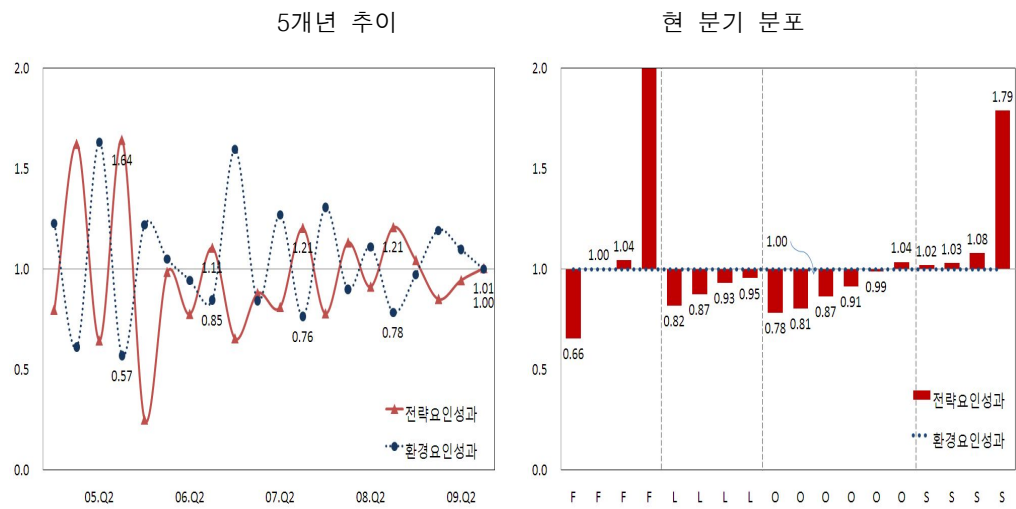
< 그림 III-42 > 손해보험 영업성과 개선도



□ FY2009 2분기 손해보험 기타성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과에서 전기대비 개선이 이루어졌으나, 환경요인 성과는 전기 대비 하락하였음.

○ 현 분기의 기타성과 개선도 분포를 보면, 외국사 일부와 전업사를 제외하고 나머지 회사들의 전략요인 성과가 전기 대비 악화되었으나, 외국사 일부와 전업사 일부의 개선도가 높아, 시장 전체적으로 전기 대비 개선

< 그림 III-43 > 손해보험 기타성과 개선도



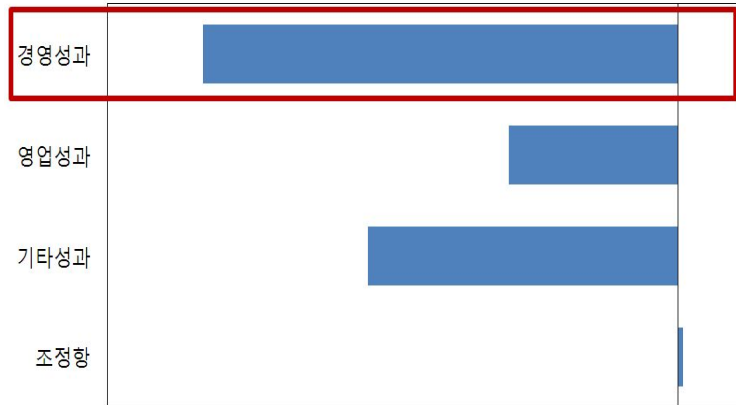
다. 경영성과

1) 변화 방향

□ FY2009 2분기 손해보험회사 경영성과는 전기 대비 하락함.

○ 경영성과를 구성하고 있는 영업성과와 기타성과 요인 모두 하락하여 전기 대비 하락한 것으로 나타남.

< 그림 III-44 > 손해보험 경영성과 변화방향

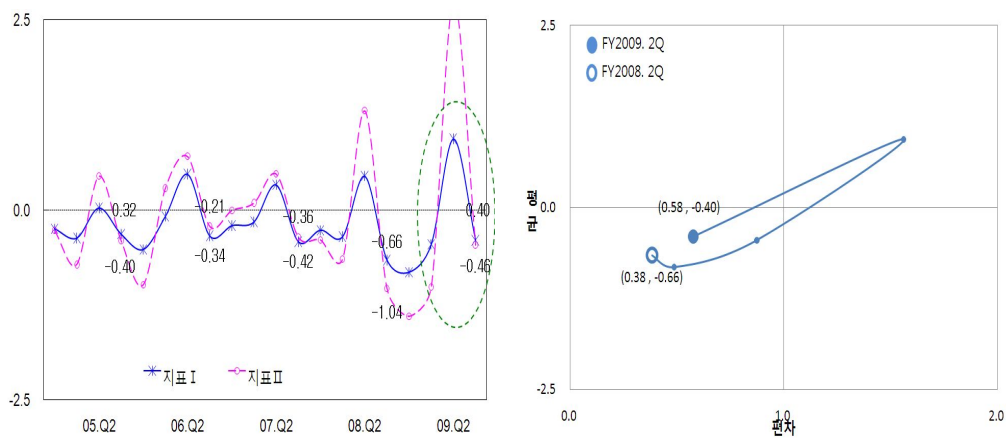


2) 갭 변화

□ FY2009 2분기 손해보험회사 경영성과 평균은 전기 대비 하락하여 정상수준을 하회하는 마이너스 갭 상태임.

○ 전년 동기대비에 비해서는 경영성과가 상승한 것으로 나타나며, 회사별 편차는 확대되었음.

< 그림 III-45 > 손해보험 경영성과 현황 (정상수준 대비)

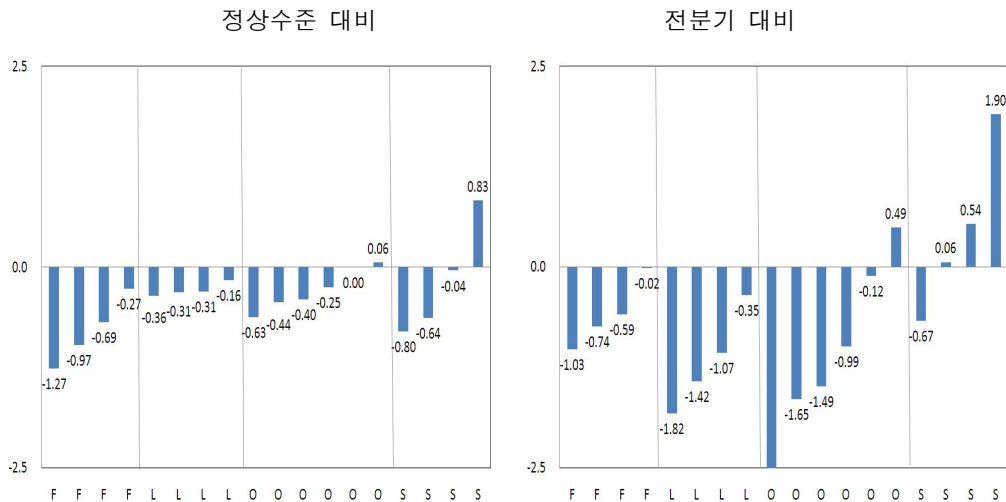


3) 갭 분포

□ 정상수준 대비와 전기 대비 회사별 경영성과 갭 분포의 경우 전업사 그룹을 제외하고 대부분의 회사들이 마이너스 갭 영역에 속하고 있으며, 전기 대비 하락함에 따라 경영성과의 하락으로 이어짐.

○ 정상수준 대비 갭 분포에서 나타난 바와 같이 대다수 회사가 마이너스 갭 영역에 속함에 따라 < 그림 III-46 >에 제시된 바와 같이 손해보험회사의 경영성과는 정상수준을 상회하는 마이너스 갭 상태에 놓임.

< 그림 III-46 > 손해보험 경영성과 갭 분포



4) 정상수준

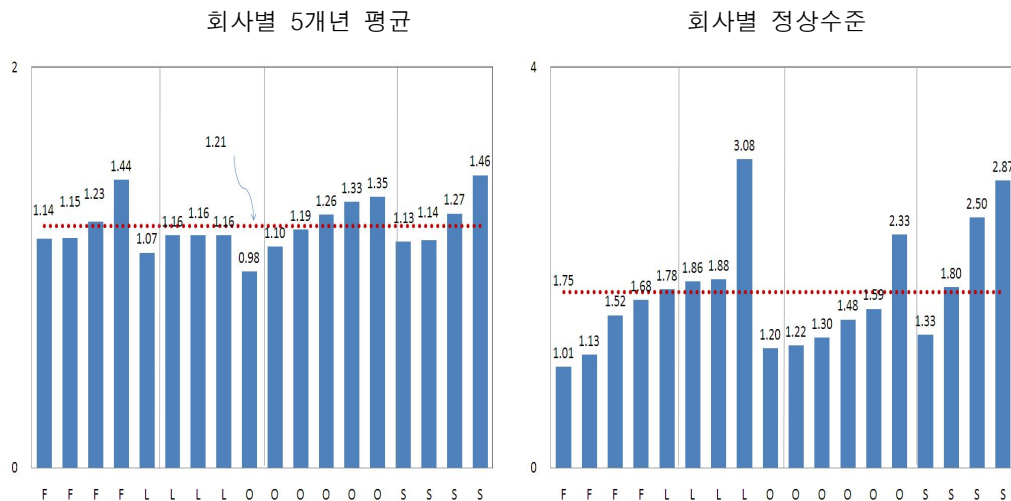
□ 손해보험 경영성과 회사별 5개년 성과 평균을 살펴보면, 각 그룹별로 시장 집계평균을 상회하는 회사와 하회하는 회사가 혼재되어 있음.

○ 5개년 성과 평균 분포의 경우, 외국사와 전업사 그룹의 일부 회사를 제외하

고 회사들 간 및 그룹들 간 거의 차이가 없는 것으로 나타남.

- 변동성을 조정한 회사별 정상수준 분포를 살펴보면, 회사들간 및 그룹간 편차가 확대됨.
 - 대형사는 회사별 평균의 경우 중소형사 보다 비슷하거나 낮은 편이나, 회사별 정상수준 그림에서는 시장 정상수준을 상회하고 있어 다른 그룹의 회사들보다 안정적인 경영성과를 시현하고 있음.

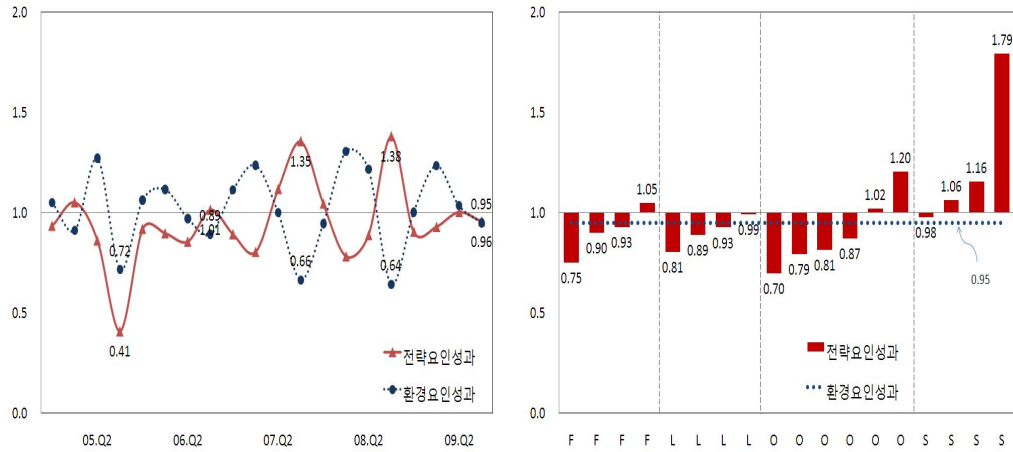
〈 그림 Ⅲ-47 〉 손해보험 경영성과 정상수준



5) 개선도

- FY2009 2분기 손해보험 경영성과를 전략요인과 환경요인으로 구분해 볼 때 전략요인 성과는 악화되었으며, 환경요인 성과 역시 악화됨.
- 현 분기의 경영성과 개선도 분포를 보면, 전업사와 일부 중소형사를 제외하고 대부분의 회사들이 전략요인성고가 악화된 모습을 보이고 있음.

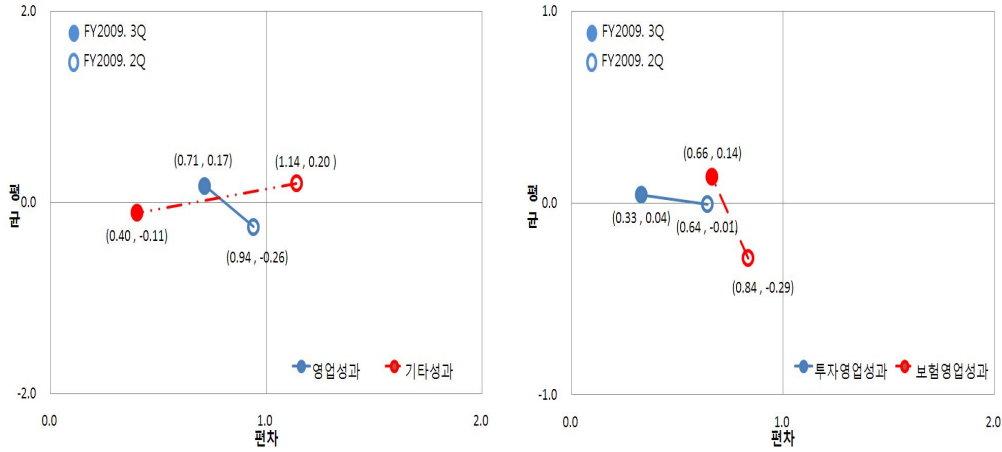
〈 그림 III-48 〉 손해보험 경영성과 개선도
5개년 추이 현 분기 분포



라. 전 망

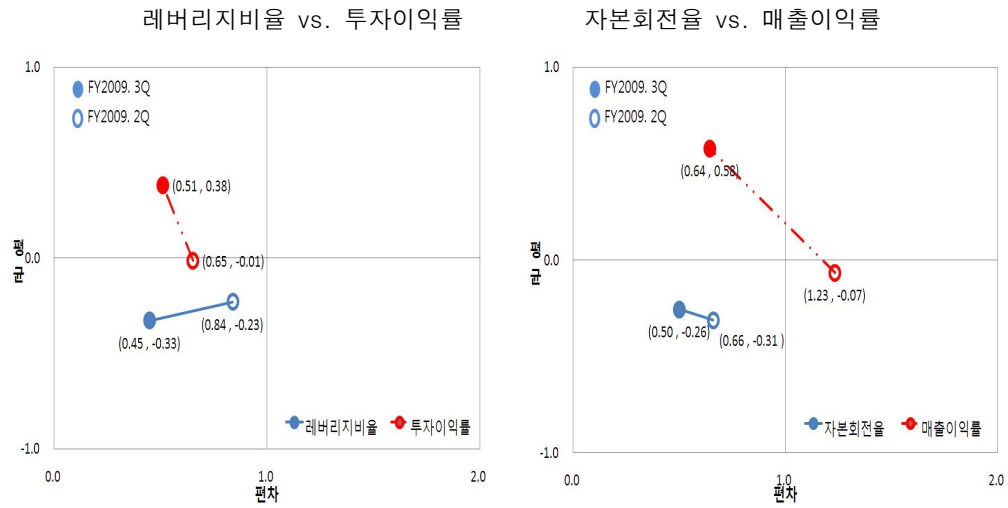
- FY2009 3분기 손해보험회사의 전체 경영성과를 영업성과와 기타성과로 구분할 때, 영업성과는 상승하나 기타성과는 하락할 것으로 예상됨.
- 향후 상승할 것이 예상되는 영업성과에서는 회사별 편차가 소폭 축소되고, 하락할 것으로 보이는 기타성과 역시 회사별 편차는 축소될 것으로 예상됨.
- 손해보험회사 영업성과를 투자영업성과와 보험영업성과로 구분해 보면, 두 성과 모두 소폭 상승할 것으로 예상되며, 투자영업성과와 보험영업성과의 편차는 둘 다 축소될 것으로 보임.

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



- FY2009 3분기 손해보험회사 투자영업성과와 보험영업성과 추정치를 레버리지비율 및 투자이익률, 자본회전율 및 매출이익률로 구분하여 볼 때, 레버리지 비율은 하락하는 반면, 투자이익률과 자본회전율, 매출이익률은 상승할 것으로 예상됨
- 투자이익률은 상승하고 레버리지비율은 소폭 하락할 것으로 예상되는데 투자이익률의 증가폭이 더 크기 때문에 투자영업성과는 상승할 것으로 예상됨.
 - 매출이익률이 상승하고 자본회전율 역시 상승할 것으로 예상됨으로 보험영업성과는 상승할 것으로 예상됨.

< 그림 III-50 > 손해보험 경영성과 추정치

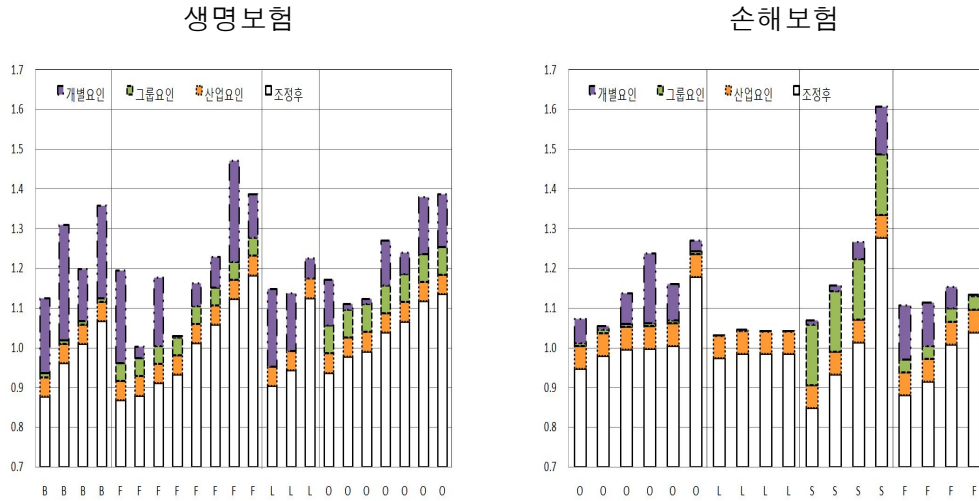


3. 기업가치 추정

가. 회사별 성장률

- ☐ 회사별 현금흐름 추정을 위한 영업이익 성장률은 산업요인, 그룹요인, 개별요인으로 구성되며, 회사별 성장률은 그룹별 특성에 좌우되는 요인(그룹요인)과 개별회사 특성에 좌우되는 요인(개별요인)에 따라 상이하게 나타남.
- ☐ 생명보험회사의 성장률은 방카사에서 높게 나타나고 있으며, 손해보험회사의 경우는 전업사, 중소형사에서 높게 나타남.
- ☐ 전업사의 경우는 다양한 상품을 보유한 기업보다 단일종목을 취급에 따른 위험변동성이 높아 그룹요인이 크게 나타나고 있으며, 중소형사의 경우는 회사별 성과차이로 개별요인의 변동성이 크게 나타남에 따라 성장률이 높은 것으로 판단됨.

〈 그림 III-51 〉 회사별 성장률 추정

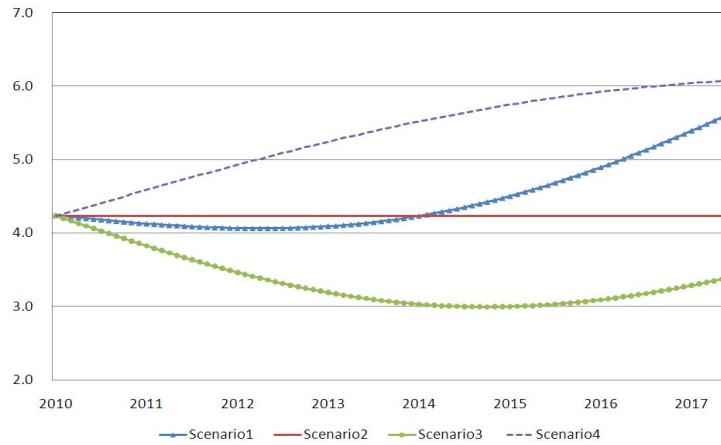


나. 시나리오 분석

1) 시나리오 설정

- 금리 변화에 따른 보험회사의 성장률 변화를 파악하기 위하여 다음과 같이 네 가지 시나리오를 설정함.
- 금리가 완만하게 상승하는 경우(S1), 금리가 현행 수준으로 유지되는 경우(S2)와, 금리가 하락 한 후 상승하는 경우(S3), 금리가 큰 폭으로 상승하는 경우(S4) 등 4가지 시나리오를 설정하여 성장률 변화를 분석함.

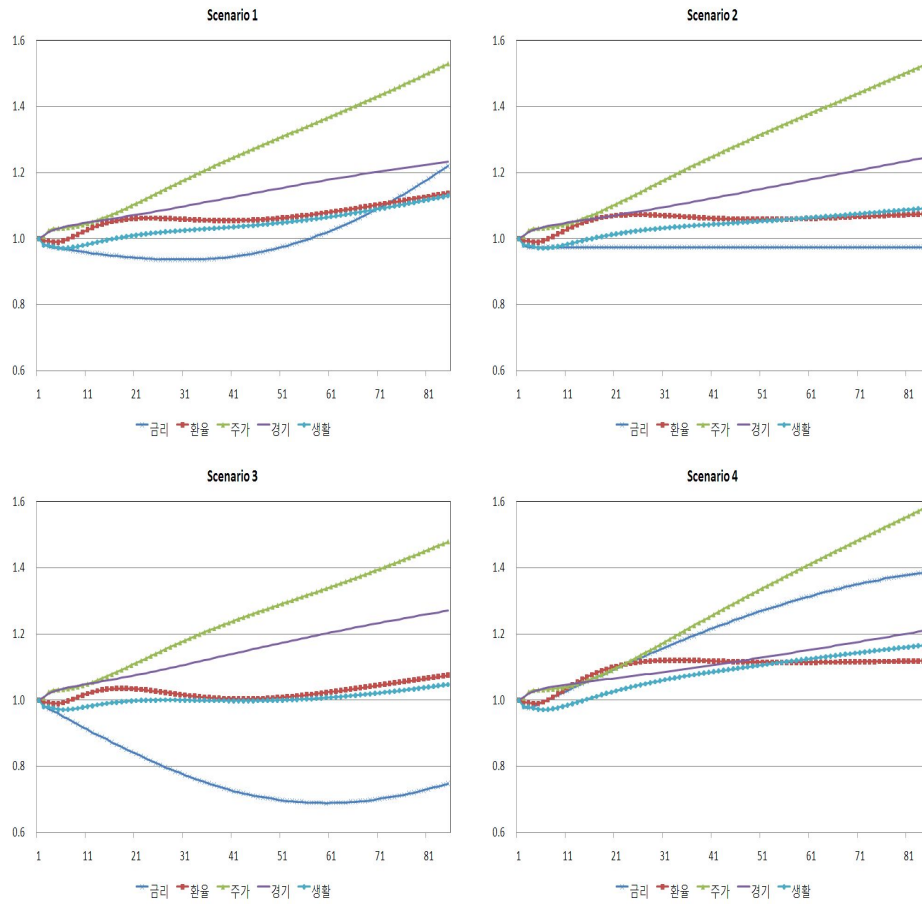
〈 그림 Ⅲ-52 〉 이자율 시나리오



□ 각 시나리오 상에서의 현 분기 대비 향후 경제지표 예측치 값은 다음과 같음.

- 모든 시나리오에서 주가가 높게 나타나고 있으며, 대부분 금리와 동일한 방향으로 움직이는 것으로 나타남.
- 금리가 완만하게 상승하는 시나리오(S1)와 금리가 현행수준으로 유지되는 시나리오(S2) 하에서 거시 경제지표의 변동성이 작은 것으로 나타나고 있으며, 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오(S4)의 경우 금리변화에 따른 경제지표의 변동성이 가장 크게 나타남.

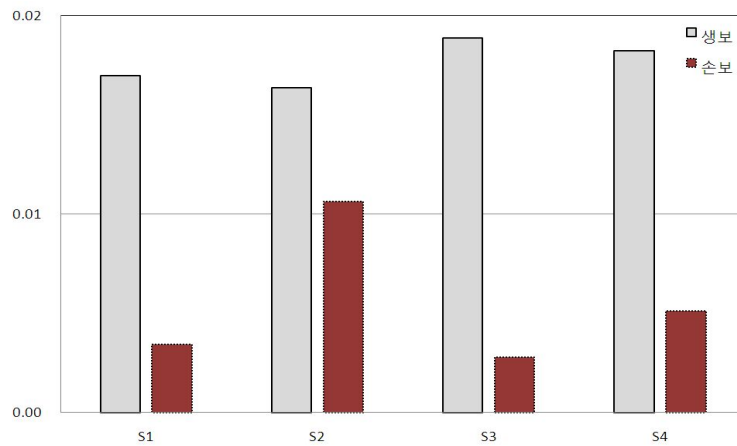
〈 그림 III-53 〉 금리시나리오별 거시경제지표 변화



2) 분석 결과

< 산업요인 >

< 그림 III-54 > 성장률 추정(산업요인)



- ☐ S2 기준으로 생명보험회사는 모든 시나리오에서 성장률이 소폭 상승하는 것으로 나타나고 있으나, 손해보험회사는 금리변동에 따라 성장률이 하락하는 것으로 나타남.
- 생명보험회사의 경우 금리가 하락한 후 상승하는 시나리오(S3) 하에서 성장률이 가장 높게 나타나고 있으며, 손해보험회사의 경우는 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오(S4)에서 성장률이 타 시나리오에 비해 높게 나타남.

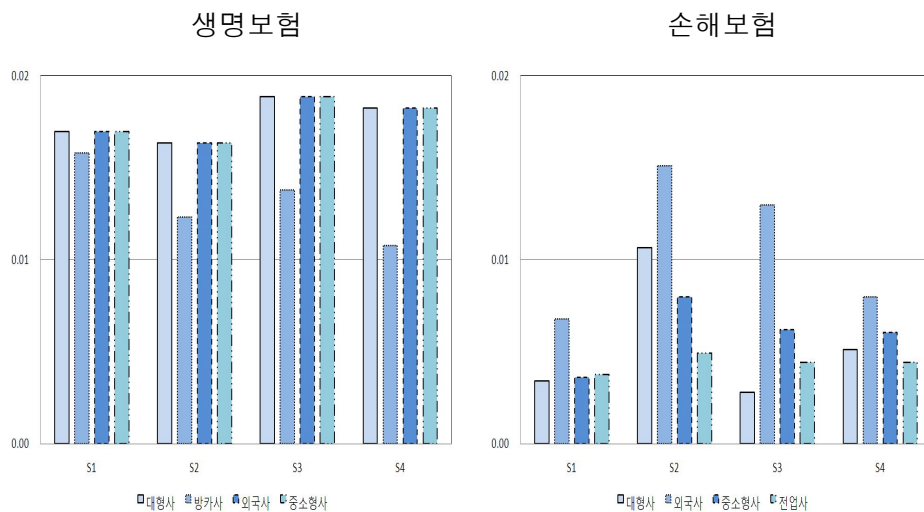
< 그룹요인 >

- ☐ 생명보험의 경우 금리가 하락한 후 상승하는 시나리오(S3)와 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오(S4)를 비교해 볼 때 전반적으로 금리가 하락한 후 상승하는

시나리오 하에서 성장률이 높게 나타나고 있음.

- 대형사, 중소형사, 외국사의 경우 금리변동에 따른 성장률 변동이 크게 나타나고 있지 않으나, 방카사의 경우 금리변동에 따라 성장률이 민감하게 반응하고 있는 것으로 나타남.
- 손해보험의 경우 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오와 금리가 현행 수준을 유지하는 시나리오를 비교해 볼 때 대형사와 중소형사는 금리상승에 따라 성장률이 큰 폭으로 감소하나, 전업사의 경우는 성장률 변화가 미미하게 나타남.
- 전업사의 경우에는 금리변화와 상관성이 적은 자동차보험만을 취급함에 따라 금리 하락에 의한 영향이 미미하여 성장률 변동이 크지 않은 것으로 판단됨.

< 그림 III-55 > 성장률 추정(그룹요인 포함)

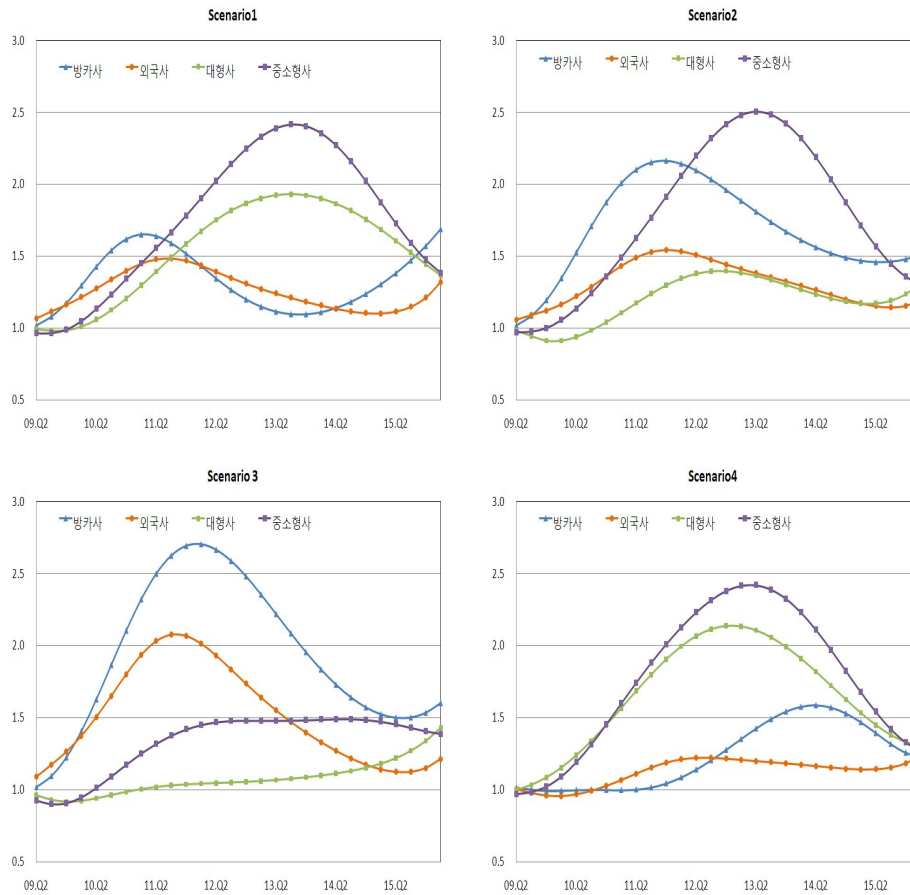


다. 기업가치 추정 결과

- 무위험이자율 전망치와 현금흐름 성장률 전망치를 적용하여 산출된 시나리오별 기업가치 추정계수는 다음 그림과 같음.⁶⁾
- 네 가지 시나리오 하에서 그림에서 그룹별 값들은 현 시점의 기업가치 계수 대비 향후 가치변화를 나타냄.
- 생명보험의 경우 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오(S4)에서는 중소형사의 기업가치 상승이 큰 것으로 나타나고 있으며, 금리가 하락한 후 상승하는 시나리오(S3)에서는 방카사의 기업가치 상승이 크게 나타남.
- 대형사 및 중소형사의 경우 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오 하에서 기업가치 상승폭이 타 그룹에 비하여 크게 나타나고 있음.
- 금리가 하락한 후 상승하는 시나리오에서 대형사의 기업가치 상승폭이 타 그룹에 비해 낮게 나타나고 있어, 금리하락은 대형사에게 상대적으로 부정적인 환경요인으로 작용하고 있음.
- 보유계약 비중이 큰 대형사의 경우 금리하락에 따른 이차역마진으로 인하여 기업가치 하락 폭이 타 그룹에 비하여 크게 나타나는 것으로 판단됨.

6) 기업가치는 $\sum_{t=1}^{T_2} [\Pi_{\tau=1}^t (1 + g_{i,\tau}^*) / \Pi_{\tau=1}^t (1 + k_r)] \times CF_0$ 으로 산출되며, 여기에서 $\sum_{t=1}^{T_2} [\Pi_{\tau=1}^t (1 + g_{i,\tau}^*) / \Pi_{\tau=1}^t (1 + k_r)]$ 항을 기업가치 추정계수로 정의하며, 각 기업의 기업가치는 현시점의 회사별 현금흐름(CF_0)에 따라 결정됨.

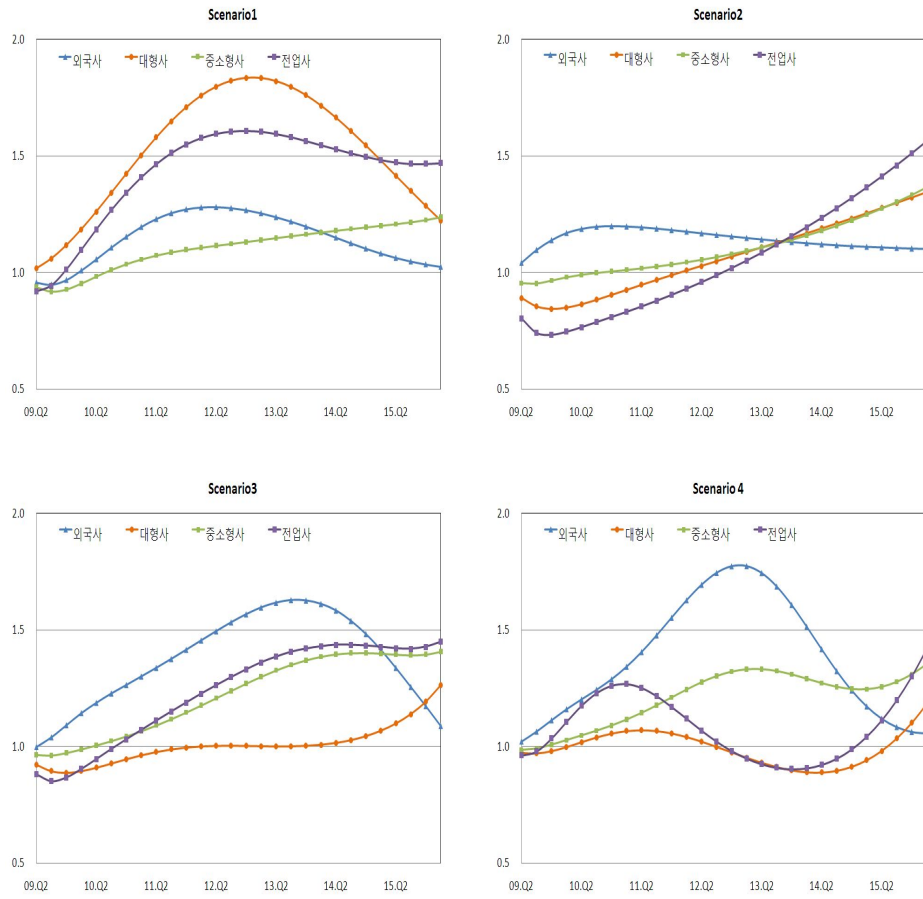
< 그림 III-56 > 시나리오별 각 현금흐름의 현가(생명보험)



□ 손해보험의 경우 금리가 완만하게 상승하는 시나리오(S1) 하에서는 대형사의 기업가치 상승폭이 비교적 큰 것으로 나타난 반면, 금리가 하락한 후 상승하는 시나리오(S3) 하에서는 외국사의 기업가치 상승폭이 크게 나타남.

○ 금리가 하락한 후 상승하는 시나리오(S3) 하에서 대형사의 기업가치 상승폭이 타 그룹에 비해 낮게 나타나고 있으며, 금리가 큰 폭으로 상승하는 시나리오(S4)는 전업사와 대형사에게 불리한 환경요인으로 작용할 것으로 보임.

〈 그림 III-57 〉 시나리오별 각 현금흐름의 현가(손해보험)



부록. 분석체계

1. 보고서 구성 변화
2. 경영환경 분석 내용
3. 경영성과 분석 내용
4. 기업가치 분석 내용

부록. 분석체계

1. 보고서 구성 변화

- ☐ 재무이슈를 1부로, 재무분석을 2부로 나누어 기존의 재무비율을 바탕으로 한 분석 외에 보험 산업에 관한 시사성있는 주제를 '재무이슈'를 통해 소개함.
 - 2차례에 걸쳐 소개된 분석체계에 대해 독자 여러분들이 충분히 숙지하셨을 것이란 판단 하에 분석체계를 부록으로 옮김.
 - 2호의 V장인 현금흐름 추정이 3호에서는 2부 III장으로 바뀌고, 2호의 IV장인 할인을 추정은 3호에서는 삭제됨.
- ☐ 2부 I 장에서는 보험회사의 경영환경 변화와 제도변화를 통해 경영성과에 미치는 영향을 분석하고 경제변수와 재무비율 관계를 분석하던 기존의 구성에 추가적으로 경쟁도 변화, 상품구성 변화, 자산구성의 변화를 평가함.
- ☐ 2부 II장에서는 정상수준 대비 갭 추이와 정상수준과 전기 대비 갭 분포를 통해 보험회사의 경영성과를 평가함.
- ☐ 2부 III에서는 재무비율의 방향성을 나타내는 지표를 사용하여 보험회사의 전체적인 경영성과를 요약함.
 - 정상수준 대비 갭 추이와 정상수준과 전기 대비 갭 분포를 통해 보험회사의 경영성과를 평가함.
 - 5개년 및 현 분기에 따른 개선도를 회사별로 그룹화한 지표를 이용하여 전략요인과 환경요인 중 어느 것에 의해 재무비율이 주도되었는지 분석함.
 - 변동성조정성과를 사용하여 회사별 성과를 살펴보고자 재무비율별 개선도에 관한 지표를 새롭게 추가함.

〈 보고서 구성 변화 〉

목 차	3호 구성내용	2호 구성내용
1부. 재무이슈 ¹⁾	이슈	
2부. I 장 경영환경 분석	경제환경 변화 제도 변화 경제변수와 재무비율 관계 경쟁도 변화 (Boone 지수) 상품구성 변화 자산구성 변화 (변동 지수)	경제환경 변화 제도 변화 경제변수와 재무비율 관계 경쟁도 변화 (Boone 지수) 상품구성 변화 자산구성 변화 (변동 지수)
2부. II 장 영업성과 분석	(1) 지표동향 1) 정상수준 대비 갭 추이 2) 갭 분포(정상수준/전기 대비) (2) 변화원인 (3) 전망 (4) 이슈	(1) 지표동향 1) 정상수준 대비 갭 추이 2) 갭 분포(정상수준/전기 대비) (2) 변화원인 : 현황 요인 ²⁾ (3) 전망 (4) 이슈
할인을 추정 ²⁾		(1) 이자율 시나리오 생성 (2) 부채평가액 산출
2부. III 장 현금흐름 추정	(1) 주요지표 분석 1) 방향: 지표 변화 요인 2) 갭변화: 정상수준 대비 3) 갭분포: 정상수준/전기 대비 4) 정상수준 : 회사별 5) 개선도: 5개년 및 현 분기 (2) 전망 (3) 기업가치 추정	(1) 주요지표 분석 1) 방향: 지표 변화 요인 2) 갭변화: 정상수준 대비 3) 갭분포: 정상수준/전기 대비 4) 정상수준 : 회사별 5) 개선도: 5개년 및 현 분기 6) 군집분석 ²⁾ 7) 변화원인: 현황 요인 ²⁾ (2) 전망 1) 변화방향 : 추정치 2) 전망요인 ²⁾ (3) 기업가치 추정

주 : 1) 재무분석 제3호에서 새롭게 추가된 항목임.

2) 재무분석 제2호에 있던 내용이 삭제된 항목임.

2. 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 전기 석·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

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

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

- 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 LSV모형⁷⁾을 응용하여 보험회사의 종목별 초회보험료가 증가한 회사수를 기준으로 판매 선호도를 측정하는 지표임.

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

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

$$P_i = X_i / N_i$$

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_t 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

3. 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 고

려

- 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, < 표 I-3 >과 같이 각 성과의 증감을 구성항목별 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	자본회전율 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.

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

□ 성과개선도를 환경요인성과와 전략요인성과로 분해⁸⁾

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

○ 전체 성과개선도 중 보험회사가 적절한 전략을 구사함으로써 달성한 성과의 개선 부분을 전략요인성과로 나타냄.

- 전략요인성과는 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 전략요인성과가 증가하면 $\hat{m}_{i,st} > 1$ 이 성립

○ 전체 성과개선도 중 경영환경의 변화로 인하여 초래된 성과의 개선 부분을 환경요인성과로 나타냄.

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

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

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

8) 성과개선도는 MPI(Malmquist Productivity Index)에 기초한 생산성분석 방법론을 보험회사 경영성과에 적용한 것.

4. 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

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

i_{t+1} : 이자율 시나리오에 따른 $t+1$ 기의 이자율

다. 현금흐름 성장을 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)를 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

1주제

- Ferrari, J.R.,(1968). "The Relationship of Underwriting, Investment, Leverage, and Exposure to Total Return on Owners' Equity", Proceedings of Casualty Actuarial Society LV, pp. 295-302
- McClenahan, C.L.,(1999) "Insurance Profitability," *Actuarial Considerations Regarding Risk and Return in Property-Casualty Insurance Pricing*, Casualty Actuarial Society, Chapter 8.

2주제

- 보험개발원 「보험통계월보」 각 월호
- World Federation of Exchanges, 한국거래소의 「2009년 ETF 시장 현황 분석」
- LIMRA International, "Variable Annuity Guaranteed Living Benefit Election Tracking Survey", 3rd Quarter, 2009.
- PBITT Working Group, "Policyholder behavior in the tail Variable annuity guaranteed benefits survey/C3 Phase II 2009 results", Society of Actuaries' Policyholder Behavior in the Tail Working Group Report, 2009.10.

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 연

- 구」, 보험연구소, 2007
- 전기석, 손관설 (2001). 「구조조정 전후 생보산업 효율성 분석」, 『보험학회지』, 59, pp. 39-74.
 - Baltagi, B.H. (1995). "Econometric analysis of Panel Data, Wiley.
 - Boone, J. (2008). "A new way to measure competition", *Economic Journal*, 118(531), pp. 1245-1261
 - Caves, D.W., Christensen, L.R. and Diewert, E. (1982), "The Economic Theory of Index Numbers and the Measurement of Input, Output, and Productivity" *Econometrica*, 50(6), pp.1393~1413.
 - Higgins, R. (2007). "Analysis for Financial Management", *Mc*
 - Nurkse, R. (1934). "The Schematic Representation of the Structure of Production", *Review of Economic Studies*.
 - Rolf, F., Grosskopf, S., Norris, M. and Zhang, Z. (1994). "Productivity Growth, Technical Progress, and Efficiency Change in Industrialized Countries", *The American Economic Review*.
 - Romer, P. (1990). "Endogenous Technological Change," *Journal of Political Economy* 98(5).
 - Romer, P. (1990). "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.
 - Solow, Robert M. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics* 70(1), pp. 65-94.
 - Theil, H. (1969) "On the Use of Information Theory Concepts in the Analysis of Financial Statements", *Management Science*, 15(9).

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, 이해은 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

■ 조사보고서

- 2006-1 2006년도 보험소비자 설문조사 / 김세환, 조재현, 박정희 2006.3
- 2006-2 주요국 방카슈랑스의 운용사례 및 시사점 / 류건식, 김석영, 이상우, 박정희, 김동겸 2006.7
- 2007-1 보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교연구 / 류건식, 장이규, 이경희, 김동겸 2007.3
- 2007-2 보험회사 브랜드 전략의 필요성 및 시사점 / 최영목, 박정희 2007.3
- 2007-3 2007년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 오승철 2007.3
- 2007-4 주요국의 퇴직연금개혁 특징과 시사점 / 류건식, 이상우 2007.4
- 2007-5 지적재산권 리스크 관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2007.10
- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진억, 지재원, 박정희, 김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 이상우, 권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크평가모형 및 측정방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면, 이정환, 최이섭, 정중영, 최태영 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3

- 2009-5 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

■ 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, 신중협, 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

■ 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

■ 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 방카슈랑스 확대 시행과 관련한 주요 이슈 검토 / 보험연구소 2007.11
- 2007-6 자동차보험 시장변화와 전략적 시사점 / 자동차보험본부 2007.11
- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해를 관리 방안 / 기승도 2008.6
- 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열 2008.6
- 2008-3 FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실 2008.8
- 2008-4 퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식, 서성민 2008.12
- 2009-1 FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실 2009.2
- 2009-2 퇴직연금 예금보험요율 적용의 타당성 검토 / 류건식, 김동겸 2009.3
- 2009-3 퇴직연금 사업자 관련규제의 적정성 검토 / 류건식, 이상우 2009.6
- 2009-4 퇴직연금 가입 및 인식실태 조사 / 류건식, 이상우 2009.10

■ Insurance Business Report

- 20호 선진 보험사 재무공시 특징 및 트렌드(유럽 및 캐나다를 중심으로) / 장이규 2006.11
- 21호 지급여력 평가모형 트렌드 및 국제비교 / 류건식, 장이규 2006.11
- 22호 선진보험그룹 글로벌화 추세와 시사점 / 안철경, 오승철 2006.12
- 23호 미국과 영국의 손해보험 직관시장 동향분석 및 시사점 / 안철경, 기승도 2007.7
- 24호 보험회사의 자본비용 추정과 활용: 손해보험회사를 중심으로 / 이경희 2007.7
- 25호 영국손해보험의 행위규제 적용과 영향 / 이기형, 박정희 2007.9
- 26호 퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식, 김동겸 2008.2
- 27호 보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6
- 28호 일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6
- 29호 보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6
- 30호 교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경, 권오경 2008.7
- 31호 퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식, 김동겸 2008.7
- 32호 보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진익 2008.7
- 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희, 서성민 2008.9

정기간행물

■ 간행물

- 보험동향 / 계간
- 보험금융연구 / 년3회
- 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	
	-분원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료(PDF) -영문보고서 -보험통계월보 -손해보험통계연보	-보험통계월보 -손해보험통계연보	-	

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

가입문의

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

회비납입방법

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

가입절차

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

자료구입처

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

보 험 회 사 재 무 분 석

보험회사 재무분석 2009년 3/4분기 제3호

발행일 2010년 2월

발행인 이 태 열

편집인 이 태 열

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, 3775-9058)로 연락하여 주십시오.