

생명보험회사의 배당 전략에 관한 연구 -영국 생명보험회사의 사례 및 실증분석을 중심으로-

정세창¹

¹홍익대학교 금융보험학전공

(2009년 10월 접수, 2009년 10월 채택)

요약

본 연구의 목적은 배당보험의 이점을 보험자와 계약자 측면에서 분석하고, 배당보험의 활성화를 위한 정책 제안을 하는데 있다. 이를 위해서 계약자 배당이 활성화된 영국 생명보험회사의 데이터를 이용해 상관분석 및 회귀분석을 통해 실증분석을 하고, 분석 결과를 바탕으로 시사점을 도출하였다. 분석 결과 배당보험은 보험료 수입을 증대시키는 것으로 나타났고, 사업비가 무배당보험에 비해 상대적 많이 들지 않으며, 재무건전성이 높은 회사가 배당보험을 많이 판매하는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과를 볼 때, 보험회사는 배당보험을 시장점유율 향상을 위한 마케팅 도구로 활용할 수 있을 것이며 또한 향후 상품포트폴리오 구성에 배당상품을 적극적으로 고려해볼 필요가 있다. 계약자에 대한 시사점으로는 우선 유배당보험이 무배당보험에 비해 사업비와 관련하여 차별적인 요소가 없음을 알 수 있다. 또한 재무적으로 튼튼한 회사가 유배당보험을 많이 판매하고 있기 때문에 계약자의 유배당보험 구입의 편익은 긍정적이라고 평가할 수 있을 것이다.

주요용어: 유배당, 무배당, 회귀분석.

1. 서론

최근 금융겸업화(financial convergence)의 진전과 자본시장통합법으로 은행, 보험, 증권 등 금융권간 금융회사의 경쟁이 심화되고 있다. 2003년 8월 방카슈랑스의 도입으로 은행이 보험상품을 판매하고 있고, 2009년 2월 4일 자본시장통합법의 시행으로 증권회사는 다양한 금융업무를 취급하게 되었다. 향후 금융업종간 경쟁심화호 보험회사는 기존의 경쟁체계의와는 상이한 새로운 도전에 직면하게 될 것이다. 이러한 변화에서 생명보험회사가 타금융권에 비해 경쟁우위를 획득할 수 있는 한 방안으로 배당상품(with-profit product)의 판매를 제기할 수 있다.

배당상품은 영업 결과 이익이 발생하면 이를 소비자인 보험계약자에게 배당으로 환원해주는 독특한 상품으로 보험권을 제외하고는 이러한 유형의 상품이 없다. 즉, 주주배당 이외에 소비자에게 직접 배당을 해주는 보험의 특수성이 반영된 상품이다.

유배당상품이 계약자에게 주는 이점, 유배당상품의 판매에 따른 보험회사의 명성 및 수익 제고, 계약자와 보험자간 이익의 상호분배라는 이상적 금융상품 등 유배당상품의 장점으로 유럽, 특히 영국에서는 유배당상품에 대한 인기가 매우 높다. 이에 비해 우리의 경우는 2000년 주주의 배당이익 축소 이후 유배당상품의 판매가 급속도로 감소하였다.

본 연구는 (사)대산신용호기념사업회의 지원을 받아 연구되었음.

¹(339-701) 충남 연기군 조치원읍 신안리 300, 홍익대학교 상경대학, 부교수. E-mail: scjung@wow.hongik.ac.kr

1992년에는 수입보험료 기준으로 유배당상품의 비중은 99.9%로 거의 모든 보험이 유배당상품이었다(1990년대 이전 생명보험회사의 주력상품은 유배당 저축성보험이었으며, 이를 통해 자금의 축적 및 국민경제에 필요한 투자재원을 마련하였으며, 실제 배당은 재무부 지침에 따라 이루어졌음.). 1992년 무배당보험의 판매가 처음으로 보장성보험에 대해 허용되면서 무배당보험의 비중이 꾸준히 증가하였고, 2000년 4월부터는 모든 보험 종류에 무배당보험을 허용하면서 무배당상품은 급격히 증가하였다. 2000년 3월부터는 유배당보험 이익 중 주주 몫이 15% 이하에서 10% 이하로 축소됨에 따라 유·무배당 보험간 주주이익의 격차가 확대되어 유배당보험의 판매기피 현상이 심화되었다. 주주지분의 축소 이후부터는 대부분 무배당보험을 판매하고 있다.

하지만 향후 금융겸업과 금융권간의 경쟁 심화, 종신보험과 변액보험 다음의 핵심 상품으로서 유배당보험의 특성, 독립채널의 출현 등 채널의 다변화에 따른 상품경쟁력 강화 차원에서 유배당보험의 위치 등을 고려해볼 때 보험회사 및 감독당국은 유배당보험의 판매를 적극적으로 재검토할 시점에 있다고 보인다. 특히, 유배당보험 판매의 장애로 작동하였던 상장 이익 배분이 정립되었기 때문에 보험회사가 적극적으로 유배당보험의 판매를 검토할 수 있는 여건이 조성되었다.

하지만 국내에서는 유배당보험의 판매 부진으로 인해 이에 대한 연구가 오창수 (2006), 한상일 등 (2007), 지홍민 (2002), 류근욱 (2003) 등 제한적으로 이루어져 왔다. 앞의 두 연구는 배당의 적정성과 관련된 연구이고, 류근욱 (2003)은 보험계약자와 주주 사이의 갈등 문제를 문헌조사로 검토하고, 향후 실증분석의 연구과제를 제시하고 있다. 이에 비해 본 연구의 목적은 한국에서 배당보험의 판매가 가져다 줄 이점이 무엇인가를 계약자와 보험자 측면에서 검토하고, 배당보험의 활성화를 위한 정책 제안을 하는데 있다. 현재 한국에서는 대부분 무배당배당보험이 판매가 되고 있어 배당보험의 판매와 이점에 대한 검토는 영국 생명보험회사를 대상으로 실증분석 하여 시사점을 도출하고자 한다.

본 연구의 구성은 제 1장 서론에 이어 제 2장에서는 한국 배당보험의 약사를 기술하였고, 배당보험 관련 준비금에 대해 설명하였다. 또한 배당보험과 관련된 기존 연구를 가치평가와 배당보험의 성과로 나누어 정리하였다. 제 3장에서는 실증분석에 사용된 영국 생명보험회사의 데이터에 대해 기술하고, 분석결과를 제시하였다. 제 4장에서는 실증분석 결과를 바탕으로 배당보험의 이점에 대해 계약자와 보험자 측면에서 시사점 및 연구의 한계를 제시하였다.

2. 배당보험의 약사 및 기존 연구

2.1. 배당보험의 약사 및 계약자배당 관련 준비금

1990년대 초까지 보험시장은 단체보험과 저축성보험 위주로 발전되었으며, 정부지침에 따라 유배당보험만 허용되어 보험회사의 상품은 모두 유배당이였다. 1991년 당시 3년 이상 저축성보험의 유지계약에 대해 보험차익 이자소득세를 비과세하였기 때문에 시장에서 판매되는 대부분의 보험상품은 저축성보험이었다. 1990년까지 보장성보험의 비중은 5% 미만으로 저조했다.

1992년 무배당보험의 판매가 처음으로 허용되면서 무배당보험의 비중이 꾸준히 증가하게 되었다. 신설 생보사가 대형 생보사와의 경쟁에서 가격경쟁력을 갖추기 위해 배당경쟁을 지양하고 상품을 특화하기 시작하면서 무배당보험의 비중이 증가하게 되었다.

2000년에는 정책적 이유로 무배당보험의 판매가 증가하였다. 첫째, 2000년 3월부터 유배당보험 이익 중 주주 몫이 15% 이하에서 10% 이하로 축소되면서 유배당보험의 판매기피 현상이 심화되었다. 둘째, 무배당상품의 도입 초기에는 보장성보험과 전통형양로보험(만기환급금 ≥ 사망보험금)에 한하여만 무배당상품이 허용되었으나, 2000년 4월부터 모든 보험상품에 대해 무배당보험이 허용되었다. 그 결과 유배당상품의 비중은 2000년 이후 감소하고 무배당상품은 증가하게 되었다.

표 2.1. 생보사의 유배당보험 판매 비중 추이 (단위: %)

구분	1992년	1994년	1996년	1998년	2000년	2002년	2004년	2006년	2008년
책임준비금 기준	99.9	99.0	97.5	91.5	77.1	65.2	50.2	40.7	35.6
수입보험료 기준	99.7	97.1	95.4	85.1	56.7	28.0	16.3	11.8	9.5

표 2.2. 생명보험회사의 이익배분기준 (1990년 8월)

K율	주주	계약자	내부유보
100%	0% ~ 30%	40% 이상	잔여분
50% ~ 100% 미만	0% ~ 20%	50% 이상	잔여분
50% 미만	0% ~ 10%	60% 이상	잔여분

주 1) K율 = (해약식준비금 초과액) ÷ (순보험료식 준비금 - 해약식준비금)

2002년 이후에는 보험회사의 대내외의 경제 여건 및 상품전략에 의해 무배당보험의 판매가 증가하게 되었다. 2000년대 초반에는 저금리로 인한 역마진 부담으로 인해 생명보험회사가 저축성 일시납보험의 판매를 증진하고 동시에 무배당 종신보험의 판매 확대에 주력하였다. 이로 인해 표 2.1에 나타난 바와 같이 2002년 이후 무배당보험의 판매는 급증하고, 유배당보험은 급감하게 되었다.

현재 유배당상품의 신규 판매는 세계적경연금에 한정되고 있으며, 나머지는 대부분 무배당상품으로 판매되고 있다. 2008년 현재 유배당보험의 비중은 수입보험료 기준으로 9.5%인데, 10년 전인 1998년 85.1%와 비교해보면 현저히 감소한 것을 알 수 있다.

우리나라에서 계약자배당으로 사용할 수 있는 자원 중 가장 이슈가 되었던 내용 중 하나는 자산재평가법에 의한 재평가적립금이었다. 자산재평가와 관련된 내용을 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 우선 자산재평가는 1960년대에도 이루어졌으나, 당시에는 보험업법에 계약자배당에 대한 근거가 없었다.

재평가적립금의 계약자배당에 대한 근거는 1971년 보험업법 개정으로 처음 마련되었다. 당시 보험업법 제97조에서는 “보험사업자가 자산재평가법에 의한 재평가를 한 경우에 그 재평가로 인한 재평가적립금은 자산재평가법 제28조제2항의 규정에 의한 처분외에 재무부장관의 허가를 받아 보험계약자에 대한 배당을 위하여도 이를 처분할 수 있다”라고 규정하였다. 하지만 당시 대부분의 회사는 결손보전 후 잔여액을 전액 자본전입하였다(단, 삼성은 1983년 재평가차익중 61억원을 내부유보하였음.).

재평가차익을 계약자와 주주간에 배분하는 구체적인 배분기준(잉여금 및 재평가적립금 처리지침)은 1990년 8월에 처음으로 마련되었다. 1990년 3월 보험심의위원회 및 금융발전심의위원회 의견을 토대로 재무부의 「생보사 기업공개에 관한 시각」이 작성되었고, 이를 바탕으로 준비금적립수준에 따라 이익배분비율을 달리 정한 「생명보험회사 잉여금 및 재평가적립금 처리지침」이 제시되었다. 이에 의하면 생명보험회사의 이익배분 기준은 표 2.2와 같다.

1989년 4월과 1990년 2월 자산재평가를 실시한 교보생명과 삼성생명은 표 2.2의 배분기준에 따라 재평가적립금을 처리하였는데, 계약자지분은 다시 공익사업출연, 재평가특별배당, 배당안정화준비금으로 나누어졌다. 배당안정화준비금과 내부유보액은 현재도 계약자배당으로 사용될 수 있는 자원이다.

현재 한국에서 계약자배당 관련 준비금으로는 이외에도 계약자배당준비금, 계약자이익배당준비금, 배당보험손실보전준비금이 있다. 생명보험사업자는 매회계연도말 책임준비금을 적립한 후 잔여액인 계약자배당준비금적립전잉여금을 유배당계약의 배당재원으로 사용한다. 계약자배당준비금적립전잉여금은 유배당손익, 무배당손익 및 자본계정운용손익 모두를 포함한 잉여금이다.

계약자배당준비금적립전잉여금 중 유배당손익에서 계산된 계약자지분이 계약자배당준비금이다. 계약자배당준비금은 지급이 확정되었으나 아직 미지급된 금액과 차기년도 계약자배당 예상액을 합산하여 적립

한 준비금으로 책임준비금 항목이다. 계약자배당준비금은 다시 배당 원천별로 이자율차배당준비금, 위험률차배당준비금, 사업비차배당준비금, 장기유지특별배당준비금으로 나눌 수 있는데, 원천별로 준비금을 적립한다.

계약자이익배당준비금 역시 책임준비금 항목이다. 계약자배당준비금적립전잉여금 중 계약자배당준비금으로 적립한 후 잔여지분이 계약자이익배당준비금이다. 계약자이익배당준비금은 계약자배당준비금과 달리 이원별이 아니라 총액으로 적립한다. 이는 장래 계약자배당에 충당할 목적으로 적립한 것으로 적립금의 투자 수지 역시 계약자에게 귀속되며, 적립 후 5년 이내에 계약자배당 재원으로 사용되어야 한다. 배당보험손실보전준비금은 배당보험계약의 손실을 보전하기 위한 목적으로 적립하는 준비금으로 적립 후 5년 이내에 배당보험계약에서 발생한 손실을 우선적으로 보전하고, 보전 후 잔액은 계약자배당재원으로 사용하여야 한다. 계약자이익배당준비금과 마찬가지로 투자수지 전액이 계약자에게 귀속되며, 책임준비금 항목이다.

계약자배당안정화준비금은 재평가적립금 중 계약자지분 해당 금액을 적립한 것이다. 1989년 4월 교보생명과 1990년 2월 삼성생명이 상장을 전제로 자산재평가 실시 후, 1990년 8월 주주와 계약자간 구체적 배분 방법인 재평가적립금처리지침을 제정하여 주주와 계약자간 배분을 하였다. 배분된 계약자지분의 사용은 당시 보험업법 제97조 제3항의 의하여 1/3 이상을 공익사업출연금으로 계리하고, 나머지의 반은 특별배당금을 지급하고, 남은 금액을 계약자배당안정화준비금으로 계리하였다. 따라서 계약자배당안정화준비금은 향후 안정적 배당을 위하여 유보된 금액이라고 볼 수 있다. 계약자배당안정화준비금은 부채 중 계약자지분조정 항목이다.

내부유보액은 자산재평가 실시 후 재평가적립금처리지침에 따라 주주지분과 계약자지분을 제외한 나머지 금액이다. 내부유보액은 계약자배당안정화준비금과는 달리 자본계정에 계리하여 결손보전에 사용할 수 있도록 하였다. 단, 결손보전에 사용하고자 할 경우, 사전에 재무부장관의 허가를 받아야 하며, 결손보전에 사용된 금액은 향후 발생하는 주주지분 이익으로 우선적으로 보충해야 한다. 또한 내부유보액은 계약자배당에 사용하고자 할 경우에도 사전에 재무부장관의 허가를 받아야 한다.

상기 다섯 가지 계약자배당 관련 준비금을 비교해보면, 모두 배당재원으로 활용될 수 있는 공통점이 있다. 지급기한 측면에서는 계약자배당준비금, 계약자이익배당준비금, 배당보험손실보전준비금은 확정되어 있으나, 자산재평가 실시 후 생긴 계약자배당안정화준비금과 내부유보액은 지급기한이 확정되어 있지 않다. 또한 계약자배당안정화준비금과 내부유보액은 나머지 세 가지 준비금과 달리 계약자지분으로 직접 배분이 이루어지지 않는 특징을 가지고 있다. 결손보전에 사용될 수 있는 준비금에는 대표적으로 배당보험손실보전준비금이 있다. 내부유보액도 결손보전에 사용될 수는 있으나, 차후 보충해야 한다. 나머지 계약자배당 관련 준비금은 결손보전에 사용할 수 없는 특징을 지니고 있다.

2.2. 기존 연구

배당보험과 관련된 연구는 대부분 배당상품의 가치평가와 관련하여 이루어져 왔다. 이와 관련된 국내 연구로는 지홍민 (2002), 류근욱 (2003), 오창수 (2006), 한상일 등 (2007)의 연구가 있다. 해외연구로는 Briys와 de Varenne (1984) Grosen과 Jørgensen (2000, 2001, 2002), Linnemann (2003, 2004), Kling 등 (2006), Gatzert와 Schmeiser (2008) 등의 연구가 있다.

지홍민 (2002)은 Grosen과 Jørgensen (2000)의 이익배당부 계약모형을 이용하여 생명보험의 가치를 최소보장금리가 적용되는 부분, 최소금리 이상의 배당지급부분, 계약자의 해지권리부분으로 분해하여 평가하였다. 지홍민 (2002)의 연구는 생명보험의 가치 요소 중 해지옵션의 가치에 중점을 두고 분석되었다.

이에 비해 류근옥 (2003)은 생명보험의 가치를 최소보장금리가 적용되는 부분, 최소금리 이상의 배당지급부분, 보험회사의 도산에 따른 가치 상실부분으로 나누어 평가하는 모형을 제시하였다. 동 모형을 바탕으로 배당보험과 관련된 실증과제 분석을 제시하고 있다. 이를 보다 구체적으로 보면, 금리보장에 대해서는 국가별 및 보험회사별 배당상품의 금리보장이율과 시장금리와의 겹을 비교하는 연구를 제시하였다. 배당옵션과 관련하여서는 배당상품이 무배당상품에 비해 더 높은 보험료 정도와 배당옵션에 의해 지급된 배당을 기초로 추가보험료의 수익률을 산정하여, 이를 시장의 다른 대체투자 대상과 비교하는 연구 등을 제시하였다. 보험회사의 지급불능과 관련하여서는 예금보험의 보장한도가 낮은 나라에서 지급하고 있는 배당의 크기와 비교하는 연구를 제시하였다. 예금보험의 보장한도가 낮은 나라에서는 보험계약자가 부담하는 위험이 더 크므로 배당이 상대적으로 더 높아야 한다는 전제로 연구를 제안하였다.

오창수 (2006)는 배당의 적정성을 판단하기 위해 자산할당(asset share)방법을 이용하여 자산할당을 구하고, 자산할당과 장래부채이행에 필요한 책임준비금과의 차이인 순자산할당(net asset share)을 계산하였다. 자산할당의 산출에 사용되는 항목 중 사업비, 투자수익 등을 보험회사가 임의로 통제할 수 없는 변수라고 볼 때 보험사가 조정할 수 있는 요소가 배당이라고 한다면, 순자산할당(자산할당에서 책임준비금을 차감한 값)이 음수인 경우 배당이 과다하게 지급되었다고 해석 할 수 있다. 반대로 순자산할당 값이 양수로 나타날 경우 배당이 과소하게 지급되었다고 해석 할 수 있을 것이다.

한상일 등 (2007) 역시 자산할당방법을 이용하여 배당옵션의 가치를 측정하였다. 다만 Grosen과 Jørgensen (2000, 2001) 및 생보사상장자문위원회 (2006)와는 달리 중간 배당이 있는 경우에 배당 옵션이 갖는 성격이 행사가격이 변하는 ratchet 옵션과 유사하다고 보고 이를 반영하는 자산할당방법을 이용하였다.

배당상품의 가치평가와 관련된 해외연구는 재무경제학적으로 분석한 연구가 발전되어 왔다. 즉 재정이론(arbitrage theory)에 기초를 둔 옵션모형을 이용하여 보험계약의 가치 및 배당상품의 가치를 평가하고 있다. 특히, 1999년에 영국의 Equitable 생명보험회사가 최종배당금에 대해 최소보장옵션을 적용시키지 않아 소송이 제기되었을 때 법원이 계약자들의 주장에 손을 들어주었고, 이후 2000년에 Equitable 생명보험회사가 신계약의 판매를 중지하게 되었는데, 이 사건으로 배당상품의 가치평가에 대한 연구가 활발히 이루어지게 되었다.

배당상품의 가치평가는 Briys와 de Varenne (1984)가 생명보험의 가치를 배당옵션과 지급불능옵션으로 분해하면서 발달되었다. 이후 Grosen과 Jørgensen (2000)은 금리보장, 초과이익에 따른 배당 옵션, 해지옵션으로 나눈 이익배당부 계약모형을 이용하여 배당상품의 가치평가를 하였다. Grosen과 Jørgensen (2002)은 지급불능옵션과 정부의 규제효과를 분석하였다. Linnemann (2003, 2004)는 배당상품의 해지옵션과 감액완납옵션(paid-up option)의 가치를 평가하였으며, Kling 등 (2006)은 독일 연금에서 감액완납옵션의 가치를 분석하였다. Gatzert와 Schmeiser (2008)은 금리보장, 배당옵션에 추가하여 감액완납옵션과 감액완납 후 보험료를 다시 낼 수 있는 옵션(resumption option)의 가치평가에 대해 분석하였다.

이러한 가치평가와는 달리 배당보험의 성과와 관련된 연구는 류근옥 (2003), O'Brien (2009) 등 제한적으로 이루어져왔다. 류근옥 (2003)은 향후 연구로 대리비용과 관련하여 몇 가지 실증분석 과제를 제시하고 있는데, 그 중 배당상품의 판매 비중과 보험회사의 경영성과에 대한 검증, 배당상품의 판매 비중과 자산포트폴리오의 위험과의 관계 검증 등이 있다.

검증내용을 보다 구체적으로 보면 적대적 M&A가 발생할 경우 새로운 주주는 배당상품의 이익을 기존 계약자와 나누어 가져야하기 때문에 배당상품이 많은 보험회사는 적대적 M&A의 대상이 되기 어려워 주주와 보험계약자 사이의 대리비용이 감소될 수 있다. 하지만 이 경우 기존 경영진들은 적대적

M&A의 목표가 되지 않기 때문에 기업경영에 최선을 다하지 않아 주주와 경영자간의 대리비용은 오히려 증가할 수 있다. 이런 상황에서 보험회사의 판매상품 변화가 경영성과에 어떤 영향을 미치는지를 검토할 필요가 있다고 제시하고 있다. 배당상품의 판매 비중과 자산포트폴리오의 위험과의 관계 검증은 배당상품의 경우 투자 이익의 상당 부분을 계약자가 가져가기 때문에 주주는 위험자산에 투자할 동인이 작음을 분석하는 것이다. 이러한 상황을 잘 아는 계약자들도 추가적인 수익률을 요구하지 않기 때문에 대리비용이 감소될 수 있다고 보고 있다.

O'Brien (2009)은 영국에서 배당상품의 성과를 비용, 해약률, 가격 측면에서 분석하였다. 우선 비용 측면에서 보면, 회사간 신계약비율(acquisition expense ratio), 유지비율(maintenance expense ratio) 등 비용에 대해 회사간 차이가 매우 큰 것으로 나타났다. 회사 형태별로는 상호회사가 주식회사보다 비용이 높게 나타났다. 상품별로는 연금보다는 생명보험상품에서 비용이 높게 나타났다. 규모별로는 대기업이 소규모 보험회사보다 비용이 낮게 나타났다. 또한 신계약비율이 낮은 회사는 유지비율도 낮게 나타났다.

해약을 측면에서 보면, 배당보험은 변액보험보다 해약률이 낮을 것으로 예측하고 있다. 배당보험은 변액보험에 비해 투명성이 낮아 배당보험을 해약할 경우 계약자들이 얼마만큼의 손해를 보는지를 알기 어려워 변액보험 등 다른 보험에 비해 해약을 꺼리기 때문인 것으로 O'Brien (2009)은 그 이유를 설명하고 있다. 또 다른 이유는 판매채널에서 찾고 있다. 설계사채널이 변액보험을 주로 판매하고 있는데, 동채널이 배당상품을 주로 판매하고 있는 독립채널에 비해 초기 해약률이 높기 때문에 배당상품의 해약률은 변액보험보다 낮게 나타난다고 설명하고 있다.

마지막으로 가격 측면에서 보면, 배당상품의 가격이 연금에서는 변액상품보다 일반적으로 높았으나, 양로보험에서는 오히려 낮게 나타나기도 했다. 가격 차이는 배당상품에서 변액상품보다 높게 나타났다.

3. 실증 분석

3.1. 데이터 및 연구 방법

본 연구에서 분석하고자 하는 주요 내용은 첫째, 배당자산의 비중에 따른 투자성향이다. 즉, 배당자산의 비중이 높은 경우 주주의 투자 패턴이 주식과 같은 고위험자산에 투자를 많이 하느냐 아니면 적게 하느냐를 분석하고자 한다. 여기에는 두 가지 상반된 이론이 있다.

배당자산에 대한 투자 이익은 이익배분기준에 의해 상당 부분이 계약자에게 귀속되기 때문에 주주로서는 위험 자산에 투자할 동인이 별로 없다는 이론 (류근옥, 2003)이 있다. 현재 이익배분기준에 의하면 배당상품 투자이익의 90%는 계약자에게 귀속되기 때문에 주주가 무리하여 위험자산에 투자할 이유가 별로 없다는 것이다. 이에 비해 배당보험은 다른 보험상품과 달리 누적 잉여금(inherited estate)을 가지고 있기 때문에 투자에 좀 더 자유스러울 수 있다는 이론 (O'Brien, 2009)이 있다. 즉, 누적 잉여금의 규모가 큰 경우 이러한 잉여금이 없는 다른 보험상품과 달리 주식 등 고위험 자산에 투자할 여력이 있다는 것이다.

둘째, 보험회사의 매출과 배당과의 관계 분석이다. 배당상품은 시장에서 계약자에게 향후 이익을 분배한다는 매력적인 신호를 보내는 특성이 있다. 그 결과 배당상품의 증가는 매출의 증가로 이어질 수 있다. 또한 반대로 회사의 매출이 줄어들면, 이를 늘리기 위해 배당상품의 비중을 증가시킬 수도 있을 것이다.

마지막으로 배당성과와 관련하여 배당과 보험회사의 재무건전성, 배당과 보험회사의 비용과의 관계를 분석하고자 한다. 재무적으로 어떤 회사가 배당상품을 많이 판매하고 있는지, 사업비용이 높은 회사가

표 3.1. 배당비중과 주식비중의 상관관계

	배당비중	주식비중
배당비중	1	-0.60 (0.772)
주식비중		1

배당보험을 많이 판매하고 있는지에 대해 분석하고자 한다. 이와 관련된 분석의 결과는 우리나라 보험회사가 향후 배당보험상품에 대해 판매 확대 전략을 결정할 때 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다.

본 연구에 사용된 데이터는 영국 생명보험회사의 배당과 관련된 데이터이다. Insurance Pocket Book은 2006년(2004년 보험회사의 데이터가 2006년에 발행됨)부터 처음으로 배당과 관련된 데이터를 제공하고 있다. 배당보험의 자산규모에 대해 회사별로 제시하고 있다. 2007년 발행된 2005년 데이터의 경우를 보면 총자산 규모면에서 영국의 100대 보험회사 규모의 약 73%의 자산을 가진 회사들 각각의 배당자산 규모를 보여주고 있다.

실증분석에 사용된 데이터는 Insurance Pocket Book (Tillinghast-Towers Perrin, 2006, 2007)의 2004년과 2005년 데이터를 이용하였다. 다만 2005년부터 처음으로 배당자산의 투자 포트폴리오 비중을 제시하고 있어 배당자산의 비중에 따른 투자성향은 2005년 데이터만을 사용하였다.

상기에서 언급한 연구 주요 내용 중 첫 번째 분석과 관련하여 배당비중(배당자산/총자산)은 총자산에서 배당자산이 차지하는 비율로 측정하였다. 투자 포트폴리오 중 주식비중은 전체운용자산에서 주식에 대한 비중으로 측정하였다.

두 번째 보험회사의 매출과 배당과의 관계 분석에 사용되는 데이터는 수입보험료 증가율과 배당 증가율로 측정하였다. 보험회사의 매출 정도는 신계약 증가율로도 측정할 수 있으나, 신계약뿐만 아니라 해약 및 만기까지 포함한 개념인 수입보험료로 측정하는 것이 더 포괄적이기 때문에 수입보험료 증가율로 측정하였다.

배당 증가율은 현재 구할 수 있는 데이터가 2004년과 2005년에 한정되기 때문에 2005년에 증가된 율로 측정하였다. 이 경우 배당 증감에 따른 차기 수입보험료 효과를 보려면 2007년 또는 2008년 수입보험료 증가율이 측정되어야 한다. 하지만 2007년과 2008년 영국 생명보험회사의 데이터를 구입하기 어려운 제약으로 본 연구에서는 반대 방향인 수입보험료 증감에 따른 배당 효과를 분석하고자 한다. 즉, 2004년 수입보험료 증가율과 2005년 배당증가율과의 관계를 분석하고자 한다.

세 번째 배당과 보험회사의 재무건전성, 배당과 보험회사의 비용과의 관계를 분석에 사용되는 데이터는 지급여력비율과 사업비율로 측정하였다. 지급여력비율은 공시된 비율을 사용하였고, 사업비율은 수입보험료에서 실제 사업비가 차지하는 비중으로 측정하였다.

분석 방법은 피어슨 상관관계와 다중회귀분석을 사용하였다. 배당자산의 비중에 따른 투자성향 및 매출과 배당과의 관계 분석에는 상관계수를 구하여 분석하였다. 보험회사의 재무건전성 및 사업비 사용이 배당에 미치는 영향을 분석하기 위해 지급여력비율과 사업비율을 독립변수로 하고, 배당 비중을 종속변수로 하여 다중회귀분석을 실시하였다.

3.2. 분석 결과

배당자산의 비중에 따른 투자성향의 결과를 보면, 표 3.1에 나타난 바와 같이 배당비중과 주식비중은 부(-)의 관계를 보여주고 있다. 하지만 통계학적으로 유의하지 않아 배당과 투자성향의 관계를 규정하기가 어려운 점이 있다. 이러한 결과가 나타난 원인은 주주가 위험 자산에 투자할 동인이 별로 없는 이

표 3.2. 수입보험료증가율과 배당증가율의 상관관계

	수입보험료증가율	배당증가율
수입보험료증가율	1	-0.423** (0.044)
배당증가율		1

주 1) 수입보험료 증가율은 2004년, 배당증가율은 2005년 데이터 임

주 2) **는 5% 수준에서 통계학적으로 유의함

표 3.3. 회귀분석 결과

	계수 값 및 표준오차
상수	0.541*** (0.097)
지급여력	0.013** (0.007)
사업비율	-0.079 (0.062)
F	3.085**

주 2) **, ***는 각각 5%, 1% 수준에서 통계학적으로 유의함

유와 누적 잉여금(inherited estate)을 가지고 있기 때문에 투자에 좀 더 자유스러울 수 있는 이유가 복합적으로 작용하였기 때문인 것으로 보인다.

다음으로 보험회사의 매출과 배당과의 분석 결과를 보면, 표 3.2에서와 같이 부(-)의 관계를 보이며, 통계학적으로도 5% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 수입보험료 증가율이 2004년 데이터이고, 배당 증가율이 2005년 데이터임을 감안할 때, 수입보험료가 감소하면 배당을 높인다고 해석할 수 있다. 즉, 신계약의 감소, 해약의 증가, 또는 만기된 상품이 많아지면, 보험회사의 매출이 감소하게 되는데, 이를 만회하기 위해 계약자 배당을 증가시키는 것으로 보아진다.

마지막으로 배당과 보험회사의 재무건전성 및 비용과의 회귀분석 결과를 보면, 표 3.3에서 보여주듯이 회귀식의 F값은 3.085로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 독립변수의 분석 결과를 보면, 지급여력이 높은 회사의 배당 비중이 높게 나타나고 있으며, 통계학적으로도 유의한 결과를 보이고 있다. 사업비율 결과를 보면 사업비율이 높은 회사의 배당 비중이 오히려 낮게 나타나고 있으나, 통계학적으로는 유의하지 않게 분석되었다.

이러한 결과를 볼 때, 재무건전성이 좋은 회사는 배당 상품의 비중도 상대적으로 많음을 알 수 있다. 또한 보험회사의 비용과 배당은 유의미한 관계를 보여주고 있지 않다. 따라서 사업비를 많이 사용하는 회사의 배당이 많다고 해석할 수 없으며, 재무적으로 튼튼한 회사가 그렇지 않은 회사에 비해 배당 비중이 상대적으로 더 높다고 결론지을 수 있다.

4. 결론, 시사점 및 연구의 한계

배당보험은 주주와 계약자간에 사전적 합의에 의해 계약자가 무배당보험에 비해 상대적으로 조금 높은 프리미엄을 지급하는 대신 이익 발생 시 계약자에게 프리미엄에 대한 대가로 추가 수익을 지급하는 이상적인 상품이다. 이는 보험 사고의 불확실성 및 원가 계산이 보험 만기 후에 이루어지는 특성(inverted cycle of production) 등 보험의 특성에 부합되는 상품이며, 또한 금융 겸업의 환경에서 타금융권과의 경쟁에서 경쟁우위를 가질 수 있는 상품이다.

이러한 배당상품의 장점에도 불구하고 한국에서는 배당보험에서 주주지분의 축소, 보장성보험의 선호 역마진 등의 이유로 배당보험의 판매가 계속하여 감소하고 있다. 이에 본 연구에서는 배당보험에 대한

선호도가 높은 영국 생명보험회사의 데이터를 바탕으로 배당보험에 따른 투자 특성 및 성과를 분석하였다.

배당상품에 대한 실증분석 결과 첫째, 배당비중과 투자성향과는 뚜렷한 유의미한 결과를 발견하지 못했다. 배당비중이 높은 경우 투자 성과가 양호하더라도 주주에게 귀속되는 이익이 얼마 되지 않기 때문에 위험자산에 투자할 유인이 없다는 이유와 배당보험의 가장 큰 특징은 누적 잉여금으로 인해 과감한 투자를 할 수 있다는 이유가 복합적으로 작용한 결과라고 보아진다.

둘째, 회사의 수입이 줄게 되면 이를 만회하는 방안으로 배당보험을 이용하는 것으로 분석되었다. 이러한 결과로 배당보험의 판매 증대가 보험시장에서 그 회사의 매력도를 높이는데 긍정적인 역할을 한다는 것을 알 수 있다.

셋째, 배당보험의 판매 비중과 사업비는 유의미한 결과를 보여주지 않고 있으며, 재무적으로 튼튼한 회사가 배당보험의 판매비중이 높은 것으로 분석되었다. 배당보험의 판매와 관련하여 추가적인 사업비가 드는 것은 아니며, 지급여력비율과 배당비율은 통계학적으로 정(+)의 유의미한 관계를 보여주고 있다.

이러한 결과는 배당의 긍정적인 측면으로 배당상품의 비중을 줄이고 있는 우리나라의 보험회사에 시사하는 바가 크다. 배당은 보험시장 및 고객에게 자사 상품의 매력도를 높이게 되어 보험료 수입을 증가시키는 효과를 가져주기 때문에 마케팅 측면에서 배당상품의 활용도는 매우 높다고 평가할 수 있다. 또한 사업비가 무배당보험에 비해 상대적으로 많이 들지 않으며, 향후 상품포트폴리오 구성에 배당상품을 적극적으로 고려해볼 필요가 있다. 특히, 재무건전성이 튼튼한 회사의 경우 배당상품을 통해 경쟁력을 강화시킬 수 있을 것이라고 보아진다.

다음으로 계약자에 대한 시사점으로는 우선 유배당 계약자는 투자위험에 대해 무배당상품과 차별적일 수 있다는 걱정을 할 필요가 없다. 왜냐하면 배당상품의 투자 운용에 있어 보험회사가 위험도가 높은 곳에 투자를 하거나 또는 반대로 보수적 투자를 한다는 실증적 근거가 없기 때문이다. 또한 유배당보험은 적어도 사업비와 관련하여서는 무배당보험에 비해 가격이 비싸지 않기 때문에 유배당 계약자에게 사업비와 관련된 가격 차별적인 요소는 없다고 볼 수 있다. 마지막으로 재무적으로 튼튼한 회사가 유배당보험을 많이 판매하고 있기 때문에 계약자는 보다 안심하고 유배당 보험을 구입할 수 있는 이점이 있다.

하지만 배당보험이 활성화되기 위해서는 몇 가지 과제가 해결되어야 한다. 배당보험의 대표적인 단점은 투명성의 결여인데, 이는 배당보험의 가치가 시간에 경과함에 따라 어떻게 변화되는지를 측정하기 어렵기 때문에 발생된다. 배당보험 가치 측정의 어려움으로 인해 영국에서는 계약자와 주주간 갈등이 많았고, 보험회사가 계약자 잉여금을 다른 곳에 사용하는 경우도 있어 왔다.

대표적인 예로 1999년 영국의 Equitable 보험회사의 최종배당금 지급에 있어 최소보장한도의 미적용 사건, AXA Equity & Law 보험회사가 AXA Sun Life로 장기상품을 이관할 때 기존 AXA Equity & Law 계약자에 대한 누적잉여금의 배분과 관련된 사건, Prudential과 Aviva가 누적잉여금을 기존 유배당계약자에게 사용하지 않고 2008년에 각각 1억3천6백만 파운드와 6천7백만 파운드를 신계약 판매에 사용된 사건 등이 있다.

이러한 사건은 계약자의 신뢰를 상실하는 것으로 배당상품이 활성화되기 위해서는 반드시 해결되어야 하는 과제이다. 이를 위해서는 배당상품과 관련된 공시를 강화하고, 제리사의 이에 대한 검증을 제도화하는 등의 제도적 장치가 마련되어야 할 것이다.

또 다른 과제로는 계약자와 주주간 이익배분에 대한 비율과 관련된 내용이다. 현재 우리나라는 2000년부터 90/10 비율을 적용하고 있다. 미국의 뉴욕주와 캐나다에서도 정부가 법규로 90/10을 정하고 있으며, 호주에서는 80/20을 규정하고 있다. 미국의 대부분의 주와 유럽의 경우는 강제 규정이 아니라 전통에 따라 90/10에 근거해 배당을 실시하고 있다.

배당보험이 활성화되기 위해서는 법규에 의한 강제 규정보다는 보험회사간 배당 경쟁을 통해 배당을 확대하는 여건이 조성되는 것이 더 바람직하다고 보아진다. 이를 위해서는 회사간 배당 비교에 대한 공시, 고배당에 대한 감독차원의 인센티브 제공(예를 들면 민원평가에서 높은 점수 부여 등)등이 활성화되어야 할 것이다.

이상의 연구 결과는 현재 우리나라에서 배당보험의 판매가 급속도로 줄었기 때문에 영국의 데이터를 이용하여 분석 및 시사점을 도출하였다. 영국의 데이터도 구입에 한계가 있어 단기 데이터에 의해 분석이 이루어졌다.

하지만 배당의 효과는 단기뿐만 아니라 장기적 측면(시차를 두고 발생함)에서도 검토되어야 보다 정확할 것이다. 이를 위해서는 장단기 효과를 동시에 검토할 수 있는 시계열분석이 이루어져야 한다. 즉 오차수정모형(Vector Error Correction Model: VECM)을 이용하여 배당과 보험회사의 성과와의 장단기 관계를 규명하여야 한다. 이를 위해서는 장기간의 데이터가 확보되어야 하는데, 본 연구는 데이터와 관련하여 이러한 한계를 지니고 있다.

참고문헌

- 류근옥 (2003). 배당형 생명보험의 공정한 이익배분과 가치평가, <리스크관리연구>, 14, 47-72.
- 생보사상장자문위원회 (2006). <생명보험회사 상장>, 생보사상장자문위원회.
- 오창수 (2006). 보험수리모형을 이용한 생보사 배당의 적정성에 관한 연구, <리스크관리연구>, 17, 133-181.
- 지홍민 (2002). 옵션모형을 이용한 생명보험계약의 가치평가, <리스크관리연구>, 13, 39-60.
- 한상일, 길재욱, 오세경 (2007). 배당옵션을 반영한 유배당 보험의 적정가치에 관한 연구-Asset Share 모형을 통한 배당옵션의 가치평가, <보험학회지>, 78, 1-33.
- Briys, E. and de Varenne, F. (1984). Life insurance in a contingent claim framework: Pricing and regulatory implications, *Geneva Paper on Risk and Insurance-Theory*, 19, 53-72.
- Kling, A., Russ, J. and Schmeiser, H. (2006). Analysis of embedded options in individual pension schemes in Germany, *Geneva Risk and Insurance Review*, 31, 43-60.
- Gatzert, N. and Schmeiser, H. (2008). Assessing the risk potential of premium payment options in participating life insurance contracts, *Journal of Risk and Insurance*, 75, 691-712.
- Grosen, A. and Jørgensen, P. L. (2000). Fair valuation of life insurance liabilities: The impact of interest rate guarantees, surrender options, and bonus policies, *Insurance: Mathematics and Economics*, 26, 37-57.
- Grosen, A. and Jørgensen, P. L. (2001). An Analysis of Insolvency Risk, Bonus Policy, and Regulatory Intervention Rules in a Barrier Option Framework, CAF, Working Paper Series 95.
- Grosen, A. and Jørgensen, P. L. (2002). Life insurance liabilities at market value: An analysis of insolvency risk, bonus policy, and regulatory intervention rules in a barrier option framework, *Journal of Risk and Insurance*, 69, 63-91.
- Linnemann, P. (2003). An actuarial analysis of participating life insurance, *Scandinavian Actuarial Journal*, 2003, 153-176.
- Linnemann, P. (2004). Valuation of participating life insurance liabilities, *Scandinavian Actuarial Journal*, 2004, 81-104.
- O'Brien C. D. (2009). The UK with-profits life insurance industry: A market review, Centre for Risk and Insurance Studies, Nottingham University.
- Tillinghast-Towers Perrin (2006, 2007). Insurance Pocket Book, NTC Publications Ltd.

The With-Profits Strategies for Life Insurance Companies - Focused on the Case and Empirical Analysis of Life Insurance Companies in the UK-

Se Chang Jung¹

¹Department of Finance and Insurance, Hongik University

(Received October 2009; accepted October 2009)

Abstract

The purpose of this paper is to analyse the advantages of with-profits and make a proposal for invigorating with-profits business. The data of life insurance companies in the U.K. is used and correlation and regression are employed. The implications are drawn from the analysis. The results and implications of this paper are summarized as follows. Firstly, the with-profits policies increase premium income. There is no positive relationship between with-profits policies and operating costs. The companies that are financially sound sell more with-profits policies than those not solvent. Secondly, with regard to implications for insurance companies, they can make full use of with-profits policies for marketing purpose and the main product in the product portfolio. Finally, with regard to implications for the policyholders, the with-profits policies are not expensive by comparison with the without-profits policies. The with-profits policies provide benefit to the policyholders on a solvency basis.

Keywords: With-profits policies, without-profits policies, regression.

This work was supported by the Daesan Memorial Society.

¹Associate Professor, Department of Finance and Insurance, Hongik University, 300 Shinan, Jochiwon, Yeongi, Chungnam 339-701, Korea. E-mail: scjung@wow.hongik.ac.kr