

# 보험회사 자산관리서비스 확대 유인 검토\*

## On Wealth Management of Insurance Company

진 익\*\*  
Ick Jin

김 동 경 \*\*\*  
Dong-Gyum Kim

국내외적으로 자산관리서비스의 중요성과 그 성장가능성이 지속적으로 커지고 있음에도 불구하고, 국내에서는 자산관리서비스 제공이 본격화되지 못하고 있다. 특히 국내 보험회사들은 자산관리서비스 시장에 적극적으로 참여하지 못하고 있는데, 이는 타 업권에 비해 보험회사에 보다 불리한 제도적 제약이 존재하며 보험회사 스스로도 적절한 사업모형을 발굴하지 못하였기 때문이라고 판단된다.

현재 국내 보험회사들은 타 업권의 사업모형을 모방하여, 금융투자 중심 프로그램을 사내겸영으로 영위하면서 보험회사가 단독으로 서비스를 제공하는 사업모형을 모색하고 있으나, 이는 자산관리서비스를 적극적으로 영위하고 있는 글로벌 보험회사들의 사업모형과 크게 다르다.

이에 따라 본 연구는 자산관리서비스를 금융투자 서비스를 넘어서는 광의로 인지할 필요가 있음을 지적하고, 국내 보험회사가 경쟁력을 가질 수 있는 서비스 내용으로 보험신탁 프로그램을 제안하는 한편, 보험회사가 동 프로그램을 효과적으로 제공할 수 있는 경영전략을 검토하였다. 그 결과로서 국내 보험회사들이 자산관리서비스를 확대할 유인이 커지고 있으며, 한계비용이 높은 초기에는 사내겸영을 선택할 유인이 크지만 인프라 구축으로 한계비용이 낮아지면 사외겸업이 보다 유리할 것임을 보였다. 또한 보험회사가 보험신탁 프로그램을 제공 시 설계사, 대리점, 방카슈랑스 채널과 연계한 외부 네트워크를 활용할 유인이 존재함을 확인하였다.

국문 색인어: 보험신탁, 외부 네트워크, 이해상충방지, 자산관리 프로그램, 판매권유 대행  
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B051609, B051300

\* 본 연구의 연구결과는 저자들의 개인적인 견해이며, 저자의 소속기관과는 무관함을 밝힙니다. 본 논문은 보험연구원 연구보고서인 진익·김동겸(2010)의 일부 내용을 재구성한 것으로, 2009년 한국보험학회·한국리스크관리학회 공동주최 동계학술대회에 발표했던 원고를 수정, 보완한 것이다. 조언을 주신 기승도 박사님, 이원돈 교수님, 원내 세미나 참가자, 학술대회 참가자에게 감사드리며 유익한 조언을 주신 익명의 두 심사자에게도 감사를 전한다.

\*\* 보험연구원 연구위원(realwing@kiri.or.kr), 주저자, 교신저자

\*\*\* 보험연구원 선임연구원(dgkim@kiri.or.kr)

논문 투고일: 2010. 04. 02, 논문 최종 수정일: 2010. 05. 26, 논문 게재 확정일: 2010. 07. 27

## I. 서론

국내외적으로 자산관리서비스의 중요성과 그 성장가능성이 지속적으로 커지고 있다. Capgemini와 Merrill Lynch(2009)는 2013년까지 부유층의 인구가 큰 폭으로 증가하여 자산관리서비스 시장규모가 48.5조에 이르는 한편, 자산관리서비스에 대한 고객의 요구도 더욱 다양해 질 것으로 전망하고 있다. 국내에서도 기대수명이 연장되는 가운데 공적연금을 통한 노후소득보장기능은 오히려 약화됨에 따라 고객 스스로가 생애관리를 책임져야 하는 상황이 초래되고, 자산관리서비스(전 생애에 걸쳐 소비수준을 안정적으로 유지하려는 프로그램)에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 보인다<sup>1)</sup>.

이러한 환경변화에 대응하여 글로벌 금융회사들은 다양한 형태의 자산관리서비스 프로그램을 제공하고 있다. 그런데 국내에서는 자산관리서비스 제공이 본격화되지 못하고 있다. 우선 국내 금융회사들도 고객별 계좌에 기초하여 자문서비스를 제공하고는 있으나, 그 서비스 내용이 복합적 재무목표를 수용하는 맞춤형 프로그램이라고 보기는 어렵다. 또한 자산관리서비스가 기존 핵심업무와 함께 제공되는 부가서비스로 간주되거나 펀드와 유사한 금융투자 서비스로 이해되고 있어, 각 업권별로 차별화된 프로그램이 많지 않다.

국내 보험회사들도 2005년 신탁업 겸영 허용을 계기로 자산관리서비스 활용 가능성에 대해 관심을 보이고는 있으나, 관련 인력·시스템·인프라에 대한 투자에 소극적이며 자산관리서비스 영업성과도 타 업권에 비해 미미한 수준이다<sup>2)</sup>. 성장 잠재력이 큰 자산관리서비스 시장에 보험회사가 적극적으로 참여하지 못하고 있는 것

- 1) 2007년 기준 우리나라의 기대수명은 남자가 OECD 평균과 같은 76.1세이며 여자는 OECD 평균을 상회하는 82.7세를 기록하고 있다. 특히 1960년과 2007년의 기대수명 변화를 분석한 결과에 따르면, 터키와 더불어 기대수명이 25년 증가하여 가장 높은 증가율을 보이고 있다. OECD(2009)를 참조한다.
- 2) 국내 보험회사들 중 신탁업 인가를 받은 회사는 5개에 머무르고 있으며, 회사별 신탁업 관련 인력은 10명 내외이다. 자산관리서비스 관련 투자에 인색한 만큼, 경영성과도 미미한 수준으로 2009년 상반기 기준 영업이익 규모가 은행 1,500억 원, 금융투자회사 185억 원에 비해 보험회사는 2억 원에 머무르고 있다. 금융감독원(2009)를 참조한다.

은, 보험회사에 보다 불리한 제도적 제약이 존재하며 보험회사 스스로도 적절한 사업모형을 발굴하지 못하고 있기 때문이다.

우선, 제도적 제약은 신탁업이 자본시장법에 의해 규제됨에 따라 발생하는 것으로 판단된다. 2009년 자본시장법 시행을 계기로 과거 신탁업을 규제하였던 근거법인 신탁업법이 폐지되었고,<sup>3)</sup> 대신 신탁업이 금융투자업의 일종으로 포함됨에 따라 자본시장법에 의해 규제되고 있다<sup>4)</sup>. 그런데 자본시장법 규정에 신탁업은 투자성(원본을 초과하는 손실의 위험) 부담을 전제로 하는 만큼, 신탁경영 보험회사가 투자성을 부담하지 않는 신탁을 취급하는 것이 제한된다. 특히 신탁업자는 수탁한 재산에 대하여 손실의 보전이나 이익을 보장할 수 없다<sup>5)</sup>.

한편 수탁자에게 신탁재산의 처분 권한이 부여되지 아니한 관리신탁은 금융투자상품에서 제외됨에 따라,<sup>6)</sup> 신탁업자가 투자신탁재산을 신탁 받는 경우에는 그 신탁에 한하여 신탁업자의 영업행위 규칙에 관한 규정이 적용되지 않는다<sup>7)</sup>. 따라서 신탁경영 보험회사가 투자신탁 수탁자로서 투자신탁재산을 단순히 보관 및 관리하는 것은 가능하다. 그러나 금융소비자와 보험회사에게 필요하다고 판단되는 복합적 자산관리서비스인 보험상품을 포함할 수 있는 개인신탁(이하 “보험신탁”)을 제공하기에는 관리신탁이 한계가 많은 만큼,<sup>8)</sup> 본 연구는 자본시장법 관련 규정 개정을 전제로 논의를 전개하고자 한다.

향후 보험신탁 도입을 위해 개정이 필요하다고 판단되는 자본시장법 관련 규정은 다음과 같은 세 가지 사항이다. 첫째, 신탁계약에 은행상품과 금융투자상품을 담을

3) 자본시장법 시행과 동시에 기존에 신탁업자를 규제하던 신탁업법은 폐지되었다. 자본시장법 부칙 제2조를 참조한다.

4) 자본시장법 제6조(금융투자업)를 참조한다.

5) 자본시장법 시행령 제104조 제1항을 참조한다. 다만 연금이나 퇴직금의 지급을 목적으로 하는 신탁으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 경우에는 손실의 보전이나 이익의 보장을 할 수 있는데(자본시장법 시행령 제104조 제2항), 이는 신노후생활연금신탁, 연금신탁, 퇴직일시금신탁에 대하여 손실의 보전을 하는 경우로 제한된다(금융투자업규정 제4-82조 제1항).

6) 자본시장법 제3조(금융투자상품) 제1항을 참조한다.

7) 자본시장법 제245조(적용 배제)를 참조한다.

8) 금융소비자와 보험회사에 필요한 자산관리서비스 내용에 대해서는 본 논문 3장 2절을 참조하기 바란다.

수 있는 반면 보험상품은 담을 수 없도록 제한되어 있다<sup>9)</sup>. 둘째, 금융투자회사는 신탁업과 집합투자업의 통합운영이 가능하도록 허용된 반면 보험회사는 신탁업과 집합투자업을 통합운영할 수 없도록 제한받고 있다<sup>10)</sup>. 셋째, 설계사나 대리점이 펀드 투자 권유는 가능하나 신탁투자 권유를 하지 못하도록 제한받고 있다<sup>11)</sup>. 이러한 제도적 제약으로 보험회사가 보험업 영위를 통해 축적해 온 노하우, 상품, 판매채널을 신탁업에 활용할 수 없게 됨에 따라, 보험업과 자산관리서비스 사이에서 시너지 창출이 어려워지며 보험회사가 타 업권에 대비하여 경쟁열위에 놓여 있다.

한편 이상과 같은 제도적 제약과 더불어 국내 보험회사들은 독자적인 사업모형을 보유하지 못한 채 타 업권의 사업모형을 모방하고 있다<sup>12)</sup>. 현재 국내 보험회사들은 모두 금융투자 중심 프로그램을 사내점영으로 영위하면서 보험회사가 단독으로 서비스를 제공하는 사업모형을 모색하고 있다. 그런데 자산관리서비스를 적극적으로 영위하고 있는 글로벌 보험회사들의 사례를 보면, 자산관리서비스를 사외점영(지주회사 체제 내의 자회사 형태)로 영위하고 있으며 상당한 수준의 시스템·인프라를 기반으로 광범위한 외부 네트워크를 활용하고 있다. 다시 말해, 국내 보험회사들이 도모하는 자산관리서비스 사업모형은 글로벌 보험회사들의 그것과는 상당한 차이를 보이고 있다.

이와 같이 국내에서 보험회사의 자산관리서비스 영위를 위축시키는 제도적 제약이 존재하는 한편 보험회사가 독자적인 사업모형을 발굴하지 못하는 배경에는, 자산관리서비스를 금융투자 서비스 일종으로 협소하게 해석하는 인식이 자리하고 있

9) 자본시장법 제103조(신탁재산의 제한 등)와 제105조(신탁재산 등 운용의 제한)를 참조한다. 보험신탁에 관한 자세한 논의는 진익(2009)과 한기정(2009)을 참조하기 바란다.  
 10) 자본시장법 제251조(보험회사에 대한 특칙) 및 금융위원회(2009)를 참조한다. 이해상충 방지를 위한 정보교류 차단장치 운영방안에 있어서의 업권별 차등 규제에 관한 자세한 논의는 진익(2010)을 참조하기 바란다.  
 11) 자본시장법 시행령 제56조(투자권유대행인의 자격)을 참조한다. 신탁상품 투자권유 대행 관련 기준에 관한 자세한 논의는 진익(2010)을 참조하기 바란다.  
 12) 은행이 지급결제를 기반으로 한 수탁·사무관리 중심 프로그램에 금융투자회사가 투자자문 역할을 기반으로 한 투자서비스 중심 프로그램에 집중하여 독자적인 사업모형을 추구하는 반면, 후발주자인 보험회사는 타 업권의 사업모형을 그대로 모방하는 경영전략을 취하고 있다.

다. 따라서 향후 보험회사의 자산관리서비스가 본격적으로 성장하기 위해서는 자산관리서비스의 내용과 특성에 대한 인식 제고가 출발점이라고 판단된다.

본 연구의 분석목적은 자산관리서비스를 보험서비스까지 포괄하는 광의로 인식할 필요성을 제기하고, 국내 보험회사가 경쟁력을 가질 수 있는 서비스 내용으로 보험신탁 프로그램을 제안하는 한편, 보험회사가 동 프로그램을 효과적으로 제공할 수 있는 사업모형을 모색하는 것이다. 사업모형과 관련하여 본 연구가 관심을 갖는 사항은, 국내 보험회사들이 자산관리서비스를 적극적으로 확대할 유인, 글로벌 보험회사와 달리 사내겸영을 선택한 유인, 그리고 자산관리서비스 특히 보험신탁 프로그램 확대 시 외부 네트워크를 활용할 유인을 검토하는 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 보험회사가 자산관리서비스로 업무범위를 확대하는 경영전략과 관련성이 높은 겸업화, 사내겸영과 사외겸영의 성과 비교, 판매채널 효율성에 관한 선행 연구를 소개한다. 3장에서는 분석대상을 보다 구체화하기 위해 보험회사 기업가치에 관련된 가정과 자산관리서비스에 관련된 가정을 제시하고, 자산관리서비스 확대 시 기업가치에서 나타날 영향을 분석하기 위한 모형을 설정한다. 4장에서는 국내 보험회사가 자산관리서비스를 확대할 유인, 사외겸업보다 사내겸영을 선호하는 배경, 외부 네트워크를 활용할 유인에 대해 분석한다. 마지막으로 5장에서는 결론 및 시사점을 제시한다.

## 1. 겸업화 유인

금융회사가 자산관리서비스 등 사업영역을 확장하려는 유인에는 기본적으로 금융겸업화를 통해 경제적 이득을 취할 수 있다는 점에서 그 근거를 찾을 수 있다. 우선 공급측면에서 볼 때 대형화를 통한 규모의 경제 효과와 겸업화를 통한 범위의 경제가 실현 가능하며, 매출이 확대되는 가운데 평균비용이 감소하면 비용효율성이 제고될 수 있다. 다음으로 수요측면에서 볼 때 금융회사가 단일 계약을 통해 다양한 서비스를 제공하면 소비자의 편익이 커지고 시너지 창출이 가능해져 수익성이 제고될 수 있다. 더 나아가 금융회사는 시장지배력을 확대하여 가격이나 서비스 내용에

대한 통제력을 배가할 수 있게 된다.

보험산업에서 범위의 경제성이 존재하는지 여부에 관한 국내 연구로는 권영준(1994), 나동민(1995)이 있다. 권영준(1994)은 트랜스로그 비용함수를 이용하여 생명보험회사의 자산운용업무를 현·예금, 유가증권, 대출, 부동산으로 구분한 후 횡단면 자료를 이용하여 범위의 경제가 존재함을 보였다. 한편 나동민(1995)은 보험산업의 생산물을 ① 보험료수입 및 자산운용 총액, ② 신계약액 및 자산운용총액, ③ 보험영업수익 및 자산운용수익 등 세 가지로 정의하고 범위의 경제성 여부를 추정된 결과 국내 생명보험 산업 전체적으로 주업무인 보험영업과 자산운용업무 간 범위의 경제성이 존재함을 보이고 있다.

해외 연구 예로는 Kellner and Mathewson(1983), Fields and Murphy(1989), Suret(1991), Teyssier(1991)를 들 수 있다. Kellner and Mathewson(1983)와 Fields and Murphy(1989)는 보험산업에서도 겸업화를 통한 비용절감이 가능함을 보였다. 또한 Suret(1991)와 Teyssier(1991)도 보험산업에서도 범위의 경제효과가 중요하다고 주장하였으나 이에 대한 명확한 실증적인 결과를 제시하지 못하였다.

## 2. 사내겸영 vs. 사외겸업

보험회사가 자산관리서비스를 확대하는 방식은 제공하고자 하는 서비스에 대한 내용 및 겸영방식에 따라 사업모형이 구분이 가능하다. 해외선진국의 사례를 놓고 볼 때 겸업화 방식은 크게 내부겸영방식과 지주회사방식으로 구분할 수 있다. 내부겸영(사내겸영) 방식은 다양한 금융서비스를 제공하는 독립된 조직과 기능을 단일 회사 내로 통합하는 방식인데 비하여 지주회사(자회사겸영) 방식은 다양한 금융서비스를 사업의 독립성을 갖춘 자회사로 영위하게 하는 방법이다. 내부겸영의 경우 진입비용이 상대적으로 저렴한 반면, 자금이동이 독립적으로 분리되어 운영되지 않고 동일계좌 내에서 발생함에 따라 자금이동에 대한 정보비대칭성으로 인한 이익상충 문제가 발생할 소지가 있다. 이에 비해 지주회사방식의 경우 진입비용은 상대적으로 높으나, 복합상품 개발 등 범위의 경제효과를 얻을 수 있으며 자회사간 출자

및 신용공여가 제한되어 전염 효과(contagion risk)의 차단이 가능하다. Krosner and Rajan(1994)은 경영방식별 성과 분석을 통해 지주회사방식이 내부겸영에 비해 더 효율적임을 주장하고 있다.

국내의 경우 겸업화를 통한 금융기관 경쟁력 강화를 목적으로 2000년 금융지주회사가 도입된 이후 주요 은행들이 지주회사로 전환되어 운영되어 오고 있다. 한국은행(2008)에 따르면 국내금융지주회사와 자회사 방식의 그룹의 경영성과를 비교한 결과 총자산규모에서는 두 방식 간 차이가 없으나, 수익성 및 비용효율성 측면에서는 자회사방식이 우월한 것으로 나타났다.

### 3. 판매채널

보험회사가 자산관리서비스 확대를 통해 기업가치를 제고하기 위해서는 기존 판매채널의 적절한 활용이 필요하다. 국내의 경우 주로 방카슈랑스를 중심으로 한 판매채널 활용전략에 대한 연구들이 이루어졌는데, 정세창·안철경(2003), 이봉주·이순재·정세창(2004), 안철경·기승도(2008)가 이에 해당한다.

정세창·안철경(2003)에 따르면 각 채널변수에 대한 선호도가 상품 및 고객 별로 다르게 나타나는데, 종신보험과 연금상품 판매 시에는 전통채널이 선호되는 반면 저축성 및 투자형 상품 판매 시에는 방카슈랑스 채널이 선호되는 것으로 나타났다.

이봉주·이순재·정세창(2004)은 은행과 생명보험회사 간 방카슈랑스 모의합병을 실시하여 겸업 전후의 비용, 이익 효율성을 분석한 결과 외국보험회사와 중소형 보험회사는 방카슈랑스를 통해 비용 및 이익효율성을 향상 시킬수 있는 반면, 대형 보험회사의 경우는 비용효율성은 증가하나 이익효율성이 감소함을 보였다.

안철경·기승도(2008)의 연구에서는 겸업화의 특징과 각 채널별 적합성 거리값을 산출하는 방식을 활용하여 분석한 결과, 겸업화 환경에 가장 부합된 채널은 남성 모집인, IFA, 증권중개사로 나타나, 금융겸업화가 진행될 경우 다양한 금융상품에 대한 전문지식을 보유한 채널이 중요한 역할을 할 것으로 전망하였다.

한편, 석승훈(1997)은 소비자의 탐색비용을 고려해 볼 때, 보험상품이 복잡하거

나, 비표준화된 상품의 경우 독립대리점이 타 채널에 비해 상대적으로 적합하다고 보았다.

해외 연구에서는 주로 전속채널과 독립채널의 비용과 수익 측면의 효율성을 주로 다루고 있다. Zweifel and Ghermi (1990)는 스위스 보험시장을 대상으로 한 연구에서 독립채널의 경우 더 낮은 사업비율을 보이고 있으나, 성장률과 손해를 측면에서 전속채널과 성과 차이는 나타나지 않는 것으로 밝히고 있다.

한편, 미국 손해보험사를 대상으로 한 Berger et. al (1995)에 따르면, 독립채널을 활용하는 경우 평균적으로 타 채널보다 높은 비용이 발생하는데, 이러한 고비용은 타채널에 비해 높은 서비스를 제공함으로써 유발되는 것으로 보았다.

Eckardtr(2008)는 독립채널이 전속채널에 비해 더 높은 수준의 서비스를 제공하면서 서비스의 질은 중개기관의 활동과 정보수집 정도에 의존한다고 주장하였다.

이상과 같은 선행연구 결과를 볼 때 독립채널이 전속채널에 비해 보다 많은 비용을 발생시키며, 계약유지율에서도 판매채널별로 성과가 상이하다. 따라서 국내 보험회사가 자산관리서비스를 확대할 때에도 적합한 채널을 선택하여 기업가치 제고를 도모할 필요성이 있다.

## Ⅱ. 모형 설정

기업가치 극대화를 경영목표로 설정한 보험회사라면, 기업가치 제고가 가능할 때 자산관리서비스를 확대하고자 하고 기업가치를 증가시킬 수 있는 사업모형을 선택할 것이다. 따라서 본 연구는 보험회사가 선택하는 자산관리서비스 경영전략이 기업가치에 미치는 영향을 분석대상으로 삼는다. 또한 영속적 성장가능성에 주목하여 보험회사의 기업가치 지표로서 자본성장률을 분석한다. 이하에서는 분석대상을 보다 명확히 하기 위해 기업가치 관련 가정과 자산관리서비스 관련 가정을 확인한 후 분석모형을 제시한다.



## 1. 기업가치 관련 가정

본 연구에서는 보험회사가 유상증자를 통해 외부로부터 자금을 조달하지 않은 채, 내부 유보된 자기자본만을 이용하여 성장하고자 한다고 가정한다. 이러한 조건에서 달성할 수 있는 성장률은 경영환경 변화에 따라 크게 영향을 받지 않고서 지속 가능한 성장의 상한을 보여준다. 동 가정을 사용한다는 점에서 본 연구에서 분석대상으로 삼는 자본성장률은 Higgins(1977, 1981)가 제시한 지속가능성장률(sustainable growth rate)로 간주될 수 있다.

다만, 본 연구의 분석은 다음과 같은 점에서 Higgins(1977, 1981)와 차이를 갖는다. 첫째, 자본성장률을 재무비율들로 분해함에 있어서 Higgins(1977, 1981)에서와 다른 구성항목들에 주목한다. 이러한 차이는 보험회사의 자본구조가 제조회사의 그것과 차별적이라는 점을 감안한 것이다. 예를 들어, 제조회사의 자본구조는 대출이나 채권발행을 통한 차입에 의존하는 반면, 보험회사의 자본구조는 적립된 보험준비금(reserve)을 보험금이 지급될 때까지 차입하는 형태이다. 본 연구는 이 같은 특수성을 고려하여, Ferrari(1968)가 사용한 보험회사 자본이익률 분해에 추가적인 자본변동 요인을 결합함으로써 자본성장률을 구성한다.

둘째, Higgins(1977, 1981)와 달리 성장률을 구성하는 재무비율들이 일정하게 유지된다는 가정을 사용하지 않는다. Higgins(1977, 1981)는 회사가 유상증자를 하지 않는다는 기본 가정과 더불어, 매출성장률을 구성하는 자산회전율과 매출이익률이 일정하게 유지되는 한편, 회사가 목표 부채비율과 목표 배당성향을 일정하게 유지한다는 가정을 사용한다. 이 같은 가정 하에서 제조회사의 매출, 자본, 자산의 성장률은 모두 같아지며, 동 수준이 바로 지속가능성장률이다. 따라서 Higgins(1977, 1981)의 지속가능성장률 산정에서의 핵심은 성장률을 재무비율들로 분해하는 것이 아니라, 각 구성항목에 대해 향후 지속적으로 유지될 수 있는 수준을 추정하는 것이라고 할 수 있다.

반면 본 연구에서는 자본성장률을 구성하는 재무비율들이 일정한 수준에서 유지된다고 가정할 필요가 없다. 자산관리서비스 확대 시 일정 기간 동안 기업가치에서 나타나는 변화에 관심을 두기 때문이다. 다만, 재무비율들이 일정하게 유지된다는

가정을 사용하여 산정한 자본성장률은 일종의 장기균형수준으로 간주될 수 있는 만큼, 자산관리서비스 확대에 초래되는 장기균형수준의 변화를 분석하고자 하는 경우 Higgins(1977, 1981)에서와 유사한 가정을 설정할 수 있다. 즉, 보험회사가 유상증자를 하지 않는다는 기본 가정에 더하여, 보험회사의 매출이익률과 투자이익률이 일정하게 유지되고, 보험회사가 목표 자본회전율, 목표 레버리지비율, 목표 배당성향을 일정하게 유지한다는 가정을 추가할 수 있겠다. 이 경우 재무항목별로 20개 분기 이동평균을 산정하여 지속가능 수준으로 사용한다.

## 2. 자산관리서비스 관련 가정

본 연구에서는 자산관리서비스를 광의로 해석하여 금융투자서비스에 국한되지 않고 보험서비스도 포괄하는 프로그램으로 간주한다. 실제로 자산관리서비스는 그 내용 면에서 스폰서가 위임받은 업무의 종류, 스폰서의 유형, 국가나 시기에 따라 큰 편차가 존재한다.

첫째, 스폰서가 고객으로부터 위임받은 권한의 범위에 따라 자산관리서비스에 자산보관업무, 수탁업무, 지급결제업무, 투자자문·일임업무 등이 포함될 수 있다. 둘째, 스폰서의 유형에 따라 자산관리서비스의 내용과 명칭이 다르게 사용되고 있는데, 유사한 프로그램이더라도 은행에서는 프라이빗뱅킹, 보험회사에서는 재무설계, 금융투자회사에서는 랩어카운트 서비스로 불린다. 셋째, 국가별로도 자산관리서비스 내용에 편차가 존재한다. 유럽에서는 보수적인 초부유층을 대상으로 고객의 자산을 안정적으로 유지하는 것을 목적으로 하는 자산가치보전형 서비스가 주를 이루고 있다. 반면 미국에서는 신 부유층을 대상으로 위험을 어느 정도 감수하면서 자산의 운용을 강조하는 자산가치증식형 서비스가 대부분이다. 한편 아시아에서는 기존의 금융서비스에 각종 부가서비스를 첨가하는 형태의 서비스가 주를 이루고 있다. 넷째, 시기별로도 자산관리서비스 내용에 편차가 존재한다. 자산관리서비스의 개념이 적극적으로 활용되기 시작한 초기에는 부유층 고객에 대한 투자자문서비스로 시작되었으나, 점차 다양한 금융투자, 보험, 은행 관련 서비스를 포괄하는 종합금융서

비스 형태로 진화되었다.

한편 고객과 스폰서가 합의하기만 하면 어떤 내용이든지 자산관리서비스에 포함될 수 있는 만큼, 다양한 재무목표와 생애국면을 포괄하는 프로그램이 자산관리서비스의 궁극적인 지향점이라고 할 수 있다. 예를 들어, 생애국면 차원에서는 준비국면, 축적국면, 소진국면을 포괄하는 프로그램이 요구된다. 또한 재무목표 차원에서는 기본생활보장, 평균생활유지, 생활수준개선이 동시에 추구될 수 있어야 한다. 즉 평균생활수준 유지 목표를 위해서는 금융투자 서비스가 중심이 되고, 생활수준개선 목표를 위해서는 고위험-고수익 투자가 포함되는 한편, 기본생활수준 보장 목표를 달성하려면 보험상품이나 연금의 활용이 요구된다.

〈표 1〉 자산관리 시 고려되는 복합적 재무목표

재무목표	기본생활보장	평균생활유지	생활수준개선
위험-수익	무위험-원금보장	저위험-저수익	고위험-고수익
투자대상	보험, 원금보장자산	시장포트폴리오	고수익자산
관리방식	위험전가	분산투자	위험추구
비교대상	물가상승률	시장수익률	절대수익률

자료: 진익(2009)

보험회사 관점에서도 복합적 자산관리서비스가 안정적인 수익원을 제공할 수 있는 만큼, 장기적으로 보험회사가 신탁업 겸영을 통해 자산관리서비스 업무를 확대하는 것이 바람직하다고 판단된다. 우선 신탁업은 전형적인 보수 기반 사업으로서 스폰서인 보험회사가 부담해야 하는 위험요인이 제한적이다. 또한 신탁업을 영위함에 따라 부담하게 될 위험요인은 보험업에 내재된 위험요인과 낮은 상관관계를 갖는다. 해외 금융선진국에서 보험회사들이 자산관리서비스 영업을 확대하는 것도 바로 이러한 점 때문이다. 따라서 수익원다각화를 원하는 보험회사라면 신탁업 겸영을 적극적으로 검토해 볼 필요가 있다.

요컨대, 본 연구는 자산관리서비스를 '복합적인 재무계획을 요구하는 고객을 대상으로, 고객별 특성을 반영하여 맞춤형 재무계획을 설계하고 위임받은 권한 범위 내에서 개별적인 재무계획을 달성하기 위해 요구되는 업무를 실행해 주는 서비스'라고 간주한다. 따라서 본 연구가 고려하는 분석대상은 자산가치증식을 목적으로 하는 금융투자 중심 프로그램과 더불어 자산가치보전을 목적으로 하는 보험 관련 프로그램도 포괄한다. 대표적인 예로서 단일 신탁계약에 은행상품, 금융투자상품과 더불어 보험상품까지 담을 수 있는 보험신탁을 염두에 두고 사업모형을 검토한다<sup>13)</sup>.

### 3. 분석모형

보험회사는 보험영업과 투자영업을 영위하여 영업이익을, 영업 외 기타 활동을 통해 영업외 이익을 창출하는 한편, 이 중 일부를 축적하는 과정에서 자본이 성장한다. 이러한 순환과정을 감안하여 자본 성장률( $g$ )을 초기자본( $E_0$ )에 대비한 자본변동( $\Delta E$ )의 비율로 산정한다. 즉 보험회사가 자본(순자산가치) 성장률을 극대화하려 한다고 가정하고 이를 목적함수로 설정한다.

$$\max g \equiv \Delta E/E_0$$

그런데 [부록 1]에서 제시한 바대로 자본성장률은 재무비율을 사용하여 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$g = [s(1-c_U) + ar_I - a(r_I - r_w)] [b(1+x) + y] \quad (1)$$

여기에서  $s$ 는 자본회전을,  $c_U$ 는 매출 대비 보험영업비용 비율,  $a$ 는 레버리지비율,

13) 보험신탁은 신탁계약을 통해 보험을 다른 금융상품들과 결합하는 프로그램으로서, 보험회사가 기존 보험영업에서 축적한 경험과 노하우를 활용함으로써 시너지를 달성하는 것이 가능하다. 보험신탁에 대한 자세한 논의는 한기정(2009), 진익(2009)를 참조한다.

$r_f$ 는 운용수익률,  $r_w$ 는 자회사 지분투자로부터의 수익률,  $w$ 는 전체 운용자산 중 자회사 지분투자 비중,  $b$ 는 유보율,  $x$ 는 영업이익 대비 영업외이익 비율,  $y$ 는 영업이익 대비 기타자본변동 비율을 나타낸다. 식(1)의 구체적인 도출과정은 [부록 1]을 참조하기 바란다.

요컨대, 보험회사의 자본성장률은 보험영업성과와 투자영업성과 뿐만 아니라 자회사 지분투자에 따른 기회비용, 영업외 성과, 기타자본변동 등에 의해서도 영향을 받는다.

#### 4. 분석내용

본 연구의 분석내용은 자산관리서비스 확대 유인, 사내겸영 선택 유인, 그리고 외부 네트워크 활용 유인을 확인하는 것이다.

첫째, 보험회사가 사내겸영 방식으로 금융투자 중심 프로그램을 제공하는 사업모형을 대상으로 하여, 국내 보험회사들이 자산관리서비스 관련 투자에 소극적인 이유를 확인해 보고자 한다. 금융투자 중심 프로그램의 경우 그 비용과 수익이 일반계정 항목에는 영향을 미치지 않고 특별계정 항목으로 처리된다. 우선 금융투자 중심 프로그램을 사내겸영을 통해 제공할 때 투자영업 관련 재무비율들에서는 변화가 발생하지 않는다고 가정할 수 있다 ( $da = dr_f = dc_1 = 0$ ).

다음으로 금융투자 중심 프로그램이 확대되더라도 환급금비용( $C_2$ )이나 보험금비용( $C_3$ )에서는 변화가 없는 가운데 자산관리 프로그램 운영비용이 사업비( $C_1$ )에 포함되므로, 식(1)에서 매출 대비 보험영업비용의 증가( $dc_2 > 0$ )를 매출 대비 사업비 비율(이하 “사업비율”)의 증가로 나타낼 수 있다 ( $dc_1 > 0$ ).

또한 금융투자 중심 프로그램으로부터 발생하는 수수료 수익은 일반계정의 영업이익에는 영향을 주지 않는 대신 영업외이익으로 계상되므로, 영업이익 대비 영업외이익 비율(이하 “영업외이익률”)의 증가를 기대할 수 있다 ( $dx > 0$ ).

이상과 같은 가정을 이용하면 보험회사가 사내겸영 방식으로 금융투자 중심 프로그램을 제공하는 사업모형에서 기업가치에 나타나는 변화는 다음과 같이 표현될 수

있다.

$$\frac{dg}{dx} = \left( b\pi - b^*s \frac{dc_1}{dx} \right) \quad (2)$$

여기에서 표현의 단순화를 위해 이익자본비율  $b^*$ 와 자본이익률  $\pi$ 를 사용하였으며, 각각  $b^* \equiv [b(1+x) + y]$ ,  $\pi = [s(1-c_U) + ar_I - a(r_I - r_w)w]$ 이다. 이하에서 국내 보험회사들의 자산관리서비스 확대 유인은 식(2)를 활용하여 분석한다.

위 관계를 해석함에 있어서 주의할 점은, 식(2)가 영업외이익률  $x$ 가 투입물이고 기업가치  $g$ 과 사업비율  $c_1$ 이 산출물인 함수관계를 설정하고 있지 않는다는 것이다. 본 연구에서 사용하는 재무비율들은 보험회사 재무제표 상의 항목들로 구성되는 만큼, 모든 재무비율들이 일정한 투입물(노동, 자본 등)을 사용하여 달성한 산출물로 간주될 수 있다. 따라서 식(2)는 보험회사가 자산관리 프로그램을 운영하기 위해 사용한 투입물  $\theta$ 에 대응하여 나타나는 긍정적 산출물 지표(수익 관련 재무비율) 대비 부정적 산출물 지표(비용 관련 재무비율)의 상대적 크기를 보여준다<sup>14)</sup>. 즉,

$$\frac{dc_1}{dx} \equiv \frac{dc_1}{d\theta} / \frac{dx}{d\theta}$$

이하의 논의에서는 엄밀성이 떨어지기는 하지만,  $dc_1/dx$ 를 단위 수익 증가 대비 비용 증가(이하 “한계비용”)로,  $dg/dx$ 를 단위 수익 증가 대비 기업가치 증가(이하 “한계가치”)로 해석하고자 한다.

둘째, 금융투자 중심 프로그램을 제공하는 사업모형을 대상으로 국내 보험회사들이 사내겸영을 통해 자산관리서비스를 영위하는 것이 장기적으로 적합한 전략인지 여부를 검토해 보고자 한다. 현재 보험회사들이 선택하고 있는 자산관리서비스를 사내겸영으로 영위하는 경영전략 하에서 기업가치에 미치는 영향은 식(2)와 같다.

이에 반하여 사외겸영의 경우에는 자산관리 프로그램 운영비용은 자회사 지분투자에 따른 기회비용으로 나타나는 반면, 그 수익은 기타자본변동으로 나타난다. 우

14) 식(2) 및 식(3)의 엄밀한 해석과 관련하여 의견을 주신 익명의 심사자께 감사드린다.

선 사외겸업을 통해 자산관리 프로그램 제공 시 보험영업 관련 재무비율들에서는 변화가 없다고 가정할 수 있다 ( $ds = dc_U = 0$ ).

다음으로 자산관리 프로그램 운영비용은 사업비용에 반영되는 대신, “자회사 지분 투자를 위해 다른 운용자산을 매각함에 따른 기회비용”이라는 관점에서 투자영업비용 증가로 나타난다고 볼 수 있다 ( $dc_I > 0$ )<sup>15)</sup>. 이는 추가적인 자본조달이 없다고 가정하고 있으므로, 기존에 보유하던 운용자산 일부를 처분함으로써 자회사 설립에 필요한 비용을 조달해야 하기 때문이다. 이때 투자영업이익 관련 여타 재무비율들과 운용수익률은 그대로 유지된다고 가정한다 ( $da = dr_I = 0$ ).

또한 자산관리 프로그램으로부터의 수익은 자회사의 이익으로 귀속되고 모회사인 보험회사에는 지분법 적용 투자주식의 평가이익을 통해 반영된다고 볼 수 있다. 그런데 지분법 적용 투자주식의 평가이익은 대차대조표 항목 중 기타포괄손익(OCI) 누계액에 포함되므로, 식(1)에서 영업이익 대비 기타자본변동 비율(이하 “기타자본변동비율”)의 증가로 나타난다 ( $dy > 0$ ).

이상과 같은 가정을 이용하면 보험회사가 사외겸업 방식으로 금융투자 중심 프로그램을 제공하는 사업모형에서 기업가치에 나타나는 변화는 다음과 같이 표현될 수 있다. 식(3)도 식(2)과 마찬가지로 보험회사가 자산관리 프로그램을 운영하기 위해 사용한 투입물  $\theta$ 에 대응하여 나타나는 긍정적 산출물 지표(수익 관련 재무비율) 대비 부정적 산출물 지표(비용 관련 재무비율)의 상대적 크기를 보여주는 것으로 간주한다.

$$\frac{dg}{dy} = \left( \pi - b^* a \frac{dc_I}{dy} \right) \quad (3)$$

한편 사외겸업 방식에서의 기업가치 변화를 보여주는 식(3)에서 사내겸업 방식에서의 기업가치 변화를 보여주는 식(2)를 차감하면, 두 방식의 상대적 효과를 비교하는 것이 가능하다. 각 방식에서 동일한 크기의 수익 관련 재무비율 증가를 기대한다는 조건 하에서 ( $dx = dy$ ), 한계비용(비용 관련 재무비율의 증가폭)이 보다 작은

15) 이와 관련하여 본 연구는 투자영업비용을  $c_I \equiv (r_I - r_w)w$ 로 정의한다. [부록 1]을 참조하기 바란다.

방식에서 한계가치(기업가치의 증가폭)가 높게 나타날 것으로 추론해 볼 수 있다.

$$\begin{aligned} \left( \frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx} \right) &= \pi(1-b) - b^* \left( a \frac{dc_1}{dx} - s \frac{dc_1}{dx} \right) \\ &= \pi(1-b) - \frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_f - r_w)A_w - C_1]}{dx} \end{aligned} \quad (4)$$

식(4)에서 각 재무비율의 정의에 따라 구성 항목을 대입하면 두 번째 등식이 성립하는데, 대문자 기호는 금액 기준의 재무항목을 나타내는 반면 소문자 기호는 두 개의 재무항목으로 구성된 재무비율을 의미한다. 예를 들어,  $C_1$ 은 금액기준 사업비를 보여주며  $s$ 는 사업비율(매출 대비 사업비 비율)을 보여준다. 이하에서 국내 보험회사가 사내경영 방식을 선택한 이유는 식(4)를 활용하여 분석한다.

셋째, 국내 보험회사들이 자산관리서비스 확대 시 외부 네트워크를 활용할 유인이 있는지에 대해 점검해 보고자 한다. 특히 보험회사가 자산관리서비스에 소요되는 한계비용을 최소화 하고자 할 경우 금융투자 중심 프로그램보다 보험신탁 프로그램이 유리할 수 있다는 점에 주목하여 보험신탁 도입 효과에 대해 분석한다. 보험신탁 프로그램에 소요되는 비용은 사업비에 포함되는 반면, 그 수익은 영업외수익에 포함되며, 투자영업과 관련하여 변화가 없는 것으로 가정할 수 있다는 점은 앞서와 동일하다. 그러나 금융투자 중심 프로그램에서 자본회전율이 일정하게 유지되는 것과 달리 보험신탁을 활용하면 자본회전율이 변하고, 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 미칠 수 있다. 따라서 국내 보험회사가 보험신탁을 활용할 유인은 자본회전율의 변화와 매출이익률의 변화에 따라 결정된다.

우선 자본회전율과 관련하여, 고객이 기존에 보유하던 보험계약을 위탁하는 경우에는 신규 수요가 창출되지 않으나, 보험회사가 보험신탁과 관련하여 자문서비스를 제공하는 과정에서 신규 수요를 창출할 가능성이 존재한다. 전자의 경우에는 자본회전율에 변화가 없지만, 후자의 경우에는 자본회전율이 상승할 수 있다.

다음으로 매출이익률과 관련하여, 보험신탁을 통해 신규 보험수요가 창출되면 추가적인 매출에 따라 사업비는 증가할 개연성이 높다. 다만 기존 보험수요의 신탁전환과 관련하여서는 판매채널의 변화를 예상해 볼 수 있는바, 각 채널의 효율성 차이



로 인하여 사업비가 감소할 가능성 또한 존재한다. 즉 사업비와 관련된 항은 회사별 판매채널의 활용 방식에 따라 그 방향이 결정된다고 볼 수 있다.

한편, 보험신탁의 도입은 환급금비용과 보험금비용에도 영향을 줄 것으로 예상된다. 한 가지 가능성은 보험신탁 활용에 따라 환급금비용과 보험금비용이 감소하는 것이다. 보험신탁 관리자는 위탁자가 부여한 재량권 범위 내에서 수익자의 이익을 극대화하고자 노력할 것인바, 고객의 상황에서 꼭 필요하고 고객에게 적합한 보험 계약만을 선택할 가능성이 높다. 따라서 보험신탁을 통해 보험계약을 체결하는 경우, 고객의 만족도가 증가하여 해약률이 하락하고 적절한 언더라이팅을 통해 사고율도 하락할 수 있다<sup>16)</sup>. 실제로 해외 금융선진국에서 자산관리서비스를 성공적으로 제공하고 있는 스폰서를 보면, 해약률과 사고율의 하락을 달성하고 이를 통해 경쟁력을 확보한 사례가 존재한다.

다른 가능성은 보험신탁 활용에 따라 환급금비용과 보험금비용이 증가하는 것이다. 보험신탁에서는 회사와 보험신탁 관리자 사이의 정보비대칭, 감시의 불완전성으로 인해 주인-대리인 문제가 발생할 수 있어, 보험회사가 판매채널에서 발생하는 행위에 대한 정보를 충분히 보유하지 못한 상태에서 보험신탁 관리자가 기회주의적으로 고객을 관리하는 경우 계약유지에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 보험금 및 환급금 측면에서도 판매채널별로 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타날 가능성이 높다.

요컨대, 보험신탁 프로그램 확대 시 기업가치에 미치는 영향의 부호와 크기는 시장상황, 각 채널의 효율성, 보험회사의 외부 네트워크 활용 가능성에 따라 다르게 나타날 수 있다. 이러한 점에 주목하여 본 연구는 판매채널 비중 변화가 재무성과에 미치는 영향을 분석함으로써 외부 네트워크를 활용할 유인을 확인하고자 한다.

16) 이러한 긍정적인 효과는 보험신탁 관리자가 고객의 이해만을 위해 합리적으로 행동할 때 달성될 수 있다. 그런데 현실에서는 보험신탁 관리자도 자신의 이해를 극대화시키기 위해 전략적으로 행동할 가능성이 존재하며, 이 경우 해약률이나 사고율은 오히려 증가하는 방향으로 나타날 수 있다.

## Ⅳ. 분석 결과

### 1. 자산관리서비스 확대 유인

#### 가. 정성분석

[부록 2]에서 자세하게 제시된 바와 같이, 식(2)를 조정하여 자산관리서비스 확대( $dx > 0$ )를 통해 기업가치가 제고( $dg > 0$ )될 조건을 확인할 수 있다. 본문의 식(2), [부록 1]의 식(7) 및 식(8)을 이용하면 해당 관계를 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\frac{dg}{dx} \geq 0 \Rightarrow \frac{dc_1}{dx} \leq \frac{\pi_U + \pi_I(a/s)}{(1+x) + (y/b)} \quad (5)$$

식(5)의 좌변은 자산관리서비스로부터 단위 수익을 창출하기 위해 소요되는 비용, 즉 한계비용으로 해석할 수 있다. 이 경우 식(5)는 기업가치가 상승하려면 자산관리서비스 제공에 따른 한계비용이 일정 수준 이하로 통제되어야 함을 보여준다. 반면, 한계비용이 큰 상황에서 자산관리서비스를 확대하면 오히려 기업가치가 하락한다.

식(5)에서 한계비용의 상한을 구성하는 항목을 나누어 살펴볼 수 있다. 우선 자산관리서비스 확대를 통해 기대할 수 있는 수익성 제고 차원에서 일부 항목의 해석이 가능하다. 매출규모 대비 자산규모 비율( $a/s$ )이 높을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 현 시점의 매출규모에 비해 축적된 자산규모가 큰 대형 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 시사한다. 또한 영업이익 대비 영업외이익 비율( $x$ )이 낮을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 수익원이 집중되어 있는 보험회사에서 수익원 다각화 차원에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 의미한다.

다음으로 자산관리서비스 확대에 수반되는 위험관리 차원에서 일부 항목의 해석이 가능하다. 매출이익률( $\pi_U$ )이나 투자이익률( $\pi_I$ )이 높을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 현재 초기 비용 부담 여력을 보유한 수익성 높은 보험회사에서 자산

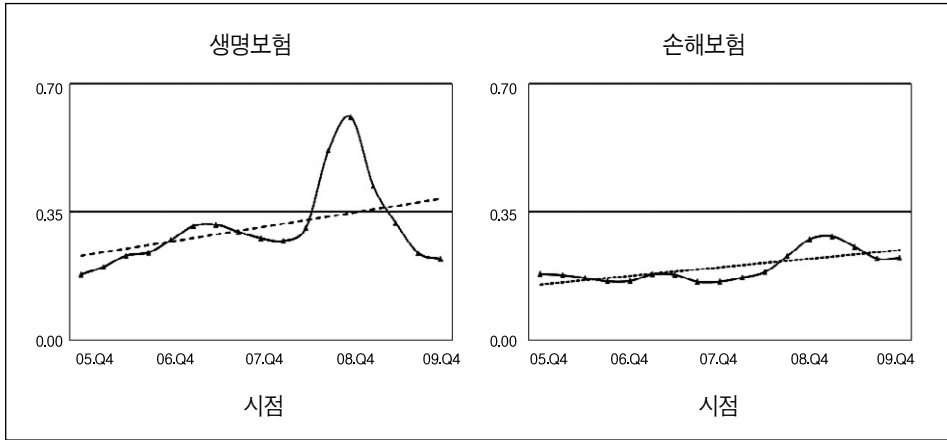
관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 시사한다. 더 나아가 이익잉여금 변동 대비 기타포괄손익 변동 비율( $y/b$ )이 낮을수록 한계비용 상한이 높아지는데, 이는 시장위험 노출이 확대되더라도 감당할 수 있는 보험회사에서 자산관리서비스를 확대할 유인이 보다 크게 나타남을 의미한다.

## 나. 정량분석

전술한 바와 같이 자산관리서비스가 확대되기 위해서는 자산관리서비스 확대에 따른 한계비용이 일정 수준 이하로 통제되어야 한다. 이에 따라 국내 보험회사들의 자산관리서비스 확대유인 변화를 살펴보기 위해 생명보험회사와 손해보험회사의 한계비용의 상한을 나타내는 식(5)의 우변 값의 추이를 살펴보고자 하였다.

국내 보험회사들의 자산관리 프로그램 제공 유인을 정량적으로 분석한 결과는 [부록3]에 제시하였으며, 그 결과를 그림으로 표현하면 <그림 1>과 같다. 국내 보험회사들의 경영성과를 바탕으로 그 추세를 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후 그 유인이 감소한 것을 제외하면 전반적으로 확대 유인이 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 특히, 생명보험의 확대유인이 손해보험 보다 크게 나타나고 있는데, 이는 앞선 정성분석에서 언급한 바와 같이 현시점의 매출규모 대비 자산규모 비율( $a/s$ )이 높아 한계비용 상한이 보다 높기 때문으로 보인다. 즉, 손해보험회사들에 비해 생명보험회사들의 축적된 자산 규모가 크기 때문에 자산관리 프로그램 제공 유인이 보다 크게 나타난 것이다.

〈그림 1〉 보험회사 자산관리 프로그램 제공 유인



주: 전사합계 실적을 기준으로 한계비용의 상한을 도출함.

## 2. 사내겸영 선택 유인

### 가. 정성분석

식(4)에서 우변의 첫 번째 항이 두 번째 항에 비해 큰 상황이면, 사외겸업 방식이 사내겸영 방식보다 기업가치 제고 관점에서 유리하다. 그런데 보험회사가 전문성을 보유하지 못한 금융투자 중심 프로그램을 시작하는 초기에는, 초기투자비용이 큰 자회사를 설립하더라도 큰 수익을 기대하기는 어렵다. 이는 사내겸영에 따른 비용( $C_1$ )이 크지 않은 것에 비해 지분투자에 따른 기회비용( $r_I - r_w$ )이 클 것임을 의미하며, 그 결과 식(4) 좌변 두 번째 항이 양(+ )의 부호를 갖고 값도 크게 나타날 가능성이 높다. 즉,

$$\frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_I - r_w)A_w - C_1]}{dz} > 0$$

반면 현재 생명보험회사들의 대부분이 비상장 상태로 높은 유보율을 유지하고 있

는 만큼, 식(4) 좌변의 첫 번째 항은 작은 값으로 나타날 가능성이 높다. 즉,

$$\pi(1-b) \approx 0$$

이러한 두 조건을 결합하여 판단해 보건데, 자산관리서비스로부터의 기대수익이 충분한 수준으로 성장하기 전까지는 사내겸영 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리하다. 즉,

$$\left( \frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx} \right) < 0$$

현재 모든 보험회사들이 사내겸영 방식을 채택하면서 자산관리서비스에 대한 투자를 보유하고 있는 것은 자산관리서비스에서 기대되는 수익이 불확실하다고 판단하기 때문으로, 현재의 경영환경에 비추어 볼 때 합리적 의사 결정이라고 볼 수 있다.

그런데, 향후에는 자산관리서비스에 관련된 경영환경이 상당한 변화를 겪을 것으로 예상된다. 무엇보다도 생명보험회사들이 상장을 준비하고 있는데, 상장 후 주주들의 배당요구가 점차 강해지면 유보율이 하락할 것으로 예상된다. 이는 식(4) 우변의 첫 번째 항이 보다 커질 것임을 의미한다. 즉,

$$\pi(1-b) > 0$$

또한 본격적인 투자를 통해 자산관리서비스로부터 안정적인 수익이 창출되기 시작하면, 규모 확대에 따른 운영비용 증가를 반영하여 사내겸영의 비용( $C_1$ )이 증가하는 반면 자회사 지분투자에 대한 기회비용( $r_f - r_w$ )은 감소할 것이다. 운용비용 차원에서 사내겸영 방식과 사외겸업 방식을 비교해 보자면, 어느 한 방식이 다른 방식에 비해 업무효율성에서 우월하다고 보기 어렵다. 다만 시장이 충분히 효율적이라면 두 방식의 비용이 유사한 수준으로 나타날 것으로 추론해 볼 수 있다. 이는 식(4) 우변 두 번째 항이 작은 값으로 나타날 것임을 의미한다. 즉,

$$\frac{b^*}{E_0} \frac{d[(r_f - r_w)A_w - C_1]}{dz} \approx 0$$

이러한 두 조건을 결합하여 판단해 보는데, 자산관리서비스로부터의 기대수익이 일정 수준으로 성장한 후에는 사외겸업 방식이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리하다. 즉,

$$\left( \frac{dg}{dy} - \frac{dg}{dx} \right) > 0$$

이로부터 보험회사들이 자산관리서비스에 대한 투자를 본격화 한 이후에는 사내겸업 방식을 유지하는 것은 바람직하지 못하다고 결론지을 수 있다.

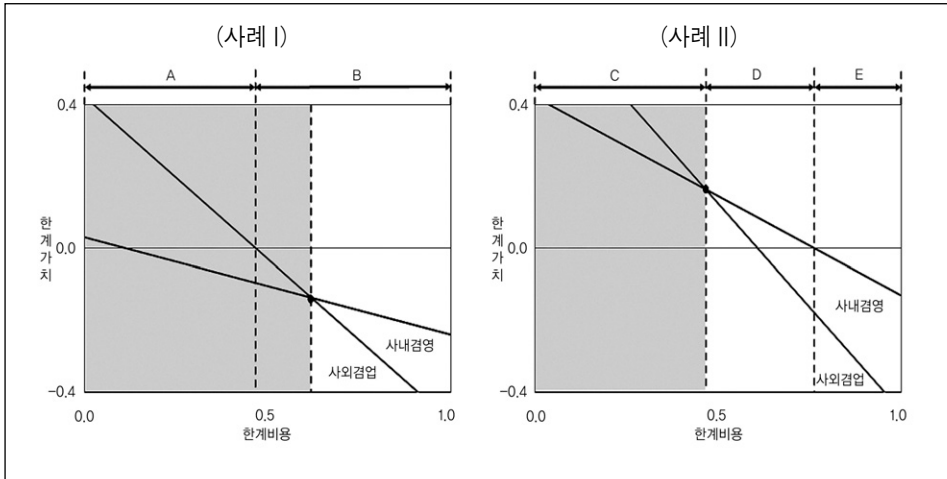
#### 나. 정량분석 : 분석결과 해석 방법

사외겸업 방식에서의 한계가치(수익 관련 재무비율의 단위 증가에 대응하는 기업가치의 증가)와 사내겸업 방식에서의 한계가치 차이를 나타내는 식(4)의 결과를 활용하면, 보험회사의 자산관리서비스 영위방식 선택 유인을 정량적으로 분석하는 것이 가능하다. <그림 2>에 제시된 예시를 사용하여 정량적 분석결과 해석 시 주목해야 할 시사점 몇 가지를 강조하자면 다음과 같다.

첫째, 수평축에 표시된 한계비용(수익 관련 재무비율의 단위 증가에 대응하는 비용 관련 재무비율의 증가)이 낮아지면 수직축에 표시된 한계가치가 높아지는 음(-)의 관계가 성립한다. 따라서 현재는 한계비용이 높아 자산관리 프로그램 확대 시 기업가치가 오히려 감소할 가능성이 높지만, 향후 한계비용이 충분히 낮아지면 자산관리 프로그램 확대를 통해 기업가치를 제고하는 것이 가능하다.

둘째, 직선 기울기(한계비용 감소에 대응한 한계가치 증가 정도)가 사내겸업에 비해 사외겸업에서 보다 가파른 것으로 나타났다. 이는 자산관리 프로그램 확대 시 한계비용이 일정수준 이하로 낮아지면 기업가치 제고 차원에서 사외겸업 방식이 사내겸업 방식에 비하여 유리해짐을 의미하는데, <그림 2>에서 음영으로 처리한 영역에서 그러한 조건이 충족된다.

〈그림 2〉 사내경영과 사외겸업 선택 예시



셋째, 두 직선이 교차하는 점에서의 한계비용이 높을수록, 경영환경이 변하여 향후 자산관리 프로그램 확대에 소요되는 한계비용이 하락할 때 사내경영에서 사외겸업으로 전환해야 할 시점이 빠르게 도래할 것으로 예상해 볼 수 있다.

넷째, 두 직선이 교차하는 점에서의 한계가치의 부호에 따라 보험회사의 사업모형 선택에 대한 시사점이 달라진다. 〈그림 2〉의 (사례 I)과 같이 교점에서의 한계가치가 음(-)인 경우, 자산관리 프로그램 확대에 기업가치가 제고될 수 있는 영역(구간 A)에서 사외겸업 시 한계가치가 사내경영 시 한계가치에 비해 항상 높게 유지됨을 확인할 수 있다. 이러한 조건에 직면한 보험회사는 사외겸업을 통해 자산관리 프로그램을 확대할 때에만 기업가치 제고를 기대할 수 있다.

반면 〈그림 2〉의 (사례 II)와 같이 교점에서의 한계가치가 양(+ )인 경우, 자산관리 프로그램 확대에 기업가치가 제고될 수 있는 영역이 사외겸업 시 한계가치가 보다 높게 나타나는 영역(구간 C)과 사내경영 시 한계가치가 보다 높게 나타나는 영역(구간 D)로 구분됨을 확인할 수 있다. 이러한 조건에 직면한 보험회사는 자산관리 프로그램 확대 초기에는 사내경영을 선택하였다가 한계비용이 충분히 하락한 이후에 사외겸업으로 전환하는 것이 기업가치 제고 관점에서 바람직하다.

### 다. 정량분석 : 회사별 분석결과

보험회사별로 재무상태가 다르기 때문에 사외겸업이 사내겸업에 비해 유리해지  
는 시점이 다를 것으로 추론해 볼 수 있다. 이러한 추론을 검증해 보기 위해 보험회  
사별로 사내겸업 선택 시 한계가치와 사외겸업 선택 시 한계가치를 산정한 후, 두  
방식에서의 효과를 일치시키는 한계비용과 한계가치, 즉 <그림 2>에서 두 직선이  
교차하는 점을 확인해 보았다. 즉 다음과 같은 세 단계를 거쳐 한계비용과 한계가치  
를 산정하였다. 우선 FY2009 3분기를 기준으로 최근 20개 분기(5개 년) 동안의  
재무비율들의 평균을 산정하고, 다음으로 해당 값을 이용하여 식(5)에서의 절편과  
기울기를 계산하였으며, 마지막으로 두 직선이 교차하는 점에서의 한계비용과 한계  
가치를 찾았다.

우선 <표 2>는 22개 생명보험회사들을 대상으로 분석한 결과를 네 그룹(대형사,  
L; 중소형사, O; 방카사, B; 외국사, F)으로 구분하여 보여준다. <표 2>에 제시된  
보험회사들 순서는 각 그룹별로 한계비용을 기준으로 정렬한 것이다. 동 분석 결과  
로부터 확인할 수 있는 시사점은 다음과 같다.

첫째, 대형사에서 한계비용이 다른 그룹에 속하는 보험회사들의 한계비용에 비  
해 낮은 것으로 나타났다. 이는 향후 경영환경이 변하여 자산관리 프로그램 확대 시  
소요되는 한계비용이 하락하더라도, 대형사가 사외겸업으로 전환하는 시점이 다른  
보험회사들에 비해 보다 늦을 것임을 의미한다.

둘째, 방카사와 외국사, 중소형사 그룹에 속한 4개 생명보험회사에서 한계비용이  
음(-)의 값으로 나타났다. 이는 해당 보험회사의 경우 사외겸업에 따른 기회비용이  
매우 커서, 향후에도 사외겸업이 사내겸업에 비해 유리해질 가능성이 거의 존재하  
지 않음을 의미한다. 이러한 보험회사는 장기적으로 자산관리 프로그램을 제공하더  
라도 사내겸업 방식을 유지하는 것이 합리적일 것이다. 특히 한계비용과 한계가치  
가 동시에 음(-)으로 나타난 보험회사는 자산관리서비스를 영위하지 않는 것이 바  
람직하다고 판단된다.

셋째, 11개 생명보험회사에서는 사내겸업 시 효과와 사내겸업 시 효과가 일치하  
는 점에서의 한계가치가 음(-)인 반면 다른 11개 생명보험회사에서는 양(+)  
인 것으로 나타났다. 전자에 속하는 보험회사(<그림 2>의 (사례 I))에서는 자산관리 프



로그래의 사내겸영을 통해서는 기업가치 제고를 기대하기 어려운 반면, 후자(〈그림 2〉의 (사례Ⅱ))에 속하는 보험회사들에서는 사내겸영 시에도 기업가치가 제고될 가능성이 존재한다.

〈표 2〉 사내겸영과 사외겸업 선택 유인(생명보험)

그룹	회사	한계비용	한계가치
대형사 (L)	L1	0.035	0.030
	L2	0.023	0.028
	L3	0.002	0.012
중소형사 (O)	O1	0.708	-0.020
	O2	0.503	-0.025
	O3	0.304	0.018
	O4	0.238	0.001
	O5	0.118	-0.008
	O6	0.064	0.009
	O7	-0.678	-0.117
방카사 (B)	B1	8.834	-0.143
	B2	3.036	-0.130
	B3	-13.249	-0.341
	B4	-95.308	-0.324
외국사 (F)	F1	0.779	-0.005
	F2	0.665	-0.011
	F3	0.523	0.000
	F4	0.202	0.029
	F5	0.174	0.015
	F6	0.085	-0.019
	F7	0.049	0.033
	F8	-1.336	5.093
전사합계		0.040	0.016

주: FY2009 3분기 기준으로 한계비용과 한계가치를 산정하고, 각 그룹 내에서 한계비용을 기준으로 정렬

한편 <표 3>은 17개 손해보험회사들을 대상으로 분석한 결과를 네 그룹(대형사, 중소기업사, 전업사, 외국사)으로 구분하여 보여준다. 전반적인 분석결과가 생명보험 회사들에서와 유사한 가운데, 다음 두 가지 사항이 특징적이다.

첫째, 중소기업사에서의 한계비용이 다른 그룹에 속하는 보험회사들의 한계비용에 비해 높은 것으로 나타났다. 즉 향후 경영환경이 변하여 자산관리 프로그램 확대 시 소요되는 한계비용이 하락할 때, 중소기업사가 사외겸업으로 전환하는 시점이 다른 보험회사들에 비해 상대적으로 빠를 것으로 보인다.

둘째, 15개 손해보험회사에서 사내겸영 시 효과와 사내겸업 시 효과가 일치하는 점에서의 한계가치가 음(-)인 것으로 나타났다. 이는 대부분의 손해보험회사들에서 자산관리 프로그램을 제공 시 사외겸업 방식을 선택하는 것이 기업가치 제고 관점에서 보다 유리함을 의미한다.

〈 표 3 〉 사내겸영과 사외겸업 선택 유인(손해보험)

그룹	회사	한계비용	한계가치
대형사 (L)	L1	1.477	-0.121
	L2	1.219	-0.114
	L3	0.678	-0.057
	L4	0.200	-0.007
중소형사 (O)	O1	6.657	-0.181
	O2	4.641	-0.727
	O3	3.274	-0.339
	O4	3.091	-1.814
	O5	0.247	-0.013
전업사 (S)	S1	1.203	-0.406
	S2	0.703	-0.290
	S3	0.032	0.010
	S4	-2.232	-0.171
외국사 (F)	F1	10.767	-0.903
	F2	-0.010	0.186
	F3	-0.200	-0.096
	F4	-0.808	-0.727
전사합계		0.683	-0.066

주: FY2009 3분기 기준으로 한계비용과 한계가치를 산정하고, 각 그룹 내에서 한계비용을 기준으로 정렬

### 3. 외부 네트워크 활용 유인

#### 가. 추정모형

앞서 기술한 바와 같이 금융투자 중심 프로그램의 경우 자본회전율이 일정하게 유지되는 것과는 달리 보험신탁을 활용할 경우 자본회전율과 더불어 매출이익률이 영향을 받게 된다. 보험신탁을 통해 신규 보험수요가 창출될 경우 사업비와 환급금 및 보험금 비용에 영향을 줄 수 있으며, 자산관리 프로그램 운영에 소요되는 비용의 크기가 판매채널에 따라 달라질 수 있기 때문이다.

이하에서는 판매채널별 비중 변화가 보험회사의 재무성과에 미치는 영향을 분석한다<sup>17)</sup>. 이를 위해 특정 판매채널을 통해 거수된 보험료의 비중 변화가 보험회사의 자본회전율, 매출이익률, 보험영업이익률에 미치는 영향을 판단하기 위한 실증분석을 수행하고, 이를 바탕으로 자산관리 프로그램 제공 시 외부 네트워크 활용 가능성에 대한 시사점을 도출한다.

보험신탁 도입 시 특정 채널의 집중적 활용에 따라 자본회전율과 매출이익률에 미칠 효과를 예측해 보기 위해, 수입보험료에서 채널별(설계사, 대리점, 방카슈랑스 채널 등) 비중, 매출이익률, 자본회전율, 영업이익률 변수 등을 이용하여 다음과 같은 모형을 설정하였다.

$$FR_{it} = \alpha + \beta X_{it} + Y_t + \mu_i + \epsilon_{it} \quad (6)$$

여기에서  $FR_{it}$ 는  $i$  보험회사의  $t$  시점의 재무비율로서 분석목적에 따라 자본회전율, 매출이익률, 영업이익률이 사용되었으며,  $X_{it}$ 는 개별회사의 특성을 나타내는 변수로는 회사별 부채에 자연로그를 취한 값, 부채 대비 수입보험료 비율, 전체 수입보험료 중 채널별 비중을 이용하였다. 한편,  $Y_t$ 는 시장변수로서 금리와 주가가 이용

17) 특히 자산관리서비스 영업 초기에는 기존 채널인 임직원, 설계사, 대리점, 방카슈랑스 중 하나를 통해 프로그램이 제공될 가능성이 높다는 점에 주목하여, 보험회사의 업무영역 확대 시 기존채널의 활용가능성을 검토하고자 한다.

되었다. 모형분석 시 이용된 자료는 최근 31개 분기(FY2002년 1분기에서 FY2009년 3분기) 동안의 것이다.

모형 추정시 설정된 관측 불가능한 개별회사의 특성을 반영하는 비관측 효과를 나타내는  $\mu_i$ 에 대한 가정에 따라 모형의 성격과 추정방법이 달라진다<sup>18)</sup>. 본 연구에서는 설정된 추정식에 대해 고정효과모형 또는 확률효과모형에 대한 선택을 위해 기술적인 방식으로 일반적으로 통용되는 Hausman 검정을 이용한다.

### 나. 추정결과 : 보험영업성과에 미치는 영향

동 분석에서는 Hausman 검정에서 귀무가설이 1% 유의수준에서 기각됨에 따라 고정효과모형을 선택하는 것이 보다 적절하다고 판단되어 고정효과모형의 결과를 제시한다. 초회보험료에서 판매채널별 비중 변화가 보험영업성과에 미치는 영향은 <표 4>에 제시되어 있으며, 동 분석결과로부터의 시사점은 다음과 같다.

첫째, 채널별 비중의 회귀계수 부호를 보면 설계사와 대리점의 경우 음(-)으로 나타난 반면 방카슈랑스의 경우 보험영업이익률 및 매출이익률에서 양(+)으로 나타났다. 이는 임직원 대비 설계사나 대리점의 비중이 증가할수록 영업이익률, 자본회전을, 매출이익률은 하락하게 됨을 의미한다. 반면, 임직원 대비 방카슈랑스의 비중이 증가할수록 보험영업이익률과 매출이익률이 증가함을 알 수 있다.

둘째, 채널별 비중의 회귀계수 크기를 비교해 볼 때 보험영업이익률 및 매출이익률에 미치는 긍정적 효과는 방카슈랑스, 대리점, 설계사 채널 순서임을 확인할 수 있다. 이로부터 자산관리 프로그램 확대 시 기존 판매채널 중에서는 방카슈랑스 채널을 활용하는 것이 보험회사의 기업가치 측면에서 보다 바람직하다고 판단된다.

18) 패널 자료 분석 시 본 효과가 다른 설명변수와 상관관계가 있다고 판단되는 경우 고정효과모형을 통해, 그렇지 않은 경우에는 확률효과 모형을 통해 비관측 효과를 다루게 된다. 분석하고자 하는 대상이 구조적인 성격을 가지고 있어 교란항에서도 구조적 성격이 존재한다는 것이 확실한 경우 고정효과모형에 의한 추정이 바람직하다. 즉, 회사 간 구조적인 차이가 존재하여 모형의 추정치에 차이를 가져오게 될 경우 고정효과모형을 선택하는 것이 올바르다. 그러나 회사별 차이에 관심이 있기보다 모집단 특성에 대한 추론이 주된 목적이고 분석대상에 구조적 성격이 존재한다는 것이 불확실할 경우 확률효과모형에 의한 추정이 바람직하다.

〈표 4〉 판매채널별 비중 변화가 보험영업성과에 미치는 영향(초회보험료 기준)

구분	보험영업이익률	자본회전율	매출이익률
부채규모	-0.0233 (0.2110)	1.4262* (0.2006)	-0.6547* (0.2163)
부채 대비 보험료	4.3439* (0.6978)	5.7062* (0.6633)	1.6542* (0.7152)
설계사	-1.0257* (0.2418)	-0.3207 (0.2299)	-0.8938* (0.2479)
대리점	-0.7561 (0.3766)	-2.0209* (0.3579)	-0.2303 (0.3859)
방카슈랑스	0.5410 (0.2835)	-0.3226 (0.2695)	1.0555* (0.2906)
금리	0.3340* (0.0635)	0.4192* (0.0603)	0.2108* (0.0650)
주가	-0.0009* (0.0001)	-0.0017* (0.0001)	-0.0006* (0.0001)
상수항	-0.3493 (1.4260)	-9.1480* (1.3554)	3.8668* (1.4615)

주: 1) 제시된 결과는 고정효과 모형에 의한 추정결과임.

2) 괄호 안의 값은 표준편차를 나타냄.

3) \* 는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

한편, 전체보험료에서 판매채널별 비중 변화가 보험영업성과에 미치는 영향은 〈표 5〉에 나타나 있는데, 동 분석결과는 초회보험료 대상 분석결과와 상당한 차이가 있음을 확인할 수 있다.

첫째, 채널별 비중의 부호를 보면 임직원 대비 설계사, 대리점 혹은 방카슈랑스의 비중이 증가할 때 재무비율이 전반적으로 상승하는 현상을 보이고 있다. 이는 초회보험료 대상 분석결과와 상당히 다른 것으로, 이러한 차이는 전체계약 유지에 소요되는 영업비용 감소효과가 신규계약 창출에 따른 비용 상승효과를 압도하기 때문에 나타난 것으로 보인다.

둘째, 채널별 비중의 회귀계수 크기를 살펴보면 보험영업이익률과 매출이익률에 미치는 긍정적 효과는 방카슈랑스, 대리점, 설계사 채널 순서임을 확인할 수 있다. 따라서 전체보험료 기준 분석결과에 비추어 볼 때에도 자산관리 프로그램 확대 시 방카슈랑스 채널을 활용하는 것이 보다 바람직하다고 볼 수 있다.

〈표 5〉 판매채널별 비중 변화가 보험영업성과에 미치는 영향(전체보험료 기준)

구분	보험영업이익률	자본회전율	매출이익률
부채규모	-0.6530* (0.2032)	1.2403* (0.2118)	-1.2859* (0.2141)
부채 대비 보험료	1.5860* (0.6742)	4.8061* (0.7028)	-1.0331 (0.7101)
설계사	3.8394* (0.6251)	2.8262* (0.6517)	3.0556* (0.6584)
대리점	3.9488* (1.2417)	-2.3411* (1.2945)	4.2764* (1.3080)
방카슈랑스	5.3645* (0.3396)	2.1155* (0.3540)	5.4443* (0.3577)
금리	0.2028* (0.0566)	0.4302* (0.0590)	0.0508 (0.0596)
주가	-0.0005* (0.0001)	-0.0017* (0.0001)	-0.0002 (0.0001)
상수항	2.5276* (1.3381)	-8.9130* (1.3950)	7.1613* (1.4095)

- 주: 1) 제시된 결과는 고정효과 모형에 의한 추정결과임.  
 2) 괄호 안의 값은 표준편차를 나타냄.  
 3) \* 는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

## V. 시사점

현재 국내 보험회사들은 자산관리서비스를 제공한다고 홍보하고 있으나, 정작 신탁업 인가를 받은 회사는 5개(삼성생명, 대한생명, 교보생명, 미래에셋생명, 흥국생명)에 불과하고 자산관리서비스 인프라에 대한 투자도 극히 미미한 수준이다. 또한 모든 보험회사들이 금융투자 중심 프로그램을 사내겸영 방식으로 제공하면서 보험회사 단독으로 자산관리서비스를 확대하려는 사업모형을 추구하고 있다. 그러나 이러한 사업모형은 해당 분야에서 보험회사들이 경쟁우위를 보유하고 있지 못하다는 점과 정작 보험회사들이 전문성을 갖춘 보험업무와 시너지를 기대하기 어렵다는 점에서 재고의 여지가 있다. 글로벌 보험회사들의 사례를 보더라도, 보험신탁을 포괄하는 복합금융 프로그램, 지주회사체제를 활용한 사외겸영, 독립자문인력 및 판매전문회사와 연계한 외부 네트워크가 널리 활용되고 있다.

본 연구는 국내 보험회사들이 자산관리서비스 확대 시 고려해 볼 수 있는 경영전략을 도출하고자 자산관리서비스 확대 유인, 사내겸영과 사외겸영 선택 유인, 외부 네트워크 활용 유인을 분석하였다. 이때 보험회사가 집중해야 할 핵심서비스로서 기존 금융투자 중심 프로그램과 별도로 보험신탁 프로그램을 상징하고 해당 프로그램 확대가 기업가치에 미칠 영향을 검토하였다.

우선, 현 시점의 매출규모에 비해 축적된 자산규모가 큰 대형 보험회사, 수익원이 집중되어 있는 보험회사, 초기 비용 부담 여력을 보유한 수익성 높은 보험회사, 시장위험 노출이 확대되더라도 감당할 수 있는 보험회사일수록 자산관리서비스로 업무범위를 확대할 유인이 클 것으로 보인다. 업계수준 집계치를 사용한 분석 결과에 따르면, 보험회사의 자산관리서비스 확대 유인은 상승하는 추세에 있으며 손해보험 보다는 생명보험에서 그 유인이 큰 것으로 나타났다.

다음으로, 현재 모든 보험회사들이 사내겸영 방식을 채택하면서 자산관리서비스에 대한 투자를 보류하고 있는 것은 자산관리서비스에서 기대되는 수익이 불확실한 경영환경에 비추어 볼 때 합리적 선택이다. 그러나 보험회사들이 상장되고 자산관리서비스에 대한 투자를 본격화 한 이후에까지 사내겸영 방식을 유지하는 것은 바람직하지 못하다. 이때 보험회사별로 재무상태가 다른 점을 반영하여 사외겸영으로



전환해야 할 시점도 다르게 나타났는데, 대형사의 경우에는 조만간 사외겸업으로 전환하는 것이 바람직한 반면 일부 방카사·외국사·중소형사들은 사내겸업을 장기적으로 유지하는 것이 유리할 것으로 보인다.

한편 보험회사가 보험신탁 활용 시 자본회전율과 매출이익률에서 나타날 영향의 방향과 크기는 판매채널별 효율성과 보험회사의 채널관리능력에 따라 달라진다. 따라서 판매채널별 비중 변화가 재무성과에 미치는 영향을 분석함으로써 외부 네트워크 활용 유인에 대한 시사점을 도출하였는데 그 내용은 다음과 같다.

첫째, 보험신탁 활용 시 신규매출 발생하더라도 적절한 판매채널을 선택할 경우 사업비를 절감할 수 있다. 둘째, 보험영업이익률이나 매출이익률 측면에서는 방카슈랑스 중심의 외부 네트워크를 활용하는 것이 보다 유리하다<sup>19)</sup>. 이는 방카슈랑스 비중이 증가할 때 사업비 감소효과가 큰 반면 다른 비용(보험금과 환급금 합계) 증가효과가 작기 때문이다<sup>20)</sup>. 셋째, 충분한 자본력을 보유하여 인지도가 높고 고객만족도를 제고할 수 있는 판매전문회사를 활용하는 한편, 업무절차 표준화와 자동화를 통해 외부 네트워크를 구축하면 맞춤형 프로그램 제공에 소요되는 비용을 절감할 수 있다.

이와 같은 분석결과를 해석함에 있어서 고려해야 할 점은, 자산관리 프로그램의 목표고객에 따라 외부 네트워크 내 판매채널별 비중을 달리할 필요가 있다는 것이다. 예를 들어, 보험회사가 현재와 같이 표준형 금융상품 중심 프로그램에 주목한다면 기존의 설계사나 대리점 채널의 비중이 커질 수 있겠지만, 고부가가치 맞춤형 프로그램 확대 시에는 충분한 자본력과 자문능력을 갖춘 별도의 판매전문회사를 설립하는 것이 보다 유리할 것이다. 또한 자산관리서비스 목표고객을 부유고객과 일반

19) 다만, 이러한 결과는 각 채널별로 취급하고 있는 상품특성에서 기인할 수 있으므로 판매채널 전략 수립 시 상품별 채널효율성을 고려할 필요성도 존재한다.

20) 초회보험료를 사용한 분석에서는 채널별 비중이 증가함에 따라 다른 비용(보험금과 환급금 합계)이 증가하는 가운데 방카슈랑스 비중 증가에 따른 효과가 가장 작은 반면, 전체 보험료를 사용한 분석에서는 채널별 비중이 증가함에 따라 다른 비용(보험금과 환급금 합계)이 감소하는 가운데 방카슈랑스 비중 증가에 따른 효과가 가장 크게 나타났다.

고객으로 구분하고, 각 목표고객에 대한 별도의 자산관리 프로그램을 운영하는 한편, 각 프로그램별로 판매채널을 조합하는 경영전략을 검토해 볼 수 있겠다<sup>21)</sup>.

---

21) 목표고객에 따라 자산관리 프로그램의 특성과 시장환경이 다를 것으로 예상되는바, 보험회사별로 규모와 상대적 경쟁력을 감안하여 특정 목표고객에 특화하는 것도 가능하다. 이 경우 각 목표고객에 대해 기존 채널들 중 어떤 것이 보다 효율적일지 분석하고 이로부터 경영전략에 대한 시사점을 도출하는 것도 흥미로운 연구 주제라고 생각한다. 다만 이에 대한 본격적인 분석은 상당히 다른 각도에서의 분석모형 수립을 요구하는바, 본 연구에서 수용하지 못하고 본격적인 분석을 추후과제로 남긴다.

## 참고 문헌

- 권영준, 「생명보험산업의 규모와 범위의 경제성에 관한 실증분석」, 『보험학회지』, 제43집, 한국보험학회, 1994.
- 금융감독원, '09년 상반기 신탁회사 영업실적 분석, 보도자료, 2009.
- 금융위원회, 자본시장 통합법상 정보교류 차단장치 운영방안, 보도자료, 2009.
- 김자봉, 「해의 겸업화 사례와 시사점」, 『주간금융브리프』, 제17권 23호, 금융연구원, 2008.
- 나동민, 「생명보험산업의 효율성분석과 업무개선방안에 관한 연구」, 『한국개발연구』, 제17권 제1호, 한국개발연구원, 1995.
- 석승훈, 「독립대리점제 도입의 보험시장에의 영향」, 『보험개발연구』, 20호, 1997.
- 안철경 · 기승도, 「겸업화 특성 및 채널 적합성 분석을 통한 보험회사의 채널전략」, 『보험학회지』, 제79집, 2008.
- 안철경 · 변혜원 · 권오경, 『금융상품판매전문회사의 도입이 보험회사에 미치는 영향』, 보험연구원 정책보고서 2009-5, 2010.
- 이봉주 · 이순재 · 정세창, 「방카슈랑스 도입이 금융겸업화 효율성에 미치는 영향」, 『경영학연구』, 제33권 제2호, 2004, pp. 449~472.
- 정세창 · 안철경, 「채널선호 원인 분석을 통한 보험판매채널 전략」, 『보험개발연구』, 제14권 제3호, 2003.
- 진익, 『자산관리서비스 활성화 방안』, 경영보고서 2009-2, 보험연구원, 2009.
- 진익 · 김동겸, 『보험회사 자산관리서비스 사업모형 검토』, 연구보고서 2010-, 보험연구원, 2010.
- 한국은행, 금융지주회사의 도입효과 분석과 발전방향, 한국은행 조사통계월보, 2008.9.
- 한기정, 「생명보험신탁의 법적 문제에 관한 고찰」, 『보험금융연구』, 제20권 제2호, 2009.
- Berger A., Cummins, D., Weiss, M., "The Coexistence of Multiple Distribution System for Financial Services: The Case of Property Liability Insurance", Mimeo, Wharton Financial Institutions Centers, University of Pennsylvania, 1995.
- Capgemini & Merrill Lynch, *World Wealth Report 2009*. 2009.
- Dumm, R., Hoyt, R., "Insurance Distribution Channels: Markets in transition", Mimeo, 2002.

- Eckardt, Rathke-Doppner, "The Quality of Insurance Intermediary Services - Empirical Evidence for Germany", Mimeo, 2008.
- Ferrari, J. R., "The Relationship of Underwriting, Investment, Leverage, and Exposure to Total Return on Owners' Equity", *Proceedings of Casualty Actuarial Society LV*, 1968, pp. 295~302.
- Fields J. and Murphy N., "An analysis of efficiency in the delivery of financial services: The case of life insurance agencies", *Journal of Financial Services Research*, 2(4), 1989, pp. 343~356.
- Higgins, R. C., "How Much Growth Can a Firm Afford?", *Financial Management*, 6(3), 1977, pp. 7~16.
- \_\_\_\_\_, "Sustainable Growth Under Inflation", *Financial Management*, 1981.
- Kellner S. and Mathewson F., "Entry, Size Distribution, Scale and Scope Economies in the Life Insurance Industry", *Journal of Business*, 56(1), 1983.
- Kroszner, R. S. and Rajan, R. G., "The Role of Firewalls in Universal Banks: Evidence from Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act", University of Chicago, 1994.
- OECD, OECD Health Data 2009, 2009.
- Suret J., "Scale and Scope Economies in the Canadian Property and Casualty Insurance Industry", *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 16(2), 1991, pp. 236~256.
- Teyssier, R., "Economies of Scale and Economies of Diversification in Insurance Business: Some Elements of Valuation", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 16(60), 1991, pp. 327~338.
- Zweifel, P., Ghermi, P., "Exclusive vs. Independent Agencies: A comparison of Performance", *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, 15(2), 1990, pp. 171~192.

## Abstract

In spite of its great importance and growth potential, wealth management service in Korea has been supplied insufficiently. In particular, domestic insurance companies have not actively participated in its market due to unsatisfactory development of adequate business models and unfavorable regulations compared to the financial institutions in different financial sectors. Currently, they are seeking for a business model incorporated with the service, in which they themselves provide a financial investment program. However, this business model would be quite different from those of global insurance companies, actively operating with wealth management services.

In this study, therefore, we suggest it is necessary to understand asset management services as a broad concept over financial investment services. We propose insurance trust programs as services to ensure the competitiveness of insurance companies, and analyze the strategies of insurance companies to offer them effectively. The main results are: the incentives of insurance companies to expand wealth management services are increasing. They are more likely to choose a in-house model at the initial stage with high marginal costs. An arm's length affiliate model, however, is more beneficial if marginal costs are low by building infrastructure. Moreover, they are induced to utilize external network connected with solicits, agency, and bancassurance channel, providing insurance trust programs.

※ Key words: conflict of interests, insurance trust, sustainable growth, wealth management program

【부 록 1】 자본성장률과 재무비율 관계

자본 성장률은 아래와 같이 자본의 변화에 영향을 미치는 여러 항목으로 구분하여 표현될 수 있다.

$$g \equiv \frac{\Delta E}{E_0} = \left( \frac{S}{E_0} \times \frac{\Pi_U}{S} + \frac{A_0}{E_0} \times \frac{\Pi_I}{A_0} \right) \times \frac{\Delta E}{\Pi_0}$$

$$= \left[ \frac{S}{E_0} \times \left( \frac{R_U - C_U}{S} \right) + \frac{A_0}{E_0} \times \left( \frac{R_I - C_I}{A_0} \right) \right] \times \frac{\Delta E}{\Pi_0}$$

여기에서  $E_0$ 는 초기자본,  $S$ 는 매출,  $\Pi_U$ 는 보험영업이익,  $\Pi_I$ 는 투자영업이익,  $\Pi_0$ ( $\equiv \Pi_U + \Pi_I$ )는 영업이익,  $R_U$ 는 보험영업수익,  $C_U$ 는 보험영업비용,  $R_I$ 는 투자영업수익,  $C_I$ 는 투자영업비용, 그리고  $\Delta E$ 는 자본변동을 나타낸다.

이 관계의 각 구성항목에 대해 차례로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 자본 성장률이 보험영업 관련 자본이익률( $ROE_U$ ), 투자영업 관련 자본이익률( $ROE_I$ ), 이익자본 변동비율( $DER$ )로 구분된다. 즉,

$$g \equiv (ROE_U + ROE_I) \times DER \tag{1}$$

둘째, 보험영업 관련 자본이익률( $ROE_U$ )이 자본회전율( $s \equiv SE_0$ )과 매출이익률( $\pi_U \equiv \Pi_U/S$ )로 구분된다. 즉,

$$ROE_U = s \times \pi_U \tag{2}$$

이와 유사하게 투자영업 관련 자본이익률( $ROE_I$ )도 레버리지비율( $a \equiv A_0/E_0$ )과 투자이익률( $\pi_I \equiv \Pi_I/A_0$ )로 구분된다. 즉,

$$ROE_I = a \times \pi_I \tag{3}$$

셋째, 자본변동이 이익잉여금 변동( $\Delta E_1$ )과 기타 변동( $\Delta E_2$ )으로, 이익잉여금 변동은 다시 영업 손익 부분( $\Delta E_0$ )과 영업외 손익 부분( $\Delta E_E$ )으로 구분된다. 즉,

$$\Delta E = \Delta E_0 + \Delta E_E + \Delta E_2$$

이 관계를 사용하여 이익자본변동비율(DER)을 세부항목으로 구분하여 표현하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \frac{\Delta E}{\Pi_0} &= \frac{\Delta E_0}{\Pi_0} + \frac{\Delta E_E}{\Pi_0} + \frac{\Delta E_2}{\Pi_0} \\ &= b(1+x) + y \end{aligned} \tag{4}$$

여기에서  $b$ 는 유보율,  $x$ 는 영업이익 대비 영업외이익 비율( $\Pi_E/\Pi_0$ ),  $y$ 는 영업이익 대비 기타자본변동 비율( $\Delta E_2/\Pi_0$ )이다. 이 때 유보율은 영업수익이나 영업외수익에 대해 동일하다고 볼 수 있으므로, 다음 관계를 가정한다.

$$b = \frac{\Delta E_0}{\Pi_0} + \frac{\Delta E_E}{\Pi_E}$$

넷째, 식(1)~(4)를 결합하여 재무비율을 통해 자본성장률을 표현하면 다음과 같다.

$$g = (s\pi_U + a\pi_I) [b(1+x) + y] \tag{5}$$

그리고 각 이익이 수익에서 비용을 차감하여 산정되는 만큼, 식(5)는 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$g = [s(r_U - c_U) + a(r_I - c_I)] [b(1+x) + y] \tag{6}$$

이때  $r_U$ 는 매출 대비 보험영업수익 비율( $R_U/S$ ),  $c_U$ 는 매출 대비 보험영업비용 비

율( $C_U/S$ ),  $r_I$ 는 자산 대비 투자영업수익 비율( $R_I/A_0$ ),  $c_I$ 는 자산 대비 투자영업비용 비율( $C_I/A_0$ )이다.

다섯째, 각 수익과 비용을 세부항목으로 표현할 수 있다. 매출이 곧 보험영업수익이며, 보험영업비용은 사업비( $C_1$ ), 환급금비용( $C_2$ ), 보험금비용( $C_3$ ), 기타비용( $C_4$ )으로 구성되는 만큼, 다음과 같은 표현이 성립한다.

$$c_U = \sum_{i=1}^4 c_i$$

$$\pi_U \equiv (1 - c_U) \tag{7}$$

한편 보유자산 중 일부를 매도하여 마련한 재원으로 자산관리서비스 자회사의 지분을 매입한다고 가정한다. 이에 따라 투자영업수익은 운용수익률( $r_I$ )로 표현하고, 투자영업비용은 운용수익률( $r_I$ )과 자회사 지분 수익률( $r_w$ )의 차이에 그 투자 비중( $w \equiv A_w/A_0$ )의 곱한 값으로 표현한다. 이는 자회사 지분 투자를 위해 다른 운용자산을 매각함에 따른 기회비용을 투자영업비용이라고 간주함을 의미한다.

$$c_I = (r_I - r_w)w$$

$$\pi_I \equiv (r_I - c_I) \tag{8}$$

이제 식(7)과 식(8)을 식(6)에 반영하면 보험회사 자본 성장률은 다음과 같이 표현된다.

$$g = [s(1 - c_U) + ar_I - a(r_I - r_w)w][b(1 + x) + y] \tag{9}$$



【부 록 2】 식(5) 도출과정

본문 식(5)에서 보이하고자 하는 관계는 아래와 같다.

$$\frac{dc_I}{dx} \leq \frac{b\pi}{b^*s} \quad (\text{가})$$

우선, 본문 식(2)에서  $b^* \equiv [b(1+x) + y]$ ,  $\pi = [s(1-c_U) + ar_I - a(r_I - r_w)]w$ 로 설정하였는바, 이를 대입하면 식(가) 우변은 아래와 같이 표현될 수 있다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{b[s(1-c_U) + ar_I - a(r_I - r_w)]w}{[b(1+x) + y]s} \quad (\text{나})$$

다음으로, 【부록 1】의 식(8)에서 표현되어 있듯이 투자영업비용을 “자회사 지분 투자를 위해 다른 운용자산을 매각함에 따른 기회비용”라고 간주하여  $c_I \equiv (r_I - r_w)w$ 로 정의하였는바, 이를 식(나)의 분자에 대입하여 정리하면 다음과 같다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{b[s(1-c_U) + a(r_I - c_I)]}{[b(1+x) + y]s} \quad (\text{다})$$

또한 【부록 1】의 식(7)에서 정의하였듯이, 매출이 곧 보험영업수익인바  $\pi_U \equiv (1 - c_U)$ 가 성립하고, 투자영업이익을 투자영업수익과 투자영업비용의 차이인  $\pi_I = r_I - c_I$ 로 설정하였으므로, 이들을 식(다)의 분자에 대입하면 아래와 같다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{b[s\pi_U + a\pi_I]}{[b(1+x) + y]s} \quad (\text{라})$$

다음으로, 식(라) 우변의 분모와 분자를  $b$ 로 나누면 아래와 같다.

$$\frac{b\pi}{b^*s} = \frac{(s\pi_U + a\pi_I)}{[(1+x) + (y/b)]s} \quad (\text{마})$$

끝으로, 식(마) 우변의 분모와 분자를  $s$ 로 나누면 식(5)가 도출된다.

$$\frac{b\pi}{b*s} = \frac{\pi_U + (a/s)\pi_I}{(1+x) + (y/b)}$$

### 【부 록 3】 자산관리 프로그램 확대유인

생명보험과 손해보험의 각 시점별 확대 유인은 아래 <표 6>과 같다. 22개 생명보험회사의 합계치를, 18개 손해보험회사의 합계치를 각각 사용하였다. 각 시점에서 본문 식(5)을 구성하는 재무비율들을 산정한 후, 최근 20개 분기(5개 년)의 평균을 이용하여 해당 시점의 자산관리 프로그램 확대유인을 계산하였다.

〈표 6〉 자산관리서비스 확대유인

시점	생명보험	손해보험
FY05. Q1	0.289	0.235
FY05. Q2	0.311	0.195
FY05. Q3	0.179	0.180
FY05. Q4	0.199	0.177
FY06. Q1	0.230	0.169
FY06. Q2	0.239	0.160
FY06. Q3	0.273	0.161
FY06. Q4	0.311	0.179
FY07. Q1	0.315	0.178
FY07. Q2	0.295	0.159
FY07. Q3	0.278	0.159
FY07. Q4	0.271	0.170
FY08. Q1	0.306	0.186
FY08. Q2	0.518	0.229
FY08. Q3	0.610	0.275
FY08. Q4	0.420	0.282
FY09. Q1	0.320	0.254
FY09. Q2	0.237	0.222
FY09. Q3	0.221	0.224