

국내생보사의 상호회사적 성격 논란에 대한
재무론적 고찰

이건호(KDI)

위경우(숙명여대)

전상경(한양대)

2006년 4월

<요약>

국내 생보사는 주식회사라는 법적 실체에도 불구하고 유배당보험의 보험계약자가 실질적으로는 주주와 동일한 역할을 수행하였기 때문에 회사의 경제적 실체(economic identity)는 상호회사가 아닌가 하는 논란이 계속되고 있다. 본고는 보험계약의 당사자에게 귀속되는 현금흐름을 구체적으로 모형화함으로써 유배당보험을 판매한 생보사의 주주 및 계약자의 권리와 의무를 비교하고, 이를 토대로 유배당보험을 판매한 생보사의 성격을 분석하였다. 본고의 분석에 의하면, 주식회사 유배당상품의 보험계약자가 실질적으로 주주의 역할을 수행하였다는 주장은 그 타당성이 미약한 것으로 분석되었다. 또한 과거 일부 국내 생보사의 자산재평가차익 중 계약자몫을 내부유보한 것은 주주가 자본을 출연한 것과 동일한 효과를 가져오지는 않는 것으로 분석되었다.

I. 논의의 배경

우리나라의 상법은 회사의 종류를 합명회사, 합자회사, 주식회사와 유한회사의 4종으로 한정하여 상호회사를 인정하지 않고 있다. 보험업법은 국내법 중 유일하게 상호회사를 정의하고 있지만, 동법의 적용대상인 국내 보험회사는 모두 주식회사이다.¹⁾ 따라서 국내에는 법적으로 상호회사가 존재하지 않는다. 이러한 현실에도 불구하고 주식회사인 국내 생보사들이 설립이후 상당기간동안 유배당상품만을 판매하였기 때문에 이들이 사실상 상호회사와 동일하다는, 이른바 “상호회사적 성격”에 대한 주장이 되풀이 제기되고 있다. 하지만 주식회사와 상호회사가 공존하는 외국의 사례를 고려할 때 단순히 유배당상품의 판매만을 이유로 국내 생보사가 사실상 상호회사였다고 주장하는 것은 논리의 비약이라고 할 수 밖에 없을 것이다.²⁾

국내 생보사의 경우 상호회사적 성격의 주장이 되풀이되는 것은 “주식회사라는 법적 실체(legal identity)에도 불구하고 유배당보험 계약자가 실질적으로는 주주와 동일한 역할, 즉 상호회사 사원과 유사한 역할을 수행하였기 때문에 회사의 경제적 실체(economic identity)는 상호회사였다”는 논리에 기반을 두고 있다.³⁾ 즉 첫째, 유배당보험 계약자는 주주와 보험이익을 공유하고 또한 동일한 리스크를 부담하였으며, 둘째, 자산재평가차익을 보험계약자에게 배분한 사례는 곧 정부가 보험계약자와 주주의 동등성을 인정한 것이며, 셋째, 자산재평가차익의 일부를 자본계정으로 계리하여 회사내부에 유보하였기 때문에 실질적으로 보험계약자가 자본을 출연한 것과 동일한 효과를 가져왔다는 것이다.⁴⁾ 따라서 국내 생보사의 경우 “법적으로 주식회사였다”는 것보다 “경제적으로 상호회사였다”는 점이 더 중요하다는 것이다.

그러나 이러한 주장이 얼마나 타당성을 지니는가를 검토하기 위해서는 주식회사 형태의 생보사에서 유배당보험 계약자와 주주에게 분배되는 현금

1) 보험업법은 상호회사를 “보험업을 영위할 목적으로 설립된 보험계약자를 사원으로 하는 회사”라고 규정하고 있다.

2) 미국이나 캐나다를 예로 들더라도 주식회사와 상호회사가 모두 유배당보험을 판매하고 있다. 일례로 캐나다 생보사인 London Life Insurance는 주식회사인데 자국에서 최대의 유배당 생보상품 자산규모를 유지하고 있다.

3) 국내 생보사의 상호회사적 성격을 주장하는 사람들은 “국내 유배당보험 계약자의 권리와 의무가 상호회사와 동일 혹은 유사하였다”라는 측면과 “국내 유배당보험 보험계약자의 권리와 의무가 주주와 사실상 동일하였다”는 두 가지 측면의 논리를 모두 내세우고 있다. 그러나 전자의 경우 유배당보험계약 자체의 경제적 실체가 그 계약의 일방이 되는 보험회사의 법적형태에 따라 달라지지 않는다는 것을 의미할 뿐 보험회사의 경제적 실체를 규정하는 논리로 타당성을 가지기 어렵다. 따라서 상호회사적 성격의 규명을 위해서는 본고에서와 같이 보험계약자와 주주의 권리 및 의무를 비교하는 것이 보다 중요한 의미를 가진다.

4) 이동걸(2005-a), 이동걸(2006), 참여연대(2003), 한국금융연구원(1999-a) 및 한국금융연구원(1999-b)

흐름에 대한 이론적 분석이 선행되어야 할 것이다. 국내 문헌에서는 주식회사형 생보사가 판매한 유배당상품에 대해 법규적 관점이나 경영행태적 관점에서 많은 논의가 있었지만, 그에 관한 재무론적 분석은 미약한 실정이다. 본고는 이러한 문헌적 공백을 보충하기 위한 시도로서, 유배당보험계약의 당사자에게 귀속되는 현금흐름을 모형화하고, 분석함으로써 국내 생보사의 상호회사적 성격을 둘러싼 논란에 대해 그 시사점을 도출하고자 한다.

국내 생보사의 유배당상품에 관한 국내문헌을 살펴보면, 박세민(2000)은 생보사 기업공개와 상장차익귀속에 대한 법적 고찰을 수행하였고, 김정동(2004)은 금융감독원이 정한 투자유가증권 처분손익 및 평가손익의 배분에 관한 규정을 분석하여 정책적 시사점을 제공하고 있다. 또한 지홍민(2002), 류근옥(2003, 2004), 오창수(2005)는 유배당보험의 가치평가 모형을 개발하고 그 시사점을 도출하고 있다. 하지만, 이들 연구들은 국내 생보사의 상호회사적 성격에 대한 논란과는 직접적 관련성이 미약하다.

해외문헌 중 본고와 연관성 있는 연구로는 재무론적 관점에서 보험사의 조직형태나 유배당상품의 의미를 분석한 연구들을 들 수 있다. 이들 연구들은 주로 보험사가 어떤 유인에 의해 상호회사, 혹은 주식회사라는 조직형태를 선택하게 되는가 하는 점에 주의를 기울이고 있다.⁵⁾ 먼저 대리인비용 이론에 기초한 연구로는 Fama and Jensen(1983a, 1983b), Mayers and Smith(1981, 1986, 1988, 1990, 1994), 그리고 Krishnaswami and Pottier(2001)의 연구를 들 수 있다. Fama and Jensen은 상호회사형 보험사는 주주자본의 완충역할이 없기 때문에 사원들이 미래 현금흐름 전체에 대해 리스크를 부담하게 된다는 점을 강조하고 있다. 그러므로 상호회사는 자산의 현금흐름이 보다 안정적이고, 그 가치산정이 비교적 용이한 경우에 상대적으로 유리한 조직형태라고 주장한다. Mayers and Smith는 Fama and Jensen의 주장을 확장한 일련의 연구들을 통해 계약자와 주주, 그리고 주주와 경영진 사이에 존재하는 대리인비용(agency cost)의 상대적 규모가 보험사의 조직형태 선택에 영향을 미칠 수 있음을 강조한다. 상호회사는 주주와 채권자(계약자) 사이의 대리인비용이 존재하지 않는 반면, 주식회사에 비해 경영진이 강한 의사결정권과 재량권을 소유하게 되고, 그로 인해 경영권시장(market for corporate control)이 효율적으로 작동하지 않는다. 그러므로 상호회사에서는 주식회사에 비해 경영진의 자기이익 추구행위를 통제하는 비용이 더 높아지게 된다. 따라서 상호회사는 경영진의 재량권이 작아

5) Lamm-Tennant and Starks(1993)은 생보사 조직형태에 관한 이론들이 가지는 리스크 측면에서의 차이점에 착안하여 실증분석을 수행한 후 이들 이론들을 지지하는 실증적 증거를 제시하고 있다.

서 경영진의 대리인비용이 심각하지 않은 업무영역에서 상대적으로 유리한 조직형태라고 주장한다. Mayers and Smith가 강조한 보험회사 경영진의 대리인비용은 Krishnaswami and Pottier(2001)에 의해 더욱 강조되었다. 즉 이들은 주식회사형 보험사가 유배당상품을 판매하면 계약자들이 잔여 현금 흐름에 대한 경영자의 렌트(rent)를 일부 수취하는 결과가 나타나기 때문에 무배당상품만을 판매하는 경우에 비해 경영노력(managerial efforts)이 약화될 수 있고, 이에 따라 주주와 경영진의 대리인비용이 더 증대함을 지적하고 있다. 결국 Mayers and Smith의 연구나 Krishnaswami and Pottier의 연구에 의하면, 주주와 경영진의 대리인비용이 계약자와 주주의 대리인비용에 비해 상대적으로 미약할수록 주식회사형 보험사에서 유배당상품을 판매하는 유인이 강화됨을 예측할 수 있다.

반면, Smith and Stultzer(1990)는 유배당상품과 무배당상품의 차이를 역선택 문제(adverse selection problem)의 측면에서 분석하고 있다. 유배당보험상품의 가치는 사후적으로(ex post)으로 결정되므로 계약자들이 보험사의 영업위험에 노출된다. 반면, 무배당상품은 보험의 가치가 사전적으로(ex ante) 결정되기 때문에 계약자들이 영업위험에 노출되지 않는다. Smith and Stultzer는 이러한 위험부담의 차이에 따라 보험상품에 내재된 역선택의 문제와 보험사에 존재하는 영업위험을 결합하여 모형을 설정한 후, 유배당상품과 무배당상품이 공존하는 분리균형이 존재함을 보여준다. 그들의 모형에 의하면, 저위험 계약자는 유배당상품을 구입하고, 고위험 계약자는 무배당상품을 구입하게 된다.

Doherty and Dionne(1993)과 Doherty(1991)는 계약자가 부담하는 부(富)의 손실을 개별적 위험(idiosyncratic risk)과 체계적 위험(dividend risk, social risk)으로 분류하여 유배당상품의 유용성을 분석하고 있다. 예상되는 부의 손실이 사회전체의 시장 포트폴리오와 상호연관 되어있는 경우 그 손실은 체계적 위험으로 분류되며, 이 체계적 위험은 위험 프리미엄을 지니게 된다. 보험계약자들은 위험 프리미엄이 존재하지 않는 개별적 위험에 대해서 보험으로 헷지(hedge)하는 한편 체계적 위험에 대해서는 자신의 위험회피 성향에 따라 그 부담정도를 결정함으로써 효용 극대화를 추구한다. 즉 유배당상품의 존재는 보험계약자의 효용을 증진시키며, 또한 체계적 위험의 수준이 증가함에 따라 무배당상품에 비해 유배당상품이 가진 위험 공유의 효율성(efficiency in risk-sharing)이 증대하게 된다.

재무론의 측면에서 생보사의 유배당상품을 분석한 국내외 기존 연구들은 주식회사인 보험회사가 판매하는 유배당상품의 의의를 인식하는데 유용한

관점을 제공해 준다. 그러나 유배당상품의 주주와 계약자가 각각 향유하는 권리와 의무를 보다 직접적으로 제시하지 못하는 한계가 있다. 그러므로 기존의 연구결과를 이용하여 국내 생보사의 상호회사적 실체에 대한 논란에 명시적인 시사점을 도출하기는 어려운 측면이 있다. 본고는 보험계약의 당사자에게 귀속되는 현금흐름을 구체적으로 모형화함으로써 유배당보험을 판매한 생보사의 주주 및 계약자의 권리와 의무를 비교하고, 이를 토대로 유배당보험을 판매한 생보사의 성격을 분석하였다.

본고의 분석에 의하면, 주식회사 유배당상품의 보험계약자가 실질적으로 주주의 역할을 수행하였다는 주장은 그 타당성이 미약한 것으로 보인다. 유배당보험의 본질상 보험계약자와 주주가 보험이익을 공유하는 것은 사실이지만, 주주는 보험계약자와 비대칭적인 리스크를 부담하기 때문에 양자가 동등한 권리와 의무를 공유한다고 볼 수 없는 것으로 분석되었다. 또한 과거 일부 국내 생보사의 자산재평가차익을 유배당보험 계약자에게 배분한 것은 유배당계약의 본질상 당연한 것이며, 보험계약자가 주주의 역할을 수행한 것에 대한 보상이라고 보기는 어렵고, 동 차익의 내부유보 또한 주주가 자본을 출연한 것과 동일한 효과를 가져오지는 않는 것으로 분석되었다.

본고의 구성을 살펴보면, 먼저 제2장에서 단일기간모형(single period model)을 사용하여 상호회사와 주식회사의 현금흐름에 대한 주주 및 보험계약자의 권리의 우선순위를 정의한 후, 양자의 권리 및 의무가 동일하지 않음을 보임으로써 유배당보험을 체결하는 것만으로 주식회사의 보험계약자가 주주와 동일한 지위를 갖는 것이 아님을 밝힌다. 제3장에서는 다기간모형(multiperiod model)을 통해 장기보험계약에서 중간배당이 존재하는 경우 주주와 보험계약자의 권리관계를 정의하고, 계약자에 대한 중간배당을 억제하여 자본의 결손을 보전하는 것이 제2장의 논리에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴본다. 제4장에서는 보험계약자 및 주주가 적립한 배당준비금으로 자본의 결손을 보전하는 행위가 가지는 의미를 검토한다. 제5장에서는 4장의 논리를 이용하여 자산재평가차익과 같은 비현금이익의 내부유보에 대한 의미를 살펴보고, 제6장에서는 이상의 분석을 요약하고 결론을 제시한다.

II. 유배당보험계약의 현금흐름

1. 상호회사

우선 N명의 보험계약자가 동시에 보험계약을 체결하여 회사를 설립하는 경우를 생각해 보자. 모형의 단순화를 위해 다음과 같은 가정을 채택한다.

- 모든 보험계약은 동시에 발효하며 일정 기간이 경과한 후 동시에 만료되고, 이 시점에 회사를 청산한다.
- 사원 이외의 보험계약자(무배당보험계약)가 존재하지 않는다.
- 계약자가 납입한 보험료 이외에 별도로 보험금 지급을 위한 재무적 자원이 존재하지 않으며, 모든 보험계약이 만료되는 시점에서 잔존 보험계약자 이외에 회사의 재무적 자원에 대한 청구권을 가진 자가 존재하지 않는다.
- 모든 보험계약자가 합의하여 회사를 경영하며 (전문경영인에 경영을 위탁하는 경우 포함), 회사의 운영에 관련된 비용(경영진 보상 포함)은 모두 운영경비에 포함한다.
- 중도해약 및 만기전 계약자배당은 없으며, 보험금 지급요건의 발생과 자산운용의 이익은 상호 독립적인 확률모형에 의해 결정된다.

이 경우 임의의 보험계약자 i의 현금흐름은 다음과 같이 정의될 수 있다.

$$C(i) = C1(i) \cdot \pi(i) + C2(i) \cdot [1 - \pi(i)] + C3(i) \cdot [1 - \pi(i)] \quad (\text{식1})$$

$\pi(i)$ = 보험계약자 i에 대해 보험만기 이전에 보험금 지급요건이 발생하는 경우를 $\pi(i)=1$, 그렇지 않은 경우를 $\pi(i)=0$ 라고 정의

$$C1(i) = \text{Min}\{A(i), I(i)\}$$

$$A(i) = \sum_{j=1}^N P(j) + RP - X - \sum_{j \neq i} [I(j) \cdot \pi(j)]$$

$P(j)$ = 계약자 j가 납입한 보험료

RP = 보험료 운용수익

X = 운영경비

$I(j)$ = 보험계약자 j에 대한 보험금

$$C2(i) = \text{Min}\{B(i), L(i)\}^6)$$

6) (식1)에서와 같은 A(i) 및 B(i)의 정의는 엄밀한 의미에서 계약자 i가 보험금 및 만기환급금의 청구에 있어서 다른 계약자에 비해 후순위에 있다는 의미를 가진다. 모든 계약자가 동등한 순위로 보험금 및 만기환급금에 대한 청구권이 있는 경우는 표현이 조금 더 복잡해지는 반면 본고의 논리전개에는 이 차이가 큰 의미가 없으

$$B(i) = A(i) - \sum_{j \neq i} \{L(j) \cdot [1-\pi(j)]\}$$

$L(j)$ = 보험계약자 j 에 대한 만기환급금

$$C3(i) = \frac{1}{M} \text{Max}\{B(i) - L(i), 0\}$$

M = 잔존 보험계약자 수

(식1)은 상호회사인 보험회사의 사원으로서의 보험계약자 i 가 보유한 권리가 세가지의 상이한 현금흐름으로 구성됨을 보여준다. 우선 $C1(i)$ 는 보험의 계약기간 중 보험금지급요건이 발생하는 경우 회사재산의 범위 이내에서 보험금을 수취할 권리를 나타낸다. 이는 보험계약의 핵심이 되는 현금흐름으로, 이를 받을 수 있는 권리를 **보험계약자 i 의 일차적 권리(primary right)**로 정의할 수 있다. $C2(i)$ 는 보험계약자 i 에게 보험기간의 만료까지 보험금지급요건이 발생하지 않는 경우 잔존보험계약자의 자격으로 회사재산의 범위 내에서 만기환급금을 수취할 권리를 의미하며, 이 또한 보험계약의 핵심이 되는 현금흐름이다. 그러나 사후적으로 볼 때 보험계약자 i 는 $C1(i)$ 과 $C2(i)$ 의 두가지 현금흐름을 모두 수취할 수는 없기 때문에 사전적으로 이들 두 현금흐름에 대한 권리간에는 우선순위의 차이가 존재한다.

$C2(i)$ 는 정의상 모든 보험계약자의 일차적 권리가 충족된 이후 회사에 잔존하는 현금흐름이 존재하는 경우에만 양(+)의 값을 가질 수 있다. 즉 “모든 보험계약자 i 에 대해 $C1(i) \cdot \pi(i) = I(i) \cdot \pi(i)$ ”는 “어떤 보험계약자 j 에 대해 $C2(j) \cdot [1-\pi(j)] \geq 0$ ”의 필요조건이 되므로 만기환급금 $C2(i)$ 를 받을 수 있는 권리는 타 보험계약자의 일차적 권리에 대해 후순위라는 의미로 **보험계약자 i 의 이차적 권리(secondary right)**로 정의할 수 있다. 한편 $C3(i)$ 는 모든 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 모두 충족된 이후에도 회사에 잔여자산이 존재하는 경우에 이미 이차적 권리를 행사한 잔존보험계약자 i 가 추가적으로 이를 배분받는 것, 즉 계약자배당을 의미한다. 그런데 “모든 보험계약자 i 에 대해 $C2(i) \cdot [1-\pi(i)] = L(i) \cdot [1-\pi(i)]$ ”는 “어떤 보험계약자 j 에 대해 $C3(j) \cdot [1-\pi(j)] > 0$ ”의 필요조건이 되기 때문에 $C3(i)$ 를 받을 수 있는 권리는 타 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리에 대해 후순위라는 의미로 **보험계약자 i 의 잔존권리(residual right)**라고 정의할 수 있다.

한편 $\phi(i)$ 를 보험계약자 i 에게 만기이전에 보험금 지급요건이 발생할 확

므로 편의상 현재의 간단한 표현을 사용하기로 한다.

를이라고 정의하면 모든 i 와 j 에 대해 $\phi(i)=\phi(j)$ 가 성립하는 경우 (식1)에 따라 모든 보험계약자의 기대현금흐름이 동일하게 정의된다. 즉 이 경우 모든 보험계약자가 사전적으로 동일한 이익기회와 리스크에 노출되며, 따라서 보험계약자들만으로 구성된 보험회사인 상호회사의 모든 사원은 동일한 권리와 의무를 가진 것으로 볼 수 있다.⁷⁾

2. 유배당보험 판매 주식회사

이번에는 N 명의 보험계약자가 상호회사를 구성하는 대신 자본을 출연한 주주를 영입하여 주식회사인 보험회사를 설립토록 한 뒤, 이 회사와 보험계약을 체결하는 경우를 살펴보자. 이를 위해 (식1)의 가정에 다음과 같은 가정을 추가한다.

- 주주는 보험금 지급재원으로 사용하기 위해 일정한 규모의 자본을 출연하고, 이에 대한 보상으로 모든 보험금 및 환급금 지급 이후의 잔존 가치 배당에 참여할 권리를 획득한다.
- 모든 보험계약자는 회사와 유배당보험계약을 체결한다.
- 보험료, 보험금, 보험료 운용의 기대이익 등 제반조건이 1절의 경우와 동일하다.
- 유배당보험과 자본의 구분계리가 이루어지지 않는다.⁸⁾

이 경우 보험계약자 i 의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.

$$S(i) = S1(i) \cdot \pi(i) + S2(i) \cdot [1-\pi(i)] + S3(i) \cdot [1-\pi(i)] \quad (\text{식2})$$

$$S1(i) = \text{Min}\{D(i), I(i)\}$$

$$D(i) = A(i) + K + RK$$

$$K = \text{자본}$$

$$RK = \text{자본의 투자이익}$$

$$S2(i) = \text{Min}\{E(i), L(i)\}$$

7) 상호회사인 보험회사의 정의상 모든 사원은 보험료를 출연할 의무를 가진다.

8) 보험료와 자본에 대해 엄격하게 구분계리가 이루어지는 경우 애당초 주식회사인 보험회사의 “상호회사적 성격”이라는 것이 논란의 대상이 될 수 없다.

$$E(i) = D(i) - \sum_{j \neq i} \{L(j) \cdot [1 - \pi(j)]\}$$

$$S3(i) = \frac{1}{M}(1-Q) \cdot \text{Max}\{A, 0\}$$

$$A = \sum_{j=1}^N P(j) + (RP + RK) - X - \sum_{j=1}^N [I(j) \cdot \pi(j) + L(j) \cdot [1 - \pi(j)]]$$

$$Q = \text{보험이익에 대한 주주의 배당 비율}^9)$$

(식2)는 주식회사인 보험회사의 경우에도 유배당보험 계약자 i의 현금흐름은 상호회사의 사원과 유사한 세가지 현금흐름으로 구성됨을 보여준다. 이들 세가지 현금흐름의 성격 및 이를 수취할 권리 상호간의 우선순위는 상호회사의 경우와 동일하므로 주식회사인 보험회사의 유배당보험 계약자 i의 권리 또한 일차적, 이차적 및 잔존권리의 세가지로 구분됨을 알 수 있다. 더 나아가 상호회사의 경우와 마찬가지로 모든 i와 j에 대해 $\phi(i) = \phi(j)$ 가 성립하면 모든 보험계약자의 기대현금흐름이 동일하여 보험계약자들은 모두 사전적으로 동일한 이익기회와 리스크에 노출된다. 따라서 유배당보험 계약자 상호간의 권리 및 의무는 보험계약의 상대방이 상호회사인가 혹은 주식회사인가에 따라 달라지지 않는다.¹⁰⁾

한편 주주의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.

$$SK = SK1 + SK2 \quad (\text{식3})$$

$$SK1 = \text{Max}[K + \text{Min}\{A, 0\}, 0]$$

$$SK2 = Q \cdot \text{Max}\{A, 0\}$$

(식3)은 주식회사인 보험회사에서 주주의 현금흐름은 유배당보험 계약자와 달리 두가지로 구성됨을 보여준다. SK1은 주주가 보험금 및 만기환급금의 지급을 포함한 모든 지급의무가 종료된 이후 회사에 잔여재산이 존재하는 경우 그 범위 이내에서 출연한 자본을 회수할 권리를 나타내며, 이는 주주의 가장 핵심적인 권리이므로 **주주의 일차적 권리**라고 정의할 수 있다.

9) 실무적으로는 주주와 보험계약자간의 잔여이익배분은 주주몫의 자본계정운용이익을 먼저 주주에게 배분하고 그 나머지를 이익배분비율에 따라 다시 배분하는 과정을 거친다. 따라서 본고의 Q는 자본계정운용이익을 포함하여 주주에게 배분된 이익의 비율을 나타내는 것으로 이해되어야 한다.

10) 즉 유배당보험계약자 상호간의 관계는 보험회사의 법적 형태에 관계없이 동질성이 유지된다.

SK2는 주주가 자신의 일차적 권리가 충족된 이후에도 회사에 잔여재산이 있는 경우 이의 일부를 보험계약자와의 이익분배계약에 따라 받을 수 있음을 나타낸다. “SK1=K”는 “SK2>0”의 필요조건이 되므로 SK2는 주주의 일차적 권리가 완전히 충족된 이후에만 양(+) 값을 갖게되어 이를 **주주의 잔존권리**라고 정의할 수 있다.

(식2)와 (식3)으로부터 “모든 보험계약자 i에 대해 $S1(i) \cdot \pi(i) = I(i) \cdot \pi(i)$ 및 $S2(i) \cdot [1 - \pi(i)] = L(i) \cdot [1 - \pi(i)]$ ”가 “SK1>0”이기 위한 필요조건이 됨을 쉽게 알 수 있다. 이는 곧 주주는 모든 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 완전히 충족된 이후에만 자본의 회수가 가능하다는 의미이며, 따라서 주주의 일차적 권리는 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리의 모두에 대해 후순위의 성격을 가진다. 한편 정의상 $SK1 \leq K$ 이며, 따라서 “SK1=K”가 “어떤 보험계약자 i에 대해 $S3(i) \cdot [1 - \pi(i)] > 0$ ”의 필요조건이 되는 바, 이는 주주의 일차적 권리가 보험계약자의 잔존권리에 대해 선순위의 성격을 가짐을 의미한다. 그러나 “SK2>0”는 “모든 보험계약자 i에 대해 $S3(i) \cdot [1 - \pi(i)] > 0$ ”의 필요충분조건이 되므로 주주의 잔존권리는 보험계약자의 잔존권리에 우선하지 않으며, 양자는 동등한 배분순위를 가짐을 알 수 있다. 즉 주식회사인 보험회사의 주주와 보험계약자의 권리 간에는 다음과 같이 우선순위의 차이가 존재한다.

$$\text{일차적 권리(주주)} < \text{일차적 권리(보험계약자)} \quad (\text{식4})$$

$$\text{일차적 권리(주주)} < \text{이차적 권리(보험계약자)}$$

$$\text{일차적 권리(주주)} > \text{잔존권리(주주)} = \text{잔존권리(보험계약자)}$$

(식4)는 보험계약자와 주주 사이에 사전적으로 권리 및 의무의 동등성이 성립하지 않음을 보여준다. 보험계약자와 주주는 사전적으로 보험금 지급요건의 발생, 보험료투자의 이익률, 자본투자의 이익률이라는 세가지 불확실성에 공통적으로 노출된다. 그러나 실현된 현금흐름에 대한 청구권의 우선순위가 상이하기 때문에 주주의 기대현금흐름은 보험계약자의 그것과 사전적으로 대칭이 아니며, 이로 인해서 보험계약자와 주주간에는 기대현금흐름의 차이가 존재한다. 따라서 유배당보험 계약자와 주식회사의 사원인 주주가 각자 노출된 이익기회 및 리스크는 동일하지 않은 것으로 보는 것이 타당하다.

결국 주식회사의 법적 형태를 취한 보험회사의 주주는 (1) 사전적으로 보

험계약자와 기대현금흐름이 동일하지 않을 뿐 아니라 (2) 사후적으로도 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리에 대칭이 될 수 있는 권리가 존재하지 않기 때문에 양자간에 권리와 의무의 동등성을 주장할 근거가 존재하지 않는다. 즉 유배당보험 계약자의 잔존권리에 속하는 현금흐름이 노출된 리스크는 사원인 주주의 잔존권리에 속하는 현금흐름이 노출된 리스크와 동일하지만, 이것만으로 선순위 권리를 모두 포함한 권리에 있어서 주주와 보험계약자간의 동질성을 주장하는 것은 지나친 논리의 비약이다. 따라서 주식회사와 상호회사는 법적 실체 뿐 아니라 경제적 실체라는 측면에서도 확연히 구분되며, 유배당보험의 판매만으로 주식회사의 경제적 실체가 상호회사의 그것과 동일하게 된다는 주장은 타당성을 결여한 것으로 보아야 한다.

3. 회사형태와 보험계약자의 권리

보험계약자가 사원과 동등한 지위를 취득하기 위한 것이 아니라면 과연 무슨 이유로 상호회사가 아닌 주식회사와 유배당계약을 체결하는지를 밝히는 것은 의미가 있을 것이다. (식1)과 (식2)를 비교해보면 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

<관찰 1> “ $E(RK) \geq -K$ ”는 “모든 i 에 대해 $E[S1(i)] \geq E[C1(i)]$ 및 $E[S2(i)] \geq E[C2(i)]$ ”의 충분조건이 되며, “ $RK > -K$ ”은 “모든 i 에 대해 $S1(i) \geq C1(i)$ 및 $S2(i) \geq C2(i)$ ”의 충분조건이 된다.¹¹⁾

<관찰 1>은 사전적으로 자본의 완전잠식이 기대되지 않는 한 개별 보험계약자들이 자신들만으로 상호회사를 구성하는 것보다 자본을 가진 주주를 영입하여 주식회사를 설립하도록 한 후 이 회사와 보험계약을 체결함으로써 자신들의 일차적 및 이차적 권리를 사전적으로 강화시킬 수 있음을 보여준다.¹²⁾ 물론 사후적으로도 자본의 완전잠식이 일어나지 않는 한 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 강화된 효과를 얻게 된다. 따라서 보험계약자는 보험료, 보험금, 보험료 운용의 기대이익 등의 제반조건이 동일할 경우 일차적 및 이차적 권리의 강화를 위해 상호회사가 아닌 주식회사와 유배당보험

11) 본 명제는 (식1)과 (식2)의 정의상 명백하기 때문에 별도로 증명을 필요로 할 만큼의 중요성을 가지고 있지 않다고 판단하여 굳이 정리(theorem)나 명제(proposition)라는 표현 대신 관찰(observation)이라는 표현을 사용한다. 이하 본고에 언급되는 모든 “관찰”은 동일한 성격을 가진다.

12) 여기에서 “자본의 완전잠식”이라는 표현은 엄밀한 의미에서 “자본의 투자에서 발생한 손실이 주주가 출연한 자본을 초과하는 경우”를 의미한다.

계약을 체결하는 것으로 이해될 수 있다.

<관찰 2> $S_3(i)$ 는 Q 에 대해 단조불증가(monotone nonincreasing) 함수이므로 “ $E(RK) \geq 0$ ”는 “ $Q \leq Q^*$ 이면 모든 i 에 대하여 $E[S_3(i)] \geq E[C_3(i)]$ 가 성립하는 Q^* 가 존재함”의 충분조건이 된다.¹³⁾

<관찰 2>는 자본의 기대투자이익이 부(-)가 아닌 한 계약자배당 재원의 일부를 주주에게 분배하더라도 사전적으로 보험계약자의 잔존권리를 상호회사에 비해 약화시키지 않는 이익배분비율 Q 가 존재함을 보여준다. 또 $Q \leq Q^*$ 인 모든 Q 에 대해서는 “ $RK \geq 0$ ”가 “모든 i 에 대하여 $S_3(i) \geq C_3(i)$ ”의 충분조건이 되므로 적절한 이익배분비율의 선택은 사후적으로도 자본의 투자이익이 부(-)가 아닌 한 보험계약자의 잔존권리가 강화된 효과가 나타난다.

한편 $Q \geq Q^*$ 인 모든 Q 에 대해서도 여전히 “ $E(RK) \geq -K$ ”가 “모든 i 에 대해 $E[S_1(i)] \geq E[C_1(i)]$ 및 $E[S_2(i)] \geq E[C_2(i)]$ ”의 충분조건이며, “ $RK > -K$ ”은 “모든 i 에 대해 $S_1(i) \geq C_1(i)$ 및 $S_2(i) \geq C_2(i)$ ”의 충분조건임을 주목할 필요가 있다. 이는 설사 주주에 대해 높은 이익배당비율을 설정하더라도 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리는 사전적 및 사후적으로 약화되지 않음을 시사한다. 즉 주주에 대해 높은 이익배당을 실시하더라도 이는 보험계약자의 잔존권리에 영향을 미칠 뿐이기 때문에 보험계약자의 일, 이차적 권리가 상호회사의 경우에 비해 약화되지 않는다.

반면에 주주가 자본을 출연하고도 아무런 보상을 받지 못하는 계약, 즉 $Q=0$ 인 경우를 가정하면 $S_3(i)$ 가 다음과 같이 정의된다.¹⁴⁾

$$S_{30}(i) = \frac{1}{M} \text{Max}\{A, 0\}$$

이 경우에는 “ $RK > -K$ ”가 “모든 i 에 대해 $S_1(i) \geq C_1(i)$, $S_2(i) \geq C_2(i)$ 및 $S_{30}(i) > C_3(i)$ ”의 충분조건이 된다. 따라서 보험계약자는 자신들의 보험료만으로 운영되는 상호회사를 설립하는 것보다 자본력을 갖춘 주식회사와 보험계약을 체결함으로써 자신들의 일차적, 이차적 및 잔존권리를 모두 강화할 수 있기 때문에 이에 대한 보상으로 자신의 잔존권리의 일부를 주주에게 배분

13) 여기에서 Q^* 는 최적의 이익배분비율이 아니고 보험계약자가 상호회사와의 계약에 비해 불리해지지 않는 범위 내에서 주주에게 허용할 수 있는 최대이익배분비율의 의미를 가진다.

14) 이 때 $S_1(i)$ 및 $S_2(i)$ 는 이전과 변화가 없다.

하는 (즉 $Q > 0$) 것으로 이해할 수 있다.

기존의 연구들은 주로 주식회사인 보험사가 무배당보험 이외에 유배당보험을 판매하는 이유에 관심의 초점을 맞추므로써 유배당보험이 주주로부터 보험계약자로서의 리스크 이전을 가져옴을 보여주었다. 그러나 이상의 논의는 보험계약자가 상호회사 대신 주식회사와 유배당 보험계약을 체결함으로써 주주에게 리스크를 전가함을 시사한다. 보험계약자의 입장에서 볼 때 주식회사와의 계약은 “자본의 존재”로 인해 상호회사와의 계약에 비해 자신의 일차적 및 이차적 권리를 강화시키는 효과가 있다. 이는 곧 보험계약자가 상호회사 대신 주식회사의 유배당상품을 선택하는 것은 리스크를 추가로 부담하는 행위가 아니라 자신이 노출된 리스크를 주주에게 전가하기 위한 것임을 의미한다. 보험계약자는 이러한 리스크 전가에 대한 확정적인 보상 대신에 후순위 권리의 일부를 주주에게 배분함으로써 자신이 노출된 잔존권리에 내재된 리스크를 주주와 공유하게 된다. 이러한 보상은 당연히 자본투입에 대한 이자보상, 자본의 리스크 부담에 대한 리스크프리미엄, 그리고 보험료로 조성된 자금의 운영에 대한 경영 대가를 포함하여 결정되어야 한다.¹⁵⁾

결론적으로 주식회사의 유배당보험상품은 보험계약자에게 사원의 권리와 의무를 부여하는 계약이 아니기 때문에 주주와 보험계약자가 보험이익을 공유한다는 것만을 이유로 주식회사인 보험회사에 대해 상호회사적 성격을 주장하는 것은 그 타당성이 결여된 것으로 보인다. 보험계약자와 주주가 잔존권리에 관하여 리스크를 공유하게 되는 이유는 보험계약자가 선순위 권리에 대한 리스크를 주주에 이전시킨 댓가로 확정적인 보상을 제공하는 대신 리스크를 가진 자신의 잔존권리의 일부를 주주에게 지불하기 때문으로 보험계약자가 주식회사의 사원인 주주의 의무를 부담하는 것과는 관계가 없기 때문이다.

15) Belth(1965)는 유배당보험에 대한 주주와 계약자간의 이익배분 문제에 대해 주주무관설, 경영대가설, 이익공유설, 이자보상설, 주주귀속설의 다섯 가지 학설을 제시한 바 있다. 앞의 논리에 의하면 주주, 즉 자본은 그 존재 자체로 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리를 강화하기 때문에 주주가 이에 대한 보상을 요구하는 것은 당연하다. 따라서 이러한 보상을 별도로 제공하지 않는 한 보험계약자가 자신이 보유한 권리의 일부를 배분하는 것이 당연하므로 **주주무관설은 타당성이 없다**고 볼 수 있다. 또한 “ $RK=0$ ”인 경우에도 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 상호회사에 비해 강화되기 때문에 주주가 경영권을 갖지 않는 경우에도 보험계약자의 권리 강화에 대한 대가로서의 이자를 요구할 권리가 있는 것으로 볼 수 있으며, 따라서 **이자보상설은 주주의 최소한의 권리를 설명**하는 것으로 이해할 수 있다. 더 나아가 “ $RK > -K$ ”가 성립하는 한 “ $RK < 0$ ”인 경우에도 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 상호회사에 비해 강화되기 때문에 주주는 자신이 출연한 자본을 위험에 노출시킴으로써 보험계약자의 권리를 강화하는 것이므로 사전적으로 이에 대한 반대급부로 보험이익의 배분을 요구할 권리가 있는 것으로 보아야 한다. 따라서 **이익공유설 또한 주주의 최소한의 권리를 설명**하는 것으로 이해할 수 있다. 더 나아가 모든 i 에 대해 $S(i)$ 는 RP 의 단조증가함수이므로 주주가 보험회사의 경영을 담당하는 경우 RP 의 증대를 위한 노력에 대한 보상을 요구할 권리가 있는 것으로 보아야 하므로 Belth의 학설 중 **경영대가설은 주식회사의 사원으로서 실제로 회사의 경영책임을 부담하는 주주의 권리를 설명**하는 것으로 볼 수 있다. 끝으로 현재의 모형은 잔여가치를 보험계약자와 주주가 공유한다는 전제에서 출발하였으므로 **주주귀속설은 본고의 논의와 무관한 것으로 보아야 한다.**

III. 장기보험계약에서의 이익배당의 지급과 유보

대부분의 생명보험계약은 장기계약이기 때문에 유배당보험의 경우 만기 이전에 주기적으로 잔존 보험계약자에게 이익배당을 실시하는 것이 일반적이다. 그러나 이는 배당시점의 보험계약자가 향후의 일차적 및 이차적 권리에 앞서서 잔존권리의 일부를 미리 확정하는 효과가 있다. 즉 주식회사의 경우 계약자배당은 주주의 일차적 권리에 앞서, 주주배당은 보험계약자의 일, 이차적 권리에 앞서 잔존권리를 실현시킴으로써 권리의 우선순위에 상충이 발생한다.¹⁶⁾ 즉 사후적으로 선순위의 권리가 충족되지 않는 상황이 발생하는 경우 이보다 앞서 실현된(realized), 즉 지급되어 버린 잔존권리의 연속성을 인정할 것인가에 대한 문제가 발생할 수 있다.

물론 현실적으로 대부분의 보험계약은 이미 지급된 계약자배당 및 주주배당을 회수할 권리를 회사에 부여하지 않는다. 이 경우 이미 지급된 중간배당은 배당시점 이후에 발생하는 주주 및 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리에 모두 우선하는 것으로 해석된다. 그러나 계약자 및 주주배당으로 결정은 되었지만 아직 지급되지 않은 (decided but not paid) 보험이익이 존재하는 경우에는 문제가 복잡해질 수 있다. 사후적으로 보험계약자 및 주주의 일차적 및 이차적 권리가 충족되지 못하는 상황이 발생하였을 때 아직까지 지급이 이루어지지 않은 배당금에 대해서도 보험계약자 및 주주의 일차적 혹은 이차적 권리에 대한 선순위를 인정해야 하는가의 문제가 제기될 수 있기 때문이다.

이러한 문제의 발생소지를 완화시키기 위해 대부분의 국가는 보험계약의 만료 이전에 발생한 이익을 모두 배당으로 사외에 유출시키는 것을 금지하고 배당의 결정 이전에 배당가능 재원을 바탕으로 일정한 규모의 준비금을 적립하도록 하고 있다. 이렇게 적립된 준비금은 보험계약자 및 주주의 잔존권리를 유보한 것으로 해석될 수 있다.¹⁷⁾ 따라서 재무계약이론의 측면에서

16) 상호회사인 경우 중간배당으로 인한 권리의 우선순위 상충은 보험계약자 스스로의 권리간의 우선순위 역전 이므로 큰 문제가 되지 않는다.

17) 본고에서 “준비금”에 대해 기술하면서 “계약자 배당 가능 재원의 적립”이라는 의미를 강조하기 위해 계약자 이익배당준비금이나 계약자배당준비금의 맥락을 이용하고 있다. 하지만, 본고가 사용하는 “준비금”의 개념은 보험료적립금, 미경과보험료적립금, 지급준비금, 재보험료적립금 등을 모두 포함하는 광의의 “책임준비금”을 의미하는 것으로 해석하여야 한다. 계약자 몫의 배당가능 재원은 당해 연도에 지불될 계약자배당준비금과 장래에 계약자배당에 충당하기 위해 적립되는 계약자이익준비배당금으로 구분된다. 적립된 계약자이익준비배당금은 향후 5년 이내에 계약자 배당으로 지불된다. 2004년 이후에는 매년 유배당이익의 계약자지분 중 30%를 손실보전준비금 항목으로 우선 적립한 후, 5년 안에 손실이 발생하지 않는 경우 이를 계약자이익배당준비금으로 이체하게 된다. 그러므로 이 경우 본고의 “준비금”은 손실보전준비금도 포함한 개념이다.

불 때에는 주식회사인 보험회사의 사내에 적립된 준비금을 보험계약자의 선 순위 권리들에 우선하지 못한다고 보는 것이 타당하다. 그러나 이러한 준비금이 주주의 일차적 권리에 대해서도 후순위에 속하는 것으로 볼 것인지는 논란의 소지가 있다.¹⁸⁾ 본 장에서는 이 문제를 좀더 깊이 있게 분석해보기로 한다.

1. 매기간 발생한 보험이익을 전부 배당으로 지급하는 경우

보험의 만기를 T라고 하고, 매 t기간의 말에 보험계약자 및 주주가 보험이익을 전액 배당받는 경우를 생각해 보자. 편의상 중도해약은 없다고 가정하고 보험계약자 및 주주의 현금흐름을 검토해 보자.

(1) 상호회사의 t기의 잔존 보험계약자 i의 현금흐름

매기간 발생하는 보험이익을 전부 배당으로 지급하는 경우 상호회사 보험계약자의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.

$$C(i)_t = C1(i)_t \cdot \pi(i)_t + C2(i)_t \cdot [1 - \pi(i)_t] + C3(i)_t \cdot [1 - \pi(i)_t] \quad (\text{식5})$$

$\pi(i)_t = t$ 기에 보험계약자 i에 대해 보험금 지급요건이 발생하는 경우를 $\pi(i)_t=1$, 그렇지 않은 경우를 $\pi(i)_t=0$ 라고 정의

$$C1(i)_t = \text{Min}\{A(i)_t, I(i)_t\}$$

$$A(i)_t = \sum_{j=1}^{N(t)} P(j)_t + RP_t - X_t - \sum_{j \neq i} [I(j)_t \cdot \pi(j)_t]$$

$P(j)_t = t$ 기중 계약자 j가 납입한 보험료

$RP_t = t$ 기중 보험료 운용수익

$X_t =$ 운영경비

$I(j)_t =$ 보험계약자 j에 대한 보험금

$$C2(i)_t = 0 \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

18) 주식회사인 보험회사의 사내에 적립된 준비금과 주주의 일차적 권리의 선후관계는 보험손실이 발생하여 자본의 일부가 잠식될 경우 이 준비금을 결손의 보전에 사용할 수 있는가의 여부를 결정하는 데에 매우 중요한 기준이 된다.

$$C2(i)_T = \text{Min}\{B(i)_T, L(i)\}$$

$$B(i)_T = A(i)_T - \sum_{j \neq i} \{L(j) \cdot [1 - \pi(j)_T]\}$$

$$M(t) = t\text{기 말의 잔존 보험계약자 수} = N(t+1)$$

$$L(j) = \text{보험계약자 } j\text{에 대한 만기환급금}$$

$$C3(i)_t = \frac{1}{M(t)} \text{Max}\{A(i)_t, 0\} \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$C3(i)_T = \frac{1}{M(T)} \text{Max}\{B(i)_T - L(i), 0\}$$

(2) 주식회사의 t기의 잔존 보험계약자 i와 주주의 현금흐름

매기간 발생하는 보험이익을 전부 배당으로 지급하는 경우 주식회사 보험계약자의 현금흐름은 다음과 같이 정의될 것이다.

$$S(i)_t = S1(i)_t \cdot \pi(i)_t + S2(i)_t \cdot [1 - \pi(i)_t] + S3(i)_t \cdot [1 - \pi(i)_t] \quad (\text{식6})$$

$$S1(i)_t = \text{Min}\{D(i)_t, I(i)_t\}$$

$$D(i)_t = A(i)_t + \text{Max}\{K_t, 0\} + RK_t$$

$$K_t = t\text{기초의 자본}$$

$$= K_{t-1} + \text{Min}\{A_{t-1}, 0\}$$

$$A_t = \sum_{j=1}^{N(t)} P(j)_t + (RP_t + RK_t) - X_t - \sum_{j=1}^{N(t)} [I(j)_t \cdot \pi(j)_t]$$

$$RK_t = t\text{기중 자본의 투자이익}$$

$$= r_t \cdot \text{Max}\{K_t, 0\}$$

$$S2(i)_t = 0 \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$S2(i)_T = \text{Min}\{E(i)_T, L(i)\}$$

$$E(i)_T = D(i)_T - \sum_{j \neq i} \{L(j) \cdot [1 - \pi(j)_T]\}$$

$$S3(i)_t = \frac{1}{M(t)}(1-Q) \cdot \text{Max}\{A_t, 0\} \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$S3(i)_T = \frac{1}{M(T)}(1-Q) \cdot \text{Max}\{B_T, 0\}$$

$$B_T = A_T - \sum_{j=1}^{N(T)} [L(j)_T \cdot [1-\pi(j)_T]]$$

Q = 잔존가치에 대한 주주의 배당참여 비율

또한 이 경우 주식회사 주주의 현금흐름은 다음과 같이 정의될 것이다.

$$SK_t = SK1_t + SK2_t \quad (\text{식7})$$

$$SK1_t = 0 \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$SK1_T = \text{Max}[K_T + \text{Min}\{B_T, 0\}, 0]$$

$$SK2_t = Q \cdot \text{Max}\{A_t, 0\} \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$SK2_T = Q \cdot \text{Max}\{B_T, 0\}$$

(3) 현금흐름의 비교를 통한 관찰

(식5)-(식7)을 살펴보면 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

<관찰 3> E_t -를 t 기초의 기대치로 정의하면 $K_t > 0$ 인 모든 t 에 대해서 “ $E_t-(RK_t) \geq -K_t$ ”는 “모든 i 에 대해 $E_t-[S1(i)_t] \geq E_t-[C1(i)_t]$ ”의 충분조건이며, 또한 “ $RK_t > -K_t$ ”은 “모든 i 에 대해 $S1(i)_t > C1(i)_t$ ”의 충분조건이 된다.

<관찰 3>은 자본의 완전잠식이 사전적으로 기대되거나, 사후적으로 실현되지 않는 한 보험계약자의 이차적 권리는 상호회사인 보험회사보다 주식회사인 보험회사와의 계약을 통해 사전적 및 사후적으로 강화됨을 시사한다.

<관찰 4> “ $RK_T > -K_T$ ”은 “모든 i 에 대해 $S2(i)_T > C2(i)_T$ ”의 충분조건이 된다.

<관찰 4>는 자본이 완전잠식되지 않는 한 주식회사와의 보험계약이 상호회사와의 계약에 비해 보험계약자의 이차적 권리를 사전적 및 사후적으로

강화하는 효과가 있음을 시사한다. 따라서 단일기간모형에서와 마찬가지로 보험료, 보험금, 환급금 및 운용능력 등 제반 여건이 동일할 경우 보험계약자는 주식회사를 선택함으로써 자신의 일, 이차적 권리를 강화할 수 있다.

<관찰 5> “모든 t 에 대해서 $E(RK_t) \geq 0$ ”는 “ $Q \leq Q^*$ 이면 모든 t 와 모든 i 에 대하여 $E[S3_t(i)] \geq E[C3_t(i)]$ 가 성립하는 Q^* 가 존재함”의 충분조건이 된다.

<관찰 5>는 적절한 이익배분을 전제로 하면 보험계약자가 주식회사와 보험계약을 체결하더라도 상호회사와 보험계약을 체결한 것에 비하여 잔존권리가 사전적으로 축소되지 않음을 시사한다. 따라서 장기보험계약에 있어서 주주에 대한 중간배당을 실시한다고 하더라도 이것이 상호회사에 비해 보험계약자의 잔존권리를 일방적으로 희생시키는 것으로 보기 어렵다. 결국 중간배당이 존재하는 장기보험계약의 경우에도 제2장의 논리가 여전히 유효하며, 주주와 유배당보험 계약자 사이에는 가치배분의 우선순위 차이에 기인한 권리와 의무의 차이가 명백하게 존재한다.

2. 배당재원을 누적결손의 보전에 사용하는 경우

이제 $t-1$ 기에 보험손실이 발생하여 $K_t < K$, 즉 부분적으로 자본이 감소한 상태에서 t 기에 보험이익이 발생하는 경우를 생각해보자. (식6)과 (식7)에 의하면 $A_t > 0$ 인 경우 $S3(i)_t$ 및 $SK2_t$ 는 모두 양(+)의 값을 갖게 된다. 따라서 보험회사는 누적결손이 존재하는 상황에서도 당기에 발생한 보험이익으로 계약자 및 주주배당을 지급하며, 보험손실의 발생은 잔존 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리에 대한 자본의 보호기능이 영구히 저하시키는 효과를 갖는다. 이 경우 t 기 이후에 지급되는 모든 계약자 및 주주배당은 주주 및 잔존 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 확정되기 이전에 잔존권리를 확정하는 결과를 가져온다. 따라서 권리의 우선순위를 유지하기 위해서는 결손의 보전이 이루어지는 시점까지 계약자 혹은 주주배당을 억제하는 것이 필요하며, 실제로 대부분의 국가에서 보험회사가 누적결손이 존재하는 상황에서 계약자 및 주주에게 이익배당을 지급하는 것을 규제한다. 이러한 배당억제의 효과를 두가지 경우로 나누어 살펴보기로 하자.

(1) 주주배당재원으로만 누적결손을 보전하는 경우

먼저 누적결손이 존재하는 상황에서 보험이익이 발생하는 경우 결손을 완전히 보전할 때까지 주주에 대한 배당의 지급만을 억제하는 경우를 생각해 보자. 이 경우 (식6)의 계약자배당은 변화가 없지만, 자본 및 (식7)의 주주 배당을 다음과 같이 다시 정의하여야 한다.

$t=1, 2, \dots, T-1$ 에 대하여

$$\begin{aligned} K_{t+1} &= K1_{t+1} \\ &= K_t + \text{Min}\{A_t, 0\} + \text{Min}\{Q \cdot \text{Max}[A_t, 0], \text{Max}[K-K_t, 0]\} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} SK2_t &= SK21_{t+1} \\ &= \text{Max}\{Q \cdot \text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\} \end{aligned}$$

(2) 계약자 및 주주배당재원으로 누적결손을 보전하는 경우

한편 누적결손이 존재하는 상황에서 결손의 완전보전이 이루어질 때까지 주주와 보험계약자 모두에 대해 배당의 지급을 억제하는 경우는 (식6)과 (식7)의 자본, 주주배당 및 계약자배당이 다음과 같이 정의되어야 한다.

$t=1, 2, \dots, T-1$ 에 대하여

$$\begin{aligned} K_{t+1} &= K2_{t+1} \\ &= K_t + \text{Min}\{A_t, 0\} + \text{Min}\{\text{Max}[A_t, 0], \text{Max}[K-K_t, 0]\} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} S3(i)_t &= S32(i)_t \\ &= \frac{1}{M(t)}(1-Q) \cdot \text{Max}\{\text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} SK2_t &= SK22_t \\ &= Q \cdot \text{Max}\{\text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\} \end{aligned}$$

(3) 현금흐름의 비교를 통한 관찰

이제 $S11(i)_t$ 및 $S12(i)_t$ 를 각각 $K_t=K1_{t+1}$ 및 $K_t=K2_{t+1}$ 에 의해 정의되는

보험계약자 i 의 일차적 권리에 속하는 현금흐름을 나타내는 것으로 정의하면 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

<관찰 6> $0 < Q < 1$ 인 경우 $K_t \leq K$ 인 모든 $t(t=1, 2, \dots, T-1)$ 와 모든 i 에 대하여 $K_{2t+1} \geq K_{1t+1} \geq K_{t+1}$ 이며, 따라서 $S_1(i)_t \leq S_{11}(i)_t \leq S_{12}(i)_t$ 이다.

<관찰 6>은 누적결손이 존재하는 상황에서는 주주 및 계약자 배당을 모두 억제하는 것이 주주배당만을 억제하는 것보다 보험계약자의 일차적 권리를 보호하는 데에 도움이 됨을 시사한다. 마찬가지로 위의 두 경우에 대한 보험계약자의 이차적 권리를 각각 $S_{21}(i)_t$ 및 $S_{22}(i)_t$ 로 정의하는 경우

$$S_2(i)_t \leq S_{21}(i)_t \leq S_{22}(i)_t$$

가 성립하므로 누적결손이 존재하는 상황에서는 주주 및 계약자 배당을 모두 억제하는 것이 주주배당만을 억제하는 것보다 보험계약자의 이차적 권리를 보호하는 데에도 도움이 됨을 알 수 있다. 따라서 주식회사인 보험회사에 누적결손이 존재하는 경우 이를 보전하기 위하여 주주배당의 지급만을 유보할 것인가 혹은 계약자배당의 지급까지를 유보할 것인가의 문제는 보험계약상 정의된 현금흐름에 대한 권리의 우선순위를 보전하는 데에 어느 쪽이 더 유리한가를 기준으로 결정되어야 할 문제인 것으로 보인다.

우선 보험계약의 만기까지 자본결손 상황이 지속되고, 이에 따라 보험계약자의 일차적 혹은 이차적 권리가 위협받는 상황을 생각해보자. 이 경우에는 그동안 지급이 유보되었던 계약자배당은 사실상 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리의 충족을 위해 다시 지급되는 결과를 가져오므로 보험계약자는 배당의 유보로 인한 실질적인 손실이 없는 것으로 보아야 한다. 반면에 보험계약의 만기 이전에 자본결손이 완전히 보전되고, 이후 계약자 및 주주배당이 재개되는 상황을 생각해보자. 이번에는 보험계약자의 입장에서 볼 때 결손보전에 사용되었던 만큼의 계약자배당은 보험계약자로부터 주주에게 부(富)의 이전을 초래한 결과를 가져온다. 그러나 이 경우에도 결손보전에 사용되었던 만큼의 계약자배당을 향후 다시 손실이 발생하여 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리가 위협받는 경우에 대비한 충당금의 성격을 가지는 것으로 이해한다면 주주에게로의 일방적인 부의 이전으로 보기는 어렵다. 결손으로 인한 자본잠식이 발생하고 이를 계약자 배당을 억제한 재원으로 보전하더라도, 이와 동등하게 주주에 대한 배당 또한 억제되어 결손보전에 사용

된다면 궁극적인 혜택은 보험계약자에게로 돌아가는 것으로 볼 수 있기 때문이다.¹⁹⁾

IV. 준비금 적립과 자본의 추가출자 논란

장기보험의 경우 보험기간이 만료되기 이전에 보험금의 과다지급이나 자산운용 손실이 발생하여 $K_t \leq 0$ 인 상황, 즉 자본이 완전잠식되는 상황이 발생할 수 있다.²⁰⁾ 이 경우 주식회사는 더 이상 자본의 존재로 인한 보험계약자의 선순위 권리의 강화 효과를 얻지 못하게 된다. 따라서 보험계약자들은 더 이상 회사와 보험계약을 유지할 유인이 존재하지 않게 되며, (1) 주주가 추가적으로 자본을 출연하여 보험회사를 존속시키거나, (2) 회사를 청산하고 모든 잔존하는 보험계약을 무효로 하는 양자간의 선택이 불가피한 상황에 처하게 된다.

그러나 현실적으로 양(+)의 준비금이 적립되어 있는 상황에서 자본의 완전잠식이 발생한다면 자본잠식을 이유로 주주에게 자본의 추가 출연을 요구하거나 회사를 청산하는 것이 논란의 대상이 될 수 있다. 준비금의 적립을 위해 주주가 출연한 자본이 동원되었다면 준비금 자체가 소진되지 않는 한 실질적으로 주주의 자본이 보험계약자에 대한 보호기능을 수행하고 있는 상황으로 해석할 수 있기 때문이다. 따라서 준비금의 적립재원에 따라 주주와 보험계약자의 권리관계가 어떻게 달라지는지를 살펴볼 필요가 있다.

1. 자본을 준비금 적립에 사용하는 경우

우선 자본의 일부 혹은 전부를 준비금의 적립을 위해 사용하는 경우를 생각해보자. 이 경우 보험회사는 매기간 발생한 보험이익의 일부를 먼저 미래의 보험금 및 만기환급금 지급을 위해 회사내에 적립한 후 잔여이익만을 계약자 및 주주에게 배당한다. 주식회사의 경우에는 만약 보험이익이 준비금의 적립목표액에 미치지 못하는 경우 자본의 일부를 감소시켜 준비금으로 전입한다고 가정하자. 이 경우 보험계약자 및 주주의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.

19) 물론 계약자배당을 억제하여 결손을 보전하는 기간중에 주주배당을 지급한다면 이는 보험계약자로부터 주주의 부의이전을 발생시킨다. 이러한 경우에 대해서는 다음에 보다 자세히 논의하기로 한다.

20) 이제부터는 “자본의 완전잠식”을 본래의 의미, 즉 “자본이 0 혹은 그 이하인 상태”라는 의미로 사용한다.

(1) 상호회사의 t기의 잔존 보험계약자 i의 현금흐름

$$C(i)_t = C1(i)_t \cdot \pi(i)_t + C2(i)_t [1 - \pi(i)_t] + C3(i)_t \cdot [1 - \pi(i)_t] \quad (\text{식8})$$

$$C1(i)_t = \text{Min}\{G_{t-1} + A(i)_t, I(i)_t\}$$

$$A(i)_t = \sum_{j=1}^{N(t)} P(j)_t + RP_t - X_t - \sum_{j \neq i} [I(j)_t \cdot \pi(j)_t]^{21)}$$

$$G_t = \text{Max}[G_{t-1} + \text{Min}\{TG_t - G_{t-1}, A'_t\}, 0]$$

G_t = t기말의 준비금 누적금액

TG_t = t기말의 준비금 누적적립금액 목표

$$A'_t = \sum_{j=1}^{N(t)} P(j)_t + RP_t - X_t - \sum_{j=1}^{N(t)} [I(j)_t \cdot \pi(j)_t]$$

$$C2(i)_t = 0 \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$C2(i)_T = \text{Min}\{G_{T-1} + B(i)_T, L(i)\}$$

$$B(i)_T = A(i)_T - \sum_{j \neq i} \{L(j) \cdot [1 - \pi(j)_T]\}$$

$$C3(i)_t = \frac{1}{M(t)} \text{Max}\{A(i)_t - (TG_t - G_{t-1}), 0\} \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$C3(i)_T = \frac{1}{M(T)} \text{Max}\{G_{T-1} + B(i)_T - L(i), 0\}$$

(식8)에서 모든 t에 대해 $C1(i)_t$ 및 $C2(i)_t$ 는 G_{t-1} 의 단조불감소함수가 되므로 보험이익의 일부를 준비금으로 적립하는 것은 적립하지 않는 경우에 비하여 사전적 및 사후적으로 잔존보험계약자의 일차적 및 이차적 권리를 약화시키지 않음을 시사한다. 이와 마찬가지로 $C3(i)_t$ 는 $t \neq T$ 인 모든 t에 대하여 TG_t 의 단조불증가함수이기 때문에 준비금의 적립의무가 보험계약의 만료이전에 선순위 권리보다 앞서 보험계약자의 잔존권리가 실현되는 것을 억제함을 알 수 있다.

(2) 주식회사의 t기의 잔존 보험계약자 i와 주주의 현금흐름

21) 보험이익의 일부를 주주 및 계약자에게 배당하지 않고 내부에 유보함으로써 준비금을 적립하는 경우에는 수입보험료 뿐 아니라 준비금까지를 포함한 투자금액에 대한 이익으로 이해하기로 한다.

주식회사의 경우 보험이익이 준비금의 적립목표액에 미치지 못하는 상황이 발생하면 자본의 일부를 감소시켜 준비금으로 전입한다고 가정하면, 주식회사의 t기의 잔존 보험계약자 i의 현금흐름이 다음과 같이 정의된다.

$$S(i)_t = S1(i)_t \cdot \pi(i)_t + S2(i)_t [1 - \pi(i)_t] + S3(i)_t \cdot [1 - \pi(i)_t] \quad (\text{식9})$$

$$S1(i)_t = \text{Min}\{G_{t-1} + D(i)_t, I(i)\}$$

$$D(i)_t = A(i)_t + \text{Max}\{K_t, 0\} + RK_t$$

$$K_t = K_{t-1} + \text{Min}\{A_{t-1} - (TG_{t-1} - G_{t-2}), 0\}$$

$$G_t = \text{Max}[G_{t-1} + \text{Min}\{TG_t - G_{t-1}, A_t + K_t\}, 0]$$

$$A_t = \sum_{j=1}^{N(t)} P(j)_t + (RP_t + RK_t) - X_t - \sum_{j=1}^{N(t)} [I(j)_t \cdot \pi(j)_t]$$

$$S2(i)_t = 0 \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$S2(i)_T = \text{Min}\{G_{T-1} + E(i)_T, L(i)\}$$

$$E(i)_T = D(i)_T - \sum_{j \neq i} \{L(j) \cdot [1 - \pi(j)_T]\}$$

$$S3(i)_t = \frac{1}{M(t)} (1-Q) \cdot \text{Max}\{A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0\} \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$S3(i)_T = \frac{1}{M(t)} (1-Q) \cdot \text{Max}\{G_{T-1} + B_T, 0\}$$

$$B_T = A_T - \sum_{j=1}^{N(T)} [L(j)_T \cdot [1 - \pi(j)_T]]$$

또한 이 경우 t기의 주주의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.

$$SK_t = SK1_t + SK2_t \quad (\text{식10})$$

$$SK1_t = 0 \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$SK1_T = \text{Max}[K_T + \text{Min}\{G_{T-1} + B_T, 0\}, 0]$$

$$SK2_t = Q \cdot \text{Max}\{A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0\} \quad t=1, 2, \dots, T-1$$

$$SK2_T = Q \cdot \text{Max}\{G_{T-1} + B_T, 0\}$$

(3) 현금흐름의 비교를 통한 관찰

우선 (식9)를 살펴보면 주식회사의 경우에도 상호회사와 마찬가지로 모든 t 에 대해 $S1(i)_t$ 및 $S2(i)_t$ 는 G_{t-1} 의 단조불감소함수이며, 따라서 보험이익의 일부를 준비금으로 적립하는 것은 적립하지 않는 경우에 비하여 사전적 및 사후적으로 잔존보험계약자의 일차적 및 이차적 권리를 약화시키지 않음을 알 수 있다. 또한 E_t 를 t 기초의 기대치로 정의한다면 다음과 같은 관계가 성립한다.

<관찰 7> 모든 t 에 대해서 “ $E_t(RK_t) \geq -K_t$ ”는 “모든 i 에 대해 $E_t[S1(i)_t] \geq E_t[C1(i)_t]$ ”가 성립하기 위한 충분조건이며, “ $RK_t > -K_t$ ”는 “모든 i 에 대해 $S1(i)_t \geq C1(i)_t$ ”가 성립하기 위한 충분조건이고, “ $RK_T > -K_T$ ”은 “모든 i 에 대해 $S2(i)_T \geq C2(i)_T$ ”가 성립하기 위한 충분조건이다.

<관찰 7>은 자본의 투자손실이 자본의 가치를 완전히 잠식하지 않는 한 준비금의 적립으로 인해 주식회사와의 보험계약이 상호회사와의 계약에 비해 보험계약자의 이차적 권리를 사전적 및 사후적으로 약화시키는 결과를 초래하지 않음을 시사한다.

한편으로 (식9)에서는 부분적인 누적결손 상황에서 준비금 적립 후 잔여 보험이익이 존재하는 경우, 즉 “ $K_t < K$ 이고 $A_t - (TG_t - G_{t-1}) > 0$ ”인 경우가 발생하면 $S3(i)_t$ 및 $SK2_t$ 가 모두 양(+)의 값을 갖게 되어 보험회사가 누적결손에도 불구하고 계약자 및 주주에게 배당을 지급하는 결과를 가져오게 된다. 이 경우 결손의 발생은 잔존 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리에 대한 자본의 보호기능을 사전적으로 영구히 저하시킨다. 이는 곧 준비금이 존재하는 경우라 할지라도 누적결손이 존재하는 경우에는 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리에 대한 자본의 보호기능을 회복하기 위하여 주주 혹은 계약자배당의 사외유출을 억제하는 것이 마땅함을 시사한다. 이 경우 주주배당만을 억제할 것인가 혹은 주주와 계약자배당을 모두 억제할 것인가의 문제가 대두되게 된다.

① 주주배당재원으로만 누적결손을 보전하는 경우

우선 주주배당의 사외유출만을 억제하면서 계약자배당의 사외유출을 허용하는 경우라면 주주의 현금흐름은 다음과 같이 정의되어야 한다.

t=1, 2, ... , T-1에 대하여 (식11)

$$\begin{aligned}
 K_{t+1} &= K1_{t+1} \\
 &= K_t + \text{Min}\{A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0\} \\
 &\quad + \text{Min}\{Q \cdot \text{Max}[A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0], \text{Max}[K - K_t, 0]\} \\
 SK2_t &= SK21_t \\
 &= \text{Max}\{Q \cdot \text{Max}[A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0] - \text{Max}[K - K_t, 0], 0\}
 \end{aligned}$$

② 계약자 및 주주배당재원으로 누적결손을 보전하는 경우

한편 준비금 적립 후의 보험이익을 계약자배당에 우선하여 결손보전에 사용하는 경우라면 보험계약자 및 주주의 잔존권리를 다음과 같이 정의할 수 있다.

t=1, 2, ... , T-1에 대하여 (식12)

$$\begin{aligned}
 K_{t+1} &= K1_{t+1} \\
 &= K_t + \text{Min}\{A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0\} \\
 &\quad + \text{Min}\{\text{Max}[A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0], \text{Max}[K - K_t, 0]\} \\
 S3(i)_t &= \frac{1}{M(t)} (1-Q) \cdot \\
 &\quad \text{Max}\{\text{Max}[A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0] - \text{Max}[K - K_t, 0], 0\} \\
 SK2_t &= SK21_t \\
 &= Q \cdot \text{Max}\{\text{Max}[A_t - (TG_t - G_{t-1}), 0] - \text{Max}[K - K_t, 0], 0\}
 \end{aligned}$$

(식11)과 (식12)로부터 누적결손이 존재하는 상황에서는 주주 및 계약자에 대한 배당을 억제하는 것이 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리를 강화하는 효과가 있음을 쉽게 확인할 수 있다. 그러나 자본잠식이 발생한 이후 계약자배당을 억제하지 않고 주주배당만으로 자본결손을 보전하도록 하는 경우 주주의 일차적 및 잔존권리를 일방적으로 희생하여 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리뿐 아니라 보험계약자의 잔존가치까지를 우선적으로 확보하는 결과가 초래된다. K_t 와 G_t 의 정의상 자본잠식은 보험손실이 발생하지

않더라도 준비금 적립의 부담 때문에 발생할 수 있기 때문이다.

그러나 준비금을 적립하는 근본적인 이유가 잔존권리의 조기실현을 억제하여 선순위의 권리를 보호하기 위한 것이라면 모든 보험계약이 종료되는 시점에서 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리를 충족시킨 이후에 잔여부분이 있는 경우에만 이를 주주 및 보험계약자의 잔존권리로 배분하는 것이 보다 타당할 것이다. 즉 자본이 0이 되었다 하더라도 준비금이 존재하는 상황이라면 이후에 실현되는 보험이익으로는 먼저 결손을 보전한 후에 주주 및 계약자 배당을 실시하는 것이 주주의 일차적 권리와 보험계약자의 잔존권리의 우선순위를 유지하는 방법이 되는 것이다. 이러한 논리를 확장하면 준비금이 적립되어 있는 상황에서 자본의 완전잠식이 발생하였다고 하더라도 단순히 이를 이유로 주주와 회사의 관계를 단절하는 것은 타당하지 못한 것으로 생각된다. 즉 보험회사가 이미 충분한 수준의 준비금을 적립하고 있으며, 그 일부분이 자본으로 충당되어 있는 경우라면 장부상 자본이 부(-)의 상태에 있다고 하더라도 실질적으로 주주의 보험계약자에 대한 보호기능이 완전히 상실되지 않았기 때문이다. 특히 적립된 준비금이 주주 및 보험계약자의 잔존권리에 속하는 현금흐름을 포함하고 있는 경우라면 당연히 주주의 일차적 권리가 이에 우선해야 하므로 단순히 회계적인 자본잠식이 발생하였다고 해서 주주의 일차적 권리가 소멸하는 것으로 보는 것은 온당치 못하다.

2. 계약자 배당재원으로 준비금을 적립하는 경우

한편 준비금의 적립을 위해 자본을 사용하는 대신 전적으로 계약자 몫의 잔존권리에 속하는 현금흐름으로만 적립하는 경우를 상정해보자. 이 경우 이미 적립된 준비금 자체는 순수하게 보험계약자의 몫이라고 볼 수 있다. 이러한 상황에서 자본의 잠식이 발생하는 경우 이후 발생하는 보험이익을 사용하는 방식으로 ① 보험이익을 주주 및 계약자 배당으로 먼저 배분하고 주주 배당으로만 결손을 보전하는 경우와 ② 자본의 잠식을 보험이익으로 먼저 보전한 후 주주 및 계약자배당을 결정하는 경우의 두가지를 생각해볼 수 있다.

(1) 주주배당재원으로만 누적결손을 보전하는 경우

보험이익이 발생하면 이를 먼저 주주몫과 계약자몫으로 구분하여 주주몫으로는 결손을 보전하고 계약자몫으로는 준비금을 적립하되, 각각 잔여이익

이 있을 때에만 배당하는 경우의 자본, 적립금, 주주 및 보험계약자의 잔존 권리의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.²²⁾

$$\begin{aligned}
 & t=1, 2, \dots, T-1 \text{에 대하여} && \text{(식13)} \\
 & K_{t+1} = K_t + \text{Min}\{A_t, 0\} + \text{Min}\{Q \cdot \text{Max}[A_t, 0], \text{Max}[K-K_t, 0]\} \\
 & G_t = G_{t-1} + \text{Min}\{TG_t - G_{t-1}, (1-Q) \cdot \text{Max}[A_t, 0]\} \\
 & S3(i)_t = \frac{1}{M(t)} \text{Max}\{(1-Q) \cdot \text{Max}[A_t, 0] - (TG_t - G_{t-1}), 0\} \\
 & SK2_t = \text{Max}\{Q \cdot \text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\}
 \end{aligned}$$

(2) 계약자 및 주주배당재원으로 누적결손을 보전하는 경우

보험이익을 먼저 결손의 보전에 사용하고, 잔여이익이 있는 경우 이를 주주몫과 계약자몫으로 구분하여 주주몫은 배당하고 계약자몫은 준비금을 적립한 후 잔여분이 있는 경우에만 배당하는 경우의 자본, 적립금, 주주 및 보험계약자의 잔존권리의 현금흐름은 다음과 같이 정의된다.²³⁾

$$\begin{aligned}
 & t=1, 2, \dots, T-1 \text{에 대하여} && \text{(식14)} \\
 & K_{t+1} = K_t + \text{Min}\{A_t, 0\} + \text{Min}\{\text{Max}[A_t, 0], \text{Max}[K-K_t, 0]\} \\
 & G_t = G_{t-1} + \text{Min}\{TG_t - G_{t-1}, \\
 & \quad (1-Q) \cdot \text{Max}\{\text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\} \\
 & S3(i)_t = \frac{1}{M(t)} \cdot \text{Max}[\\
 & \quad (1-Q) \cdot \text{Max}\{\text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\} - (TG_t - G_{t-1}), 0] \\
 & SK2_t = Q \cdot \text{Max}\{\text{Max}[A_t, 0] - \text{Max}[K-K_t, 0], 0\}
 \end{aligned}$$

(3) 준비금의 성격구명

(식13)과 (식14)를 비교해보면 모든 t와 i에 대해서 (식13)의 K_t 와 $SK2_t$ 가 (식14)의 K_t 와 $SK2_t$ 에 비해 크지 않으며, (식13)의 G_t 와 $S3(i)_t$ 가 (식14)의 G_t 와 $S3(i)_t$ 에 비해 작지 않음을 알 수 있다. 따라서 보험이익을 주주와 계약자몫으로 나누기 이전에 결손의 보전에 사용하는 것은 보험계약자로부터

22) 이 경우 계약자몫의 보험이익은 결손보전에 사용되지 않는다.

23) 이 경우 원래 계약자몫이어야 할 보험이익의 일부 혹은 전부가 결손보전에 사용되는 결과를 가져온다.

터 주주로의 부의 이전을 가져온다. 그러나 모든 t 와 i 에 대해서 (식13)의 $S1(i)_t$ 과 $S2(i)_t$ 가 (식14)의 $S1(i)_t$ 과 $S2(i)_t$ 보다 크다고 단정할 수 없으며, 따라서 이와 같은 부의 이전은 보험계약자의 일차적 및 이차적 권리를 반드시 강화하는 것이 아님을 알 수 있다. 이는 곧 이미 적립되어 있는 준비금이 전적으로 계약자 배당재원으로만 적립되어 있는 상황이라면 자본의 결손이 발생하였을 때 준비금으로 이를 보전하는 데에는 주주와 보험계약자의 권리의 우선순위 상충이 발생하지 않도록 신중을 기할 필요가 있음을 시사한다. 그러나 한편으로 준비금이 계약자 배당재원으로만 형성되었다고 해서 자본의 결손을 주주배당만으로 보전하게 하는 경우에는 주주의 일차적 권리에 앞서 보험계약자의 잔존권리를 확보하는 결과가 초래될 수도 있다. 주주배당을 억제하고 자본의 결손을 보전하는 것은 당연히 주주의 일차적 권리와 잔존권리의 우선순위를 확립하는 효과가 있다. 그러나 만약 결손보전이 완료되지 않은 상황에서 모든 보험계약이 만료되고, 이 시점에 적립된 준비금이 보험계약자의 일, 이차적 권리의 충족시키지만 잔여적립금과 자본의 합계가 K 보다 작은 경우 이전에 지급된 계약자배당은 주주의 일차적 권리에 앞서 보험계약자의 잔존권리를 확정된 결과가 되기 때문이다.²⁴⁾

채무계약이론의 관점에서 볼 때 계약자 배당만을 유보하여 적립된 준비금이 존재하는 경우 이는 당연히 보험회사의 부채로 취급되어야 한다. 그러나 앞의 논리에 따르면 이러한 준비금을 확정적인 부채로 처리한다면 이후 시점에 결손이 발생하고, 이를 주주배당의 재원만으로 보전하도록 하는 경우 주주의 일차적 권리가 보험계약자의 잔존권에 비해 후순위가 되는 상황이 초래될 수 있음을 알 수 있다. 따라서 권리의 우선순위 상충을 회피하기 위해서는 이러한 적립금의 성격을 우발채무(contingent liability)로 해석하는 것이 보다 타당할 것이다. 즉 계약자 배당재원을 토대로 적립된 준비금은 결손발생으로 인한 자본잠식이 발생하면 이를 보전하는 용도로 사용하되, 결손이 발생하지 않는 경우에는 보험회사는 이를 계약자에게 지급해야 할 의무를 부담하는 것으로 보아야 한다.²⁵⁾

V. 자산재평가차의 사내유보분의 처리 문제

24) 이 경우 결손보전에 사용된 주주배당은 실제로는 결정되었지만 지급되지 않은 것으로 보아야 하지만 준비금 적립 후의 계약자배당은 실제로 지급된 것이기 때문에 우선순위의 상충 문제가 발생하는 것으로 해석된다.

25) 이 경우 동 적립금을 보험회사의 채무로 확정하는 우발사건(contingency)은 “결손으로 인한 자본잠식이 발생하지 않는 경우”로 정의된다.

현금흐름을 수반하지 않은 회계적 이익은 시장가치의 증분을 발생시키지 않는 명목상의 이익이기 때문에 주주 혹은 보험계약자의 일, 이차적 및 잔존 권리를 실질적으로 강화하지 못한다. 특히 보험회사에 있어 자산재평가 등으로 회계적 이익이 발생하는 경우는 주주 및 보험계약자에 대해 이미 지급되었어야 할 이익배당이 유보되어 있던 것을 단순히 회계적으로 인식(recognize)한 것에 불과하다. 즉 자산재평가 이익은 주주 및 보험계약자의 잔존권리에 해당하는 현금흐름의 지급이 유보된 것으로 해석된다.

이처럼 과거 이익배당의 유보를 인식하는 경우 이미 회사와 보험계약이 종료된 과거계약자가 존재하는 경우에는 이들의 보험계약이 종료되는 시점에 지급되었어야 할 현금흐름의 일부가 지급되지 않은 채 사내에 유보되어 있었다는 의미를 가진다. 따라서 과거계약자의 경우 일, 이차적 및 잔존권리가 모두 확정된 상태이기 때문에 이익의 인식 시점에 이를 지급하는 것이 논리적으로 타당하다. 그러나 보험계약이 종료되지 않은 잔존계약자의 경우 아직 일, 이차적 권리가 확정된 상황이 아니기 때문에 단순히 과거의 배당이 실제로 지급되지 않고 유보되어 있다고 해서 이를 지급하는 것은 권리의 우선순위를 침해하는 결과를 가져올 수 있다. 배당의 지급은 현금흐름의 유출을 초래하여 주주 및 잔존계약자의 일차적 및 이차적 권리를 충족시키기 위한 자산이 감소하는 결과를 가져오기 때문이다. 즉 비현금 이익을 기반으로 한 배당의 지급은 우선순위 권리에 앞서 주주 및 보험계약자의 잔존권리를 확정하는 효과가 있으며, 따라서 원칙적으로 주식회사는 비현금 이익을 주주 혹은 계약자배당으로 사외유출하는 대신 준비금의 형태로 회사 내부에 유보하는 것이 타당하다.²⁶⁾

일부 국내 생보사는 1989년 및 1990년 자산재평가를 통해 비현금 이익을 인식하였으며, 자산재평가차익을 1990.8.31 재무부의 「생명보험회사 잉여금 및 재평가적립금 처리지침」(이하 「지침」)에 근거하여 다음과 같이 처리하였다. 첫째, 자산재평가차익의 일정부분을 먼저 주주몫으로 구분한 뒤, 이를 자본전입 혹은 이월결손금의 보전에 사용하도록 하였다. 둘째, 주주몫을 제외한 자산재평가차익의 일부를 계약자몫으로 구분하여 이를 부채로 처리한 후 공익기금출연(과거계약자몫), 특별배당금 및 배당안정화 준비금으로 적립하도록 하였다. 셋째, 주주 및 계약자몫을 제외한 자산재평가차익의 처리유보금액은 재평가적립금으로 사내에 유보하면서 장부상으로는 자본잉여금 항목으로 처리하였다.

26) 물론 상호회사의 경우라면 모든 보험계약자가 동등한 권리를 가지고 있기 때문에 우선순위 위배는 그 자체로 문제가 되지 않을 수도 있다.

「지침」이 동 적립금을 자본항목으로 계리하도록 하고 있음에도 불구하고 그 본질은 자본이 아닌 부채라고 해석하는 것이 타당하다. 그 이유는 무엇보다도 「지침」이 일차적으로 주주몫을 구분함으로써 동 적립금의 재원이 과거 주주배당의 억제분을 포함하지 않고 있음을 분명히 하고 있기 때문이다. 따라서 동 적립금은 계약자몫의 재평가차익 즉, 과거의 배당지급이 유보되어 형성된 것으로 이해되어야 하며, 이는 명확히 보험회사의 부채에 해당한다. 그러나 한편으로 「지침」은 제14조에서 동 적립금을 계약자 배당 이외에 결손보전의 재원으로 사용할 수 있도록 규정하고 있는 바, 이는 동 적립금의 본질을 전장의 (식14)에 정의된 준비금과 동일한 성격으로 규정한 것으로 해석될 수 있다.²⁷⁾ 이러한 이유로 해서 「지침」은 동 적립금이 자본항목에 계리되어 있음에도 불구하고 실질적으로 자기자본에서 제외되어야 함을 대차대조표 주식사항으로 표시하도록 명시하고 있는 바, 이는 곧 동 적립금이 자본이 아닌 우발채무의 성격을 가짐을 의미한다.

한편 「지침」의 제14조 ②, ③항은 “채무부장관의 사전허가”를 채무확정의 조건으로 명시하고 있지만, 이러한 허가를 언제까지 받아야 하는가를 명시하지 않아 채무의 우발성(contingentness)의 유효기간이 규정되지 않은 상태에 있다. 따라서 우발성을 언제까지 인정할 것이냐의 문제가 제기될 수 있기 때문에 「지침」은 결함이 있는 것으로 보아야 하며, 이러한 결함은 시급히 시정되어야 한다. 즉 관할부서(재무부, 현재는 재정경제부)는 지금이라도 「지침」의 수정을 통해 재평가적립금을 결손보전에 사용할 수 있는 기간을 명시함으로써 우발성의 유효기간을 명시하는 것이 바람직하다.²⁸⁾

VI. 결론 및 요약

제2장-제5장의 분석은 국내 생보사가 주식회사라는 법적 형태를 가지고 있음에도 불구하고 실제로는 상호회사와 동일하게 운영되었다는 주장은 재무계약이론의 측면에서 볼 때 타당성을 결여하고 있음을 시사한다. 유배당보험의 판매자가 주식회사이든 상호회사이든 보험계약자가 보유하는 계약상의 권리가 동일한 것은 사실이지만, 이것이 곧 유배당보험 계약자가 주식회사인

27) 실제로 「지침」은 제12조에서 재평가차익 중 주주몫에 대해서 재평가일 이후 발생한 대차대조표상의 이월결손금의 보전 뿐 아니라 자본전입을 허용하고 있지만 제14조에서 계약자몫의 재평가적립금을 결손보전에 사용하기 이전에 주주지분이익으로 먼저 결손을 보전할 것을 규정하고 있다.

28) 현실적으로 재평가적립금이 결손보전을 위한 대기상태에 있었던 기간이 상당히 장기간이기 때문에 아직까지 결손보전에 사용되지 않은 금액에 대해서는 우발성을 완전히 제거하고 부채로 확정하는 것이 타당할 것이다.

보험회사의 주주와 동일하다는 것을 의미하지는 않기 때문이다. 즉 주주와 유배당 보험계약자는 보험금지급요건 발생과 경영성과라는 동일한 위험요인에 노출되지만 양자간에 자산가치의 배분순위에 차이가 존재하기 때문에 노출된 위험의 크기에 차이가 존재하며, 이에 따라 사전적 및 사후적으로 보험계약자는 사원인 주주와 동등한 지위를 가진 것으로 볼 수 없다. 보험수요자가 상호회사가 아닌 주식회사와 유배당보험 계약을 체결하는 것은 자신의 일, 이차적 권리에 내재된 리스크를 주주에게 전가하기 위한 것이며, 주주와 잔존권리인 보험이익을 공유하는 것은 이러한 리스크 전가에 대한 보상인 것이다. 따라서 보험이익에 내재된 리스크를 주주와 공유한다는 것만으로 보험계약자가 주주와 동등한 사원의 지위를 획득한 것으로 볼 수 없으며, 유배당보험을 판매한다고 하더라도 사전적으로 국내 생보사의 경제적 실체가 상호회사와 동일하다고 보기 어렵다.

또한 국내의 현실에 비추어 보험계약자가 실질적으로 주주의 역할을 수행하였다는 주장도 큰 타당성이 없는 것으로 보인다. 일부의 주장과는 달리 자산재평가차익의 일부를 보험계약자에게 배분하거나 회사내부에 유보한 것만으로 유배당보험 계약자가 실질적으로 주주와 동일한 리스크를 부담하였다고 볼 근거가 희박하기 때문이다. 우선 자산재평가차익은 현금흐름을 발생시키지 않는 회계적 이익의 인식에 불과하며, 이를 회사 내부에 유보한 것은 주주와 보험계약자의 잔존권리의 실현을 유보한 것에 불과하기 때문에 실질적인 자본의 증가로 볼 수 없다는 점을 들 수 있다. 즉 재평가차익을 유배당보험 계약자에게 배분한 것은 유배당계약의 본질상 당연한 것이며, 보험계약자가 주주의 역할을 수행한 것에 대한 보상으로 볼 수 없다. 또한 계약자몹에 속하는 재평가차익의 일부를 회사 내부에 유보한 것 또한 일방적으로 자본과 동일한 역할을 수행한 것으로 보기 어렵다. 재무계약이론에 따르면 이러한 적립금은 준비금의 성격으로 결손이 발생하지 않는 경우에 보험회사의 부채로 인식되어야 할 우발채무로 해석하는 것이 보다 타당하기 때문이다. 따라서 일부 국내 생보사의 경우 자산재평가적립금이 결손보전에 사용되었다 하더라도 이것만으로 동 적립금이 자본의 역할을 수행한 것으로 보기 어려우며, 단지 부채를 확정할 우발사건이 발생하지 않은 것으로 보는 것이 타당하다. 따라서 국내 생보사의 경제적 실체는 사후적으로도 상호회사와 동일하지 않았다고 보아야 한다.

국내 생보사에 대해 “상호회사 성격”에 대한 주장이 되풀이되는 근본적인 이유는 일부 생보사가 상장을 추진함에 따라 상장차익이 기대된다는 점에 있는 것으로 보인다. 즉, 실제 논의의 핵심은 “상호회사 성격”의 유무가

아니라 유배당 보험계약자가 주주와 동일하게 상장으로 인한 자본이득을 요구할 근거가 있는가의 문제라고 보아야 한다. 그러나 본고의 분석에 따르면 법적 측면 뿐 아니라 경제적인 측면에서도 보험계약자가 주주와 동일한 권리를 가지고 있다고 주장할만한 타당성은 없는 것으로 보인다. 물론 국내 생보사의 상장을 둘러싼 이해의 대립은 이미 이러한 이론적인 측면의 논리를 넘어선 측면이 있다. 국내 생보사의 경영행태나 가격결정의 공정성 문제, 소유 및 지배구조 등 다양한 문제를 배경으로 하고 있기 때문이다.

실제로 국내 생보사를 둘러싼 이러한 다양한 문제들을 하나씩 따져보는 것은 그 자체로서 의미가 있을 것이다. 그러나 상호회사적 성격과 같은 논쟁이 엄밀한 학문적 분석과 검증이 없이 특정한 목적의 달성을 위해 되풀이 제기되는 것은 바람직하지 못하다. 본고는 국내 생보사의 상호회사적 성격 여부에 대해 엄격한 학문적 토대 위에서 논쟁이 이루어지고 합리적인 결론에 도달하기 위한 첫걸음을 제공한다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있을 것이다.

참고문헌

<국내문헌>

- 김정동(2004), 생명보험회사 투자유가증권 처분손익 및 평가손익의 배분에 관한 연구“, 보험학회지 제68집 04-8
- 류근옥(2003), “배당형 생명보험의 공정한 이익배분과 가치평가”, 리스크관리연구 제14권 제1호
- 류근옥(2004), “미국 생명보험주식회사의 배당상품 및 이익배분 정책에 대한 실증분석과 국내적 시사점”, 보험학회지 제67집 04-4
- 박세민(2000), “생명보험사의 기업공개와 상장차익귀속에 관한 법적 고찰”, 상사법연구 제18권 제3호
- 오창수(2005), “자산할당방법을 이용한 보험료산출에 관한 연구”, 보험학회지 제71집 05-08
- 이동결(2005-a), “생보사 ‘다중 법인격성’의 문제점 및 해결방안”, 주간금융브리프 14권 34호, 한국금융연구원
- 이동결(2005-b), “생보사 사업비 차이: 현황 및 문제점”, 주간금융브리프 14권 42호, 한국금융연구원
- 이동결(2006), “생보사 상장문제를 보는 바른 시각”, 주간금융브리프 15권 10호, 한국금융연구원
- 지홍민(2002), “옵션모형을 이용한 생명보험계약의 가치평가”, 리스크관리연구 제13권 제2호 39-60
- 참여연대(2003), 「생명보험회사 상장 방안에 대한 참여연대 의견」
- 한국금융연구원(1999-a), 「생명보험회사의 기업공개: 이익배분을 중심으로」
- 한국금융연구원(1999-b), 「생명보험회사의 기업공개 2차 공청회」

<외국문헌>

- Belth, Joseph(1965), 「Participating Life Insurance Sold by Stock Companies」, Homewood, Ill.: R.D. Irwin
- Doherty, Neil A.(1991), "The Design of Insurance Contracts when Liability Rules are Unstable," Journal of Risk and Insurance, Vol 58
- Doherty, Neil A. and Georges Dionne(1993), "Insurance with Undiversifiable Risk: Contract Structure and Organizational Form of Insurance Firms," Journal of Risk and Uncertainty, 6

- Fama, Eugene, and Jensen, Michael(1983a), "Separation of Ownership and Control," Journal of Law and Economics, 26
- Fama, Eugene, and Jensen, Michael(1983b), "Agency Problems and Residual Claims," Journal of Law and Economics, 26
- Krishnaswami, Sudha and Steven Pottier(2001), "Agency Theory and Participating Policy Usage: Evidence from Stock Life Insurance," Journal of Risk and Insurance, Vol 68, No 4
- Lamn-Tannant, Joan and Laura T. Starks(1993), "Stock versus Mutual Ownership Structures: The Risk Implications," Journal of Business, Vol 66, No 1
- Mayers, David and Clifford W. Smith(1981), "Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets," Journal of Business, Vol 54, No 3
- Mayers, David and Clifford W. Smith(1986), "Ownership Structure and Control: The Mutualization of Stock Life Insurance Companies," Journal of Financial Economics, Vol 16, No 1
- Mayers, David and Clifford W. Smith(1988), "Ownership Structure Across Lines of Property-Casualty Insurance," Journal of Law and Economics, Vol 31, No 2
- Mayers, David and Clifford W. Smith(1990), "On the Corporate Demand for Insurance: Evidence From the Reinsurance Market," Journal of Business, Vol 63, No 1
- Mayers, David and Clifford W. Smith(1994), "Managerial Discretion and Stock Insurance Company Ownership Structure," Journal of Risk and Insurance, Vol 61, No 4
- Smith, Bruce, and Stultzer, Michael(1990), "Adverse Selection, Aggregate Uncertainty, and the Role for Mutual Insurance Contracts," Journal of Business, Vol 63