
테 마 진 단

◆ 보험회사의 내재가치 공시 현황 및 활용: 주식이치평가를 중심으로

이 경 희 전문연구위원, 김 세 중 책임연구위원

1. 문제제기

최근 국내 손해보험회사들이 유럽을 중심으로 활용되고 있는 내재가치 지표를 기업설명회 차원에서 공시하기 시작함에 따라 내재가치에 대한 관심이 높아지고 있음. 이에 내재가치 공시 현황 및 내재가치와 기업가치 간 상관성에 대해 살펴보고, 바람직한 내재가치 공시 및 활용을 위한 시사점을 제시하고자 함.

□ 1980년대 영국에서부터 측정되기 시작한 장기보험(long-term business)에 대한 내재가치(EV: embedded value)는 그 유용성으로 인해 다양한 목적으로 활용되고 있는데, 외부적으로는 적정 주가 판단의 기준으로도 사용되고 있음¹⁾.

○ 내재가치 정보는 유럽을 중심으로 1990년대부터 일반인에게 공시되기 시작하였으며, 점차 캐나다, 호주, 일본, 중국 등으로 확대되고 있음.

□ 국내에서도 2000년대 중반 이후 이미 상장된 대형 손해보험회사를 중심으로 기업설명회(IR: investor relation) 차원에서 자율적으로 내재가치를 발표하고 있음.

○ 이러한 현상은 국내 보험회사들도 자본시장을 통한 자본 확충의 중요성이 대두되면서 회사의 가치에 대한 적절한 정보를 제공하고 이에 대한 시장의 공정한 평가를 받는 과정이 중요해진 것으로 이해할 수 있음.

○ 공시된 내재가치는 보험회사의 주가 평가에도 활용되고 있는데, 2009년 하반기 동양생명의 상장을 계기로 향후 장기보험을 취급하는 보험회사의 주가 평가 수

1) 내부적으로는 상품·보종별 수익성·자본배분, 최고 경영진의 인센티브 결정 등에 활용되며, 외부적으로는 M&A, 가용자본 추정, 회사 간 비교, 애널리스트 및 신용평가회사의 재무상태 평가 등에 활용되고 있음.

단으로서 중요한 잣대가 될 것으로 기대되고 있음.

- 본고에서는 내재가치 활용이 보편화된 해외 보험회사를 중심으로 내재가치 측정 및 공시 현황, 내재가치 공시가 주식시장에 미치는 영향 등에 대해 살펴보고 국내 보험 회사에 대한 시사점을 도출하고자 함.
- 해외 보험회사의 경우 내재가치 발전 과정 및 실증분석 사례를 통해 내재가치 정보와 주가 간 상관성의 존재 여부를 중심으로 살펴볼 것임.
- 국내 보험회사의 경우 내재가치 공시 내용 및 기술 통계를 중심으로 분석하며, 선진 보험회사와 마찬가지로 내재가치 정보가 주가 평가의 보조지표로서 유용하게 활용되기 위한 시사점을 제시하고자 함.

2. 내재가치 측정 방식 및 해외 보험회사의 공시

보험회사의 가치평가방식으로서 내재가치는 2000년 이후 유럽, 아시아, 캐나다 등에서 활발하게 측정되어 공시되고 있음. 유럽 보험회사들은 자율적으로 내재가치 관련 기준을 제정하여 내재가치 산출 결과뿐만 아니라 기본 가정의 산출 방법·주요 가정에 대한 민감도 분석 등을 외부 이해관계자에게 공시하고 있음.

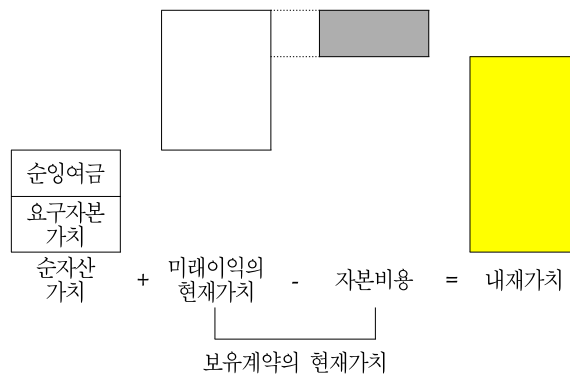
가. 내재가치의 측정 방식 및 활용

- 내재가치는 보험회사 주주 이익의 현재가치로 정의할 수 있는데, 조정순자산가치(ANW: adjusted net worth)와 보유계약의 현재가치(PVIF: present value of in-force business)로 구성됨.
- 조정순자산가치란 순잉여금(free surplus)가치와 요구자본(required capital)²⁾가치를 의미하는데, 이는 장부상의 자기자본에서 준비금, 무형자산 가치 등을 조정하여 계산함.
 - 순잉여금가치는 주주 배분에 아무런 제약이 없는 자기자본으로서 요구자본과 부채를 초과하는 자산의 시장가치를 의미함.

- 2) 감독당국에서 요구하는 최저지급능력(minimum statutory solvency requirement) 수준을 의미함. 일반적으로 요구자본은 감독요건을 충족시키기 위해 보유해야 하는 추가적인 자본이므로 주주에게 배분이 제한되어 있음.

- 요구자본가치란 요구자본에서 자본비용(cost of holding required capital)³⁾을 차감한 값을 의미함.
- 보유계약의 현재가치는 보유계약에서 발생하는 미래 세후이익의 현재가치에서 자본비용의 현재가치를 차감하여 계산함.

<그림 1> 내재가치의 구성



- 내재가치 결과는 장래 현금흐름 산출을 위해 사용된 가정들에 결정적으로 의존하는데, 주요 가정은 경제적 가정과 계리적 가정으로 구분할 수 있음.
- 경제적 가정은 일반적으로 현재 및 장래 경제 환경과 관련되는데, 예를 들면, 장래 투자이익률, 시장금리, 할인율(RDR: risk discount rate)⁴⁾, 기대 배당률, 인플레이션 등이 해당됨.
- 계리적 가정은 현재 및 장래 보험회사의 경영 환경과 관계되는 사항으로서 각종 위험률(사망률, 입원율, 생존율 등), 해약률(유지율), 사업비율(인플레이션 배제, 신계약비·유지비·수급비), 계약자 행동, 신용등급 전략 등이 해당됨.
- 보험회사의 가치평가 방식으로서 내재가치가 도입된 배경은 생명보험 상품에 내재된 현금흐름의 장기성으로 인해 제무 지표를 중심으로 분석하는 전통적인 평가 방식이 보험회사의 가치를 적절하게 측정할 수 없다는 문제의식에서 비롯된 것임.

3) 요구자본에 할당된 자산의 기대수익률은 주주가 요구하는 수익률(RDR: risk discount rate)이 아니라 투자이익률이 되므로 자본비용은 “요구자본×(할인율-투자이익률)”로 산출됨.

4) 투자한 자본에 대해 주주들이 요구하는 수익률을 의미하는 것임.

- 전통적인 가치평가 방식의 단점은 단기적인 현금흐름만을 평가하기 때문에 생명 보험, 연금과 같이 장기 현금흐름을 가진 상품의 수익성을 측정하는 데는 한계를 가지고 있다는 것임.
 - 예를 들면, 보수적인 책임준비금 책정 시 신계약 증가가 영업실적을 악화시키는 결과를 야기함으로써 빠르게 성장하는 신사업 분야의 비중이 높은 보험회사가 저평가될 수도 있음.
 - 또한, 전통적인 손익 측정 방식은 자본의 활용도를 정확히 반영하지 못하고, 각국마다 상이한 회계기준을 가지고 있기 때문에 다른 국가에서 영업하는 보험회사의 가치를 비교하는 데 한계를 가짐.
- <그림 1>은 전통형 내재가치(TEV: traditional EV) 구성 내역을 예시한 것으로 전통형 내재가치 측정 방식은 이후 유럽형 내재가치(EEV: european EV)로 발전되고, 다시 시장기준 내재가치(MCEV: market consistent EV)로 진화됨.
- 전통형 내재가치 측정 방식의 경우 가정들에 대한 일관된 기준이 없어 회사 간 비교가 곤란하다는 지적이 계속되었고, 2000년 주식시장 침체 후 그 전까지는 고려대상이 아니었던 금융옵션이나 보증에 대한 고려 필요성이 제기되었으며, 정보 공시에 대한 요구도 제기됨.
 - 이에 따라 내재가치 측정에 관한 통일된 기준 마련과 리스크를 감안한 내재가치 측정 방법에 대한 필요성이 대두되어, 2004년 유럽 대형보험회사의 최고재무관리자 모임인 CFO Forum에서 유럽형 내재가치 측정방법에 대한 기준을 마련함.
 - 유럽형 내재가치는 자의성 개입 여지가 가장 큰 할인율에 대한 산출 원칙을 제시하고 산출 방법을 공시하도록 하였으며, 각종 금융옵션과 보증을 명시적으로 고려해서 내재가치를 측정하도록 함.
 - 2008년 6월 발표된 시장기준 내재가치 측정 방식은 국제회계기준, Solvency II와 본질적으로 유사한 개념으로서 모든 보험회사가 동일한 할인율(무위험 수익률)을 사용하도록 함으로써 회사 간 비교 가능성을 높임.

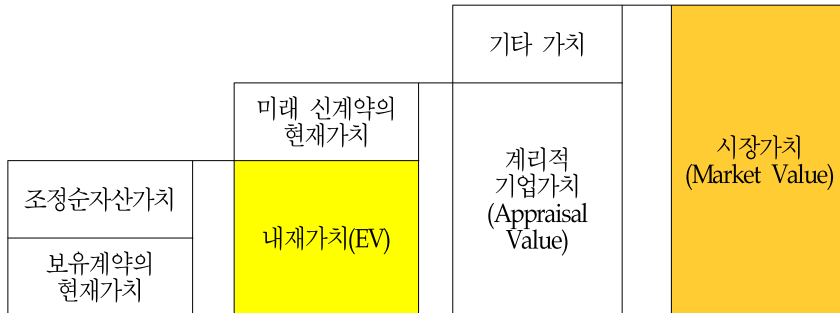
<표 1> 내재가치의 변천 과정

전통형 내재가치(TEV)	유럽형 내재가치(EEV)	시장기준 내재가치(MCEV)
○ 명시적 가이드라인 없음 -회사마다 산출방법, 공시 등을 달리 적용하여 비교 불가능 ○ 결정론적 방식에 의한 산출 -옵션보증가치와 같은 리스크를 할인율에 반영했는지 여부가 불투명	○ 2004년 5월 CFO Forum EEV Principles 공표 -2005 회계연도부터 현재까지 적용 중 ○ 금융옵션과 보증가치의 명시적 측정 ○ 할인율 산출원칙 제시 및 산출 방법 공시 의무화 ○ 공시 의무화 -최저 공시기준 설정 및 비교가능성 제고	○ 2008년 6월 CFO Forum MCEV Principles 공표 -2009년 12월부터 적용 예정 ○ Market-consistent 개념 도입 -할인율을 무위험수익률로 통일 -위험중립평가방법 적용

자료: 보험개발원, 내재가치 산출방법 변화 및 활용방안, 2008.7.2.에서 수정 작성함.

- 내재가치는 정의상 주주에게 귀속되는 장래 현금흐름의 현재가치를 의미하므로 보험회사의 시장가치를 평가하기 위한 목적으로도 활용될 수 있음.
- 내재가치 계산에는 불확실성이 큰 미래 신계약가치가 포함되지 않는데, 내재가치에 미래 신계약의 현재가치를 합산하면 계리적기업가치(AV: appraisal value)를 산출할 수 있으며 시장가치(MV: market value)는 계리적기업가치와 기타 가치의 합으로 나타낼 수 있음.
- 따라서 이론적인 측면에서 볼 때 보험회사의 시장가치는 내재가치를 초과한다고 볼 수 있음.

<그림 2> 보험회사의 내재가치와 시장가치 간 관계



자료: Towers Perrin(2001).

- 원래 보험회사의 상품개발 단계에서 손익의 판단 근거로서 사용되던 내재가치가 점차 M&A를 위한 가치평가 수단으로 활용되기 시작하면서, 회사 간 비교가능성이 높은 유럽형 내재가치 실적 공시를 계기로 주가가치 평가에도 활용되고 있음.
- 일반적으로 보험회사의 주가가치 평가는 내재가치 자체에 적정배수(multiple)인 P/EV(price to EV per share)를 곱하는 방식으로 측정됨.
- 외국에서는 내재가치가 주가가치와 상당한 관련성이 존재한다는 실증분석 결과가 제시되고 있음(Horton, 2006; Serafeim, 2008).
- 내재가치 산출 모형에는 주가 변동을 야기하는 여러 요인들(예: 주주의 행동, 주가 변동에 대한 보험회사의 대응 등)이 포함될 수 없기 때문에 내재가치 변동을 통해 정확한 주가 변동을 파악하기는 어렵다는 견해도 존재함(Tremblay, 2006).
- 그럼에도 불구하고 내재가치 산출은 주가에 영향을 주는 여러 요인을 포함하기 때문에 좀 더 정교하게 주가를 추정할 수 있는 유용한 정보원으로서 작용하는 것으로 알려짐.

나. 해외 보험회사의 내재가치 공시 현황

- 내재가치 측정 결과가 이해관계자들에게 전달되어 유용하게 활용되기 위해서는 외부 공시라는 절차를 거쳐야 하는데, 내재가치는 보충 자료로서의 성격이 강하기 때

문에 공시 역시 명시적으로 규제하는 기관은 존재하지 않고 보험회사의 자발적인 참여로 이루어지고 있음⁵⁾.

- 유럽의 경우 유럽형 내재가치 측정을 계기로 업계 공통으로 적용되는 공시 관련 지침을 제정하고, 대형 보험회사들은 이를 준수함⁶⁾.

- 이에 따라 유럽에 기반을 둔 대부분의 보험회사들과 호주 보험회사들은 주로 사업보고서(annual report)를 통해 내재가치 관련 상세 내역을 외부에 공시하고 있음(구체적 사례에 대한 예시는 <부록> 참조).

- 캐나다의 경우 내재가치 공표를 요구하는 규제당국이 존재하지는 않지만, 보험 감독기관(OSFI: Office of the Superintendent of Financial Institutions)의 권고에 따라 2001년부터 보험회사들이 관련 정보를 자발적으로 공시하고 있음.

□ 유럽형 내재가치의 작성 기준 및 공시 내용은 CFO 포럼의 지침에 따르고 있는데 내재가치 결과와 같은 기본 정보 외에 기본 가정의 구체적인 산출방법과 그 가정의 변동에 의한 민감도 분석(sensitivity analysis)으로 이루어짐.

- CFO Forum에서 요구하는 주요 공시 항목은 다음과 같음.

- 핵심 가정
- 가정 설정 방법
- 측정 방법론
- 원천별 내재가치
- 순잉여금 변동 분석
- 핵심 가정의 민감도

- 민감도 분석에 대한 CFO Forum 지침은 다음과 같음.

- 5) 내재가치는 재무회계기준이나 국제회계기준과 같은 회계기준이 아니기 때문에 공식적으로 규정하는 기구는 존재하지 않음.
- 6) 유럽의 보험회사들은 대부분 유럽형 내재가치 측정법을 사용하고 있으나, 2008년 CFO Forum에서 시장기준 내재가치에 대한 측정 기준을 발표한 이후 시장기준 내재가치를 공시하는 회사 또는 공시를 준비하는 회사가 늘어나고 있음. 그러나 금융위기로 인해 시장기준 내재가치의 불안정 문제가 제기되면서 시장기준 내재가치로의 공시 기준 변경은 다소 유보적인 상황임.

- 할인율: +100bp
- 투자이익률: -100bp
- 주가 및 부동산 가치: -10%
- 주가 및 부동산 투자이익률: +100bp
- 해약률: -10%
- 사망률, 입원율: -5%

□ 아시아 지역에서는 주로 유럽에 기반을 둔 다국적 보험회사를 중심으로 내재가치 공시가 이루어지고 있으며, 일본은 2007년 3월 기준 10개사 이상의 보험회사가 내재가치를 공시하고 있고, 중국, 인도 등 기타 국가에서도 내재가치 측정에 대한 관심이 높아지고 있음.

- 일본 보험회사들 중에는 손해보험재팬과 그 생명보험 자회사인 히마와리생명, 다이이치생명, 소니생명, T&D Holdings 등이 내재가치를 공시하고 있음.

<표 2> 내재가치 공시 연표

연 도	기 관	주요 사건
1959	SOA paper	내재가치와 유사한 개념 소개
1984	Royal Life	전통형 내재가치 공시
1987~1994	Black Horse Life, Prudential, Legal&General 등	영국 보험회사를 중심으로 내재가치 공시
1994~2004	INA (이탈리아), Skandia(스웨덴), AMP(호주), CNP(프랑스), AXA(프랑스), ING(네덜란드), Industrial Alliance Group(캐나다) 등	유럽, 호주, 남아프리카, 캐나다 등에 기반을 둔 보험회사를 중심으로 내재가치 발표 확산
2004	유럽 CFO Forum	유럽형 내재가치(EEV) 기준 발표
2005	AVIVA	최초로 EEV기준 내재가치 발표
2004~2008	한국, 일본, 중국, 인도, 대만 등	아시아 지역 내재가치 발표 확산
2008	CFO Frum	시장기준 내재가치(MCEV) 기준 발표
2008년 말	Alliantz, AVIVA 등	MCEV기준 내재가치 발표

자료: Towers Perrin 등

- 또한, 우리나라와 마찬가지로 일본에서도 장기보험을 취급하는 손해보험회사들이 내재가치를 공시하고 있음.

- 중국의 경우에는 중국생명, 태평양생명, 평안생명 등이 내재가치를 공시하고 있으며, 중국보험감독당국은 2005년 9월 “내재가치 보고 제도 지침”을 마련함.
- 이 밖에도 홍콩의 HSBC, 인도의 맥스뉴욕생명, 대만의 캐세이홀딩스, Shin Kong 등이 전통형 내재가치 방식에 따라 산출된 정보를 공시하고 있음.

3. 국내 손해보험회사의 내재가치 측정 및 공시 현황

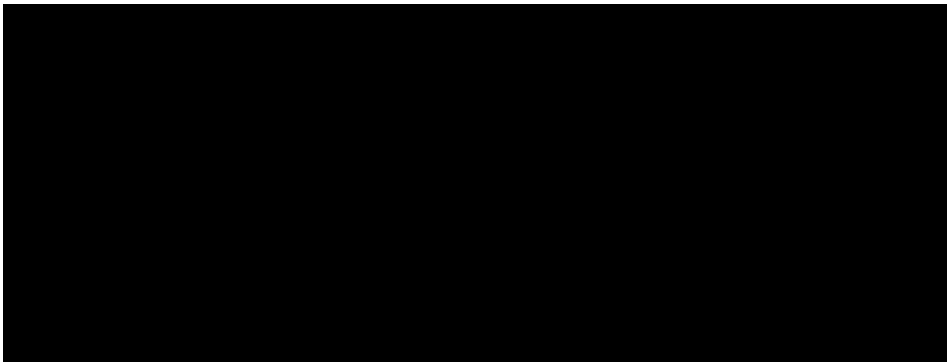
국내 손해보험회사들은 장기손해보험의 비중이 크게 증대됨에 따라 장기계약의 특성을 적절히 반영할 수 있는 내재가치 지표를 측정하여 일반 투자자들을 대상으로 공시하고 있으나, 아직까지는 활용 초기 단계로서 회사별 측정 기준과 공시 내역이 통일되지 않은 상태임.

가. 측정 현황

- 국내 손해보험회사의 장기손해보험 비중이 증대됨에 따라 FY2002 삼성화재에서 최초로 내재가치 실적을 공시한 이후 점차 확대되어 2009년 들어서는 5개사가 내재가치 관련 정보를 공시함.
- 전체 원수보험료 중 장기손해보험 종목이 차지하는 비중을 살펴보면, FY1992에는 29.9%에 불과하였으나, FY2000과 FY2008에는 각각 47.1%, 56.5%로 높아지고, 다시 FY2009 1/4분기에는 58.0%로 높아짐.
- 국내 손해보험회사의 장기보험 비중이 크게 증대됨에 따라 외국에서는 주로 생명보험회사의 가치평가에 활용되는 내재가치 관련 정보를 자발적으로 외부에 공시하게 된 것임.
- 이러한 현상은 이미 상장된 손해보험회사의 경우 자본시장에서 정당한 평가를 얻기 위해서는 적극적으로 자신의 기업가치에 대해 알려야 할 필요성이 대두되었기 때문으로 볼 수 있음.
- 분기 기준으로 내재가치 관련 정보를 공시하는 선진 보험회사와 달리 국내 손해보험회사들은 연간 기준으로 공시하고 있음.
- 공시하는 방식도 사업보고서에 내재가치 내용을 포함시키지 않고, 결산 후 매년 6월~9월 무렵 회사 자율적으로 발표하고 있음.

- 국내 손해보험회사들이 발표하는 내재가치는 유럽형 내재가치나 시장기준 내재가치가 아닌 전통형 내재가치임7).
- 공시 내용은 내재가치 분석 결과, 전년 대비 내재가치 변동 내역, 주요 가정 변화에 대한 내재가치 민감도 분석 및 주요 가정에 대한 설명 등으로 이루어짐.
- 국내 손해보험회사가 공표한 FY2008 내재가치 실적을 살펴보면, 글로벌 금융위기로 인해 당기손익이 감소한 것과는 달리 3개사의 내재가치가 큰 폭(18.6~26.0%)으로 증가한 것으로 나타남.
- 이는 글로벌 금융위기의 영향으로 회계적 이익인 당기손익은 크게 감소한 반면, 보유하고 있는 장기보험의 가치가 높아짐에 따라 경제적 이익 개념인 내재가치 실적은 증대된 데 따른 것임.
- 당기손익이 크게 감소한 회사의 경우에도 당기손익 감소율 대비 내재가치 감소율은 크게 낮은 것으로 나타남.

<그림 3> 당기손익 증가율과 내재가치 증가율 비교(FY2008)



자료: 각 사 내재가치 공시 자료
금감원, 금융통계시스템

7) 일부사는 전통형 내재가치에서 금융옵션과 보증비용(금리연동형 및 추가연계형 상품에서 발생하는 최저보증)을 제외한 유럽형 내재가치 수치도 전통형 내재가치와 함께 발표하기 시작하였음.

□ 각 사가 발표한 FY2008 기준 회사별 내재가치 구성 내역을 살펴보면, 장래 주주에게 귀속될 이익의 원천이 상당히 달리 나타남을 알 수 있음.

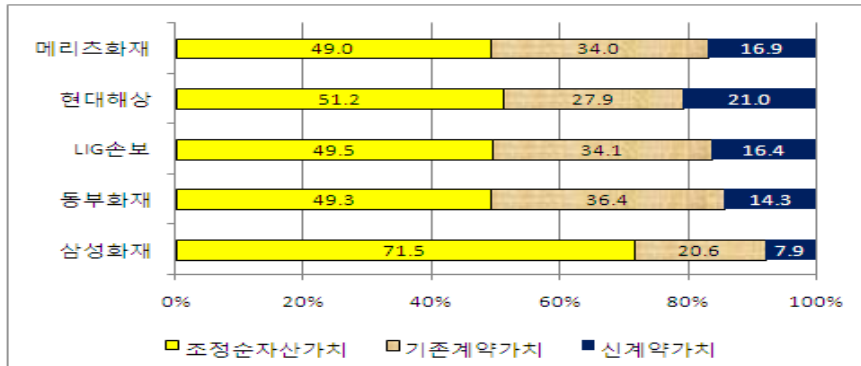
- 삼성화재의 경우 조정순자산가치가 보유계약가치의 2.5배에 달하는데 비해, 나머지 4개사는 양자가 거의 유사한 수준임.
- 국내 손해보험회사의 경우 내재가치 구성 항목 중 당해 연도에 체결된 신계약 가치가 매우 큰 비중(7.9~21.0%)을 차지하는 것으로 나타남.
- 신계약이 내재가치 증가의 원천임을 감안할 때 우리나라 손해보험회사의 가치 증대는 주로 장기보험 신계약에 의존함을 알 수 있음.

<표 3> 국내 손해보험회사 내재가치 공시 현황(FY2008)

	삼성화재	동부화재	LIG손보	현대해상	메리츠화재
1. 조 정 순 자 산 가 치	45,760	10,812	8,343	10,598	5,349
2. 보 유 계 약 가 치	18,277	11,128	8,508	10,120	5,562
미 래 이 익 현 가	24,446	-	11,100	12,549	7,428
자 본 비 용	6,169	-	2,592	2,429	1,866
기존계약가치(FY08 신계약 제외)	13,199	7,982	5,749	5,779	3,713
미래이익현가	18,422	-	7,694	7,600	5,125
자본비용	5,223	-	1,945	1,821	1,412
신계약가치(FY'08 신계약)	5,078	3,146	2,759	4,341	1,849
미래이익현가	6,024	-	3,406	4,949	2,303
자본비용	946	-	647	608	454
3. 내 재 가 치	64,037	21,940	16,851	20,718	10,911
외부 계리법인 검증/공동작업 여부	Milliman 검증 실시	Milliman 과 작업 수행	Watson Wyatt와 공동작업*	-	Towers perrin 검토

주: * FY2007 기준
자료: 각 사 공시 자료

<그림 4> 회사별 내재가치 구성 내역 비교(FY2008)



자료: 각 사 내재가치 공시 자료

나. 주요 가정 및 민감도 분석 공시

□ 국내 손해보험회사들은 내재가치 산출 시 적용한 경제적 가정으로서 할인율, 투자이익률, 자본비용 및 인플레이션을 공시하고 있음.

- 할인율은 주로 자본자산가격결정모형(CAPM: capital asset pricing model)⁸⁾ 방식에 따라 산출하는 것으로 파악됨.
- 투자이익률의 경우 일부사는 직전 3년간 자사의 장기보험 운용자산 이익률 평균을 사용하고 있으며, 다른 회사는 장기보험 운용자산 이익률뿐만 아니라 시장 수익률(국고채 3년, 국고채 5년 등) 분석을 반영하여 투자이익률을 설정함.
- 자본비용은 보험업감독규정상 지급여력 기준금액⁹⁾의 150%를 적용하는 것이 일반적이는데, 일부사는 200%를 적용함으로써 더 보수적으로 자본비용을 측정하고 있음.
- 인플레이션은 대체로 3% 수준을 적용하나 특정사는 3.7%를 가정함.

8) $E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f]$, $E(R_i)$ =회사별 기대수익률, R_f =무위험 수익률, R_m =시장 수익률, $E(R_m) - R_f$ =리스크 프리미엄, $\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$

9) $\text{Max}[\text{위험보험료} \times 17.8\%, \text{발생손해액} \times 25.2\%] + (\text{장기보험 책임준비금} \times 4\%)$

- 국내 손해보험회사들이 내재가치 산출 시 적용하는 계리적 가정은 유지율(해약률), 손해율, 사업비율이며, 이들 가정은 주로 자사의 과거 경험 통계를 활용하여 산출함.
- 유지율은 경험 통계(1년, 3년, 5년)를 적용하는 데 납입방법별(일시납/비일시납), 판매채널별(설계사/대리점/방카슈랑스 등), 상품별(연금/상해 등)로 구분하여 경과기간에 따라 달리 적용함.
 - 손해율 역시 경험 통계(3년, 5년, 6년)를 담보별, 판매채널별, 시장별로 구분하며 경과기간에 따라 달리 적용함.
 - 사업비율은 주로 직전 1년간 실제 사업비를 적용하는데, 판매채널·상품·담보에 따라 신계약비, 유지비, 수금비로 구분하여 적용함.

<표 4> 국내 손해보험회사 내재가치 산출 관련 가정(FY2008)

		삼성화재	동부화재	LIG손보	현대해상	메리츠화재
경제적 가정	할인율	11.0% CAPM방식	11.0% CAPM방식	11.0% CAPM방식	11.19% CAPM방식	11.5% CAPM방식
	투자이익률	5.16% 장기보험 투자이익률 과 시장금리	5.33% ^a	5.19% 장기보험 투자 이익률 3년 평균	5.16% 장기보험 투자 이익률 3년 평균	5.00
	자본비용	지급여력 기준금액 ×150%	지급여력 기준금액 ×200%	지급여력 기준금액 ×150%	지급여력 기준금액 ×150%	지급여력 기준금액 ×150%
	인플레이션	3.0%	3.7% ^b	3.0%	3.0%	3.0%
계리적 가정	유지율 (해약률)		1년실적치 납입방법×채 널×상품별× 경과기간	5년경험통계 채널 및 시 장에 따라 17개로 분류	3년경험통계 납입방법× 채널×상품 별 경과기간	3년경험통계 상품×판매채 널별 적용
	손해율		3년경험통계 12개 담보× 경과기간	5년경험통계 채널 및 시 장에 따라 구분 적용	5년경험통계 담보별 최종 손해율	6년경험통계 담보별 16개 그룹으로 구분
	사업비율		1년실적치 채널×상품× 담보	1년실적치 채널 및 시 장에 따라 분류	1년경험통계	1년경험통계

주: a) 자산유형별 벤치마크 수익률과 자사의 투자이익률 대비 스프레드 모델로 추정

b) 한국은행 물가안정 목표제에 적용되는 소비자물가 연평균 상승률의 3년 평균

자료: 각사 내재가치 공시 자료

- FY2008 내재가치를 발표한 회사 중 3개사는 객관성 제고를 위해 외부 계리법인의 검증 혹은 공동 작업을 거친 것으로 파악됨(<표 3> 참조)¹⁰⁾.
- 이에 따라 내재가치 발표 초기에 비해 측정 방법이 좀 더 정교해지고, 회사 간 비교가 용이해졌다고 볼 수 있으나, 여전히 회사별 경제적 가정과 계리적 가정이 상이하고, 상세한 정보가 제공되지 않기 때문에 상호 비교는 어려운 상황임.
- FY2008 내재가치를 발표한 각 사는 민감도 분석으로서 할인율, 투자이익률, 유지율 및 손해율 변동에 따른 내재가치 증감액을 공시하고 있는데, 주요 가정의 변동 폭 역시 내재가치 산출 관련 기본 가정과 마찬가지로 회사별로 상이함.
- 할인율의 경우 모든 회사가 $\pm 100\text{bp}$ 변동 시 내재가치 증감액을 공시하고 있음.
 - 반면, 투자이익률의 경우 대부분이 $\pm 50\text{bp}$ 변동에 대해 내재가치 증감액을 공시하지만 일부사는 $\pm 25\text{bp}$ 변동에 따른 정보를 공시하고 있음.
 - 유지율 역시 대부분의 회사가 $\pm 10\%$ 변동 시 내재가치 변동을 공시하지만, 일부사는 $\pm 1\text{p}$, $\pm 10\text{p}$ 변동 시 정보를 공시함.
 - 손해율은 $\pm 5\text{p}$, $\pm 5\%$, $\pm 10\%$ 등 회사별로 민감도 분석 가정이 매우 상이함.
 - 1개사는 사업비율 변동에 대한 민감도 분석도 발표함.

<표 5> 국내 손해보험회사 내재가치의 민감도 분석(FY2008)

	삼성화재	동부화재	LIG손보	현대해상	메리츠화재
할인율	$\pm 100\text{bp}$	$\pm 100\text{bp}$	$\pm 100\text{bp}$	$\pm 100\text{bp}$	-
투자이익률	$\pm 50\text{bp}$	$\pm 50\text{bp}$	$\pm 25\text{bp}$	$\pm 50\text{bp}$	$\pm 50\text{bp}$
유지율	$\pm 1\text{p}$	$\pm 10\%$	$\pm 10\text{p}^*$	$\pm 10\%^*$	$\pm 10\%$
손해율	$\pm 5\text{p}$	$\pm 5\%$	$\pm 5\text{p}$	$\pm 5\%$	$\pm 10\%$
사업비율	-	-	-	-	$\pm 10\%$

주: *는 해약률 기준
자료: 각사 내재가치 공시 자료

10) LIG손보의 경우 FY2007에 외부 컨설팅사와 공동작업을 한 바 있음.

- 유럽형 내재가치 기준 민감도 분석과 비교할 때 국내 손해보험회사의 민감도 분석은 회사 간 기준이 통일되어 있지 않고, 주가 및 부동산 가치 변동에 대한 정보가 공시되지 않음.
- 투자이익률의 경우 유럽형 내재가치 기준에서는 100bp 하락 시 내재가치 변동에 대한 정보를 공시하는데 비해, 국내의 경우 회사별로 25~50bp 상승 및 하락 시 내재가치 변동에 대한 정보를 공시함.
 - 계약 유지 관련 민감도 분석에서도 유럽형 내재가치 기준에서는 해약률이 10% 하락할 경우 정보를 공시하는 데 비해, 국내의 경우 회사별로 변동 기준이 유지율/해약률로 상이함.
 - 동일한 유지율 기준일 경우에도 변동 폭이 $\pm 1\%p$, $\pm 10\%$ 로 회사 간 상이함.
 - 유럽형 내재가치 기준에서는 주가 및 부동산 시장가치의 10% 하락, 주가 및 부동산 투자이익률의 100bp 상승 시 정보를 공시하는 데 비해 국내 손해보험회사의 경우 이에 대한 정보를 제공하지 않음.

<표 6> 민감도 분석 기준 비교(유럽 보험회사 vs. 국내 손해보험회사)

	유럽 보험회사 (CFO 포럼 지침)	국내 손해보험회사
할인율	+100bp	$\pm 100bp$
투자이익률	-100bp	$\pm 25 \sim \pm 50bp$
유지율(해약률)	-10% 해약률로 통일	$\pm 1\%p$, $\pm 10\%p$, $\pm 10\%$ 회사별로 유지율/해약률 선택
손해율(위험률)	-5%	$\pm 5\%p$, $\pm 5\%$, $\pm 10\%$
주가 및 부동산 가치	-10%	없음
주가 및 부동산 투자이익률	+100bp	없음

자료: American Academy of Actuaries(2009)

각사 내재가치 공시 자료

4. 내재가치 공시와 주가와 의 관계 분석

가. 해외 보험회사의 사례

- 내재가치 공시 효과에 대한 해외 연구는 주로 경제적 효용성 검증, 주가 변동에 미

치는 영향 등을 중심으로 이루어졌음.

- Horton(2006)은 영국 생명보험회사의 2000~2004년 데이터를 활용하여 가치 중심의 평가방식(realistic reporting) 즉, 내재가치가 주가가치와 관련성을 갖는가에 대해 실증분석 하였는데 평균적으로 P/EV 배수가 1.45 수준으로 파악됨.
- 생명보험회사 8사 및 은행계 방카슈랑스회사 2사를 대상으로 44개 데이터를 대상으로 분석함.
- 대상 기간 평균 내재가치 대비 시장가치 배수는 회사별로 0.849~2.447 구간에 분포하는 것으로 나타났으며, 전사 평균은 1.450 수준임.

<표 7> 영국 보험회사의 P/EV(2000~2004)

회사명	데이터 수	P/EV
Aviva	5	1.207
Britannic Assurance	5	0.849
Country-Wide Assurance	5	2.410
Friends Provident	4	0.935
HBOS	3	1.822
Legal and General	5	1.289
Lloyds TSB Group	3	2.447
Old Mutual	5	1.043
Prudential	5	1.390
St.James's Place	4	1.579
평균	44	1.450
표준편차		0.714

자료: Horton(2006)

- Horton(2006)은 감독 목적의 회계기준으로 수정된 장부가치와 손익을 통제한 후 장기보험의 보유계약가치가 시장가치에 미치는 영향을 아래와 같은 회귀식으로 추정하였음.

$$MVE_{it+3months} = \alpha_0 + \beta_1 MSSBK_{it} + \beta_2 MSSERN_{it} + \beta_3 IFLTB_{it} + \beta_4 APLFBT_{it} + \epsilon_{it}$$

$MVE_{it+3months}$: 3개월 후 i 보험회사의 시장가치

$MSSBK_{it}$: 감독 목적의 회계 기준으로 수정된 i 보험회사의 t 시점 자본 및 순이익의

장부가치

$MSSERN_{it}$: 감독 목적의 회계 기준으로 수정된 i 보험회사의 t 시점 생명보험 및 손해 보험 부문 합산 손익

$IFLTB_{it}$: i 보험회사의 t 시점 장기보험 부문의 추가적인 보유계약가치(additional PVIF)를 나타내는 자산

$APLFBT_{it}$: i 보험회사의 t 시점 생명보험 부문 실현 손익

- 추정 결과 보유계약가치는 감독 목적의 재무지표보다 시장가치와 더 높은 관련성을 가지는 것으로 나타남(<표 8> 좌측 참조).
- 동일한 회귀식에 대해 1주당 가치 기준으로 환산하여 분석한 결과에서도 보유계약가치의 주가 설명력이 상당히 높은 것으로 나타남(<표 8> 우측 참조).

<표 8> 영국 보험회사의 시장가치와 내재가치 간 분석 결과(2000~2004)

	시장가치(Market Value)			1주당가치(Price-per-share)	
	회귀계수	t값		회귀계수	t값
상수항	-6.27E+08	-1.486	상수항	16.829	0.692
$MSSBK$	0.854	3.772***	$MSSBK(PS)$	0.824	4.754***
$MSSERN$	3.769	3.769***	$MSSERN(PS)$	1.726	1.808*
$IFLTB$	2.190	6.369***	$IFLTB(PS)$	1.723	3.904***
$APLFBT$	0.126	0.159	$APLFBT(PS)$	0.414	0.491
$R^2 Adj=90.2\%$			$R^2 Adj=77.0\%$		
$F값=97.26***$			$F값=31.16***$		

주: *, ***는 각각 유의수준 10%, 1%에서 통계적으로 유의함.
자료: Horton(2006)

- 본고에서 Horton(2006)의 데이터(2000~2004년)를 확장하여 영국 3개 생명보험회사¹¹⁾에 대해 2005~2008년 P/EV를 산출한 결과, 금융위기로 인해 주가가 폭락한 2008년을 제외하면 비교적 안정적인 추이를 발견함.
- 주식 시장이 비교적 안정되었던 2005~2007년의 경우 P/EV 배수가 1.08~1.33으로 나타나, 2000~2004년 평균과 큰 차이를 보이지 않았지만, 2008년 들어 주가

11) Aviva, Prudential, Legal & General

폭락으로 인해 P/EV가 0.99~1.18로 낮아졌음.

- 2008년은 이상치(outlier)로 간주할 수 있기 때문에 영국 보험회사의 경우 대체적으로 안정적인 P/EV가 존재한다고 볼 수 있을 것임.

<표 9> 영국 대형 3사의 P/EV 추이(2005~2008)

(단위: 백만 파운드, 배)

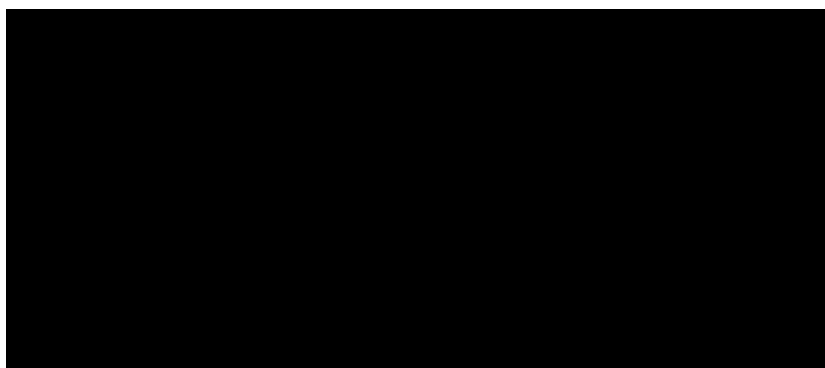
회사	연도	시장가치	내재가치	P/EV	
Aviva	2005	16,832	15,113	1.11	
	2006	21,023	18,098	1.16	
	2007	17,663	18,248	0.97	1.08 ^a
	2008	10,365	14,089	0.74	0.99 ^b
Prudential	2005	13,234	10,301	1.28	
	2006	17,131	11,883	1.44	
	2007	17,587	13,828	1.27	1.33 ^a
	2008	10,450	14,368	0.73	1.18 ^b
Legal & General	2005	7,970	6,194	1.29	
	2006	10,298	7,644	1.35	
	2007	8,248	8,403	0.98	1.21 ^a
	2008	4,510	7,609	0.59	1.05 ^b

주: 1) 주가는 12월 말 종가 기준

2) a는 2005~2007 회사 평균 P/EV, b는 2005~2008 회사 평균 P/EV 수치임.

자료: 각 사 내재가치 공시 자료 및 블룸버그 주가 데이터

<그림 5> 영국 대형 3사의 P/EV 추이(2005~2008)



자료: 각 사 내재가치 공시 자료 및 블룸버그 주가 데이터

□ Serafeim(2008)은 내재가치를 발표하는 보험회사와 내재가치를 발표하지 않는 보험 회사에 대해 비교 분석한 결과, 보험회사의 내재가치 관련 정보가 재무 상태에 긍정적인 영향을 주었음을 입증함.

○ 영국 및 남아프리카공화국 등 내재가치 실적을 발표하는 국가들을 중심으로 내재가치를 발표하는 회사와 발표하지 않는 회사 각각 73개사를 선정하였음.

<표 10> 내재가치를 공시하는 보험회사에 대한 기술 통계

국가	회사 개수	내재가치 최초 발표 연도	회사 개수	내재가치에 근거한 가치평가 여부	내재가치를 검증한 컨설팅사	영업 분야	회사 개수
호주	1	1991	1	예	PWC	생명보험	39
오스트리아	2	1992	1	아니오	Deloitte & Touche	손해보험	34
벨기에	1	1993	1	Bear Stearns JP Morgan	Ernst & Young	전체	73
캐나다	5	1994	1	BNP Paribas	KPMG		
중국	2	1995	0	Citigroup	Tillinghast		
핀란드	1	1996	1	CSFB	Watson Wyatt		
독일	4	1997	2	Deutsche Bank			
홍콩	1	1998	3	Dresdner			
이태리	7	1999	9	Goldmans Sachs			
일본	5	2000	9	HSBC			
네덜란드	4	2001	13	Lehmand Brothers			
뉴질랜드	1	2002	11	Merrill Lynch			
노르웨이	2	2003	6	Morgan Stanley			
싱가포르	1	2004	4	Societe Generale			
남아프리카공화국	10	2005	4	UBS			
스페인	1	2006	7				
스웨덴	2	전체	73				
스위스	4						
대만	2						
영국	13						
전체	73						

자료: Serafeim(2008)

○ 이들 146개사를 대상으로 1999~2006년 데이터를 분석한 결과 내재가치 공시 후 유동성이 증대되고, 정보비대칭성이 축소되며 자본비용이 감소하는 긍정적 효과가 나타난 것으로 파악됨.

○ 이는 내재가치 관련 정보 공시가 보험회사의 경제적 효용성을 증대시킬 수 있

음을 의미하는 것임.

- 또한, 해당 보험회사의 가치를 평가한 증권사 중 JP Morgan을 제외한 모든 증권사에서 내재가치 정보를 활용하고 있는 것으로 나타남.
- 이는 내재가치 정보가 증권사 애널리스트의 기업가치 평가에 중요하게 활용되고 있음을 의미하는 것임.

□ Prefontaine and Godbout(2009)는 캐나다의 3개 대형 생명보험회사¹²⁾가 2000~2008년 동안 발표한 내재가치 실적을 기준으로 내재가치와 시장가치 간 관련성을 파악하기 위한 회귀분석을 실시함.

- 이들은 EV_t 와 MV_t 간 동 시점에서의 회귀계수를 추정하였을 뿐만 아니라, 3개월 후 시장가치($MV_{t+0.25}$) 및 1년 후 시장가치(MV_{t+1})에 대해서도 관련성을 분석함.
- 회귀분석 결과 대체적으로 캐나다 생명보험회사의 P/EV는 1.3~1.7 수준으로 추정되어 EV_t 는 MV_t , $MV_{t+0.25}$ 뿐만 아니라 MV_{t+1} 와도 밀접한 관계가 존재하는 것으로 파악됨.

<표 11> 캐나다 생명보험회사의 P/EV 추정(2000~2008)

종속변수	독립변수	회귀계수	t값	F값	Adj-R ²
MV_t	EV_t	1.385	9.335(0.000)	87.14(0.000)	0.775
$MV_{t+0.25}$	EV_t	1.306	7.325(0.000)	53.658(0.000)	0.678
MV_{t+1}	EV_t	1.723	10.353(0.000)	7.191(0.000)	0.822

주: 괄호 안은 p값임.

자료: Prefontaine and Godbout(2009)

- 한편, 주가 하락이 컸던 2008년 데이터를 제외시킬 경우 MV_t 및 $MV_{t+0.25}$ 회귀계수가 각각 1.839, 1.869로 크게 높아져 더 밀접한 관련성이 존재하는 것으로 나타남.

□ 캐나다에서는 내재가치와 주가 간 높은 관련성이 존재하는 것으로 분석되었으나, 분

12) Industrial Alliance Group, SunLife Assurance Company of Canada, The Manufacturers Life Insurance Company

석 데이터가 27개(=3사×9년)로 제한되었기 때문에 회귀계수의 신뢰성 측면에서 한계가 존재하는 분석이라고 볼 수 있음.

- 따라서 동 분석은 산출 결과의 정확성보다는 캐나다 보험회사를 대상으로 한 내재가치와 시장가치 간 회귀분석을 시도하였다는 데 의미가 있으며, 충분한 데이터가 확보될 경우 추정식이 개선·보완될 수 있을 것임.

나. 국내 손해보험회사의 내재가치와 주가 간 관계

□ 우리나라의 경우 최근 들어 내재가치가 주가변동의 유의한 지표로서 작용해 왔는지에 대한 관심이 증대되고 있으나 이에 대한 분석은 쉽지 않음.

- 이는 회사별로 내재가치 도입 시기 및 발표 빈도 측면에서 차이가 있고, 각 사별 내재가치 모델의 가정에 차이가 존재하며, 모델의 변경에 따라 과거 수치까지 재조정하는 작업을 거치기 때문에 회사 간 비교 및 시계열 비교에 어려움이 따르기 때문임.

□ 국내 손해보험회사의 경우 내재가치 관련 측정 및 공시 경험이 일천하므로 과거 시계열 데이터가 매우 제한적임.

- 내재가치 실적을 3년 간(FY2006~FY2008) 연속적으로 발표한 회사는 2개사에 불과하며, 2년 간(FY2007~FY2008) 발표한 회사도 2개사에 불과함.

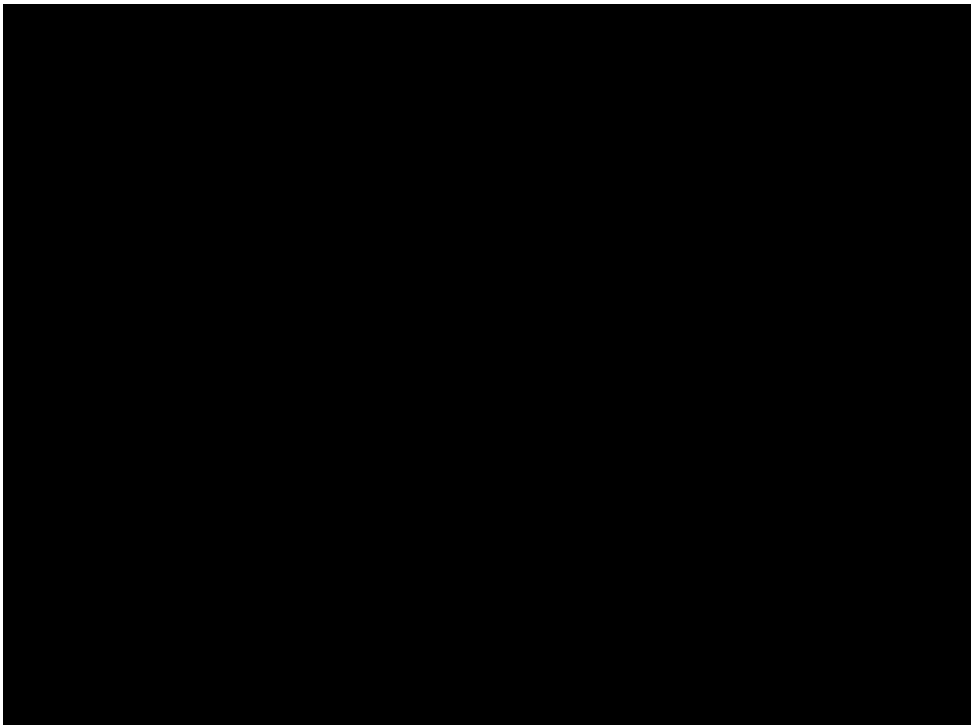
□ <그림 6>은 4개 손해보험회사에 대해 주당 장부가치(BV: book value), 주당 시장가치 및 주당 내재가치 간 관계를 나타낸 것임.

- 4개사 모두 주당 장부가치는 주당 시장가치 및 주당 내재가치보다 낮음.
- 그러나, 주당 내재가치와 주당 시장가치의 관계는 회사 간·시점 간 차이가 존재함.
 - 삼성화재는 주당 내재가치가 주당 시장가치보다 작거나 유사한 수준으로 나타나는데, 이는 내재가치의 경우 장래 신계약 가치를 반영하지 않기 때문에 시장가치보다 낮다는 일반적인 기대와 일치하는 것임.
 - 동부화재의 경우에도 FY2006~FY2007에는 주당 내재가치가 주당 시장가치보다

낮게 나타나지만, FY2008 들어 글로벌 금융위기의 영향으로 주당 시장가치가 주당 내재가치 이하로 급락하였음.

- 반면, LIG손보와 메리츠화재의 경우에는 FY2007과 FY2008 모두 주당 시장가치가 주당 내재가치를 하회하고 있으며, FY2008에는 금융위기로 인해 그 격차가 더욱 확대되었음.

<그림 6> 국내 손해보험회사 주당 장부가치, 시장가치 및 내재가치 추이



주: 1) 주당 장부가치, 시장가치, 내재가치 산출을 위한 주식수는 유통주식수 기준
2) 주가는 매년 3월말 종가 기준
3) 내재가치는 해당 연도 결산 시 발표한 원래 수치로서 결산 이후 수정치는 반영하지 않음.
자료: 각 사 내재가치 공시 자료

□ 국내에서도 손해보험회사의 내재가치 발표 및 생명보험회사 상장을 계기로 적정 내재가치 투자승수 즉, P/EV에 대한 관심이 높아지고 있음.

○ 자본시장에서는 보험회사가 공시하는 내재가치와 내재가치 배수를 이용해서 보

협회사의 목표주가를 산출하려는 경향이 존재함.

- 증권사 애널리스트들은 분석 대상 손해보험회사의 주가가 내재가치 대비 1.0배 이하 수준에서 거래되거나, 경쟁사 대비 낮은 수준에서 거래될 경우 해당 손해보험회사의 주가가 저평가되어 있다고 판단하는 경향이 있음.
- 또한, 동양생명의 상장을 계기로 생명보험회사의 P/EV를 손해보험회사의 P/EV와 비교하려는 경향도 존재함.

□ Horton(2006) 실증분석 결과를 통해 볼 때 선진 시장의 경우 P/EV에 대한 일관성이 존재한다고 볼 수 있으나, 국내의 경우 양자 간 관련성을 파악하기에는 아직 시기상조라고 볼 수 있음.

- 국내의 경우 내재가치 발표 회사 수가 FY2007 및 FY2008에야 각각 4개사, 5개사로 확대되었으며, 발표 주기도 분기가 아닌 연간으로 공시되기 때문에 실증분석을 위한 데이터가 절대적으로 부족한 실정임.
- 또한, 유럽형 내재가치와 같은 업계 공통의 측정 기준도 존재하지 않기 때문에 회사 간 동일한 기준이 적용되지 않은 데서 편의가 발생할 수 있음.

□ 이러한 한계에도 불구하고, 국내 손해보험회사들이 발표한 FY2006~FY2008 내재가치 실적을 중심으로 주가와 관련성을 살펴보면 국내에서도 내재가치 공시의 유용성이 발견됨.

- 내재가치 이익률(RoEV)은 기존 보유계약가치의 증가와 장기보험 판매 호조에 따라 12.4~27.5%로 상당히 높게 나타남.
- 대상 기간 전체 P/EV 분포는 0.41~1.77로 매우 넓게 나타났으며, 회사별 배수는 0.57~1.44로 나타남.
- 내재가치 발표 3개월 후의 주가($P_{t+0.25}$)는 모두 상승한 것으로 나타나 내재가치 대비 3개월 후 주가 배수($P_{t+0.25}/EV$)는 0.56~1.82로 높아짐.
- 내재가치 공시 3개월 후 회사별 주가 배수도 0.75~1.58 수준으로 높아짐.

<표 12> 회사별 · 연도별 P/EV 추이

(단위: 원, 배, %)

회사	연도	주당 시 장가치 (A)	3개월 후 주당시장가치 (B)	주당 내 재가치 (C)	P/EV (A/C)	$P_{t+0.25}/EV$ (B/C)	RoEV
삼성화재	FY2006	157,500	178,000	107,903	1.46	1.65	12.4
	FY2007	212,300	218,500	120,070	1.77	1.82	14.1
	FY2008	160,000	188,000	146,985	1.09 (1.44)	1.28 (1.58)	20.9
동부화재	FY2006	26,700	31,000	22,059	1.21	1.41	-
	FY2007	38,000	38,400	27,516	1.38	1.40	27.5
	FY2008	20,500	26,200	34,662	0.59 (1.06)	0.76 (1.19)	23.2
LIG손보	FY2007	19,500	25,000	26,612	0.73	0.94	-
	FY2008	13,350	18,000	32,176	0.41 (0.57)	0.56 (0.75)	26.4
메리츠화재*	FY2007	9,010	10,100	9,892	0.91	0.97	-
	FY2008	3,870	6,300	8,813	0.44 (0.65)	0.71 (0.84)	-
현대해상*	FY2008	12,500	15,900	23,174	0.54	0.69	-

주: 1) $RoEV = [(당기\ 배당전\ EV - 전기\ EV) / 전기\ EV] \times 100$

2) 괄호 안은 회사별 시계열 평균 P/EV를 의미함.

3) *는 RoEV를 공시하지 않음.

자료: 각사 내재가치 공시 자료

□ 아직까지 국내에서는 주가 판단 지표로서 내재가치의 엄밀성이 높지 않은 것은 사실이지만, 내재가치 산출 과정에서 기업가치 관련 정보들이 공시되기 때문에 점차 투자자들의 주가 판단을 위한 보조 지표로서 활용도가 높아질 것임.

- 국내의 경우 내재가치 공시 초기 단계로서 경제적 효용성 증대 여부 및 내재가치와 주가 간 상관관계 분석에 필요한 데이터가 충분하지 않기 때문에 내재가치 공시의 유용성이 존재한다는 분석 결과를 일반화하는 데는 한계가 있음.
- 그러나, 향후 선진국과 마찬가지로 국내에서도 점차 내재가치 분석 모형이 정착될 경우 자본시장에서의 활용성도 높아질 것으로 예상됨.

5. 요약 및 시사점

선진 보험회사와 마찬가지로 국내 보험회사도 내재가치 관련 정보를 기업가치 증대와 연계시키기 위해서는 산업 내의 측정 방법론이 통일되고 안정적인 가정을 확보해야 하며 내재가치 결과 값 자체보다는 산출 과정에 대한 적절한 정보 제공이 필요하다고 판단됨.

- 우리나라 손해보험회사의 내재가치 실적 공시는 FY2002 처음으로 이루어진 후 발표 회사 수도 확대되고 있으며, 외부 계리법인의 검토를 받는 등 초기에 비해 많이 안정되어 가고 있지만, 국제적 정합성 측면에서 볼 때 개선의 여지가 존재함.
- 국내 손해보험회사의 경우 내재가치 측정 및 공시 경험이 일천하기 때문에 선진 보험회사들과 비교할 때 아직까지 내재가치 산출 방식이 통일되어 있지 않고, 제공하는 정보의 범위도 협소하다고 볼 수 있음.
- 현실적으로 충분한 공시가 이루어질 경우 경쟁사들에게 자사 정보를 누설할 우려가 존재하므로 공시하는 정보의 질을 개선시키는데 어려움이 존재할 수 있으나, 외부 정보 이용자를 위한 적정 수준의 공시는 국제적 추세임¹³⁾.
- 선진 보험회사의 경우 내재가치가 시장가치에 대해 높은 설명력을 갖고 있으며 비교적 안정적인 P/EV 관계가 성립하는 것으로 입증되었으며, 국내의 경우에도 경험 통계의 한계는 존재하지만 내재가치 발표 3개월 후의 주가가 상승하는 긍정적 효과가 발견됨.
- 내재가치 활용 및 공시의 역사가 긴 선진 시장의 경우 내재가치를 공시하는 회사는 그렇지 않은 회사에 비해 재무적으로 긍정적 효과가 존재하는 것으로 파악되었으며, P/EV가 1.45배 정도인 것으로 나타났음.
- 국내의 경우 회사 간 P/EV 격차가 크게 존재하지만, 내재가치 발표 3개월 후 주가가 상승한 것으로 나타나 내재가치 활용의 유용성을 보여줌.
- 선진 보험회사와 마찬가지로 내재가치의 공시를 통해 직간접적으로 기업가치를 증

13) 국내에서도 2011년부터 상장회사 전체에 대해 국제회계기준(IFRS: International Financial Reporting Standards)을 도입할 예정으로 있음. 국제회계기준에서는 보험회사의 경영 관련 정보를 상당 수준으로 공시하도록 요구하고 있음.

대시하기 위해서는 국내 보험회사들도 기업가치와 관련된 유익한 정보를 시장에 제공해야 하며 이를 위해서는 내재가치 결과 값 자체보다는 관련 정보에 대한 적절한 공시가 더 중요함.

- 선진 사례를 통해 볼 때 보험회사의 가치를 평가하는 데 내재가치는 매우 유용한 개념으로서 내재가치 산출과 관련된 여러 가정들이 외부 이용자에게 많은 시사점을 제시할 수 있음.
- 외부 이용자는 내재가치 산출에 주관성이 존재하는가, 산업 평균과 차이가 존재하는가에 관심을 두기 때문에 일관성과 회사 간 비교가능성 측면에서 공시가 이루어져야 하며, 유용성 측면에서 적정 수준의 정보가 공시되어야 할 것임.
- 자본시장과의 지속적인 의사소통을 통해 제반 가정들에 대한 충분한 검증이 이루어지고 이러한 과정을 통해 시장에 공시된 내재가치에 대한 공신력이 확보될 수 있을 것임.

참고문헌

- 굿모닝신한증권, Daily News, 2009년 8월 26일
미래에셋증권, Issue comment, 2008년 6월 20일
보험개발원, 내재가치 산출방법 변화 및 활용방안, 2008년 7월 2일
손해보험회사 연도별 내재가치 공시 자료
신영증권, Daily, 2009년 8월 26일
이병건 · 오진원, In-depth report, 신영증권, 2008년 6월 23일
파이낸셜 뉴스, 2009년 9월 14일자 (<http://www.fnnews.com>)
American Academy of Actuaries, Practice Note on Embedded Value (EV) Reporting, May 2009 (http://www.actuary.org/pdf/life/embed_may09.pdf)
Aviva, Annual Report, 각호.
Canadian Institute of Actuaries, Disclosure of Information about Insurance Contracts under International Financial Reporting Standards, Draft Research, Paper, June 2009 (<http://www.actuaires.ca/members/publications/2009/209065e.pdf>).
Horton, J., The Value Relevance of 'Realistic Reporting': Evidence from UK Life Insurers, The London School of Economics, 2006.
Legal & General, Annual Report, 각 호

- Prefontaine, J. and Godbout, L, The Informational Content of Voluntary Embedded Value (EV) Financial Disclosures By Canadian Life Insurance Companies, 2009 EABR & TLC Conferences Proceedings.
- Prudential, Annual Report, 각 호
- Serafeim, G, Relevance VS Reliability: Evidence from Embedded Value Accounting, Harvard University Graduate School of Business, 2008.
- Society of Actuaries, International Market consistent Embedded Value Webcast, 2009. 6.
- Towers Perrin, From Embedded Value to Share Price, 2001. 1.
- Towers Perrin, European Embedded Values - A Significant Step Forward, 2004. 5.
- Towers Perrin, European Embedded Values - The Story So Far, 2005. 6.
- Towers Perrin, CFO forum adopts MCEV, 2008. 6.
- Tremblay, Embedded Value Calculation for a Life Insurance Company, actuarial practice forum, 2006 (http://www.soa.org/library/journals/actuarial-practice-forum/2006/october/APF0610_2.pdf).

<부록> 영국 Aviva의 시장기준 내재가치(MCEV) 공시 내용

- Aviva의 MCEV 공시는 회계연도 말 작성하는 사업보고서 뒷부분 '내재가치 보고서 (Alternative method of reporting long-term business profit)' 란에 수록되어 있으며 MCEV 기준 연결손익계산서, 연결 대차대조표 등과 함께 15개의 주석(notes)을 포함함.
- Aviva는 EEV 산출 기준 발표 이후 최초로 EEV 기준 내재가치를 발표한 바 있으며 MCEV 기준도 타 사보다 일찍 적용하고 있음.
- 내재가치 보고서 세부 내용
 - 요약 연결 손익계산서
 - 주당 순이익
 - 연결 손익계산서
 - 주주지분 변동 조정항목
 - 요약 연결 대차대조표
 - 주주지분 조정항목
 - 국제회계기준(IFRS) 총자본 조정을 통한 MCEV 순자산 산출

- 사업별 MCEV 손익 분석
- 요약 연결 대차대조표 분해
- MCEV에 관한 이사진의 책임에 대한 확인

○ 15개 주식 세부 내용

- M1: MCEV 개요와 용어 정의
- M2: 생명보험 손익 분석
- M3: 생명보험 영업이익
- M4: 신계약 가치 분석
- M5: 순잉여금 구성 내역
- **M6: 보험계약의 만기 구조**
- M7: MCEV 영업이익의 지역별 분석
- M8: 펀드 관리 부문 영업이익의 지역별 분석
- M9: 기타 영업이익 분석
- M10: 지역별 · 구성요소별 내재가치
- M11: 보유계약 현재가치에 대한 리스크 허용
(마찰비용, 헤지 불가능 리스크, 금융옵션 · 보증의 현재가치 등)
- M12: 할인율(IDR: implied discount rates)
- M13: 지역별 소수지분(minority interests) MCEV 요약
- M14: 주요 가정
- M15: 민감도 분석

□ 아래 표는 Aviva가 공시하는 내재가치 내용의 구체적 사례를 소개한 것으로서 MCEV 산출을 위해 작성한 보험계약의 만기구조를 보여주는 것임.

- 15개 주식 세부 내용 중 “M6” 항목에서 보유계약과 신계약으로부터 발생하는 보유계약가치를 기간 별 · 지역 별로 구분하여 구체적인 내역을 예시하고 있음.
- 총 보유계약 및 당해 연도 판매한 신계약에 대한 내재가치 정보를 전년(2007년)과 당년(2008년)으로 구분하여 비교 · 공시함.

(a) 총 보유계약

(단위 : 백만 파운드)

2008	0~5년	6~10년	11~15년	16~20년	20년 이후	총주주지분	소수지분제외
영국	634	542	385	279	213	2,053	2,053
유럽	1,560	1,200	741	447	411	4,359	3,380
북미	-66	-245	-238	-211	-342	-1,102	-1,102
아시아	108	71	47	28	16	270	262
계	2,236	1,568	935	543	298	5,580	4,593

(단위 : 백만 파운드)

2007	0~5년	6~10년	11~15년	16~20년	20년 이후	총주주지분	소수지분제외
영국	1,574	1,209	615	345	524	4,267	4,267
유럽	2,200	1,170	736	412	332	4,850	3,946
북미	168	129	41	16	-24	330	330
아시아	130	105	15	8	11	269	261
계	4,072	2,613	1,407	781	843	9,716	8,804

(b) 신계약

(단위 : 백만 파운드)

2008	0~5년	6~10년	11~15년	16~20년	20년 이후	총주주지분	소수지분제외
영국	91	74	69	50	10	294	294
유럽	219	146	103	73	250	791	630
북미	112	45	8	1	-12	154	154
아시아	48	17	10	5	10	90	89
계	470	282	190	129	258	1,329	1,167

(단위 : 백만 파운드)

2007	0~5년	6~10년	11~15년	16~20년	20년 이후	총주주지분	소수지분제외
영국	192	114	55	31	48	440	440
유럽	283	140	91	56	29	599	450
북미	85	61	6	-1	-11	140	140
아시아	46	41	5	3	4	99	98
계	606	356	157	89	70	1,278	1,128