

## II. 유럽의 내재가치 분석

### 1. 구성요소 및 특징

- 유럽의 내재가치(EEV : European Embedded Value) 분석방법은 전통적인 내재가치분석법과 동일한 정의 및 구성요소를 지니고 있음.
- “순잉여금”, “요구자본가치” 및 “보유계약가치”로 구성되어 있는 내재가치는 손익계산서상의 당기손익과는 달리 보유계약이 내포하고 있는 미래의 주주 몫을 현가로 평가한 지표임.
- 따라서, 내재가치를 산출하기 위해서는 보유계약의 속성과 제반 가정들이(사망률, 투자수익률 등) 반영된 현금흐름 투영이 필요함.
- 또한, 투영된 현금흐름을 현재가치로 할인 시, 현금흐름에 내재되어 있는 리스크가 반영된 할인율(Risk Discount Rate)을 사용(<별첨 2> 참조).

<표 1> 내재가치의 정의와 구성요소

정 의		보유계약에 할당된 자산으로부터 발생하는 배분 가능한 이익 중 주주 몫에 대한 현재가치
구성 요소	순잉여금 (Free Surplus)	평가일의 보유계약에 할당은 되었지만 즉각적인 환입에 어떠한 제약도 없는 자본과 잉여금의 시장가치
	요구자본가치	요구자본(Required Capital) - 자본비용(Cost of Capital)
	보유계약가치 (PVIF <sup>(1)</sup> )	보유계약 부채에 할당된 자산으로부터 발생하는 주주에게 배분되는 미래 현금흐름의 현재가치

주1) PVIF : Present Value of In-force Business

- 새로이 적용되는 “유럽의 내재가치”는 생명보험계약에 내재된 리스크를 반영하는 방법에 있어서 전통적인 방법과 차이가 있음.
- 전통적인 내재가치분석은 "최선의 추정치"에 의한 "결정론적 현금흐름 (Deterministic Cash Flow)"에 기초하므로 보험계약자의 옵션가치 산출

에 한계가 있음.

- 이러한 비판을 극복하고자 EEV는 확률론적 현금흐름분석을 통하여 옵션가치를 산출하도록 함.
- 또한, “최선의 추정치”로서 내재가치가 제공하는 정보의 한계를 극복하고자 민감도 분석의 수행 및 공시 의무화(<별첨 1> 참조).
- 내부모형을 통한 “경제적 자본(Economic Capital)”의 산출과 사용 추세를 반영하여, “자본비용” 계산기준인 요구자본의 정의를 수정함.
- 내재가치에 가장 큰 영향력을 가지면서도 자의성이 개입될 여지가 가장 큰 할인율에 대한 가이드라인을 제시하고 산출방법을 공시토록 함.

<표 2> 분석방법의 차이점

구 분	전통적인 EV	European EV
옵션과 보증에 대한 비용 <sup>(1)</sup>	할인율에 반영	확률적 평가기법 (Stochastic Valuation Technique)에 의하여 직접 산출
요구자본의 정의	감독 목적상 요구자본(①)	Max [①, 자체적으로 평가한 경제적 자본]
할인율	단일 할인율 (기준의 부재)	하향식(Top-down Method) : 가중평균 자본비용(Weighted Average Cost of Capital) 혹은 자본자산가격모형(Capital Asset Pricing Model)에 의한 단일 할인율 상향식(Bottom-up Method) : 상품별, 지역별 리스크 요인에 의거한 복수 할인율
민감도 분석	기준의 부재	민감도분석 공시를 위한 최저기준 공표

주1) 재무적 변수(금리, 주가 등)의 영향으로 보험급부금의 수준이나 성격의 변화를 초래하고, 보험계약자의 자의적인 판단에 의거하여 실행되는 보험계약상의 보증이나 옵션에 서 발생하는 비용임.

## 2. 내재가치 산출방법

### □ 순잉여금 산출

- 분석대상 계약에 보험사 내부기준에 의거하여 할당된 자산의 시장가치

산출로부터 내재가치의 계산이 시작됨.

- “순잉여금”은 할당된 자산 중 부채와 요구자본을 초과하는 잉여분임.
- 요구자본과 달리 “순잉여금”은 평가기준일에 주주에게 환입이 가능하므로 시가로 평가되어야 함.
- 만약, 자산을 장부가로 평가·관리한다면, 자산(장부가 기준)을 부채와 요구자본에 배정한 후, 잔여자산의 시장가치를 “순잉여금”으로 정의함.
- “순잉여금”의 보험사업별 배분의 경우 회사 내부 배분기준을 사용하며, 동 기준이 없는 경우 요구자본을 사용하여 할당함.

#### □ 요구자본가치

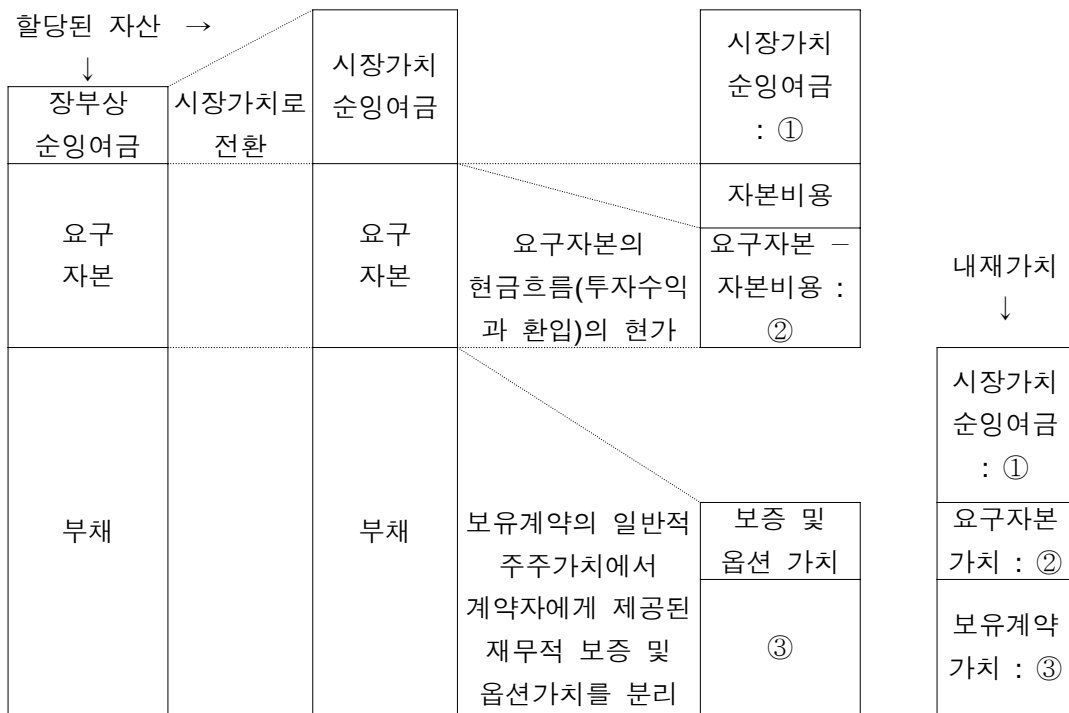
- “요구자본”은 분석대상 계약에 할당된 자산 중 부채를 초과하는 자산으로서 주주에게로의 배분이 법적 혹은 내부적 요구에 의해서 제한되는 자산으로 정의됨.
- 동 자산의 배분이 제한되어 있으므로 투자자(주주) 입장에서는 리스크에 노출되어 있는 자본이며 이로 인하여 비용이 발생됨.
- 요구자본가치는 평가 기준일의 요구자본 금액에서 자본비용을 차감하여 계산되며,
  - “자본비용”은 동 자본에 대한 요구수익률(즉, 위험할인율)과 투자수익률의 차이에서 발생함.
  - 즉, 보유계약 감소에 따라 미래에 주주에게 배분되는 자본(투자수익 포함)을 위험할인율로 현재가치화한 금액과 평가일의 요구자본 금액과의 차이가 “자본비용”이 됨.

#### □ 보유계약 가치

- 감독규정에 의거 보유계약의 부채는 일정한 마진을 포함하여 보수적으로 평가되므로 부채에 할당된 자산으로부터 주주에게 배분 가능한 현금흐름이 발생함.

- 즉, 자산(투자수익률, 자산믹스 등)과 부채(사망률, 유지율 등) 현금흐름에 관련된 제반 가정을 보유계약 투영모델에 적용시켜 동 가치를 산출함.
  - 제반 가정은 “최선의 추정치”를 사용하고, 과거, 현재 및 예상되는 미래의 경험치에 의거하여 객관적으로 작성되어야 하며, 가정간의 상호 연관성이 일관되게 적용되어야 함.
- “최선의 추정치”에 의거하여 산출된 계약가치에서 보험계약자가 보유한 “재무적 옵션과 보증”의 가치를 차감하여 보유계약가치를 산출함.
- “재무적 옵션과 보증”의 가치는 “최선의 추정가정(Best Estimate Assumption)” 작성 시 고려된 미래 경제적 환경의 확률적 변동성을 고려하여 산출됨.

<그림 1> European EV 구성요소 도해



자료 : CFO Forum(2004), "European Embedded Value Principles", P17.

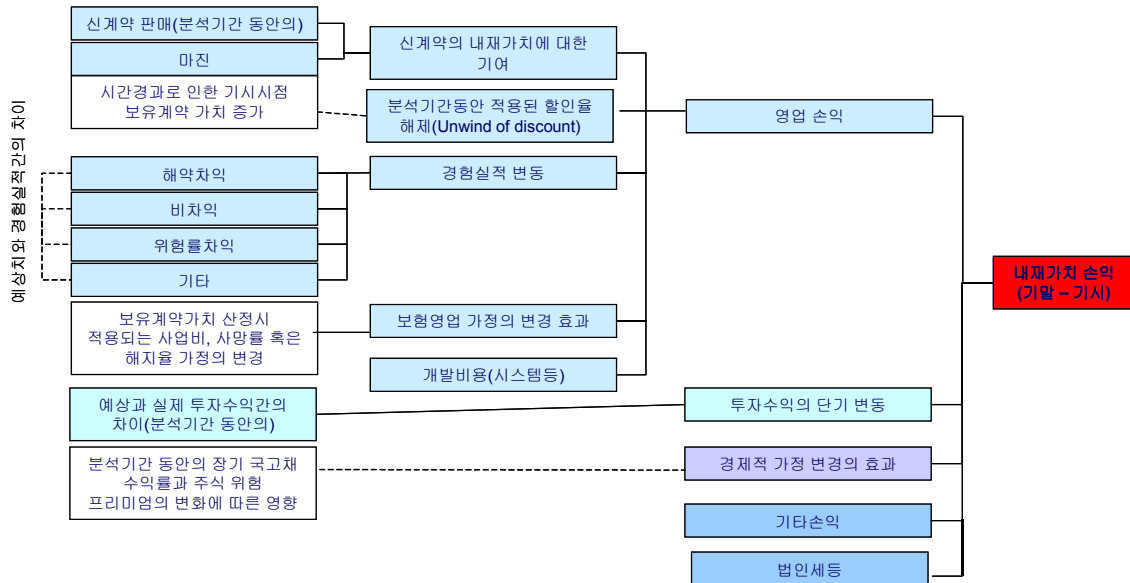
### 3. 내재가치 수익성 분석

- 일정기간의 시작과 마지막 시점의 내재가치 차이에 대한 분석 (Analysis of Return on EV)을 통하여 내재가치를 창출하는 주요 요인에 대한 정보를 제공함.
- 기시 내재가치의 수익(Return on EV)은 “기시와 기말 내재가치의 차이”에 “보유계약에 할당된 자산으로부터의 자본 환입”을 더하고 “보유계약으로의 자본 전입”을 차감하여 계산함.
- 내재가치 수익률(Rate of Return on EV)은 내재가치의 수익을 기시 내재가치로 나누어 산출함.
- 양 시점 내재가치 차이의 분석은 전통적인 손익계산서의 역할을 하며, 경영자가 어느 정도 통제 가능한 “영업손익”과 통제가 어려운 “경제적 손익”으로 구분하여 공시함.

<표 3> 내재가치 변동 요인

변동 요인		설 명
자본이동		분석 대상계약에 대한 자본의 전입과 환입
영업 손익	기대 수익	·순자산(Net Asset)에서의 투자수익 ·시간 경과에 따른 할인기간 감소로 인한 기시 보유계약가치의 증가 ·시간 경과에 따른 “자본비용”과 “재무적 옵션과 보증 가치”의 감소 ·기시 보유계약가치에서 분석기간 중 실현된 예정이익의 조정 (순자산 증가요인이면서 보유계약가치 감소요인)
	보험 손익	·계약시점에서의 신계약 가치 ·기시 보유계약가치 중 보험관련 예상치와 경험실적과의 차이(위험률차, 사업비차 등) ·보험관련 가정의 변경에 따른 가치의 변화
경제적 손익		·기시 보유계약가치중 경제적 변수와 관련된 예상치와 경험실적과의 차이(투자수익의 변동 등) ·경제적 변수와 관련된 가정의 변경에 따른 가치의 변화

<그림 2> EV 변동의 주요 요인 분석



자료 : CFO Forum(2005), "Embedded Value : An Educational Session Prepared by the CFO Forum for the Insurance Working Group".