

1. 개요

IFRS17 도입으로 수익인식 방법이 변화하여 보험계약의 미래 이익을 나타내는 보험계약 마진(CSM)이 중요한 지표로 활용될 것으로 예상된다. 노건엽·조영현·이승주(2023)는 현재 보험회사의 가치평가에 활용되는 내재가치(EV) 평가를 보험계약마진으로 통합하는 방안과 별도로 계속 산출하는 방안에 대해 설문조사 대상 12개 사 중 11개 사가 검토 중이라고 하였다. 11개 사 중 3개 사는 별도로 산출하는 방안을 선호하나 8개 사는 CSM을 일부 수정한 ‘조정 CSM’ 과 통합하는 방안이 좀 더 합리적이라고 설명하고 있다.

한편, 내재가치(EV)는 주주 가치를 측정하고 보험회사의 장기 가치를 파악하기 위해 생명 보험회사에서 일반적으로 사용하는 성과지표(KPI) 중 하나이다. 보험계약은 현금흐름이 장기간 발생한다는 특성이 다른 산업과 달라 보험회사 가치평가 시 EV를 이용한 방법이 널리 활용되었다.

이러한 EV는 주주이익의 현재가치를 측정하는 것이 목적이며, IFRS17은 보험회사 재무상태와 손익에 미치는 영향 측정을 목표로 한다. EV와 IFRS17의 목적은 상이하나 EV와 IFRS17 산출결과의 유사성으로 인해 앞서 언급한 대로 대다수 보험회사는 IFRS17 도입 이후 EV 평가를 폐지할 가능성을 모색하고 있다. 재무제표 표시에 따른 설명의 용이성, 계산의 편의성 등 고려 시 EV를 IFRS17의 CSM으로 대체하는 것을 고려할 수 있다. 하지만 CSM을 직접적인 성과지표로 활용하게 되면 3장에서 살펴보았듯이 높은 할인율 수준, 계리적 가정 이슈 등으로 인해 성과지표가 과대평가될 수 있다.

본 장에서는 보험회사 성과지표로 IFRS17의 CSM을 활용하는 해외 사례를 살펴보고 국내 적용방안을 모색해 보려 한다.

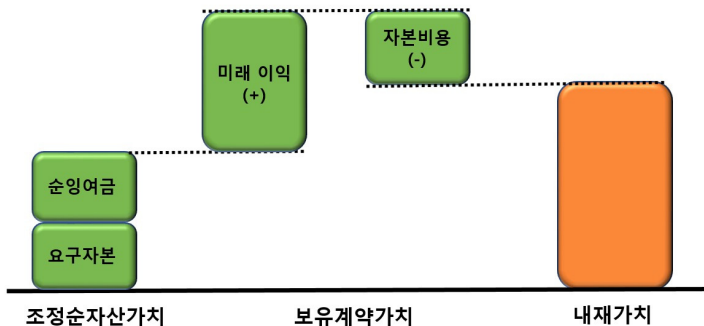
2. 내재가치³²⁾

가. 정의

내재가치(Embedded Value; EV, 이하 ‘EV’라 함)는 보유계약, 자본, 잉여금 등에서 발생하는 보험회사 주주 이익의 현재가치로 정의할 수 있으며 조정순자산가치(Adjusted Net Worth; ANW, 이하 ‘ANW’라 함)와 보유계약가치(Present Value of In-Force business; PVIF, 이하 ‘PVIF’라 함)의 합으로 구성된다.

조정순자산가치는 자본(Capital)과 잉여금(Surplus)의 실현 가능한 가치로 특정 부채(예: 미국의 자산평가 준비금)와 실현 가능한 가치가 있는 비인정자산은 포함되며 무형자산 가치 등은 제외된다. 보유계약의 가치는 보유한 계약에서 발생한 미래 세후이익의 현재가치에서 자본비용의 현재가치가 차감된다.

〈그림 IV-1〉 내재가치 도해



자료: 이경희·김세중(2009)

나. 평가 방식

내재가치 결과는 미래 현금흐름 산출에 필요한 가정에 의존하며 이는 경제적 가정과 계리적 가정으로 구분할 수 있다.

32) 이경희·김세중(2009)을 재정리함

경제적 가정은 투자이익률, 시장금리, 할인율(Risk Discount Rate; RDR, 이하 'RDR'이라 함),³³⁾ 인플레이션 등이 해당된다. 계리적 가정은 사망률, 해약률, 사업비율, 계약자 행동 등이 해당된다.

보험회사 가치평가 방식으로 내재가치가 도입된 것은 생명보험 상품의 특성인 장기 현금 흐름으로 인해 재무제표를 이용하여 분석하는 평가 방식이 보험회사의 실제 가치를 적절히 측정할 수 없다는 문제의식에서 비롯된 것이다.

전통적인 가치평가 방식은 단기적 현금흐름을 평가하므로 생명보험, 연금보험처럼 현금흐름이 장기인 상품의 수익성을 측정하는 것에 어려움이 있으며 자본의 활용이 반영되지 않고 국가별 회계기준이 달라 국가별로 보험회사 가치를 비교하는 것에 제한이 있다.

전통적 내재가치(Traditional EV; TEV, 이하 'TEV'라 함)는 이후 유럽방식 내재가치(European EV; EEV, 이하 'EEV'라 함)에서 다시 시장일관 내재가치(Market Consistent EV; MCEV, 이하 'MCEV'라 함)로 변화한다.

TEV는 가정들에 대한 통일된 기준이 없어 회사 간 비교가능성이 저해된다는 인식이 있었고, 옵션 및 보증에 대한 필요성이 제기되어 2004년 EEV 측정 방식이 탄생하였다.

EEV에서는 할인율에 대한 산출 원칙을 제시 및 방법을 공시하였으며, 옵션 및 보증을 고려하여 내재가치를 측정하도록 한다.

하지만 이후에도 EEV 할인율 설정의 자의성과 내재가치에 대한 신뢰성 및 비교가능성에 대한 지속적인 문제 제기로 MCEV가 나타나게 되었다.

2008년 6월 발표된 MCEV는 Solvency II와 본질적으로 유사한 개념으로 보험회사가 모두 할인율을 동일하게 무위험 수익률을 사용하게 하여 보험회사 간 비교 가능성을 높이도록 하였다.

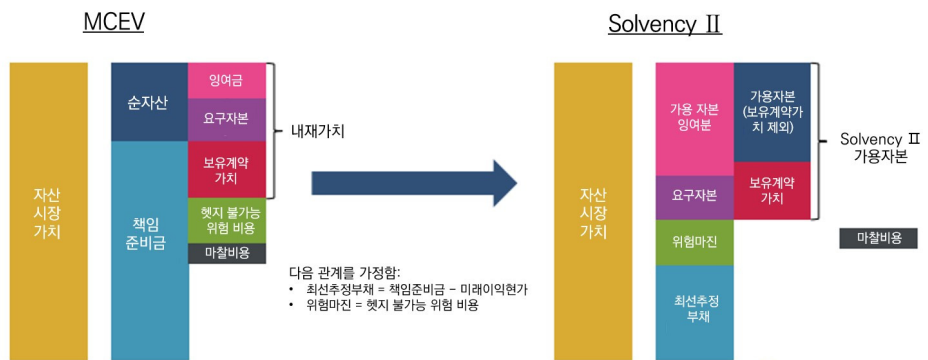
다. Solvency II 도입 이후 EV 공시 현황

영국 계리사회(IFOA)는 Solvency II 도입 이후 EV가 어떻게 변화할지에 대해 논의하였다. MCEV와 Solvency II는 마찰비용을 제외하고 유사하며 이에 대한 다양한 의견이 제시되었다.

33) 투자한 자본에 대해 주주들이 요구하는 수익률에 해당함

먼저 EV 보고 폐지 이유로는 두 종류의 ‘시장일관된 값’을 보고할 필요가 없으며 최근 개발된 시스템 활용이 가능하다는 장점을 설명하였다. 또한 이미 Solvency II 방식으로 흐름이 전환되었으며 Solvency II 공시가 좀 더 강화되었음을 논의하였다. 한편 EV 보고 유지 이유로는 모든 회사가 Solvency II 방법 및 가정을 수용한 것은 아니며 Solvency II와 EV는 목적이 다른 점을 이유로 제시하였다.

〈그림 IV-2〉 MCEV와 Solvency II 비교

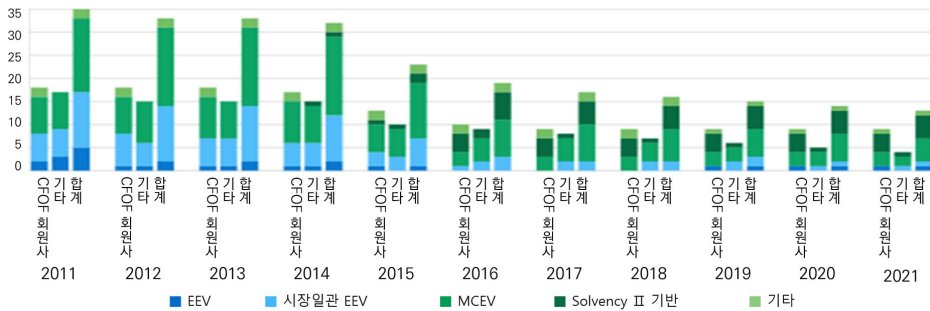


자료: IFA(2015)

이러한 논의 후 Milliman(2023)은 2016년 Solvency II시행 직전부터 EV를 공시하는 유럽 보험회사가 감소하고 있음을 보여주고 있다. 2015년 이전에는 MCEV를 공시하는 회사가 많았으나 이후 Solvency II 기반의 EV 평가로 변화하였다. 즉, 제도 변화가 보험회사의 가치평가 방식에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 따라서 IFRS17 도입 이후 보험회사의 가치평가는 Solvency II 방식에서 IFRS17 방식으로 변화할 것으로 예상된다.

〈그림 IV-3〉 EV 보고 변화 추이

(단위: 개수)



자료: Milliman(2023)

라. 국내 상장 생명보험회사 내재가치 평가 현황

국내 보험회사는 공시목적 내재가치평가에 TEV 방법론을 적용하고 있다. 이에 따라, 무위험수익률이 아닌 주주요구수익률을 할인율로 적용하고 있다. 이때 금리연동형 보험의 최저보증이율과 변액보험의 최저보증에 대한 TVOG(Time Value of Options and Guarantees)는 별도로 산출하지 않는다. 공시목적 외 내부 관리를 위한 평가 기준은 별도로 운영하고 있으며, TEV에 MCEV 방식의 TVOG를 추가로 산출하거나 EEV, 또는 MCEV 적용 등 회사별로 평가 기준이 다양한 상황이다.

〈표 IV-1〉 보험사별 EV 산출 가정

(단위: %)

구분	삼성	한화	미래에셋	동양
방법론	TEV			
할인율	7.5	8.0	8.0	8.0
투자수익률	3.63	3.3	3.3	3.3
자본비용	RBC 150%			
인플레이션	2.0	2.0	1.5	1.5
사업비 통계	직전 3년	직전 1년	직전 1년	직전 1년
해지율/손해율	과거 5년 경험통계			

자료: 각 사 공시자료(2021년 말 기준)

이러한 EV 결과를 과거에는 공시하였으나 EV 결과에 대한 수요가 감소하여 손해보험회사는 2017년부터, 생명보험회사는 2022년부터 공시하지 않는다.

3. 보험계약마진

가. 개요

IFRS17과 EV의 구성요소 비교를 통해, 기업가치의 척도로 IFRS17 재무정보 활용 가능성을 확인해보고자 한다. 일부 보험회사³⁴⁾는 TEV와 IFRS17의 구성요소 간 유사성에 따라 IFRS17 이후 EV의 폐지를 모색 중이나 이슈사항은 존재한다.

〈그림 IV-4〉 IFRS17과 TEV 비교



자료: PwC(2021)

TEV와 IFRS17은 유사한 요소로 구성된다. TEV의 ANW는 IFRS17의 자본과 대응되며 VIF는 IFRS17의 CSM과 유사하여 대체할 수 있을 것으로 예상된다.

34) PwC(2021)

$$\text{TEV 기업가치} = \text{ANW} + \text{VIF} \approx \text{IFRS17 기업가치} = \text{IFRS17 자본} + \text{CSM}$$

이러한 유사점에도 불구하고 EV와 IFRS17은 산출 목적뿐 아니라, 세부 적용방법이 달라 대체 가능 여부에 대한 추가 검토가 필요하다. IFRS17에서 자산평가와 보유계약가치는 시장가격 또는 시장변수로 측정하나 TEV는 감독회계 기준으로 평가한다. IFRS17의 CSM 등 산출범위는 TEV의 일부분으로 TEV의 산출범위가 더 넓다. 그 외 계약의 경계, 현금흐름에 반영되는 요소, 할인율, 이익의 인식 방법 등에서 세부적인 차이가 존재한다.

IFRS17과 EV의 핵심 가치는 본질적으로 상이하므로 IFRS17이 EV를 완전히 대체하지 못할 가능성은 존재한다. IFRS17 요소 중 하나인 CSM은 미실현 주주 이익인 반면, TEV 요소인 VIF는 미래 예상 주주현금흐름의 현재가로 산출하며 이에 따라 CSM과 VIF의 이익 인식 방법도 상이하다.³⁵⁾ IFRS17만으로는 EV를 완전히 대체할 수는 없어, IFRS17 시행 이후에도 회사별로 EV 산출을 지속하거나, IFRS17 재무정보에 추가적인 정보를 제공하는 방향으로 회사의 가치를 공시할 가능성이 있을 것으로 예상된다.

〈표 IV-2〉 TEV 및 IFRS17 세부 구성요소별 비교

구분	TEV	IFRS17	비고
적용범위	모든 계약 (단, 국가별 법규 부합)	IFRS17에 따른 보험계약의 정의를 충족하는 계약	TEV는 IFRS17과 비교하여 더 넓은 범위의 계약 포함
계약경계	별도의 기준 없음	보험자가 보험료를 받을 실질적인 권리나 서비스를 제공할 의무를 갖지 않는 시점 (계약 경계 밖의 모든 현금흐름은 제외)	보험 유형별로 TEV와 IFRS17에 따라 포함되는 갱신 수준이 다를 수 있음

35) IFRS17의 보험계약마진은 당기에 제공된 보험계약서비스를 반영하여 보험계약마진을 상각하나 TEV는 당기에 발생한 기대 주주현금흐름을 상각함

〈표 IV-2〉 계속

구분	TEV	IFRS17	비고
최선추정현금흐름 (비용 제외)	보험계약기간에 발생할 것으로 예상되는 모든 미래 현금흐름	계약의 이행과 직접 관련된 현금흐름	자산투자수익, 특정법인세, 보험계약과 분리되는 구성요소와 관련된 현금흐름은 TEV에 포함되나 IFRS17에는 미포함
최선추정현금흐름 (비용)	시행 중인 사업을 관리하는 데 필요한 모든 미래 예상 비용	최선추정 현금흐름의 적용범위에 귀속되는 비용	TEV는 모든비용을 당기손익으로 인식, IFRS17에 귀속된 비용은 CSM에, 그 외의 비용은 당기손익으로 인식
할인율	주주요구수익률 (한국 상장보험사)	다음 중 하나 적용 • 하향식 접근방식 • 상향식 접근방식	IFRS17은 주로 상향식 방식으로 산출 (무위험 할인율에 부채의 유동성 특성을 반영하는 유동성 프리미엄 가산)
TVOG	할인율에 암묵적으로 포함하여 산출	최선추정부채 내 명시적으로 포함	-
위험충당금	RBC 제도에 따라 요구자본 적립(150%)	비금융위험에서 위험조정(RA)을 산출	위험범위, 충격수준, 상관계수 등 차이 존재
이익인식	예상 주주 현금흐름을 인식하는 VIF의 상각	CSM 및 RA의 상각	전 기간 총이익은 동일

자료: PwC(2021)

나. 해외 사례

글로벌 보험회사인 알리안츠는 성과지표(KPI)에서 CSM을 고려하는 방안을 제시하였다. 성장성은 보유계약 CSM에서 신계약가치가 차지하는 비중으로 평가하고 수익성은 신계약 가치를 수입보험료 현가로 나눈 '신계약마진'을 적용하였다. 신계약 가치평가는 CSM이 대부분이나 IFRS9 적용 대상인 투자계약에서 발생하는 이익도 일부 포함된다. 한편 CSM이 없는 PAA 방식을 주로 적용하는 일반손해보험은 여전히 보험료와 합산비율을 성과지표로 활용한다.

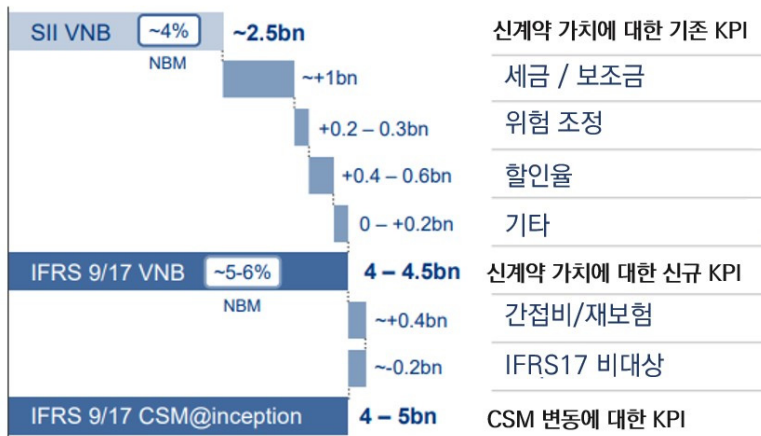
〈표 IV-3〉 해외 보험회사 KPI(알리안츠)

구분	생명 및 건강보험	손해보험
성장성 (Growth)	신계약가치/보유계약CSM	수입보험료 및 수수료 (Total business volume)
수익성 (Profitability)	신계약 마진 (New business margin)	합산비율 (Combined ratio)

자료: Allianz(2022)

이 때 IFRS17 기반의 신계약가치는 세금 효과를 고려하지 않고 위험조정이 완화되어 Solvency II 기반의 신계약가치에 비해 좀 더 크게 산출된다.

〈그림 IV-5〉 IFRS17 신계약가치 예시



자료: Allianz(2022)

한편, 캐나다 보험회사인 Manulife는 수익성보다는 성장성 지표에서 CSM을 주로 활용한다. 성장성 지표로 신계약가치, 신계약 CSM, CSM 잔액 연간 성장률을 적용한다.

〈표 IV-4〉 해외 보험회사 KPI(Manulife)

구분	주요 항목
성장성 (Growth)	연납화 보험료 판매액, 신계약 가치, 신계약 CSM, CSM 잔액 연간성장률 등
수익성 (Profitability)	당기순이익, 자기자본이익률(ROE), 사업비 효율화율 등

자료: Manulife(2023)

다. 국내 사례

국내 현황을 살펴보면 상품 기초서류 작성시 수익성분석 지표로 장래 수입보험료의 현가를 CSM으로 나눈 보험계약마진율(CSM/수입보험료 현가)을 필수적으로 포함하도록 하였다.³⁶⁾ 이로써 신계약 수익성지표로 CSM이 반영되었다. 이러한 수익성지표는 상품판매 여부를 결정하기 위해 보험회사가 기준으로 정한 지표를 의미한다.

기존의 수익성지표는 Profit Margin, IRR 등이 사용되었다. Profit Margin(PM)은 장래 이익의 현재 가치를 장래 수입보험료의 현재가치로 나눈 값이다. PM은 수익률로 표시되어 직관적이고 이해하기 쉽고 상품간 수익성의 상대적인 비교가 용이하다.³⁷⁾ 보험계약마진율은 PM에서 장래 이익이 CSM으로 대체된 것으로 CSM이 상품 판매 여부를 결정하는 중요한 지표가 되었음을 나타낸다.

한편, 보험회사는 CSM 배수 또는 환산배수라는 수치를 이용하여 상품별 CSM 수준을 비교하기도 한다. 즉, 초회보험료 대비 일정배수를 곱하여 상품별로 신계약 CSM의 규모를 즉시 파악할 수 있도록 한다. 예를 들어 보장성보험의 환산배수가 15배라는 의미는 보장성 보험에서 월납초회보험료의 15배가 신계약 CSM 금액이 된다는 것으로 상품별 환산배수를 통해 상품별 CSM 수준을 파악할 수 있다.

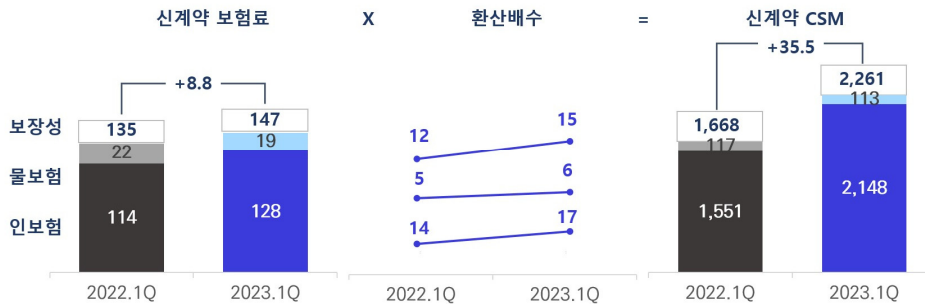
이 외에 대부분의 보험회사 IR 자료에서 신계약 CSM 증가율 및 보유계약 CSM 규모를 제시하고 있어 CSM이 보험회사 성과지표로 활용되고 있음을 간접적으로 확인할 수 있다.

36) 보험개발원(2022)

37) 오창수·박수원(2012)

〈그림 IV-6〉 KPI 지표(삼성화재)

(단위: 억 원, 배, %)



자료: 삼성화재(2023)

4. 소결

해외 사례를 살펴보면 성과지표가 EV에서 Solvency II 기반으로 변화하는 것을 볼 수 있었으며 다시 IFRS17을 이용하여 보험회사의 성장성 및 수익성을 평가하고 있음을 보여준다. 국내도 이와 유사하게 신계약에 대해서는 EV보다는 IFRS17의 CSM을 이용하여 평가하며 그동안 사용된 성과지표인 EV를 더 이상 공시하지 않는다.

이처럼 제도와 의 일관성, 산출의 편의성을 고려하고 국내외 사례를 살펴볼 때 IFRS17의 CSM을 활용하는 방안으로 성과지표가 변화할 것으로 예상된다. 다만, 국내는 IFRS17 평가에 사용되는 할인율 수준이 현행 예정이율에 비해 높고 EV와 달리 보험위험만 고려하는 점을 감안하여 성과지표 활용 시 직접적인 CSM 적용보다는 CSM을 조정한 방안이 더욱 적절해 보인다.

현재의 CSM만으로 성과지표를 구성하게 되면 CSM 상각액보다 신계약 CSM 유입이 더 많아 기시 CSM 대비 기말 CSM이 증가할 수 밖에 없어 CSM이 높은 상품을 판매할 수 밖에 없는 유인이 발생한다. 즉, 노건엽·조영현·이승주(2023)에서 설명하였듯이 CSM 이 높은 특정 상품 위주의 판매 경쟁이 심화될 것으로 예상하였고 이미 그러한 현상이 운전자보험, 어린이보험, 단기납 종신보험 등에서 나타나는 것으로 감독당국은 진단하고 있다.³⁸⁾

38) 금융감독원 보도자료(2023. 7. 20), “보험회사의 건전성 악화 및 소비자 피해 우려가 없도록 불합리한 보험상품 구조를 개선하였습니다.”

최근 감독당국은 할인율 현실화 방안을 통해 할인율을 점진적으로 하향 조정할 것임을 예고한 바 있다. 이를 고려할 때 현재 할인율 수준을 그대로 적용하여 평가하기 보다는 감독당국의 할인율 방안을 미리 반영하여 CSM을 평가하는 방안이 좀 더 적절할 수 있다.

또한, CSM 산출 시 현금흐름에서 차감하는 위험조정은 보험위험만으로 이루어져 있어 금리위험 등 지급여력제도에서 산출하는 다양한 위험이 고려되지 않는다. EV의 경우 지급여력제도의 요구자본을 반영하므로 보험위험 외에 금리, 신용위험 등이 반영된다.

이와 같은 CSM 평가의 한계를 고려하여 위험조정 산출 시 금리위험 등이 반영된 자본비용법 방식을 적용하여 보험계약마진을 산출할 필요가 있다.

할인율 하향 조정, 위험조정 산출 시 자본비용법 적용 등 좀 더 정교하게 산출된 보험계약마진을 이용하여 신계약 수익성, 성장성 등 성과지표로 활용하는 것이 보험회사의 가치를 적절하게 평가하고 미래 불확실성을 대비할 수 있을 것으로 판단된다.

한편, 장기보험이 아닌 일반손해보험의 경우는 부채평가 방식이 현재와 유사하므로 보험료, 합산비율 등 기존의 성과지표가 여전히 유효할 것으로 사료된다. 해외 사례의 경우도 일반손해보험의 성과지표는 기존과 동일하다.