

<별첨 1> 내재가치 공시에 관한 추가 기준

- CFO Forum은 2004년 5월 EEV의 민감도분석 및 기타사항을 위한 최소 공시기준을 제정 발표하고 FY2006 회계보고서부터 적용하도록 함.
- 동 기준은 회원사간 공시기준을 표준화함으로써 제반 가정과 EEV의 변동성에 대한 정보이용자의 이해를 제고함.

<표 5> 최소 민감도 분석 대상

구 분	민감도 분석
이자율 및 자산	<ul style="list-style-type: none"> - 위험 할인율 100 basis point(즉, 1%) 증가 (여타 가정은 고정) - 이자율 100 basis point 하락 : 무위험 수익률 곡선의 평행 하향 이동을 의미 (제반 경제적 가정 역시 동반하여 변경) - 주식/부동산 등의 평가일 자산가치 10% 하락 - 주식/부동산 등의 연간 수익률 100 basis point 상승
비용 및 유지율	<ul style="list-style-type: none"> - 유지비용(Maintenance Expense)의 10% 감소 - 해약율의 10% 비례감소(즉, 5%가 기본 해약율인 경우 $0.9 \times 5\% = 4.5\%$의 해약율 사용)
보험리스크	<ul style="list-style-type: none"> - 사망 및 입원율의 5% 비례감소 (사망보험과 연금보험 별도 공시)

<표 6> 기타 공시 사항

항 목	내 용
요구자본 공시	<ul style="list-style-type: none"> - EEV 산출시 사용한 요구자본의 기준 공시(즉, 감독상 최저자본 or 경제적 자본) - 경제적 자본을 요구자본으로 사용한 경우, 감독상 최저자본을 요구자본으로 하였을 경우에 대한 민감도 분석 수행
EV 수익성 분석 공시	<ul style="list-style-type: none"> - EV의 수익성 분석은 수정 순자산가치(Adjusted Net Worth)와 보유계약가치로 나누어 공시⁽¹⁾
리스크 마진 공시	<ul style="list-style-type: none"> - 위험 할인율에 내재되어 있는 리스크 마진의 산출과정 공시
재투자 수익률 공시	<ul style="list-style-type: none"> - 미래 재투자 수익률 가정의 산출과정 공시

주1) <별첨 3> 참조

<별첨 2> 위험할인을 산출방법 예시2)

○ 하향식(Top-Down Method) 산출 예

가중평균자본비용(WACC, 2004)				자본자산가격모형(CAPM, 2004)				
항목	회사	AVIVA	ING Dutch	Legal & General	Allianz			
					유럽	미국	스위스	한국
무위험수익률(A)		4.6%	4.6%	4.5%	3.60%	4.30%	2.35%	5.70%
주식 위험프리미엄		3.0%	3.6%	3.0%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Beta		1.41	1.20	1.35	0.90	0.90	0.90	0.90
주식 요구수익률 ⁽¹⁾		8.8%	8.9%	8.6%	6.75%	7.45%	5.50%	8.85%
부채 비용(세후)		4.1%	4.5%	3.9%				
주식 비율		70%	70%	80%				
부채비율		30%	30%	20%				
WACC		7.4%	7.6%	7.6%				
수정 WACC ⁽²⁾ (B)		7.3%	7.5%	7.5%				
리스크 마진(B-A)		2.7%	2.9%	3.0%				

주1) CAPM하에서는 주식 요구수익률이 위험할인율(RDR)이 됨.

주2) WACC하에서의 위험할인율(RDR)이며, 옵션 및 보증가치가 별도로 산출되었으므로 산출된 WACC에서 0.1%를 조정한 수치임.

○ 상향식(Bottom-Up Method) 산출 예(RAS⁽¹⁾, 2004)

구 분	Bottom-Up		
	전통형 상품	변액 상품	자산관리
무위험 수익률	3.75%	3.75%	3.75%
리스크 마진	2.55%	2.80%	3.25%
비재무적 리스크마진	1.41%	2.03%	1.65%
재무적 리스크마진	0.79%	0.77%	1.60%
옵션과 보증의 시간가치	0.35%	-	-
위험할인율 ⁽²⁾	6.30%	6.55%	7.00%

주1) 이탈리아의 보험회사로서 2006년 2월 Allianz에 합병됨.

주2) “위험할인율 = 무위험수익률 + 리스크마진(비재무적+재무적+옵션 및 보증)”이고 리스크마진의 산출방법은 "각주 3)"에서 밝힌 Milliman Research Report를 참조. 또한, RAS사는 다른 보험회사와의 비교 가능성 제고를 위하여 회사 전체의 RDR을 CAPM 모형으로 구하고 이를 공시 : $RDR(6.50\%) = \text{무위험수익률}(3.75\%) + \text{Beta}(0.9) \times \text{주식 위험프리미엄}(3.00\%)$

2) Milliman의 Research Report(January 2006)인 “Analysis of European Embedded Value Developments”의 내용 중 일부를 발췌.

<별첨 3> 내재가치 공시 예시

○ Allianz 생명보험 사업의 EEV

(단위 : € million)

12월 31일 기준	2005	2004	증가율
순자산(A) ⁽¹⁾	8,610	7,346	17%
보유계약 가치(B)	9,212	7,177	28%
재무적 옵션과 보증 가치(C)	745	534	40%
자본비용(D)	2,109	1,600	32%
내재가치(E = A+B-C-D)	14,968	12,389	21%
IFRS 기준 순자산(F) ⁽²⁾	10,776	9,641	
(E) - (F) ⁽³⁾	4,192	2,748	
(E) - (A)	6,358	5,043	

주1) 감독회계상 부채액을 초과하는 자산의 시장가치(순잉여금+요구자본).

주2) 유럽의 상장보험사는 2005년부터 국제회계기준에 따라 재무제표를 작성함.

주3) 내재가치와 장부가치(국제회계기준)의 차이로서 보유계약에서 발생하는 예상 주주 지분이 대부분을 차지함.

○ Allianz 내재가치 변동성 분석

(단위 : € million)

변동 요인	순자산	미래손익 - 자본비용 - 옵션가치	내재가치	비고
2004/12/31 보고된 가치	7,346	5,043	12,389	
초기 조정치	818	575	1,393	모형 및 지분 변경 효과
2004/12/31 초기 가치(①)	8,164	5,618	13,782	
순자산의 투자수익과 보유계약의 할인기간 감소(a)	258	426	684	
보유계약의 예상이익(b)	801	(801)	0	예상이익의 순자산 전입
자본비용 및 옵션가치 해제(c)	0	225	225	
총 기대수익	1,060	(151)	909	
계약시점의 신계약 가치(d)	(27)	690	663	초년도손실 → 순자산 감소
보험 경험 손익(e)	89	(47)	42	당년도분 → 순자산
보험 가정의 변경(f)	(22)	25	3	미래분 → 보유계약가치
보험 영업 손익	1,099	517	1,616	
경제 경험 손익(g)	127	184	311	당년도분 → 순자산
경제적 가정의 변경(h)	2	19	21	미래분 → 보유계약가치
기타(i)	(19)	21	2	
자본 이동전 내재가치	9,374	6,358	15,732	
순 자본 이동(j)	(764)	0	(764)	
2005/12/31 내재 가치(②)⁽¹⁾	8,610	6,358	14,968	

주1) ② - ① = a + b + c + d + e + f + g + h + i + j

○ Allianz 신계약 가치 및 수익률

(단위 : € million, 자본비용 및 세금 차감후)

	2005	2004	증가율(%)
신계약 가치	663	611	9%
신계약 수익률 ⁽¹⁾	2.3%	2.2%	0.1% p
신계약 스프레드 ⁽²⁾	0.34%	0.30%	0.04% p

주1) 신계약 수익률 = 신계약 가치 / 신계약 보험료의 현가

주2) 신계약 스프레드 = 신계약 가치 / 감독상의 신계약 책임준비금 현가

○ Allianz 민감도 분석

(단위 : € million)

구 분	보고 가치	경제적 가정의 변화에 따른 가치 변화					보험가정 변화에 따른 가치 변화		
		무위험 수익률: -100bp	무위험 수익률: +100bp	주식 수익률: -100bp	위험 할인율: +100bp	감독요 구자본 사용	비용: +10%	사망률: +10%	해지율: +25%
내재 가치	14,968	(2,201)	1,209	(518)	(941)	983	(322)	(401)	(349)
신계약 가치	663	(103)	98	(59)	(131)	106	(42)	(32)	(71)

<별첨 4> 캐나다 이원공시 예시

○ Manulife Financial 연결 손익계산서

(단위 : Canadian \$ million, 2005)

연도	수익(Revenue)				비용(Expense)			준비금 증감액	세금	세후 손익
	보험료	투자 수익	기타 ⁽¹⁾	소계	보험금	사업비	소계			
2005	18,587	9,618	3,845	32,050	22,238	7,863	30,101	(2,376)	(1,031)	3,294
2004	16,287	7,823	2,856	26,966	18,163	6,516	24,679	(1,137)	(874)	2,550

주1) "기타"에는 유배당계정으로부터 환입이 2005년도 3, 전입이 2004년도 1이 포함되어 있음.

○ Manulife Financial 이원분석

(단위 : Canadian \$ million, 2005)

2005	U.S. 보장성	U.S. 자산관리	G& SFP ⁽¹⁾	캐나다 지역	아시아 지역	재보험	총괄 및 기타 ⁽²⁾	계
예상손익	550	658	179	547	502	197	61	2,694
신계약영향 ⁽³⁾	(107)	(147)	(3)	(49)	22	(19)	-	(303)
경험손익	217	115	46	136	157	(371)	315	615
경영정책 및 가정변경	32	29	15	6	10	9	(186)	(85)
구분 보증펀드	-	18	-	126	14	25	-	183
잉여금 수익	230	148	168	290	106	70	121	1,133
기타	5	(12)	(3)	1	(10)	-	107	88
세전 손익	927	809	402	1,057	801	(89)	418	4,325
세금	(313)	(224)	(119)	(248)	(69)	(19)	(39)	(1,031)
세후 손익	614	585	283	809	732	(108)	379	3,294

주1) Guaranteed and Structured Financial Products (보증 및 구조화 증권).

주2) 가정 변경에 따른 영향 및 John Hancock 인수후 통합비용이 포함.

주3) 보수적인 가정에 의거하여 부채를 평가하므로 대부분 신계약의 영향은 마이너스를 기록하게 됨.

2004	U.S. 보장성	U.S. 자산관리	G&SFP	캐나다 지역	아시아 지역	재보험	총괄 및 기타	계
예상손익	465	443	129	405	379	209	59	2,089
신계약영향	(82)	(145)	(10)	(78)	23	(32)	-	(324)
경험손익	122	105	51	137	77	18	205	715
경영정책 및 가정변경	(9)	6	-	(21)	(14)	-	(119)	(157)
구분 보증펀드	-	22	-	129	3	46	-	200
잉여금 수익	200	125	129	227	93	70	37	881
기타	4	(2)	7	9	2	1	(1)	20
세전 손익	700	554	306	808	563	312	181	3,424
세금	(233)	(157)	(94)	(194)	(74)	(82)	(40)	(874)
세후 손익	467	397	212	614	489	230	141	2,550

<참고문헌>

Allianz. (2006). *Annual Report 2005 Allianz Group*.

Allianz. (2006). *Allianz European Embedded Value Report 2005*.

CFO Forum. (2004). *European Embedded Value Principles*.

CFO Forum. (2004). *Basis for Conclusions European Embedded Value Principles*.

CFO Forum. (2005). *Additional Guidance on European Embedded Value Disclosure*.

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

Canadian Institute of Actuaries (CIA). (2004). *Draft Education Note : Source of Earnings - Determination and Disclosure*.

Ed Morgan, Jeremy Kent. (2006). *Analysis of European Value Development. Milliman Research Report (January 2006)*.

Manulife Financial. (2006). *Proxy Circular and 2005 Annual Report*.

Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI). (2004). *Guideline : Source of Earnings Disclosure (Life Insurance Company)*.

Insurance Business Report (통권 제20호)

발행일 2006년 10월

발행인 김 창 수

편집인 오 영 수

발행처 보 험 개 발 원

서울특별시 영등포구 여의도동 35-4

대표전화 3 6 8 - 4 0 0 0

본 자료에 실린 내용에 대한 문의는 보험연구소

(☎368-4105)로 하여 주시기 바랍니다.