GLOBAL
EQUITY

2026. 04. 06

글로벌주식팀
이창희 Senior Analyst
changhe01.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

# Now Japan 시리즈

## 워런 버핏의 버크셔는 왜 일본 보험사에 투자했을까?

- 버크셔의 일본 보험사 투자는 장기 저비용 자금조달 구조에 대한 투자
- 보험업의 본질은 보험료 선수취 구조를 통해 형성되는 '플로트(float)'
- 결국 이번 투자는 일본 보험업의 성장성 보다, 자본 복리 창출에 대한 베팅

## WHAT'S THE STORY?

**보험업은 '자금 구조 사업':** 보험업의 본질은 위험을 인수하고 보험료를 받는 데 있는 것이 아니다. 더 중요한 것은 보험료를 먼저 받고 보험금은 미래에 지급하는 구조를 통해 장기적으로 운용 가능한 자금을 확보할 수 있다는 점이다. 이 구조는 단순한 회계상의 특징이 아니라, 보험업의 경제적 본질을 규정하는 핵심 요소다. 제조업은 생산을 위해 먼저 자본을 투입해야 하고, 은행은 예금과 차입을 통해 자금을 조달하면서 명확한 이자비용과 규제를 부담한다. 반면 보험사는 계약 구조 자체가 자금을 선취하는 형태이기 때문에, 자금조달의 출발점이 완전히 다르다. 이로 인해 보험사는 회계상 부채를 보유하지만, 실제로는 장기 저비용 자금을 확보하는 기업으로 이해할 수 있다.

**핵심은 보험이 아니라 '플로트(float)':** 워런 버핏이 보험업에서 가장 중요하게 보는 것은 보험상품 자체가 아니라 플로트(float)이다. 플로트는 고객으로부터 이미 받았지만 아직 지급되지 않은 자금으로, 일반적인 부채와 달리 명확한 이자비용이 없고 장기적으로 유지될 수 있다. 특히, 보험영업이 안정적으로 유지되면 이 플로트의 실질 비용은 매우 낮아지며, 경우에 따라서는 자금을 조달하면서 동시에 이익을 창출하는 구조가 가능하다. 즉, 보험사는 단순히 돈을 벌기 위한 기업이 아니라, 좋은 조건의 자금을 지속적으로 축적할 수 있는 구조를 가진 기업이다.

**버크셔의 투자는 '복리 구조'에 대한 베팅:** 결국 버크셔가 일본 보험주에 투자하는 이유는 보험사의 단기 실적, 향후 성장성 등이 아니라, 보험이 만들어내는 자금 구조에 있다. 보험을 통해 확보된 플로트는 주식, 채권, 인수합병 등 다양한 자산에 재투자될 수 있으며, 장기적으로 높은 복리 수익을 만들어낼 수 있다. 즉, 이번 버크셔의 투자는 일본 보험업의 성장성에 대한 기대가 아니라, 안정적인 자금 조달 구조와 자본배분 능력을 동시에 갖춘 산업에 대한 투자다. 이는 일본 보험주를 단순 고배당 금융주가 아니라, 장기 자본 복리를 창출할 수 있는 플랫폼으로 재평가해야 한다는 신호로 볼 수 있다.

*(다음 페이지에 계속)*

## 워런 버핏의 버크셔, 일본 보험주에 투자하다

### 도쿄마린홀딩스(8766 JP) 지분 2.49% 취득

2026년 3월 23일, 워런 버핏의 버크셔 해서웨이는 재보험 자회사인 내셔널 인뎀니티(National Indemnity Company)를 통해 도쿄마린홀딩스 지분 2.49%를 취득하는 전략적 투자를 발표했다. 취득 대상은 도쿄마린홀딩스가 보유하던 자기주식 4,820만 7,200주이며, 주당 처분가는 5,962엔, 총 투자금액은 약 2,874억엔, 달러 기준 약 18억 달러이다. 이번 거래는 ① 지분 투자, ② 재보험 협력, ③ 글로벌 전략 투자 및 M&A 공조를 묶은 포괄적 전략 제휴로 설계됐고, 버크셔 측은 향후 공개시장에서 지분을 최대 9.9%까지 늘릴 수 있는 권한도 확보했다. 도쿄마린홀딩스는 이에 따른 희석을 상쇄하기 위해 2026년 4월부터 9월까지 최대 2,874억엔 규모의 자사주 매입도 병행하기로 했다.

이번 투자의 핵심은 버크셔가 일본 보험사를 단순한 금융주로 본 것이 아니라, 장기 저원가 자본을 만들어내는 구조적 산업으로 봤다는 점에 있다. 버크셔는 오래전부터 손해보험업의 본질을 "보험료를 먼저 받고 보험금은 나중에 지급하는 collect-now, pay-later 모델"로 정의해 왔고, 이 과정에서 형성되는 플로트(float)를 장기 투자 재원으로 활용해 왔다. 버크셔는 2023년 말 기준 약 1,688억 9,500만달러의 플로트를 보유하고 있었고, 지난 20년 중 18년에서 보험 언더라이팅 흑자를 기록했다고 설명했다. 즉 워런 버핏에게 보험사는 단순히 이익을 내는 회사가 아니라, 낮은 비용 혹은 경우에 따라 사실상 음(-)의 비용으로 장기 자금을 공급하는 자본 엔진이다. 이번 도쿄마린홀딩스에 대한 투자는 바로 이 버크셔식 보험 철학이 일본 시장에도 적용되기 시작했다는 의미를 가지는 것이다.

**버크셔 헤서웨이의 도쿄마린홀딩스 지분 취득 개요**

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 투자자 | National Indemnity Company<br>(Berkshire Hathaway Inc.의 재보험 자회사) |
| 투자 대상 | Tokio Marine Holdings (8766 JP) |
| 취득 지분율 | 2.49%(48,207,200주) 향후 9.9%까지 확대 가능 |
| 투자 금액 | 2,874억엔(약 18억 달러) |
| 취득 방식 | 자기주식 제 3자 배정 |
| 공시일 | 2026-03-23 |
| 납입 기간 | 2026-04-08 ~ 2026-04-14 |

자료: 도쿄마린홀딩스, 삼성증권

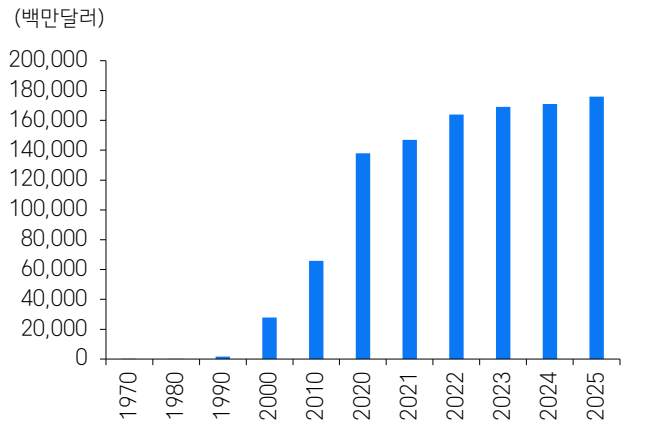
**버크셔는 보험주가 아니라 "자본을 만드는 구조"에 투자한 것**

워런 버핏은 오랫동안 보험업을 단순한 방어주나 배당주로 보지 않았다. 버핏에게 보험업의 본질은 보험금 지급 리스크를 감수하는 데 있는 것이 아니라, 그 과정에서 형성되는 플로트(float) 라는 독특한 자금 구조에 있다. 플로트는 고객으로부터 보험료를 미리 받아 쌓인 자금으로, 아직 보험금으로 지급되지 않은 돈이다. 일반 기업이 차입이나 회사채로 자금을 조달할 때는 명확한 금리와 만기를 부담하지만, 보험사는 보험영업이 일정 수준 이상의 규율을 유지할 경우 매우 낮은 비용, 나아가 경우에 따라 음(-)의 비용으로 자금을 조달할 수 있다. 버핏은 이 구조를 누구보다 일찍 이해했고, 실제로 버크셔를 사실상 보험을 기반으로 레버리지를 일으키는 투자회사로 발전시켜 왔다.

즉 버크셔가 일본 보험주에 투자했다는 사실은 일본 금융주에 대한 일반론적 베팅이 아니다. 이는 '좋은 보험사는 싼 장기 자금을 반복적으로 공급하는 엔진'이라는 판단이다. 보험에서 나온 현금은 단순히 채권 운용에만 쓰이는 것이 아니라 주식, 기업 인수, 재보험, 인프라 투자 같은 고수익 영역으로 재배치될 수 있다. 결국 버핏이 보는 보험업은 이익사업이자 동시에 자본조달 사업이며, 진짜 차별점은 보험료를 얼마나 많이 받느냐 보다 얼마나 질 좋은 플로트를 얼마나 오래 유지하고, 그 자본을 얼마나 높은 수익률로 재배분할 수 있는가에 있다.

따라서 이번 투자의 핵심은 "보험업은 안정적이다"가 아니다. 핵심은 "보험업은 잘만 운영되면 자본주의에서 가장 질 좋은 장기 자금 중 하나를 만든다"는 점이다. 버핏은 보험사를 통해 단순히 보험료 수익을 얻는 것이 아니라, 좋은 자금을 확보해 장기 복리를 확대해 왔다.

**Berkshire Hathaway Float 추이**




자료: 버크셔 헤서웨이, 삼성증권

**글로벌 보험회사 시가총액 순위**

| 순위 | 회사명 | 시가총액(조엔) | PBR | PER |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Berkshire Hathaway | 164.23 | 1.4 | 23.5 |
| 2 | Allianz | 25.31 | 2.2 | 11.9 |
| 3 | Ping An Insurance | 22.93 | 0.9 | 6.3 |
| 4 | China Life | 21.15 | 1 | 4.7 |
| 5 | Chubb | 20.22 | 1.7 | 12.1 |
| 6 | Progressive | 18.43 | 3.8 | 12.2 |
| 7 | AIA | 18.08 | 2.6 | 14.3 |
| 8 | Zurich Insurance | 17.09 | 3.5 | 15 |
| 9 | AXA | 15.05 | 1.9 | 9.6 |
| 10 | Tokio Marine HD | 14.13 | 2.6 | 13.9 |
| 11 | Munich Re | 13.03 | 2.1 | 10.7 |
| 12 | Travelers | 10.03 | 1.9 | 10.7 |
| 13 | Generali | 9.81 | 1.6 | 11.1 |
| 14 | Manulife | 9.16 | 1.8 | 10.5 |
| 15 | Aflac | 8.98 | 1.9 | 14.9 |
| 16 | Allstate | 8.55 | 1.9 | 8.1 |
| 17 | Swiss Re | 7.84 | 1.9 | 10.5 |
| 18 | CPIC | 7.64 | 1.7 | 6.7 |
| 19 | MetLife | 7.33 | 1.8 | 7.2 |
| 20 | PICC | 6.9 | 1.7 | 4.2 |

자료: Bloomberg, 삼성증권

### 왜 일본이고, 왜 도쿄마린홀딩스인가

이번 투자에서 더 중요한 질문은 "왜 보험업인가" 못지않게 "왜 일본 보험업인가", 그리고 "왜 하필 도쿄마린홀딩스인가"이다. 버크셔가 단순히 일본 보험 섹터 전반에 투자한 것이 아니라, 일본 금융 섹터 내에서도 도쿄마린홀딩스를 전략적 파트너로 선택했다는 사실 자체에 큰 메시지가 있다는 판단이다. 일본 5대 종합상사 투자 때와는 달리, 손해보험 산업에서는 경쟁사 전체가 아닌 도쿄마린홀딩스만이 선택됐다. 이는 도쿄마린홀딩스가 단순히 밸류에이션이 싼 회사였기 때문이 아니라, 버핏이 중요하게 보는 세 가지 기준, ①양호한 자본수익률, ②신뢰 가능한 경영진과 인수 규율, ③합리적인 가격을 동시에 충족하는 드문 보험사였기 때문으로 해석된다.

도쿄마린홀딩스는 일본 보험사 가운데서도 가장 일찍, 가장 성공적으로 글로벌 보험 포트폴리오를 키워온 회사다. 단순히 해외 자산을 사들인 것이 아니라, 현지 경영진에게 권한을 위임하면서도 점차 그룹 차원의 리스크 관리, 자본 효율, 자회사 통제를 강화해 왔다. 이 점에서 도쿄마린홀딩스가 버크셔와 흥미로운 공통점과 차별점을 동시에 가진다. 공통점은 유능한 현지 경영진에게 상당한 자율성을 준다는 점이고, 차별점은 도쿄마린홀딩스가 버크셔보다 더 적극적으로 그룹 차원의 통제, 시너지, 글로벌 인재 관리, 리스크 모니터링을 강화해 왔다는 점이다. 즉 버핏이 선호하는 분권형 경영의 장점을 가지면서도, 글로벌 보험회사로서 필요한 중앙 통제와 자본 관리 능력도 상당 부분 갖춘 회사로 평가받은 셈이다.

또 하나 중요한 점은 도쿄마린홀딩스의 M&A 실행력이다. 유럽이나 미국 보험사들도 의외로 연속적이고 성공적인 대형 인수 경험이 많지 않은데, 도쿄마린홀딩스는 그 점에서 일본 내에서도 독보적인 트랙 레코드를 쌓아 왔다. 버크셔는 거대한 현금과 재무여력을 보유하고 있지만, 미국 외 지역에서 보험사 M&A를 지속적으로 발굴하고 실행하는 네트워크와 현장 역량은 제한적일 수 있다. 그런 의미에서 버크셔에게 "자본을 같이 투자할 수 있는 파트너"가 아니라, 좋은 딜을 함께 찾고, 실행하고, 통합할 수 있는 실행 파트너다. 이번 제휴가 단순 지분투자를 넘어 전략적 파트너십으로 규정되는 이유가 바로 여기에 있다.

**도쿄마린홀딩스 글로벌 M&A 주요 사례**

| 발표 연도 | 대상 회사 | 국가 | 사업 영역 | 취득 지분 | 인수가 | 인수 주체 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2007 | Kiln Ltd. | 영국 | Lloyd's 보험 | 100% | - | Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co., Ltd. |
| 2008 | Philadelphia Consolidated Holding Corp. | 미국 | P&C 보험 | 100% | 약 US$4.7bn | Tokio Marine Holdings 그룹 |
| 2011 | Delphi Financial Group, Inc. | 미국 | 생명보험<br>P&C 보험 | 100% | 약 US$2.7bn | Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co., Ltd. |
| 2015 | HCC Insurance Holdings, Inc. | 미국 | Specialty 보험 | 100% | 약 US$7.5bn | Tokio Marine Holdings, Inc. |
| 2019 | Privilege Underwriters, Inc. and its subsidiaries ("Pure Group") | 미국 | High Net Worth P&C 보험 | 100% | US$3.1bn / JPY 325.5bn | HCC Insurance Holdings, Inc. |

자료: 도쿄마린홀딩스, 삼성증권

### 재보험과 M&A

시장에서는 버크셔의 도쿄마린홀딩스 지분 취득 자체에 주목했지만, 재보험 협력과 공동 M&A라는 전략적 옵션에 주목할 필요가 있다. 우선 재보험 협력은 버크셔가 도쿄마린홀딩스의 보험 인수 포트폴리오의 퀄리티, 인수 규율, 리스크 관리 능력을 일정 수준 이상 신뢰하고 있다는 의미를 가진다. 버크셔 산하의 재보험사가 도쿄마린홀딩스의 포트폴리오 일부를 인수한다는 것은 단순한 금융 거래가 아니라, 도쿄마린홀딩스의 위험선별 능력과 underwriting discipline이 글로벌 최고 수준의 자본 제공자로부터 검증받았다는 뜻이다. 보험업에서 이는 매우 큰 의미를 가진다. 왜냐하면 보험사의 진짜 경쟁력은 판매력보다도 "어떤 리스크를 어떤 가격에 받았는가"에 있기 때문이다.

공동 M&A는 더 큰 스토리다. 도쿄마린홀딩스 입장에서는 버크셔와 손을 잡으면서 초대형 인수합병을 추진할 때 자본 부담을 줄일 수 있고, 거래 구조 설계의 폭도 넓어진다. 버크셔 입장에서는 단순 재무 투자자가 아니라, 보험업과 기업 인수에 대한 철학을 공유할 수 있는 현지 실행 파트너를 얻는다. 이번 파트너십이 단순히 "버핏이 일본 주식을 샀다"는 이벤트에 그치지 않는 이유는, 앞으로 미국과 유럽, 나아가 글로벌 보험/재보험 시장에서 추가 딜을 함께할 수 있는 플랫폼이 될 수 있기 때문이다.

즉 이번 투자로 도쿄마린홀딩스는 세 가지를 얻게 된다. 첫째, 버크셔라는 세계 최상위 자본 제공자를 전략적으로 등에 업게 된다. 둘째, 향후 대형 보험 M&A에서 자본제약이 완화된다. 셋째, 글로벌 보험시장과 M&A 시장에서 브랜드와 신뢰도가 한 단계 높아진다. 보험은 결국 평판과 자본력, 인수규율이 중요한 산업인데, 버크셔와의 제휴는 이 세 축을 동시에 강화하는 효과를 가진다.

### 일본 보험주 리레이팅: 도쿄마린홀딩스만의 이야기가 아닌 이유

이번 이벤트의 직접 수혜는 도쿄마린홀딩스이지만, 일본 보험주 전체의 디스카운트 해소를 앞당길 수 있을 것이다. 실제로 지분 매입 발표 직후 도쿄마린홀딩스 외에도 MS&AD, SOMPO 등 일본 생명보험 기업들이 동반 강세를 보였다. 물론 버크셔는 일정 기간 경쟁 손보사에 투자할 수 없지만, 시장은 "버핏이 일본 보험업의 본질을 인정했다"는 사실 자체를 업종 전체 재평가의 신호로 받아들였다.

일본 보험섹터는 오랫동안 TOPIX 대비 PER discount가 고착되어 있는 상황이다. 이 할인 중 일부는 펀더멘털을 반영한다기보다 관성적으로 유지된 측면이 있다. 예를 들어 일본 손보사들의 ROE, 총주주환원 수익률, 해외 성장 옵션을 감안하면, TOPIX 평균보다 계속 크게 낮은 PER을 정당화하기 어렵다. 특히 도쿄마린홀딩스는 단기 급등 이후에도 TOPIX 평균보다 크게 비싼 수준이 아니며, 다른 손보사들은 여전히 더 큰 할인 상태에 있다. 이 말은 즉, 업종 전체의 리레이팅이 아직 끝난 것이 아니라는 뜻이다.

다만 차별화는 필요하다. 도쿄마린홀딩스는 전략적 파트너십, 공동 M&A, 자사주 매입, 브랜드 uplift까지 모두 가진다는 점에서 독보적이다. 반면 MS&AD나 SOMPO는 업종 할인 축소의 수혜는 볼 수 있지만, 도쿄마린홀딩스와 동일한 프리미엄을 받으려면 자본정책, 해외 성장, 위험관리 체계에서 더 명확한 개선 신호가 필요하다. 따라서 이번 사건은 업종 전체를 올리는 매크로 이벤트이면서도, 개별 종목 간 차별화를 더 선명하게 만드는 마이크로 이벤트이기도 하다.

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 4월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 4월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

# 삼성증권

**삼성증권주식회사**
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

**삼성증권 Family Center:** 1588 2323

**고객 불편사항 접수:** 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA