

# 生命保険企業の企業評価の実証的日独比較

## —コーポレート・ガバナンスを含めた定性的・定量的評価の試み\*

小山 明宏, 手塚 公登

### 1 企業評価とは何か——格付け (Credit Rating) を視野に入れて

「企業評価」にあたる英語は、'Valuation'である。Valuationとは、まさしく「価値を計算すること」であり、今考察の対象となっている企業が、どれだけの価値を持っているかを計算することが、ここでの目標となる。では、企業の価値とは何だろうか。我々は日常、「価値がある」というコトバと「優れている」というコトバを、往々にして同義語として使用している。すなわち、「価値がある企業」、あるいは「価値の高い企業」というのは、「優れた企業」という表現と同じであるとみなして差し支えないと思われる。では、企業が優れている、と表現した場合、その「優れている程度」は、どのようにして表されるだろうか。

このように、企業の価値を測定することを企業評価とよぶ。元来 valuation とは価値の見積もりを意味するが、現在は、企業が様々な意味でいくらに値するかを算出することを企業評価とよんでいる。このような価値の概念はそれを見積もる主体が誰であるかにより異なり、株主の場合には企業の市場価値、債権者の場合には企業が持つ資産の価値など、様々な定義が可能である。企業評価が注目されるようになった背景には、社債発行企業が格付け会社によって格付けされるようになり、そこでの AAA などの呼称が当該企業の商品（保険など）のクオリティを宣伝するのに使われ始めたことがある。格付け自体は企業の債務不履行危険の指標であり、直接の企業価値を示すものではないが、これを株式の投資価値の指標として経済マスコミが使用したりするうちに広まったものである。その場合には、当該企業の財務的評価をはじめとして、経営戦略や所属産業の成長性などを総合的に勘案して企業評価が行われている。

企業がどれだけ優れているか、それを調べるための方法（手段）で最も知られているものは、周知の通り「経営分析」と呼ばれるものである。そしてそれは、その経営分析を行うのが誰であるか、すなわち誰の立場（目的）から行われるかによって、内容に大きな差異が生じてくることもよく知られている。ただし、財務の世界で「企業評価」という用語を考えた場合、投資家（株主）の立場からの価値の計算を意味することが多い。こうして得られる値が、「理論的価値」と呼ばれるものにあたる。これは、企業財務の分野でも研究テーマとして長い歴史を持つ「企業評価モデル」の概念にも無理なく対応しているとされる。すなわち、その企業が株主にもたらしてくれる DCF (Discounted Cash Flow) の総額を株主の富 (Wealth) と呼び、その値を企業価値と考えるものである。原則としてそれは永久に続き、DCF の発生のパターンや成長の動きなどを様々にヴァリエートさせてモデル作りが行われて来たことは、いわゆる伝統

派による研究として記憶に新しいものである。すなわち、言い換えれば、このような割引現在価値の総和のことを企業評価モデルと呼んで差し支えないと思われる。そして、そこでDCFの内訳として何をとり上げるかによって、すなわち、そこでの利益請求権者としての株主、彼らに帰属するものの具体的な対象として何が適切か、具体的には配当、利益、キャッシュフローなどのうちのどれをとるかによって、営業利益説、純利益説、配当説など、様々な主張がなされてきたのである。

そこにおける定式化は、一般的には次のような形になる。

$$V = \sum_t \frac{X_t}{1+\rho}$$

ただし、 $V$ は1株あたりの企業の市場価値、 $X$ は株主に帰属する1株あたりキャッシュフロー、 $\rho$ は割引率である。財務研究の上で「伝統派」に属するウォルターズ (James E. Walters) は次のような企業評価モデルを導出している。ここで $V$ は1株あたりの企業の市場価値、 $D$ は1株あたり現金配当、 $E$ は1株あたり利益、 $R_a$ は新規投資の利益率、 $R_c$ は市場資本還元率である。

$$V = \frac{E}{R_c} + \frac{R_a - R_c}{R_c^2} (E - D)$$

この式を見ると、右辺第2項の分数の分子部分、すなわち新規投資の利益率 ( $R_a$ ) と市場資本還元率 (実はそれは資本コスト) ( $R_c$ ) の大小関係によって、企業価値を最大化する配当政策は大きく異なることがわかる。すなわち、 $R_a > R_c$ 、つまり、市場資本還元率 ( $R_c$ ) よりも新規投資の利益率 ( $R_a$ ) のほうが大きい限り、留保利益 ( $E - D$ ) が大きければ大きいほどこの式の $V$ は大きくなることは明らかであって、この場合は配当をしないで全額留保し、新規投資にまわしたほうが $V$ は増大することになる。

このように伝統派のモデルでは、配当政策が企業価値の大きさを左右し、企業価値を最大にする最適配当政策が存在するという結論となる。ただし、ここでは、①毎期の利益を留保し (あるいは配当として支払い)、それを更に②新規投資にまわして、それによる利益をさらに①留保する (あるいは配当する)、そして②新規投資にまわす、という①②2つの意思決定が、区別されずに混在していることに注目すべきである。

これに対し新しい経済学的な分析方法によるモデルを提唱したモディリアーニとミラー (Franco Modigliani & Merton Miller, 略してMMと呼ばれる) の配当モデルはまったく反対の「配当無関連説」を提示した。MMの分析では、いくつかの仮定の下で、均衡状態では企業価値は次のような値に落ちつくことされる。

$$V(t-1) = \frac{1}{1+\rho(t)} [D(t) + V(t) - m(t)p(t)] \quad (1)$$

ここで、 $V(t)$  : 第 $t$ 期末における企業の総市場価値

$p(t)$  : 第 $t$ 期末の企業の株価

$m(t)$  : 第 $t$ 期末の株価 $p(t)$ で発行される新発行株式数

$\rho(t)$  : 第 $t$ 期末の市場における資本還元率

$D(t)$  : 第 $t$ 期末(t)に支払われる配当総額 ( $=n(t-1)d(t)$ )

この時、企業が第 $t$ 期に $I(t)$ という額の投資を行うとすれば、資金の調達と運用を表す制約式として、次のような予算制約条件をみたさなければならない。

$$m(t)p(t)=I(t)-[X(t)-D(t)] \quad (2)$$

すなわち、左辺は新規投資に必要な資金のうち株式による必要調達金額、つまり、右辺の、必要投資金額から当該期の利益のうちの配当を差し引いた残り、言い換えれば内部留保によってまかないきれない金額を意味している。(2)式を(1)式に代入すると、

$$V(t-1)=\frac{1}{1+\rho(t)}[X(t)-I(t)+V(t)] \quad (3)$$

が得られる。この(3)式にはD(t)が含まれていないことから、D(t)がV(t-1)には影響を及ぼさないこと、すなわち、X(t)、I(t)、V(t+1)およびρ(t)がD(t)とは独立であることから、ここに、企業の総市場価値[V(t)]は配当[D(t)]とは独立であることが理解できる。そして、この式は、企業評価モデルとしては、ひとつの一般型と考えることができるであろう。

こうして行われる企業評価の中で、格付け（信用格付け、Credit Rating）は独自の意味を持つ。

格付けは、発行体が債券を発行するときに債券の利子と元金が約束どおりに支払われるかどうか、換言すれば債務不履行（デフォルト）の起こらない確率に従って債券を配列すること、つまり債券の信用力を民間の格付け会社が客観的に評価するための1つの方法である。そして信用力を具体的に表わす方法としてアルファベット、あるいはプラス・マイナスや数字を組み合わせた簡単な記号を使って表現している。この意味で債券格付けは、債券の安全性を判定する指標として投資家の信頼を受けており、その後、ストラクチャード・ファイナンスなど、債券以外にも利用されて、現在では「信用格付け（Credit Rating）」と呼ばれている。

債券格付けは20世紀初頭に米国で誕生したが、それは投資家に投資情報を提供するためであった。現在その重要性は一段と増している。債券や株式などの投資情報を実際の投資に具体的に役立てるにはある程度の専門知識が必要である。これに対して、債券の格付け情報は格付け会社が投資家に代わって多くの投資情報を総合的に分析し、簡単な記号で提供するために、投資家は専門知識が特になくても簡単に利用できるようになるという特徴を持っている。

格付けの決定要因としては、まず定量的要素が挙げられる。計数を基礎にした分析が可能な評価の要素という意味であり、企業の財務内容の分析は債券を格付けする際に欠かすことのできない要素になる。以下では、格付けに必要なになってくる基本的な分析指標、格付け固有の分析手法などを見る。

**損益計算書からの主要な分析対象項目 売上高，利益**

貸借対照表からの主要な分析対象項目 株主資本（純資産），含み利益，有利子負債，破産更正債券など

主要な財務指標 インタレスト・カバレッジ・レシオ（金利カバー率），キャッシュフロー比率，経常収支比率，使用総資本事業利益率，

これから以下の指標は貸借対照表を中心にしたもので、企業の健全性を判断するのに役に立つ。支払能力，長期資金の調達と運用のバランス，株主資本の充実度，という視点がある。

流動比率・当座比率，手元流動性比率，固定比率，株主資本比率，借入金依存度

次に、定性的要素が挙げられる。数字では現すことは難しいが、格付けをする際に評価に加えるべき要素が定性的要素である。キャッシュフローや償還の余裕度などに関する計算は評価するにあたり重要な根拠になるが、それがすべてではない。この計算された予想数値が実際にどの程度の確度が高いかは、経験に基づく主観に依存することになり、そこで定性的判断が必

要になってくる。

業種の特徴、所属産業の特徴、市場規模、成長性、産業の公共性、つまり産業の保護・監督など法律的な裏付けの有無ということ、業界ランク、株主構成、取引関係、財務政策、経営トップ・経営管理体制、研究開発費・体制、

いくつか挙げてきたものに共通して言えることは、

- ・第一に発行企業の過去のパフォーマンスである。債務返済に困難をきたしたときにどのように対処したかが、重要な判断材料になる。
- ・第二にスペシャル・イベントといわれる突然の変化に対する判断が挙げられる。災害などにおける環境の急な変化、企業買収、訴訟や業務災害など予期せぬ巨額の支払請求などがある。

これらはイベントリスクと呼ばれるが、数値で予想するのは難しいため、アナリストの主観的な判断に依存することになる。

このように、なにぶん数値で表現することが困難なため、アナリストによる主観的判断になるが、これらは定量的要素と同様に格付け評価に加えられるべき大切な要因になる。

最後に、日本の格付け会社、R&I、(株)日本格付投資情報センターのものをとりあげる。その記号は更に、アルファベットと+（プラス）、-（マイナス）の記号の組み合わせからなる。

格付け会社は自らが使用している格付け記号についてそれぞれ定義を明らかにしている。この定義の意味は、格付け別におおよそデフォルト率などのデータと関連づけができるであろう、ということである。詳細は次の表の通りである。

#### R&I 格付けの定義

---

|     |  |
|-----|--|
| AAA | 債務履行の確実性は最も高く、多くの優れた要素がある。                 |
| AA  | 債務履行の確実性は極めて高く、優れた要素がある。                   |
| A   | 債務履行の確実性は高く、部分的に優れた要素がある。                  |
| BBB | 債務履行の確実性は十分であるが、将来環境が大きく変化した場合、注意すべき要素がある。 |
| BB  | 債務履行の確実性は当面問題はないが、将来環境が変化した場合、注意すべき要素がある。  |
| B   | 債務履行の確実性に問題があり、絶えず注意すべきである。                |
| CCC | 債務不履行になる可能性が大きく、将来の履行に懸念を抱かせる要素がある。        |
| CC  | 債務不履行になる可能性が極めて大きく、将来の履行に強い懸念を抱かせる要素がある。   |
| C   | 最低位の格付けで、債務不履行に陥っているか、またはその懸念が極めて強い。       |

---

## 2 生命保険会社の評価

### 2.1 生命保険産業の概況

日本の生命保険会社は2013年現在、43社で相互保険会社は5社、株式会社が42社である。企業数として900社以上営業しているアメリカなどと比べると多いとは言えず、比較的大規模企

業の占める比率が高く、90年代に入るまでは寡占状態にあった。1990年代後半から、外資系ならびに損害保険会社の参入もあり、かつての護送船団体制は大きく変わった。90年代後半には日産生命をはじめとしていくつかの保険会社が倒産に追い込まれ、不倒神話は崩れた。このため、保険会社の経営の安定が特に注目されるようになり、財務の健全性の確保が強く要請されるようになってきた。

長引く不況、デフレの進行により、保険加入者に約束した予定利率を実現することが極めて困難になり、経営状況が軒並み悪化した。生命保険の保険料の計算には、予定死亡率、予定利率、予定事業費利率を計算の基礎として用いられている。このうち将来の保険金支払いのために積み立てられて、資金の予想運用収益を見積もって、その運用収益率を予定利率とし、予定利率で運用した場合に獲得しうる運用収益だけ保険料を安くするのであるが、経済状況が大きく変わったため、生命保険会社は結果的に高すぎた予定利率によって経営状況が悪化したのである。

こうした外部環境の変化に対応するために、将来の保険金の支払いに備えて每期責任準備金を積み立てることが保険会社には義務づけられている。生命保険は長期にわたる契約関係が続く商品であるため、保険加入者にとって確実に保険支払いが保証されることが何よりも重要である。外部環境が安定し、生命保険会社間の競争が熾烈でなかった時代には、保険会社の破産といった事態は想定しなくとも差し支えなかったが、90年代以降の環境変化は否応なく生命保険会社の経営の安全性・健全性に目を向けざるを得なくしたのである。

そうした中で、保険会社の企業評価のあり方や格付け会社による保険会社の評価が注目されるようになってきた。様々な企業の経営状態について投資家や債権者に情報を提供する専門的な会社として格付け会社がある。アメリカにおいては長い歴史があるが、その役割が日本でも注目されるようになり、いくつかの専門的機関が設立された。

生命保険はその商品の特性として、一般に長期にわたる保障であること、収入は先に得られるが、費用が確定するのは保険期間が終了するときまでわからないという価値の転倒に直面していることが挙げられる。支払いは保険事故が起きて、契約するまで不確定であり、通常の実業会社とはかなり異なったリスクに晒されている。保険加入者にとって、保険金が契約通りに支払われるかどうか最大の関心事であり、それは財務の健全性が維持されていて初めて可能となる。1990年代後半以降の相次ぐ破綻から保険契約者を保護するため、保険金等の支払い能力を示すソルベンシー・マージン比率が1996年の保険業法改正に伴って導入された。この比率は国際的に広く採用されている指標であり、健全性をみる代表的比率となっている。さらに1999年には当該比率の数値を基準とする早期是正措置も導入された。ただし、その比率だけが生命保険会社の経営状態を判断する唯一のものではない。企業の経営状態を評価するためには多様な指標を総合的に判断する必要がある<sup>1)</sup>。

以下では、一般の実業会社との相違に着目しながら、生命保険会社の企業評価について検討していこう。

1) ソルベンシー・マージン比率は生命保険版の自己資本比率規制とも言うべき指標であり、大災害や株価暴落等の異常な事態が生じた場合、どの程度の「支払余力」を有しているかを示す数値である。責任準備金は通常予測できるリスクに対応できるが、それを超えたりリスクに対しての余力を表している。

## 2.2 生命保険会社の評価

### 2.2.1 事業会社との相違

一般の事業（非金融）会社を評価する際、多くのアナリストはまず事業の価値を推定し、次に簿価を使って推定された純負債を差し引く。事業の価値はフリー・キャッシュ・フローや EBITDA（金利・税金・償却前利益）のようなフローの尺度に焦点を当てて、相対評価モデルあるいはファンダメンタル評価モデルを用いて計算される。そのとき、営業資産と負債の簿価はあまり注目されない。対照的に、保険会社のような金融サービス会社を評価するときには、アナリストは直接自己資本を評価し、簿価に注目することが多い。

評価アプローチのこの違いは以下のような保険会社の独特の性質による（Nissim（2010b））。

- ・ 保険会社、特に生命保険会社はレバレッジ比率が高く、投資資産収益と負債のコストのスプレッドから利益の大部分を得ている。それ故、営業活動へ焦点を当てる評価アプローチは保険会社の価値創造の主要な部分を排除することになる。
- ・ 保険会社の主な資産と負債の簿価は、市場価値に近いことが多い。従って、バランスシートの金額は、それらの資産と負債の評価に使えるし、あるいは少なくとも評価のための合理的な出発点として役立つ。
- ・ 規制のために、保険を引き受ける保険会社の能力は、剰余金に直接関連しており、それは自己資本の規制の代理変数である。また、規制当局によって保険会社は活動の範囲及びリスクに見合った水準の最低自己資本を維持するように要請されている。この規制は、自己資本簿価を事業規模をあらゆる相対的に有用な尺度にする。

対照的に、非金融会社は事業活動で主として価値を創造し、多くの資産と負債の時価は簿価とかなり異なる。加えて、金融部門以外では、平均レバレッジ比率は比較的小さい。というのも、多くの非金融会社では、自己資本の簿価は小さく、ときに負でさえあり、時価とほとんど関連がないのである。

### 2.2.2 相対評価

相対評価は、類似会社の観察された株価やファンダメンタルズに関連させて企業価値を推定する。相対評価を実施する最も普通の方法は、株価倍率に基づく。より精緻なアプローチは条件付きの株価倍率を使う。それは関連する価値要因を使って、株価の相違に対して観察される倍率を修正する。

倍率評価法は、企業価値（利益、営業キャッシュ・フロー、株式簿価など）特定のファンダメンタルに比例しており、同様の比例性が“比較可能な”会社、すなわち同じ産業あるいは類似した性質（規模やレバレッジ、期待成長率など）の企業に妥当すると仮定している。ファンダメンタルと類似会社の選択を所与とすると、本質価値は類似会社群の株価とファンダメンタルの比率に基づいた倍率を当該会社のファンダメンタルに乗じることで、推定される。最も普通の倍率はしばしば産業固有の調整を反映した収益概念を使用する。

倍率評価法の主な欠点は、複数のファンダメンタルを同時に考慮しないことである。この欠点は特に保険会社や他の金融サービス会社を評価するときに当てはまる。というのも簿価には収益を増やす価値関連情報が多く含まれるからである。収益と簿価の両方を同時に考慮する一つのアプローチは、条件付き株価倍率、すなわち他のファンダメンタルに基づいた倍率を使用することである。例えば、金融会社はしばしば ROE（自己資本収益率）に基づいた簿価倍率

で評価される。これは ROE に株価純資産倍率を回帰させ、回帰から当てはまる値を目標会社の ROE で評価した倍率として使用することで実行できる。この当てはまった数値、したがってその推定値は、収益と簿価の両方に依存する。

ニッシム（2010a）はアメリカの保険産業について、本質価値の代理変数として株価を使って相対評価モデルの正確さを検討している。非金融会社と違って、株価純資産倍率モデルは保険会社の評価ではよく機能しており、株価収益倍数によって支配されていない。実際、過去10年以上、純資産倍数は収益倍数よりもかなりよく機能した。多くの保険アナリストと違って、純資産から他の累積包括所得を除外することは、評価の正確性を改善するよりも悪くする。予想されるように、特定項目控除前の所得の使用は、収益ベースの正確さを改善するが、驚くべきことに実現された投資収益と損失の排除は、改善しない。株価純資産倍率を経常 ROE に条件付けると資産倍率の評価の正確さを改善する。対照的に、一般的に株価純資産倍率のこれらの決定要素は予想された効果をもち、有意であるけれども、成長や収益の質、リスクの代理変数の採用は外挿の予測を改善しない。（すべての保険会社に比して）同じ下位産業の類似会社に限定すると、評価の正確さは改善する。発行済み株式の代わりに希薄化された株式を使うと収益ベースの評価は改善し、純資産評価を改善しない。予想されるように、アナリストの収益予想は、公開された収益や純資産価値に基づく予想よりも優れている。しかし、予想 EPS（一株当たり収益）による評価の成果と条件付き株価純資産価値アプローチとの差異は、特にここ十年では比較的少ない。（1）アナリストが収益や純資産価値よりも多くの情報を持っていること、（2）アナリストが予想するとき株価を考慮することを考えると、この後者の結果は驚く。もちろん、アナリストは株の推奨も行い、少なくともあるユーザーには収益予想よりも重要な他の成果物も提供している。

### 2.2.3 潜在企業価値評価

生命保険会社、特にヨーロッパの会社では、大手保険会社によって自発的に開示されている尺度—潜在企業価値（EV）に基づいた評価が増えている。それは対象事業の株主の利害の結合価値を測定している。EV は以下の構成要因から成る。

潜在企業価値（EV）= 調整後純価値（ANW）+ 保有事業の価値（VIF）

非認容資産を組み込むように法定資本金と剰余金を調整して ANW が計算される場合、一部の資産には時価調整が適用され、サープラスノートと負債（非所有剰余）が差し引かれる。VIF は保有事業の「有形」部分がなくなるまでその事業によって生まれると予想される税引き後利益の評価日での割引価値である。

潜在企業価値は以下の理由で本質株式価値とは異なる。第一に、VIF の計算に使われるキャッシュ・フローの予測には、どの会社が EV の推定を操作して活用するかという点でかなりの恣意性が含まれる。特に、キャッシュ・フローの予測に際して、マージンや手数料、顧客維持率、存続期間、クレーム率、支出、税、必要資本、投資収益、インフレ、割引率に関して仮定を必要とする。これらの仮定の多くは、極めて主観的である。第二に、潜在企業価値は将来の新しい事業の価値、すなわちまだ引き受けていない新しい事業から分配される収益の割引価値が含まれていない。第三に、開示された潜在企業価値はバランスシートの日付で測定されるが、評価日の潜在企業価値は大きく異なるだろう。

それ故、自己資本価値を推定するとき、アナリストは類似企業の株価潜在企業価値倍率に基づいた株価倍率を乗ずるか、はっきりと限界や歪みを述べるだろう。例えば、彼らは可能な操

作を「止め」、測定日からの関連要因の変化の影響を取り込み、将来の事業の価値の推定を付加しようとするだろう。

この潜在企業価値評価にはいくつかの種類があるが、世界的にはヨーロッパで開発されたものが主流となっている。わが国でも2002年決算で始めて4社が開示し、その後多くの会社が追随しているが、契約者配当がマイナス評価されることなどから相互会社形態の評価指標としては適していないとの見方もある。

#### 2.2.4 ファンダメンタル評価

非金融会社を評価する最も普通の基本的方法は、純資本（純負債プラス自己資本）の価値の推定値を得るために予測される「フリー・キャッシュ・フロー」を割り引き、それから自己資本の価値を得るために純負債の価値の推定値を差し引くことである。純負債は負債から金融資産を引いたものであり、金融資産は事業と関係のない金融商品である。負債の価値は簿価、あるいは（SFAS（財務会計基準ステートメント）107の下で）開示された時価、ないし負債商品発行後の利率や会社の信用プロフィールの変化の価値への影響を調整した簿価を用いて推定される。同様に、金融資産の価値は簿価、あるいは（SFAS107あるいは105の下で）開示された時価、ないし修正簿価で測定される。

フリー・キャッシュ・フローは、予想営業利益と純営業資産（主として運転資本と固定資産）の予想される変化の差異である。そこでは営業利益には利子支払い、利子所得、配当所得、および関連する税は入らない。大部分のケースで利益と純資産予想を導く出発点は収入ないし収入の伸びである。資産と負債の回転率は大きく変化しないと仮定されており、収入の予想が資産と負債の主要因である。利益を導くために、アナリストは利益マージンか収益性（資産ないし資本収益率）を予想し、売り上げと利益マージン、あるいは資産と資産収益率の積として利益を計算する。明示的な予測は比較的少ない年数、しばしば3から10年についてなされる。その後のフリー・キャッシュ・フローは一定の成長率を仮定して推定される。

多くのケースでフリー・キャッシュ・フローは、加重平均資本コストの推定値を用いて割り引かれる。ここで負債資本のコストは税の利子控除の有利さを反映したものである。あまり一般的でないが、負債の税金の保護の価値を組み入れた2つの代替的アプローチは、利子控除からの税の節約（資本キャッシュ・アプローチ）を入れてフリー・キャッシュ・フローを調整すること、あるいは、事業の価値からとは別に負債税保護の価値（修正現在価値アプローチ）を説明することである。

フリー・キャッシュ・フロー評価は、主に非金融会社を評価するために使われる主たる評価アプローチであるが、金融サービス会社を評価するためにはほとんど使用されない。これはこの節の初めで議論した金融会社と非金融会社の相違による。その代わりに、金融サービス企業は典型的には割引期待キャッシュ・フローか株式保有者に流れる利益によって評価される。3つのタイプのモデルが使われる。(a) 一株当たりの割引配当、(b) 割引純自己資本フロー (c) 残余利益モデル。これらのモデルは分析的には等しいが、実際には実行の際には異なった仮定を使い、それ故異なった値を推定する。以下順にみていこう。

最も簡単で直截的な株式レベル（実体レベルと反対に）のファンダメンタルなモデルは1株当たりの割引期待配当によって各々の株式の価値を計算することである。しかし、多くの場合、このモデルはあまり機能しないか、まったく使えない。多くの会社は配当していなし、予見できる将来で配当しない。配当を支払っている会社にとってさえ、配当は価値の分配を表してお

り、価値を創造していない。だからある将来の期間にわたって、配当は価値とあまり関連していない場合が多い。

別のアプローチは株式所有者への純フローの現在価値として会社の発行済み株式の価値をまず推定し、発行済み株式数でその現在価値を割って、各株式の価値を計算することである。このアプローチは一株あたり割引配当モデルよりも幾分制約が少ない。しかし同様の欠点がある。特に多くの会社は配当を支払わないし、株式を買い戻さない、そして予見できる将来にそうすることは期待できない。加えて、配当と自社株買いは価値の配分であって、創造ではなく、価値との関連は弱いことを意味している。

第三のアプローチは残余利益アプローチである。このモデルは純株式フローアプローチから導き出され、現在の簿価と全将来年における期待残余利益の現在価値の合計を株式価値に等しいとする。そこでは残余利益は自己資本の量と費用を所与として、投資家によって要求される収益を上回る利益である。

残余利益モデルは配当モデルや純株式フローモデルに比べていくつかの利点がある。第一に、価値の分配ではなく、価値の創造である利益に焦点を当てる。第二に、はっきりとした予測期間において、現在の純資産と残余利益は自己資本の価値の比較的大きな分を占めている。明示的な予測期間に続く成果に関する仮定がしばしば恣意的なので、このことは重要である。第三に、残余利益の枠組みは、課金番号と自己資本コストを関連付け、投資終価を予測、とりわけモデル化するのに役立つ。これらの利点によって、残余利益を用いて自己資本コストの分析ができる。

ファンダメンタル評価を行うためには全将来年について割引ファンダメンタル（配当、純株式フロー、フリー・キャッシュ・フロー、残余利益）を予想しなければならない。これはしばしば数年にわたって主な財務項目を予測し、その期間の予想される割引ファンダメンタルを計算し、その後の全年についてそのファンダメンタルが一定の成長率を達成することによって得られる。仮定された長期成長率は普通予測される長期の経済全体の名目成長率であり、明示的な予測範囲が安定状態に達するのに必要な期間であることを意味している。しかし多くのケースにおいて、アナリストは比較的少ない将来年の明示的予想をしており、その代わり明示的な予測期間と一定成長期間との間の収束を可能にしている。例えば、収束期間は5年をカバーし、その間、最近の明示的予測年の水準から長期（経済全体）成長率への線形の成長率トレンドにある。

以上から、どの評価方法にもそれぞれ長所と欠点があるが、金融会社である生命保険会社の評価においては、価値の創造である利益に焦点をあてた残余利益モデルが最もふさわしいと考えられるのである。

### 2.3 ムーディーズ社の格付け

企業評価には必ず主観的側面が含まれ、唯一絶対の正しい尺度はないが、実務界で大きな影響力を有しているものとして、格付け会社による企業評価がある。世界的な格付け会社には、米国のA.M.ベスト社、S&P社、ムーディーズ社などが挙げられる。格付けの歴史は米国において長く、日本においても最近かなり注目されるようになってきた。格付け会社によって評価方法や評価基準、評価項目は異なる。ここでは、ムーディーズ社の生命保険会社に対する格付

けを参考にして、企業評価のあり方を考察していこう<sup>2)</sup>。

保険会社の格付けは長期的な信用リスク（企業等の負う債務の履行について支払い不能や支払い停止等に陥るリスク）に対する意見であり、将来の見通しを反映したものとなる。ムーディーズでは格付け対象会社の事業プロフィール、財務プロフィール、業界の事業環境に関する定性的・定量的特性を考慮に入れている。

### 2.3.1 事業プロフィール

事業プロフィールには、（１）市場地位、ブランド力、（２）販売チャネル、（３）商品リスクと分散の３つが挙げられている。

初めに、市場地位やブランド力は保険会社が市場において競争優位を高め、維持する能力と関係する重要な要因である。強い市場地位やブランド力は市場環境の変化に耐え抜き、将来の新たな収益機会を獲得できる可能性が高く、債務支払い能力も高い。指標としては相対市場シェアを挙げている。次に、保険会社の商品の販売方法や販売構造も事業化活動の継続性や収益性に大きな影響を及ぼす要因である。販売チャネルへのアクセスと販売チャネルのコントロールは保険会社の信用力や市場地位、ならびに収益を拡大し、コストを管理する能力と直接関係する。これに関連する指標として、販売チャネルに対するコントロール—販売チャネルへの影響／コントロール、販売チャネルの分散—保険料全体の１割以上を占める販売チャネルの数、が挙げられる。

最後に、商品リスクと分散という要因は、企業のリスク・プロフィールと信用力に大きく影響する。というのは、収益の変動性と競争力は商品セグメントによって異なるからである。商品リスクはさまざまな形で現れ、保険会社の利益や資本基盤にマイナスの影響を与える。変動性の高い商品への集中は保険契約者にとってリスクである。指標としては、責任準備金に占める低リスク商品の割合および、保険料全体の１割以上を占める商品群の数を挙げている。

### 2.3.2 財務プロフィール

続いて、主要格付け要因として、財務プロフィールがある。（１）資産の質、（２）資本基盤、（３）収益性、（４）流動性、（５）財務の柔軟性の５要因が挙げられる。

生命保険契約には契約者が行使できるオプションが含まれていることが多いため、コア資産に質が高く流動性の高い資産の多いことが望ましい。それによって債務支払いの不確実性に的確に対処できる。関連する財務指標としては、ハイリスク資産／株主資本やのれん＋繰り延べ新契約費（DAC）＋買収事業の価値（VOBA）・将来利益の現在価値（PVFP）＋その他の株主資本に対する比率を上げることができる。

第二に、資本基盤を主要要因として挙げている。保険会社の信用力評価においては、エコノミック・キャピタル<sup>3)</sup>、資本基盤（ソルベンシーなど）の状況や営業レバレッジの状況が重視されている。エコノミック・キャピタルは業績が下振れした場合に必要な資本の金額を表し、保有契約の規模からみたレバレッジや資本に対するリスク量の状況を資本基盤は表している。資本が制約されると、保有契約の維持、事業拡大が困難となり、事業戦略にも影響が及ぶ。関連財務指標として（株主資本—ハイリスク資産×10%）／（総資産—ハイリスク資産×10%）

2) 以下の記述の多くは、ムーディーズ（2010）に依る。

3) エコノミック・キャピタルとは、特に金融機関が直面する市場リスクや信用リスク、保険引き受けリスク等、金融機関が経営していくにあたって生じるリスクをカバーするのに必要なリスク資本の総額である。

が挙げられている。

第三に、利益は保険会社が保険契約や金融負債の支払い能力を決める第一の要因であり、内部留保の蓄積による資本増強の源泉である。また資本市場からの資金調達を有利な条件で行えるかどうか左右する重要な要素である。これに関連する財務指標として、ROC：少数株主利益控除前純利益／（金融負債＋株主資本＋少数株主持分の平均）（5年平均）、ROCのシャープレシオ：ROCの平均／ROCの標準偏差（5年ベース）を挙げている。

四番目として、流動性とALM（資産・負債の総合管理）がある。生命保険事業は信用リスク懸念の影響を受けやすいビジネスであり、流動性の不足はただちに負債の支払い不能につながるため、財務の問題が発生すれば、あるいは発生が予想されると契約者の解約や取り付け騒ぎの恐れもある。そのため流動性を慎重に管理する必要がある。関連する指標として、流動負債／流動負債を挙げられる。ALMの目的は、資産側のキャッシュ・フローと負債側のキャッシュ・フローをマッチングさせることである。強固で十分に管理されたリスク管理プロセスは流動性リスクを低減させる。

第五に、財務の柔軟性は保険会社の信用プロファイルを決定する要因の一つである。資本市場の信認を維持し、問題なく債務を契約通りに返済能力を示すことは重要であり、想定外の資金需要に対応するために外部からの資金調達手段を確保していることの意味は大きい。関連する財務指標は、調整財務レバレッジ：調整負債／（調整負債＋調整株主資本）や総レバレッジ、カバレッジ・レシオ：利息・税引き前調整後利益／支払利息および優先株配当（5年平均）、キャッシュ・フロー・カバレッジ・レシオ：子会社からの配当可能額／支払利息および優先株配当（5年平均）などである。

### 2.3.3 事業環境

最後に、事業環境を主要格付け要因として挙げている。事業環境は保険業界に影響を与える当該地域の経済、社会、法制など全般的な事業の状況を示すものである。国ごとに二つのカテゴリー（保険のシステミック・リスク、保険市場の発展度合い）を反映したものである。保険のシステミック・リスクには、国の経済力（一人当たりGDPなど）、制度の頑健性（制度的枠組みとガバナンスの質）、イベントリスク（ここでイベントとは経済的なもの（地震、ハリケーンなど）、金融に関わるもの（投機による攻勢など）、政治的なもの（戦争、政治的混乱など）などが含まれる）に対する感応度が含まれる。そして、保険市場の発展度合いには、保険の普及度：対GDP比でみた業界全体の収入保険料や保険の密度（パーセンタイル順位）：保険業界の一人当たり収入保険料のグローバルなパーセンタイル順位が挙げられる。

以上の他にマネジメントの質やコーポレート・ガバナンスのあり方（取締役会の独立性、専門性、関与度、マネジメントおよび企業戦略の適切な監視とガバナンスを調和させる能力）が評価対象となる。

ただし、ムーディーズではコーポレート・ガバナンスが格付けに影響を与えることは稀であるとして軽視されている。以下、本稿では、定量的に比較的容易に測定できる事業面や財務面の指標に基づく数値だけでなく、質的色彩が強く計量が困難とされることの多い企業統治の良し悪しを示す指標としてコーポレート・ガバナンス指標を独自に工夫して、生命保険会社の評価を試みることにする。

### 3 ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範（DCGK, Deutscher Corporate Governance Kodex）について

アメリカでは、望ましいコーポレート・ガバナンスの内容は、市場参加者すべてが認識する体系が明らかになっているといえる。それはいわば不文律のようなものであり、スタンダード・アンド・プアーズによるコーポレート・ガバナンス・スコアリングは、それを明示化し、それらからの乖離の程度によるものと言えた。すなわちアメリカの格付け会社、スタンダード・アンド・プアーズは、2002年以来、企業の依頼により、コーポレート・ガバナンス・スコアを提供していた（現在は行っていない）。これは、コーポレート・ガバナンスのスコアリングの試みとして、最も初期からの、そして注目される試みであった。そこでは、

「コーポレート・ガバナンス・スコアは、優れたコーポレート・ガバナンス・プラクティスの規約および指針を現時点で企業がどの程度まで採用し、遵守しているかに関するスタンダード・アンド・プアーズの見解である」

とされている。

これに対し、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範（Deutscher Corporate Governance Kodex）の目的は、国内および国外の投資家に対して、企業管理ならびに企業統制に関するドイツでの現行ルールをはっきりさせるのに貢献することである。それによって、ドイツの会社の企業管理への信頼、そして間接的にはドイツの資本市場への信頼を究極的には強化させようというものである。過去、特に国外の投資家から、ドイツの企業体制に対して寄せられた批判点のすべて、たとえば、「株主の利益への志向の不足」、「ドイツの企業管理の透明性の不足」、「ドイツの監督役会の独立性の不足」などを、この原則は考慮に入れている。ドイツの会社は、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範を満たすのに役立つ措置の実行に努めている。

さらに、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範は、ドイツの企業に、良き、責任ある企業管理のための規範および、価値判断の枠組みを予め与えようとするものである。同時に、投資家及び株主に、良い企業管理を評価するための一連の判断基準を提供しようというものである。

次に、「規範の階層構造の序列」が、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範には存在している。コーポレート・ガバナンス規範のルールの形で、ドイツ法では新しい規範のジャンルを作っており、それは時として「ソフト・ロー」と呼ばれている。この原則は、現在有効な法的な「正当状態」として顧慮されるべき規定を含む。それは「勧告規定（Empfehlungen, “Soll”）」を含み、それからの隔たりについては、説明（弁明）され、かつ明らかにされねばならない。また、さらに「提案規定（Anregungen, “Sollte”, “Kann”）」が含まれており、そこからの隔たりは明らかにしなくてもかまわない。

もちろん立法者としては、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範に書き示されている諸原則を、シグナリング効果も含めて強調している。ドイツ株式法第161条に従って各上場会社の執行役会と監督役会は、彼らがどの程度ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の勧告規定を実現したかについて、声明を發表しなくてはならない（いわゆる「対応度（準拠）表明（Entsprechenserklärung）」）。こうして諸原則の遵守は、直接、企業の外的な姿、そして株主との関係に影響を及ぼす。

ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範は、毎年5月あるいは6月に改訂され、現在のバージョンは、2010年5月26日に改訂されたものである。それは、7つの部分から成り立っている。

1. 前文
2. 株主と株主総会
  - 1 株主
  - 2 株主総会
  - 3 株主総会の招集、委任状
3. 執行役会と監督役会の共同作業
4. 執行役会
  - 1 任務と責任
  - 2 構成および報酬
  - 3 利益相反
5. 監督役会
  - 1 任務と責任
  - 2 監督役会議長の任務と権限
  - 3 委員会の設置
  - 4 構成及び報酬
  - 5 利益相反
  - 6 効率性の監査
6. 透明性
7. 会計報告と決算の監査
  - 1 利益相反
  - 2 決算の監査

そこにおいては、強制の程度の違いによってお互いに区別される、次のような3種類の決定が盛り込まれている。

- 主として株式法における重要な、法的規定の再記
- 勧告規定（“Soll”—規定）
- 提案規定（“Kann”—規定）

法的規定の場合は強制的に従う義務があるが、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の場合、その勧告規定と提案規定は、実行義務があるわけではなく、その実施は任意、自由意思となっている。

ただし、このドイツ・コーポレート・ガバナンス規範については前述の通り、毎年小規模ながら改訂が施されており、その意味で、注意が必要だと言えるであろう。そういうわけで、前述のドイツのURLに、常に直接あたっておく必要がある。

次に、このドイツ・コーポレート・ガバナンス規範がドイツ企業にどのように受け入れられているのかについて、最新の状況をふりかえってみる。

ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範は、年々受け入れつつある。アクセル・フォン・ヴェルダー教授（ベルリン工科大学）をチーフとするベルリン・コーポレート・ガバナンス・センターの研究グループは、次の3つの規準から、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範が広く受け入れられていると考えている：

(1) ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の条文の各号の遵守率の平均は高い。例えば81すべての勧告規定の遵守率の単純平均は78.1%である。

(2) また、81すべての勧告規定のうちの97.3%の規定を遵守している企業は78.1%である。

(3) ひどく遵守されていない勧告規定は少ない。たとえば、4つの勧告規定が90%程の企業に遵守されていないが、それだけである。

フォン・ヴェルダーらによると、守られていない4つは次の通りである：

- a) 執行役会と監督役会の D&O (Directors & Officers) 保険に関する適切な自己負担
- b) 執行役の報酬体系の構造について、監督役会の全体会議で助言すること
- c) 前執行役会議長もしくは執行役が、監督役会議長もしくは監督役会へと移る事を制限すること
- d) 監督役の報酬は、成果にみあったものにする

D&O 保険というのは、役員賠償責任保険と呼ばれるもので、執行役や監督役が、会社に対して、いわゆる善管注意義務に瑕疵があって、会社に損失をもたらしてしまった時、それを賠償するための保険を意味している。2007年の調査によると、前述の勧告規定を遵守しているのは、a) が85.7%、b) が86.2%、c) が79.3%、d) が89.7%の企業 (DAX) となっている。ただし、すべてについて、遵守企業は前年 (2006年) よりも増加していることが強調されている。

また、2007年より施行された *Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz* (VorstOG, 執行役報酬公開法) による影響とも相俟って、前述の b) をはじめとする、執行役の報酬の個別公開にまつわる条項の遵守率が90%以上になるであろうと、フォン・ヴェルダーらは述べている。

一方の提案規定 (*Anregungen*) について見ると、前述の勧告規定が81条項あるのにくらべて、こちらは20条項である。これはそもそも、遵守されることが望ましいところの、よいコーポレート・ガバナンスのための追加的な示唆である。その遵守率は、平均で85.5% (DAX 企業) となっており、20条項のうち12条項で、遵守率が90%以下となっているとされる。

筆者が個人的にアクセル・フォン・ヴェルダー教授と話したときの結論からも、彼らはドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の有効性とそれに対する企業の理解とその広まりについては、絶大なる自信を持っていた。その背景には、2004年8月3日開催の資本投資家保護連合 (*Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, SdK*) で、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範に対して行われた批判を解決できそうであることがある。

すなわち、この時、前述の b), c), d) の遵守率が非常に低いことをもって強く批判されていたのである。しかるに2007年時点ではそれぞれの遵守率は、b) 86.2% (前年、2006年は85.7%)、c) 79.3% (同様に77.8%)、d) 89.7% (同様に85.7%) という高さまで上がって来ており、ごく近い将来に、それらが、90%を超えてさらに上昇して行くことに強い自信を持っていることが挙げられよう。ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範は、同時に、望ましいコーポレート・ガバナンス・システムを想起すときの、いくつかの拠り所のうちのひとつとして、常に登場するものであることを記しておく。

このように、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の内容としては、株主・投資家の権利の保護と拡充、そして、企業経営の情報開示の範囲並びに手段の拡大 (企業経営の透明性の向上)、監督役会の機能の拡充と明確化などが挙げられる。株式法での企業経営の監視に関する規定をまとめたこと、「勧告 (Soll) 規定」と「提案 (Kann) 規定」が明示されて、特に前者の規定の各項目の遵守状況について、「遵守か説明か」の考え方、すなわち、企業は「勧告規定」

に対して、遵守している旨を報告するか、遵守していない場合にはその理由を明示することが求められている。法律上の規定と共に、あるべき企業経営の情報開示、コーポレート・ガバナンス機関の機能している実態を明確化している。投資家がこの規範を認知し、個々の企業がそれに従っているかどうかを投資の判断材料にすることができる、という期待を資本市場及び機関投資家に持ってもらう、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範は、一人前の法規範としての役割を持つこととなっている。

## 4 コーポレート・ガバナンス評価

### 4.1 コーポレート・ガバナンス評価の目的

わが国では、2003年4月の商法改正を契機に、コーポレート・ガバナンス（企業統治、以下、ガバナンス）の改革を進める企業が増えていたが、格付けにとっても、コーポレート・ガバナンス評価（以下、ガバナンス評価）の重要性は高い。スタンダード&プアーズの信用格付けにおいて、ガバナンス評価は独立した項目ではないが、ガバナンスの優劣は、信用リスクや経営陣の能力などの格付け要因に間接的に影響を及ぼす。昨今の企業不祥事などを受け、世界的にガバナンスの重要性は再認識されている。スタンダード&プアーズでは1990年代後半から総合的なガバナンス評価を行う専門部署を創設し、その部署の公表するレポートをアナリストが参考に行っているほか、幅広くガバナンスに関する情報を収集している。

ガバナンス評価を重視する理由としては、第一にエンロンのように、ガバナンス上の問題が一因となって破綻する例が増加しているためである。言い換えれば、ガバナンスを分析することで問題の早期発見に道を開こう、という動機が働いている。

第二に破綻に至らないにしても、企業のガバナンスの弱さが市場の信認低下につながり、資金調達や財務の柔軟性を損なう場合がある。たとえば、前会長が逮捕された武富士や、子会社の不正会計が明るみに出た韓国のSK コープがそれに当たる。

第三に、健全なガバナンスは、経営改革の原動力として信用力にプラスの影響を及ぼしうる。現在多くの日本企業が、過去の成功モデルから脱却することを迫られているが、健全なガバナンスが機能することで戦略の実効性が高まると期待される。

まず、「良いコーポレート・ガバナンスが、企業のパフォーマンスを高める」という、そのルート、プロセスについて考えることが必要である。これについては、一般的には次のようなルート、プロセスが想定されるであろう：

- ①良いコーポレート・ガバナンス・システムが実現する
- ②その結果、（1）透明性の向上、（2）マネジメントへの信頼性の向上、（3）企業内における事業上の意思決定が効率化され、生産性が高まる、の3つが実現する

ここでは、コーポレート・ガバナンス・システムの目的を、大きく2つとみなし、マネジメントへのモニタリング機能の有効化、マネジメントへの有効な動機付け、の両方を実現することにより、優れたコーポレート・ガバナンス・システムの実現とみなす。その結果、

- ③投資家・株主は当該企業のマネジメント、経営に満足する
- ④当該企業の生産性が高まり、それは収益性などの指標に顕在化する
- ⑤同時に市場での当該企業の評価が高まり、株価は上昇する
- ⑥それは、株主価値の向上を意味する

⑦こうして、マーケット・バリューに顕在化し、当該企業の高い評価が目に見えることになる。こうなると、株主・投資家が銘柄選定を行うにあたっては、コーポレート・ガバナンスの重要性が増してくることがわかる。

## 4.2 スタンダード&プアーズによる Corporate Governance Rating

スタンダード&プアーズのコーポレート・ガバナンス・スコア（CGS）は、企業が現時点において財務的利害関係者の利益に明確に資する、優れたコーポレート・ガバナンスの規約および指針をどの程度まで採用し遵守しているかに関する、スタンダード&プアーズの見解である。スタンダード&プアーズは、包括的な国際規約、ガバナンスのベストプラクティス、ガイドラインを反映したスタンダード&プアーズのスコアリング手法に基づき、ガバナンス規約および指針を評価する。

スタンダード&プアーズは、当該企業が所在する国に関係なく、ガバナンス・プロセスおよび規約に鑑み CGS を付与している。CGS は、ある国の法律、規制、情報および市場インフラに左右されるものではなく、企業が実施している事柄が優れたコーポレート・ガバナンス・プラクティスの慣例および指針に準じているかを評価するものである。以下は、その一覧表である。

---

コーポレート・ガバナンス・スコアには「CGS - 1」（最低）から「CGS - 10」（最高）までが用いられる。

CGS10- CGS9 コーポレート・ガバナンスの手法と実践状況は極めて優れた水準にある。ガバナンス分析の主要分野において脆弱な点はほとんどない。

CGS8- CGS7 コーポレート・ガバナンスの手法と実践状況は優れた水準にある。ガバナンス分析の主要分野の一部において脆弱な点がある。

CGS6- CGS5 コーポレート・ガバナンスの手法と実践状況は適度な水準にある。ガバナンス分析の主要分野において脆弱な点がいくつかある。

CGS4- CGS3 コーポレート・ガバナンスの手法と実践状況は劣る水準にある。ガバナンス分析の主要分野において極めて脆弱な点がいくつかある。

CGS2- CGS1 コーポレート・ガバナンスの手法と実践状況は極めて劣る水準にある。ガバナンス分析の主要分野において極めて脆弱な点がほとんどである。

---

ここでは、オリックスのコーポレート・ガバナンス格付けを見る。

コーポレート・ガバナンス・スコア CGS-7+

主要分析項目：（いずれも最高値は「10」）

|                    |     |
|--------------------|-----|
| 株主構成および外部からの影響     | 9 + |
| 株主の権利と財務的利害関係者との関係 | 8   |
| 財務の透明性および情報開示      | 8   |
| 取締役会の構成とプロセス       | 6 + |

この結果、トータル・スコアは7+となっている。スタンダード&プアーズはオリックスに対するコーポレート・ガバナンス・スコア（CGS）を「7+」としている。このスコアは、オ

リックスのコーポレート・ガバナンスの体制と実践状況が国際比較の観点から優れており，さらに改善を続けていることを示している。オリックスのCGSは次のような進展の見られる要因と，懸念される要因を反映しているとされる。

#### 改善要因

- ・定時株主総会に株主が容易に参加できるための取組み。
- ・業務と業績に関するディスクロージャーの改善。詳細なセクター分析や投資家向けのディスクロージャーの充実。
- ・サーベンス・オクスレー法（企業改革法）の要件を満たすための内部統制の強化。
- ・取締役会メンバーの継続的な変更。新たな委員会，中でも監査委員会の責任が増している。

#### 懸念要因

- ・非財務的利害関係者との関係，取締役会開催のスケジュール，取締役の出席記録。執行役員と取締役の報酬に関するディスクロージャーが不足している。
- ・より独立性の高い「委員会設置会社」へ移行させているが，社内取締役が依然として取締役会の過半数を占めており，各主要委員会のメンバーとなっている。
- ・監査，指名（最高経営責任者と最高執行責任者の後継者の指名も含める），報酬（執行役員と取締役の評価と報酬）の各プロセスへの取締役会による監督に関して，十分な独立性，透明性，および関与度合いが確保されているか定かでない。

多くの日本企業が依然として従来の監査制度を維持しているなか，オリックスは2003年6月に委員会等設置会社制度を採用する以前から，コーポレート・ガバナンスの実践において日本企業の中でトップクラスにあることは特筆に値する。オリックスは過去の慣習から抜本的な変革を遂げつつある最中にあるため，変革に時間がかかるのは当然と言える。

オリックスはこれまで，慎重かつ周到に変革を実行してきた。項目3（財務の透明性および情報開示）が「7+」から「8」に，項目4（取締役会の構成とプロセス）が「6」から「6+」に上昇したことは注目すべきである。しかし，これらの項目が改善した一方で，総合評価が「CGS-7+」にとどまったのは，スタンダード&プアーズが項目4にやや重点を置いているためである。株主の権利と情報の透明性を中心に，コーポレート・ガバナンスの水準が世界的に上昇するなか，取締役会の独立性と有効性は，優れたガバナンスによって運営されている企業を差別化するうえで重要な要因となっている。スタンダード&プアーズは，オリックスのコーポレート・ガバナンスの仕組みは，既に適切に整備・運営されており，取締役会の機能強化を図るうえで今後必要な改善を独力で進めてゆく能力を有するものと考えている。

### 4.3 DVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコアリング

#### 4.3.1 DVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコアリングの詳細

##### 4.3.1.1 はじめに

ドイツでは，コーポレート・ガバナンスという用語は「企業における，請求権者グループ（ステークホルダー）すべての間に，最適な利益の配分調整を行うことを確保するための指揮およびコントロールする組織のことである（Peter Witt [2000, Zeitschrift, Führung und Organisation]）」というものが大方の解釈となっている。これは，我が国におけるコーポレート・ガバナンスという用語に関する実に幅広く多様な解釈と比較すると，誠にシンプルなものと思われる。

そして，我が国のコーポレート・ガバナンス論との，もうひとつの大きな違いは，ドイツで

のコーポレート・ガバナンス論では、「良いコーポレート・ガバナンス・システムとは何か」という議論の対象が、一足飛びに「監督役会（Aufsichtsrat）の『質』」、すなわち「すぐれた監督役会（qualifizierter Aufsichtsrat）」とは何か、という考察が中心になってしまうことである。こうして、コーポレート・ガバナンスのスコアリングという議論でも、ドイツのそれは「監督役会の質の計測（Qualitätsmessung von Aufsichtsräten, quality measurement of Aufsichtsrat）」という問題意識が、まずやってくることになる。そして、以下に述べる Wolfgang Bernhardt（Universität Leipzig）らによる、Die Corporate Governance-Scorecard’の試みは、ドイツにおける典型的なコーポレート・ガバナンス論を中心に、ドイツなりのくふうを加えたものとして注目できる。

次に、ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス規範についてであるが、このDVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコアリング初版に関しては留意点がある。すなわち、DVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコアが初めて公表されたとき、結果として「コーポレート・ガバナンス規範」にあたるものは4つ存在していたからである。それは次の4つである。

- ①政府バウムス委員会によるもの
- ②フランクフルト・グループによるもの
- ③ベルリン・グループによるもの
- ④政府クロメ委員会によるもの

この中でDVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコアリング初版が準拠しているのは、④政府クロメ委員会によるもの、である。

#### 4.3.1.2 ドイツ企業に関するコーポレート・ガバナンスのDVFAによるスコアリング

##### 4.3.1.2.1 DVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコア

DVFA（Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung、ドイツ財務分析・投資顧問連合）は、スコアカードの開発によって個別企業のコーポレート・ガバナンスの良し悪しを具体化することを試みた。DVFAのコーポレート・ガバナンス・ワーキンググループは、このスコアカードをDVFA標準評価法として取引所に上場の企業のコーポレート・ガバナンス実務のために開発したものである。多くの作業と時間を節約する、このようなスコアカードの利用は、企業評価というますます重要となる分野において、企業の具体的な分析を支援するものとなる。

Wolfgang Bernhardt [2000]に基づく、‘Die Corporate Governance-Scorecard’の概要は、次の通りである。

##### 《目的》

コーポレート・ガバナンスは財務分析や投資の専門家にとって、現代の企業分析のための重要な分析用具であり、従来の評価手続きに不足するところを補ってくれる。

コーポレート・ガバナンスでは意思決定に関する様々な委員会の専門的能力、コミュニケーション、コントロールなどを考察する。これらの「ソフトファクター」は企業の評価にあたり、非物質的な生産要素としてますます、重要な意味を持つこととなっている。

‘Die Corporate Governance-Scorecard’は、アナリスト、投資家、企業に、これらのファクターの評価のための、実務に耐える分析用具である。

##### 《法的基礎》

執行役会（Vorstand）、監督役会（Aufsichtsrat）、株主の間の権限の分配については、多くの

法律（たとえば Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, 27.4.1998, KonTraG や Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz, KapAEG など、及び Übernahmegesetz や Finanzmarktförderungsgesetz など）の対象となっている。これらの株式・資本市場関係の法律の包括的な規制によって、実質的な、国際的に認知されたコーポレート・ガバナンス規範は基本的に考慮されている。

《資本をめぐるグローバルな競争には国際的なスタンダードが必要》

グローバル化とリスク資本をめぐる国際的な競争の激化によって、コーポレート・ガバナンス・システムの調和化へと進む。投資家はより良い投資パフォーマンスを求めて、企業に対して、注文（要求）の多いコーポレート・ガバナンス規範への転換を望んでいる。

《ドイツのコーポレート・ガバナンス規範》

こうして、資本市場を指向した企業は、もし資本をめぐる競争に耐えることを望むなら、法的な義務を上回る、注文（要求）の多いコーポレート・ガバナンス規範を満たさなければならない。実務に耐える、国際的に見て当該国に特有な規範への転換が不可欠である。このような課題はドイツでは「コーポレート・ガバナンス規範委員会（Grundsatzkommission CG）、前述のフランクフルト・グループ」が引き受けた。彼らは、Code of Best Practice'の中で、価値創造をめざした責任ある企業経営、コンツェルン経営の実現に資する規範を起草している。DVFAによる、Die Corporate Governance-Scorecard'のサンプル（初版）は2000年6月にベルリン、フンボルト大学で開かれたドイツ経営学会第62回大会での資料による。そしてこれは、DVFAが作成したコーポレート・ガバナンス・スコアの初版となった。この時点でDVFAスコアが依拠しているコーポレート・ガバナンス規範は、DCG-Kodex（政府クロメ委員会）によるものであった。DVFAのスコアの算出方法の構成項目と配点（2000年初版）は次のように要約される：

コーポレート・ガバナンスへのコミットメント（15%）

株主の権利の保護（20%）

透明性（20%）

企業の管理体制（30%）

監査（15%）

これを公表したとき、DVFAはこの採点表を当該企業に配布し、自らの採点を依頼している。そしてその一方で、外部のアナリストによる採点も行い、その二つを一覧表にして掲げている。これは大変興味深く、そのズレに注目すべきである。

#### 4.3.1.2.2 DVFAによるコーポレート・ガバナンス・スコアリングの新版

まずDVFAは現在、最新版のコーポレート・ガバナンス・スコアリング・システムを公表しており、その開発チームの主査の役割は、アレクサンダー・バッセン教授（ハンブルグ大学）が務めている。

以下の考察がDVFAコーポレート・ガバナンス・スコアリングの全貌を明らかにしてくれる。その計算の手続きは8つの段階にわたる。

##### ①株主と株主総会（ウェイト 12%）

インターネットを利用した株主総会への参加が可能か、株主総会に関する情報がアクセス可能か、増資など重要な意思決定にあたり既存株主は優先権を与えられているか、などが高いウェイトを与えられている。

②透明性（ウェイト 20%）

株主、一般投資家、ファイナンシャルアナリストは、インターネットを經由して平等かつ十分な情報を、また英語で獲得できるか、などが高いウェイトが与えられている。

③会計状況と決算監査（ウェイト 18%）

監査機関の選択にあたり、独立性の基準は重視されているか、監督役会は会計監査にあたって監査機関への報酬を十分な額に設定しているか、などが高いウェイトが与えられている。

④コーポレート・ガバナンスへのコミットメント（ウェイト 10%）

当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードに基づき、独自のコーポレート・ガバナンス規範を持っているか、コーポレート・ガバナンスを担当する役員は十分に中立で、その報告書が監督役会で定期的に議論されているか、などが高いウェイトが与えられている。

⑤執行役会と監督役会との協働状況（ウェイト 15%）

買収がかけられたとき、株主総会は招集されるか、共同決定企業の監督役会での株主代表と従業員代表は、監督役会開催前にその準備のために別個ミーティングを持っているか、などが高いウェイトが与えられている。

⑥執行役会（ウェイト 10%）

執行役会が自らの活動が依って立つために特にビジネス原則、会社の政策ガイドラインや行動規範を出しているか、執行役会の報酬は変動部分、固定部分について個別かつ独立に公表されているか、などが高いウェイトが与えられている。

⑦監督役会（ウェイト 15%）

監督役会メンバーの能力を保証するための基準ははっきり定義されているか、監督役会が複雑な問題を処理できるように十分な数の委員会を持っているか、会計監査委員会はあるか、などが高いウェイトが与えられている。

⑧トータル・スコア

以上の7つの項目について採点ののち、最終フローチャート（Scorecard for German Corporate Governance, Ergebnisübersicht und Gesamtscore, ドイツ・コーポレート・ガバナンス・スコアカード、結果の全体像と総得点）にしたがってトータル・スコアが計算される。このスコアリング・システムはEXCELを利用したものであり、前記7項目について、採点者がスコアを入力すると、個別得点表の数値が、各セルに連動して次のシートに作ってあるトータル・スコア表の必要部分に、ハイパーリンクで即座にインプットされることになっている。そして、その結果は次のように判定される。

〈コーポレート・ガバナンス・スコアの判定〉

非常に良い（90-100%）当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードに良くしたが、国際的なベスト・プラクティスの標準を遵守している

良い（80-89%）当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードにしたが、良いガバナンスへのコミットメントを示している

まずまず（70-79%）当該企業はドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードから乖離しており、活発なガバナンスへのコミットメントを示していない

#### 4.3.2 ドイツの生命保険会社のコーポレート・ガバナンス評価の例

##### 4.3.2.1 ハノーヴァー再保険のDVFA スコアカード

コーポレート・ガバナンスに関してDVFAによる格付けを受けているドイツの保険会社は

ハノーヴァー再保険とミュンヘン再保険だけなので，ここではハノーヴァー再保険をとりあげて検討する。なお，ドイツの Assekurata という会社が保険会社の格付けを行っているが，そこにはコーポレート・ガバナンスは評価ファクターとしては入っておらず，本論との関連はない（www.assekurata.de）。

このような DVFA によるコーポレート・ガバナンス格付けにより，ハノーヴァー再保険は，次のような評価を得ている。

コーポレート・ガバナンスの遵守の程度を客観的に測定するために，ハノーヴァー再保険は DVFA によって開発されたスコアカードを援用している。これは，包括的なコーポレート・ガバナンスの実現のためのおよそ50の措置を内包している——それはコーポレート・ガバナンスに関する責務，株主の権利，透明性，経営管理と監査などのクライテリアにしたがって分類されている。

現在ハノーヴァー再保険は，DVFA によりそのコーポレート・ガバナンスのスコアカードに入れられた要求の約81%を満たしている。ハノーヴァー再保険の活動のおおまかな概観として重要な措置は次の通りになる（一部）。

#### コーポレート・ガバナンスの義務

- ・コーポレート・ガバナンスの原則と同様に，すべての株主の利益を考慮した，価値重視の企業経営は，すでに同社の哲学に深く根を下ろしている。
- ・コーポレート・ガバナンスに関して任された者が，執行役会，監督役会に定期的に報告している。

#### 株主の権利

- ・自社株買戻しにあたって，すべての株主の平等な扱いが考慮されている。

#### 透明性

- ・すべての投資家は平等に通知される，情報を与えられる（“公正な情報開示”）。
- ・インターネット，プレスリリース等による最新の情報の提供が行われている。
- ・定期的なアナリストの会合が行われている。
- ・株主総会の議題と投票結果は，オンラインで入手できる。

#### 企業管理

- ・執行役会の価値増加志向の変動報酬（ストックオプション制度）の制度がある。
- ・価値増加の計測のために，適切な対象となる数値（周知の指標に対するハノーヴァー再保険の株価）がある。
- ・監督役会に，十分な数の企業から独立したメンバーがいる。
- ・監督役会と会計監人との間で，監査の重点に関して合意されている。

#### 監査

- ・国際的に認められた会計規則（IFRS）が使用されている。
- ・四半期報告書は，2001年以来作成されている（セグメント報告及び1株当たり利益を含む）。
- ・ハノーヴァー再保険は総合的なリスク管理システムを持っている。

#### 4.3.2.2 ハノーヴァー再保険のコーポレート・ガバナンス遵守報告書（Entsprechenserklärung 2012）

ドイツの上場企業は，ドイツ株式法（AktG）161条に従って，ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範をどれだけ遵守しているかコーポレート・ガバナンス遵守報告書（Entsprechenserklärung）

という形で毎年報告する義務がある。生命保険企業としてのハノーヴァー再保険のコーポレート・ガバナンス遵守報告書は、その意味で、ドイツの生命保険企業のコーポレート・ガバナンスの実態について知ることができる貴重な資料である。

ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範は、ドイツの上場企業の管理と監督のために不可欠な法的規制を提示し、適切で責任あるコーポレート・ガバナンスのための国際的及び全国的に認められた標準が含まれている。この規範の目的は、ドイツのコーポレート・ガバナンスへの投資家、顧客、従業員、公衆の信頼を促進することである。ドイツ株式法（AktG）161条は、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範に関する政府委員会の勧告が遵守されているか、どの勧告がされていないかをドイツの上場企業の執行役員及び監督役員が毎年報告することを義務付けている。

ハノーヴァー再保険の執行役員及び監督役員は、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範の実行に関して次の3点についてかけ離れている、実行していないことを報告している。

（ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範4.2.3の第4項；執行役契約における補償キャップ）

（ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範5.2の第2項，監査委員会（監査委員会）議長）

（ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範5.3.2，監査委員会委員長の独立性（監査委員会））

これらの内容についてはドイツの株式法（Aktengesetz）、共同決定法（Mitbestimmungsgesetz）の詳細に関わる議論なので掲載しないが、これらの3項目はハノーヴァー再保険のコーポレート・ガバナンス・スコアにマイナスの影響を与えるものとなる。

## 5. 日本の生命保険会社のスコアリングの試み——コーポレート・ガバナンスを含めた定性的・定量的評価

### 5.1 生命保険会社の Valuation（評価）と定性的な面を考慮した新しい評価の試み

生命保険会社の Valuation（評価）を考える場合、その基本となるのは当然のことながら、現代経済社会で重要な役割を果たしている「信用格付け（Credit Rating）」である。事業債発行企業が、その発行にあたって発行条件を決定する重要な「目安」となる、格付け会社による格付けは、世界中で公認された企業評価の礎である。その代表的企業、ムーディーズとともに世界の格付けを事実上一手に引き受けるスタンダード&プアーズの資料による、コーポレート・ガバナンスが格付けに与える影響についての叙述を検討してみよう<sup>4)</sup>。

スタンダード&プアーズのガバナンスの分析は、株主や債権者などとの関係、内部の手順、方針、慣行がいかにもリスクを増減させるかなど、会社運営に関わる数多くの要因を網羅している。スタンダード&プアーズの見解では、強力なコーポレート・ガバナンス（独立した立場から積極的に関与する取締役会など）が備わっているととしても、それだけで信用力が強化されることはない。つまり優れたガバナンスは、一般的に事業の強みを保全するうえで役立つものであり、事業リスクや財務リスクにおける弱みの克服を可能にするものではない。

ガバナンスの分析結果自体が、経営陣と経営戦略についての総合評価を押し上げることはない。「中位（影響を与えない）」か「ネガティブ」に作用する。「ネガティブ」な作用は、認知

4) スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ、「保険会社の経営陣と経営戦略：評価手法と分析上の想定（2011年6月13日）」では次のように述べられている。

されているさまざまな欠陥や潜在的な問題で重要と考えられるものから、個別にまたは複合的に生じうる。スタンダード&プアーズではこれらの要因を同業他社との比較で評価する。ガバナンスに重大な欠陥があれば、会社全体のリスクが増大する可能性があることから、経営陣と経営戦略の総合評価が「ややネガティブ」または「ネガティブ」となる。

#### 1) 取締役会の経営陣からの独立

ガバナンスの問題でカギとなるのは、取締役会の経営陣からの独立（または経営陣に対する取締役会の監視が十分かどうか）である。経営陣に対する取締役会の監視が、厳格かつ積極的であり、取締役会が会社の重要なリスクをきちんと把握・認識している場合、評価は「中位」となる。そのような場合、取締役会は経営陣を支援するが、重要度の高い問題に対する最終的な意思決定権限は自らが支配する。対照的に、取締役会の経営陣からの独立性が明らかに欠けており、経営陣に対する監視が不十分である場合、会社にマイナスの影響を及ぼすことがある。その証拠となるものとして、報酬制度が過大なリスクテークを助長したり、利益相反を許容する内容であることが挙げられる。

#### 2) 創業者または支配的所有権

創業者または同族グループが株主であり、経営陣を支配していることは、ガバナンス上の欠陥となりうる。しかし、所有権が集中していても、経営陣と取締役会が、少数持ち分所有者も含めた利害関係者の代わりに、リスクの監督に従事する能力のある専門家または独立のメンバーを有する場合には、欠陥とはならない（つまり、影響としては中立）。そのような特徴のある会社の場合、支配株主の影響力は、リスクをきちんと把握・認識する専門家による経営と、独立した立場から全利害関係者を実質的に代表する取締役会があれば相殺される。所有権が支配権と完全に重複しており、経営陣と取締役会が同じメンバーで構成されている場合には、ガバナンス上の欠陥となる。また、支配的所有権を持つ株主が重要な企業活動の多くに関わっており、経営陣と取締役会のどちらも、その影響を軽減させたり相殺したりすることができない場合にも、ガバナンス上の欠陥となる。

#### 3) 経営文化

所有権が幅広く分散している場合でも、経営文化や上位経営陣による強力な支配は、ガバナンス上の欠陥となりうる。経営陣が全利害関係者に対する利益配分のバランスを取るとともに、最終的な意思決定の権限が取締役会にあることを認識している場合、評価は「中位」となる。反対に、経営陣が自身の利益を最大関心事としている、あるいは上位経営陣の間の意見の相違が許容されない場合には、会社に悪影響を及ぼす。同様に、スタンダード&プアーズと経営陣（または例外的に取締役会）との定期的な会合において、会長やCEOによる支配権が非常に強いことを観察した場合などに示されるように経営陣が取締役会を支配している場合や、適切な後継者計画の欠如、過大なリスクテークを奨励する報酬制度なども、悪影響を及ぼす。

#### 4) 規制・税制・法制度での対立

規制・税制・法制度で対立した実績があれば、ガバナンス上の欠陥である。そのような対立がこれまでになく、規制当局と良好な関係を保ってきた実績がある場合は、この項目の評価は「中位」である。一方、規制当局を含めた外部当事者と、頻繁に対立があれば「ネガティブ」である。

#### 5) 情報の伝達

利害関係者に対して相反する情報が存在することは、コーポレート・ガバナンス上の欠陥で

ある。すべての利害関係者に一貫した情報を伝えていれば、情報の伝達の評価が「中位」となる。重要な事項について、異なる利害関係者に相反する情報を提供している場合は「ネガティブ」となる。

#### 6) 監査と管理

監査と管理についてのスタンダード&プアーズの評価には、内部監査の評価が含まれる。開示された監査と管理の制度について、重大な欠陥があるとスタンダード&プアーズが認識している場合、この項目の評価は「ネガティブ」となる。監査と管理の制度について開示された内容に重大な欠陥がないとスタンダード&プアーズが認識している場合、評価は「中位」となる。

「ネガティブ」の評価につながる重大な欠陥の例の1つとしては、サーベンス・オクスリー法第404条の財務報告に係る内部統制の一環として、重要なプロセスに関する情報システムの不備から生じた重大な脆弱性が開示されており、それが財務データと経営陣による予想の有効性と正確性に疑義を生じさせる場合が挙げられる。

#### 7) 財務報告と透明性

財務諸表の開示情報は、財務状態と財務実績に関する第一の情報源である。スタンダード&プアーズでは、まず財務諸表の分析から始め、適用される会計原則（特にほかと異なる慣行）と、使用されている前提条件を精査する。支払準備金の明細、偶発債務、使用されている前提条件といった開示情報は、会社のリスクについてより深い理解をもたらす。目的は、財務諸表から得られた指標や統計が、同業他社やもっと幅広い企業群との比較で、会社の業績や競争上の位置づけを把握するうえで有効かどうかを見極めることである。

会計処理と透明性が少なくとも十分な水準とスタンダード&プアーズが考えている場合、財務報告と透明性の評価は「中位」となる。会社が会計基準を選択できる場合に、その選択は通常、事業の経済状態を反映したものになっている。会計処理が脆弱であるか、または財務の透明性が不十分とスタンダード&プアーズが考える場合、評価は「ネガティブ」となる。たとえば、財務諸表が主要な取引の実際の意図や経済的動機を把握しにくいものになっているか、あるいは財務諸表が不十分で、利用者が意図や経済的動機を把握できないとスタンダード&プアーズが考える場合、評価は「ネガティブ」となる。もう1つの例として、会社が採用している会計方針の影響により、分析上、調整を必要とする事項が（同業他社との比較で）異常に多い場合が挙げられる。さらに、開示情報が（投資家向けプレゼンテーションなど）ほかの手段で投資家に提供された情報と矛盾する場合、あるいは、財務報告の頻度やタイミングが同業他社と比較して劣るとスタンダード&プアーズが判断した場合も、マイナスの影響を与える。

以上のような、生命保険会社の Valuation（評価）における定性的な面を考慮した新しい評価の試みにおける「コーポレート・ガバナンス」の良し悪しの影響は、定量化が非常に難しいものであることは明らかである。ここに挙げられている1)から7)までのファクターの中で、我が国において発生しうるものはどれであろうか。

《スタンダード&プアーズによるコーポレート・ガバナンスの良し悪し7つのファクター》

- 1) 取締役会の経営陣からの独立
- 2) 創業者または支配的所有権
- 3) 経営文化
- 4) 規制・税制・法制面での対立
- 5) 情報の伝達

## 6) 監査と管理

## 7) 財務報告と透明性

2), 4) ~ 7) については、現代国家で、しかも自国の経済や企業の合理的なコントロールが機能している、いわゆる先進国では国家による規制がなにがしか行われていると考えて差し支えないであろう。特に4) ~ 7) については国際化の波の中で、アメリカを中心にした「国際基準」の存在が、会社内での明らかに不適切な制度の存在・実行を許さないことになっている、少なくとも我が国においては会社形態の如何にかかわらず正当に、適切に行われていると考えることに問題はないと考えている。一方、2) は我が国の生命保険会社においては、まずは見られていない状態であると考えられる。これに対し、3) は1) と共に非常に重要なファクターとなる。

以上の分析から、本稿でコーポレート・ガバナンスを含めた定性的な面を考慮した生命保険会社の評価に当たって、取締役会の独立性と経営文化を取り上げてスコアリングを試みることにしたい。ただし、経営文化といった場合、かなり広い意味を有しており、経営者のみならず、従業員の価値観や世界観、行動様式なども含まれるが、ここでは取締役会への外部関係者の参加の程度をもって計測する。その理由は、経営に外部の目が入ることによって企業の文化は大きな影響を受けるからであり、間接的な形ではあるが経営文化を測定していると考えられるからである。

## 5.2 生命保険会社におけるコーポレート・ガバナンスの実態とその問題点——「定性的評価」を適切に行うには？

### 5.2.1 経済学的考察

すでに知られていることであるが、「望ましいコーポレート・ガバナンス・システム」がどのようなものであるかについては、すでに雛型が政府によって決められていて、具体的な文章で表現されているドイツ（ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範）では、そこからの乖離の程度を何らかの方法でスコアリングすれば、定性的な側面の評価は可能となる。一方、アメリカのように、準国家機関とみなされている、格付け会社により公表されている「望ましいコーポレート・ガバナンス・システム」が存在し、それに従って格付けが行われるならば、やはりそこでは準拠枠（frame of reference）が存在するのであるから、目に見える評価は可能になると言えるであろう。

ムーディーズも、過去次のような叙述を行っている<sup>5)</sup>。

生命保険会社にとっては、コーポレート・ガバナンスは重要な格付け要因となっている。ムーディーズはコーポレート・ガバナンスに関して、

- 1) 実行されているガバナンスのクオリティ
- 2) 取締役とマネジメントチームが、いかに株主と債権者の利益のバランスを効果的にしているかを示している程度

の2つを、ガバナンスのレビューで考慮する、と述べている。また、製造業よりも保険・金融などの産業では、コーポレート・ガバナンスはより重要な格付け決定要因であるとしている。

---

5) 以下の叙述はMoody's Investor Service, Lessons Learned in Moody's Experience in Evaluating Corporate Governance at Major North American Issuers, Special Comment April 2006による。

それは、保険・金融などの産業では、消費者による信頼観念が敏感な影響が大きくあることによるとされる。

ただし、それらはすべて欧米での格付け・評価の方法であることは注意を要する。すなわち、我が国の生命保険会社の大半は、マーケットの規律付けを受けない相互会社形態なことである。

この点に関しては次の有名な主張がある<sup>6)</sup>。

「相互会社では〔株式会社に比して〕経営者支配というのが極めて強烈なかたちで起こる」

これは、相互会社においては株主等の外部圧力が極めて弱いことによるものであるとされる。相互会社の「フェアな総代会が存在し、経営者支配という批判はあたらない」という主張は、その「総代」が実質的には大口契約者や社会的地位の高い契約者などから成っているのをみてもわかるとおり、経営者側の人材によって占められていることは、事実上広く知られているところであって、これは経営者への規律付けの役割は果たしていない。

経営者支配企業が持つ短所は次のように説明される。それは、相互会社制度に、支配的経営者を規律付ける装置が実質的にないことを特徴づけるものとなる。支配的な経営者を規律付ける装置として一般に挙げられるのは、①資本市場における株式の価値、②財市場での競争、の二つである<sup>7)</sup>。

ともに、資本市場、財市場に企業が直接コミットされることを前提としていることに注目すべきである。

#### ①資本市場における株式の価値

経営者を所有者利益に沿った行動へと向かわせる力の重要な源泉として、株主が持株を株式市場で売却するかもしれないという可能性に注目するもので、株価の変動のおかげで、経営者の裁量的な行動の余地はせめられるものだ、という主張である。ここで、株価の下落が経営者に与える影響は、まず、株価の下落に伴い、当該企業の金融受け入れ能力が低下することが挙げられる。借入れが可能な場合でもデフォルト・リスクは高く見積られ、利子が高くなって資本コストが上昇するため、経営者の投資行動の可能性は著しく制限されることになる。また、株式処分によって株価が下落すると、乗っ取り（TOB）をかけられ、経営者の地位が脅かされる、ということがしばしば挙げられる。

#### ②財市場での競争

企業が生産する財の売買される財市場での競争が強度であればあるほど、コスト管理が重要となり、また、経営者にとっては所有者目的と相容れない、自分だけの目標を実現することはできなくなるだろう、というものである。すなわち、経営者にとっては、自らの企業が所属する産業における競争が激しいものであればあるほど日常的な戦術的意思決定、長期的な戦略的意思決定双方における巧拙は、より大きな振幅をもって当該企業の業績の善し悪しに影響を及ぼすであろう、ということである。これは特にコスト管理とそれによる製品価格への影響を念頭においている議論である。このため、①とは別の方向からの市場圧力が加えられ、経営者にとってはプリンシパルたる株主の意に従わない行動を好んでとる余裕は削減されるであろう、

6) 高尾 厚, 「わが国相互会社における現代的課題」, BUSINESS INSIGHT Summer 1999での主張である。

7) Picot, A. & Michaelis, E., "Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmungen und Unternehmensverfassung", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 54, Jg. 1984 Heft 3 での議論による。

ということである。ただし、このような要因がはたしてどの程度経営者を監視し、規律づけるメカニズムとして機能しうるかについては、やはり疑問がある<sup>8)</sup>。

ここに企業家的企業（所有者＝経営者が自ら事業活動にあたる企業）と経営主義的企業（経営者支配企業）の2つの種類の企業が存在しているとする。前者は生産者（それは概念的には所有者＝経営者自身）の利益にしたがって運営され、後者は努力最小化をめざす経営者により運営されているとする。経営主義的企業の所有者は、彼らの企業のコストについて不確実な情報しか持たず、したがって経営主義的企業の業績が悪いときに、それが経営者の意思決定のまづさによるものか、あるいは事業自体における不運によるものか、正確には知らないものとする。この場合、コストが低いときには、経営者は自己の効用のみを高めるべく裁量的な行動をとることができるようになり、なおその一方で、利益目標を達成することができるであろう。ただし、もし企業における様々なコストがお互いに相関しているならば、コストが低いことは企業家的企業の拡張をもたらし、その結果、価格の一般的な低下が起ころう。そして、一定の利益水準を達成しなくてはならない経営主義的企業の経営者は、自らの企業のコストが、企業家的企業のコストとどの程度相関しているかにもよるが、その相関の程度に従って、裁量的に行動しうる潜在的な可能性に制約を受けることになるであろうと思われる。このようにして、財市場は、それ自身がひとつのインセンティブ市場として機能しうるのだと主張されるのである。

## 5.2.2 スコアリングの試みの理論的な解説

ここでスコアリングの試みの理論的な解説と結果についてとりあげる。すなわち、いわゆる伝統的な意味での企業評価としての「格付け」と前節での議論に従った定性的な側面、具体的にはコーポレート・ガバナンスのクオリティを考慮に入れた評価指標の合体を探る、というものである。

生命保険会社としての格付けについては、日米の格付け会社による、すでに定評のある格付け結果が存在しており、信用格付けの様々な指標を中心とした企業評価が行われている。事業債を発行している企業は、周知の通り発行前に格付け会社に依頼して格付けを得る。この格付けはわが国の格付け会社 R&I によるものを基準に考えると、AAA から D までの24種類からなる。そこで、AAA 格を24点、D 格を1点として、スコアリングする。R&I 以外の格付け会社からも格付けを得ている場合、それに準拠して得点を計算し、たとえば3社から格付けを受けている場合、その3社による格付け得点の平均値をもって、その会社のスコアとする<sup>9)</sup>。

格付け会社による信用格付けでは、当然のことながら、保険料等収入、基礎利益、利益率、ソルベンシーマージン比率などの基礎的な指標を中心に、格付け会社スタッフによる経営陣への聞き取り、面接などの非公表データをも利用して、credibility が評価されている。よって、これをここでの企業評価における基礎得点として利用することは、誠に妥当である。

課題はその先で、コーポレート・ガバナンスのクオリティをいかに企業評価指標に取り込むか、ということである。本研究の開始前には、ドイツでのコーポレート・ガバナンス格付けに倣って、評価指標を作成することを計画していた。しかし、ドイツでは、コーポレート・ガバ

8) 青木昌彦、『現代の企業—ゲームの理論からみた法と経済』岩波書店（1984）、pp.99-100.

9) NPO フェアレーティング [2013]「企業格付け一覧表 [2013年4月1日現在]」  
([http://www.fair-rating.jp/member/index\\_member.htm](http://www.fair-rating.jp/member/index_member.htm)) による。

ナンス規範政府委員会による「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範」が制定されていて、企業はその規範からの乖離の程度を公表する義務があることから、その乖離の程度を点数化すれば、即座にコーポレート・ガバナンスのクオリティの評価指標になる。しかし我が国においては、ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範にあたるものはなく、一般に承認された「良いコーポレート・ガバナンス」の準拠枠は存在しない。このため、その種のものの自作も考えたが、実態として言えば、わが国の企業は、いわゆる「良いコーポレート・ガバナンス」というものに対しては積極的とはいえず、せいぜい東証のコーポレート・ガバナンス規範が、中では多少認知されていると言えるものであろう。しかし、これとても我が国の企業は積極的に参照しようとはしていないのが実情である。

こうして得た結論は、次のとおりである。すなわち、前述のスタンダード&プアーズが、信用格付けへのコーポレート・ガバナンスの影響に関して行ったコメントにあるように、そこで最も重要なのは、1) 取締役会の経営陣からの独立、3) 経営文化、の二つであり、特に1)の、支配的経営陣へのモニタリング機能を果たす機関である。その指標をいかに作り出すかを議論したが、結局は取締役会に外部からのメンバーがどの位の割合を占めるか、に帰結するのではないか、ということになった。あれこれと加工した指標を作っても、結局はシンプルな社外取締役比率を、「望ましいコーポレート・ガバナンスの程度の指標」とすることとなった。ただし、この指標の重要性に鑑みて、社外取締役比率を10点満点で計算し、前述の基礎得点と合算することとした。

そのほかに、前述の経済学的な考察にもあったように、株式会社として資本市場のモニタリングに晒される企業はプラス1点、そして上場会社はプラス1点、さらに、アメリカ型のコーポレート・ガバナンス制度を陽表的に導入した委員会設置会社形態の企業にはプラス1点、ということにした。

### 5.3 スコアリングの試みの結果

さて、われわれが分析対象とする日本の生命保険会社は2013年現在、相互保険会社は5社、株式会社が42社である。このすべてについてスコアリングが可能であれば理想的であるが、残念ながら、入手できる資料の制約があり、実際に計算したのは15社であった。このようなスコアリングの試みを陽表的に行った研究は過去には見ていないので、結果として本論がパイオニア的なものとなるようであり、不足する点もあると思うが、まずは行ってみた。

上述の基準に従って、計算した結果次の表のような結論が得られた。

本論で実証分析の対象となった生命保険会社は、インターネット他で、公表データとしてトップマネジメント組織のデータが得られた会社のみである。すなわち、ここでの中心的な考察対象であるコーポレート・ガバナンス体制の情報が十分に得られるか、による。言い換えれば、それが得られない場合は残念ながらここでの考察対象から外さざるを得なかった。実際、ホームページ等からこのデータが得られる会社は、ごらんの15社となっている。

ここでのスコアリングの基本となるのは前述の通り、格付け会社による信用格付けスコアである。これは、生命保険会社の企業体としての *credibility*、すなわち事業債の発行体として当該生命保険会社が持つ基本的な債務負担能力を表している。よって、これが高い生命保険会社は、当然のことながらまず優良企業となる。この表では、スタンダード&プアーズによる格付けのみを記しているが、スタンダード&プアーズから格付けを受けていなくても、他の格付け

生命保険企業の企業評価の実証的日独比較（小山，手塚）

| 企業名                   | 格付け<br>スコア | S&P<br>格付け | 株式<br>会社か | 上場<br>会社か | 委員会<br>設置会<br>社か | 社外<br>人数 | 総数 | CG<br>スコア | 総計           |
|-----------------------|------------|------------|-----------|-----------|------------------|----------|----|-----------|--------------|
| アイエヌジー生命保険(株)         | 16.0       | A-         | 1         |           | 1                | 2        | 7  | 2.86      | <b>20.86</b> |
| アクサ生命保険(株)            | 20.0       | AA-        | 1         |           | 1                | 4        | 9  | 4.44      | <b>26.44</b> |
| 朝日生命保険                | 11.3       |            |           |           |                  | 3        | 10 | 3.00      | <b>14.30</b> |
| AIG 富士生命保険(株)         | 18.0       |            | 1         |           |                  | 5        | 7  | 7.14      | <b>26.14</b> |
| (株)かんぽ生命保険            | 19.0       | (A+)       | 0.5       |           | 1                | 4        | 6  | 6.67      | <b>27.17</b> |
| 住友生命保険                | 17.8       | A-         |           |           |                  | 3        | 14 | 2.14      | <b>19.94</b> |
| 第一生命保険(株)             | 18.6       | A          | 1         | 1         |                  | 2        | 12 | 1.67      | <b>22.27</b> |
| 太陽生命(株)               | 18.2       | A-         | 1         |           |                  | 1        | 11 | 0.91      | <b>20.11</b> |
| 日本生命保険                | 20.0       | A+         |           |           |                  | 4        | 18 | 2.22      | <b>22.22</b> |
| ピーシーエー生命保険(株)         | 19.0       | A+         | 1         |           | 1                | 3        | 4  | 7.50      | <b>28.50</b> |
| フコクしんらい生命保険(株)        | 19.0       |            | 1         |           |                  | 1        | 10 | 1.00      | <b>21.00</b> |
| マニユライフ生命保険(株)         | 20.0       |            | 1         |           | 1                | 0        | 5  | 0.00      | <b>22.00</b> |
| 三井生命保険(株)             | 14.6       |            | 1         |           |                  | 2        | 7  | 2.86      | <b>18.46</b> |
| 三井住友海上あいおい生命<br>保険(株) | 19.5       |            | 1         |           |                  | 1        | 8  | 1.25      | <b>21.75</b> |
| 明治安田生命保険              | 18.8       | A          |           |           | 0.5              | 5        | 10 | 5.00      | <b>24.30</b> |

※アイエヌジー，アクサ，ピーシーエーは，委員会設置会社である  
 ※明治安田は相互会社だが委員会設置会社として各種委員会がある

会社から格付けを受けている会社も多く，この得点は，複数の会社から格付けを受けていたとしても，その平均点を算出して「基礎得点」としている。これは，NPO フェアレーティングによる日本企業の格付け得点，「企業格付け一覧表 [2013年4月1日現在]」から，同NPOの承認を得て利用したものである。そして，当然，かんぽ生命を含めて，これのない会社，すなわち格付けを受けていない会社はこの基礎得点がないので，基本的には考察の対象とはならない。ただ，かんぽ生命の場合は保険料収入が7兆3423億円でトップ（2位は日本生命），基礎利益は4845億円で第2位（トップは日本生命），利益率は6.6%で中位，ソルベンシーマージン比率は1821.6%とトップクラスで<sup>10)</sup>，筆者らが格付けするとすれば日本生命と同等のA+にはなるだろうと考えた。ただし，利益率が日本生命は10%を越えているのに対し，かんぽ生命のそれが見劣りするので，格付けスコアとしては日本生命より1点低い19点とすることにした（保険料収入，利益率等のデータは平成22年のものである）。

次に，株主によるモニタリングに晒されている株式会社は，1点を追加する。その根拠は，

10) かんぽ生命の評判・口コミとランキング《生命保険会社ベスト30》[2013]  
 (<http://www.sunsun06.com/entry31.html>) による。

前述の経済学的考察であり、株主が果たす重要な役割に鑑みている。ただし、かんぽ生命の場合、株式会社ではあるが、株主は日本国ということで、外国人株主をはじめとするモニタリングに晒されているわけではない。そこで一応それを考えてこのスコアは0.5点になっている。さらに、株式会社のうち、上場している会社には、前述の株主による規律づけにくわえてマーケットによるモニタリングに晒されているということで1点追加している。そしてさらに、業務執行と業務監督が分離した委員会設置会社形態をとっている会社には、もう1点追加した。ただし、明治安田は相互会社であるのに「委員会設置会社」として各種委員会がある。しかし、相互会社なので0.5点とした。委員会設置会社に対する日本での評価は低い。その一番の理由は、日本的な経営風土である。2014年現在、東京証券取引所上場企業で、委員会設置会社という形態をとっている会社は、ほんの一部（1%程度）となっている。その理由はあれこれとあるが、実態として、一番大きな理由は、「会社の一番の目標は、業績を上げてそれを社内に蓄積することであり、わざわざ委員会設置会社などという新しい制度を採用しなくても、今のままで、今のメンバーが従来通りに働いて、仕事をしていくことが一番効率が良いはずだ。現状を変えるのはいやだ。」という経営者（陣）の強い希望があったようだ。まあ、そう言われてしまえばその通りであろう。たしかに筆者らが直接話をした経営者たちも、みな大変しっかりした方たちばかりで、中には「わが社にはコーポレート・ガバナンスなどという問題はない！」と断言される方もいた。しかし、そういう方たちでないような経営者、あるいはそういう立派な経営者でも目につかないような不正が行われた場合こそが本当の問題である。

そして、このテーマを進めると、「日本的（日本型）経営」と呼ばれるトピックになるが、日本では経営者（陣）が絶対であり、自分たちを「ウォッチする」などということは心情的に許さないのが実情である。

前述の経済学的考察や、本論で紹介したスタンダード&プアーズによる主張から考えて、有効なコーポレート・ガバナンス・システムの中核、あるいは本質と考えられる社外取締役の、取締役全体に対する比率は、その重要性に鑑みて10点満点として算出し、「コーポレート・ガバナンス・スコア」とした。もちろん、その場合の「外部」、あるいは「独立」という用語の実質的な意味が当然重要なことは論を待たず、また、会社法改正で、よりその定義が精緻になっていることが話題となっているし、そこで理論的に目指されている役割を真に果たせるかは非常に重要だが、それに関する議論は今後の課題とし、ここでは取り上げないこととする。なお、社外取締役という制度自体を評価しない向きもあるが、このたびの、みずほ銀行の暴力団への融資の問題にあたり、みずほ銀行がまず行った措置が社外取締役の導入であり、学界も含めて好意的でない見方をされるこの制度が、結局は究極的には再評価されざるを得ないことの、ひとつの証拠でもあるだろう。

以上の準備のもとに得られた結果がこの得点である。なお、以上のようなコーポレート・ガバナンス指標に対し、「こんな部分的なものでは意味がない」という批判をされる向きには、逆に、では何ができるか、問い返したい。真の実証的アプローチのためには、まずはやれることから手を付けるのが、経験ある研究者の姿勢であることは論を待たないであろうし、その先を目指すための第一歩であることは明らかである。また、この種の取締役会などの様々な指標を考案した先行研究もあるが、それらは本論のような評価を目指したのではなく、収益性などのパフォーマンスとの関連性の発見的な研究での道具を目指したものであり、目的が違う。そのあたりの違いがわからないようでは、この種の研究に接する資格はあるまい。

当然のことながら社外取締役の比率が高いことは、前述の経済学的考察にしたがって、コーポレート・ガバナンス・スコアが高いことにつながっている。また、最新の実証研究によると<sup>11)</sup>、「独立社外取締役は、経営陣から独立しているからこそ、客観的な立場から資本効率の改善を促し、そのことを通じて、企業価値の向上に貢献できる」という仮説が、独立社外取締役比率についてプラスの検証結果が得られている。もちろんこれは製造業を中心としたサンプルによるものだが、生命保険業についても共通の考え方は基本的に通用するものと考えて差し支えないと考えている。社外取締役の比率を高めることが望ましい。

すでに主張され、知られていることであるが、相互会社における「総代」は、いわゆる学識経験者、社会的地位の高い人々が選任されることが多く、経営陣に対して「紳士的な」態度をとってくれるメンバーを揃えるのが常識となっており、その時点ですでに株主代表および社外取締役と比較するレベルにはない。さらに、社外取締役にも、経済学的な意味での理論的にスタンダードな意味で外部者としての役割を果たしうる独立した人材をいかに配置するかは、またこの先の課題と言えるであろう。

格付け会社のランキングとわれわれの提唱した計測方法によるランキングとは異なった結果をもたらしており、定性的側面を評価した場合には、大手の相互会社形態の順位は下がることになった。pearsonの相関係数は0.6284、spearmanの順位相関係数は0.6010である。今後の生命保険市場の競争の中で、加入者を始めとして多様な利害関係者の要求を適切に組み込みながら経営責任を果たしていくために、財務面に注目した業績評価だけでは不十分であると思われる。大手生命保険会社にはより開かれた経営を目指して積極的に社外取締役の登用が望まれる。企業の社会的責任を踏まえた上で、風通しのよい経営を実現するために、あるいはどんな会社かその条件を満たしているのかを判断する一つの指標として、本稿で展開した評価方法は有用であると考えられる。

いうまでもなく、本稿では資料やデータの制約もあり、調査対象企業の数に限られていること、コーポレート・ガバナンスの一部面しかスコアリングに反映できなかったという限界があることは認めなければならない。今後の課題としたい。

※小山明宏（学習院大学）、手塚公登（成城大学）、なお、本研究は、財団法人かんぽ財団の平成24年度研究助成の成果の一部である。

## 参考文献

青木昌彦 [1984] 『現代の企業—ゲームの理論からみた法と経済』 岩波書店（岩波モダンクラシックス、2001年）

牛窪賢一 [1998] 「米国保険会社に対する格付け評価の方法」『安田総研クォーターリー』25巻。

NPO フェアレーティング [2013] 「企業格付け一覧表 [2013年4月1日現在]」

([http://www.fair-rating.jp/member/index\\_member.htm](http://www.fair-rating.jp/member/index_member.htm))

かんぽ生命の評判・口コミとランキング 《生命保険会社ベスト30》 [2013]

(<http://www.sunsun06.com/entry31.html>)

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ [2005] 「コーポレート・ガバナンス・スコ

11) 渡邊浩司、「独立社外取締役の選任とROEとの関係」、商事法務No.2006、2013による。

ア——オリックス」

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ [2011] 「保険会社の経営陣と経営戦略：評価手法と分析上の想定」

高尾 厚 [1999] 「わが国相互会社における現代的課題」 BUSINESS INSIGHT Summer pp.34-43.

出口治明 [2009] 『生命保険入門新版』 岩波書店

ニッセイ基礎研究所編 [2011] 『日本の生命保険』 日本経済新聞出版社

ムーディーズ [2010] 「格付け手法：生命保険会社の格付に用いるグローバル格付手法」 INSURANCE, Sept.30.

渡邊浩司 [2013] 「独立社外取締役の選任と ROE との関係」 商事法務 No.2006 pp.55-63.

Bernhardt, W. [2000] “Qualitätsmessung von Aufsichtsräten” in: Tagungsbeitrag der Jahrestagung 2000, Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft, Humboldt Universität zu Berlin, pp.326-329.

DVFA [2003] “DVFA-Evaluierungsschema basierend auf dem Deutschen Corporate Governance Kodex” (Basis: DCG-Kodex i. d. F. vom 21.Mai 2003)

DVFA [2004], “Rating Standards 2004”

Moody's Investor Service [2006], “Lessons Learned in Moody's Experience in Evaluating Corporate Governance at Major North American Issuers”, Special Comment April 2006

Nissim, D. (2010a), Relative Valuation of U. S. insurance companies, Working Paper, Columbia Business School.

Nissim, D. (2010b), Analysis and Valuation of Insurance Companies, Working Paper, Columbia Business School.

Picot, A., & Michaelis [1984], E., “Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmungen und Unternehmensverfassung” *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 54, Jg. 1984 Heft 3 pp.252-272.