

保険・年金 フォーカス

生保の利益指標を巡る最近の 動向

保険研究部門 主席研究員 荻原 邦男
(03)3512-1777 ogihara@nli-research.co.jp

1—はじめに

IASB（国際会計基準審議会）は、今後の中期計画策定にあたり、国際会計基準に関し検討すべきテーマの選定を広く求めた。これに対し、ASBJ（企業会計基準委員会）は、「表示及び開示（当期純利益、その他の包括利益（OCI）に関連）」を重点項目のひとつとして提案している。これは、IASBの包括利益重視の方向性に対して、純利益、包括利益の位置づけを改めて問うという、古くて新しいテーマである。このように、「利益指標はいかにあるべきか」は未だ決着していない重要な課題である。

当レポートでは、①生保の利益指標の一つである「基礎利益」について、留意点を簡単に紹介する。続いて、②最近重視されつつある経済価値ベースの企業価値指標であるEV（Embedded Value）を取り上げ、金融危機の経験を経て、EUの大手会社が推奨していた市場整合的EVと呼ばれる手法が、見直さざるを得ない状況となった経緯を紹介する。おわりに、③EV指標の活用例のひとつとして、わが国の損保系保険グループによる「修正利益」指標を紹介したい。今後とも、経済価値ベース指標の活用が進むことになろう。

2—定着しつつも改善点が指摘される基礎利益指標

1 | 基礎利益とは

生保会社の利益指標には、損益計算書に表示される「経常利益」「当期純剰余」のほか、「基礎利益」と呼ばれる生保独自の利益指標がある。2000年度決算から導入された指標で¹、経常利益項目から臨時的、政策的な要素をできるだけ排除して、その年度の活動成果を表すための指標である。導入の背景には、「生保の多くが逆ざや状態に陥っているなかで、利差損ではあるものの、トータルで見ると利益はプラスであることを明示する」という目的があった。その後も継続使用されているが、これを見るに当たっては、以下で述べるような留意点がある。

¹当研究所からも基礎利益指標の導入を提言した経緯がある。（小松原、荻原「生保会社の利益指標について」（基礎研レポート1999年8月号）（<http://www.nli-research.co.jp/report/report/1999/08/eco9908c.html>）事後評価については、<http://www.nli-research.co.jp/report/report/2001/08/li0108c.pdf>を参照されたい。

2 | 留意が求められる点

①変額年金の保証にかかる責任準備金の取扱

変額年金の最低保証に充てるための責任準備金についての積立・取崩額は、基礎利益に含めることとなっている。その理由は、これが標準責任準備金を構成する一要素であることによる、と考えられる。しかし実際には、株価の下落と回復に伴って繰入と取崩が発生する状況にあり、基礎利益をある意味で攪乱する要素となっている。こうした点を踏まえれば、基礎利益を提示する際に、こうした変動要因を明示することが有益ではないだろうか。

②インカムゲインとキャピタルゲインの区分

もう一点は、古くから言われていることだが、インカムゲインとキャピタルゲインの区分が曖昧な点である。外部から正確には把握できないが、各社で経理処理方法に差異があるものと想像される。例えば、投資信託の解約に伴う費用発生は、リターンをインカムゲインととらえてきたのであれば、継続して負のインカムゲインととらえる見方もあるだろう。実態としてはキャピタルロスと処理することで基礎利益から除外する社もあるようである。これに限らず、一般的に、インカムゲインを大きく見せたいインセンティブは常にあるものと考えられるが、指標の意味づけからも、もう少し標準化の工夫がなされて良いのかも知れない。

③3利源と基礎利益の関係

細かい話で恐縮であるが、一部の会社で公開されている3利源数値について、それらの合計額と基礎利益額を比較すると、同一である社もあれば、そうでない社もあり、各種の方式が混在しているようである。公開が義務づけられていないとはいえ、なんらかの標準化が必要ではないかと考えられる。

3—EV(エンベディッド・バリュー)指標に関する動向

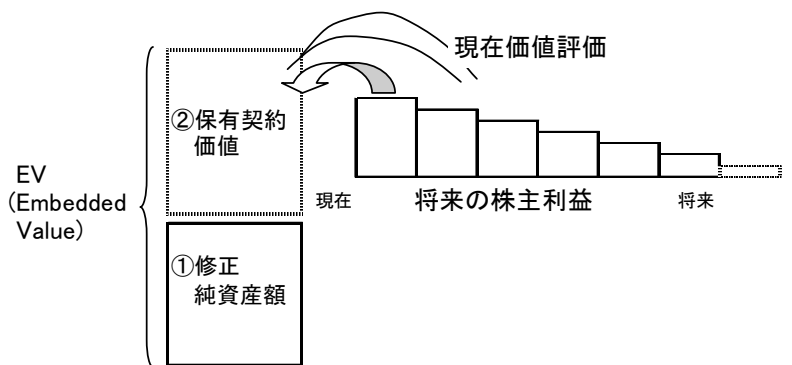
1 | EVとは

EV (Embedded Value²) は、①期末時点の「修正純資産額」に、②「保有契約価値」(現在の保有契約が将来生み出すであろう株主利益の現在価値評価額)を加算した額、で示されるストック指標である。

EV の対前年増加額をもって、その年度の利益とみなし、さらに、年度の平均

EV 残高に対する比率をとることで ROE (対資本収益率) と見なすことも可能である。

わが国では現在開示は求められていないものの、2012年3月末で16社が公表している。このなかには相互会社形態の保険会社2社も含まれている。



2 | 開発の経緯

EV は元々、保険会社の M&A に際して発達した企業価値評価手法が基になっている。その後、継

² 潜在価値と訳されることもあったが、現在ではエンベディッド・バリューと呼ぶことが多い。

続企業にも対象を広げ、財務諸表を補完する情報として定期的に使用されることとなった。欧州で発展し、現在では、投資家向け情報として活用されており、株価形成に一定の影響を与えている。

EVには多くのメリットがあるが、欧州では、比較可能性が乏しい点が課題とされてきた。というのは、将来の利益の現在価値であるから、これは多数の前提のカタマリと言ってよく、各社で前提を同一にすることは望むべくもない。特に、影響の大きい現在価値評価の際の評価利率も各社で差が見られ、比較可能性を損なうとの議論が行われてきた。

こうした状況を改善すべく、EUのCFOフォーラム（大手保険会社のCFOのグループ）は標準化を目的としたEEV(European Embedded Value)原則を公表した（2004年5月）。ただし、これでも完全な統一が図られているわけではない。

3 | MCEV(市場整合的EV)の登場と金融危機の影響

その後、EEV原則に対する批判に応じて制定されたのが、MCEV(Market Consistent Embedded Value; 市場整合的EV)原則である（2008年6月）。

これは主として以下の3点について改善を図ったものである。

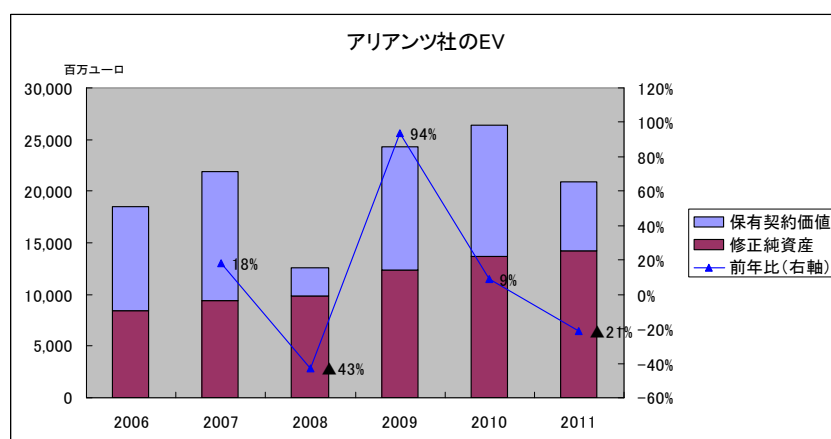
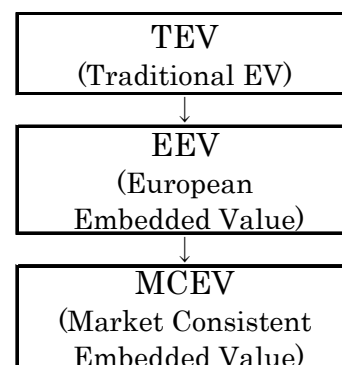
- ①割引率は、観察しうる市場金利に基づいて客観的に決定する。
- ②オプションと保証（例えば、利率保証や満期受取額保証など）を、確率的オプションプライシング手法に則って市場整合的に算出する。
- ③ヘッジ不能リスクの評価に用いる資本コスト（資本保持に要するコスト）の算出にあたっては、保険会社の構造（資本等）と統合的なフリクショナル・コストを反映する。

MCEVは、とりわけ、保有契約価値の算定にあたって確実性等価手法を採用し、一定の条件の下で将来の運用のリターンとして足下のリスクフリーレートを用い、その割引にもリスクフリーレートを使用する点が特徴である。2008年6月にMCEV原則を採用した当時は、時限を定めてCFOフォーラムの加盟会社にはMCEVを強制する方向性が出されていた。

しかし、2008年9月のリーマン・ショック以降の金融危機のなかで、MCEVの信頼性について見直しを余儀なくされた。というのは、新規契約の将来利益がマイナスになる事態が発生したり、余りにEVの変動が大きかったためであろう。（例えば、右グラフ（アリアンツ社のEV）でみると、2008年には、MCEVが対前年4割以上の減少になり、翌年にはほぼ倍増している。）

これを受けて、CFOフォーラムは、

- ・2009年5月に、MCEV原則の強制適用を、2011年まで延期する決定を行い、
- ・2009年10月に、MCEV原則の改定（主として、非流動性プレミアムの反映）を図った。



さらに、2011年4月には、従来の路線を転換し、①MCEV原則の強制を中止するばかりか、「MCEVが唯一の基準」とする考え方を取り下げる（withdraw）とともに、②EVに限定せず、広く supplementary information(補完情報)の提供に関与していくことを宣言した。

金融危機の経験を経て、市場整合的という考え方に一定の見直しが図られた例といえるだろう。

4—グループ利益指標としてのEVの活用例

わが国における利用（開示）状況をみてみよう。Towers Watson社の調査によれば、2012年3月末の開示状況は、①伝統的EVによるものが3社、②EEVによるものが、11社、③MCEVによるものが2社（ソニー生命とNKSJひまわり生命）であった。また、このなかには相互会社形態の2社（住友生命、明治安田生命）が含まれる。なお、開示された水準からは、手法に一定の標準化が必要なものと推測される。また、外部開示のみならず、内部管理としてどのように活用が進められているかも注目すべき点だろう。

おわりに、保険持ち株会社でのEVの活用例を紹介しておきたい。東京海上グループの「修正利益ベース」の開示である³。

- 損害保険事業については、当期純利益に、①異常危険準備金や価格変動準備金の繰入・戻入額の調整、②保有株式・不動産等に関する売却損益・評価損益、などの臨時的損益の修正を行ったものである。
- 一方、生命保険事業の修正利益は、「Embedded Valueの当期増加額（一増資等資本取引）」としたものである。

これは、事業開始からの経過年数が浅い場合であっても、将来の貢献度も含めた利益評価が可能な点に注目したものであろう。なお、生保事業からの利益の構成割合が存外大きいことも注目される。

このようにEVは広く活用されつつある。今後とも注目していきたい。

事業ドメイン	2009年度 実績	2010年度 実績	2011年度 11月修正予想	2011年度 実績	2012年度 計画
国内損害保険事業	462	204	210	▲261	420
東京海上日動	546	237	270	▲187	450
日新火災	2	13	▲10	▲16	20
その他	▲86	▲46	▲50	▲57	▲50
国内生命保険事業	520	275	240	167	530
あんしん生命	322	492	390	772	540
フィナンシャル生命他	198	▲217	▲150	▲605	▲10
海外保険事業(※1)	765	248	▲310	▲119	680
損害保険事業	697	505	70	▲397	670
元受	371	337	190	▲364	560
再保険(※2)	325	168	▲120	▲33	110
生命保険事業(※3)	78	30	10	10	20
自然災害口入の追込み(※4)	-	▲279	279	279	-
タイ洪水による影響(※5)	-	-	▲650	-	-
金融・一般事業	▲94	▲7	20	26	20
グループ合計	1,654	720	160	▲187	1,650
グループ合計ROE	5.8%	2.4%	0.6%	▲0.7%	5.8%

収益・ROEは、企業価値を的確に把握し、その拡大に努める観点から「修正利益ベース」で定めます。修正利益の詳細は別途資料をご参照下さい。また、主要事業ドメインの業績指標は次頁をご覧ください。

- ※1 海外保険事業合計では、内訳には賦課されていない費用を差し引いています。
- ※2 海外保険事業の損害保険事業のうちキルン社については、引受実績に鑑み2011年度実績より管理区分を再保険から元受に変更しています。
- ※3 海外保険事業の生命保険事業のうち生命人寿については、出資比率が15%以下に低下したため2011年度実績以降除外しています。
- ※4 海外保険事業については、2011年第1四半期に発生した自然災害口入の追込みを行っています。
- ※5 2011年度実績ではタイ洪水による影響を海外保険事業の損害保険事業・元受に含めています。

³ <http://ir.tokiomarinehd.com/ja/NewsRelease/NewsRelease-7546002489602598711.html> による。
なお、NKSJホールディングスも同様の計数を開示している。