

# EV の有用性に関する総合的研究

西山一弘(東海大学政治経済学部経営学科准教授)

中村亮介(筑波大学ビジネスサイエンス系准教授)

## 目次

1. 問題の所在
2. IFRS17 における経済価値ベースの保険負債測定
  - (1)IASB 保険プロジェクトの変遷
  - (2)IFRS17 における経済価値ベースの財務報告
  - (3)小括
3. EV による経済価値ベースの財務報告
  - (1)EV の概要
  - (2)EV の構成要素とその意義
  - (3)小括
4. 日本企業における Embedded Value の位置づけ
  - (1) 株価 EV 倍率における日本企業の特殊性
  - (2)現状認識
  - (3)EV の株価価値関連性に関する実証分析のレビュー
  - (4)日本企業の EV 開示に対する意識調査
5. まとめ

## 1. 問題の所在

国際会計基準審議会(以下, IASB)は 1997 年から開始した保険プロジェクトの集大成となる国際財務報告基準第 17 号「保険契約」(以下, IFRS17)を 2017 年 5 月に公表した。当該保険プロジェクトは, IASB の前身となる国際会計基準委員会(IASC)が単独で開発を始めてから, 暫定基準である IFRS 第 4 号(以下, IFRS4)を経て, ようやく恒久基準である IFRS17 を公表し完了することになる。IFRS17 は従来各国での相違する保険会計手続を認める暫定的な基準である IFRS4 に置き換えられ, 国際的な保険契約に対する会計処理の統一を図るものであり, その最も注目される特徴は, 保険契約に関わる測定を経済価値ベース(市場整合的な方法)で測定する方法を採用することにある。IFRS17 の適用により, これまで GAAP によると適切に表示されないとされていた生命保険会社の財務報告が改善されることが期待されている。本研究では, IFRS17 適用後の生命保険会社の財務報告について, 特に EV の有用性に注目して検討を加えている。

生命保険会社では GAAP によると自らの財務状況が適切に表せないとして, 独自の任意開示情報であるエンベディッド・バリュー(Embedded Value,

以下、EV)を公表してきた。EV は、一言でいえば、生命保険会社の経済価値ベースでの企業価値指標であり、ヨーロッパの主要生命保険会社の最高財務責任者(CFO)で構成される CFO フォーラムによって開発され、ヨーロッパを始めとした世界各国の生命保険会社で公表が拡大しており、2014 年の段階で、日本においても生命保険協会へ加入している企業の 35%以上が公表している(中村・西山, 2014)。EV には、測定方法にばらつきがあるなどの問題点も指摘されているが、1990 年代にヨーロッパにおいて開発された EV を開示する生命保険会社が増加していることは、EV 開示に有用性があることの証左といえよう。

生命保険会社の財務報告について、IASB は EV の存在を認識しており、2010 年の公開草案において「EV は多くの国の会計処理よりも、かなり目的適合性及び信頼性が高く、保険者はその採用を認められるべきである(BC.140)」とする意見があることを把握し、IASB の進める保険プロジェクトとの関連性について言及している。それでは、同じ経済価値ベースで測定される IFRS17 の会計情報と EV は、どのような関係にあるのか。これを検証するために本研究では、まず、IFRS17 の適用により、EV を任意開示する意義があるのかについて両者の評価方法を対比し理論的に検討する。その上で、情報内容に相違があるのであれば、その相違がもたらす意義、および IFRS17 によってもたらされる情報の価値がどのように変化するのかについて明らかにすることを目的とする。

加えて、IFRS17 が適用されたのち、EV の開示に対してどのような意識を持っているのかについて、EV を公表している企業のうち IFRS17 の適用対象となりうる上場企業に対して、アンケート調査を行った。

## 2. IFRS17 における経済価値ベースの保険負債測定

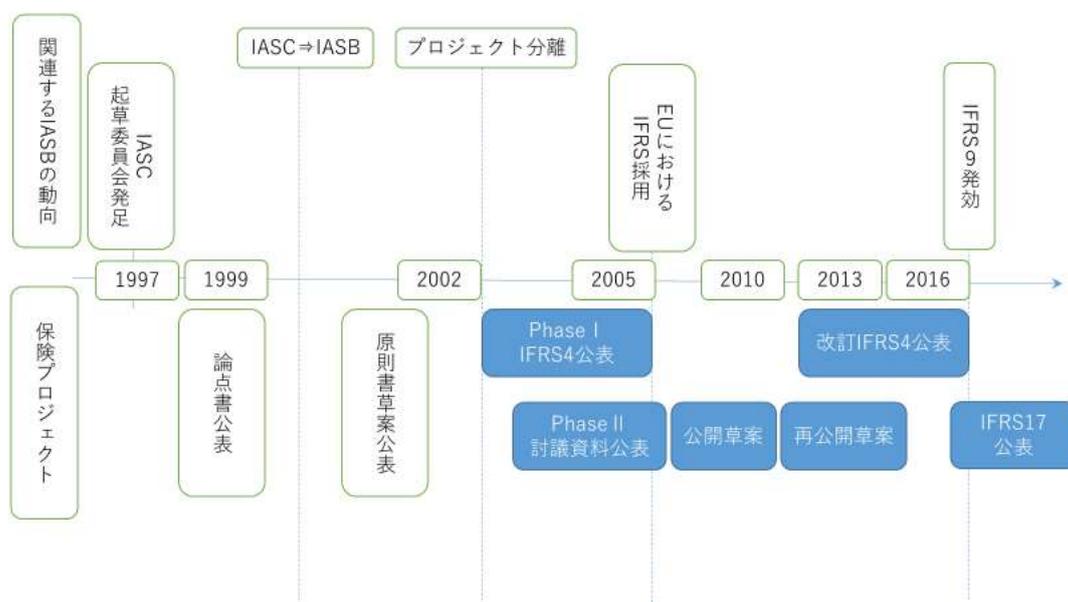
### (1)IASB 保険プロジェクトの変遷

1997 年に IASC によって発足した保険プロジェクトは、当初より各国の実務、特に発行されている保険商品の性質の多様性、さらには IASB が志向している経済価値ベースによる保険契約の測定が当時の実務と大きく異なっており、実務的に過大な負担が生じることが予想されたため、多くの批判的な意見が寄せられ基準の公表が思うように進まなかったといわれる(IFRS 4, BC2; 上野, 2016)。図表1にあるように、このプロジェクトは最終基準である IFRS17 が公表されるまでに 20 年を要している。

具体的には、IASC は、1999 年に公表された論点書「保険」で保険契約の測定について現在価値モデルが望ましいことを明らかにした(IASC, 1999, par.368)。このモデルは、同時期に公表された IASC による「財務諸表の作成および表示に関するフレームワーク」における資産・負債の定義に適合するも

のであったが、上述の通り、当時の実務との乖離が問題視されていた。このため、2001年には原則書の草案「保険」が公表され、1999年の論点書の流れをくみ保険契約の測定について公正価値による測定が提案されていたが、同時に、保険契約プロジェクトを暫定基準策定のためのフェーズⅠと恒久基準策定のためのフェーズⅡとに分離することが公表された。分離の背景には、2005年から始まることになっていたEU域内におけるIFRS適用に間に合うように暫定基準であっても保険契約に関わる会計基準の設定が必要であったためと考えられる。IASBは、2004年にフェーズⅠを完了させ、IFRS4を公表した。この暫定基準は、広範囲の実務を認めるとともに「一時的な適用除外(temporary exemption)」を設けており、企業は会計方針が財務諸表利用者の経済的意思決定のニーズに対して目的適合性を有することや、会計方針に信頼性があることを確保する必要がない状態になっていた。なお、このIFRS4は、2016年に、IFRS第9号「金融商品」との整合性を示すための改訂も行われているが、暫定基準としての位置づけのままであった。

【図表 1】IASB 保険契約プロジェクトの変遷



一方で、フェーズⅡにおいては、2007年の討議資料の公表から一貫して、現在価値ないしは公正価値による保険契約の測定が提案されており、現行の「財務報告に関する概念フレームワーク」における資産・負債の定義と整合性のある基準の開発がすすめられている。2007年の討議資料「保険契約に関する予備的見解」では、保険契約に関わる測定を公正価値すなわち出口価値で行うことが提案された。しかしながら、出口価値によって保険契約を測定する

ことは、一般に保険契約が市場において取引されることがない点について批判を受けることになる。その結果として、その後の2010年の公開草案「保険契約」では、公正価値による測定に代わり、契約の履行キャッシュ・フローを反映した現在価値によって保険契約を測定する方針が提案されている。さらに、2010年公開草案に対する各界からの反応を踏まえて測定アプローチ自体には大きな変更のない再公開草案「保険契約」が2013年に公表されている。

その後、2017年に最終基準であるIFRS17が公表された。IFRS17の特徴については、(2)において詳述する。

## (2)IFRS17における経済価値ベースの財務報告

IFRS17は、保険契約について経済価値ベースによる測定を定めているが、従来、保険料収入の運用に該当する保険契約に伴う資産については市場価格を前提とした経済価値ベースの測定が行われてきた。これに対して、保険契約に伴う負債(以下、保険負債)は、支払額を前提とした原価ベースの測定が行われ、保険契約、とりわけ契約が長期にわたる生命保険会社の財務報告を歪めてきた。このため、IASBは、保険負債の測定方法を、経済価値ベースである保険契約の履行を前提とした履行キャッシュ・フローの現在価値を用いることを提案している。具体的な測定方法は次の通りである。

IFRS17では、保険負債の測定方法として、ビルディング・ブロック・アプローチと呼ばれる経済価値ベースの測定モデルを採用している。その構成要素は、次の図表2のように示すことができる。

【図表2】保険負債のビルディング・ブロック

契約上のサービス・マージン
リスク調整
将来キャッシュ・フローの現在価値*

\*将来キャッシュ・フローを貨幣の時間価値を反映した割引率によって割り引いた金額

(FASB, 2010, par.50を参考に筆者作成)

まず、保険負債の最も重要な部分は、保険契約からの生じる将来キャッシュ・アウト・フローを割り引くことで計算される現在価値である。これに、保険契約において保険者が設定するマージンであるリスク調整と契約上のサービス・マージン(Contractual Service Margin, 以下、CSM)が加算される。リスク調整とは、企業が保険契約ポートフォリオを履行するにつれて生じるキャッシュ・フローに固有の不確実性の負担に対して保険会社等が要求する補償の金額であり(IASB, 2013)、保険リスクを引き受けるために保険者(保険会社)が

契約者に対して要求するマージンである。CSM とは、企業が保険契約の契約時に、予想キャッシュ・イン・フローの現在価値が予想キャッシュ・アウト・フローの現在価値にリスク調整を加えた金額を超過した場合に認識されるマージンを意味する。これらは、合計すると保険契約から期待される将来キャッシュ・イン・フローと一致するようになる。なお、CSM の認識により、契約締結時に当初利益を認識せず、繰り延べることになり、時の経過とともに規則的な償却を行うことで、収益を認識していくこととなる。

この測定モデルをみると、保険負債について原価ベースで測定していた従来の保険会計に対して、契約における資産・負債をそれぞれ将来キャッシュ・フローに基づいて現在価値で評価しリスク調整を考慮している点で、経済価値ベースの財務報告を行うようになる。これに対して、保険契約において通常、契約時に保険者が要求するマージンのうち、リスク調整等に該当しない部分は、将来の未稼得利益 (unearned profits) と考えられ、時の経過とともに契約期間にわたって償却により収益を認識していく。すなわち、契約による当初利益を繰り延べ、未実現収益の認識を回避するとともに、契約期間にわたって期間配分していくことになり、経済価値ベースの財務報告における一つの論点である未実現収益の認識の問題点を回避し、収益の認識における信頼性の確保を図っていると考えられる。

### (3)小括

以上より、IFRS17 においては、保険負債に将来キャッシュ・フローの現在価値に保険契約特有のリスクを調整している点で、経済価値ベースの財務報告を要求していると解することができる。一方で、CSM の認識については、これを負債とすべきか否かについて議論が分かれている。すなわち、未稼得利益の認識は、IFRS の概念フレームワークに従えばその他包括利益において行われることが理論的であるとする意見も存在するため、負債として認識をすることには、留意する必要がある。

## 3. EV による経済価値ベースの財務報告

### (1)EV の概要

IFRS17 が公表された一方で、従来、生命保険会社の多くが、経済価値ベースの企業価値指標として EV を任意開示指標として報告しており、日本においても主要な生命保険会社で開示が拡大している(中村・西山, 2014)。

EV は、もともと生命保険会社の 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といわれる(荻原, 2012)。その後、生命保険会社の収益性を投資家やアナリストが評価することの困難さが強調される中で、彼らにとつての EV の判断指標としての価値が認識され(江澤, 2005)、企業価値評価の

方法として使用されるようになった。

ただし、開発当初の伝統的 EV (Traditional EV, 以下, TEV) は、内部情報としてアナリスト等から注目はされていたものの、保有契約価値算定のプロセスなどを明確に定めず、各社が採用する測定方法にばらつきがあったことから、比較可能性・信頼性に問題があるとされ、CFO フォーラムは、EV の測定方法を標準化する目的で 2004 年にヨーロッパ EV (European EV, 以下, EEV) 原則を規定した。EEV 原則は、ばらつきのあった保有契約価値の算定方法について、統一された規定を設けた (CFO Forum, 2004)。この EEV 原則によって、信頼性および頑健性 (robustness) が高まり、各社の採用する仮定を公表することで比較可能性について対応を図っている。しかし、これでもなお算定方法の統一には至らず、たとえば、保有契約価値の現在価値算定に利用される割引率の決定等には、裁量が認められている点などが問題として指摘されていた (CFO Forum, 2009)。

このような EEV に対する批判を受けて、2008 年 6 月に CFO フォーラムによって開発されたのが市場整合的 EV (Market Consistent EV, 以下, MCEV) である。MCEV は、その将来の運用リターンと割引率にリスク・フリー・レートを用いることを強制する点で EEV と大きく異なり、EEV より信頼性の高い指標とされる。さらに、保険商品に内在するリスクやオプション性を精緻に反映でき、近年の生命保険会社がすすめるリスクベース経営 (Enterprise Risk Management) と親和性のある評価尺度であると考えられており、現時点における EV 算定方法としては最も望ましいものであると言える。

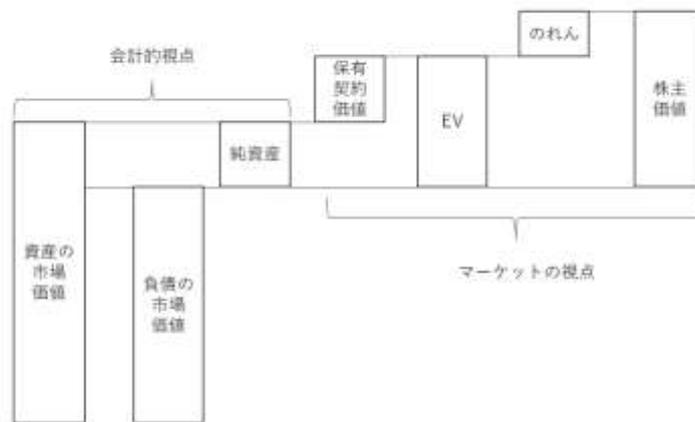
この MCEV は、時限を定めて CFO フォーラムの加盟各社に公表を強制する方向性が打ち出された (CFO Forum, 2009)。ただし、現在 (2017 年 5 月末時点) においても、CFO フォーラム加盟各社に MCEV の開示は義務づけられていない。その背景には、2008 年のリーマンショックに端を発した金融危機によって、新規契約の将来利益がマイナスになる事象等が発生したり、一部会社の MCEV の変動が大きかったりしたためと考えられている。

なお、一部の生命保険会社が公表している EEV は、「市場整合的」EEV と呼ばれるものを開示しており (Milliman, 2015 参照)、MCEV 原則が要求する開示内容を満たしていないが「市場整合的」な性質を持っているとされる。この場合の「市場整合的」とは、オプションと保証の現在価値や必要資本のフリクショナルコストの算定などに、金融市場の価格 (具体的には証券市場価格あるいは、それが入手できない場合には、数理ファイナンスのモデルを用いた理論値) を参照することによって EV が算定されることをいい、アメリカのアクチュアリーアカデミーによれば、この方法は MCEV 原則によって定められたものと同様方法であると述べられている (American Academy of Actuaries, 2011)。

## (2)EV の構成要素とその意義

EV は、GAAP に基づいた原価ベースの貸借対照表における総資産および総負債を市場価値へと評価しなおし、結果として算定される「修正純資産」と、現在保有している契約から生じる収益を現在価値に割り引くことによって算定される「保有契約価値」を加えた企業価値指標である。

【図表3】EV の構成要素と株主価値との関係



(Gerstner et al., 2015 参照)

構成要素である修正純資産および保有契約価値の両者とも市場と整合的な方法(経済価値ベース)で測定されている。特に、会計的視点による修正純資産に、マーケットの視点である保有契約価値を加え、現在保有している契約から生じると想定される将来収益の現在価値を企業価値に加算する。図表3の株主価値に近似した測定方法としては、割引キャッシュ・フロー(DCF法)によるアプレイザル・バリュー(Appraisal Value, 以下, AV)と呼ばれる概念があるが、AVでは将来獲得することが予想される契約による収益も含められることになり、蓋然性等を考慮した場合、望ましい企業価値指標とは考えられない。そのため、EVではその対象を現在の保有契約に限定し、より客観的な評価指標となっている。

さらに、保有契約価値を企業価値に加算することに対する信頼性の担保として、EVの前提条件の変化がどのようにEVに影響を与えているのかについて感応度を公表している。また、開示に当たっては第三者機関(アクチュアリー・ファーム)による意見書が添付され、前提条件、算出方法、および計算結果の検証がなされる(石坂, 2009)ため、EVの信頼性は高いものと考えられる。さらに、次節で述べるとおり、先行研究において、EVは株価との価値関連性も指摘されている。

### (3) 小括-IFRS17 適用後の EV 開示の意義

本節では、IFRS17 の適用により、保険契約について経済価値ベースでの財務報告が行われるようになれば、同じ経済価値ベースの EV を任意開示する意義があるのかについて両者の評価方法を対比し理論的に検討することを目的として設定した。そして、IFRS17 では、契約時に認識可能な当初利益について CSM として負債に含めて繰り延べているのに対して、EV では保有する契約についての将来収益を企業価値に含めている点で、同様の経済価値ベースの財務報告(特に資産・負債の時価評価)を志向しているものの差が生じていることがわかった。

保険契約に関しては、その業態の特殊性から、契約すれば多くの場合、解約されることなく収益が長期間にわたって生じることが一般的である。これを勘案すると、EV の算定方法は、生命保険会社の企業価値を測定する目的からすれば理にかなっているといえる。しかし、会計基準としては、未実現収益を利益計算に算入させることは会計情報の信頼性を損なうため、認められないことになる。これについて IASB(2007)は、「CFO フォーラムは、EV が長期の契約に関する有用な追加的情報を提供するかもしれないとしているが、長期の価値を反映しているからといって財務諸表にとって適切な測定属性ではなく、分配決定のための目的適合的な基準ではない(par.109)」と言及している。

すなわち、IFRS17 の下、行われる経済価値ベースの財務報告は、保険契約のディスクロージャーとして従来のものよりも有用性が高まることが予想されるものの、分配決定という制約(会計としての制約)から、未稼得の利益は純資産ではなく負債(CSM)として扱う。これに対して、任意開示情報である EV は、会計の制約から解放されているため、未稼得の利益のうち、すでに保有している契約から生じるものについては純資産に加えて企業価値算定を行っている。この検討の結果、両者には共通する部分が多いが、EV の方が IFRS より、積極的に経済価値ベースの情報を提供することができ、IFRS17 適用後にも EV は市場参加者の経済的意思決定に必要な増分情報になり得ると結論づけることができる。

## 4. 日本企業における Embedded Value の位置づけ

### (1) 株価 EV 倍率における日本企業の特殊性

EV は、修正純資産に保有契約価値を加えることにより、経済価値ベースの企業の純資産を表しているため、株式の時価総額と関係が深いと考えられ、株式時価総額と比較する「株価 EV 倍率」は 1 倍を超えた水準になることが期待される(藤木・嶋田, 2011)。

ただし、ヨーロッパでは平均して 1 倍を超えており、EV の理論的な数値と近

似しているのに対して、日本の生命保険会社は 2015 年度末では 1 倍を下回っており、EV が企業価値の情報である、というそもそもの意義にそぐわない数値となっている。

この問題が顕在化したのは、日本生命保険が 2015 年 12 月に行った三井生命保険への株式公開買い付けにおいてである。そこでは、三井生命株を保有していたシンガポールの投資会社 TIHT インベストメント・ホールディングスが、「株式の買い取り価格は低すぎる」として、実際の 3 倍強に引き上げるよう主張する書面を裁判所に提出した。理由として、三井生命自身が EV を「企業価値を評価する有力な指標」として公表しているにもかかわらず、その半額にも満たない企業価値約 3345 億円を前提に取得価格を算出し、日本生命が株式を強制取得するのは認められないとしている。

この件で、仮に日本生命が EV を TOB の際に考慮したとすれば、日本における株価 EV 倍率の低さを勘案して価格を決定したのであろう。つまり、この案件の争点としては、日本において株価 EV 倍率がなぜ低いのか、ということになる。

この理由に関して、Milliman Inc.(2016)は日本の生命保険市場が価格競争の脅威にさらされていること、市場が飽和していること、マクロ経済の影響、EV が業績尺度として市場に認められていないことなどを推察しているが、具体的な検証を行っていない。そこで本節では、実証研究のレビューとアンケート調査からこの問題にアプローチすることによって、日本企業における EV の位置づけを確認し、EV をどのように開示すれば企業価値評価に資するかに関して示唆を得る<sup>1</sup>ことを目的としている。

## (2) 現状認識

Milliman Inc.(2016a;2016b)では、ヨーロッパおよび日本の株価 EV 倍率が掲載されている(図 1)。パネル A によれば、ヨーロッパでは多くの企業が 1 倍を超えており、各年の平均は 1.0~1.1 倍となっている。一方、パネル B によれば、日本における各社の株価 EV 倍率は、ソニー生命およびライフネット生命の公開開始当初を除き、ヨーロッパの生命保険会社のそれと比べて全体的に低いことがわかる。すなわち、ヨーロッパでは平均して 1 倍前後の倍率であ

---

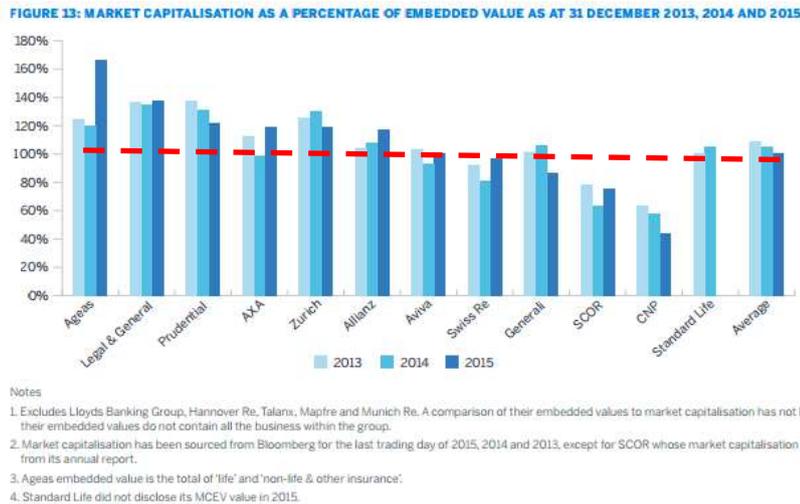
<sup>1</sup> このことについて、ブルームバーグのインタビューにおいて第一生命保険の社長は次のように述べている。

第一生命の渡邊光一郎社長は昨年 12 月のインタビューで「欧州生保では EV が時価総額の目安になっている」とする半面、日本の保険市場が縮小しているという理由から「EV ベースでは日本の個人投資家、米国の投資家もなかなか評価してくれない」と話している。(ブルームバーグ 2016 年 4 月 1 日「日生の三井生命 TOB 価格、3 倍に引き上げを」より引用)

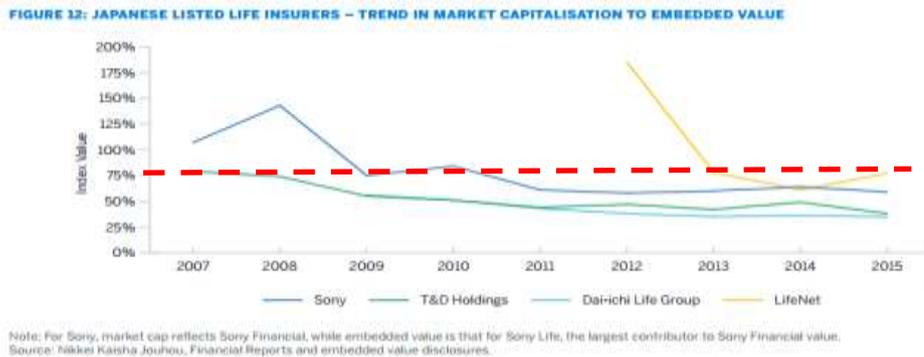
り EV の理論的な数値と近似しているのに対して、日本の生命保険会社は 2015 年度末では 1 倍を下回っており、EV が企業価値の情報であるというそもその意義にそぐわない数値となっている。

図 1 各企業の株価 EV 倍率

パネル A: ヨーロッパの上場生命保険会社各社の株価 EV 倍率



パネル B: 日本の上場生命保険会社各社の株価 EV 倍率 (2007 年～2015 年, % 表示)



既述の通り、藤木・嶋田(2011)では、本来の株主価値を測定する尺度はアプライザル・バリュー(未保有の契約価値+EV:AV)であり、AV と株価時価総額が1倍前後となることが理論的であると考えられる。このため、一般に EV と1年分の新契約価値のみを加えた数値として AV が算定されるのであれば、未保有の契約価値がマイナスにならないければ、EV は株式時価総額を上回るはずであり、したがって、株価 EV 倍率が1倍を下回るのは、理論的ではないと結論づけることができる。

### (3) EV の株価価値関連性に関する実証分析のレビュー

日本において EV を扱った研究としては石坂(2009)や中村・西山(2014)などがあるが、定量的な分析はほとんど行われていない。これに対して、海外に

においては EV の開示拡大に伴い、価値関連性研究の蓄積が進んでいる。

価値関連性は、対象となる会計数値と株式の市場価値(株価と同意)の測定値との間にある何らかの統計的に有意な相関関係、と定義され(太田, 2003; Barth et al., 2001), その研究は、企業評価における様々な会計数値の有意性を検証する目的で株式市場価値(またはその価値の変化)とそれらの数値との間の実証的関係を調査する研究を指す(太田, 2003)。EV は経済価値ベースの企業の純資産を表しているので、価値関連性が高ければ株価(株式時価総額)と EV との乖離は小さくなるものと考えられる。そこで、本節では価値関連性研究のレビューを行う。

EV の任意開示が行われるようになったイギリスでは、Horton(2007)がこの分野の研究において著名である。そこでは、法令に基づく開示よりも EV 報告の方が株式価値関連性を有していたことを明らかにしている<sup>2</sup>。Gerstner et al. (2015)は、ヨーロッパの生命保険会社にサンプルを拡張した結果、IFRS に基づいた会計数値の方が EV より説明力があるとしているものの、EV には増分情報内容があると結論づけている。

次に、アメリカにおいても El-Gazzar et al. (2015)が、2001 年から 2010 年にわたりアメリカにおいて上場している生命保険会社による EV 開示について調査し、EV 開示がアメリカの市場においても価値関連性を有する可能性を示唆している<sup>3</sup>。EV の説明力は減っているが、EV の構成要素は説明力あるかも。

上記以外の法域の研究成果としては、Prefontaine et al. (2009)が、2000 年から 2008 年にわたりカナダの生命保険会社のおよそ 4 分の 3 が公表している EV について、金融危機の 2008 年を除くサンプル期間では、価値関連性があったことを確認している。また、Wu and Hsu (2011)は、2005 年から 2008 年の台湾における EV の開示についての株式価値関連性を調査し、EV が従来の財務報告に対して有用な情報を提供していることを明らかにしている。加えて、台湾企業よりも EU 企業の株主資本簿価の方が、価値関連性が高かった。これは、IFRS の導入によって保険会計特有の複雑性が明確になり、会計情報の質が高まったことを示唆している。

以上より、どの国においても EV は一定の価値関連性を有することがわかっている。また、本稿の問題意識に照らすと、Wu and Hsu (2011)による、「台湾企業よりも EU 企業の株主資本簿価の方が、価値関連性が高い」という結果が興味深い。これを踏まえて日本の状況を考察すると、アジアと欧米では生命

---

<sup>2</sup> 他にも英国における EV の価値関連性研究には Klumpes (2005) や Forte et al. (2011) などがある。

<sup>3</sup> Serafeim(2011)も、各国のデータを統合させて検討した結果、EV が多くの利害関係者にとって有用な指標であるとの研究成果を発表している。

保険会社が提供する会計情報に差があるため、株価が適切に実態を反映しておらず、それがゆえに株価 EV 倍率を低めている可能性がある。

#### (4) 日本企業の EV 開示に対する意識調査

2017年1月から2月にかけて日本の株式市場に上場している生命保険会社5社にアンケート調査を行っており、現時点で、そのうち、4社(80%)から回答を得ているが、現時点でアンケート協力会社からの掲載の許可が得られていないため、本アンケート調査の結果は、別の成果として報告する予定である。

なお、本アンケート調査の結果としては、日本の生命保険市場の特殊性および日本の株式市場の特殊性が株価 EV 倍率に影響しているという結果が得られると予測している。そのため、日本における株価 EV 倍率の低さは、EV の情報価値を正しく評価していない結果であると想定される。

## 5. まとめ

以上より、本研究で得られた結果は次の通りである。

まず、2017年5月に公表されたIFRS17は、保険負債に将来キャッシュ・フローの現在価値に保険契約特有のリスクを調整している点で、経済価値ベースの財務報告を要求していると解することができる。一方で、CSM の認識については、これを負債として財務諸表に公表することで、未稼得利益の取り扱いという会計に特有の問題を抱えていることが指摘できる。IFRS の概念フレームワークに従えばその他包括利益において行われることが理論的であるとする意見も存在するため、負債として認識をすることが今後の議論の対なることが考えられる。

次に、IFRS17 の適用により、保険契約について経済価値ベースでの財務報告が行われるようになれば、同じ経済価値ベースの EV を任意開示する意義があるのかについて両者の評価方法を対比し理論的に検討することを目的として設定した。そして、IFRS17 では、契約時に認識可能な当初利益について CSM として負債に含めて繰り延べているのに対して、EV では保有する契約についての将来収益を企業価値に含めている点で、同様の経済価値ベースの財務報告(特に資産・負債の時価評価)を志向しているものの差が生じていることがわかった。

保険契約に関しては、その業態の特殊性から、契約すれば多くの場合、解約されることなく収益が長期間にわたって生じることが一般的である。これを勘案すると、EV の算定方法は、生命保険会社の企業価値を測定する目的からすれば理にかなっているといえる。しかし、会計基準としては、未実現収益を利益計算に算入させることは会計情報の信頼性を損なうため、認められないことになる。これについて IASB(2007)は、「CFO フォーラムは、EV が長期の契約に関する有用な追加的情報を提供するかもしれないとしているが、長期の価

値を反映しているからといって財務諸表にとって適切な測定属性ではなく、分配決定のための目的適合的な基準ではない(par.109)」と言及している。

すなわち、IFRS17の下、行われる経済価値ベースの財務報告は、保険契約のディスクロージャーとして従来のものよりも有用性が高まることが予想されるものの、分配決定という制約(会計としての制約)から、未稼得の利益は純資産ではなく負債(CSM)として扱う。これに対して、任意開示情報であるEVは、会計の制約から解放されているため、未稼得の利益のうち、すでに保有している契約から生じるものについては純資産に加えて企業価値算定を行っている。この検討の結果、両者には共通する部分が多いが、EVの方がIFRSより、積極的に経済価値ベースの情報を提供することができ、IFRS17適用後にもEVは市場参加者の経済的意思決定に必要な増分情報になり得ると結論づけることができる。

最後に、日本において株価EV倍率が低い点については、アンケート調査の結果を基にさらに分析を進め、本研究の成果として改めて公表したいと考えている。本研究により、下記の成果の公表が予定されている。

西山一弘「契約上のサービス・マージンの負債計上の意義」『東海大学紀要 政治経済学部』第49巻, 2017年9月刊行予定。

西山一弘・中村亮介「IFRS17適用後の生命保険会社におけるEV開示の意義」日本会計研究学会第76回全国大会自由論題報告(9月24日-25日広島大学において開催。報告申請受理済み)

なお、本発表の成果は、雑誌『会計』において掲載予定(寄稿依頼を受けている)。

## 参考文献

石坂元一(2009)「エンベディッド・バリュー(EV)開示の現状」『生命保険論集』第166号, 77-98頁。

上野雄史(2016)「我が国生命保険会社におけるIFRS適用の意義」『生命保険論集』生命保険文化センター設立40周年記念特別号(I), 247-268頁。

江澤雅彦(2005)「生命保険会社の収益性指標について—エンベディッド・バリューの開示とその課題—」姉崎義史・石田重森・大谷孝一・小林晃・近見正彦・林忠昭編『現在保険学の諸相—松島恵博士古稀記念—』成文堂, 333-350頁。

太田浩司(2003)「価値関連研究におけるモデル特定化問題」『関西大学商学論集』第48巻第2号, 95-128頁。

- 荻原邦男(2012)「生保の利益指標を巡る最近の動向」『保険・年金フォーカス』ニッセイ基礎研究所, 1-4 頁。
- 川端 稔(2016)「IFRS 第 4 号『保険契約』の修正のポイント」『企業会計』第 68 巻第 12 号, 97-105 頁。
- 羽根佳祐(2012)「保険負債の測定属性に関する考察」『商学研究科紀要』(早稲田大学)第 74 巻,155-173 頁。
- 中村亮介・西山一弘(2014)「生命保険会社における Embedded Value 開示の実態と役割」『東海大学紀要 政治経済学部』第 46 巻, 95-112 頁。
- 藤木雅彦・長舟貴洋(2003)「生保事業の価値評価の新しい手法－EV の計算実務と今後の課題－」『生命保険経営』第 71 巻第 6 号, 82-97 頁。
- 藤木雅彦・嶋田以和貴(2011)「生保会社の企業価値について」『生命保険経営』第 79 巻第 2 号, 54-71 頁。
- American Academy of Actuaries (2011), *Market Consistent Embedded Values*, A Public Policy Practice Note.
- ASBJ (2015), Insurance Contracts: Use of OCI for Presentation of Unearned Profits, Agenda Paper. (邦訳「保険契約－未稼得利益の表示に関する OCI の使用」)
- CFO Forum (2004), "Basis for Conclusions European Embedded Value Principles."
- (2009), "Market Consistent Embedded Value Basis for Conclusions."
- El-Gazzar, S., R. Jacob, and S. McGregor(2015), "The Relative and Incremental Valuation Effects of Embedded Value Disclosure by Life Insurers: Evidence from Cross-Listed Firms in the U.S.," *Accounting Horizons* 29, pp. 327-339.
- FASB(2010), Preliminary Views on Insurance Contracts, Discussion Paper.
- Gerstner, T., D. Lohmaier, and A. Richter(2015), "Value Relevance of Life Insurers' Embedded Value Disclosure and Implications for IFRS 4 Phase II," Working paper.
- Horton, J.(2007) "The Value Relevance of „Realistic Reporting : Evidence from UK Life Insurers," *Accounting and Business Research* 37, pp.175-197.
- Hossain, M., L. Tan, and M. Adams(1994), "Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange," *International Journal of Accounting* 29, 334-351.

- IASB(2001), Insurance, Draft Statement of Principles.
- (2004), Insurance Contracts, IFRS4.
- (2007), Preliminary Views on Insurance Contracts, Discussion Paper.
- (2010), Insurance Contracts, Exposure Draft.
- (2013), Insurance Contracts, Exposure Draft.
- (2017), Insurance Contracts, IFRS17.
- IASC (1999), Insurance. Issues Paper.
- Klumpes, M. (2005) "Managerial use of discounted cash-flow or accounting performance measures: Evidence from the U.K. life insurance industry", *The Geneva Papers* 30, pp.171-186.<sup>[1]</sup><sub>SEP</sub>
- Milliman (2016a) , "2015 Embedded Value Results –Europe Generating Value, "http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/2016/2288LDP\_Europe\_20160913.pdf)
- (2016b) , "Mid-Year Embedded Value Results – Europe and Japan," ( http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/2016/2016-mid-year-EV-EU.pdf)
- Prefontaine, J., J. Desrochers, and L. Godbout (2009) , "The Informational Content Of Voluntary Embedded Value (EV) Financial Disclosures By Canadian Life Insurance Companies," *International Business and Economics Research Journal* 8, pp.1-14.
- Serafeim, G.(2011), "Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Financial Statements: Evidence from Embedded Value Reporting," *Journal of Accounting Research* 49, pp.529-571.
- Wu, R. C-F. and A. W-H. Hsu(2011), "Value Relevance of Embedded Value and IFRS 4 Insurance Contracts," *The Geneva Papers* 36, pp.283-303.