

(調査研究報告書)

Embedded Value の情報内容に関する総合的研究

—将来利益予測能力に着目して—

代表研究者 塚原 慎(帝京大学経済学部経営学科 助教)
共同研究者 西山 一弘(帝京大学経済学部経営学科 准教授)
共同研究者 中村 亮介(筑波大学ビジネスサイエンス系 准教授)

目次

- 1 問題意識
- 2 先行研究
 - 2.1 EVとは
 - 2.2 先行研究の整理
 - 2.2.1 全体像
 - 2.2.2 価値関連性研究
 - 2.2.3 情報の非対称性の緩和・リスク評価への役立ち
 - 2.2.4 EV 開示企業の特徴
 - 2.2.5 EV 開示の問題
 - 2.3 小括:EV の情報内容に関する研究蓄積の必要性
- 3 EV 開示企業の経済的特徴 1:実証研究に基づいて
 - 3.1 背景と研究手法
 - 3.2 検証結果と示唆
- 4 EV 開示企業の経済的特徴 2:アンケート調査に基づいて
 - 4.1 背景と研究手法
 - 4.2 調査結果と示唆
- 5 EV の将来利益予測能力に関する一考察
 - 5.1 背景
 - 5.2 責任準備金の構成要素と会計上の取り扱いに関する検討
 - 5.3 EV の将来利益予測能力に関する検討
- 6 研究の総括
 - 6.1 研究成果のまとめ
 - 6.2 結論 1:企業側の EV に対する認識について
 - 6.3 結論 2:EV が有する独自の情報内容について
 - 6.4 結論 3:EV の将来利益予測能力とその活用方法

1. 問題意識

本研究の目的は、生命保険会社における自発的開示情報である **Embedded Value** (以下、**EV**) の経済的意義および役割について、理論的・実証的観点から多面的な検討を行うことにある。**EV** は、法定会計ではオンバランスされない、将来利益に関する情報を現在価値に割り引いたものを含んでおり、「財務会計情報を補完する意義を有する(石坂 2009, 80)」とされている。

国内外の先行研究によって、**EV** の株価に対する価値関連性は一定程度に示されている(第2節を参照)。ただしその一方で、自発的開示情報であるがゆえに、指標の計算方法自体が必ずしも画一化・統一化されているわけではなく、その測定精度に関し、疑問を呈する先行研究も存在している(Gerstner et al., 2015)。

そこで本研究では、**EV** が有するとされる将来利益情報に関して、次の 2 つの課題を設定し、調査・研究を行うこととした。第1に、企業側が **EV** を開示する要因として、「将来利益の伝達」という目的が存在しているのか否かを明らかにすることである。**EV** が価値関連性を有していることは、証券市場参加者が開示される **EV** に対して何らかの情報価値を認識していることの証左であるといえるものの、当該研究成果のみをもって、「将来利益情報が伝達されている」ということを結論づけることはできない。したがって、**EV** を開示する企業の「経済的動機」を直接的・間接的に明らかにすることを通じ、彼らが「将来利益情報を伝達する」ために **EV** を開示しているのか否かを検証した。

上記の課題にアプローチするために、本研究では具体的に、アーカイバル・データを用いた実証研究の手法を用いて **EV** 開示企業の経済的特徴を特定すること(経験的証拠に基づき **EV** 開示目的に間接的にアプローチすること)、および、**EV** を開示する企業を対象としたアンケート調査(開示目的について、直接的な証拠を入手すること)を試みた。

第2に、計算される **EV** の性質について分析し、当該情報が将来利益予測能力を有するものであるのか否かを検討することである。その際、**EV** の開示によってはじめてなされる(当該情報以外の強制開示情報には含まれない)情報内容を特定することが有益と考えられる。というのも、「保険業」に属する企業の財務情報は、保険業法の定めに従い作成・表示されるものであり、その他の一般的な事業会社の会計(GAAP)とは大きく異なる内容を有するものと位置付けられているためである。

そのような影響が最も大きなものが、保険負債、その中でも「責任準備金」の取り扱いである。たとえば、生命保険協会(2019, p.28)によれば、同協会に加盟する企業が計上する負債総額は負債・純資産合計の約 93.5%を占めており、一般の事業会社のそれとは大きく異なるものとなっている¹(表 1)。なかでもこのうち大部分を占めるものが、

¹ なお、Quick 社が提供する Astra manager によれば、同時期(2019 年 3 月末日)の一般事業会社(保険・銀行・証券を除く業界に属する上場企業 2,537 社)の総資産負債比率の平均値は約 47.1%であり、保険業(日経中分類にもとづく。データベースの性質上区別が困難なため、損害保険も含むデータ収録企業 33 社)のそれは約 81%となっている。

「責任準備金」をはじめとする保険業特有の負債項目(保険契約準備金)であり(負債全体の 98.3%), 金額的な重要性が著しく大きいものとなっている。そのため, EV によって「増分的」に提供される情報内容について整理をするためには, 当該項目の検討が必要であると考えた。

表 1 生命保険協会加盟企業 42 社の負債・純資産の構成

<負債の内訳>		(億円、%)	
	金額	負債内構成比	構成比
保険契約準備金	3,355,549	92.5	86.5
支払準備金	20,395	0.6	0.5
責任準備金	3,297,021	90.9	85.0
社員(契約者)配当準備金	38,131	1.1	1.0
価格変動準備金	51,725	1.4	1.3
その他	220,006	6.1	5.7
負債合計	3,627,281	100.0	93.5
<純資産の内訳>			
	金額	純資産内構成比	構成比
基金等合計又は株主資本合計	117,800	47.0	3.0
基金又は資本金	26,592	10.6	0.7
基金償却積立金	27,810	11.1	0.7
資本剰余金	22,591	9.0	0.6
剰余金又は利益剰余金	40,755	16.3	1.1
その他	50	0.0	0.0
評価・換算差額等合計	132,862	53.0	3.4
新株予約権	0	0.0	0.0
純資産合計	250,663	100.0	6.5
総資本(負債・純資産合計)	3,877,945	—	100.0

出所:生命保険協会(2019, p.28)

したがって, 本研究では, これら保険負債項目の性質について改めて整理を行った上で, EV の構成要素をこれと対比させている。このことにより, EV によってのみ提供される「独自の情報内容」を抽出することができ, ここにおいて「将来利益予測」が可能であるのか否かについて検討を行った。

本報告書の構成は次のとおりである。第 2 節では, EV に関心を向けた先行研究をレビューし, その成果と限界を明らかにしている。第 3 節では, EV 開示企業のファンダメンタルズに見られる共通の傾向について, 計量経済学的なアプローチに基づいた実証研究を実施し, これら企業が EV を開示するインセンティブを特定した。第 4 節では, 実際に EV を開示している企業に向け実施したアンケート調査をもとに, 「EV が将来利益予測能力を示すもの」と捉えているのかどうかについて考察した。第 5 節では, EV が将来の利益を実際に予測するものであるかどうかについて分析を行った。具体的には, 法定会計の下で提供される, 「保険負債」の情報内容について整理した上で, これと対比したときに EV によって新たに提供される情報内容がどのようなものであるのかについて検討し, 実際の将来利益との関連性について調査した。

2. 先行研究

2.1. EV とは

EV は「修正純資産」と「保有契約価値」という二つの項目の合計額として公表される。「修正純資産」は, 貸借対照表上の資産および負債を市場価値に評価替えることで計算される純資産であり, 「保有契約価値」は, 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。EV は, 生命保険事業の企業価値を評

価する指標の一つであり、ヨーロッパの保険会社の多くが財務報告の一環として公表し、内部管理ツールとしても使用されている。現行の法定会計による貸借対照表は保有契約に係る将来利益の現在価値を表示するものではないため、その情報を補足し、企業価値を評価するうえで有用な指標として開示されているとされる(ソニー生命保険, 2019, p.29)。

EV には大きく分けて TEV (Traditional EV), EEV (European EV), MCEV (Market Consistent EV) の 3 つの種類があり、うち、EEV および MCEV について CFO Forum (ヨーロッパ主要生命保険会社およそ 20 社の CFO による Forum) が原則を公表し、測定および開示について規定している。同原則によれば MCEV が最も経済価値ベースの報告を行っていることになり、ヨーロッパでは MCEV が最も多く報告されている EV となる (Milliman, 2016) が、日本においては EEV が最も多いという実態調査もある (塚原他, 2018)。ただし、開示されている内容に細かな差があり、後述するようにその比較可能性に問題があることが指摘されている。いずれにせよ、EV は経済価値ベースの評価指標であり、法定会計の補足情報として有用であると考えられる点については共通している。

EV が開発された背景として、法定会計におけるいくつかの限界が指摘されてきたことが挙げられる。これらは生命保険業特有のビジネス・モデルや実務慣習の特殊性に起因したものであり、次の 2 点に要約できる。

第 1 に、期間業績表示の適切性にかんする限界である。生命保険会社の主たる収益は、長期間にわたる契約の後期になって認識されるものが多い。これに対して、費用は契約獲得時に集中する²。したがって、新規契約を獲得するほどに先行費用が発生し、企業業績を圧迫する反面、その投資額が回収される(収益として実現する)のは契約後期であり、収益と費用の期間的な対応が果たされないという構造となっている。そのため、生命保険会社の場合、法定会計は、生命保険会社の業績および価値の評価には適していないといわれている³ (三井住友海上あいおい生命保険, 2017)。

第 2 に、契約獲得時に計上された一部の保険負債などについての、価値評価にかんする限界である。将来の保険金支払いに備え負債として見積り計上される「責任準備金」は、伝統的に契約時の想定に基づいて計算されることが多く、直近の経済環境や継続率等の変化をタイムリーに織り込むことができない⁴ (星

² とくに、契約獲得費用としての販売費及び一般管理費がこれに該当する。

³ 保険料収益と契約獲得費用との関係とは異なり、保険料収益(売上)と保険金等(売上原価)との関係性については、「原価確定の後発性」という特徴が指摘されることがある(小川, 2008)。すなわち、保険料総額はあらかじめ確定しており、契約期間中に保険料の支払いを受けることにより徐々に収益が実現していく一方で、保険金等は保険期間終了後にこれに対応する原価が確定し、一時に当該金額が支払われる。

⁴ この責任準備金などの保険負債のうち一部の項目は、厳密な支払い義務というよりは利益留保の性質を持つものがあり、将来の保険料収入によって収益に転化することとなる。これらの項目は、保険業界においては会計情報を離れた健全性指標(たとえば実質純資産)などを

野, 2018)。そのため, 上場会社や M&A における買収会社の価値評価に際し, 企業価値を評価するための基礎を会計情報は十分に提供できていないと指摘されている(星野, 2018)。

これらの法定会計における限界を補うものとして, 生命保険業界では, 保有している契約から将来発生する収益・費用を加味した EV の開示が行われるようになったと整理することができる。

2. 2. 先行研究の整理

2. 2. 1. 全体像

続いて, EVに関する先行研究を整理することによって, これまでの研究成果を確認すると同時に, 本研究における検討課題を明確にする。EV に関する主な先行研究を整理したものが, 次の表 2 である。なお, 整理にあたっては, 本報告書第3節以降で詳細について言及する一連の研究のうち, 公表済のものも含んでいる。

表2 EVを検討対象とした主な先行研究の整理

株価との価値関連性研究		
Horton(2007)	2000 年から 2004 年においてイギリスの生命保険会社が開示した EV を調査。	会計利益等の法定会計の指標よりも EV の方が株価との価値関連性が高いことを明らかにした。
Forte et al.(2011)	2005 年から 2010 年におけるヨーロッパの生命保険会社 28 社を調査	EV の価値関連性を示す結果を得た。
Almezweg and Liu(2012)	イギリスの生命保険会社を調査	EV の価値関連性を確認した。
Almezweg and Liu(2013)	情報内容と EEV の価値関連性についてヨーロッパの生命保険会社を調査	EV については株価との価値関連性を発見したが, EV 利益について増分価値は認められなかった。
Gerstner et al. (2015)	2005 年から 2014 年におけるヨーロッパの生命保険会社を対象として, IFRS に基づく指標と EV の株価価値関連性を調査・検討	EV と IFRS に重要な情報価値があることを発見した。EV の増分情報内容は限定的であり, が 2009 年以降は減少しており, 情報の精度低下が問題となっていると指摘している。
El-Gazzar et al. (2015)	2001 年から 2010 年にわたるヨーロッパに拠点を置き, アメリカでも営業している生命保険会社の EV を調査	EV が米国基準に基づく会計指標に対して, 相対的・増分的な情報内容を有することを発見した。
Préfontaine et al.(2009)	2000 年から 2008 年においてカナダの生命保険会社が開示した EV を調査	金融危機の 2008 年を除くサンプル期間において EV が株価との価値関連性を有することを確認した。
Préfontaine et al.(2011)	2007 年から 2010 年におけるカナダの生命保険会社が開示した EV を調査	EV の価値関連性は見られなかった。
Wu and Hsu (2011)	2005 年から 2008 年の台湾における EV の株価との価値関連性を調査	EV が従来の財務報告に比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。
塚原他(2018)	期間における日本企業をサンプルに EV の株価価値関連性を調査	EV は株価に対して, 増分的相対的価値関連性を有していることを確認した。

算出する際, 「資本性の高い負債」として純資産に加算される場合がある(後述)。

情報の非対称性の緩和・リスク評価への役立ち		
Serafeim(2011)	1991 年から 2009 年の間に生命保険を取り扱う金融機関における EV 開示の割合を調査し、そこにおける情報の非対称性の緩和の程度を分析	EV を開示している企業の Bid Ask Spread が当該指標の非開示企業に比べ小さくなっていることを発見した。
Hail(2011)	58 の国の 1989 年から 2008 年における生命保険会社の自発的開示による経済的影響を実証分析	EV は情報の非対称性を緩和する自発的開示の一つであることを証明し、Serafeim (2011) の結果を裏付けている。
Zimmermann et al.(2015)	2005 年から 2010 年の間にヨーロッパで上場する生命保険会社について調査	EV による情報が、財務会計の情報に比べて、リスクプレミアムを評価するという側面では有用であることを明らかにした。
EV 開示企業の特徴		
中村・西山(2014)	2008年から2013年の日本における生命保険会社を調査	企業規模の大きな生命保険会社の方がEVを開示する傾向にあることを確認した。
Tsukahara et al.(2019)	日本における生命保険会社に対し、アンケート調査を実施	EV 開示の目的として、ソルベンシーマージン比率の大きい企業、あるいは利益が小さい企業ほど EV を開示する傾向にあることを発見した。
EV 開示の問題		
西山他(2020)	日本における生命保険会社に対する実態調査	EV 開示企業数が 2015 年度以降増加しておらず、また、開示される EV の種類にも統一が見られないことを明らかにした。

2.2.2. 価値関連性研究

表に示しているとおり、ヨーロッパにおける株価と EV との価値関連性研究を中心として、EV の研究が蓄積され始めている。Horton(2007)では、2000 年から 2004 年の間にイギリスの生命保険会社が開示した EV を調査し、会計利益などの指標よりも EV の方が価値関連性が高いことを明らかにしている。同様の発見は、イギリスに限らずヨーロッパにおける生命保険会社を対象とした Tudini et al.(2011)や Almezweq and Liu(2012), Almezweq and Liu(2013)においても得られており、Gerstner (2015)においても調査されている。

Préfontaine et al.(2009)は、2000 年から 2008 年にわたりカナダの生命保険会社の EV について調査しており、金融危機の 2008 年を除くサンプル期間において価値関連性があることを確認している。ただし、続く Préfontaine et al.(2011)において異なるサンプル期間において行った同様の調査では、価値関連性を確認できていない。なお、EV の開示が進んでいないといわれるアメリカにおいては、El-Gazzar et al.(2015)が、2001 年から 2010 年にわたって上場している生命保険会社の EV の価値関連性について調査している。その結果、EV が米国基準に基づく会計指標に対して、相対的・増分的に情報内容を有することを発見している。

アジアにおける先行研究には次のものがある。Wu and Hsu(2011)は、2005年から2008年の台湾におけるEVの価値関連性を調査し、EVが従来の財務報告に比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。また、塚原他(2018)は、日本企業をサンプルにEVの価値関連性を検証した結果、EVは株価に対して増分的・相対的価値関連性を有していることを確認している。

2.2.3. 情報の非対称性の緩和・リスク評価への役立ち

次に、価値関連性以外に関心に向けた研究として、次に示す先行研究が挙げられる。まず、「情報の非対称性の緩和」の研究がある。Serafeim (2011) は、EVを開示している企業のBid Ask Spreadが、当該指標の非開示企業に比べ小さくなっていることを発見し、EVの開示は情報の非対称性を緩和することを報告している。代理変数として用いられる指標は異なるものの、EV開示による情報の非対称性の緩和について同様の結果は、Hail(2011)でも得られている。

Zimmermann et al.(2015)は、2005年から2010年の間にヨーロッパで上場する生命保険会社について調査し、EVにはリスクプレミアムを評価するために有用であるかどうかを実現性および信頼性の側面から実証分析し、結果としてEVが財務会計上の開示情報に対して、有用であることを発見した。

2.2.4. EV開示企業の特徴

「EV開示企業の特徴」に関心に向けた先行研究は、価値関連性研究と比べるとそれほど数が多いわけではない。中村・西山(2014)では、企業規模の大きな生命保険会社の方がEVを開示する傾向にあることを確認している。また、Tsukahara et al. (2019)では、相互会社においてもEV開示の実態が見られることから、EV開示の価値関連性以外の目的を実証的に分析し、ソルベンシー・マージン比率が大きい企業、あるいは利益が小さい企業ほど、EVを開示している傾向にあることを発見している(詳細に関しては第3節で後述する)。

2.2.5. EV開示の問題

ここまでに見てきたように、開示が進むEVについては、その開示効果について主に検討がなされてきた。主な情報利用者としては、アナリストのような洗練された投資家が想定されていることが窺える。たとえば、世界的なアクチュアリーファームであるMilliman(2016)は每期EVに関する情報を開示しているほか、CFO Forumは、EEV原則およびMCEV原則の前文において、アナリストはEVに注目していると述べている(CFO Forum,2016a,b)。また、IASBは、IFRS17号の討議資料においても、EVの情報が利用可能である一部の法域においては、会計基準による報告よりも、EV開示の方が価値関連性・信頼性が高いと述べているアナリストがいる、と述べている(IASB,2007)。

このようにEVに対する肯定的な意見が存在している一方で、次のような問題点も

指摘されている。第1に、実際の企業買収において EV と買収価格が乖離している点である。日本生命保険が 2015 年 12 月に行った三井生命保険(現・大樹生命)への株式公開買い付けにおいて、当時、被買収企業である三井生命保険が公表していた EV の金額が、実際に日本生命保険が行った買収価格と大きく乖離していた。それにもかかわらず、三井生命保険自身が EV を「企業価値を評価する有力な指標」として公表していたということから、EV が生命保険会社の企業価値評価の指標として機能していない可能性が指摘される(西山他, 2020, 第4節を参照)。

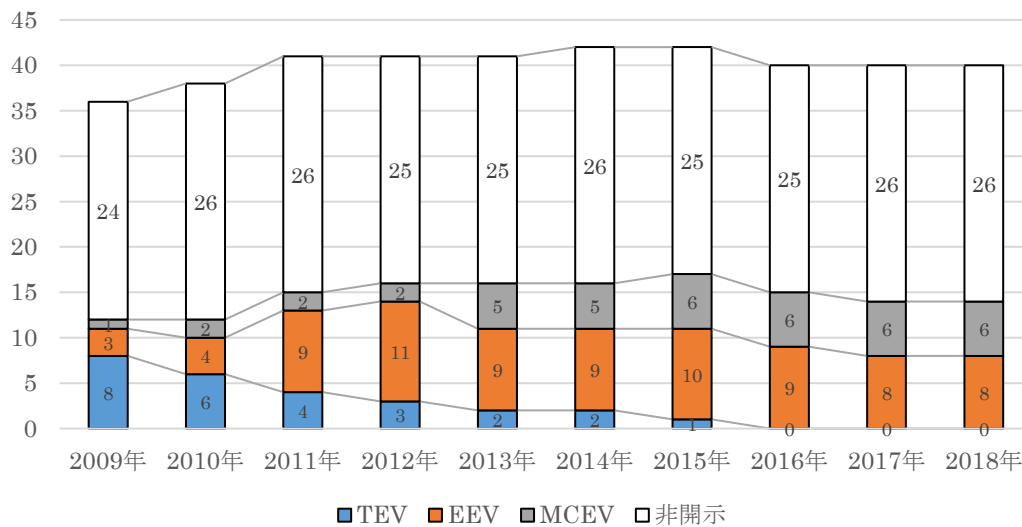
また、EV には株価との価値関連性があることが複数の先行研究によって示されていることは既に述べたが、Gerstner et al.(2015)では、情報の精度低下が指摘されている。具体的に当該研究では、2005 年から 2014 年におけるヨーロッパの生命保険会社を対象として、IFRS に基づく指標と EV の価値関連性を検証した結果、EV の増分情報内容が 2009 年以降に減少していることを報告している。

第2に、国内において、生命保険会社全体として EV 開示企業数が一定数よりも増加しない点、開示される種類が複数ある点が挙げられる。先に取り上げた Tsukahara et al.(2019)では、日本における 2018 年 7 月時点で生命保険協会に加盟している 41 社を対象に、ディスクロージャー誌で EV を開示しているか否か、開示しているのであればどの種類の EV を開示しているかについて実態調査を行っており、①開示企業数が 2015 年以降増加しておらず、②EV を開示している企業の割合は 30%から 40%で推移し、横ばいとなっており、増加していないことを指摘している。

また、計算方法が異なる複数種類の EV が存在していることは、企業間比較を困難にしていると考えられる。塚原他(2018)では、日本における開示される EV の種類の変遷について図 2 のように示している。従来は大きく分けて EV, EEV, MCEV の 3 種類が存在したが、2015 年度を最後に EV を開示する企業はなくなり、以後 EEV および MCEV の 2 種類となっている。ただし、それ以降、どちらかに統一されるような動きが存在しているわけではない。このことから、EV の情報価値についてクロスセクションによる比較・分析が困難となっていることが問題点として挙げられる⁵。

⁵ ただし、親子会社間で適用する EV の測定方法については、統一する動きがみられている(中村・西山, 2014)。

図 2 日本において開示される EV の変遷



(出所:塚原他, 2018, p.78)

2. 3. 小括:EV の情報内容に関する研究蓄積の必要性

EV を対象とした先行研究において、中心的な関心は価値関連性研究に向けられていた。そこでは、証券市場参加者の意思決定に影響を及ぼすか否かが検討されており、いくつかの問題点はあるものの、概ねその価値関連性が確認されていた。

しかし、EV の情報内容についての検討は、必ずしも十分に議論されているわけではない。そこで、本研究では、開示企業が EV に期待する情報内容について分析を行い(Tsukahara et al., 2019:本報告書第3節;西山他, 2020:本報告書第4節)、開示される EV の情報内容に関する簿記・会計的な検討を行なっている(本報告書第5節)。

3. EV 開示企業の経済的特徴 1:実証研究に基づいて⁶

3. 1. 背景と研究手法

EV は自発的開示情報であることから、これを開示する企業には何らかの経済的インセンティブが存在するはずである。そこで、本研究では、EV 開示企業に共通する基礎的諸条件(ファンダメンタルズ)の傾向を、アーカイバル・データを用いた実証研究の手法を用いて明らかにすることを試みた。これにより、開示企業が考える、EV 開示による情報効果を推定することを狙いとした。

具体的に、企業は①潜在的な収益力を顕示するため、②法定会計を前提とした企

⁶ 本研究は、Tsukahara et al.(2019)を基礎とした上で、検証データの拡張と検証方法の改善を行いつつ、第 78 回日本会計学会全国大会(2019 年 9 月、神戸)、および 31st Asian Pacific Conference on International Accounting Issue(2019 年 10 月、ポーランド)において学会報告を行ったものである。

業のファンダメンタルズに関する過小評価を是正するため、という 2 つの目的をもって EV を開示するという仮説を設定した。仮説を検証するために用いた検証モデルは次のとおりである。変数の定義は表 3 に示している。

$$Prob(DiscD_{i,t} = 1) = \alpha + \beta_1 Solvency_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 Equity_{i,t} + \beta_4 LnAsset_{i,t} + \beta_5 Market_{i,t} + \Sigma Year + \epsilon_{i,t}$$

表 3 変数の定義

変数名	定義
$DiscD_{i,t} = 1$	i 企業が t 期末において EV 指標を開示していれば 1, そうでなければ 0 を示すダミー変数.
$Solvency_{i,t}$	i 企業が t 期末において公表するソルベンシー・マージン比率.
$ROA_{i,t}$	i 企業の t 期末における当期純利益/前期末総資産.
$Equity_{i,t}$	i 企業の t 期末における実質純資産/総資産.
$LnAsset_{i,t}$	i 企業の t 期末における総資産の自然対数値.
$Market_{i,t}$	i 企業が t 期末において日本の株式市場に上場している, もしくは上場保険会社の子会社であれば 1, そうでなければ 0 を示すダミー変数.
$Year$	年度ダミー.

被説明変数 ($DiscD_{i,t}$) は EV 開示の有無を示すダミー変数であり, ①の代理変数としてソルベンシー・マージン総額 ($Solvency_{i,t}$), ②の代理変数として会計利益 ($ROA_{i,t}$) と実質純資産比率 ($Equity_{i,t}$) を用いた。

①のソルベンシー・マージン総額は, 「ソルベンシー・マージン比率」を計算するための基礎であり, 本来的には「通常の予測を超えた支払事象に対する備え」を意味している。ただし, これは通常の予測を超えた支払事象が生じなかった場合には収益に転化されるものであることから, 潜在的な収益性を代理するものと本研究では位置付けた。ソルベンシー・マージン比率の計算根拠の信頼性については過去に疑義が生じたことがあることから, これを補強する基礎を提供するために EV を開示するという仮説を設定している。検証にあたっては, これに企業規模, 上場の有無, 年度等をコントロールした上で, プロビット回帰分析を行った。

3. 2. 検証結果と示唆

分析の結果, ソルベンシー・マージン総額が大きい企業であるほど, 会計上の報告利益が小さい企業であるほど, EV を開示している傾向にあることが示され, 設定した仮説が支持される結果が得られた。このことから, 「法定会計で求められる開示情報のみに基づいた場合, 適切に業績および財政状態が示されておらず, 過小評価されていると考える企業」が EV を自発的に公表し, 利害関係者との間に存在する情報の非対称性を緩和・解消させようとしていることが考察された。

また, 日本においては, 株式会社ではなく相互会社の形式をとる生命保険会社が一定数存在しており, これら企業の中にも EV を開示する企業が存在していることが明らかとなっている。EV は当初, ヨーロッパにおいて株主に対する情報提供を拡充させるものとして発達してきた経緯もあり, 先行研究では主に証券市場に対する情報提供

機能にフォーカスされてきた。そのような中、本研究の結果は、株主以外のステークホルダーに対しても情報開示を行おうとしているという日本特有の状況が存在することを示唆するものであり、これまで価値関連性研究を中心になされてきた「EV の株主に対する情報提供機能」とは異なる EV の役割を発見したこととなると考えられる。

本研究から、EV には、潜在的収益性、すなわち、将来収益力を補強し、強調するという効果が開示企業から期待されていることがわかる。その意味で、既存の契約から得られる将来利益の予測能力を有するものという位置づけにあるといえる。

4. EV 開示企業の経済的特徴 2: アンケート調査に基づいて⁷

4.1. 背景と研究手法

EV は、生命保険会社における企業価値の一部と理解されている。というのも EV は、修正純資産に保有契約価値(保有契約が将来生み出す収益の現在価値)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るためである。このように考えると、EV を株式時価総額と比較する「株価 EV 倍率」(株式時価総額/EV)は 1 倍に近似した水準になることが期待される(藤木・嶋田, 2011)。

この株価 EV 倍率は、ヨーロッパに本社を置く生命保険会社では平均して 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 倍を大きく下回っており、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 3)。

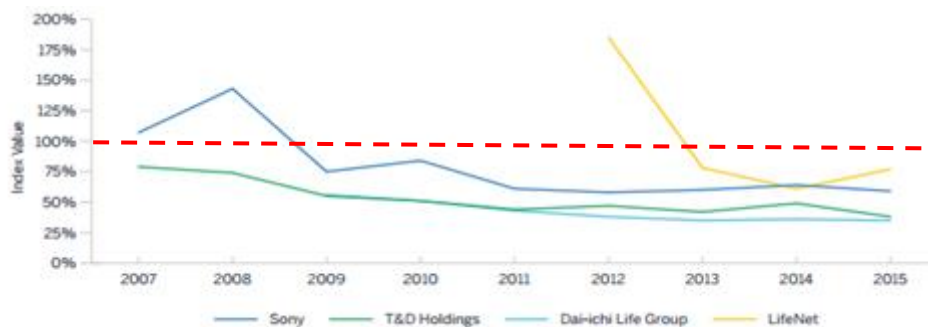
図 3 各企業の株価 EV 倍率(%表示)

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



⁷ 本節での検討内容は、西山他(2020)として論文化し、公表している。

パネル B: 日本の上場生命保険会社各社の株価 EV 倍率



出典: Milliman (2016, pp.10-14) を一部修正。

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、三井生命保険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。理由は、買収先企業である三井生命保険自身が 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 3,345 億円を前提に取得価格を算出し、日本生命保険が株式を強制取得しようとしたためである。

この件で、仮に日本生命保険が 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。すなわち、EV が企業価値を十分に反映させたものではないという疑念から、「企業価値を評価する有力な指標」としてこれをそのまま用いることはせず、ディスカウントしてとらえたと考えられる。そうであれば、この案件の争点としては、日本企業の株式時価総額と EV はなぜ乖離しているのか、ということになる。

この理由に関して Milliman (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。そこで本研究では、日本の株式市場に上場している生命保険会社へのアンケート調査からこの問題にアプローチし、日本企業における EV の位置づけを確認する。これによって、将来利益情報である EV にはどのような役立ちが期待されているのかを考察し、株式時価総額と EV はなぜ乖離しているのかを検討した。具体的には、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、EV に関するアンケート調査を行った。そのうち、4 社 (80%) から回答を得た。

4. 2. 調査結果と示唆

調査の結果、株価 EV 倍率が低いことを問題視し、それに対する手当を行っている会社が 4 社のうち 3 社であった。ここから、上場している日本の生命保険会社は、将来

利益情報である EV を株式時価総額と近似した値として重要視していることがわかった。

また、株式時価総額と EV が乖離している理由は、日本の経済環境や、日本企業が扱っている保険商品の性質など、短期的にはコントロール不能の部分と、市場による EV への理解不足や保険会社の姿勢といった、ある程度コントロール可能な部分に分けられた。そして、コントロール可能な部分については、株価を上昇させるという施策と、EV の信頼性を確保するという施策に分類できた。前者に関しては本研究で取り上げている問題にかかわらず、企業として努力するべきことであるので、ここでは後者について考察した。

EV という指標自体が、欧州で開発されたものであるため、その考え方が日本では必ずしも浸透していないという意見は、傾聴に値する。日本においては EV がメジャーな指標ではないことで、株価との乖離が生じているという考え方である。これに関して、ディスクロージャーにおいて EV 自体の説明にとどまらず、EV を用いた指標（たとえば EV の増加額を生命保険業界の特殊性を考慮した利益とみなし、企業価値の成長性を測定する指標である ROEV）を重要指標と位置づけ、数値目標を掲げることによってステークホルダーにその存在意義をアピールしている企業もある。このように、EV をただ開示するだけでなく、EV を活用して企業経営に役立てる（ことを明示する）ことによって、市場からの注目を集めることが、日本企業の株価 EV 倍率を 1 倍に近づける施策の 1 つと言えるであろう。

一方で、株式市場がどの程度 EV を考慮して意思決定を行っているかについて、EV の株式価値関連性というテーマとして研究が進捗しており（第2節を参照）、これらの結果から投資家は一定程度、EV を投資判断に利用していることが示唆されるが、それでも株価 EV 倍率が 1 を大きく下回り EV と株式時価総額とが乖離しているという現状に鑑みると、日本の生命保険会社は IR 活動を、より積極的に展開する必要があると言えよう。

なお、日本において生命保険会社の株式時価総額が EV に比べて低い値となる理由としては、日本経済における生命保険の環境が影響しているとも考えられる。例えば「経済価値ベースの数値（EV:引用者）は、極端な金融政策（マイナス金利:引用者）によって一時的に歪められており、超長期の事業を行う生保を見る上では、むしろ役に立たないし、無視してもよいのではないかという投資家も存在（日本アクチュアリー会、2016、18-10）」することが報告されている。

この点について、ヨーロッパではソルベンシー II の導入により、保険期間が短縮される傾向があるとされている。というのも、生命保険のように比較的、保険負債が長期間の場合、たとえば、金利の低下に伴って、経済価値ベースでの資産の増加額よりも負債の増加額の方が大きくなり、ソルベンシー・マージンが減少する一方で、リスク量は金利の低下に伴って増加することとなるからである（金融庁、2019）。

日本でも同様の経済価値によるソルベンシー規制の導入が予定されており（金融庁、

2019), 各社が提供する商品の保険期間を短くする可能性がある。これによって, 投資家の投資スコープと保険期間とのギャップが小さくなるため, 株式時価総額と EV との乖離の縮小が予想される。したがって, 今後の日本における経済価値ベースのソルベンシー規制の導入に注目する必要がある。

5. EV の将来利益予測能力に関する一考察

5.1. 背景

第2節でみたように, EV が法定会計の下では示されない何らかの情報を提供している(これに株主が反応している)という経験的証拠が, 国内外において一定程度存在している。第3節, 第4節の検証結果から, 企業側は, EV の開示により「将来利益情報」を補足的に示すことができると考えていることが示唆される。

ただし, 財務諸表利用者の観点に立つと, 先述の Gerstner et al.(2015)の指摘にもあるように EV には測定精度の信頼性に関する疑義が存在していることや, 開示される EV の計算基礎が必ずしも統一化されているわけではないということから, 当該指標を用いて, 将来利益の予測が実際に可能になるかどうかについては必ずしも明らかではない。

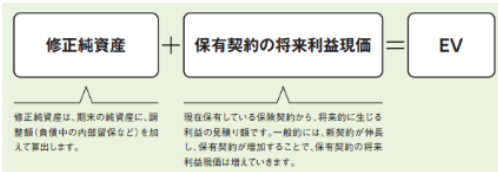
さらに, 保険業法の定めの下で作成が求められる生命保険会社が公表する財務会計情報に目を向けると, その他の一般事業会社の財務諸表にはみられない項目がいくつか存在している。なかでも, 「保険負債」は, 第1節の表1で示したように, 財務諸表における金額的重要性が非常に大きいものとなっている一方, その取り扱いについては, 生命保険業のビジネスモデルの特殊性(後述)から, 一般事業会社における「負債」項目とは必ずしも同様の性質を有するとはいえないものであるとされる。ここから, EV によって示される「将来予測情報」がどのような性質のものであり, これが既存の財務会計情報をどのように補足しうるのかについて明らかにするために, EV と, 法定会計の下での負債情報の異同を整理する必要がある。

財務諸表において多額に負債計上される保険負債の一部は, 「資本性が高い項目」であるとして, 法定会計の枠組みの外において純資産と同一視して再計算されている。具体的に, 保険会社が保険業法の定めに基づき每期公表する「ディスクロージャー誌」において開示を行う「ソルベンシー・マージン比率(ソルベンシー・マージン額)」や「実質資産負債差額」の計算過程では, 一部の負債項目を純資産と同一視して再計算が行われている。さらに, 本研究で関心を向けている生命保険会社における自発的開示情報である EV の計算要素としても, 同様に「資本性の高い負債」は, 純資産(修正純資産)として再計算されている。これらの開示例は図4に示される。

図 4:一部の保険負債を純資産として再計算した指標の例

8. 保険金等の支払能力の充実の状況 (ソルベンシー・マージン比率) (単位: 百万円)			
項目		2017年度末	2018年度末
ソルベンシー・マージン総額 (A)		203,142	224,414
資本金等		76,296	84,473
留付変動準備金		3,181	3,822
危険準備金		18,628	19,521
一般貸引当金		10	18
(その他の有価証券評価差額金(仮当戻差額)-繰上ヘッジ損益(仮当戻差額)) ×90%(マイナスの場合100%)		15,535	25,391
土地のきみ損益×85%(マイナスの場合100%)		-217	1,419
全額アルメラル責任準備金相対超過額		81,970	83,849
負債性資本調達手段等		-	-
全額アルメラル責任準備金相対超過額及び負債性資本調達手段等のうち、 マージンに算入されない額		-	-
控除項目		-	-
その他		7,738	10,918
リスクの合計額		48,252	54,393
$\sqrt{(R_1+R_2)^2+(R_3+R_4+R_5)^2}+R_6$ (B)			
報酬リスク相当額	R ₁	1,689	1,722
第三分野保険の保険リスク相当額	R ₂	756	782
予定利益リスク相当額	R ₃	3,451	4,282
顧客保証リスク相当額	R ₄	478	365
顧客運用リスク相当額	R ₅	43,267	46,571
経営管理リスク相当額	R ₆	992	1,114
ソルベンシー・マージン比率 (A) (1/2)×(B)		841.9%	843.5%

実質資産負債差額
有価証券や有形固定資産の含み損益などを反映した、いわば時価ベースの資産の合計から、価格変動準備金や危険準備金等の資本性の高い負債を除いた負債の合計を差し引いて算出するもので、行政監督上の指標の一つです。



出所: マニユライフ生命(2019, p.11, p.70); ライフネット生命(2019, p.7)

そこで、生命保険会社が計上する保険負債、なかでも金額的な重要性が極めて大きい責任準備金に着目し、日本における現行の会計処理の背後にある考え方を明らかにし、その情報内容について考察した⁸。続いて、これと、EV の構成要素を対比することで、EV によって「独自に」提供される情報内容について考察した。また、実際の将来利益予測能力について、将来利益を被説明変数、EV を説明変数とした重回帰分析も実施し、その将来利益予測能力についても確認した。

5. 2. 責任準備金の構成要素と会計上の取り扱いに関する検討

分析にあたっては、まずは生命保険業のビジネスモデルの特徴について概観し、新日本有限責任監査法人編(2010)およびあずさ監査法人編(2019)で提示されている具体的な会計処理について検討を行った。本報告書においては、これら保険負債の会計上の性質について検討した概要を示したのち、EV によって提供される情報内容との異同を議論することとする。

保険業法によれば、保険業とは、「人の死亡・疾病・傷害に関して一定の保険金を支払うことを約束し、保険料を収受すること」と定義される(保険業法第 3 条第 4 項参照)。その業務は、①保険料の設計、②営業・販売・保険料の収受、③資金の運用、④準備金の繰り入れ、⑤保険金の支払い、から構成される。一連の会計処理例は表 4 に示したとおりである。

⁸ 本検討内容は、第 35 回簿記学会全国大会における自由論題報告「保険負債の簿記処理・会計上の表示に関する一考察」(2019 年 8 月, 中央大学, 塚原慎)に基づくものである。

表 4 生命保険業における典型的な会計処理例

例① 初回保険料 100,000 円の入金を受けた。			
(借)現金預金	100,000	(貸)仮受金	100,000
例② 保険契約の引き受けが決定した。			
(借)仮受金	100,000	(貸)受取保険料	100,000
例③ 期中に保険料を 50,000 円受け取った。			
(借)現金預金	50,000	(貸)受取保険料	50,000
例④ 期中に保険金を 100,000 円支払った。			
(借)支払保険金等	100,000	(貸)現金預金	100,000
例⑤ 期末において 10,000 円の支払備金を設定した。			
(借)支払備金繰入	10,000	(貸)支払備金	10,000
例⑥ 前期末に支払備金として設定した金額に対し、その支払いが翌期中に完了している場合。			
(借)支払備金	10,000	(貸)支払備金戻入	10,000
例⑦ 期末において設定すべき責任準備金が 10,000 円であった。			
(借)責任準備金繰入額	10,000	(貸)責任準備金	10,000
例⑧ ⑦の翌期末において設定すべき責任準備金が 9,000 円であった(責任準備金繰入額 9,000 は、責任準備金戻入額 10,000 と相殺される)。			
(借)責任準備金	1,000	(貸)責任準備金戻入額	1,000

出所:新日本有限責任監査法人編(2010)およびあずさ監査法人編(2019)を参考に筆者作成。

会計処理をみると、保険料の受け取りおよび支払いについては、期中において現金主義によって収益・費用が計上され、支払いが確定したものの期末時点で未払いである保険金等について支払備金として処理される。これは一般事業会社でいう未払金の性格そのものであり、保険会計特有の性質を有するわけではないと考えられる。

一方、保険契約の多くは複数年度をまたぐ「超長期」の契約であることから、収益と費用の計上タイミングには期間的に大きなズレが生じる。具体的に示すと、1 契約単位でみたとき、(保険料収入に対応する原価となる)保険金等の支払いは契約期間の終盤に集中的に発生するとともに、総額は契約終了まで明らかとならない。これを「原価確定の後発性」という(小川, 2008, p.71)。また、保険料収入は予定死亡率・予定利率・予定事業費率という 3 つの予定率に基づいて計算されており、契約期間を通じた収入総額は契約の引受段階において確定しているが、保険契約期間において各期に収受する保険料の平準化(平準化保険料)が図られている(生命保険協会 2016, p.5)⁹。

このような構造の下で、生命保険会社が契約の序盤において受け取る平準化保険料には、本来であれば将来に受け取る予定であった保険料が混入することとなっている。そこで、収入保険料の一部を責任準備金として積み立てておき、保険金を安定し

⁹ 上記は売上総利益を計算するレベルでの議論であるが、さらに、これを営業損益計算に拡張して考えた場合、契約段階(費用が多額に発生)と収益の発生段階(契約期間において徐々に認識)との間にズレが生じ、契約初期段階において損失が計上されやすいものとなる(石坂 2009, p.80)。

て支払えるよう備えている。新日本監査法人編(2019, p.53)によれば、責任準備金を計上することにより、現金主義で期中に認識されていた収益額が「発生主義に修正」され、「引き受けた保険リスクの解放に応じて損益を認識」されるようになる」と説明されている。設定された責任準備金は支払備金と同様に、翌期末日に振戻処理され、翌期の繰入額と相殺処理されることとなり、これによって期間損益の調整が図られることとなる。

しかしながら、検討の結果、責任準備金には、会計上の収益とは独立に決定される将来義務の現在価値と、通常の場合には生じない支払いへの備えが含まれており、繰延収益としての性質と完全には適合するものではないことが示された。すなわち、当該項目には、必ずしも「既に受け取った保険料を繰延べている」という性質のものに限定されておらず、構成要素や保険契約の種類により支払蓋然性の異なる要素を複合的に1つとして捉えていることが明らかとなった(表5)。

表5 責任準備金の構成要素

1. 保険料積立金	保険契約に基づく将来の債務の履行に備えるため、保険数理に基づき計算した金額(下記3.の払戻積立金を除いたもの)。
2. 未経過保険料	未経過期間に対応する責任に相当する額として計算した金額。
3. 払戻積立金	保険料または保険料として収受する金銭を運用することによって得られる収益または一部の金額の払い戻しを約した保険契約における当該払い戻しに充てる金額。
4. 危険準備金	保険契約に基づく将来の債務の履行を確実にするため、将来発生が見込まれる危険に備えて計算した金額。

出所:保険業法第69条

続いて、責任準備金をその他の一般事業会計で要求される概念フレームワーク(企業会計基準委員会, 2006)の枠組みで捉え直し、概念フレームワークにおける負債の定義である、「経済的資源の引渡し義務」を満たすか否かを検討した。

その結果、責任準備金には、支払義務の蓋然性が著しく異なる要素が責任準備金の構成要素を成していること、および、保険契約によっては将来の支払いを現実に伴うか否かについて異なる場合があることが示された。ここから、本研究では、概念フレームワークが示す負債の定義を所与としたときには、表6で示されるように、支払義務の蓋然性により区別した勘定科目を用い、これを財務諸表に反映すべきであることが、経済的実態の表現として適切であると考察された。

表 6 仕訳例と開示例：責任準備金の細分表示

(借)	保険料積立金繰入	XXX	(貸)	保険料積立金	XXX
	未経過保険料繰入	XXX		未経過保険料	XXX
	払戻積立金繰入	XXX		払戻積立金	XXX
	危険準備金繰入	XXX		危険準備金	XXX

負債及び純資産の部

保険契約準備金	XXX
支払備金	XXX
責任準備金	XXX
保険料積立金	XXX
未経過保険料	XXX
払戻積立金	XXX
危険準備金	XXX

...

出所：筆者作成。

5.3. EV の将来利益予測能力に関する検討

本報告書においてはさらに、ここまで行ってきた保険負債の性質に関する議論を踏まえた上で、EV によって独自に提供される情報の内容について考察する。

既述のように、EV は、「修正純資産」と「保有契約価値」を合計した額として計上されるものである(生命保険協会 2016, p.26)。ここで、前者の「修正純資産」は、法定会計における負債項目を組み替えることを通じて、内部留保等を純資産に加えることによって計算されるものであり、法定会計とその情報内容を共有しているとも考えられる。ここから、EV が有する「将来利益予測能力」としての独自性は、保有契約の将来利益現価に見出されるであろう。ただし、EV は既存の契約から得られる利益の現在価値を示している一方で、将来に新規に獲得する利益情報を反映しているわけではない。

本研究においては追加的に、Li(2010)で示された将来利益予測に関する分析モデルを参考に、ある時点において企業が公表した EV の値を説明変数とし、EV 公表の一定期間経過後に報告された利益情報を被説明変数とした回帰分析を実施したものの、一貫した形で、統計的に有意な関係性(予想は正の関係性)を見出すことができなかった。EV が直接的に将来利益にたいする説明力を有するとする証拠が得られなかった理由は、上記の「将来獲得する契約が得られていない」という点に加え、EV が実際の利益として会計上の利益に反映されるまでの期間が「超長期」にわたることから、分析期間において(時間価値を考慮しつつ)平準化されているということが考察される。

すなわち、EV には、「既存の契約を前提とした」将来利益の予測にとって有用な情報を提供することが期待されるものの、当該情報は将来の実現利益そのものを(少なくとも短期間において)予測するものではないと考えられる。

6. 研究の総括

6.1. 研究成果のまとめ

本研究では、EV の将来利益予測能力に着目し、その機能と役割について多面的な検討を行なった。具体的には、アーカイバル・データを用いた実証研究とアンケート調査の手法を用い、EV を開示する企業の経済的なねらいを明らかにするとともに、EV によって新たに提供される情報内容が何であるのかについて、法定会計の下で開示が求められている保険負債の性質と対比的に論じることによって明らかにすることを試みた。

本節では、一連の研究で得られた成果をもとに、企業側が EV に期待する情報内容と、EV 開示によって「補足」される独自の情報内容を整理し、これらを踏まえた上で、EV 活用の今後のあり方について、結論を述べる。

6.2. 結論 1: 企業側の EV に対する認識について

第3節で示した実証分析の結果から、「法定会計で求められる開示情報のみに基づいた場合、適切に業績および財政状態が示されておらず、過小評価されていると考える企業」が EV を自発的に公表し、利害関係者との間に存在する情報の非対称性を緩和・解消させようとしていることが考察された。

また、第4節で示したアンケート調査から、EV が株式時価総額と近似すべき値であるとして重要視されている(ゆえに株価 EV 倍率が1を下回ることについて、企業側が問題視している)ことによっても、当該指標が将来利益を示すものであるとしてある程度信頼性の高いものと日本の上場生命保険会社が考えていることを、窺い知ることができた。

これらの発見事項から、企業側は、将来利益情報を顕示するものであると認識した上で、これを顕示する目的をもって EV の開示を行っているとは本報告書では結論づける。

6.3. 結論 2: EV が有する独自の情報内容について

EV は、修正純資産と保有契約価値から構成される。このうち、修正純資産は、保険会社の資産および負債を時価評価して求めた純資産の額に、留保利益の性質を有する負債項目(「資本性の高い負債」)を加算することで求められる。これは、保険業法の下で求められる会計情報の範疇でその大部分について計算することが可能であり、法定会計とその情報内容を共有していると考えられる。

一方、保有契約価値は、生命保険会社が現在保有している保険契約から将来生じる利益を現在価値に割引くことで求められる。これは、法定会計の下にある情報の組み替えによって計算することができないものである。ここから、EV によって示される、法定会計に対する増分情報は、保有契約価値から得られる情報ということになる。

ただし、この EV が、実際に生命保険会社の将来利益に対する説明力を必ずしも有

するわけではないということが考察された。その理由として、第1に、EV が将来に獲得する契約を反映していないということ、第2に、「将来利益」は極めて長期間にわたり平準化されているということ、が考えられた。筆者らが行なった調査によれば、検証期間において、EV と将来利益との間に統計的に有意な(正の)関係性を見出すことはできなかったが、その原因は上記の理由に求めることができるであろう。

6.4. 結論3: EV の将来利益予測能力とその活用方法

EV は、「現在の保有契約」を前提とした場合の、将来利益の現在価値を含むものである。しかしながら、将来に獲得する契約を踏まえていないということから、実際の利益を予測する上で計算情報として十分に網羅的ではない。将来の契約獲得のためにかかる費用と、将来契約から得られる収益が反映されていない以上、将来の利益を直接的に説明するものとはなり得ないと考えられる。

ただし、「既存契約から得られる将来利益」を示すということにより、少なくとも EV 計算時点までの事業活動から得られる成果を表示することには成功していると考えられる。すなわち、EV は将来獲得する利益情報のすべてを先に示す性質のものではなく、「現在までに得られた契約から得られる契約期間全体の利益」を知るための手がかりを得られるものと整理される。

そうであるならば、当該情報は、企業の将来の業績を直接的に判断するための情報(将来志向の情報)というよりは、「法定会計では反映されていない、報告時点までに結んだ契約から得られるトータルの利益(の現価)を示す」といった性質において、過去志向的な情報であるにとらえることができるのではないか。EV をこのようなものと理解するならば、当該情報は経営者の業績を判断するような内部管理情報としての役立ちが期待されることになるであろう。実際に近年、EV をベースとした収益性指標(ROEV など)を経営目標に掲げる生命保険会社がいくつか存在しており¹⁰、これらが取締役等の業績報酬の決定要因の一つとなる事例も存在する¹¹。

以上から、EV の「将来利益予測能力」は必ずしも包括的に生命保険会社の将来利益情報を示すものではないものの、開示企業が EV の報告時点までに保有する契約から得られる将来価値を補完するという意味で、「既存契約のみを前提とした場合に報告企業が将来トータルに得られる利益」を示すものと考えられ、将来利益予測能力を部分的に有する。したがって、当該情報は、将来獲得契約を踏まえていないことから、

¹⁰ たとえば、住友生命は、中期経営計画において計数目標の一つとして EV と ROEV の目標数値を明示している。ソニー生命は、生命保険事業の成長実態により近い、経済価値ベースの中期的な利益成長を経営指標の一つとして EV を重視しており、保険の引受によって得られる企業価値の成長のベースとして保有契約価値および新契約価値をとらえ MCEV に対するそれらの合計額の比率を、資本効率(収益性)を測る指標(コア ROEV: Return on Embedded Value)として定義して数値目標として開示している。その他、中期経営計画等の目標値として EV の数値(増加額)を明示している企業が多数存在する。

¹¹ 下記の第一生命保険ホームページ「コーポレート・ガバナンス体制」を参照。

(<https://www.dai-ichi-life-hd.com/about/control/governance/structure.html>)

(新規契約の正味現在価値が正としたときに今後得られる)利益の下限(の現在価値)を示すと考えられよう。また, EV は将来獲得する契約を踏まえていないことにより, 報告時点までの経営活動の成否を測る上での有用性を獲得している。したがって EV は, 外部報告目的・内部管理目的の両者に資する情報内容を有するものであると結論づけた。

参考文献

- あずさ監査法人編(2019)『保険業の会計実務第2版』中央経済社。
- 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』166, 77-98.
- 小川淳平(2008)「保険契約に関する会計上の測定--保険契約・収益認識の改訂プロジェクトにおける測定属性の整合性」『生命保険論集』164, 67-100.
- 企業会計基準委員会(2006)「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」
- 金融庁(2019)「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議(第5回)議事要旨及び資料」
<https://www.fsa.go.jp/singi/keizaikachi/siryou/20191219.html>.
- 新日本有限責任監査法人編(2010)『業種別会計シリーズ 保険業』第一法規。
- 生命保険協会(2016)『生命保険会社のディスクロージャー～虎の巻』
https://www.seiho.or.jp/data/publication/tora/pdf/tora_all.pdf.
- 生命保険協会(2019)『2019年版生命保険の動向』
https://www.seiho.or.jp/data/statistics/trend/pdf/all_2019.pdf.
- ソニー生命保険(2019)『ディスクロージャー資料 2019』
<https://www.sonymlife.co.jp/company/corporate/results/disclosure/pdf/disclosure2019.pdf>
- 塚原慎・中村亮介・西山一弘(2018)「Embedded Value が株価形成に及ぼす影響」,『会計』, 194(5), 515-529.
- 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』, 46, 95-112.
- 西山一弘・塚原慎・中村亮介(2020)「日本の保険会社における Embedded Value と株価の関係」『帝京経済学研究』, 53(2), 47-54.
- 日本アクチュアリー会(2016)「年次大会報告書集 2016 年度『マイナス金利と保険会社経営』」.
- 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』79(2), 54-71.
- 星野孝典(2018)「IFRS 第17号はEV開示を代替するか?」『Milliman White Paper』,
<http://jp.milliman.com/uploadedFiles/insight/2018/Will-IFRS17-replace-EV-jp.pdf>.
- マニユライフ生命保険(2019)「マニユライフ生命の現状 2019 Annual Report」
<https://www.seiho.or.jp/member/disclosure/pdf/h30/manulife.pdf>.
- 三井住友海上あいおい生命保険(2017)「三井住友海上あいおい生命の現状 2017」,
https://www.msa-life.co.jp/result/pdf/disclosure/2017disc_all.pdf.
- ライフネット生命保険(2019)「2019 ライフネット生命の現状」,
<https://www.seiho.or.jp/member/disclosure/pdf/h30/lifenet.pdf>.

- Almezweq, M. and Liu, G (2012), “The value relevance of voluntary European embedded value disclosures: evidence from UK life insurance companies”, *International Journal of Accounting and Finance*, 3(4), 343 - 366
- Almezweq, M. and Liu, G (2013) “Investigating the voluntary European embedded value (EEV) disclosure practices in the European life insurance industry,” *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 9(2), 101-125.
- CFO Forum (2016a), “Market Consistent Embedded Value Principles.”
- CFO Forum (2016b), “Market Consistent Embedded Value Basis for Conclusions.”
- El-Gazzar, S. M., R. A. Jacob, and S. P. 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(2), 327–339.
- Gerstner, T., D. Lohmaier, and A. Richter (2015) “Value Relevance of Life Insurers’ Embedded Value Disclosure and Implications for IFRS 4 Phase II Munich Risk and Insurance Center,” *MRIC Working Paper*, Vol. 27.
- Hail, L., (2011) “Discussion of Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Financial Statements: Evidence from Embedded Value Reporting”, *Journal of Accounting Research*, 49(2), 573-594.
- Horton, J (2007), “The Value Relevance of ‘Realistic Reporting’: Evidence from UK Life Insurers”, *Accounting and Business Research*, 37(3), 175–197.
- IASB (2007), Preliminary Views on Insurance Contracts, Discussion Paper.
- Jacob, R., S. El-Gazzar, and S. McGregor (2017), “Evolution of Financial Reporting of Life Insurers: The Predominance of Unregulated Embedded Value Disclosure,” *Journal of Financial Regulation and Compliance* 25, pp.56-72.
- Li, Feng (2010) “The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach.” *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049-1102.
- Milliman (2016), “Mid-Year Embedded Value Results – Europe and Japan” <http://www.milliman.com/uploadedFiles/insight/2016/2016-mid-year-EV-EU.pdf>.
- Préfontaine, J., J. Desrochers, and L. Godbout (2009) “The Informational Content of Voluntary Embedded Value (EV) Financial Disclosures By Canadian Life Insurance Companies,” *The International Business & Economics Research Journal*, 8(12), 1–13.
- Préfontaine, J., Desrochers, J., & Godbout, L. (2011). “The Informational Content Of Voluntary Embedded Value (EV) Financial Disclosures By

- Canadian Life Insurance Companies During The Recent Period Of Market Turmoil”, *International Business & Economics Research Journal (IBER)*, 10(4), 1-16.
- Serafeim, G., (2011), “Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Financial Statements: Evidence from Embedded Value Reporting”, *Journal of Accounting Research* ,49(2),529-571.
- Tsukahara, M., Nishiyama, K., & Nakamura, R. (2019). “Characteristics of Japanese Life Insurance Companies Disclosing Embedded Value.” *Working Paper Series, Management and Innovation Research Center Hitotsubashi* 229, 1 – 14.
- Forte, G., & Mattei, J., Tudini, E. (2011). The value relevance of Embedded value disclosures: Evidence from European life insurance companies. Working Paper, *Available at SSRN 1911372*, 1-11.
- Wu, R.,and Hsu, A.(2011), “Value Relevance of Embedded Value and IFRS 4 Insurance Contracts”. *Geneva Pap Risk Insurance Issues Practices*, 36, 283–303.
- Zimmermann, J., Veith, S. & Schymczyk, J. (2015) “Measuring Risk Premiums Using Financial Reports and Actuarial Disclosures”. *Geneva Pap Risk Insurance Issues and Practice* ,40, 209–231.