

生命保険会社における Embedded Value 開示の実態と役割

中 村 亮 介
西 山 一 弘

A Study on Embedded Value Disclosure in Japanese Life Insurance Companies

Ryosuke NAKAMURA

Kazuhiro NISHIYAMA

Abstract

In this paper, we explain the relationship between Embedded Value (EV), new indicators of the life insurance company, and accounting numbers. EV has been widely adopted by European life insurance companies for supplementary reporting. But EV has still not been accepted for inclusion in the main financial reporting by IASB or so. Furthermore, we analyzed the disclosure of Japanese life insurance companies. As a result, we argue that EV provides the information about the performance of the life insurance company that can't be reported in the practice, and it enhances the usefulness of financial reporting. In addition, we reveal that EV disclosure is one of the most effective information disclosure means for a particular company. But many Japanese companies don't disclose the EV, so there are many challenges to the disclosure of EV for financial reporting.

1. はじめに

わが国の企業会計基準によれば、生命保険会社の場合、契約販売時に初期費用を認識し、その後の契約期間を通じて徐々に収益を認識する。このような収益と費用の認識構造においては、生命保険商品の販売業績が良かった期に、その期間の利益数値が悪化するという事象が生じ、会計上の業績は生命保険会社の実態を表していないという批判がある(石坂, 2009)。

この批判に対して、種々の評価指標が任意開示されてきた。本稿が採り上げる
東海大学紀要政治経済学部 第46号 (2014)

Embedded Value (以下 EV) 指標は、過去の収益の実績に加え、保有契約が将来もたらす収益も加味した情報であり、従来の会計情報では表すことのできない生命保険会社の実態に関する情報を補うことができる1つの指標とされている(石坂, 2009; 羽根, 2012)。EV 指標を開示する生命保険会社は年々増加傾向にあり、現時点では財務諸表の参考情報として主に公表されているものの、一部の企業では貸借対照表上に EV 指標に係わる情報が報告されている(IFRS4, BC139参照)。

ただし、開発当初の EV (以下, Traditional EV: TEV) は、各生命保険会社の内部モデルによって計算され、使用する前提条件や計算方法によって結果が異なり、生命保険会社間の業績を比較する指標としては不十分であるとの指摘を受けている(羽根, 2012)。そこで、これをさらに発展させた EV 指標 (EEV, MCEV: 詳しくは後述する) が開発されたが、これらのうち、どの指標が、現在において比較可能性を持つ唯一の EV であるかとの判断に至っていない。その原因は、EV 指標の役割が未だに明らかになっていないことにあると考えられ、したがって EV 指標と会計数値との関係を整理し、EV 指標の意義・役割を検討する必要がある。

なお、EV 指標に関する研究として、たとえば Horton (2007) は、イギリスの保険会社が自発的に開示している EV 指標が、法令に従った報告数値よりも価値関連性を有していることを明らかにしている。また、Prefontaine et al. (2009) は、カナダの保険会社の4分の3が公表している EV 指標について、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。さらに、Almezweq et al. (2013) は、ヨーロッパの証券市場に上場している保険会社について、EEV 原則¹⁾を採用している会社が増加しているにもかかわらず、EV 指標の計算や開示方法の多様性が排除されていないこと、および EV 指標の一部に価値関連性があることを報告している²⁾。

一方で、わが国の金融審議会第二部会(1999)によると、諸外国では1990年代以降、相互会社の株式会社化が活発化しているのに対し、わが国では保険事業の担い手として相互会社が株式会社と並んで重要な地位を占めている。このような差異によってからか、わが国においては価値関連性分析を含んだ EV 指標の研究がほぼ行われていない。また、諸外国では EV 指標の価値関連性分析について研究が蓄積されてきているが、どのような企業がどのような理由で EV 指標を公表しているか、という開示分析の観点からの研究はあまり見られない。

そこで、本稿では以上の背景を踏まえて、まず、EV 指標の意義・役割を検討し、次に、日本の生命保険会社において、EV 指標を含めた任意開示情報の各指標がどの程度公表されているのかを調査する。この調査によって、生命保険会社自体がどの指標を信頼し公表しているのかを把握することができる。そして、EV 指標を開示している会社の属性

について多変量解析により明らかにする。最後に、以上の検証を踏まえて生命保険会社の財務報告について今後の見通しを考察する。

2. 保険会計の任意開示情報の意義

(1) これまでの保険会計と任意開示情報の問題点

財務諸表の欄外あるいは参考情報として、EV 指標を公表する企業は世界的に増加している。その理由は、保険契約における経営成績（収益と費用の発生形態）の特殊性にある。一部では、EV 指標は多くの国の会計処理よりも、かなり目的適合性および信頼性が高く、保険会社はその採用を認められるべき（IFRS4, BC140）との主張も見られるが、これに対して、EV 指標は現時点で比較可能性を有していないとの批判もある（IFRS4, BC141）。

生命保険会社では、従来から、一般事業会社が採用する企業会計基準等とは別に、任意開示情報として「基礎利益」が公表されている³⁾。この基礎利益は、2001年3月期決算から損益計算書には表示されないものの、損益計算書の参考情報として報告することを生命保険協会が提唱し実践している。

基礎利益とは、「保険料収入や保険金・事業費支払等の保険関係の収支と、利息及び配当金等収入を中心とした運用関係の収支からなる、生命保険会社の基礎的な期間損益の状況を表す指標で、経常利益から有価証券の売却損益などの『キャピタル損益』と『臨時損益』を控除して求めたもの」（生命保険協会、2011、8頁）である。したがって、銀行の「業務純益」に近い数値を計算しようとしている利益数値であり、一般事業会社の営業利益と性質的には同一の利益を計算しようとしているものである（図表1参照）。これは、従来から生命保険会社が、ディスクロージャーに積極的であることを示している証左となる⁴⁾。

しかし、この基礎利益によっても生命保険会社の業績を適切に報告できていない現状が認識されていた。すなわち、保険契約期間の長い商品を販売するため、一般事業会社の収益と費用の認識タイミングと生命保険会社の収益と費用の認識タイミングの異なる点は解決されていない（図表2参照）。

したがって、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指標の開示が行われることを推奨している⁵⁾。

図表1 基礎利益開示例

● 経常利益等の状況(基礎利益の状況) (単位:億円)

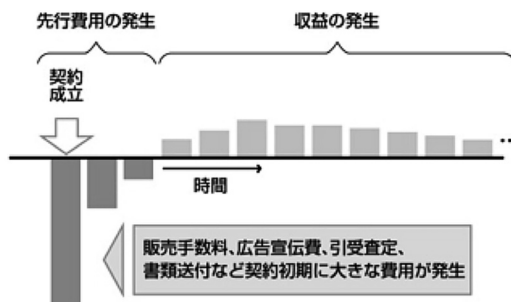
	平成23年度	平成24年度
基礎利益(A)	3,318	4,261
うち保険料等収入	25,943	31,447
利息及び配当金等収入	4,950	5,106
うち保険金等支払金	18,945	19,401
変額年金保険に係る標準責任準備金繰入(△は戻入)	△37	△872
事業費	3,513	3,624
キャピタル損益(B)	△1,215	△1,607
臨時損益(C)	△61	△371
経常利益(D=A+B+C)	2,040	2,283
特別利益(E)	47	131
特別損失	△138	△962
税引前当期純剰余	1,949	1,452
法人税及び住民税(F)	297	644
法人税等調整額	552	△324
当期純剰余(G=D+E-F)	1,099	1,132

(ご参考) 基礎利益の内訳(三利源) (単位:億円)

区分	平成23年度	平成24年度
基礎利益	3,318	4,261
保険関係差益	3,987	4,768
うち死差益	3,571	3,447
うち費差益	779	806
逆ざや額	△669	△507

(出典:住友生命保険 平成24年度決算ディスクロージャー資料 <http://www.sumitomolife.co.jp/common/pdf/about/company/ir/disclosure/H24/p011-012.pdf>)

図表2 生命保険会社の収支イメージ

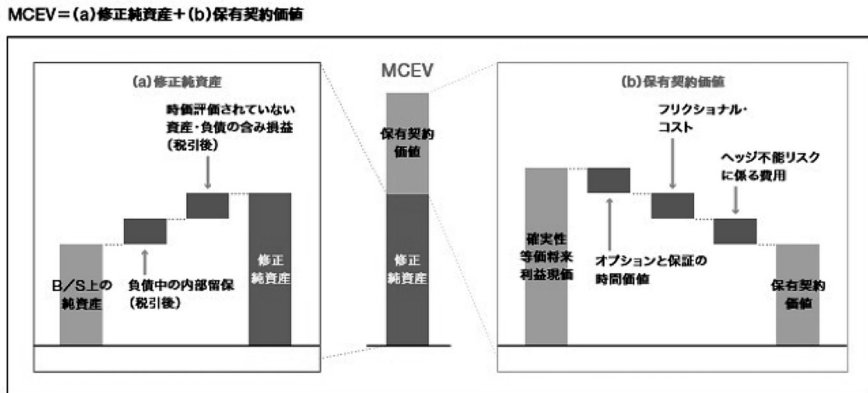


(出典:ライフネット生命保険 ホームページ <http://ir.lifenet-seimei.co.jp/glossary01.html>)

(2) EV 指標開示の変遷

EV 指標は、貸借対照表の純資産の金額に必要な修正を加えた「修正純資産」の金額と現時点の保有契約から生じる将来の利益の現在価値である「保有契約価値」を合計したものである(図表3参照)。「修正純資産」は、株主資本に実質的な資本として内部留保されている負債および有価証券の含み益などを加えて算定され、「保有契約価値」は、前提条件を定めた割引率・運用利回りなどを各種指標により、保有契約から将来見込まれる利益

図表3 EVの測定イメージ



(出典：T & Dホールディングスアニュアルレポート2013 http://www.td-holdings.co.jp/ir/library/annual/pdf/h_2013/ar2013j_eev.pdf)

の現在価値が計算される（あずさ監査法人，2012）。

EV指標は、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，財務諸表を補完する情報（生命保険会社特有の情報を提供する指標の1つ）として使用されるようになった。

TEVに限らず，EV指標の計算は現在価値算定のプロセスなどに多くの見積もりが含まれ，開発当初，各社でその算定方法にばらつきがあったことから，比較可能性に問題があるとの議論があった（CFO Forum, 2004）。この状況を踏まえ，2004年5月，EUにおける大手保険会社のCFOが集まるCFOフォーラムは，標準化を目的としたEEV（European EV）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ることで標準化を図った⁶⁾。しかし，これでもなお完全な算定方法の統一が図られたとは言えず，たとえば，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という問題点などが指摘されていた（CFO Forum, 2009）。

このような状況の下，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MCEV（Market Consistent EV）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点でEEVと大きく異なる。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）。

しかし，現在においても，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，一部企業のMCEVの変動が大きかったりしたためであると考えられている。このような影響もあり，2011年4月には，

CFO フォーラムは、MCEV を唯一の EV 指標とする考え方を取り下げるとともに、その後も MCEV は参考情報の一つとして公表を促すにとどめている⁷⁾。

図表 4 EV 開示例

- 2013年9月末EEVのポイント**
- 2013年9月末EEVは、前年度末比1,091百万円増加の19,837百万円
 - 修正純資産は、前年度末比546百万円の減少
 - 保有契約の将来利益現価は、保有契約の増加により、前年度末比1,637百万円の増加
 - 新契約価値は、新契約件数が前年同期より減少したものの、新契約獲得のための広告宣伝費が大幅に減少したことから、前年同期比95百万円の増加
 - 新契約価値(均衡事業費ベース)は、新契約件数が前年同期より減少したことに加えて、1件あたりの事業費の水準が変わったことにより、前年同期比66百万円の減少
 - 新契約1件当たり新契約価値(均衡事業費ベース)は、1.0万円(前年同期1.1万円)

2013年9月末のEEV

(単位:百万円)

	2013年3月末	2013年9月末	増減
EEV	18,746	19,837	1,091
修正純資産 ¹⁾	12,078	11,531	△546
保有契約の将来利益現価 ²⁾	6,668	8,306	1,637

(出典：ライフネット生命保険 エンベディッド・バリュー開示資料2013年9月末 <http://pdf.irpocket.com/C7157/GpH7/ZffA/UX0B.pdf>)

(3) 企業会計からみたEV指標の意義

周知の通り、現在の企業会計では一般に、わが国において「資産負債アプローチ」と呼ばれる会計思考が中心となっている。これは、FASB (1976) で「資産負債観 (Assets and Liabilities View)」と呼ばれた損益計算の見方を下敷きとした考え方であるが、このアプローチが念頭にしている貸借対照表は、資産を、企業に将来、正のキャッシュ・フローをもたらすものと定義し、その評価額は、企業に将来もたらされるキャッシュの割引現在価値によって計算することを志向している。逆に、負債は、企業に将来、負のキャッシュ・フローをもたらすものと定義され、その評価額も企業から将来、流出するキャッシュの割引現在価値によって計算されることになる。このような貸借対照表は、図示すると次のようになる。

図表 5 資産負債アプローチによる理想的貸借対照表

将来収入の現在価値 (資産)	将来支出の現在価値 (負債)
	企業価値 (純資産)

(佐々木, 2013参照)

上図のように示される貸借対照表では、資産側に、予想される将来キャッシュ・インフ

ロー（収入）の現在価値合計が示され、反対側には予想される将来キャッシュ・アウトフロー（支出）の現在価値合計が負債として、そして資産と負債の差額として純資産が表示されることになる。理想的には（全ての将来キャッシュ・フローが完全にその金額とタイミングを予想できたとするなら）、純資産の金額は企業価値あるいは株式の時価総額と同じものになるであろう。その意味で、資産負債アプローチは市場における企業価値の予測に役立つ情報を提供することを目的とするもの（佐々木，2013），ということが出来る。

現在の企業会計が志向している貸借対照表，ひいては会計の計算構造が上述の資産負債アプローチによったものであるとするならば，（2）で述べた EV 指標は，まさしくその数値を計算しようとした指標であるといえる。

まず，EV の構成要素である「修正純資産」および「保有契約価値」のうち，「修正純資産」は，現行の貸借対照表上で取得原価ベースにより評価された種々の資産を時価に評価替えることで，貸借対照表上の純資産額に含み損益を加えたもの⁸⁾と理解することができる。さらに，「保有契約価値」から生じる正味のキャッシュ・インフローを現在価値に割り引いて「修正純資産」に加えることは，将来の正味のキャッシュ・インフローを資産としてとらえる資産負債アプローチの考え方と整合性をもつといえよう。

このように考えれば，生命保険会社という一部の業界ながら，資産負債アプローチの理念的貸借対照表に基づく情報の公表が行われていることは，将来キャッシュ・フローに関する情報に対する一定の情報需要があることを示唆しているととらえることができよう⁹⁾。

さて，ここまでは EV 指標について理論的に分析してきたが，次にわが国で EV などの評価指標がどのように開示されているかを観察することにより，その実態を検証する。

3. 実態分析と仮説の設定

本節では，平成25年7月16日時点で生命保険協会に加盟している43社を対象とし，過去5期分のディスクロージャー誌（アニュアルレポート）に開示されている評価指標を観察した結果を示す¹⁰⁾。サンプルは196社/年となった。

図表6は各指標を開示している企業の数を示している。これを見ると，ソルベンシーマージンおよび基礎利益についてはすべての企業が開示している。これは，生命保険協会が前向きなディスクロージャーを促すために作成している「ディスクロージャー開示基準」に，法令で定められた項目の他に上記2つの指標が含まれていることが原因と考えられる。

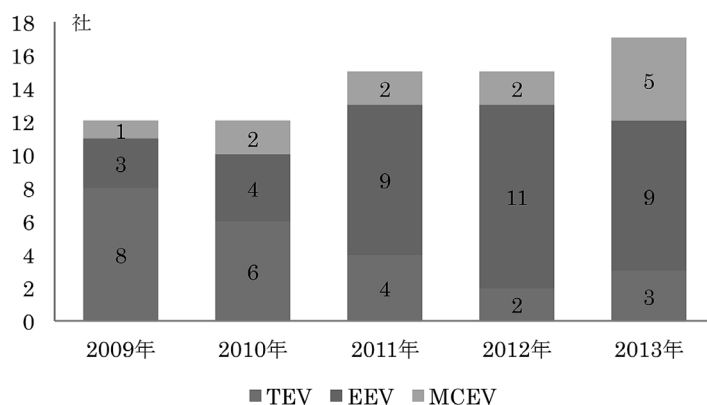
次いで，実質純資産¹¹⁾が多く開示されていることがわかるが，EVに関する指標は TEV・EEV・MCEV をすべてあわせても71社/年であり，全体の36.2%に過ぎない。

図表6 各評価指標の年度別開示企業数 (単位:社)

	ソルベンシー マージン	基礎利益	実質 純資産	TEV	EEV	MCEV
2009年	34	34	24	8	3	1
2010年	37	37	25	6	4	2
2011年	41	41	27	4	9	2
2012年	41	41	28	2	11	2
2013年	43	43	30	3	9	5
計	196	196	134	23	36	12

さらに図表6のうちTEV・EEV・MCEVのみを取り出し、時系列でグラフ化したのが図表7である。これをみると、2009年は12社、2010年は12社、2011年は15社、2012年は15社、2013年は17社であり、過去5年を見る限り増加傾向にあるが、極端な伸びを示しているとはいえない。また、EV指標を開示している企業の中では、年が経つにつれて、TEVよりもEEV・MCEVの開示比率が大きくなっていることにも気づく。

図表7 EV指標の時系列開示企業数 (単位:社)



図表8は、EV指標を開示している企業数と企業名を表している。ここでは、四角で囲んだ企業群、すなわちTEVを開示している東京海上日動あんしん生命と東京海上日動フィナンシャル生命、TEVからEEVに変えた第一生命と第一フロンティア生命保険、同じく三井住友海上あいおい生命保険・三井住友海上プライマリー生命保険、新たにEEVを開示した住友生命保険とメディケア生命保険、EEVからMCEVに変えたT&Dフィナンシャル生命保険・大同生命・太陽生命はそれぞれ同じ連結グループ企業であることに注目したい。このことから、グループ企業で同じ評価指標を選択していることがわかる。

図表8 EV指標を開示している企業数と企業名 (単位:社)

指標の推移	企業数	企業名
TEV	3	オリックス生命 東京海上日動あんしん生命 東京海上日動フィナンシャル生命保険
TEV → 非開示	1	AIG 富士生命保険
TEV → EEV	4	第一生命保険 第一フロンティア生命保険 三井住友海上あいおい生命保険 三井住友海上プライマリー生命保険
TEV → MCEV	2	NSKJ ひまわり生命
非開示 → EEV	4	住友生命保険 メディケア生命保険 ライフネット生命保険 明治安田生命保険
EEV	1	三井生命保険
EEV → MCEV	3	T&D フィナンシャル生命保険 大同生命保険 太陽生命保険
MCEV	1	ソニー生命保険

また、EV指標を開示している企業の多くは継続して開示しているのに対し、新規に開示に踏み切った企業は、この5年では4社だけであることは注意すべきであろう。これに関して、EV指標開示の公正性に関しては、それを担保するため、開示にあ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ている（石坂，2009）。

以上より、EV指標の開示にはその計算および第三者による評価にコストがかかり、規模の小さい企業ほど開示には消極的になっているのではないかと推測できる。そこで、以下の仮説が導かれる。

仮説1：規模の小さい企業ほどEV指標を開示しない傾向にある¹²⁾。

ところで、わが国では近年、2010年の第一生命保険や2012年のライフネット生命保険などに代表されるように、生命保険会社の株式公開化が散見される。このような株式公開化の目的の1つとして、株式の流動性の付与があるが（岩谷，2002）、取引所に上場しているからといって、必ずしもその流動性が確保されるわけではない。そのような場合、企業の本来的な価値を適正に株価に反映させるため、経営者はインベスター・リレーションズ（IR）を強化することが考えられる（岩谷，2002；内野，2004）。

一方で、EV指標は、市場における企業価値を表す指標と考えられている。ということは、特に適正な企業価値評価を受けていないと考える上場企業の経営者は、従来の会計数値では示すことのできない生命保険会社の業績を参考情報として報告することで、株式市

場から適正な評価を得ようとしている可能性がある。

また、図表8より、親会社がEV指標を開示している場合、その子会社も同じ種類のEV指標を開示しているケースが多い。さらに、開示するEV指標を変更する際にも、同じタイミングで、同じ種類の指標に変更しているケースがほとんどである。この事実から、親会社が子会社のEV指標の開示を要請することで、連結グループ全体の企業価値を株式市場に説明することを企図していると考えられる。したがって、次の仮説が導かれる。

仮説2：日本の株式市場に上場している企業もしくはその子会社は、そうでない企業よりもEV指標を開示する傾向にある。

先述のように、現行の保険会計では、新契約獲得と会計上の収益（利益）認識にタイムラグがあることから、新契約獲得時に将来利益を認識するEV指標が参考情報として利用されている。これを踏まえると、たとえば財務諸表に表れにくい情報である「契約金額」の増加が著しい企業ほど、EV指標に関する情報を外部に公表するインセンティブが高まると考えられる。したがって、以下の仮説が導かれる。

仮説3：保有契約残高¹³⁾の増加額が大きい企業ほど、EV指標を開示する傾向にある。

4. 分析モデルの設定とサンプル

4-1 分析モデル

第3節で設定した3つの仮説の妥当性を検証するため、以下のロジット回帰式を用いて分析を行う。

$$\begin{aligned} Prob(DiscD_{i,t} = 1) = & \alpha + \beta_1 LnA_{i,t} + \beta_2 MarketD_{i,t} + \beta_3 \Delta TotalAmount_{i,t} \\ & + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \Sigma Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

$DiscD_{i,t}$ ：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。

$LnA_{i,t}$ ：総資産の自然対数値。

$MarketD_{i,t}$ ：日本の株式市場に上場している企業もしくはその子会社であれば1，そうでなければ0を示すダミー変数。

$\Delta TotalAmount_{i,t}$ ： Δ 保有契約残高 / 前期末総資産。

$ROA_{i,t}$ ：経常利益 / 前期末総資産。

$LEV_{i,t}$: 負債 / 前期末総資産。

$\Sigma Year$: 年度ダミー。

$LnA_{i,t}$ は、総資産の自然対数値であり、企業規模を表す代理変数である。 β_1 が正に有意であれば、企業規模の小さい企業ほどEV指標を開示しない傾向にある（仮説1）ことが示される。 $Market_{i,t}$ は、日本の株式市場に上場している企業もしくはその子会社であれば1、そうでなければ0を示すダミー変数である。 β_2 が正に有意であれば、株式市場に上場している企業（またはその子会社）ほど、EV指標を開示する傾向にある（仮説2）ことが示される。 $\Delta TotalAmount_{i,t}$ は t 年度と $t-1$ 年度の保有契約残高の差額を前期末総資産でデフレートした値であり、 β_3 が正に有意であれば、保有契約残高の増加額が大きい企業ほど、EV指標を開示する傾向にある（仮説3）ことを示すことができる。

なお、他の影響をコントロールするために、収益性 ($ROA_{i,t}$) とレバレッジ ($LEV_{i,t}$) の変数を用意した。ディスクロージャーを積極的に行うと競争優位を失うといった、情報を詳細に開示することにもなって生じるコスト (proprietary cost) が発生する可能性がある (Dye, 1986)。したがって、収益性の高い企業ほど、自社の競争優位を保つために、必要以上の情報を積極的に開示しない可能性がある (伊藤, 2011)。また、レバレッジの高い企業ほど、債権者による経営者の裁量的行動のモニタリングを容易にするために財務情報開示を充実させようとするであろう (Hossain et al., 1994)。したがって、レバレッジの高い企業ほど、開示レベルは高くなると予測できる (記虎, 2007)。さらに、これらの変数に年度ダミーを加えてロジット回帰分析を行う。

4-2 サンプルの選択

本分析は、対象期間を平成20年4月から平成25年3月の5年間とし¹⁴⁾、次の条件を満たした企業をサンプルとしている。

- ① 平成26年3月時点で生命保険協会に加盟している。
- ② ディスクロージャー誌 (アニュアルレポート) が閲覧可能である。
- ③ 本分析で利用するデータが入手可能な企業である。

財務データおよび開示データは、手作業で入手した¹⁵⁾。ここから、異常値による影響を取り除くため、各変数の上下1%を含むサンプルを除去して分析を行った¹⁶⁾。以上の条件を満たしたサンプルは171社/年であり、このうち、EV指標の開示が確認できるサンプルは67社/年 (全体の約39.2%) であった。

5. 分析結果

5-1 記述統計量と相関係数

本分析で使用する変数の記述統計量および相関係数は以下の通りである。なお、多重共線性について確認するため、Variance Inflation Factor (VIF) を計算したが、一般的なベンチマークである5を大きく下回っていた。

図表9 記述統計量

	度数	平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
<i>DiscD</i>	171	0.392	0.000	1.000	0.000	0.490
<i>LnA</i>	171	14.092	14.680	18.430	8.661	2.439
<i>MarketD</i>	171	0.333	0.000	1.000	0.000	0.473
$\Delta TotalAmount$	171	1.713	0.108	35.118	-3.214	5.815
<i>ROA</i>	171	0.001	0.005	0.228	-0.147	0.043
<i>LEV</i>	171	0.873	0.958	1.077	0.044	0.227

図表10 相関係数

	<i>DiscD</i>	<i>LnA</i>	<i>MarketD</i>	$\Delta TotalAmount$	<i>ROA</i>	<i>LEV</i>
<i>DiscD</i>	1.000					
<i>LnA</i>	0.257	1.000				
<i>MarketD</i>	0.627	0.152	1.000			
$\Delta TotalAmount$	-0.080	-0.436	-0.131	1.000		
<i>ROA</i>	-0.007	0.197	0.015	0.211	1.000	
<i>LEV</i>	0.181	0.674	0.120	-0.576	0.268	1.000

5-2 回帰分析の結果

ロジット回帰分析の結果は、図表11の通りである（年度ダミーは省略している）。

図表11 ロジット回帰分析の結果

	<i>LnA</i>	<i>MarketD</i>	$\Delta TotalAmount$	<i>ROA</i>	<i>LEV</i>	<i>McFadden R²</i>
	α	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5
予測される符号	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)	
推定値	-5.310	0.183	1.978	0.082	-10.263	1.873
標準誤差	1.423	0.073	0.260	0.035	5.179	1.052
Z値	-3.731	2.522	7.606	2.324	-1.982	1.781
有意確率	0.000	0.012	0.000	0.020	0.048	0.075

まず、仮説1に関して、総資産の自然対数値の係数 β_1 は5%水準で有意に正であった。これは、規模の小さい企業ほどEV指標を開示しない傾向にあることを示唆している。また、上場ダミーの係数 β_2 は1%水準で有意に正であった。これは、株式市場に上場している企業（またはその子会社）ほどEV指標を開示する傾向にあるという仮説2を支持する結果である。さらに、仮説3について、保有契約残高の変動額の係数 β_3 は5%水準で有意に正であった。これは、財務諸表に表れにくい保有契約残高の増加が著しい企業ほど、積極的にEV指標を開示する傾向にあることを示唆している。また、他のコントロール変数の係数も有意に予測通りの符号を示している。

6. おわりに

本稿は、生命保険会社の新評価指標であるEVと既存の会計数値との関係について整理し、さらに日本の生命保険会社がどの指標に重きを置いているかを把握するため、生命保険協会に加盟している企業を対象に開示分析を行った。

まず、EVの意義としては、従来の会計数値では示すことのできない生命保険会社の業績に関する情報を提供することで、財務情報全般の有用性（目的適合性および信頼性）を高めるものであるということが出来る。さらには、このEVが、資産負債アプローチに基づく会計と整合的な考え方をもっていることを確認した。

また、開示分析およびロジット分析の結果、規模の小さい企業ほどEV指標を開示しない傾向にあることがわかった。この結果は、EV指標の開示にはその計算および第三者による評価にコストがかかり、規模の小さい企業ほど開示には消極的になっている可能性を示唆している。

その一方で、株式市場に上場している企業またはその子会社や、保有契約残高の変動額の大きい企業がEV指標を開示する傾向にあることがわかった。ここから、外部ステークホルダーに対して積極的に自社の価値をアピールしたい企業については、会計情報を補完する数値としてEV指標を利用していると考えられる。

以上をまとめると、次のようになる。EV指標は、生命保険会社の業績・企業価値を測定するための指標であり、市場における企業価値の予測に役立つ情報を提供するという現在の企業会計の方向性とも合致している。さらに、特定の企業にとってはEV指標の開示は有効な情報開示手段の1つとされており、それを実際に活用していることがうかがえる¹⁷⁾。ただし、わが国では現状、EV指標を開示していない企業の方が多く、すべての企業に必ずしも開示するインセンティブがあるわけではない。

EV指標の課題として、先述の開示コストに加え、図表7をみればわかるように、各企
第46号 (2014)

業間で開示する指標が統一されていないことが挙げられる。EV 指標がその数値単体で、というよりも他社との比較によって意味をなすという性質を考慮すると、①開示する企業を増やすことと、②指標を統一することが、EV 指標の比較可能性を担保するためにクリアしなければならない問題と考えられる。

このような課題を解決するために、会計基準（例えば IFRS4）において、EV 指標そのもの、あるいは EV の構成要素である修正純資産および保有契約価値の開示を義務づけることを提案する。開示の方法としては、図表12のチューリッヒ生命のケースのように、財務諸表利用者へ EV 指標の理解を促進させるために、既存の会計数値と EV の調整表という形をとることが考えられよう¹⁸⁾。

図表12 チューリッヒ生命の IFRS に基づく株主持分と EV の調整表

Reconciliation of Global Life IFRS shareholders' equity to embedded value	
in USD billions, as of June 30, 2013	
	Total
	2013
IFRS shareholders' net assets	18.9
Less intangible assets	
<i>Goodwill</i>	(0.4)
<i>DAC/DOC</i>	(15.1)
<i>Other intangibles & PVP</i>	(4.1)
<i>DFEF</i>	5.9
Plus IAS 19 Liabilities	1.0
Less non-controlling interests	0.1
Other adjustments	1.6
Embedded value shareholders' net assets	7.8
Value of business in force	11.6
Embedded value	19.4

(出典：チューリッヒ生命2013年度中間報告書「Embedded value report」<http://www.zurich.com/2013/half-year-report/embeddedvaluereport.html?cat= m>)

このように、これまで任意情報とされてきた EV 指標について、会計基準で正式に公表を義務づけることにより、開示企業の数の問題も EV 指標の比較可能性の問題もクリアできる。ただし、TEV、EEV および MCEV のいずれが最適な指標であるのか、そして開示コストに係る問題をどう解決するかについては、今後の検討が待たれる。

(謝辞) 執筆にあたっては、伊藤健顕先生(甲南大学)、金鉉玉先生(東京経済大学)、吉田智也先生(埼玉大学)から有益なアドバイスをいただいた。記して感謝申し上げる。なお、本稿は財団法人かんぽ財団平成25年度研究助成、および科学研究費補助金(研究課題番号: 24730397)による成果である。

註

- 1) EEV 原則とは、ヨーロッパの大手保険会社の CFO (Chief Financial Officer: 最高財務責任者) で構成される CFO フォーラムにより2004年に制定された原則である。
- 2) また、Serafeim (2011) は、EV 指標を公表している企業は情報の非対称性が減少することを明らかにしている。
- 3) この他にも、ソルベンシーマージン比率のような保険法等により公表が義務づけられている数値がある。
- 4) 生命保険会社は、法定の損益計算書を開示しているが、その損益計算書では経常利益(経常収益-経常費用)のみが算定されており、営業利益は示されていない。
- 5) 基礎利益等のフロー情報の代替値として、企業価値、すなわちストック情報を、潜在的な収益性の判断指標として報告する背景には、将来発生する収益・費用を反映したフロー指標が、現行の企業会計においては原則として認められていないことが考えられる。なお、一部の生命保険会社(たとえば NKSJ ホールディングス)の年次報告書においては、この EV の期中変動額を利益とみなし、これを EV (期中平均) で除すことによって ROE を計算している。
- 6) 具体的には、確実性等価の将来利益現価から、オプションと保証の時間価値、必要資本維持のための費用、非フィナンシャル・リスクに係る費用を控除することにより算出する。
- 7) 詳細については、CFO フォーラム・ウェブサイトにおける2011年4月および2011年9月、2012年9月のプレスリリースを参照されたい(http://www.cfoforum.nl/embedded_value.html)。
- 8) さらに資本性の高い負債が加えられているが、これは生命保険会社の純資産を一般事業会社のそれと同一の数値とするための修正であり、会計的に本質的な相違とはいえない。
- 9) IASB が保険契約会計を足がかりに全面公正価値会計へと舵をきる可能性については、羽根(2012)においても述べられている。
- 10) なお、有価証券報告書や決算公告についても調査を行ったが、多くの企業はディスクロージャー誌ほど積極的に新しい評価指標の開示を行っていないため、本稿の対象外とした。
- 11) 実質純資産とは、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など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1つである(生命保険協会、2011)。
- 12) 財務情報開示と企業規模の関連性について先行研究では、この他にも、規模の大きな企業ほど、外部資本に対する依存度が高いので、そのエージェンシーコストを削減するための手段として情報開示を用いるというエージェンシーコスト仮説(Ng and Koh, 1994)、規模の大きい企業ほど政治コストが大きいので、その削減手段として情報開示を用いるという政治コスト仮説(Inchausti, 1997)などがある。

- 13) 保有契約残高とは、生命保険会社が保障する金額の総合計額をいう（生命保険協会、2011）。
- 14) 財務データについては、前期との変動額をとる変数があるので、平成21年3月期のデータも用いている。
- 15) データの採取は、塚原慎氏（一橋大学大学院博士後期課程）および坂内慧氏（一橋大学大学院修士課程）にお願いした。記して感謝申し上げます。
- 16) 念のため、外れ値を除かないサンプルでも分析を行ったが、分析結果には影響を与えなかった。
- 17) 筆者が企業へヒアリングした結果、EV指標を開示しない理由については、「特に長期契約は割引率変動の影響が非常に大きくなる。その意味では、リスクフリーレートが少し動いただけで数値が大きく変動する指標にどのような意味があるのか、というのが導入しない会社の論理」という意見が散見された。
- 18) 海外におけるEV指標の開示例については、あらた監査法人（2013）が詳しい。

参考文献

- あずさ監査法人（2012）『保険業の会計実務』中央経済社。
- あらた監査法人（2013）『保険会社の「経済価値ベース」経営』中央経済社。
- 伊藤健顕（2011）「MD& Aにおける将来志向情報の決定要因」『インベスター・リレーションズ』第5巻、25-44頁。
- 岩谷賢伸（2002）「『戦略的非公開化』という選択肢」『資本市場クォーターリー』第5巻、1-13頁。
- 内野里美（2004）「自発的な情報開示と自己資本コストの関係」『産業経営』（早稲田大学産業経営研究所）、第36号、37-52頁。
- 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。
- 記虎優子（2007）「日本企業の財務情報開示水準の規定要因」『証券アナリストジャーナル』第45巻第10号、98-113頁。
- 金融審議会第二部会（1999）「保険相互会社の株式会社化に関するレポート」
http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin004.pdf
- 久保英也（2004）「生命保険会計の動向」『生命保険論集』第147号、63-111頁。
- 佐々木隆志（2013）「二つの損益計算思考の接合に関する一考察」『会計』第184巻第1号、16-28頁。
- 萩原邦男（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。
- 羽根佳祐（2012）「保険契約会計における経済的ミスマッチ報告の意義」『商学研究科紀要』（早稲田大学）第75巻、201-225頁。
- 生命保険協会（2011）『生命保険会社のディスクロージャー』
http://www.seiho.or.jp/data/publication/tora/pdf/tora2011_all.pdf
- 生命保険各社によるアニュアルレポート・ディスクロージャー資料（NKSJ ホールディングス・住友生命保険・ライフネット生命保険・T&D ホールディングス）

- Almezweg et al. (2012), "The value relevance of voluntary European embedded value disclosures: evidence from UK life insurance companies," *International Journal of Accounting and Finance* 3, pp. 343-366.
- CFO Forum (2004), "European Embedded Value Principles."
- CFO Forum (2009), "Market Consistent Embedded Value Basis for Conclusions."
- Dye, R. (1986), "Proprietary and nonproprietary disclosures," *Journal of Business* 59, pp.331-366.
- FASB (1976), *Discussion Memorandum*, "an analysis of issues related to Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting :Elements of Financial Statements and Their Measurement".
- 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, pp.334-351.
- IASB (2004), *Insurance Contracts*, International Financial Reporting Standards 4 (IFRS4).
- Inchausti, B. (1997), "The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms," *European Accounting Review* 6, pp.45-68.
- Ng, E., and H. Koh (1994), "An Agency Theory and Probit Analytic Approach to Corporate Non-mandatory Disclosure Compliance," *Asia-Pacific Journal of Accounting* 1, pp.29-44.
- 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.