

平成21年5月20日

株式会社損害保険ジャパン
損保ジャパンひまわり生命保険株式会社

損保ジャパンひまわり生命の 平成21年3月末 エンベディッド・バリューの開示

株式会社損害保険ジャパン（社長 佐藤 正敏）、および損保ジャパンひまわり生命保険株式会社（社長 松崎 敏夫）は、損保ジャパンひまわり生命の現状をよりご理解いただくため、平成21年3月末のエンベディッド・バリューを開示いたします。

1. エンベディッド・バリューとは

エンベディッド・バリュー（Embedded Value：「潜在価値」、以下「EV」）とは、「企業の純資産価値」と「保有契約からもたらされる将来利益の現在価値」を合計したものです。

一般に生命保険契約は、契約を獲得してから会計上の利益が計上されるまでに時間がかかるため、損益計算書等法定の会計情報を補完するものとして、欧州やカナダでは生命保険会社の価値・業績を評価する有力な指標として使用されています。

2. 平成21年3月末EV

平成21年3月末のEVは2,445億円となり、前年度末比で19億円の減少となりました。

（単位：億円）

	平成21年3月末		平成20年3月末		平成19年3月末	
		増減額		増減額		増減額
純資産価値	625	65	560	116	444	299
保有契約価値	1,820	△84	1,904	△74	1,978	348
年度末EV	2,445	△19	2,464	42	2,422	647
うち新契約価値	68	46	22	△147	169	△4

3. 第三者機関の意見書

公正性を確保するため、専門的知識を有する第三者機関（アクチュアリー・ファーム）であるミリマン・インクに、計算結果の妥当性について検証を依頼し、ミリマン・インクより意見書を受領しています。

以上

【ご参考別紙資料】

- 平成21年3月末エンベディッド・バリューの開示について
- 損保ジャパンひまわり生命のエンベディッド・バリュー計算に関する意見書

平成21年5月20日

損保ジャパンひまわり生命保険株式会社

平成21年3月末エンベディッド・バリューの開示について

損保ジャパンひまわり生命保険株式会社(社長 松崎 敏夫)の平成21年3月末エンベディッド・バリュー(以下、「EV」といいます。)は下記の通りです。

記

1. 平成21年3月末EV

平成21年3月末EVは2,445億円となり、前年度末と比較して19億円の減少となりました。

(単位:億円)

	平成21年3月末		平成20年3月末		平成19年3月末
		増減額		増減額	
純資産価値(注1)	625	65	560	116	444
保有契約価値(注2)	1,820	-84	1,904	-74	1,978
年度末EV	2,445	-19	2,464	42	2,422
うち新契約価値(注3)	68	46	22	-147	169

(注1)純資産価値 = 純資産の部(除く評価・換算差額等合計) + 負債中の内部留保(価格変動準備金、危険準備金、配当準備金中の未割当額) + 一般貸倒引当金(税引後)
- 負債中の内部留保に係る税効果額

(注2)保有契約価値 = 将来の税引後利益の現在価値 - 資本コストの現在価値
「資本コスト」は、前提とするソルベンシー・マージン比率を維持していくために必要な資本等の額に対して割引率と運用利回りの差から生じる利息差です。

(注3)「うち新契約価値」は、年度末EV総額のうちの新たな契約分の数値を表しています。

2.主要な前提条件

EV計算上の主要な前提条件は以下の通りです。

前提条件の種類	平成21年3月末	平成20年3月末
保険事故発生率	直近3年間の実績に基づき設定	同左
死亡率	直近6年間の実績に基づき設定	同左
解約率	直近3年間の実績に基づき設定	同左
経費	直近年度の実績に基づき設定	同左
資産運用利回り前提	運用利回りは、新規投資分(10年、20年および30年国債に投資)の資産構成比の変化に応じて変動 * 新規投資利回り 10年国債 1.353% 20年国債 1.955% 30年国債 2.040% *主な年度の運用利回り 1.76% 平成21年度 1.80% 平成26年度 1.85% 平成31年度 1.90% 平成36年度 1.75% 平成41年度	運用利回りは、新規投資分(5年、10年および20年国債に投資)の資産構成比の変化に応じて変動 * 新規投資利回り 5年国債 0.749% 10年国債 1.284% 20年国債 2.080% *主な年度の運用利回り 1.71% 平成21年度 1.85% 平成26年度 1.86% 平成31年度 1.85% 平成36年度 1.78% 平成41年度
実効税率	直近の実効税率(36.21%)	同左
ソルベンシー・マージン比率	600% 資本コスト算出のため、将来にわたって維持すべきソルベンシー・マージン比率を設定	同左
リスク割引率	7% 将来利益を現在価値に割り戻す際の率で、リスクフリーレートに当社の事業リスクを加味して設定	同左

3.前提条件を変更した場合の影響

前提条件のうちの1つの項目を変更した場合のEVへの影響額は次の通りです。

(単位:億円)

前提条件の変更	EVへの影響	EV額
保険事故発生率を1.1倍にする	-149	2,296
解約率を1.1倍にする	-82	2,363
経費を1.1倍にする	-64	2,381
新規投資利回りを0.25%上昇させる	63	2,508
新規投資利回りを0.25%低下させる	-63	2,381
ソルベンシー・マージン比率を200%下降させる	5	2,450
ソルベンシー・マージン比率を200%上昇させる	-15	2,430
リスクプレミアムを2.0%引き下げる(割引率5%)	342	2,787
リスクプレミアムを1.0%引き下げる(割引率6%)	157	2,602
リスクプレミアムを1.0%引き上げる(割引率8%)	-135	2,310
リスクプレミアムを2.0%引き上げる(割引率9%)	-252	2,193

4.平成20年3月末から平成21年3月末への変動要因

平成20年3月末から平成21年3月末へのEVの変動要因は次の通りです。

(単位:億円)

変動要因	影響額
新契約価値	68
前年度末保有契約価値からの割引のリリース	133
資産運用前提以外の前提条件変動による影響	-119
資産運用前提の変動による影響	-29
想定と実績の差	-72
合計	-19

5. アクチュアリー・ファームの意見書の添付

保険数理に関する専門的知識を有する第三者機関(アクチュアリー・ファーム)であるミリマン・インク(Milliman, Inc.)から、添付の報告書を受領しております。

(ご参考)

EV(Embedded Value:「潜在価値」と訳されます。)は、株主に帰属すると考えられる、貸借対照表から計算される「修正純資産」と保有契約に基づき計算される「既契約の将来価値」の合計になります。欧州やカナダでは、生命保険株式会社の企業価値を評価する指標の一つとされています。現行の生命保険会社の法定会計では、新契約獲得から会計上の利益の実現までにタイム・ラグがあります。一方、EVでは、将来の利益貢献が新契約獲得時に認識されるため、法定会計による財務情報を補強することが出来ると考えられています。

< ご使用にあたっての注意事項 >

EVの計算においては、リスクと不確実性を伴う将来の見通しを含んだ前提条件を使用するため、将来の実績がEVの計算に使用した前提条件と大きく異なる場合があります。また、実際の市場価値は、投資家が様々な情報に基づいて下した判断により決定されるため、EVから著しく乖離することがあります。これらの理由により、EVは生命保険株式会社の企業価値を評価する唯一の指標ではなく、使用にあたっては、十分な注意を払っていただく必要があります。



〒102-0083
東京都千代田区麹町1-6-2
アーバンネット麹町ビル 8F
Tel +81 3 5211. 7031 Fax +81 3 5211. 7033

Urbannet Kojimachi Bldg. 8F
1-6-2 Kojimachi, Chiyoda-ku
Tokyo, 102-0083, Japan
Tel +81 3 5211. 7031 Fax +81 3 5211. 7033
www.milliman.com

2009 年 5 月 18 日

損保ジャパンひまわり生命保険株式会社
取締役会 御中

ミリマン インク
日本における代表兼上席コンサルタント
伊熊 敏行

伊熊 敏行

損保ジャパンひまわり生命のエンベディッド・バリュー計算に関する意見書

本意見書は、損保ジャパンひまわり生命保険株式会社（以下、「御社」）のエンベディッド・バリュー計算（2009 年 3 月末現在）に関する意見を述べるものです。この意見書を配布する際は全文を配布しなければなりません。

資格

ミリマン インク（以下、「弊社」）の日本における代表 伊熊敏行は日本アクチュアリー会（以下「IAJ」）の正会員です。伊熊はアクチュアリー資格を有し IAJ の行動規範を遵守する義務があります。

専門的背景

日本においては、エンベディッド・バリュー計算に関する実務基準は作成されていませんが、世界的には、カナダ・アクチュアリー会編『*Interim Draft Paper on the Considerations in the Determination of Embedded Value for Public Disclosure in Canada*』やヨーロッパでの The CFO Forum による『*European Embedded Value Principles*』およびこれに付随する『*The Basis for Conclusions*』等、エンベディッド・バリューの前提条件の選択や計算方法について、広範なコン

センサスが存在します。本意見書は、特定の地域の基準に基づいて作成されたわけではありませんが、弊社は、本意見書の作成にあたり、以上のガイドラインおよび一般に認識されている保険数理原則を考慮しました。

なお、御社は、今回公表のエンベディッド・バリュエをヨーロピアン・エンベディッド・バリュエ原則準拠（EEV原則準拠）とは明言していません。既契約価値・新契約価値ともに伝統的エンベディッド・バリュエ（以下、「TEV」）の手法で計算されており、御社の保険契約に内在しているオプションや保証に関するコストは明示的には反映されていません。本意見書も、EEV原則への準拠については、確認していません。したがって、本意見書は、現在、ヨーロッパにおいて策定されているマーケット・コンシステント・エンベディッド・バリュエ原則への準拠についても確認していません。

本意見書は、専門的な見地を示すものですが、法定財務諸表で引用される正式の監査報告書として解されるべきものではありません。

エンベディッド・バリュエに関する意見を記すにあたり、本意見書は、御社、あるいはその親会社である株式会社損害保険ジャパンの市場価値についての意見を表明しているわけではありません。

市場価値は、種々の理由により、エンベディッド・バリュエの計算値から著しく乖離することがあります。あらゆる価値評価というものは与えられた情報に基づいた判断を伴うものです。投資家それぞれが御社に関する財務情報・定性的情報を綿密に分析し、別の投資先と比較し、市場全体のパフォーマンスに対する期待値、リスクとリターンに対する姿勢、その他の事柄を考慮しながら市場価値に関する判断を下すべきです。

背景

御社の担当者は、与えられた前提条件のもとで、御社の将来のキャッシュ・フローや財務報告書上の利益のプロジェクトを行える財務モデルを構築しました。御社は、このモデル、ならびに貸借対照表にある情報および将来の経験値に関する前提条件を用い、2009年3月31日現在の御社のエンベディッド・バリュエを算出しました。

御社は、計算方法および前提条件の設定に関し、御社の実績値、およびTEV計算に関する保険数理の国際的な標準実務慣行との整合性の確認を弊社に依頼されました。さらに、御社のモデルおよびその結果を確認し、技術的な計算の正確性に関し概括的な結論を出すことも弊社に依頼されました。弊社は、当該計算結果について概括的な検証を行い、重大な問題がないことを確認し

ました。なお、弊社は、当該依頼内容には含まれていない計算結果についての詳細な検証は行っていません。弊社の確認作業には、モデルの詳細な監査は含まれていません。

具体的には、弊社は下記の点を確認しました。

- (1) 御社の純資産価値と、(a) 公表された財務諸表上の数値、および (b) 算出された既契約価値から生ずる将来利益のプロジェクションに用いられた手法との、実質的な整合性の確認
- (2) エンベディッド・バリューの前提条件と、近年および将来見込まれる経験との一般的な整合性の確認
- (3) モデルの適合性、特に、貸借対照表および直近の損益計算書上の諸項目と比較した場合のモデル算出値の精度の確認
- (4) エンベディッド・バリュー計算に使われた手法と T E V 計算に関する保険数理の国際的な標準実務慣行との整合性の確認

信頼性

本プロジェクトの遂行にあたり、弊社は御社から提供されたデータおよび情報に依存しました。これらは次のように分類することができます。

1. 御社の財務諸表に含まれる情報、特に貸借対照表上の資産および負債の額
2. 2009 年 3 月末および他の時点での保有契約データおよびその他関連情報・データ
3. 過去および将来の営業保険料、投資収入、給付金支払、解約返戻金、事業費、その他支出に関するデータ・情報
4. 事業計画に関する情報、特に、将来の資産運用対象に関する御社の見込み、および保有資産および将来の運用方針見込みに基づく利回りの将来予測値
5. 御社の担当者が作成された解約・失効率、死亡率、罹病率などの各種経験率データ
6. 御社から提供された様々な事業費関係の情報、特に、総計およびユニット事業費の分析
7. 御社の担当者が作成された将来キャッシュ・フロー等のファイナンシャルプロジェクション出力結果

弊社は以上のデータおよび情報に関しては、正式な監査を行っていません。したがって本意見書の妥当性の如何は、提供されたデータおよび情報の正確さに依拠します。

本意見書の対象となるエンベディッド・バリュース計算結果

本意見書の対象となるのは、2009年3月末現在のエンベディッド・バリューです。その概要は次の通りです。

(単位：億円)

項 目	金額
修正純資産	625
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	1,820
エンベディッド・バリュー合計	2,445
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	68

上記のエンベディッド・バリューには、評価日（2009年3月末）以降に発生した可能性のある、経験率および金融市場の変化・変更は反映されていません。本意見書ではかかる変化・変更を考慮していません。

また、アナリストは使用された方法論および前提を充分理解した上で上記数値を参照すべきです。投資収益率、死亡率、発生率、解約・失効率、事業費率および割引率といった前提は改定されていきますので、アナリストにはこれら前提とその変更の影響を理解することが要求されます。

エンベディッド・バリューに関する注意点

エンベディッド・バリューは、生命保険会社の財務の将来的な進展状況を示唆し、さらに綿密な補足分析との組み合わせにより、当該会社価値評価を開始する上でのベンチマークともなり得ますが、唯一無二の評価方法というものは存在せず、実際の市場価値はエンベディッド・バリューから著しく乖離することがあります。

エンベディッド・バリューは、投資収益率、解約・失効率、死亡率、罹病率、事業費等の将来実績に関する多数の前提条件に依存します。前提条件は、直近の実績および合理的な将来期待値が充分反映されるよう選択されました。しかしながら、長期にわたる保険数理プロジェクトの性質上、将来実績値は上記エンベディッド・バリュー算出に用いられた前提条件とは大幅に異なることもあり得ます。またエンベディッド・バリューの計算値は、主な経験率前提の変動に応じて大きく変化し得るものです。さらに、国内外の市況に鑑みますと、エンベディッド・バリュー

の主要構成要素である資産評価にはかなりの不確定要素があります。

さらに、本意見書の対象となるエンベディッド・バリューは、一組の決定論的前提諸条件の下で算出されている点を認識することも重要です。本意見書の対象となるエンベディッド・バリューに関して、弊社は、E E V原則に完全に準拠したベースでの評価額への洞察を可能にする確率論的リスク分析等を行っていません。エンベディッド・バリューは、こうした点に十分な注意を払い、その正しい取り扱い方の心得のある専門家の助言のもとに使用されるべきです。

意見

私は、御社が2009年3月末現在の既契約価値および新契約価値を計算するために使用した方法論および前提条件を検証し、選択された前提条件は、直近の実績に対し整合性があり、T E V計算の専門家が選択し得る前提条件の範囲内にあることを確認しました。本意見書に述べられている注意点に則り、私は、当該方法論および前提条件は合理的であり、T E V計算に関する保険数理の国際的な標準実務慣行と整合的であると考えます。

以上