

平成19年5月23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19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 田中 勝治郎）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19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「E V」）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. 過去3年間のE V

（単位：億円）

	平成19年3月末	平成18年3月末	平成17年3月末
純資産価値	444	145	121
保有契約価値	1,978	1,630	1,603
年度末E V	2,422	1,776	1,725
うち新契約価値（注）	169	172	174

（注）「うち新契約価値」は、E V総額のうち、新契約分の数値を表しています。

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】

- 別紙1：平成19年3月末エンベディッド・バリューの開示について
- 別紙2：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19年5月23日

損保ジャパンひまわり生命保険株式会社

平成19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 田中 勝治郎）の平成19年3月末エンベディッド・バリュー（以下、「EV」といいます。）は下記のとおりです。

記

1. 平成19年3月末EV

平成19年3月末EVは2,422億円となり、前年度末と比較して647億円の増加となりました。

（単位：億円）

	平成19年3月末		平成18年3月末		平成17年3月末
		増減額		増減額	
純資産価値(注1)	444	299	145	24	121
保有契約価値(注2)	1,978	348	1,630	27	1,603
年度末EV	2,422	647	1,776	51	1,725
うち新契約価値(注3)	169	-4	172	-2	174

（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19年3月末	平成18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(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 <table><tr><td>5年国債</td><td>1.195%</td></tr><tr><td>10年国債</td><td>1.659%</td></tr><tr><td>20年国債</td><td>2.111%</td></tr></table> *主な年度の運用利回り <table><tr><td>1.64%</td><td>平成19年度</td></tr><tr><td>1.65%</td><td>平成20年度</td></tr><tr><td>1.77%</td><td>平成25年度</td></tr><tr><td>1.84%</td><td>平成30年度</td></tr><tr><td>1.86%</td><td>平成35年度</td></tr><tr><td>1.79%</td><td>平成40年度</td></tr></table>	5年国債	1.195%	10年国債	1.659%	20年国債	2.111%	1.64%	平成19年度	1.65%	平成20年度	1.77%	平成25年度	1.84%	平成30年度	1.86%	平成35年度	1.79%	平成40年度	運用利回りは、新規投資分(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 <table><tr><td>10年国債</td><td>1.78%</td></tr><tr><td>20年国債</td><td>2.05%</td></tr></table> *主な年度の運用利回り <table><tr><td>1.58%</td><td>平成18年度</td></tr><tr><td>1.66%</td><td>平成19年度</td></tr><tr><td>1.68%</td><td>平成20年度</td></tr><tr><td>1.76%</td><td>平成25年度</td></tr><tr><td>1.87%</td><td>平成30年度</td></tr><tr><td>1.94%</td><td>平成35年度</td></tr><tr><td>1.92%</td><td>平成40年度</td></tr></table>	10年国債	1.78%	20年国債	2.05%	1.58%	平成18年度	1.66%	平成19年度	1.68%	平成20年度	1.76%	平成25年度	1.87%	平成30年度	1.94%	平成35年度	1.92%	平成40年度
5年国債	1.195%																																					
10年国債	1.659%																																					
20年国債	2.111%																																					
1.64%	平成19年度																																					
1.65%	平成20年度																																					
1.77%	平成25年度																																					
1.84%	平成30年度																																					
1.86%	平成35年度																																					
1.79%	平成40年度																																					
10年国債	1.78%																																					
20年国債	2.05%																																					
1.58%	平成18年度																																					
1.66%	平成19年度																																					
1.68%	平成20年度																																					
1.76%	平成25年度																																					
1.87%	平成30年度																																					
1.94%	平成35年度																																					
1.92%	平成40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	-167	2,255
解約率を1.1倍にする	-105	2,317
経費を1.1倍にする	-45	2,378
新規投資利回りを0.25%上昇させる	88	2,511
新規投資利回りを0.25%低下させる	-89	2,333
ソルベンシー・マージン比率を200%下降させる	4	2,426
ソルベンシー・マージン比率を200%上昇させる	-15	2,407
リスクプレミアムを2.0%引き下げる(割引率5%)	369	2,791
リスクプレミアムを1.0%引き下げる(割引率6%)	170	2,592
リスクプレミアムを1.0%引き上げる(割引率8%)	-146	2,276
リスクプレミアムを2.0%引き上げる(割引率9%)	-273	2,149

4.平成18年3月末から平成19年3月末への変動要因

平成18年3月末から平成19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	169
前年度末EVからの割引のリリース	124
資産運用前提以外の前提条件変動による影響	212
資産運用前提の変動による影響	-25
増資(注1)	200
その他	-33
合計	647

(注1) 平成19年2月28日付で200億円の増資(資本準備金100億円を含む)を実施しました。

5. アクチュアリー・ファームの意見書の添付

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EVの計算方法、前提条件の設定、計算結果の妥当性の検証を依頼し、添付の意見書が提出されています。

(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。



A MILLIMAN GLOBAL FIRM

Milliman

Consultants and Actuaries

〒102-8578
東京都千代田区紀尾井町4-1
ニューオータニガーデンコート 23F
Tel 03-5211-7031 Fax 03-5211-7033

New Otani Garden Court 23F
4-1 Kioicho Chiyoda-ku
Tokyo 102-8578, Japan
Tel +81 3 5211.7031 Fax +81 3 5211.7033
www.milliman.com

2007 年 5 月 21 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、「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（2007 年 3 月末現在）に関する意見を述べるものである。この意見書を配布する際は全文を配布しなければならない。

資格

ミリマン インク（以下「ミリマン」という）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」という）の正会員である。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る。

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ないが、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・バリュース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するといつてよい。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ないが、私共は、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た。なお、損保ジャパンひまわり生命は、今回公表のエンベディッド・バリュースをヨーロッパ・エンベディッド・バリュース原則準拠（EEV原則準拠）とは明言していない。本意見書も、EEV原則への準拠については、確認していない。

本意見書は、専門的な見地を示すものであるが、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ない。

エンベディッド・バリュースに関する意見を記すにあたり、本レターは、損保ジャパンひまわり生命、または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ない。

市場価値は、種々の理由により、エンベディッド・バリュースの計算値から著しく乖離することがある。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ある。投資家それぞれが損保ジャパンひまわり生命に関する財務情報・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ある。

背景

損保ジャパンひまわり生命の担当者は、与えられた前提条件のもとで、損保ジャパンひまわり生命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ションを行える財務モデルを構築した。損保ジャパンひまわり生命は、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、2007年3月31日現在の損保ジャパンひまわり生命のエンベディッド・バリュースを算出した。

損保ジャパンひまわり生命は、計算方法および前提条件の設定に関し、損保ジャパンひまわり生命の実績値、および形成されつつある国際基準との整合性の確認をミリマンに依頼した。さらに、損保ジャパンひまわり生命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ようミリマンに依頼した。ミリマンの確認作業には、モデルの詳細な監査は含まれていない。

具体的には、ミリマンは下記の点を確認した。

- (1) 損保ジャパンひまわり生命の純資産価値と、(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形成されつつある国際基準との整合性の確認

信頼性

本プロジェクトの遂行にあたり、ミリマンは損保ジャパンひまわり生命から提供されたデータおよび情報に依存した。これらは次のように分類することができる。

1. 損保ジャパンひまわり生命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. 2007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損保ジャパンひまわり生命の見込み、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. 損保ジャパンひまわり生命の担当者が作成した解約失効率、死亡率、罹病率などの各種経験率データ
6. 損保ジャパンひまわり生命から提供された様々な事業関係の情報、特に、総計およびユニット事業費の分析
7. 損保ジャパンひまわり生命が策定し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

ミリマン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ない。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するものである。

本意見書の対象となるエンベディッド・バリュー計算結果

本意見書の対象となるのは、2007年3月末現在のエンベディッド・バリューである。その概要は次の通りである。

(単位：億円)

項 目	金 額
修正純資産	444
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	1,978
エンベディッド・バリュー合計	2,422
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	169

上記のエンベディッド・バリューには、評価日（2007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ない。本意見書ではかかる変化・変更を考慮していない。

また、アナリストは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ある。利回り、死亡率、罹病率、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くものであり、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る。

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るが、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る。

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する。前提条件は、直近の実績および合理的な将来期待値が十分反映されるよう選択された。しかしながら、長期にわたる保険数理プロジェクションの性質上、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る。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。さらに、国内外の市況に鑑みるに、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る。

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ある。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、ミリマンは、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ない。したがって、エンベディッド・バリューは、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ある。

意見

私は、上述の注意点に則り、2007年3月末現在の損保ジャパンひまわり生命のエンベディッド・バリューは、現時点で整備されつつある国際的な実務基準と整合性のある方法論ならびに前提条件を用いて計算されていることを確認した。さらに、選択された前提条件は、直近の実績に対し整合性があり、エンベディッド・バリュー計算の専門家が選択し得る前提条件の範囲内にある。加えて、計算結果は生命保険会社の評価にエンベディッド・バリューを用いるアナリストやその他専門家が予測し得る誤差の範囲内にあるという判断基準のもとに正確であると考えている。

以上