



平成16年5月19日

各 位

株式会社 T & D ホールディングス
 (コード番号8795 東証・大証第一部)
 太陽生命保険株式会社
 大同生命保険株式会社
 T & D フィナンシャル 生命保険株式会社

平成16年3月末エンベディッド・バリューの開示について

株式会社 T & D ホールディングス (社長 宮戸直輝)、太陽生命保険株式会社 (社長 大石勝郎)、大同生命保険株式会社 (社長 倉持治夫)、T & D フィナンシャル生命保険株式会社 (社長 水山 修) は、平成16年3月末における T & D 保険グループのエンベディッド・バリュー (以下、「EV」といいます。) を計算 (総額および各社別) いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. T & D 保険グループの EV 総額

平成16年3月末の T & D 保険グループの EV 総額 (生命保険会社 3 社の EV の合計) は以下のとおりです。

なお、平成16年3月末の EV 計算にあたって、T & D 保険グループとして計算基準および主要な前提条件の設定方法を統一しております。

(単位: 億円)

	平成16年3月末
EV	11,178
修正純資産 (注1)	6,403
既契約の将来価値 (注2)	4,774
うち新契約分 (注3)	530

(注1) 修正純資産は、以下の算式により計算しております。

$$\begin{aligned} \text{修正純資産} = & \text{資本の部計 (除く評価差額金)} + \text{負債中の内部留保 (価格変動準備金、危険準備金、} \\ & \text{配当準備金中の未割当額)} + \text{一般貸倒引当金 (税引後)} + \text{有価証券等} \\ & \text{(円建債券を除く、デリバティブ取引を含む) の含み損益 (税引後)} + \text{土地の} \\ & \text{含み損益 (税引後)} - \text{負債中の内部留保に係る税効果額} \end{aligned}$$

(注2) 既契約の将来価値 = 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) 「うち新契約分」は、EV 総額のうち平成16年3月期新契約分 (転換契約を含む) の数値を表します。

E V (Embedded Value: 「潜在価値」と訳されます。)とは、株主に帰属すると考えられる、貸借対照表などから計算される「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」の合計です。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、E V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できると考えられています。

2. 各社のE V

太陽生命、大同生命およびT & Dフィナンシャル生命のE Vは以下のとおりです。

(1) 太陽生命

(単位: 億円)

	平成16年3月末	平成15年3月末	増減
E V	3,407	1,824	1,583
修正純資産(注)	2,767	1,399	1,368
既契約の将来価値	639	425	214
うち新契約分	322	284	38

(注) T & D保険グループとしてのE V計算基準の統一に伴い、平成16年3月末の修正純資産の定義を一部変更しております。平成15年3月末の修正純資産は、以下の算式により計算しております。

修正純資産 = 資本の部計 (除く評価差額金および社外流出予定額) + 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) + 有価証券等 (円建債券を除く、デリバティブ取引を含む) の含み損益 (税引後) + 土地の含み損益 (税引後) - 負債中の内部留保に係る税効果額

なお、平成15年3月末のE Vは前年度の計算基準および前提条件で計算した数値です。

(2) 大同生命

(単位: 億円)

	平成16年3月末	平成15年3月末	増減
E V	7,342	4,320	3,022
修正純資産(注)	3,348	1,932	1,415
既契約の将来価値	3,994	2,387	1,606
うち新契約分	230	235	5

(注) T & D 保険グループとしての E V 計算基準の統一に伴い、平成16年3月末の修正純資産の定義を一部変更しております。平成15年3月末の修正純資産は、以下の算式により計算しております。

修正純資産 = 資本の部計 (除く評価差額金) + 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) + 有価証券 (「 其他有価証券 」 のうち償還まで保有する前提の残存期間 1 年以上の債券および「 満期保有目的の債券 」 を除く) の含み損益 (税引後) + 土地の含み損益 (税引後) - 負債中の内部留保に係る税効果額

なお、平成15年3月末の E V は前年度の計算基準および前提条件で計算した数値です。

(3) T & D フィナンシャル生命

(単位 : 億円)

	平成16年3月末
E V	4 2 9
修正純資産 (注)	2 8 8
既契約の将来価値	1 4 1
うち新契約分	2 2

(注) 当社の修正純資産は、「上記 1 の (注 1) の修正純資産 - 営業権 + 繰延税金資産 + 営業権償却に係る税効果分」としてしています。なお、当社は平成16年3月末において繰延税金資産を計上しておりませんが、T & D ホールディングス設立後に連結納税制度を適用することから、回収可能と判断して算出した繰延税金資産156億円を、修正純資産に含めることといたします。

3 . 主要な前提条件

E V 計算上の主要な前提条件は次のとおりです。

項目	設定方法
割引率	6 % 期末の無リスク金利 (10 年国債利回り : 約 1.44 %) にリスク・プレミアム (4.5 %) を上乗せした数値をもとに設定。
新規投資利回り	各社の新規投資計画の資産配分比および資産毎の期待利回りに応じて設定。(下表 ~ 参照) 太陽生命 : 2 . 1 4 % 大同生命 : 2 . 1 2 % T & D フィナンシャル生命 : 1 . 7 1 %
必要ソルベンシー・マージン比率	6 0 0 % 将来にわたって維持する前提。
死亡率	各社の直近 3 年間の実績に基づき設定。
解約失効率	各社の直近 3 年間の実績に基づき設定。(注)
事業費率	各社の直近 1 年間の実績に基づき設定。
税率	各社の直近の実効税率に基づき設定。

(注) T & Dフィナンシャル生命の解約失効率は、特殊事情(旧東京生命が破綻した後、T & Dフィナンシャル生命としての業務再開後に一時的に増加した解約失効)の影響を排除するため、直近1年間の実績に基づき設定しております。

太陽生命の新規投資計画における期待利回りおよび資産配分比

	平成16年3月末		平成15年3月末	
	期待利回り	資産配分比	期待利回り	資産配分比
短 資	0.04%	2.6%	0.03%	2.0%
国内債券・一般貸付	1.31%	67.5%	1.07%	65.5%
国内株式	6.44%	7.8%	6.74%	8.5%
外国債券	2.02%	14.2%	2.36%	12.0%
その他資産	5.94%	7.9%	4.42%	12.0%
合 計	2.14%	100.0%	2.09%	100.0%

大同生命の新規投資計画における期待利回りおよび資産配分比

	平成16年3月末		平成15年3月末	
	期待利回り	資産配分比	期待利回り	資産配分比
短 資	0.04%	13.2%	0.06%	12.5%(H15) ~9.0%(H35)
国内債券・一般貸付	1.23%	64.2%	1.40%	73.4%
国内株式	6.44%	8.7%	5.50%	3.5%
外国債券	2.75%	4.0%	3.06%	5.8%
その他資産	6.63%	9.8%	5.17%(H15) ~6.35%(H35)	4.8%(H15) ~8.4%(H35)
合 計	2.12%	100.0%	1.65%(H15) ~1.93%(H35)	100.0%

T & Dフィナンシャル生命の新規投資計画における期待利回りおよび資産配分比

	平成16年3月末	
	期待利回り	資産配分比
短 資	0.04%	3.0%
国内債券	1.28%	69.0%
国内株式	6.44%	2.8%
外国債券	2.32%	22.0%
その他資産	4.13%	3.2%
合 計	1.71%	100.0%

(注1) 資産種類別の期待利回りについては、国内債券・一般貸付および外国債券は各社の運用計画(国内債券・一般貸付は年限・格付等を考慮、外国債券は通貨・ヘッジ比率を考慮)を反映した数値、その他の資産については統一した数値を使用しています。

(注2) 「その他資産」は不動産、外国株式、契約者貸付、プライベートエクイティ、ヘッジファンド等です。

4. 前提条件を変更した場合の影響（センシティブティ）

前提条件を変更した場合の各社のE Vに与える影響は以下のとおりです。

(1) 太陽生命

(単位：億円)

		E V増減額	E V額
割引率	6% 7%	94	3,313
	6% 5%	105	3,512
ソルベンシー・マージン比率	600% 700%	240	3,167
	600% 500%	236	3,643
運用利回り：+0.25%	全体	614	4,021
	新規投資のみ	286	3,693
運用利回り：-0.25%	全体	614	2,793
	新規投資のみ	287	3,120
解約失効率 (個人保険・個人年金保険に係る解約失効率)	前提条件×110%	10	3,397
	前提条件×90%	12	3,419

(2) 大同生命

(単位：億円)

		E V増減額	E V額
割引率	6% 7%	302	7,040
	6% 5%	343	7,686
ソルベンシー・マージン比率	600% 700%	95	7,246
	600% 500%	95	7,438
運用利回り：+0.25%	全体	833	8,176
	新規投資のみ	617	7,960
運用利回り：-0.25%	全体	833	6,508
	新規投資のみ	617	6,725
解約失効率 (個人保険・個人年金保険に係る解約失効率)	前提条件×110%	196	7,146
	前提条件×90%	218	7,560

(3) T & Dフィナンシャル生命

(単位：億円)

		E V 増減額	E V 額
割引率	6% 7%	7	4 2 2
	6% 5%	7	4 3 6
ソルベンシー・マージン比率	600% 700%	8	4 2 1
	600% 500%	8	4 3 7
運用利回り：+ 0.25%	全体	3 6	4 6 4
	新規投資のみ	1 6	4 4 4
運用利回り：- 0.25%	全体	3 6	3 9 2
	新規投資のみ	1 6	4 1 3
解約失効率 (個人保険・個人年金保険に係る解約失効率)	前提条件×110%	2	4 3 1
	前提条件×90%	2	4 2 6

5. 前年度からのE V変動要因(太陽生命および大同生命)

太陽生命および大同生命の前年度からのE Vの変動要因は以下のとおりです。

(単位：億円)

項目	金額	
	太陽生命	大同生命
平成15年3月末E V	1,824	4,320
株主配当等社外流出額(注1)	-	45
平成15年3月末E Vからの期待収益(注2、3)	109	213
前提条件と平成15年度実績の差異(注3)	1,185	1,136
前提条件の変更	34	1,486
平成15年度新契約E V	322	230
平成16年3月末E V(～の合計)	3,407	7,342

(注1) 太陽生命の平成15年3月末E Vは、株主配当等社外流出予定額を除いて算出されていたため、欄の数値はゼロとなる。

(注2) 年度始E V(上記-)を、前年度のE V計算に用いた割引率(太陽生命：6%、大同生命：5%)で割り戻した利息相当額。

(注3) 上記およびには、資産の含み損益(税引後)の増減額が含まれます。(太陽生命：1,252億円、大同生命：1,057億円)

6. ご使用にあたっての注意事項

E V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E V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、E Vは生命保険株式会社の企業価値を評価する一つの指標ですが、実際の株式の市場価値はE V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、E Vの使用にあたっては、十分な注意を払っていただく必要があります。

7. アクチュアリー・ファームの意見書の添付

太陽生命、大同生命およびT & Dフィナンシャル生命は、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・ジャパンに計算方法、前提条件の設定、T & D保険グループ3社の方法論の整合性および計算結果の妥当性の検証を依頼し、意見書を受領しております。

なお、当該意見書につきましては、T & Dホールディングスのホームページ（<http://www.td-holdings.co.jp/>）を参照ください。

以 上

この件に関するご照会は次にお願ひします。

株式会社T & Dホールディングス

総務部（広報担当） 熊谷 寛 TEL 03-3231-8685

2004年5月18日

太陽生命保険株式会社
取締役会 御中

ミリマン ジャパン
代表兼上席コンサルタント スティーブン・H・コンウィル

パートナー兼上席コンサルタント 伊熊 敏行

太陽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、太陽生命のエンベディッド・バリュー計算（2004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 ジャパン（ミリマン・インクの日本支社、以下「ミリマン」という）代表スティーブン・H・コンウィルは米国アクチュアリー会正会員、アメリカン・アカデミー・オブ・アクチュアリーズおよび日本アクチュアリー会（以下「IAJ」という）の会員である。ミリマン ジャパンのパートナー、伊熊敏行はIAJの正会員である。両名とも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基準は作成されておらず、世界的にもエンベディッド・バリュー計算に関する保険数理実務基準は現時点では生成段階にある。しかしながら、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は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、現在整備中のエンベディッド・バリューに関する実務基準の方向性を示すものとしてカナダおよ

び英国のガイドラインを参考にした。とりわけ、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*』、および英国保険協会編のアチーブド・プロフィット会計手法に関する文書を参考にした。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。

本意見書はミリマンの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・バリューに関する意見を記すにあたり、ミリマンは太陽生命ないし T&D ホールディングス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。投資家それぞれが太陽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

エンベディッド・バリューの計算方法と前提条件を設定するにあたり、ミリマンは太陽生命と緊密な共同作業を行い、また様々な数値計算に関して支援を提供した。太陽生命が主に計算方法の設定、前提条件の設定および計算結果の算出に責任を担う場合は、こうした計算方法、前提条件ないし計算結果に妥当性があることを確認するため太陽生命の作業をミリマンが検証した。ミリマンが計算方法の設定、前提条件の設定、計算結果の算出に責任を担う場合は、ミリマンの作業成果物は、太陽生命が検証を行い、さらにミリマン社内のピア・レビューも行った。

T&D保険グループ内の方法論の整合性

T&D 保険グループ会社である太陽生命は、同グループの他の2社と同様エンベディッド・バリューを公表している。ミリマンは、グループ内で適切な比較可能性が確保できるよう、同グループ各社と協力し、その方法と前提条件をレビューした。各社毎にマーケットと経営が異なるため、経験率前提が個社によって異なる。しかしながら、主要な経験率前提へのアプローチ及びエンベディッド・バリューの計算方法（例えば分配可能利益の定義や割引率）への全般的なアプローチはグループ内3社間において差はなく、割引キャッシュ・フロー分野のエキスパートである第三者による計算結果の比較分析を妨げるものではない。

信頼性

本プロジェクトの遂行にあたり、ミリマンは太陽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. 太陽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. 2004年3月末保有契約データおよびその他関連情報・データ
3. 保険金、営業保険料、責任準備金その他の値を含む契約データ・情報
4. 営業保険料、投資収益、給付金、解約返戻金、事業費、その他の支払および配当率の過去および将来予測値
5. 太陽生命から提供された事業計画およびその他のデータ・情報
6. 太陽生命が作成した解約・失効率、死亡率、罹病率等の経験率データ

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・バリュース計算結果

本意見書の対象となるのは、2004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	2,767
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	639
エンベディッド・バリュー合計	3,407
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	322

上記のエンベディッド・バリューには、評価日(2004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、専門家の間でも未だ開発段階にある資産負債リスク調整後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

ミリマンは、上述の注意点に則り、2004年3月末現在の太陽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

2004年5月18日

大同生命保険株式会社
取締役会 御中

ミリマン ジャパン
代表兼上席コンサルタント スティーブン・H・コンウィル

アクチュアリー・FIAJ、ASA 平林 宏治

大同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、大同生命のエンベディッド・バリュー計算（2004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 ジャパン（ミリマン・インクの日本支社、以下「ミリマン」という）代表スティーブン・H・コンウィルは米国アクチュアリー会正会員、アメリカン・アカデミー・オブ・アクチュアリーズおよび日本アクチュアリー会（以下「IAJ」という）の会員である。ミリマン ジャパンのアクチュアリーである平林宏治はIAJの正会員および米国アクチュアリー会の準会員である。両名とも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基準は作成されておらず、世界的にもエンベディッド・バリュー計算に関する保険数理実務基準は現時点では生成段階にある。しかしながら、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は広範なコンセンサスが存在するといえる。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、現在整備中のエンベディッド・バリューに関する実務基準の方向性を示すものとしてカナダおよ

び英国のガイドラインを参考にした。とりわけ、カナダ・アクチュアリー会編⁷ *Interim Draft Paper on the Considerations in the Determination of Embedded Value for Public Disclosure in Canada*⁸、および英国保険協会編のアチーブド・プロフィット会計手法に関する文書を参考にした。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。

本意見書はミリマンの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・バリューに関する意見を記すにあたり、ミリマンは大同生命ないし T&D ホールディングス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。投資家それぞれが大同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

エンベディッド・バリューの計算方法と前提条件を設定するにあたり、ミリマンは大同生命と緊密な共同作業を行い、また様々な数値計算に関して支援を提供した。大同生命が主に計算方法の設定、前提条件の設定および計算結果の算出に責任を担う場合は、こうした計算方法、前提条件ないし計算結果に妥当性があることを確認するため大同生命の作業をミリマンが検証した。ミリマンが計算方法の設定、前提条件の設定、計算結果の算出に責任を担う場合は、ミリマンの作業成果物は、大同生命が検証を行い、さらにミリマン社内のピア・レビューも行った。

T&D 保険グループ内の方法論の整合性

T&D 保険グループ会社である大同生命は、同グループの他の2社と同様にエンベディッド・バリューを公表している。ミリマンは、グループ内で適切な比較可能性が確保できるよう、同グループ各社と協力し、その方法と前提条件をレビューした。各社毎にマーケットと経営が異なるため、経験率前提が個社によって異なる。しかしながら、主要な経験率前提へのアプローチ及びエンベディッド・バリューの計算方法（例えば分配可能利益の定義や割引率）への全般的なアプローチはグループ内3社間において差はなく、割引キャッシュ・フロー分野のエキスパートである第三者による計算結果の比較分析を妨げるものではない。

信頼性

本プロジェクトの遂行にあたり、ミリマンは大同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. 大同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. 2004年3月末保有契約データおよびその他関連情報・データ
3. 保険金、営業保険料、責任準備金その他の値を含む契約データ・情報
4. 営業保険料、投資収益、給付金、解約返戻金、事業費、その他の支払および配当率の過去および将来予測値
5. 大同生命から提供された事業計画およびその他のデータ・情報
6. 大同生命が作成した解約・失効率、死亡率、罹病率等の経験率データ

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、2004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	3,348
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	3,994
エンベディッド・バリュー合計	7,342
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	230

上記のエンベディッド・バリューには、評価日(2004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。前提条件を選択する際、大同生命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に注意した。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、一組の決定論的な諸前提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、専門家の間でも未だ開発段階にある資産負債リスク調整後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

ミリマンは、上述の注意点に則り、2004年3月末現在の大同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、同社が選択した前提条件は、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られる。

以上

2004年5月18日

T&D フィナンシャル生命保険株式会社
取締役会 御中

ミリマン ジャパン
代表兼上席コンサルタント スティーブン・H・コンウィル

パートナー兼上席コンサルタント 伊熊 敏行

T&D フィナンシャル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、T&D フィナンシャル生命のエンベディッド・バリュー計算（2004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 ジャパン（ミリマン・インクの日本支社、以下「ミリマン」という）代表スティーブン・H・コンウィルは米国アクチュアリー会正会員、アメリカン・アカデミー・オブ・アクチュアリーズおよび日本アクチュアリー会（以下「IAJ」という）の会員である。ミリマン ジャパンのパートナー、伊熊敏行は IAJ の正会員である。両名とも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基準は作成されておらず、世界的にもエンベディッド・バリュー計算に関する保険数理実務基準は現時点では生成段階にある。しかしながら、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は広範なコンセンサスが存在するといえる。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、現在整備中のエンベディッド・バリューに関する実務基準の方向性を示すものとしてカナダおよ

び英国のガイドラインを参考にした。とりわけ、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*』、および英国保険協会編のアチーブド・プロフィット会計手法に関する文書を参考にした。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。

本意見書はミリマンの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・バリューに関する意見を記すにあたり、ミリマンは T&D フィナンシャル生命ないし T&D ホールディングス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 T&D フィナンシャル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

エンベディッド・バリューの算出作業である、前提条件、計算方法の設定および数値計算は、ミリマンおよび T&D フィナンシャル生命が共同で携わった。本意見書に記されている数値を含め、ミリマンが主として携わった作業は、T&D フィナンシャル生命が検証を行い、さらにミリマン社内のピア・レビューも行った。

T&D保険グループ内の方法論の整合性

T&D 保険グループ会社である T&D フィナンシャル生命は、同じグループの他の 2 社と同様エンベディッド・バリューを公表している。ミリマンは、グループ内で適切な比較可能性が確保できるよう、同グループ各社と協力し、その方法と前提条件をレビューした。各社毎マーケットと経営が異なるため、経験率前提が個社によって異なる。しかしながら、主要な経験率前提へのアプローチ及びエンベディッド・バリューの計算方法（例えば分配可能利益の定義や割引率）への全般的なアプローチはグループ内 3 社間において差はなく、割引キャッシュ・フロー分野のエキスパートである第三者による計算結果の比較分析を妨げるものではない。

信頼性

本プロジェクトの遂行にあたり、ミリマンは T&D フィナンシャル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. T&D フィナンシャル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. 2004 年 3 月末保有契約データおよびその他関連データ
3. 保険金、営業保険料、責任準備金その他の値を含む契約データ・情報
4. 営業保険料、投資収益、給付金、解約返戻金、事業費、その他の支払および配当率の過去および将来予測値
5. T&D フィナンシャル生命から提供された事業計画およびその他のデータ・情報
6. T&D フィナンシャル生命が作成した解約・失効率、死亡率、罹病率等の経験率データ

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・バリュース計算結果

本意見書の対象となるのは、2004 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	288
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	141
エンベディッド・バリュー合計	429
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	22

上記のエンベディッド・バリューには、評価日(2004 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、専門家の間でも未だ開発段階にある資産負債リスク調整後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

ミリマンは、上述の注意点に則り、2004年3月末現在のT&Dフィナンシャル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る。

以上