



平成18年5月17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18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 竹内致夫)は、平成18年3月末におけるT & D保険グループの生命保険会社3社のエンベディッド・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18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、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18年3月末	平成17年3月末	増減
EV	19,928	11,983	7,944
修正純資産(注1)	12,325	6,507	5,818
既契約の将来価値(注2)	7,602	5,476	2,126
うち新契約分(注3)	651	612	38

(注1) 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)+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

(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18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 18 年 3 月末	平成 17 年 3 月末	増減
E V	7, 1 7 8	3, 3 7 6	3, 8 0 2
修正純資産	5, 1 4 8	2, 7 1 0	2, 4 3 8
既契約の将来価値	2, 0 2 9	6 6 6	1, 3 6 3
うち新契約分	3 1 5	3 3 2	▲ 1 6

### (2) 大同生命

(単位：億円)

	平成 18 年 3 月末	平成 17 年 3 月末	増減
E V	1 2, 0 5 6	8, 2 5 5	3, 8 0 1
修正純資産	6, 6 7 1	3, 5 7 7	3, 0 9 3
既契約の将来価値	5, 3 8 4	4, 6 7 7	7 0 7
うち新契約分	3 6 0	2 9 8	6 1

### (3) T&Dフィナンシャル生命

(単位：億円)

	平成 18 年 3 月末	平成 17 年 3 月末	増減
E V	6 9 3	3 5 1	3 4 1
修正純資産	5 0 5	2 1 8	2 8 6
既契約の将来価値	1 8 8	1 3 2	5 5
うち新契約分 (注)	▲ 2 4	▲ 1 8	▲ 6

(注) 平成 18 年 3 月末のうち新契約分には、平成 17 年 8 月に販売を停止した営業職員チャネルにかか  
る新契約E Vを含んでおります。なお、営業職員チャネルを除いた、変額個人年金保険のみの新  
契約E Vは▲21 億円です。

### 3. 主要な前提条件

#### (1) E V計算上の主要な前提条件

項目	設定方法
割引率	6.5% 期末の無リスク金利（10年国債利回り：1.77%）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①～③参照） 太陽生命：2.74%、大同生命：2.81% T&Dフィナンシャル生命：1.65%
必要ソルベンシー・マージン比率	600% 将来にわたって維持する前提。
保険事故発生率	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。

#### (2) 各社の新規投資における期待利回りおよび資産配分比

##### ①太陽生命

	平成18年3月末		平成17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	0.08%	2.6%	0.04%	2.3%
国内債券・一般貸付	1.77%	66.2%	1.24%	68.5%
国内株式	6.77%	14.5%	6.34%	10.7%
外国債券	2.00%	9.7%	2.07%	12.2%
その他資産	5.64%	6.9%	4.96%	6.3%
合計	2.74%	100.0%	2.09%	100.0%

##### ②大同生命

	平成18年3月末		平成17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	0.08%	11.5%	0.04%	12.3%
国内債券・一般貸付	1.56%	54.9%	0.91%	59.1%
国内株式	6.77%	16.3%	6.34%	12.4%
外国債券	3.68%	5.4%	2.66%	3.8%
その他資産	5.41%	11.9%	6.04%	12.3%
合計	2.81%	100.0%	2.18%	100.0%

③ T&Dフィナンシャル生命

	平成 18 年 3 月末		平成 17 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	0.08%	3.1%	0.04%	3.5%
国内債券	1.66%	94.9%	1.15%	76.5%
国内株式	—	—	6.34%	2.0%
外国債券	—	—	1.80%	11.5%
その他資産	3.60%	2.0%	5.54%	6.5%
合 計	1.65%	100.0%	1.58%	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EVに与える影響は以下のとおりです。

(1) 太陽生命

(単位：億円)

		EV増減額	EV額
割引率	6.5%→7.5%	▲200	6,978
	6.5%→5.5%	228	7,407
ソルベンシー・マージン比率	600%→700%	▲288	6,890
	600%→500%	283	7,461
運用利回り：+0.25%	全体	587	7,766
	新規投資のみ	192	7,371
運用利回り：-0.25%	全体	▲587	6,591
	新規投資のみ	▲192	6,986
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%	▲64	7,113
	前提条件×90%	69	7,247
事業費率(契約維持に関する事業費)	前提条件×110%	▲136	7,041
	前提条件×90%	136	7,315

## (2) 大同生命

(単位：億円)

		E V 増減額	E V 額
割引率	6.5%→7.5%	▲ 5 0 8	1 1, 5 4 8
	6.5%→5.5%	5 8 9	1 2, 6 4 5
ソルベンシー・マージン比率	600%→700%	▲ 1 9 0	1 1, 8 6 5
	600%→500%	1 8 6	1 2, 2 4 2
運用利回り：+0.25%	全体	6 4 1	1 2, 6 9 7
	新規投資のみ	4 9 0	1 2, 5 4 6
運用利回り：-0.25%	全体	▲ 6 8 8	1 1, 3 6 7
	新規投資のみ	▲ 5 3 2	1 1, 5 2 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 6 1	1 1, 7 9 4
	前提条件×90%	2 9 1	1 2, 3 4 7
事業費率 (契約維持に関する事業費)	前提条件×110%	▲ 1 5 6	1 1, 8 9 9
	前提条件×90%	1 5 6	1 2, 2 1 2

## (3) T&amp;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	6.5%→7.5%	▲ 3	6 8 9
	6.5%→5.5%	3	6 9 6
ソルベンシー・マージン比率	600%→700%	▲ 1 0	6 8 2
	600%→500%	1 0	7 0 3
運用利回り：+0.25%	全体	3 4	7 2 8
	新規投資のみ	2 2	7 1 5
運用利回り：-0.25%	全体	▲ 4 3	6 4 9
	新規投資のみ	▲ 2 3	6 6 9
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%	▲ 3	6 8 9
	前提条件×90%	5	6 9 8
事業費率 (契約維持に関する事業費)	前提条件×110%	▲ 1 4	6 7 8
	前提条件×90%	1 4	7 0 7

## 5. 前年度からのE V変動要因

太陽生命、大同生命およびT&Dフィナンシャル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	T&Dフィナンシャル生命	合 計
①平成17年3月末E V	3, 376	8, 255	351	11, 983
②株主配当等社外流出額	▲22	▲87	—	▲109
③平成17年3月末E Vからの期待収益(注1)、(注2)	201	490	21	713
④前提条件と平成17年度実績の差異(注2)、(注3)	2, 286	2, 483	355	5, 125
⑤前提条件の変更	1, 021	554	▲11	1, 564
⑥平成17年度新契約E V(注4)	315	360	▲24	651
⑦平成18年3月末E V(①～⑥の合計)	7, 178	12, 056	693	19, 928

(注1) 年度始E V(上記①+②)を、前年度のE V計算に用いた割引率で割り戻した利息相当額。

(注2) 上記③および④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：2,189億円、大同生命：2,678億円、T&Dフィナンシャル生命：9億円)

(注3) T&Dフィナンシャル生命の④には、平成18年3月に実施した増資による増加318億円(諸費用差引き後)が含まれます。

(注4) T&Dフィナンシャル生命の⑥には、平成17年8月に販売を停止した営業職員チャネルにかかる新契約E Vを含んでおります。なお、営業職員チャネルを除いた、変額個人年金保険のみの新契約E Vは▲21億円です。

## 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

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。

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

広報部 熊谷 寛 TEL 03-3231-8684



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

2006年5月15日

株式会社 T&Dホールディングス  
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

T&D保険グループ（T&Dホールディングス傘下の3生命保険会社）  
のエンベディッド・バリュース計算に関する意見書

本意見書は、T&Dホールディングス傘下の3生命保険会社（以下、3生保会社）のエンベディッド・バリュー（3生保会社の合計額およびその内訳）計算（2006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・バリュース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・バリュース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・バリュース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・バリュース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。更に、T&Dホールディングスは今回公表のエンベディッド・バリューをヨーロッパ・エンベディッド・バリュー原則準拠（E E V原則準拠）とは記述していないが、ミリマンは、ヨーロッパでの The CFO Forum による『*European Embedded Value Principles*』と付随する『*The Basis for Conclusions*』も本意見書作成にあたり考慮した。

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ホールディングスなし、その傘下3生保会社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ホールディングスおよび3生保会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T&Dホールディングスおよび3生保会社それぞれ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。T&Dホールディングス傘下の生保会社側で、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当該生命保険会社側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、当該生命保険会社が検証を行い、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ホールディング傘下3生保会社各社は、それぞれエンベディッド・バリューを計算し、T&D保険グループとして3生保会社のエンベディッド・バリューの合計額およびその内訳を公表している。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・

バリュウの計算方法（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傘下3生保会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ホールディングス傘下3生保会社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. 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. 2006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. 3生保会社から提出された事業計画およびその他のデータ・情報
6. 3生保会社が策定した解約・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・バリュウ計算結果

本意見書の対象となるのは、2006年3月末現在のエンベディッド・バリュウである。その概要は次の通りである。

T&D保険グループ（3生保会社合計）（単位：億円）

項目	金額
修正純資産	12,325
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	7,602
エンベディッド・バリュウ合計	19,928
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	651

傘下3生保会社の内訳は以下の通り：

## 太陽生命

(単位：億円)

項目	金額
修正純資産	5,148
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	2,029
エンベディッド・バリュー合計	7,178
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	315

## 大同生命

(単位：億円)

項目	金額
修正純資産	6,671
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	5,384
エンベディッド・バリュー合計	12,056
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	360

## T&amp;Dフィナンシャル生命 (単位：億円)

項目	金額
修正純資産	505
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	188
エンベディッド・バリュー合計	693
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	(24)

上記のエンベディッド・バリューには、評価日（2006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、T&Dフィナシャル生命の変額年金ブロックに関する最低保証リスクを除いて、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、2006年3月末現在のT&Dホールディングス傘下の3生命保険会社のエンベディッド・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