



一人ひとり一つひとつを大切に。

三井住友海上きらめき生命

三井住友海上きらめき生命保険株式会社

人事総務部 〒101-8458 東京都千代田区神田錦町 3-11-1

TEL:03-5282-7111(代表)

<http://www.ms-kirameki.com>

平成20年度末エンベディッド・バリューのお知らせ

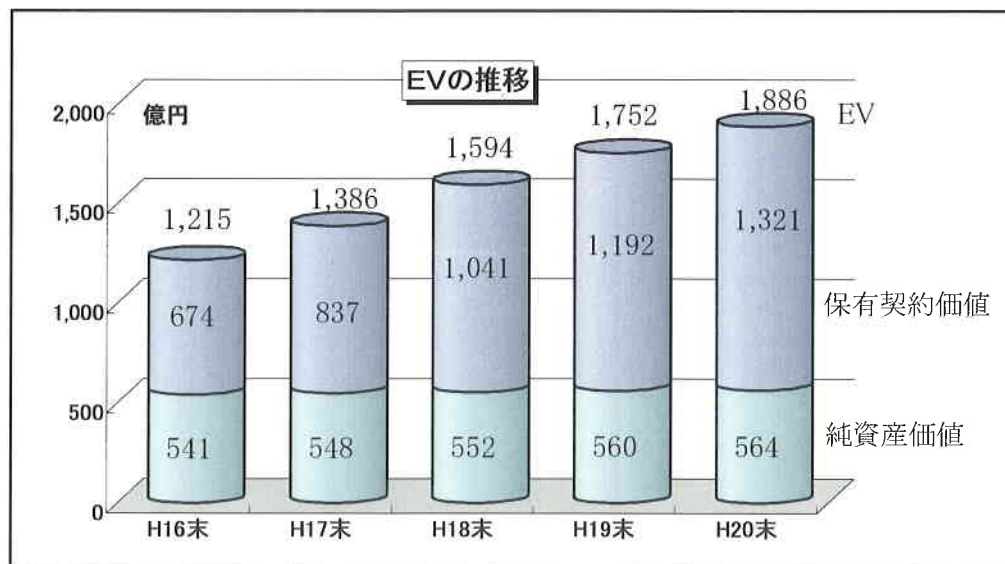
三井住友海上きらめき生命保険株式会社（社長 佐々木 静）の平成20年度末におけるエンベディッド・バリュー（Embedded Value：以下「EV」という）をお知らせいたします。

EVは生命保険会社の企業価値を表す指標の一つとして開発されたものであり、当社の業績指標の一つとして開示します。

【概要】

平成20年度末EVは1,886億円となり、前年度末対比で133億円(7.6%)増加しました。

平成8年10月開業以来、累計投下資本550億円に対して年平均13.9%の価値増加を果たして来ました。



【添付資料】

1. 平成20年度末エンベディッド・バリューについて
2. 三井住友海上きらめき生命のエンベディッド・バリュー計算に関する意見書

本件に関するお問い合わせ先

三井住友海上きらめき生命保険株式会社

人事総務部 社会コミュニケーショングループ長 山口 高顕

経理財務部 主計グループ長 鈴木 登

TEL: 03-5282-8505

平成 20 年度末エンベディッド・バリューについて

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：以下「E V」という）とは、生命保険会社の企業価値評価に使われる指標の一つであり、評価時点での純資産価値（投下資本と既に会計上認識した損益）に保有契約が将来生む利益の現在価値を加えたものです。

法定会計では生命保険の特性から販売時に集中的にコストが発生し、利益が得られるまで時間を要する等、当期の業績の評価には使用しづらい一面がありますが、E Vは保有契約の将来の利益を現在価値として認識することにより、生命保険会社の収益性をより合理的に表している指標と言えます。

2. 平成 20 年度末 E V

（単位：億円）

	平成 18 年度末		平成 19 年度末		平成 20 年度末	
		増減額		増減額		増減額
E V	1, 594	208	1, 752	158	1, 886	133
純資産価値	552	3	560	7	564	4
保有契約価値	1, 041	204	1, 192	150	1, 321	128
うち新契約価値	83	△23	53	△29	58	4

（注 1）純資産価値は、以下の算式により計算しています。

$$\begin{aligned} \text{純資産価値} = & \text{貸借対照表の資本の部} - \text{株式等評価差額金} \\ & + \text{価格変動準備金(税引後)} + \text{危険準備金(同)} \\ & + \text{一般貸倒引当金(同)} - \text{退職給付の未積立債務(同)} \\ & + \text{保有契約価値計算に含めない有価証券に係る含み損益(同)} \end{aligned}$$

（注 2）保有契約価値とは、保有契約について以下の算式により計算した将来の一定期間の利益を、割引率で割り引いた現在価値の合計です。

$$\begin{aligned} \text{利益} = & \text{保険料} + \text{資産運用収益} + \text{再保険収入} - \text{保険金等支払金} - \text{再保険料} \\ & - \text{責任準備金繰入} - \text{事業費等} - \text{配当準備金繰入} - \text{法人税等} - \text{資本コスト} \end{aligned}$$

資本コストとは、前提のソルベンシー・マージン比率を維持するために必要な資本等に係るコスト（割引率と運用利回りの差から生じる利息相当額）です。

（注 3）新契約価値とは、E V 総額のうち当年度に獲得した新契約分の数値を表しています。

3. 主要な前提条件

保有契約価値の算出における主要な前提条件は以下のとおりです。

項目	平成 19 年度末	平成 20 年度末
保険事故発生率	直近 3 年の支払実績および 業界統計データより設定	同左
解約率	直近 3 年の解約実績および 業界統計データより設定	同左
経費	直近年度の経費実績に基づ き設定	同左
資産運用 (新規投資利回りは直 近年度の平均利回りと して設定)	新規資金を主に 10 年、20 年および 30 年国債に投資 する。 新規投資利回り 10 年国債 ----- 1.59% 20 年国債 ----- 2.13% 30 年国債 ----- 2.38% 主な年度の運用利回り H21 年度 1.82% H25 年度 2.00% H30 年度 2.04% H35 年度 2.05%	新規資金を主に 10 年、20 年および 30 年国債に投資 する。 新規投資利回り 10 年国債----- 1.43% 20 年国債----- 2.09% 30 年国債----- 2.26% 主な年度の運用利回り H21 年度 1.88% H25 年度 1.83% H30 年度 1.94% H35 年度 1.96%
実効税率	直近の実績(36.15%)	同左
リバ ンシ ー・マ ー ジ ン 比 率	800%を維持する	同左
割引率 (無リスク金利+リスク プレミアムを基準に設定)	7%	同左

4. 平成 20 年度 E V 増減額の内訳

平成 20 年度における E V 増加額 133 億円の内訳は以下のとおりです。

(単位：億円)

要因	平成 20 年度増減額
新契約価値	58
前年度末 E V からの期待収益 ^(注1)	83
想定と実績の差等 ^(注2)	28
金利変動等投資関連の影響	△36
合計	133

(注 1) E V は割引率を使用して計算するため、計算時点が 1 年進むことによる E V の増加額で、前年度末の保有契約価値および必要資本に割引率を乗じた金額です。

(注 2) 保険事故発生率、解約率、経費の前提条件を更新したことによる変動額等です。

5. 前提条件を変更した場合の影響

前提条件を変更した場合の E V への影響額は以下のとおりです。

(単位：億円)

前提条件の変更		E V への影響額	E V 額
保険事故発生率	0.9 倍とした場合	+101	1,987
	1.1 倍とした場合	△100	1,785
解約率	0.9 倍とした場合	+34	1,920
	1.1 倍とした場合	△30	1,855
経費(除く、募集手数料)	0.9 倍とした場合	+38	1,924
	1.1 倍とした場合	△38	1,848
新規投資利回り	0.25%上昇した場合	+73	1,959
	0.25%低下した場合	△74	1,811
リベンジ・マージン比率	800% → 600%に変更	+0	1,886
	800% → 1000%に変更	△0	1,885
割引率	7% → 6%に変更	+117	2,003
	7% → 8%に変更	△100	1,785

6. 独立した第三者機関による妥当性の検証

当社は、計算の前提条件、計算方法および計算結果の妥当性につき、専門的能力と実務上の経験を有する独立した第三者機関（アクチュアリー・ファーム）であるミリマン・インクに検証を依頼し、添付の意見書を得ております。

<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。従いまして、EVは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。

以 上

2009年5月18日

三井住友海上きらめき生命保険株式会社
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

三井住友海上きらめき生命のエンベディッド・バリュース計算に関する意見書

本意見書は、三井住友海上きらめき生命保険株式会社（以下、「御社」）のエンベディッド・バリュース計算（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・バリュース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・バリュエ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おりません。

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三井住友海上グループホールディングス株式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ト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ト出力結果

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	564
税引き後・資本コスト控除後 既契約価値	1,321
エンベディッド・バリュー合計	1,886
評価日時点における直近一年間の新契約の価値	58

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、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ます。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