

平成20年5月30日

第一生命保険相互会社  
第一フロンティア生命保険株式会社

## 平成20年3月末エンベディッド・バリューの開示について

第一生命保険相互会社（社長 斎藤 勝利、以下「第一生命」）および第一フロンティア生命保険株式会社（社長 高野 茂徳、以下「第一フロンティア生命」）は、平成20年3月末におけるエンベディッド・バリューを以下のとおり開示いたします。

### 1. エンベディッド・バリューについて

エンベディッド・バリュー（Embedded Value：潜在価値と訳される。以下、EV）は、「貸借対照表上の純資産の部の金額に必要な修正を加えた修正純資産（注1）」と、「保有契約から生じる将来の税引後利益（法定の責任準備金積立を前提とし、一定水準の資本を維持する費用を控除した後の利益）の現在価値である保有契約価値（注2）」を合計したものであり、株主に帰属する企業価値を表す指標のひとつです。

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時間がかかります。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できると考えられています。

EVには複数の計算手法がありますが、今回第一生命および第一フロンティア生命が開示するEVはトラディショナル・エンベディッド・バリューと呼ばれるものです（今後、欧州を中心に普及しつつあるヨーロッパ・エンベディッド・バリュー等についても研究を続けてまいります）。

（注1）修正純資産 = 純資産の部計（基金、評価・換算差額等合計、社外流出予定額を除く）+ 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）（税引後）+ 一般貸倒引当金（税引後）+ 有価証券等（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）+ 貸付金の含み損益（税引後）- 退職給付の未積立債務（税引後）

（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。第一生命は現在相互会社ですが、株式会社化および上場に関する方針を決定したことを踏まえ（平成20年3月27日付プレスリリース参照）株式会社に準ずる資本コストを認識することとしています。

## 2. 各社の平成20年3月末E V

第一生命および第一フロンティア生命の各社単独でのE Vは以下のとおりです。

### (1) 第一生命

第一生命の平成20年3月末のE Vは31,877億円となり、前年度末対比で14,375億円減少しました。

(単位：億円)

	平成19年3月末	平成20年3月末	増減
E V	46,253	31,877	14,375
修正純資産	35,298	24,999	10,299
保有契約価値	10,954	6,878	4,076
E V(うち当年度新契約分)	813	570	243

### (2) 第一フロンティア生命

第一フロンティア生命(平成19年10月営業開始)の平成20年3月末のE Vは416億円となりました。

(単位：億円)

	平成20年3月末
E V(注1)	416
修正純資産	367
保有契約価値	49
E V(うち当年度新契約分)(注2)	34

(注1) 第一フロンティア生命は第一生命から出資を受けているため、両社のE Vの合計は第一生命グループのE Vを表すものではありません。

(注2) 「E V(うち当年度新契約分)」がマイナスとなっているのは、開業後間もないことから、事業維持のための固定的経費が平成19年度新契約から得られる収益に対して大きいからです。

### 3. 主要な前提条件

#### (1) EV計算上の主要な前提条件

##### 第一生命

項目	平成19年3月末	平成20年3月末
割引率	6.7% 期末のリスクフリーレート(10年国債利回り:1.65%)にリスクプレミアム(5.0%)を上乗せした数値をもとに設定。	6.3% 期末のリスクフリーレート(10年国債利回り:1.28%)にリスクプレミアム(5.0%)を上乗せした数値をもとに設定。
運用利回り	年度末の資産占率および資産毎の期待利回りに応じて設定(下表(2)参照)	年度末の資産占率および資産毎の期待利回りに応じて設定(下表(2)参照)
ソルベンシー・マージン比率	600%を将来にわたって維持する前提。	600%を将来にわたって維持する前提。
保険事故発生率	直近3年間の実績に基づき設定。	直近3年間の実績に基づき設定。
解約失効率	直近3年間の実績に基づき設定。	直近3年間の実績に基づき設定。
事業費率	直近1年間の実績に基づき設定。	直近1年間の実績に基づき設定。
実効税率	直近の実効税率に基づき設定(36.07%)	直近の実効税率に基づき設定(36.08%)

##### 第一フロンティア生命

項目	平成20年3月末
割引率	6.3% 期末のリスクフリーレート(10年国債利回り:1.28%)にリスクプレミアム(5.0%)を上乗せした数値をもとに設定。
特別勘定資産収益率	保険種類ごとのポートフォリオおよび第一生命の資産毎の期待利回り等に基づき設定。
ソルベンシー・マージン比率	600%を将来にわたって維持する前提。
保険事故発生率	過去の実績および第一生命の実績等に基づき設定。
解約失効率	過去の実績および第一生命の実績等に基づき設定。
事業費率	過去の実績および事業計画に基づき設定。
実効税率	直近の実効税率に基づき設定(36.21%)

#### (2) 資産毎の期待利回り(第一生命)

	平成19年3月末	平成20年3月末
短資	0.50%	0.50%
確定利付資産	1.80%	1.54%
国内株式	5.15%	4.78%
外国債券	4.15%	3.78%
その他資産	3.00%	2.26%
合計	2.72%	2.26%

#### 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への影響は以下のとおりです。

##### (1) 第一生命

(単位：億円)

		E V増減額	E V額
割引率	6.3% 7.3%	1,149	30,728
	6.3% 5.3%	1,370	33,248
運用利回り	+ 0.25%	3,855	35,733
	- 0.25%	3,866	28,011
ソルベンシー・マージン 比率	600% 700%	1,691	30,186
	600% 500%	1,546	33,424
事業費率	1.1 倍	1,069	30,808
	0.9 倍	1,058	32,936
解約失効率	1.1 倍	397	31,479
	0.9 倍	444	32,322
保険事故発生率	1.1 倍	2,486	29,391
	0.9 倍	2,530	34,408

##### (補足)

「E V (うち当年度新契約分)」に関して、トラディショナル・エンベディッド・バリューとマーケット・コンシステント・エンベディッド・バリュー (市場整合的E V。以下、M C E V) の差異を踏まえつつ、割引率・運用利回りにリスクフリーレートを用いて (注1) 試算した場合の「E V (うち平成19年度新契約分)」は1,539億円 (注2) となります。

(注1) M C E Vでは、割引率・運用利回りにリスクフリーレートを用いて計算します。

(注2) 本来のM C E V算出にあたっては、オプションコストや非フィナンシャル・リスクに係る費用を勘案するため、実際の新契約分M C E Vは当該金額より小さくなることを見込まれます。

割引率および運用利回りは評価日現在のリスクフリーレートであり、金利スワップレート (仲値) を使用しています。計算に使用した金利スワップレートの年限別数値の概要は次のとおりです。

金利スワップレート（平成20年3月31日）

1年	2年	3年	4年	5年
0.915%	0.898%	0.939%	0.988%	1.043%
10年	15年	20年	25年	30年
1.462%	1.804%	2.041%	2.184%	2.264%

（2）第一フロンティア生命

（単位：億円）

		E V 増減額	E V 額
割引率	6.3% 7.3%	7	409
	6.3% 5.3%	8	425
特別勘定資産収益率	+ 0.25%	1	418
	- 0.25%	3	413
ソルベンシー・マージン 比率	600% 700%	5	411
	600% 500%	5	422
事業費率	1.1 倍	0	415
	0.9 倍	0	417
解約失効率	1.1 倍	0	416
	0.9 倍	0	416
保険事故発生率	1.1 倍	0	416
	0.9 倍	0	417
特別勘定の資産価値が即時に 10% 下落		28	388

## 5. 平成19年3月末からの変動要因

平成19年3月末からの第一生命のE Vの変動要因は以下のとおりです（なお、第一フロンティア生命については、平成19年10月に営業を開始したことから、記載していません）。

（単位：億円）

項目	金額
平成19年3月末E V	46,253
平成19年3月末E Vからの期待収益（注1）	3,098
前提条件と平成19年度実績の差異（注2）	13,249
前提条件変更の影響	4,795
平成19年度新契約E V	570
平成20年3月末E V	31,877

（注1）E Vの計算においては将来の収益を割引率で割り引いているため、時間の経過とともに割り引かれた価値が解放されることによるものが「平成19年3月末E Vからの期待収益」です。

（注2）当該差異には、有価証券の含み損益（税引後）の増減額（12,539億円）が含まれます。

## 6. 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、前提条件の変化により、将来のE Vの値が大きく変動することもあります。

特に、第一フロンティア生命については、平成19年10月に営業を開始しましたので、生命保険事業に係る実績はわずか6ヶ月ほどに過ぎません。第一フロンティア生命の保険契約の保険期間は10年以上の長期にわたるため、将来の利益を予測する際の前提条件については、今後さらなる実績を踏まえて検証し、より精度を高めていく必要があると考えています。

以上のように、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. 第三者意見

第一生命および第一フロンティア生命は、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）であるティリングハストに、各社のE Vについて検証を依頼し、以下の意見書を受領しています。

## 第一生命の2007年3月31日現在および2008年3月31日現在のエンベディッド・バリューについてのティリングハストの意見

タワーズペリンのティリングハスト・インシュアランス・コンサルティング部門(以下「ティリングハスト」)は、第一生命保険相互会社(以下「第一生命」)によって計算された2007年3月31日現在および2008年3月31日現在の第一生命のエンベディッド・バリューに関して、適用された評価方法と前提および計算結果の検証を行いました。

第一生命は現在相互会社ですが、エンベディッド・バリューの計算にあたっては、株式会社の場合と同様の基準で価値を評価しています。

ティリングハストの意見は以下のとおりです。

- 適用された評価方法は、従来から行われている保険数理的企業価値評価方法(決定論的シナリオによる将来収支予測結果に割引率を適用して計算基準日現在の価値を求める方法)に関する業界実務と整合的なものです。
- 経済前提は相互に整合的であり、計算基準日時点の経済状況を参照して設定されています。
- 死亡率、発生率、継続率、事業費等の事業前提は、第一生命の事業の特性を考慮し、過去、現在および将来期待される実績を適切に反映して設定されています。
- ティリングハストはさらに計算結果についても検証を行っています。これは、計算モデル、計算過程および計算内容の全てについての詳細な検証ではありませんが、これらの検証の結果、ティリングハストは、開示される計算結果が、全ての重要な面において本開示資料に記述された計算方法および計算前提に基づいて計算されていると考えます。
- リスク評価は単一のリスク割引率および必要資本水準についての前提を適用する方法によって行われており、従来から行われている保険数理的企業価値評価方法に関する業界実務と整合的に行われています。このようなリスク評価は、各キャッシュフローについて市場で取引されている類似の金融商品と整合的に評価を行う方法(いわゆる市場整合的手法)とは必ずしも一致するものではありません。

ティリングハストによる検証は、第一生命のために行われたものであり、検証を行ってこれらの結論に至るに当たり、ティリングハストは第一生命より提供された数多くの資料に大きく依拠しています。これら資料についてのティリングハストによる独立した確認作業は行われていません。

エンベディッド・バリューの計算で使用する将来予測は、現在および将来の事業環境について設定された様々な前提に基づいて計算されますが、いかに前提が妥当に設定されていたとしても、実際の結果は予測結果から乖離するものであることにご留意ください。

また、エンベディッド・バリューは市場価値についての意見を表明することを意図するものではなく、そのように解釈されるべきでもありません。

この意見は第一生命との契約に基づき、第一生命のみに対して提供されるものです。適用される法律において許容される限り、ティリングハストは、弊社が行った検証作業や弊社が作成した意見および意見に含まれる記述内容について、第一生命以外のいかなる第三者に対しても、一切責任、注意義務あるいは債務を負いません。

## 第一フロンティア生命の2008年3月31日現在のエンベディッド・バリュースについて のティリングハストの意見

タワーズペリンのティリングハスト・インシュアランス・コンサルティング部門（以下「ティリングハスト」）は、第一フロンティア生命保険株式会社（以下「第一フロンティア生命」）によって計算された2008年3月31日現在の第一フロンティア生命のエンベディッド・バリューに関して、適用された評価方法と前提および計算結果の検証を行いました。

ティリングハストの意見は以下のとおりです。

- 適用された評価方法は、従来から行われている保険数理的企業価値評価方法（決定論的シナリオによる将来収支予測結果に割引率を適用して計算基準日現在の価値を求める方法）に関する業界実務と整合的なものです。
- 経済前提は相互に整合的であり、計算基準日時点の経済状況を参照して設定されています。
- 死亡率、発生率、継続率、事業費等の事業前提は、第一フロンティア生命の事業の特性を考慮し、過去、現在および将来期待される実績を適切に反映して設定されています。
- ティリングハストはさらに計算結果についても検証を行っています。これは、計算モデル、計算過程および計算内容の全てについての詳細な検証ではありませんが、これらの検証の結果、ティリングハストは、開示される計算結果が、全ての重要な面において本開示資料に記述された計算方法および計算前提に基づいて計算されていると考えます。
- リスク評価は単一のリスク割引率および必要資本水準についての前提を適用する方法によって行われており、従来から行われている保険数理的企業価値評価方法に関する業界実務と整合的に行われています。このようなリスク評価は、各キャッシュフローについて市場で取引されている類似の金融商品と整合的に評価を行う方法（いわゆる市場整合的手法）とは必ずしも一致するものではありません。

ティリングハストによる検証は、第一フロンティア生命のために行われたものであり、検証を行ってこれらの結論に至るに当たり、ティリングハストは第一フロンティア生命より提供された数多くの資料に大きく依拠しています。これら資料についてのティリングハストによる独立した確認作業は行われていません。

エンベディッド・バリューの計算で使用する将来予測は、現在および将来の事業環境について設定された様々な前提に基づいて計算されますが、いかに前提が妥当に設定されていたとしても、実際の結果は予測結果から乖離するものであることにご留意ください。

また、エンベディッド・バリューは市場価値についての意見を表明することを意図するものではなく、そのように解釈されるべきでもありません。

この意見は第一フロンティア生命との契約に基づき、第一フロンティア生命のみに対して提供されるものです。適用される法律において許容される限り、ティリングハストは、弊社が行った検証作業や弊社が作成した意見および意見に含まれる記述内容について、第一フロンティア生命以外のいかなる第三者に対しても、一切責任、注意義務あるいは債務を負いません。

以上