

## 事例紹介

# 日印生命保険合弁会社

提供するサービス：取引に係る評価レビュー

セクター・業種： 保険



## インド大手銀行向け日印合弁企業の評価レビュー (バリュエーション)

当社のクライアントであるインドの大手銀行は、日印生命保険のジョイントベンチャー（JV）の持分の一部を日本のパートナーに売却するよう命じられました。お客様と外国のJVパートナーは、JVの価値を確認するため、それぞれ著名な評価人を任命しました。

クライアントはNexdigmに、銀行の評価人（Appointed Valuer）が評価額に到達するために採用した方法論と仮定を検討し、日本のパートナーとの交渉のためのインプットを提供するように依頼しました。

### アプローチ

当社の評価レビューは、フェーズに分かれています。

**フェーズ1**：評価手法の見直し

**フェーズ2**：交渉要因の特定

当社はまず、インドの生命保険セクターとそのオペレーション、キードライバー、競合、最近の同セクターの取引などを分析しました。

鑑定価格のドラフトやその他の提供された情報を分析した後、全体的な視点を得るために、クライアント、JV、選任された評価者と事前協議を行いました。

**フェーズ1**：評価手法の見直し

お客様の最大の懸念は、指定された評価人が適用した評価方法が、インド保険規制開発庁（IRDAI）の規制および外国為替管理法（FEMA）に準拠しているかどうかということでした。

### インド保険規制開発庁（IRDAI）

インドアクチュアリー会は、IRDAIの規制のもと、新規株式公開（IPO）のために生命保険会社のエンベディッド・バリュエーション（EV）を決定するための Actuarial Practice Standard 10を規定しています。同基準では、エンベディッド・バリュエーション（EV）の決定基準として、Market Consistent Embedded Value (MCEV)と同様のIndian Embedded Value (IEV)を規定しています。

JVのEVの計算において、指定評価人は伝統的エンベディッド・バリュエーション（Total Enterprise Value (TEV・総企業価値)）の手法を採用しています。

数理実務基準第10号はIPOに関するものであり、お客様の取引に直接影響を与えるものではありません。従って、Nexdigmは、使用された手法はIRDAI基準に違反しないと判断しました。

### 外国為替管理法（FEMA）

インド準備銀行は、外国直接投資（FDI）の価格設定ガイドラインを発行し、国際的に認められた価格設定方法に従って評価を行うことを義務付けました。

Total Enterprise Value (TEV・総企業価値) ベースの評価は、生命保険会社の評価方法として著名であるため、NexdigmはFEMAに準拠した評価であると結論付けました。

## フェーズ2：交渉要因の特定

お客様が評価方法に納得された後、評価額の見直しを行い、潜在的な交渉要素についてアドバイスしました。提案は以下の通りです。

### 構造的価値 (SV)

SVを計算する際、任命された評価者は経営者の10年間の事業計画を考慮したが、事業の継続性をSVに考慮しなかった。

多くの企業（特に新規設立の企業）は継続企業の前提から価値の大部分を引き出しているため、Nexdigmは事業の継続性を評価に組み込むべきであると提言しました。

### リスク割引率(RDR)

任命された評価人によるリスク割引率(RDR)は、資本資産価格モデルとシーエヌエックスニフティ指数のCNXファイナンス・インデックスのベータ値を使用しています。

CNXファイナンス・インデックスは銀行とノンバンク金融会社(NBFC)にのみ関係し、保険会社には関係しません。この評価では、生命保険会社のキャッシュフローの大部分が低リスクの負債性金融商品への投資であることを考慮せず、主に積極的な経営計画を理由に、JVを高いリスク割引率(RDR)で評価しました。

当社は、上記の事実を踏まえ、リスク割引率(RDR)を引き下げるべきであると提言しました。

### エンベディドバリュー (EV) マルチプル

EVの保有契約価値(Value-in-Force・VIF)もSVで使用したのと同じリスク割引率(RDR)で評価した。日本のJVパートナーは、インカムアプローチに基づく価値とは別に、EVマルチプルを中心に評価交渉のベンチマークとすることを希望していた。

VIFは評価日時点の保有契約価値であり、将来の契約価値であるSVよりも確実な価値を表します。

VIFとSVを同じRDRで評価すると、VIFが過小評価されるため、EVマルチプルに基づく評価に歪みが生じます。

Nexdigmは、EVマルチプルを交渉の対象としなければならない場合、そのリスクに見合ったRDRを使用して新しいVIFを計算しなければならないことを推奨した。

### ソルベンシーレシオと将来支出する資金

評価は、将来充当資金(Funds for Future Appropriation・FFA)をソルベンシー比率の一部として考慮するシナリオと、考慮しないシナリオの2つに基づいて行われました。

FFAをソルベンシー比率の計算に考慮しない場合、ソルベンシー要件を満たすために新たな準備金が必要となるため、株主帰属利益が減少し、評価額が減少することになります。

Nexdigmは、ソルベンシー比率の計算にFFAを使用することは許容されており、これらのルール(すなわち、より高いFFAに裏付けられた評価額)が変更される兆候はないことを提言した。

### 独占権

積極的な経営計画では、JVは顧客と独占契約を結んでいなかったものの、保険販売において銀行の保証(顧客の銀行支店)に大きく依存していた。インド保険規制開発庁(IRDAI)は最近、生命保険商品を販売するために、銀行が最大3社の生命保険会社と提携することを許可しました。

Nexdigmは、JVもクライアントも他の銀行/保険会社と提携するのは自由だが、クライアント/JVが(独占権のために)保険料を要求するかどうかは、詳細な費用対効果分析が必要であると判断した。

### インパクト

私たちの説明と提案により、クライアントは保険会社の評価プロセスをより良く理解することができ、その結果、より良い価格交渉ができるようになったのです。

本事例に関するお問い合わせは、下記までお願いします。

[ThinkNext@nexdigm.com](mailto:ThinkNext@nexdigm.com)

また、当社のサービスがどのように具体的なビジネス効果をもたらしたかについては、当社のウェブサイトをご覧ください。

[www.nexdigm.com](http://www.nexdigm.com)