

2024年3月期 第2四半期 決算・経営説明会 質疑応答要旨

日時：2023年11月28日(火) 10:00~11:40

回答者：代表取締役社長 CEO 菊田 徹也

執行役員CFO 西村 泰介

執行役員 甲斐 章文

【次期中計の方向性】

Q 現中計は利益成長より資本コストの低減を優先したことで、修正利益目標のレンジは横ばいだった。次期中計では、利益成長できるのか。海外保険事業利益占率を2026年度末までに40%を目指す中では、国内の修正利益はむしろ現在より低下する計算となるが、国内の利益水準は横ばいとのこと説明があったことを踏まえ、次期中計の修正利益水準として3,000億円を上回る水準を期待して良いか。

A 現中計は、資本効率改善に重点を置いた取組み(資本循環経営)をしている。まだ資本効率が資本コストを上回っていないため、次期中計は、引き続き資本効率の改善に取り組む3年間になる。一方で、次期中計では効率の改善だけではなく、同時に利益水準も切り上げるハイブリッドな目標を目指していく。現時点で目指す利益水準の具体的な数値は示せないが、利益水準は切り上げていく予定。2027年度以降の次々期中計では、その時点で資本効率が資本コストを上回っている想定であり、本格的に利益成長を切り上げていく。その意味で、次期中計は次々期中計と現中計のハイブリッドとなり、二兎を追うことになる。

Q 次期中計でも、引き続き株主還元を重視すると理解した。自己株式取得を縮減する一方で、配当性向を上げることでバランスを変えることも検討するという説明であったが、株主還元の絶対額はどのような方針か。現在は配当800億円、自己株式取得1,200億円で合計2,000億円という水準だ。利益水準の引き上げとともにレミッタンスが上がった場合、2,000億円は発射台として、それ以上に増加していくのか。横ばいだとインパクトはないが。

A 資本コストを資本効率が下回っている限りは、現在の株主還元方針を継続する。その前提で、配当についても、株価上昇に伴い配当利回りが下がっている側面もあり、基本的には現在の還元スタンスを継続しつつ、その中で配当の引上げは考慮する。2027年度以降の次々期中計で、資本コストを上回る資本効率が実現し、より利益成長を加速させていくステージに入ったタイミングで、自己株式取得から配当により軸足を移すことを考えている。一方で、全体の株主還元水準については魅力的な水準と

なることを意識している。また、利益の増加にともない、成長投資・戦略投資を加速させたい。

Q 次期中計は現在の株主還元方針を維持するということで理解した。利益水準については具体的ではないものの二兎を追うということで、アグレッシブな成長にはならずマイルドな成長に止まるとした場合、菊田 CEO が目指している時価総額 6 兆円は達成可能か。

A 株主還元の水準は柔軟に検討していく。資本コストを上回る資本効率が実現することになれば、グループで 0.4 倍、国内事業に限れば 0.3 倍程度の現状の P/EV 倍率を踏まえ、国内事業のバリュエーション改善が、企業価値の向上につながると考えている。

Q 今期と来期以降の配当イメージについて、資料上は今期上限 86 円と明記されているが、86 円から動かないのか。また、来期以降の配当成長に関して、利益成長がなされなかった場合には、配当成長も期待できないのか。

A 86 円の今期利益に基づく配当予想については最終的な利益の着地水準やキャッシュフローの状況に基づき、増配の是非についても可能であれば検討してまいりたい。還元に占める自己株式取得と配当の比率は、資本コストを ROE が下回っている限りにおいては自己株式取得を優先する、一方で、配当の割合を高めていくことも検討したい。

Q 資料(P21)に現中計の KPI が記載されているが、次期中計に関して何か変わるものは出てくるのか。

A 現中計におけるグループ KPI は、KPI のうち特に重要なものをピックアップしたものであると考えており、大きく変更する予定はない。ただし、ESR・EV に係る基準変更のアラインする形で水準の変更は検討している。また、相対 TSR について、現状では国内外の競合 10 社との比較を行っているが、2030 年に向けグローバルトップティアを目指す中で、比較対象の変更も検討している。加えて、国内事業における NPS[®] は引き続き KPI として残す予定だが、目標とする水準感について、現状の達成度合い等を踏まえながら、現実的な水準を確認しつつ決めていきたい。

Q 3 年間で 3,000 億円の戦略投資を考えていると説明があったが、国内外含めどういった投資を考えているか。また、現時点でどういった領域をミッシングパーツと考えてと思うか。

A 案件次第ではあるが、おおまかに言って海外：国内 = 2：1 のイメージであり、具体的事業としては、海外の生命保険事業が 2、国内における新規事業やアセマネ領域を 1 とし

たい。特に国内においてはキャピタルライトなビジネス領域を念頭に資本投下していきたいと考えている。

Q グローバルガバナンスの強化と記載があるが、次期中計で海外の利益率 40%を目指すなかで、グローバル経営の課題感があれば教えてほしい。また、課題に対してどういった取組みを考えているか。

A 永続的なガバナンス強化のための取組みの一環として、外国籍役員を HD の経営チームに迎える必要があると考えている。今後特に海外事業については、更にダイバーシティのある経営チーム・ガバナンス体制へと変えていきたいと考えている。

Q 次期中計のヘッドラインについての説明の中で、「困難」のようなワードを何度かコメントしていたが、何が「困難」なのか。新しいことを作り出すことが困難なのか、あるいは何か大きなものを失おうとしていることが困難なのか、想定を教えて欲しい。株式評価の観点では、基盤ビジネスは安定しており、近年株主還元もコミットされていることを考慮すると、特に難しい判断はないように見受けられる。マネジメントとして何が困難だと見ているのか。

A 特段何か大きな「困難」があるという認識はない。強いて挙げると、デジタル領域や新規事業において、当社のスケールに見合った成長ができるか、あるいは当社、ステークホルダーが期待するスピード感を持って成長が実現できるかといった点は、当社が一定程度伝統的な保険会社という性質を持ち、大企業的な企業風土、企業文化を持っているということを鑑みるに、決して簡単ではなくチャレンジングな領域だと認識している。

【国内事業戦略】

Q DL について、次期中計期間中において新契約実績をコロナ前の状態に回復させるという説明があったが、そもそも現中計では他社と比較すると、変革の痛みとして保有契約や営業職員の一部を失う形になっている。その代償を払った結果として、次期中計の終了時点における DL の姿はどうなっているか。同業他社の営業職員チャネルとは質的に異なる状態となっているといえるのか。DL の目指す将来像も含めて教えて欲しい。

A 新契約価値もしくは営業収益価値において、コロナ前水準への回復を次期中計期間で何とか実現したい。生涯設計デザイナーの在籍数は、次期中計の終了時点で、3 万名から 3 万 5 千名の間を想定している。コロナ前では 4 万名を超える生涯設計デザイナーが在籍していたことを踏まえると、職員の生産性についてはコロナ前と比較して 1.3 倍かそれ以上に高まっている必要がある。そのために付加価値のある商品やサービスの提供に加えて、営業現場の生産性を大幅に改善させるような DX 面でのサポー

トが重要と考えている。一方、財務面では DL において現状レベルのキャッシュフローを捻出し HD に送金する状況ができるだけ長期間継続することが非常に重要だと考えており、営業面での業績回帰、生産性向上とキャッシュフローの維持といった領域の KPI が重視される形で DL に付与されるものと考えている。

Q 資料(P31)で資産形成・承継・相続アドバイザーを 1,700 人に増やすという説明がある。これは新規採用か、それとも生涯設計デザイナーの機能の転換を想定しているのか。

A 新規採用や内勤職員の振替えも一部含んでいるが、主として新卒採用を行っている総合営業職を資産形成・承継・相続アドバイザーの兼業に振り替えることを想定している。

Q 国内事業の利益成長の機会・道筋をどのように考えているか。国内市場は市場が縮小したり、金利が上昇する過程で競争がさらに激化するなど、なかなか国内市場での成長ストーリーが描きづらいように見える。仮に企図した成長が困難な場合、更なる資本効率向上に舵を切る可能性はあるか。

A 国内の伝統的な保障市場自体は、マクロ環境の影響から考えても、今後の大きな伸びは期待できない。そのため、保障事業が中心の DL では、従来の保障性商品のみならず、資産形成・承継の商品・サービスと一体的にご提案し、営業職員一人当たりの生産性を高めることに重点を置く。それにより、トップラインについては次期中計でコロナ前水準に戻し、ボトムラインについては現状の水準を維持することを目指す。DL のみで見るとボトムラインは横ばいだが、国内事業の今後の成長ドライバーという観点では、DFL が実質的にアセットマネジメント事業に近いビジネス構造になっているため、今後 AUM が増加していく過程で、スケールメリットが効いてくることから、国内事業全体での利益の上乗せには、DFL が中心となって貢献する。DL だけでなく、他も含めた国内事業全体での利益成長を図っていきたい。また、資本効率や事業費効率は、利益の水準を見ながら経営として常に注視すべき課題と認識。

Q 保険契約を既契約ブロックごとに売買するビジネスはグローバルでは一般的である。今後、新たな戦略として国内で既契約ブロックを買うことで、ボトムラインを増やすことも戦略としてあり得るか。

A 保険ブロックの売買は米国で一般的であり、PLC では、ボルトオン型の M&A で保険ブロックを売買し、収益化することをメインビジネスとしている。一方、国内では、弊社は高予定利率の保険ブロックを出再しているが、出再也保険ブロック売買の一環と言える。一方、保険ブロックの買収ということに関しては、現在、金利リスクを伴わない保険ブロックを出す売り手がいない認識。今後、市場でそうしたブロックの流動性が出てくれば、買収も含めて検討したいが、足元はまだそうした市場が無い認識。今後、再保

陰市場が活性するようであれば、例えば損失を発生させる逆ぎやのブロックと順ぎやのブロックを同時に出再することもあり得る。出遅れないよう市場の動向を注視していきたい。

Q 営業職員は報酬の即時性が高い DFL の外貨建保険を選好して販売していると思うが、販売報酬も高いと推測する。VNB 反転の為、DL で競争力のある新しい保障性商品を投入すると、保障性商品は報酬の支払が平準的である為、営業職員全体の収入が一時的に減ることはないか。

A 個々の営業職員によっては、DFL の商品の販売で大きな成績を出している者もいる。今後 DL においては新商品を出して元受け商品の販売比率を高め、新契約価値の回復を目指す。商品の選択はあくまでお客さまのご判断であり、足元根強い人気がある外貨建て保険などの需要は今後もしばらくは続くと思われる。新商品投入によって DFL 商品から DL 商品にシフトさせていくというわけではなく、営業職員個人の生産性を高めていくなかで、新商品ラインナップ分が上乘せされるイメージである。よって、営業職員の報酬水準が下方に推移するという事はないと考える。

Q 営業職員の育成体系を改革してきた中で、経験年数別、年齢別で能率がどう改善されてきているのか等、成果として示せる指標等はあるか。例えば、若い世代の営業職員はスタート時こそ能率が低くとも成長カーブとしては改善があるかもしれない一方で、ベテラン層の営業職員はコロナ禍を経てモチベーションが低下している可能性もあるように思う。何か明るい材料があると、将来期待が生まれるのではないか。

A ご指摘の通り、データでお示しできればと思っている。ただ、新制度の運営が始まったのは昨年であり、具体的にどの程度データを準備できるか現時点では分からない。採用については四半期で 1,000 人というターゲットに対して、制度開始以降 600 から 700 人程度の水準で推移してきたが、直近では 900 人を超える水準となっている。採用条件を緩和した等ではなく、当初想定したレベルの人財が入社いただいていると認識。一方、陣容の縮小については、採用基準の厳格化だけでなく、当然既存の在籍者の退職という要因もある。一時期の水準と比べ改善されてきているが、トレンドとして、過去の統計値より多い水準が継続している。直近 3 年間で様々な環境変化があった中、新商品の投入等の面で会社側から営業現場への各種支援が十分でなく、モチベーションや仕事への意欲のアップに繋がらなかったという認識もある。今後、新商品やサービス等は順次導入されていく。そうした中でモメンタムが営業現場全体に広がっていけば、より一層状況は改善されてくる見込み。モメンタムの改善について、次回以降の説明会で数字や姿でお示しできるよう努める。

【海外事業戦略】

Q 海外事業の成長イメージについて、金利などの市場変動要因、保有契約拡大によるオーガニックな成長など、要因ごとにどの程度の成長を見込むのか教えてほしい。また、国内外各社間のシナジーについてはどのように考えているのか。

A 成長期待が大きいのは北米とアジア。海外事業における配当の源泉は北米と豪州だが、修正利益の定義変更も検討するなか、各社のキャッシュや規制上の余剰資本を個別に考慮し、HD への配当額を決定する予定。いずれの会社も規模が拡大しており、配当の捻出余力は拡大している認識。加えて、アジア事業について、ベトナム以外の各社はサブスケールとなっていることが課題であり、それを解消し、優位なスケールにいかにしていくかが、次期中計の海外事業において大きな課題である。シナジーについては、例えば北米事業とアジア事業間のシナジーはあまりないが、アジア事業内においては、システム・IT の面を含めて、大きなシナジーが発揮できる余地があると考えており、シナジー発揮やベストプラクティスの共有を進めていきたい。

【新資本規制】

Q P/EV 倍率改善のために ROE を高める必要があると説明があったが、その場合の「E」は EV や ICS 適格資本等、何を想定しているか。

A 資料(P14)に記載のとおり、グループ及び国内 3 社は、ESR・EV の測定を、現行基準から新経済価値ソルベンシー規制(以下 J-ICS)に準拠した基準に改正することを検討している。EV と ESR のマージンは近似しており、類似する複数の数値を開示することはせず、J-ICS に一本化する形で、粒度を落とさずに開示することを検討している。

Q J-ICS に準拠することで、ESR・EV の数値が低下する見込みとのことだが、ESR について、170%-200%に設定されているレンジの前提となっている諸条件(UFR3.8%の許容等)から、J-ICS の導入によりどのような部分が現行の内部モデルより厳しくなるのか。

A J-ICS 導入により変更される点としては、内部モデルを J-ICS に寄せる部分は寄せる一方、2 柱としての ESR・EV の中では継続して内部モデルを使う部分がある。内部モデルの基準変更についても変更要素として、引上げと引下げの両面がある。UFR は、引き続き現行の ESR で使っている水準を J-ICS 導入後も内部モデルとして使い続ける見通しである。特に DL の ESR・EV が低下する影響として、MOCE(margin over current estimate)と呼ばれるリスクマージンの影響が挙げられる。保険の収益性の実態は変わらないものの、EV や ESR で示している保険負債の前提より J-ICS ではより高い MOCE が求められるため、マージンが下がる要因となる。また、リスク量について、一部のリスク量測定に内部モデルも使っているが、J-ICS 導入による影響が大きいものとして、契約者配当と法人税による損失吸収効果が挙げられる。

現行基準では、損失が発生した場合に契約者配当や法人税の支払いが減少することで損失を吸収できる前提になっているが、J-ICS では算入制限が厳しくなるため、実態が変わるものではないが、リスク量の増加要因となる。

Q 資料(P14)上で、新 ESR 導入により 200%を下回るという説明があった。資料(P18)に記載されている子会社からの持株会社に対する配当額には、今回の基準変更はどの程度影響を与えるか。また、新 ESR 導入時の DL 単体での ESR の値は 200%を超える水準を維持できるか。今期実績として DL からは利益を超える 2,156 億円の送金があったが、今後も利益を上回るような配当は継続可能なのか。

A J-ICS が導入された場合、グループベースと国内子会社は各社毎に一定の基準を満たすことが求められるが、海外各社は引き続き各国の規制に準拠する。J-ICS の導入により、数値は一定程度下がるものの、現行 ESR に基づいてお示ししている資本制約の状況は現在と大きく変わらない。特に、DL の送金率に関して、次期中計においても引き続きリスク削減を推進していくため、新 ESR についても改善していくことが見込まれ、必ずしも ESR に基づく余剰資本をすべて HD に配当できるということではないが、次期中計では、キャッシュ制約を踏まえつつ、引き続き現状と変わらない運営を継続する。海外についても、グループベースでの ICS 管理と各国の規制とのバランスを取りながら、現状と変わらない安定した送金を維持したいと考えている。

Q 新 ESR 導入について、直近 9 月末時点の現行 ESR が 223%であることを踏まえると、見直しによって 23%pt 以上のマイナス影響が出るものと考えられる。EV も合わせて見直すという説明だったが、こちらも 1 割程度の規模感で影響が出るものなのか。資本政策の方向性に影響ないという説明があったが、2023 年度の利益を踏まえた自己株式取得を判断する際の目線も変わらないという認識で良いか。

A EV 数値への影響については、2024 年 2 月の 3Q 開示と合わせる形で 2022 年度末の数値を使って新基準の定量的なインパクトについて別途説明の機会を設けたいと考えている。新 ESR 導入に当たって、DL の MOCE が増加するが、新 EV においても準備金増加として反映され、EV の減少要因となる。自己株式取得の判断に際しては、ESR 水準を満たしていることを前提として、キャッシュ制約も踏まえつつ、戦略投資と還元のバランスを検討するという考え方に変更はない。

Q 新 ESR の導入により現状のターゲットレンジ超過分がなくなった場合でも、自己株式取得額の目線は変わらないという認識で良いか。

A 現状はキャッシュが還元上の制約となっており、ESR が制約となって還元ができなくなるということは想定していない。また、来期のレミッタンス予想についても資料(P18)にお示ししているので、その前提でご理解いただきたい。

Q ESR について、現状の内部モデルを使ったものを市場との対話に継続使用せず、取
えて標準モデルに寄せていくのか。

A ICS の標準モデルの全てを内部の資本管理に使うわけではない。例えば、適用する
UFRについて、適正な水準に調整すると述べたが、内部モデル上では弊社が正しいと
思う基準で資本管理をしていくという方針に変わりはない。一方で、契約者配当の損
失吸収効果などは必ずしも一意に正解がある訳ではない。国内の経済価値規制が整
備される過程で、標準モデルに寄せることに合理性があると考えた。他の基準につ
いても、合理性があると判断した部分については標準モデルに寄せていくことを考
えている。

Q 新基準導入後の新 ESR の必要水準が 200%とはっきり明示されてはいない。現状
170-200%で設定されているターゲットレンジについて、今後変更の余地があるか
教えて欲しい。

A 仮に EV や ESR の計測手法が変わる一方でビジネス自体が変わらないのであれば、
ESR の 170-200%という現行のターゲットレンジも見直すべきではないかという
視点は当社でも持っている。継続的に検討も行っているが、今回の変更については大
きな影響はなく、数値としては下降する見込みである一方、170-200%という尺度
は変更しなくても現行の資本政策運営は継続できるのではないかと現時点では判断
している。

【その他】

Q 資産運用領域に高度化の余地はあるか。市場関連リスクを低減させるという方針は
当面続くと理解しているが、一方で国内金利が上昇を始め、資産運用による利益貢献
が期待できると見ており、これはアップサイド要因として期待して良いか、あるいはま
だ時期尚早か教えて欲しい。

A 資産運用において、アップサイドは十分期待できると考えている。金利リスク削減にお
ける ALM 運用部分については完成形に近づいていると認識しているが、この ALM
運用において今後金利上昇の恩恵を受けると見ている。一方、付加収益を追求する部
分においても、効率的なリスクテイクを実施することで、運用収益についてもアップサ
イドを期待できると考えている。効率という意味では、国内株式のウェイトは継続して
引き下げる方針だが、これは国内株式のように期待収益が一定程度見込めても効率
の低い資産から、オルタナティブ資産を中心としたより効率の高いアセットクラスへの
移行を企図している。

Q 運用組織、また運用機能という観点で、現状はグループ内で子会社別にファンクショ

ンがあると思うが、付加収益を追求するにあたり、ファンクションを統合する余地はあるか。運用機能において、効率化、強靱化のために何かできることはあるか。

A 国内における大きなアセットとしては、一般勘定が 30 兆円程ある DL や、10 兆円程度の水準である DFL が挙げられる。DFL は、資産のほとんどが外貨建て社債運用であるため、資産規模ほど幅広い運用機能はなく極めてシンプルな組織である。一方で、クレジット運用については現状も DL・DFL 間において、レーティングやシーリング等は同じリソースを使っており、実質的には統合された状態に近い。加えて、当社は運用ポートフォリオ全体のリスク管理の面で、ブラックロック社のアラディンというプラットフォームをグループ横断的に導入しており、HD、DL、DFL、PLC 等の主要な子会社については、リアルタイムで状況を把握・管理できる。結論として、組織としては分かれているが、ポートフォリオ管理の機能は既に一体的に運用している状態である。

Q 内勤・営業職員合計約 5 万人に対し、2024 年度より平均7%の賃上げを行う検討に入ったという報道が出た。DL の業績を見ていると、固定費積増しで来期以降の EV の減少要因を増やすのではなく、固定費削減をする時期に見える。賃上げによる固定費の上昇に対して、何か手は打つ予定か。

A 今回の賃上げはインフレ対応として従業員の生活を守るための意味合いが強い。賃上げに財源を直接紐づけているわけではないが、コスト削減は常に行っていくべき課題であり、追加的な削減余地を作っていく必要がある。一方でインフレの影響は事業費に大きく影響してきているため、一定程度のネガティブな要素を織り込む必要がある。

Q 賃上げは、営業職員にとってのモチベーションに繋がると思うが、一方で、内勤職員に対して上げる必要はないのでは。株式を配布するのであれば、給料と相殺するような仕組みは考えないのか。

A 業界の競合環境もあり、営業職員に関しての賃上げは必須である。一方内勤職員に関しても、2011 年に株式会社化して十数年たった今、まだ役職員が上場企業の職員という価値観にシフトしきれていない。7%の賃上げのうち4%はインフレ対応だが、残りの3%を株式報酬の導入に充てることで、上場企業としてのマインドセットを持ってもらうことを期待している。

(注)上記内容については、理解しやすいように、部分的に加筆・修正しています。

[会社名略称] HD:第一生命ホールディングス、DL:第一生命、DFL:第一フロンティア生命、PLC:米国プロテクティブ

【免責事項】

本資料の作成にあたり、第一生命ホールディングス株式会社(以下「当社」という。)は当社が入手可能なあらゆる情報の正確性や完全性に依拠し、それを前提としていますが、その正確性または完全性について、当社は何ら表明または保証するものではありません。本資料に記載された情報は、事前に通知することなく変更されることがあります。本資料およびその記載内容について、当社の書面による事前の同意なしに、第三者が公開または利用することはできません。

将来の業績に関して本資料に記載された記述は、将来予想に関する記述です。将来予想に関する記述には、これに限らず、「信じる」、「予期する」、「計画」、「戦略」、「期待する」、「予想する」、「予測する」または「可能性」や将来の事業活動、業績、出来事や状況を説明するその他類似した表現が含まれます。将来予想に関する記述は、現在入手可能な情報をもとにした当社の経営陣の判断に基づいています。そのため、これらの将来に関する記述は、様々なリスクや不確定要素に左右され、実際の業績は将来に関する記述に明示または黙示された予想とは大幅に異なる場合があります。したがって、将来予想に関する記述に依拠することのないようご注意ください。新たな情報、将来の出来事やその他の発見に照らして、将来予想に関する記述を変更または訂正する一切の義務を当社は負いません。