

Special IR Meeting with 社外取締役 質疑応答要旨

日時: 2025 年 10 月 15 日(水) 13:00~14:20

回答者: 社外取締役 石井 一郎

社外取締役(監査等委員) 永瀬 悟

執行役員 グループ CFO 西村 泰介

執行役員 甲斐 章文

Q 東京海上ホールディングス(以下、東京海上)での経験を踏まえて、生命保険会社の M&A の難しさや障壁があるとすればどのようなものか。また、その知見をどのような点で当社の経営に活かせるか。

A (石井)東京海上在籍時には多くの M&A を経験したが、当社の M&A プロセスは基本的な枠組みは東京海上と同様で、相当程度完成していると評価している。東京海上では先行者メリットを活かして立て続けに北米での案件を成案させたが、競争激化によりターゲット選定や条件面の厳しさが増す等、外部環境は当時より厳しい。また、当社は当時の東京海上に比べて、生命保険事業、アセットマネジメント事業、新規事業と事業領域が広く、保険サービス業への転換やライフステージに応じた価値提供を目指す観点から、対象領域はさらに広がっている。可能性が広がる反面、M&A の難易度が高まっている点是否定できない。

最大の課題は買収後の PMI(Post-Merger Integration)である。東京海上の成功の要因は、PMI の各段階で適切な施策を打てたことだ。PMI で躓けば M&A の成否に影響するため、当社も PMI を完遂することが肝心である。PMI を着実に進めるために、人財育成や外部の専門家の登用を進めているが、対象領域の拡大に伴い、求められるケイパビリティと経験値は一層高度で専門的になっている。優秀な人財をいかに確保・充足していくかが今後の挑戦であり、実行する過程で最適解を追求していく必要がある。

Q DL の資産運用について、今後の課題や改善の余地があるとするならば、どのような点が挙げられるか。

A (永瀬)DL は、国内生命保険事業に根差した資産運用を長年営んできた経緯から、円債など伝統的資産や国内不動産の運用に関する豊富な知見と経験を有し、十分な運用能力を保持していると認識している。一方、超長期の保険負債に対応する資産運用という観点では、日本国内での運用手段が限られている現状がある。超長期の負債に

対応する運用は相対的に流動性リスクを取りやすいため、米国を中心に拡大するプライベートクレジット等のオルタナティブ投資を増やすのは合理的と考えている。他方で、当社グループが「アセットオーナー」に徹するのか、あるいは「アセットマネジャー」としての機能を本格化させるのかという戦略上の論点については、今後深掘りしていく必要がある。現状では事業領域ごとに両機能を使い分けているが、2030年度に向けて、アセットマネジメント事業を生命保険の保険負債に対応した資産運用手段と位置付けるのか、あるいは、機関投資家・個人投資家に対して資産運用をサービスとして提供する独立した事業と位置付けるのか等、今後検討する必要がある。検討結果次第で、当社グループが獲得すべき能力や対応に要する時間は大きく異なってくる。

Q 海外事業の管理体制に関して、近年進めているマトリクス経営の現状をどのように評価しているか。また、東京海上のように買収先の経営層を活かす「連邦制」モデルと、一部の欧州企業が採用している中央集権型の経営体制のどちらが当社により適していると考えるか。

A (石井)東京海上に関する情報は私が在籍していた時点のものに限られるため、現時点での横比較はできないが、当社と東京海上の違いは、CXO が事業の横串を刺せる領域の広さにあると認識している。東京海上は連邦制を採用し、CXO は各拠点のCEO へのレポーティングが中心だったが、当社はコーポレート機能の中央集権化を志向し、外部人財を積極登用している点でも東京海上と異なる。専門性の高い人財によって中央集権的なガバナンスを志向する点は欧州モデルに近いイメージである。各拠点に共通する複雑な課題については、機能横断的にガバナンスを効かせられるメリットがある一方、課題もまだあると認識している。この取組みが良い結果に繋がったかどうかは将来振り返って確認が必要になる。

Q 国内のリスクとして、ソブリン格下げや解約リスクについて取締役会ではどのような問題意識で議論しているか。

A (永瀬)大量解約リスクについては、グループ CRO(Chief Risk Officer)を中心に議論している。当初の印象としては、リスク計算の前提条件はかなり厳格だと感じた。一方、直近の金利動向等を踏まえると、過去事例だけで発生可能性を判断するのは適切ではないと現在は感じている。本件については今後さらなる理解と議論を深めたい。

また、ソブリンリスクについて、日本国債の格下げは起きて欲しくないというのが、個人的な率直な感想である。

Q 2024 年度以降、PLC では事業費削減や戦略的な再保険取引が実施された。PLC との現在の関係性について、コミュニケーションの質や意思決定のスピード等の観点からどのように評価しているか。

A (永瀬)以前の経緯を詳細には承知しておらず誤解があるかもしれないが、米国の資本規制を受ける PLC にとって、日本の規制に適合するための対応には、当初十分に納得しきれないところもあったのではないかと考えている。しかしその後の HD との対話を通じて、PLC のマネジメントは資本規制対応の必要性を理解し、大規模出再などを実施しており、両社のコミュニケーションは大幅に改善したと評価している。

一方で、当社と PLC の間に北米の地域統括会社(DLI NORTH AMERICA INC.)が位置する体制は、コミュニケーションを複雑化させ、意思決定に時間を要しているように感じる場面もあり、今後の改善余地として認識している。

Q 生命保険事業の長期的な負債構造とリスク分散の難しさを踏まえ、キャピタルライトな領域、特にアセットマネジメント事業の強化に取り組んでいると認識している。事業ポートフォリオを今後大きく見直すとすれば、どの領域や事業構造を変えたいと考えているか。

A (石井)ビジネスモデルの構造転換は、当社のみならず日本の生命保険業界全体に共通する課題であるが、その実行は決して容易ではない。海外展開においては、伝統的な生命保険事業以外に、アセットマネジメント事業を含めた非保険領域から新たな成長を創出することが重要だ。単に M&A を進めれば解決するものではなく、既存の生命保険事業自体をどうやって軽量化できるかが今後の鍵だと考えている。

Q 菊田グループ CEO 就任以降、株価パフォーマンスは国内保険会社 6 社の中で最下位と低調に推移している。2026 年度末までに時価総額 6 兆円の達成を目指す中、株価が上昇しない現状について、取締役会ではどのような要因分析がなされているのか。個人的な見解と併せて教えてほしい。

A (永瀬)時価総額目標の達成に向けて、どのような施策が株価に寄与しうるか、取締役会および中長期戦略検討会で様々な議論を重ねている。株価低迷の主な要因は、将来の成長性、過去の投資によるリターン創出、さらには利益の安定性に対する投資家からの信頼が十分に醸成できていないことだと考えている。また、会計上の当期純利益の今期見通しは減益となる一方、実力をより反映させた修正利益(Non-GAAP 指標)は大きく落ち込まない計画だが、その違いが投資家によっては十分理解されず、修正

利益ではなく当期純利益が投資判断に使われるケースがあることも株価低迷の一因ではないかと考えている。

今後の対応として、前年度(2024 年度)の高い利益が一過性でないこと、過去の投資案件から着実に利益が生まれていることを、丁寧かつ分かりやすい形で市場に伝えていくことが必要だ。

(石井)取締役会や中長期戦略検討会において、当社グループの修正 ROE や PBR、PER の水準と関係性に注目し、安定的に成長しているグローバルピアとの比較から、何が不足しているのかを分析している。生命保険事業のみで高い ROE・PER を実現することは難しいため、事業ポートフォリオの多様化を推進しながら、コングロマリットディスカウントの抑制に向けた戦略も議論している。課題解決は容易ではないが、引き続き検討を重ねていく。

CFO アップデート

- Q 一時払の貯蓄性商品は相対的に解約リスクが高いものの、裏付け資産のデュレーションが短いため大きな売却損は発生しにくいと理解している。一方で、足元の金利上昇を踏まえて、従来とは異なる解約率の動きがないか確認したい。
- A (西村)解約率のデータを四半期ごとに開示しているとおり、足元の金利上昇局面においても解約率の大きな変動は見られない。直近の貯蓄性商品の販売は DFL が中心である。DL の一時払貯蓄性商品の既契約は、契約者の平均年齢が約 65 歳、残存契約期間が約 10 年と、現在解約するインセンティブが相対的に低く、解約率に大きな影響は生じないと認識している。
- Q 資料 P.17 では、DL の一時払貯蓄性保険から DFL の外貨建保険商品への乗換が発生した旨記載されているが、本グラフは銀行窓販チャネルと生涯設計デザイナーチャネルのどちらにおける解約率を示しているのか。また、銀行窓販における MVA(市場価格調整)の付されていない商品群に関して、解約リスクのある区分は本グラフのどの部分を参照すればよいのか。
- A (西村)本グラフは、DL 単体の生涯設計デザイナーチャネルにおける解約率を示したものである。銀行窓販においては、DL の保険商品は提供しておらず、DFL の保険商品を取り扱っている。2023 年度第3四半期における解約率の上昇は、生涯設計デザイナーチャネルにおいて過去に販売した DL 商品から DFL の外貨建保険商品への乗換

が一定程度発生したものである。なお、銀行窓販で販売している DFL 商品は MVA を付しているものが多く、金利変動による裁定的な取引は抑制できている。

Q DL の一時払貯蓄性商品については、解約が発生した場合でも含み損の金額を踏まえると、影響は限定的であると理解した。一方で、平準払商品のうち、特に貯蓄性保険を解約された場合には、含み損が一定程度実現するとの認識でよいのか。

A (西村)ご指摘のとおり、平準払の貯蓄性保険や個人年金については、一時払商品と比較して被保険者の年齢が相対的に若く、今後より魅力的な商品が登場することで移行ニーズが生じ得ると認識している。特に個人年金においてその傾向が顕著であるが、保障見直しという形で DL 商品間での移行を促進し、社外流出や資産売却を伴わない運営をしていきたい。

Q 資料 P.17 左図に示されたような事象を平準払商品において生じさせないようするための仕組みはあるか。

A (西村)DL の生涯設計デザイナーの成績評価は、商品の乗換行為を行った場合には成績の一部を引き戻すなど、乗換行為を抑制する仕組みになっている。

Q 平準払の貯蓄性・保障性商品における予定利率の水準について、マイナス金利導入直前、導入直後、そして現在の水準はそれぞれどうなっているか。また、平準払の標準利率は現在も低水準に留まっており、その決定方法を踏まえると当面は現状の水準が継続すると見込まれる。責任準備金の繰入負担は増加するものの、予定利率を早期に引き上げる可能性はあるか。

A (西村)責任準備金約 21.5 兆円のうち、予定利率 2.75%超の部分が約8兆円、2.75%以下が約 13 兆円の規模となっている。一時払の貯蓄性商品では予定利率 1.5%程度の契約も多い一方、平準払では 2.75%超が約8兆円存在している。現在販売している年金商品では、市場金利に追随する仕組みを取り入れているため、解約のインセンティブが働きづらい。

伝統的な保険商品に関して、大量解約リスクを抱える中では予定利率を大きく上げることについては慎重なスタンスを取っている。

(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。