

# T&D HD 株主等に対する意見調査結果

2025年12月

---



本プレゼンテーションおよび本プレゼンテーションに含まれるあらゆる情報（以下「本プレゼンテーション」といいます。）は、一般的な情報提供のみを目的としたものであり、完全なものではありません。本プレゼンテーションは、いかなる場合においても、サービスまたは製品の提案、勧誘、販売活動、いかなる種の広告、誘因または表明、投資助言または投資商品を購入もしくは売却することまたは証券への投資を行うことを推奨することを意図するものではなく、また、そのように解釈されるべきものでもありません。本プレゼンテーションは、法律、税務、投資、財務その他の助言として解釈されるべきものではありません。さらに、本プレゼンテーションは、Tarsansay Funding Ltd.、Farallon Capital Management LLC.またはそれらの関連会社もしくは代表者（以下総称して「Farallon」といいます。）が管理するいかなるファンドまたは口座への投資の提案と解釈されるべきでもありません。すべての投資には、元本損失を含むリスクが伴います。

本プレゼンテーションは、株式会社T&Dホールディングス（以下「T&D HD」または「対象会社」といいます。）の株主等に対する意見調査の結果を取りまとめたものです。本プレゼンテーションを配布するにあたり、Farallonは、本プレゼンテーションの受領者に対する投資助言者としての役割を果たすものではありません。本プレゼンテーションにおけるFarallonのリサーチプロセスに関する言及がある場合、それらはFarallonの見解の提示に付随するものです。Farallonは現在、対象会社への投資ポジションを有しています。対象会社の株価の変動を含む将来の出来事により、Farallonは、いつ、いかなる理由においても、また事前に通知することなく、Farallonが保有する対象会社株式の全部または一部を市場取引またはその他の方法により売却し、追加の株式を市場取引、相対取引またはその他の方法で購入し、または当該株式の一部または全部に関連するオプション、プット、コールその他の派生商品取引を行う可能性があります。本プレゼンテーションにおいて、Farallonが対象会社株式の保有状況または経済的利益についての情報を開示する場合、当該情報は変更される可能性があり、Farallonは、当該情報を更新する義務を明示的に免責されるものとします。

Farallonは、本プレゼンテーションで言及される企業において非公開情報その他の情報が存在し、これらの企業およびその他の者がFarallonの結論に反対する可能性があることを認識しています。本プレゼンテーションで表示された第三者による記述、写真または情報は、当該第三者によるFarallonの件見解への支持を示すものと解釈されるべきではありません。本プレゼンテーションの提供によって、Farallonと第三者との間において、いかなる合意、取り決め、約束、または理解も存在せず、また存在するとみなされるべきではありません。また、本プレゼンテーションに記載された専門家、アーティスト、その他第三者へのインタビューに基づく発言およびコメントは、明確性および簡潔性を確保する目的で、要約、意訳または編集されている場合があります。元の内容の忠実性を確保するために十分な注意を払っておりますが、解釈の違いが生じる可能性があります。これらの修正は、原意または内容を変更することを意図したものではありません。本プレゼンテーションにおいて言及されるすべての登録済みまたは未登録の商号、商標、サービスマークおよびロゴは、それぞれ該当する所有者の財産であり、当該所有者はこれらの使用に関するすべての知的財産権を保有しています。Farallonが本プレゼンテーションにおいてこれらの商号、商標、サービスマークおよびロゴを使用することは、当該所有者との関連性または当該所有者による承認を意味するものではありません。

Farallon、その代理人、関連会社、またはその他のいかなる者も、本プレゼンテーションに含まれる情報（対象会社、第三者情報源またはその他の者から取得または由来する情報を含みます。）または受領者に送信または提供されたその他の書面または口頭による通信に含まれる情報の信頼性、正確性、または完全性について、明示的または黙示的ないかなる表明または保証も行いません。Farallon、その代表者およびそれらの関連会社は、かかる情報、当該情報に含まれる誤りまたは欠落に一部または全部が起因するあらゆる責任につき、明示的に免責されるものとします。

Farallonは、本プレゼンテーションに含まれる情報または意見を更新する義務を負いません。本プレゼンテーションに財務予測および記述が含まれる場合、それは他の第三者が作成した報告書に由来しまたは取得されたものです。対象会社の証券が取引される価格についてはいかなる保証または表明もせず、また、当該証券が本プレゼンテーションに暗示又は暗示されていると解され得る価格で取引されることを保証または表明するものではありません。本プレゼンテーションは、将来の見通しに関する記述を含む場合があります。本プレゼンテーションに含まれる性質上過去の記載であると明確に言えないものまたは将来の出来事に依拠するすべての記述は、将来の見通しです。「予想する」、「信じる」、「期待する」、「潜在的な」、「機会」、「推定する」、「計画する」、「可能性がある」、「するつもりである」、「見込む」、「目標とする」、「予測する」、「求める」、「できる」という語および類似の表現は、一般的にそのような将来の見通しに関する記述であることを示す目的で用いられています。本プレゼンテーションに含まれる将来の見通し及び記述が正確であることについて、いかなる保証もなさるものではありません。かかる情報の記載は、将来見通しの結果についての表明、または当該予測や将来予想に関する記述において明示的または黙示的に示された目的や戦略的施策が達成されることを表明するものと解釈されるべきではありません。Farallonは、かかる見通しの作成日以降に発生する事象もしくは状況、または予期されたもしくは予期されなかった事象の発生を反映するために、本書に含まれる将来見通しに関する記述を修正した場合であっても、その修正内容の結果を開示するいかなる義務も負いません。

本プレゼンテーションは、対象会社の株主総会に提出される事項に関して、Farallonまたは第三者が株主の代理人として議決権行使することを承認するよう、T&D HDの他の株主を勧誘するものではありません。本プレゼンテーションは、T&D HDの株主に対し、Farallonまたはその他の第三者を代理人として選任し、その代理人として議決権行使することを勧誘、奨励、誘引、または要請することを目的としたものではなく、また、そのように解釈されるべきものではありません。Farallonは、T&D HDの他の株主に対し、Farallonと共に株主の権利（議決権を含みますがこれに限定されません。）を共同で行使するよう勧説または要請していません。Farallonは、T&D HDの他の株主との間で、金融商品取引法における「共同保有者」または外国為替及び外国貿易法における「密接関係者」として扱われまたはみなされることを意図していないことを表明します。

本プレゼンテーションは、Farallonにより独占的に提供されており、T&D HDまたはその関連会社、子会社、またはその他の者によって提供されるものではなく、またそれらの者を代理して提供されるものではありません。Farallonは、T&D HDの関連会社ではなく、Farallonおよびその支配者または代理人は、T&D HDのためにまたはその代理人として、情報を開示または提供することを一切承認されておらず、また、Farallonがそのような行為を行うことを意図するものではありません。無断複写・転載を禁じます。

- 本資料は、ファラロン・キャピタル・マネジメント（「ファラロン」）が起用し報酬を支払った世界的な大手グローバル調査会社（「調査会社」）により、2025年10月に作成された、株式会社T&Dホールディングス（「T&D HD」）の株主等に対する意見調査の結果を取りまとめたものです
- 本資料に記載されている意見調査の結果は、ファラロンから独立した調査会社が独自に作成したものであり、本資料への掲載にあたって、日本語への翻訳、回答者の匿名化及び形式的な修正を除き、いかなる改変・編集も加えられておりません
- また、調査会社による調査対象者へのインタビュー、フィードバック分析、レポート作成、重要事項の要約等において、ファラロンは一切の関与をしておらず、質問票の作成以外のいかなる影響力も与えておりません
- 本資料が引用している、調査会社作成のレポートには、以下のディスクレーマーが付されております

“This material was independently produced and provided by a Global Leading Shareholder Data Provider. Farallon Capital Management was not involved in, nor had any influence over, the participant interviews, feedback analysis, report writing, or summary of key takeaways.”

## • 目的

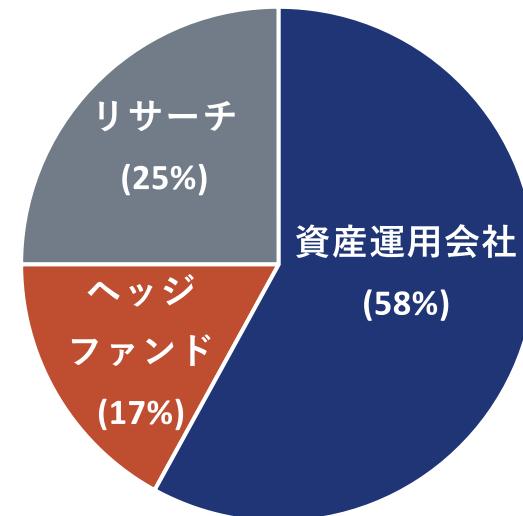
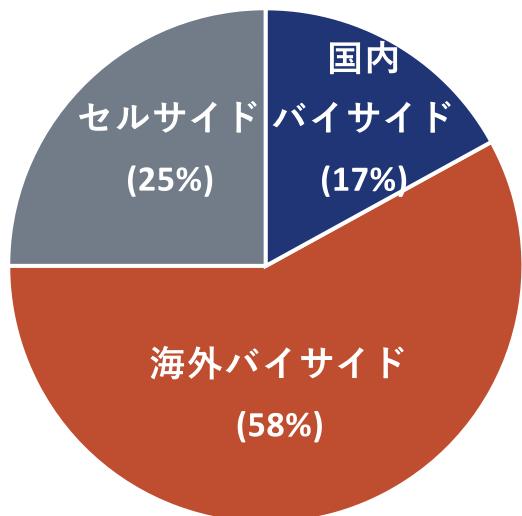
- T&D HDのグループ構造、シナジー、コーポレートガバナンス、そして経営陣および社外取締役による監督の有効性について、投資家の意見を調査
- T&D HDの資本効率、キャピタルアロケーションに関する投資家の意見の把握
- ファラロンがT&D HDの取締役会との対話を行うにあたり、投資家からの意見を集約した情報を提供

## • 調査の手法

- ファラロンの依頼により、ファラロンから独立した世界的な大手グローバル調査会社が実施
- 市場からのフィードバックは、2025年8月29日から9月25日にかけて電話によるインタビューを通じて収集
- 質問票はファラロンの投資チームが作成
- 調査参加者へのインタビュー実施、フィードバック分析、レポート作成、重要事項の要約等において、ファラロンは一切の関与をしておらず、またいかなる影響力も与えていない
- 質問票は自由回答形式で設計されており、また率直な意見を引き出すため、参加者には匿名で回答するオプションを提供

## 調査参加状況

- バイサイド9社、セルサイド3社が参加
- 国内バイサイド・海外バイサイド、資産運用会社（ミューチュアルファンド）・ヘッジファンド等幅広い投資家層の意見を調査



## グループ構造

- 多くの回答者は、**T&D HDの現在のグループ構造が企業価値の最大化に最適ではない**と考えています
  - 回答者の多くは、太陽生命と大同生命の顧客基盤や販売チャネルが明確に異なることから、両社の間にシナジーが欠如している点に懸念を示しています
  - 一部の回答者は、一定のコストシナジーは存在するかもしれないものの、それがT&D HDの企業価値に実質的な影響を与えるほどではないと述べています

## グループガバナンス

- 多くの回答者は、**T&D HDの経営陣は子会社から十分に独立しておらず、客観的な意思決定ができない**と指摘しています

## 資本収益性

- 資本収益性に関する取締役会の監督に対する不満の声も多く、より大胆な株式リスクの削減、またより積極的な株主還元**を求めています

## 政策保有株式

- 多くの回答者は、**政策保有株式を「純投資」に変更したことは実質的な変化をもたらしておらず、「実質」政策保有株式削減のペースが不十分であるとの認識**を示しています

## 太陽生命の事業収益性

- 太陽生命の収益性に関する取締役会の監督に懸念を示し、取締役会による積極的な経営の監督や太陽生命のビジネスモデルの再検討が必要**と述べています

## P/EV倍率の重要性

- 半数の回答者は、**株主との利害をより一致させるために、国際基準に合わせてP/EV倍率を次期中計の経営目標として掲げることを支持**しています

## 社外取締役の専門性

- 多くの回答者は、**企業価値最大化の実行力を高めるために、業界知識や資本市場での経験を有する社外取締役を取締役会に加えるべき**だと考えています

# 質問事項および結果

質問		はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
1 T&D HDの現在のグループ構造（持株会社が太陽生命と大同生命を保有）は、グループ企業価値最大化の観点から最適であると考えますか？		0%	75%	25%	0%
2 太陽生命と大同生命の間のシナジー（仮にあれば）は、コングロマリットディスカウントに代表されるグループ構造に伴うコストを上回ると思いますか？		8%	50%	42%	0%
3 T&D HDの経営陣は、子会社から十分に独立した立場から、T&D HDの事業ポートフォリオやグループ構造に関する客観的かつ合理的な意思決定ができると思いますか？		8%	75%	17%	0%
4 T&D HDの取締役会は、グループの資本収益性向上に関して、十分な監督ができると考えますか？		0%	75%	17%	8%
5 T&D HDが一部の政策保有株式を「純投資」に振替をしたことは、ガバナンスと資本収益性の観点から適切と考えますか？		17%	67%	17%	0%
6 T&D HDの「実質」政策保有株式の削減スピードは適切と考えますか？		17%	67%	17%	0%
7 現行の取締役会は、太陽生命の収益性の課題に対して、十分な経営監督を行っていると考えますか？		0%	92%	8%	0%
8 T&D HDの取締役会は、2026年に発表されるであろう次期長期ビジョンでも、P/EV倍率の目標は掲げるべきであると考えますか？		50%	25%	25%	0%
9 「海外M&A」に関して、T&D HDが海外クローズドブック事業へのマイノリティ投資を行ったことを評価しますか？海外クローズドブック事業への投資はT&D HDの1株当たり企業価値向上に有益であると考えますか？		17%	50%	33%	0%
10 現在の社外取締役は、株主を適切に代表し、企業価値の最大化に貢献するためには必要な業界知識とスキルを有していると考えますか？		0%	75%	25%	0%

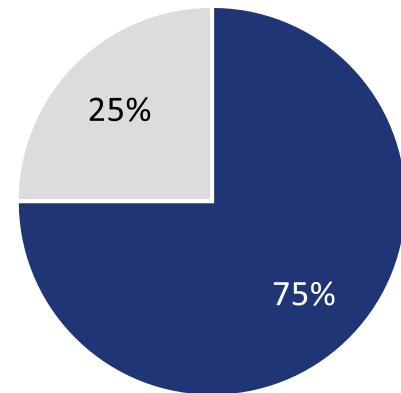
質問：T&D HDの現在のグループ構造（持株会社が太陽生命と大同生命を保有）は、  
グループ企業価値最大化の観点から最適であると考えますか？

## 回答者の意見

- 回答者の大多数は、T&D HDの現行のグループ体制が、グループ企業価値を最大化するうえで最適ではないと考えている
  - 太陽生命と大同生命では顧客層、販売チャネル、成長率がそれぞれ異なり、コングロマリット・ディスカウントが生じているうえに、明確なシナジーも見られないと指摘
  - 現行のグループ体制に代わる選択肢として、統合を進めたとしても状況が改善する可能性は低いと考えている
- 意思決定プロセスにおいて太陽生命の意見が過度に反映されており、大同生命の潜在力が十分に発揮されていない、と一部の回答者は意見を述べている
  - ガバナンス上の課題（太陽生命・大同生命の経営陣による影響力）が、グループレベルでの効果的な経営や必要な改革の実施を妨げている可能性を指摘
- 理論上は現行の体制にも合理性があるものの、実際にはうまく機能していないように見えるという意見もあった
- グループ構造そのものが問題ではないとする意見も一部あった
  - 3名の投資家は、T&D HDの価値を考える際の課題は、各社の業務運営やインセンティブ設計にあると主張

## 回答

<span style="background-color: #c0392b; border: 1px solid black; padding: 2px 5px;"></span>	: はい	<span style="background-color: #1a237e; border: 1px solid black; padding: 2px 5px;"></span>	: いいえ
<span style="background-color: #d3d3d3; border: 1px solid black; padding: 2px 5px;"></span>	: どちらでもない	<span style="background-color: #667380; border: 1px solid black; padding: 2px 5px;"></span>	: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	0%	67%	33%	0%
国内	0%	50%	50%	0%
海外	0%	71%	29%	0%
セルサイド	0%	100%	0%	0%
全体	0%	75%	25%	0%

質問：T&D HDの現在のグループ構造（持株会社が太陽生命と大同生命を保有）は、  
グループ企業価値最大化の観点から最適であると考えますか？

## 参加者の回答より

最適と言うのは難しい。われわれがかつて無形価値に注目して投資スクリーニングをしたときに、大同生命を投資対象として検討したことがある。我々は、大同生命に価値があると考えるが、太陽生命がくっついてくるという問題がある。そういう意味で、シナジーはないし、今の構造は評価し難い。

バイサイド（海外）

グループ企業価値の最大化に向けた議論はしたのだとは思うが、大同生命と太陽生命をそのままの形で放置した。グループベースでの経営は出来ていると言えず、十分な取り組みは出来ているとは言えない。

セルサイド

現在のグループ体制はグループ全体の企業価値を最大化するうえで最適だとは思わない。「2本柱」あるいは最近のクローズドブック事業の買収を含めた「3本柱」の事業ポートフォリオ戦略において、最も懸念しているのは太陽生命の発言力が強すぎると感じていることである。本来はグループの中核である大同生命こそが主導すべきだと思うが、現行のグループ構造上、太陽生命が同等の地位を持っているため、大同生命が十分にグループの舵取りを出来ていない。その結果、コングロマリット・ディスカウントが生じていると考える。

バイサイド（海外）

T&D HDの企業価値にとってグループ構造は重要な問題ではないと思っている。生保2社運営という組織形態自体は企業価値を考える上でポイントではない。問題は他にある。

バイサイド（海外）

## 質問2

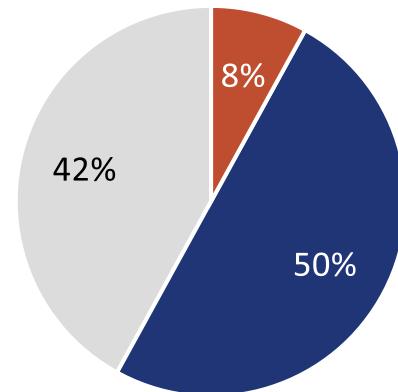
質問：太陽生命と大同生命の間のシナジー（仮にあれば）は、コングロマリットディスカウントに代表されるグループ構造に伴うコストを上回ると思いますか？

### 回答者の意見

- 回答者の約半数は、太陽生命と大同生命の間のシナジーは、グループ体制に伴うコストを上回らないと考えている
  - 両社が異なる顧客層をターゲットとしていることから、実質的なシナジーは存在しないと主張
  - 業務面での潜在的なシナジーはあり得るもの、現時点では十分に実現されておらず、そのためグループ構造に伴うコストを補うには至っていない
- 一部の参加者は、一定のシナジー（特にコスト面）が存在する可能性はあるが、その企業価値への影響は限定的だと指摘
  - シナジーを創出しても、T&D HDの価値に大きな影響を与えることはないと主張
- T&D HDの割安評価（ディスカウント）は組織構造に起因するものではないとし、グループ構造自体は複雑ではないと述べる者もいた
- ある国内投資家は、わずかながらもコストを上回る限定的なシナジーが存在すると見ている
  - 規模の経済やバックオフィスコストの削減によるシナジーが存在すると見ている

### 回答

■: はい      ■: いいえ  
■: どちらでもない      ■: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	11%	44%	44%	0%
国内	50%	0%	50%	0%
海外	0%	57%	43%	0%
セルサイド	0%	67%	33%	0%
全体	8%	50%	42%	0%

## 質問2

質問：太陽生命と大同生命の間のシナジー（仮にあれば）は、コングロマリットディスカウントに代表されるグループ構造に伴うコストを上回ると思いますか？

### 参加者の回答より

シナジーがあるとは思えない。例えば資産の一体管理や、経済リスクの統合管理によって実現可能なシナジーがあるかもしれないが、こうした取り組みは会社によって行われていない。したがって、実際のところシナジーはほとんど存在しないと言える。

バイサイド（海外）

そもそもシナジーがない。一方で全く異なる事業が一緒になっていることでコングロマリットディスカウントはある。したがって、シナジーはコストを上回らないと言える。

バイサイド（海外）

そもそもそれほど複雑なグループ構造ではなく、コングロマリットディスカウントといったコストはあまり発生しているとは思わない。一方で、それぞれの子会社でとっているリスクは異なり、分散効果や、データ蓄積、同種のリスクをグループ横断で管理する、といったことを通じたグループでのシナジー効果の余地はある。ただ、こうしたシナジー効果が現在T&D HDで発現しているかというと、残念ながら見えていない。

セルサイド

コングロマリットディスカウントがあるのかはよく分からない。ただコストやシステム面ではシナジーは出てくる余地はあると思う。うまくいけばメリットはある。ただ、現時点ではシナジーは出ているとは言えない。

セルサイド

# 質問3

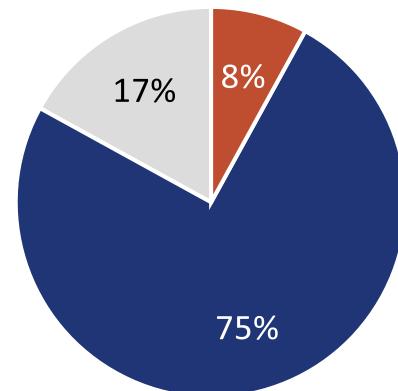
質問：T&D HDの経営陣は、子会社から十分に独立した立場から、T&D HDの事業ポートフォリオやグループ構造に関する客観的かつ合理的な意思決定ができると思いますか？

## 回答者の意見

- 大部分の回答者は、T&D HDの経営陣が子会社から十分に独立しておらず、事業ポートフォリオやグループ構造に関して客観的かつ合理的な意思決定を行う能力がないと指摘
  - 取締役会に子会社の代表者が参加していることが利益相反を生み、個々の子会社の利益に影響された偏った経営判断、意思決定プロセスへの懸念を招いている
  - 大同生命と太陽生命の経営陣が交互にHD社長を担う慣行が、T&D HDにおける独立性の欠如や戦略方針の不明確さにつながっている
- 一部の参加者は、T&D HDの経営陣が合理的な意思決定を行うことは可能だが、組織構造やこれまでの慣行が真の独立性と客観性を妨げていると主張
- 海外投資家1名のみが、T&D HDの経営陣は客観的かつ合理的な判断を行うことができ、HD人事に問題はないと主張

## 回答

■: はい      ■: いいえ  
■: どちらでもない      ■: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	11%	78%	11%	0%
国内	0%	50%	50%	0%
海外	14%	86%	0%	0%
セルサイド	0%	67%	33%	0%
全体	8%	75%	17%	0%

# 質問3

質問：T&D HDの経営陣は、子会社から十分に独立した立場から、T&D HDの事業ポートフォリオやグループ構造に関する客観的かつ合理的な意思決定ができると思いますか？

## 参加者の回答より

日本の金融界は大体がプロパーの社長のためT&Dだけの問題ではないが、しがらみに縛られてしまう面からも客観的かつ合理的な意思決定できないと思う。私は歴史の長い材料メーカーのリサーチの経験が長くあるが、プロパーの社長は事業分離が出来ていなかった。住友化学や三菱化学などの例をみても必要な判断が出来ないものなのではないか。

バイサイド（国内）

T&D HDはこれまでリーダーシップを交代制で担ってきた歴史的な経緯があり、客観的かつ合理的な意思決定をできるとは思えない。表向きには、両社（太陽生命と大同生命）が協力し、「2本柱」としてグループ構造上に同等に扱われているように見えるが、実際は大同生命の方がはるかに多くの経済価値を生み出しており、より差別化されたビジネスを展開しているため、同等ではない。したがって、経営陣は子会社から十分に独立しておらず、客観的かつ合理的な意思決定を行えていない。外部出身のCEOを起用するか、取締役会による監督を強化することが望ましい。

バイサイド（海外）

子会社から役員がでている構造的な問題がある中で、客観的かつ合理的な意思決定は出来ないと思う。この状況は、経営陣の独立性を損ない、偏りのない意思決定を行う能力に影響を与えている。

バイサイド（海外）

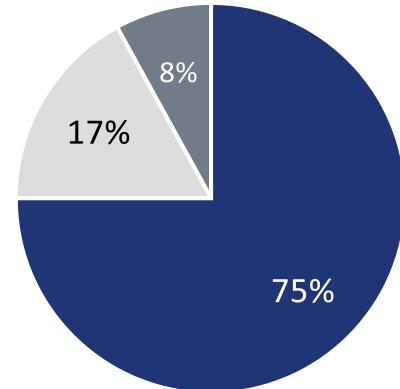
質問：T&D HDの取締役会は、グループの資本収益性向上に関して、  
十分な監督ができていると考えますか？

## 回答者の意見

- 多くの回答者は、グループの資本効率向上に向けたT&D HD取締役会の監督機能に不満を示しており、株主価値向上に向けた具体的な取り組みが不十分だと指摘
  - 多くの回答者は、より積極的な資本投下や株主還元の強化など、リターン最適化の観点から現行のキャピタルアロケーション戦略の見直しの必要性を強調
  - 株式リスク・金利リスク・政策保有株式の削減を一層進めることの重要性については回答者の意見が一致
  - 再保険の活用により資本効率を高めるべきとの指摘も多い
- 一部の参加者は、株式リスク削減など一定の改善は見られるが、資本収益性向上の進捗は緩やかで、抜本的な変化には至っていないと指摘
- 取締役会構成に関する懸念を挙げる声も一部の回答者から上がった
  - 社外取締役の中に保険業界に精通した人材が乏しいことが、効果的な経営監督や意思決定を妨げている可能性がある

## 回答

 : はい	 : いいえ
 : どちらでもない	 : 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	0%	78%	11%	11%
国内	0%	50%	0%	50%
海外	0%	86%	14%	0%
セルサイド	0%	67%	33%	0%
全体	0%	75%	17%	8%

質問：T&D HDの取締役会は、グループの資本収益性向上に関して、  
十分な監督ができていると考えますか？

## 参加者の回答より

T&Dはグループ全体の資本効率が低いため、経営陣による監督が不十分である可能性が高い。

バイサイド（海外）

十分かというと十分ではない。ただ、非常に低いレベルからであるが改善しているとは言える。イメージは、東京海上HDから3周回遅れといったところか。3周回遅れでも改善しているのであれば悪くないので我々は投資した。

バイサイド（海外）

社内取締役は、構造的に監督が出来ていない状況と考える。社外取締役比率は高いと言っているが、保険の知識のある人がいない。保険というブラックボックス性の高い事業では、メンバーに知見がなければ執行サイドの提案を反対も出来ない。よって、構造的な監督機能不全であると言える。

バイサイド（海外）

十分な監督が出来ていると言えない。金利リスクの削減については、たまたま金利が上がってラッキーだった面があるが、削減がなかなか進まないし、政策保有株はグループ全体として考えるべきだが、太陽生命でのしがらみなどの理論が優先されてしまったように思う。HD主導で厳しく管理するような動きにはなっていない。

セルサイド

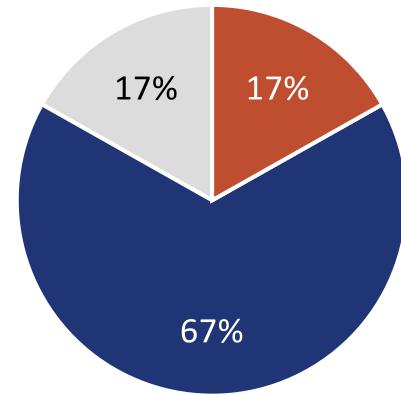
質問：T&D HDが一部の政策保有株式を「純投資」に振替をしたことは、ガバナンスと資本収益性の観点から適切と考えますか？

## 回答者の意見

- 政策保有株式を「純投資」に振替したことについて、実質的な変化がないことから、不適切とみなす意見が多数派
  - 政策保有株式の区分変更は表面的な措置に過ぎず、実際の投資実態と整合していない可能性があると指摘し、透明性に対する懸念を示している
- 振替銘柄の削減計画が不透明であることから、T&D HDは政策保有株式削減に本気でないように見える、と複数の回答者が言及
- 複数の回答者は、振替銘柄の売却状況をモニタリングすることの重要性を強調し、これまでのところ売却は十分に進んでいないと指摘
- 現状の高い株式リスク水準や、政策保有株式を保有し続ける合理性について疑問を呈する意見が多い
  - 資産運用上ある程度の株式保有は必要だという点では、参加者の意見は一致
- 振替を適切と考える回答者は、T&D HDが振替銘柄の管理・売却をどのように進めるか次第であると指摘

## 回答

<span style="color: #C85A3D;">■</span>	: はい	<span style="color: #1E3A8A;">■</span>	: いいえ
<span style="color: #BDBDBD;">■</span>	: どちらでもない	<span style="color: #5F707D;">■</span>	: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	11%	67%	22%	0%
国内	50%	50%	0%	0%
海外	0%	71%	29%	0%
セルサイド	33%	67%	0%	0%
全体	17%	67%	17%	0%

質問：T&D HDが一部の政策保有株式を「純投資」に振替をしたことは、  
ガバナンスと資本収益性の観点から適切と考えますか？

## 参加者の回答より

適切ではない。形式的なアクションでしかない。

バイサイド（海外）

「純投資」への振替は、ややネガティブと感じている。純投資に振り替えた部分に関する一層の説明・開示が必要。一方で、株式の運用を止めるべきかというと、それは極端な意見と思う。全体のポートフォリオから判断すべき。

バイサイド（国内）

適切ではないと考える。一部の政策保有株式を「純投資」に振替したことは、金融庁による規制を回避するための不透明な手法だと思う。こうしたことは行うべきではなく、振替された株式や政策保有株式の売却を早急に進めるべきだと強く考えている。

バイサイド（海外）

適切ではない。純投資への振替後の削減計画が不明であったし、時価では減っていない。

バイサイド（海外）

# 質問6

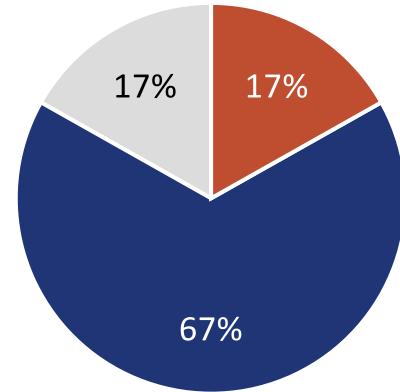
質問：T&D HDの「実質」政策保有株式の削減スピードは適切と考えますか？

## 回答者の意見

- 過半数の回答者は、T&D HDによる「実質」政策保有株式の削減スピードが適切ではないと考えており、より積極的な削減が必要だと指摘
  - T&D HDの掲げる「2031年までの削減完了」という目標時期を待たず、より早期に削減を完了させることが望ましいとの意見も多い
- 一部の回答者は、市場価値の変動等外部要因に影響されない、一貫した削減方針の提示を求めている
- 複数の回答者は、政策保有株式を完全にゼロにする必要はないしつつも、削減の加速や、純投資振替銘柄を含むポートフォリオの最適化が重要だと指摘
- 2名の回答者は現行の削減ペースを妥当と評価
  - 市場環境が削減のタイミングとペースを決定する上で重要な要素であり、株価の上昇局面など割安なタイミングで資産を売却する必要ないと主張

## 回答

■: はい      ■: いいえ  
■: どちらでもない      ■: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	11%	67%	22%	0%
国内	50%	50%	0%	0%
海外	0%	71%	29%	0%
セルサイド	33%	67%	0%	0%
全体	17%	67%	17%	0%

質問：T&D HDの「実質」政策保有株式の削減スピードは適切と考えますか？

## 参加者の回答より

適切ではない。もっと早くやるべき。

バイサイド（海外）

グループ全体の資本効率には満足していないし、削減のスピードも適切だとは思わない。  
現在の環境下でT&Dの削減スピードは“問題ない”といえるかと聞かれれば、確かに問題ないかもしれない。  
なぜなら、依然としてゼロ化を約束していない銀行も多く、銀行の削減スピードはT&Dより遅い。そうした状況下で、T&Dは相対的には恩恵を受けていると思う。相対的に見ればT&Dは最も遅れているわけではないが、実際のT&Dの政策保有株式削減スピードはまったく適切ではない。

バイサイド（海外）

適切ではない。削減スピードは不十分。運用成績も悪い。実績が悪ければポートフォリオを見直すという動きがあってこそその純投資だが、それらの動きは見られない。もちろん、損保とは違うので政策保有株ゼロにするコミットは必要ないと思うが、ポートフォリオの最適化は必要。

セルサイド

「実質」政策保有株式の削減スピードは、ギリギリ適切ではないかと思う。株高は仕方ない。売却している。理想的には、損保業界のように、業界としてゼロにしていくような機運が高まっていくような動きになればいいのだが。ただ2031年を待たずに削減してもいいのではないかと思うが、最低限は満たしているとは思う。

バイサイド（国内）

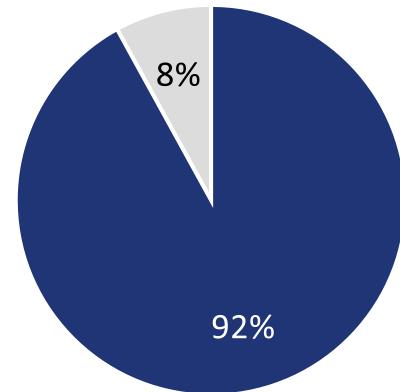
質問：現行の取締役会は、太陽生命の収益性の課題に対して、  
十分な経営監督を行っていると考えますか？

## 回答者の意見

- 大部分の回答者は、太陽生命の収益性に関する現行取締役会の監督体制に重大な懸念を示している
  - コスト管理における適切な目標設定が十分でなく、太陽生命および大同生命の双方に見られる慢心を是正できていない
- 複数の回答者は、太陽生命が抱える明確な課題に対し、取締役会がより積極的に関与し、太陽生命のビジネスモデルについて、抜本的な見直しを行う必要があると強調
  - 取締役会は問題を認識していながら適切に対応してこなかったことを批判
  - 人口動態の変化や、日本の保険市場が直面する構造的課題を踏まえた、ビジネスモデルの再評価が必要
- 一部の回答者は、競争優位性の欠如や、日本の人口減少に起因する構造的問題から、太陽生命が高いROEを実現するのは難しいと考えている

## 回答

 : はい	 : いいえ
 : どちらでもない	 : 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	0%	89%	11%	0%
国内	0%	100%	0%	0%
海外	0%	86%	14%	0%
セルサイド	0%	100%	0%	0%
全体	0%	92%	8%	0%

質問：現行の取締役会は、太陽生命の収益性の課題に対して、  
十分な経営監督を行っていると考えますか？

## 参加者の回答より

現行の取締役会が、太陽生命の収益性の課題に対して十分な経営監督を行っているかというと、全く疑問。太陽生命に明らかに課題があるのに、なぜ解決が出来ないのか理解出来ない。そのような状況なのに、たすき掛けも丁寧に行っていて、グループ内で太陽生命を何故そこまで重要な扱いをしているのか理解出来ない。

バイサイド（海外）

先ほども述べたように、T&Dは太陽生命の事業基盤や将来性、そして自社が最適なオーナーであるかどうかを含め、太陽生命をどう扱っていくかを本格的に検討する必要があると考える。もし経営陣が構造的な理由でこういった見直しを主導できていないのであれば、取締役会がより主体的に検討すべきと考える。つまり、取締役会は、太陽生命の収益性の課題に対して、十分な経営監督を行っているとは言えない。

バイサイド（海外）

決算説明会で、投資家や証券会社の方々もこの件には突っ込んでいるように、収益性が低く、解約率が高い上に、銀行窓販で販売している。強みが活かせるところにリソースが配分されている状況ではない。営業方法含めビジネスモデルがじり貧なのではないか。そういう認識がされている状況なのに適切なアクションがとられていないということからも、HDの取締役会は十分な経営監督を行っているといえない。

バイサイド（海外）

# 質問8

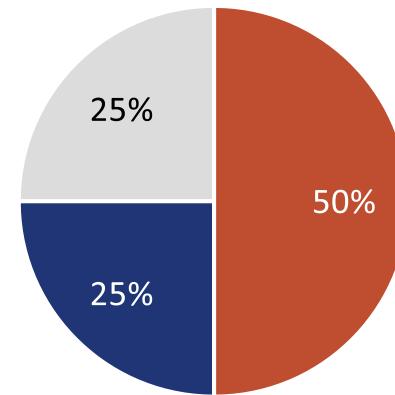
質問：T&D HDの取締役会は、2026年に発表されるであろう次期長期ビジョンでも、P/EV倍率の目標は掲げるべきであると考えますか？

## 回答者の意見

- 約半数の回答者は、次期長期ビジョンにおいて、T&D HD取締役会がP/EV倍率目標を設定する必要性があり、グローバル競合水準の1.0倍を目標として掲げることが理想であると主張
  - P/EVは日本会計基準上の利益指標よりも企業の本源的価値を的確に反映する、より信頼性の高い指標と主張
  - 経営陣の目標と株主利益の整合性を高めるために、経営陣がコミットする業績目標をEVで設定するという意見もある
- 約4分の1の回答者（セルサイドアナリスト2名および海外バイサイド1名）は、T&D HDがP/EV目標を掲げるべきではないと意見
  - EVは買収や株主還元、また市場変動を十分に反映しないため、修正利益や収益性指標に焦点を当てる方がより実務的かつ有効だと主張
  - 市場に対してどの指標を重視するのかを明確に伝えることの重要性を主張
- どちらともいえない回答した方の中には、P/EV目標の設定 자체は適切であるものの、ROEやRoEVといった指標も併せて設定し、十分な株主還元を担保すべきだと指摘する声もあった

## 回答

■: はい      ■: いいえ  
■: どちらでもない      ■: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	67%	11%	22%	0%
国内	100%	0%	0%	0%
海外	57%	14%	29%	0%
セルサイド	0%	67%	33%	0%
全体	50%	25%	25%	0%

質問：T&D HDの取締役会は、2026年に発表されるであろう次期長期ビジョンでも、P/EV倍率の目標は掲げるべきであると考えますか？

## 参加者の回答より

P/EV倍率1.0倍が国際的に同業他社の標準水準であることを踏まえると、T&Dにおいても1.0倍を目標水準として示すことが適切だと考える。この基準を明示することで、同社の企業価値および業績を評価する際の指標がより明確になる。

バイサイド（海外）

P/EV倍率目標は掲げるべきであると思うし、目標に対して真摯に取り組むべきである。P/EVの変化スピードを上げる議論と取り組みが必要。

バイサイド（国内）

目標は引き続きP/EVを掲げてもよいだろう。ただ、大事なことは、P/EV目標水準を掲げることそのものではなく、RoEV (Return on EV)の水準であり、そしてRoEVに見合ったP/EVが実現してないのであれば、EVからの株主還元水準が低いことが問題なので、EVに見合った株主還元を行い、マルチプルの引き上げを図っていくことである。

セルサイド

P/EV倍率の目標を掲げる高い必然性はないと思う。会計上の利益が適切に業績を表現できていない面は確かにあるが、J-GAPPでの利益を見るのが全く参照できないわけではないと思う。長期的には利益認識のタイミングの問題。保有契約価値の実現に時間がかかるという生保契約の性質を考えると、J-GAAPが向いている側面もあると思っている。目標は修正利益でいいのでは。そして修正利益に対するマルチプルの改善を、資本コストの低減を通じて目指すのでよいのではないか。ROEは適切な分母がないという課題はあるが、目標はあってもよい。

セルサイド

# 質問9

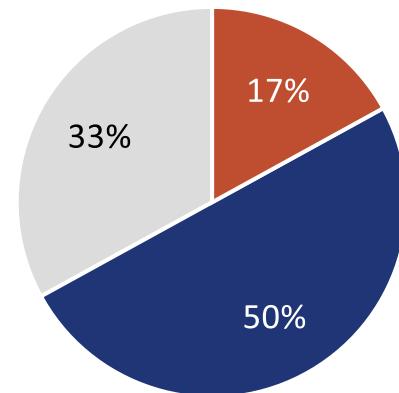
質問：「海外M&A」に関して、T&D HDが海外CB事業へのマイノリティ投資を行ったことを評価しますか？  
海外CB事業への投資はT&D HDの1株当たり企業価値向上に有益であると考えますか？

## 回答者の意見

- 回答者の半数は、T&D HDによる海外CB事業へのマイノリティ投資は、1株当たり企業価値の向上に実質的に寄与していないため、支持をしていない
- 回答者の半数は、T&D HDのP/EV倍率が低水準にある現状では、資本の使途として自社株買いの方が望ましいと主張
  - 海外CB事業投資はグループの企業価値を毀損するわけではないとしつつも、明確なメリットも見いだせないと述べている
- どちらでもないと回答した参加者は、非効率資産を削減し、海外CB事業投資を行う方が、株主還元の向上につながると指摘
  - 海外M&A取引は割高で、利益貢献も限定的だが、政策保有株式に代表される非効率資産の保持と比較すれば、株主還元の向上に繋がりうる
- 海外CB事業投資に踏み切る前に、まず余剰資本の効果的な使途について議論すべきとの意見もあった
- 2名の参加者は、一定のアップサイドが見込める可能性があるとして海外CB事業への投資を支持
  - たとえ現時点で1株当たりEVを大きく押し上げる効果がないとしても、潜在的な利益を評価

## 回答

■: はい      ■: いいえ  
■: どちらでもない      ■: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	11%	56%	33%	0%
国内	0%	0%	100%	0%
海外	14%	71%	14%	0%
セルサイド	33%	33%	33%	0%
全体	17%	50%	33%	0%

質問：「海外M&A」に関して、T&D HDが海外CB事業へのマイノリティ投資を行ったことを評価しますか？  
海外CB事業への投資はT&D HDの1株当たり企業価値向上に有益であると考えますか？

## 参加者の回答より

海外クローズドブック事業への投資は有益とは思っていない。フルステークでもないし、消極的な戦略とみている。マイノリティ投資なので、利益の増分はあるにしても、PERなどのマルチプル指標の改善にはほとんど寄与しないだろう。

セルサイド

海外CB事業投資が1株当たり企業価値の向上に有益であるとは必ずしも思わない。というのも、海外CB事業投資はEVに対して比較的高い価格水準で行われており、より低いEV倍率で自社株を買い戻すという選択肢と比べると割高だからだ。戦略的な観点から考えると、Fortitudeが日本市場に参入し、T&Dを含む日本の保険会社とCB事業を展開できるよう支援できれば、シナジーはあると言える。しかし、そのシナジーがこの投資を正当化できるほど大きいかどうかは疑問。

バイサイド（海外）

どちらとも言えない。利益貢献規模はそれほど大きくなく、ROEへの貢献も限定的。市場も、特に大きな評価はしていないと思う。むしろ、クローズドブック事業に出資前の余剰資本をどうするのかという議論が長らく続いていたのが問題だったのでは。出資より前に、自己株式取得や配当など株主還元なども出来たのではないか。一方、Viridiumの共同出資者との今後の共同投資などには期待もある。

バイサイド（国内）

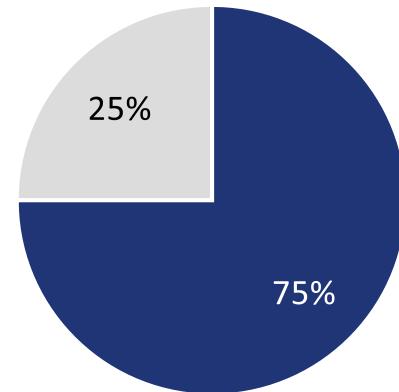
質問：現在の社外取締役は、株主を適切に代表し、企業価値の最大化に貢献するために必要な業界知識とスキルを有していると考えますか？

## 回答者の意見

- 多くの回答者は、現行の社外取締役には保険業界に関する知識や資本市場での経験が欠けており、T&D HDの企業価値最大化を妨げていると考えている
  - 複数の回答者は、保険業界での実績と戦略的思考を兼ね備えた社外取締役を登用することで、取締役会の実効性が大幅に高まると意見
  - 多様性や生命保険業界での経験が重要である一方で、今後海外展開を推進するのであれば、株主との対話に長け、グローバルな経営を理解できる取締役の存在が不可欠だと指摘した回答者もいる
- 一部の回答者は、現取締役会が閉鎖的で、長年のメンバーを優遇し新たな視点を受け入れていないように見えることに懸念を示した
  - 社内取締役と社外取締役のバランスを取る、女性や外国人など多様なバックグラウンドを持つ人材を含めるべきだと主張
- 買収時の企業評価や戦略方針に関して、経営陣に対し適切な意見を述べることができるような取締役構成にすることが重要だという意見もあった

## 回答

<span style="color: #C85A3D;">■</span>	: はい	<span style="color: #003366;">■</span>	: いいえ
<span style="color: #BDBDBD;">■</span>	: どちらでもない	<span style="color: #666666;">■</span>	: 意見なし



	はい	いいえ	どちらでもない	意見なし
バイサイド	0%	78%	22%	0%
国内	0%	50%	50%	0%
海外	0%	86%	14%	0%
セルサイド	0%	67%	33%	0%
全体	0%	75%	25%	0%

質問：現在の社外取締役は、株主を適切に代表し、企業価値の最大化に貢献するために必要な業界知識とスキルを有していると考えますか？

## 参加者の回答より

いいえ、そうは思わない。保険業界の専門家で、かつ経営経験を持つ人物を取締役会に加えるべきである。単に保険数理の専門家を加えればよいのではなく、企業戦略を考えられる実践的な人材が必要だ。なぜなら、T&D HDは太陽生命と大同生命という二本柱によって成り立つ構造であり、現経営陣にはその構造を自ら抜本的に見直しを行う力はないと思うからだ。したがって、保険経営に関する実践的なノウハウと、保険業界全体を見据えた戦略的思考を持つ人材がリーダーシップを発揮し、経営陣に対して建設的に異論を唱えられる体制が不可欠と考える。

バイサイド（海外）

社外取締役全員である必要はないが、1人でも社外取締役に保険業について詳しい人が入れば、大きく変わるとと思う。0と1では大きな違い。新しい視点を入れて監督することは、全体のガバナンスとしてあってしかるべき。それによってHD体制についてシビアな意見が期待できる。ファラロンは外国人の保険専門家を提案したが、通らなかったのは株主としては残念。非日本人が一人でもはいってストレートにしがらみなく言えることにはバリューやあると思う。

バイサイド（海外）

社外取締役に保険の知識・経験がある人は必要だと思う。もちろん、日本の保険業界はクローズドな世界でもあり、適切な人物は競合他社から、みたいになってしまふ面があるが、アクチュアリーに知見がある人物や、海外の保険経験者などでも適切な人物はいるだろう。

セルサイド