

# 『EV経営』の深化： 次期長期ビジョン策定にあたってのご提言

2026年1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、一般的な情報提供を目的としたものであり、完全なものではありません。いかなる場合においても、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あるまたはそのように解釈されるべきものではありません。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、Taransay Funding Ltd.、Farallon Capital Management L.L.C.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。）を含む、本プレゼンテーションで言及される企業に関するFarallonの見解を伝えることを目的としています。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は、本プレゼンテーションに記載された企業に関するFarallonの見解の提示に付随するものです。ファラロンは現在、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。

本プレゼンテーションに記載された見解は、Farallonの意見を表すものであり、対象会社に関する公開情報（規制当局への提出書類や第三者に由来または取得した情報を含みます。）に基づいて作成されています。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。Farallonは、本プレゼンテーションで表示された記述、写真または情報は、第三者によって作成され、または公表された記述から取得もしくはは由来するものであることから、当該第三者に使用に関する同意を求めたり同意を取得したりしていません。このような記述または情報は、本プレゼンテーションに記載された見解に対する当該第三者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、アナリスト、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で表明されたいかなる意見についても、適切と判断する際にいつでも変更する権利を有し、かかる変更について市場またはその他の第三者へ通知する義務を負わないものとします。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含まれる財務予測および記述は、他の第三者が作成した報告書に由来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されているかもしれない価格で取引されることを保証または表明するものでもありません。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んでいます。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特定する目的で用いられています。このような記述、予測および見通しは、Farallonが将来の経済状況、競争環境、市場動向、将来の事業上の判断、および偶発事象を含みますが、これらに限定されない事項に関して行った様々な仮定と判断を反映しています。将来の経済状況、競争環境、市場動向、将来の事業決定、および偶発事象は、正確に予測することが困難または不可能であり、その多くはFarallonによる管理の範囲外にあります。Farallonは、本プレゼンテーションの日付時点において、予想結果または将来の見通しに関する記述の基礎とした仮定が合理的なものであると考えていますが、これらの仮定のいずれかが不正確である可能性があり、それが故に、本プレゼンテーションに含まれる予想結果または将来の見通しに関する記述が正確であることが保証されるものではありません。本プレゼンテーションに含まれる予想結果および将来の見通しに関する記述には、重大な不確実性が内在しているため、このような情報の記載は、将来の結果に関する表明と解釈されるべきではなく、また、当該予想結果および将来の見通しに関する記述によって明示的または暗示的に示される目標や戦略的イニシアチブが達成されることの表明と解釈されるべきではありません。実際の結果は、本プレゼンテーションに含まれる予測や予想結果と大幅に異なる可能性があります。Farallonは、本プレゼンテーションに記載された予想結果または将来の見通しに関する記述について、当該予想結果または記述の日付以降に発生した事象もしくは状況、または予期されていたもしくは予期されなかった事象の発生を反映させるための修正が行われた場合、その修正結果を開示する義務を負わず、明示的にその義務を免責されます。

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（Farallonが株主提案を行った事項を含むが、これに限られません。）に関して、Farallonまたは第三者が株主の代理人として投票権を行使することを承認するよう、T&D HDの他の株主に勧誘する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、その代理人として投票権を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もありません。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誘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」として取扱われまたはみなされることを意図していないことを宣言します。

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もありません。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もありません。無断複写・転載を禁じます。

- 弊社は2008年にT&D HDに投資を開始し、長期にわたり企業価値の成長を見守って参りました。複数年にわたって、建設的な対話の機会を頂いていることに深く感謝申し上げます
- 弊社は、金融庁が2026年3月末より適用を開始する「経済価値ベースのソルベンシー規制」の精神を尊重し、「契約者保護」、「保険会社のリスク管理の高度化」、「消費者・市場関係者等への情報提供」の観点から、建設的な対話を継続させていただく所存です
- 弊社は、T&D HDとの対話を通じて、経済価値ベースの観点からリスク・経営管理を行う『EV経営』の深化が、企業価値向上に向けて重要であると考えてに至りました
- T&D HDは2026年4月に次期グループ長期ビジョンを公表予定であり、向こう5年間の経営の方向性を定める極めて重要な局面にあると考えております
- このような状況を踏まえ、本資料では、T&D HDにおける『EV経営』のさらなる深化に向けた弊社の提言を取りまとめており、取締役会および経営陣におかれましては、本資料の内容を真摯にご検討いただきたいと考えております

## 『EV経営』とは

『EV経営』は、単に保険料収入や日本会計基準の当期純利益の拡大を追求するのではなく、「経済価値ベース」で資本・収益・リスクを評価し、中長期的な企業価値の最大化を目指す経営を指します

### 従来の 会計基準の 問題点

#### 収益認識 の問題

- 生命保険事業は、販売から支払までの期間が長く、**従来の会計基準（日本会計基準）では保険契約の「真の収益性」が見えにくい**という課題があります
  - － 新契約費は繰延がなされず、利益は契約期間の進行に応じて徐々に認識される
  - － 事故発生率や割引率を固定しており、計算前提の事後的な変化に的確に反応しない

#### 資産評価 の問題

- 従来の会計基準では、資産や負債を時価評価ではなく、取得原価ベースで評価することが多く、結果として、**リスク量や自己資本の実態が把握しづらいです**
- 保有資産の売却タイミング等によって、**含み益・含み損の実現時期や規模が変わり得るため、利益水準に恣意性が入りやすいです**

### 『EV経営』と そのメリット

- 『EV経営』とは、従来の会計基準に加えて、「**経済価値ベース**」で**資本、収益、リスクの実態を評価し、リスク管理の高度化、収益性や資本収益性の管理・向上を行う**ことです
  - － **リスク管理の高度化**：保険金支払いに備えた十分な経済価値ベース資本を有しているか
  - － **収益性の向上**：契約期間全体で見た保険契約の収益性・採算性はどうか
  - － **資本収益性の向上**：投下した「経済価値ベース」資本に見合う収益を確保できているか
- 『EV経営』を通じて、生命保険会社はリスク・資本・収益性を経済価値ベースで管理することが可能となり、持続的な企業価値の向上と資本収益性の改善を図ることができます

本資料は、T&D HDに対して『EV経営』の観点から企業価値向上策を提言したものです

## 何故『EV経営』が重要なのか

『EV経営』は、規制当局からも、資本市場からも求められています

### 契約者保護の観点から 金融庁は『EV経営』を求めています

- 生命保険会社は、契約者保護、着実な保険金の支払いを行うため、中長期的な健全性を担保することが重要です
- 日本会計基準（「含み損益経営」）に依拠した経営管理は、金融機関に内在するリスクを十分に反映していないと長年指摘されています
  - 日本会計基準は、米国会計基準やIFRSと比べて、経済価値ベースの実態との乖離が最も大きく、金融庁は現行会計の見直しを検討課題として認識しています
- 契約者保護とリスク管理の高度化のため、**金融庁は「経済価値ベース」でのリスク管理を法制化**しています
  - 2026年3月から始まる「経済価値ベースのソルベンシー規制」では、経済価値ベースのバランスシートの作成と、それに対する外部監査が行われます
  - 新規制では、**どのような形（リスク・資本）でリターンを獲得するかを経済価値ベースで把握・分析することも重要**とされています

### 資本市場も『EV経営』を求めています

- T&D HDをカバーする**セルサイドアナリストの85%は1株当たりEVとP/EV倍率を、目標価格算定に用いています<sup>1</sup>**

証券会社	評価手法（過去3年間に使用したもの）
野村証券	P/EV
大和証券	P/EV、総還元利回り
SMBC日興証券	P/EV、PER、総還元利回り
みずほ証券	P/EV、配当利回り、総還元利回り
Morgan Stanley	P/EV
Bank of America	P/EV、配当割引モデル
JP Morgan	PER

- 67%のバイサイド回答者は、P/EV倍率目標を次期長期ビジョンに含めることを支持**しています<sup>2</sup>

**上場生命保険会社は、契約者保護の観点、資本市場からの信認を得る観点の双方から、『EV経営』が求められていると言えます**

(1) 過去3年間に目標価格算定に用いられた手法を参照、(2) 弊社が第三者調査機関に依頼した株主意見等調査に基づく | Source: 金融庁Webpage、金融庁「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議 報告書」、第三者調査機関による株主意見等調査（2025年10月）、アナリストレポート、エクスパートインタビュー



# T&D HDに求められる『EV経営』の深化とは

T&D HDは、次期グループ長期ビジョンにおいて『EV経営』へのコミットメントを後退させる懸念があります



T&D HD  
2026年度3月期第2四半期  
IR説明会

EV は、超長期の将来利益を含むため、計算前提の不確実性がある。

中長期的には、（日本会計基準に基づいた）EPS・DPSの着実な向上、規律ある成長投資、グループの強靱化を通じて、市場からの期待や信頼を高め、PERを向上させることで株価上昇を図りたいと考えている。

## 資本市場が求める、T&D HDによる『EV経営』の深化

### 収益性の管理

- **事業・商品毎に経済価値ベースの収益性を評価**

- 収益性の低い事業・商品（例：太陽生命の銀行窓販）は、販売戦略、商品設計、料率などの見直しを実施

### 子会社への投下資本を 経済価値ベースで管理

- **HDは子会社への投下資本について、経済価値ベースの資本収益性で評価し、資本収益性の高い事業へ集中的に資本を投下**

- （資産運用を含む）各事業子会社について、経済価値ベース投下資本とリターンで評価

### 成長投資について 経済価値ベースで投資判断

- **事業投資は、経済価値ベースの資本収益性、一株当たりEVの成長性をKPIとして投資判断を実施**

- 自己株式取得を含むあらゆるキャピタルアロケーション手段の中で、経済価値ベースの資本収益性と一株当たりEV成長性が高いものに投資

### EV資本の 株主価値への反映

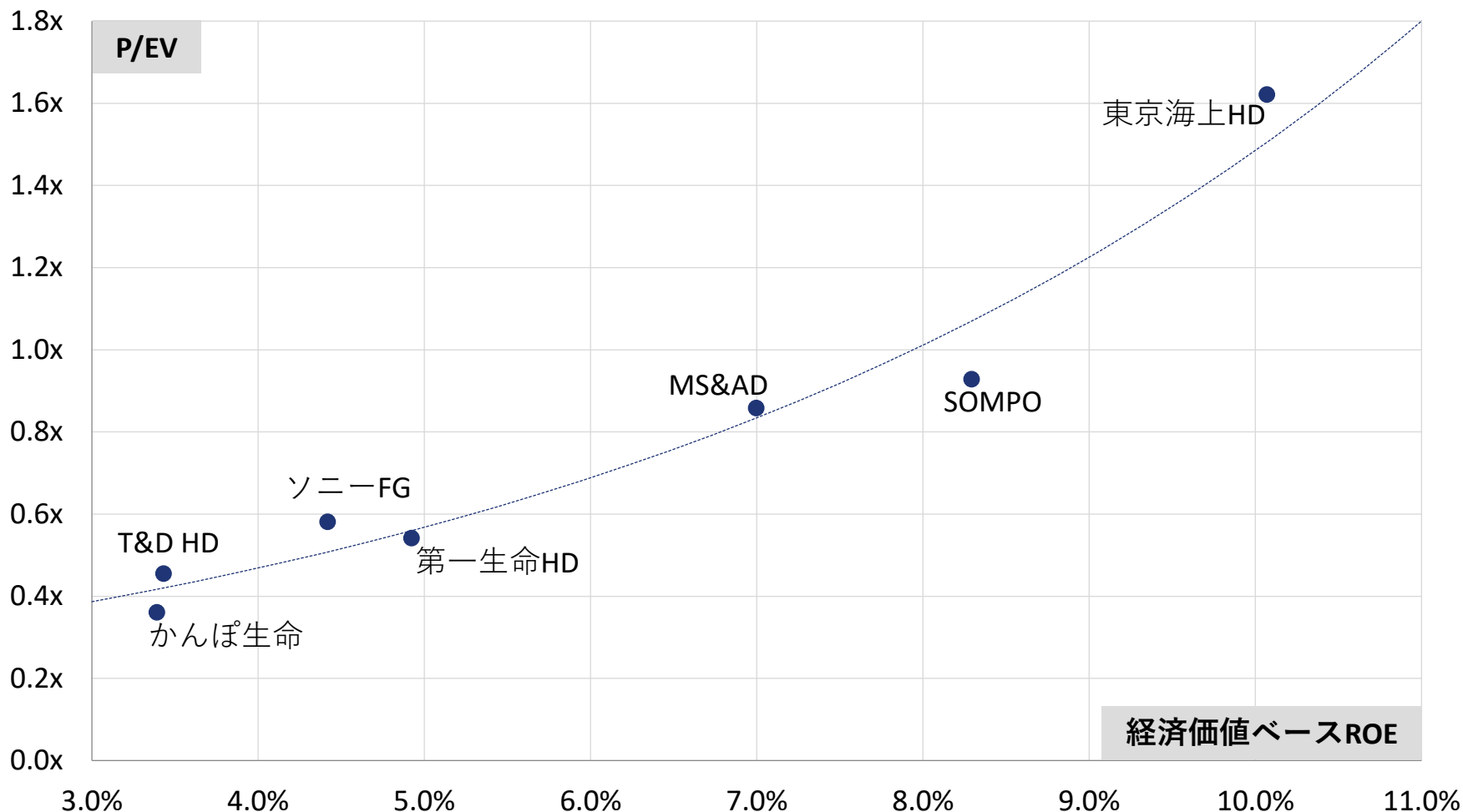
- **時価総額がEV資本を下回る場合、経済価値ベースの資本収益性の改善・ガバナンスの改善・市場へのコミュニケーションの改善等を通じて、是正を行う**

- グループガバナンス向上と『EV経営』の深化に向けた具体策を策定し、積極的に市場へ発信

## 生損保各社のP/EV倍率と経済価値ベースROE

T&D HDのP/EV倍率は1倍を大きく下回っており、競合にも劣後しています。

バリュエーション向上のためには、P/EV倍率と相関の高い経済価値ベースROEの更なる引き上げが必要です



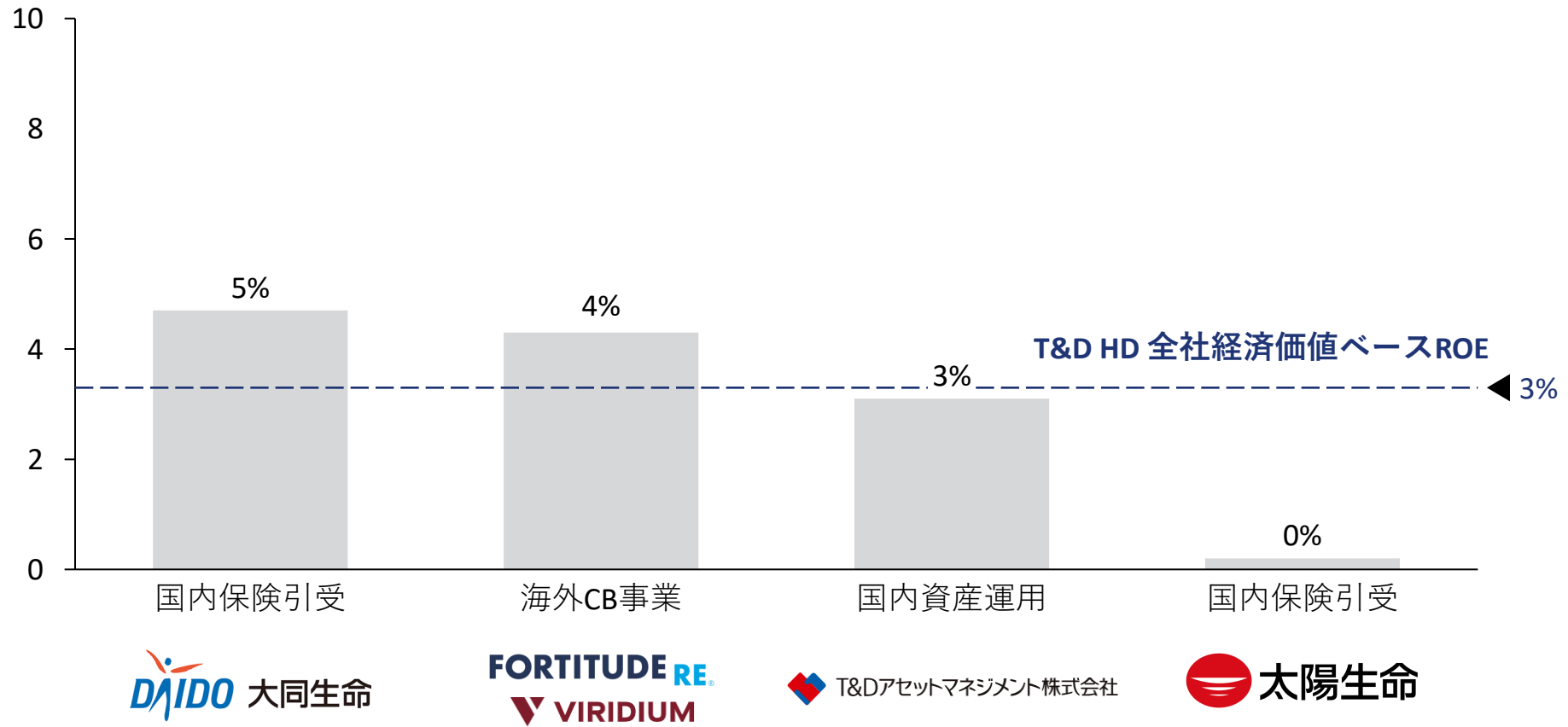
Note: 経済価値ベースROEは2026/3期のSMBC日興証券予想修正利益を基に計算。損保のEV資本は、株主資本に異常危険準備金、価格変動準備金、土地の含み益、生保事業EV等を考慮して算出。ソニーFGの経済価値ベースROEは、会社予想の生命保険事業2026/3期修正純利益と2025年3月末のソニー生命EV資本を用いて試算。ソニーFGの株価は10月10日時点で、その他会社は8月21日時点

Source: SMBC日興証券、各社開示資料

## T&D HDセグメント別経済価値ベースROE

T&D HDのセグメント別経済価値ベースROEはいずれも低水準です。  
 特に太陽生命は、収益性の改善及びリスク削減の双方において、抜本的な改革が必要です

セグメント別経済価値ベースROE (2020/3-2025/3, %)



**Note:** 経済価値ベース資本はサープラス（経済価値ベース純資産）から劣後債を差し引いて計算。各セグメントの資本は、経済価値ベース資本の合計額に、各セグメントのECリスク量割合を掛け合わせて算出。大同生命と太陽生命の保険引受リスクは、保有契約価値の内訳を基に試算。海外クロズドブック事業の経済価値ベース資本については、評価性損益の影響を除外するため、2022年以降はPg71記載の値を使用。保険引受の利益として、保険関係損益（基礎利益-順ざや）から契約者配当（団体年金保険を除く）を差し引いたものを使用。資産運用の利益は、株式・外国証券の時価評価を考慮して算出

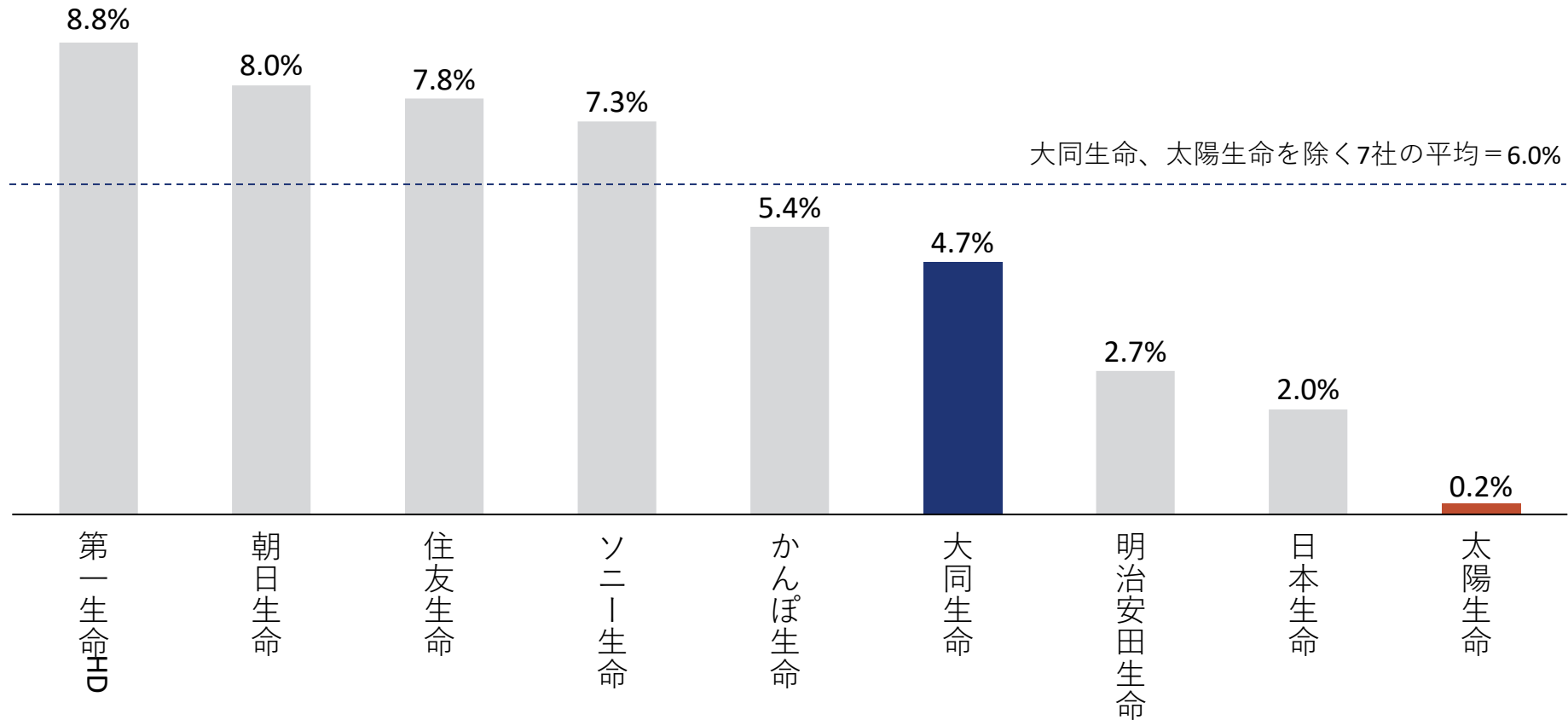
**Source:** T&D HD開示資料を基に弊社分析、T&D HD IR



## 国内保険引受に係る経済価値ベースROE

太陽生命国内保険引受セグメントの経済価値ベースROEは、国内競合生保と比べても低い水準です

国内保険引受に係る経済価値ベースROEの平均値（FY2019-2024\*）



\*かんぽ生命、住友生命は2020年度以降、日本生命は2022年度以降、朝日生命は2023年度以降必要データの開示があったため、その平均値

**Note:** リスク量内訳の開示が無い会社については、金融庁「2024年経済価値ベースの評価・監督手法に関するフィールドテストの結果概要について」に記載の保険リスク、市場リスクのリスク割合を仮定して試算。リスク量内訳の開示が無く海外生保を連結子会社化している場合は、保険引受リスク量から海外生保出資金額を除いたものを国内保険リスクとして採用。第一生命HDについてはSMBC日興証券アナリストレポート記載のリスク量内訳を採用 | **Source:** 各社開示資料、金融庁開示資料、日本経済新聞、SMBC日興証券アナリストレポートを基に弊社分析

## （ご参考） 経済価値ベースROEおよび保険引受粗利の定義

（公開資料から取得できる情報に一定の制約がある中で）競合比較をするため、  
以下計算式でセグメント別経済価値ベースROEと保険引受利益、保険引受粗利を試算しております

### セグメント別 経済価値ベースROE

（各セグメントの  
必要資本対比  
リターン）

#### セグメント利益

$$\text{セグメント利益} = \text{セグメントリスク量割合} \times \text{全社サープラス（経済価値ベースの純資産）}$$

#### セグメント利益の計算式

- **国内保険引受利益** = （基礎利益 − 順ざや − 契約者配当（団体年金保険除き）） × （1 − 実効税率30%）
- **国内資産運用利益** = （順ざや + 国内株式・外国証券のトータルリターン − 国内株式・外国証券利息配当金 − 契約者配当（団体年金保険）） × （1 − 実効税率30%）
- **海外事業利益** = 該当するセグメントの修正利益

### 保険引受粗利

（運用を除いた、  
本業の保険での  
稼ぐ力を示す  
指標）

$$\text{保険引受粗利} = \text{保険引受損益（基礎利益 − 順ざや − 契約者配当（団体年金保険除き））} + \text{事業費} + \text{減価償却費}$$

## T&amp;D HDの低ROE（経済価値ベース）の要因

T&D HDが低ROE（経済価値ベース）に陥っている主因は以下3点に集約されると考えます

**① 太陽生命  
保険引受事業の低収益性**

- **トップライン主義**
  - シェア獲得、トップライン維持にこだわり、不採算取引を継続
  - 解約率の高止まり、顧客ロイヤリティの低さを許容
- **高コスト体質**
  - 営業人員1人当たり保険引受粗利の低さ
  - 売上継続性が高い事業モデルのためコスト管理が伝統的に緩い
- **競争環境・収益環境の激化**
  - 商品×チャネルでの競合の先鋭化、競争の局地戦化
  - 太陽生命は総花的事業展開

**② 低い資本収益性**

- **資本の硬直性**
  - リスクの削減、不採算取引からの撤退に長い年月を要する
  - 現状維持バイアスが強く、改革に対する社内（子会社の）反発が強い
- **資本収益性の軽視**
  - 利益の積み上げにこだわり「必要資本対比リターン」を軽視する文化（特に銀行窓販）
  - 取締役会の資本収益性に対する意識レベルに向上余地

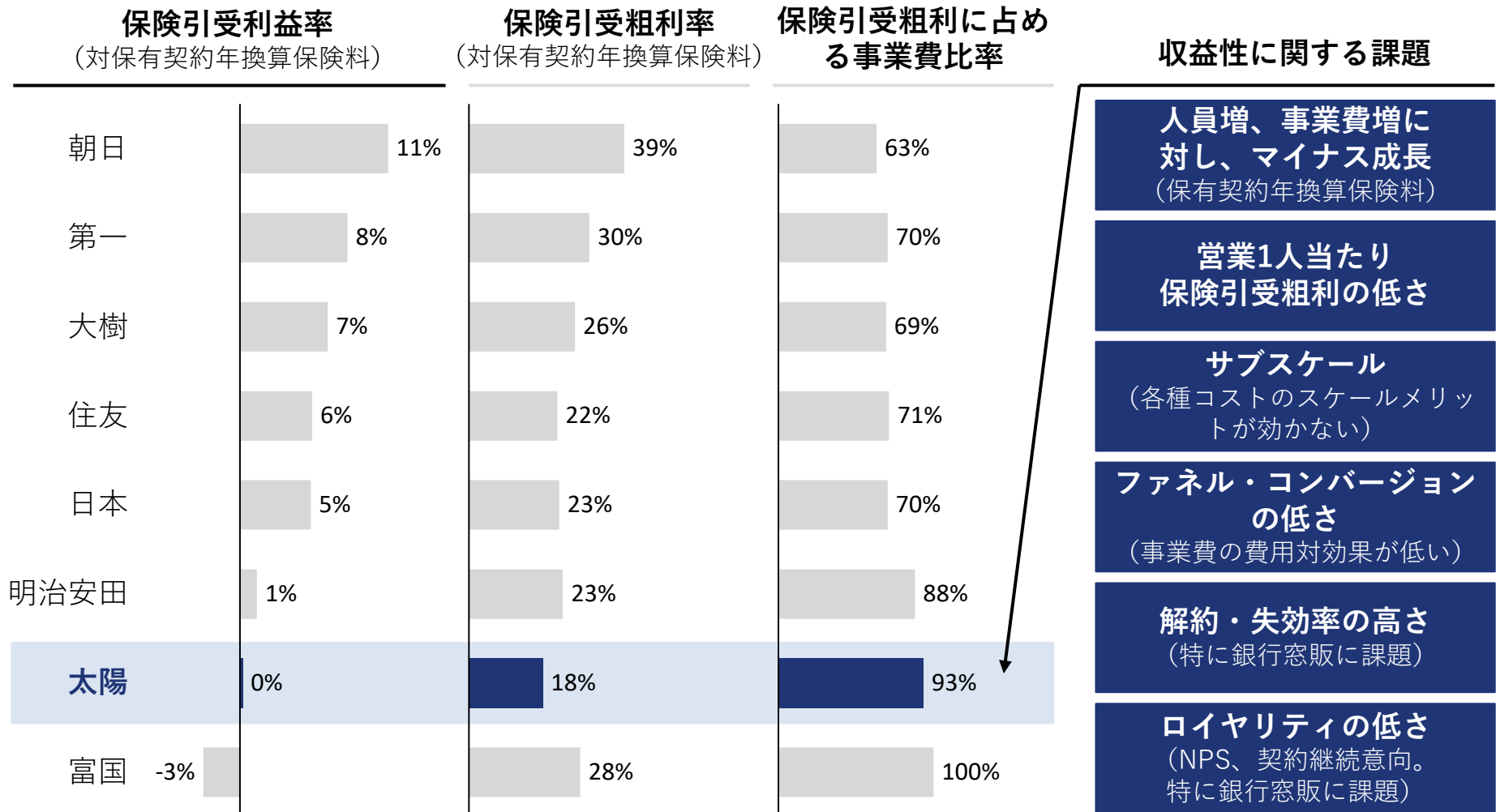
**③ グループガバナンス  
の欠如**

- **限定的な事業シナジー**
  - 太陽生命・大同生命は事業の性質が大きく異なり、グループ設立後20年経った現在でも十分なシナジーを発揮できていない
- **M&AのためのM&A**
  - 契約者にも株主にも求められていない海外M&Aを実施
- **持株会社と傘下の事業会社のパワーバランスの課題**
  - グループの全体最適より、子会社の部分最適に偏った経営体制
  - 子会社の不採算取引を持株会社が監督できていない

上記課題への対策・改善につき、次期長期ビジョンにて明確に言及すべきと考えます

## 四大生保 + 中堅生保 事業収益性比較 (FY24)

太陽生命は類似のビジネスモデルを取る4大生保 + 中堅生保の中で、保険引受利益率が低く、保険引受粗利率も保険引受粗利に占める事業費比率のいずれも競合に劣っています



Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益一順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている

Source: 各社ディスクロージャー資料

今後の市場・競争環境は、太陽生命にとって“逆風”につき、適切に対処しなければ、事業収益性はさらに悪化する可能性があると考えています

## 保険料収入下落圧力

## コスト上昇圧力

1

### 市場の縮小

- 契約件数減少
  - 人口減、少子高齢化
  - 単身世帯増加による加入率低下
  - 貯蓄性商品の相対魅力低下（対NISA）
- 保険料単価下落
  - 第三分野シフトによる単価低下
  - 共働き世帯増加による必要保障額の減少
  - 実質所得の目減りによる保険見直し圧力

2

### 直接営業チャネルの低迷

- 保険ショップの更なる浸透
- 顧客ニーズとのマッチ
  - 複数社の比較検討志向
  - 押し売り感への抵抗（訪問営業のやりにくさ）

3

### 競争環境熾烈化

- チャンネル単位で強い競合との競争に晒される
  - グループ単位での規模拡大とコスト最適化
  - 商品×チャネルでのプレイヤーの先鋭化と局地戦化

4

### 人件費の上昇圧力

- 他業界・職種流出による採用難と人件費の高騰
- 固定給割合の増加と給料Upにより人員確保

5

### DXへの対応急務化（“遅れ”が脅威）

- AI・DX活用の巧拙が競争力・収益力に直結
  - 競合は商品開発や、業務の生産性向上で活用しており、成果は一定出始めている
  - AI・DX投資はスケール、データ量が効く

海外生保へのM&Aは、グループガバナンスや資本収益性の観点から多くの問題点を抱えており、慎重な検討が求められます

### グループガバナンスの観点

#### 国内保険事業とのシナジーは皆無

- ・ 生保事業は国ごとに商品性・制度が異なり、シナジー創出の機会は皆無

#### コングロマリットディスカウントの悪化

- ・ 事業シナジーが限定的な事業が更に増える事により、コングロマリットディスカウントの悪化を引き起こす

#### T&D HDはベストオーナーになり得ない

- ・ 海外プレゼンスが皆無であり、T&D HD独自の価値創造は難しい
- ・ ベストオーナーではなく、「高値掴み」以外では参入不可能

#### 経営リソースの分散

- ・ 太陽生命が多くの経営課題を抱える中、経営リソースが海外事業に振り向けられる

#### 株主は海外M&Aを望まない

- ・ 株主は、会社の規模や利益の絶対額ではなく、一株当たりEVの拡大を期待

#### 保険契約者は海外M&Aを望まない

- ・ 保険契約者は、着実な保険金支払いを重視し、M&Aなどのリスク拡大を求めている

### 資本収益性の観点

#### 海外生保のバリュエーションは高い

- ・ P/EV倍率1倍超えが一般的で、M&Aによるリターンは限定的
- ・ 低バリュエーションの日本生保が買収に乗り出す合理性が認められない

#### 投資額より多くの必要EV資本を積む必要

- ・ 「投資額」ではなく、「必要EV資本」に対するリターンで資本収益性を計る必要
- ・ 投資額より多くのEV資本を積む必要があり、資本コスト超過のハードルは高い

#### 一株当たりEVの希薄化

- ・ 自社P/EV倍率より高いマルチプルの投資は、一株当たりEVの希薄化を引き起こす



経済価値ベースROEおよびP/EV倍率の向上に向けて、弊社から以下改革案をご提案させていただきます

1

### 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

- 資本収益性をKPIとする経営ヘシフトし、商品×チャンネルで選択と集中を追求、コスト効率の高い体制・オペレーションへ構造転換
- ①銀行窓販での貯蓄性商品販売を停止し、直接営業での保障性商品販売に特化。（銀行窓販はTDFに一本化）
- ②固定費化・上昇傾向にある営業職員数は増加を抑制し、支店事務の集約化等により、向こう3年間で事業費10%減を目指す

2

### 資本収益性の向上

- セグメント・商品群毎に、必要EV資本対比リターンを徹底的に検証
- ①太陽生命における、既契約の積極的な出再（特に貯蓄性商品）
- ②大同生命の超長期保険の販売抑制による、ヘッジ不可能なリスクの削減
- ③海外M&A方針の見直し（必要資本対比リターンを厳格に管理）
- ④資産運用リスクの更なる削減（株式リスクの速やかな削減）

3

### グループガバナンス の再考

- 太陽生命・大同生命を含む、HD内の事業間シナジーを定量的に検証、株主へ説明
- 「グループ価値創造ストーリー」と海外M&Aの整合性の検証
- 太陽生命・大同生命社長のHD取締役兼務の廃止を含む、HD経営と事業子会社の執行の分離の明確化。社外取締役による監督機能の強化

上記改革案に関して、社内・子会社とのしがらみがない客観的な立場から検証し、実行へ移すため、社外取締役のみで構成される「グループ価値向上委員会」の設置を要請します

経済価値ベースROEおよびP/EV倍率の向上に向けた、改革案の全体像は以下です

**P/EV倍率の改善  $\equiv$  ROE（経済価値ベース）の引き上げ**



**太陽生命**

国内保険引受 セグメントROE **0%**



**大同生命**

国内保険引受 **5%**

**FORTITUDE RE.**

**VIRIDIUM**

海外CB事業 **4%**



**T&Dアセットマネジメント**

国内資産運用 **3%**

**① 保険引受事業の収益性改善**

商品・チャネル特化で  
保険引受粗利拡大

事業費（人件費）最適化

直接営業は保障型商品  
（第三分野）に注力

直接営業の貯蓄型商品は  
募集業務に特化（商品開  
発・引受はTDFに統合）

銀行窓販からの撤退  
（貯蓄型商品）

直接営業人員の（固定給  
での）増加抑制

営業職員KPIを  
資本収益性重視に改定

AI活用による営業・事務  
の効率化・生産性向上

**② 資本収益性の向上**

（リスク量削減）

既契約の  
積極的な出再  
（特に貯蓄型）

超長期保険の  
販売抑制

海外M&A方針  
の見直し

資産運用リスク  
の更なる削減  
（株式リスク）

太陽・大同を含む、HD内の事業間シナジーを定量的に検証、株主へ説明

グループ価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性の検証

HD経営と事業子会社の執行の分離の明確化。社外取締役による監督機能の強化

**③ グループガバナンスの再考**

上記改革案に関して、社内・子会社とのしがらみがない客観的な立場から検証し、実行へ移すため、社外取締役のみで構成される「グループ価値向上委員会」の設置を要請します

## 1

### 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

- 1-1. 保険引受利益率とその要因
- 1-2. 保険業界の潮流と5つの脅威
- 1-3. 収益性改善に向けた提言と改善ポテンシャル

## 2

### 資本収益性の向上

- 2-1. セグメント別資本収益性管理の重要性
- 2-2. 資本収益性の向上に向けた提言
  - a. 太陽生命における再保険の活用
  - b. 大同生命における超長期保険の販売抑制
  - c. 海外事業投資
  - d. 資産運用リスクの更なる削減

## 3

### グループガバナンスの再考

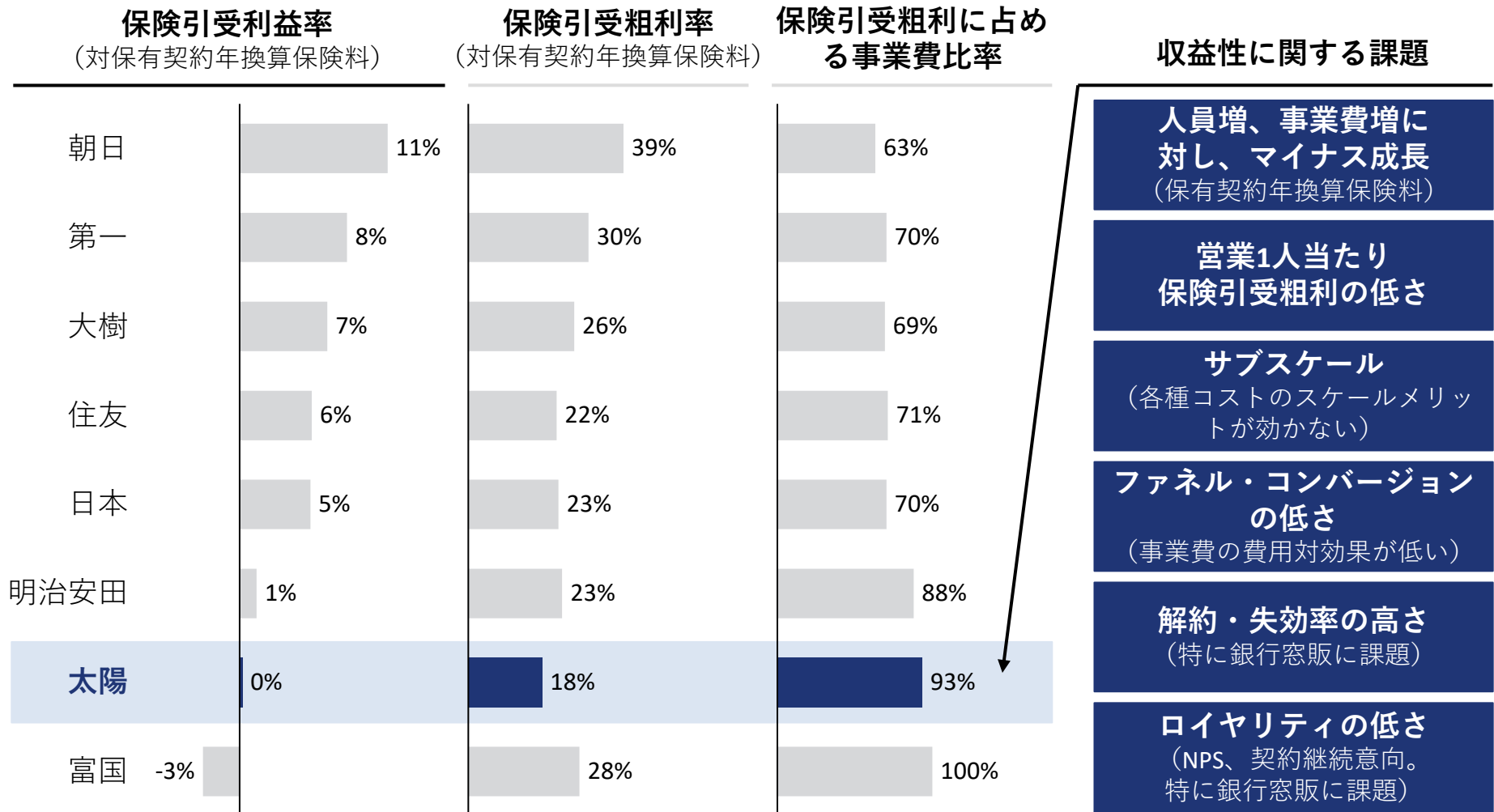
- 3-1. 事業間シナジーの有無と定量化
- 3-2. 価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性
- 3-3. HD・事業子会社の経営体制見直し

## 4

### グループ価値向上委員会の設置

## 四大生保 + 中堅生保 事業収益性比較 (FY24)

太陽生命は類似のビジネスモデルを取る4大生保 + 中堅生保の中で、保険引受利益率が低く、保険引受粗利率も保険引受粗利に占める事業費比率のいずれも競合に劣っています



Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている

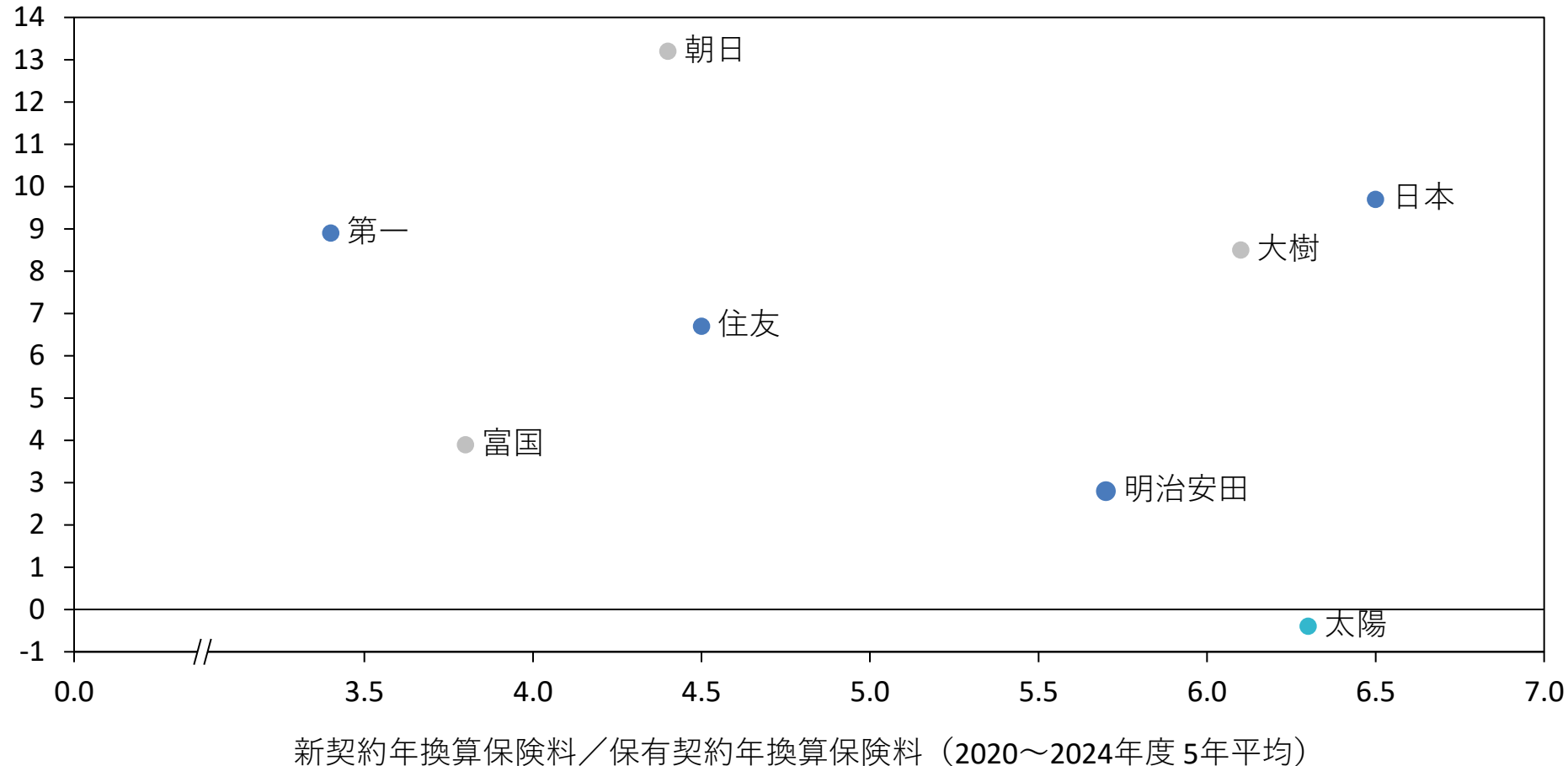
Source: 各社ディスクロージャー資料

## 保有契約年換算保険料に対する保険引受利益率 (5年平均)

新契約年換算保険料の大小と保険引受利益率の相関は限定的で、太陽生命の低収益性は新契約獲得コストの影響によるものとは説明できません

保険引受利益率 (2020-2024年度平均、%)

● 四大生保 ● 中堅生保



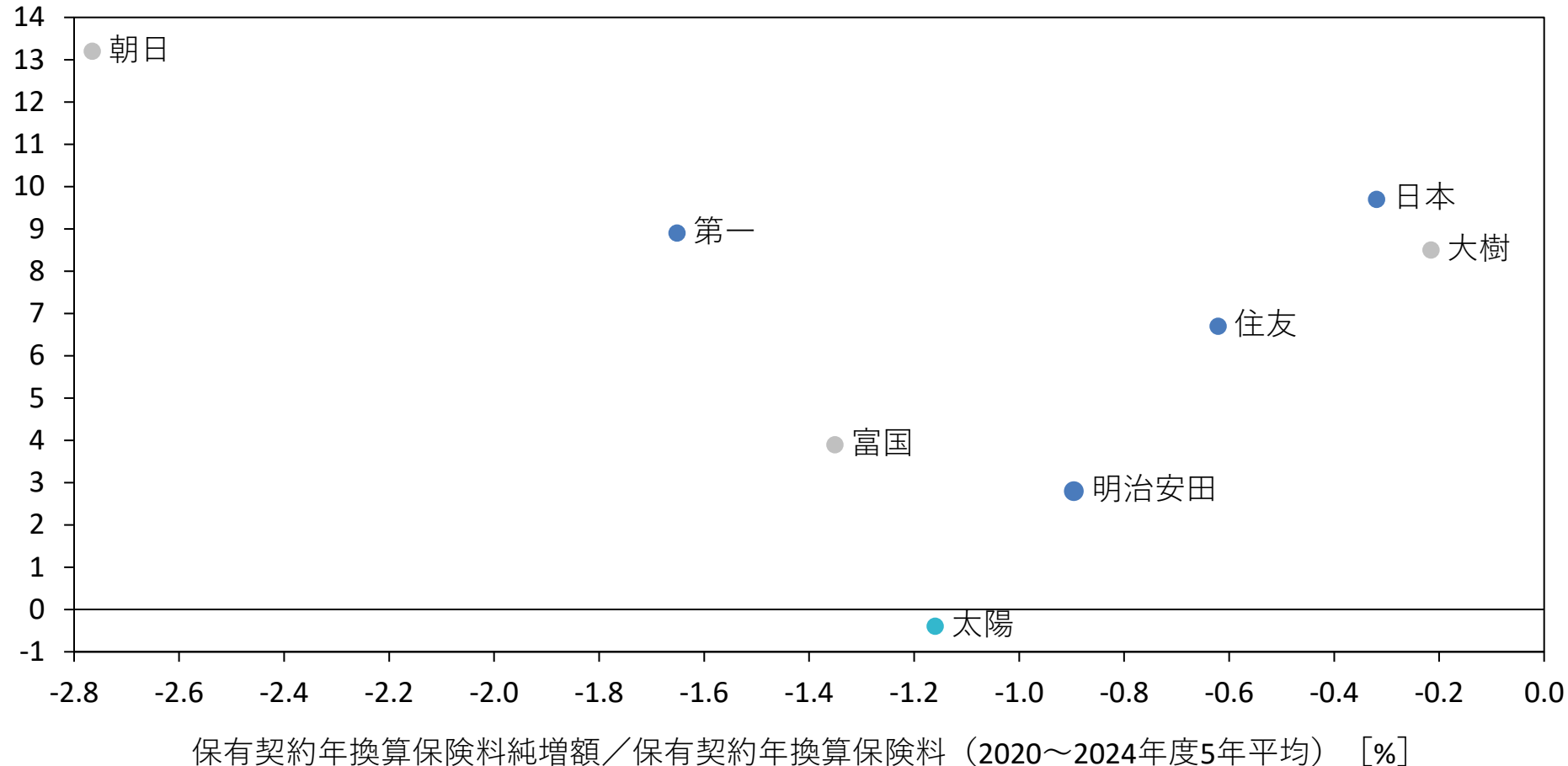
Note: 保険引受利益は基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの  
Source: 各社ディスクロージャー資料

## 保有契約年換算保険料に対する保険引受利益率（5年平均）

保有契約年換算保険料の純増額（純減額）の比率で見ても、保険引受利益率の相関は限定的であり、太陽生命の低収益性は新契約獲得コストの影響によるものとは説明できません

保険引受利益率（2020-2024年度平均、%）

● 四大生保 ● 中堅生保

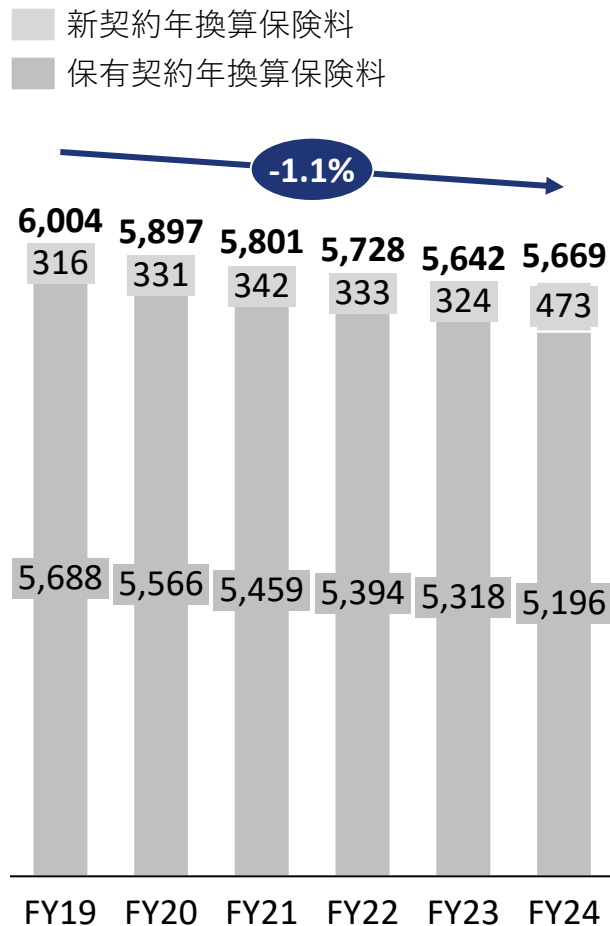


Note: 保険引受利益は基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの  
Source: 各社ディスクロージャー資料

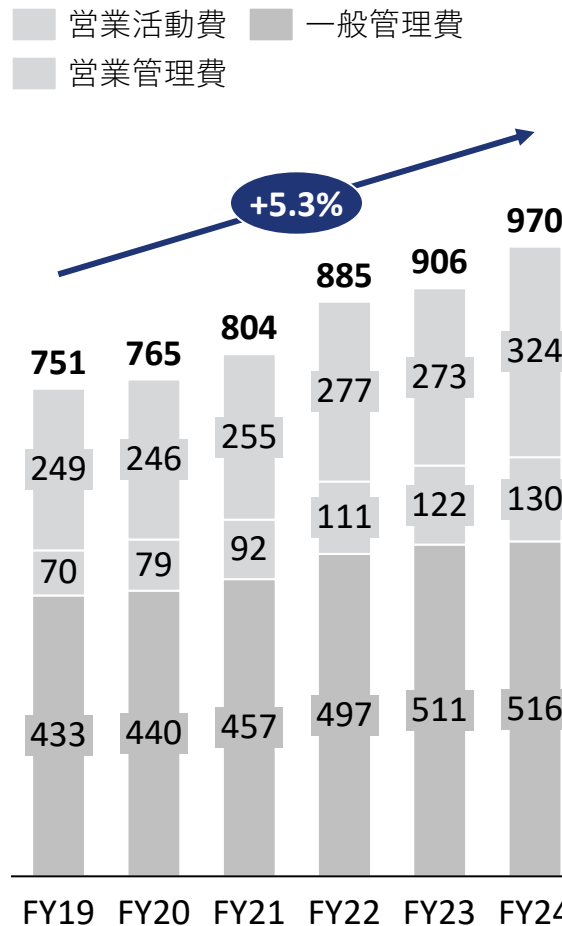


保有契約年換算保険料が減少傾向にある一方、太陽生命の事業費・人員数は増加基調です

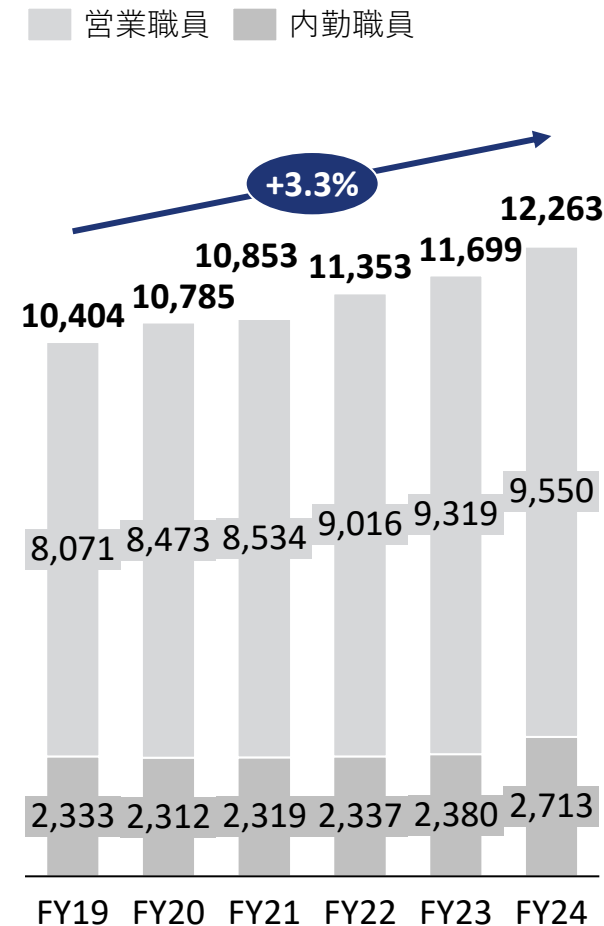
保有契約年換算保険料（億円）



事業費推移（億円）



人員数推移（人）

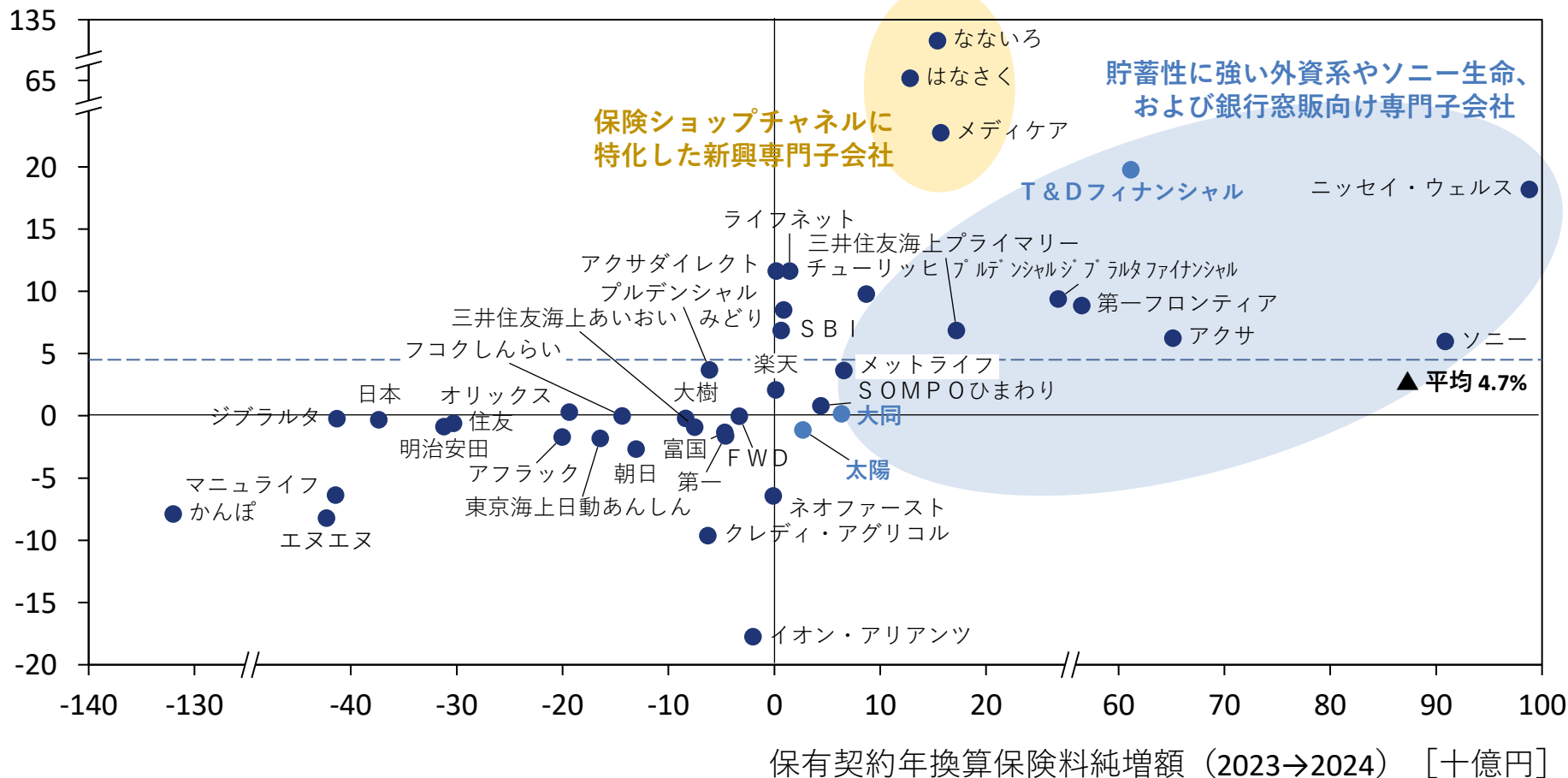


Note: 人員数推移はグループ内転籍者を含む

Source: 太陽生命ディスクロージャー資料

保有契約年換算保険料は直近期こそ若干の純増が見られますが、過去5年の成長率はマイナスで、競合に劣後しています

保有契約年換算保険料CAGR（2019→2024）

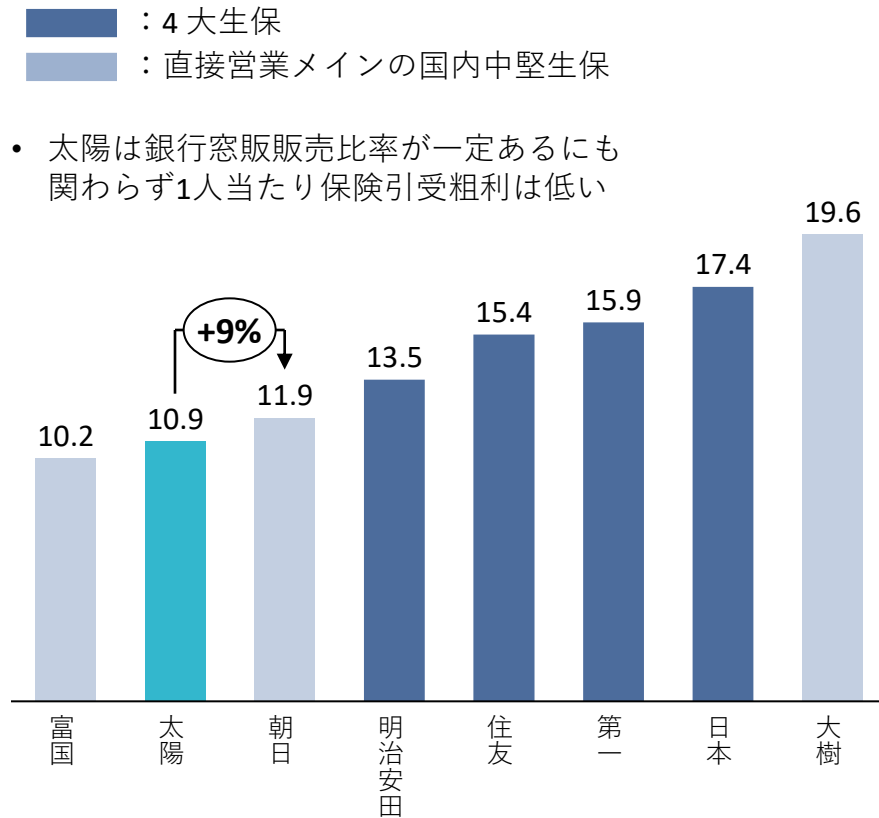


Note: なないろ生命は2021→2024、アクサダイレクトは2019→2023のCAGR  
 Source: 生命保険協会「生命保険事業概況」、各社ディスクロージャー資料

## 営業職員1人当たり保険引受粗利比較

太陽生命の営業職員1人当たり保険引受粗利額は4大＋中堅生保と比べても低く、少なくとも朝日生命水準への向上余地はあります

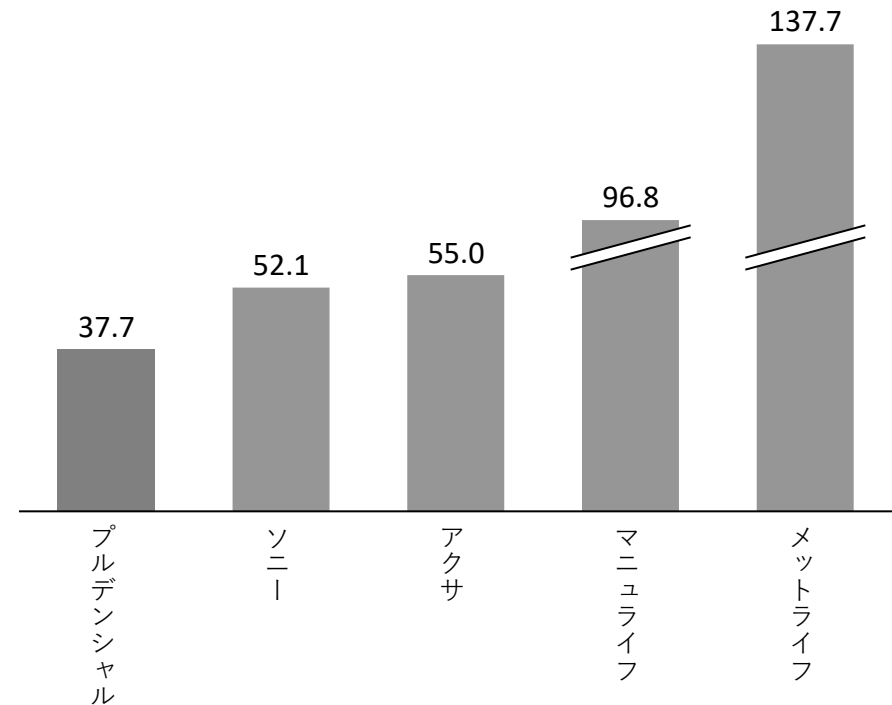
### 4大生保＋中堅生保（百万円、FY24）



- 太陽は銀行窓販販売比率が一定あるにも関わらず1人当たり保険引受粗利は低い

### （参考）プランナー型・貯蓄性メイン生保

- 代理店チャネル販売分が、営業職員1人あたり保険引受粗利を引き上げ
- 保険商品としての運用以外の収益性も高い可能性



Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている。「生命保険事業概況」より営業職員数が取得可能な企業の数値のみを採用

Source: 各社ディスクロージャー資料

## 太陽生命のシェア（年換算保険料ベース、FY23）

太陽生命は、保有契約ベースでは年金、新契約ベースでは第三分野（平準払）でシェアが高いものの、全体では1-2%とサブスケール・プレイヤーです。規模の大きい競合に比べ、スケールは効きません

保有契約年換算保険料

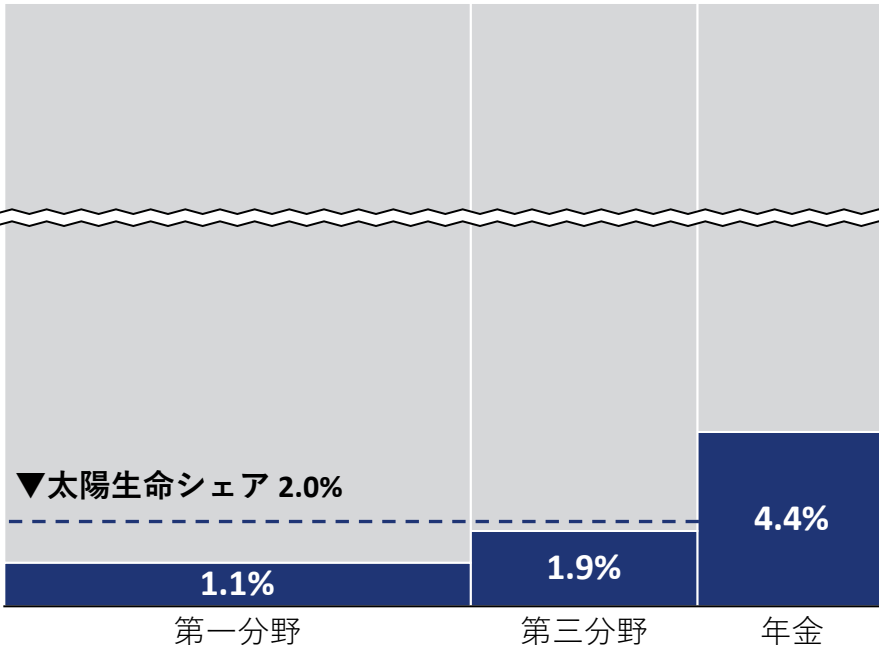
■ その他 ■ 太陽生命

全体：28（兆円）

15

7

6



新契約年換算保険料

■ その他 ■ 太陽生命

全体：2,484（十億円）

655

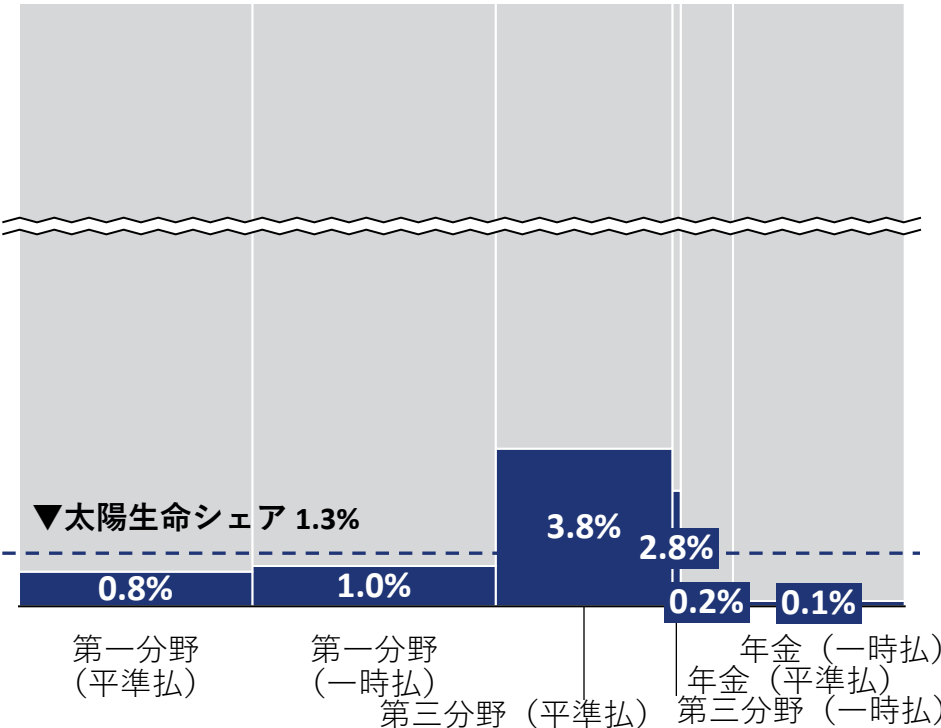
682

495

23

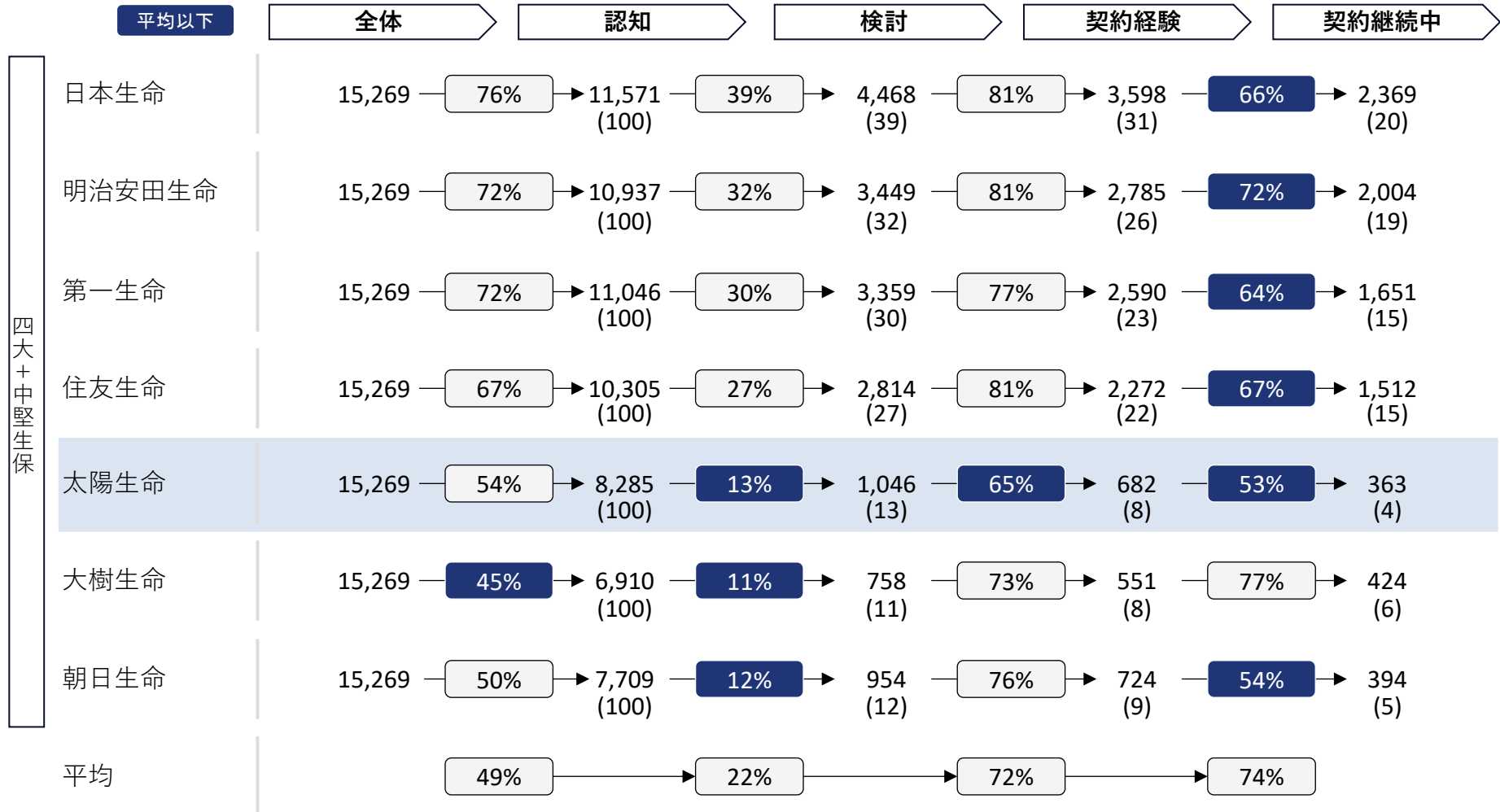
147

482



## ファネル分析

太陽生命は、認知は平均以上ですが、認知～契約継続までのコンバージョン（転換率）が低く、  
 広告宣伝・営業活動の投資対効果が競合より低くなります



**Note:** 直近5年間に生命保険を新たに契約した世帯でかつ、生命保険契約につき意思決定者あるいは意思決定者ではないが主体的に検討した人を対象に分析。カッコ内の数値は、認知を100%とした際の割合。平均は新契約年換算保険料上位19社の各項目の割合の単純平均。

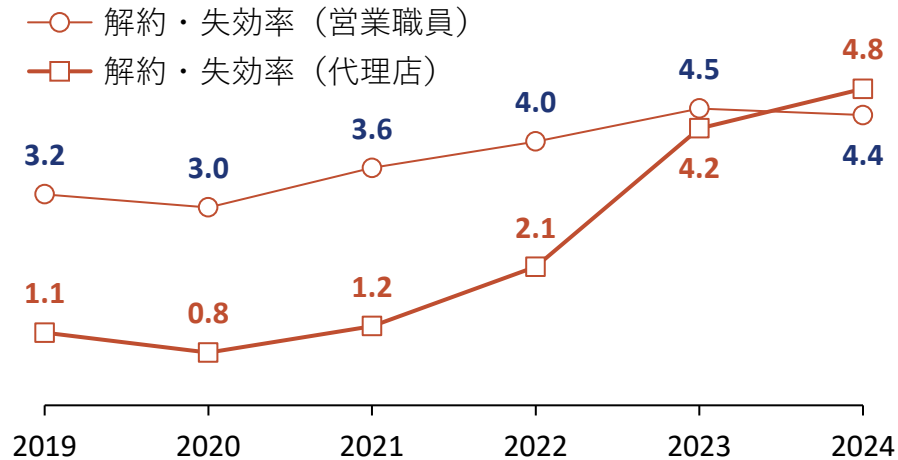
**Source:** 消費者調査（2025年9月実施）

## 解約・失効率

太陽生命の解約率は特に代理店チャネル（銀行窓販）で高く上昇傾向にあることも課題と認識しております

### 太陽生命の解約・失効率のチャネル比較

（保有契約年換算保険料ベース）（%）



#### ・ 営業職員チャネル：

- コロナ禍で販売された死亡保険・入院保険がコロナ禍の収束に伴い解約、ほぼ下げどまり

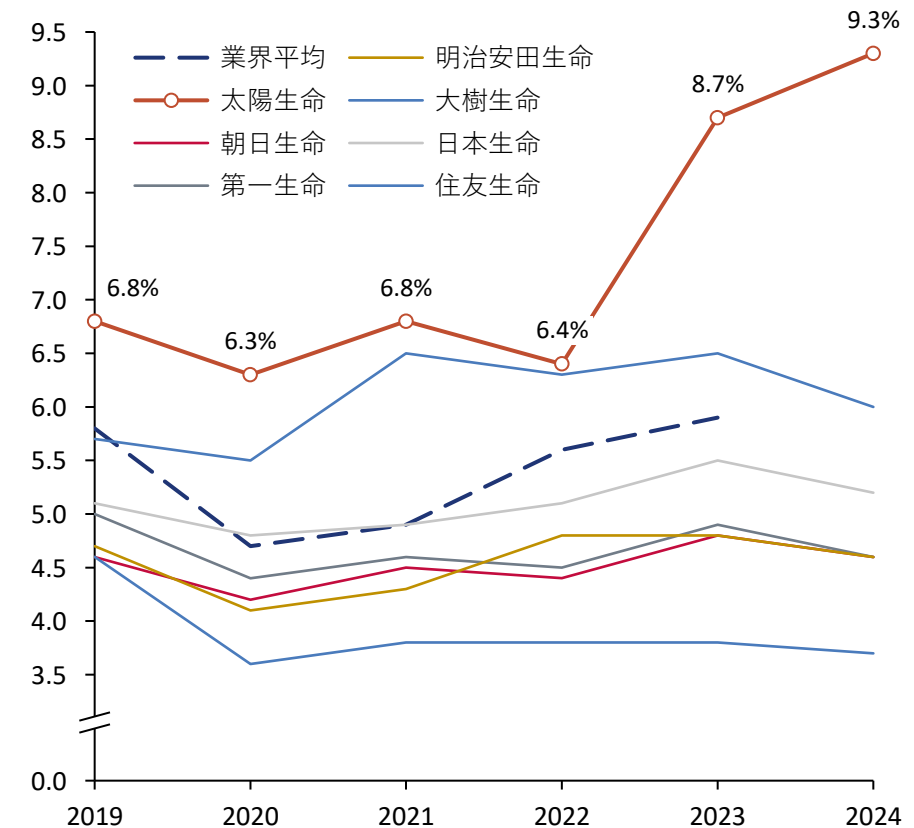
#### ・ 代理店チャネル（銀行窓販）：

- 2018～20年頃にかけて販売された貯蓄型商品<sup>1)</sup>の解約増加、FY26は解約失効率の押し上げ要因
- 3年で解約返戻率100%を超える商品もあり（長生きMy介護）、実商談でも解約のしやすさ／流動性が強調されている<sup>2)</sup>

### 解約・失効率の主要プレイヤー比較

（個人保険のみ。契約高ベース）（%）

#### 太陽生命の解約・失効率は突出して高い

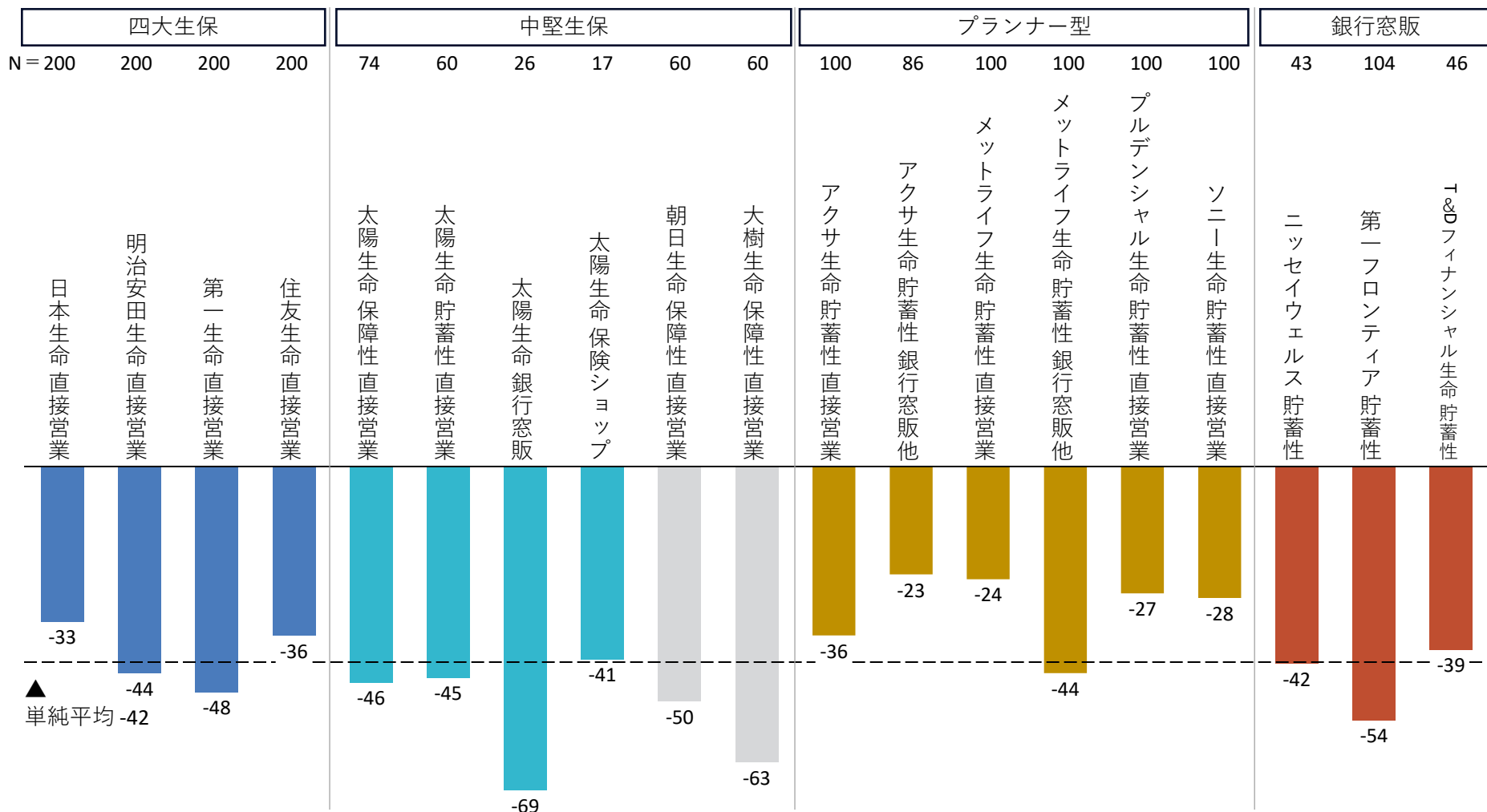


Note: 1) 加入後5年間は解約返戻率が70%程度に対し5年を経過した時点から解約返戻率が105%程度に上昇し以降は返戻率が一定となる商品 2) 消費者が代理店職員から受けた説明 3) 明治安田生命のみ年換算保険料に対する解約・失効・減額率の推移

Source: 太陽生命「太陽生命の営業戦略 2025」、住友生命「2024年度の業績について」、明治安田生命各年度「決算（案）説明資料」、富国生命各年度ディスクロージャー資料、消費者ヒアリング



太陽生命のNPSは概ね業界平均程度ですが、銀行窓販は推奨者に該当する回答がなく、平均と比較しても劣後しています

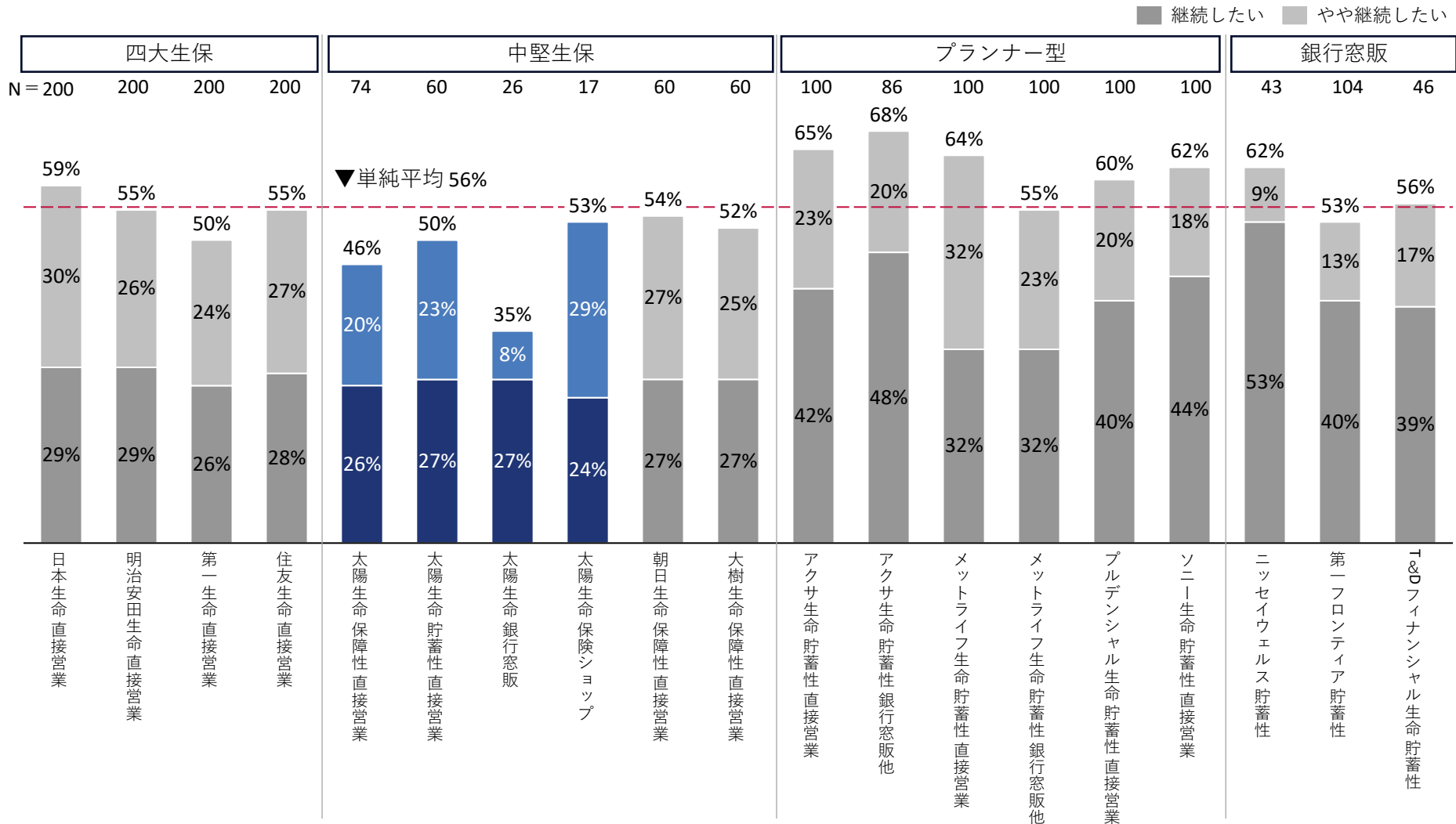


Note: 太陽生命の銀行窓販及び保険ショップは保障性と貯蓄性を含む。ニッセイウェルス・第一フロンティア・TDFは銀行窓販、保険ショップ、乗合代理店を含む

Source: 消費者調査 (2025年9月実施)

## 契約継続意向比較（「継続したい」「やや継続したい」の合計）

特に銀行窓販で契約継続意向が低いのは、NPSと同様の傾向です



Note: 太陽生命の銀行窓販及び保険ショップは保障性と貯蓄性を含む。ニッセイウェルス・第一フロンティア・TDFは銀行窓販、保険ショップ、乗合代理店を含む

Source: 消費者調査（2025年9月実施）

## 株主の声（第三者調査機関による株主意見等調査より）

多くのT&D HD株主は太陽生命の収益性に課題を感じており、早急なターンアラウンド策の策定を求めています

現取締役会は太陽生命の収益性課題について、十分な監督を行っていると思いますか？



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点、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、たすき掛け人事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。**

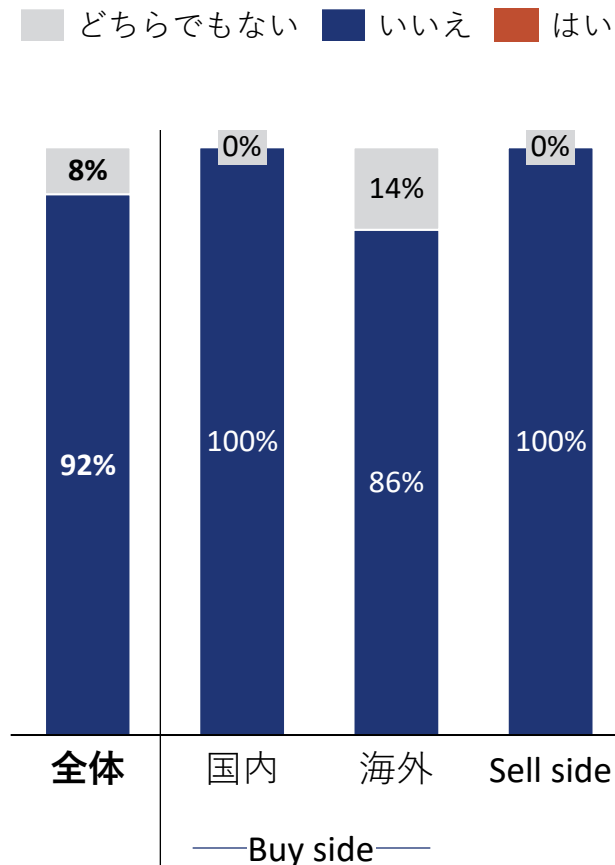


先ほども述べたように、**T&Dは太陽生命の事業基盤や将来性、そして自社が最適なオーナーであるかどうかを含め、太陽生命をどう扱っていくかを本格的に検討する必要がある**と考える。もし経営陣が構造的な理由でこういった見直しを主導できていないのであれば、取締役会がより主体的に検討すべきと考える。つまり、取締役会は、太陽生命の収益性の課題に対して、十分な経営監督を行っているとは言えない。



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。**

### 投資家調査結果



## 太陽生命が構造転換を求められる理由

今後の市場・競争環境は、太陽生命にとって“逆風”につき、適切に対処しなければ、事業収益性はさらに悪化する可能性があると考えています

### 保険料収入下落圧力

### コスト上昇圧力

1

#### 市場の縮小

- 契約件数減少
  - 人口減、少子高齢化
  - 単身世帯増加による加入率低下
  - 貯蓄性商品の相対魅力低下（対NISA）
- 保険料単価下落
  - 第三分野シフトによる単価低下
  - 共働き世帯増加による必要保障額の減少
  - 実質所得の目減りによる保険見直し圧力

2

#### 直接営業チャネルの低迷

- 保険ショップの更なる浸透
- 顧客ニーズとのマッチ
  - 複数社の比較検討志向
  - 押し売り感への抵抗（訪問営業のやりにくさ）

3

#### 競争環境熾烈化

- チャンネル単位で強い競合との競争に晒される
  - グループ単位での規模拡大とコスト最適化
  - 商品×チャネルでのプレイヤーの先鋭化と局地戦化

4

#### 人件費の上昇圧力

- 他業界・職種流出による採用難と人件費の高騰
- 固定給割合の増加と給料Upにより人員確保

5

#### DXへの対応急務化（“遅れ”が脅威）

- AI・DX活用の巧拙が競争力・収益力に直結
  - 競合は商品開発や、業務の生産性向上で活用しており、成果は一定出始めている
  - AI・DX投資はスケール、データ量が効く

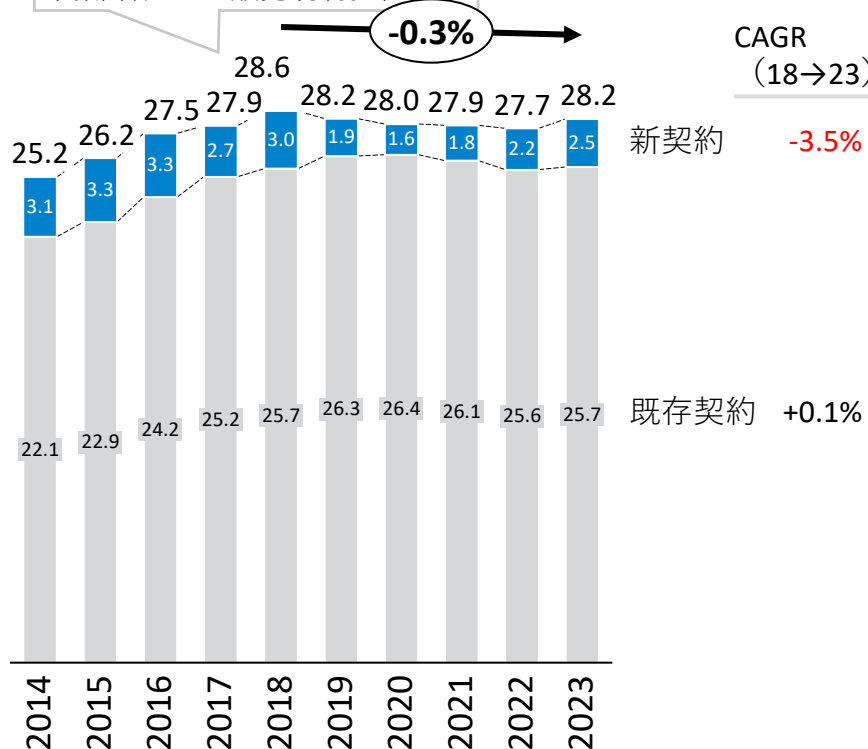
# 1 市場の縮小 - 足許までの推移

国内個人保険市場は「量×単価」の両面で構造的に縮小圧力のトレンドが存在しています

## 年換算保険料の推移（兆円）

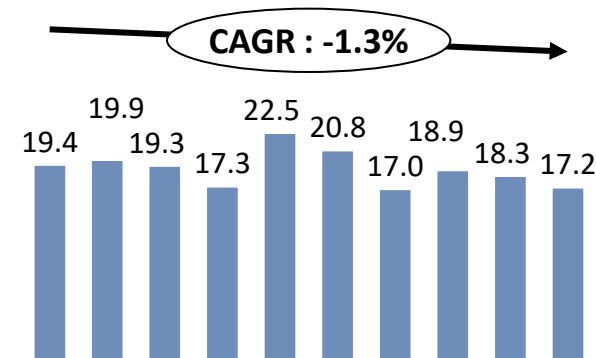
### 2018年以降、市場は横ばい～縮小傾向

かんば生命の不祥事を契機に  
高齢者向けの販売規制強化

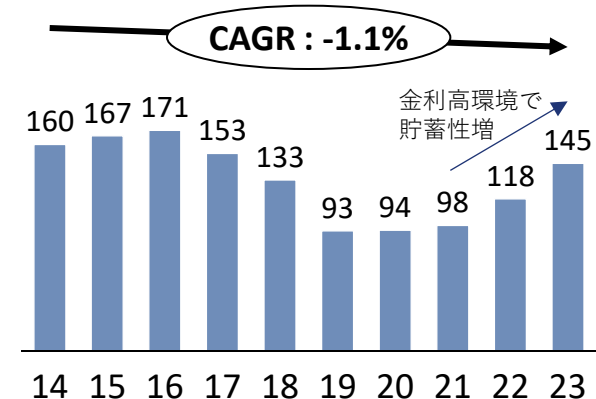


## 「量」と「単価」の減

「量」  
新契約件数<sup>1)</sup>  
(百万件)



「単価」  
新契約  
年換算保険料 /  
契約<sup>2)</sup>  
(千円)



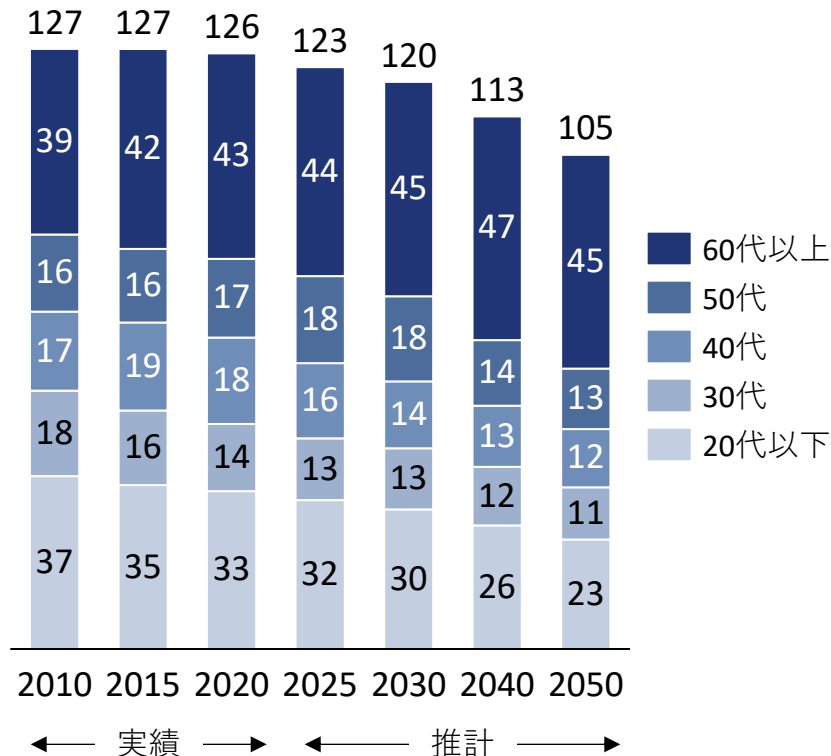
Note: 1) 個人保険の新規契約件数（新契約＋転換契約） 2) 個人保険の新契約年換算保険料÷新契約件数  
 Source: 生命保険協会「生命保険事業概況」

# 1 市場の縮小 ① 契約件数要因：母集団の減少

太陽生命の契約者（被保険者）は60代以上（シニア）がメインですが、50代以下も件数ベースでおよそ4割を占めていると見られ、人口減少・少子高齢化の影響は避けられません

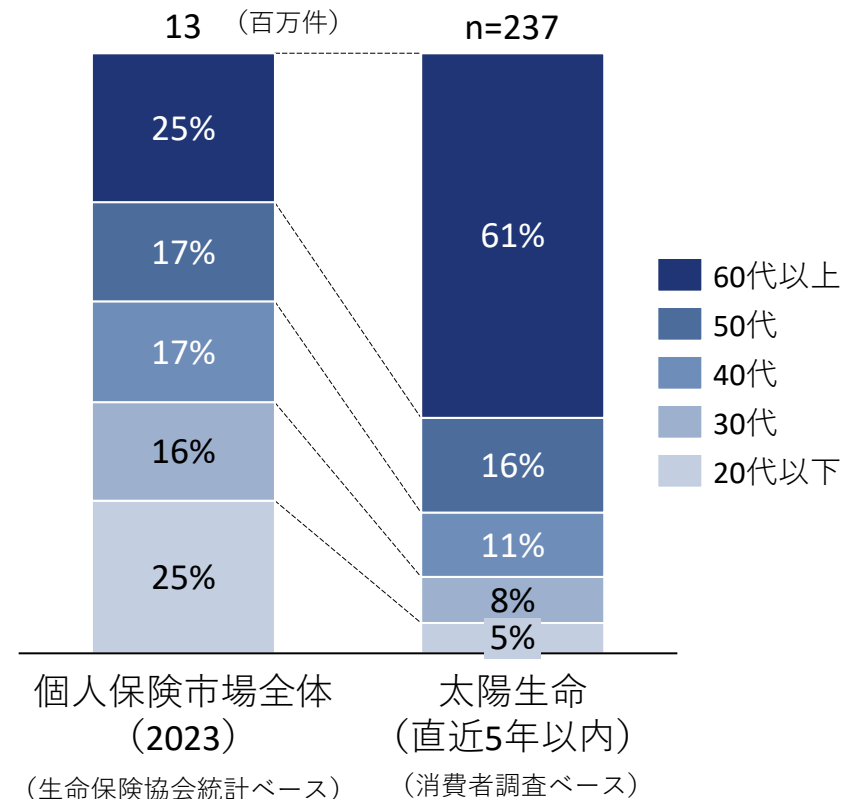
## 人口推移

- 60代以上は減少しないが、50歳以下人口は既に減少開始



## 新契約件数の世代別構成比（被保険者ベース）

- 市場全体新契約のメインは若年・壮年層
- 太陽はシニアが6割を占めるも4割は50歳代以下



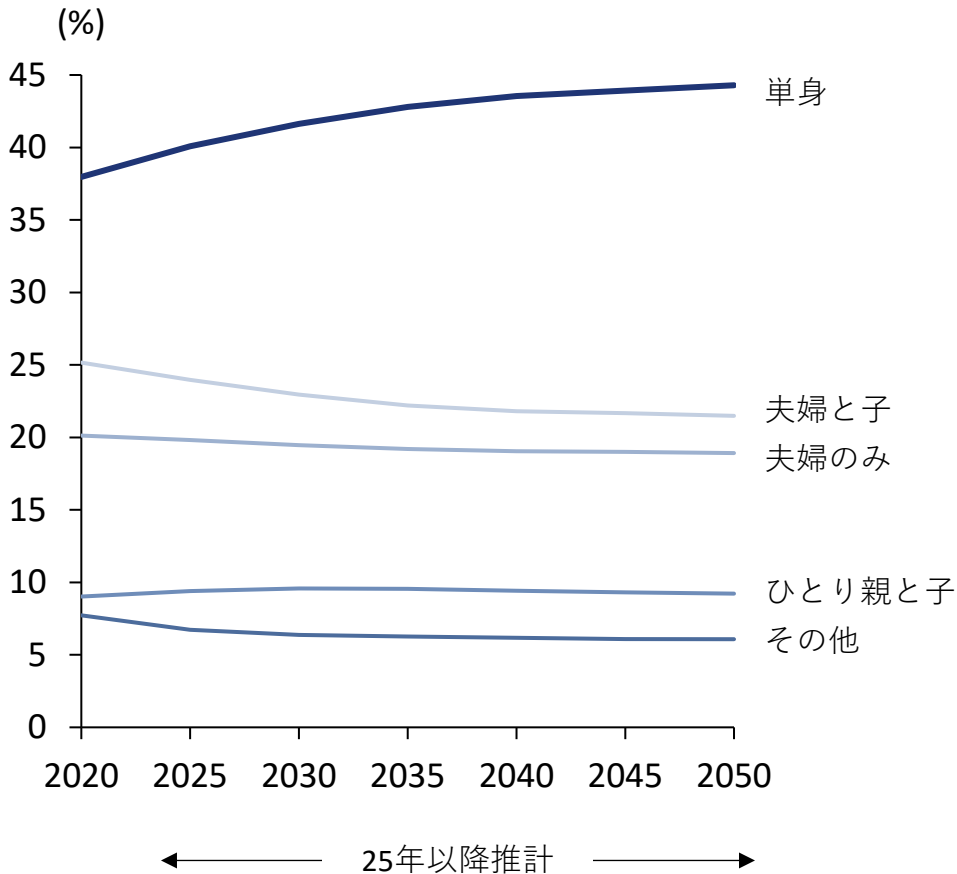
Source: 国立社会保障・人口問題研究所 (IPSS) 『日本の将来推計人口 (2023年推計)』、『将来推計人口・世帯数 日本の世帯数の将来推計(全国推計) 令和6(2024)年推計』、国勢調査生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」、消費者調査 (2025年9月実施)



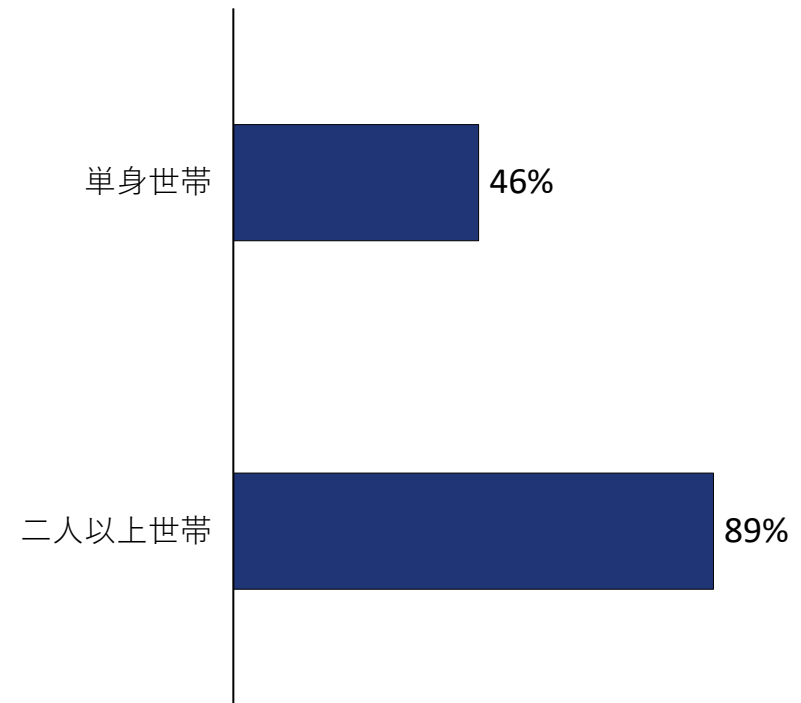
# 1 市場の縮小 ① 契約件数要因：加入率の低下

世帯構成の構造的変化（特に加入率の低い単身世帯の割合増加）からも生命保険加入率は押し下げ圧力があります

## 世帯区分別の割合推移



## 世帯区分別の生命保険加入率<sup>1)</sup>



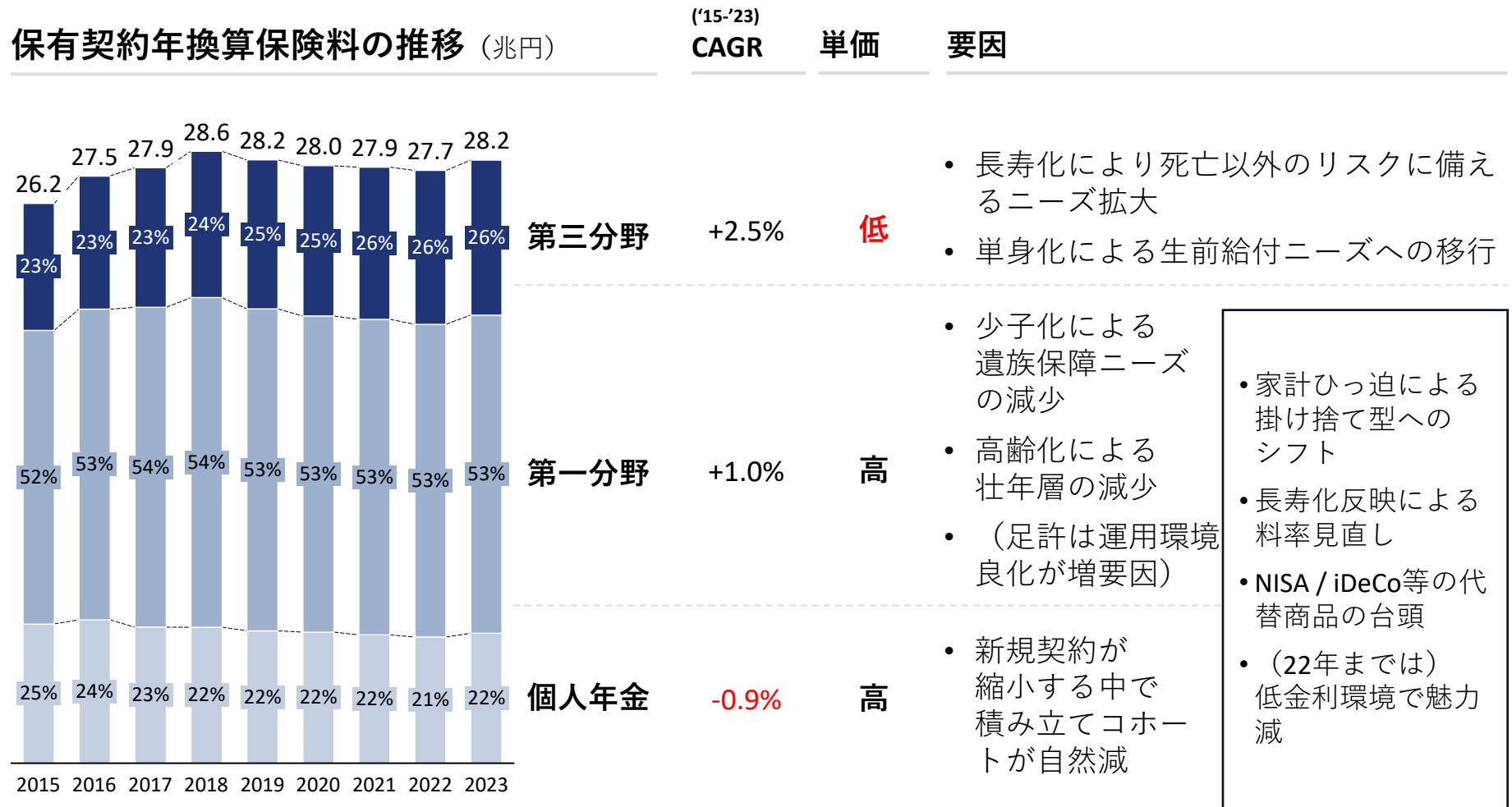
Note: 1) 民保（かんぽ生命を含む）、簡保、JA、県民共済・生協等を含む全生保 2) 個人年金を含む世帯加入率。世帯員の少なくとも一人が生命保険に加入している世帯の割合を示す

Source: 国立社会保障・人口問題研究所（IPSS）『日本の将来推計人口（2023年推計）』、『将来推計人口・世帯数 日本の世帯数の将来推計(全国推計) 令和6(2024)年推計』、国勢調査生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」

# 1 市場の縮小

## ① 単価要因

第一分野は足元の金利環境により下支えされていますが、個人年金の縮小と第三分野へのシフトにより単価の低下が進んでいます



Note: 第一分野 = 個人保険 - 第三分野、にて集計

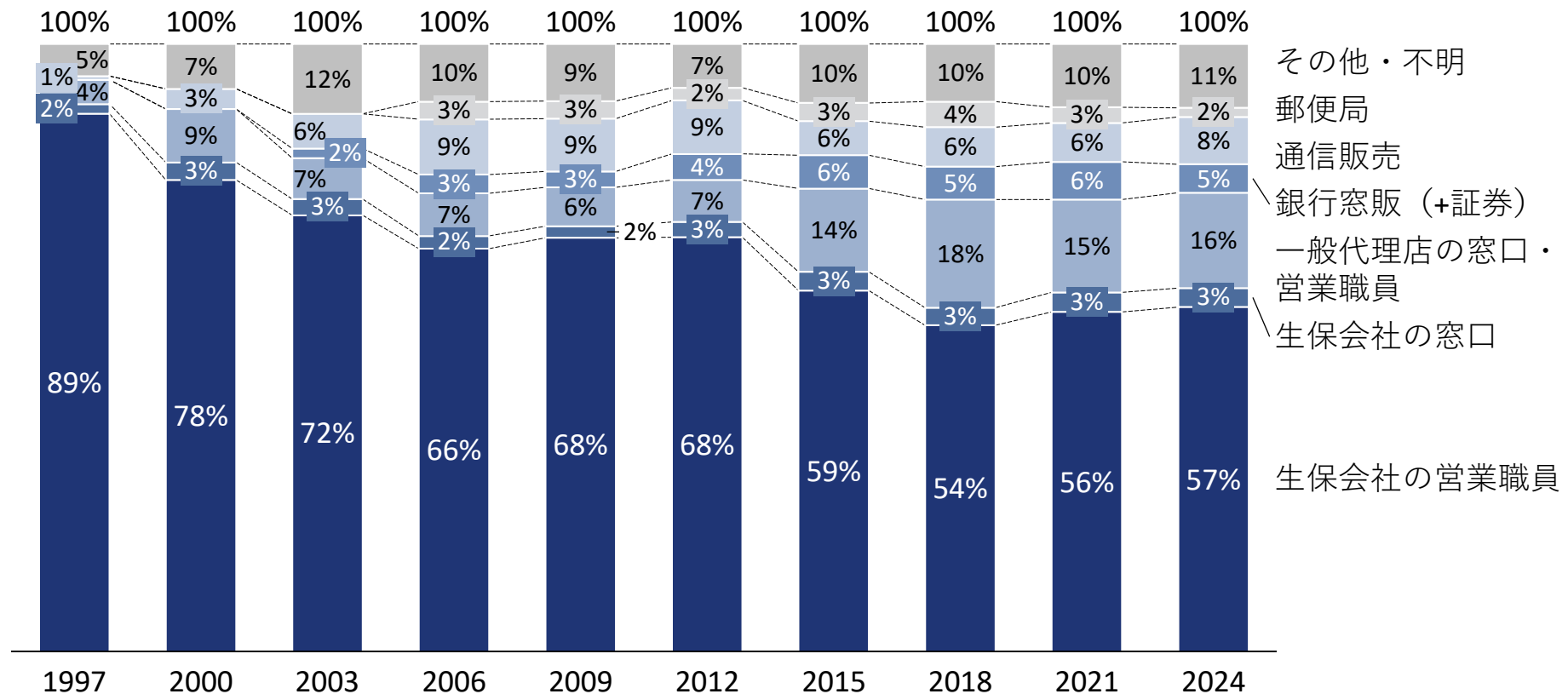
Source: 生命保険協会「生命保険の動向」

## 2 直接営業チャネルの低迷

新規契約獲得では代理店、銀行・証券会社等の重要性が高まり、直接営業チャネルは低迷しています

### チャネル別内訳推移（新規契約件数ベース）

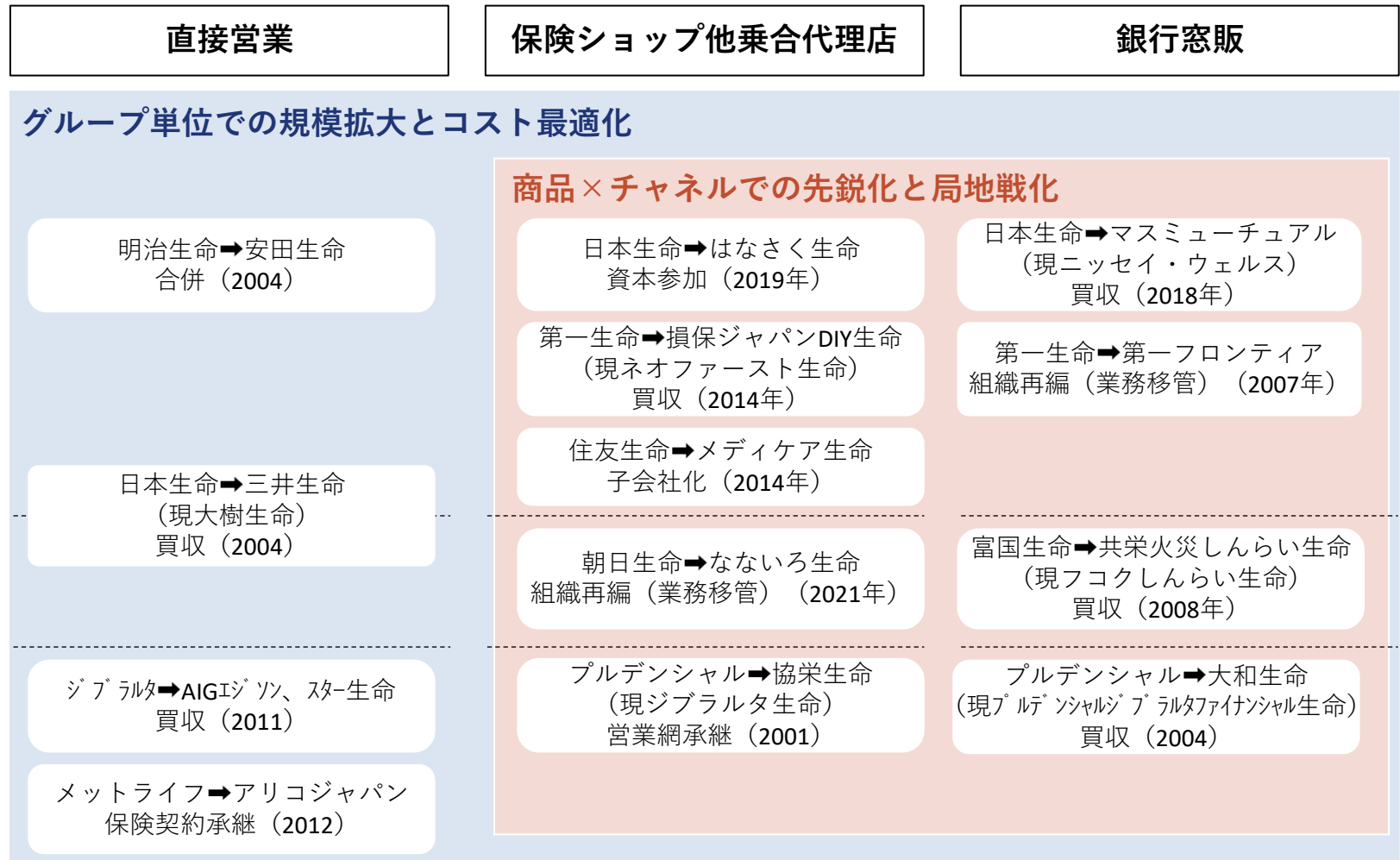
最盛期は営業職員経由が9割近いが、足元は6割弱に低下



Note: 2人以上世帯の直近加入の生命保険（個人年金保険を含む）の加入チャネルを集計  
 Source: 生命保険文化センター「生命保険に関する全国実態調査」

### 3 生命保険業界の業界再編・組織再編

グループ単位での規模拡大とコスト最適化、商品×チャネルでの先鋭化と局地戦化が進み、チャネル単位でより競争環境が熾烈化しています



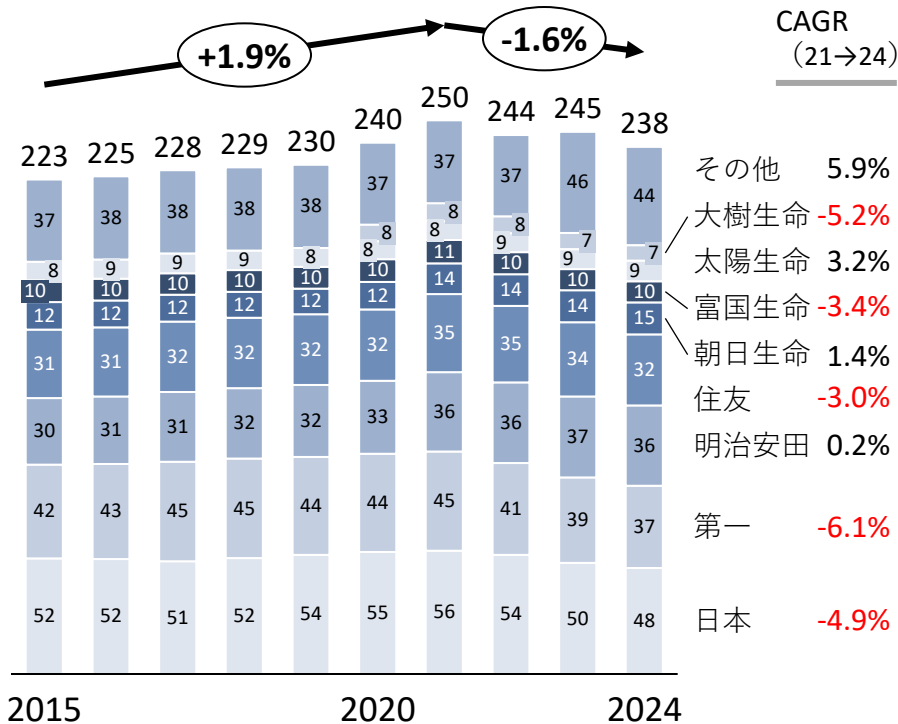
Source: 生命保険協会「生命保険会社変遷図」、各企業Website等の公開情報

## 4 人材確保難×生産性低下：採用難と人件費高騰

国内全体の労働市場の供給制約に加え、若年層の営業職回避とコロナ以降の人材流出が止まらず、採用・定着コストが構造的に上振れしています

### 人材流出（千人）

若年層の営業職敬遠傾向を背景に、営業職員の他業界への流出が進行



Note: 営業職員数は3月末時点

Source: 生命保険協会「生命保険事業概況」、各企業Website・IR情報、日本金融通信社 ニッキンONLINE「第一生命、若手営業職の在籍率50%へ 安定給与と人材育成で定着化」  
 明治安田生命「ワーク・ライフ・マネジメント関連諸施策の拡充について」

### 競争激化と人件費高騰

採用・引き留めのためには労働環境の向上が前提条件化

待遇の  
見直し

- 賃上げ、福利厚生強化（日本、住友）
- 安定給与期間を3年から5年に延長、1年目はノルマなしと**成果主義からの脱却**（第一）

働き方  
改革

- 柔軟な働き方の導入（各社）
- 育児、介護、治療等との両立支援のための**特別休暇制度**（明治安田）

教育の  
充実

- キャリアカレッジと称した新体系を導入し、**新人教育期間を1年間に拡張**（第一）

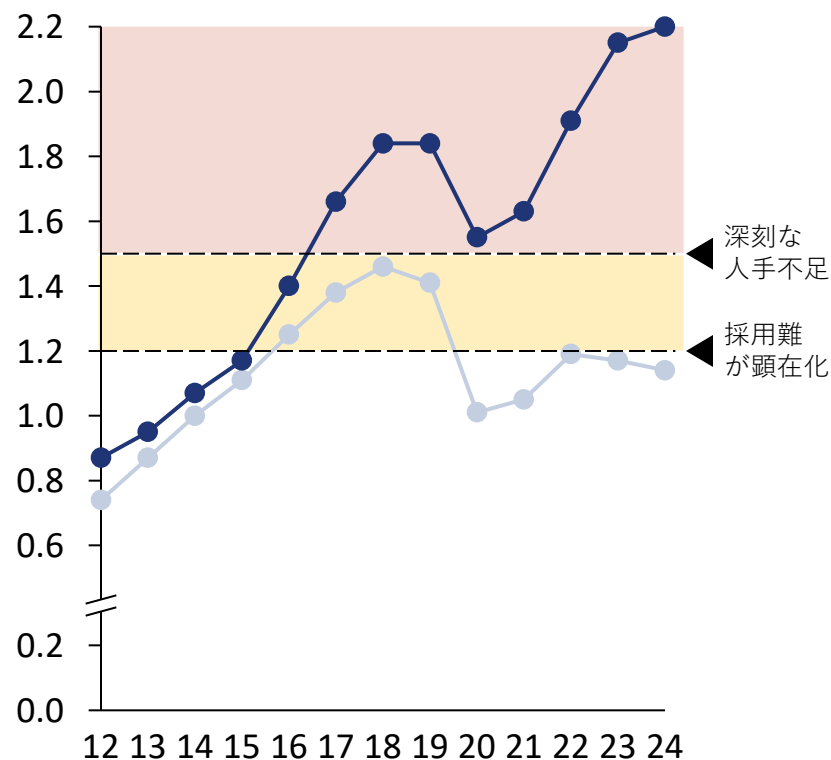
## 4 人材確保難×生産性低下：営業職員雇用環境

生命保険業界での営業職（女性）の採用環境は年々悪化しています

### 有効求人倍率

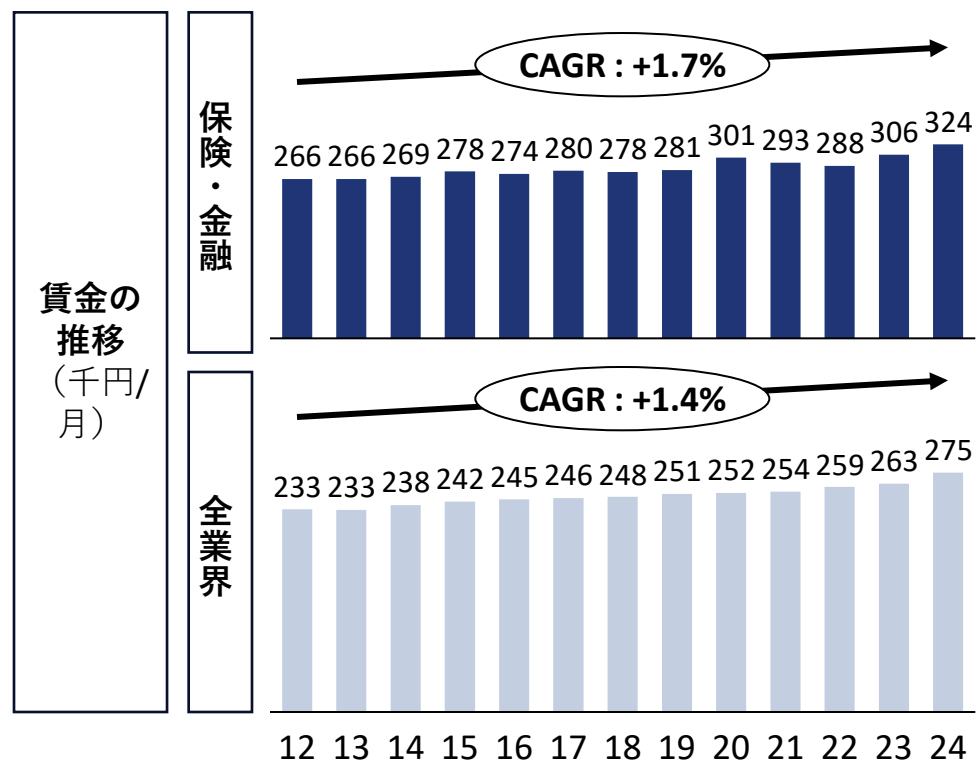
営業職は慢性的な人手不足

有効求人倍率（倍） —●— 全職業 —●— 営業職業従事者



### 女性職員の賃金

金融・保険業界の女性職員の賃金の上昇率は全業界よりも高い



Note: 有効求人倍率（パートタイム含む）、賃金は月収  
 Source: 厚生労働省「一般職業紹介 職業別労働市場関係指標」「賃金構造基本統計調査」

## 4 直接営業職員チャネルに対する戦略と給与制度

太陽生命を含め、営業人員を増加させている生保各社は、歩合給から固定給への制度変更や、賃金の引き上げを実施しています

### 太陽生命

### 明治安田生命

### 朝日生命

#### 営業職員 チャネル に対する 方針

#### 高齢者市場重視の主力チャネルとして維持・拡充を図る

- 独自の「2人1組」訪問に特色
- 対面相談で家族ぐるみの信頼関係醸成。シニア層へのきめ細かな対応を強み

#### 本チャネルを成長戦略中核に位置付け、人的接点を再評価

- 全国規模のネットワークに強み
- 人件費増は“コストではなく投資”と捉え、地域密着の営業職員の活用を志向（原則、年2～4回の担当顧客への訪問・連絡）

#### メインチャネルと位置づけ、中計ビジョンで強化を謳う

- 主力の医療・介護保障分野を中心に丁寧なコンサルティングと真摯なアフターサービスという本来の強みを発揮していく

#### 給与制度

#### 保障給＋インセンティブ

- 月給最低額を保障する**保障給料（固定給）**を入社5年目まで拡大
- 顧客フォロー手当導入

#### 固定的給与＋インセンティブ<sup>1)</sup>

- 2022年度、毎月の**歩合給**（実績連動部分が給与の約3割）を**廃止**
- 前年成績が次年の給与に反映された年間固定給与＋賞与（4回）

#### 基本給＋インセンティブ

- 安心して働ける固定給ベースの給与体系

#### 賃上げ

#### 給与面の継続的な改善

- 2023年度に賃金**約5%増額**
- 2024年4月には**7%引き上げ**を決定（営業職員も対象想定）

#### 固定的給与導入に合わせた賃上げ

- 2025年度に営業職員と内勤職員を対象に**平均5%の賃上げ**

#### 中計で営業職員給与引上げを明示

- 2024年度に営業職員平均**8%引き上げ**

Note: 1) 賞与は営業インセンティブとして回数を増やして維持

Source: 2025「太陽生命の現状」「明治安田の現況 2025」、日本経済新聞『明治安田、生保レディー1000人増へ、人手不足解消狙う』『朝日生命、営業職員の賃金平均8%上げ 24年度』、ダイヤモンドオンライン『明治安田生命社長に聞く営業職員“固定給化”の成果』『明治安田生命社長が明かす、「品格」を営業職員の評価に加えた真意』朝日新聞『明治安田・永島社長、営業社員の給与5%引き上げ そのわけは？』『太陽生命、営業社員4%賃上げへ 定着率を高める狙い』

## 5 DXへの対応急務化

足元では、生成AIの台頭をはじめとする各種テクノロジー活用の巧拙が競争力・収益力を左右する時代になっています

### テクノロジー要素

- 生成AI
- ビッグデータ活用
- ウェアラブル／IoT
- バイオテクノロジー
- 再生医療
- ゲノム解析
- ...

### 生命保険業界への影響

#### 商品設計

- 高収益化
  - データ解析やLLMによる精緻なリスク評価・保険料設定
- 複雑なデータ利用による多様な商品の実現

#### 直接営業

- 営業活動の効率化
  - 見込み客精度向上、情報活用、提案の高度化
- 成約率の上昇
  - AI営業コーチングやロールプレイによる接客技術の向上

#### 間接業務

- 間接業務の効率化、自動化、コスト削減
  - OCR・RPA・LLMにより引受審査、契約締結・管理、請求対応の効率化



## 5 保険業界で実装済みのテクノロジー (1/2)

太陽生命もAI・DX活用による営業・間接業務の効率化・高度化を進めていると理解しておりますが、海外含めて競合は成果を創出し始めています

	テクノロジーの活用	企業	内容	成果
営業	AIによるリード顧客のスコアリング	AXA	人口統計データに加え、過去の顧客行動、マーケティングキャンペーンへの反応などを分析・スコアリングするシステムを導入	低リードへの時間：-25% 保険販売：+15% (導入1年以内)
	顧客ニーズに合うプランの推奨	Prudential	個々の顧客プロフィール（ライフステージ、購入履歴、財務目標など）に基づいたパーソナライズされた商品提案	クロスセル機会：+17% 顧客維持率：+18% (2年間)
		太陽生命	顧客属性をAIが分析し、ニーズに合わせたモデルプランを表示 (AIモデルプラン)	(非公開)
	AIによる説明サポート	太陽生命	顧客のニーズに合わせた画面表示や音声ガイダンスによる説明の補足 (AIモデルプレゼン)	(非公開)
	販売員仮想アシスタント	Zurich	保険商品の内容や顧客の現在の契約内容、過去のやり取りの記録などに関する営業員の質問にAIが即時回答	情報整理時間：-70%
	AI営業コーチング	米国大手生保	AIが営業・オペレーターの会話データを解析し、改善点を提示	成約率：+7% AHT：-5%
	AI営業ロールプレイ	Retorio	AIが顧客役となり、営業員が練習するツールを開発。表情や声のトーン、話し方や説得力などを評価しフィードバック	新人研修期間：-38% 新人の目標達成率：+10%

Note: AHT: Average Handling Time 顧客対応平均処理時間

Source: 「太陽生命の営業戦略」、各企業Website、公開情報 (Swiss Re 「An Expanded Role for AI in Life & Health Predictive Underwriting」、AmplifAI 「How AI Driven Coaching Improved AHT and Sales Conversion for Top US Insurance Company」、Business insider 「Zurich Insurance's new CRM is like Spotify for insurance agents — and it could improve customer service」、Retorio 「The no.1 killer in insurance sales training - How AI can hold the cure?」)

## 5 保険業界で実装済みのテクノロジー (2/2)

太陽生命もAI・DX活用による営業・間接業務の効率化・高度化を進めていると理解しておりますが、海外含めて競合は成果を創出し始めています

	テクノロジーの活用	企業	内容	成果
商品設計	大規模モデルに基づくリスクベース保険料の設定	Swiss Re	マクロデータに加え、医療技術の進歩などによる長期死亡率の変化などをモデルに組み込み、保険料率を設定	—（公表数値なし）
	健康増進型保険の策定	Generali・Vitality	顧客の健康的な行動（健康診断受診、運動など）を奨励し、行動データや成果に応じたポイント提供、保険料割引を実施	請求費用：最大-47% （プログラム参加会員と非参加との比較）
契約	タブレット等による電子申込・署名	第一生命	タブレット端末「DL Pad」に、説明・申込・告知・電子署名・保全手続きを統合	—（公表数値なし）
	AIによる健康リスク評価	Swiss Re	医療データや信用調査などを活用し、喫煙習慣の虚偽申告者の特定 ※従来は無作為抽出で尿検査などの追加検査を実施	喫煙検出率：2倍以上 （無作為検査と比較）
請求	AIによる請求対応の自動化	大手保険会社	文書処理の自動化、医療証明や診断書をAIで解析などにより手作業負荷の軽減	請求処理速度：最大+50%
間接業務	OCR・RPA・生成AIによる事務効率化	日本生命	申込書類をAI-OCRで読み込み、RPAで後続処理も自動化	事務コスト：-40～50%
	AIチャットボット	Zurich	会話型「Zuri」により問い合わせに24時間365日自動応答。FAQ・契約確認・商品説明などを効率化	問合せ自動応答率：84% 解決率：最大70%向上

Source: 各企業Website、公開情報（Swiss Re「An Expanded Role for AI in Life & Health Predictive Underwriting」、Business insider「Zurich Insurance's new CRM is like Spotify for insurance agents — and it could improve customer service」）

## 太陽生命の戦略上の重要論点と提言サマリー

サブスケールプレイヤーとして、ニッチトップを目指すべく事業戦略の抜本的な転換＝選択と集中が必要と考えています。戦略上の論点に対し、7つの提言を申し上げます

## 戦略上の重要論点

## 弊社提言

**トップライン：  
注力すべき商品×チャネル**

- ・ 保障性、貯蓄性のいずれかに注力すべきか
- ・ 銀行窓販チャネル（貯蓄性商品）を継続すべきか

**1** 直接営業チャネルでの保障性商品（第三分野）に注力

**2** 直接営業チャネルでの貯蓄性商品は募集業務に特化  
（商品開発・引受はTDFに一本化）

**3** 銀行窓販チャネルの撤退（TDFに一本化）

**4** 商品・チャネル戦略に基づき、資本収益性重視のKPI

**コスト：  
効率的な体制・オペレーション**

- ・ 直接営業員チャネルの拡大路線は合理的か
- ・ 間接業務は最適化されているか
- ・ グループ全体でのコストシナジーは実現できないのか

**5** 直接営業人員の（固定給での）増加抑制

**6** AI活用による営業の効率化、営業の生産性向上

**7** 拠点事務の集約・効率化

## 保障型 vs. 貯蓄型（サマリー）

営業職員チャネルでの保障型商品の販売に注力し、銀行窓販は撤退すべきです

太陽生命の商品 × チャネル別新契約年換算保険料  
 (FY24)

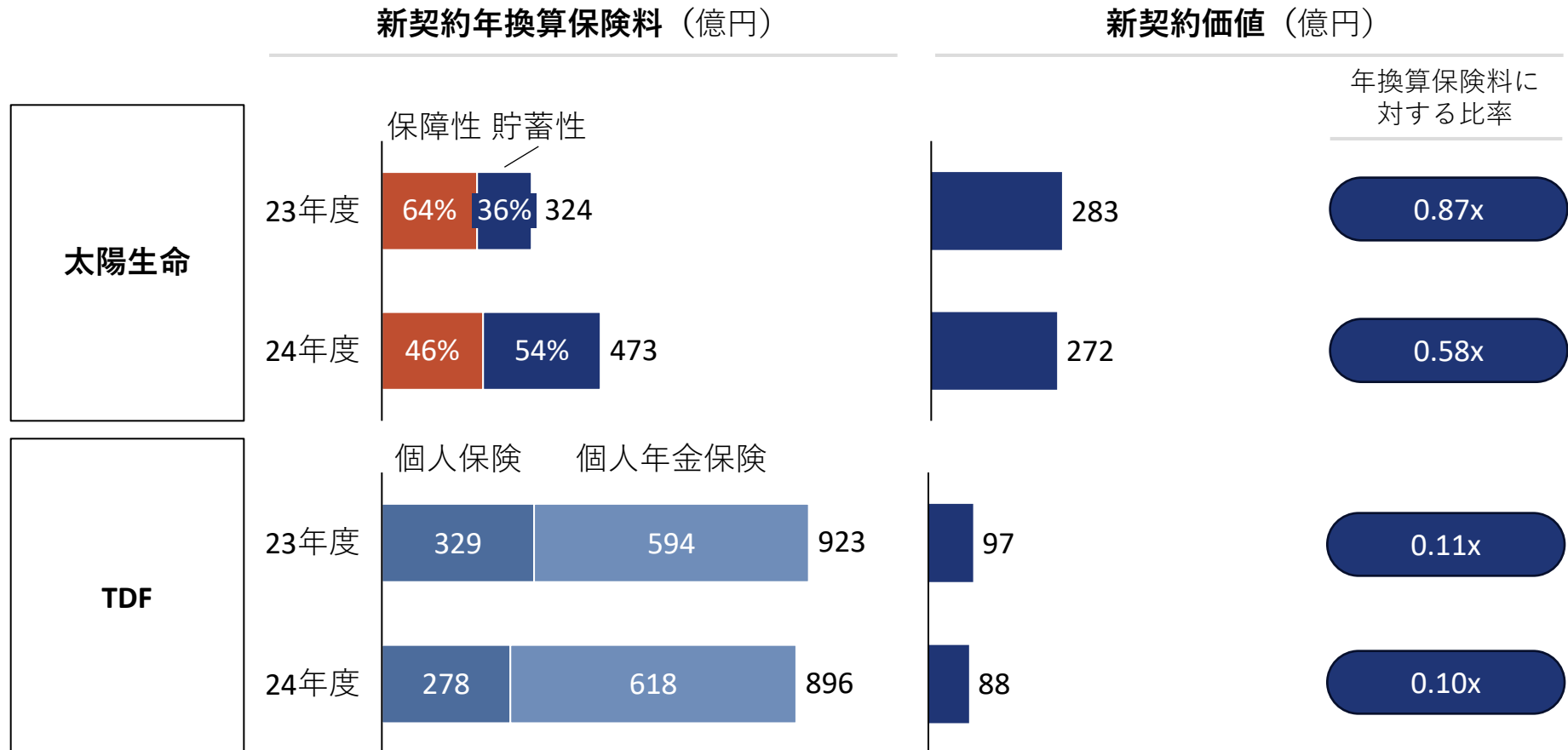
	保障型	貯蓄型
営業職員 チャネル	<b>注力</b>  <b>188億円</b>	僅少  25億円
代理店 チャネル （メインは 銀行窓販）	僅少  31億円	<b>撤退</b>  <b>228億円</b>

### 理由

- 新契約価値増加に寄与しづらい**
  - 特に、代理店チャネルの解約率が上昇傾向にあることも一因
- 経済価値ベースROEが低い**
  - 同じ累積基礎利益が得られる設計で比較すると、**経済価値ベースROEは保障型8.7%に対し貯蓄型0.8%**
  - 貯蓄型商品は商品設計的に**必要資本への負荷が大きく、貯蓄型商品の拡販は経済価値ベースROEにもネガティブ**  
 （金利リスクヘッジ、解約時の市場価格調整（MVA）等の打ち手がない前提）

## 新契約年換算保険料と新契約価値の関係

（直接営業チャネルでの）**保障性商品の方が新契約マージンが高い一方、銀行窓販での貯蓄性商品の**新契約価値拡大への寄与は限定的です



T&amp;D HD IR

“（保障性メインの）**営業職員チャネルのマージンはトレンドとして高い水準、（中略）窓販チャネルでは貯蓄性の高い保険を主に販売しているので、新契約マージンとしては営業職員チャネルよりも低い**”

Source: 「太陽生命の現状 2025」、 「太陽生命の経営戦略 2024」、 「太陽生命の営業戦略 2025」、 「TDFの現状 2025」、 「2022年3月期IRDAY 質疑応答要旨」

## 商品毎の資本収益性比較（保障性 vs. 貯蓄性）

商品設計上、貯蓄性商品は解約リスクが大きいいため、保障性商品の方が経済価値ベースROEが高くなります

### 商品設計

累積保険引受利益が  
同水準になるよう設計

### 経済価値ベース ROE

### 保険引受利益 (死差益、費差益)

### リスクに対す る必要資本

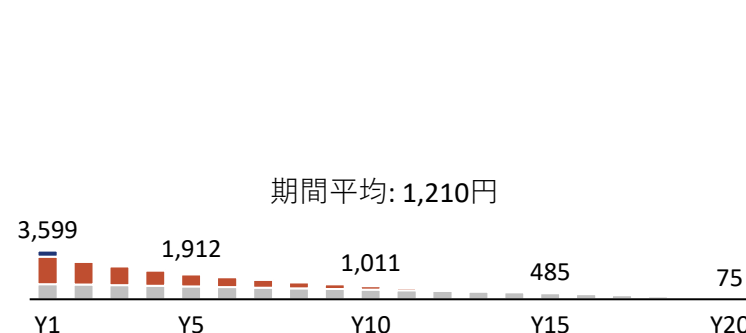
死亡、解約、事業費  
に関するリスクに対  
するESR（225%）で  
試算

### 保障性商品：定期保険（年払）

- 被保険者: 40歳・男
- 保険期間: 20年
- 保険金額: 40万円
- 保険料: 2.1万円
- 予定利率: 2%

**8.7%**

※20年間の累積平均

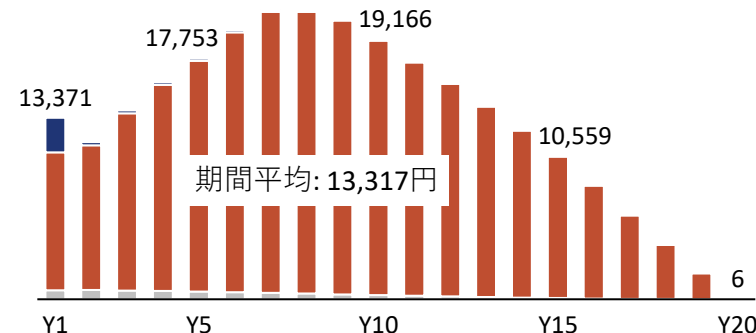
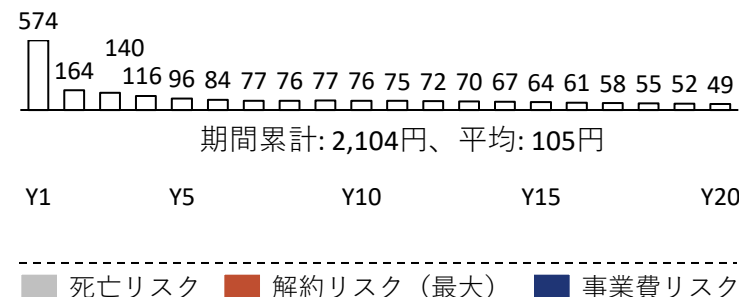


### 貯蓄性商品：養老保険（一時払）

- 被保険者: 40歳・男
- 保険期間: 20年
- 保険金額: 100万円
- 保険料: 70万円
- 予定利率: 2%

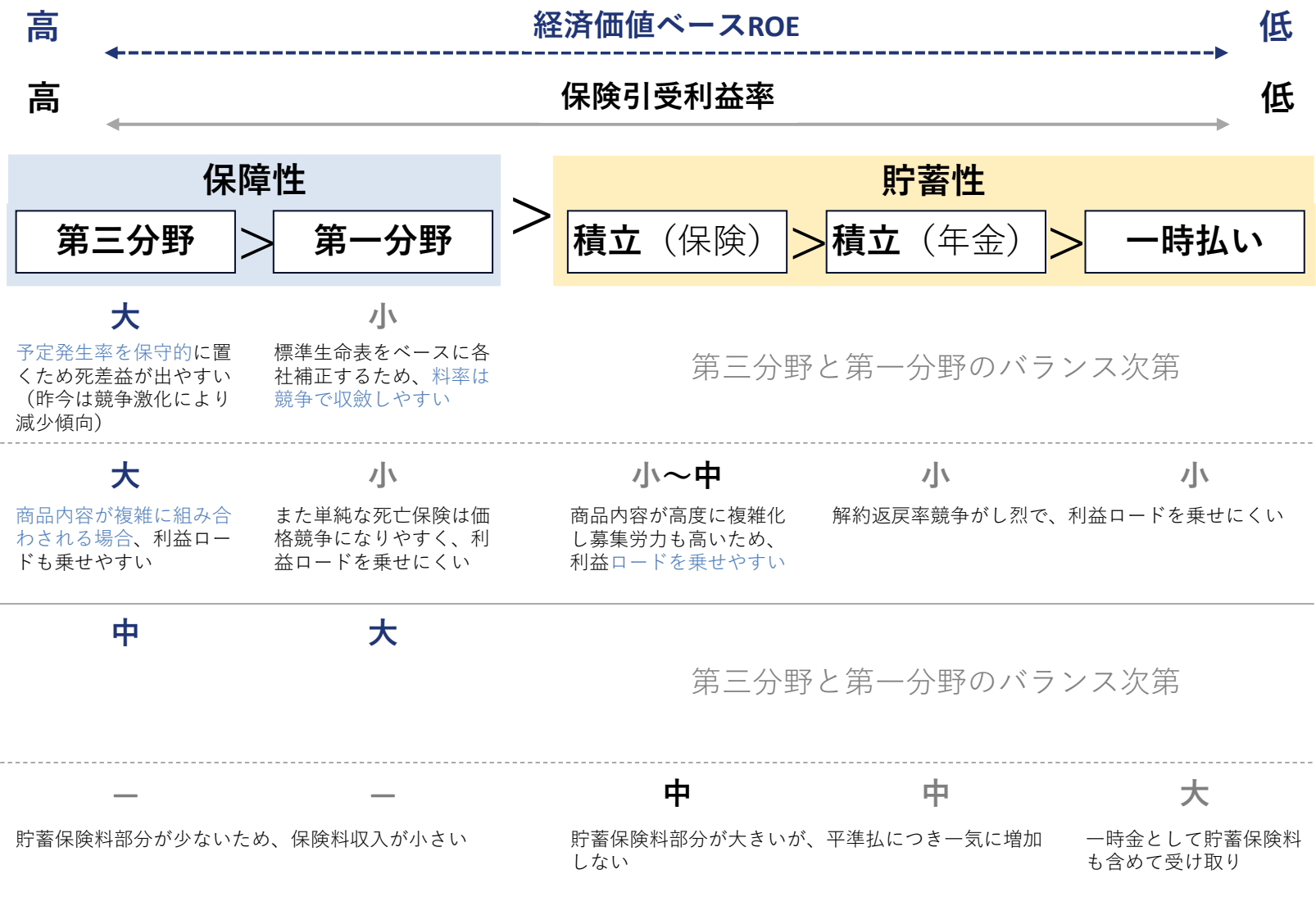
**0.8%**

※20年間の累積平均



## 商品区分別の保険引受利益率

商品設計上、貯蓄性商品は解約リスクが大きいいため、保障性商品の方が経済価値ベースROEが高くなります



## 太陽生命と朝日生命の比較

ビジネスモデルが類似し、保障性商品特化を打ち出す朝日生命は2017年以降、保障性商品の販売がほぼ100%です。保障性商品特化を標榜する以上、選択と集中をやりきるべきです



ビジネス モデル	商品
	チャネル

保障性（第三分野）と  
貯蓄性に分散

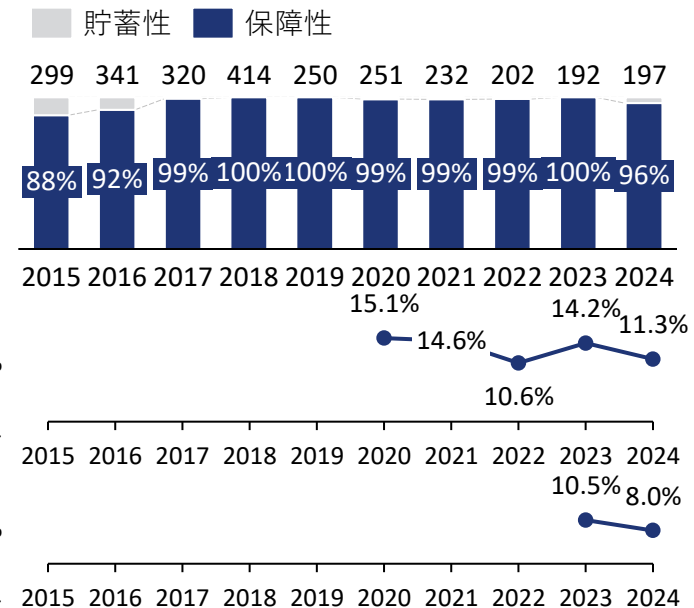
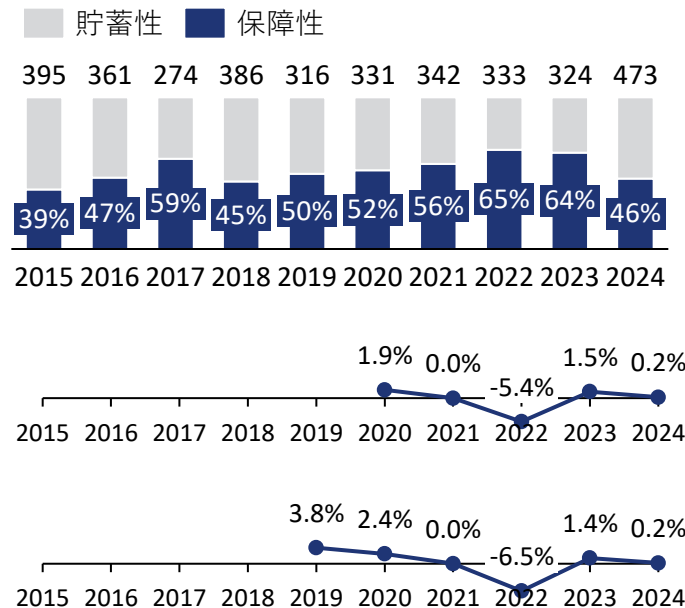
保障性（第三分野）に  
特化（特に介護）

直接営業＋銀行窓販

直接営業

成長する保険ショップチャネルは  
専門子会社なないろ生命で対応

パフォーマンス	商品別 新契約年換算保険料 (億円)
	保険関係損益／ 保有契約年換算保険料
	経済価値ベース ROE

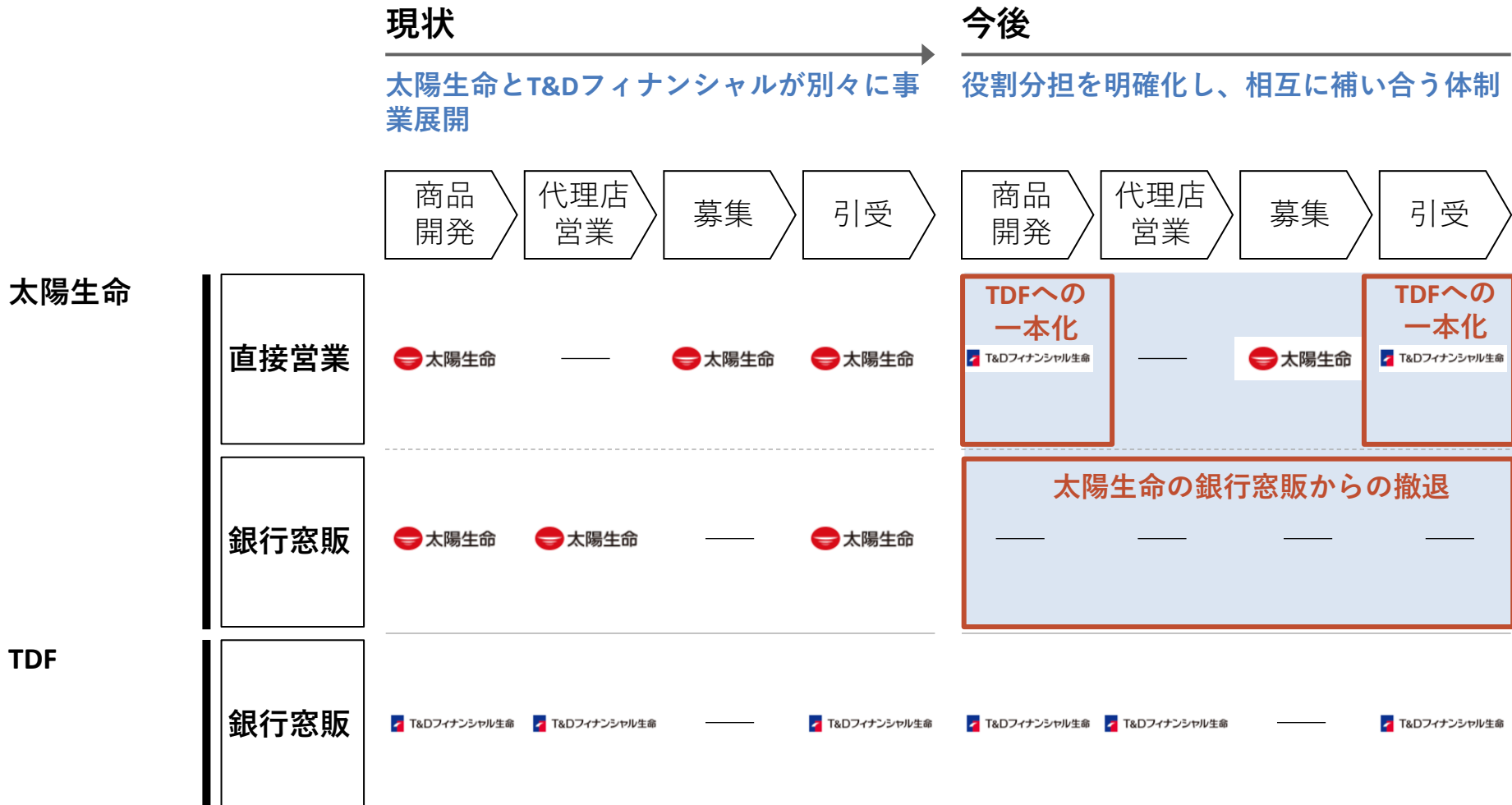


Source: 生命保険協会「生命保険事業概況」、各社ディスクロージャー情報等公開情報に基づき分析



## 貯蓄性商品に関する役割分担明確化

太陽生命は銀行窓販から撤退し、貯蓄性商品の開発・引き受けと代理店向け営業はTDFに一本化すべきです



Note: あくまで素案につき、委託・再委託に係る法的な対応等は別途詳細を要検討（委託にせず発行体を一本化する・非募集業務のみ共通基盤化するというスキームも可能性あり）

## 両社の商品の比較

生前贈与商品を除き、貯蓄性商品でも太陽生命とTDFの商品ポートフォリオは異なるため、商品ポートフォリオの一本化は可能と認識しております

			太陽生命		両社で類似性の高い商品
			直販	銀行窓販	
カテゴリ	保険料 払込方法				TDF
保障 性	医療	平準払	<ul style="list-style-type: none"> <li>やさしい保険</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>入院一時金保険</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
	介護・認知症	平準払	<ul style="list-style-type: none"> <li>ひまわり認知症予防保険・保険組曲BestMYWAY既成緩和</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ひまわり認知症予防</li> <li>たんぽぽ認知症</li> <li>認知症治療終身（無解約払戻金型）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
	死亡保障（終身）	月払	<ul style="list-style-type: none"> <li>保険組曲Best My Way</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
貯 蓄 性	死亡保障（終身）	一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ハイブリッドあんしんシリーズ</li> <li>生涯プレミアムシリーズ</li> </ul>
	年金（定額・円建）	平準払	<ul style="list-style-type: none"> <li>100歳時代年金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
		一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>やさしい円ねんきん2</li> <li>みんなにやさしい年金2</li> </ul>
	年金（定額・外貨建）	一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>My年金外貨Best2</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
	年金（外貨・連動）	一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファイブテン・ワールド4（外貨プラン）</li> </ul>
	積立（変額・有期）	一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ハイブリッドつみたてライフ</li> <li>つみたて果実</li> </ul>
	贈与	一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>マイ贈与</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>みんなにやさしい終身（生前贈与プラン）</li> </ul>
	介護年金（定額・円建）	平準払	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>MY介護Bestプラス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
		一時払	<ul style="list-style-type: none"> <li>MY介護Best（一時払い）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>長生きMy介護</li> <li>たんぽぽα</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>
	学資	平準払	<ul style="list-style-type: none"> <li>わくわくボッケ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>たんぽぽjr.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>—（該当なし）</li> </ul>

Source: 太陽生命、TDF Website、ご契約のしおり・約款

チャンネル			太陽	TDF	チャンネル			太陽	TDF	チャンネル			太陽	TDF	
メガ	三菱UFJ銀行	○	○	銀行	福岡銀行	○	○	銀行	山口銀行	-	○	信用金庫	亀有信用金庫	○	-
	三井住友銀行	○	-		第四北越銀行	○	○		山陰合同銀行	-	○		朝日信用金庫	○	-
	みずほ銀行	-	○		群馬銀行	○	○		岩手銀行	-	○		碧海信用金庫	○	-
	りそな銀行	-	○		西日本シティ銀行	○	○		常陽銀行	-	○		きのくに信用金庫	-	○
	埼玉りそな銀行	-	○		足利銀行	○	○		徳島大正銀行	-	○		京都中央信用金庫	-	○
銀行	あいち銀行	○	○		青森みちのく銀行	○	○		東日本銀行	-	○		京都信用金庫	-	○
	三十三銀行	○	○		静岡銀行	○	○		武蔵野銀行	-	○		埼玉縣信用金庫	-	○
	中国銀行	○	○		香川銀行	○	○		清水銀行	-	○		岡崎信用金庫	-	○
	京都銀行	○	○		鳥取銀行	○	○		滋賀銀行	-	○		広島信用金庫	-	○
	但馬銀行	○	○		あおぞら銀行	○	-		筑波銀行	-	○		協栄信用組合	○	-
	佐賀銀行	○	○		七十七銀行	○	-		紀陽銀行	-	○	埼玉信用組合	○	-	
	北洋銀行	○	○		伊予銀行	○	-		長崎銀行	-	○	房総信用組合	○	-	
	十八親和銀行	○	○		北海道銀行	○	-		関西みらい銀行	-	○	新潟縣信用組合	○	-	
	十六銀行	○	○		北都銀行	○	-		静岡中央銀行	-	○	益田信用組合	○	-	
	千葉興業銀行	○	○		北陸銀行	○	-		高知銀行	-	○	秋田県信用組合	○	-	
	千葉銀行	○	○		東京スター銀行	○	-	イオン銀行	○	○	飛騨信用組合	○	-		
	南都銀行	○	○		横浜銀行	○	-	SBI新生銀行	○	-	中国労働金庫	○	-		
	名古屋銀行	○	○		秋田銀行	○	-	三菱UFJ信託銀行	○	○	九州労働金庫	○	-		
	大光銀行	○	○		荘内銀行	○	-	みずほ信託銀行	-	○	北海道労働金庫	○	-		
	宮崎銀行	○	○		きらぼし銀行	-	○	大和証券	○	○	北陸労働金庫	○	-		
	山形銀行	○	○	きらやか銀行	-	○	SMBC日興証券	-	○	四国労働金庫	○	-			
	山梨中央銀行	○	○	みなと銀行	-	○	三菱UFJモルスタ証券	-	○	新潟県労働金庫	○	-			
	広島銀行	○	○	もみじ銀行	-	○	銀行計	50	70	東北労働金庫	○	-			
	東邦銀行	○	○	スルガ銀行	-	○	うち、重複なし	12	32	東海労働金庫	○	-			
	池田泉州銀行	○	○	仙台銀行	-	○				近畿労働金庫	○	-			
	熊本銀行	○	○	北九州銀行	-	○				長野県労働金庫	○	-			
	百五銀行	○	○	北日本銀行	-	○				静岡県労働金庫	○	-			
	百十四銀行	○	○	大分銀行	-	○									
	福井銀行	○	○	大東銀行	-	○									
	福岡中央銀行	○	○	富山銀行	-	○									
信金・労金計 21 6															

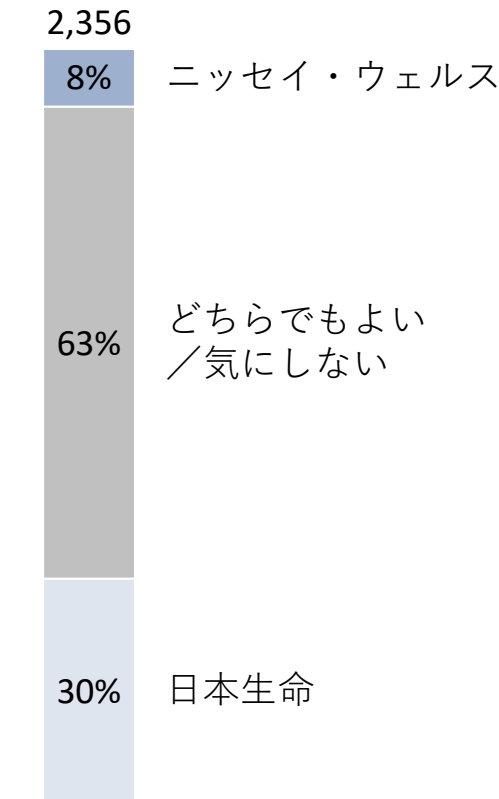
51

## 銀行窓販商品の企業・ブランドへのイメージ

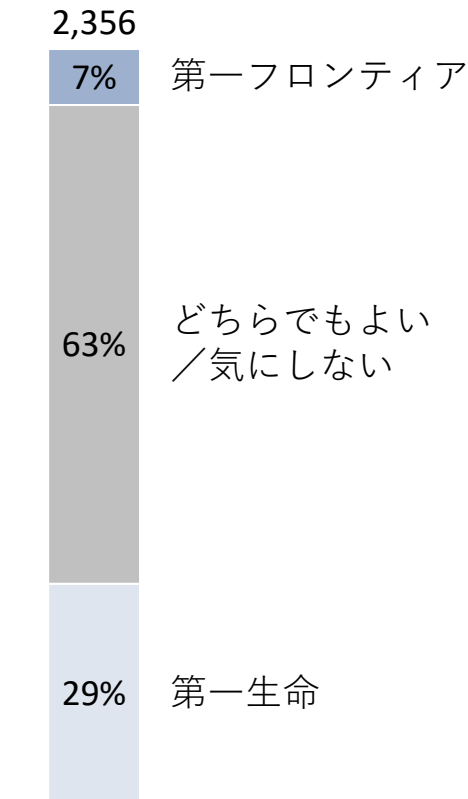
消費者の6-7割は銀行窓販の会社名へのこだわりはないため、銀行窓販チャネルを専門子会社に一本化しても影響は限定的です

Q. 銀行窓販専門子会社をもつ生命保険会社について、仮に全く同じ設計の商品が銀行窓口で購入できる場合、どちらの企業がよいかイメージを回答してください。

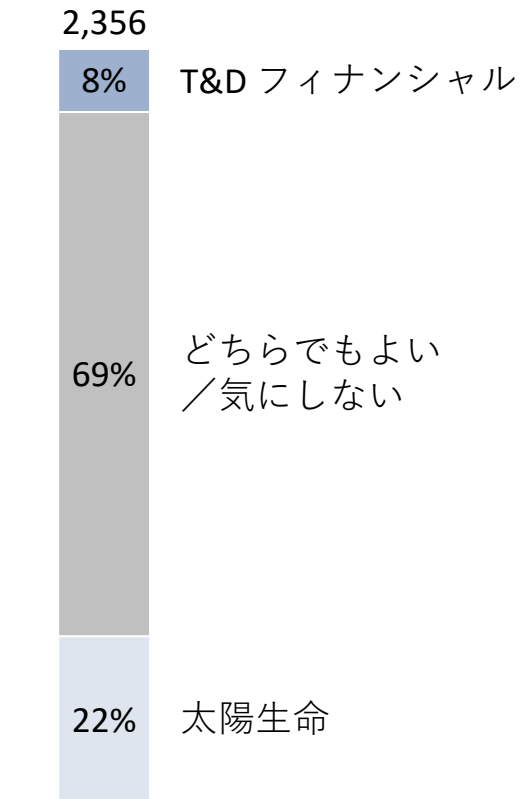
## 日本生命G



## 第一生命G



## T&amp;D HD

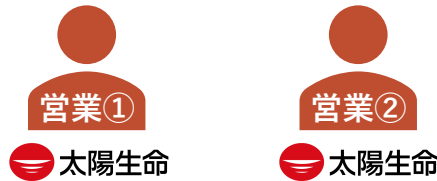


## 太陽生命の営業活動の特徴

「二人一組のコンビ活動」についても、競争力や収益性に貢献する最適解かどうか、定量的な検証を実施すべきと考えます

### 太陽生命の「二人一組のコンビ活動」

### 戦略的意図



- 経験の浅い営業職員とベテラン営業職員を組み合わせ、スキル補完による**商談成約率の向上**
- 相互牽制による**活動量の担保**や**コンプライアンスの順守**
- 休暇や多忙時でも、顧客問い合わせや依頼に対する**クイックレスポンスによる顧客満足度の向上**
- コンビでフォローし合えることにより、（ワーキングマザーを中心に）**働きやすさ向上**を通じた**人材採用力・定着力の向上**

- 原則顧客毎に2名で対応
- 対象顧客や営業職員毎にコンビの必要性やコンビの組合せは**支社単位で運用の自由度あり**


弊社で認識している限り、二人一組営業は太陽生命のみ特徴的に実施しているプラクティスにつき、競争力や収益性に貢献している施策か否かを定量的に検証することが必要と考えます

## 太陽生命のインセンティブ制度

支店業績評価や営業員のインセンティブの仕組みも、資本収益性を重視する形への変更すべきです

### 現行の評価制度（ヒアリングに基づく弊社理解、現在は異なる可能性）

### 提言

新契約	<b>“換算” 保険料</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保険料は絶対額ではなく、換算値で評価 <ul style="list-style-type: none"> <li>商品設計：<b>就業不能保険＞死亡保険＞医療保険</b></li> <li>保険料支払方法：<b>平準払＞一時払</b></li> <li>保険期間：<b>終身＞定期</b>（だいたい10年）</li> </ul> </li> <li>給与やボーナスに影響の大きい最も重要な指標</li> </ul>
	<b>件数</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>換算保険料とは独立して新契約件数も評価</li> <li>件数目標達成ボーナスあり（支社毎の裁量大）</li> </ul>
		<p>“新規契約件数も個々人にとって重要な評価指標なので、<b>利益率が低くても貯蓄性商品で件数を稼ぐことも重要</b>と捉えていた”</p>
		
		<p>元太陽生命 支店業績管理</p>
保有契約	<b>“換算” 保険料</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>既契約の見直し時の増加保険料も換算値で評価 <ul style="list-style-type: none"> <li>通常2年毎</li> </ul> </li> <li>“換算”保険料は新契約と同様</li> </ul>

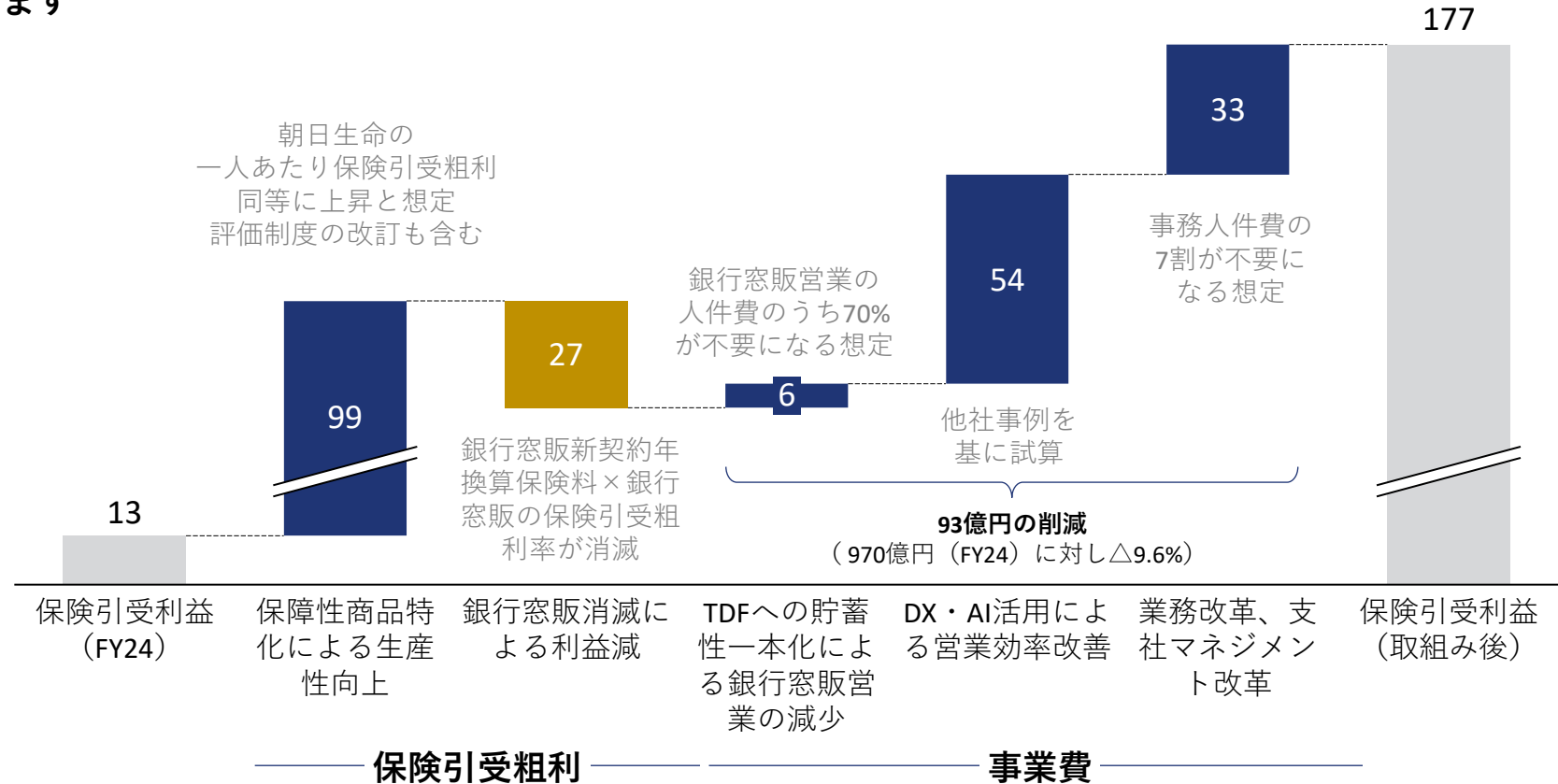
### 保障性商品特化と 資本収益性重視を前提に

①商品・支払方法・保険期間等の**換算係数の見直し**  
（例、一時払の貯蓄性の目標設定や換算係数、終身保険よりも定期保険の換算を高くする）

②**件数目標の廃止**  
（太陽生命として重要KPIとターゲットに合わせた全体像の設計）

## 保険引受利益ブリッジ

商品・チャネル特化による保険引受粗利拡大と事業費（人件費）改善による保険引受利益の改善額は165億円。保険引受利益率では3.1%（+2.9%pt）、経済価値ベースROEは2.4%（+2.3%pt）への改善ポテンシャルがあると考えています



保険引受  
利益率

0.22%

3.14%

経済価値  
ベースROE

0.17%

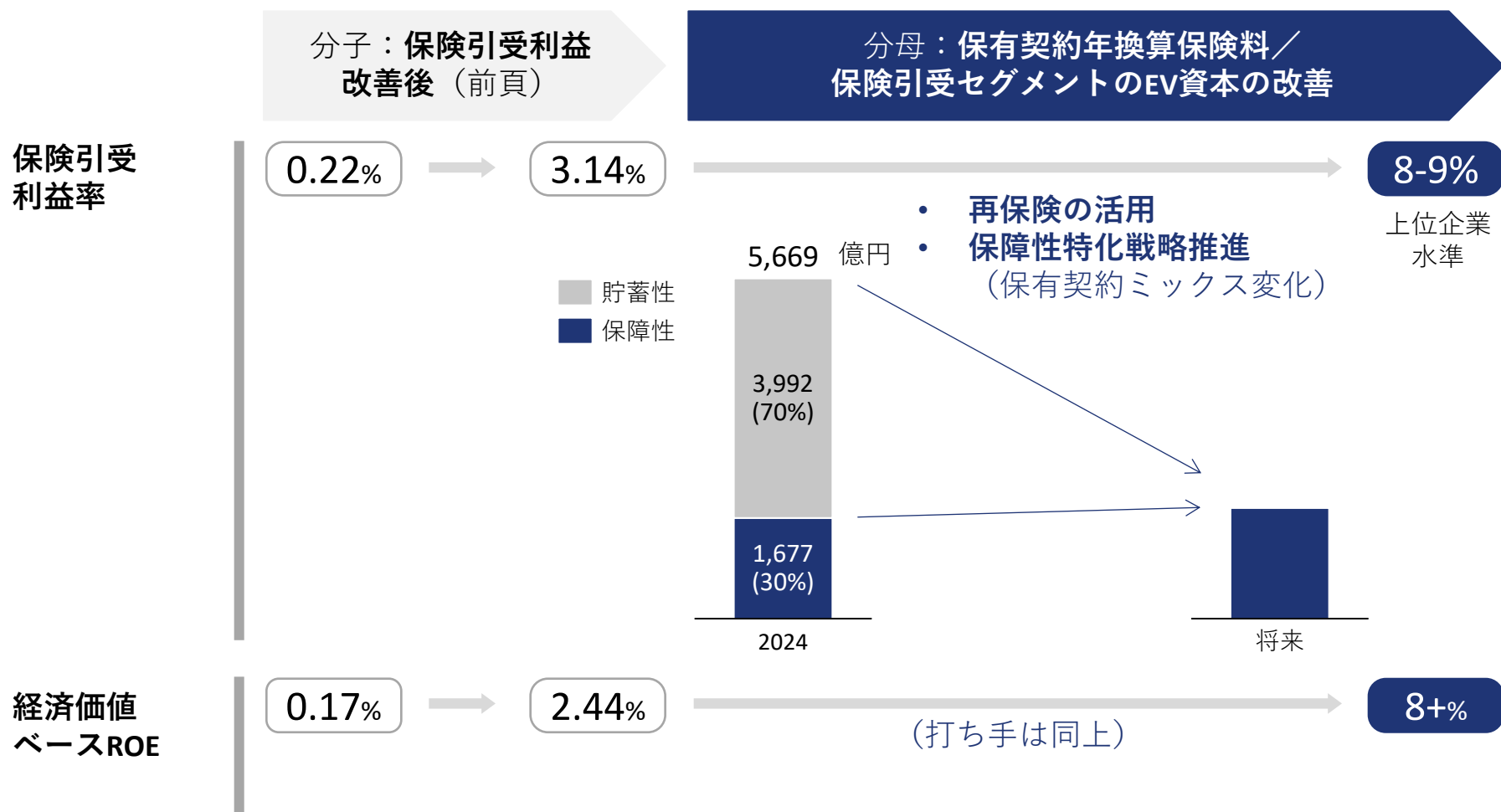
2.44%

Note: ROE計算上のセグメント利益は実効税率30%を考慮、施策後の保険引受利益率およびROE試算時の保有契約年換算保険料やリスク量の増減は考慮していない

Source: 生命保険事業概況、太陽生命・朝日生命ディスクロージャー、IRインタビュー、エキスパートインタビュー、Artivatic “How AI and Digital Tools Are Revolutionizing Sales Activities in the Insurance Industry”、BUSINESS INSIDER “Zurich Insurance’s new CRM is like Spotify for insurance agents”

## 保険引受利益ブリッジ（分母）

さらに、再保険活用および保障特性化戦略の推進による保有契約年換算保険料や資本収益性のミックス変化によって保険引受利益率も経済価値ベースROEも更なる向上余地があると考えます





## 1

### 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

- 1-1. 保険引受利益率とその要因
- 1-2. 保険業界の潮流と5つの脅威
- 1-3. 収益性改善に向けた提言と改善ポテンシャル

## 2

### 資本収益性の向上

- 2-1. セグメント別資本収益性管理の重要性
- 2-2. 資本収益性の向上に向けた提言
  - a. 太陽生命における再保険の活用
  - b. 大同生命における超長期保険の販売抑制
  - c. 海外事業投資
  - d. 資産運用リスクの更なる削減

## 3

### グループガバナンスの再考

- 3-1. 事業間シナジーの有無と定量化
- 3-2. 価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性
- 3-3. HD・事業子会社の経営体制見直し

## 4

### グループ価値向上委員会の設置

## (前提) 持株会社の役割とは (1/2)

持株会社（HD）は直接事業を行わない投資管理会社であり、  
その最も重要な責務は、投資先（子会社）に投下している資本の、資本対比リターンの最大化と言えます



セルサイド  
アナリスト

### 持株会社の役割：

- 直接事業を行わない投資・管理会社と見なすこともできる
- 高いリターン（ROI、IRR）が見込める事業会社（銀行・保険・証券・一般事業会社等）に株式投資を行い、リターン向上のために経営に関与し、リターンの低下を避けるために適宜、資本・キャッシュを回収する

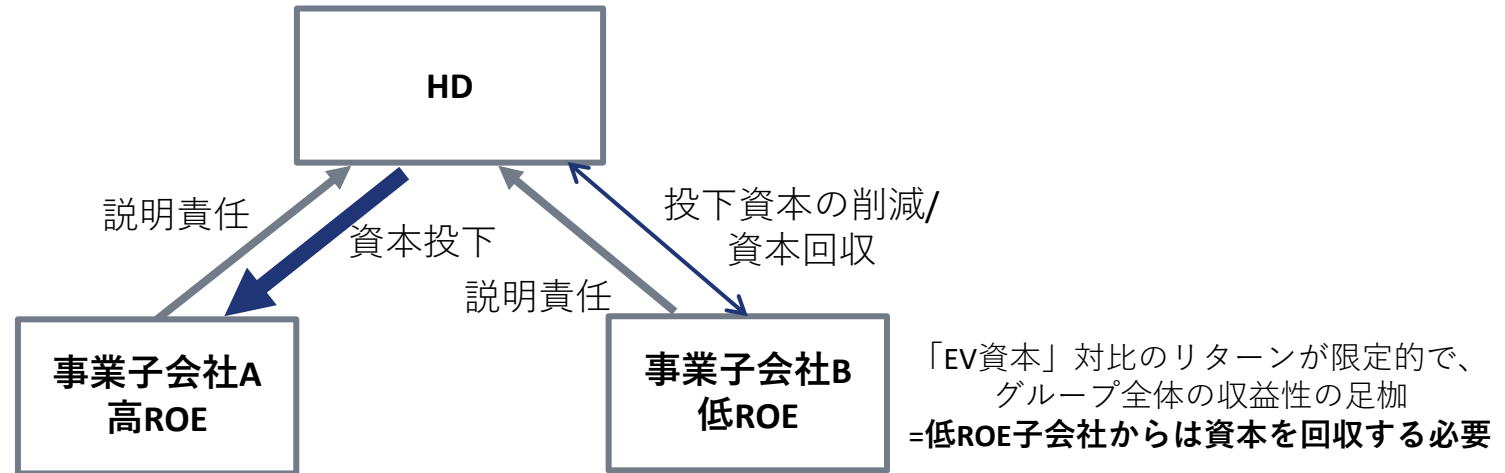
### 持株会社のGoal：

- 投下資本対比の会計利益、投下資本対比のキャッシュ回収（事業会社からの配当）を、中長期的に最大化すること
- （当然、持株会社と子会社のガバナンス不全は、その最大化を阻害する）

## (前提) 持株会社の役割とは (2/2)

生命保険会社は、一定の「適格資本（EV資本）」を積む事が規制上義務付けられています。持株会社は「適格資本（EV資本）」に対するリターンをセグメント（商品群）別に厳格に管理することが求められます

### 資本の硬直性を打破し、低ROEから高ROEに資本を循環する経営



セルサイド  
アナリスト

日本の金融機関に古くから残る文化（レガシー）は、**営業上のシェア獲得（つまり利益の拡大）を目指す文化**である。  
一方で、株主が求めるリスクテイクに必要な文化とは、「**自らの資本を投下するという意識**」である。

適切なリスク文化の醸成とは：

- ・ リスク資本に対するオーナーシップと責任の徹底
- ・ リスク対比のリターンにインセンティブを紐づける長期報酬制度（繰延報酬、クローバックを含む）

**HDは「自らの資本を子会社に投下するという意識」を持つ必要があり、事業子会社はHDに対し「リスク資本に対する説明責任」を負っています**

# セグメント別資本収益性の管理

セグメント別に資本収益性を分析・評価することは、東証の指針においても例示されています。資本収益性の分析・評価に基づき規律ある資本政策を実現し、高ROE事業への戦略的な資本投下を行うことが重要です



資本コストや株価を意識した  
経営の実現に向けた対応について  
(2023年3月31日、東京証券取引所)

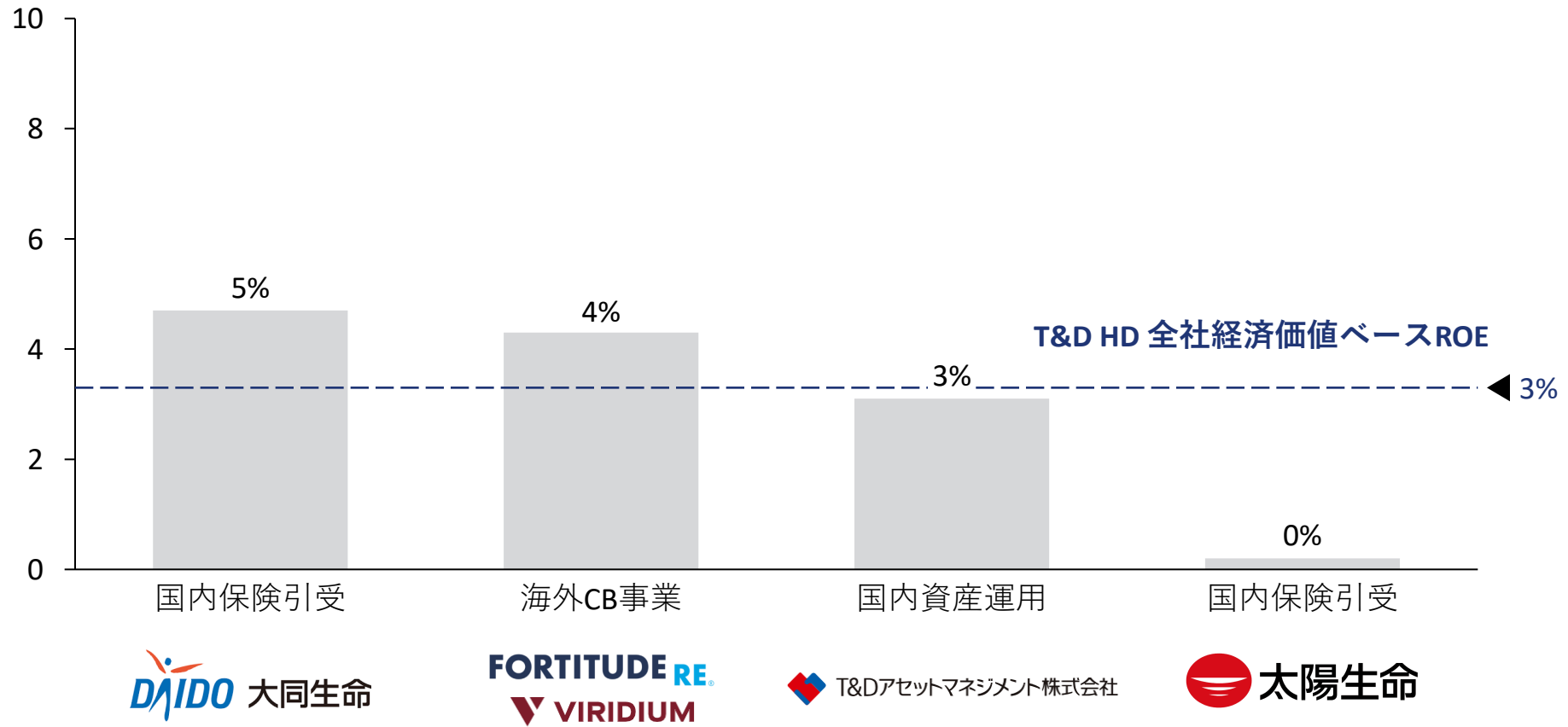
資本収益性の分析・評価にあたっては、WACCとの比較でROICを、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられます。

また、**全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとにROIC等を算出して、資本収益性の分析・評価を実施**することも考えられます。

## T&amp;D HDセグメント別経済価値ベースROE (2020/3-2025/3)

T&D HDのセグメント別経済価値ベースROEはいずれも低水準です。  
 特に太陽生命は、収益性の改善及びリスク削減の双方において、抜本的な改革が必要です

セグメント別経済価値ベースROE (2020/3-2025/3, %)



**Note:** 経済価値ベース資本はサープラス（経済価値ベース純資産）から劣後債を差し引いて計算。各セグメントの資本は、経済価値ベース資本の合計額に、各セグメントのECリスク量割合を掛け合わせて算出。大同生命と太陽生命の保険引受リスクは、保有契約価値の内訳を基に試算。海外クロードブック事業の経済価値ベース資本については、評価性損益の影響を除外するため、2022年以降はPg71記載の値を使用。保険引受の利益として、保険関係損益（基礎利益-順ざや）から契約者配当（団体年金保険を除く）を差し引いたものを使用。資産運用の利益は、株式・外国証券の時価評価を考慮して算出

**Source:** T&D HD開示資料を基に弊社分析、T&D HD IR

## T&amp;D HDセグメント別ROEの計算

## セグメント別ROEの計算の詳細は以下です

(億円/%)	税前利益 (25/3)	税後利益 (1) (25/3)	リスク量 (25/3)	リスク量割合 (25/3)	EV資本 (2) (25/3)	経済価値ベースROE (25/3)
基礎利益-太陽	524					
(-) 順ざや-太陽	383					
(-) 契約者配当（団体年金除き）-太陽	128					
<b>保険引受利益-太陽</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>~3,900 (3)</b>	<b>13%</b>	<b>5,245</b>	<b>0.2%</b>
基礎利益-大同	1,085					
(-) 順ざや-大同	501					
(-) 契約者配当（団体年金除き）-大同	114					
<b>保険引受利益-大同</b>	<b>470</b>	<b>329</b>	<b>~9,800 (3)</b>	<b>33%</b>	<b>13,112</b>	<b>2.5%</b>
順ざや-太陽	383					
(-) 契約者配当（団体年金）-太陽	16					
(-) 株式配当金・外国証券利息配当金-太陽	766					
(+) 国内株式・外国証券トータルリターン-太陽	261					
国内資産運用-太陽	-137					
順ざや-大同	501					
(-) 契約者配当（団体年金）-大同	1					
(-) 株式配当金・外国証券利息配当金-大同	1,071					
(+) 国内株式・外国証券トータルリターン-大同	509					
国内資産運用-大同	-62					
<b>国内資産運用</b>	<b>-200</b>	<b>-140</b>	<b>14,488</b>	<b>49%</b>	<b>19,338</b>	<b>-0.7%</b>
海外CB事業		<b>141</b>	<b>- (4)</b>	<b>- (4)</b>	<b>3,062 (4)</b>	<b>4.6%</b>
<b>全社（期待収益ベース、上記利益額の合計）</b>		<b>339</b>	<b>29,576</b>	<b>100%</b>	<b>39,476 (6)</b>	<b>0.9%</b>
<b>全社（グループ修正利益ベース）</b>		<b>1,415 (5)</b>	<b>29,576</b>	<b>100%</b>	<b>39,476 (6)</b>	<b>3.6%</b>

(1)実効税率30%を採用 (2)全社EV資本にリスク量割合を掛けて算出 (3)太陽生命と大同生命の保有契約価値の内訳を基に試算 (4)Fortitudeの評価性損益の影響を除くため、Pg67と同様のEV資本を想定  
 (5)グループ修正利益を採用 (6)サンプラスから劣後債を除いたもの | Source: T&D HD開示資料

## 株主の声（第三者調査機関による株主意見等調査より）

株主の大半は、T&D HDの経営陣による資本収益性の監督が不十分と考えています

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？

## 投資家調査結果



十分かという点で**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。**



**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。

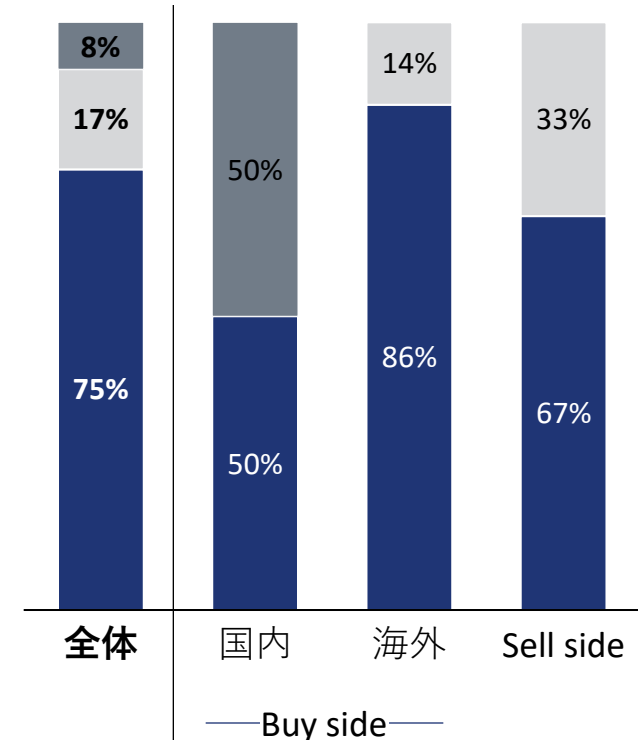


**十分な監督が出来ていると言えない。金利リスクの削減については、たまたま金利が上がってラッキーだった面があるが、削減がなかなか進まないし、政策保有株はグループ全体として考えるべきだが、太陽生命でのしがらみなどの理論が優先されてしまったように思う。HD主導で厳しく管理するような動きにはなっていない。**



**絶対的にNO。**株主価値向上策が十分にとられていない。**取締役会が株主の声を反映しているようなアクションは見えない。**

どちらでもない
  いいえ
  はい
   
 意見なし



各セグメントの経済価値ベースROE改善に向けて、弊社は以下4つの施策をご提案いたします



a

### 既契約の 積極的な出再 (特に貯蓄性商品)

- 既契約を自社BSで継続保有するメリットはない
  - EV成長は主に新契約価値により、死差益や費差益によるEVの拡大は限定的
- 特に貯蓄性商品は商品設計上、資本収益性が低い



b

### 超長期保険の 販売抑制

- 超長期保険は必要資本が膨らみ、資本収益性が低下
  - ヘッジが不可能で、リスク量が大きい
- 第一生命、ソニー生命も超長期保険の販売を抑制



c

### 海外M&A方針 の見直し

- 海外M&Aは必要EV資本対比リターン・EVAに基づいた投資判断を行う必要
- 海外CB投資は必要EV資本対比リターンが限定的で、EVAはネガティブ
  - Fortitudeへの投資は資本コストに見合うリターンをあげられていない
- 海外生保事業への投資も慎重に検討すべき
  - 海外生保はT&D HDよりもバリュエーションが高く、減損リスクも相応にある
  - 海外生保への投資は一株あたりEVの最大化に繋がらない



d

### 資産運用リスク の更なる削減 (株式リスクの速やかな削減)

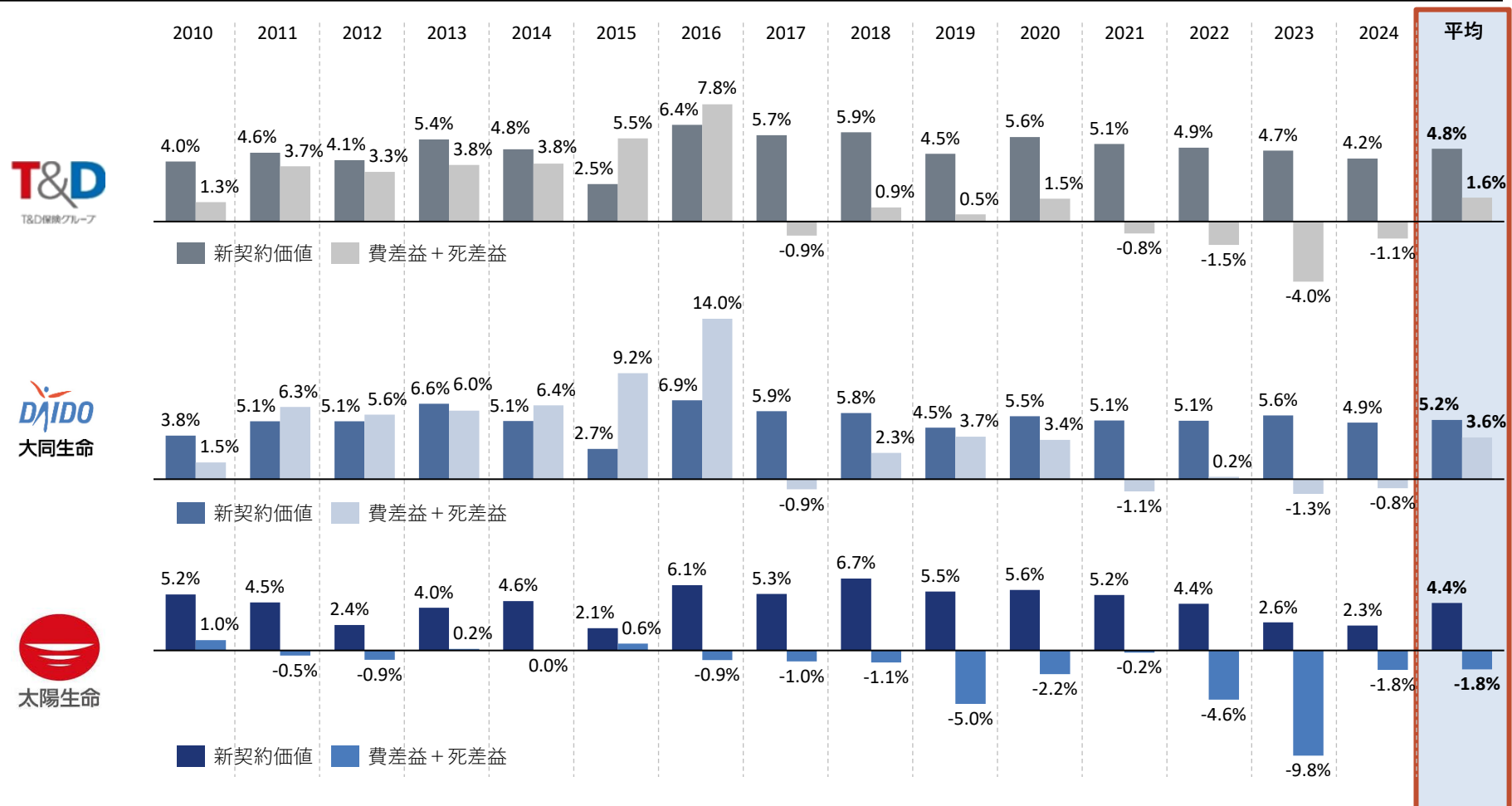
- 株式運用パフォーマンスが低いものの、海外競合より高い株式保有割合（計画）
  - 太陽生命・大同生命の株式運用成績はどちらもTOPIXを2%pt程度下回るパフォーマンス
- 政策保有株式の保有比率も高く、削減スピードも競合に劣る
- 為替リスクも競合比高い



## EVの成長ドライバー

太陽のEV貢献は主に新契約価値によるもので、死差益や費差益は限定的です。  
 継続保有によるリターンがマイナスなのであれば、出再を検討する事が喫緊の課題です

新契約価値と費差益+死差益のEVに対する寄与度(2010-2024年度)

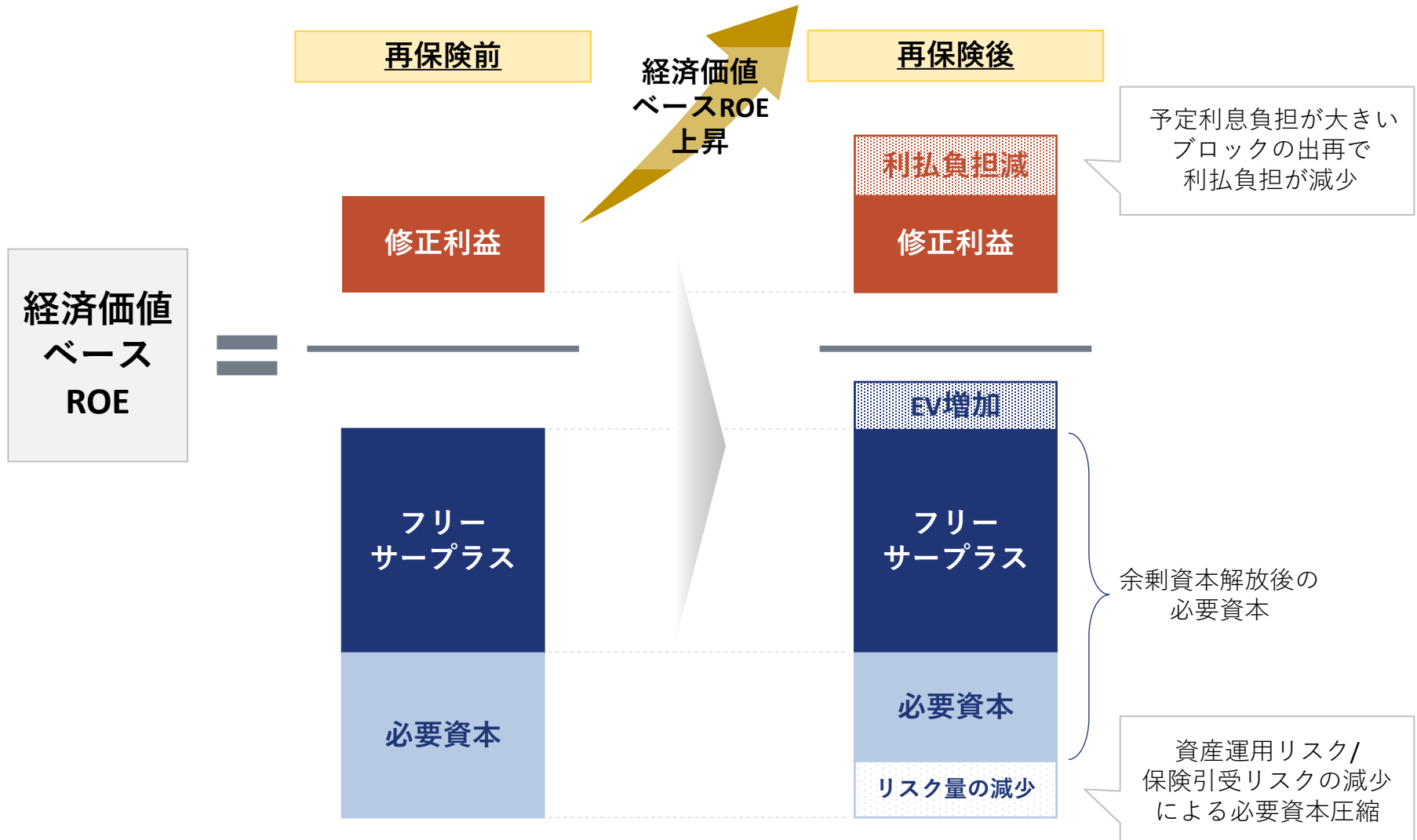


Source: T&amp;D HD開示資料を基に弊社分析

STRICTLY CONFIDENTIAL | NOT FOR DISTRIBUTION

## 出再効果

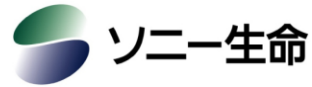
再保険を活用してリスクや高予定利率のブロックを切り離すことで、リスク量の減少による必要資本の圧縮や平均予定利率の低下による利益上昇の効果があり、結果としてROE向上が期待されます



Note: 再保険契約の担保管理を厳格に行う等、カウンターパーティリスクに対するコントロールが相応に効いているという前提

## 競合他社の超長期保険負債に対する考え方

上場する競合他社は、資本収益性の低い超長期保険の販売を抑制する考えです



足元で販売している新契約においては、**終身保険等のいわゆる資本負荷の高い商品の販売比率を既に引き下げている**ことに加え、市況変動リスクに対するヘッジのさらなる高度化に向けての準備を進めています。

2024年8月7日 ソニーグループ 2024年度 第一四半期 業績説明会

ソニー生命の財務基盤強化と、解約リスクの低下をさらに踏み込んで大きく進めるため、(...) **資本負荷の高い米ドル建て終身保険既契約ブロックの再保険出再を実施する計画**です。

2025年5月14日 ソニーグループ 2024年度 業績説明会

一生涯のパートナー

**第一生命**

 Dai-ichi Life Group

(一時払いの終身保険は、) **ALMが徹底できない商品であることは変わらない**。リスク管理の観点から、投資家や株主の規律を受ける株主会社にとって一時払い終身保険は主戦場ではない。単純な利率競争とは違う形で、第一生命が**負えるリスクと負えないリスクを明確にしたうえで、その範囲でエッジの効いた商品を提供する**。

2025年1月26日 日本経済新聞



就業不能をカバーする商品の販売増加により一定程度保険負債が短期化するなど、経営努力も行っているが、依然**ALMマッチングの余地は大きい**。

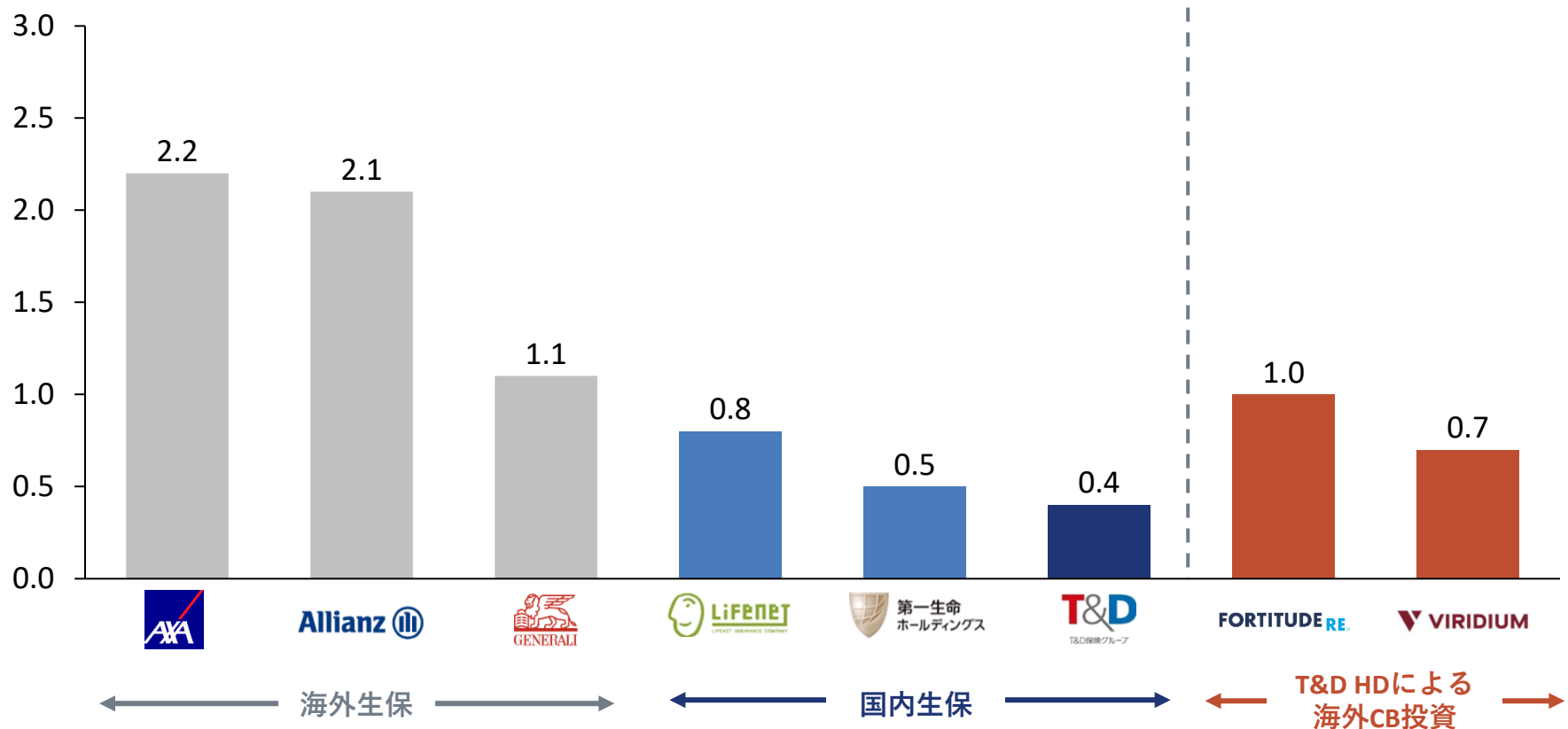
セルサイドアナリスト

**大同生命における、超長期保険商品を含む商品群毎の資本収益性の検証と、資本収益性に基づいた商品戦略の改定を要請します**

## P/EV倍率

T&D HDは、自社よりも高いP/EV倍率でFortitudeおよびViridiumへ出資しています

## P/EV倍率の比較



Note: 時価総額は2025年6月30日時点。国内生保のEVは2025年6月末時点の数値を使用して算出。AXA、Allianz、Generali及びViridiumは2024年度のSolvency II Tier 1 unrestricted own fundsをEVと同等と仮定して算出。Viridiumの株式価値はT&D HD等によるコンソーシアムの買収金額EUR3.5bnと仮定して算出。FortitudeのP/EV倍率はアナリストによる推計値

Source: 各社開示資料、BofA Securities「生保業界 - Resolutionの77%が82億ドルならFortitudeの価値は？」(2024年12月11日訂正版)、SPEEDA、証券会社アナリストインタビュー

## EVの観点で見た割高な出資

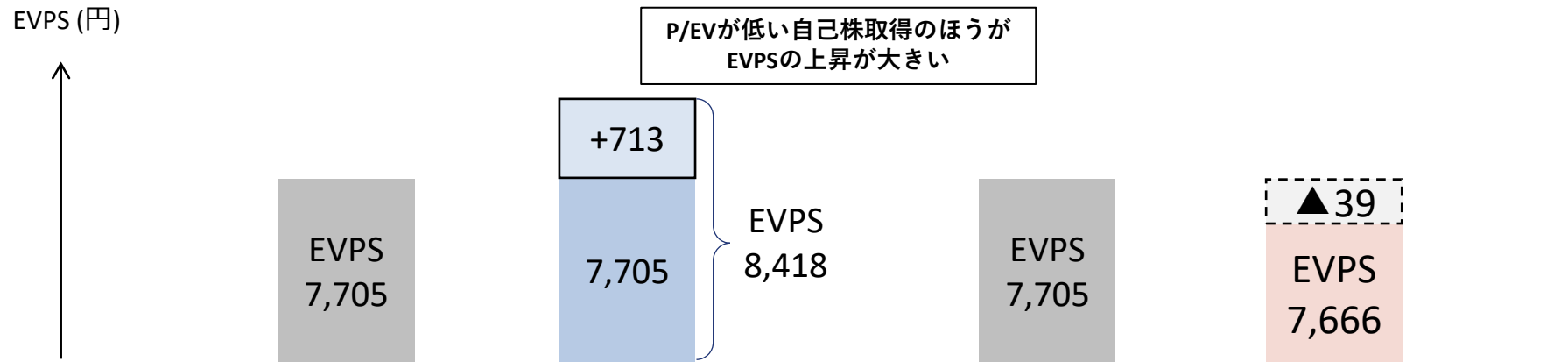
$P/EV = \text{Price (株価)} / \text{EVPS (一株当たりEV)}$  でありPriceが一定であれば「P/EVが高い」=「EVPSが低い」。  
P/EVが高い出資と比較すると、P/EVが低い自己株買いの方が一株当たりEVという観点からは望ましいです

### 自己株取得

- P/EV=0.41倍で自己株取得する場合

### 生命保険会社への出資

- P/EV=1.10倍の投資先に20%分出資
- EV1兆円を想定



(億円/億株)	出資前	自己株買い	出資前	出資後
当初EV	39,457	39,457	39,457	39,457
-) 現金減		▲2,200		▲2,200
+) 出資先EV		-		+ 2,000
<b>最終EV</b>	<b>39,457</b>	<b>37,257</b>	<b>39,457</b>	<b>39,257</b>
当初株数	5.12	5.12	5.12	5.12
-) 株数変動		▲0.70		-
<b>最終株数</b>	<b>5.12</b>	<b>4.43</b>	<b>5.12</b>	<b>5.12</b>
<b>EVPS</b>	<b>7,705</b>	<b>8,418</b>	<b>7,705</b>	<b>7,666</b>
<b>EVPSの増減</b>	<b>-</b>	<b>+713</b>	<b>-</b>	<b>-39</b>

Source: T&D HD開示資料、弊社試算

## 海外M&Aを検討する上での投資規律

弊社は、必要EV資本対比リターンと、修正利益と必要EV資本に対する資本コストを加味したEVAベースで事業投資を評価すべきと考えます

### 考え方

- 投資対効果は必要資本を踏まえて評価すべき
  - 具体的には**必要EV資本ベースのROE**や**EVA**（計算式は右記参照）
  - 修正利益やROIでは不十分

### 計算式

<b>必要EV資本 対比リターン</b> (Return on EV Capital)	$= \frac{\text{修正利益}}{\text{必要EV資本} \times \left[ \text{ECリスク量} \times \text{ESR基準 (225\%)} \right]}$
<b>EVA</b> (Economic Value Added)	$= \text{修正利益} - \underbrace{\text{必要EV資本} \times \text{株主資本コスト (8\%)}}_{\text{ECリスク量} \times \text{ESR基準 (225\%)}}$

**ROEは株主資本コスト以上、EVAは0以上が求められる**

## Fortitudeへの投資のリターン分析

海外M&Aの投資リターンは、投資額対比ではなく、必要EV資本対比リターンで検証すべきと考えます。  
 T&D HDによるFortitudeへの投資は、必要EV資本対比リターンは4%しかなく、EVAはマイナスです

### Fortitudeへの投資に伴う資本コストと利益額

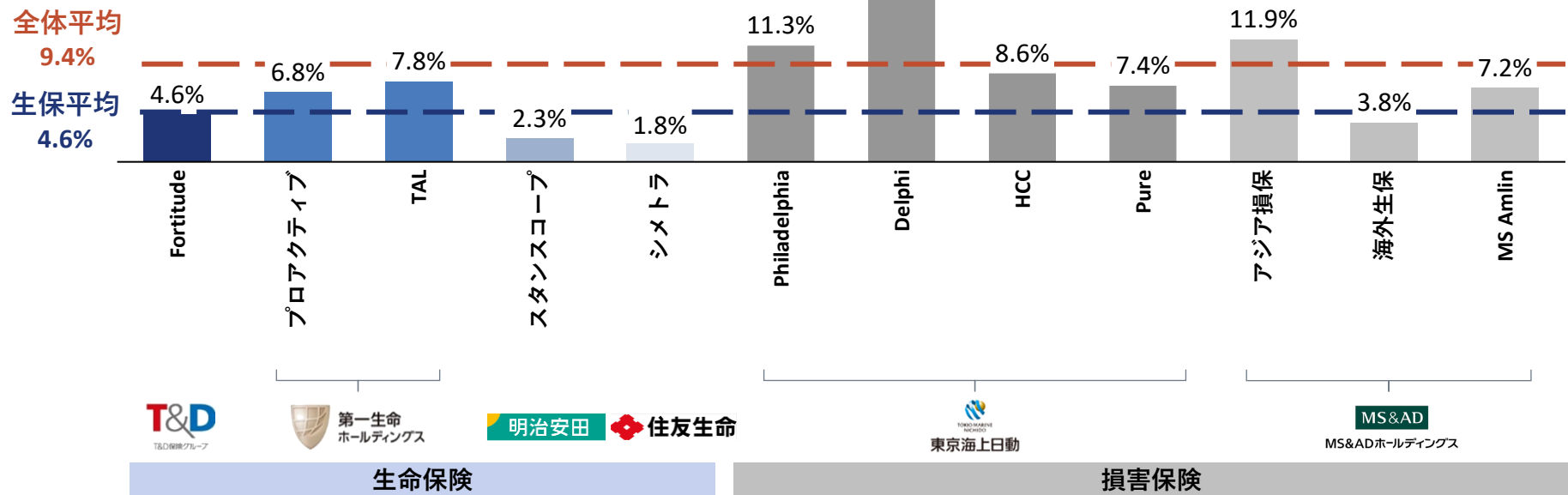
(億円/ %)	2021/3	2022/3	2023/3	2024/3	2025/3	合計	5 年平均
累計投資額 (1)	768	768	1,089	1,411	1,411		
ECリスク量 (2)	1,297	1,361	1,361	1,361	1,361		
ESR基準 (3)	225%	225%	225%	225%	225%		
必要EV資本 (4) = (2)*(3)	2,918	3,062	3,062	3,062	3,062		
株主資本コスト (5)	8%	8%	8%	8%	8%	1,213	243
資本コスト (6)=(4)*(5)	233	245	245	245	245		
修正利益 (7)	125	186	82	57	141	591	118
EVA (8)=(7)-(6)	-108	-59	-163	-188	-104	-622	-124
ROI 投資利益率 (7)/(1)	16%	24%	8%	4%	10%	12%	
必要EV資本対比リターン (7)/(4)	4%	6%	3%	2%	4%		4%

Note: (2)評価性損益の影響を除くため、2023/3以降のECリスク量は2022/3から減っていないと仮定して算出。(5)直近の開示資料に記載の株主資本コストと一定と仮定。(7)TDUCの修正利益を参照  
 Source: T&D HD開示資料

## 生保・損保各社の海外M&Aの必要EV資本対比リターン

保険会社の海外M&Aについて必要EV資本対比リターンを計算すると、特に生命保険会社全体で低水準となっており、投資に見合ったリターンは得られているとは言えません

ROIは「対象会社の25/3期実績当期純利益（又は修正利益）」  
 ÷ 「税後投資額（出資額に実効税率30%を考慮し0.7を乗じた数値）にEV資本比率としてESR225%をかけて」算出



Note: Fortitude社のROIは「修正利益」÷「必要EV資本(ECリスク量にESR基準(225%)を乗じて計算したもの)」で算出

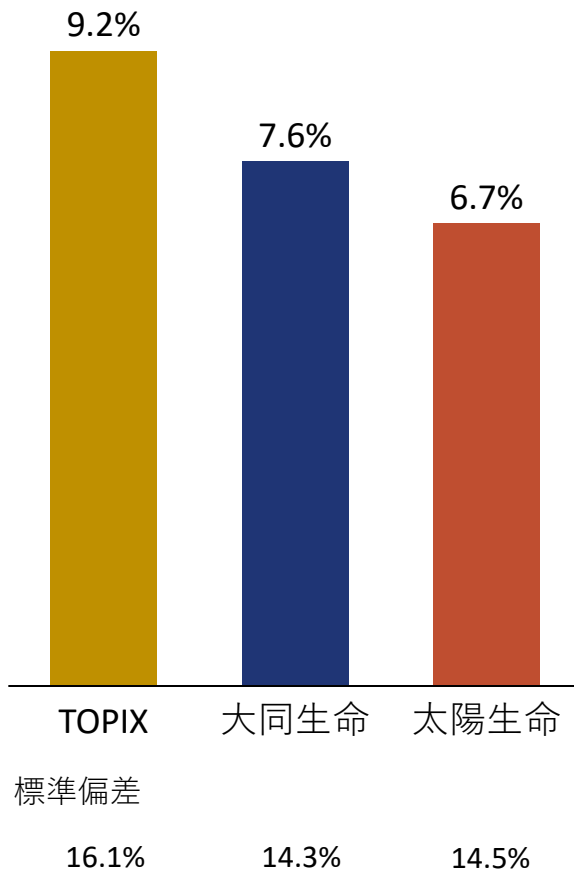
Source: 各社開示資料、SMBC日興証券アナリストレポート



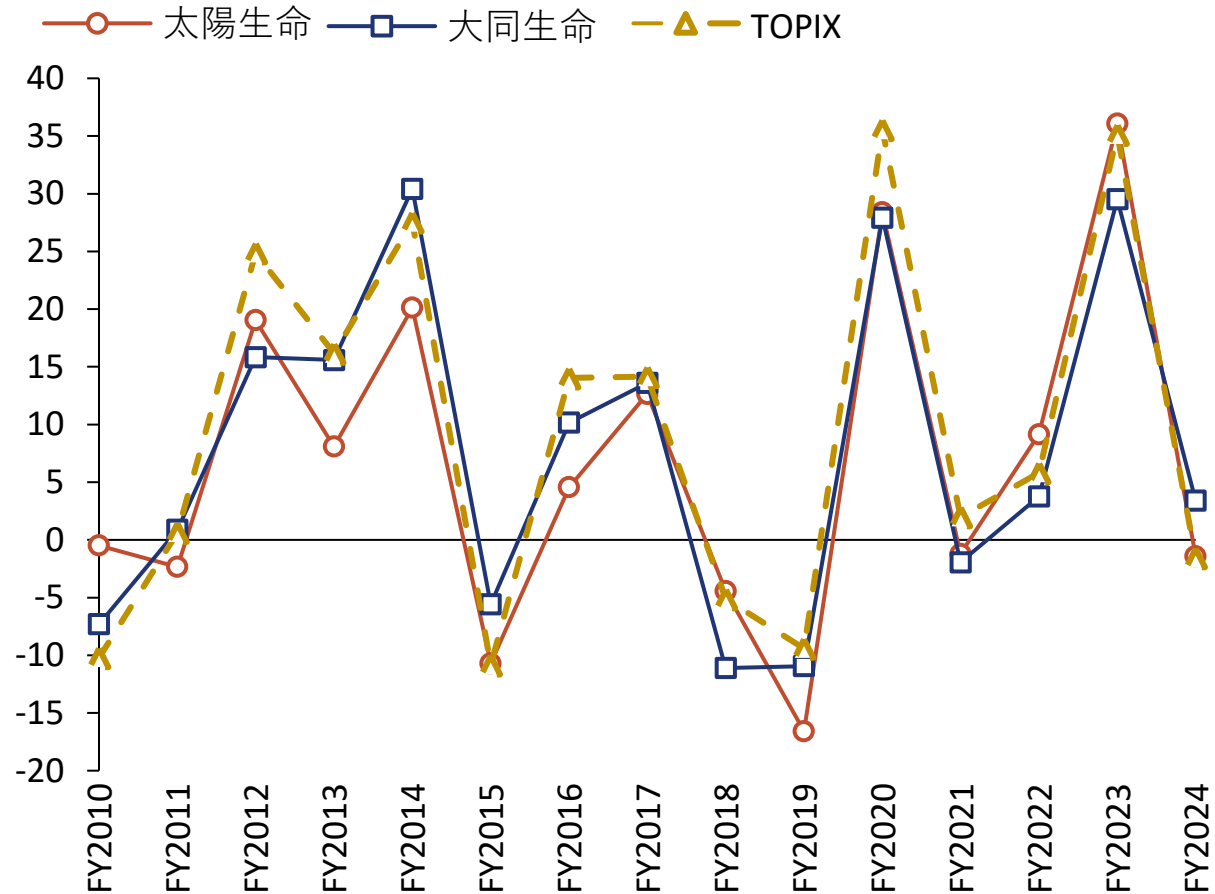
## 低い株式運用利回り

大同生命、太陽生命の株式運用成績はどちらもTOPIXを2%pt程度下回るパフォーマンスであり、国内資産運用の経済価値ベースROE低迷の要因となっています

株式運用成績の平均（2011/3-2025/3）



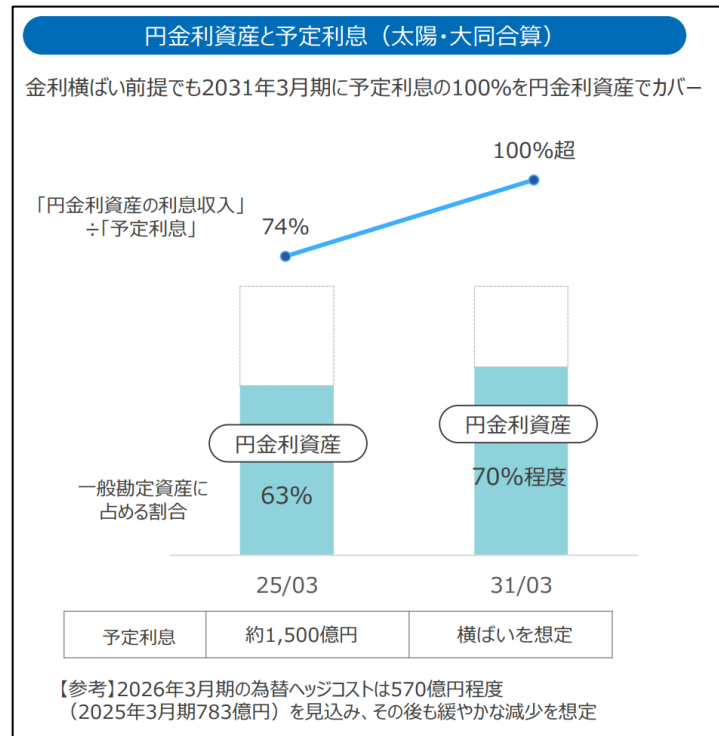
株式運用成績の推移（2011/3～2025/3、%）



## 株式リスクの更なる削減

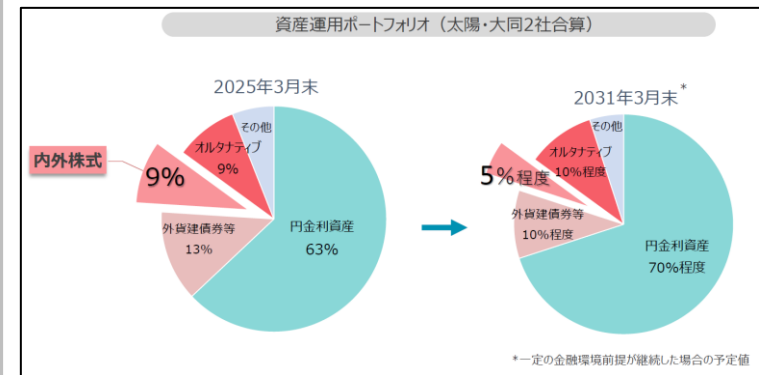
T&D HDは、2030年度には予定利息を円金利資産で100%以上賄う計画であり、追加的なリスクを取る必要はありません。ただし、2030年度の資産運用計画では依然として内外株式の比率が高く、海外の競合水準に合わせて株式リスクを縮小する必要があります

**T&D HDは2030年度に  
予定利息をすべて円金利資産でカバーする予定**

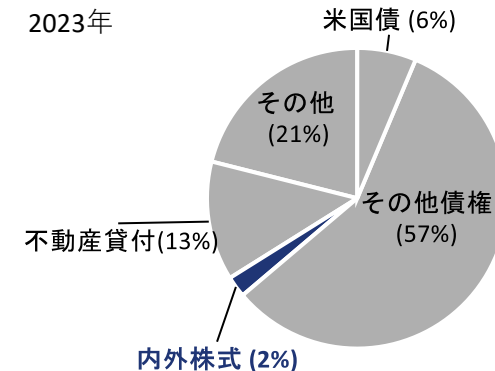


**しかし、T&D HDは  
資産運用ポートフォリオの5%程度を内外株式に投資する計画**

T&D



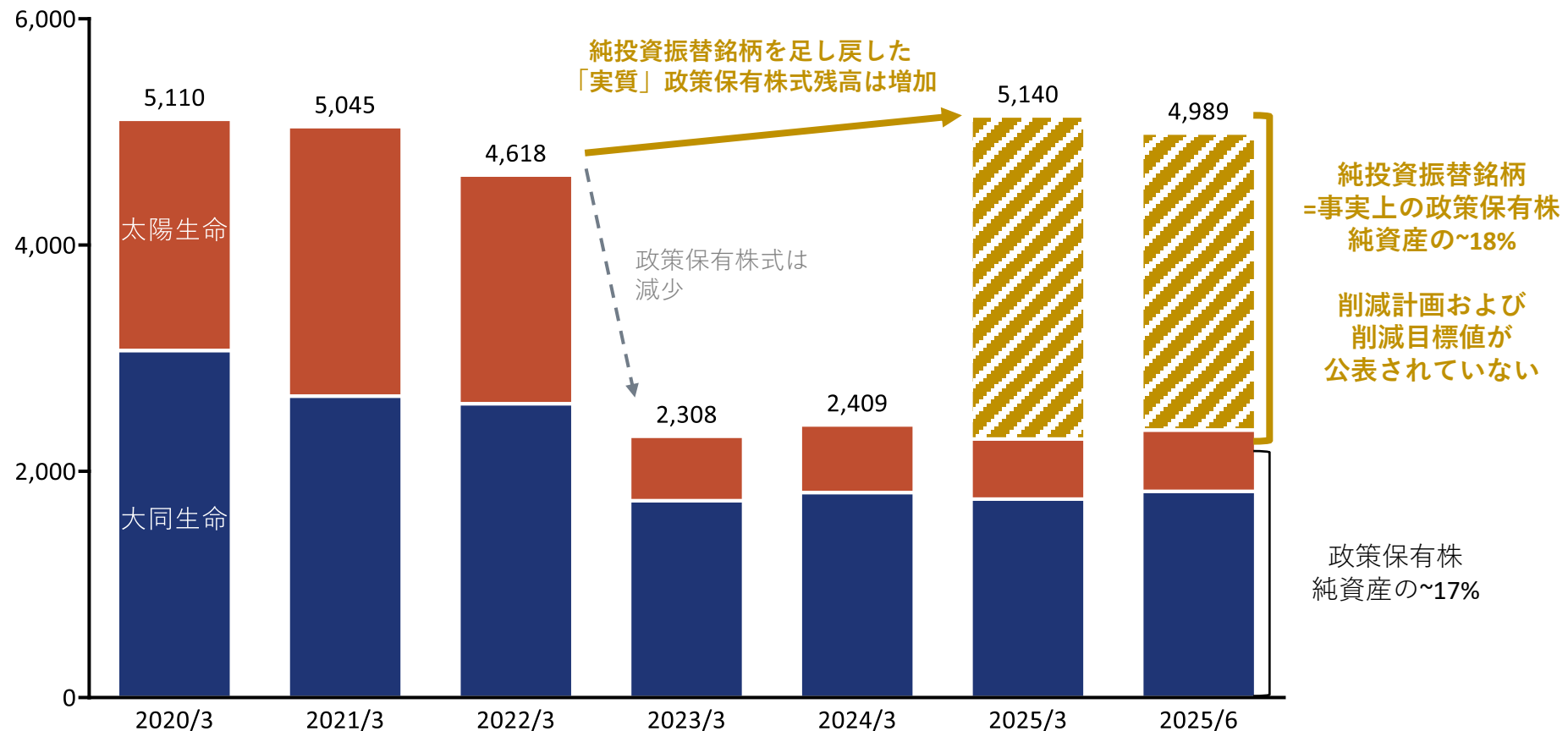
米国  
生保



## 政策保有株式の「形だけの解消」

T&D HDは2022年度に多額の政策保有株式を純投資へ鞍替えしており、純投資振替銘柄を足し戻した「実質」政策保有株式の残高は対純資産比で35%で、むしろ増加しています

大同生命と太陽生命の政策保有株式\*残高の推移(億円)






\*非上場株式と非上場株式以外の株式の時価を合計

Source: T&D HD「有価証券報告書(2020/3-2024/3)」 「決算電話会議資料(2025/3)」

## 「実質」政策保有株式の削減

損保大手は2030年頃までの政策保有株式のゼロ化を宣言しており、足元ではT&D HDよりも早いペースで削減を進めています

### 損保大手3社は政策保有株式の削減に明確にコミット

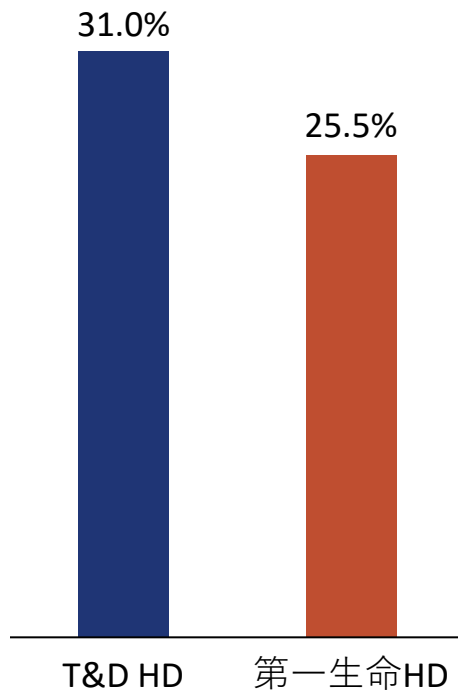
	 <b>東京海上日動</b>	 <b>MS&amp;AD</b> MS&ADホールディングス	 <b>損保ジャパン</b> SOMPO
政策株 残高0の目標年	<b>2029</b> 年度末	<b>2029</b> 年度末	<b>2030</b> 年度末
政策株式の 保有金額(2025/3)	約 <b>2.0</b> 兆円	約 <b>2.3</b> 兆円	約 <b>1.2</b> 兆円
2026年3月期の 売却予定金額	約 <b>6,000</b> 億円	約 <b>5,735</b> 億円	<b>2,000</b> 億円以上
2026年3月期の 売却予定金額 対残高比率	約 <b>30%</b>	約 <b>25%</b>	約 <b>17+%</b>

Source: 東京海上 HD 「2024年度決算概要 及び2025年度通期業績予想」、MS&AD HD 「2025年度第1回インフォメーションミーティング」、SOMPO HD 「中期経営計画の進捗」

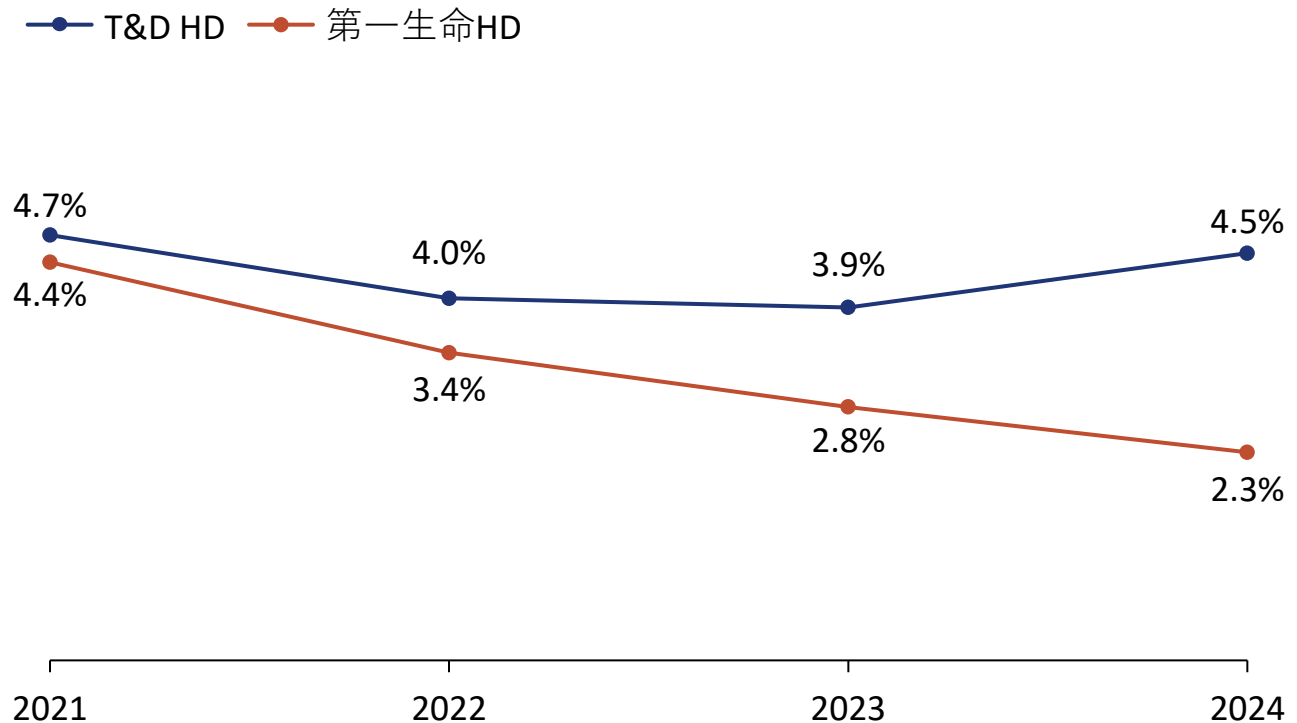
## 為替リスクとヘッジ外債の割合推移

T&D HDは上場する競合他社に比べてヘッジ無し外債の保有割合が高く、結果として為替リスク量が多くなっています

資産運用リスク量に占める  
為替リスク量の割合の推移(2024)



一般勘定資産に占めるヘッジ無し外債の割合



為替リスクのリスク対リターンの開示を要請します。  
リスク対リターンに基づく資産運用ポートフォリオの再考が必要です

## 1

### 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

- 1-1. 保険引受利益率とその要因
- 1-2. 保険業界の潮流と5つの脅威
- 1-3. 収益性改善に向けた提言と改善ポテンシャル

## 2

### 資本収益性の向上

- 2-1. セグメント別資本収益性管理の重要性
- 2-2. 資本収益性の向上に向けた提言
  - a. 太陽生命における再保険の活用
  - b. 大同生命における超長期保険の販売抑制
  - c. 海外事業投資
  - d. 資産運用リスクの更なる削減

## 3

### グループガバナンスの再考

- 3-1. 事業間シナジーの有無と定量化
- 3-2. 価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性
- 3-3. HD・事業子会社の経営体制見直し

## 4

### グループ価値向上委員会の設置

## 複数事業を有する場合の経産省指針

経済産業省のガイドラインによれば、複数事業を有する場合、シナジー創出のメリットがコングロマリット・ディスカウント等のコストを上回る必要があり、具体的なデータに基づく定量評価を行うことが重要です

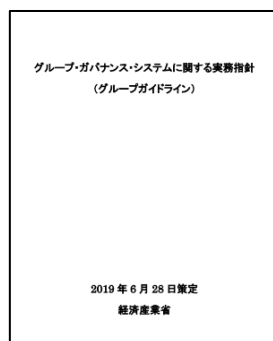


経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～  
(事業再編ガイドライン)」

経営者の第一の使命は、企業の持続的な成長のために経営資源の最適配分を行うこと、そのために**事業ポートフォリオの最適化とシナジーの創出を図ること**である（事業再編ガイドライン 2.1）

また、複数の事業を有する合理的理由について、**シナジー創出等のメリットがコストを上回っているかどうかという視点から、投資家等に対して説明責任を果たすことが求められる。**（同2.1.2）

現状維持バイアスがかかりやすい事業ポートフォリオの見直しの議論を有意義なものとするため、恣意性が入り込みやすい感情論や感覚論ではなく、可能な限り、**具体的なデータに基づく定量評価を踏まえた検討により、適切な事業評価とそれに基づく判断を行うことが重要である。**（同2.2.4）



経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針  
(グループガイドライン)」

事業部門間の事業的シナジーが薄れ、財務的シナジーの比重が相対的に高まった場合には、特に、**いわゆる「コングロマリット・ディスカウント」が発生しやすくなる**点に留意すべきである。

## T&amp;D HDグループ内の事業シナジーについて

T&D HDグループ内では、国内生保事業間シナジー、海外クローズドブック (CB) 事業とのシナジー、直近出資のFWDとのシナジーが論点となりますが、弊社はいずれの点でもシナジーは限定的と考えております





## シナジーの定量化に関する経産省指針

多くの日本企業は、シナジーについて「抽象論に終始する傾向」があるという指摘が経済産業省によりなされていますが、T&D HDの現在のHD構造や海外M&Aもまさにこの指摘が当てはまります



経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」

従来、多くの日本企業においては、事業ポートフォリオに関し、財務的観点からの定量的な事業評価が十分に行われない（あるいは対外的に説明がされない）まま、**「リスク分散」や「シナジーがある」という抽象論に終始する傾向が見られた**との指摘がある(2.2.4)

### 事業ポートフォリオに関するT&D HDの説明

太陽生命と  
大同生命

「各事業ごとの業績変動リスクを分散」  
「共有インフラを徹底的に集約し、(...) 経営効率の向上が期待できる」

海外クローズド  
ブック事業

「事業ポートフォリオの多様化」

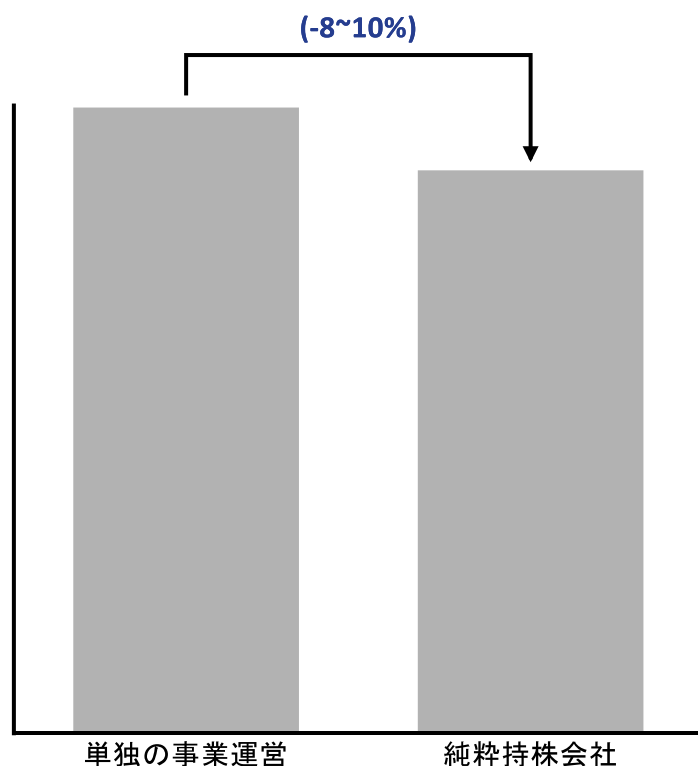
### 資本市場の考え

- T&D HDは株主に対して、**これらのシナジーを定量化して説明**する責任がある
- T&D HDは**シナジーが複数事業を有することに伴うコストを上回ることを示す**必要がある

T&D HDグループシナジーは限定的であるため、コングロマリット・ディスカウントが生じています

## コメント

## 単独の事業運営と純粋持株会社の株式価値の違い



- 一般に、純粋持株会社等、異なる法人格を持つ多くのユニットに組織が分割されている企業は、市場から低く評価される傾向
- T&D HDも多くのユニットに組織が分割されており、市場からの評価はコングロマリット・ディスカウントを受けている
- T&D HD傘下の事業はシナジー限定的であるため、コングロマリット・ディスカウントによる影響を打ち消せていない
  - － 大同生命と太陽生命は顧客・販路が異なり、またコスト面でのシナジー効果も未だ十分に発揮されていない
  - － 国内生保事業とマイノリティ投資先であるクロズドブック事業とのシナジーは皆無

Source: RIETI 「企業統治分析のフロンティア：企業成長・価値創造と企業統治」プロジェクトにおける「Diversification, Organization, and Value of the Firm」(牛島辰男教授)によると、2001年から2010年に株式公開していた日本企業(金融機関は除く)の包括的サンプルを用いた分析の結果、純粋持株会社は他の企業に比べ8~10%ほど企業価値が低くなることが観察された。

## 株主の声（第三者調査機関による株主意見等調査より）

株主の大半は、T&D HDの現在のグループ構成は、企業価値最大化に繋がっていないと考えています

T&D HDの現在のグループ構造は、  
グループの企業価値最大化に最適だと思いますか？



海外バイサイド・  
アナリスト

**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、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。**



セルサイド・  
アナリスト

グループの企業価値最大化に向けた議論は行われたと認識しているが、**結果として大同生命と太陽生命は現状維持となった。**  
**グループ経営が機能しているとも、十分な取り組みがなされているとは言えない。**



海外バイサイド・  
アナリスト

**最適ではない。**太陽生命と大同生命はまったく顧客の属性やチャネルが違い、シナジーがない中で、**それらがHDの下で一体となって上場している状態。**太陽生命と大同生命で成長率や負債のデュレーションが違うため、**コングロマリットディスカウント**が生まれる。

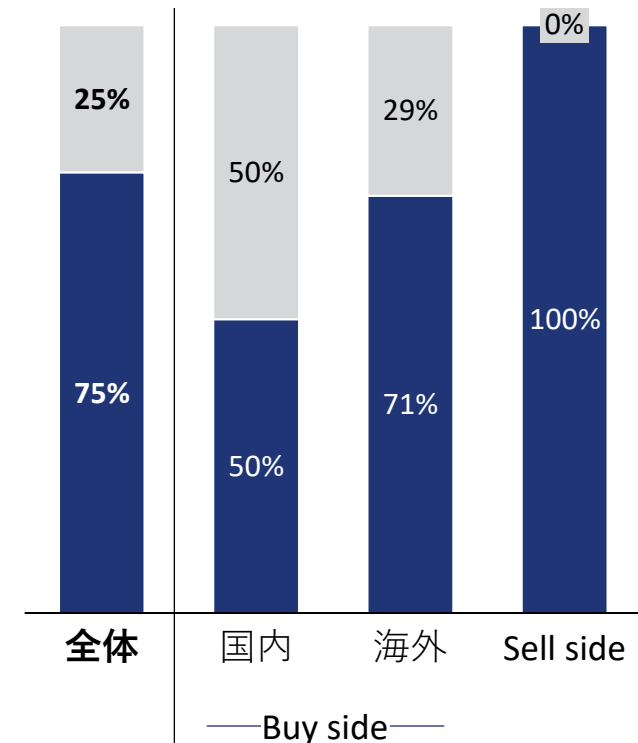


海外バイサイド・  
アナリスト

**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。**

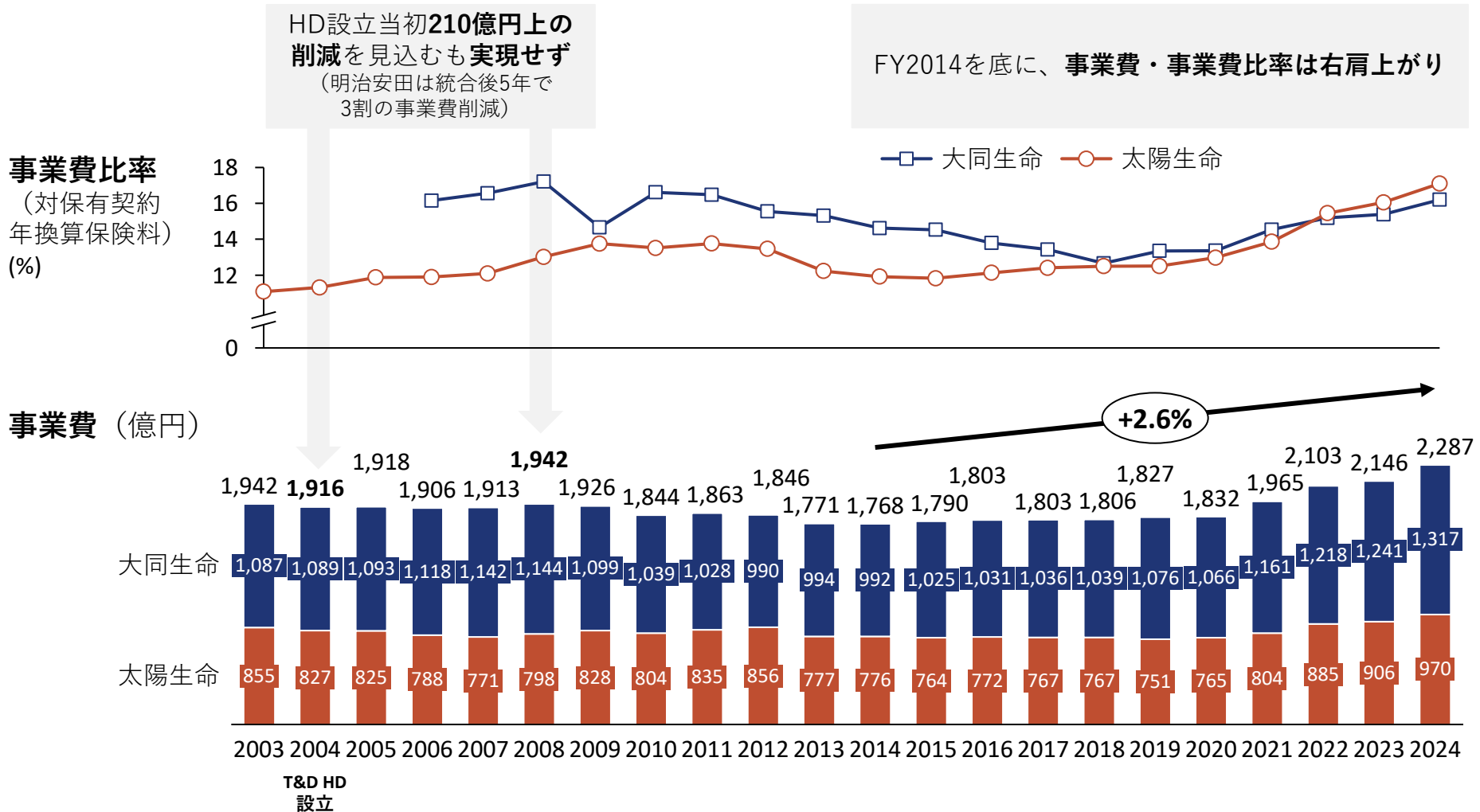
### 投資家調査結果

■ どちらでもない ■ いいえ ■ はい



## 太陽生命と大同生命のシナジー

T&D HD設立時に公表された210億円以上の削減効果は実現せず、その後事業費および事業費比率は悪化の一途を辿っており、ビジネスモデルも異なる為、グループシナジーの創出は非現実的と考えています



Source: 明治生命、安田生命、明治安田生命ディスクロージャー資料、T&Dホールディングス開示情報

# 統合による効率化の差

明治生命と安田生命は統合により統合後5年で約3割の事業費削減インパクトを創出しています

保険料等収入（兆円）

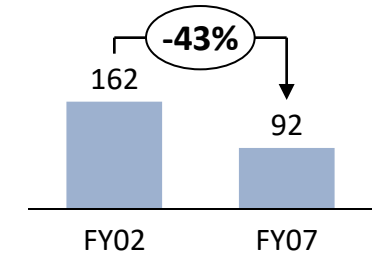
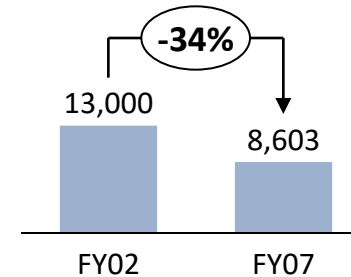
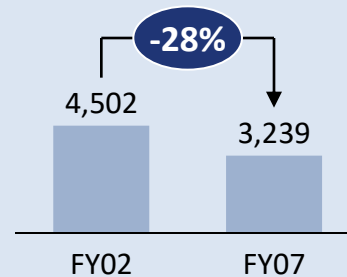
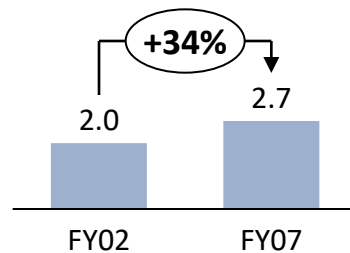
事業費（億円）

内勤職員数

支社拠点数

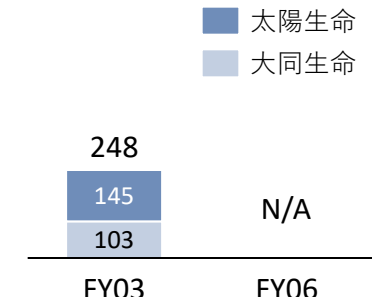
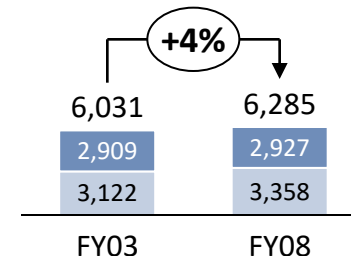
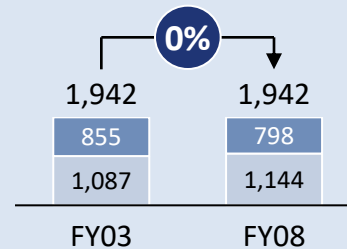
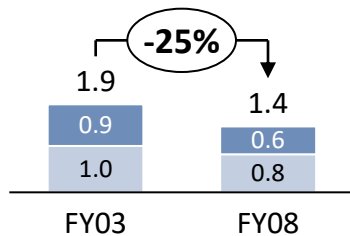
## 明治生命 × 安田生命

合併発表日:  
2002年1月24日  
合併日:  
2004年1月1日



## 太陽生命 × 大同生命

HD設立発表日:  
2001年10月8日  
HD設立日:  
2004年4月1日



HD設立時の開示「人件費、システム関連を中心に2008年度までに210億円以上の削減を見込む」  
同年度実績：1,942億円

参考値2025年  
太陽：145  
大同：115

Note: 各社統合前年度と統合5年後の数字を比較

Source: 明治生命、安田生命、明治安田生命ディスクロージャー資料、T&Dホールディングス開示情報、生命保険事業概況

## 海外生保事業と国内生保事業のシナジー

生命保険事業はドメスティックなビジネスであり、国ごとに商品性・制度設計・社会保障規制が異なるため、事業シナジーを創出するのは容易ではなく、海外生保とのM&Aによるシナジーは限定的です



元生保  
経営企画部部長

プレミアム付きの高い金額で買収しているため、採算が取れていないことが多い。また解約を見込まないなど、買収前のデューデリジェンスに甘いところもあり、**海外M&Aは思ったように成果を得られていない**



元大手生保  
ユニット長

生命保険事業に関しては、国境を跨ぐとビジネス上のシナジーはほぼない。あるとすると資本的なシナジーであるが、ヒト、モノ、カネが国境をまたぐことがない以上、やはりシナジーは見込めないため、コングロマリットディスカウントは特に海外保険会社で顕著であるといえる



保険業界専門家

海外の会社を買収しても、国内生保事業とのシナジーはない。それぞれの国によって消費者が保険商品を買う前提となる社会保障制度も異なり、家族に対する意識も違う。**生命保険事業は純粋にドメスティックなビジネスでしかないので、シナジーを出しにくい**



元大手生保  
海外子会社  
取締役

日本生命もオーストラリアの保険会社を4,000億円で買収したが、大失敗だった。**システムも保険約款もボロボロで、全部一から作り直す必要がある会社しか売りに出しておらず、収益をあげている良い会社は売りに出さない**。そのような会社しかつかむことができないので成功することはない

## 価値創造ストーリー

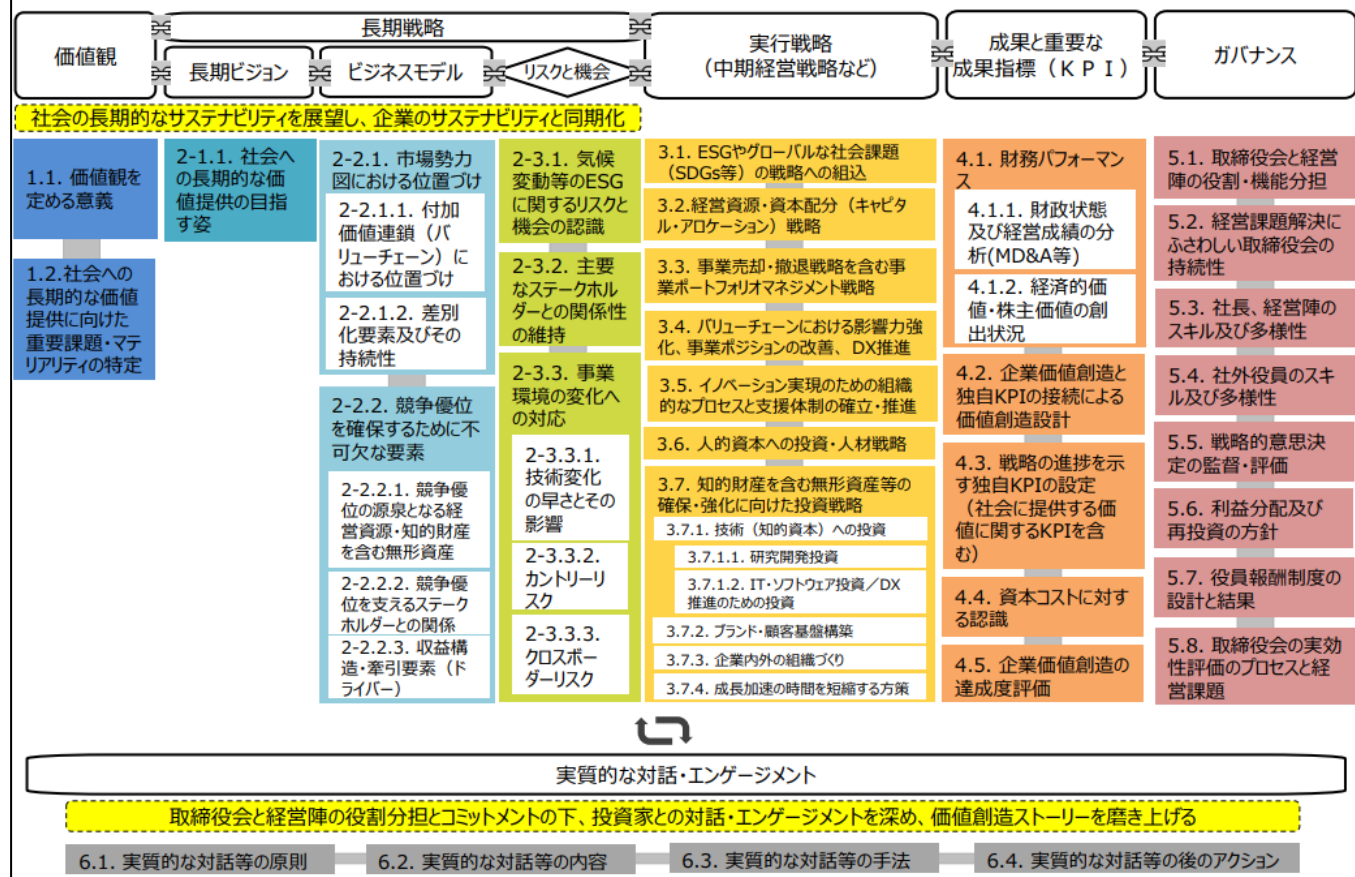
経済産業省による「価値創造ガイダンス2.0」は、企業と投資家が、建設的・実質的な対話を通じ、企業独自の価値創造ストーリーを協創することが重要だと説明しています

### 経済産業省：価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス 2.0（価値協創ガイダンス 2.0）

「企業と投資家が建設的・実質的な対話を通じて価値創造ストーリーを協創することの重要性は、本ガイダンスが策定当初から説いてきたもの」

「価値協創ガイダンス 2.0 は、開示や対話のためのフレームワークに留まらない、経営・事業変革のためのフレームワーク」

#### 価値協創ガイダンス2.0の全体図





## 価値創造ストーリー

T&D HDによる海外生保M&Aは、「T&D HD独自」の価値創造ストーリーにはなり得ないと考えます

論点		T&D HDが海外生保M&Aを実施した場合の評価
価値観		グループ経営ビジョンでは「お客様（契約者）との信頼関係」を重要視している一方で、契約者が海外M&Aを求められていないのは明らか
長期戦略- ビジネスモデル	市場勢力図における位置づけ	T&D HDの差別化要素は、日本国内における「中核生保の特化・差別化されたビジネスモデル」。国によって商品性・規制が大きく異なる生保事業の海外M&Aではその差別化要素は活きない
	競争優位を確保するために不可欠な要素	グローバル生保を含む競合他社対比で、T&D HDは海外生保を経営する上で必要な、人的資本、運営ノウハウ等の面で優位性はない
長期戦略- リスクと機会	主要なステークホルダーとの関係性の維持	T&D HDの保険契約者は、財務の健全性、着実な保険金の支払いを望んでおり、海外生保M&Aを望んでいない
実行戦略	経営資源・資本配分戦略	海外への展開を進め、既存事業の課題（太陽生命の低収益性、低い資本収益性、グループガバナンス）への対処を疎かにするのは本末転倒。経営危機（紛争、感染症や金融危機）を迎えた際に、現行の経営資源で国内と海外の双方の課題に対処できるのか懸念
	事業ポートフォリオマネジメント戦略	HDとして20年以上も事業ポートフォリオの見直しが行えておらず、「放任型」に陥ってる中、既存の事業ポートフォリオの見直しが先決
成果と重要な 成果指標（KPI）	資本コストに対する認識	ベストオーナーでないため、海外生保M&Aは必然的に「高値掴み」になる。リターンは必要資本に対する資本コストを超過し得ない
ガバナンス	取締役会と経営陣の役割・機能分担	海外生保事業の経営に乗り出す前に、まずはHD経営と事業子会社の執行を分離し、ガバナンス体制を強化がすることが先決
	社長、経営陣のスキル及び多様性	HD取締役で海外での保険事業の運営経験・ノウハウがある人材はいない

株主は、競争優位性がなく、勝算も限られる、  
海外生保の分野での“Try & Discover”を求めています



## 株主が求める経営

株主が重視するのは、一株当たりEVの最大化と、P/EV倍率との相関が高い経済価値ベース資本収益性の向上であり、海外M&Aによる規模拡大ではありません

## 足元のT&amp;D HDによる経営

営業シェアの拡大  
(トップラインの重視)



## 株主が求める経営

経済価値ベースの  
資本収益性の向上

会社の規模の拡大  
(海外M&A等、M&AのためのM&A)



国内生保事業の深化  
(T&D HD独自の価値創造  
ストーリーの深化)

修正利益の絶対額向上



一株当たりのEV  
及びP/EV倍率の向上

## 株主の声（第三者調査機関による株主意見等調査より）

## 多くの株主は、海外M&amp;Aの実施を望んでいません

海外M&Aに関して、T&D HDによる海外CB事業へのマイノリティ投資を評価しますか？一株あたりEV向上に有益であると考えますか？

## 投資家調査結果



全く意味がない。意図しないリスクが増えるだけ。われわれは大同生命を評価しており、それにクロズブック事業が加わることで企業価値が上がるとは思えない。



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。

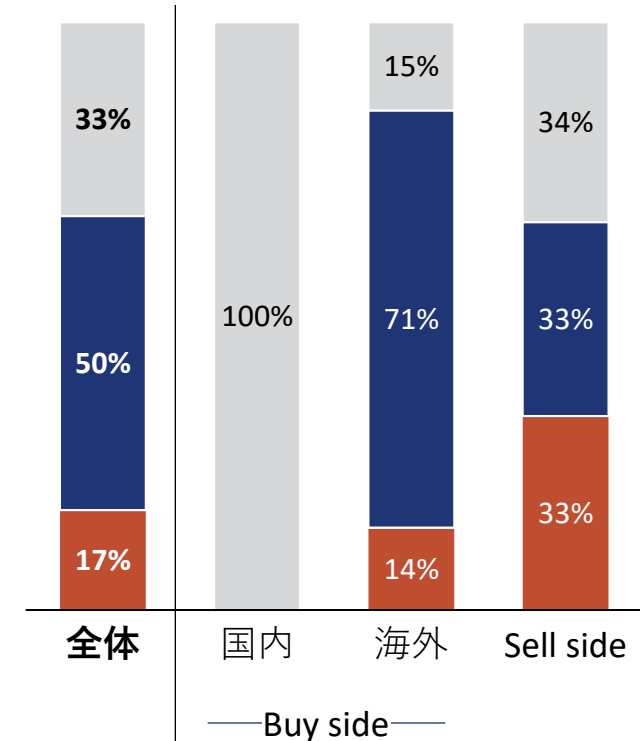


教科書的には、P/EV倍率が低い自己株を買うのが一番良いことになる。クロズブック事業への投資もそれによって今より株主還元ができるのならよいが、どこまでできるかは疑問。



損保セクターは、買収するほどリスクが下がる側面があるが、生保はM&Aをしようとするとしても割高な買い物になってしまうという構造的な問題がある。

■ どちらでもない ■ いいえ ■ はい



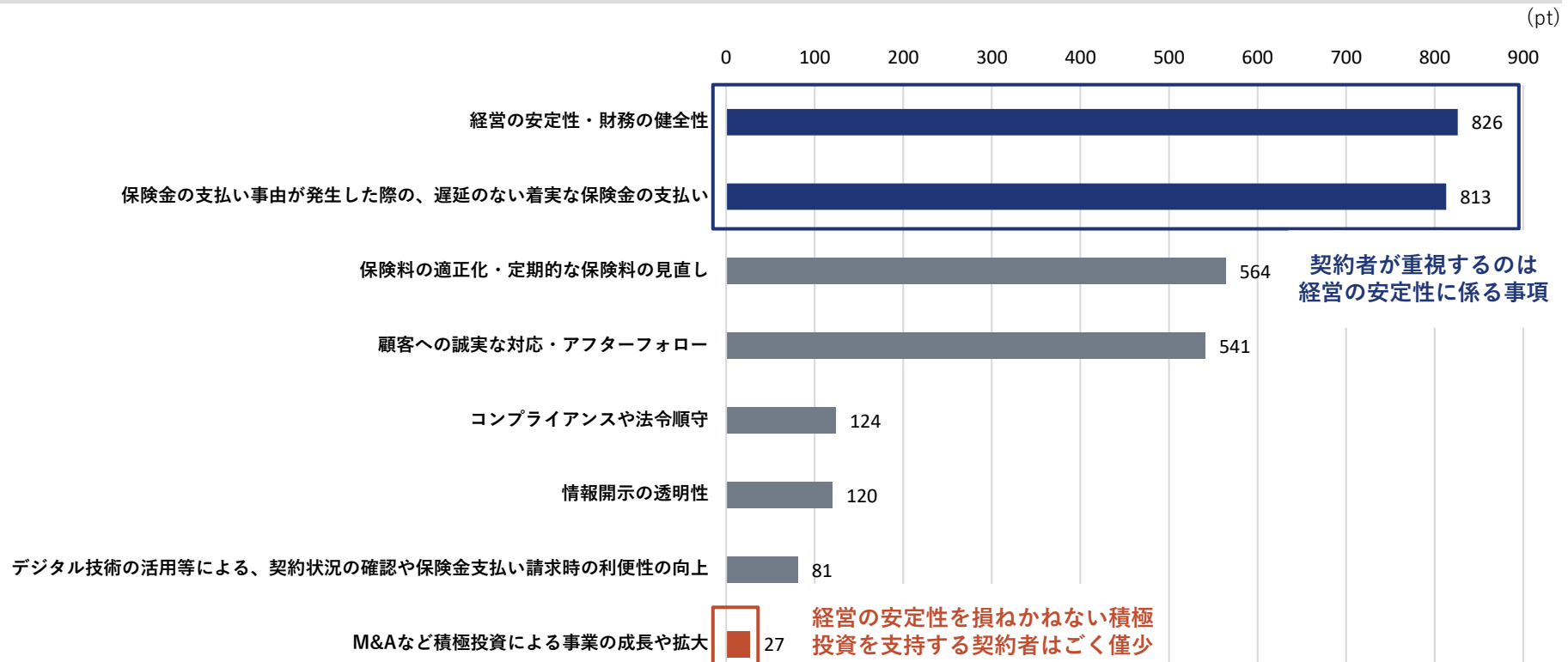
Source: 第三者調査機関による株主意見等調査（2025年10月）

## 保険契約者の声

多くの保険契約者は、M&Aを含む積極投資を期待していません

(太陽生命・大同生命の保険加入者に質問\*1)

Q: 加入している生命保険会社の経営において、特に重視してほしいことは何ですか？



### <カスタマーサーベイ概要>

- 調査概要: 大同生命の生命保険契約者258名、太陽生命の生命保険契約者258名に大手インターネット調査企業の協力を得て実施
- 抽出条件: 大同生命または太陽生命の生命保険に調査時点で加入している方の内、生命保険の加入を自ら決定された方

\*1: 重視する事項の上位3位までの回答を取得し、1位=3pt、2位=2pt、3位=1ptとして集計  
Source: 太陽生命・大同生命契約者サーベイ (太陽生命契約者258名、大同生命契約者258名、合計516名が対象)

## グループ・ガバナンスに関する経産省指針

経済産業省は「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」において、グループとしての経営方針が不在のまま日本企業の経営がなされていると指摘しており、この点はT&D HDにもまさに当てはまります

## 日本企業のグループ設計の現状と課題

- 日本企業のグループ設計に対しては、その**形成経緯（分社化やM&A等）の影響を色濃く残しており、グループとしての経営方針や戦略論が不在のままグループ経営がされているのではないか**（中略）との指摘もある。
- また、日本の多角化企業においては、伝統的に各事業部門（中略）の権限・影響力が強く、**各部門の「部分最適」が優先される傾向があり、グループ本社（コーポレート部門）において、グループ全体の司令塔として各事業部門に対して「横串」を通して、経営資源の最適配分や、事業評価や実効的な経営管理のための共通プラットフォームを構築するといった機能が必ずしも十分発揮されていないのではないか**という組織構造上の問題も指摘されている。
- グループ経営のスタイル（本社の求心力を重視した中央集権型か、グループ各社の自律性を重視した分権型か）の選択についても、**グループとしての基本的な方向性と、実際の取組とが整合していない場合が多く、典型的には、「自律分権」を掲げながら、実際には結果管理すらせずに「放任」に陥っている事例も見られる**との指摘もある。

経済産業省「[グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針](#)」15頁-16頁

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針  
(グループガイドライン)

2019年6月28日策定  
経済産業省

1

## 社外取締役の役割

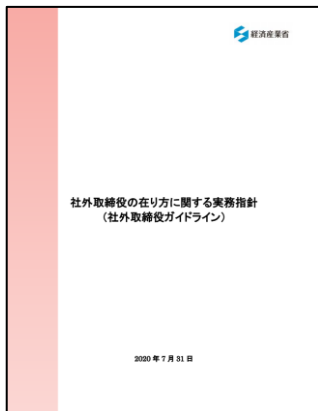
社外取締役による投資家への情報発信、投資家との対話は、社外取締役の重要な役割です

### 上場会社の取締役会等の責務

#### 6 投資家との対話や IR 等への関与

「株主からの付託を受けて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る観点から経営を監督すること」が社外取締役の基本的な役割であることを踏まえれば、**資本市場との対話を行うことも社外取締役の重要な役割であり、機関投資家からの期待も大きい。**

**社外取締役と投資家との対話や IR 等を通じた投資家へ情報発信**は、投資家を含めた資本市場の視点や評価を把握し、これを取締役会の議論に反映させるとともに、取締役会において検討し、決定した経営方針について投資家等に説明し、その理解と納得につなげる上で**意義が大きい**ものである。



経済産業省  
「社外取締役の在り方に関する  
実務指針  
(社外取締役ガイドライン)」

## グループ企業価値最大化に向けた取締役構成

T&D HDの社内取締役はHDではなく子会社出身であり、また子会社の役員を兼任している方が過半数であるため、グループ企業価値最大化に向けた議論をすることに適していません

T&D HD 取締役一覧

	氏名 (出身生保)	親会社 (HD) の役職	子会社の役職		氏名 (出身生保)	親会社 (HD) の役職	子会社の役職
社内 取締 役		上原 弘久 (太陽生命)	代表取締役会長	太陽生命取締役		田村 泰朗 (太陽生命)	取締役 太陽生命 代表取締役社長
		森山 昌彦 (大同生命)	代表取締役社長			北原 睦朗 (大同生命)	取締役 大同生命 代表取締役社長
		永井 穂高 (大同生命)	取締役 専務執行役員	大同生命取締役 T&Dフィナンシャル取締役		居川 孝志 (大同生命)	取締役 (常勤監査等委員) T&Dユニテッド ドキャピタル 監査役
		二見 陽子 (太陽生命)	取締役 常務執行役員			東城 孝 (太陽生命)	取締役 (常勤監査等委員) 太陽生命 監査役
社外 取締 役		渡邊 賢作	社外取締役			山田 眞之助	社外取締役 (監査等委員)
		加藤 正純	社外取締役			太子堂 厚子	社外取締役 (監査等委員)
		夫馬 賢治	社外取締役			日戸 興史	社外取締役 (監査等委員)

早期に、太陽・大同社長のHD取締役兼務の廃止を要請します

## 株主の声（第三者調査機関による株主意見等調査より）

多くの回答者は、T&D HDの現経営陣が事業ポートフォリオやグループ構造について、客観的かつ合理的な意思決定ができないと考えており、HD取締役と子会社役員の兼任が問題だと考えています

T&D HDの経営陣は、子会社から十分に独立した立場から、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をできると思いますか？

### 投資家調査結果

  
 国内バイサイド・アナリスト

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。

  
 海外バイサイド・アナリスト

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っていない。**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。**

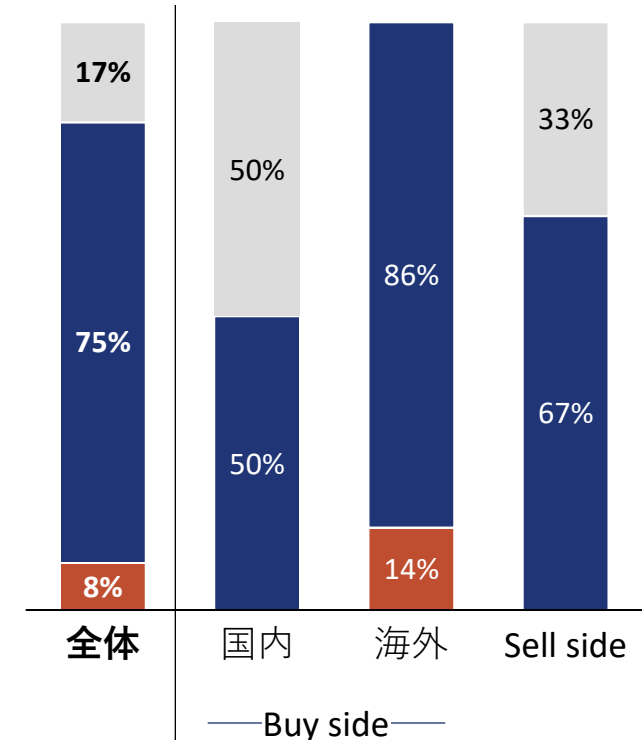
  
 海外バイサイド・アナリスト

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。

  
 国内バイサイド・アナリスト

HDの経営陣が独立性を持って意思決定すべきで、子会社社長は執行に専念した方が良くと思う。**HDの取締役会に子会社の社長は参加せずに、子会社の経営状況を把握出来る仕組みを作るべき。**

■ どちらでもない ■ いいえ ■ はい



Source: 第三者調査機関による株主意見等調査（2025年10月）



## T&D HD役員報酬制度の改定

T&D HDの役員報酬について、株主とのインセンティブの整合性を高めるため、資本収益性やTSRをより重視した評価へ改定することを提案します

### 業績連動報酬の算出方法

T&D HD  
現行の  
役員報酬



弊社提案  
(方向性)



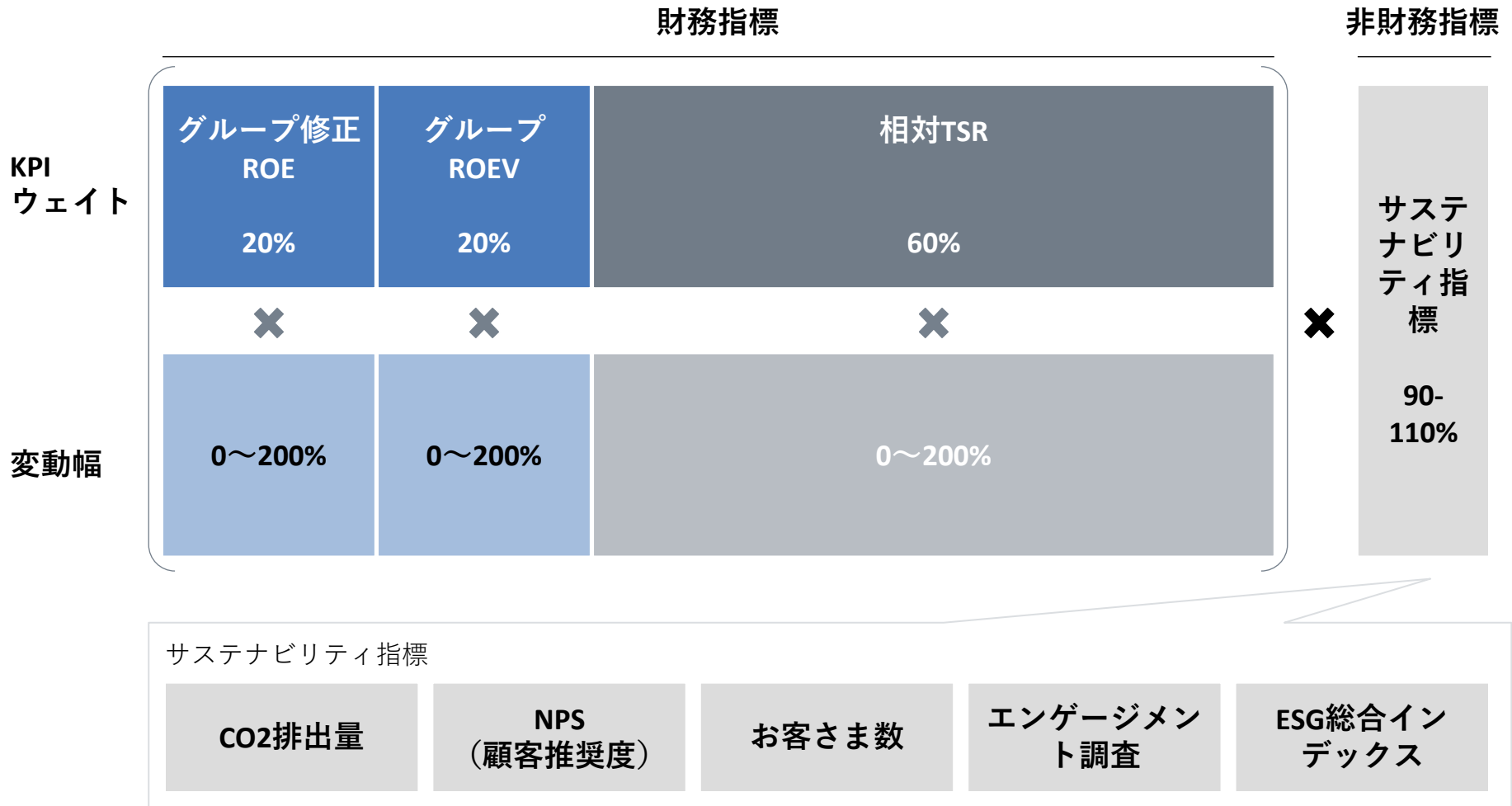
- 株主とのインセンティブの整合性を高めるべく、資本収益性指標の重みづけ、TSRの重みづけを増やす



## 第一生命HDの業績連動型株式報酬 支給率計算方法の概要

第一生命は、相対TSRの比重が6割と株主価値を重視した設計になっています

### 第一生命HDの業績連動型株式報酬の支給率



Source: 第一生命 IR資料

## 1

### 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

- 1-1. 保険引受利益率とその要因
- 1-2. 保険業界の潮流と5つの脅威
- 1-3. 収益性改善に向けた提言と改善ポテンシャル

## 2

### 資本収益性の向上

- 2-1. セグメント別資本収益性管理の重要性
- 2-2. 資本収益性の向上に向けた提言
  - a. 太陽生命における再保険の活用
  - b. 大同生命における超長期保険の販売抑制
  - c. 海外事業投資
  - d. 資産運用リスクの更なる削減

## 3

### グループガバナンスの再考

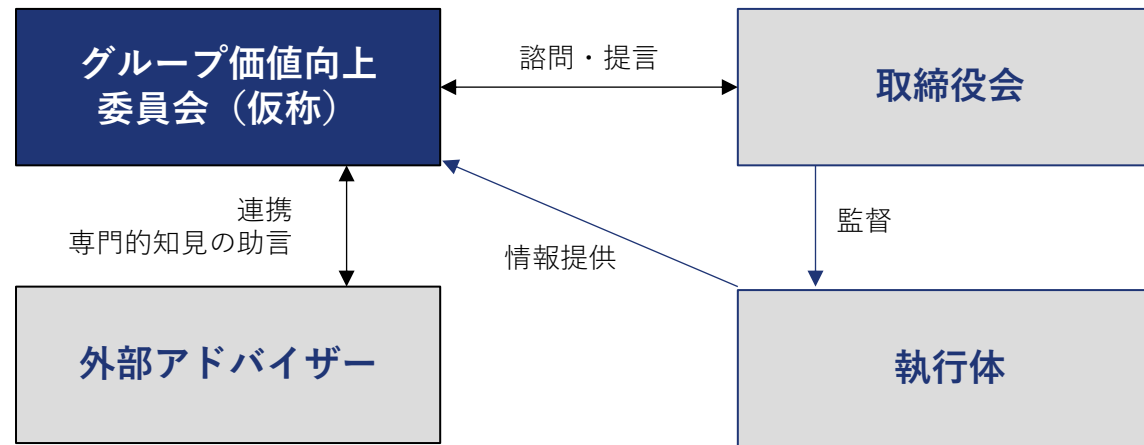
- 3-1. 事業間シナジーの有無と定量化
- 3-2. 価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性
- 3-3. HD・事業子会社の経営体制見直し

## 4

### グループ価値向上委員会の設置

## 弊社提言

社外取締役が客観的な立場から、T&D HDのグループ構成ならびにグループ各社の事業戦略を検証し、実行に移すことを目的とした、「グループ価値向上委員会」（仮称）の設置を要請します



ミッション	提言させていただいた企業価値向上策につき、社外取締役による客観的な立場からの <b>施策の検証と実施提言、実施施策のモニタリング</b> を通じ、T&D HDの <b>中長期的な企業価値向上への寄与</b> が目的
構成員	社外取締役のみにより構成
アドバイザー	専門性を補う観点から、 <b>外部の保険事業の専門家/アドバイザー</b> を独自の判断で起用する権限を有し、外部アドバイザーが適切なアジェンダ設定のサポート、必要な社内情報を収集した上で <b>バイアスのかかっていない資料</b> が委員会に上がってくる仕組みを担保
開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業価値向上策検討委員会の<b>設置方針</b>につき、<b>次期長期ビジョン</b>において公表</li> <li>企業価値向上策検討委員会の<b>実施・検討状況</b>につき、透明性確保の観点から<b>定期的に株主・投資家に公表</b></li> </ul>
活動期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>委員会は新任候補者を含む社外取締役を構成員とする旨を定時株主総会参考書類等に記載</li> <li>来年6月定時株主総会直後の取締役会で委員会を正式に設置し、株主に委員会の詳細を、そのミッション、スコープ、構成メンバー、タイムラインと共に公表</li> </ul>

## グループ価値向上委員会の役割(1/3)

グループ価値向上委員会において、検討・提言頂きたい事項は以下のとおりです

太陽生命  
保険引受事業の  
収益性改善

### Farallonの提言

#### 資本収益性をKPIとする 経営へのシフト

#### 商品・チャネルの 選択と集中

- 直接営業チャネルでの  
保障商品販売に特化
- 太陽生命の銀行窓販撤退
- 資本収益性が高い商品を重点  
的に販売

#### 事業費（固定費）の削減

- 直接営業人員の（固定給で  
の）増加抑制
- AI活用による営業の効率化、  
営業の生産性向上
- 拠点事務の集約・効率化
- 太陽生命の銀行窓販用人員を  
T&Dフィナンシャル生命に統  
合

### グループ価値向上委員会に検討・提言頂きたい事項

- 太陽生命の資本収益性目標値を策定し、主要KPIとして投資家に  
進捗と向上策を四半期ごとに開示
- 業界の局地戦化・先鋭化が進む中で、太陽生命の競争優位性につ  
いて検討・評価
- 商品×チャネル別の経済価値ベースの資本収益性の比較
  - ①保障性×直接営業、②貯蓄性×直接営業、③貯蓄性×  
銀行窓販別に、経済価値ベースの資本収益性の比較
  - 個別商品別の経済価値ベースの資本収益性の比較
- 銀行窓販チャネルの累計損益の集計
- 太陽生命とTDFが個別に銀行窓販チャネルを維持する合理性  
に関する検証
- チャネル間の事業費配賦の解明、チャネル別の事業費水準の  
妥当性の検証
  - チャネル別に保険引受粗利と事業費（保険引受損益）を  
比較し、事業費水準の妥当性を検証
- 営業職員が二人一組で活動を行う事の定量的な効率性の検証
- 将来の人口動態・競争環境を踏まえた営業職員人員計画と  
ロードマップの策定
- 貯蓄性商品のTDFへの一本化の合理性検証と体制変更に関する  
ロードマップ策定

## グループ価値向上委員会の役割(2/3)

グループ価値向上委員会において、検討・提言頂きたい事項は以下のとおりです

### 資本収益性 の向上

#### Farallonの提言

**セグメント・商品群毎に、  
必要資本対比リターンの  
徹底的な検証**

#### 低ROEセグメントの リスク削減

- ①太陽生命における、既契約の積極的な出再（特に貯蓄性）
- ②大同生命の超長期保険の販売抑制
- ③海外M&A方針の見直し
- ④資産運用リスクの更なる削減（株式リスクの速やかな削減）

#### グループ価値向上委員会に検討・提言頂きたい事項

- 各子会社の商品別に、経済価値ベースの資本収益性を比較
- 目標ESR水準(225%)の根拠・妥当性についての検証
- ①太陽生命：資本収益性が低い商品について、再保険の経済価値ベースでの合理性を客観的に精査し、積極的な出再を提言
  - 太陽生命の既契約は過去15年間に渡って費差益・死差益を産んでいない中、保有を継続する合理性の検証
  - 出再を実施した場合の資本収益性をシミュレーション
  - 出再を行う際は入札を実施し、Fortitude以外の受再者候補から経済価値ベース利益を最大化する提案を受領
- ②大同生命：超長期保険の経済価値ベースの資本収益性評価
  - 死亡保障、就業不能保障保険別に、経済価値ベース資本収益性を評価
  - 今後のヘッジ計画、ヘッジ不能リスクの削減余地の検証
- ③海外M&A：投資規律の見直し
  - 「投資額対比リターン」ではなく、「必要資本対比リターン」を基準とする
  - 過去の投資案件、今後の投資案件は経済価値ベースのEVAを指標に評価
- ④資産運用リスク：2030年の資産運用ポートフォリオの姿とロードマップを策定
  - 内外株式、ヘッジ無外債を含む、各アセットクラスのリスク対リターンの定量的な評価
  - 変革のスピード感の欠如の要因を精査し、実効性のある対策を提言

グループ価値向上委員会において、検討・提言頂きたい事項は以下のとおりです

## Farallonの提言

### 事業間シナジーの定量評価、株主への説明

- ・ 経産省事業再編ガイドラインによれば、企業はシナジーのメリットがコストを上回っているか、投資家に対して説明責任を果たすことが求められる

### 独自の価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性の検証

### HD経営と事業子会社の執行の分離の明確化

### 社外取締役による監督機能の強化

## グループ価値向上委員会に検討・提言頂きたい事項

- ・ 太陽生命・大同生命間のシナジーの定量評価
  - 太陽生命・大同生命の事業シナジーの定量評価
  - HD設立から20年以上たった今も当初予定していた事業費シナジーが顕在化しない理由の解明
- ・ 国内保険事業と海外M&Aのシナジーの定量評価
  - 既存・新規海外M&A先とのシナジーの定量評価
- ・ グループコスト（コングロマリットディスカウント等）とシナジーの定量的な比較と、HDがベストオーナーであるかの検討
- ・ 独自の価値創造ストーリーと海外M&Aの整合性の検証
  - グローバル生保を含む競合他社対比で、T&D HDは海外生保を経営する競争優位性を有するのか否か
  - T&D HDのステークホルダー（保険契約者や株主）は海外M&Aを望んでいるのか
  - 既存国内事業の構造改革が停滞する中、海外M&Aに経営資源を配賦する合理性は存在するか
  - 経営危機（紛争、感染症、金融危機等）の際に、現行の経営資源で国内と海外の双方の課題を対処できるのか
- ・ 太陽・大同社長のHD取締役兼務の廃止
- ・ グループ外からの人材登用促進による、HD経営体制の強化
- ・ 社外取締役によるアナリスト・投資家向け説明会の開催
- ・ 社外取締役のみで構成された「グループ価値向上委員会」でのグループ構成の抜本的な再検討

グループ  
ガバナンスの  
再考

## 株主意見の検討に関する指針(1/2)

経済産業省のガイドラインによれば、事業ポートフォリオに関する株主意見については、真摯な検討を行うことが望ましいとされています



経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」

事業ポートフォリオに関する株主提案・株主意見については、会社としても、「**真摯な提案には真摯に対応する**」ことが基本であり、取締役の善管注意義務の趣旨も踏まえ、**合理的根拠のある具体的な株主提案等については、原則として、取締役会において取り上げ、真摯な検討を行うことが望ましい。**（事業再編ガイドライン4.3）



## 株主意見の検討に関する指針(2/2)

経済産業省および東京証券取引所のガイドラインによれば、社外取締役は経営陣から独立した立場から、各ステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させる責務があります



東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

(i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

(中略)

(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること（コーポレートガバナンス・コード原則4-7）



経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」

取締役会においてどのような議題を議論するかはガバナンスを働かせる上で非常に重要であり、**社外取締役としても必要に応じてアジェンダセッティングに能動的に関与することが期待される**（社外取締役ガイドライン2.1.2）

社外取締役は、投資家との対話を通じ、投資家が会社の状況をどのように見ているかという資本市場の視点を把握するとともに、投資家の意見に耳を傾け、**会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に有用となり得るものは、取締役会での議論に反映させる役割**を担っており、いわば投資家との窓口（インターフェイス）になることも期待されている。（同6.1）



# 社外取締役主導での議論の必要性

グループ価値向上委員会は「社外取締役のみによる構成」が重要と考えます。  
 社内取締役の大半が子会社の役職を兼任しており、特に子会社の処遇を含む事業ポートフォリオの議論をするには利益相反のないHDの社外取締役が主導する必要があると考えます

T&D HD 取締役一覧

	氏名 (出身生保)	親会社 (HD) の役職	子会社の役職		氏名 (出身生保)	親会社 (HD) の役職	子会社の役職
社内 取締 役		上原 弘久 (太陽生命)	代表取締役会長	太陽生命 取締役		田村 泰朗 (太陽生命)	取締役 太陽生命 代表取締役社長
		森山 昌彦 (大同生命)	代表取締役社長			北原 睦朗 (大同生命)	取締役 大同生命 代表取締役社長
		永井 穂高 (大同生命)	取締役 専務執行役員	大同生命取締役 T&Dフィナンシャル 取締役		居川 孝志 (大同生命)	取締役 (常勤監査等委員) T&Dユナイテッ ドキャピタル 監査役
		二見 陽子 (太陽生命)	取締役 常務執行役員			東城 孝 (太陽生命)	取締役 (常勤監査等委員) 太陽生命 監査役
社外 取締 役		渡邊 賢作	社外取締役		山田 眞之助	社外取締役 (監査等委員)	
		加藤 正純	社外取締役		太子堂 厚子	社外取締役 (監査等委員)	
		夫馬 賢治	社外取締役		日戸 興史	社外取締役 (監査等委員)	

Source: T&D HD開示資料

※ 2025年6月時点の役員一覧を参照

# Appendix

---



1

## 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

1-1. 保険引受利益率とその要因

1-3. 収益性改善に向けた提言と改善ポテンシャル

3

## グループガバナンスの健全化

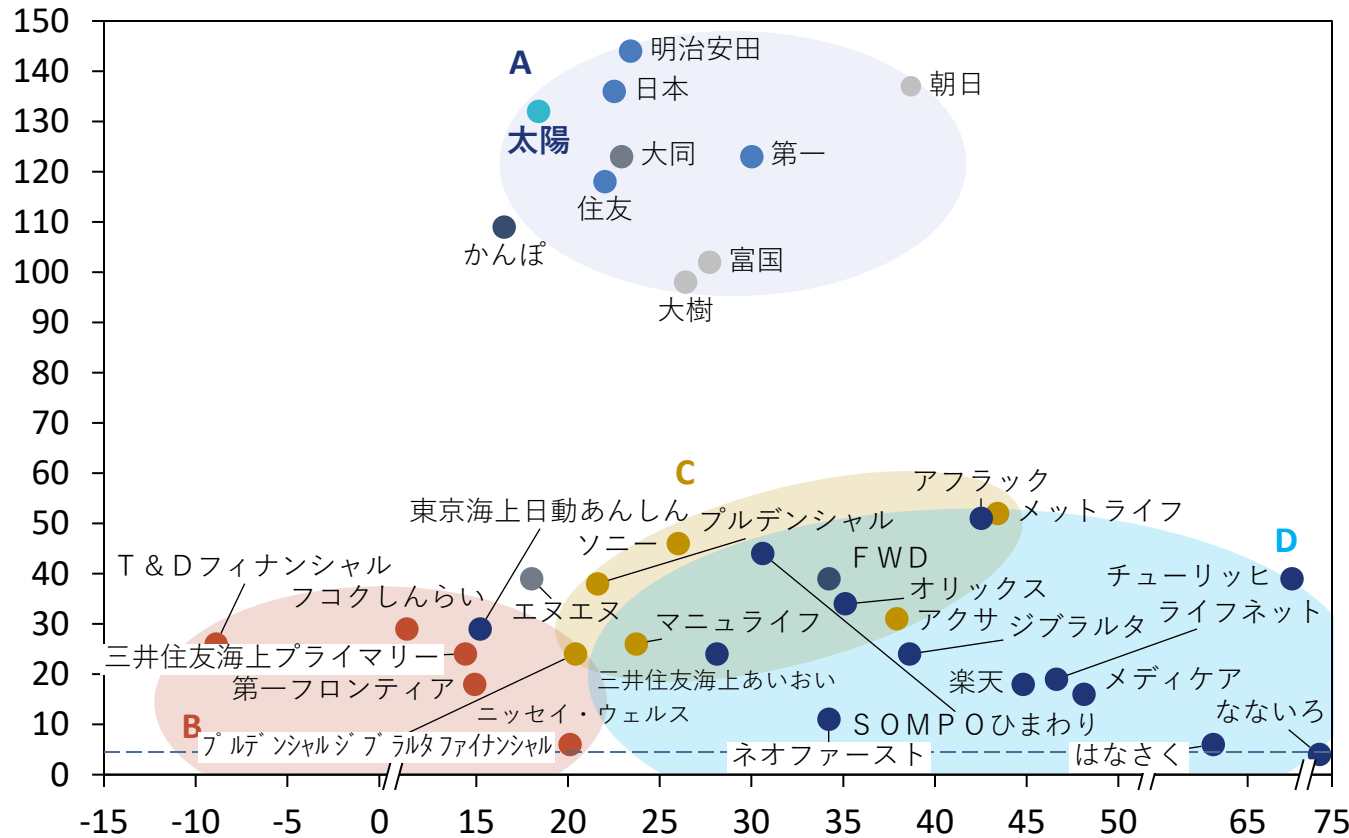
3-1. 事業間シナジーの有無と定量化

## 保有契約年換算保険料に対する保険引受粗利率（創業年数ベース）

（参考）保険引受の収益性比較のために、生保企業の戦略類型を4つに分類

創業年数

- 銀行窓販特化
- 貯蓄性・プランナーメイン
- 保障性・代理店メイン
- その他
- 法人特化
- 四大生保
- 中堅生保



### A: 全方位に保険商品を持つ企業群

第三分野・平準払保険の比率が高くなるほど利益率が良くなる傾向

### B: 銀行窓販特化型企业群

元々利益ロードを乗せにくいチャネル。年換算保険料（分母）の大きくなる一時払保険の比率が高くなるほど利益率は下がる傾向

### C: プランナー型企业群

死差益・利益ロードを取り易い第三分野・平準払保険の比率が高くなるほど利益率が良くなる傾向

### D: 保障性特化型企业群

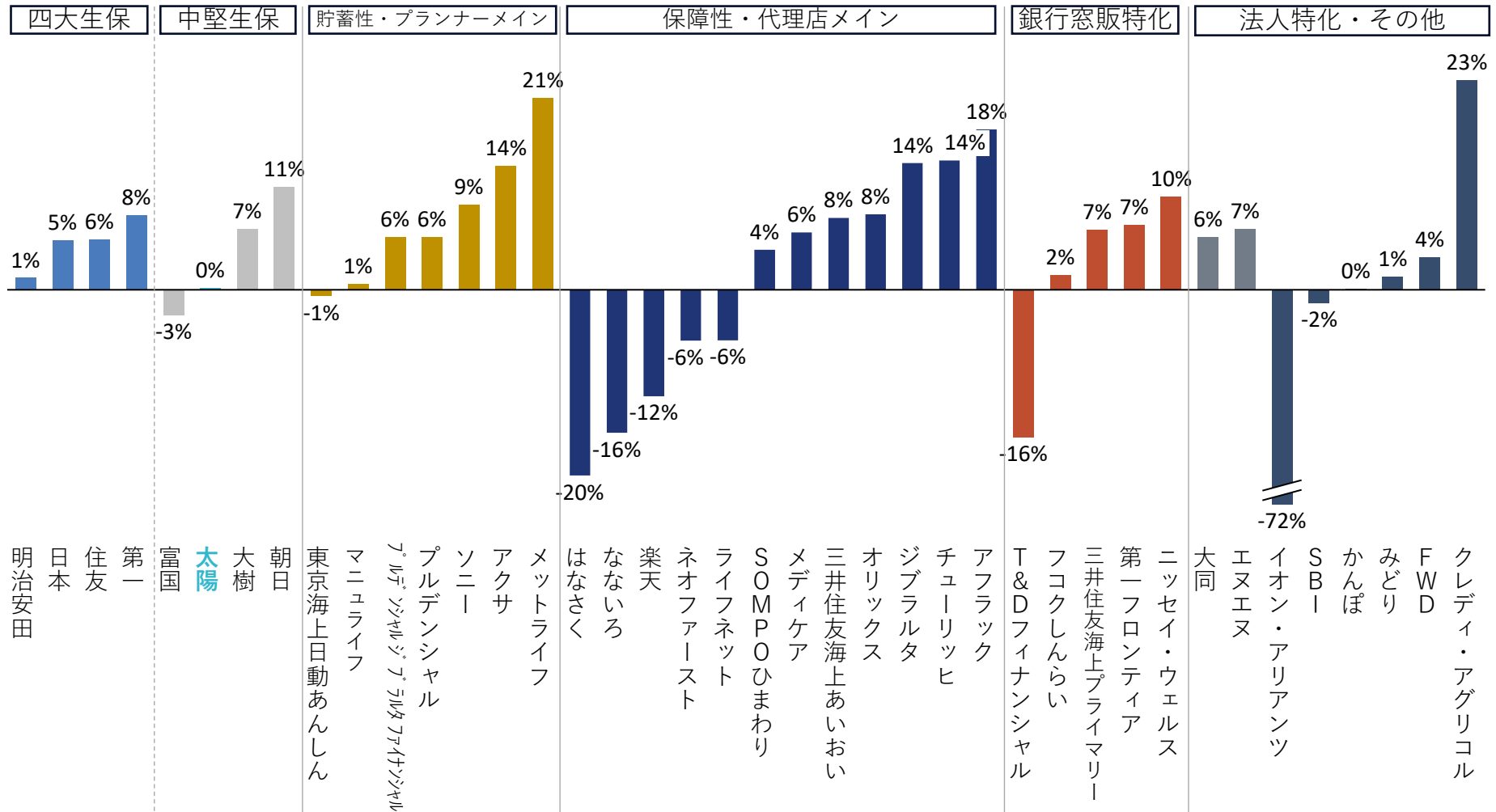
利益ロードを乗せ易い第三分野保険の比重が高くなるほど利益率が良くなる

Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている

Source: 各社ディスクロージャー資料

## 保険引受利益(%)

太陽生命は類似のビジネスモデルを取る4大生保＋中堅生保と比較しても、保険引受利益率が低いです

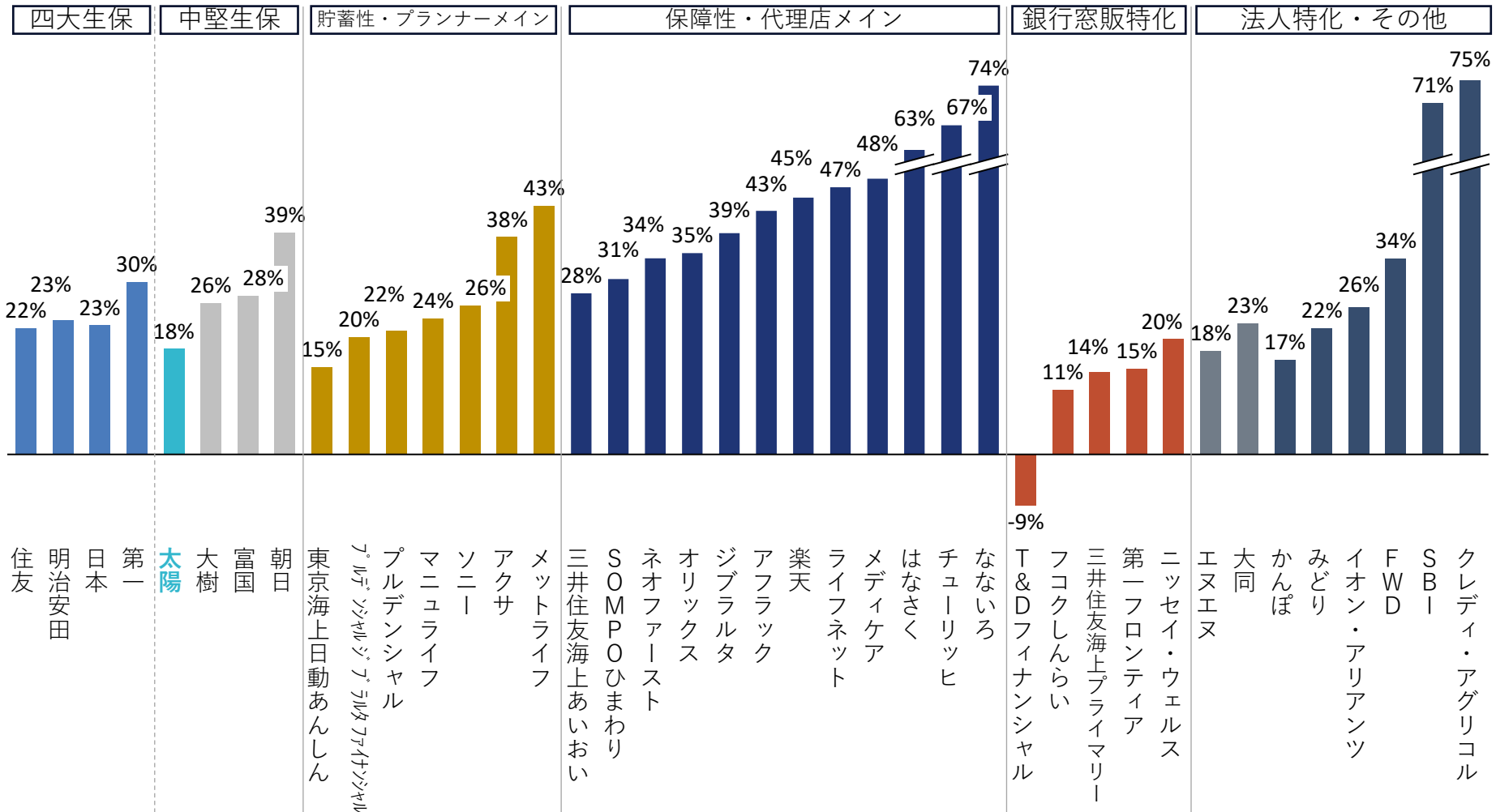


Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている

Source: 各社ディスクロージャー資料

## 保有契約年換算保険料に対する保険引受粗利率(%)

保険引受粗利率も同様に類似競合に比べて低いです

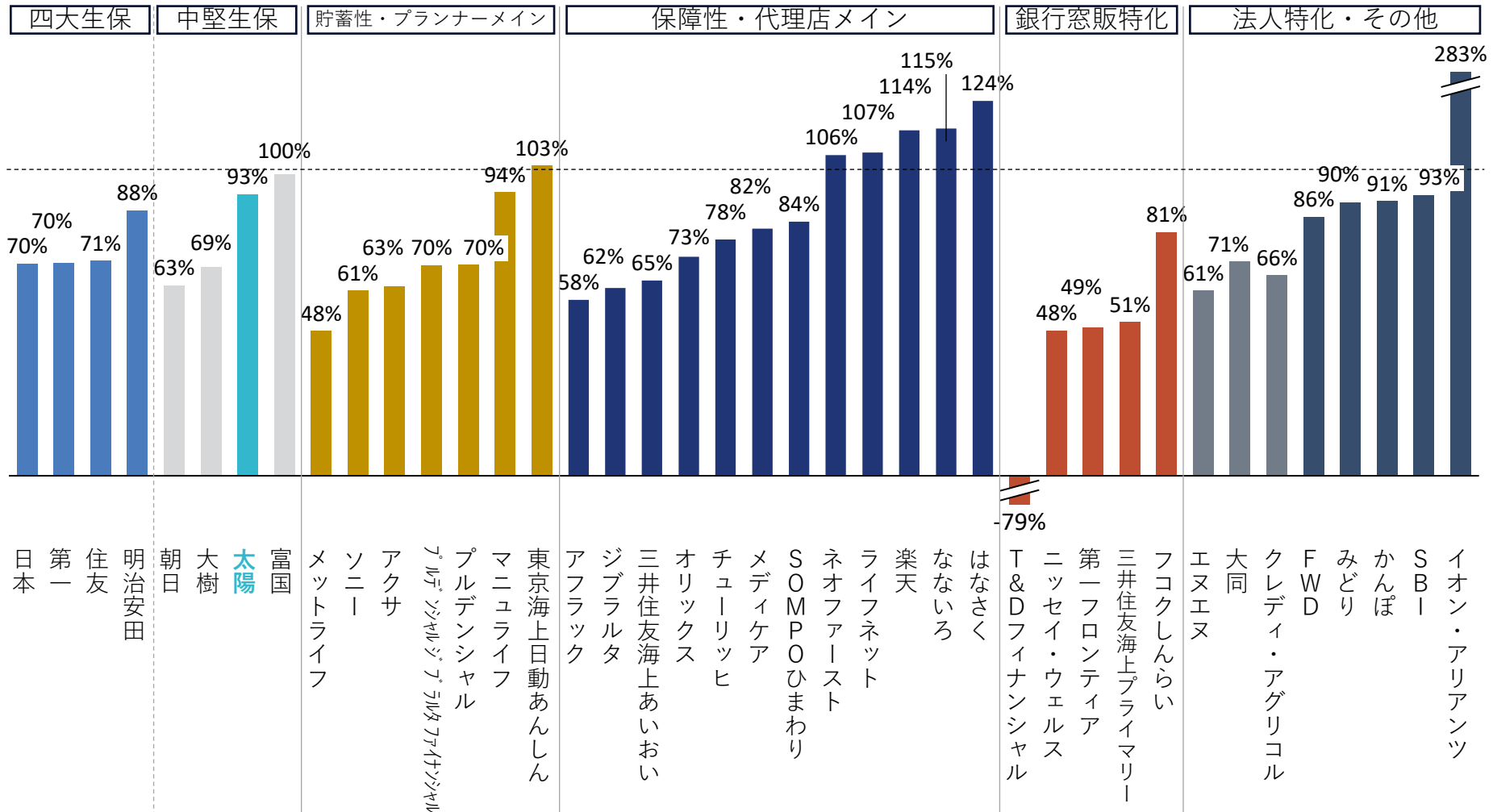


Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益－順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている

Source: 各社ディスクロージャー資料

## 保険引受粗利に占める事業費比率(FY24)

太陽生命の事業費は重く、収益を圧迫しています。



Note: 保険引受粗利 = 保険引受利益（基礎利益一順ざやから契約者配当（団体年金保険を除く）を除いて調整したもの）に事業費及び減価償却費を足し戻した数値。ディスクロージャー資料に順ざや額（逆ざや額）が記載されていない企業については当該額を0としている

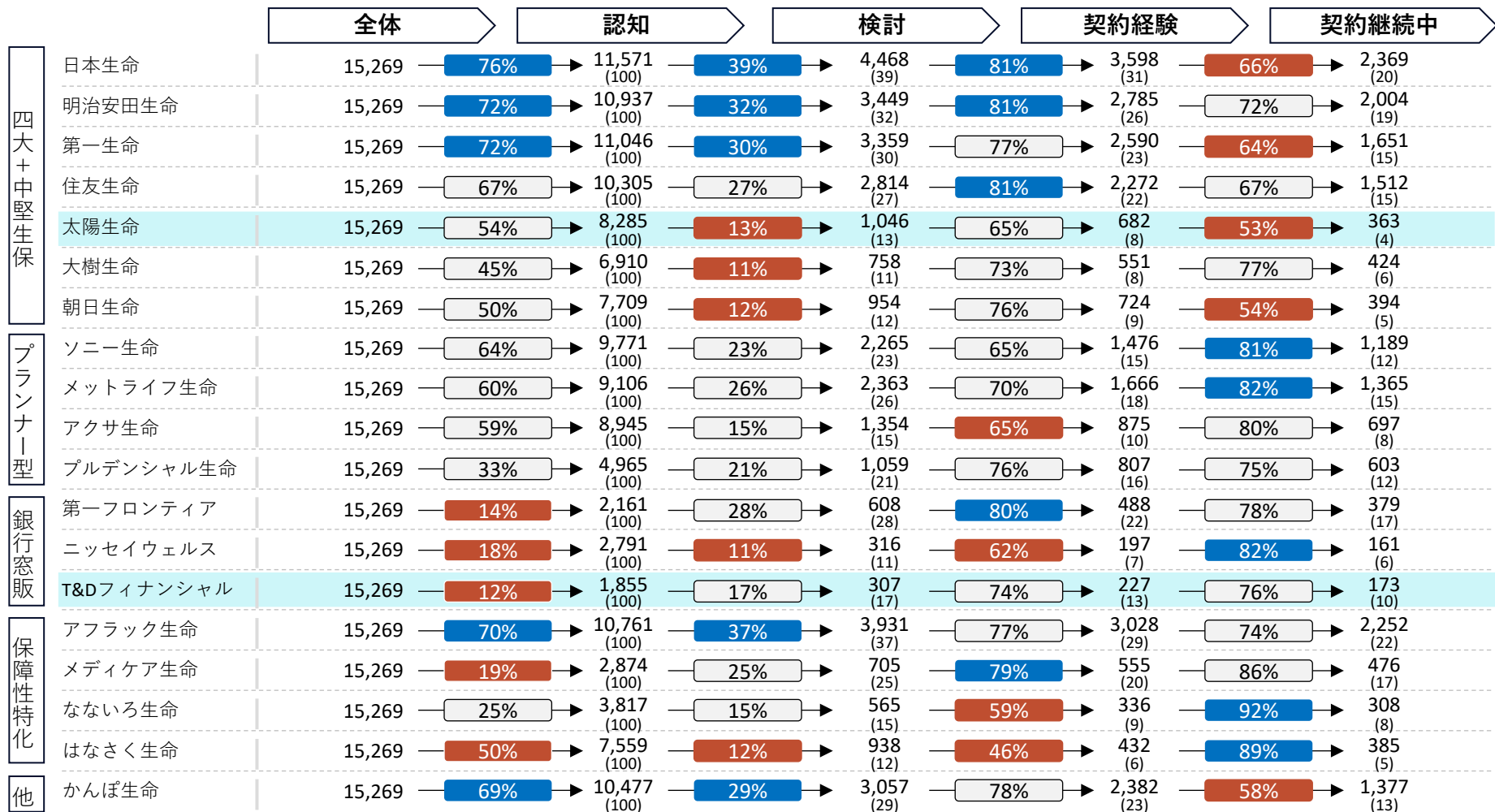
Source: 各社ディスクロージャー資料

## ファネル分析

太陽生命は、認知は平均以上ですが、認知～契約継続までのコンバージョン（転換率）が低く、広告宣伝・営業活動の投資対効果が競合より低くなります

上位5

下位5



Note: 直近5年間に生命保険を新たに契約した世帯でかつ、生命保険契約につき意思決定者あるいは意思決定者ではないが主体的に検討した人を対象に分析。カッコ内の数値は、認知を100%とした際の割合

Source: 消費者調査（2025年9月実施）



# 大手保険ショップでの商品取扱い状況

太陽生命の保険ショップチャネルでの展開は競合に比べ限定的です

上位10社保険ショップの店舗数（店）		706	341	298	156	123	116	98	77	53	46
		ほけんの窓口	保険見直し店舗	保険クリニック	ほけんホットライン (住友G)	ほけんの110番 (日生G)	イオン保険相談 (イオンG)	マネードクター	ほけん百花 (住友G)	保険ひろば (ほけんの窓口G)	保険テラス
<b>主要プレイヤーの展開状況<sup>1)</sup></b> （取扱代理店の多い順）	メディケア	◎	○	◎	◎	○	○	○	◎	◎	○
	FWD	○	○	◎	○	○	○	○	○	○	○
	ネオファースト	○	○	◎	○	○	○	○	○	○	○
	アクサ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	オリックス	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	SOMPOひまわり	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	はなさく	◎	○	○	×	◎	○	○	○	◎	◎
	チューリッヒ	○	○	○	×	○	○	○	○	○	○
	なないろ	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○
	SBI	○	○	○	×	○	○	○	×	○	×
	T&D F	○	○	○	×	○	×	×	○	○	×
	太陽	×	×	×	×	×	○	×	×	×	×

Note: 1) 保険ショップチャネルに積極的に取り組んでいるプレイヤー + 太陽生命・TDFに限って表示

Source: ダイヤモンドオンライン『はなさく生命が保険ショップでシェア2割獲得、爆進の裏で演じた「失策」』、各企業Website等の公開情報

## 保険ショップチャンネル攻略のKSF

保険ショップチャンネルを制するには「売れる商品」を「"売りたい"と思ってもらい」「多くの代理店に売ってもらう」ための取組みと仕組みが必要です

### KSF

#### 1 チャンネルに適合した “勝てる”商品の投入

売れる  
商品を  
投入し

#### 2 代理店での販売を加速 するためのサポート

“売りたい”  
と思って  
もらい

#### 3 取扱い代理店の最大化

多くの  
代理店に  
売って  
もらう

### 充足に必要な取組み

- ・ 主ターゲット層に向けた、わかりやすく・価格競争力のある商品展開
- ・ カテゴリ旗艦SKU確立（医療/がん/収入保障のいずれかで“推奨棚”常連化）
- ・ 適時の商品投入と選びやすいSKU展開

- ・ eApp / STP即日発行 / ネット完結 + eKYC / 見積もりシステム連携等の代理店支援DX<sup>1)</sup>
- ・ 代理店向けの設計書作りこみ、パッケージ設計、研修提供等

- ・ **1**・**2**を満たした上での営業活動、サポート体制展開

### 背景の仕組み

- ・ チャンネル専門の運営設計
  - － 商品展開の最適化
  - － 営業チャンネルとのコンフリクト抑制
- ・ 本腰を入れた戦略展開と投資
  - － 片手間ではなく、システム・ツール・教育・代理店開拓に重点投資

<sup>1)</sup> eApp (electronic Application) : 紙の申込書を使わないタブレットやPCでの電子申込。 STP(Straight Through Processing) : 人手を介さないシステムでの一気通貫処理。 eKYC (electronic Know Your Customer) : オンライン本人確認

## チャネル巧者の取組み状況

大手傘下でチャネル専業として展開している各社はいずれも急伸しているが、累積利益ベースでの積み上げには相応の時間と投資を要しているため、よほどの勝算がない限りは参入すべきではないと考えます

### 1 チャネルに適合した“勝てる”商品の投入

#### メディケア生命 2010年設立 (住友生命子会社)

- 「シンプルでわかりやすい保険」をコンセプトに、複雑なシリーズ乱立を避けた設計
- ネットリテラシーのある若年～中年層を主ターゲットに、シンプルで手頃な医療・死亡保障

#### はなさく生命 2019年設立 (日本生命子会社)

- 保険未加入の若年層にターゲットを定め、シンプル・割安な商品でがん保険人気で1位を獲得
- 医療・がん・死亡の保障フルラインナップを確立し、2025年は貯蓄性商品も投入

#### なないろ生命 2021年設立 (朝日生命子会社)

- 朝日生命チャネルではリーチできなかった、20～40代の子育て世代・持病持ち層をターゲット
- 保障内容と告知内容を絞った簡素な査定とデジタル活用で破格のコスパ商品を展開

### 2 代理店での販売を加速するためのサポート

- 全商品がオンライン申込対応
- 「かんたんペーパーレス手続き」で申込～電子署名～即時査定を完結し、最短即日発行を実現
- 代理店からの要望を社内オンライン掲示板で共有し、迅速にフィードバック

- Web完結システムで査定を即時提示、最短翌日契約を実現
- 「はなさくネット」で販売～保全、FAQ、代理店管理者向け機能までをワンストップ支援
- 専門サポートチームによる地域・代理店別の教育を実施し、動画教材も提供

- ペーパーレス申込で即時査定・迅速契約を実現し、自動音声応答で住所変更・払込方法変更・証明書再発行を24時間対応
- 「なないろネット」で販売支援、Web手続き、eラーニングなど代理店機能をワンストップ提供
- 代理店サポートデスクを設置し、販売・業務・保全に幅広く対応

### 3 取扱い代理店の最大化

- 上位10代理店中10社で取扱い

- 上位10代理店中9社で取扱い

- 上位10代理店中9社で取扱い

保有契約件数（24年度末）

211.9万件

75.8万件

68.9万件

利益状況

23年度経常利益：4,910百万円  
24年度経常利益：5,245百万円

23年度経常損失：18,198百万円  
24年度経常損失：10,686百万円

23年度経常損失：13,008百万円  
24年度経常損失：10,324百万円

Source: 各社ディスクロージャー資料、各社決算説明資料、各社WEBサイト、保険毎日新聞社『朝日生命グループ 23年度末決算 基礎利益241億円増の304億円 新契約保険料は7%増366億円に』、All About『2023年度生命保険会社決算、11社が経常赤字』、ダイヤモンドオンライン『はなさく生命柏原社長が明かす、ダイレクト販売“前年比150%”の鍵「業界トップ水準まで到達できた」』

## 収益性改善効果額試算の前提

施策	効果額	試算の考え方	試算概要
保障性商品特化による生産性向上	+99億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>朝日生命の営業一人あたり保険引受粗利水準まで向上</li> </ul>	① 朝日生命との営業1人あたり保険引受粗利差1.0百万円 ② 太陽生命の営業人員数9,550人 (FY24) ⇒①×②=99億円
銀行窓販消滅による利益減	▲27億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行窓販売上×銀行窓販の保険引受粗利率が消滅</li> </ul>	① 太陽生命の銀行窓販売上推計値228億 <sup>1)</sup> ② 銀行系窓販プレイヤーの平均保険引受粗利率11.8% ⇒①×②=27億円
TDFへの貯蓄性一本化による銀行窓販営業の減少	+6億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行窓販営業の人件費のうち70%が不要になる想定</li> </ul>	① 太陽生命の銀行窓販営業人数推計値126人 <sup>2)</sup> ② 当該人員の人件費単価推計値7百万円 <sup>3)</sup> ⇒①×②×70% (保守的に見た掛け率) =6億円
DX・AI (営業生産性向上 施策1)	+32億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>AXAによるリード顧客のAIスコアリング事例の改善幅(保険販売+15%)を参照</li> </ul>	① 太陽生命のFY24営業人件費推計値24,237百万円 <sup>4)</sup> ② AXA事例での改善幅(保険販売+15%)と想定 ⇒①×(1-(1/1.15))=32億
DX・AI (営業生産性向上 施策2)	+22億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zurichによる情報処理アシストAIの改善幅(営業職員の情報整理時間70%減)を参照</li> </ul>	① DX施策1後の太陽生命の営業人件費推計値21,076百万円 ② 情報整理に充てている時間の割合15% <sup>5)</sup> ③ Zurich事例での改善幅(情報整理時間70%減)と想定 ⇒①×②×③=22億円
業務改革、支社マネジメント改革	+33億円	<ul style="list-style-type: none"> <li>事務従事者人件費の7割が不要になる想定 (コスト削減として刈り取り想定)</li> </ul>	① 太陽生命の事務従事者数推計値1,194人 <sup>6)</sup> ② 太陽生命の営業支店事務の人件費単価推計値4百万円 <sup>7)</sup> ③ 削減割合70% ⇒①×②×③=33億円

計 165億円

1) 太陽生命の貯蓄性に係る新契約年換算保険料253億×銀行窓販構成比率90% (IRヒアリング) 2) インタビューに基づき、支社では営業職員の1%程度 (96名)、本社は30名程度の人員体制 3) インタビューに基づき総合職の平均給与を採用 4) FY24の営業人員数9,550人に営業人員一人あたり人件費として250万を仮定して試算 5) エキスパートインタビューに基づく 6) インタビューに基づき、直接営業人員数の10-15% (計算上は12.5%) 7) インタビューに基づく  
 Source: 生命保険事業概況、太陽生命・朝日生命ディスクロージャー、IRインタビュー、エキスパートインタビュー、Artivatic “How AI and Digital Tools Are Revolutionizing Sales Activities in the Insurance Industry”、BUSINESS INSIDER “Zurich Insurance’s new CRM is like Spotify for insurance agents”

1

## 太陽生命 保険引受事業の収益性改善

1-1. 保険引受利益率とその要因

1-3. 収益性改善に向けた提言と改善ポテンシャル

3

## グループガバナンスの再考

3-1. 事業間シナジーの有無と定量化

## 太陽生命と大同生命のシナジーの有無 (1/3)

太陽生命と大同生命は、保険業という括りでは同一セクターの事業を営むものの、実態としては事業の性質は大きく異なり、事業上のシナジーは限定的です。



市場	家庭市場	異なる ↔	中小企業市場
主要 販売チャンネル	営業職員	異なる ↔	税理士代理店 営業職員
商品	生活保障	異なる ↔	定期保険 就業不能保障保険
負債の デュレーション	13.2年	異なる ↔	23.6年
EVの成長率 (2019/3-2025-3)	4.0% (1.3倍)	異なる ↔	9.2% (1.7倍)

## 太陽生命と大同生命のシナジーの有無 (2/3)

T&D HDの元従業員は、「太陽生命と大同生命は同じHDに所属しているという建前上、形だけでもシナジーを創出する必要があった」が、現場レベルでは積極的な協業は行われていなかったと説明しています



元T&D HD  
従業員

**太陽生命と大同生命は同じHDに所属しているという建前上、形だけでもシナジーを創出する必要があった。**

シナジー創出の取り組み自体はHD主導で進められていたが、子会社レベルでは積極的に実行されていたわけではない。現場の感覚としては、大同生命と太陽生命が一緒のHDの下にいることは、戦略的な事業統合というよりは、偶然の産物だと感じている。

HDがシナジー創出に向けた施策を打ち出されても、社内の反応は冷ややかで、「**また始まったのか**」という反応が多い。



元T&D HD  
従業員





**クロスセルは無理ですね。扱っている商品が全く違いすぎます。**

大同は法人の損益に関わる提案、いわゆるハーフタックスなどの法人保険を扱いますが、太陽生命の社員は法人の決算書を見たことすらない。だから事業領域が違いすぎて、クロスセルなんて現実的ではありません。

**少なくとも僕が在籍していた間に、「シナジー」という言葉を聞いた記憶はありません**

## 太陽生命と大同生命のシナジーの有無 (3/3)

経済産業省が「グループガイドライン」で掲げる主な事業シナジー項目について、業界エキスパートは太陽生命と大同生命の間にそれらシナジーを創出することは困難と見立てています

一般に求められるシナジー	T&D HDのシナジーに関する弊社評価	T&D HD及び保険業界のシナジーに関するエキスパートの見解
販売シナジー (顧客・販路)	<ul style="list-style-type: none"> <li>太陽生命が営業職員チャネルでの個人市場、大同生命が中小企業市場と明確な棲み分けがされていて、<b>シナジー発現の余地はない</b></li> </ul>	 <p>元大手生命 保険会社 ユニット長</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>自身も経営企画部としてM&amp;Aを経験しているが、リリースに記載を求められるような<b>シナジーとして書けることは、実際にはほとんどない</b>。T&amp;D HDにおいても同様と理解</li> </ul>
スケール メリット (資産運用等)	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>資産運用においてはスケールが拡大したからと言って収益拡大には繋がらない</b></li> <li><b>保険業においても、サブスケールのためスケールメリットは享受困難</b></li> </ul>	 <p>元大手生命 保険会社 役員</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>ディスシナジーさえ発生しなければよく、シナジー発揮の可能性は低いのが生保業界のM&amp;A</b></li> <li>顧客・販路のシナジーはあってもよいものだが、<b>実際には創出困難なもの</b></li> </ul>
コスト削減 (システム統合等)	<ul style="list-style-type: none"> <li>生命保険会社のシステムを統合することは、莫大な費用と時間を要する。統合による運用・保守外注先一本化等、<b>コストシナジーを創出することはほぼ不可能</b></li> </ul>	 <p>元大手生命 保険会社 課長補佐</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>生命保険会社のシステムの共通化は個社内部であっても難しい。<b>M&amp;Aを経ての複数社間のシステム統合など、不可能に近いほど困難</b>なのではないか</li> </ul>
技術の相互活用 (保険商品開発等)	<ul style="list-style-type: none"> <li>T&amp;D HDの中核企業である太陽生命と大同生命は異なる性質の顧客を相手にしており、新商品開発のための技術共有などでの<b>相互活用の余地は少ない</b></li> </ul>	 <p>元大手 ネット生命 部長</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>T&amp;D HDでは商品開発、契約管理、販売チャネル等の機能が併存しており無駄なコストがかかる</b></li> <li>太陽・大同生命で<b>対象市場が異なるのでブランド・ノウハウの補完もできていない</b>と考えられる</li> </ul>
ブランド・ノウハウ共有	<ul style="list-style-type: none"> <li>大同生命は中小企業向け、太陽生命は高齢者向けポジショニングをとっている。<b>ブランドイメージ・ノウハウが相互補完の関係にはなっていない</b></li> </ul>	

Source: エキスパートインタビュー、経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」