

CFO ダイアログ 質疑応答要旨

日時：2026 年 8 月 31 日(月) 13:00～14:15

回答者：常務執行役員 グループ CFO

西村 泰介

プロテクティブ President 兼 CFO

ポール・ウェルズ

CFO ダイアログ パート

Q サクセションに関して、Daiichi Life グループのケーススタディとして教えて欲しい。CEO 就任にあたり、HD の指名諮問委員会などからインタビュー等を受けたかと思うが、今回のサクセションに HD はどのように関与していたのか。また、PLC の CEO だけでなく、2 人のエグゼクティブ・バイス・プレジデントも同時にリタイアすると思うが、リタイアのタイミングが集中している理由と、それへの対応についても教えて欲しい。

A (ポール)

3 名の経営幹部の退任は、それぞれ独立した決定ではあるものの、結果的に時期が重なった。確立されたサクセションプランのプロセスが PLC にはある。私は約 20 年間 PLC に在籍しているが、長年にわたり、毎年実施する重要なプロセスとして定着している。私の CEO 任命や、他の経営幹部 2 名の退任に至るプロセスは、突然生じたものではなく、十分に計画され、慎重に検討されてきた。2026 年末に退任する 2 名の後任についても検討を進めているが、現時点ではまだ公表できる段階ではない。一方で、CEO の就任に伴う新たな経営体制への移行と、私が CFO 職を離れることに伴う新 CFO の選任の計画には強い自信を持っている。そのため、サクセションプランは意図したとおり機能していると考えている。

HD の関与について、前提として私は自分自身の CEO 任命プロセスには関与していないが、HD は十分に関与していたと聞いている。PLC には独立した取締役会があり、その中には HD から選任されているメンバーも含まれている。新 CEO の決定に関して、取締役会で HD からの取締役も意見を述べ、承認プロセスに参加した。これは非常に適切なプロセスだと考えている。

以上から、CEO 選任は、PLC の経営陣、取締役会、HD が協調的に取り組んだ結果と評価している。

(西村)

PLC の CEO 選任は、HD の取締役会でも十分な議論を経たうえで承認している。

Q 資料 P9 または P10 のリタイアメント事業について、今後も定額年金の引受けと非流動資産への運用投資を同時に増加させる一方で、非流動資産への投資は外部運用会社を活用することになるかと思う。主要な競合先である Athene 社は Apollo 社、Equitable 社は AllianceBernstein 社を活用しており、競合する生命保険会社の中には、社内のケイパビリティを活用している事例もある。このような環境下で、個人年金の商品競争力は十分に維持できる

のか。また、利回り以外にリタイアメント事業を差別化し、市場シェアを拡大する要因や機会はあるのか。

A (ポール)

リタイアメント事業は競争が激しいと認識している。PLCが獲得する運用利回りは、スプレッドを通じて顧客に提供する予定利率に反映される。この点が、販売競争における最も重要な要素である。一方で、一部の販売チャネルでは利回り以外にも重要な要素がある。PLCには、数十年にわたり関係を維持してきた販売パートナーがいる。また、一部の販売チャネルでは、価格以外にも保険会社の業務対応力が重視される。利回りや価格は依然として非常に重要だが、それだけが販売チャネルを選ぶ要因ではない。PLCは参入する販売チャネルを慎重に選択してきた。それは、長期的に一定規模の販売を維持できると判断した販売チャネルに絞って参入しているからだ。こうした考えのもと、複数の戦略を組み合わせる取り組みであり、その1つとして、社内で運用する資産と、外部運用会社を通じて運用する資産の双方を活用することで、全体の運用利回りを改善することを目指している。また、米国市場で業界再編が進むにつれて、販売会社にとっても取引先となる保険会社を分散することの重要性が高まっていると考えている。このため、長期的には当社が恩恵を受けることができると考えている。

さらに、リタイアメント事業では、社内外の再保険を戦略的に活用している。これにより、資本効率を高めるとともに、市場環境に応じてスプレッドや販売量を月次・四半期ベースで機動的に管理している。再保険は当社にとって重要な経営ツールの一つである。

Q 今後のM&A環境をどのように見えていますか。直近では損害保険事業を買収したが、今後も同様の方向性を想定しているのか。また、生命保険市場における買収機会をどのように捉えているのか。

A (ポール)

M&A市場の背景から説明するが、かなり以前まで遡ると、PLCは生命保険会社または生命保険の契約ブロックを継続的に買収していた。最後に行った買収は2019年である。こうした案件に関心がなくなったわけではないが、生命保険事業の買収をめぐる競争環境は大きく変化している。これは主に、プライベートエクイティと提携している、またはプライベートエクイティが所有する新たなプレーヤーの参入によるものである。過去数年間、当社も複数の買収プロセスに参加したが、競争環境、当社全体の投資方針、戦略、リスク許容度を踏まえると、当社の投資基準に見合う案件はあまりなかった。したがって、短期的には、現在の環境下で生命保険分野における大きなM&A機会が生じるとは見込んでいない。ただし、今後さまざまな要因によって環境が変化する可能性はある。こうした状況を踏まえ、過去数年間、よりキャピタルライトな買収機会に注力する方向へ重点を移した。その結果が、Obsidian、Portfolio、ShelterPointの3件の買収である。現在は、買収した事業の着実な統合と価値創出に注力している。M&Aチームは引き続き市場関係者と対話しており、市場に出てくる案件を継続的に検討している。長期的には、市場環境が変化すれば、生命保険市場で買収を成功させるための能力を当社は引き続き有していると考えている。一方、現

在米国で売買されている契約ブロックの多くは、当社が関心を持つものではない。具体的には、介護保険や、非常に複雑な追加保障付ユニバーサルライフである。後者については、当社は昨年売り手となり、当該事業を売却している。このような商品が市場取引の中心である限り、PLC がそのような商品ブロックを買収することはない。

Q プライベートクレジットのエクスポージャーを増やしていく方針と理解しているが、資産運用ポートフォリオはどのように変化していくのか。

A (ポール)

PLC のポートフォリオ全体を見ると、プライベート資産の割合は約 8%である。この割合は過去数年で上昇した。リタイアメント事業をはじめとした現在の新契約・事業成長戦略を踏まえると、この約 8%という水準は長期的に上昇すると見込んでいる。ただし、今後 2～3 年間は、引き続き業界平均を大きく下回る水準に留まると考えている。また、プライベートアセットへの投資を拡大する際には、リスク管理や ALM モニタリングを適切に行いながら、慎重かつ段階的に進めていく方針である。

(西村)

HDでは、PLC のプライベートクレジットへの投資割合を 1.9%と開示している。プライベートクレジットを、ダイレクトレンディングとプライベート ABS/ABF をプライベートクレジットとしてHDでは開示しており、この 2 つへの PLC の投資割合が 1.9%である。

(ポール)

HD が開示しているもの以外では、PLC では私募債をプライベートアセットに含めている。これらは主に外部運用会社を通じて投資している。外部運用会社が借り手との間で直接案件を組成し、PLC はその一部に参加している。公開市場で取引されていないため、PLC ではこれらをプライベート資産に分類しており、これらを含めて 8%と申し上げた。

(西村)

以上の通り、HD が開示している数値と PLC が認識している数値には定義の違いがある。HD基準の 1.9%でも、PLC基準の 8%のいずれを起点とした場合でも、プライベートクレジットの割合は長期的には増加する見通しである。

Q 資料 P6 の 2030 年度目標の ROE が 11%から 13%になっているが、HD が開示している 2030 年度のグループ目標はこれより高い。この水準は、PLC の最終的な目標なのか。それとも、長期的にはさらに高い水準が見込めるのか。

A (ポール)

修正 ROE は引き続き上昇すると考えている。今年は 10%をやや上回る水準になると見込んでい
る。また、その後も修正 ROE は毎年上昇していく見込みであり、2030 年以降は本スライドに示
した水準を上回ることを期待している。

Q 業界の平均的な ROE よりも現状低いのであれば、PLCの収益性を押し下げる要因とな
っているのは何か。

A (ポール)

他の米国の保険会社と比較する場合には、各社のビジネスモデルと商品戦略を見る必要が
ある。

PLCの利益を部門別に見ると、最も大きく貢献しているのは買収事業である。これは、数十
年にわたり実施してきた生命保険および年金ブロックの買収の集合体である。この事業は
安定的で予測可能性が高く、負債そのものについては低リスクであると考えている。したが
って、成長の源泉となる事業ではないが、当社のバランスシートは、一部の競合他社と比べ
てリスクが低く、ボラティリティも低い。

一方で、現在の修正 ROE がPLCの目指す水準より下回っている要因はいくつかあるが、
その一つが運用利回りである。利回りを改善するための取組みは先ほど説明したとおりで
ある。

また、過去数年間、事業費効率の改善にも積極的に取り組んできた。事業の成長と同時に、
収益に対するコスト水準を改善することにも注力している。

さらに買収会計の影響もある。HD による PLC 買収に伴う買収会計の影響だけでなく、
2024 年以降に実施した各買収でも無形資産の償却が発生している。これらの償却が完
了するまでには時間がかかるため、終了後には修正 ROE の改善が見込まれる。リテール
事業の成長戦略を中心に据えてきた競合他社の多くは、PLCのような無形資産償却による
利益への影響を受けていない。

規制 ESR パート

Q PLC の規制 ESR の計算に控除合算手法を用いているということだが、この方法を採用した理由
を教えて欲しい。実務上の煩雑さなどが背景にあるのか。

A (西村)

規制が正式に公表されるまでの間にもさまざまな議論があった。ICS が国際的に設定される中
で、米国基準と ICS の同等性評価についての議論があった。当社では、控除合算手法による影響
がプラスかマイナスかという観点よりも、数値のボラティリティや経営上の取り扱いやすさを重視
した。その結果、規制ESRは PLC の RBC ベースで算出された数値を控除合算手法により取り込
むことを選択し、内部モデルでは別の計測手法・指標を用いて管理する構造とした。

Q PLC は、日本の J-ICS ベースの ESR ではなくて、RBC 規制を基に経営判断を行う理解でよいのか。

A (西村)

当社グループが PLC の ESR の計算手法をどのように選択したとしても、PLC は米国の規制当局から規制を受けるため、RBC ベースの規制資本を管理することはグループの選択に関わらず PLC では必須となる。グループとして標準的手法、内部モデル、RBC ベース管理と複数の枠組みを並行して管理すると複雑性が増すため、規制 ESR は控除合算手法で RBC を基に計算し、一方、内部モデルについては RBC とは別の経済価値ベースの指標として計測・管理するという二本柱で運営している。

Q このグループ規制 ESR をどの程度重視すべきなのか。各社の数値が出そろい、相互会社も数値を開示している。この数値は、格付けや営業上の観点から重視される可能性があるか。また、規制当局との対話において、グループ規制 ESR と内部 ESR との差異について、規制当局が関心を持ち、コミュニケーションの材料となっているか。

A (西村)

内部モデルについては、規制見直しに関する議論なども踏まえながら、規制当局と継続的にコミュニケーションを行っている。ただし、基本的に内部モデル自体は当社に委ねられているものである。両者の差異について、例えば事前説明が求められたり、何らかの制約が生じるという状況には、現時点ではない。ご質問は、この数値がどのように見られるかということであったが、お客さまや外部格付機関からどのように見られるかという観点を踏まえても、規制資本の水準がどのような水準でもよいということにはならないと思う。

一方、例えば 200% という水準をどのように評価するかについて、グループ規制 ESR については、内部 ESR との間に一定の差異が存在すること自体は問題ないと考えている。いずれにせよ、当社としては、あくまで内部 ESR を用いて、経済価値ベースの健全性や資本政策の合理性についてコミュニケーションを図っていく方針である。

Q グループ規制 ESR について、目安となるレンジはあるか。社内的なもの、または規制当局が注視するような水準はあるのか。規制に定める 100% が一つの基準になると思うが、その手前に社内管理上の閾値があれば教えて欲しい。

A (西村)

100% が一つの閾値であり、そこからどの程度の余裕を確保するかという観点で、中間的な管理指標も社内管理上は必要になると考えているが、その水準は、グループ規制 ESR として独自に管理するものであり、200% や内部 ESR における 170% といった水準とは別に考えている。

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

[会社名略称] HD:株式会社第一ライフグループ、PLC:米国プロテクティブ

【免責事項】

本資料の作成にあたり、株式会社第一ライフグループ(以下、「当社」)は当社が入手可能なあらゆる情報の正確性や完全性に依拠し、それを前提としていますが、その正確性または完全性について、当社は何ら表明または保証するものではありません。本資料に記載された情報は、事前に通知することなく変更されることがあります。本資料およびその記載内容について、当社の書面による事前の同意なしに、第三者が公開または利用することはできません。

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