株式会社日本格付研究所
Japan Credit Rating Agency,Ltd.

22-D-1084
2022 年 12 月 5 日

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

株式会社 T&D ホールディングス（証券コード:8795）

【変更】

長期発行体格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
債券格付（期限付劣後債）	Ａ	→	Ａ＋
劣後ローン格付	Ａ	→	Ａ＋

大同生命保険株式会社（証券コード:－）

【変更】

長期発行体格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
保険金支払能力格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的

太陽生命保険株式会社（証券コード:－）

【変更】

長期発行体格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
保険金支払能力格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
債券格付（期限付劣後債）	Ａ＋	→	ＡＡ－

T&D フィナンシャル生命保険株式会社（証券コード:－）

【変更】

長期発行体格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
保険金支払能力格付	ＡＡ－	→	ＡＡ
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的

■格付事由

(1) T&D 保険グループは、保険持株会社の T&D ホールディングスの傘下に大同生命保険、太陽生命保険、T&D フィナンシャル生命保険（中核 3 社）のほか、ペット&ファミリー損害保険、T&D アセットマネジメント、T&D ユナイテッドキャピタルなどを擁する。大同生命は中小企業市場、太陽生命は家庭市場に強みがあり、T&D フィナンシャル生命は金融機関や乗合代理店などに商品展開している。グループは、国内大手生保グループに次ぐ規模を有し、国内生保事業をコアビジネスと位置付けて各社が強みを有する事業基盤を強化する一方、海外を含めた事業ポートフォリオの多様化・最適化を通じたグループ利益の拡大を目指している。事業シナジーの追求といったグループ一体経営の推進に加え、新規事業への投資も進めている。

(2) JCR は、生保の抱える資産と負債のデュレーションギャップに起因する金利リスクについて、格付における比較的大きな制約要素として織り込んできた。T&D 保険グループは他社に先駆けて ERM に意を用いた経営を実践しており、経済価値ベースの管理・運営が浸透するとともに、金利リスクの削減が着実に進んでいる。リスク削減を通じて経済価値ベースの指標における感応度が低下しており、今後も同様の動きが継続すると考えられる。また、相当程度ストレスのかかった環境下ではあるが、中核 3 社の契約業績は堅調に推移している。海外事業への展開など、グループ収益源の多様化の成果もみられる。足元でコロナ禍による保険金・

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

給付金の支払い、外債運用にかかるヘッジコストの増加など損益の下押し要因はあるものの、堅固な事業基盤を背景に収益力は安定しており、リスク対比で厚みのある資本水準は今後も維持されるとみている。以上を踏まえ、T&D 保険グループのグループ信用力を「AA」相当と評価し、持株会社および中核 3 社の発行体格付をいずれも 1 ノッチ引き上げた。

(3) シニアマーケットへの取り組みの強化、商品ポートフォリオの第三分野へのシフト、機動的な商品投入などにより、3 社合算でみた契約業績は堅調に推移している。足元でコロナ禍による保険金・給付金の支払いが増加しているが、「みなし入院」にかかる特別取扱はすでに見直されており、損益の下押しは今期にとどまるとみられる。23/3 期上半期における会計上のグループ最終利益は赤字となっているものの、金利変動に伴う特殊要因などを調整したグループ修正利益は堅調に推移している。グループ MCEV（特殊要因を除く）は、第三分野商品の拡販などで新契約価値が着実に積み上がったことなどを主因に 22/3 期末、23/3 期上半期末と増加している。保障性商品への注力により商品ミックスが徐々に変化するなか、リスク・リターンのバランスを確保し、新契約価値などの「営業活動の成果に伴う MCEV の増加額」を安定的に積み上げていけるか JCR は注目していく。

(4) T&D 保険グループは、T&D ユナイテッドキャピタルを通じて海外クローズドブック事業への投資を行うことで収益源の多様化を図っている。クローズドブック事業への投資額を拡大させる方針を示しており、22 年 4 月には持分法適用関連会社の FGH Parent, L.P.（フォーティテュード社）に追加出資を実施した。フォーティテュード社は、米国の投資ファンド Carlyle との共同運営によるグローバルな事業展開を進めており、米国内におけるクローズドブック事業の拡大に加え、太陽生命の個人年金ブロックの取得などを実施している。金利環境の変化を受けて保有資産にかかる評価性損失を計上しているものの、当該損失を調整した純利益は安定的に推移している。T&D 保険グループの投資規模は、グループの実質的な収益力や資本規模に照らして大きくはなく、投資にかかるリスクは ERM で許容される範囲で適切にコントロールされると JCR はみている。

(5) T&D 保険グループは、他社に先駆けて ERM 態勢の構築・整備を進めてきた。「グループ長期ビジョン」では資本効率の向上を通じたグループ収益の拡大を掲げている。リスク選好原則を踏まえて、資本・リスク・リターンのバランスを適切にコントロールすることで、安定的かつ持続的な企業価値の増大を目指している。販売戦略、資産運用方針などに経済価値ベースの評価を活用するなど、リスク・リターンの管理が浸透している。グループ全体で一定の金利リスクを抱えているものの、資本マネジメントの下で金利リスク削減の方針を示し、着実に進捗している。金利リスク量の過半を占める大同生命においては、超長期債の購入などによって資産と負債の金利マッチング比率を高める取り組みが進められており、リスク量の削減トレンドは中期的にみても継続するとみている。太陽生命では資本の有効活用の一環として 22 年 3 月に個人年金保険ブロックを出再した。各種準備金の積み立てを含む内部留保の蓄積などにより、リスク対比でみた資本水準は AA レンジ相応の水準を確保している。経済価値ベースでみた ESR は 22 年 9 月末 242%と相当程度のストレスがかかる状況においても健全性を維持することができる水準にある。

発行体：株式会社 T&D ホールディングス

T&D 保険グループの保険持株会社。発行体格付は、T&D 保険グループのグループ信用力と同等としている。傘下子会社の収益力に裏付けられた安定的なキャッシュフローを有していること、ダブルレバレッジ比率が中期的に 100%程度で維持される見通しであることなどを勘案し、持株会社の構造劣後性を格付に反映していない。

発行体：大同生命保険株式会社

(1) T&D 保険グループにおける中核的な生命保険会社。法人会、納税協会、TKC 全国会、税理士協同組合などの諸団体との提携を背景に中小企業市場においてきわめて堅固な事業基盤を有する。発行体格付は、グループにおける位置づけなどを踏まえて、グループ信用力と同等としている。

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

(2) 税理士などの代理店と営業職員チャネルを通じて保障性商品を中心に展開しており、中核商品の定期保険をはじめ、経営者の重大疾病や身体障がい状態による就業不能リスクに対応する第三分野商品、要介護状態による収入の減少や介護費用に備えた商品などを販売している。強みである法人市場の深耕に加えて、シニア層とも重なる経営者個人・個人事業主といったマーケットの開拓に取り組んでおり、従来の死亡保障とは異なるタイプのニーズに応じた商品を展開することで顧客基盤の拡充を図っている。経営者向け保険の税務取扱い変更、コロナ禍の影響といった環境変化のなかでも契約業績は堅調に推移している。22/3 期は新契約高、保有契約高がともに前期を上回った。経営者の多様なニーズに対応できるオーダーメイド型の保険商品を中心に、20 年 12 月発売の重篤ながんを重点保障する商品、22 年 1 月発売の健康増進型のトータル保障商品が着実な販売実績をみせている。コロナ禍による保険金・給付金の支払いの増加は限定的。引き続き、法人・個人を一体とした保障性商品の販売を推進し、保有契約高を拡大していけるか注目していく。

(3) 長期の保障性商品を中心とした保有契約を背景とする比較的厚い危険差益が損益面を下支えしている。外債運用にかかるヘッジコストの増加などが損益の下押し要因となっているが、23/3 期上半期も底堅い基礎利益を確保している。保有契約の商品ミックスは第三分野商品の割合が徐々に高まっており、22/3 期の新契約価値は前期比増加している。資産運用面では、資産と負債のデュレーションギャップから一定の金利リスクを抱えているものの、超長期債の購入などを通じて資産デュレーションを長期化させ、リスク量の削減を着実に進めている。

発行体：太陽生命保険株式会社

(1) T&D 保険グループにおける中核的な生命保険会社。シニア層や主婦層、その家族への保障提供などを通じて家庭市場を中心に安定した事業基盤を築いている。発行体格付は、グループにおける位置づけなどを踏まえて、グループ信用力と同等としている。

(2) 「家庭市場における営業職員のコンビ活動による営業」を得意としており、営業職員チャネルを主体に保障性商品を販売している。コロナ禍においては在宅率の上昇や保障ニーズの高まりを契機と捉え、営業スタイルの見直しや非対面チャネルの活用などで柔軟に対応してきた。営業職員数は増加傾向にあり、DX 投資による営業手法の多様化や育成強化策の成果などで定着率や生産性が改善している。新たな保障ニーズに対応した新商品を機動的に投入していることも寄与し、22/3 期の契約業績は 2 期連続で増加している。認知症関連や就業不能、医療・介護などの保障性商品の販売に注力してきたことで商品ミックスが変化しており、保有契約における保障性商品、特に第三分野商品の割合が高まっている。

(3) 従前から取り組んできた IT 活用による業務の効率化、事務体制の抜本的な見直しを通じたコスト抑制が利益を下支えしている。コロナ禍による保険金・給付金の支払い増加などが損益を圧迫しているものの、23/3 期上半期においても一定の基礎利益を確保している。資産と負債のデュレーションはほぼマッチングしており、経済価値ベースの金利リスクは抑制されている。認知症関連商品について、保険金給付にかかる発生率は低位にとどまっているものの、想定との乖離状況などにつき中長期的な視点から見守っていく。

発行体：T&D フィナンシャル生命保険株式会社

(1) T&D 保険グループにおいて、金融機関や乗合代理店などのチャネルを通じた販売に特化した中核的な生命保険会社。発行体格付は、グループにおける位置づけと経営管理面などでのグループ一体性の強さなどを踏まえて、グループ信用力と同等としている。

(2) 代理店チャネルによる保険販売は成長が見込める一方、競争環境は依然として厳しい。しかし、T&D フィナンシャル生命は、顧客ニーズを取り込んだ新商品の機動的な投入、販売チャネルの商品ラインナップの拡充などの取り組みによってコロナ禍においても新契約年換算保険料を維持し、23/3 期上半期は前年同期を大きく上回る水準を確保した。海外金利の上昇などを受けて外国為替連動型終身保険の販売が一層拡大しているほか、乗合代理店を中心に販売している平準払商品の実績も堅調である。急速な円安進行により積立目標金額に到達した外貨建保険の解約が増加しているが、新契約でカバーできている。機動的な商品展開の継続、

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

代理店チャネルの支援体制の拡充などを通じて保有契約の規模を拡大し、収益基盤をより安定化させることができるかがポイントとなろう。

(3) T&D 保険グループは、グループ一体となって T&D フィナンシャル生命の戦略的強化に取り組んでおり、商品開発や資産運用などの分野でサポートしている。大同生命による T&D フィナンシャル生命の商品の取り扱いなどグループシナジーが期待される取り組みもみられる。T&D フィナンシャル生命は、資本効率の観点から必要資本を抑制しつつ、事業規模の拡大を目指している。足元で現行規制のソルベンシー・マージン比率が大きく低下しているが、経済価値ベースでみた健全性は問題なく、適切に管理されている。もっとも、仮に増資が必要となる場合には、グループによる適時適切な支援が見込めると JCR はみている。

（担当）宮尾　知浩・松澤　弘太

■格付対象

発行体：株式会社 T&D ホールディングス

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 1 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	500 億円	2018 年 9 月 20 日	2048 年 9 月 23 日	（注 1）	A+
第 2 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	300 億円	2020 年 1 月 30 日	2050 年 2 月 4 日	（注 2）	A+
第 3 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	400 億円	2020 年 1 月 30 日	2050 年 2 月 4 日	（注 3）	A+

（注 1）　2028 年 9 月 20 日まで年 1.12%。その翌日以降は 6 ヵ月ユーロ円ライボーに 1.74%を加算した率。

（注 2）　発行日の翌日から 2025 年 2 月 4 日まで年 0.69%。2025 年 2 月 4 日の翌日から 2030 年 2 月 4 日までは 6 ヵ月ユーロ円ライボーに 0.64%を加算した率、2030 年 2 月 4 日の翌日以降は 6 ヵ月ユーロ円ライボーに 1.64%を加算した率。

（注 3）　発行日の翌日から 2030 年 2 月 4 日まで年 0.94%。2030 年 2 月 4 日の翌日以降は 6 ヵ月ユーロ円ライボーに 1.80%を加算した率。

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	135 億円	2021 年 6 月 28 日	2051 年 6 月 28 日	（注）	A+

（注）　実行日から 2031 年 6 月（同月を含まない）までのいずれかの日を開始日とする利息期間においては、当該期間の基準金利に当初スプレッドを加算した固定金利、2031 年 6 月（同月を含む）以降のいずれかの日を開始日とする各利息期間については当該期間の基準金利に当初スプレッドと 1%のステップアップ金利を加算した変動金利。

発行体：大同生命保険株式会社

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA	安定的
保険金支払能力	AA	安定的

発行体：太陽生命保険株式会社

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA	安定的
保険金支払能力	AA	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 5 回 A 号期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付・適格機関投資家限定分付分割制限少人数私募）	239 億円	2017 年 12 月 22 日	2027 年 12 月 22 日	（注）	AA-
第 5 回 B 号期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付・適格機関投資家限定分付分割制限少人数私募）	21 億円	2017 年 12 月 22 日	2027 年 12 月 22 日	（注）	AA-

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 5 回 C 号期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付・適格機関投資家限定分付分割制限少人数私募）	40 億円	2017 年 12 月 22 日	2027 年 12 月 22 日	（注）	AA-
第 5 回 D 号期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付・適格機関投資家限定分付分割制限少人数私募）	70 億円	2017 年 12 月 22 日	2027 年 12 月 22 日	（注）	AA-

（注）　2022 年 12 月 22 日まで年 0.64%。その翌日以降は 6 ヵ月ユーロ円ライボーに 2.00%を加算した率。

発行体：T&D フィナンシャル生命保険株式会社

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA	安定的
保険金支払能力	AA	安定的

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. **信用格付を付与した年月日**：2022 年 11 月 30 日
2. **信用格付の付与について代表して責任を有する者**：宮尾　知浩
   主任格付アナリスト：宮尾　知浩
3. **評価の前提・等級基準**：
   評価の前提および等級基準は、JCR のホームページ（https://www.jcr.co.jp/）の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014 年 1 月 6 日）として掲載している。
4. **信用格付の付与にかかる方法の概要**：
   本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCR のホームページ（https://www.jcr.co.jp/）の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」（2014 年 11 月 7 日）、「生命保険」（2013 年 7 月 1 日）、「金融グループの持株会社および傘下会社の格付方法」（2022 年 9 月 1 日）、「ハイブリッド証券の格付について」（2012 年 9 月 10 日）、「金融機関等が発行する資本商品・TLAC 商品の格付方法」（2017 年 4 月 27 日）として掲載している。
5. **格付関係者**：
   （発行体・債務者等）　株式会社 T&D ホールディングス
   大同生命保険株式会社
   太陽生命保険株式会社
   T&D フィナンシャル生命保険株式会社
6. **本件信用格付の前提・意義・限界**：
   本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
   なお、本件劣後債および劣後ローンにつき、約定により許容される利息の支払停止や元本の繰延べが生じた場合、当該支払停止などは「債務不履行」に当たらないが、JCR では債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。
   本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
   本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. **本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者**：
   - 格付関係者が提供した監査済財務諸表
   - 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. **利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要**：
   JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. **格付関係者による関与**：
   本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. **JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置**：なし

■**留意事項**
本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等をすることは禁じられています。

■**NRSRO 登録状況**
JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ（https://www.jcr.co.jp/en/）に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■**本件に関するお問い合わせ先**
情報サービス部　TEL：03-3544-7013　FAX：03-3544-7026

株式会社日本格付研究所
Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号
〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8　時事通信ビル

Copyright © Japan Credit Rating Agency, Ltd. All Rights Reserved.