

TOKIO MARINE HOLDINGS INTEGRATED ANNUAL REPORT 2025

CFOメッセージ 資本政策・中期経営計画



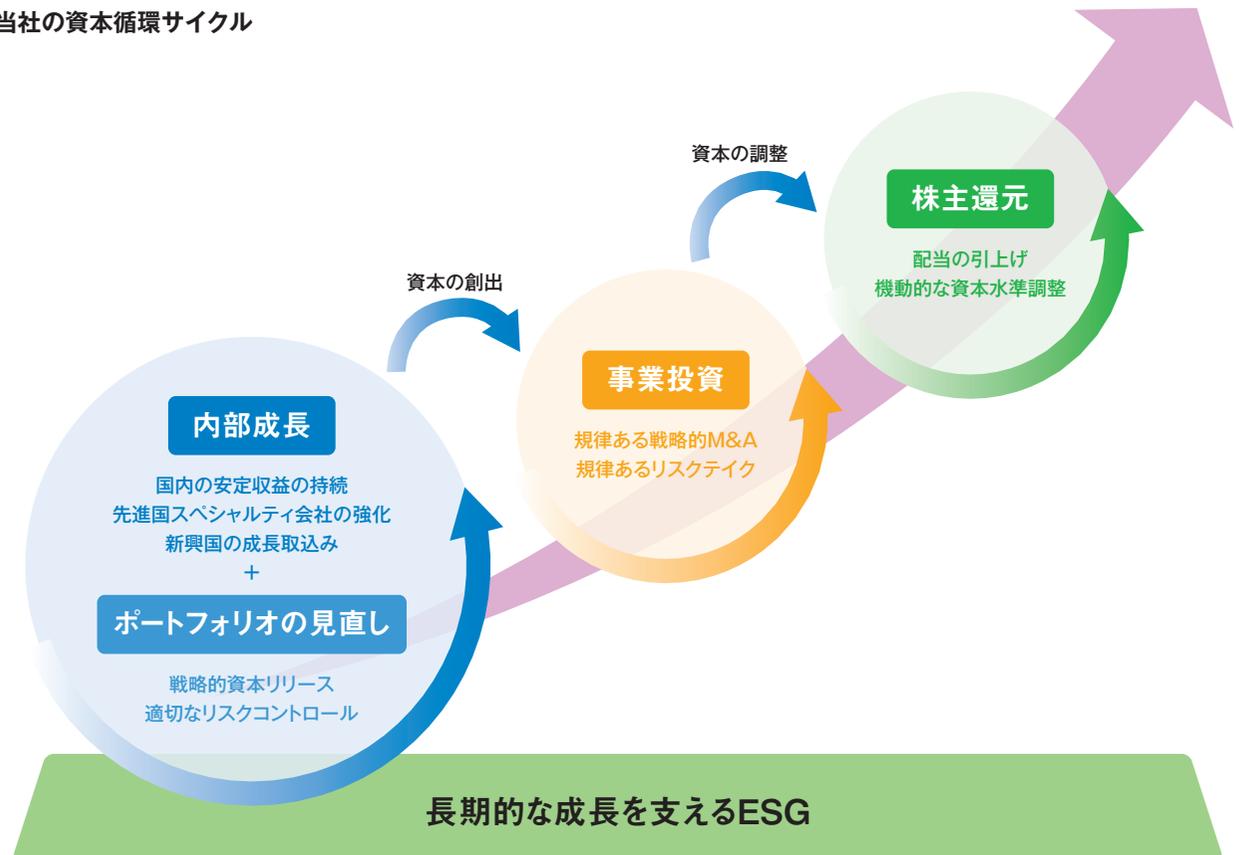
世界トップクラスのEPS Growthを引続き実現するとともに、
規律ある資本政策の実行を通じて、ROEをグローバルピア水準に引き上げます

取締役副社長
グループ資本政策総括(CFO)
岡田 健司

当社はこれまで、「保険引受」と「資産運用」を通じ、ボラティリティを抑制しつつ高い成長を実現することで、「世界トップクラスのEPS Growth」を実現してまいりました。また、規律ある資本政策を通じて、「ROEをグローバルピア水準まで引き上げる」という明確なアスピレーションを掲げ、これを着実に実行してきました。私はグループCFOとして、当社の企業価値向上に向けて、主に資本政策の観点から、経営の意思決定に深く関与しています。

特に、当社が重視している「資本循環サイクル」は、①まず「内部成長」をベースに、「ポートフォリオも戦略的に見直す」ことで、資本・資金を創出します。そして、②創出した資本・資金を、優良な「事業投資」に振り向け、③良い案件がなければ「株主の皆様へ還元」する、というサイクルを回し続け、「ROE向上」を図るというものです。このようなアプローチは、単なる資本効率の追求にとどまらず、健全なリスクテイクと中長期的な利益成長の実現を両立するための基盤となるものです。ここでは、資本政策の考え方とその実行状況、さらには今後の展望についてご説明いたします。

▶ 当社の資本循環サイクル



CFOメッセージ: 資本政策

内部成長

まず、内部成長(Organic Growth)についてです。当社は、いわゆる「縮小均衡」はめざしておらず、ROE向上のメインドライバーは、分子の拡大、すなわちOrganic Growthをベースとした「世界トップクラスのEPS Growth」となります。

実際、当社はこれまで、保険引受と資産運用の両面での安定的な利益成長を積み重ねており、ボラティリティを抑制しながら、グローバルピアと比較しても遜色のない、むしろそれを上回るEPS Growthを実現してきました。中期経営計画におけるEPS Growth目標は「CAGR+8%以上*1」としていますが、これは利益成長で「+7%以上」、自己株式取得効果で「+1~2%」により実現します。

当社の事業ポートフォリオは、①安定収益源である日本の損害保険事業、②裾野が広く深耕余地が大きい北米スペシャルティ領域、③高い成長率が見込まれるブラジルやアジアといった新興国等に分散された構成となっており、これがグループ全体のEPS Growthの高い継続性／持続可能性を支えています。

*1: 政策株式売却益を控除したベース

事業ポートフォリオの見直し・事業投資

当社では、「どのリスクを取るか」「どの程度リスクを取るか」「そのリスクに対するリターンは十分か」といった観点から、事業ポートフォリオの見直しと資本配分を継続的に進めています。私はグループCFOとして、全社横断的な観点から事業の成長を支えるべく、資本配分の前提となる戦略評価について各事業のトップと継続的な議論を行っており、将来の成長期待に基づいたリソースの配分を進めています。

最近でも、成長が見込まれる領域について、TMHCCが、2023年7月(GGEBS社)、2025年4月(Lasso社)と、着実に機会を捉えて

ボルトオンM&Aを実行したり、国・地域としての成長を見込むカナダでは、2022年に現地法人を設立するといった成長投資(Entry)を行う一方で、当社がベストオーナーではないと判断したグアムやサウジアラビアの現地法人は売却(Exit)するなど、適切な資本配分を追求しています。大型M&A案件については、直近のValuationは未だ割高だと認識しているため、引続き買収規律を持ちながら忍耐強く、しかしタイミングは逃さずに、機会を捉えてまいります。

(参考)

▶ In戦略(買収・新設)

- 当社大型M&AのROI*2は21.2%と、当社資本コスト(7%)を大きく上回る
- 中小型のボルトオンM&Aも着実に実行

▶ Out戦略(売却・ランオフ)

- Out戦略についても、事業の将来性をフォワードルッキングに見極め、規律をもって実行

(参考)

▶ レートサイクルとM&A機会

M&Aにおける足元のValuationは引続き高止まりしています。これは保険引受の「レートサイクル」とも相関があり、具体的には、保険キャパシティの供給より保険付保需要が多くなる「ハードマーケット」期には、保険料の上昇によりOrganic Growthが可能となるため、Valuationは高く、逆に「ソフトマーケット」期には、Valuationが下がるため良質なM&A案件を適切な価格で実行しやすくなる傾向があるということです。当社はこれまで、こうした環境の変化も見極めながら、規律をもってM&Aを実行しており、足元、政策株式の売却を加速し、余剰資本が創出される局面であるからといって、当社のIn/Out戦略の方針や規律を変えることは決してありません。今後も、グループ全体のROE向上に資する成長投資を着実に実行しつつ、レートサイクルも見極めながらM&Aの機会も着実に捉え、資本効率の向上を図ってまいります。

損保セクターM&A案件総額と北米市場のレートサイクル



(参考)
当社による大型M&A*5実績



2007年12月

2008年7月

2011年12月

2015年6月

2019年10月

*2: ROIの分子は事業別利益の2025年予想の単純合算、分母は買収金額の単純合算を用いて計算したもの

*3: 米国コマーシャル市場 (出典) WTW "Commercial Lines Insurance Pricing Survey"

*4: 2003年から2024年までに公表された案件金額\$100M以上かつ対象会社が損保セクターのグローバル案件を集計 (出典) Dealogic.

*5: 日付は公表日

CFOメッセージ: 資本政策

ROEのグローバルピア水準への引上げ

当社が、EPS Growthとともに、重要なKPIとして市場にコミットしているのが、「グローバルピア水準へのROEの引上げ」です。

足元、2024年度の当社のROE実績は19.8%、保険本業とも言える、除く政策株式売却益ベースでは12.6%と、これらは日本の金融セクターではトップクラスですが、グローバルピアとの比較では、引続き距離があると認識しています。

P24でもご説明の通り、当社ROE引上げのメインドライバーは、分子の拡大、すなわちOrganic Growthをベースとした「世界トップクラスのEPS Growth」ですが、これは、グローバルピア各社も共通して実現をめざしているものだとと言えます(右図①)。

一方、当社には、これに加えて、グローバルピアにはない、ROEを引き上げる独自のドライバーが2つ存在します(右図①・②)。

まず一つ目が、政策株式の売却で創出する余剰資本を、よりROR(リターン・オン・リスク)の高い「主要事業」に再投資する「事業ポートフォリオの変革」です(右図①)。

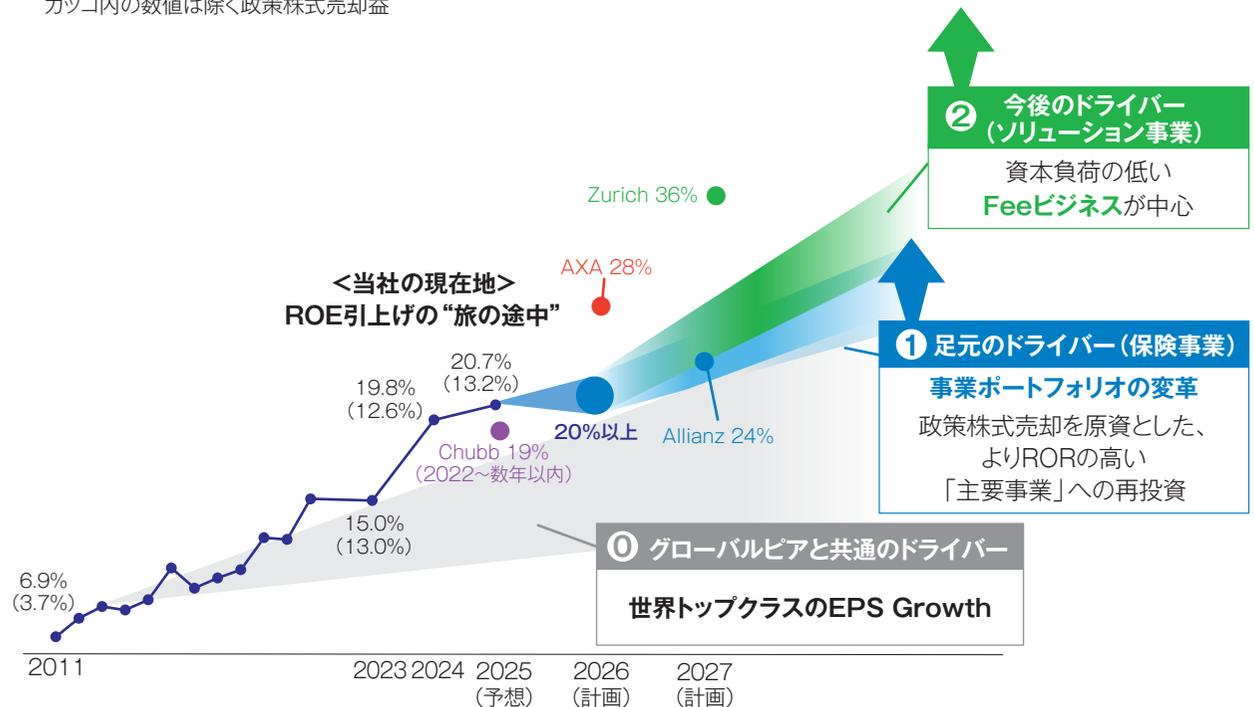
これまで政策株式の保有に要していた約0.7兆円のリスク量が今後リリースできる訳ですが、これは、グローバルピアにはないROE引上げのドライバーとなります(詳細はP26参照)。

そして二つ目のドライバーとなるのが、当社が今後の成長戦略の新たな柱として掲げる「ソリューション事業の拡大」です。この事業は、ID&Eによる防災・減災コンサルティングの提供といった保険と比べて資本負荷の低い「Feeビジネス」が中心です。グローバルピア各社は既に相応の規模でFeeビジネスを展開しているところ、翻って、これから事業展開を本格化する当社にとっては、ROEの大きな「伸びしろ」となります(右図②)。

これらのドライバーを最大限活用することにより、当社は「グローバルピア水準へのROEの引上げ」を実現してまいります。

修正ROE^{*1,2}の推移

カッコ内の数値は除く政策株式売却益



*1: 自然災害を平年並みに補正し、北米キャピタル損益等について、年初予想からの変動を控除したベース(2024については、北米キャピタル損の期待値を年初予想▲\$265M(税前)から▲\$440M(税前)に見直したベースで算出)

*2: 当社修正ROEと基準を揃えるために、ピア各社がKPIとして開示しているROEを、Tangibleベースに修正 (出典) 各社開示資料から当社試算

CFOメッセージ:資本政策

政策株式削減の進捗と「事業ポートフォリオの変革」

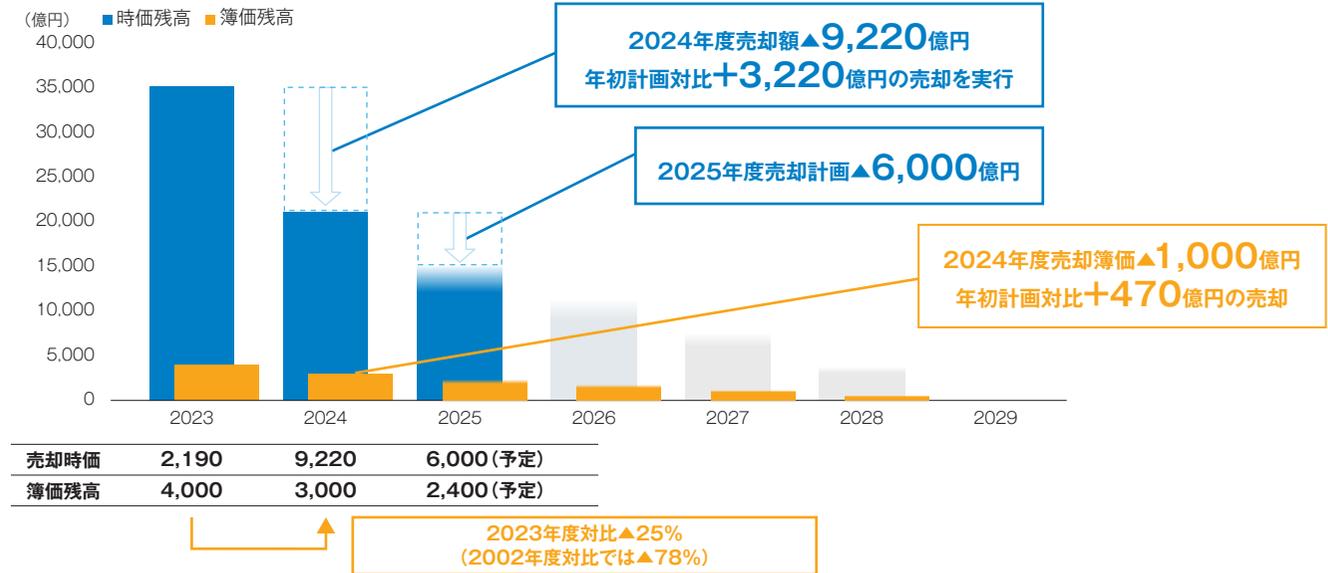
前述のROE上げの一つ目のドライバー、「事業ポートフォリオの変革」の前提となるのが、着実な政策株式売却の実行です。2024年5月、当社は政策株式を「2029年度末までに“ゼロ”にする」、そのマイルストーンとして「現中計の3年間で半減させる」ことを宣言しています。その中で、2024年度は、年初計画の6,000億円に対して、売却実績は9,000億円超、2025年度も、6,000億円の売却を計画しており、売却ペースを加速しています。

一方、政策株式の含み益はもともと資本に算入されていますので、その売却によって、資本が新たに創出される訳ではありません。従って、売却によりリリースされるリスク量を、いかに当社の成長、企業価値向上に資する有効な事業投資に活用できるかということが、非常に重要となります。

その有効な活用方法、即ち、当社のROEを上げる打ち手となるのが「事業ポートフォリオの変革」です。

右図の通り、ROEは、「RORとESRの割り算」に分解することができますので、RORの上げが、ROEの上げに直結します。足元、当社グループ全体のRORは17.9%であるところ、これは、保険本業である主要事業のROR20.4%と、政策株式保有に係るROR6.0%とに分けることができます。こうして見れば、政策株式保有が、当社RORの引下げ要因となっていることは一目瞭然であり、この売却によってリリースするリスク量を、より高いRORを実現している主要事業に振り替えれば、自ずとRORは引き上がることになります。具体的には、例えば、既に当社が強固な事業基盤を築いている北米事業での保険引受リスクテイクを選択的に増やしていく、或いは、資産運用を拡大する、こうした「主要事業に対する新たな資本投下」を通じて、当社はROEを引き上げてまいります。

政策株式の売却状況



RORの高い事業への再投資(事業ポートフォリオの変革)



2025予想ROR*2 17.9%の内訳



*1: 修正純資産は財務会計ベースの連結純資産から異常危険準備金やのれん等を調整した平残であるのに対し、実質純資産(移動制約資本控除後)は資産・負債を時価評価した経済価値ベースの期末残高であるなど、定義が異なるため、等式の左右で数値は一致しない

*2: 分散後、税後

*3: 25.3末時点

CFOメッセージ:資本政策

株主還元

当社は、「持続的な利益成長」と総合的な株主還元の実現を重視しており、その方針は一貫しています。すなわち、株主還元は普通配当を基本とし、利益成長に応じて持続的にDPSを高めています。具体的には、配当原資は、ポラティリティを抑える観点から「修正純利益の5年平均」とし、これに配当性向50%を掛けた金額を普通配当としています。2024年度は、着実な利益成長に加えて政策株式の売却益を大きく計上したことにより、配当原資である「5年平均の修正純利益」が過去最高水準に引き上がっています。この結果、2025年度のDPSは14期連続の増配、対前年+22%成長となる210円を見込んでいます。

自己株式取得についても、当社はESR(エコノミック・ソルベンシー・レシオ)の水準や市場環境、追加的なリスクテイクの機会、EPS Growthを+1~2%分押し上げる水準等を総合的に勘案したうえで柔軟に対応しており、2025年度は年間2,200億円の自己株式取得を計画し、5月にはまず上期分として1,100億円の実行を決議しました。



$$\text{DPS} = \text{配当原資:5年平均修正純利益} \times \text{配当性向:50\%} \div \text{株式数}$$

(原則、減配はしない)

IFRS(国際会計基準)移行等に伴うKPI・定義の変更

当社では、2025年度末から、IFRSへの移行を予定しています。また同じく日本の保険会社に対するICS(国際資本基準)の導入が予定されています。

利益指標などの各種KPIの定義、配当原資の考え方等を見直す予定ですが、引き続き「世界トップクラスのEPS Growth」と整合するかたちでDPSのGrowthを実現する方針を変えることはありません。

本導入を通じて、グローバルピアとの比較可能性が向上することとなりますが、新定義については、資本市場との対話も踏まえ、遅くとも2025年秋にはお示しする予定です。

<現行KPI・定義>

利益指標	修正純利益・事業別利益
ROE	修正ROE
配当方針	修正純利益(5年平均)×配当性向(現行50%)
ESR	現行ESR(信頼水準:99.95% VaR)
ターゲット	100-140%

<2026年度~>

新定義ベース

エコノミック・ソルベンシー・レシオ(ESR)をベースとした資本管理の考え方

ESR	<ul style="list-style-type: none"> 更なる事業投資, and/or 追加的なリスクテイク, and/or 株主還元 を実施
140%	<ul style="list-style-type: none"> 更なる事業投資, and/or 追加的なリスクテイク, and/or 株主還元 を柔軟に検討
100%	<ul style="list-style-type: none"> 利益蓄積による資本水準の回復をめざす リスク抑制的な事業運営により、リスク水準の抑制を図る リスク削減の実施 資本増強の検討 株主還元方針の見直しの検討

CFOメッセージ:リスクベース経営

▶ エマージングリスクの例 ※ 詳細は、2025年3月期有価証券報告書(P.31)を参照

エマージングリスク	対応例
①脱炭素・自然共生社会への不適切な対応 (気候・自然関連移行リスク)	●「環境および社会リスクに対処する東京海上グループポリシー」の表明等
②地球温暖化、自然資本・生物多様性の喪失 (気候・自然関連物理的リスク)	●自然災害リスク評価手法の高度化、自然資本・生物多様性に関する分析・開示
③ビジネスパートナーリスク	●「責任ある調達のためのガイドライン」の周知・協力依頼
④事業ポートフォリオの拡大・変遷に伴う経営管理リスク	●新領域でのガバナンス・内部統制態勢の段階的整備・構築
⑤グローバルな人権尊重対応の遅れ	●「人権基本方針」の策定・実践。ホットラインの設置

▶ 2025年度の重要なリスクの一覧 ※ 詳細は、2025年3月期有価証券報告書(P.29、30)を参照

重要なリスク	対応例
①経済・金融危機	●地政学リスク等の影響調査 ●ストレステスト・信用リスク管理の実施
②巨大地震	
③巨大風水災・セカンダリーベリル (含む気候関連物理的リスク)	●リスク評価、リスク管理の実施 ●ストレステストによる資本十分性及び資金流動性の確認 ●危機管理態勢・事業継続計画等の整備、訓練の実施
④火山噴火	●セキュリティ態勢・委託先管理の実施
⑤新ウイルスのまん延	等
⑥サイバーリスク	
⑦重要情報の漏えい	●情報セキュリティ態勢強化と従業員教育の徹底
⑧法令・規制への抵触／コンダクトリスク	●法令遵守体制のモニタリング、社会・規制動向に応じた対応の強化 ●従業員意識調査や好事例の共有等によるグループ全体の取組み改善
⑨地政学リスク	●危機管理態勢と事業継続計画の整備、対応力の強化 ●外部知見を活用した適切な状況把握と将来予測
⑩インフレーション	●インフレ影響の分析とリスクに見合った商品改定や引受の実施
⑪当社事業領域におけるディスラプション	●DX推進やソリューション事業の展開による競争優位性の確保と成長の加速
⑫AI／データガバナンスの不足	●グループ共通ルールとガバナンス基盤の整備推進

定量的リスク管理

定量的リスク管理においては、最新の知見に基づくリスクモデルを使用したリスク量の計測やストレステストの実施を通じて、格付の維持および倒産の防止を目的として、保有しているリスク対比で資本が十分な水準にあることを多角的に検証しています。

具体的には、リスクを99.95%バリュアットリスク (VaR) の信頼水準で定量評価し、実質純資産*1をリスク量で除したエコノミック・ソルベンシー・レシオ (ESR) の水準により、資本の十分性を確認するとともに、事業投資機会や今後の市場環境の見通し等を総合的に勘案して資本政策を決定しています。99.95%VaRのリスク量とは、2000年に1回の頻度で発生するリスクが顕在化した場合の損害額であり、AA格相当の十分な資本を持つことを意味します。

なお、当社グループのESRターゲットレンジは100~140%としていますが、2025年3月末時点におけるESRは149%*2であり、資本が十分な水準にあることを確認しています。

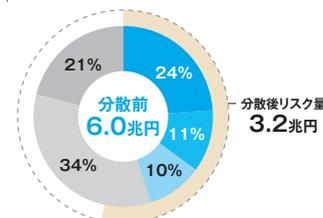
また、重要なリスクのうち、経済・金融危機、巨大地震および新ウイルスのまん延については、経済的損失が極めて大きいと想定されるシナリオならびに複数の重要なリスクが同時期に発現するシナリオに基づき、資本十分性及び資金流動性に関するストレステストを実施しています。また、巨大風水災についても資金流動性に関するストレステストを実施しています。その結果、いずれも問題がないことを確認しています。

*1: 財務会計上の連結純資産に、異常危険準備金の加算やのれんの控除等の調整を加えて算出します。

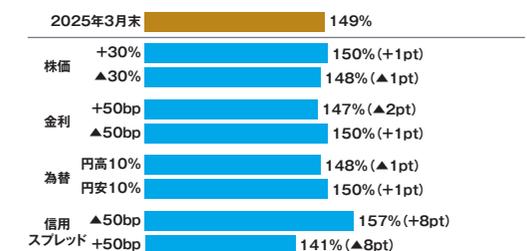
*2: 自己株式取得2,200億円実施後のESRは143%

▶ リスクの構成比と分散効果

■ Japan P&C (保険引受) ■ Japan Life ■ Others
■ Japan P&C (資産運用、除く政策株式) ■ International



▶ ESRの感応度



中期経営計画

中期経営計画2026 ～次の一步の力になる。～

当社は、2024年度からスタートした「中期経営計画2026 ～次の一步の力になる。～」において、事業環境の大きな変化を見据え、将来に向けたあるべき姿を起点とした「バックキャストイング・アプローチ」によって、2035年にめざす東京海上グループの姿を定義したうえで、そこに至るために必要な向こう3年間の計画を策定しました。

足元で取り組むべき重点戦略として「成長の3本柱」および「規律の2本柱」を掲げています。

1年目となる2024年度は、国内の収益構造改革や、北米スペシャルティ事業の成長などを背景に、EPS GrowthおよびROE向上の両面で順調に進捗しました。2025年度は、この中計の重点戦略をさらに深化させ、継続的なEPS成長を通じたROE向上と、企業価値の最大化を図ってまいります。

事業環境変化を踏まえた“2035年にめざす姿”

お客様や社会の課題／リスクに対して
“イノベティブなソリューションを届け続けるパートナー”

引き続き推進する
「グループ基本戦略」

グローバルなリスク分散
(P17-18)

グローバルなグループ一体経営
(P19)

中計期間(2024-2026年)における
「グループ重点戦略」

「成長」の「3本柱」

- ① 価値提供領域の飛躍的な拡大
- ② ディストリビューションの多様化・複線化
- ③ 生産性の徹底的な向上

「規律」の「2本柱」

- ① 内部統制／ガバナンスの強化・向上
- ② 事業ポートフォリオ・資本管理の高度化

現中計の進捗(グループ全体)

2024年度実績は、政策株式売却益を除いた修正純利益(Normalizedベース※)が6,790億円となり、修正ROEは12.6%となりました。

(※「保険本業利益」から一過性の影響を除いたもの)

2025年度計画は、修正純利益7,000億円、修正ROE13.2%と、中計の目標に対して引続き順調に進捗することを見込んでいます。

	FY2026計画 (24年5月公表)	FY2025予想	FY2024実績
EPS Growth カッコ内は含む政策株式売却益	CAGR*2+8%以上 (+16%以上)	CAGR*2+10.5% (+29.2%)	+15.9%YoY (+58.6%)
修正純利益成長*1 カッコ内は含む政策株式売却益	CAGR*2+7%以上 (+15%以上)	CAGR*2+8.3% (+26.7%)	+13.8%YoY (+55.9%)
自己株式取得	+1~2%	+2%	+2%
修正ROE カッコ内は含む政策株式売却益	14%以上 (20%以上)	13.2% (20.7%)	12.6% (19.8%)

現中計の進捗(事業別)

事業別利益については、「Japan P&C事業」が、自動車保険における損害率の上昇により、足元で中計の目標をやや下回っていますが、今後レートアップなどの打ち手を講じることで、利益目標の達成を見込んでいます。

また「International事業」においては、2024年度にCREローンに係るキャピタル損失を大きく計上した影響等があったものの、主要拠点の保険引受は堅調に推移しており、こちらも現中計の利益目標は達成する見込みです。

	FY2026計画 (24年5月公表)	FY2025予想	FY2024実績
修正純利益*1	CAGR*2+7%以上	CAGR*2+8.3%	+13.8%YoY
事業別利益	Japan P&C*3	CAGR*2+5%以上	▲14.8%YoY 含む為替+26.5%
	Japan Life*4	CAGR*2+3%以上	+13.6%YoY
	International	CAGR*2+5%以上	▲3.1%YoY 含む為替+6.6%
発射台となる2023年度に含まれるJapan P&Cにおける 為替のマイナス影響*5が剥落する効果+約460億円		CAGR*2+2.9% 含む為替+16.1%	CAGR*2+6.9%
		CAGR*2+0.9% 含む為替+3.1%	

*1: 自然災害を平年並みに補正し、北米キャピタル損益等について、年初予想からの変動を控除したベース(2024については、グループ合計の北米キャピタル損の期待値を年初予想▲\$265M(税前)から▲\$440M(税前)に見直したベースで算出)

*2: 2023年度を基準としたCAGR

*3: Japan P&C = TMNF、除く為替の影響

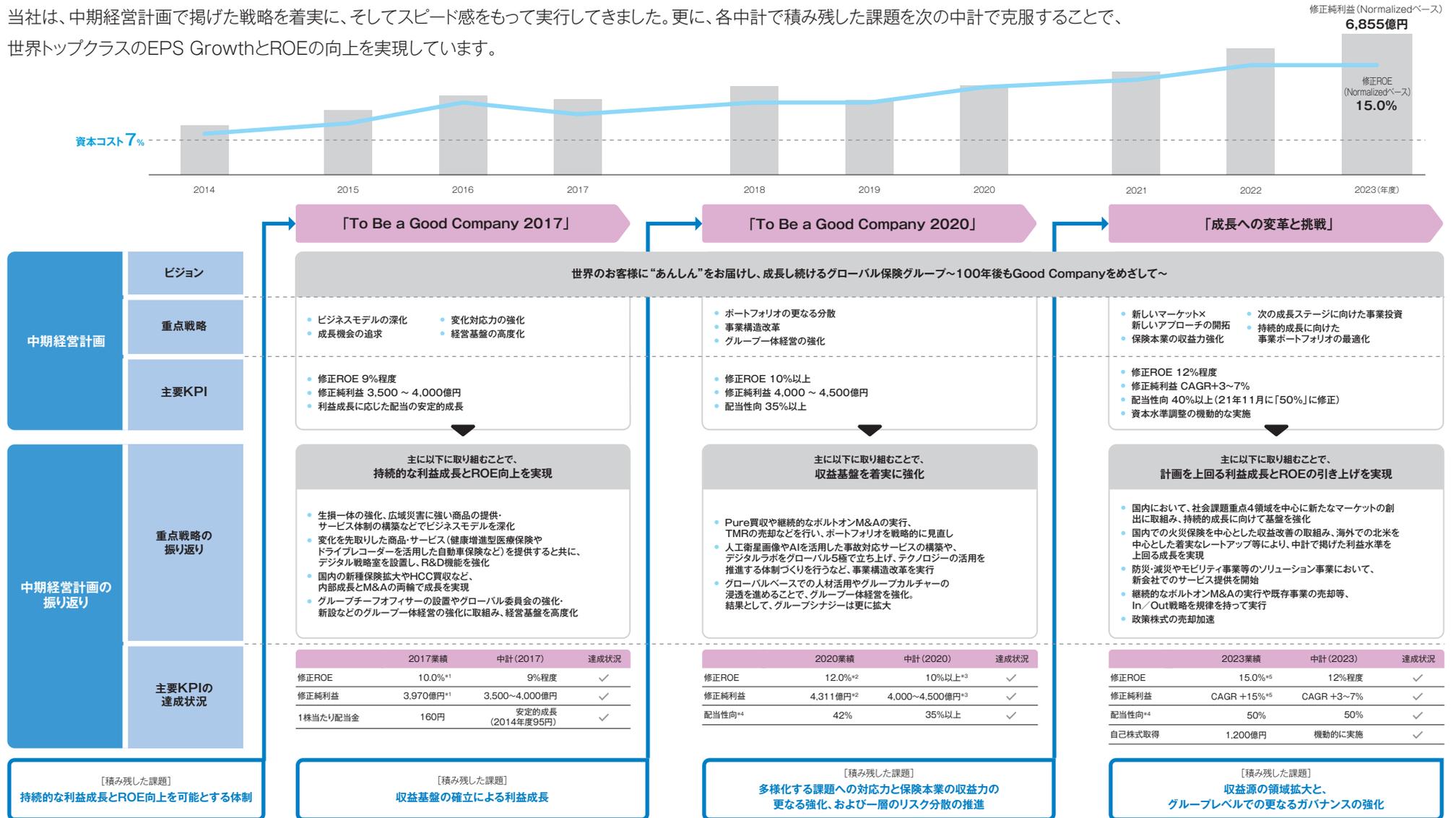
*4: Japan Life = AL

*5: 2023年度における円安進行により、TMNFで外貨建支払備金の積み増しや為替デリバティブ損等が発生したこと

CFOメッセージ:中期経営計画

▶ (参考)これまでの中期経営計画の振り返り

当社は、中期経営計画で掲げた戦略を着実に、そしてスピード感をもって実行してきました。更に、各中計で積み残した課題を次の中計で克服することで、世界トップクラスのEPS GrowthとROEの向上を実現しています。



*1: 自然災害を平年化した上で、米国税制改革による一時的な影響および為替変動の影響を控除し、市場環境を2015年3月末ベースとした数字 *2: 新型コロナウイルスの影響を控除した上で、自然災害を平年化し、市場環境を2018年3月末ベースとした数字 *3: 自然災害を平年化し、市場環境を2018年3月末ベースとした数字
*4: 配当性向は5年平均の修正純利益対比で、年初予想ベース *5: 自然災害を平年に補正し、政策株式の売却益(売却額が年初計画を超えた部分)、北米キャピタル等を控除