HFLP 東京海上HDのグローバル戦略　事前課題　Cチーム

（講師：伊藤邦雄・加賀谷哲之、講義日時：2019年12月21日（土）9:30～12:00）

メモ：小幡（博報堂）

**【事前課題（概要）】**

* M&Aを活用し持続的な偉業価値創造を実現している「東京海上HDによるグローバル戦略」に関する考察（ケース・スタディ）
* 関連）東京海上HD時価総額　約4.41兆円（2019/12/13終値ベース）

**【テーマ1】　1990年代後半以降の同社ファンダメンタルズから見た経営課題と選択肢**

* **1-1. 1990年代後半から新世紀における保険業界の経営環境（成長機会、競争環境等）**
  + まず、国内生損保市場とも成熟化し、成長機会が見出しにくい。また、損保業界は業界再編・合従連衡が進展、生保業界もネット生保参入による単価減など競争環境は激化。
  + 一方、グローバル保険市場では世界最大の米国は拡大基調が続き、また、中国を含む新興国は（今後の保険普及率の拡大による）市場の急拡大が見込まれ、国内市場に対して成長機会が存在する。
  + 議論・質問
    - 日本の今後のビジネス上の魅力（利益成長余地）についての考え方
      * 一口に保険と言ってもアメリカと日本とでも違う感じ。まず、生保はアメリカ単価高い（保険総額比/人口比）。日本は自由化によって競争激化。次に損保は日本で自動車保険割合高い。アメリカはそうでもない。訴訟文化が背景？結果的にアメリカの損保市場が圧倒的に大きい。日本で自動車以外での成長余地を見出すと風水害くらい？但し、ターゲット顧客の給与水準が今後高まるとも期待できず、守るべき資産も少ないため魅力的なビジネス（利益面で）になりえない可能性？逆にアメリカの富裕層などは守るべき莫大な資産を抱えている点で魅力的。
    - ご質問①アメリカでの成長へのアプローチ（自前or M&A）→M&A活用理由
      * 参入障壁があるのでは？アメリカ富裕層がゼロベースで立ち上げた日系保険企業の顧客になるのは難しい。モノを売るのとサービスを売るのとでは違うのではないか？（例：米国駐在員時代に自動車保険や輸送サービスなど日系企業が受注していたがほんの一部）金融などサービス産業での参入は、文化的背景もあり参入障壁高い。そのサービスが存在しないニッチな商品であれば自力参入も可能だが（その点で新商品開発の重要性高い）、ニッチである以上、事業ポートフォリオ転換のドライバーというインパクトはもたらしにくい？
* **1-2. 保険の自由化をめぐる影響**
  + 【保険業法の改正（1996年）】
    - ①生損保相互参入解禁、②商品・料率の届出制導入、③料率算定会制度見直し
  + 【リスク細分化型自動車保険の認可（同年12月）】
    - 算定会料率の使用義務が廃止、リスク細分化型自動車保険が認可。この結果、外資系通販専門の損保が国内自動車保険市場に参入。
  + 【保険商品の銀行窓販の一部解禁（2001年）】
    - 商品や料率だけでなく販売チャネルが拡大。2007年には全面解禁。
  + 【改正保険業法の法制化（2014年）・施行（2016年）】
    - 保険募集の基本的ルールの創設や代理店に対する体制整備義務の導入など
  + これら自由化（規制緩和）が背景で、合併による規模の拡大が進展。2001年には上場会社14社が8社に集約。2010年には3メガ損保グループが形成（東京海上グループ、SOMPOグループ、MS&ADインシュアランスグループ）
* **1-3. 事業ポートフォリオの状況**
  + 東京海上HDは営業利益の9割以上を国内損保事業に依存（2009年度）。2000年代中盤以降コンバインド・レシオの増大に対応する「損保事業の業務改革」、自然災害の深刻化が進む日本で一層高まると予測される「事業リスクの分散化」、「成長市場（海外）の取り込み」が経営課題。
  + 同社の資産構成は有価証券が全体の7～8割（約18兆円）、うち売買目的や満期保有目的を除いても約12兆円が存在。これら資産の活用は事業ポートフォリオ転換に向けて有効な手段の一つとなりうる。
* 議論・質問
  + 有価証券の運用国別データなどがあれば良かった。引受額を上回る運用利益をもたらさないとも儲からないので、日本以外で運用していると思われるが（統合報告書P.110「4.その他有価証券：外国証券」とあるのでやっていそう）
  + ご質問②：有価証券の運用方針について
    - 有価証券の運用方針は、M&A積極実施前後で変更されたのか？段階的に変更された可能性があるのではと推察。M&Aは、株式市場がクラッシュした際の減損リスクを軽減しうる目的もあったのでは？だからこそM&Aでは高収益・高資本回転率の企業を買収対象とした可能性？
  + ご質問③：リーマン直後のフィラデルフィア買収の意思決定について
    - 大変興味あり。自社もリーマンショックのマイナス影響を受けており、直前にはKilin社買収で手元資金も活用した直後（おそらく必ずしも条件の良くないであろう）社債発行も含めた厳しい条件と、買収先も企業価値を棄損しているなかでの天秤をどのように判断したのだろうか？
  + ご質問④：M&Aの順番論
    - アメリカで収益基盤を固めてから、アジアなどの新興国を目指しているように見える（その背景として、やはりアメリカが最重要ターゲットという方針があったのか。統合報告書P.31には、2018（予想）で新興国の世界保険料割合22％とあるが、今後、アメリカと新興国とをどのようなバランスで増やしてくのか？
  + ご質問⑤：ピュアG（低利益率2％、利益額60億円）の買収目的
    - ピュアG（低利益率2％、利益額60億円）3,200億円で買収しているのは、それまでの買収と少々異なる印象を受ける。ピュアG自体の成長性が見込まれるという記載の一方、全体構想実現に向けて絶対必要なピースとも考えられるが、その全体構想と照らし合わせた上で3,200億円の投下の妥当性をどのように捉えているか？支払うプレミアムほどの回収が実現ししうるのかが素人的には十分腑に落ちない。例えば、ピュアGの信用力では開発・販売できない商品サービスが想定されており、その投入による収益拡大余地があるのか？その点ではピュアGの買収意義は同社の持つ富裕層顧客基盤（でもピュアGだけでは十分活用できていない）を獲得するのが狙いか？そのストーリーは理解できるとしてどのくらいの回収期間を考えているか？（中核的なM&Aを補完する）ボルトオンM&Aに該当との理解で良いか？
  + ご質問⑥：進出する新興国の優先順位の付け方とアプローチ
    - 南アフリカ二位の保険会社への22％の出資は（アメリカでのM&Aとは異なる）どのような狙いか？なぜ南アフリカに目を付けたのか？その上で、22％出資は、外資規制などによる制約や、新興国ゆえの不透明さに対する様子見などがあるのか？
  + ご質問⑦：プレミアムの回収について？
    - グループシナジー創出（総体）を定量的に示されているが、どう計算されているか？コストシナジーとトップラインシナジーではどちらの貢献度が大きいのか？M&Aである以上、買収プレミアムに対する説明責任としてシナジーを定量的に示されていると思うが、プレミアム回収期間との兼ね合いからどう評価すべきか？
    - 東京海上グループとしての事業ポートフォリオ転換とプレミアム回収速度との兼ね合いをどうとらえているのか？
    - 保険会社にとってのシナジーとは何か？（ボクシングに例えると、パンチに耐えうる抵抗力のようなもの？
  + ご質問⑧：東京海上グループがこれから目指すべきところ
    - 事業ポートフォリオの転換には成功しているが、グローバルトップ10ランクからじりじりポジションを下げている。今後、トップ10入りを目指すといった目標を念頭に置いているのか？
    - 中国の保険企業グループはなぜこれほどまでに急成長を遂げているのか？そういった中国企業とのアライアンスなどを想定されているのか？そもそも規制などにより参入できないのだろうか？
    - それにともなって資本配分方針をどのように変更するのか、あるいは現行方針内で買収などを実施するのか？
    - 今までは、国内市場の成熟化を起点とする“危機感”が事業ポートフォリオ転換の大きなモチベーションになっていたと想像されるが、ある種一息ついた段階と思われる。当初思い描いていた成長ストーリーの何合目にいるのか、あるいはストーリーが一旦完結したとした場合、次はどこを狙うのか？（世界での有力プレイヤーを目指す場合、まだまだアメリカでの成長を目論むなど）

**【テーマ2】　同社がM&Aを進めた理由、タイミング、ターゲットの特徴**

* **2-1. なぜ同社はM&Aを進める必要があったのか**
  + 同社が現在、事業基盤を置く日本では、自然災害の大規模化等により保険引受リスクが高まりつつあり、その地理的なリスクを分散し、事業を安定化させるため。
  + 成長市場を取り込むことで企業価値向上を加速するため。
* **2-2. 同社はいつM&Aに積極的に取り組むようになったのか、それはなぜか**
  + 大きく2段階。第一段階は2000～2007年頃、国内業界再編および新興国の生損保会社獲得を目的としたM&A（2008年以降のM&Aに比べ規模は相対的に小さい）。
  + 第二段階が2008年以降、英国ロイズKilin社買収を起点とした買収額1,000億円超の大型買収。国内損保市場環境の悪化（コンバインド・レシオの増大による収益性低下）の相殺、欧米市場への本格参入が目的。
* **2-3. M&Aの必要性やタイミングとの関連でのターゲットの絞りこみ、その理由**
  + 2-1.および2-2.にほぼ記載済み

**【テーマ3】 同社のM&A戦略の特徴**

* **3-1. 2007年以降の大型M&A5案件の共通点・相違点**
  + 共通点
    - いずれも友好的な買収である点
    - いずれも海外大型買収案件であり、日本依存という地理的なリスクを分散し、企業グループ全体としての事業を安定化させることを目的としている点。
    - 巨大市場や成長市場で競争優位（差別性、高収益性、高資本効率性）のある企業を取り込むことで企業価値向上を加速することを目的としている点。
  + 相違点
    - Kilin社（2008年3月）、Philadelphia Consolidated HD（2008年7月）は、欧米での損保事業の本格展開が主目的。
    - 一方、Delphi社（2011年12月）、HCC Insurance HD（2015年10月）、Privilege Underwriters,Inc（2019年10月）は、生保やスペシャリティ保険など事業分散が主目的。
* **3-2. 良質な高プレミアム案件と経営改革が必要な案件のいずれを選択すべきか**
  + ケースバイケース。「被買収企業の将来CFの割引現在価値+M&Aによって新たに創造される将来CFの割引現在価値」＞「M&A買収金額」が見込まれるのであればM&Aの実行意義はあり、プレミアムの多寡は理屈上無関係。
  + なお、高い買収プレミアムが必要となる場合、収益性や資本効率の高い優良企業である可能性が高い。これら優良企業の買収後、経営陣が将来に渡りモチベーション高く高質な経営を継続しうる状況を維持すること（例：ゴールデンパラシュート問題）や、仮に経営陣が変更しても収益性や資本効率が維持される競争力を確保している企業であることが大事。一方、経営改革が必要な案件の場合、その改革を実行し成功裏に導くPMI人材の確保が極めて大切。
  + 東京海上HDの場合、買収企業とのケミストリーの親和性などを慎重にチェックし、前者を選択したのではないかと考えられる。
* **3-3. どのような事業内容・規模の対象をM&Aターゲットとすべきか**
  + 事業内容は、M&Aの目的（欧米での存在感確立、事業分散・資本効率向上）に資する事業を行っている保険会社。
  + 買収企業の規模は、ゴール設定次第だが、中期的（3～5年程度）に企業価値グローバル10の仲間入りを果たすことを念頭に置いた場合、最低でも時価総額約5兆円の達成が必要。現在4.4兆円との差額6,000億円を埋めていくために、数百億円クラスの買収の積み上げだけでなく、いわゆる大型買収（1,000億円超）も必要。
* **3-4. トップライン・ボトムラインシナジー（≒コストシナジー？）の考え方**
  + どの買収に際しても、同社の高格付け、強固な財務基盤、保険引受能力、海外ネットワークを、買収先企業に活用させることで、コストシナジーだけでなく、トップラインシナジーを想定している（例：買収企業間の共同事業展開のアレンジや、クロスセルも検討するとある）。とはいえトップラインシナジーの具現化の難易度は高く、少なくとも着実なコストシナジー実現は想定されている可能性。
* **3-5. 資金調達（手元資金、外部（負債・資本））**
  + Kilin社買収時に限り手元資金のみだが、その後は手元資金と社債など外部からの資金調達とある。外部からの資金調達について、負債調達（デットファイナンス）と株式調達（エクイティファイナンス）のいずれか明確に記載が無いが、同社の高い格付けを活用した負債調達が多いか？（検証できず）。
* **3-6. PMIの実践　※3-4.と関連**
  + Kilin社（米国での新規事業展開、アジア等における共同事業展開）
  + Philadelphia Consolidated HD（同社の米国事業の更なる拡大、カナダや中南米等へのマーケット展開、Kilin社との共同事業展開）
  + Delphi社（同社とPHLY社とのクロスセル、東京海上HD米国統括持株会社Tokio Marine North America社と同社との取締役会メンバーの相互派遣）
  + HCC Insurance HD（同社の主力商品である医療・傷害保険や会社役員賠償責任保険等のスペシャルティ保険商品のクロスセル、Delphi社の資産運用力の活用による同社の資産運用収益の拡大）
  + Privilege Underwriters,Inc（東京海上HDグループ入りによる信用力引き上げによる事業拡大、同社グループからの再保険引受による東京海上HDの収益拡大、既存米国現地法人が有するスペシャルティ保険商品のクロスセル）

**【テーマ4】 同社がM&Aを効果的に活用し事業ポートフォリオ変革に成功した要因、学び**

* **4-1. 成功要因**
  + 国内市場の成熟化、競争激化に危機意識を抱き「事業ポートフォリオ変革」を経営の中期的な重要課題と据えたこと。
  + そのうえで、①アメリカ等の巨大市場や成長市場で競争優位（差別性、高収益性、高資本効率性）があり、②同社の既存事業との重なりが少なくクロスセル等の相乗効果が期待でき、③同社とのカルチャーフィット（価値観を共有できる優秀な経営陣の存在）のある企業に対象を絞り、M&Aを展開したこと。
* **4-2. 学び**
  + 危機感は成功の必要十分条件ではないが、必要条件としての意義は大きい。（少なくとも変革の必要性が意識されない以上、アクションは発生しない）
  + 一見高いプレミアムのように見えても、M&Aによる相乗効果も含めた将来キャッシュフローの現在価値が、プレミアムを含む買収価格より高ければ、M&Aは実行する価値がある。プレミアムの評価はそれ単独ではなく、その後の将来キャッシュフローとの見合いで語られるべき。高い買い物（高いプレミアムによる買収）はそれ自体だけで否定されるべきものではない。
  + M&Aはプレミアムを支払う以上“負けから入る”戦術で、その負けを将来的に勝ちに持っていくストーリー/ネタが極めて大事。
  + 買収企業と自社とのケミストリー（企業文化の親和性）は、PMI成否に想像以上に影響を与える可能性。
  + ご質問⑨：買収先経営陣のグローバル戦略（CEO会議）への関与度合い
    - CEO会議は、例えば一年に一回といった儀式的な集まりなのか、あるいは、頻度高く、各リージョンの経営陣が担当リージョンを超えて、東京海上グループのグローバル戦略の議論や意思決定へ関与しているのか？
    - ガバナンスと執行の分離ともとらえられるが、日本人のみで構成される取締役会メンバーとの差異。

以上