2019.12.21

　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　　Eチーム

東京海上ケーススタディ

１．1990年代後半前後の東京海上のファンダメンタルズからみた経営課題とその選択肢。

* 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）

⇒国内損害保険市場においては、2000年代半ばよりコンバインドレシオが増大し、業務改革や事業構造改革などの業務改善に向けた取組みが急務となるなど、国内市場は厳しい経営環境となっていた。また、契約単価の低下傾向が続きネット保険会社の新規参入も相まって競争環境が悪化していた。

一方、海外に目を向けると成長余地が残されており、成長機会は海外事業の拡大が肝要となっていた。バブル崩壊で法人需要が減少。

* 保険の自由化をめぐる影響

⇒自動車保険においては、大蔵省（現在の金融庁）の護送船団方式の指導方針によって、自由競争が厳しく規制され、保険料を決定する際には、自動車保険料率算定会が算出した料率を使用するように義務付けられていた。

しかし、1996年の日米保険協議によって自由化の扉が開かれ、1997年にはトップを切ってアメリカンホーム保険が通信販売によって自動車保険の発売を始め、 98年には自動車保険料率算定会の料率使用義務も廃止された。以降、保険料の設定も保険会社の裁量に任されるようになり、横並びの保険料から保険料に違いが出てくるようにったことで競争が激化するようになった。

* 事業ポートフォリオの状況　等

⇒2004年3月期における東京海上の収益源は国内損保であった（売上2.4兆円、構成比で86.5%、利益率7.9%、利益貢献98.9%）、2019年3月期においては、主力の国内損保（売上2.7兆円、構成比54.9%、利益率8%、利益貢献54.9%）、海外保険（売上1.9兆円、構成比34.1%、利益率7.28%、利益貢献34.1%）、国内生保の利益率も向上（0.1%⇒5.2%）となり、海外保険の拡大が企業の成長に大きく寄与している。

２．東京海上ＨＤがＭ＆Ａ戦略を進めた理由、タイミング、ターゲットの特徴

* なぜ東京海上ＨＤはＭ＆Ａを進める必要があったのか？

⇒保険自由化等による国内競争環境の激化、低金利化、国内の人口減少等により国内市場では利益成長の道筋が見えないため。また、国内損保は金融緩和などに伴う資金運用環境もあり、業界再編・合従連衡が進んだ。

また、2000年代半ばまで東京海上のROEは1～3%台を推移しており、資本コストを上回るROEを計上するために早急に取り組む必要があった。

* いつ東京海上ＨＤはＭ＆Ａ戦略に積極的に取り組むようになったのか、それはなぜか。

⇒国内は市場環境・競争環境の悪化から業界再編・合従連衡が進み、成長するため

に海外事業に活路を見出した。

実際、国内においては、2002年4月に日動火災との経営統合に留まっているが、

海外M&Aにおいては、以下のような大型M&Aを実行。

・2000年　バミューダに現地法人を設立し再保険事業に進出　130億円

・2008年　イギリスのキルンを買収　940億円

・2008年　米国（ペンシルベニア州）のフィラデルフィアを買収　4,715億円

・2012年　米国（ニューヨーク州）のデルファイを買収　2,150億円

・2015年　米国（テキサス州）のHCCを買収9,200億円

・2019年　米国（ニューヨーク州）のピュアグループを買収　3,200億円

　※ピュアグループは富裕層を中心とする顧客基盤を持つユニークな保険大

手であるが、直近の年間採集利益は60億円に過ぎず、高成長を期待した買収となる。

* 上記の理由やタイミングに照らして、どのようなターゲットに絞っているか。それはなぜか。

⇒海外の成長を取り込む戦略から、M&Aターゲットは必然的に海外の保険会社となり、東京海上は過去5年間の売上高の伸びが高く、さらにROEも高い企業を買収している。より収益性の高い海外事業で成長を模索しているため。

３．東京海上ＨＤのＭ＆Ａ戦略の特徴

* 2007年以降に実施した大型Ｍ＆Ａ（Kelm、Philadelphia、Delphi、HCC、Pure）の共通点、異同点

⇒アメリカ、イギリスにおいて自社より企業規模は小さいが、売上が伸びていて、ROEが高い会社を買収している。

* 良質の企業を買収するには高いプレミアムを支払う必要がある。一方、業績が低迷している企業を買収すると、後の経営改革に苦労する可能性がある。どちらを選択すべきであったか。

⇒良質な企業（成長性と高ROE）を適正価格で買収した東京海上のM&A戦略は素晴らしく、現に投下した買収プレミアムは概ね回収済みとなっている。

* 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？

⇒今後成長の見込める分野や地域で競争力の高い会社で、東京海上がハンドリングできる規模の会社をM&Aターゲットにすべきと考える。自社よりも企業規模が大きい場合、対象会社のハンドリングが非常に難しいことに加え、買収金額も高額となることから大きなリスクが伴うため。

* トップラインシナジー、ボトムラインシナジーに対する考え方は？
* 手元資金を活用すべきか、外部調達か。外部調達の場合、DebtsかEquityか。

⇒東京海上の大型M&Aにおいてはキルン（手元資金）を除き、手元資金+Debtsで行っている。ピュアグループの買収に際しては、手元資金＋資本性劣後債で買収資金を調達しており、格付け、財務余力等を勘案していると推察する。

買収資金をEquityで調達した場合、株式の希薄化があることから、可能な限りDeptsで調達するべきであると考える。

* PMIをいかに実践すべきか。

⇒東京海上は買収後の対象会社の経営を現地の経営陣に任せている。現地の優秀な経営陣にリテンションを与え、経営にコミットさせると共に、本体の企業文化の共有による一体感の醸造を行っている東京海上のPMIは非常に素晴らしいと考える。

４．１～３を整理した上、東京海上ＨＤがＭ＆Ａを効果的に活用し、事業ポートフォリオの変革に成功した理由を検討しえてください。またそこから御社が何を学ぶことができるかについておまとめください。

　　⇒東京海上は国内事業の事業環境・競争環境が厳しいことから、成長するために海外M&Aを強力に推進してきた。成功の要因として、

1. 海外M&Aに経営資源を投下する意思決定
2. 2000年にバミューダの再保険事業により社内にノウハウを蓄積
3. 自ら情報収集して自前で買収リストを整えた（投資銀行のM&A担当者と渡り合う、提案力をチェックすることで投資銀行の担当者にも緊張感をもたらす）
4. M&Aの対象先は成長性と高ROEの会社に絞っている
5. M&A実行時には高値掴みしない
6. PMI時には現地の経営陣に経営を任せる

質問事項

* 他社に先駆けて海外M&Aを開始できた理由
* バミューダの再保険事業への参入時から海外M&Aを考えていたのか？
* 何故、高成長かつ高ROEの会社を買収出来たのか？他社も欲しいはず。
* 買収企業の選定とそのプロセス、どのように候補を選びどのように意思決定しているか？
* グローバルなマネージメント体制と人材育成をどのように構築していったのか？
* 企業価値創造と言う観点から見て、現在の時価総額をどのように考えられているか？株価は日経平均と概ねリンクしており、東京海上の株価は高くても良いのではないか？

