

海外M&Aで再びアクセル 東京海上の勝算と死角

編集委員 佐藤大和

2019/10/4 2:00 | 日本経済新聞 電子版

金融コンフィデンシャルは原則週初に公開します。次回は15日に掲載する予定です。通常のニュースでは埋もれてしまいそうな背景や水面下の動きをベテラン記者が描く新コラムです。

銀行、証券、保険……。業態を問わず国内大手金融機関の株価が軒並み低迷している。低金利環境の出口は米欧でもかすみ、人口減の重荷も加わる国内市場では利益成長の道筋が見えないからだ。



米保険大手ピュアグループの買収を発表する東京海上ホールディングスの小宮暁社長(3日、東京・丸の内)

そんな金融の苦境下で異彩を放つのが、東京海上ホールディングス(HD)だろう。3日には、3200億円の巨費を投じて米保険のピュアグループ(ニューヨーク州)を買収すると発表した。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だ。

「既存の米国事業と重複がほとんどなく、補完性が高い」。小宮暁社長は3日、買収に関する記者会

見で買収の勝算をこう説明した。総額2兆円に達した一連の海外M&A(合併・買収)戦略への高評価で、9月には株価が上場来高値をつけている。

代表的な投資指標であるPBR(株価純資産倍率)。三菱UFJフィナンシャル・グループ(FG)=0.43倍、野村HD=0.56倍、第一生命HD=0.50倍——。PBRは本来、解散価値とイコールの「1倍」が最低限の合格ラインのはず。ところがメガバンクの足元のPBRは2000年代初めの不良債権危機下で発足した当初の水準すら下回る。金融株が相場全体の足を引っ張る構図が続いている。

そのなかで「孤軍奮闘」しているのが東京海上HDだ。PBRは1.13倍。「ことさら胸を張る数字ではない」(幹部)とはいえ、MS&ADインシュアランスホールディングス(0.72倍)など同業の大手損害保険と比べても投資家の支持は際立つ。株式時価総額でも5年前には2兆円の差があったみずほFGと並んだ。

10年以上にわたって買収案件を積み上げてきたキーパーソンがいる。前副社長の藤井邦彦・常勤戦略顧問(64)。あくまで黒子役に徹してきたので表にはでないが、金融M&A関係者のあいだでは知られた存在だ。

手掛けた買収は英キルン(08年、900億円)、米フィラデルフィア(08年、4700億円)、米デルファイ・フィナンシャルグループ(11年、2200億円)、米HCCインシュアランスホールディングス(15年、9000億円)。ざっと1兆7000億円。デルファイまでの3件は最終利益ベースで投資額を回収済みだ。東京海上全体の収益に占める海外部門の利益は20年3月期に初めて全体の50%を超える見通し。03年3月期には3%にすぎなかった。

金融だけでなく、日本企業の海外M&Aには表面的な財務諸表では分からない収益力を見誤ったり、高値買いしたりすることがつきものだが、成功の秘訣はなにか。「自ら情報収集して自前の買収リストを整えることだ」と明かす。

海外展開を急ぐ金融機関の門前には、買収を仲介する内外の投資銀行のM&A担当者が提案書を携えて列をなす。だが、提案をうのみにせず5~6人の特別チームで常時更新する買収候補リストと照らし合わせて、逆に提案力をチェックする。「基準に合わない」。東京海上がかつて見送った案件の買収に踏み切った保険会社もある。

大手金融機関の株価純資産倍率	
三菱UFJ	0.43
三井住友	0.46
みずほ	0.47
ゆうちょ	0.34
野村	0.56
大和	0.60
第一生命	0.50
かんぽ生命	0.42
東京海上	1.13
MS&AD	0.72
SOMPO	0.95
オリックス	0.69
(注) 3日時点	

東京海上の欧米買収案件	
英キルン(08年3月)	941
米フィラデルフィア(08年12月)	4735
米デルファイ(12年5月)	2150
米HCC(15年10月)	8980
米ピュアグループ(20年1～3月 予定)	3255
(注)カッコ内は買収完了時期、数字単位は億 円	

歴史的に必ずしも東京海上が「M&A上手」だったわけではない。むしろ誤算続きだった。

1990年後半から証券合併や銀行買収、大手生保との統合など大胆な国内M&Aを仕掛けたが、いずれも失敗または頓挫した。肝心のビジネスモデルの詰めが甘く、なによりデューデリジェンス(資産査定)がおろそかだった。そうした後始末に01年に社長に就いた石原邦夫・現相談役(75)が追われた経緯は、本紙「私の履歴書」に記されている。

転換点
になっ
たのは
石原氏
が指名

した隅修三氏(72)が社長に就いた07年以降なのは明らかだ。隅氏は国際保険取引の中心であるロンドンに駐在した同社初の国際派トップ。国内での「異業態M&A」に懐疑的で、買収対象を一転して海外保険会社にシフトした。

しかもターゲットの中心は新興国ではなく欧米。アジアなどの保険会社に将来性があるのはそのとおりだが、過大評価の懸念が常につきまとう。当面の利益貢献は見込めず、買収しても投資家には響かない。

13年には、最大の保険市場である米国に精通する永野毅氏(66)にバトンを引き継ぎ、HCCなど大型買収を加速した。12年間にわたった「隅—永野」体制の指示の下、藤井氏が買収を陣頭指揮する布陣だった。

東京海上は6月、大幅な経営体制の若返りに動いた。永野氏が会長に就任。隅氏は子会社の相談役、藤井氏もアドバイザーの役割にそれぞれ退いた。

抜てきされた小宮暁社長(59)は代理店営業や経営企画などキャリアの主軸は国内だ。

「強力なビジネスモデルと成長性を評価した」。3日発表し、3200億円の巨費を投じる米保険ピュアグ



ループの買収は新体制初の大型案件だ。米富裕層を顧客基盤とする特徴のある保険会社だが、同社の直近の年間最終利益は5200万ドル(約60億円)にすぎない。これまでの案件にはない高成長を期待した買収金額の設定だ。

東京海上に死角はあるのか。

グループに加わった海千山千の外国人経営者との信頼構築など買収先のメンテナンスは必須だが、機動的なポートフォリオ(資産構成)の入れ替えも迫られよう。買収一辺倒では引き受けリスクが偏りかねない。昨年度に海外事業の「祖業」ともいえる英領バミューダの再保険会社の売却に踏み切った。

日本の損保は重たい宿命を負っている。この国が先進国で飛び抜けた「自然災害大国」だからだ。地震のリスクはあまりに甚大で民間では、はなから対応不可能。政府による再保険制度が整っている。

問題は風水害だ。昨年は台風21号で関西国際空港が水没するなど損保業界は過去最大の保険金を支払った。今年も千葉県を直撃した15号などで大手損保はそれぞれ1000億円規模の支払いを余儀なくされる。

被災者に保険金を届けるのは使命であり、そこまでは国内損保株を比較し物色する内外投資家も織り込み済みだ。

「(基準を満たす案件が)あるときはやる」と小宮氏は宣言する。海外M&Aでは異例の「連勝」を続けて、国内外で収益源とリスクを分散する。投資家が注視し、新体制に問われているのはその巧拙だ。

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。

Nikkei Inc. No reproduction without permission.