

東京海上ホールディングスに おける企業価値創造

M&A戦略を中心にした事前情報共有

2018年1月6日

一橋大学CFO教育研究センター事務局



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

Contents



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

- 1 本セッションの狙い
- 2 保険業界をとりまく経営環境
- 3 東京海上の現状
- 4 グローバル保険業界の現状
- 5 各M&Aターゲットの概要

本セッションの狙い

本セッションの狙い

M&Aを持続的な企業価値創造に結びつけることができている企業は多くない。M&Aを通じて、成熟しつつ国内市場中心の事業構造から国内外でバランスの取れた事業構造を実現し、安定的にキャッシュ・フローを創造することができる東京海上ホールディングスを事例に、その手法や基本思考を学ぶ。

1. 1990年代後半から新世紀における東京海上のファンダメンタルズから、どのような経営課題があると考えられるか。それへの対応のためにどのような選択肢がありうるか。
2. 東京海上HDはいつ、なぜ積極的にM&A戦略に取り組み始めたのか。そうした狙いのためM&Aターゲットをどのような基準で絞り込んでいるか。
3. 東京海上HDが実践したM&Aを分析し、どのようなM&A戦略の特徴を持つかについて検討してください(どのような順番でM&Aを実施するか、買収価格の設定、資金調達方法、保証・表明契約、開示、PMI等)
4. 1～3を整理したうえで、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。

事例分析＋グループ・ディスカッション＋ゲスト・スピーカーによる講演とQ&AでM&Aを戦略的に企業価値創造に結びつける手法や基本思考を学ぶ。

保険業界をとりまく 経営環境

国内保険市場の概況①

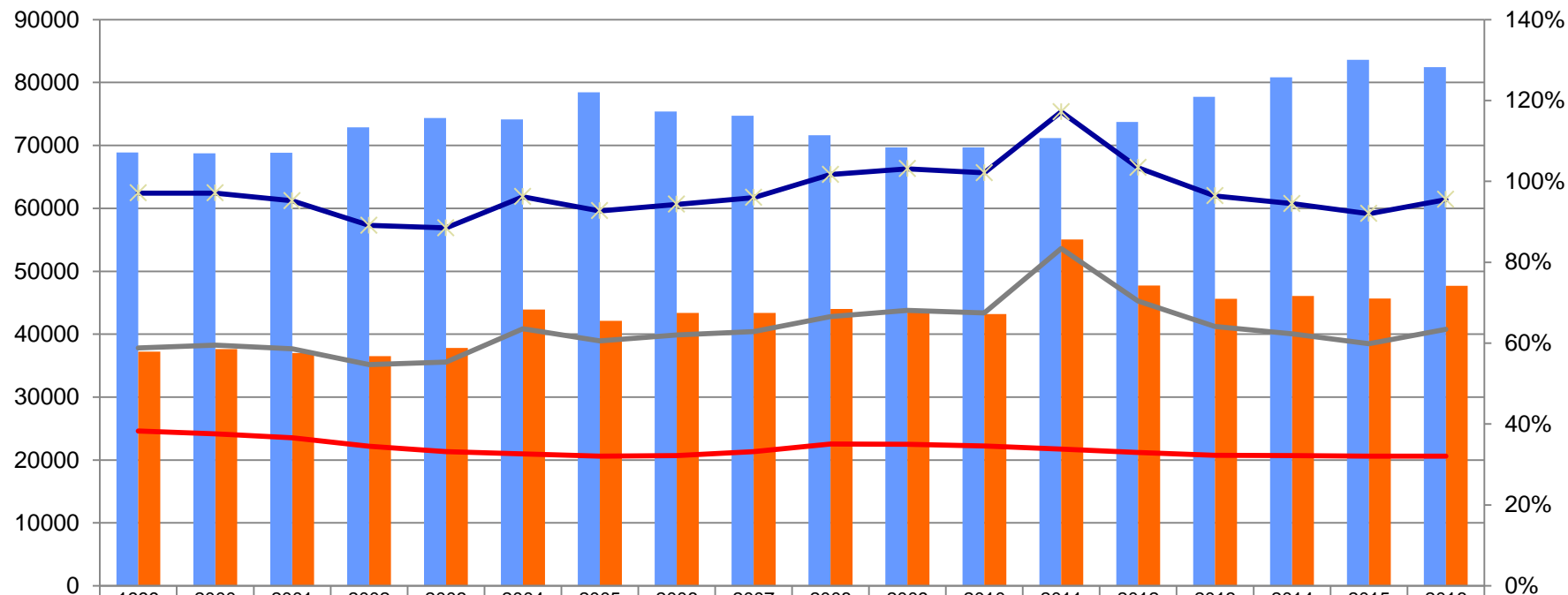
コンバインド・レシオ＝損害率＋事業費率

損害率＝ $\frac{\text{正味支払保険料} + \text{損害調査費}}{\text{正味収入保険料}}$

事業費＝ $\frac{\text{諸手数料及び集金費} + \text{保険引受にかかる営業費及び一般管理費}}{\text{正味収入保険料}}$

国内損害保険市場では、2000年代半ばよりコンバインド・レシオが増大し、2008年以降100%を超える水準が続いている。こうした中で、損害保険会社は業務改革や事業構造改革などの業績改善に向けた取り組みが急務となっている。

ITY



	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
正味収入保険料	68893	68741	68816	72859	74372	74119	78454	75372	74700	71618	69711	69710	71161	73718	77713	80831	83597	82439
正味支払保険金	37251	37652	36998	36518	37813	43917	42109	43374	43367	43995	43679	43187	55058	47749	45603	46054	45689	47675
損害率	58.8%	59.5%	58.6%	54.7%	55.3%	63.6%	60.6%	62.0%	62.9%	66.6%	68.1%	67.5%	83.4%	70.4%	64.1%	62.3%	59.9%	63.4%
事業費率	38.3%	37.6%	36.6%	34.5%	33.2%	32.6%	32.1%	32.2%	33.2%	35.1%	35.0%	34.6%	33.8%	33.0%	32.3%	32.2%	32.1%	32.1%
コンバインド・レシオ	97.1%	97.1%	95.2%	89.1%	88.5%	96.2%	92.7%	94.3%	96.0%	101.7%	103.1%	102.1%	117.2%	103.4%	96.4%	94.5%	92.0%	95.5%

■ 正味収入保険料 ■ 正味支払保険金 — 損害率 — 事業費率 —x— コンバインド・レシオ

※矢野経済研究所「日本マーケットシェア辞典」より収集

日本損害保険協会 会員企業(2015年3月現在26社)対象、日本損害保険協会HP 損害保

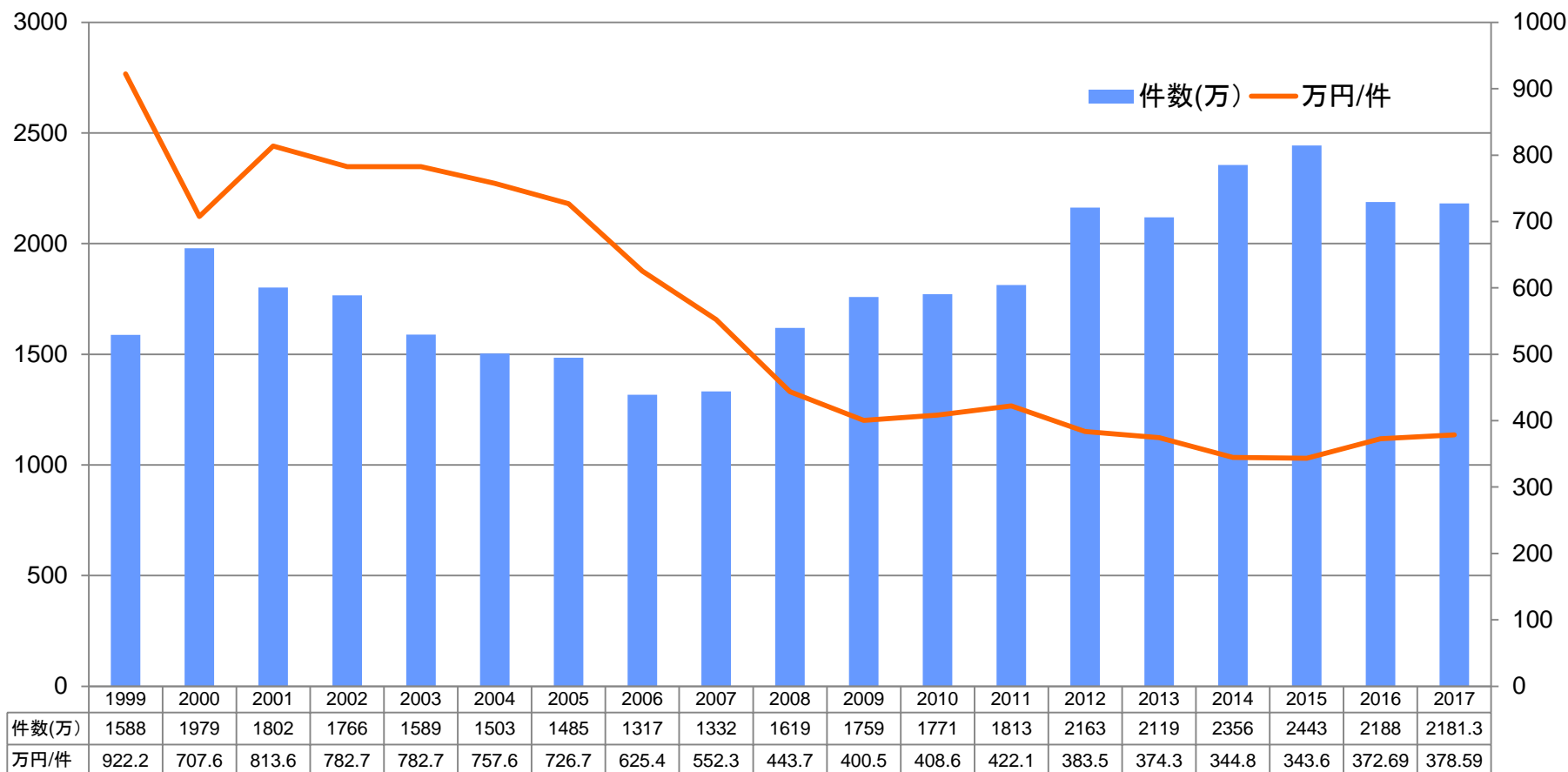
社の概況 (<http://www.sonpo.or.jp/archive/statistics/gaikyou/index.html>)

国内保険市場の概況②



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

国内生命保険市場では、契約数は伸びているものの、保険商品1単位あたりの契約単価は低下傾向にある。生命保険事業でもインターネットなどの活用した新規企業の参入に伴い、競争環境は厳しくなっている。

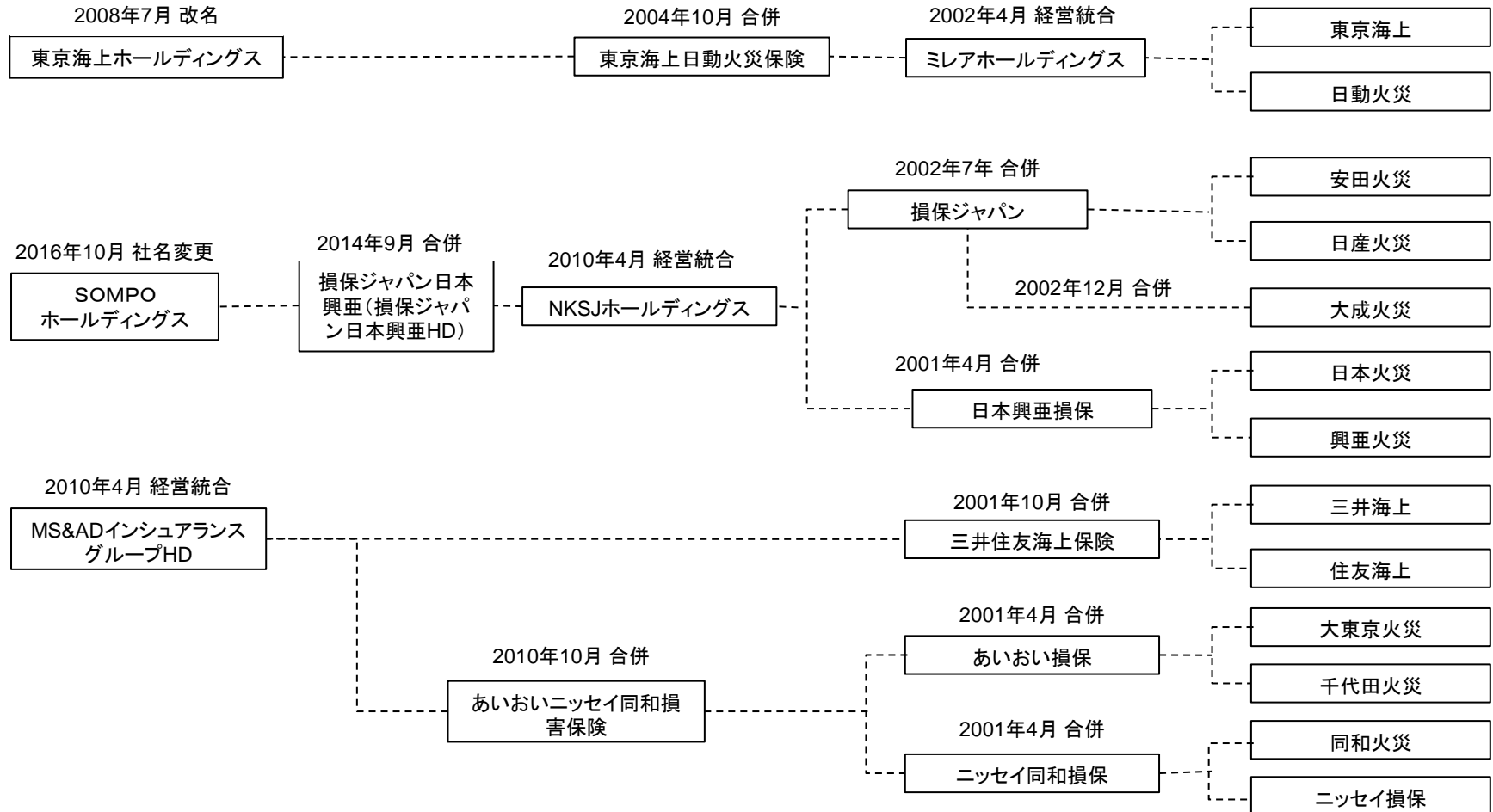


※矢野経済研究所「日本マーケットシェア辞典」より収集

生命保険会社 加盟企業(2015年3月現在42社)、生命保険会社HP 生命保険の動向
(<http://www.seiho.or.jp/data/statistics/trend/>)

国内保険市場の概況③

金融緩和などに伴う資金運用環境もあり、損保業界では業界再編、合従連衡が進展している。



※第一生命は2010年4月に上場、2015年9月に日本生命は三井生命の買収を公表。生保業界での再編も加速しつつある。

東京海上HDのファン ダメンタルの推移

東京海上HDの沿革(東京海上、東京海上日動)

年月	変遷の内容
1879年8月	東京海上保険会社設立。貨物保険の販売
1880年9月	英、仏、米国での営業開始
1891年1月	明治火災保険株式会社の設立
1914年1月	東京物品火災(1898年3月創業)を継承し、日本動産火災保険株式会社の創業(資本金50万円)
1944年3月	東京海上、明治火災、三菱海上の3社が合併し、東京海上火災保険株式会社を設立(資本金8,000万円)
1990年5月	英国にトウキョウ・マリン・ヨーロッパ(TME)の設立
1996年6月	東京海上ベターライフサービス株式会社の設立
1996年8月	東京海上リスクコンサルティング株式会社の設立
1996年8月	東京海上あんしん生命保険株式会社の設立
2000年3月	再保険会社トウキョウ・ミレニアム・リーの設立
2000年9月	朝日生命保険・日動火災海上保険と「ミレア保険グループ」結成
2001年1月	日動火災と共同持株会社設立に関して合意
2002年4月	ブレイクスルー2003年計画～新たな企業価値の創造を目指して～の開始
2002年4月	持株会社「株式会社ミレアホールディングス」を設立し、日動火災とともにその子会社となる
2003年3月	日新火災海上保険との業務提携および資本提携
2003年10月	東京海上あんしん生命と日動生命が合併し、東京海上日動あんしん生命保険株式会社となる
2004年2月	日本企業として初めて、中国の現地資本企業および個人に対する損害保険業務の認可取得
2004年4月	中期計画Nextage 2005－実行－の開始
2004年10月	東京海上と日動火災が合併し、東京海上日動火災保険株式会社となる
2005年1月	ロンドンにおける再保険会社トウキョウ・マリン・グローバル・リミテッドの開業
2005年2月	日新火災の発行済株式総数の30.99%を取得
2005年12月	日本の損害保険会社として初めての中国現地損害保険会社への出資
2006年4月	中期計画「ステージ拡大 2008」の開始
2006年4月	当社の子会社である東京海上日動火災保険株式会社から、会社分割により同社の日新火災海上保険株式会社管理営業を承継した。同年9月に、株式交換により日新火災海上保険株式会社を当社の完全子会社とした。
2007年3月	金融庁より行政処分(業務の一部停止命令および業務改善命令)を受ける
2008年3月	英国ロイズ キルン社の買収
2008年7月	持株会社の商号を「東京海上ホールディングス株式会社」(英文表記:Tokio Marine Holdings,Inc.)に変更
2008年12月	米国損害保険グループ フィラデルフィア・コンソリディティッド社の買収
2009年4月	中期計画「変革と実行2011」の開始
2012年4月	中期計画「変革と実行2014」の開始
2012年5月	米国の生損保兼営保険グループ デルファイ・ファイナンシャル・グループ社の買収
2015年4月	中期計画「"良い会社"を目指して ～私が変わる、私が変わる～」の開始
2015年10月	米国スペシャルティ保険グループHCCインシュアランス・ホールディングス社の買収

東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

中期経営計画の推移



HITOTSUBASHI

東京海上HDでは、3年ごとに中期経営計画を公表。2005年公表の中期経営計画より海外保険事業の拡大を公表。業績が低迷しつつある国内市場から海外に成長源泉を模索し始めている。

	2005年度(見込) 修正利益	2008年度 (2005.11.30公表中期計画) 修正利益	2011年度 (2008.12.05公表中期計画) 修正利益	2014年度 (201205公表中期経営計画) 修正利益	2017年度 (201505公表中期経営計画) 修正利益
国内損保	約955億円	約1200億円	約1150億円	コンバインドレシオ95% 業界No.1トップライン	COGR3%程度 (14年度1200億円)
国内生保	約220億円	約400億円	約400億円	EV増加額 1800億円	EV増加額 2600億円
海外保険	約55億円	約250億円	約600億円	1000億円	COGR8%程度 (14年度1250億円)
金融等	約35億円	約50億円	約50億円	グループ総合力の 発揮	グループ総合力の 発揮
全社	修正ROE 3.5%	修正ROE約5%	修正ROE約6%	資本コストを上回る 修正ROE(7%)	修正ROE9%以上 修正利益3500- 4000億円

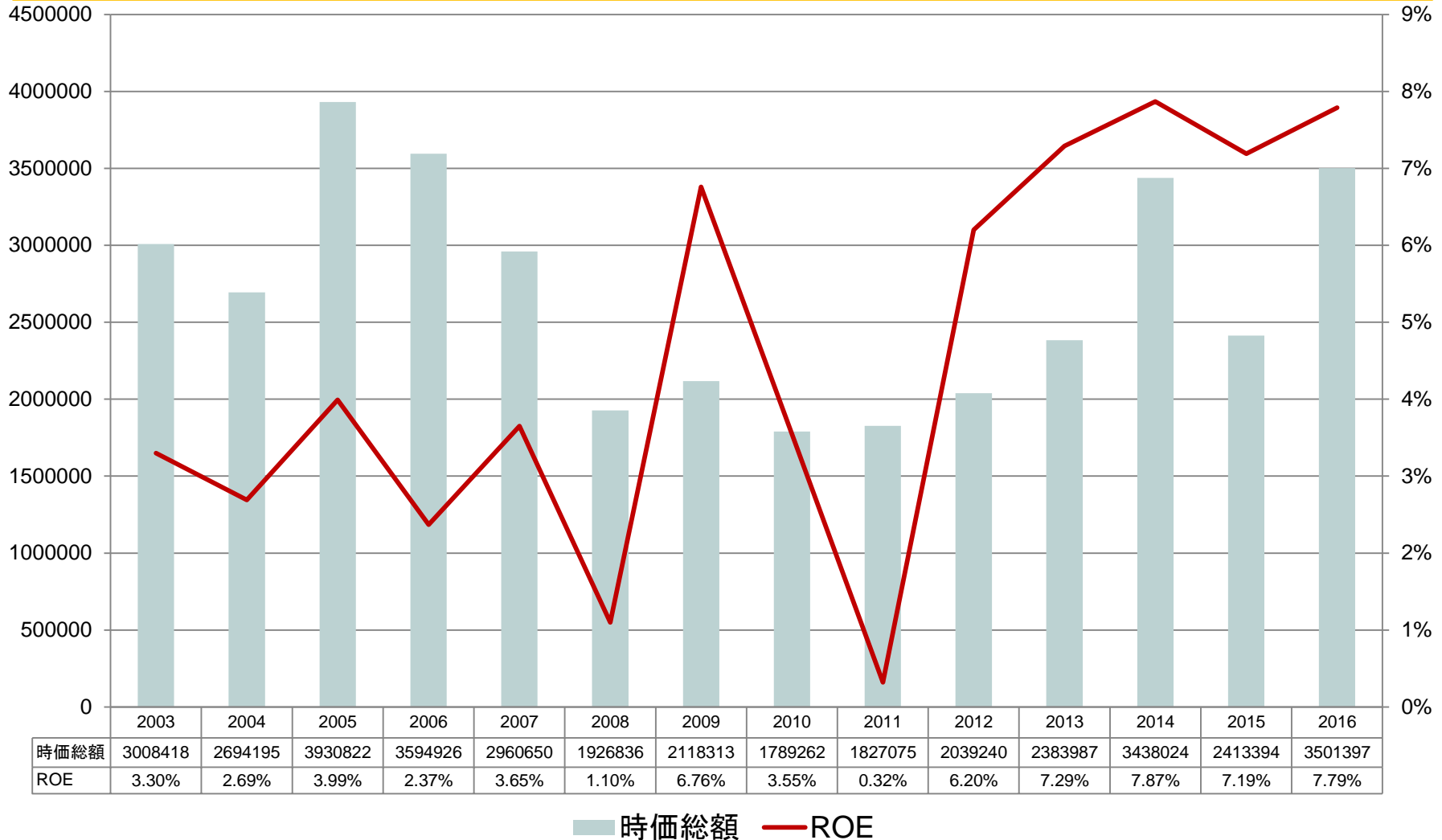
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

時価総額とROEの推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

ROEは2000年代半ばまでは1-3%台を推移。資本コストを上回るROEを計上するための取り組みに早急に取り組む必要があった。



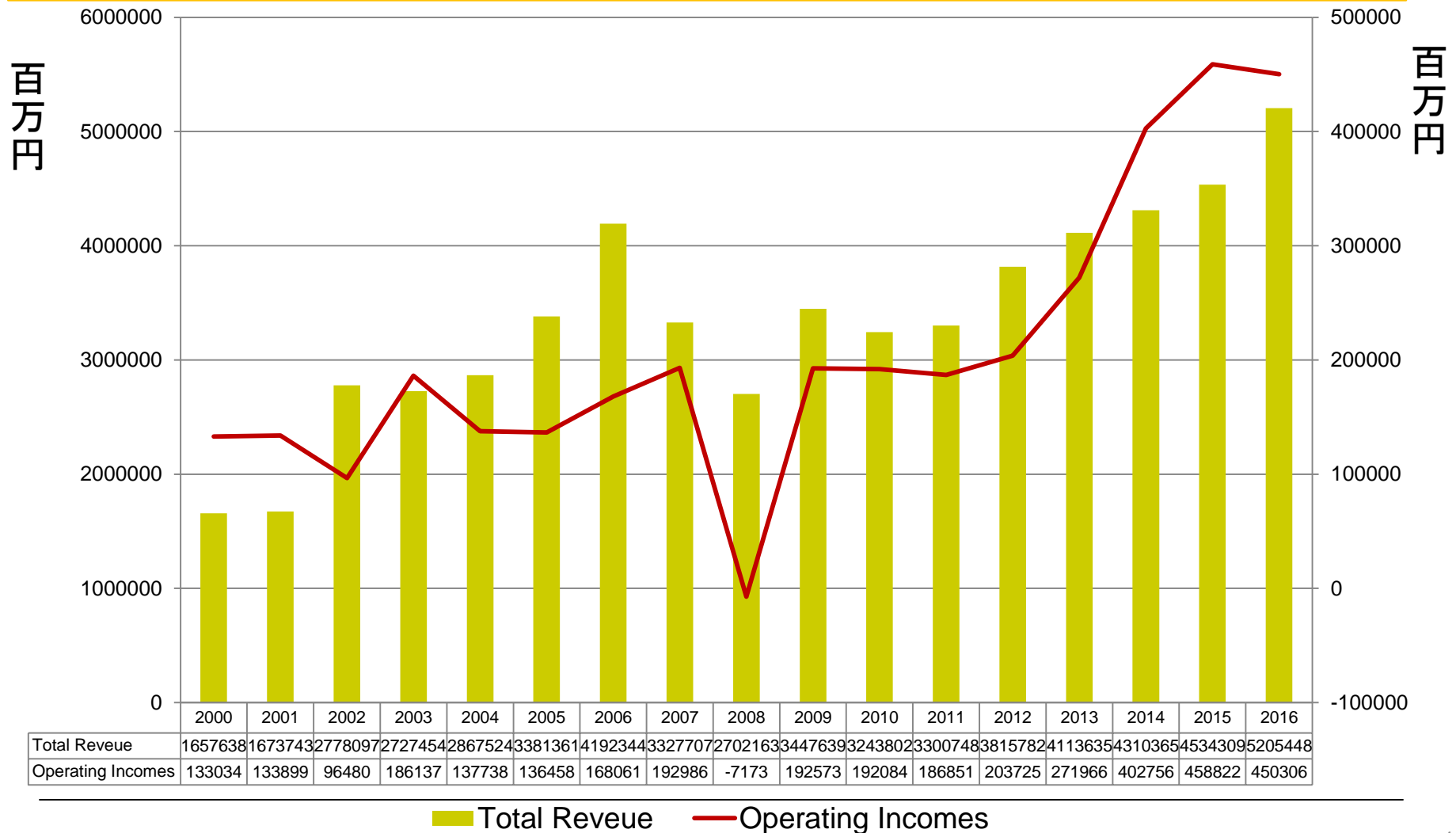
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

売上高と営業利益



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

2002-2006年度にかけて売上高は増大していたものの、営業利益は横ばい。Operating Profits Marginが5%前後では、税引後利益でみると2-3%水準。その後、グローバルリスクが頻発。



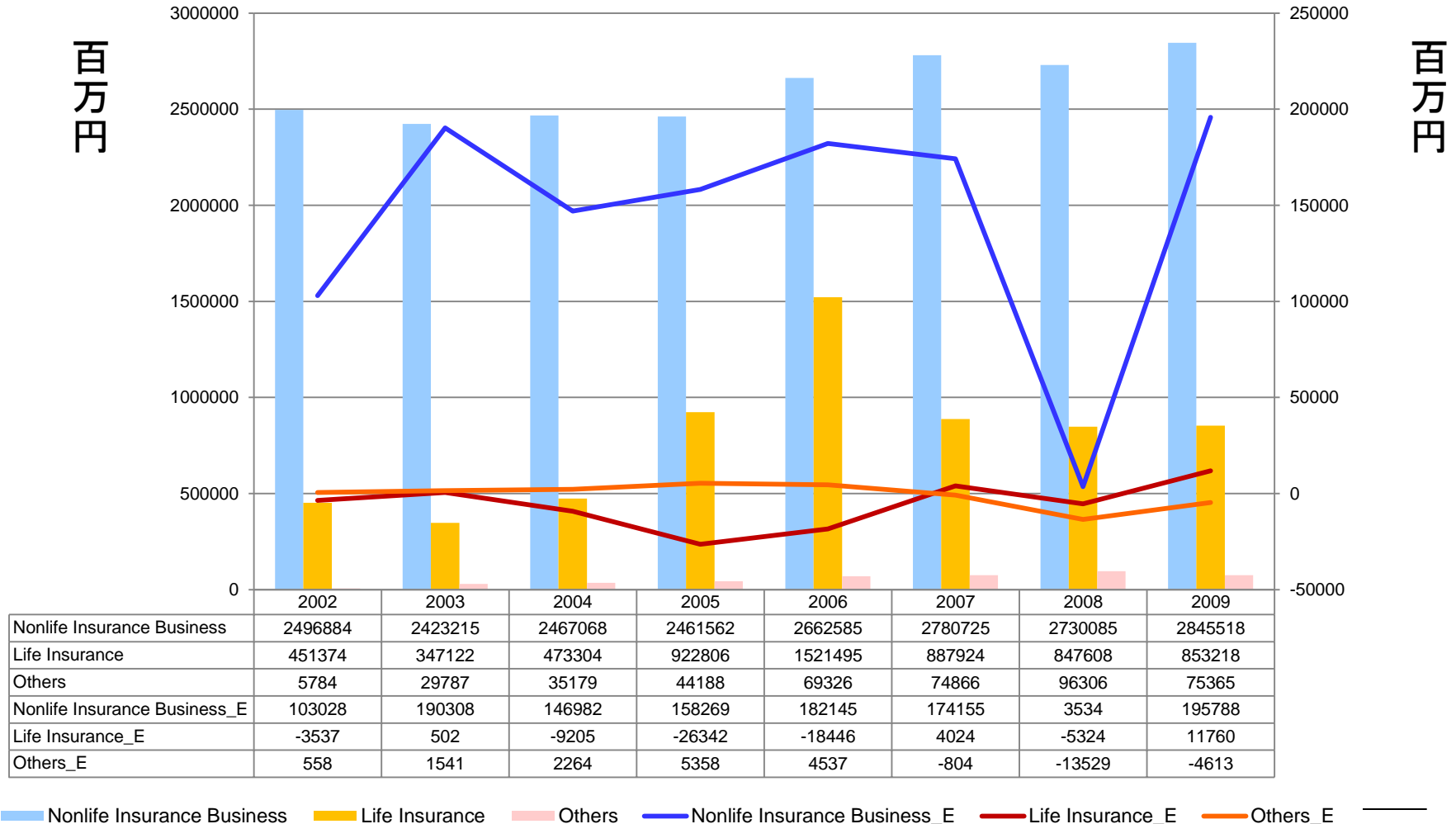
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント別売上高・営業利益①



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

2002-2006年度では生命保険事業が売上高成長を牽引。しかし生命保険事業は必ずしも営業利益に貢献するわけではなく、全社利益は損保事業に依存。



※各事業セグメントの利益は営業利益

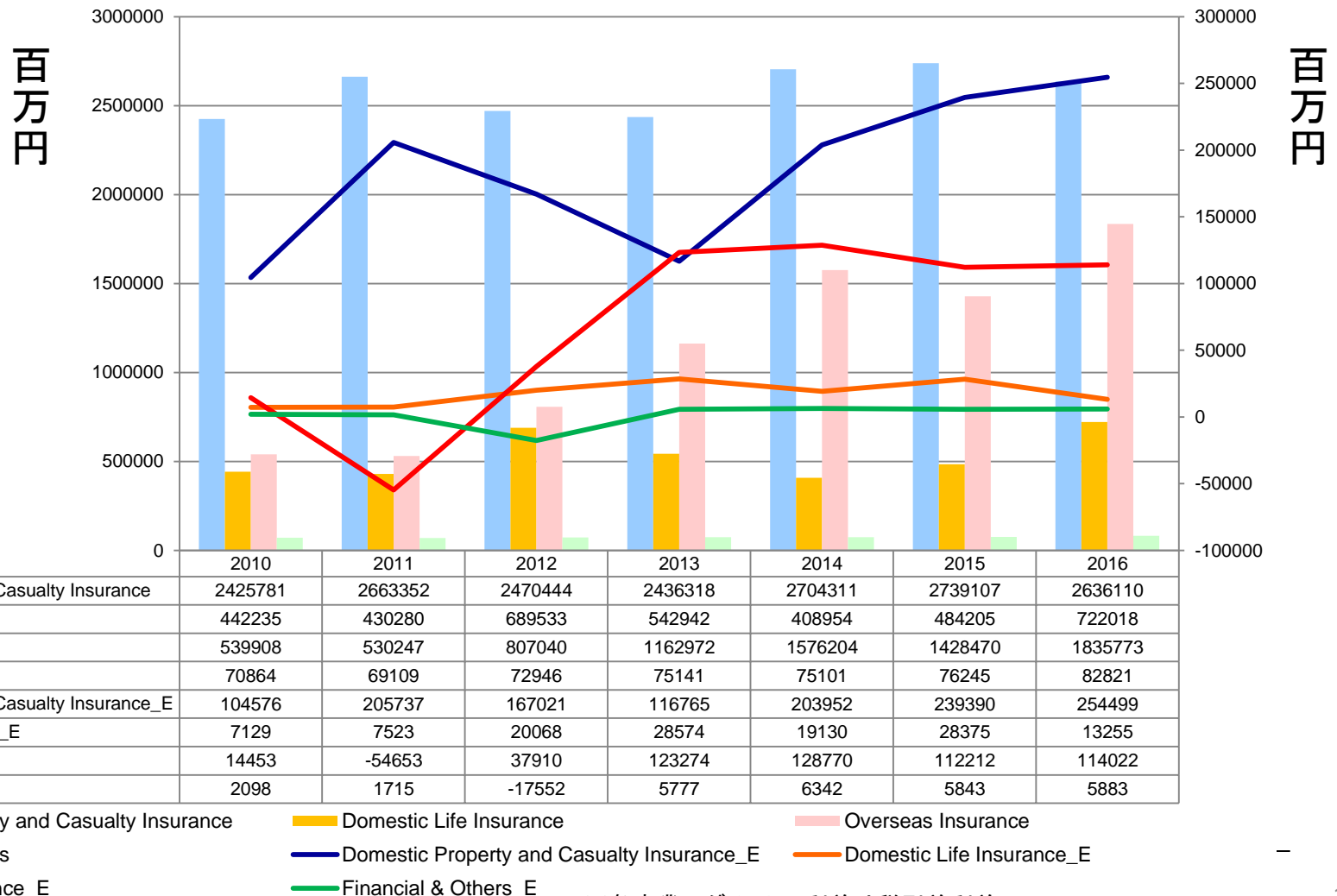
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント別売上高・営業利益②



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

2010年度より海外事業を分離してセグメント開示。国内損保事業の業務構造改革を行いながら、より収益性の高い海外事業で成長を模索している。



※各事業セグメントの利益は税引前利益

東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

M&Aの状況①



HITOTSUBASHI

東京海上HDは2000年前後から国内外のM&Aを実施。2008年にKeln、Philadelphiaの買収で欧米における中核拠点を設立。その後、Delphi、HCCを買収。

<u>Announced Date</u>	<u>Closed Date</u>	<u>Target</u>	<u>Country</u>	<u>Industry</u>	<u>Size (\$mm)</u>
Sep-03-1999	Sep-03-1999	First Insurance Company of Hawaii, Ltd.	USA	Property and casualty insurance	-
Sep-28-2001	Apr-02-2002	Nichido Fire & Marine Insurance Co., Ltd.	Japan	Property and casualty insurance	-
Feb-20-2002	Nov-01-2002	Amanah General Assets Berhad	Malaysia	Property and casualty insurance	26.74
Dec-24-2003	Feb-02-2004	Skandia Life Insurance Co. (Japan) Ltd.	Japan	Life Insurance	186.41
Aug-04-2004	Sep-28-2004	Allianz President General Insurance Co. Ltd.	Taiwan	Property and casualty insurance	-
Apr-28-2005	Jul-07-2005	Real Marine Seguradora S.A.	Brazil	Insurance Business	356.16
Nov-07-2005	Jan-06-2006	AS Nijyuyon Inc	Japan	Assistance Service	-
Dec-09-2005	Dec-09-2005	Tianan Property Insurance Company Limited	China	Property and casualty insurance	61.91
Mar-27-2006	Mar-27-2006	Nichido Financial Life Insurance Co., Ltd.	Japan	Property and casualty insurance	214.37
Apr-19-2006	May-25-2006	Asia General Holdings Limited	Singapore	Property and casualty insurance	81.38
May-19-2006	Sep-30-2006	Nisshin Fire & Marine Insurance Co., Ltd.	Japan	Property and casualty insurance	601.47
Jan-05-2007	Jan-05-2007	Asia General Holdings Limited	Singapore	Property and casualty insurance	132.97
Jul-19-2007	Jul-31-2007	Fortis Investment Management USA, Inc.	USA	Assets management	110.49
Dec-14-2007	Mar-11-2008	Kiln (UK) Holdings Limited	GBR	Property Casualty Insurance and Treaty reinsurance	950.12
Aug-06-2008	Feb-01-2009	PanGlobal Insurance Berhad	Malaysia	Insurance Business	4.57
Jul-22-2008	Dec-01-2008	Philadelphia Consolidated Holding Corp.	USA	Commercial property/casualty and professional liability insurance	4,722.25
Dec-21-2011	May-15-2012	Delphi Financial Group, Inc.	USA	Specialty insurance and insurance-related businesses	3,492.94
Feb-24-2012	Feb-24-2012	Cunningham Lindsey Group Inc., Risk Management Business for Automotive Industry	Canada	Risk Management Services	-
Feb-27-2012	Aug-16-2012	PT MAA Life Assurance	Indonesia	Life Insurance	6.85
Feb-27-2012	Aug-16-2012	PT MAA Life Assurance	Indonesia	Life Insurance	1.54
Apr-12-2012	Sep-01-2012	MUI Continental Insurance Berhad, General Insurance Business	Malaysia	Insurance Business	58.7

東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

M&Aの状況②



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

<u>Announced Date</u>	<u>Closed Date</u>	<u>Target</u>	<u>Country</u>	<u>Industry</u>	<u>Size (\$mm)</u>
Aug-30-2012	Aug-30-2012	Nile General and Nile Family Takaful Co. S.A.E.	Egypt	Business and personal insurance services	8.69
Feb-18-2014	Feb-18-2014	NAS Insurance Services, Inc.	USA	Underwriting manager of specialty insurance products	37.13
Sep-17-2014	Sep-17-2014	PT Tokio Marine Life Insurance Indonesia	Indonesia	Life Insurance	50.0
Nov-12-2014	Nov-12-2014	Malayan Insurance Co. Inc.	Malaysia	Property and Casualty Insurance	-
May-28-2015	-	Edelweiss Tokio Life Insurance Company Limited	India	Life Insurance	78.35
Jun-10-2015	Oct-27-2015	HCC Insurance Holdings Inc.	USA	Non-correlated specialty insurance	7459.9
Jun-12-2015	Jun-12-2015	The Allen J. Flood Companies, Inc.	USA	Risk Consulting	-
Nov-30-2017	Nov-30-2017	Edelweiss Tokio Life Insurance Company Limited	India	Life and Health Insurance	103.84

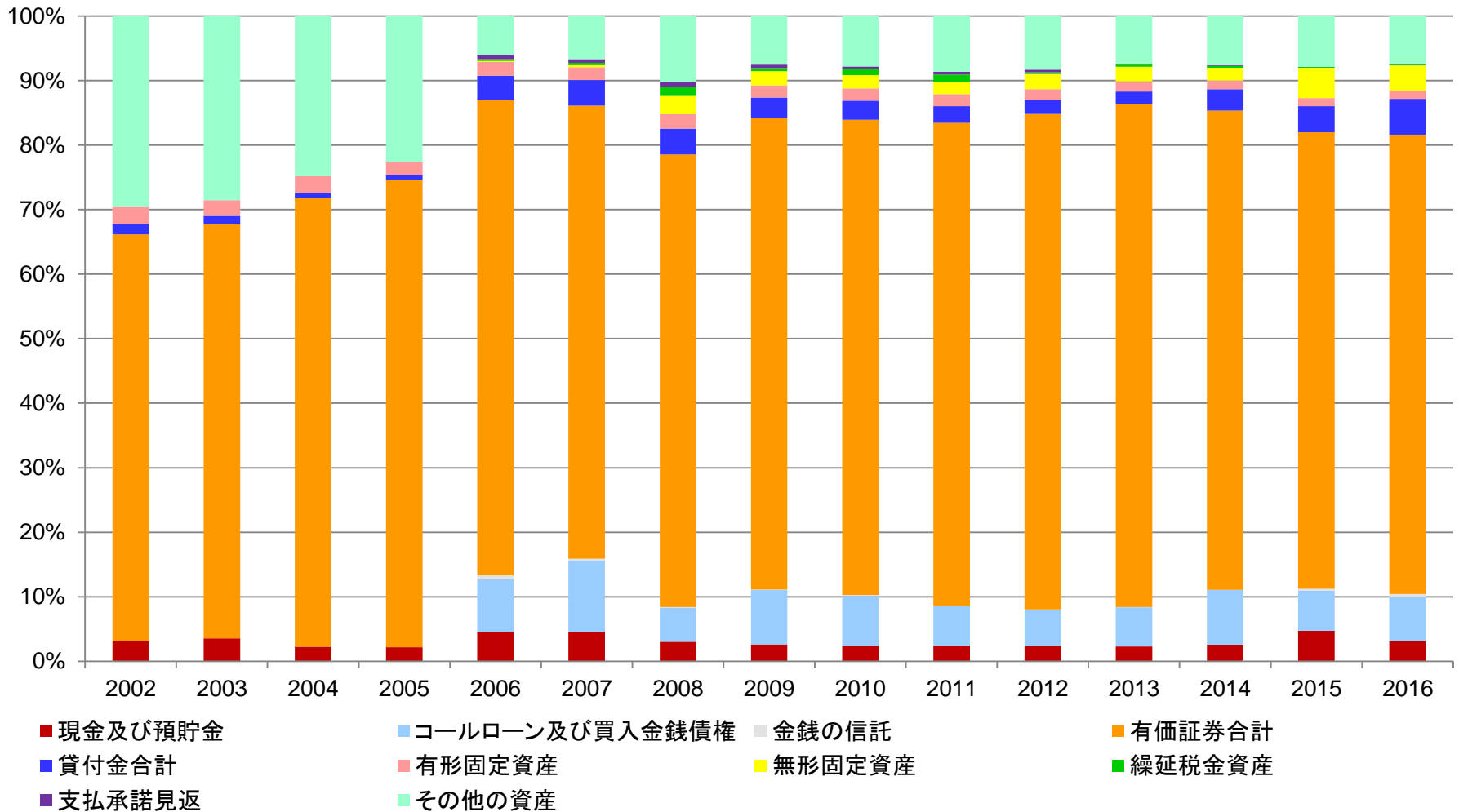
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

貸借対照表 資産構成



HITOTSUBASHI

東京海上HDの資産構成では有価証券が中心。2008年度に一時的に比率が低下したが、その後は大きな変化はない。M&Aにおける有力な資金源泉の一つが有価証券。



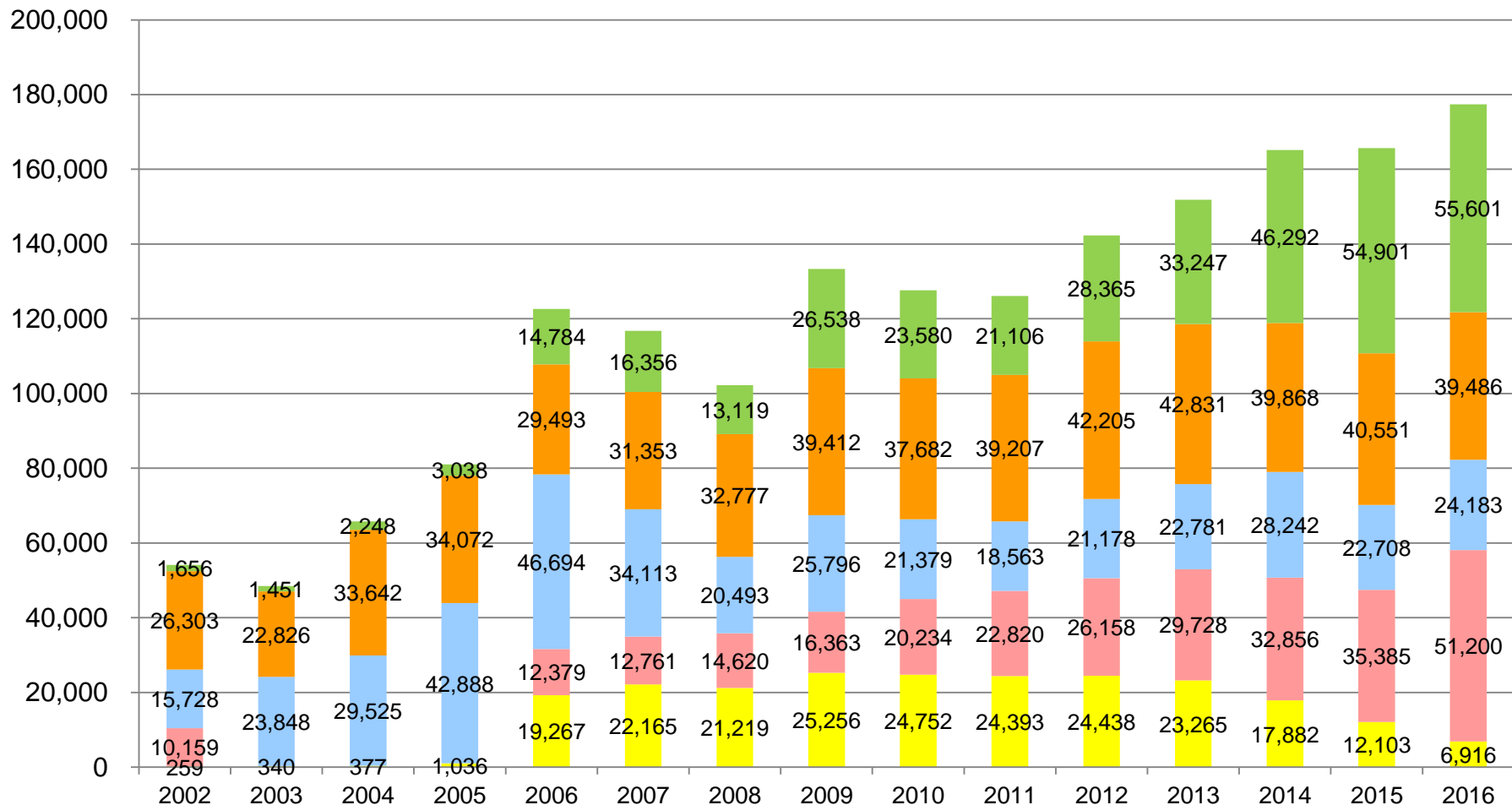
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

貸借対照表 有価証券の構成



HITOTSUBASHI

東京海上HDの有価証券の多くは、その他有価証券に分類されている。株式と債券の比率が高い。このうち2017年3月時点での政策保有株式は2,444,944百万円(2026銘柄)。



■ 売買目的有価証券 ■ 満期保有目的債券合計 ■ その他有価証券(株式) ■ その他有価証券(債券) ■ その他有価証券(その他)

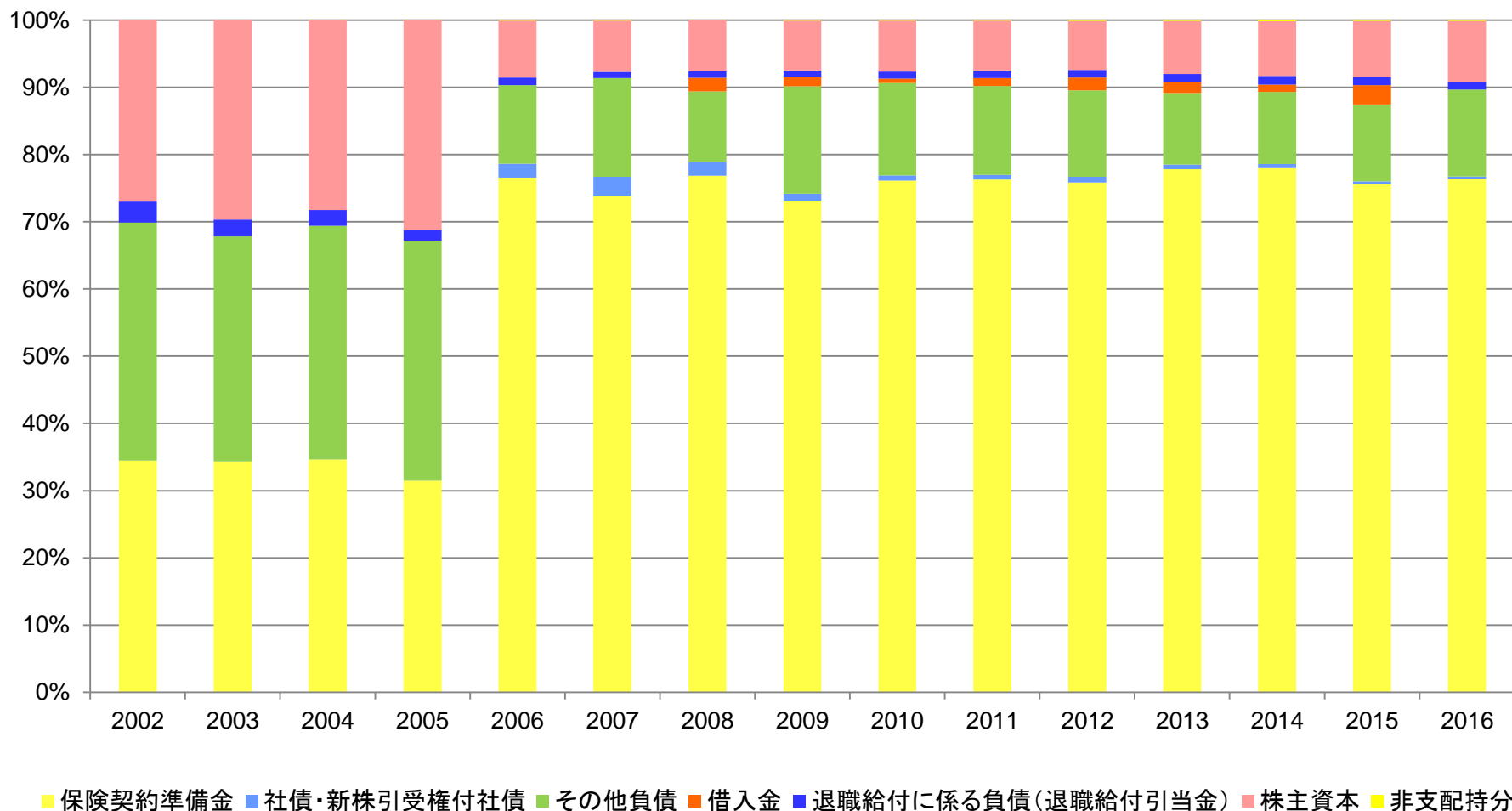
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

貸借対照表 負債・純資産構成



HITOTSUBASHI

東京海上HDは保険契約準備金の比率が高い。借入金比率などは相対的に高い2007-2009年度でも10%強。



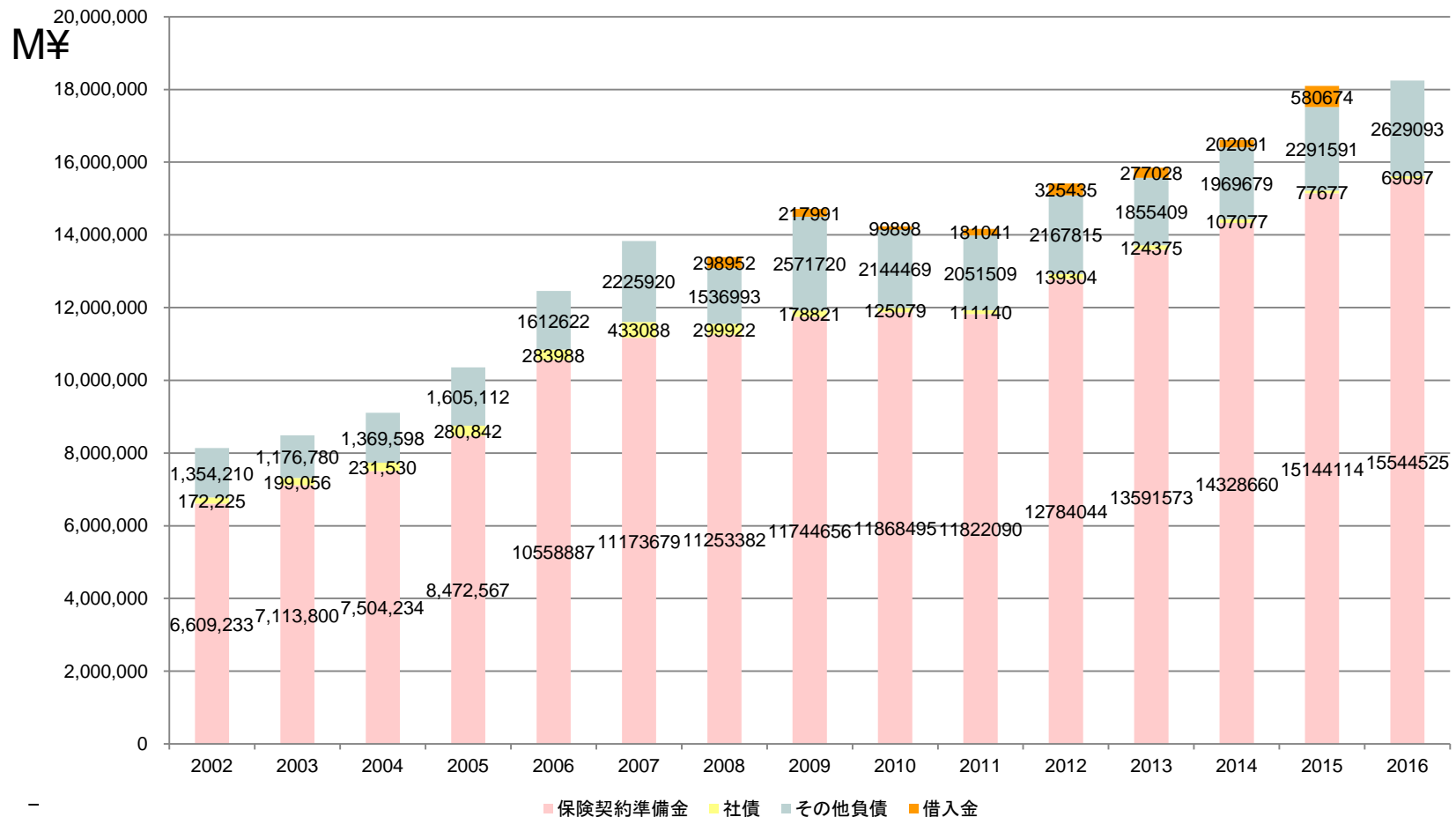
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

貸借対照表 有利子負債の構成



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

東京海上HDは保険契約準備金は右肩上がりで上昇。一方で社債や借入金の金額は2015年3月時点で3000億円前後。



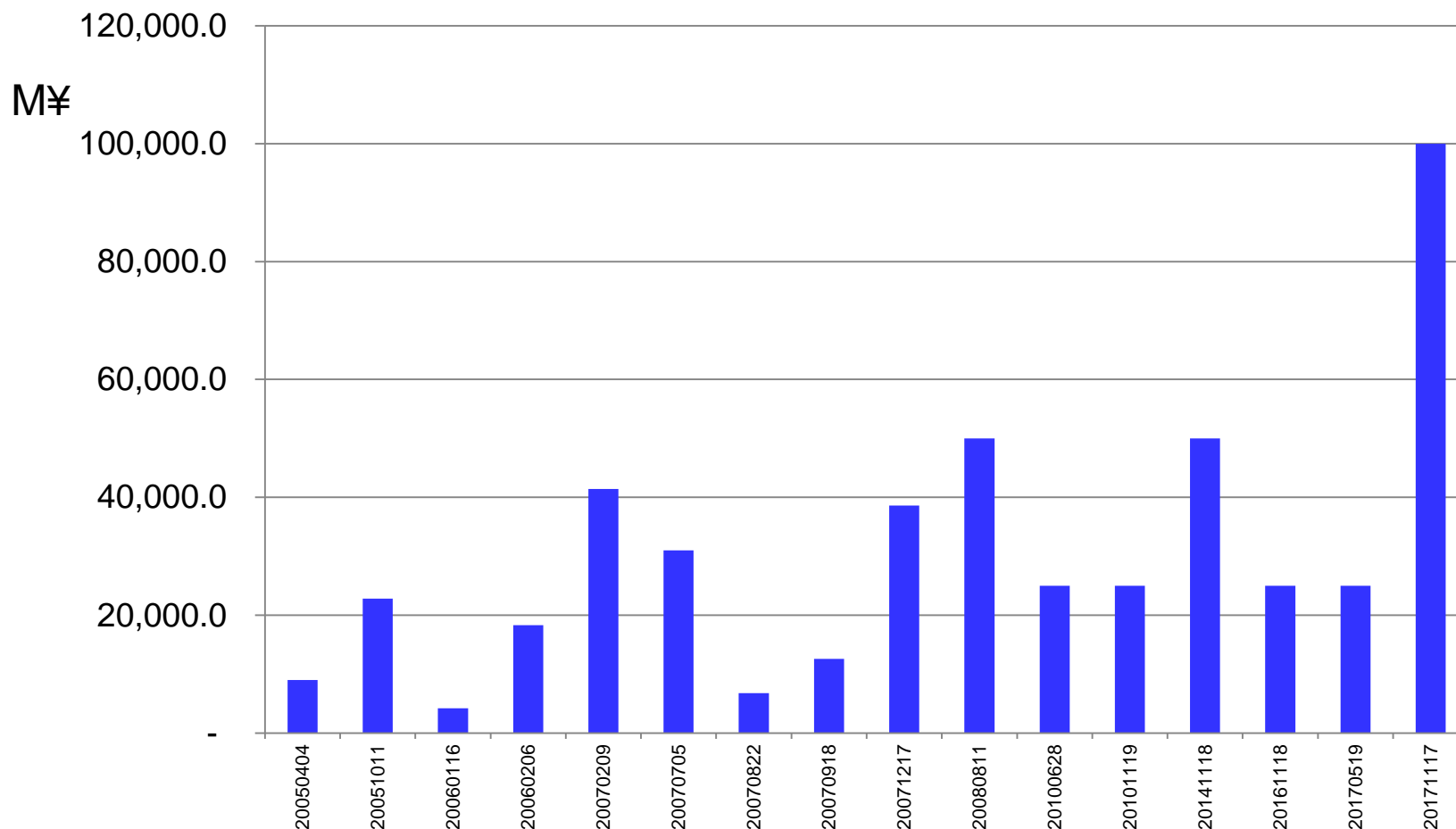
東京海上HDのファンダメンタルズの特徴

自己株式取得の状況



HITOTSUBASHI

東京海上HDは自社株式取得を随時実施。M&A後などに自社株式取得を行うことで、株価に対する影響を緩和させようとしている場合もある。



グローバル保険業界 の現状



HITOTSUBASHI

グローバル保険業界 時価総額①

グローバル生保・損保企業で東京海上はトップ10前後を推移。

■2000年12月末

会社名	時価総額	国名
American International Group, Inc.	26,097,739	USA
Allianz SE	10,556,298	DEU
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft	7,220,566	DEU
AXA Group	6,502,894	FRA
AEGON N.V.	6,387,622	NLD
Zurich Insurance Group AG	5,784,281	CFE
Assicurazioni Generali S.p.A.	4,661,611	ITA
Aviva plc	4,155,848	GBR
Swiss Re Ltd.	3,923,122	CFE
The Allstate Corporation	3,642,892	USA

■2005年12月末

会社名	時価総額	国名
American International Group, Inc	20,876,350	USA
AXA Group	7,187,260	FRA
Allianz SE	6,877,141	DEU
Manulife Financial Corporation	5,469,727	CAN
Assicurazioni Generali S.p.A.	5,259,706	ITA
ageas SA/NV	4,828,974	BEL
Prudential Financial, Inc	4,374,212	USA
MetLife, Inc.	4,374,123	USA
The Allstate Corporation	4,134,290	USA
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft	3,666,412	DEU

会社名	時価総額	国名
東京海上日動火災保険	2,028,547	JPN
損害保険ジャパン日本興亜	585,340	JPN
三井住友海上火災保険	495,976	JPN
住友海上火災保険	488,631	JPN
日動火災海上保険	270,384	JPN
日本興亜損害保険	224,274	JPN
あいおいニッセイ同和損害保険	138,840	JPN
千代田火災海上保険	122,550	JPN
興亜火災海上保険	113,277	JPN
日産火災海上保険	98,651	JPN

会社名	時価総額	国名
東京海上ホールディングス	3,505,907	JPN
三井住友海上火災保険	2,183,526	JPN
T&Dホールディングス	1,888,530	JPN
損害保険ジャパン日本興亜	1,575,435	JPN
日本興亜損害保険	788,721	JPN
あいおいニッセイ同和損害保険	620,085	JPN
ニッセイ同和損害保険	329,246	JPN
富士火災海上保険	221,564	JPN
日新火災海上保険	90,436	JPN



グローバル保険業界 時価総額②

2017年では、グローバル保険会社との企業価値の格差が拡大しつつある。

■2010年12月末

会社名	時価総額	国名
China Life Insurance Co. Ltd	7,924,219	CHN
Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd.	5,900,057	CHN
Allianz SE	4,372,737	DEU
MetLife, Inc.	3,552,474	USA
American International Group, Inc.	3,240,784	USA
AXA Group	3,142,620	FRA
Zurich Insurance Group AG	3,043,996	CFE
AIA Group Limited (2,746,969	HKG
China Pacific Insurance (Group) Co., Ltd.	2,551,537	CHN
Manulife Financial Corporation	2,479,397	CAN

■2017年12月22日現在

会社名	時価総額	国名
Ping An Insurance (Group) Company of China,	22,778,025	CHN
China Life Insurance Company Limited	14,064,679	CHN
Allianz SE	11,632,769	DEU
AIA Group Limited	11,141,494	HKN
AXA SA	8,244,036	FRA
Chubb Limited	7,640,023	CHE
Prudential plc (LSE:PRU)	7,365,085	UK
China Pacific Insurance (Group) Co., Ltd.	6,283,040	CHN
MetLife, Inc.	6,054,290	USA
American International Group, Inc.	6,043,247	USA

会社名	時価総額	国名
東京海上ホールディングス	1,952,581	JPN
第一生命保険	1,319,000	JPN
MS & ADインシュアランスグループ	1,288,749	JPN
損保ジャパン日本興亜ホールディ	993,523	JPN
ソニーフィナンシャルホールディ	714,488	JPN
T & Dホールディングス	701,924	JPN
富士火災海上保険	77,727	JPN
アニコム ホールディングス	12,491	JPN

会社名	時価総額	国名
東京海上ホールディングス	3,882,995	JPN
第一生命ホールディングス	2,860,879	JPN
MS & ADインシュアランスグループ	2,268,154	JPN
SOMPOホールディングス	1,829,627	JPN
かんぽ生命保険	1,601,400	JPN
T & Dホールディングス	1,287,403	JPN
ソニーフィナンシャルホールディングス	874,405	JPN
アニコム ホールディングス	64,792	JPN

米国 保険会社 業績概要(2007年度)

時価総額1～20位



HITOTSUBASHI

米国市場は、先進国では最大市場で2007年度で120社程度の保険会社が存在。M&Aターゲットとしてどのような点に注目すべきか。

Company Name	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBITDA	Total Assets	Total Equity	Market Capitalization	Operating Profits Margin	ROE	Operating Margin average	ROE average	Revenue Growth	Revenue Volatility
American International Group, Inc.	89,067	15,477	6,200	28,587	1,048,361	106,323	146,950	17.38%	5.83%	19.99%	10.54%	1.107	0.139
MetLife, Inc.	47,150	5,778	4,317	6,111	559,149	36,985	45,524	12.25%	11.67%	10.29%	13.54%	1.340	0.114
Prudential Financial, Inc.	34,581	6,183	3,662	6,522	485,814	23,457	42,158	17.88%	15.61%	14.98%	12.43%	1.246	0.094
The Travelers Companies, Inc.	26,056	6,768	4,601	7,551	115,224	26,616	34,918	25.97%	17.29%				
Loews Corporation	14,153	3,364	2,488	3,835	76,115	21,489	31,488	23.77%	11.58%	14.88%	7.33%	0.843	0.080
Aflac Incorporated	15,393	2,526	1,634	2,591	65,805	8,795	30,484	16.41%	18.58%	14.37%	16.67%	1.345	0.111
The Allstate Corporation	36,769	7,025	4,636	7,249	156,408	21,851	29,786	19.11%	21.22%	14.97%	16.11%	1.144	0.052
The Hartford Financial Services Group, Inc.	25,916	4,268	2,949	5,062	360,361	19,204	27,352	16.47%	15.36%	10.76%	11.76%	1.384	0.144
The Chubb Corporation	14,072	4,143	2,807	4,212	50,574	14,445	20,901	29.44%	19.43%	20.06%	15.43%	1.238	0.087
Principal Financial Group Inc.	10,907	1,188	860	1,318	154,520	7,422	18,082	10.89%	11.59%	12.40%	11.59%	1.366	0.129
Lincoln National Corporation	9,614	2,062	1,215	2,067	191,435	11,718	15,645	21.45%	10.37%	22.04%	10.89%	1.819	0.309
Marsh & McLennan Companies, Inc.	11,135	854	2,475	1,296	17,359	7,822	13,737	7.67%	31.64%	12.79%	17.58%	0.994	0.062
Progressive Corp.	14,674	1,802	1,183	1,909	18,843	4,936	12,959	12.28%	23.96%	15.82%	25.56%	1.235	0.085
Genworth Financial, Inc.	11,125	2,087	1,220	2,214	114,315	13,578	11,102	18.76%	8.99%				
CNA Financial Corporation	9,885	1,362	851	1,426	56,759	10,535	9,073	13.78%	8.08%	5.16%	2.21%	0.844	0.070
Unum Group	10,520	1,251	679	1,317	52,702	8,040	8,617	11.89%	8.45%	6.46%	2.39%	1.053	0.022
Assurant Inc.	8,454	1,072	654	1,167	26,750	4,110	7,986	12.68%	15.90%				
Cincinnati Financial Corp.	4,259	1,244	855	1,282	16,637	5,929	6,572	29.21%	14.42%	24.43%	10.67%	1.339	0.139
Nationwide Financial Services, Inc.	4,529	870	627	955	119,207	5,325	6,192	19.22%	11.77%	18.88%	10.77%	1.165	0.069
Torchmark Corporation	3,482	862	528	866	15,241	3,325	5,578	24.76%	15.87%	24.83%	14.45%	1.188	0.073

米国 保険会社 業績概要(2007年度)

時価総額21~40位



HITOTSUBASHI

Company Name	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBITDA	Total Assets	Total Equity	Market Capitalization	Operating Profits Margin	ROE	Operating Margin average	ROE average	Revenue Growth	Revenue Volatility	TY
W.R. Berkley Corporation	5,588	1,179	766	1,252	16,820	3,628	5,409	21.09%	21.12%	17.78%	20.57%	1.539	0.163	
Safeco Corporation	6,209	1,101	708	1,150	12,640	3,393	5,253	17.72%	20.86%	16.48%	16.22%	1.139	0.058	
Markel Corp.	2,551	630	406	663	10,134	2,641	4,792	24.71%	15.36%	16.84%	12.01%	1.219	0.087	
Transatlantic Holdings Inc.	4,382	639	487	0	15,484	3,349	4,778	14.59%	14.54%	9.19%	10.62%	1.269	0.088	
Old Republic International Corporation	4,091	386	272	404	13,291	4,542	3,599	9.43%	6.00%	17.47%	10.91%	1.245	0.084	
American Financial Group Inc.	4,379	710	383	905	25,808	3,146	3,381	16.22%	12.18%	15.01%	12.09%	1.303	0.098	
Brown & Brown Inc.	946	312	191	365	1,961	1,098	3,331	32.94%	17.40%	32.81%	19.69%	1.717	0.215	
Alleghany Corporation	1,213	418	299	435	6,942	2,784	3,272	34.48%	10.74%	24.36%	8.08%	1.899	0.219	
HCC Insurance Holdings Inc.	2,382	608	392	624	8,075	2,440	3,261	25.50%	16.05%	20.96%	13.99%	2.529	0.349	
Reinsurance Group of America Inc.	5,718	604	294	1,353	21,598	3,190	3,201	10.56%	9.21%	9.87%	9.39%	1.784	0.216	
Fidelity National Financial, Inc.	5,466	251	130	360	7,588	3,298	3,186	4.60%	3.94%					
Kemper Corporation	2,903	294	205	321	9,394	2,291	3,105	10.12%	8.97%	12.30%	10.39%	0.986	0.028	
American National Insurance Co.	3,056	347	241	383	18,461	3,741	3,101	11.36%	6.44%	12.02%	6.93%	1.163	0.066	
Erie Indemnity Company	1,240	309	213	341	2,879	1,051	3,100	24.94%	20.25%	25.99%	18.18%	1.111	0.044	
Protective Life Corporation	3,032	416	290	427	41,786	2,457	2,880	13.73%	11.79%	18.69%	11.39%	1.549	0.203	
Wesco Financial, LLC	631	163	109	205	3,113	2,535	2,848	25.88%	4.31%	25.91%	5.44%	1.027	0.218	
Philadelphia Consolidated Holding Corp.	1,530	485	327	493	4,100	1,548	2,793	31.73%	21.12%	24.15%	17.89%	2.469	0.339	
Mercury General Corporation	3,179	324	238	350	4,415	1,862	2,739	10.18%	12.77%	11.76%	15.05%	1.403	0.136	
Odyssey Re Holdings Corp.	2,997	980	596	990	9,501	2,655	2,572	32.70%	22.44%	16.90%	14.30%	1.286	0.101	
StanCorp Financial Group Inc.	2,709	372	228	470	14,983	1,430	2,482	13.75%	15.91%	13.70%	14.19%	1.314	0.112	

米国 保険会社 業績概要(2007年度)

時価総額41～60位



HITOTSUBASHI

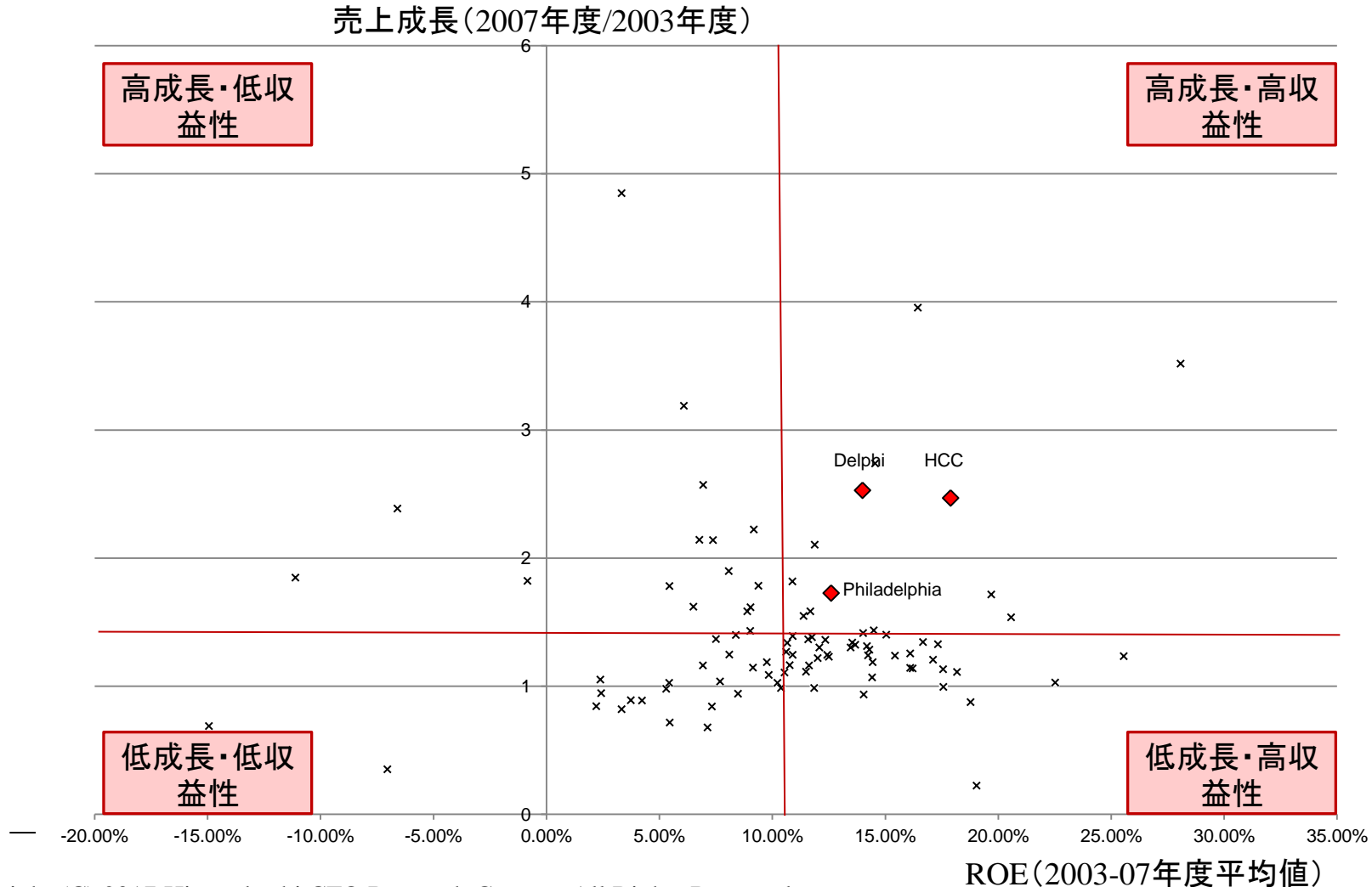
Company Name	Total Revenue	Operating Income	Net Income	EBITDA	Total Assets	Total Equity	Market Capitalization	Operating Profits Margin	ROE	Operating Margin average	ROE average	Revenue Growth	Revenue Volatility	TY
The Hanover Insurance Group, Inc.	2,674	382	253	401	9,816	2,299	2,369	14.29%	11.01%	7.96%	2.43%	0.946	0.044	
MBIA Inc.	3,437	2,231	-1,922	2,241	47,415	3,656	2,350	64.91%	-52.57%	78.88%	-0.83%	1.822	0.250	
Arthur J Gallagher & Co.	1,623	225	139	275	3,557	716	2,278	13.85%	19.40%	14.93%	17.33%	1.329	0.100	
CNO Financial Group, Inc.	4,131	172	-185	663	33,971	4,236	2,268	4.16%	-4.37%	9.89%	18.78%	0.877	0.061	
MAPFRE U.S.A. Corp.	1,982	286	191	294	3,915	1,331	2,169	14.43%	14.34%	16.82%	17.12%	1.208	0.074	
ProAssurance Corporation	706	250	168	266	4,441	1,255	1,801	35.42%	13.40%	18.58%	13.67%	1.323	0.125	
NFP Corp.	1,194	121	49	166	1,560	763	1,796	10.10%	6.39%	11.30%	6.95%	2.572	0.354	
Alfa Corporation	852	141	94	151	2,642	879	1,751	16.57%	10.64%	18.34%	12.35%	1.362	0.132	
Delphi Financial Group, Inc.	1,573	262	165	335	6,095	1,141	1,734	16.67%	14.41%	16.90%	12.60%	1.727	0.217	
Zenith National Insurance Corp.	874	368	234	378	2,773	1,073	1,635	42.13%	21.79%	26.12%	22.52%	1.029	0.170	
Willis HRH, Inc.	798	154	78	196	1,817	683	1,511	19.36%	11.43%	22.51%	14.02%	1.415	0.133	
The Phoenix Companies Inc.	2,349	194	118	206	30,418	2,279	1,348	8.25%	5.16%	7.70%	3.74%	0.892	0.068	
RLI Corp.	652	254	176	258	2,627	774	1,300	38.97%	22.71%	25.32%	16.11%	1.255	0.089	
The Midland Company	834	117	86	123	1,702	650	1,246	14.05%	13.26%	11.11%	11.63%	1.162	0.075	
Selective Insurance Group Inc.	1,739	213	147	242	5,002	1,076	1,219	12.22%	13.62%	11.71%	13.47%	1.303	0.114	
State Auto Financial Corp.	1,113	163	119	174	2,338	936	1,113	14.63%	12.73%	13.71%	14.42%	1.069	0.034	
Navigators Group Inc.	676	148	96	151	3,144	662	1,110	21.85%	14.44%	13.59%	9.18%	2.224	0.343	
Harleysville Group Inc.	959	147	100	152	3,072	759	1,085	15.37%	13.19%	7.68%	7.69%	1.037	0.028	
FBL Financial Group Inc.	919	147	86	161	13,928	903	1,044	15.99%	9.56%	16.16%	9.03%	1.433	0.162	
CNA Surety Corporation	466	135	93	141	1,508	668	890	29.03%	13.85%	15.50%	8.39%	1.400	0.141	

米国保険業界における保険各社のポジショニング① (2007年度)



HITOTSUBASHI

売上成長とROEに注目すると、当時、上場企業している保険会社のうち、東京海上は過去5年間の売り上げの伸びが高く、かつROEも高い企業を買収している。



米国保険業界における保険各社のポジショニング② (2007年度) 高成長・高収益性グループ



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

Company Name	Year	Market Capitalization	Total Revenue	Operating Income	Net Income	Total Equity	Operating Margin average	ROE average	Revenue Growth	Operating Margin Volatility	Equity Ratio
Lincoln National Corporation	2007	15,645	9,614	2,062	1,215	11,718	22.04%	10.89%	1.819	0.037	6.12%
W.R. Berkley Corporation	2007	5,409	5,588	1,179	766	3,628	17.78%	20.57%	1.539	0.151	21.57%
Brown & Brown Inc.	2007	3,331	946	312	191	1,098	32.81%	19.69%	1.717	0.010	55.97%
HCC Insurance Holdings Inc.	2007	3,261	2,382	608	392	2,440	20.96%	13.99%	2.529	0.195	30.22%
Protective Life Corporation	2007	2,880	3,032	416	290	2,457	18.69%	11.39%	1.549	0.167	5.88%
Philadelphia Consolidated Holding Corp.	2007	2,793	1,530	485	327	1,548	24.15%	17.89%	2.469	0.391	37.74%
Mercury General Corporation	2007	2,739	3,179	324	238	1,862	11.76%	15.05%	1.403	0.187	42.18%
Delphi Financial Group, Inc.	2007	1,734	1,573	262	165	1,141	16.90%	12.60%	1.727	0.023	18.73%
Willis HRH, Inc.	2007	1,511	798	154	78	683	22.51%	14.02%	1.415	0.110	37.59%
Infinity Property and Casualty Corp.	2007	587	1,096	120	72	601	13.64%	14.49%	1.436	0.142	31.37%
Donegal Group Inc.	2007	439	341	56	38	353	15.53%	11.69%	1.584	0.153	42.29%
Hallmark Financial Services Inc.	2007	330	275	46	28	180	12.94%	16.45%	3.954	0.449	29.59%
Universal Insurance Holdings Inc.	2007	256	189	91	54	73	22.75%	40.45%	29.090	1.095	14.78%
American Physicians Service Group, Inc.	2007	138	84	34	23	124	20.60%	14.56%	2.740	0.579	43.85%
Federated National Holding Company	2007	110	113	26	21	81	12.10%	11.88%	2.104	1.851	37.06%
Brooke Corporation	2007	92	212	14	2	117	10.45%	41.03%	3.237	0.280	27.58%
AssuranceAmerica Corp.	2007	41	58	2	0	16	3.25%	28.08%	3.518	1.464	12.61%

M&Aターゲットの 取引概要

東京海上HD M&A取引概要



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

	Kiln HD	Philadelphia Consolidated HD	Delphi Financial Group	HCC Insurance HD
取引公表日	2007年12月14日	2008年7月23日	2011年12月21日	2015年6月10日
事業概要	元受・再保険事業	損保事業 (特定顧客にフォーカス)	生保・損保事業 (就業不能・団体生命・超過額労災等)	スペシャリティ保険
買収金額	442百万ポンド (約1,061億円)	4,705百万ドル (約4,987億円)	2,664百万ドル (約2,050億円)	7,530百万ドル (約9,413億円)
買収割合	100%	100%	100%	100%
買収プレミアム	43.9% (One Month Prior)	70.7% (One Month Prior)	59% (One Year Prior)	35.9% (One Month Prior)
資金調達方法	手元資金	手元資金＋社債等外部借入	外部からの資金調達＋手元資金	手元資金＋外部からの資金調達

※詳細については、添付するプレスリリースをご参照ください。

各論点の分析視点

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、競争環境等)
- ✓ 保険の自由化をめぐる影響
- ✓ 事業ポートフォリオの状況 等

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。
- ✓ 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。
- ✓ 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。

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(Keln, Philadelphia, Delphi, HCC)の共通点・異同点
- ✓ 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、後の経営改革に苦勞する可能性がある。どちらを選択すべきであったか。
- ✓ 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。
- ✓ 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。
- ✓ PMIをいかに実践すべきか。

4. 1～3を整理したうえで、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。