

MS & ADホールディングス 電話会議（2017年8月24日開催）

「シンガポールの損害保険会社 First Capital 社の買収と Fairfax 社とのグローバルパートナーシップの締結の合意について」

質疑応答要旨

2017年8月24日に実施したIR電話会議の質疑応答（要旨）を以下のとおりまとめました。

なお、社名表示は以下の略称を使用しております。

MS：三井住友海上火災保険株式会社

AD：あいおいニッセイ同和損害保険株式会社

MSA生命：三井住友海上あいおい生命保険株式会社

MSP生命：三井住友海上プライマリー生命保険株式会社

Q1： First Capital 社の平均的な利益水準はどれくらいですか。資料の P11 で、持分 97.7%を掛けて 70 億円の利益と記載されています。これは 2016 年度の利益ですが、アニュアルレポートを見ますと、2016 年度はコンバインドレシオが通常よりかなり低い一方で、その中に含まれている社費がイレギュラーに大きくなっています。この会社の安定的な事業費率と損害率をどれくらいで見られているのかを教えてください。

A1： 今後とも安定的な利益の確保が可能と見ております。当社グループに入ることによって、今後いろいろなシナジーによりトップラインが伸びていきますので、利益水準はそれに応じて膨らんでいくと見ています。ご質問いただきました社費ですが、2016 年度は確かに前年と比べて増加しておりますけれども、これは Fairfax グループ内部において経費の配分について見直しを行ったため、と聞いております。当社のグループに入って以降は経営管理にかかわるスタイルが変わってきますので、経営管理上の支払い負担も変化していきます。経営管理上の支払い負担は減っていくと見ておりますので、First Capital 社自体の収益性、収益力は、過去のトレンドに従って今後とも伸びていくと確信しております。

Q2： 収支の状況について昨年度についてはマネジメントフィーが大きく増えていますが、これは First Capital 社に対する経営指導料みたいなものであり、今後その部分は減っていくだろうということでしょうか。

また、損害率は過去 70%強から 80%を超えるような水準で幅がありますが、平均的な損害率はどれくらいと見られているか教えてください。

A2： 1 点目のマネジメントフィーについてはご理解のとおりでして、今後当社が経営管理を担い、実際に役職員を派遣して行っていくこと等を通じて減っていくと考えています。2 点目の損害率ですが、First Capital 社の過去の損害率は少しずつ改善、低下してきております。これは、保有率が高い種目、そうでない種目等のポートフォリオ構造の変化によって、ここ数年低下してきております。今のままのスタイルですと、今後とも損害率

が低下していくと見ております。

但し、これまでは再保険の出再率が高い事業構造でしたが、今後これをどうするかは、ポートフォリオを精査してから決めてまいりますので、平均的な水準については、見通すことが難しいということをご理解ください。

Q 3 : 出再の比率が非常に高いですが、Fairfax 社は資本があまり厚くない会社とされますので、MS&AD の傘下になれば出再を減らせば利益が増えるかと思いますが、その効果は期待しているのでしょうか。

2つ目はマネジメントフィーですが、2015 年度が 250 千シンガポールドル、2016 年度が 8,136 千シンガポールドルに増えています。マネジメントフィーが、今後どれぐらいのスピードで、どれぐらいまで下がるかについて、もう少し詳しく教えてください。

A 3 : もう少し保有ができないかという点についてはご指摘のとおりです。当社の通常のパターンですともう少し保有をとることによって、もともと成績がいいポートフォリオですので収益の拡大が望めるとは見ておりますが、当社のほかの現地法人の拠点から任意再保険を引き受けていたりもしますので、そのリスクの集積を見ないといけません。それから First Capital の現行の資本余力に照らして、保有の拡大が経営の健全性の観点でいいかどうかという点も考慮する必要があります。全体として保有は拡大する、出再を削減する方向で考えてはおりますが、ポートフォリオの中身等をよく検証した上で決めていきたいというのが現時点での方針です。

2点目のマネジメントフィーにつきましては、統合後の当社の経営管理のあり方はこれから具体的に詰めていくところですが、2016 年水準から見てほぼ半分ぐらいは減ると見込んでおります。

Q 4 : 資料の P7 にある、MSIG シンガポールとのシナジーについて教えてください。MSIG シンガポールは日系企業とリテールに、First Capital 社は現地の企業にそれぞれ強みがあり、顧客の補完関係があるというお話しでしたが、それぞれに対してどのようなクロスセルなどのシナジーが見込めるのかを教えてください。

A 4 : 例えば First Capital 社が持っているローカルの大企業向けのノウハウを当社の既存の顧客に適用していくことによるクロスセルがあります。また、First Capital 社が当社グループに入ることを選択した大きな背景は、これまで企業分野で順調に成長してきた First Capital 社にとって、今後さらに成長するためには個人分野、リテールにおけるポートフォリオの拡大が不可欠だということがあります。当社が展開しております ASEAN のネットワークを使って、First Capital 社自身の持っている強みをどう活かすかについては、具体的にはデジタルにおいて、First Capital の属す Fairfax 社グループは既にインドでデジタル技術を活用した収益拡大を実際に進めております。これを当社が持っている ASEAN ネットワークに適用することによって、リテール分野での収益の拡大を一緒に狙っていこうと考えています。お互いの補完関係を活かして、これまでなかったポートフォリオを構築し、そこから利益が出てくることを見込んでおります。

Q 5 : MSIG シンガポールはリテールなどもやっており、内容が補完的だということなので、何かコストシナジーは出てこないと理解して良いでしょうか。

A 5 : MSIG シンガポールとの経営統合などは今後テーマとしてあり得ますけれども、しばらくは現行どおりの経営を続けていくということです。将来のテーマとして統合を含めた、あるいはバックオフィスの統合を含めたシナジーを考えているということで、現時点ではご指摘のコストシナジーは織り込んでおりません。

S Q : 将来的にバックオフィスの統合はするから、何らかの効果が出てくるということでしょうか。

S A : 将来実際に統合に至る場合には、当然にコストシナジーが出てくると考えております。

Q 6 : 投資のクライテリアとタイミングに関して教えてください。今回の買収では、グループコア利益上乗せ効果が期待できると思いますが、買収金額は、PBR で 3.3 倍に相当するとご説明いただいております。買収をするに当たって、何らかの定量的な基準は設けているのかについて教えてください。また、なぜこのタイミングで今回の買収を行ったのかについて背景を教えてください。

A 6 : まず投資のクライテリアについてですが、当然に将来見通しに基づいて事業投資効果を算定しております。PBR3.3 倍は高いとは感じられ、アジアにおける過去の M&A の事例と照らし、若干平均を上回るかもしれませんが特段高いとは見ておりません。そもそも今回の First Capital 社の買収によって、生まれるいろいろなシナジーについては織り込んでおらず、織り込む前の段階で判定しております。したがって First Capital 社との統合によって直接出てくるシナジーもあれば、さらには Fairfax 社とのグループ全体でのグローバルな、いろいろな協業によるシナジーも期待しております。今回この投資を通じて当社が、アジアでの基盤を強化することによる、いわゆるアップサイドポテンシャルを見た場合には十分に投資に見合うと判断しました。

タイミングについては、これまでもいろいろな事業投資の案件は常に注視しております。アジアに限らず全世界で見えておりますけれども、その中で今回この案件については先方からのお話があり、もともと候補として考えておりましたが、いわゆるご縁があったということでこの結果に至っております。

Q 7 : シンガポールの損害保険市場の今後の見通しについて教えてください。具体的には今後の業績の伸びや損害率の観点でソフト化の可能性はあるかどうかについて教えてください。

2 点目は、やはり PBR3.3 倍という水準がちょっと印象としては高いなと思いました。

1 点目の質問と関係しますが、シンガポールのリーディングプレイヤーである会社の、

潜在的な成長性を勘案すると PBR3.3 倍は、正当化できないけれども、事業シナジー等を含めたアップサイドポテンシャルをそれなりに蓋然性のあるレベルで織り込めば妥当な水準であると理解していいか確認をさせていただきます。

先方から話に来てこの買収に至ったということなので、それも含めて買収価格の合理性について詳細な説明をお願いします。

A 7 : シンガポール損保市場の見通しについては今後とも安定的な成長を見込んでおります。特にこの First Capital 社に関しては、過去 10 年間で利益は平均 10%を超える高い成長を示してきています。今後については若干減速するという意味では多少保守的に見ており、今後 10 年間の平均成長率として 8%程度を見ています。

ソフト化の可能性については何とも言えないところですが、一般論としましては、元々アジア市場は比較的ソフトな損害保険市場であり、それほど大きく低下していくことは考えられません。さらに、First Capital 社は社風としても長期、安定的な顧客との関係を重視しています。また、顧客との直接取引を志向するところもあって、必ずしも市場全般のソフト化にストレートに引きずられるようなポートフォリオ構造になっていないところも 1つの強みです。

過去、比較的競争が激しいと言われているシンガポールにおいて、いい成績を安定的に残してきている裏づけでもありますので、今後ともその観点では First Capital 社の強みが継続すると考えています。したがって、それほどソフト化の影響は受けないと見込んでおります。

2 点目、PBR3.3 倍をどう見るかについて、ご指摘のとおり、現時点の手持ちの数字だけでは織り込み切れない、いろいろなものをポテンシャルとして見ています。先方が持っているデジタル技術を当社の顧客基盤に当てはめて、当社の基盤を使ってリテール分野を拡大していくところも 1つですし、さらには Fairfax グループとのいろいろな協業を、シンガポールのみならず全世界でいろいろなことをこれから考えていくということで、かなり広範な、現時点で数値化できないポテンシャルなシナジーがあり得ると考えたこともあり、3.3 倍は妥当と考えました。

Q 8 : Fairfax 社とのグローバルなパートナーシップについてどういうことを考えているのかについて具体例を説明してください。Fairfax 社のプレゼンでもあまり内容が分かりません。もう少し具体的なお話をお願いします。

Q 8 : Fairfax グループと今後何をどう一緒に取り組むかについては、まさにこれから具体的な協議を進めて、提携契約を結んでいこうという段階であり、申しわけありませんが現段階では具体的なことはお示ししかねます。

当社も Fairfax グループも世界の各国に大小さまざまな拠点を有しておりますし、当社はリテールが強いところで Fairfax グループは企業分野しかやっていないなど、補完関係は非常に高く、いろいろなことが各国、地域で考えられます。一緒に取り組んだ結果、保険会社同士ですので、再保険の交換でその果実を分け合うなど今後両社で一緒に企業価

値を高め合いましょうということでの検討を進めていく段階です。

Q 9 : 業務提携についてはどちらから出てきた話でしょうか。また、色々なビジネスで提携ができるという話をおっしゃっていましたが、Fairfax 社は非常に手広くあちこちで投資や買収をして成長してきていますが、資金的には余裕がない形でこれだけ展開してきていますので、御社の資本をうまくつなげることに先方は魅力を感じているのでしょうか。

A 9 : まず 1 点目、業務提携のここまでの検討の流れですけれども、First Capital 社の買収を始め、会談を重ねる中で自然と出てきた項目でもあり、必ずしも先方からの申し入れというだけではありません。First Capital 社買収後も First Capital 社のポートフォリオの一定割合を現行どおり Fairfax グループが再保険で引き受けてまいります。これによって当社グループに入った First Capital 社の今後の成長に、Fairfax グループとしても一部参加していきたいという思いを先方は強く持っております。これが発端となって、そうであればほかにもいろいろできるということでも自然に出てきた発想です。

確かに Fairfax グループ自体はそれほどの資本余力がないと理解していますが、当社が今後具体的な提携を進めていく相手は各国、地域で事業を展開している傘下の保険会社であり、当然個々の保険会社は各国の規制とか格付に照らして十分資本余力を備えていると考えています。従い、当社グループの資本を当てにしているわけでもありませんし、当社が Fairfax グループ全体を買収するわけでもありませんので、おっしゃいましたようなことはないとお考えいただいて結構だと思います。

Q 10 : First Capital 社の再保険スキームに関して教えてください。損害率が 70~80%で、コンバインドレシオが 60~70%台であり、再保険の手数料の受け取りが全体のコンバインドレシオを下げているかと思えます。Fairfax 社との再保険で、今後オーナーシップがかわることによってこの利益構造が変わっていく可能性があるのかご説明ください。もう一点は、Fairfax 社とのグローバルパートナーシップについて、今回の First Capital 社買収金額は、一定の将来的な協業の部分のメリットも勘案してのという説明もありましたが、今後グローバルパートナーシップ、提携を進めていくに当たって、Fairfax 社との追加的なキャピタルのコミットメントの可能性についてコメントをください。

A 10 : まず 1 点目の出再手数料についてはご理解のとおり、現状は再保険に出している割合が多く、そこから得られる再保険手数料が結果としてコンバインドレシオを改善しているという構造があります。当社が買収した後も Fairfax グループとしては一部を現行どおり再保険で引き受けていきたいと言っておりますし、従来どおりの再保険は継続できるような安定した成績で来ておりますので、現行どおりの出再を続けようと思ったら続けられる状況です。しかし、ポートフォリオの見直しによって当社が保有したいと思った場合には、出再手数料による収益から保有することによる収益に利益の源泉が変わっていくことは起こり得ますし、恐らく保有が上がっていくことになると考えております。それから 2 点目の今後の展開はまさにこれから検討していくところですが、いろいろな

国、地域で一緒に何かやる際に、局地的に一緒に何かをやるという意味での出資等はあるかもしれませんが、Fairfax グループ全体に対して当社が資本参加するようなことは、現時点では検討の対象には入っておりません。

Q 1 1 : ESR へのインパクトに関して教えてください。2017 年 6 月末時点で 203%であった ESR が、今回の買収によってどれぐらいまで低下するのか、試算値があれば教えてください。

A 1 1 : ESR へのインパクトに関しは、詳細な計算はできておりませんが、現時点での試算では 5 ポイントぐらいの低下になります。したがって、203%との比較で単純に言えば、198%程度になります。詳細は、改めてご報告をさせていただきます。

以 上