

MS & ADインシュアランスグループホールディングス
2022年度第1回インフォメーションミーティング（2022年5月25日開催）
質疑応答要旨

2022年5月25日に実施したインフォメーションミーティングの質疑応答（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 Amlin : AUL、AAG、AISE、ACS を主とする各事業の合計

[AUL(MS Amlin Underwriting Limited)、AAG(MS Amlin AG)、

AISE(MS Amlin Insurance SE)、ACS(MS Amlin Corporate Services Limited)]

Q1 : 現在貴社の時価総額は、2025年度の利益目標4,700億円の5倍程度となっています。PER5倍程度ということは、市場は貴社の利益の伸びを確信できていないと思いますが、今後の利益成長の源泉について教えてください。特に、海外事業は、ロシア・ウクライナ情勢の影響▲200億円を戻すと今期の利益は840億円となりますが、来期の利益は1,150億円と、1年でかなり大幅な増益を見込まれています。来期の増益の根拠について教えてください。

A1 : 今期から来期の海外事業における利益成長は、MS Amlinで年初から足下までの資産運用益の下押しを踏まえ、今期の資産運用益の計画を引き下げっていますが、来期はそれが戻ると計画しています。また、大型ではない事業投資も想定しており、これによる利益の積上げも計画に織り込んでいます。

2025年度に向けては、MS Amlinとアジアでは、市場のハード化を追い風にトップラインを拡大し利益を伸ばしていく計画です。特にMS Amlinでは、AULは基礎固めが完了、AAGは基礎固めの途中であります。両社ともにハード化を追い風にトップラインを拡大し、利益成長を実現していくことを計画しています。

Q2 : 国内損保事業では、2025年度まで持続的に大幅な増益（今期比+760億円）を計画されています。火災保険の値上げで大きな利益改善を見込まれていますが、事業費削減はどうでしょうか。資料59ページで、2025年度までに事業費率で2ポイントの低下を予定しています。正味収入保険料が3兆円ですので、事業費の削減額は税前で600億円くらいに相当しますが、事業費の削減の前提と、コミットメントと捉えて良いかを教えてください。

A2 : 資料20ページの図で、緑の部分が国内損保事業の利益の伸びを表しています。増益要因は火災保険の収支改善や新種保険の成長などですが、事業費の削減は各保険種目に割り振られて、この中に含まれています。例えば火災保険の収支改善は580億円を計画していますが、この全てが料率改定によるものではなく、この中に事業費の改善も含まれています。事業費については、約500億円の削減を計画に織り込んでいます。この500億円の削減は、経営としてのコミットメントとご理解いただいて結構です。従って、国内損保事業の利益拡大は、火災の収支改善、料率・引受条件の見直し、事業費削減、加えて、特に新種保険のア

ード保険料を伸ばしていくことで、利益を拡大していきたいと考えています。

SQ1 : 昨年 11 月時点では、成長のための大規模システム投資が 2025 年度にはほとんどなくなる前提で、開示されていたと思います。今期、生命保険会社を含めて、保険業界ではかなり事業費が膨らんでいます。2025 年度頃には、また別のシステム投資で事業費率があまり下がらないようなことが業界全体で発生しないか、心配しています。そのあたりについてはどのようにお考えでしょうか。

SA1 : 国内損保事業の事業費率の改善は、過去から重要視してきた課題です。この中計で目指している事業費率の改善目標、2025 年度で 31.7%は達成していきたいと考えています。成長のための投資をどのように見るかですが、事業費率については、安易に増えないように管理していきます。先にご説明しました通り、2019 年度対比で 2025 年度までに 1,000 億円のコスト削減にもコミットしています。

また、資料 26 ページに記載の「1 プラットフォーム戦略」により、両社の強みを活かしつつ差異を明確化したうえで、一体運営を進めることで効果を出していきます。これによるコスト削減は今回発表した中計には含めていませんので、計画の上乗せとなっていくとご理解ください。

Q3 : 投資パイプラインの考え方に関して、資料 45 ページの通り、今回 ESR のターゲットレンジの上限を 30pt 引き上げられました。2.4 兆円のリスク量に 30%を掛けると 7,200 億円になりますが、事業投資に対する考え方が前中計からどのように変わり、こうした金額を想定されたのか、考え方を教えてください。

A3 : ESR の目標のレンジを上げた 30pt 分が約 7,000 億円となることはご指摘の通りです。今後、事業投資については、様々な投資機会を機動的に捉えて検討していきたいと考えています。現在、海外のマーケットでは非常にバリュエーションが高い状況であり、しっかりしたリターンを達成できるような投資機会がなかなかありませんが、様々な環境の変化によって状況が動くことは当然に考えられます。例えばリーマンショック時のように、バリュエーションが急激に落ちた時に機動的に動くためには、ある程度の資金を持っておきたいと考えています。

Q4 : 資料 46 ページの株主還元に関して、配当はこれまで DOE で示されていましたが、今回、配当に関する基準がなくなり、基本的還元で修正利益の 50%という考え方のみになりました。配当と自己株取得にはどのような優先順位があるのか教えてください。また、右側の追加的還元のところの一番下に、「資本効率改善等が必要と判断した場合」とありますが、ここでいう資本効率は、どのような指標を見て改善が必要と判断されるのかを教えてください。

A4 : 株主還元に関し、修正利益の 50%を基本的な還元とした点ですが、ベースの考え方を大きく変えているわけではありません。これまではグループ修正利益の 40%から 60%という枠内としていましたが、40%から 60%のどこを使うかとのご質問を何度かいただきました。

このため、今回、半分は還元すると明確化を行ったものです。また、追加的還元との関係もあり、40%から60%とした場合、40%を基本的な還元として、そこから20%分の追加的還元を行ったとしても、通常の還元の範囲内ではないかと思われることも考えられます。そこで、まず基本的な還元を50%とし、それを超える部分については追加的還元として機動的に行うと整理したうえで、追加的還元の検討を行うケースを例示しました。DOEについては、前中計では3%前後を基準に運営してきましたが、この指標に配当水準が縛られることには避けた方が良くと考え、使わないこととしました。追加的還元を実施する場合の、「資本効率改善等が必要と判断した場合」の資本効率ですが、基本的にはROEを基準に判断します。

SQ1： ROEが何%を下回ったら追加的還元を行うのでしょうか。また、資料12ページに総還元額の推移を示されています。これまで右肩上がりの増加にこだわっておられたと思いますが、前期のグループ修正利益が上振れた結果、今期のグループ修正利益予想の3,000億円の50%の還元を想定した場合、前期の水準に届かない可能性もあります。総還元額の拡大基調を継続するこだわりはあるのでしょうか。

SA1： 追加的還元の判断にあたってROE何%といった具体的な基準は定めていません。そのときの状況、様々な環境の中で判断を行う指標のひとつとしてROEを見ているということです。

還元拡大については、1株あたりの配当について安定的に増配基調を大事にしていきたいと考えております。総還元額の拡大の維持は、今後の利益の見通しや、利益のボラティリティが今後大きくなっていく中で、難しい場合も出てくると思っています。従って、総還元額の拡大に最大の優先順位を置いているとまでは考えていないとご理解いただければと思います。

Q5： 株主還元に関して、機動的に実施する追加的還元はどのようなタイミングで検討するのでしょうか。また株主還元の金額の修正純資産対比についてはどのように考えていますか。

A5： 追加的還元は、毎期にどうするかを検討していきます。株主還元の金額の修正純資産対比に関する考え方ですが、修正純資産に対する株主還元率を上げていくには、資本を調整するか、利益を拡大していくかの両方あると思いますが、基本的には両方のバランスを見ていく必要があると思っています。利益の拡大に重点を置きたいという考えもありますが、資本の調整と利益の拡大の両方を見ながら検討していきます。

Q6： 資本効率の改善が必要になった際の追加的還元に関して、実行することは難しいのではないかと考えています。例えば足元の利益が弱めになった場合でも、V字回復の見通しを出し、それを達成すればROEが高まるとされることが考えられます。また、新しいROEの定義では、政策株の含み損益変動の要素はなくなりますが、引き続き様々な変動要因があり、IFRS移行後に、想定した資本量と違うようなこともあり得ると考えています。資本効率改

善が必要かどうかは、どの段階で判断されるのでしょうか。期初予想で ROE10%を出したが、大きく割る見通しになった場合は、これに該当するのでしょうか。具体的にどういうケースで該当するのか教えてください。

A6 : 資料は検討にあたっての様々な観点のうちの事例をお示ししたものです。追加的還元を行うかどうかは、毎期検討を行います。先程事例として出された、「期初予想を大きく下回る場合に、追加的還元を検討するのか」と問われれば、検討するということになります。但し、先程ご説明の通り、機械的に実施するというのではなく、その時点の市場環境、流動性の状況など様々な要素を勘案して検討します。

Q7 : 前中計の修正 ROE は9.5%でしたが、一過性要因除くと目標の10%には少し遠かったと思います。今回の中計での海外の利益改善や国内の成長については理解していますが、ROE 達成に対してのコミットメントはいかがでしょうか。前中計からの考え方から変化しているのかを教えてください。

A7 : 前中計の ROE は一過性のもので積み上がった利益を除くと9.5%を少し下回るというのはご指摘の通りで、それらを除くと8.3%となります。これは、ROE 計算の分母になっているエクイティ部分が株価上昇によって膨らんだということも1つの要因でした。計画策定当時の日経平均の前提で置いた純資産対比で言えば、一過性の要因も含めてですが、10%にかなり近いものになっていたと思います。前中計目標はマーケットの影響を受ける部分がありましたが、今中計では純資産の考え方として、政策株の含み益を純資産から除いて計算します。これは、2024 年度以降に IFRS の会計基準に移行する中で、IFRS の利益には政策株式の売却益が含まれないので、分母分子の整合性をとること、マーケットの変動によるぶれを除いて、純粹に我々の経営の成果に対する資本効率をご覧いただくようにしたいということで変更したものです。今中計の ROE は、前中計のようなマーケット変動による影響、ノイズがなくなりますので、我々としてはお示ししている ROE を達成していくというコミットメントはしっかり果たしていきたいと考えています

Q8 : ROE の資本効率の改善が重要で、マネジメントはそこにコミットするとのことですが、一方で今回 ESR のリスクモデルを保守的にし、かつレンジの幅も広げるのは、マネジメントに対するリスクアペタイトを取るインセンティブをかなり削ぐようなアクションではないかと思いますが、今回この中期経営計画を取締役会で議論する中で、社外取締役からはこのアクションについてどのようなコメント、リアクションがあったのか、可能な範囲で教えてください。

A8 : 中計は取締役会でかなりの回数論議をし、その都度社外取締役の皆様から数多くのインプットをいただきました。とりわけ ROE の改善は当社グループにとって最重要課題の1つであり、利益拡大に向けしっかりリスクテイクをしてチャレンジしていく必要があるという論議をしています。ESR のレンジを広げることで、リスクアペタイトを保守的にするのではないかという指摘はありませんでした。積極的にリスクテイクし利益成長、企業価値の

拡大に取り組んでいくべきであるといった論議がなされています。

繰り返しになりますが、社外取締役の方からは、リスクテイクを積極的にやっていくべきだという、我々の背中を押すような意見が非常に多くありました。

Q9 : 資本効率を上げるためにRORで一定のレートを置き、見直しを進めていくとのことですが、政策株のリスクを国内損保に割り振って計算すると、RORが一番低い事業になるのではないかと思います。政策株の売却は、今お示しいただいている数字の何倍もの速度でやるべきであり、若干甘いのかなという印象を受けますが、その点についてはいかがですか。

A9 : 政策株の売却は、今中計でも年間 1,000 億円で進めていきます。政策株の売却は、発行体ときちんと話をして理解を得ながら進めていくことが必要ですし、また政策株からの配当収入も当グループにとっては重要ですので、そのバランスを見ながら進めていく計画です。政策株は、個々の銘柄についてそれぞれ利配収入がどうなのか、政策株保有によって保険引受利益がどうなのかということも合わせて個別に ROR を見えています。その検証結果について、取締役会に付議して論議を行っています。トータルとして我々が保有している政策株式にはリターンが高いものが多く、ROR は保険引受利益も含めて計算すると相応に高い水準になります。ただ、トータルとしてやはり政策株はピークリスクであると認識をしていますので、従来通り毎年 1,000 億円規模の削減をやっていくという判断をしています。

Q10 : 海外のグループ修正利益について、2022 年度の特異要因を足し戻した利益の 920 億円と 2023 年度の 1,150 億円との差額約 200 億円について、MS Amlin 以外の増益幅が小さいように思いますが、何か理由がありますか。

A10 : MS Amlin 以外の海外事業において見込んでいる 2022 年度以降の約 200 億円の増益については、各現法・地域における損害率の改善などを若干保守的な計画にしていることが要因の一つです。これ以外に事業投資で 180 億円の利益の上積みを用意しており、既存事業の利益の増益額はそれほど大きな金額にはなっていませんが、これは保守的に見積もったものとご理解ください。

Q11 : MS Amlin の自然災害リスクを今後どの程度削減していくのか、教えてください。また、採算が改善できなかった場合に、自然災害リスクを更に 3 割、4 割削減する可能性はありますか。その場合、ESR がどれくらい改善するかを教えてください。

A11 : 自然災害リスクを削減する必要性は十分に認識しており、今年度も前期比で 20% の削減を目標に取り組んでいます。6~7 月に米国の風水災リスクの更改期を迎えますので、ここでも削減していきます。来年度以降もさらに削減を続ける想定です。一方で、ロイズ事業を行う AUL の一般リスクのポートフォリオは大きく改善しています。AUL における受再の割合は 30% 程度で、そのうちの約 50% 程度が自然災害リスクとなっています。この自然災害リスクを更に削減していきますが、そのショックを吸収する一般リスクの収益力は向上して

きています。これまでトップラインを削減する過程で削減してしまった良質な契約を、もう一度、ブランドと取引先との関係をうまく使って取り戻していくプロセスに入っています。マーケットのハード化を受けて、特にマリンやエネルギー分野において増収を図っていき、一般リスクにおける収益性を高めていきます。あわせて、自然災害リスクのリスク量も削減していく方向で臨んでいます。更に3割、4割自然災害リスク量を削減した場合にどうなるかという試算はしていませんが、AULにおける資本効率、資本対リスクという観点では特に問題がありません。これまで投じた資本を、将来、配当に回せるような環境も来ると見えていますので、ESR上は特に問題がないと考えています。

Q12 : MS Amlinで自然災害リスクを減らし、一般リスクの引受を厳格化したとのことですが、ロシア・ウクライナで最大200億円のロス、3社の中で一番大きなロスという印象を受けています。ロシア・ウクライナ、去年の寒波、コロナ等、大きなリスクが起きた時の支払が3社の中で大きいという印象です。MS Amlinの引受は、こうした性格の会社だから、リスクが起きた時は3社の中で一番大きなリスクとなるのは仕方ないということでしょうか。

A12 : コロナがあり、昨年2月には北米の寒波があり、今回はロシア・ウクライナのロスを計上しているということで、色々なサプライズが続いていますが、これはロイズ事業、再保険事業の特性上、一定の損失が発生するのはある程度やむを得ないという部分があると考えています。ただし、MS Amlinの場合、その基礎収益力に対して、リスクイベントによる損失の度合いが大きすぎるので、これを改善してきているところです。例えばコロナロスの影響が大きかった英国財物は、この資料35ページの右側上のグラフ、2016-2018のポートフォリオにはありましたが、下のグラフ、2019-2021のポートフォリオでは消えています。すなわち、AULではコロナロス発生以降、英国における財物引受の引受を停止しましたが、2021年度はこの撤退した英国財物のロスが、AULの利益を若干下押ししました。それでもAULは昨年年初の計画を達成しており、そこにはAULの引受の改善の成果が現れています。2021年度のAULにおけるコンバインドレシオは、撤退した種目による影響を除くと92%と、ロイズ平均よりも低く、大きく改善してきています。また、2021年度は、北米寒波ロスや、ドイツで史上最大の洪水ロスがありました。自然災害リスク削減はMS Amlinのみならず本社においても継続的に進めています。今回のロシア・ウクライナのロスは200億円計上していますが、主に財物と海上で、損害発生を見込んだIBNRが100億円で、残りの100億円は現状では見通せないが、万一に備えて予備的なマージン備金を念の為に積んだものです。今回のロシア・ウクライナのロスは、MS Amlinに限らず保険業界、再保険業界全体でも、もともと想定してなかった状況ですが、今後は、こうした集積リスクの把握、管理を、戦争に限らずより厳格にやって行く必要があると課題認識はしています。いろいろな点で基礎収益力は上がってきているので、将来、他のサプライズが起こってもこれを吸収できる余力は上がってきていると考えています。

資料34ページの通り、もともとはAmlin plcという持株会社がありました。MS Amlinはロイズシンジケートをベースにした会社で、AULが一番大きな事業会社でした。そこを補

完する再保険会社として AAG があり、欧州大陸の元受会社の AISE がありました。これを 2020 年 1 月に再編し、日本の直接子会社にしました。従来は相互補完機能を持っており、AUL の引受キャパシティを補完するために、AAG が一部リスクを引き受けていたりしましたが、事業再編後、それを解消してきています。英国の P&C など、不採算種目から撤退して、AUL はパイが少し減った一方でポートフォリオが改善し、ほとんどの種目でコンバインドレシオが 100%を切っています。ポートフォリオの改善が進んできたので、今度はパイを増やし、ワンイベントのロスの吸収力を高めて行くというステージに入ってきているとご理解下さい。AAG は、自然災害の引受がポートフォリオで 15%程度ありますが、これを更に引き下げて行く予定です。AUL と AAG の関係も、それぞれの特性を生かした成長にしていきたいので、AAG でも得意領域のポートフォリオを増やしポートフォリオ改善を進めています。それによってワンイベントのロスの吸収力を高めて行こうとしています。

Q13 : インフレーションの事業への影響に関しては海外でマイナス 80 億円程度影響を織り込まれていますが、一方でインフレによるレートアップなどポジティブな側面もあり得るのかと思います。経営陣から見て、インフレのプラスマイナスの影響をどのように考え、またそれが新中計にどう影響を与えうると考えているか教えてください。

A13 : インフレの影響は、1 つは保険金の支払の上昇、もう 1 つは事業費・物件費の上昇、この 2 点が主な影響だと考えています。保険金の影響は後からレートアップで追いかけていくというものなので、業績に対しては一定マイナスの影響を与えると見ています。事業費はインフレの影響を踏まえても、31.7%という 2025 年度の目標に向けて、しっかりコントロールして行きたいと考えています。

海外ではロシア・ウクライナに伴うインフレ影響分で 80 億円積んでいます。それ以外でも MS Amlin でインフレ影響として 90 億円位マージンを積んでいる等、インフレに対する備えをしています。

Q14 : IFRS の利益を 2025 年度から目標にしていますが、IFRS に移行すると、政策株式の売却益がはいらない、異常危険準備金準備金の繰入取り崩しがなくなるなど、今までより自然災害の影響を大きく受けると思います。それを踏まえても目標値は IFRS の純利益でいくのか。IFRS を適用しない会社との比較で自然災害があるかないかで数値が変わったりすると思いますが、そうした点についても考え方を教えてください。

A14 : IFRS では異常危険準備金の影響がなくなる、のれんの償却がなくなる、あるいは時価会計の影響、市況変動を受けやすくなる、長期の契約では新契約獲得費用が日本基準だと全額一時に認識をされるものが、保険期間に応じて発生ベースで認識をされる、政策株の売却益が入ってこないといった違いがあります。トータルで言うと、これらのプラスマイナスの要素を勘案すると IFRS の利益の方が 200 億円から 300 億円、従来のグループ修正利益より大きくなります。

IFRS は、グローバルに会計基準を揃えて比較可能性を高めていくという主旨で導入されるものであり、当社グループはこの主旨に沿って、中計の目標も IFRS ベースで設定したいと考えています。従来、経営数値目標としてきたグループ修正利益も異常危険準備金損益は除外していますので、自然災害の影響は IFRS 利益と大きく差はないと思います。業法に則り、事業会社決算は国内基準で行いますので、IFRS での利益を開示されない国内の他のグループとの比較も十分可能になると考えています。

Q15 : 自動車保険は、他社が減収の計画としている中、増収の計画ですが、比較的強気で力強い計画かと思えます。他社と比べた場合の自動車の評価、今後シェアを拡大していくのか、トヨタとの関係性等、自動車の見通しを教えてください。

A15 : 他グループと比べると若干強気に見ているところはあるかと思えます。ここは MS&AD として「見守るクルマの保険」等のテレマティクス自動車保険を中心として、他社に先行しており、販売力が安定・定着しているということもあり増収出来ると判断しています。また新しい特約の発売など、単価アップも織り込んでいます。海外でも、トヨタ自動車の販売店と組んで進めている「トヨタリテール自動車保険」はコロナで一旦落ち込んだ販売台数が回復しており、テレマティクスのノウハウを各国で展開、共有することで順調に販売を伸ばしており、利益水準も積み上がってきています。交通量も戻っているの、多少ボラティリティはありますが、海外も含めて自動車については伸ばしていきたいと考えています。

Q16 : 新種保険のトップラインの拡大目標について教えてください。

A16 : 中小企業マーケットが、まだまだ新種保険の普及の余地があると見ております。そこに様々な新商品を投入する、あるいは場合によってはマーケットを作っていくということも含めて、国内営業戦略の重要な柱になっています。ここにしっかり取り組むことで増収をはかっていきたいと思っています。正味収入保険料ですが、資料 58 ページに記載の通り、2021 年度の 3,785 億円を 2025 年度には 4,600 億円にするという目標にしています。

Q17 : 資料 42 ページの事業管理高度化のバブルチャートですが、この見直し対象とされているものというのは具体的に今時点でどのようなものを想定されていますか。この見直しの判断軸ですとか、時間軸について教えてください。

A17 : 見直し対象は、ROE、ROR が十分達成できない事業で、それについての課題を明らかにし、取り組みを進めてきているけれども改善が見通せないようなものです。昨年度からこういった事業管理をスタートしておりまして、具体的には申し上げられませんが、イグジットを含めて検討を進めている見直し対象事業がいくつかあります。

以上