

「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト  
第8回総会 議事概要

日時:2014年1月14日(水)9:30～11:30

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1.本日の議論のテーマ(伊藤座長)

- ・ 本日は、東京海上ホールディングス偶会長よりご講演頂き、講演の後に意見交換を行う形で進める。

2.講演

(i)偶会長講演(資料4)

- ・ 本日は、我が国の一企業経営者としてどのように企業経営してきたか、国内外の株主・投資家等と接してきた中で何を感じてきたかを話したい。
- ・ 本プロジェクトを通じ企業と投資家との望ましいあり方がさらに進展することを期待している。
- ・ 保険事業は外から見えにくいいため、保険事業環境およびこれまでの取り組みにつき簡単に説明する。東京海上グループの事業ポートフォリオは過去10年で急速に変わっており、事業・経営・資本の全てにおいてグローバル化が進んでいる(p.5)。
- ・ 日本の保険業界では、1990年代からの自由化による競争の激化、金融危機等による国内損保市場の縮小、保険会社の収益性の低下による合併があった。競争激化の中で保険商品多様化・価格細分化が進んだ結果、保険金払い漏れにより社会的な非難を受け、また、金融危機を契機として金融のシステミックリスクに対する認識の高まりにより、Solvency II等の新たなグローバル規制の動きが進んできた。  
加えて、2011年3月の東日本大震災発生により、世間一般におけるリスク認識が高まると共に、保険会社はリスク管理の重要性を実感することとなった(p.8)。
- ・ 資本市場における当社の評価について、当社の株価および修正PBR(株価自己資本倍率)の推移を示している。特に、自然災害が国内損保事業の利益に大きく影響した(p.10)。
- ・ 経営者として取り組んだ経営改革の3本の柱は、国内事業変革、海外事業展開、リスクベース経営の3つである。皆が平時と捉えている状況において、いかに大胆な経営を実行するかについて、一経営者の想いを中心にお話したい。
- ・ まず、国内損保事業改革について(pp.13～14)。2000年以降の保険商品多様化・料率細分化に、保険会社側の業務プロセスが追い付いてなかった。その結果、間接部門の増大、営業第一線の縮み・閉塞感等が生じていたが、経営層は何とかなると思っていたことが最大の問題であった。抜本的構造改革に着手しない限り当社は潰れるという危機感を感じた。
- ・ 2003年に国内事業改革を開始し、5～6年かけて業務プロセス簡略化、業務プロセスへのコンプライアンス組み込み等を達成した。また、内向きだった仕事が外向きとなった。
- ・ 海外事業推進について(pp.15～17)。保険の本質であるリスク分散の考えに基づけば、先進国・発展途上国の双方に事業展開を行うことが不可欠である。先進国への進出に対しては社内でも強い反対があったが、それらを乗り切って実施した。先進国(欧米)市場は成熟しており競争も厳し

いが、真のグローバル企業を目指すならば、先進的な欧米市場で一定のポジションを取っていくことが求められる。また、M&A はあくまでスタートであり、post M&A が重要である。

- ・ 海外事業展開により、当社の事業ポートフォリオは大きく変化した。2002年には修正利益の3%だったが、本年度は5割に近い利益貢献を見込んでいる(P.17)。
- ・ リスクベース経営(ERM)について(pp.18-19)。当社は、リスクベース経営の仕組みを内外ステークホルダーに見える形で導入してきた。
- ・ 以降、資本市場との対話について、自らの経営を踏まえてお話する。
- ・ 社長時代に、株主・投資家・アナリストと延べ300回ほどのミーティングを行った。経営者としては、①透明性をもって説明責任を果たすこと、②有言実行:実際のシナリオを動かして成果を出すこと、の二点が重要である。グローバルな公開会社としては、日本の伝統的な「不言実行」は通用しない。これらのミーティングにおいては、自らの経営をコンパクトなストーリーとして説明する必要がある。また、社内論議だけでは出てこない視点・考えに接することが出来る。当社においては、投資家等とのミーティングの内容はメモの形で役員と共有すると同時に、社内全体にもフィードバックしている。当社においては、これを「社内IR」と称している。
- ・ 本プロジェクトのテーマの一つ、ショートターミズムについて。市場は自由・効率的であるべきであり、その中では短期売買も認容されるべきだ。しかし、企業も短期志向になってしまうと新しい産業が生まれにくくなるのが懸念されるので、長期投資家は重要である。
- ・ 当社の株主の内訳は、4割が海外投資家、5割が国内投資家、1割が個人投資家。これらの株主は当社の事業を評価して頂いているはずだが、企業価値が十分に株価に反映されていないのではないかと懸念されている。また、全ての株主と意見が合うわけではない。例えば、リスクを取ってM&Aを行うよりも、PBRが1.0以下の自社株を買う方が良い、という株主もいる。自社株買いは重要だが、そればかりではチャンスを活かせず縮小均衡に陥ってしまう。
- ・ 社員一人一人が各ステークホルダーに対する価値提供と自分の仕事とを結び付けられるように、「私たちが大切にしているもの」を説明している(p.23)。
- ・ 最後に、欧米企業との違いについて。日本企業・欧米企業共に、経営スタイルは千差万別であるが、ステークホルダーに言及する点は世界共通である。一方、相違点は、日本企業においては経営理念が額縁に飾られて鎮座していることが多いが、欧米企業においては社員が経営理念に関する明確な説明を求めることが多い。また、欧米の取締役会はよりマーケットに近く、執行役員もマーケットに対する説明責任を常に意識して経営している。世界では、経営者報酬において、短期の経営指標に紐づけられている割合が圧倒的に高い。一方、日本企業の経営は具体性にかき、精神論に終始する場合が少なくない。もっとも、明確なストーリーで語っている日本企業も近年増えている。
- ・ ダイバーシティについては、欧米では歴史的背景もあり当たり前のことだが、日本企業では今も経営の要は日本人にこだわる場合が多い。個人的には、日本人以外に経営幹部を任せても問題ないと考える。
- ・ 現時点では、多様性をマネージできる日本人材が限られている。グローバルに活躍できる日本人を一人でも多く育てたい。

## (ii) 質疑応答

### 【企業】

- 3点質問がある。第一に、東京海上のROEはグローバルな保険業界ではどういったレベルなのか、またROE以外にどういう経営指標を意識しているのか。第二に、課題を解決するための手段としての統合報告へのご意見を伺いたい。第三に、アナリストやファンドマネージャー等の意見が参考になった具体例を教えてください。

→第一に、当社のROEは、これまで5-6%を推移し、現在は7%を目指している状況である。低ROEの原因は、日本国内の自然災害を扱う保険事業は、ある程度の余裕を持って資本を保有する必要があることが原因である。一方、海外事業のROEは10%超であり、まだ向上の余地があると考えられる。もっとも、国内事業のROEについても過当競争で下がっていた分は改善傾向にある。ROE以外の経営指標としては、リスク対比での純資産を示す指標である economic solvency ratio (ESR) の安定性も重視している。また、現実のビジネスにおいては combined ratio がいわば売上における保険金や事業費等の費用の割合を示す指標であり、分かりやすい。

第二に、統合報告について。これまで当社は経営指標とそれ以外を分けて公表してきたが、それらを一体化する取り組みを開始している。細かい指標よりも会社の意思・方向をいかにわかりやすくするかを含め、宣伝していきたい。

第三に、一例としては、自己株買いについても、資本の有効活用と企業としての長期投資とのバランス等を真剣に議論する。世界の経営者は企業を渡り歩いている経営のプロであるが、日本の経営者はそうではないことが多い。アナリストとの対話は経営者の成長にとっても役に立つ。日本においても企業の中で早くから経営のプロを育てることが必要だろう。
- 三点質問がある。第一に、平時に抜本的改革を行うことは難しいと思うが、何か指標を用いているのか、それとも海外企業との比較に基づき絶えず社内を鼓舞しているのか。第二に、7年間位で8500億円を海外(M&A)に投じたとのことだが、そのための社内体制はどのように構築されてきたのか？第三に、社内の人材育成・人材評価について教えてください。

→第一に、平時において抜本的改革を行うためには、指標以前に、茹で蛙状態になっていることを感じるか否かが重要である。これからも変革が必要かどうかについてはROEやPBR等様々な指標があると思う。現時点では、経営指標ではなく社内の「元気さ」等を捉える感性が重要であり、変化の流れが止まらないように前へと進めている。当社の低ROEの要因の一つは、政策株の保有の多さだったため、社長就任時にこの圧縮を決め、持続的に対応を進めてきた。

第二に、私の社長就任時には社内のM&A専門チームは極めて少数だったが、キルン社のM&Aを通じて様々な経験が出来、チームを育成出来た。M&Aチームはコア以外のメンバーは常駐ではなく他部署から呼んできてチームを組成する。デルファイ社のM&Aの場合、当社から常にウォッチしているリストのトップに位置していた同社に対してドアノックしたもの。当社は買収先企業の経営スタイルを尊重するという今までのトラックレコードを評価され、買収に応じてくれた。デューデリジェンスについては日本の金融業界においてはトップレベルにあるのではないかと自負している。第三に、人材育成について。当グループの大半はドメスティックであり、多様性をマネージした経験がある人材が特にトップ層に少ない。このような人材は、日本人ではなくても構わないかもしれない。

#### 【投資家】

- まず、企業は必ずしもゴーイング・コンサーンではなく、役割を終えたら市場から退出すべきだ、役

割を終えないために企業はどう成長投資をするか、というお話に強い印象を持った。企業は自社にとって一番大事なことを有言実行すべきであり、それを通じて市場の評価・対話の効果が上がるというご説明が、全てが一連でつながっており、よく呑み込めた。第二に、ERM 経営について質問したい。ERM 経営のような概念は経営トップでは共有されているが、営業第一線は必ずしも理解していないことが多い。どのように噛み砕いたかを教えてほしい。

- ・ →当社においても、当初多くの方が ERM という言葉を知らなかった。4-5 人の経営幹部が ERM 委員会を組織するところから始め、これまで約 40 回開催した。もっとも、ERM に関する論議のゴールはまだ見えていないが、これは世界的に他社も同じであろう。リスク評価モデルは漠としており、リスク量の計測や相関の計算は、許容範囲の広いリスクを捉える必要がある。ERM を社員一人一人（特に営業部門）まで落とし込むのは大変に難しいが、努力している。保険会社はそもそもリスクを扱う企業であり、return on risk が常に念頭にある。economic solvency ratio もシンプルな形で社員に示している。
- ・ 長い間業績を上げている会社は変革と実行への厚い壁もあるのではないか。そこで実績を上げた後で経営者が交代する際、次の後継者の選び方についてどう考えるか。
- ・ →当社も歴史的に縦割り色が強かったため、それを打ち壊すのは大変だった。そのような変革を後継者にバトンタッチするにあたっては、共に海外事業や M&A 等の変革に携わってきた者を選んだ。また、平時において抜本的改革を行えるという DNA を残していきたい。
- ・ マーケットには短期投資家も長期投資家もいるが、それを前提として、貴社はまともな長期経営を分かってもらうためにどう考えているか、個人的見解をお聞かせ願いたい。
- ・ →本日は ERM について言及したが、ERM は、保険会社は元々リスクを扱う会社でありリスクベース経営はなじみやすい。しかし、ERM が他の業種にぴったりあてはまるかどうかは不明である。企業は株主を選べないが、適切に経営を執り行い、理解・サポートしてくれる株主を得て行きたいと考えている。マーケットが不正義だとは思わないが、マーケットと企業とでは意見相違があって当たり前ではないか。

#### 【市場関係者】

- ・ 第一に、企業は投資家を選べないというお話があったが、やはり長期投資家に株主になってほしい、という思いをお持ちなのではないか？ 第二に、10 年位前と今後における、政府に求められる役割の変化についてお聞かせいただきたい。
- ・ →一点目については、当社は長期投資家を常に探しており、これは引き続きやっていく必要がある。個人投資家への説明等も積極的に実施しているが、個人投資家が全体として本当に長期投資家なのかはまだよく分からない。第二に当局との関係については、大きく変わってきている。かつては金融庁の規制も国内目線であったが、バーゼルⅢを契機として金融庁は大きく変化しており、金融庁の検査にもグローバルな視点を導入されているようだ。ソルベンシーⅡ等についても当社と当局は一体になって論議している。
- ・ 隅様も、本業を経験して社長になられたので、それまでのキャリアとしては投資家との対話は多くはなかったと理解しているが、貴社においては、投資家からの意見を社内で上手く活用されている

ようだ。日本の CEO, CFO の大半は内部出身者であり、本業で市場との対話が must 要件ではない。この点に関して、経営陣に今後マーケットの対話を意識させるような仕掛けについてどう思うか？

- 東京海上はホールディングス制をとっており、何かをやる時には傘下の事業会社(東京海上日動火災)の資本を使う必要がある。我々の組織においては、持株会社と事業会社の経営環境を近づける必要がある。東京海上においては、海外との比較において、CFO の位置づけをずっと考えてきたが結論が出なかった。各社の CFO の役割は様々であるが、プロフェッショナルが必要。事業の出身者である必要は必ずしもない。一方、CEO は事業経験者が良いのではないか。いずれにせよ、透明性の高い組織であることが重要である。これは、投資家への説明のためだけでなく、どんな組織も判断を間違えることがあり、透明性が高ければその際に内外両方からチェックすることが出来るためだ。
- まず、本プロジェクトでは、「誰」あるいは「何」のための企業価値かということを議論しているが、全体の企業価値の調和についてお考えを聴かせてほしい。第二に、これまで良い経営の海外企業を買収してきたとのことだが、自社経営と被買収企業における経営の違いは何か。
- 第一に、我が社でも以前、会社は誰のためにあるかを論議したが、現在はそのような論議はあまり行っていない。当社の「私たちが大切にするもの」においては、株主を5つのステークホルダーの中で一番下に配置し、株主以外のステークホルダーに関する努力の総和を株主が享受できる、という立てつけにしている。
- 第二に、海外買収において先方から学んだこと・問題点については、例えば、フィラデルフィア社は意思決定が速く透明性が高い。第一線で起こっていることが上にずっと伝わっていく情報ルートがあり、上層部が末端での活動を見ることが出来る。また、英国社のキルン社については、欧州統括会社のトップをキルン出身者としたところ、組織の役割体制がきわめてクリアとなった。デルファイ社については、素晴らしい運用を行っている。M&A では、right partner を選ぶための時間とお金はいくらでも使っている。
- 日本人はグローバルに多様性をマネージすることが出来ないと思われることが悔しいというお話があったが、多様性をマネージするコツがあればお聞かせ頂きたい。
- 人種、言語、宗教、ライフスタイル等の相違を当たり前として受容できる人材をいかに増やすかが課題である。私は海外で仕事をする機会が多くあったが、先方から「Why」と質問された際に、「日本ではみんなそうだから」と回答してしまったことがあった。一方、海外においては多様性が当たり前存在しており、こうした回答はなされない。外から日本を見る目をつけることが重要である。

(伊藤座長)

- 隅様が専務時代に、「今のままならマーケットからレッドカードを突きつけられる」とおっしゃっていたことが印象深い。その時代からの抜本改革を踏まえて今日の東京海上グループに至ったと考える。
- 本プロジェクトにおいて経営者のお話を聞くのは今回が初めてである。優れた経営者のお話を聞きたいと考え、講演頂いた。

3. 中間整理のまとめ方について(伊藤座長)(資料5、6、7)

- ・ 本プロジェクトの次のステップは中間整理である。中間整理にあたっては各コーディネーターの方にリーダーシップを発揮して頂いて、中間整理ドラフトに協力頂けるメンバーの方々と協力してドラフトを行っている。
- ・ 次回の総会では全体的視点から私がドラフトを調整した結果を資料として提示する予定である。
- ・ 中間整理公表は2月以降を想定している。日本語版を英語に翻訳し世界に発信してコメントを集め、最終報告に持っていきたい。今後も協力をお願いします。

4. 閉会挨拶(伊藤座長)

- ・ 次回は、ヘッジファンドのユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンの小柴様によるご講演と、中間整理案について議論を行う予定である。

以上