

米国生命保険会社プロテクティブ社の買収について 機関投資家・アナリスト向け電話会議 質疑応答要旨

日時：2014年6月4日 16:00～17:00

回答者：執行役員 経営企画部長 稲垣精二

<プロテクティブ社関連全般>

Q1: プレゼンテーション資料 2 ページの「第一生命グループが提供するリソースがカタリストとなり、プロテクティブ生命の成長が加速」という説明について、どういったリソースが今後提供され、どのような形で成長のカタリストとなると見ているのか教えてほしい。

A1: プレゼンテーション資料 18 ページにおいて、当社が提供するリソースについて触れている。米国のリテール市場、とりわけ中間所得者層向け生命保険市場はまだ成長余地があると考えており、当社グループが日本や豪州等で培ってきたマルチチャネル戦略のノウハウを米国市場で活用することで、プロテクティブ社の成長を加速させる。

また、当社には、TAL 社の戦略実行を資本面でサポートすることにより、TAL 社が業界第 1 位にまで成長できたという経験があるため、プロテクティブ社にも同様の施策を含め、様々なサポートができると考えている。現在、プロテクティブ社は上場企業であるため、株主から四半期ごとに厳しい業績チェックを受けており、保障性商品事業の拡大等、中長期的な戦略を取りづらい面もあるが、当社グループに入ることで、より大胆な経営戦略を遂行しやすくなる。

Q2: 業績は好調で格付けも良好なプロテクティブ社経営陣が、独自に経営を行うよりも第一生命の傘下に入ることを選択した背景について教えてほしい。

A2: プロテクティブ社は、上場企業として、常に第三者からの買収という脅威にさらされてきたこと、また前述のとおり中長期的な視野での経営戦略を機動的に行いづらかったことが、今般の決断の背景にあるのではと考えている。当社とプロテクティブ社は経営理念等について共有できる部分が多いことから、プロテクティブ社の経営陣は、グローバルな保険グループの一員となり、より中長期的な視野で戦略を遂行することで、同社の既存契約者、既存株主への責任を果たせると判断したものと考えている。

Q3: プロテクティブ社はユニバーサル保険など年金商品中心の企業だと思うが、今後米国に進出するに当たり、人口成長等を考慮して保障性商品にシフトする可能性があるのか聞かせてほしい。

A3: プロテクティブ社はユニバーサル保険にシフトしてきた歴史があるが、同社のユニバーサル保険についてはむしろ保障性の商品もある。同社が進めてきた保障と貯蓄のバランスの取れた成長には引き続き期待している。

Q4: ジャナスとの提携時はマイノリティ出資であった一方、今般のプロテクティブ社の買収は完全子会社化ということを踏まえれば、アセットマネジメント事業ではマイノリティ出資で、生命保険事業では 100%子会社化するという基本方針なのか、あるいはこの方針が今後変化する可能性はあるのか聞かせてほしい。

A4: プロテクティブ社の買収に際しては、明確に 100%シェアを取得する戦略を取ってきた。これは、TAL 社などの経験で、ガバナンスも含め北米市場においてもマジョリティ出資により出資先企業の成長を加速することができるという自信に基づいている。一方で、アセットマネジメント事業は、生命保険事業と異なり Janus の商品を日本で販売するなど、様々な win-win の関係を作り出せる一方、人材の流動性の懸念からマイノリティ出資を選択することになった。今後の出資のあり方については、ケース・バイ・ケースで判断することになると思われる。

Q5: 2014年3月期以降も、現状で400億円程度のプロテクティブ社の純利益の増加トレンドは変わらないと見てよいか教えてほしい。

A5: まず、プラスの要因として、2013年にプロテクティブ社が AXA グループの MONY を買収したので、その利益の取込み効果が今年度現れる。当社では、プロテクティブ社のそれぞれの事業ごとにトップラインの成長率などを設定して収支のシミュレーションを実施しているが、プロテクティブ社の過去の実績が示すとおり、今後高い利益成長率が実現できると考えている。

<連結会計関連>

Q6: 今回、逆三角合併形式でプロテクティブ社を連結決算に取り込むとのことだが、その際に米国会計基準と日本の会計基準のどちらで取り込むのか教えてほしい。

A6: TAL 社について、現地の会計基準に基づく数値を取り込んでいるのと同様に、基本的には、プロテクティブ社についても米国会計基準に基づく数値を取り込む予定である。

Q7: プロテクティブ社を連結する際に、のれん以外に繰延新契約費(DAC)の取扱いなど、米国と日本の間で留意しておくべき会計基準の差異があれば教えてほしい。

A7: 米国と日本の会計基準の違いとしては、例えば売上げの認識、費目の表示方法、のれん・研究開発費・退職給付債務の計上手法などが一般的な項目と思われる。一方で、DAC の処理など、財務諸表を統合する過程において必ずしも画一的な会計手法が決まっている訳ではない。具体的な処理方法については、今後監査法人との協議の上で検討して行くことになる。

Q8: プレゼンテーション資料 17 ページの右側の図表に記載の「のれん償却費およびその他費用」について、発生時期・金額・償却期間等について教えてほしい。

A8: 当該図表はイメージ図であり、のれん償却費およびその他費用の金額は未定である。なお、プロテクティブ社が開示している貸借対照表上の純資産と買収価額とを比較することで、のれんの額を概算する方法はあり得るが、それらの差額をそのままのれんとして計上する訳でない

点はご留意頂きたい。償却期間についても現在検討中であり、1年当たりの償却額も未定である。

Q9: のれんの償却期間が未定であっても、買収後には結果的にEPSは上昇するとの考えか。

A9: ご質問の通りである。

Q10: 連結修正純利益は、連結当期純利益に負債性内部留保繰入額の法定超過分の税引後換算額等を加算して算出しているが、プロテクト社の買収後に算出方法が変わるのか、また、総還元性向目標30%も変わるのか教えてほしい。

A10: プロテクト社の米国会計基準での利益を、のれん等を調整した上で加えることになる。第一生命で行っているような負債性内部留保の調整を行う予定はない。また、今回の買収によって、総還元性向目標が変更となることはない。

<バリュエーション>

Q11: プロテクト社を買収対象として検討する際のハードルレートや、同社が他の買収対象会社と比較して魅力的と判断した理由について、定量面を中心に聞かせてほしい。また、EPSやROEが上昇するとの説明があったが、EPSやROEが、株式市場の参加者にとって第一生命の成長状況を判断する適切な指標と考えているのか教えてほしい。

A11: 第一生命グループの国内における資本コストに加えて、日米金利差等を参考にハードルレートを設定している。算出したプロテクト社の将来的なIRR等がハードルレートを超える見込みであったため、魅力的との判断に至った。また、プロテクト社は、税引後営業利益が金融危機後平均13%で成長していること、ROEも3期連続で10%を超えていることなど、力強い実績が魅力的であった。また、これまで当社はEV成長率等の指標を用いて成長性を説明してきたが、今般EPS、ROEの視点を取り上げたのは、日本の会計基準において1株当たり利益は希薄化しないと投資家に示すことを意図したためである。

Q12: 今回の買収に係る約35%というプレミアムは、手元のデータに基づけば、過去数年の保険会社のM&A案件平均と比べると必ずしも低コストとは言えないと思われる。プロテクト社の買収で想定している具体的なシナジーについて聞かせてほしい。

A12: 米国生命保険会社の買収に関する他事例のプレミアムは平均して30%前後と認識しており、本買収はその範囲内と考えている。成長余地が高い米国市場でマルチチャネル戦略を志向しているプロテクト社に対して、当社グループのノウハウを提供することにより、また必要に応じて多少の資本上のサポート等も柔軟に組み合わせつつ、成長を後押しすることで、TAL社における成功事例と同様に、プレミアムを十分回収できると考えている。

Q13: 今般のプロテクト社の買収価格算定に当たって、買収したMONYほどの程度の規模

が含まれるか示唆があれば頂きたい。

A13: プロテクトティブ社は約1,000億円でMONYを買収しているが、買収事業に対するトラックレコードに応じた収益が生じるという想定で、プロテクトティブ社の買収価額算定に際し、将来予測をしたものをご理解頂きたい。

<資本政策>

Q14: プレゼンテーション資料19ページのグラフにおける、2015年3月末の資本量・リスク量の予測値の前提について教えてほしい。また、普通株調達予定額を最大2,500億円と算定した根拠について聞かせてほしい。

A14: 2015年3月末における資本量・リスク量の予測値は、波線で示した通りイメージ図であり、プロテクトティブ社買収の影響等を反映したものではない。また、上限2,500億円の調達予定額については、複数の要素を考慮して算出した。具体的には、①今回の買収資金に係るリスク量の増加(外国株式のリスク量及び分散効果を考慮して算出)、②のれんの控除、③3,000億円の成長投資枠(資本投下枠)の残枠の充当、④リスクの削減、⑤補完的な資本調達手段の活用等、を考慮した。

Q15: プレゼンテーション資料23ページのグローバルな生命保険会社の総資産ランキングによると、プロテクトティブ社の買収後、第一生命グループは13位となる。今回の買収により、第一生命グループはIAIG(国際的に活動する保険グループ)に含まれることになると思われるが、G-SIIs(グローバルにシステム上重要な保険会社)に入ることも想定しているのか聞かせてほしい。また、その際、経済価値ベースでの資本充足率目標を見直す可能性について教えてほしい。

A15: 今回の買収が完了した場合、当社グループの保険料収入に占める海外の割合が10%以上となるため、IAIGに認定される可能性が視野に入ってくる。グローバルに展開する保険会社の資本充足率の目線が、当社の目標である130%よりも上であることは認識しているため、中期経営計画「Action D」における2015年3月末での目標を達成した先には、新たな資本規制が本格的に導入される時期までにグローバルな生命保険会社と同等の資本充足率まで引き上げて行きたいと考えている。

Q16: 今後、第一生命株主からの配当要請が高まり、プロテクトティブ社の利益を第一生命への配当として取り込んでいく場合、前述のような「大胆な戦略」が取れなくなる可能性があると思われるが、プロテクトティブ社の経営陣とはどのような対話を行っているのか教えてほしい。

A16: 当社グループの実例をお示しすると、もともと上場企業であったTAL社を子会社化して以来、当社・TAL社間では緊密な議論を通じて、場合によっては先行投資のためにTAL社が減配するなど、資本・配当政策については柔軟な対応を取ってきた。プロテクトティブ社との間では、まだこうした議論を詳細に行っている訳ではないが、第一生命グループ傘下での柔軟な

資本・配当政策の枠組みは同社の中長期的な戦略遂行にあたりメリットがあると考える。

Q17: 今後、プロテクトティブ社が買収事業をダイナミックに展開して行く場合、第一生命から更なる資本面でのサポートが必要になるのか聞かせてほしい。

A17: プロテクトティブ社の買収事業は、同社のフリーキャッシュフローの範囲内で実施している。同社の買収戦略の遂行のために、当社から継続的に資本を投下することは現時点では想定していないが、将来的に魅力的な機会があれば、資本の投下についても検討して行きたい。

<資金調達>

Q18: 今般の買収契約締結のタイミングで資金調達を行わずに発行登録を選択した背景は何か。

A18: 今般の当社とプロテクトティブ社との契約においては、25日の「go-shop 期間」と呼ばれる、第三者による入札提案を募る期間を設定している。その期間中に、今回の合意内容である「取得金額 1 株当たり 70 ドル」を上回る水準で他社からの買収提案があった場合、当社との契約が成立しない可能性があるため、買収契約締結と同時の調達は行わなかった。

Q19: 資金調達の面で金融機関からの借入れや社債発行も選択肢にあったと思われるが、なぜ普通株発行を選択したのか教えてほしい。

A19: 一般的に、調達手法は社債や劣後債務など、様々な手段があることは承知している。しかし、我々の経済価値ベースでの資本水準は、目標である 130% を目指す途上にあること、現行のエクイティ・劣後債務のバランスを意識すべきこと、さらに、何よりも規制業種でもある当社が、社債や借入れなど、財務レバレッジを効かせた資金調達を行う場合は極めて慎重に取り組む必要があると考えていることから、新株発行での資金調達を機動的に行う体制を整えるべく発行登録を行った。

Q20: 現状で、第一生命株式の EV 対比でのバリュエーションは低く、これをベースにすると、今般の資金の調達効率は必ずしも高いとはいえない。投資家の第一生命を見る目が厳しいと思われる中で、資金調達を伴う買収に踏み切った背景を教えてください。

A20: 当社が上場して以来、EV を約 1.5 兆円増加させたにもかかわらず、同期間の時価総額があまり変わっていないという事実がある。これに対して、国内市場を主軸とした事業展開では低いバリュエーションが解消できないのではなど、様々な検討を重ねてきた。当社としては、グループ内事業ポートフォリオの地域分散を推進し、グループとしての収益力を高めることで、将来、日本市場が人口動態の変化の結果、より厳しい環境に置かれたとしても、グループとしての収益力を維持することができ、ひいては日本国内での競争力を維持できると考えている。今般、当社グループがグローバル企業に転換する千載一遇のチャンスがある中、経営判断を下したものとご理解頂きたい。

<エンベディッド・バリュー (EV) >

Q21: プロテクトティブ社のエンベディッド・バリュー (EV) は他の米国生命保険会社と同様に、米国会計基準での株主資本を上回るか教えてほしい。

A21: プロテクトティブ社の EV については、いずれは開示して行きたいと考えるが、現時点では確定値はない。ただし、あくまで一定の前提に基づく概算では、他の米国生命保険会社と同じ傾向にあるようだ。

Q22: 一株当たり EV は買収後で増加するか希薄化するか、イメージがあれば聞かせてほしい。

A22: 現時点ではコメントは難しい。

(注) 上記内容については、理解し易いように、部分的に加筆・修正しています。

【免責事項】

本資料の作成にあたり、第一生命保険株式会社(以下「当社」という。)は当社が入手可能なあらゆる情報の正確性や完全性に依拠し、それを前提としていますが、その正確性または完全性について、当社は何ら表明または保証するものではありません。

本資料に記載された情報は、事前に通知することなく変更されることがあります。本資料およびその記載内容について、当社の書面による事前の同意なしに、第三者が公開または利用することはできません。本資料に含まれている Protective Life Corporation (以下「プロテクトティブ社」という。)に関する財務情報は、同社が米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) に提出した開示書類に基づき記載したものです。

当社の将来の業績またはその他の将来の出来事、取引もしくは状況に関して本資料に記載された記述は、将来予想に関する記述です。将来予想に関する記述には、(以下に限りませんが)「信じる」、「予期する」、「計画」、「戦略」、「期待する」、「予想する」、「予測する」もしくは「可能性」または将来の事業活動、業績、出来事や状況を説明するその他類似した表現が含まれる場合があります。当社およびプロテクトティブ社にかかる取引についての将来予想に関する記述には、(以下に限りませんが) 将来の財務内容および業績を含む当該取引による意義ないし便益に関する記述、当社の計画、目的、予想および意図、当該取引の予定されている完了時期ならびに過去の事象ではない当該取引に関するその他の記述などが含まれます。

将来予想に関する記述は、現在入手可能な情報をもとにした当社の経営陣の想定、見積、評価、予想などの判断に基づいています。そのため、これらの将来予想に関する記述は、様々なリスクや不確定要素に左右され、実際の業績が将来予想に関する記述に明示または黙示された結果または予想とは大幅に異なることとなる場合があります。したがって、将来予想に関する記述に依拠することのないようご注意ください。

当社およびプロテクティブ社にかかる取引についての将来予想に関する記述につき、実際の結果が、関連する将来予想に関する記述に示されたものと大幅に異なるものとなる要因としては、以下のようなものがその重要なものとして考えられます(もっとも以下に限られるものではありません。)。すなわち、①プロテクティブ社において必要となる株主総会での承認が得られるか否かについてのリスクおよび不確実性、②当社において必要となる関係当局からの許認可が得られないリスク、また、かかる許認可のため当該取引が遅延し、もしくはかかる許認可に条件が付され、想定していた通りの便益が得られなくなってしまうリスク、さらにはかかる条件故に当該取引が行われなくなるリスク、③当該取引の実行条件が充足されないリスク、④当該取引の完了までに必要な期間が長期にわたりうること、⑤当該取引後の事業統合が成功しないリスク、⑥想定していた戦略的意義を十分に実現できない、またはその実現に想定以上の時間を要するリスク、⑦当該取引の結果生じる混乱により、顧客および従業員との現状の関係を維持し、また今後の関係を構築することがより困難となること、⑧当該取引に関する事象の対応のために経営陣のリソースを割かなければならない可能性、⑨当該取引後、中核となる経営陣および従業員を雇用できなくなる可能性、⑩当該取引後の法規制の変更による影響、ならびに⑪当該取引後、当社または当社の子会社に対する信用格付けが想定と異なったものとなる可能性などを、こうした要因として挙げるすることができます。

本資料に記載された将来予想に関する記述は、本資料日現在のものです。新たな情報、将来の出来事やその他の発見に照らして、将来予想に関する記述を変更または訂正する一切の義務を当社は負いません。