

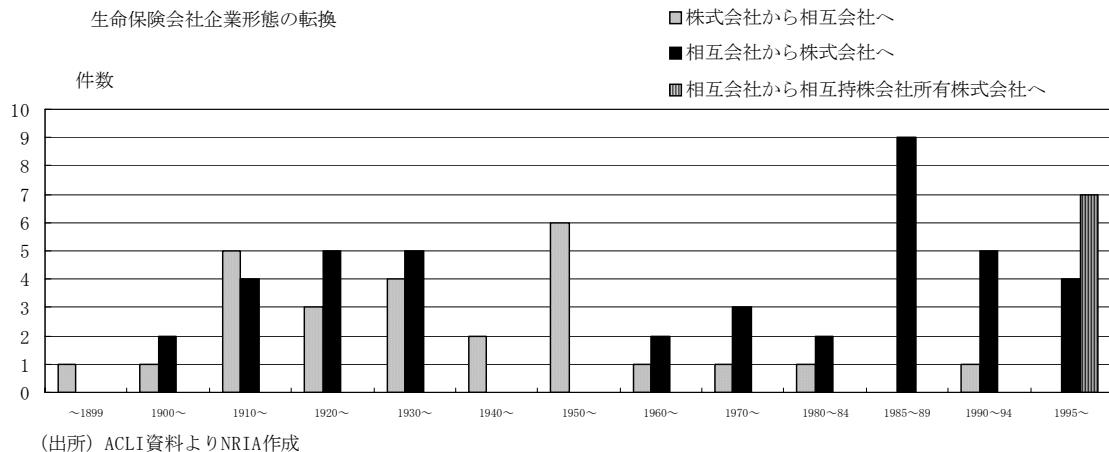
米国大手保険会社の株式会社化

98年、米国保険会社最大手のプルデンシャルを始め、大手保険会社が次々と株式会社化や相互持株会社化を表明した。米国では、80年代半ば以降、株式会社化の動きが活発化しているが、90年代に入ってから実施された9案件をみても、大手はエクイタブル1社のみであり、21世紀に向けての大掛かりな組織改正は、これから本格化すると言えよう。そこで本レポートでは、特に大手保険会社を取り巻く環境変化に焦点をあて、株式会社化を決意させた要因を紹介していきたい。

1. 米国保険会社の株式会社化の動向

米国保険会社の株式会社化¹は、80年代半ばから89年にかけて9社が行い、91、92年はそれぞれ1社ずつと、一時沈静化したものの、94年3件、95年4件と再び拡大基調にある（図表1）。加えて、相互持株会社²形態を認める州が増えつつあるため、96年以降は相互持株会社への転換も見られるようになっている。

図表 1



1 相互会社の保険契約者は、保険契約上の権利の他に、社員権（会社の残余財産に対してその分配を請求できる権利—自益権—や、取締役の専任など会社の運営に参加できる権利—共益権—）を保有している。株式会社化では、契約者の保険契約上の権利は新会社に引き継がれるが、社員権は消滅するため、通常は何らかの形態で補償が行われる。

2 相互持株会社方式とは、保険契約上の権利を相互会社の下に設立した生命保険株式会社に移す方式を指し、社員権は相互会社に残すので、補償の必要がなくなる。

次に、株式会社化を行った保険会社の規模をみてみると、92年のエクイタブルを除くと、認容資産20位以内の大手保険会社は含まれていない（プリンシパルは、相互持株会社化したが、株式公開は行っていない）。

ところが98年に入り、最大手のプルデンシャルが完全株式会社化を発表した。また、ニューヨーク州のメトロポリタン・ライフ、ニューヨーク・ライフや、マサチューセッツ州のジョン・ハンコックが、相互持株会社を認める州法案を積極的に支援した。

しかも、ジョン・ハンコックは98年5月、同法案の成立を待たずに、完全株式会社化を発表した。その背景には、最大手のプルデンシャルが完全株式会社化を表明したため、追随せざるを得なかったのではないかと、この見方もある。相互持株会社方式は、完全株式会社方式に比べ、時間とコストが比較的にかからない上、株式の公開タイミングを図れるというメリットが保険会社側にある。しかしその一方で、社員権が相互会社に残るため補償の必要がないこと等から、契約者に不利であるとして、反対を唱える州規制当局や消費者保護団体が少なくないからである。一方、ニューヨーク州では、同法案が廃案となり、メトロポリタン・ライフとニューヨーク・ライフはその後、組織形態に関する公式の見解を控えている。ただし、相互持株会社形態は、完全株式会社化への足がかりであるとの見方もあり、今後の行方が注目されている。

図表 2

株式会社化を行った保険会社

		組織変更	資産
91	Chicago Metropolitan Mutual	相→株	-
92	Equitable	相→株	758
94	Paradigm Life	相→株	-
94	Midland Mutual	相→株	-
94	Healthsource Indiana	相→株	Cignaが買収
95	Elite Life	相→株	-
95	State Mutual (現Allmerica)	相→株	162
95	Connecticut American Life	相→株	-
95	Gurantee Mutual (現Gurantee Life)	相→株	-
96	AmerUS Life	相→相持株	89
97	Acacia Life	相→相持株	-
97	Pacific Life	相→相持株	321
97	General American Life	相→相持株	190
98	Ameritas Life	相→相持株	32
98	Principal Life	相→相持株	639
98	Ohio National Life	相→相持株	58
計画発表	Mutual of New York	相→株(予)	165
計画発表	Standard Insurance	相→株(予)	45
計画発表	Prudential	相→株(予)	2,052
計画発表	John Hancock	相→株(予)	621
計画発表	Minnesota Mutual	相→相持株	133
計画発表	Provident Mutual	相→相持株	66
計画発表	American United Life Insurance/Indianapolis Life Insurance Company	相→相持株	100
計画発表	New York Life	相→相持株?	845
計画発表	Met Life	相→相持株?	1,832

(注) 生保・保険グループの97年認容資産。-は、認容資産ランキング100位外。90年以降に株式会社化を行った保険会社。

は97年認容資産ランキング20位以内の大手保険会社。

(出所) ACLI資料、AM Best資料よりNRIA作成

2. 大手保険会社を取り巻く環境変化

1) 生保版ディスインターミディエーション

米国では、1970年代末から80年代初めにかけての高インフレ時期、MMF等の市場金利を付与する金融商品の魅力が高まった。その結果、銀行業界では当時金利上限規制を課されていた預金からMMFへ、また保険業界では貯蓄機能を持つ終身保険から死亡保障機能のみを持つ定期保険へと、資金が流出した。ディスインターミディエーションである。そこで、生命保険会社は、76年変額保険、79年ユニバーサル保険、85年変額ユニバーサル保険と、利回り重視型の商品を導入して対抗した。

80年代後半から90年代にかけては、保険会社が付利競争で生き残るべく、無理な運用を強行し、経営危機に直面したり、乗換えの奨励が加熱するあまり、不正販売が問題になるといった影の部分も明らかになった。しかし、後述するような経営建て直し努力に加え、90年代の株式ブームの下、消費者の投資商品選好が従来になく高まったため、現在も概して利回り重視型商品の拡大基調は変わらない(図表3)。

ところが、95年の数字ではあるが、同商品市場の44%はエクイタブルとプルデンシャルで占められており、寡占化が進んでいる³。前者は投信運用会社アライアンスを傘下に持つており、利回り重視商品等の分離勘定の運用を委託している⁴。また後者も69年より投信会社を設立し、81年には旧破綻証券会社ベーチェ(現プルデンシャル証券)を買収するなど、証券業務への参入においては先駆者的な存在である。

図表 3
個人保険販売額の商品別シェアの推移

(単位:%)

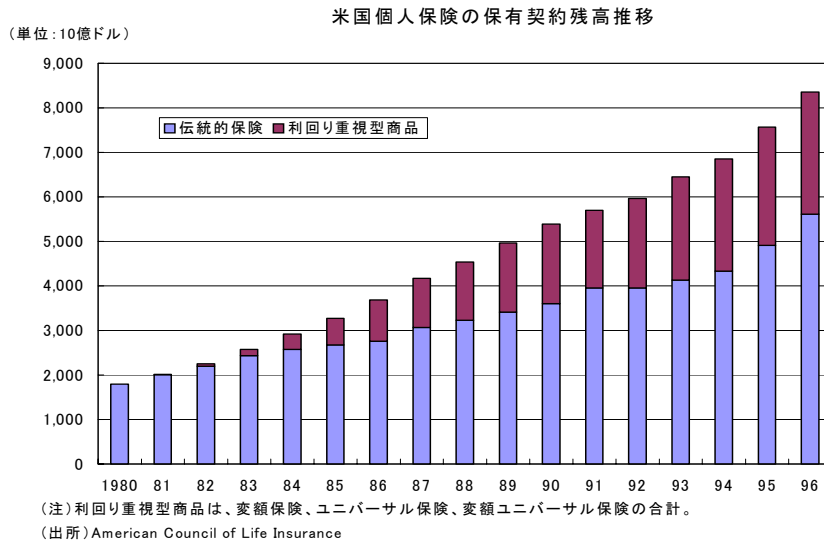
	終身保険	定期保険	利回り重視型商品				その他	合計
			ユニバーサル保険	変額保険	変額ユニバーサル保			
1970	40	25	0	-	-	-	35	100
75	37	31	0	-	-	-	32	100
80	39	43	0	-	-	-	18	100
81	37	49	0	0	-	-	14	100
82	27	50	12	10	2	-	11	100
83	24	44	22	21	1	-	10	100
84	22	36	32	29	3	-	10	100
85	16	33	41	39	1	1	10	100
86	18	35	37	33	1	3	10	100
87	19	40	32	25	1	6	9	100
88	25	35	28	19	1	8	12	100
89	26	38	24	16	0	8	12	100
90	28	38	24	15	1	8	10	100
91	28	40	21	13	1	7	11	100
92	23	40	26	12	4	10	11	100
93	23	41	27	10	5	12	9	100
94	19	44	27	12	4	11	10	100
95	20	44	26	13	2	11	10	100

(出所) LIMRA International

³ Cerulli 社調べ

⁴ ただし、アライアンス運用残高に占める系列会社からの受託残高はわずか14%である。

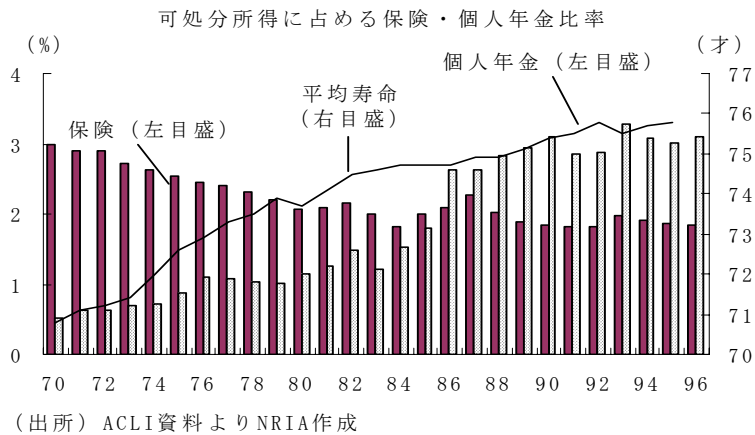
図表 4



2) 保険市場の成熟化と年金の拡大

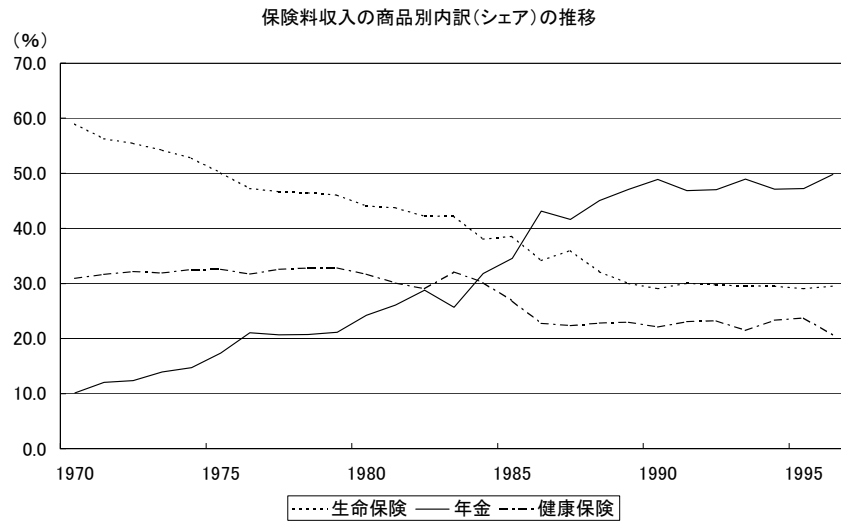
保険会社にとってより深刻な変化は、保険市場の成熟化である。米国民の平均寿命が伸びるにつれ、「若くして亡くなり扶養者が生活できなくなるリスク」よりも、「長生きし過ぎて生活資金が枯渇するリスク」が懸念されるようになった。図表5は、可処分所得に占める生命保険料と個人年金掛金の比率であるが、86年以降、個人年金掛金の方が上回っている⁵。また、平均寿命の伸びは医療費負担も拡大させるため、健康保険需要の拡大も予想されている。このような変化に対応して、保険料収入全体に占める生命保険料の割合は、75年には50.1%となり、96年にはわずか29.5%にまで低下した(図表6)。

図表 5



⁵ 変額個人年金の詳細は、井上武「変額年金とミューチャル・ファンド」『資本市場クォーターリー』本号を参照。

図表 6



しかし、大手保険会社でも、必ずしもこうした変化に十分対応している訳ではない。図表 7 は、大手保険会社の収入ランキングであるが、概して保険株式会社は、個人年金(団体を含む)比率が高い。また株式会社の中でも個人年金比率が著しく低い AIG は、98 年 8 月、同商品を主とするサンアメリカの買収を発表した。これに対して大手保険相互会社(メトロポリタン・ライフ、プルデンシャル、ニューヨーク・ライフ、ノースウェスタン、ガーディアン)は、伝統的保険商品収入の方が依然として主流をなしている。

図表 7

大手保険会社保険料収入ランキング

(億ドル)

	純保険料	保険		アニュイティ	健康保険
		個人	団体		
1 Met Life	222	60	62	99	0.3
2 Prudential	215	58	78	76	0.5
3 CIGNA	146	15	57	73	0.4
4 AETNA	132	11	34	85	1.2
5 Principal	127	8	26	91	0.4
6 Hartford	116	35	28	52	0.1
7 New York Life	110	42	14	52	1.5
8 Nationwide	109	6	4	99	0.06
9 Aegon	97	16	9	66	4.0
10 John Hancock	81	18	5	56	1.4
11 Equitable	79	20	-	56	2.4
12 Mass Mutual	75	29	5	37	2.8
13 American General	73	24	7	38	1.4
14 Northwestern	72	58	0.2	0.9	4.4
15 Lincoln	67	7	1	57	1.0
16 AIG	64	17	5	16	7.6
17 The Guardian	60	23	25	10	1.2
18 ING	60	14	1	44	0.05
19 AFLAC	58	4	0.2	0	54.0
20 Prudential Corp	58	6	0.0	52	-

(注) 最も収入の多い業務(生命保険は個人・団体合計)を
 で囲んだ。

(出所) AM Best資料等よりNRIA作成

3) 企業年金の拡大

老後の資産蓄積ニーズの拡大は、ホールセール分野においても企業年金残高の拡大となって表れている。特に 80 年代以降は、伝統的な確定給付型年金に加え、従業員による自助努力の積立てを奨励する確定拠出型年金が飛躍的に伸び、97 年には残高が遂に逆転した（図表 8）⁶。また、本来は企業年金非加入者のために設立された個人退職勘定（IRA）⁷も、同時に従業員が転職時に引出す確定拠出型年金資金の受け皿としての役割を果たしており、合わせて残高の伸びが目覚ましい。これら近年急成長している市場では、金融機関の業態を問わない競争が繰り広げられている。

前述の利回り重視商品の拡大と相まって、保険会社は銀行や投資顧問会社に伍して確定給付型年金残高を拡大すべく、株式を中心とする分離勘定での運用比率を高めてきた。保険会社の分離勘定比率は 87 年の 11%から 97 年の 29%へ、同勘定の株式比率も 38%から 70%にまで高まっている⁸。

また保険会社は、実勢金利に近い利回りを保証する GIC (Guaranteed Interest Contract/ Guaranteed Investment Contract) を開発し、これが特に確定拠出型年金に最適な商品として受け入れられた。ところが、他業態との金利競争の中で、高利回りのハイイールド債や商業用モーゲージへの投資に傾倒し、両市場の崩壊に伴い、91 年には、準大手保険会社のエグゼクティブ・ライフやミューチャル・ベネフィット・ライフが経営危機に陥った。エクイタブルも、同様に高リスク商品への過大投資によって抱えた不良資産を償却する必要に迫られたため、新たに資本調達を行うべく、92 年株式会社化を行い、フランスのアクサ・グループの傘下となった。

以上のような保険会社危機に加え、90 年代は株式市場が好調だったこともあり、確定拠出型年金市場における保険会社のシェアは急速に低下しており、代わりに伸長著しいのが投資信託である。また IRA でも投資信託のシェアが、42%と最も高く、生命保険会社は 7%に過ぎない⁹。

こうした事情を背景として、運用資産ランキングをみると、圧倒的に投資信託会社が優勢となっている。保険会社の中でもトップ 15 位内に位置するのは、プルデンシャルとメトロポリタンの 2 社と、保険系列の投信会社アライアンス、パトナム、ケンパー等である（図表 9）。

⁶詳細は、井瀉正彦、沼田優子「拡大続く米国 401(k)プラン」『財界観測』96 年 2 月号参照。

⁷詳細は、野村亜紀子「米国の個人退職勘定（IRA）について」『金融サービス動向レポート』98-2 参照。

⁸ AM Best 社調べ。

⁹ ICI 調べ。

図表 8

退職マネー市場
(億ドル)

	企業年金		IRA
	確定給付型	確定拠出型	
85	7,970	4,100	1,997
86	8,170	4,450	2,771
87	8,040	5,240	3,338
88	8,100	5,650	3,930
89	9,090	6,750	4,542
90	8,780	6,930	6,340
91	10,190	8,410	7,730
92	10,380	9,210	8,640
93	11,430	10,510	9,930
94	11,590	11,320	10,760
95	13,400	13,170	13,520
96	15,300	15,170	15,780
97	17,860	17,940	19,480

IRA資産は、統計が異なるため、
89年～90年にかけては連続しない。
(出所) SIA, ICI資料よりNRIA作成

図表 9

運用資産会社ランキング (1998年1月現在)

(億ドル)

ランク	企業名	業態	総資産	米国 企業年金等	企業年金		投信	その他
					確定給付	確定拠出		
1	Fidelity Investments	投信	6,350	2,500	279	2,221	5,581	—
2	Barclays Global	銀行	5,046	3,297	2,724	573	88	—
3	State Street Global*	銀行	3,987	3,344	2,958	386	242	—
4	Prudential Insurance	保険	3,700	1,395	887	508	819	1,854**
5	Vanguard Group*	投信	3,484	1,160	652	508	3,255	—
6	Bankers Trust	銀行	3,178	2,178	1,723	455	231	—
7	J.P. Morgan	銀行	2,566	1,207	1,116	91	340	600***
8	Capital Research	投信	2,443	386	45	341	2,433	—
9	Putnam Investments	投信 (保険系)	2,351	615	349	266	1,827	—
10	Merrill Lynch Asset	投信 (証券系)	2,196	716	136	580	2,196	—
11	Alliance Capital	投信 (保険系)	2,187	888	—	—	849	281***
12	Scudder Kemper	投信 (保険系)	2,147	389	280	109	986	—
13	TIAA-CREF	保険	2,134	2,134	0	2,134	0	—
14	Metropolitan Life	保険	2,016	767	367	400	—	1,533**
15	Northern Trust	銀行	1,966	1,535	1,428	107	159	—

は最も数字の大きい項目。

* サブ・アドバイザー委託分も含む。

** 保険会社一般勘定。

*** Equitable等の系列会社からの特別勘定受託分。

****プライベート・バンキング。

PutnamはMarsh & McLennan (保険ブローカー大手) 傘下。

AllianceはEquitable (大手保険会社) 傘下。

ScudderはZurich (外資系保険会社) 傘下。

確定給付型年金=tax exempt institutional-defined benefitで、財団法人等も含まれる。

(出所) Pensions&Investments, May 18, 1998、各社資料よりNRIA作成。

4) 金融コングロマリットの登場

銀行と同様にディスインターミディエーションを経験した保険会社は、80年代、ワンストップ・ショッピングを目指して金融業務の多角化を図った。前述のように、プルデンシャルは、証券会社ベーチエを買収（81年）したほか、キャピタル・シティ・バンク（83年）、運用会社ジェンソン・アソシエーツ（85年）を買収し、不動産子会社を設立（87年）した。また、エクイタブルも、84年、証券会社DLJを買収し、傘下のアライアンスとパーシング（クリアリング会社）もともに掌握した。一方、カン製造業のアメリカン・カンは、80年代半ばまでに保険会社と証券会社（スミス・バーニー）を買収し、本業の製造部門を売却して、プライメリカとなった。さらに消費者金融会社のコマーシャル・クレジットがこのプライメリカ（88年）とトラベラーズ（92～93年）を買収して、一大金融コングロマリットとなった。

この間、アメリカン・エクスプレス、シアーズ、GEキャピタルもそれぞれ証券会社を買収したが、カルチャーの違いによる軋轢等からシナジーを効果的に生み出す間もなく、87年のブラック・マンデーに続くハイイールド債市場と商業用モーゲージ市場の崩壊で打撃を受けて、いずれも証券部門を売却した。プルデンシャルも同様の危機をさらされたことに加え、証券及び生命保険部門での不正販売が発覚し、収益の低下に現在でも歯止めがかかっていない。またエクイタブルが経営危機からアクサの傘下となったことは前述した通りである。こうした過去の教訓から、金融のワンストップ・ショッピングは上手く機能しないとの認識が広がっていた。

ところが94年頃から不良資産問題を解決した銀行の合併を皮切りに、金融機関再編のうねりが証券会社、カード会社、ファイナンス・カンパニーへと波及していった。直接的なきっかけは、94年の銀行州際業務規制の緩和と97年の銀行による証券引受業務規制緩和であったが、銀行の大型化・重複業務のリストラによる効率化に伴い、他の金融機関もそれに対抗し得る体力と効率性を確保することが不可欠となったのである¹⁰。そして98年9月には、銀行・証券・生保・損保・消費者金融業務を傘下に持つ究極の金融コングロマリットとも言うべきシティグループが誕生した。

こうした動きに呼応して、一部の保険会社も合併・買収劇に身を投じた。98年第2四半期、銀行の合併金額とは桁違いであるものの、保険会社の合併・買収金額は、前期比3.4倍の340億ドルとなった（図表10）。これは、個々の案件が大型化したからに他ならない。これまで、他業態では、大型化に伴う効率化や、ターゲット会社の顧客層獲得を目的とした企業買収が一般的であるのに対し、保険会社は事業再編のための部門買収・合併が目立って

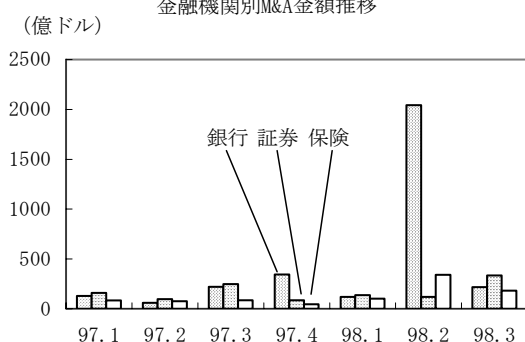
¹⁰ 詳細は、沼田優子「米国における銀行の証券会社買収」『資本市場クォーターリー』97年夏号、「トラベラーズによるソロモン・ブラザーズの買収」「ネーションズ・バンクによるバーネット・バンクの買収」『資本市場クォーターリー』97年秋号、「リテール業務の強化を目指す米国大手地銀の買収戦略」『資本市場クォーターリー』98年冬号、「世界最大の金融機関シティグループの誕生」「加速化する米銀のスケール競争」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

いた。しかし、98年の銀行を中心とした相次ぐメガ・ディールに触発されたかのように、保険業界においても、100億ドルを超える案件がみられるようになった。

保険業界の買収・合併当事者の顔ぶれを見ると、買収側のほとんどが、株式会社形態である。これは、相互会社が、合併は相互会社同士でなければならない等、様々な制度的制約を負っているからに他ならない。また、法的には買収・合併が認められても、堅調な株式市場に支えられ株式交換形態での合併・買収を行っている株式会社に比べると、こうした「買収資金」を持たない相互会社が、大型合併に参入できない。実際、近年の保険会社をめぐる合併・買収案件のうち、買収側が相互会社であるのはわずか2件に留まっている。

図表 10

金融機関別M&A金額推移



(出所) IDD掲載のSDCデータよりNRIA作成

図表 11

保険会社主要M&A

	買収した企業	備考	主要業務	買収された企業	主要業務	買収価格
94.11	American General	株	生保	Franklin Life	生保	12
95.4	Zurich	外資	生保	Kemper	投信	20
95.6	Metropolitan	相	生保	New England Mutual	生保	11
95.12	Travelers	株	金融コングロ	Aetna損保部門	損保	38
96.4	Aetna	株	健保	US Healthcare	健保	89
96.12	Aegon	株	生保	Providian	生保	40
97.2	American General	株	生保	US Life	生保	24
97.2	CIGNA	株	生保	Healthsource	健保	17
97.6	SAEFCO	相	損保	Lincoln(American States)	損保	31
97.6	Zurich	外資	生保	Scudder, Stevens & Clark	投信	20
97.7	ING	外資	生保	Equitable of Iowa	生保	22
97.7	Lincoln	株	生保	CIGNA生保部門	生保	14
97.9	American General	株	生保	Western National	生保	12
98.3	Aetna	株	生保	NY Life健康保険部門	健保	14
98.3	Cendant	株	ホテル・レンタカー等	American Bankers Insurance	信用保険	31
98.4	Travelers	株	金融コングロ	Citicorp	銀行	820
98.4	Conesco	株	健保他	Green Tree	ファイナンス・カンパニー	76
98.5	Lincoln	株	生保	Aetna生保部門	生保	10
98.8	Northwestern Mutual	相	生保	Frank Russell	投信・運用評価	10
98.8	GE Capital	株	製造	Met Life Capital	商業ファイナンス	10
98.8	AIG	株	損保	SunAmerica	保険・証券	180
参考						
95.8	Chemical	株	銀行	Chase Manhattan	銀行	104
95.10	Wells Fargo	株	銀行	First Interstate	銀行	109
97.2	Morgan Stanley	株	証券	Dean Witter	証券	106
97.8	NaitionsBank	株	銀行	Barnett	銀行	155
97.11	First Union	株	銀行	CoreStates	銀行	171
98.4	NationsBank	株	銀行	BankAmerica	銀行	600
98.4	Banc One	株	銀行	First Chicago NBD	銀行	300
98.6	Norwest	株	銀行	Wells Fargo	銀行	340

(注) 一部推定

(出所) 新聞等よりNRIA作成

3. 株式会社化の目的

1) 経営危機の脱出から、競争力の強化へ

以上の環境変化を踏まえて、相互会社形態の保険会社による株式会社化の目的も、経営危機からの脱出といった観点から、徐々に競争力の強化へと変容しつつある。

エクイタブルの場合は、前述したように無理な付利競争と高リスク運用がもたらした不良資産を償却して経営を立て直すべく、資本調達が緊急のニーズとなっていた。当時のエクイタブルは、営業利益ベースで 91 年 5 億ドル、92 年 2 千万ドルの赤字を計上し、格付けも Aa3 から A3（ムーディーズ）へと引き下げられて年金解約が急増していたのである。株式市場から 3.6 億ドルを調達し、アクサの資金供与を受けたことにより、同社は破綻を免れた。当時 9 ドルで公開されたエクイタブル社の株価は現在、43 ドルまで上昇しており、株式会社化は成功であったと評価されている。

最近、株式会社化を表明した大手保険会社の中では、ミューチャル・ライフ・インシュランス・オブ・ニューヨーク（MONY）が、エクイタブルと同じような状況にあると言えよう。同社も商業用モーゲージをハイールド債投資による不良資産を抱え、91 年には格付けを Baa1 まで引き下げられた。しかし、現在は、A3 まで回復しており、格付け機関の一つ AM ベスト社も依然として業界平均以上の不動産関連のエクスポージャーを指摘するものの、投資収益の向上と、自己資本の強化を前向きに評価している。

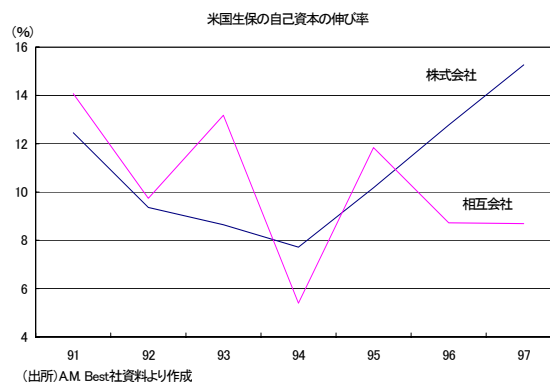
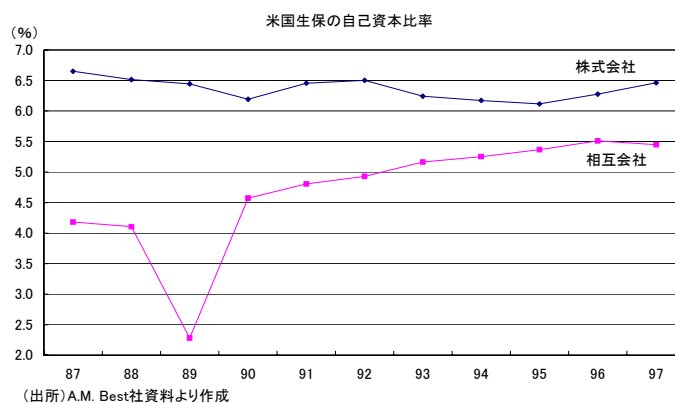
一方、プルデンシャルは、先に述べたように、証券・保険の不正販売によって収益が低下傾向にあるものの、破綻につながるような経営困難に直面している訳ではない。同社はむしろ株式会社化による経営の透明性の向上により、同社のイメージ回復を狙っているようである。同社の株式会社化プロジェクトの担当者も、株式会社化を受け入れた理由として、「ビッグ 3 と言われながらも、シェアを低下させた大手自動車会社の轍は踏みたくない」と述べている。株式会社化という前向きの取り組みを進めることにより、社内の士気を高めようという意図もあるようである。

メトロポリタン・ライフ（Aa2）、ニューヨーク・ライフ（Aa1）、ジョン・ハンコック（Aa2）は足元の業績も比較的堅調で、むしろ 21 世紀に向けた金融再編のうねりに乗り遅れまいとする前向きの姿勢が伺われる。株式会社化の目的は、合併・買収を睨んだ資本力と競争力の強化にあるようである。健康保険部門の強化を目指すエトナやシグナ、生保・個人年金部門の拡大を図るリンカーン等、積極的な合併を行っているのは、いずれも株式会社である。これに対してメトロポリタン・ライフの M&A 担当役員も、相互会社形態が合併・買収に著しく不利であることを認め、実際に株式交換形態での合併が行えないが故に、交渉が決裂した事例があったことも明らかにした。

2) 自己資本の強化

株式会社と比べると、株式発行による機動的な資金調達が行えない相互会社は、自己資本が依然として見劣りしている（図表 12）。93 年より、リスクに応じた自己資本・サープラス規制（RBC）が導入され、サープラス・ノートの発行が急拡大し、97 年末の残高は 51 億ドルと 93 年末の約 3.6 倍に達した。しかし、元本や利息の支払いに保険監督当局の許可があるなど、サープラス・ノートは制約が多いという難点がある。自己資本の強化が市場競争上の優位性につながり、金融機関の大型合併が次なる合併を誘発するような状況の中で、相互会社は取り残されている感がある。

図表 12



3) 株主価値をベースにしたインセンティブの導入

自己資本と並んで相互会社のデメリットとして指摘されているのは、株主価値をベースとしたインセンティブの欠落である。実際、フォーチュン誌に公表される経営者報酬ランキングをみると、トップ 20 に入る金融機関に保険会社が含まれているものの、いずれも株式会社である（図表 13）。これは、米国では経営幹部の報酬に占める株式の比率が高いためである。同様のスキームを提供できない相互会社では、優秀な人材を高報酬で獲得できないことが問題であると指摘されている。

図表 13

経営者報酬ランキング
(93-97年合計額。トップ20人の内の金融機関経営者)

(万ドル)

順位	企業	CEO	業態	5年間報酬	97年報酬	サラリー・ ボーナス	株式キャピ タル・ゲイン
1	Travelers	Weill氏	金融コングロ	43,407	22,761	719	22,016
2	Conesco	Hilbert氏	保険	35,618	12,457	152	9,986
4	Green Tree	Coss氏	ファイナンス・カンパニー	18,978	1,126	483	642
13	Bear Stearns	Cayne氏	証券	8,435	2,321	1,037	-
15	Citicorp	Reed氏	銀行	7,403	620	400	-
18	American Express	Golub氏	カード	6,831	3,834	320	2,713
19	Morgan Stanley, DW	Purcell氏	証券	6,536	4,767	1,047	3,639
20	AIG	Greenberg氏	保険	6,422	1,201	465	736

(注) Citicorp、Travelersは合併してCitigroupとなった。
(出所) Forbes 98年5月18日号よりNRIA作成

4. 株式会社化の試練

このように様々なメリットが指摘されている株式会社化であるが、大手保険会社の多くは、株式会社化自体はゴールではなく、これによって経営が好転する訳ではない、ということを経営者が強調している。あくまでも株式会社化は、事業再編やリストラと並ぶ経営効率化の一手段に過ぎず、「エベレストの頂上に旗を立てることではない」とし、「経営効率化は、株式会社化するかどうかに関わらず、やらなければいけない」ことである。むしろ、株式公開までに競争力のある体質に変化し、かつこれを維持しなければ、逆に買収のターゲットとなることも考えられる。これを避けるためには、経営の透明性を高め、株主価値を一貫して創出しなければならず、相互会社にとっては試練でもあると認識されているようである。

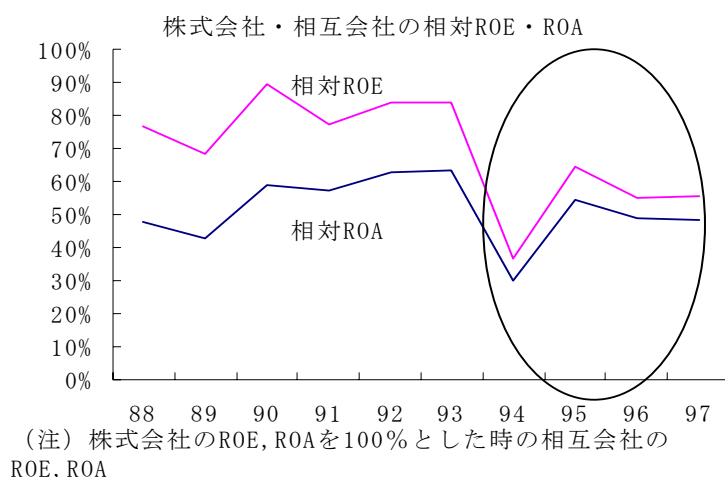
第一の試練として、複数の保険会社が指摘しているのは、公開会社並みの迅速さときめの細かさでの情報開示である。独特の会計手法を用い、伝統的に部門ごとや商品ごとのレベルにまで細分化した収益性管理を行ってこなかった保険会社にとっては、公開会社にとっては当たり前のことが、容易ではないようである。決算期ごとのアナリスト・ミーティング用に数字を揃えるのみならず、質問に機敏に答えることの難しさを指摘する声もあった。

第二の試練は、株主価値に基づいた経営目標の導入である。契約者の利益最大化を目指す保険相互会社では、①コスト削減、②新規契約者の獲得とそれに伴うシェアの拡大、③ソルベンシー・マージンの向上、が経営の最大目標であった。プルデンシャルではこれと平行して、多角化を始めた10年程前から、ROE、ROA指標を導入したものの、その定着には時間がかかったとしている。

相互会社のROE、ROAは、ともに近年改善傾向にあるものの、より厳しく株主からモニタリングされる公開会社に比べると、相対的にみて低下している。とりわけROEにこの傾向が強い(図表14)。例えばチェース・マンハッタン銀行等、先駆的な公開会社形態の金

融機関においては、商品別のみならず、顧客別の株主価値を随時試算する管理職向け情報システムが導入されており、現場レベルにおいても常に株主価値を念頭においた運営が行われている。公開会社並みの経営効率化をはかるためには、社員の意識改革のみならず、迅速な情報伝達を可能とする社内のシステム構築も不可欠であり、保険会社が目指すべき道のは遠いようである。

図表 14



しかし、経営上の変革は、経営者の刷新が一つのきっかけとなることもあり、今後の展開には明るさがみられると言える。例えば株式会社形態の例ではあるが、エトナのCEOフーバー氏は、就任以来、同社の損保及び生保部門を売却し、経営資源を健康保険分野に集中させる等、大胆な事業再編に着手した。相互会社からはこのような具体的な動きはまだみられていないが、公開会社での経営手腕をかって、プルデンシャル、メトロポリタン・ライフがそれぞれ、前者は元チェース・マンハッタン銀行社長を、後者はペイン・ウェーバー証券経営幹部を、CEO含みで迎え入れた。こうした経営者の交代に伴う社内における意識の変化が、両社の株式会社化の決意に結びついたとの指摘もある。

図表 15
大手保険会社CEOの経歴

	CEO	経歴
1	Prudential	Ryan氏 94年、Chase社長兼COOを辞職して、Prudential入社。96年12月より同社CEO。
2	Met Life	Benmosche氏 95年Met Life入社。98年よりCEO。82-95年Paine Webber、同社ではEVPも勤めた。それ以前はChaseの情報技術部門に勤務。
3	TIAA	Biggs氏 89年TIAA入社。85-88年Centerre Trust Co. Of St. Louis勤務。
4	Hartford	Ayer氏 73年よりHartford。
5	New York Life	Sternberg氏 97年よりCEO。95年より取締役会メンバー。
6	Aetna	Huber氏 88-90年 Chase EVP。90年よりContinental Bank Vice Chairman。95年までGrupo Wasserstein Perella社長兼COO。95年Aetna入社。
7	Equitable	Miller氏 97年までChase Senior Vice Chairman。97年Equitable入社、98年よりCEB。
8	CIGNA	Taylor氏 66年よりCIGNA勤務。88年よりCEO。
9	Northwestern	Ericson氏 62年、同社の社内弁護士として勤務。93年よりCEO。
10	American General	Devlin氏 86年よりAmerican General 勤務。96年よりCEO。

(注) 資産ランキング上位10社

CEO=Chief Executive Officer, EVP=Executive Vice President

COO=Chief Operating Officer

■ CEOが他業態出身者。

(出所) Corporate Affiliation、Dan & Bradstreet等よりNRIA作成

5. 今後の行方

米国大手保険会社の株式会社化は、業態を超えた金融機関再編に向けた前向きの動きと評価することができよう。しかしながら、彼らの目指す株式会社化は、実は好調な株式市場をベースに計画されたものである。自己資本の強化、株式交換形態での買収・合併劇への参入、インセンティブ・システムの導入のいずれをとっても、株式市場が軟調に推移すれば、経営効率の改善に結びつきにくい。

今夏以降のロシア危機、大手金融機関によるヘッジ・ファンドの救済等が明らかになるにつれ、米国株式市場の先行きに不透明感が感じられるようになっている。また、株式市場が回復しても、株式会社化の実施には、通常2年近くを要するため、相互保険会社が公開会社に伍して即座に買収・合併劇に加わることができる訳ではない。この間に、金融機関をめぐる環境が大きく変わる可能性もあり、株式会社化に真価が見極められるのは、まだ先のことであろう。

(沼田 優子)