

## 米国保険会社 MONY の株式会社化

米元老舗保険会社のミューチャル・ライフ・インシュランス・オブ・ニューヨーク (MONY) が、98 年 11 月 16 日、株式会社化を終了した。同社は 98 年、米国保険会社最大のプルデンシャルをはじめとした株式会社化の表明が相次いだ中で、他社に先駆けて新規公開を果たしたため、その動向が注目された。

### 1. MONY の株式会社化

#### 1) 経営危機からの脱出

ミューチャル・ライフ・インシュアランス・カンパニー・オブ・ニューヨーク (MONY) は、1843 年、米国相互保険会社としては初めて、保険を販売した会社である。80 年代、金融業界における規制緩和の流れの中で、同社も事業ポートフォリオを拡大すべく、資産運用会社、モーゲージ・バンク、インディペンデント・コントラクター<sup>1</sup>採用証券会社を買収し、市場金利連動型保険・年金商品を提供し始め、他社及び他業態との競争上、利回り保証商品 (GIC<sup>2</sup>) の高利回りを確保するため、商業用モーゲージ・ローン、不動産、ハイイールド債等のリスク商品への投資比率を高めた (90 年これらのリスク商品が一般勘定に占める比率は 50% にも上ったと言われている)。ところが、不動産市況が暴落し、ハイイールド債市場が崩壊した中で、こうした商品のエクスポージャーの高かった同社は、91 年には格付けを Baa1 (ムーディーズ) まで引き下げられ、経営危機に陥った。

そこで 89 年に同社財務最高責任者となったロス氏 (現経営最高責任者) を中心に、経営の建て直しが行われた。第一に、同社は、コア事業 (保障商品及び個人年金・投資信託等の資産蓄積商品)、コア顧客 (中小企業オーナー及び富裕層) を明確にし、商品ミックスを見直すと伴に、営業体の改善を行った。具体的には、変額年金等の資産蓄積商品業務の立ち上げ、年間百万ドル以上のコミッションを稼ぐキャリア・エージェンツ数<sup>3</sup>の拡大、団体生命・健康保険、団体年金、所得補償保険業務からの撤退、利回り保証商品 (GIC) 業務からの撤退を行った。第二に、多角化した事業についても、89 年ノース・アメリカ

<sup>1</sup> 金融機関との契約に基づき、主に個人向け営業サービスを行うが、厳密な意味での従業員ではない。

<sup>2</sup> Guaranteed Investment Contract

<sup>3</sup> 特定の保険会社の商品を専門に扱うエージェンツ。MONY では、エージェンシーの経営者のみが MONY の従業員となり、その下で働くエージェンツはインディペンデント・コントラクターである。

ン・モーゲージ・カンパニー（モーゲージ・バンク） 89 年ファイナンシャル・サービス・コーポレーション（インディペンデント・コントラクター採用証券会社） 89 年ユニファイド・マネジメント・コーポレーション（投資信託、トランスファー・エージェント、クリアリング会社） 91 年エバリュエーション・アソシエーツ（運用パフォーマンス評価会社）

91 年 MONY リインシュアランス（再保険会社）を売却した。第三に資産ポートフォリオを見直し、高リスク商品のエクスポージャーを新規投資の停止、資産売却等によって縮小した。第四に、早期退職制度による従業員の削減、事業売却、キャリア・エージェント運営の見直しにより、費用削減を図った。第五に、94 年、サープラス・ノートを 1.25 億ドル発行し、自己資本の強化を行った。

## 2) 株式会社化

### (1) 株式会社化のスケジュール

上記の改革に加え、MONY は 97 年 9 月 8 日、めまぐるしく変わる金融サービス業界での競争力を維持する手段として、株式会社化することを発表した。株式会社化によって自己資本が強化でき、格付の引上も期待できるからである。また、同社は、調達資本の活用により、新規商品開発、最新のエージェント及び顧客サポート・プログラムの導入、知名度の向上、既存販売チャネルの拡大、が可能になると見た。

98 年 1 月、同社はサープラス・ノート 1.15 億ドル、同社株式の 7% を取得できるワラントを発行し、株式会社化の主要アドバイザーであるゴールドマン・サックスの系列運用会社がこれらの受け皿となった。また、新規公開に問題が生じて、円滑な資金調達に支障が出た場合には、同運用会社が 1 億ドルの追加投資を行う契約を結んでいる。

98 年 8 月 14 日に、MONY 取締役会が、株式会社化案を承認したのを受け、同社は契約者（98 年 8 月 14 日に有効な保険契約がある者）各人に 1 議決権を渡し、彼らの 2/3 以上の賛成によって、株式会社の承認を受けた。しかし、同社は当初、3.75 億ドルの資金調達を行う予定であったが、7 月には 9,000 ドルを超えていたダウ工業平均株価が 7,500 ドル程度まで下落して、投資家の動きが鈍ったため、調達額を 2 ~ 2.5 億ドルに縮小せざるを得なくなった。

98 年 11 月 10 日にニューヨーク州保険当局からの承認を受けて、翌 11 日、同社は結局、1 株 23.5 ドルで 1,125 万株（米国内 950 万株、海外 175 万株）を発行すると発表した。これは、同社の一株当たり簿価 32.02 ドルの約 7 割に当たる。一方、契約者に対しては、3,410 万株が分配された。

表 1

株式会社化の過程

97年9月8日	MONY、株式会社化を発表
98年1月6日	ゴールドマン・ザックス系列の運用会社が、MONYのサープラス・ノート1.15億ドル、同社株式の7%を取得できるワラントに投資。また、新規公開に問題が生じた場合は、1億ドルの追加投資を受けられる契約を結んだ。
98年8月14日	MONY取締役会、株式会社化案を承認。
98年9月9日	MONY取締役会、上記株式会社案を修正。
98年10月20日	株式市場が軟調となったため、資金調達額が3.75億ドルから2~2.5億ドルに縮小される見込みとなった。
98年11月10日	州保険規制当局、MONYの株式会社化を承認。
98年11月11日	MONY、一株23.5ドルで1,125万株を新規公開すると発表。契約者には、3,410万株が分配される。
98年11月16日	MONY、株式会社化終了。

(出所) MONY資料よりNR1A作成

## (2) 契約者への補償

社員権の補償がなされるのは、契約者による株式会社化の承認を行った8月14日及び株式会社化を実施した同年11月16日に、有効保険契約を保有していた契約者約80万人であった。これら適格契約者には、契約者の契約年数や契約高に応じて株式（もしくは同等の現金、ポリシー・クレジット<sup>4</sup>）が割り当てられた<sup>5</sup>が、最低でも7株は分配された。

株券の配付は、これを要請した契約者に限り、通常はトランスファー・エージェントのファースト・シカゴ銀行がブック・エントリー方式で管理している。割当株式が99株以下の契約者は、委託手数料なしで、同株式を時価で売却もしくは買い増して100株にすることができる。ただし、こうした端株処理プログラムが利用できるのは、99年8月16日以降3ヶ月である。

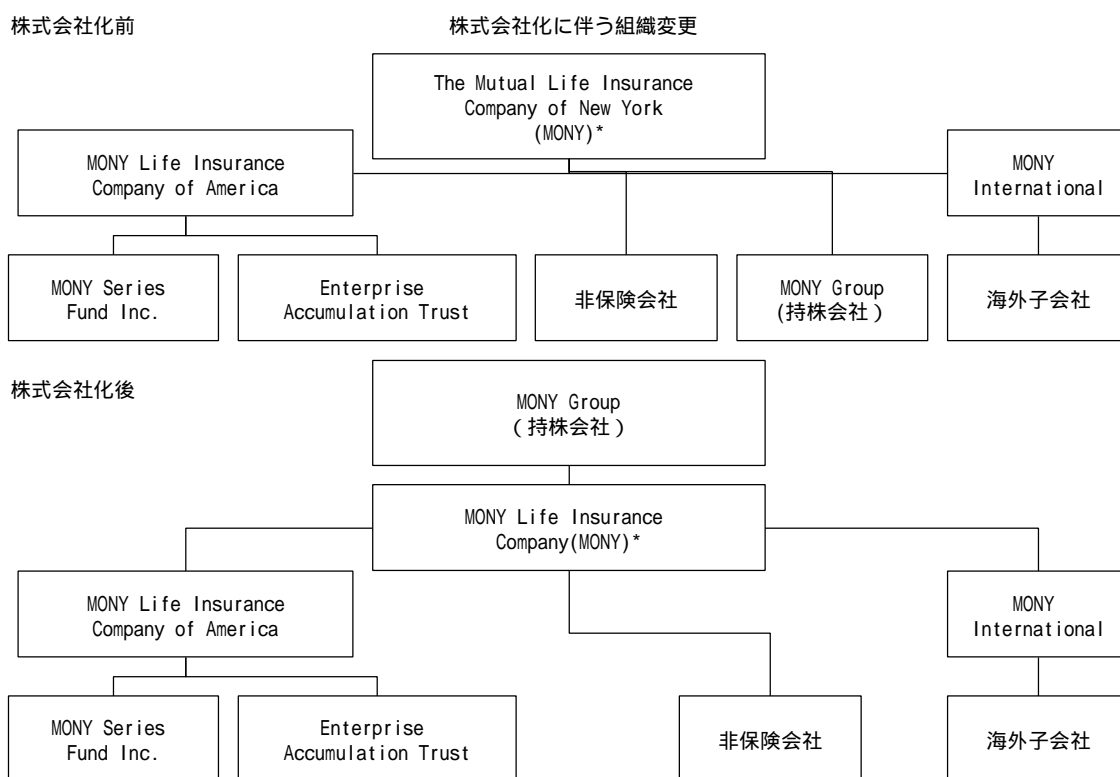
## (3) 組織変更

相互会社のミューチャル・ライフ・インシュランス・カンパニー・オブ・ニューヨーク（即ちMONY）は、株式会社のMONYライフ・インシュランス・カンパニーとなり、その上に持株会社MONYグループが置かれた。

<sup>4</sup> 保険料等に当てることができる。

<sup>5</sup> 株式会社化を実施した98年11月16日有効の保険を前提として計算している。

表 2



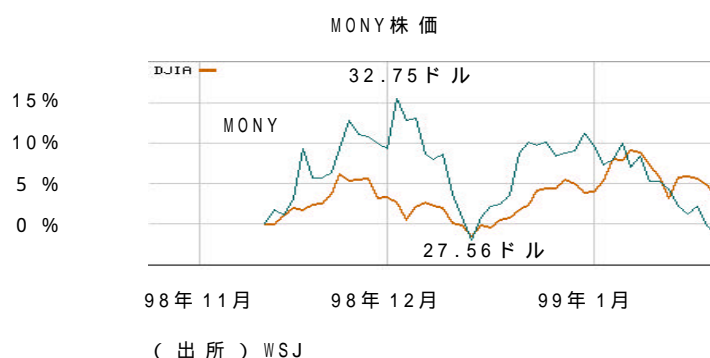
#### (4) クローズド・ブロックの設立

同社は、全ての配当付伝統的生命保険の配当原資を確保するため、「クローズド・ブロック」を設けて約 72 億ドルを分離した。同社の他の保険に対する支払い責任と、配当付保険の支払い責任を切り離すことにより、配当付保険の配当水準を維持するためである。このクローズド・ブロックは、この適用を受ける保険がなくなるまで、少なくとも 90 年は運営される見込みである。クローズド・ブロック内資産のパフォーマンスが著しく低下した場合には、同社一般勘定から、追加的に資産を割り当てる可能性もあるが、その際には、ニューヨーク州保険規制当局の承認を必要とする。

### 3) MONY の株式会社化に対する反応

MONY 新規公開後の株価は、比較的堅調に上昇し（最高値 32.75 ドル）、市場は概して好感的に受け止めたようであるが、その一方で、同社に対する批判が全くない訳ではない。

図 1



第一に指摘されたのは、公開のタイミングである。98 年夏以降、米国株式市場が低迷する中で、新規公開を取りやめた会社が相次いだ。こうした環境下で、MONY は新規公開を果たしたために、予定よりも低い新規公開価格に甘んじたことが、契約者の不利益に繋がったというのである。特に、同社の場合、株式会社化による資金調達に支障が生じた場合、ゴールドマン・サックスから 1 億ドルの追加投資を受けることが出来るため、株式会社化を早急に行う必要もなかったこと、また同社の株式会社化のアドバイザーとなったゴールドマン・サックスが、自社の新規公開を取りやめたにも関わらず、MONY の新規公開を強行したこと、等に違和感を唱える声もある。

第二に、クローズド・ブロックに振り分けられた資産が、十分かどうか、また資の高い資産が振り分けられているか、等について、疑問を呈する声もある。さらに、クローズド・ブロックの運用に関わる経費は、クローズド・ブロック以外から賄われる仕組みになっているため、保険会社運営に問題が生じた場合、クローズド・ブロック経費の支払いが滞る可能性があるとの指摘もある。ただ、これについては調査中の段階であり、問題があれば、ニューヨーク州法に基づき、株式会社化から 6 ヶ月以内に訴訟が起こされることとなる。いずれにせよ、株式会社化の成功は、長期的な株価のパフォーマンスにかかっているため、現時点で評価を下すのは、時期尚早であろう。

## 参考資料 1 大手生命保険会社の株式会社化をめぐる動向

### (1) これまでの状況

生命保険会社による株式会社化は、80 年代後半から本格化した<sup>6</sup>が、86 年のユナム、92 年のエクイタブルを除いては、中堅規模の保険会社を中心となっていた<sup>6</sup>。ところが 98 年に入って、最大手のプルデンシャルが完全株式会社化を、またニューヨークの大手保険会

<sup>6</sup> 沼田優子「米国大手保険会社の株式会社化」『資本市場クォーターリー』98 年秋号参照。

社メトロポリタン・ライフとニューヨーク・ライフが95年に初めて行われた相互持株会社化（アイオワ州）<sup>7</sup>を認める法案のロビー活動を行った。いずれも株式会社化の最大の目的は、他業態との競争を睨んで、自己資本を強化することにあったが、後者は前者に比べて低コストで迅速に株式会社化が行える相互持株会社方式を支持した。しかし、ニューヨーク州での法案審議が打ち切られたこと、相互持株会社化を行ったプリンシパルやプロビデント・ミュチュアルが、契約者に不利益な行動をとったとして訴えられたこと、同じく相互持株会社化を支持していたジョン・ハンコック（マサチューセッツ州、97年サープラス31億ドル）が、同州での法案通過を待たずに完全株式会社化を表明したこと、金融サービス競争法案（HR 10）が廃案となったこと<sup>8</sup>、その一方で98年10月には銀行・証券・保険・消費者金融を傘下に置くシティグループ<sup>9</sup>が誕生したこと等、相互持株会社化にとって不利な環境となりつつあった。

## (2) メトロポリタン・ライフ

こうした中、相互持株会社化法案審議の終了後は中立的な立場を取ってきたメトロポリタン・ライフが、98年11月29日、完全株式会社化案の作成を取締役会で認めたことを発表した。同社の最高経営責任者（CEO）ベンモシュ氏は、完全株式会社化への方向転換を図ったことに対しては、「議論は終わった。（完全株式会社化の方が）明快なアプローチであり、納得も行く<sup>10</sup>」と述べている。また、調達資金の使い道として、商業銀行の買収を選択肢として考えていることも明らかにした。リテール分野のクロス・セル（既存顧客の複数の商品を販売すること）が期待できるからである。ただし、同様の目的で、他の保険会社が近年、貯蓄金融機関の免許を取得していることに関しては、「それは、銀行業務を一から立ちあげることになるが、我々にそのつもりはない<sup>11</sup>」とコメントした。

株式会社化は、株式会社化案の作成、取締役会による同案の承認、保険契約者の承認（2/3以上）、ニューヨーク州保険局の商品、新規公開、という手続きを踏むため、

<sup>7</sup> 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。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、会社の運営に参与できる権利（共益権）は相互会社に残すので、完全株式会社の場合のように、社員権消滅の補償を行わなくて済む。井上武「生命保険相互会社の株式会社化」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

<sup>8</sup> 同法案は、銀行・証券・保険の相互乗入れを認めていたが、相互保険会社は、買収・合併が機動的に行えないため、競争上不利になる懸念があった。そこで、こうした相互持株会社化を禁止している州の保険会社が、他州に本社を移転することを認める条項が盛り込んだが、同条項は審議の過程で削減され、法案自体も廃案となった。同法案の詳細については、林宏美「米国金融サービス競争法のゆくえ」『資本市場クォーターリー』97年夏号、「先送りされた米国金融サービス競争法の審議」『資本市場クォーターリー』98年冬号、「米国金融サービス法案、下院採決へ」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

<sup>9</sup> 沼田優子「世界最大の金融機関シティグループ誕生」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

<sup>10</sup> Joseph B. Treaster “Metropolitan Life Plans to Reorganize as a Stock Company”, New York Times, November 30, 1998

<sup>11</sup> John Kimelman “Metropolitan Life Planning to Use Some of IPO Proceeds to Buy a Bank”, American Banker, December 1, 1998

同社では、株式会社化が終了するのは 99 年末頃と見ている。また、同社の契約者は 1,200 万人を超えるため、同社は契約者信託を設立して、独立したトラスティに管理させる予定である。

### (3) ニューヨーク・ライフ

一方、ニューヨーク・ライフは、99 年 1 月 20 日、相互形態の維持を取締役会で決議したと発表した。その理由として、同社は、生命保険・個人年金・資産運用・海外市場の 4 分野に経営資源を集中する戦略を取っており、近年、大型合併を行っている大手金融機関のような金融コングロマリットとなる意図がないこと、98 年、健康保険業務を売却したため、20～30 億ドルの余裕資金があり、将来的に買収を行うとしても、資金調達の必要がないこと、同社は保険契約高の半分以上が配当付終身保険であるため、メトロポリタン・ライフやプルデンシャル（同比率はおそらく 25% 以下）に比べると、株式会社化後、契約者配当をめぐって利益相反の懸念が生じること、を挙げている。その一方では、ニューヨーク・ライフ（97 年サープラス 46 億ドル）は、プルデンシャル（同 92 億ドル）やメトロポリタン・ライフ（同 75 億ドル）に比べると、規模的に見劣りするため、株式会社化によって、格好の買収ターゲットとなることを、恐れているのではないかとの見方もある<sup>12</sup>。

（沼田 優子）

---

<sup>12</sup> 同社広報資料、同社 SVP ボイル氏（99 年 1 月 21 日 Stable Value Symposium）講演、新聞報道等より。