

相互会社の株式会社化

株式会社化後の生命保険会社の業績に関するコメントと
その財務結果に影響を与えた要因についての議論

日本アクチュアリー会第5回例会資料

Daniel J. McCarthy, FSA, MAAA

2008年2月5日

1

2008年2月5日

分析の方法

- 比較的成熟した保険市場5ヶ国にある20社のレビュー
- レビューの基準：
 - 投資家から見た財務実績
 - 株式会社化前および株式会社化後の会社の施策および戦略に関する私自身と同僚の見解

2

2008年2月5日

対象国と会社

米国	Allmerica, AmerUs, Equitable, John Hancock, MetLife, MONY, Phoenix, Principal, Provident, Prudential, StanCorp, UNUM
カナダ	Manulife, Sun Life
英国	AVIVA, Friends Provident, Standard Life
オーストラリア	AMP, National Mutual
南アフリカ	Old Mutual

3

2008年2月5日

年複利換算での投資家リターン (12/31/07またはそれ以前の買収まで)

- 大幅なプラス(15%以上): 11社
- ややプラス(9%以下): Allmerica、MONY、UNUM
- マイナス: AMP、AVIVA*、Friends Provident、Phoenix
- 対象外: Standard Life(株式会社化直後のためデータ不十分)、Provident(非上場)

* 2000年のCGNU合併後を測定

4

2008年2月5日

株式会社化の時期

- 複数社がより多くの資本を必要とする状態だったが、「財務面で困窮に直面していた」会社は少なかった
- 時に、早い方がよく(例:MetLife)
- 時に、遅い方がよく(例:Prudential)
- 時期は、保険契約者および投資家の両者に影響を及ぼしうる
- (例:ProvidentおよびEquitable)

5

2008年2月5日

戦略的テーマ

- 株式会社化前に戦略的施策を実行に移した場合に、最良の結果となることが多い。
- 小型あるいは非中核事業ラインからの撤退がかなり一般的。
- 資金が豊富すぎる方がいいこととは限らない。
- 伝統的な有配当契約の販売を続けている会社は少数。
- ほとんどの成功した会社(全てではない)は、多様な金融サービス会社となっている。

6

2008年2月5日

戦略的テーマ(つづき)

- 格付(Moodys、S&P)の管理は非常に重要だが、通常、最上位格付が重要ということはない。
- 上場されている上位の米国の保険会社は、上位の相互会社より1-2段階下の格付である傾向がある。
- バランスシートの管理(例えば、キャッシュフローの証券化、資本要件の引き下げ)は、上位の相互会社に比べて上場会社にとってははるかに重要。

7

2008年2月5日

会社規模による違い

- 大規模な会社にとっては、強力な成長を実現するため、国際的展開が必須である。
- 小規模の会社にとっては、国際的展開はそれほど重要ではなく、中核事業ラインの市場シェアの増加により成長を実現できる。
- 最も投資リターンが低い会社の一部は、ニッチを持たない中規模な会社である。株式会社化は、その状態を改善しなかった。

8

2008年2月5日

会社の分析: MetLife

- 株式会社化の時期: 2000年4月
- 会社の特徴:
 - 個人および法人事業の両方を持つ大手生命保険会社
 - 歴史的に、個人事業は、低所得から中所得者市場
 - 主要不動産投資家
- 上場以降の投資家年次リターン: 30%

9

2008年2月5日

会社の分析: MetLife(つづき)

- 株式会社化前の戦略的施策:
 - NEW ENGLAND LIFEの買収(高所得者市場への参入)
 - GENERAL AMERICAN LIFEの買収(再保険市場への参入)
 - 団体医療保険事業を売却
 - 団体歯科保険事業を成長させた
- 株式会社化以降の戦略的施策:
 - 銀行を設立
 - 国際的事業を構築
 - 主要広告主(Snoopy)に

10

2008年2月5日

会社の分析: MetLife(つづき)

- 株式会社化以降の戦略的施策:
 - 保険ブローカー事業を拡張
- 財務および事業施策:
 - 大型のコスト削減(本社ビルの売却を含む)
 - 「閉鎖ブロック」の死亡リスクを再保険に出再(資本要件を引き下げるため)
- その他のコメント:
 - 販売および収益の整合的成長
 - 新しいCEOの下で成長が継続中

11

2008年2月5日

会社の分析: UNUM

- 株式会社化の時期: 1986年11月
- 会社の特徴:
 - 中規模の専門保険会社(就労不能保険)
 - 多くの事業分野での存在感は小さい
 - 株式会社化前は、優秀な財務結果
- 上場以降の投資家年次リターン: 9%

12

2008年2月5日

会社の分析: UNUM(つづき)

- 株式会社化前の戦略的施策:
 - 個人生命保険の販売を停止
- 株式会社化以降の戦略的施策:
 - 年金事業を売却
 - 再保険事業から撤退
 - 英国の会社を買収(その後、損を出して売却)
 - 個人就労不能保険の販売を減らす(その後、停止)
 - 別の保険株式会社と合併
 - 団体生命保険および就労不能保険の販売を拡大

13

2008年2月5日

会社の分析: UNUM(つづき)

- 財務および事業施策:
 - 当初は、成長を期待して間接部門および本部のスタッフを拡充
 - その後、間接部門の事業を削減
- その他のコメント:
 - 就労不能保険金の精算に関する大型訴訟に巻き込まれた
 - セキュリティーの訴訟にも巻き込まれた
 - 財務結果は変動している

14

2008年2月5日

会社の分析: Old Mutual

- 株式会社化の時期: 1999年7月
- 会社の特徴:
 - アフリカ最大の生命保険相互会社
 - 多くのアフリカ諸国で事業を展開、小口の契約が多い
- 上場以降の投資家年次リターン: 15%
- 株式会社化前の戦略的施策:
 - 複数の国での財務困難により、事業を何回か統合した

15

2008年2月5日

会社の分析: Old Mutual(つづき)

- 株式会社化以降の戦略的施策:
 - ブランド名として「OLD MUTUAL」を保持
 - アフリカを越えて拡大(特に、英国および米国)
 - 保険を越えて拡大
- 財務および事業施策:
 - 自社の株式を(ヨハネスブルクに加えて)ロンドン取引所で取引し、会社の国際的焦点を支援
- その他のコメント:
 - その由来に基づき、顕著なサクセス・ストーリー

16

2008年2月5日

会社の分析: Manulife

- 株式会社化の時期: 1999年9月
- 会社の特徴:
 - カナダ最大の生命保険相互会社
 - 米国にも主要な事業を保有
 - 主要な焦点は、高所得者層の個人市場
- 上場以降の投資家年次リターン: 22%

17

2008年2月5日

会社の分析: Manulife(つづき)

- 株式会社化前の戦略的施策:
 - 多くの国の事業を終結(英国およびカリブ海諸国)
 - NORTH AMERICAN LIFEを合併買収
 - カナダ以外の支店を子会社に変換(フレキシビリティを増やすため)
- 株式会社化以降の戦略的施策:
 - JOHN HANCOCKを買収(株式会社化した会社による買収としては最大)
 - 米国以外にも国際的に事業を拡大

18

2008年2月5日

会社の分析: Manulife(つづき)

- 財務および事業施策:
 - 自社の閉鎖ブロックを再保険に出再(資本要件を引き下げるため)
 - エンベディッド・バリュー財務分析を公表
- その他のコメント:
 - 今もなお、契約の半分近くがカナダにある
 - カナダの主要な株式会社化は両方とも財務的に成功

19

2008年2月5日

会社の分析: Prudential

- 株式会社化の時期: 2001年12月
- 会社の特徴:
 - 個人および法人事業の両方を持つ大手生命保険会社
 - 歴史的に、個人事業は、低所得から中所得者市場
 - 主要不動産投資家
- 上場以降の投資家年次リターン: 23%

20

2008年2月5日

会社の分析: Prudential(つづき)

- 株式会社化前の戦略的施策:
 - 日本での事業を構築
 - 団体医療保険事業から撤退
 - 証券ブローカー事業を削減
- 株式会社化以降の戦略的施策:
 - 年金保険会社 (Skandia) を買収
 - 法人年金事業の大型ブロックを (CIGNA から) 買収
 - 日本の事業を拡大
 - 損害保険事業から撤退

21

2008年2月5日

会社の分析: Prudential(つづき)

- 財務および事業施策:
 - 「閉鎖ブロック」のキャッシュフローを証券化
 - 大型のコスト削減
- その他のコメント:
 - PRUDENTIALは、主要な「市場慣行」の訴訟が決着するまで自社の株式会社化を遅らせた
 - 株式会社化前の3つの大型損失 (Pru Securities、Hurricane Andrew、market conduct) にも関わらず、株式会社化の時点では財務的に堅実だった

22

2008年2月5日

Friends Provident

- 株式会社化の時期: 2001年7月
- 中規模生命保険会社
- 投資家年次リターン: -6%
- 2002年のネガティブな株式パフォーマンスの後、会社は2006年まで事業面、株価動向の妥当な成功をみせた。経営陣は、会社をより大きくする必要があったと感じた。別会社を買収する試みは失敗し、この間、2007年度の株価は25%下落。

23

2008年2月5日

AVIVA

- 2000年にNorwich Unionが(株式会社化の後)CGNUと合併し、2006年にAmerUs(米国)を買収
- 投資家年次リターン: -3%
- CGNU合併後、会社は事業の拡大に奮闘した。AmerUsの買収までは、同社の米国事業はかなり小さかった。同社の買収ならびに最近の他の施策が業績を改善するかどうかは不透明。

24

2008年2月5日

特殊な事例: AXA

- AXAは、株式会社化した3社(EQUITABLE、NATIONAL MUTUAL、MONY)の所有権を買収した。
- 2つの事例(EQUITABLEおよびNATIONAL MUTUAL)では、株式会社化の際にAXAが出資した。
- 投資家年次リターン:
 - EQUITABLE(財務困難時に買収): 1992年7月から2000年11月までに35%
 - NATIONAL MUTUAL: 1996年10月から2007年12月までに15%
 - MONY: 1998年11月から2004年7月までに7%

25

2008年2月5日

Phoenix

- 株式会社化の時期: 2000年6月
- 主に伝統的事業を持つ中規模生命保険会社
- 投資家年次リターン: - 4%
- 伝統的保険事業を有する多くの中規模会社と同様に、比較的高い経費が発生し、株式会社化前の契約により圧迫されている。成長できないこの種の会社は、受け入れ可能なROEを達成できないと思われる。

26

2008年2月5日

AMP

- 株式会社化の時期: 1998年6月
- オーストラリア最大の生命保険会社
- 投資家年次リターン: - 3%
- 株式会社後の運用困難により大きな損失を出した

27

2008年2月5日

Standard Life

- 株式会社化の時期: 2006年7月
- Standard Lifeは、長いこと相互会社であり続け、組織変更を意図していなかったが、その後、生命保険相互会社として成長し続けるには十分な資本がないと結論した。
- 投資家年次リターン: 3%
- 株式会社化後の期間が非常に短く、また、競合他社がマイナスの業績だったこの期間中もStandardはプラスの業績であった。

28

2008年2月5日

Sun Life

- 株式会社化の時期: 2000年3月
- カナダの大手保険会社だが、非常に大きな米国事業と大型ミューチュアル・ファンド事業 (Massachusetts Financial) を持つ
- 投資家年次リターン: 35%
- 保険および金融商品の北米での販売網を構築する一方で、北米を越えて事業を拡大
- 将来の成功は、北米を越えた事業にある程度依存する。

29

2008年2月5日

Principal Financial

- 株式会社化の時期: 2001年10月 (Mutual Holding Company を2年前に設立)
- 法人年金事業が中心の急成長の会社
- 投資家年次リターン: 23%
- 株式会社化後のオーストラリアへの拡大は失敗したが、Principalは今再び国際的に拡大中
- MetLifeやPrudentialとは異なり、Principalは自社組織として成長しており、大型の国内買収はしていない。

30

2008年2月5日

John Hancock

- 株式会社化の時期: 2000年1月
- MetLifeおよびPruと同様に、歴史的に個人および法人事業の両方を持つ会社であったが、株式会社化前の数年間に同社の個人事業をより高所得者層のマーケットに転換させた。
- 2003年のManulifeによる買収が、経済規模をもたらし、米国販売網を強化した
- 投資家年次リターン(買収まで): 24%

31

2008年2月5日

Stancorp

- 株式会社化の時期: 1999年4月
- Stancorpは、中小事業主向けの法人の生命保険および就労不能保険の事業を専門とする中規模会社であった。株式会社化以降、個人生命保険事業から撤退した一方で、この事業を拡大している。最近では、同社の法人年金事業を拡大させている。
- 投資家年次リターン: 20%
- 特別な強みを持つ中規模会社は、それを足がかりに成功できることを示している。

32

2008年2月5日

Allmerica

- 株式会社化の時期: 1995年10月
- 歴史的に、損害保険会社(Hanover)の過半数の株式も保有する中規模の生命保険会社。株式会社化以降、同社の年金事業を拡大させたが、財務的には成功しなかった。その後、同事業からは撤退した。一方、損害保険事業はほどほどに成功している。現在は、Hanoverに社名変更。
- 投資家年次リターン: 6%

33

2008年2月5日

AmerUs

- 株式会社化の時期: 1997年1月(4年前に相互持ち株会社を設立し、その形態で上場)
- AmerUsは、相互会社3社の合併により設立されたどちらかという小規模な会社であり、個人生命保険および年金市場で事業していた。株式会社化以降、Indianapolis Lifeを株式会社化して買収。運営のうまくいっている会社であったがより大きな会社と競合し、2006年10月にAVIVAが買収するまでの間、売りに出ているとうわさされていた。
- 投資家年次リターン(買収されるまで): 15%

34

2008年2月5日

Provident Mutual

- 株式会社化の時期: 2002年10月、Nationwideが出資(買収)したため、上場はしていない。
- Providentは、団体保険事業から撤退し、伝統的個人生命保険事業と強力な変額生命保険商品を保有。
- Nationwideによる買収は、Nationwide株価が手がかかりとした。この取引は、株式のパフォーマンスが悪い時期に行われた。これが3ヶ月早く行われていたら、Providentの保険契約者は26%高い価値を手にしていただろう。

35

2008年2月5日

ありがとうございました。

36

2008年2月5日