

REPORT I

逆ざや軽減効果を内包した生保の株式会社化

保険研究部門 明田 裕

1. はじめに

10月に入って、千代田生命、協栄生命の二社が破綻した。生保会社の破綻は、今年度に入って4社目、97年の日産生命以降では6社目になる。

端的に言えば、銀行の破綻の主因が不良債権に起因するストックの毀損であるのに対し、生保の破綻の主因は「逆ざや」によるフロー収益の悪化という構造的な問題である。超低金利の下で、運用利回りの実績（2%台）が契約締結時に顧客に約束した予定利率（個人保険・個人年金保険保有契約の平均で4%台）を大きく下回る状況が続いている。

現在は健全性に問題がないとされる生保会社も、経営努力の範囲を超えたこの逆ざやと苦闘しており、保有契約の減少という別の減益要因もあって、その体力をじりじりとすり減らしつつある。今やこれを座視し拱手傍観することは許されない。

一方、金融ビッグバンの下で、業態を超えた競争と合従連衡が進みつつあり、自己資本の強化が求められているが、こうした中では生保相互会社の株式会社化が急務との意見もある。

この点、今年6月の保険業法の改正で株式会社化の実務上の規定整備がなされたところであ

るが、今のところその気運は盛り上がっていない。その最大の理由は、「膨大な逆ざやを抱えたまま株式会社化し株式を公開しても、投資家には魅力ある投資対象と映らず、高い株価は期待できない。従って、株式会社化の最大の狙いである自己資本の強化につながりにくい」という点にあると思われる。

本稿では、この二つの問題に同時に対処する試案として、「逆ざや軽減効果を内包した株式会社化」を提案したい。

2. 逆ざや軽減効果を内包した株式会社化の試案

現在の保険業法は、生保相互会社の株式会社化に際して、その時点の契約者に対して、純資産への寄与分に応じて株式を割り当てるよう定めている（この場合、逆ざや契約は寄与分がマイナスであるため、株式割当の対象とはならない）。

しかし、相互会社の純資産の淵源をたどると、その大半は、過去に保険契約を終了した契約者が将来の保険事業の継続と安定のために会社に遺していった遺産である、と云われる。

欧米の株式会社化の事例では、現在の契約者は純資産への自らの寄与分だけでなく、この過去の契約者の遺産（エンティティーキャピタル）

についても分配を受けることになり、これがタナボタ（Wind Fall）と呼ばれている。

本試案は、このタナボタを逆ざやの軽減に活用しようというものであり、その概要は以下のとおりである（図表 - 1参照）。

- A 逆ざや契約に、（逆ざやの負担の重い契約ほど多く）株式を割り当てる。その源泉としては、前述の過去の契約者の遺産を充当する。一方で、現在の契約者のうち純資産への寄与分がある人に寄与分に応じて株式を割り当てることは言うまでもない。
- B 逆ざや契約に割り当てた株式を、今回の法改正で導入された端株一括売却の手法によって市場で売却し、その売却手取額で一時払保険を購入してもらう（形をとる）。
- C この一時払保険の分だけ逆ざや契約の保険金額を減額する（予定利率を引き下げる）。形式的には保険金削減だが、保険金支払事由が発生した時に契約者が受取る金額は元々の保険金額そのもの（＝株式売却で購入した一時払保険金

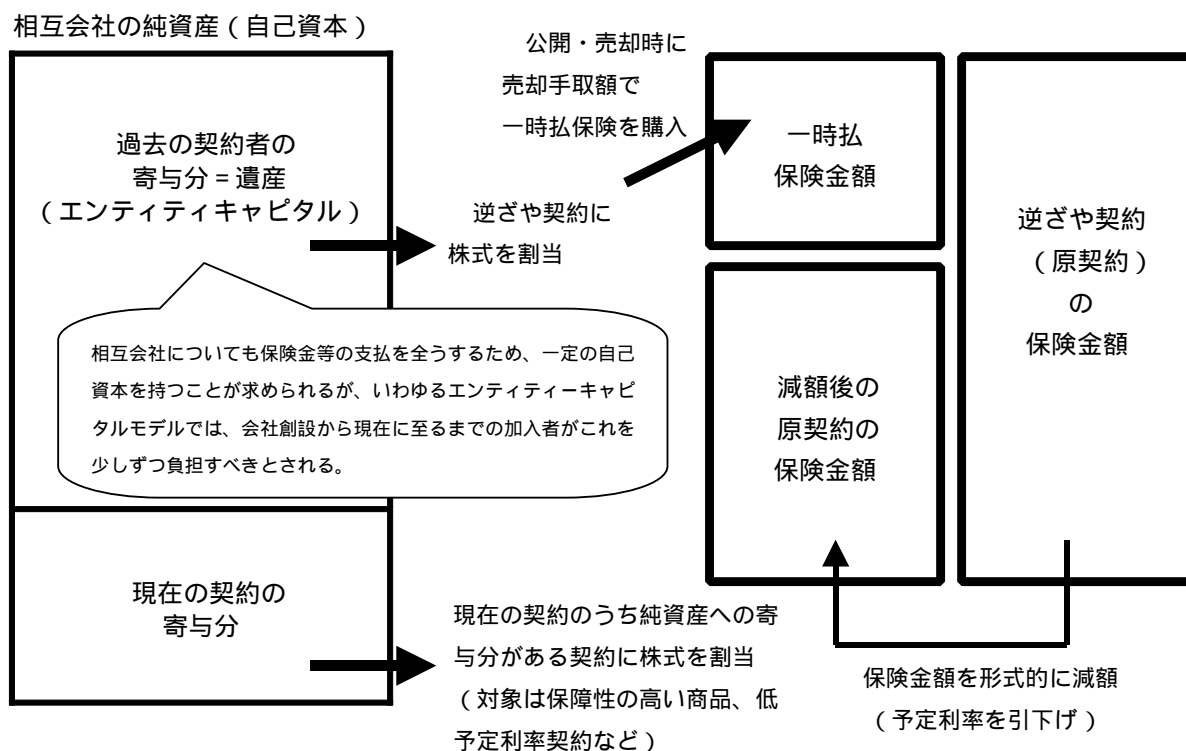
額＋減額後の原契約保険金額）であり、逆ざや契約の契約者は何らの不利益も受けない（一時払保険の保険料はそのまま当該契約の責任準備金に積み増しされ、その分責任準備金は増加することになるが、解約返戻金については原契約の金額どおりとする。従って、対象契約が解約された場合は解約益が発生する）。

3. 試案の効果の試算

重要なのは、どの程度の逆ざや軽減効果があるかである。次のような生保会社（A社）を仮想して試算してみる。

- ・個人保険・個人年金保険の貸借対照表上の責任準備金：30兆円
 - ・そのデュレーション：16年
 - ・資産・負債とも時価評価ベースの実質純資産（税引後換算）：3兆円
 - うち現在の契約者の寄与分：1兆円
 - 過去の契約者の遺産：2兆円
- この場合、過去の契約者の遺産2兆円に相当

図表 - 1 試案の概要



する株式（全体の株数の2/3）が逆ざや契約に割り当てられ、その売却（手取）額が一時払保険の保険料として生保会社に収入される。それがどれくらいの額になるかは結局のところ市場の評価次第だが、ここでは、PBR（株価純資産倍率）を用いて試算してみる。

売却（手取）額（＝一時払保険料）をk、税率（＝36%）をtで表わすと、

$$\text{時価総額} = k \times 3 / 2$$

実質純資産（税引後）＝3兆円＋(1-t)×k
となり、

$$PBR = (k \times 3 / 2) / [3 + (1-t) \times k]$$

となる。これをkについて解くと、

$$k = (3 \times PBR) / (1.5 - 0.64 \times PBR)$$

となる。

PBRの水準は、米国生保の株式会社化の事例で0.8前後、わが国の大手損保会社で0.5前後である（図表-2、3）

仮にPBR＝0.8で投資家が購入するとすると、k＝2.4兆円と計算される（PBRの分子の時価総額は3.6兆円、分母の実質純資産は4.5兆円）。つまり、2.4兆円が一時払保険料として収入され、これがそのまま貸借対照表上の責任準備金に積増されることになる（30兆円の責任準備金が32.4兆円に8%増加する）

設例どおり保険契約のデュレーションが16年とすると、デュレーションの定義（金利が1%変動したときの債券価格の変動割合）から、責

図表-2 米国生保の株式会社化時PBR

会社	時期	PBR
イクイタブル	92年7月	0.62
MONY	98年11月	0.69
ジョンハコック	00年1月	1.11
メットライフ	00年4月	0.75

（ソロモンスミスパーニー資料）

図表-3 上場損保会社のPBR（2000/3末）

	実質純資産 億円	時価総額 億円	PBR
東京海上	26,969	16,349	0.606
三井海上	11,063	3,600	0.325
住友海上	9,835	3,510	0.357
日本火災	6,331	1,444	0.228
安田火災	10,667	4,130	0.387
日産火災	3,273	709	0.217
日新火災	1,442	500	0.347
千代田火災	4,002	1,086	0.271
同和火災	3,944	1,021	0.259
日動火災	7,983	1,991	0.249
大東京火災	4,925	1,144	0.232
興亜火災	3,127	722	0.231
富士火災	2,395	575	0.240
大成火災	981	169	0.172
14社計	96,938	36,950	0.381

（各社ディスクロージャー資料）

（注）実質純資産＝資本＋異常危険準備金＋価格変動準備金＋有価証券含み益の64%

任準備金の8%の増加は0.5%の予定利率引き下げに相当すると言える。

従って、A社の場合、初年度の予定利息の負担は30兆円×0.5%＝1,500億円減少し、逆ざや額がその分減少することになる（収支の改善効果としては、この他に前述の解約益がある）

以上、仮定に仮定を重ねた試算ではあるが、本試案が逆ざやの軽減に一定の効果があることはご理解いただけると思う。

もちろん、こうしたプラスの効果だけではなく、株式会社になれば株主配当の負担が発生するが、この点については次節で触れる。

4. 代替案との比較

(1) 単純な株式会社化との比較

現行法の下で想定されている単純な株式会社化（純資産への寄与分がある現在の契約者に全ての株式を割当）と比較すると、その差は自明である。試案では収支改善効果があるのに対して、単純な株式会社化の場合にはそれはない。

それでは、この収支改善効果は誰に帰属するのであろうか。収支の改善は、契約者配当の増

額や保険料の引き下げの余裕を生むとともに、こうした価格競争上の優位性が新規の契約の獲得や既存の契約の継続に好影響を与える。これによって、現在および将来の契約者の保険料負担が軽減されるとともに、株主は全体としての効果を享受することになる。

(2) 相互会社形態を継続する場合との比較

相互会社形態を継続する場合と本試案の得失の比較は簡単ではない。株式会社化自体には、

- ・外部資本の調達による自己資本の強化が可能になる
- ・M & A や合従連衡がやりやすくなる
- ・ストックオプションの導入なども含め企業風土・文化の改革の契機になる

などの利点がある反面、

- ・契約者と株主の利害対立が生じる
- ・買収される懸念もあり経営の安定性が損なわれかねない
- ・実施には時間とコストがかかる

などの難点があり、実施に当たってはこれらを十分に比較考量することが必要になる。

しかしその検討は本稿の目的ではない。以下では、毎年の収支に与える影響だけを比較する。

先に試算したように、本試案には毎年の収支改善効果がある。その水準は株式会社化直後が最も大きく、その後は徐々に逡減していくことになる。

一方で、株式会社化することにより株主配当の負担が生ずる。前述の設例の時価総額3.6兆円に最近の東京市場の配当利回り(0.7~0.8%)をあてはめると、株主配当の負担は300億円弱、税引前ベースでは約400億円になる。業績が順調に推移すれば、この株主配当には当然逡増圧力がかかることになる(当然のことながら、投資家はこの株主配当だけで満足するわけではな

く、株式市場では企業価値の向上に向けた不断の取り組みが求められる)。

逡減する収支改善効果と逡増圧力がかかる株主配当負担は一定期間経過後には逆転する。現実の実施に当たっては、前述した株式会社化自体の得失に加えて、この定量効果をよく見極める必要がある。

5. おわりに

以上、試案について説明してきたが、そのコンセプトは「過去の契約者の遺産(エンティティ・キャピタル)を現在の契約者にタナボタとして配分するのではなく、逆ざやの軽減に活用する」ことである。

こうした手法は、株式会社化の手法としてはイレギュラーなものであり、冒頭に述べた現在の保険業法の「寄与分に基づく株式割当原理」と真向から衝突する。欧米の生保や日本の協同組織金融機関の株式会社化の事例の中にも、こうした手法を見出すことはできない。

しかし、日本の生保の株式会社化の問題は、欧米にはない逆ざやの存在を抜きにして語ることはできない。日本には日本の株式会社化スキームがあってよいのではないだろうか。

もとより、本試案には限界もある。全ての生保相互会社に適用できるとは限らない。投資家の投資対象となるためには、資産・負債を時価評価したベースの実質純資産がプラスであることが少なくとも求められるだろう。

また、逆ざや軽減効果が株式会社化時一時点の株価に左右されるという難点もある。株式の売却時期を分散するとかの工夫が必要になるだろう。

いずれにせよ、逆ざやの問題は生保にとっての現下の最大の経営課題である。本稿がその議論に一石を投じることができれば幸いである。