

# 米英生保の株式会社化をめぐる動き

保険研究部門 松岡 博司

## はじめに

この程国会で成立した保険業法の改正は、保険会社の破綻処理制度の充実と相互会社の株式会社化規定の整備を主な内容としている。相互会社は保険業独特の企業形態であり、株主は存在せず保険契約者が会社の持分権者としての立場(社員権)を有する。会社としての重要な意思決定は社員総会(または社員の中から選ばれた総代で構成される総代会)でなされる。わが国では生保業界に相互会社が多い。諸外国では相互会社が株式会社に転換(株式会社化)する動きが大きな潮流となっているが、今回の改正でいよいよ、わが国の相互会社にとっても株式会社化が現実味を帯びた経営の選択肢となってきた。既に大同生命は2002年4月の株式会社化と上場を視野に「組織変更推進部」を新設し対応を開始している。

海外、特に米英加における株式会社化の流れは急である。カナダでは、生保大手5社中の4社を占めていた相互会社が昨年後半から今年3月にかけて、陸続と株式会社に転じた。米国でも、今年に入って資産規模2位と13位の会社が株式会社化を完了した。現在は1位生保が株式会社化中である。英国では、大手相互会社スコティッシュウィドウズが大手銀行ロイズTSBの傘下に入るため株式会社化を実施した。最近では契約者集団による株式会社化要求という新しい動きが注目を集めている。

本稿では、これらのうち、わが国にとっても示

唆に富むと思われる、米英の資産規模第2位生保の事例を取り上げ、その動向をレポートする。

## 1. メットライフのトラスト

### (1) 株式会社化の経緯と概要

メットライフ(メトロポリタンライフ)は98年11月に株式会社化を表明し、作業に入った。99年中に上場を果たすという当初の目標からは若干ずれ込んだものの、株式会社化の作業は順調に進んできた。99年9月、株式会社化の具体計画を取締役会で決議、11月末には360ページに及ぶ組織変更の提案書が社員(以下、社員権を持つ保険契約者を「社員」と記載する)全員に送付された。

本年に入り、1月24日に監督当局(ニューヨーク州保険監督局)主催の公聴会、2月7日に組織変更提案への社員投票(郵送または直接投票による)が終了した。全社員1,100万人のうち276万人が投票し、うち257万人が賛成票を投じた(賛成率93.2%)。その後、監督当局の承認も得て、4月初めに株式会社化を完了、IPO(新規株式公募)が行われた。

社員には、株式会社化に伴い新たに設立されたメットライフグループの統括持株会社(メトロポリタン・インク、以下「メット持株会社」)の株式が分配された。分配は、全社員に同数配られて最低保証的な意味合いを持つ固定部分と、社員個々の会社剰余形成への貢献度合

いに比例して配られる変動部分から構成された。

## (2) 保険契約者数の多さへの対応

メットライフの株式会社化は保険契約者が1,100万人に及ぶ、かつてない規模の株式会社化として注目を集めた。わが国の生保相互会社も契約者数が膨大であるため、同社の株式会社化は参考事例として大きな意味を持つ。

### 株式会社化作業のアウトソース

社員数の多さは、株式会社化に関する作業量を膨大なものにする。メットライフの事例では、組織変更提案書を社員宛に郵送する関連作業だけでも3週間を要した。流れ作業の最後に郵便物を積み込むトラックを配置し、郵便局へ持ち込む状況であったという。

膨大な作業という難問をクリアするため、メットライフは組織変更提案書の封入・送付や、契約者からの照会対応のコールセンター業務等を専門業者（チェスメロンシェアホルダーサービス）にアウトソースした。チェス社は、メットライフの株式会社化のためにニュージャージーにオフィスビルを購入し、フロリダにコールセンターを設置した。コールセンターでは、24時間、無料電話で契約者からの照会への対応が行われた。オペレーター常時100名、ピーク時700名の体制が組まれたという。

### トラストによる株主管理の採用

株式会社化に伴い議決権などの社員権を失う社員には、その補償として、株式会社化した会社（またはその親会社として設立される持株会社）の株式が分配される。わが国で、今回の保険業法改正により導入されることとなった端株強制一括売却制度<sup>i</sup>のような株主数削減措置がない米国では<sup>ii</sup>、契約者数の多さはそのまま株式会社化後の株主数の多さにつながる。このため、メットライフがどのように株主管理を行うかが注目されていたが、同社はトラスト（信

託）を用いる前例のない方法を採用した。ちなみに4月現在、メットライフは900万株主を有する全米で一番株主数が多い会社となっている。トラストの概要は以下の通りである（詳細は次ページ表を参照）。

まず、株式会社化に伴って社員に分配される全株式はトラストに対して発行される。社員にはトラストの持分権が与えられる。トラスト持分権者は、株式の配当を受領できる。また、トラスト中の株式の引出し、売却、買増しができる。トラスト中に株式を置いておくメリットとして、手数料等を負担することなく、こうした取引を行うことができることがあげられる（手数料は発行会社であるメット持株会社が負担する）。そのかわり、トラスト中の株式に関して本来与えられるべき権利がいくぶん削減される。メット持株会社の年次報告書や株主総会議案書等はトラスト持分権者には原則として送付されない（年次報告書は請求すれば送付される）。株主総会においてもよほどの重要案件でない限り、トラスト持分権者は議決権を行使できない。

トラストを株主管理に活用することについては従来、税制がネックと考えられていた。トラスト中の株式に対して支払われる配当金をトラストが受領する時、配当金課税がなされる。ところがその後、同額がトラストから持分権者に支払われる際、今度はトラストからの配当金であるとみなされて、また課税が行われ、結果的に2重課税となってしまう。メットライフは、この問題を、課税上透明な存在として扱われ、証券化の器として用いられることが多いグラントラストを用いることでクリアした。

株式の売買手数料等を株式の発行会社が負担する点については、日本的な感覚では、特定株主の優遇として問題視されそうである。しかし、米国ではこうした手数料負担がしばしば行われる。

## メットライフのトラストの概要

<p><b>株式会社化に伴い契約者に社員権の補償として発行されるメット持株会社の株式はトラストで保管される</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>株式を受取る適格性のある保険契約者が現金による給付を選択した場合以外は、株式がトラストに発行され、契約者は、トラスト持分権を取得する。トラスト持分権の保有数が株式の保有数を擬制する</li> <li>トラストの管理はチェアメロンシェアホルダーサービスが行う</li> <li>トラストにかかわる手数料その他の経費はメット持株会社が支払う</li> <li>トラスト中の株式の法的な所有者はトラストであって、持分権者ではない</li> </ul> <p><b>売却 - トラストの持分権者はトラストの中の株式を売却することができる（手数料会社負担）</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>トラスト持分権者は、メット持株会社のIPO完了後はいつでも、持分相当の株式を売却することができる             <ul style="list-style-type: none"> <li>持分権が199以下である場合                 <ul style="list-style-type: none"> <li>一部売却は不可。全持分相当の株式を売却せねばならない</li> <li>持分権が199以上である場合                     <ul style="list-style-type: none"> <li>一部売却、全部売却とも可。ただし、一部売却は100株単位で行わねばならず、株式売却後のトラスト内の株数が100株未満となる場合には、全部売却のみ可</li> <li>持分権を25,000以上保有している場合                         <ul style="list-style-type: none"> <li>組織変更計画発効後300日間は、一定の量的限度の下で一部売却、全部売却が可。300日経過後は、こうした量的限度は設けられない</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> </li> </ul> <p><b>購入 - トラストの持分権者は、株式を追加購入し、トラスト内で保有することができる（手数料会社負担）</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1,000未満のトラスト持分権を保有する持分権者は、株式を追加購入しトラスト内で保有することができる。ただし、トラスト内で保有する株式数の上限は1,000持分相当まで</li> <li>追加購入は、組織変更が発効した日から90日経過後の取引日から可能となる</li> </ul> <p><b>引出し - トラストの持分権者は全株式を引出すことが可能（手数料会社負担）</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>組織変更発効日から1年を経過した後は、トラスト持分権者は持分権と引き換えに全株式を引出すことができる。ただし、一部引出しは不可</li> <li>全株式を引出した後は、持分権者は手数料無料の売買プログラムを利用することはできない</li> </ul> <p><b>移転 - トラスト持分権の移転は限定的な場合のみ可</b></p> <p>配偶者または子供への移転、税制適格のある慈善団体への移転、従業員給付プランのため持分権を保有することを目的に設立されたトラストへの移転、死亡または破産に伴い行われる移転、持分権者が法人である場合の法人の合併・買収に伴う移転等</p>	<p><b>配当金 - トラスト内で保有する株式への配当金</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>トラスト内の株式に対し支払われる現金配当はトラスト内で管保され、一定の期日にトラスト持分権者に支払われる</li> <li>株式による配当が行われる場合、配当として分配された株式はトラスト内に寄託され、トラスト持分権者のために保管される</li> </ul> <p><b>トラスト内で保管される株式の議決権</b></p> <p><b>・ トラスト持分権者が議決権行使に関し指示を行える議案</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>以下の事項の決議については、トラスト持分権者はトラスト受託者に対して、議決権の行使に関する指示を行うことが可             <ul style="list-style-type: none"> <li>ア) 取締役の選任または解任（対抗候補があるもの）                 <ul style="list-style-type: none"> <li>イ) 合併または買収、メット持株会社資産の全部の売却・リース・交換、資本再構築、解散</li> <li>ウ) トラスト内で保有する株式を現金、他の証券、財物に交換または転換することになる取引</li> <li>エ) メット持株会社取締役会からの株主権利を修正する提案</li> </ul> </li> <li>イ) 組織変更計画発効後1年間は、トラストの持分権者は以下の事項についてもトラスト受託者に対して議決権の行使に関する指示を行うことが可能。ただし、1年経過後は、これら議案に対する議決権の行使は不可能となる                 <ul style="list-style-type: none"> <li>ア) 時価よりも低い価格での株式の発行                     <ul style="list-style-type: none"> <li>（公募、従業員給付のためのものは除かれる）</li> </ul> </li> <li>イ) 持株会社の株主の過半数の賛成を必要とする事項（会社定款・付属定款の特定条項の改正はこの事項に含まれる）</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>議決権の行使に関する指示がトラスト持分権者から届けられた場合、トラスト受託者はトラスト持分権者による指示の通りの比率でトラスト内株式の議決権を行使する</li> </ul> <p><b>・ トラスト持分権者が議決権行使に関し指示を行えない議案</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>以外の議案（無投票の取締役選任、監査役の任命、持株会社株主からの提案等）については、トラストの持分権者は議決権を行使することはできない。トラストの受託者は、メット持株会社の取締役会の指示または勧告の通りに議決権を行使する</li> <li>これら議案についての委任状その他の書類はトラスト持分権者には配付されない</li> </ul> <p><b>トラスト持分権者への年次報告書の送付</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>トラストの持分権者にはトラスト持分に関する年次報告書が送付される。当該年次報告書には、持分権者が保有するトラスト持分の数、過去1年間に受領した株主配当の額についての記載等が行われる</li> <li>トラスト持分権者には原則としてメット持株会社の年次報告書は送付されない。ただし、トラスト持分の年次報告書中に「メット持株会社の年次報告書はメット持株会社のインターネットホームページで見ることができること、要求を行えば費用会社持ちで郵送により受領することができること」が記載される</li> </ul> <p><b>トラストの終了</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>トラスト中に保有されている株式の数が発行済み株式総数の25%以下になった時点から90日後をもって、メット持株会社の取締役会はトラストを終了させることができる</li> </ul>
---	--

「全体としての株主管理コストが安くなっているのだから全ての株主にとってメリットがある、だからいいのだ」という実利的な考え方がとられている。

また、最初に強制的にトラストの中に株式が発行される点も問題がありそうに思われるが、株式引出しや売買を手数料上の優遇をつけて自由とし、オープンな状態を作り出すことでクリアしている。

メットライフはトラスト中の株式議決権の管理という方法を用いることで、株主数の多さからくる株主総会の定足数問題や決議問題を会社側に有利に解決した。コーポレートガバナンスの議論の盛んな米国でこのような方式が可能となったことが不思議なくらいであるが、公聴会やその後のマスコミ報道でも、こうした点が省みられることはほとんどない。

## 2. スタンダードライフへの株式会社化要求

### (1) ウィンドフォールとカーペットバガー

株式会社化に伴って行われる株式や現金の分配は、それまで経済的な利益として認識されていなかったものが顕在化することとなるため、社員にとっては臨時収入となる。過去に保険契約が終了した人が会社に残っていた財産に起因する利益も、現存の社員で分配することになるため、会社に純資産が積み上がっている場合には、社員の剰余への貢献分以上の経済価値が分配される。こうした臨時利益を欧米ではウィンドフォール(タナボタ益)と呼ぶ。上場して、市場でプレミアムがつけば、値上がり益も得られる。

英国では90年代半ば以降、組合形態であるビルディングソサイエティー(住宅金融組合)が株式会社化し普通銀行になる案件が続出し、預金者・借

入人が大きなウィンドフォールを受けた。これにより、国民の間に、「株式会社化は宝くじに当選したようなものでおいしいもの」という意識が定着したと言われる。中には“相互組織を輝けるキャッシュディスペンサーと見る”輩も現れた。

英国では、こうした儲け話の実現に向け圧力をかける者をカーペットバガー(Carpetbagger、便乗屋)と呼ぶ。カーペットバガー達は、ウィンドフォールを見込み得る相互組織の金融機関をターゲットに、相当の社員権を取得した上で、株式会社化の要求を突き付ける。これまでは、「ネーションワイド」や「チェルサー&スキプトン」等、ビルディングソサイエティーが対象とされてきた<sup>111</sup>が、ついにその矛先が生保に向けられることになった。現在3つの生保相互会社とそのプレッシャーにさらされている。

### (2) スタンダードライフへの攻勢

スコットランドに本拠を置くスタンダードライフは、相互会社としてはヨーロッパ第1の資産規模を誇る。英国の多くの中小相互会社が株式会社化に踏み切る中、相互会社形態こそが契約者の利益になるのだとして、同社は相互会社形態を維持する方針を明言してきた。同社に付された格付はムーディーズ、S&Pとも最高のトリプルAである。これだけの盤石さがあれば、資本増強の必要性もない。しかし今回は同社の優良な財務体質が狙われることとなった。

本年2月9日、カーペットバガー達の攻撃が開始された。スタンダードライフメンバーズアクショングループ(以下、SLMAG)と名乗る契約者集団が株式会社化を審議する社員総会の開催を要求したのである。要求書には89名の社員の賛同があり、いわゆる少数社員権が主張された。スタンダードライフの付属定款では、議決権を有する50名以上の社員が請求した時には、取締役は社員総会を招集することになっている。

こうした行動は、欧米で発達している保険の流通マーケットと密接に結びついている。英国では、保険契約の継続が困難になった契約者に対して、解約するよりは有利なレートを示して保険契約を買い取ることができる。通常は、投信が満期時等に支払われる多額のターミナルボーナス(消滅時配当)を狙って契約を買い取るのだが、今回のような事例では、カーペットバガーが事前に相当の契約を買い取っていると思われる。

SLMAGの後ろ盾ではないかと名指しされるダニーヒル氏(SLMAGのリーダーはかつて彼の下で働いていたという)は、98年にオーストラリア第1位のAMPが株式会社化した際、保険契約を買い集め、その保険契約により受取った株式を大量に売却することによって、利益を得た人物である。一説によれば、AMP株60万株を売却し、1,500万豪ドルの利益を得たという。

SLMAGが2月9日に提出した社員総会の開催要求書は、株式会社に転換すること、株式を以下のベースで分配することを求めている。

- ・第1に慈善事業への寄付を行うために設立された団体であるスタンダードライフアニバーサリーアピールに株式数の1%を分配すること
- ・第2に、スタンダードライフ及び子会社の従業員に株式数の1.5%を分配すること
- ・第3に、有配当保険の契約者各人に500ポンド相当ずつの株式を分配すること
- ・最後に、残った株式を有配当保険の各契約者のアセットシェア(持分)額に応じた比率で分配すること

SLMAGは、スタンダードライフが株式会社化して株式をロンドン証券取引所に上場すれば、同社は120億ポンド～150億ポンドの市場価値を持つ、英国最大規模の会社となると主張した。これは、スタンダードライフの社員である230万人の有配当保険契約者にとって、一人当たり5,000ポンド～6,300ポンドのウィンドフォールを意味す

る。また、提案の通りに株式会社化が実現すれば、1万1,000人のスタンダードライフ従業員は各自16,000ポンドから20,000ポンドの株式分配を受け、慈善団体スタンダードライフアニバーサリーアピールは1億2,000万ポンドの株式分配を受けることになる。なお、これら数値は、SLMAGが独自に算出して開示している数値である。スタンダードライフはこれを根拠のないものとして否定したがSLMAG側の数値が一人歩きしてしまった。

この提案書は要望を述べたものにすぎず、法律的な要件を充たす上では、緻密さを欠いていた。2月28日、スタンダードライフ側は、法律顧問からのアドバイスを得て、テクニカル面での正当性を否定することにより要求を拒絶した。社員には、取締役会に特定の行動を指示する権限はないのに、要求は取締役会に指示を与えている。したがって要求は正当性を有さず、社員総会に提出されるべき要求ではない、というのである。また、スタンダードライフは新たなカーペットバガーの出現を抑えるため、新規保険加入や保険契約の買取から3年の間は株式会社化があっても補償に与れないと宣言し、株式分配への便乗を目的とする契約買取の抑制にかかった。株式会社に転じると、将来の契約者配当が10%削減されるだろうという説明も行われた。

これに対し、SLMAGは、保険スペシャリストといわれる法律事務所を含む2事務所を顧問に対応策を検討、法律要件上も問題がないと思われる新要求書を作成し、4月17日ウェブサイト上に提示した。新要求書は4月25日のスタンダードライフ年次社員総会の直前に提出するとされた。この間スタンダードライフは、要求書をウェブ上で読むことはできるが、正式には受取っていない状態におかれた。4月21日には、SLMAGが外部調査機関NOPを通じて行った、スタンダードライフ契約者の9割は株式会社化に関する投票を望ん

であり、57%は株式会社化に賛成であるという世論調査の結果が公表された。また、スタンダードライフの契約を多く保有する投信の中には、SLMAGを支持するものが出始めた。パークレイズエンドウメント(養老保険)ファンドは名前を公にすることを了承したその一つである。

新要求書は社員総会の開催を要求し、そこで検討、決議すべき事項を掲げている。内容は概ね以下の通りであるが、法律顧問のチェックを経て、法的な通常決議案件・特別決議案件等の切り分けが行われている。

- ・株式会社化の是非を検討すること
- ・総会において社員が通常決議により取締役の指示を与えることができること
- ・会社は株式会社化に向けたステップを取ること
- ・その際には、以下の方向で対応すること
  - ) スタンダードライフアニバーサリーに株式の1%を割当てること
  - ) スタンダードライフ及び子会社の従業員に株式の1.5%を割当てること
- ・2月8日以前に、有配当契約を移転・買取等により取得した者は社員としての権利を有すること

4月25日、年次社員総会の日、新規要求は提出された。総会では決算報告に関する質疑しか受け付けられないだろうと見られていたスタンダードライフは、席上大きな譲歩を見せた。スタンダードライフが2月に1,500名の契約者を対象に行った独自調査の結果が示された。株式会社化に賛成するものが25%、反対するものが23%、どちらとも言えないとするものが49%である。また、SLMAGの新要求書については、正当なものと認め、3ヶ月以内に臨時社員総会を開催するとの表明も行われた。

総会後の記者会見で、スタンダードライフは、昨年9月に取締役会が株式会社化を検討したが、相互会社形態の方が契約者にとって有利であると

の結論に達し、相互会社形態維持の方針を固めたことを明らかにした。また、株式会社化の実現には4分の3の賛成が必要であるが、2月の意識調査では意思決定がまだの層が49%存在することに期待を持っており、臨時社員総会までの3ヶ月間、会社は相互会社の有利さを訴えていく所存であるともしている。スタンダードライフの臨時社員総会は6月27日に設定されたが、今後の動向は予断を許さない。

#### 株式会社化に対する契約者意識調査の結果

	SLMAG発表	スタンダードライフ発表
賛成する	57.20%	25.5%
反対する	10.60%	23.3%
投票しない	4.40%	1.7%
わからない	27.80%	49.6%
サンプル数	500	1,500
実施時期	4月16～17日	2月

#### (3) 他生保への波及

スタンダードライフにこうした動きがあったころ、同じスコットランドで別のカーペットバグが活動を開始した。3月28日、スコティッシュプロビデントに対して、スコティッシュプロビデントメンバーズアライアンスグループ(以下、SPMAG)が同様の社員総会開催要求を提出したのである。スコティッシュプロビデントはスタンダードライフと違って、中規模の会社であり、保険の配当実績でもふるわなかった。このため、SPMAGの提案では、株式会社化とともに大手株式会社による買収が、契約者の利益にかなうものとして取り上げられている。ここでは、ウィンドフォールは、過去の低配当の埋め合わせに使うものとされている。会社が拒絶のそぶりを見せると、SPMAGはグループ代表を取締役候補として推薦する戦術をおわせ、5月30日に予定されている同社年次社員総会へのプレッシャーをかけた。これに対し、スコティッシュプロビデントは相互会社形態の見直しに着手した旨を発表、4月20日には両者の会談がもたれた。会談の結果、会社形

態見直しの検討結果を会社が提出するまで、SPMAGは要求を取り下げることとし、勝利宣言を出して休眠状態に入った。

続く4月26日、SPMAGのリーダーが、今度はフレンズプロビデントをターゲットにフレンズプロビデントポートキャンペーン(FPVOTE)を立上げ、100人のメンバーを募り始めた。同氏は、自らをカーペットバガーではないと主張する。メンバーはいずれも長期にわたる保険契約者であって、同社のパフォーマンスの悪い養老保険に苦しめられてきた、株式会社化によって得られるウィンドフォールでそのコストを埋め合わせたいのだという主張がここでも行われている。

#### (4) インターネットの活用

一連の動きで目新しいのは、カーペットバガー達がインターネットをPRと同調者の獲得に駆使している点である。提案内容もよく研究されており、単なる言いがかりとは言い切れない。例えば、SLMAGのウェブサイト<sup>iv</sup>には具体的に、提案内容やスタンダードライフとのやり取り等が掲載されている。一方のスタンダードライフは、事の経過中、あまり情報を明かさなかつたため、SLMAG側のウェブ情報が、信憑性を疑われることなく事実であるかのように取扱われることとなった。マスコミや業界アナリストも、スタンダードライフは競争力のある優良な公開会社になれるとして、SLMAG側に同調するものが多かった。

The Money Bagと称するウェブサイト<sup>v</sup>には、カーペットバッキングに関するディスカッションコーナーが設けられている。これを見ていると、彼らの情報交換と組織が練り上げられていく様が見て取れる。SPMAGは、スタンダードライフのSLMAGに対する拒絶の論拠は研究済みであると

言明しており、インターネットによる情報連携が活動を促進している様子がわかる。このように、英国ではインターネットでの情報交換を通じて、相互会社に対する株式会社化圧力組織を立ちあげる動きが燎原の火のように広がりつつある。

#### (5) 英国の相互会社

次表は97年時点の英国の生保相互会社を総資産の順に並べたものである。このうち、3位のスコティッシュウィドウスと5位のNPIは現在までの間に株式会社化を終えた。今回のカーペットバガー達の攻撃は1位、4位、6位を狙い撃つことになる。なお、2位のエクイタブルは世界最古の相互会社である。これまでスタンダードライフと同様、株式会社化しないという経営判断を公にしてきた。同社は、効率経営に努め(経費率の低さは群を抜いている)、収益をため込まず契約者に還元するという相互会社哲学を貫いており、その分、自己資本比率が低い。このためか、カーペットバガー達の標的とはなっていない。しかし、同社の場合、その内部留保の低さが災いして、逆ざやに起因する財務面での苦境に陥っており、最近、自己資本を求めて株式会社化を行うのではないかと観測が噂されている。

このように、英国の相互会社はその有り様を巡って、難しい状況に立たされている。

英国の相互保険会社(97年) 単位:百万ポンド、%

順位	会社	総資産	全英国生保中の順位	自己資本比率	経費率
1	スタンダードライフ	45,459	2	19.2	11.1
2	エクイタブルライフ	23,828	5	6.0	4.0
3	スコティッシュウィドウス	20,074	7	15.9	11.9
4	フレンズプロビデント	13,874	11	15.2	14.5
5	NPI	10,406	14	9.9	13.9
6	スコティッシュプロビデント	7,532	26	15.9	28.9
7	ロイヤルソートン	6,455	32	26.7	29.8
8	スコティッシュライフ	6,261	33	8.9	15.9
9	リバーサイドグループ	3,714	41	24.3	28.8
10	ジョコルファーマーズ	3,603	42	12.2	11.6

(資料) moody's investors service 資料より作成

## 最後に

以上、米英の代表的な事例を取り上げてきた。生保産業はドメスティックな産業であり、相互会社のあり方も国毎の個別性が強い。このため、一概にわが国との対比はしづらい。しかし、メットライフの事例は先進の技術として有益であるし、スタンダードライフの事例は、相互会社を取り巻く先進のトレンドとして興味深い。

欧米の株式会社化で印象深いのは、市場との対話の重要性である。当然の事ながら、株式会社化には株式市場の状況が大きく影響するはずだが、欧米における株式会社化の隆盛は、これまで株式市場の堅調を自明の前提においてきた感が強い。ところが最近、その前提が崩れ始めている。

米国では、ネット・バイオ関連のニューエコノミー株がもてはやされる一方で、オールドエコノミーに分類される保険株は年初から低迷を続けてきた。このため、メットライフに先駆け1月27日にIPOと上場を果たしたジョンハンコック（第13位）は、長い間IPO価格を超えられない状態に苦しんだ。同社に続いて、メットライフ、サンライフ（カナダ）と株式会社化が立て込み、年末には最大生保プルデンシャルのIPOまでが見込まれる状況の中、荷もたれ感も強かった。

こうした状況下、メットライフの株式会社化は株式市場に翻弄されることとなった。同社は昨年11月に公表した当初公開案では、1株14～24ドルのレンジを想定していたものを、直前の計画では、1株13～15ドルにまで引き下げ、発行株数も大きく削減して、IPOの規模を縮小せざるを得なくなった。これを補うため、IPOとは別途、クレディスイスグループ（引受会社

でもある）等を対象に私募発行も行った。このような努力もあって、14.25ドルのIPO価格は取引初日の終了時点には15.5ドルまで上昇した。皮肉なことに、このころにはマイクロソフトの反トラスト法違反の問題等を契機にネット関連株が変調に陥っており、新聞には「メットライフ.COMであったなら買わなかった」とのコメントが載せられた。

英国スタンダードライフに対する株式会社化要求も株価の堅調を前提においている。専門的な分析を要するはずの株価見通しまでをカーペットバガーが行い、それを市場が承認しているのは奇異でもある。

M&Aの隆盛と巨大化競争等、国境や業態を超えた競争が金融サービス業全体を巻き込みつつあり、相互会社を埒外とはしてくれない。どのような会社形態を選ぶかは、結局は事業ビジョンの問題である。米国で96年から98年にかけて相互持株会社に転じた会社が、最近それでは飽き足らずに株式会社化の道を探り始めたが、これも、その一環であろう。株式会社化と相互会社のあり方については、今後とも慎重に見守りたい。

（注1）各社員への分配株数は各社員が会社の純資産形成に寄与してきた貢献度合に応じて決定される。一方、わが国商法の規則は、株式の最低発行額面を5万円と定めている。この結果、貢献度の小さな社員には、5万円に満たない端株が分配されることになる。膨大な数にのぼると予想される端株主をどのように管理するかが株式会社化のネックの1つになっていた。これに対し、今改正では商法の特例として、端株を強制的に一括売却し売却代金を社員権喪失の補償として交付する制度が導入された。ちなみに米国では株式の額面は1ドルや1セントでもよい。

（注2）米国の株式会社化では、税務上の制約で株式を取れない企業年金契約者に現金給付を行うことで幾分株主数が削減されるといふような例外はあるが、原則的に社員には整数の株式が分配される。米国では、株主数の削減措置として、現金により社員権補償を行うことや、手数料なしで売却または100株（市場での最低取引単位）までの買増しを認めるプログラムを設けることが多い。

（注3）ただし、ネーションワイドの案件では、最終的に社員総会で、相互組織を維持することが決議され、決着した。決してカーペットバガー達の思い通りにことが運ぶケースだけではない。

（注4）<http://www.slmag.co.uk>

（注5）<http://www.themoneybag.com/cgi/Ultimate.cgi>



- 
- ・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
  - ・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
  - ・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。