



1. はじめに

昨年12月15日、米国最大の生保会社であるプルデンシャル社（Prudential Insurance Company of America、以下、プル社）が、取締役会で、相互会社から株式会社への転換を正式に決議した。

同社が株式会社へ転換する方針を表明したのは、98年2月12日である。今回の正式決議までに実に3年近くが経過した。この間、プル社に遅れて株式会社化の方針を表明したジョン・ハンコック社（99年末総資産全米第13位、98年5月表明）およびメトロポリタン社（同第2位、98年11月表明、以下、メットライフ）が、同社を追い越し、それぞれ昨年1月と4月に株式会社化およびIPO（新規株式公開）・上場を完了した。プル社のもたつきに、最大手ゆえの苦勞が感じられる。

プル社は、メットライフとともに1,100万人に及ぶ保険契約者を擁する巨大生保会社である。プル社の株式会社化は、同じく数百万から1,000万規模の契約者を有するわが国の生保相互会社にとっても、注目すべき事例である。

プル社はわが国になじみの深い会社でもある。わが国生保市場での事業活動は、ソニーと

合併でソニープルデンシャル生命（現ソニー生命）を設立した79年に始まり、20年に及ぶ歴史を有している。ソニーと袂を分かった後に設立した100%子会社プルデンシャル生命（日本法人）の業績向上も著しい。この4月には、破綻した協栄生命の基盤を引き継いだジブラルタ生命をグループに加えた。

以下、プル社の株式会社化の状況についてレポートしたい。

2. 株式会社化の背景と目的

高齢化の進展や規制緩和等を受け、欧米の生命保険市場は、個人年金等の貯蓄商品を中心に高い成長を続けている。市場の成長は、投信・銀行等の隣接業者、外国の大手保険会社等との競争を惹起することとなった。M&Aを通じた巨大化、多角化の動きが急である。シティグループ（保険、銀行、証券の大手が合併しグループを形成）を代表例とする、業界をまたがった統合も進展している。

このような自由競争の中、資本調達手段が限られる、M&Aの通貨といわれる自社株を発行できない、従業員に対してストックオプションの付与ができない、等の点で、「相互会

社であることが不利」という見方も現れてきた。

銀行や投信会社との競争を覚悟する一部の大手相互会社は、株式会社化の決断を行うこととなった。プル社のライアン会長は、株式会社への転換方針の発表時に、「公開会社となることで、資本市場へのアクセス、グローバルベースでの成長が可能となり、世界中で成長する機会を機動的に追及することができる」と述べている。

3. プル社の株式会社化計画の概要

プル社は、3月14日に監督当局であるニュージャージー州の銀行保険監督局に株式会社化の申請を行った。また、4月9日にはSEC（証券取引委員会）に対して、IPOに関する申請書類を提出した。以下、プル社の計画の概要をまとめる。

(1) 会社組織の変更

株式会社化は、グループの組織・資本構造の変更を伴う。この意味で、同社の計画は、株式会社化(demutualization)計画ではなく、組織再編(reorganization)計画と呼ばれている。

グループの中核持株会社として、新規にPrudential Financial, Inc（以下、プル持株会社）が設立される。プル持株会社の株式は、株式会社化に伴い、契約者に割当てられるほか、IPOにより売り出され、ニューヨーク証券取引所に上場される。

現在のプル社（相互会社）は、主力の米国内生命保険事業に特化した生保株式会社となる。その他の子会社群は、プル持株会社の子会社として再構成される。

SECに提出された書類によれば、IPOにより調達される資金は、最大で39億ドルと見込まれている。これは、史上4番目のIPO規模

である。また、IPOにより発行される8,900万株と契約者に分配される株式4億5,460万株とを併せた同社の時価総額は、約163億ドルと試算されている。ただし、これらは、あくまでも現時点での試算である。今後の株式市場の動向によっては、大きく変化する可能性がある。

なお、契約者に分配される株式（普通株式）の他に後述の“Closed Block（閉鎖勘定）”を対象とするクラスB株式および債券が私募形態で機関投資家向けに発行される予定となっている。

(2) 株式会社化にともなう契約者の扱い

社員権喪失の補償

相互会社の契約者は、同時に社員としての地位を有し、会社の持分権を有している。株式会社化に伴い失われる社員権の補償として、以下の契約者は、株式等の分配を受ける。

(ア) 株式会社化を決議した取締役会の日（2000年12月15日）現在、有効な個人・団体保険（生命・医療）および年金契約の契約者

(イ) プル社のカナダ事業の売却により、他社に移管されているカナダの契約の一部の契約者

(ウ) 子会社であるプルコ生命（Pruco Life Insurance）等の契約の契約者

相互会社の子会社である株式会社生保の保険契約者は親会社である相互会社の社員ではない。従って通常は補償の対象とならない。しかし、プル社は、プルコ生命等の保険商品を、親会社と同一の募集人を通じ、親会社と同じブランドの下で、販売してきた。プル社は、こうした経緯を尊重し、プルコ生命等の契約者を補償の対象とすることとした。なお、当然のことながら、わが国プルデンシャル生命の契約者に対する補償は行われぬ。

また、プル社は93年頃に問題化した不正販売

問題の和解にあたって、解約を選択した契約者に対して、分配の権利を得るために契約を復活することを認めている。

社員権喪失に対する補償内容

a) 株式による補償

社員権喪失の補償は、基本的に、新たに設立されるプル持株会社の株式を割当てることにより行われる。

各契約者への割当て株式数は、以下の合計により計算される。

(ア) 基本固定要素

契約者の契約内容、契約数にかかわらず、各契約者に最低限 8 株を割当てる。

(イ) 基本変動要素

相互会社の自己資本としての剰余の形成に各契約者が行った貢献度に応じて、計算された株数を割当てる。貢献度は、これまでの貢献だけでなく、将来の剰余形成への貢献予定も斟酌される。

b) 株式以外による補償

補償は、株式の割当てを基本とするが、以下の契約者については、保障の積み増しまたは現金の分配が行われる。こうした保障の積み増しもしくは現金分配を選択した契約者には、追加固定要素として 2 株および割当てられた株数（基本固定要素と基本変動要素の合計）の概ね 10% に相当する追加変動要素が加えられる。また、IPO から 20 日間の平均終値が IPO 価格の 110 ~ 120% にまで上昇した場合には、株価の上昇にあずかれないこれら契約者の機会損失を補償するため、上昇分を還元する特別措置が講じられている。

(ア) 保障の積み増し

税制適格制度、税制適格個人退職年金および課税繰延退職年金の加入者に対しては、課税の

発生を回避するため、給付金や保険契約上の積立残高の増額が行われる。

(イ) 現金の分配

以下の契約者については、現金による補償が行われる。

- a . 計算の結果、割当てられる株式数が 50 株以下となる契約者で、明示的に株式での分配を要求しない者
- b . カナダで締結された契約の保有者（カナダドルで支払い）
- c . 米国外居住者（米ドルで支払い）

有配当契約者の取扱い

株式会社化以前から存在する有配当保険契約の契約者は、株式会社化後も従来どおりの配当を受ける権利を保証される。そのため、対象となる有配当契約は、その裏付けとなる資産とともに、“ Closed Block ” に繰り入れられ、株式会社化以降の新契約と分別管理される。

なお、プル社は、株式会社化後、有配当契約の販売は行わない方針である。

(3) 従業員へのストックオプションの付与

会社の競争力を維持するためには、従業員のモチベーションを維持・向上させる必要があるとして、以下のとおり、ストックオプションが与えられる。

一般従業員に対して

株式会社転換日に、行使可能期間 3 年目以降 10 年のストックオプションが付与される。

中間管理職に対して

株式会社転換日から 183 日経過後にストックオプションが付与される。

上級管理職および取締役に対して

株式会社転換日から 1 年経過後にストックオプションが付与される。

(4) 今後のステップ

株式会社化が成立するためには、プル社は今後以下のステップを踏まねばならない。なお、

()内は現時点の予定である。

契約者への説明書類の送付 (2001年5月)

当局が申請を受理した後、少なくとも契約者投票日の45日前までに、約1,100万人の契約者に対し、一件書類が郵送される。内容は、株式会社化計画の内容、投票用紙、公聴会・契約者特別総会の開催通知、分配額の概算等である。全部で数百ページに及ぶものとなる。契約者数が多いため、資料の印刷、封入、搬送等の作業量は膨大である。

公聴会の開催 (2001年7月17日)

契約者への説明書類の送付後、ニュージャージー州銀行保険監督局が公聴会を開催する。

契約者による承認 (2001年7月31日)

プル社は、契約者特別総会を開催し、株式会社化計画に関する投票を実施する。

ニュージャージー州法は、株式会社化を承認するためには、100万人以上の投票と、そのうち3分の2以上の賛成票が必要であると規定している。

契約者は、投票用紙の郵送、インターネット、電話、総会出席のいずれかの方法で、契約数にかかわらず1人1票を投ずることができる。なお、インターネットおよび電話による投票は、株式会社化を実施する保険会社では、初めての試みである。

州銀行保険監督局の承認

州銀行保険監督官は、公聴会および契約者特別総会終了後、45日以内に可否を決定する。

株式会社化・IPO (2001年第4四半期)

上記を経て、株式会社化とIPOが実施される。契約者は株式分配等の補償を受取る。

4. プル社の株式会社化における注目点

(1) 株価と事業展開

株式会社化すれば、どのような株価評価が行われるかが最重要マターである。

プル社に先んじて株式会社化を果たしたジョンハンコック、メットライフの両社は、IPO時には、ネット・バイオ関連を中心とするニューエコノミー株全盛の風潮の中で、厳しい株価評価に苦しんだ。しかし、その後は、ニューエコノミー株が相場を崩す一方、オールドエコノミー株の見直しが行われ、両社の株式も株価の上昇を享受した。

図表 - 1 先行2社のIPO価格と時価

会社名	IPO価格 (時期、純資産倍率)	時価 (2001/5/1)
ジョンハンコック	\$ 17.00 (00年1月1.11倍)	\$ 36.93
メットライフ	\$ 14.25 (00年4月 0.75倍)	\$ 29.50

株価はその時点の株式市場の流れ、運に左右される面も大きい。しかし、長期的に高い評価を獲得していくためには、成長を確保することを納得させるに足る明確な経営戦略を提示し、実現していくことが必要となる。

メットライフは、株式会社化後も、グランドバンクという銀行を買収して、99年に成立した金融サービス改革法に基づく金融サービス持株会社としての認可を得る等、成長戦略を提示し続け、投資家の興味を引き続けるための努力を怠らない。

プル社は、単なる保険会社を脱却し、メリルリンチやチャールズシュワブとわたりあえるような金融サービスの国際的なプレーヤーになりたいとしている。顧客に送付予定の資料の中で、プル社は以下の10項目の経営戦略を列挙してい

る。

ブランド・市場における優位性の有効活用

米国における富裕個人顧客基盤の拡大

大衆市場向け営業体の生産性向上

顧客ニーズに合致した販売チャネルの拡充

収益を伴った海外事業の拡大

従業員福祉ビジネスの拡大と個人顧客へのアクセス強化

手数料を伴う運用資産の拡大

資本管理・経費削減による経営指標の改善

米国内証券業務の見直し(投資家向けに注力)

株価重視の企業文化の醸成

プル社にとっての株式会社化はもう始まっている。株式会社化を表明してから今日までの間にも、医療保険部門の売却、不正販売問題の解決など、この10項目の実現に向けた様々な経営改善策を実行してきた。わが国ジブラルタ生命の買収等は、の海外事業の大きな部分を占めるものであろう。についても、すでに昨年末、証券子会社の業務見直しを発表した。また、5月1日には、グループ全体の標章(サービスマーク)として、株式会社化実現後の持株親会社の名称である“Prudential Financial”を先行して使用すると発表した。このことは、保険会社から金融サービス会社への脱皮を図るという明確な意思表示と言えよう。一方で、新しいロゴには、同社のシンボルである「ジブラルタル・ロック」と呼ばれる岩のマークが“Prudential”と“Financial”の間に配置されており、同社の125年間の歴史に裏打ちされたブランド・イメージは有効に活用しようとの考えのようだ。

図表 - 2 プルデンシャル・グループの新ロゴ

Prudential  Financial

(資料) プル社ホームページ
(<http://www.prudential.com/>) より転載

生命保険分野においては、有配当保険契約を扱わない方針としている。どのような商品を中心に展開するのか、わが国の株式会社化を考える上でも興味深いテーマである。

これらの努力に対して、市場はどのような評価を与えるであろうか。

(2) 多数契約者の取扱いと投票の確保

株式会社化の技術面では、多数契約者の取扱いが興味深い。1,100万人に達する契約者数は、わが国の相互会社にとっても、貴重な先例となる。同様の契約者数を擁したメットライフは、膨大な作業負荷を乗り切るために、書類の梱包、送付作業やコールセンターの電話対応をアウトソースした。また、株式会社化後に発生する多数株主の管理については、トラスト(信託)を活用する新しい方式を採用して乗り切った。

一方、プル社は、トラスト方式を採用せず、米国株式会社化の一般的な方策である少数株主の削減策(割当て株式数が50以下となる契約者には現金分配を原則とする。現金の選択を動機づけるため、現金分配の契約者には、補償額を増加させる等)だけで、乗り切ろうとしているようである。はたして、このようなやり方だけで、大過なく実行できるものか、注目される。

なお、前述の通り、プル社の本拠州であるニュージャージー州の法律は、全米で唯一、株式会社化を実現するためには契約者100万人以上の投票を得ることが必要との、実数による規定を有している。プル社は多くの投票を確保するため、電話やインターネットによる投票も認めることとなった。当規定の充足については、電話・インターネットによる投票が認められなかったメットライフの事例でも、契約者1,100万人のうち276万人が投票(うち257万人が賛成)していることを根拠に、楽観視する向きが多い。

(3) 批判的見解

ブル社の株式会社化に対しては、各契約者への株式割当て数等の連絡がまだ行われていないこともあって、大きな関心の盛り上がりは起こっていない。しかし、既に、一部の専門家から、いくつかの批判的な見解が表明されている。

まず、経営者・従業員がストック・オプションにより利益を得ることに対して、消費者団体を中心とする批判がある。これを考慮し、ブル社の計画では、経営陣、上級管理職には、株式公開から1年間はストックオプションを付与しないこととしているが、その期間が短いとの指摘もなされている。

また、株式の分配数を決定する際に、過去だけでなく将来の会社剰余への貢献予定分も考慮するとしている点については（こうした方式が一般的であるにもかかわらず）、直近の契約者を必要以上に優遇するものであるという批判がある。

さらに、子会社のブルコ生命の販売した変額保険も補償の対象としていることに対し、子会社の契約を対象とした分配は過去に事例がなく、高所得者である同社の契約者を不当に厚遇するものであるとして疑問視する声もある。

これらの批判について監督当局がどのような判断をするか注目される。

5. おわりに

現在、米国では、ブル社のほか、プリンシパル（総資産全米第9位）が持株相互会社形態から株式会社形態への株式会社化プロセスに入っている。

米国には、これらの他、ノースウエスタンミューチュアル（総資産全米第6位）、ニューヨークライフ（同11位）、マスミューチュアル

（同12位）等の大手相互会社があるが、彼らは相互会社形態で残ることを選択したと認識されている。このため、ブル社とプリンシパルの株式会社化が完了すれば、米国生保の株式会社化の嵐は一段落しそうな雲行きである。

わが国でも、大同生命が来年4月の株式会社化と上場を目指して、作業を進めている。また、太陽生命、朝日生命も株式会社化の意向を表明するなどの動きが出てきている。

米国の生保業界の動向は、日本の10年先の姿である、といわれる。そうした観点からも、ブル社の株式会社化およびその後の事業展開については、注意深くフォローしていく必要があるだろう。