

欧州保険業界の再編と保険各社の対応

1999年の世界のM&A金額は総額3.4兆ドルに達し、過去最高を記録した。前年比40%増と大幅な伸びを示す背景には、グローバル化に伴い国境を越えて規模やシェアを拡大する欧米企業が増えている状況がある。金融セクターがその比重を高めつつあるが、中でも競争激化、保険引受における供給過剰が続く保険業界は、その主役になりつつある。

近年の世界的な保険大再編は、90年代後半にまず欧州から始まった。1997~98年にフランスのアクサ、ドイツのアリアンツといった大手保険グループが、フランス大手保険会社を相次ぎ買収したのを機に、域内では一気に再編気運が高まった。

本稿では、

- 1) 欧州保険会社は、世界の金融保険市場においてどのような買収・合併を展開したのか、
 - 2) 再編気運の高まりに伴い、欧州保険会社は経営戦略上どのように対応したのか、
- に焦点をあてて、その動向を整理していく。

1. 欧州保険業界の再編の現状と背景

1) 欧州保険市場の現状

1998年、欧州全域の生損保保険料収入は6,994億ドルと、世界の収入保険料(2兆1,550億ドル)の32.4%を占め、米国の37.9%(8,178億ドル)に次ぐ世界第2位の規模となっている。特に生保保険料収入は4,023億ドルと、世界シェアの31.8%を占め、米国の30.0%を抑えて首位に立っている(表1)。だが、各国別の保険料収入は、域内最大の英国でも1,810億ドル、ドイツ1,366億ドル、フランス1,166億ドルと、北米、日本に比べ小規模である(1998年の保険料収入は、北米7,795億ドル、日本4,530億ドル)。

欧州には、150社前後の保険会社が存在している。そのうち上位の十数社は、全世界に拠点展開しており、事業規模もわが国大手生保会社に匹敵する(表2)。特に独アリアンツ、仏アクサの収入保険料は日本生命を上回り、世界最大級の保険グループとして君臨している。自国市場の保険料収入が300億ドル台と小規模なオランダ、スイスの保険会社も、上位グループにエントリーしている。

各国とも、10~20社の保険会社が国内保険市場のシェアの大半を握る状況にある。少数の保険会社が市場を支配する寡占状態に近い国もみられ、生保1,600社、損保3,000社が鎬を削る米国よりは保険業者の過剰感は薄い。だが、小規模な各国市場は常に飽和状態にあり、欧州保険会社の多くは、早くから活動の場を国外に求めざるを得なかった。

表1 世界各国・地域の生損保保険料のシェア（1998年）

	人口 (千人)	対全世界 シェア(%)	GDP (10億ドル)	対全世界 シェア(%)	損保保険料 (百万ドル)	対全世界 シェア(%)	生保保険料 (百万ドル)	対全世界 シェア(%)	生損保保険料 (百万ドル)
欧州	1,102,267	17.7	9,760	33.5	297,126	33.3	402,348	31.8	英国 181,045 ドイツ 136,691 フランス 116,640 イタリア 57,945 オランダ 37,021 スイス 33,046 スペイン 28,998 ベルギー 17,692 デンマーク 11,832 オーストリア 11,260 スウェーデン 10,660
西欧	451,254	7.2	9,048	31.0	286,221	32.1	398,627	31.5	
中・東欧	651,013	10.5	712	2.4	10,905	1.2	3,721	0.3	
米国	800,910	12.9	11,080	38.0	439,133	49.3	378,725	30.0	
北米	300,754	4.8	9,114	31.2	411,561	46.2	368,032	29.1	
南米	500,157	8.0	1,965	6.7	27,573	3.1	10,693	0.8	
アジア	3,524,472	56.6	7,326	25.1	132,252	14.8	439,020	34.7	
日本	126,410	2.0	3,863	13.2	91,991	10.3	361,102	28.6	
東南アジア	3,142,874	50.5	2,812	9.6	33,020	3.7	74,410	5.9	
中東	255,188	4.1	652	2.2	7,241	0.8	3,507	0.3	
アフリカ	772,883	12.4	585	2.0	7,125	0.8	21,668	1.7	
オセアニア	28,845	0.5	423	1.5	15,476	1.7	22,396	1.8	
全世界	6,229,377	100.0	29,174	100.0	891,112	100.0	1,264,156	100.0	
先進国	907,263	14.6	22,448	76.9	805,249	90.4	1,150,157	91.0	
新興市場	5,322,115	85.4	6,726	23.1	85,864	9.6	113,999	9.0	

(出所) Swiss Reinsurance 資料より野村総合研究所作成

表2 欧州保険上位20社（1997年）

順位	会社名・グループ名	本店所在国	保険料収入 (億円)	本邦生保会社 (97年度保険料収入:億円)
1	アリアンツ	ドイツ	77,144	
2	アクサ	フランス	68,073	
3	チューリヒ	スイス	44,447	<日本生命 62,755
4	ジェネラル	イタリア	41,901	<第一生命 40,125
5	コマーシャル・ジェネラル・ユニオン (CGU)	英国	34,009	{ <住友生命 34,190 <明治生命 27,472
6	セーエヌペー (CNP)	フランス	23,826	
7	ウィンタートゥル	スイス	23,695	
8	ロイヤル・サンアライアンス	英国	22,762	
9	プルデンシャル	英国	22,627	
10	アイエヌジー	オランダ	20,176	
11	グルパマ	フランス	16,323	{ <三井生命 17,674 <朝日生命 17,123 <安田生命 17,035
12	エルゴ	ドイツ	15,308	
13	スイス生命 (Swiss Life)	スイス	14,760	
14	エイゴン	オランダ	13,407	<太陽生命 13,288
15	クレディ・アグリコール (Credit Agricole)	フランス	12,911	
16	フォルティス	ベルギー/オランダ	12,803	
17	ノーリッチ・ユニオン	英国	12,203	<大同生命 11,684
18	スタンダード生命 (Standard Life)	英国	10,602	
19	ガーディアン	英国	9,488	{ <富国生命 7,976 <千代田生命 7,802 <協栄生命 7,475
20	エクイタブル生命 (Equitable Life)	英国	7,463	

注) グルパマ, エルゴ, スタンダード, ガーディアンは, 1997年に新規エントリー

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

2) 欧州市場統合に伴う再編気運の高まり

1994年7月、単一事業免許制導入に伴い、欧州連合（EU）加盟国の保険会社にはEU全域での保険引受けが認められた。1999年1月にEMUが発足すると、域内で「通貨の壁」がなくなり、近隣国で開発した商品をそのまま国内市場で販売することが可能となった。

この間、欧州保険市場の一体化が進むにつれ、主戦場が国内から欧州全域に広がると、欧州保険会社は国外への拡大指向をいっそう強めていった。1997年にアリアンツによる仏保険大手AGF買収が明らかになった頃から、欧州保険業界の再編気運はピークに達し、大型買収・合併が相次いだ（表3）。1994～99年に全世界で買収された保険会社の事業規模は、保険料収入で合計2,210億ドルに達した。欧州保険会社は、全世界でその6割、欧州で5割に相当する事業を手にした（後掲参考文献1）。

欧州市場統合に伴い他国の有利な保険商品の選択・購入が可能になることで、保険市場への注目は格段に高まる。個人や企業が、自らのポートフォリオに有利な保険商品を組み込む機会も増え、欧州全体の保険需要は膨大なものとなる可能性が高い。また、各国で財政・年金改革が相次いでおり、それに伴い発生する旺盛な保険需要の取り込みも重要な課題となってくる¹。

域内の膨大な保険需要を取り込むためには、その国で十分な顧客基盤を有し情報収集力の高い有力保険会社を買収ターゲットとする必要があった。大きなビジネスチャンスにつながる統合市場の攻略は、欧州保険会社にとり社運をかけた一大プロジェクトであった。

ただこの時期、欧州保険会社は買収を推進する環境にも恵まれていた。1990年代後半は好調なファンダメンタルズが続き、株式市場の活況にも助けられて比較的買収資金の確保は容易であった。買収で事業規模を拡大させ、スケールメリットを享受することは、コーポレートガバナンスの観点からも望ましいと考える経営者が多かった。

欧州勢は、米国やアジアでも積極的に買収に動いた（巻末参考資料1）。例えばオランダ保険第2位のエイゴン（Aegon）は、米大手保険のトランザメリカを買収し、米国第3位の生保会社となった。アリアンツの韓国・チェイル生命、英プルデンシャルの慶豊人寿の買収なども、将来の成長市場に橋頭堡を築く戦略の一環として大いに注目を集めた。

欧州でも、保険会社のリスク引受能力の供給過剰に伴い、料率が低下し保険料収入の減少を招く「保険市場のソフト化」が進行している。これに伴う本業の収益低下を補うためにも、膨大な年金市場を抱える米国でイニシアティブをとり、順調に成長する新興地域の保険市場を攻略するといった国際戦略は不可欠であった。

¹ 1998年の欧州地域の生保保険料は、相次ぐ財政・年金改革が大きく寄与し平均6.2%増加（世界の生保保険料は前年比4.1%増）した。1998年に年金改革が断行されたイタリアでは、生保保険料が前年比37.3%増加し、スイスでも、1998年4月の一時払い保険料に対する印紙税導入を控えて生保契約が急増した。

表3 最近の欧米保険会社をめぐる再編の動向

発表年月	買収金融機関	被買収/提携先金融機関	買収金額
1996年6月	エイゴン (Aegon. 蘭保険)	プロヴィデーション・コーポレーション・生保部門 (Providian Corp. 米保険)	35億ドル
96年11月	アクサ (AXA. 仏保険)	U A P (仏保険)	92億ドル
	ミュンヘン・リー (Munich Re. 独再保険)	アメリカン・リー (American Re. 米再保険)	33億ドル
97年3月	プルデンシャル (Prudential. 英保険)	スコティッシュ・アミカブル (Scottish Amicable. 英保険)	N. A.
97年7月	I N G (蘭保険)	エクイタブル・オブ・アイオワ (Equitable of Iowa. 米保険)	26億ドル
97年9月	ドイツ医療保険 (DKV. 独保険)	ハンブルグ・マンハイマー・ノビクトリアホルディング / D.A.S. (独)	4 社合併
97年10月	チューリヒ (Zurich Insurance. スイス・保険)	BATインダストリーズ 保険部門 (BAT Industries. 英)	合併
97年12月	アリアンツ (Allianz. 独保険)	A G F (仏保険)	約90億マルク
	ジェネラル (Assicurazioni Generali. 伊保険)	A M B (A G F 独子会社) / アテナ (同仏子会社)	N. A.
98年2月	コマーシャル・ユニオン (Commercial Union plc. 英保険)	ジェネラル・アクシデント (General Accident plc. 英保険)	117億ドル
98年4月	トラベラーズ (Travelers Corp. 米保険・証券)	シティコープ (Citicorp. 米銀行)	合併
98年4月	コンセコ (Conseco Inc. 米保険)	グリーン・トゥリー・ファイナンシャル (Green Tree Financial Corp. 米保険)	60億ドル
98年6月	バークシャー・ハサウェイ (Berkshire Hathaway 米)	ジェネラル・リー (General Re Corp. 米再保険)	223億ドル
98年6月	フォルティス (Fortis. 蘭-ベルギー・保険)	ベルギー銀行 (Generale de Banque. ベルギー)	140億ドル
98年7月	グルパマ (Groupama Assurances. 仏保険)	G A N (仏保険)	172.5億フラン
98年8月	アメリカン・インターナショナル・グループ (American Int'l Group Inc. 米保険)	サンアメリカ (SunAmerica Inc. 米保険)	182億ドル
98年8月	クレディ・スイス (Credit Suisse. スイス・銀行)	ウインタートゥル (Winterthur. スイス・保険)	95億ドル
	AMP (豪保険)	G I O (豪保険)	約30億豪ドル
98年11月	ユナム (Unum Corp. 米保険)	プロビデント (Provident. 米保険)	約50億ドル
99年1月	エース (Ace Ltd. 米保険)	シグナ・損保部門 (Cigna. 米保険)	34.5億ドル
99年2月	エイゴン	トランザメリカ (Transamerica. 米保険)	97億ドル
	アクサ	ガーディアン・ロイヤル・エクスチェンジ (Guardian Royal Exchange. 英保険)	59億ドル (36億ポンド)
99年3月	フォルティス	アメリカン・バンカーズ・インシュアランス (American Bankers Insurance. 米保険)	約26億ドル
99年6月	ロイズ T S B (Lloyds TSB. 英銀行)	スコティッシュ・ウィドワーズ (Scottish Widows. 英保険)	110億ドル
99年7月	ロイヤル・サン・アライアンス (Royal Sun Alliance. 英保険)	オリオン・キャピタル (Orion Capital. 米保険)	約14億ドル
99年8月	メトロライフ (Metropolitan Life. 米保険)	ジェネラル・アメリカン (General American. 米保険)	12億ドル
99年9月	ナットウェスト (NatWest. 英銀行)	リーガル・アンド・ジェネラル (Legal & General. 英保険)	172億ドル (発表後買収断念)
99年12月	ジェネラル (Assicurazioni Generali. 伊保険)	イタリア保険公社 (I N A. 伊保険)	約100億ユーロ
2000年2月	C G U (英保険)	ノーリッチ・ユニオン (Norwich Union. 英保険)	合併

注) () 内に示す「銀行、証券、保険…」は当該グループの中心となる業態

(出所) 新聞報道, Best's Review 誌などより野村総合研究所作成

2. 大手保険グループの覇権争い

1) 欧州大陸での「弱肉強食」

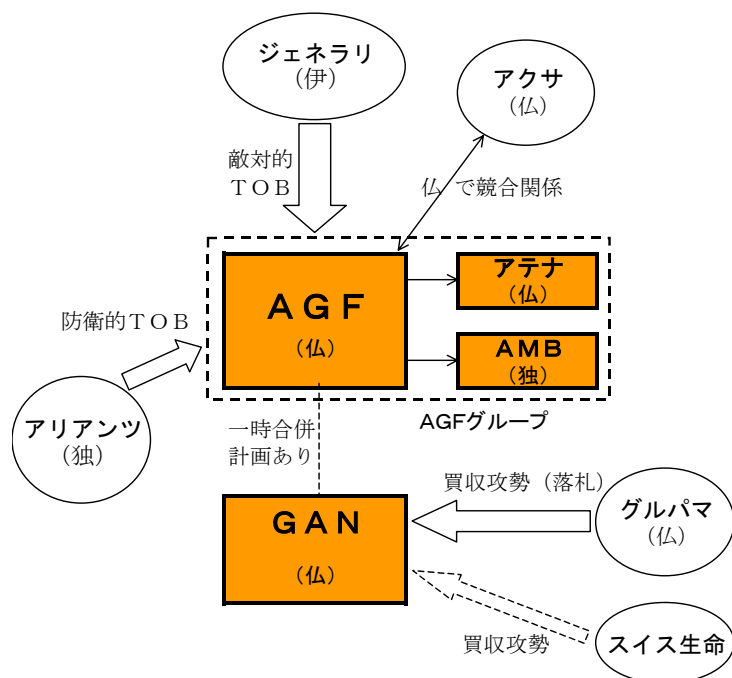
1997年10月、伊保険最大手のジェネラリ（Assicurazioni Generali）は、仏保険第2位のAGF（Assurance Generale de France）に突如敵対的 TOB を仕掛けた。欧州保険市場の制覇への足がかりとしての買収で、買収総額は410億フラン（約8,600億円）にのぼった。

1996年の民営化後経営再建も進み、全国規模の店舗網で生損保商品を併売するAGFは、外資保険会社には魅力的な買収対象であった。その後アリアンツもTOBを仕掛け、最終的にはAGF本体をアリアンツが、関連会社群をジェネラリが買収する形で決着した。アリアンツは、ジェネラリを制してAGF本体を手中に収め、個人年金資産の取り込み、フランス語圏、南欧での保険事業拡大といった欧州事業のいっそうの強化が可能となった。

大手保険グループの拡大戦略は、本来の買収対象の周辺の保険会社までも駆逐するほど、容赦なく進められている。独仏の有力保険AMB、アテナは、AGFの出資先だったばかりに買収に巻き込まれ、分割されてアリアンツ、ジェネラリに完全吸収されるという哀れな末路をたどった（図1）。

図1 「弱肉強食」の欧州保険業界

(1) 仏保険会社買収をめぐる欧州保険各社の相関図



(2) 被買収企業の最終売却先

AGF

【売却部門・企業】	【売却先】
●AGFグループ	→ アリアンツ
●Eulerグループ	→ Scor社 (英) (AGF子会社)
●アテナ保険グループ	→ アリアンツ
●GPA生損保	→ ジェネラリ (アテナ子会社)
●Proxima保険	→ ジェネラリ (アテナ子会社)
●AMBグループ	→ ジェネラリ
●AMBオランダ	→ アリアンツ (AMB子会社)

GAN

【売却部門・企業】	【売却先】
●GANグループ	→ グルパマ
●英国GAN	→ LAHC社 (英) (GAN子会社)
●CIC銀行グループ	→ クレディ・ミュチェル

1. AGF vs. ジェネラリ, アリアンツ : 1997年10~11月頃→1997年12月決着
2. GAN vs. グルパマ, スイス生命→1998年7月決着

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

その半年後、標的にされたのは仏保険第5位の国営保険 GAN である。同社は銀行部門の不良資産問題など民営化に向け難題が多かったが、好調な保険部門やグループの有力銀行 CIC をめぐり、欧州金融機関が買収に動いた。最終的に GAN 本体は仏大手保険のグルパマ (Grupama) が仏政府から落札し、CIC は国内地域金融機関が傘下に収めた。

2) 強烈な拡大指向

欧州の大手保険グループは、事業規模で世界のトップクラスを占め、強大な資本力を有している。アリアンツの1998年保険料収入は、前年比19.6%増の904億マルク(約6.3兆円)、資本額は435億マルク(約3兆円)に達し、時価総額でも1,500億マルクを突破、シティグループなどに次ぐ世界第4位と、シュルテネレ会長が目標とする「世界の5指」入りを実現した。運用資産額6,710億マルク(約47兆円)は、ドイツ銀行の倍以上である。財務格付けもトリプル A を堅持しており、実質的に欧州最強の金融機関との評がある。

アリアンツやこれに実力で拮抗するアクサ(1998年保険料収入:3,094億フラン=6.2兆円・資本額:1,347億フラン=約2.7兆円)は、年々膨れ上がる資産の運用で大規模機関投資家としての地位を高め、欧州域内の金融機関、大手企業に絶大な影響力を有している。昨年フランスの大手3行が繰り広げた合併抗争では、各行大株主のアクサ、アリアンツが背後で暗躍、この両者が実質的な主役といわれた。

資本力にトップダウン型経営者の強烈な個性が加わった巨大保険グループの買収戦略の目的は、保険会社のみならず銀行、事業会社の経営を支配し、欧州さらには世界の金融経済に強大な影響力を持ち続けることである。この目標が達成されるならば、多少効率的でない買収・合併でも大きな問題とはみなされず、市場もその拡大戦略自体を評価する向きさえあるようである(巻末参考資料2)。

アリアンツのシュルテネレ会長、アクサのクロード・ベベアール会長といった拡大主義指導者の号令下、欧州大手保険グループは、シェア拡大余地のある米国、新興市場をターゲットに、今後も大規模な M&A に動く可能性が残されている(表4)。

表4 欧州主要保険会社のグローバルポジション(1999年)

保険会社	本社所在国	英 国	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	スイス	ベネルクス	米 国	アジア
アリアンツ	ドイツ	△	◎	○	◎	○	○	△	△	△
アクサ	フランス	◎	○	◎	△	○	—	○	○	△
ジェネラル	イタリア	—	○	△	◎	○	○	—	—	—
チュールビ・ファイナンシャル	スイス・英	◎	△	—	△	○	◎	—	○	△
CGU	英国	◎	△	△	△	—	—	○	△	△

【記号】

◎：当該国・地域でのマーケットシェアが10%以上 ○：同5～10% △：同5%未満 —：僅少なシェアを確保するのみ

(出所) Retail Banker International より野村総合研究所作成

3. 巨大保険グループへの対抗・防衛目的の連合

1) 欧州大陸での防衛的連合

(1) 独大手元受保険・エルゴの誕生

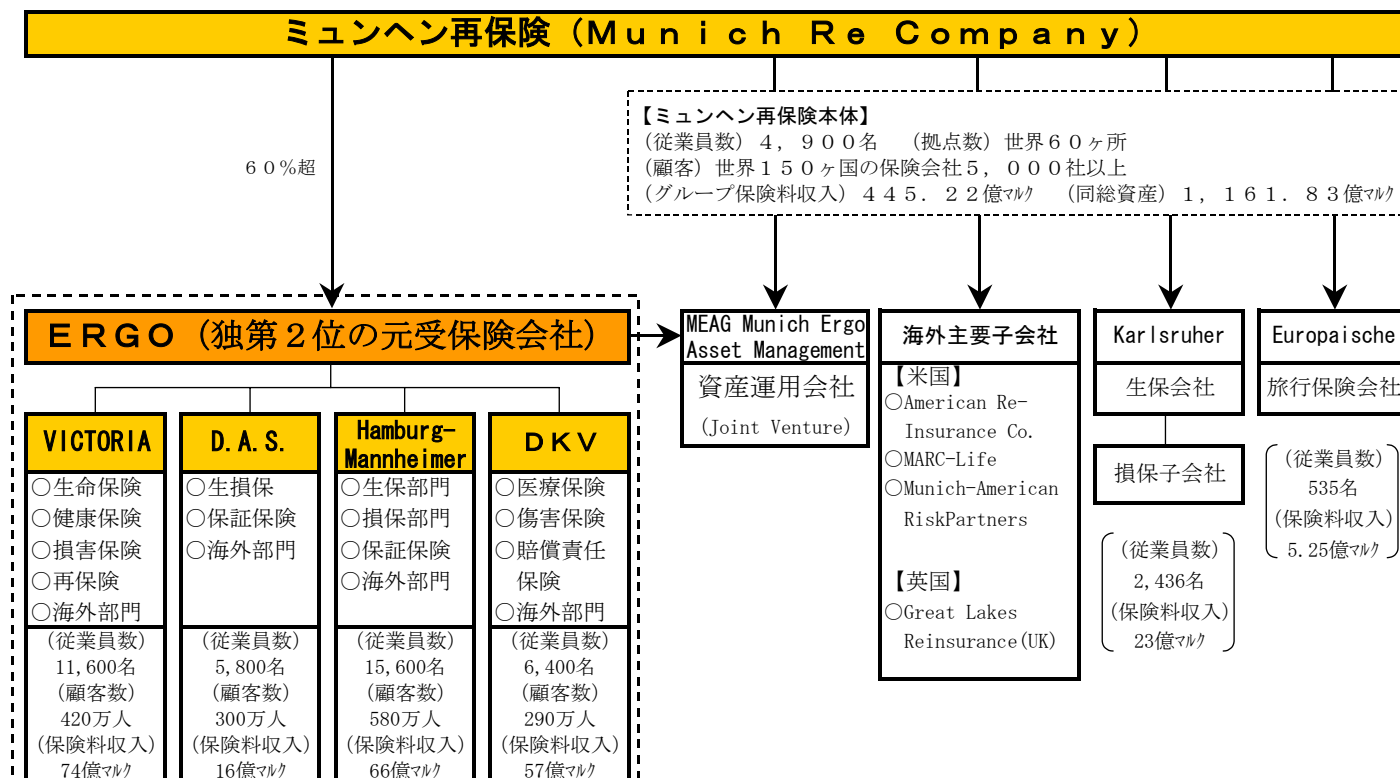
欧州大陸のその他有力保険グループの間では、巨大化するアリアンツ、アクサへの対抗上、地域の中堅保険会社同士が合併、提携するケースが目立った。いずれもある地域でシェアを固め、一定のスケールメリットを享受しながら「生き残り」を図る意味合いが強い。

ドイツでは、1997年夏に保険相互会社4社が保険グループ・パリオン（Parion）を結成、1998年には、ミュンヘン再保険（Munich Re）グループのドイツ医療保険（DKV）、ビクトリアなど4社が統合し、同国第2位の規模となる元受保険グループ・エルゴ（Ergo）が誕生した（図2）。

(2) 独エルゴ・グループの展望

元受保険会社4社が統合してエルゴが誕生した背景には、親会社で世界最大の再保険会社・ミュンヘン再保険の総合保険化戦略も大いに関係している。1970年代から順調に拡大

図2 ミュンヘン再保険傘下での元受保険会社の連合（1998年）



(出所) ミュンヘン再保険・アニュアルレポートより野村総合研究所作成

した再保険市場も、近年は大規模災害の減少で過剰供給に陥っており、保険料の値引き圧力が強まっている。ミュンヘン再保険は、元受保険部門を強化し、再保険ビジネスの収益低下を補おうとした。

ミュンヘン再保険の経営陣は、ドイツで元受保険第2位となったエルゴの実力を強調、アリアンツや欧州大手保険との競合も辞さない姿勢である。だが、エルゴを構成する4社は、海外部門を含み業務や商品の重複が多い。また、エルゴの1998年保険料収入222億マルク(元受部門全体で248億マルク)のうち、海外部門は10%に満たず、再保険部門の同比率70%を大きく下回っている。元受保険部門も海外部門の収益力強化が求められるが、今後の戦略は必ずしも明確ではない。ミュンヘン再保険と競合するスイス再保険(Swiss Reinsurance Company)などは、元受保険業務から撤退し、再保険特化を進めている。親会社の総合保険戦略の中では、エルゴの急速な経営効率の改善は容易ではないと考えられている。

2) 英国での防衛的連合

(1) 英保険最大手CGUの誕生

大陸で繰り広げられる弱肉強食の凄まじさには、英国保険会社も直ちに反応した。AGFの解体が決まった3ヶ月後、国内保険大手の商業ユニオン(Commercial Union)とジェネラルアクシデント(General Accident)が合併を発表し、英国最大、欧州でも第5位の新会社CGUが誕生した。スケールメリットを活かし統合欧州市場で上位を占めようとする点は、アリアンツなどと共通しているが、CGUの場合はより国内市場を防衛する目的が大きいと考えられる。

(2) CGUの評価

合併終了後のCGUへの市場の評価は、合併発表時とは違い比較的冷めたものだった。中堅のブリタニック(Britannic)などに比べても、株価は躍動感を欠き、1,000ペンスを下回る状況が続いた(巻末参考資料2)。英国保険最大手にはなったものの、際だって有効な経営戦略も打ち出されず、経営効率に急速な改善はみられなかった。CGU自体、明確な将来展望の下に誕生したというより、大陸の大手保険グループの強烈な拡大指向や国内銀行の保険分野での攻勢を懸念して、英国保険会社同士が連合したものとの見方も根強くあった。

スイス再保険によれば、保険会社の場合、規模(新契約保険料)の拡大に伴い、事業費率(新契約費)が低下する傾向が認められている(後掲参考文献1)。だが、英国保険会社をみる限りは、保険会社の規模拡大が、その経営効率や収益性を改善する状況には必ずしもない。

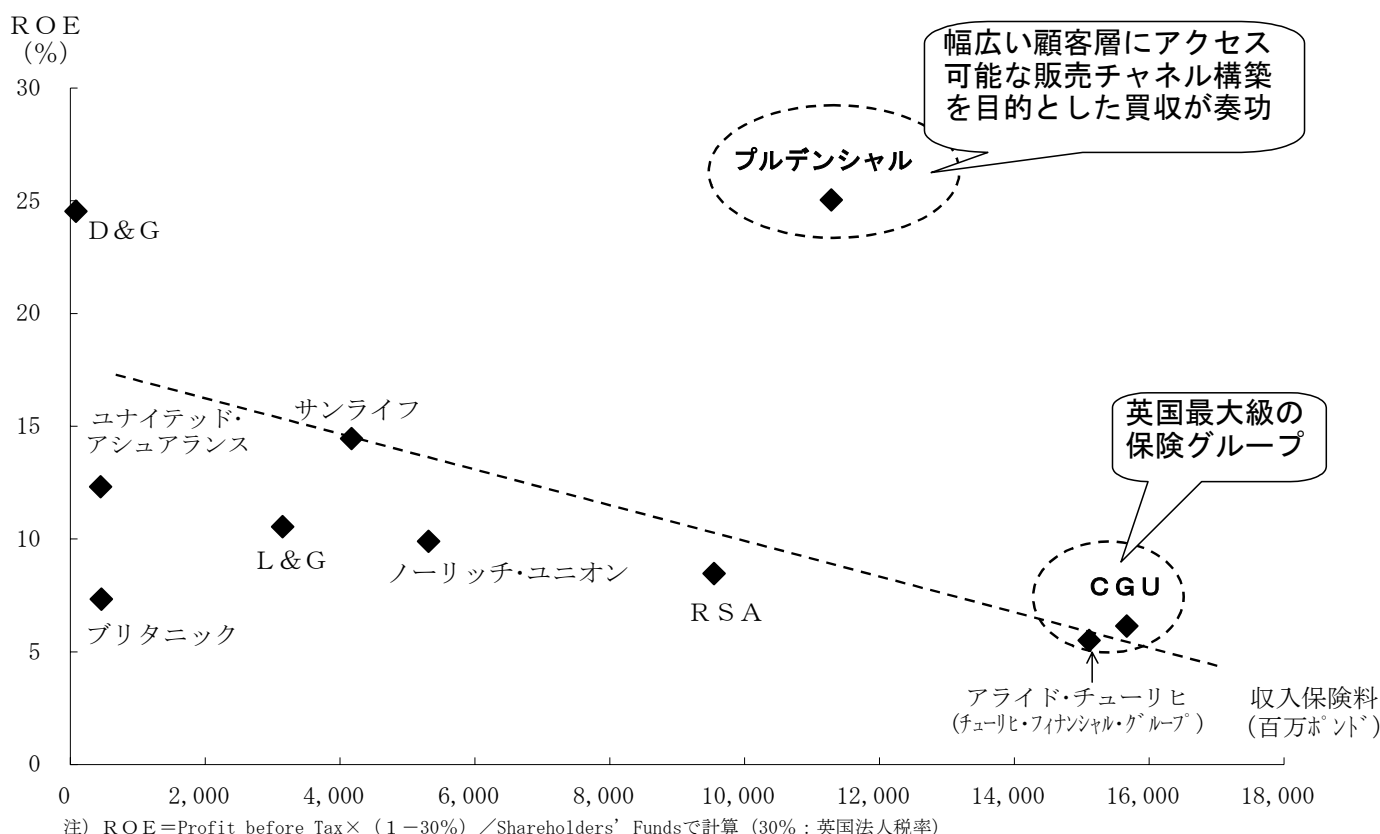
まず、買収・合併のシナジー効果が米国並みに厳しく問われるようになったのは90年代前半からであり、米国ほどの徹底した効率経営が意識されて長くはない。有望で収益性の高い年金・投信が中核商品となったのも数年前からであり、それまでは保険会社を買収を

してまで年金部門を拡大する動機は乏しかった。生保・投信販売収入の急拡大をもたらした税制優遇貯蓄枠制度（ISA＝投信、生保、個別株を税制優遇枠に組み込める制度）が導入されたのは、昨年4月のことである。

上場する大手保険会社のうち、CGUの1998年のROEは6.1%と、アライド・チューリヒ（チューリヒ・ファイナンシャル・グループ）の5.5%と並んで最低水準だった（図3）。今年2月、CGUはノーリッチ・ユニオンとの合併を発表した。CGUは、目先好調な生保年金・投信部門（1999年の総収入は約70.9億ポンドと前年比33%増）を、この分野の老舗で1997年の株式会社化以降勢いづくノーリッチ・ユニオンを取り込むことで強化し、バランスのよい収益構造を構築することを意図したと考えられる。

新会社CGNUは、欧州第4位の規模になる。だが、これさえも「合併するのが本当によいかわからないが、とりあえず大陸の競合者の巨大化に追随しよう」という、いわゆる「バンドワゴン効果（bandwagon effect. 後掲参考文献1）」による合併であるとの感は拭えず、欧州での「覇権争い」に参加しても、その勝算は未知数と考えられている。

図3 英国上場保険会社の事業規模と経営効率性



(出所) Primark Extel“FT Major UK Companies Handbook” より野村総合研究所作成

3) 規模拡大戦略への評価

通常合併・買収は、それが経営コストの低下、経営効率の向上に資するものであり、株主価値の改善に寄与するものと受け止められることが多い。だが、専門家の金融機関 M&A への評価は、必ずしも好意的なものばかりではない。昨年 4 月に行われたある金融コンファレンスでは、欧米の経営コンサルタントが金融機関の M&A に係る様々な問題点を指摘している。米大手コンサル会社のタワーズ・ペリンの報告によれば、1990 年代に世界で行われた金融セクターの M&A では、その半数のケースで買収企業の株主価値が低下、明らかにその向上がみられたのは全体の 17%に過ぎなかった（表 5）。

保険会社の場合、合併する両社は同種類の保険商品・サービスを提供しているため、企業カルチャーやシステムに大差ないと経営者は考えがちだが、事業統合は容易ではない（後掲参考文献 3）。企業成長に関する哲学やアプローチの仕方、その実現方法（architecture）には、国内企業間でも大きな開きがあり、それらを融合させるには多大な労力と変化をもたらす可能性が高い。

タワーズ・ペリンの報告結果は、明確な展望が十分でない単純な規模拡大指向への批判とも受け取れる。多くの場合、合併を断行する前には、時間をかけて合併スケジュール、その過程で起こりうる問題点、合併後の課題などを検討する必要がある（後掲参考文献 3・7）。エルゴ（ミュンヘン再保険）や CGU が合併に関する検討をどの程度行ったかは定かでないが、将来の戦略が十分練られないまま買収・合併に踏み切るならば、合併によるシナジー効果も十分引き出せず、株主価値の低下は避けられないということであろう。

表 5 欧米コンサルティング会社による M&A への評価

- 1990年代に欧米で行われた金融セクターのM&A 150件のうち、その半数において買収企業の株主価値が低下した。明らかに株主価値が高まったのは、全体の17%に過ぎない（Towers Perrin社の調査報告）。
- 企業買収が成功しない一般的な理由として、i)異なる企業カルチャーの融合が難しいこと、ii)合併後の業務範囲の絞込み、コスト削減、シナジー、販売、営業地域といった経営上の決定事項について、両社を折り合わせるマネジメント能力が欠如していることがあげられる（Arthur Andersen）。
- 合併後のシナジーを過大評価し、新会社の経営ビジョンを描ききれずに買収・合併に踏切る経営陣にも責任あり。システム統合に携わる人員確保、統合費用、早期の統合の必要性についての認識も不十分（同上）。
- 買収・被買収企業のコミュニケーションは、経営陣レベルでしか行われないことが多い。相互理解には従業員レベルまでの十分なコミュニケーションが必要。
- 合併後の新会社のニーズや戦略に合うようなアプリケーション・システムを新たに構築するか、両社の既存システムを結合・再構築し直す作業に早期に着手すべき。

（出所）Best Week 誌より野村総合研究所作成

4. 独自路線を進む英保険会社～英プルデンシャルの戦略的な買収戦略

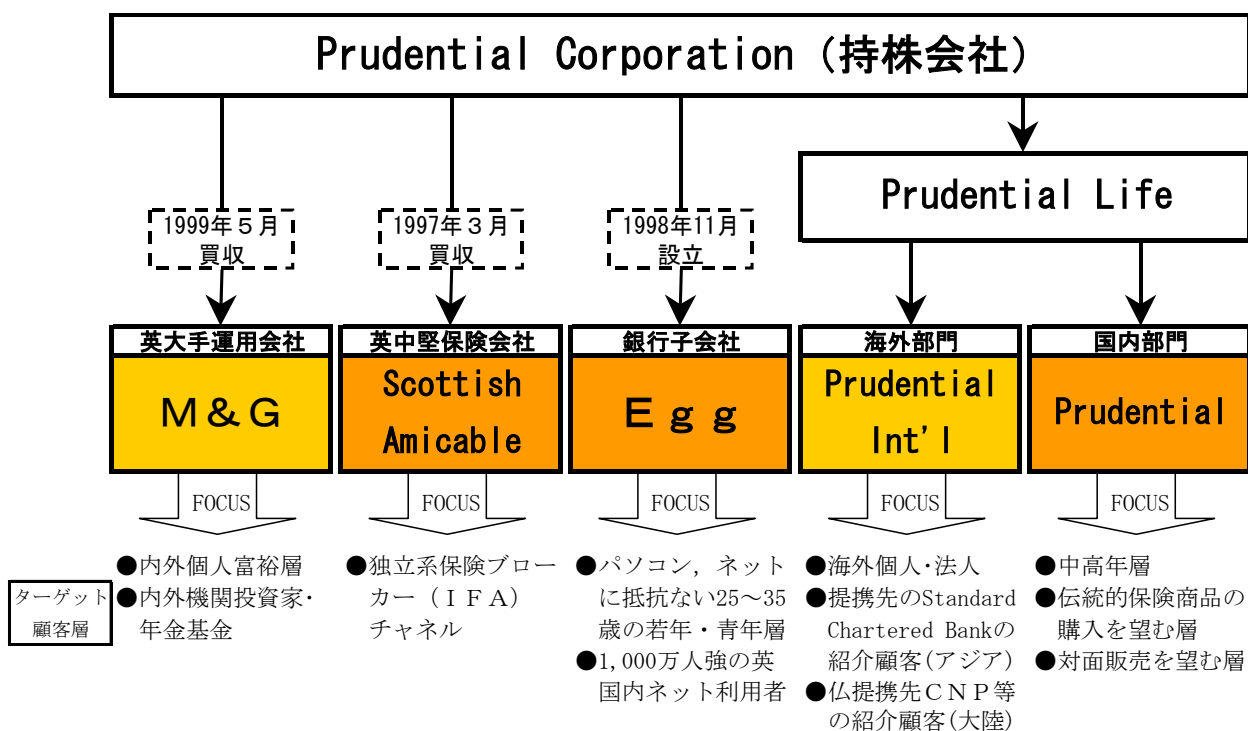
プルデンシャル社の1998年のROEは約25%と、英国大手保険会社の中では、経営効率、収益性の高さが際立っている。他社同様に内外で積極的に買収・提携を手がけるが、単なるスケールメリットの追求にとどまらず、事業展開の戦略性、独自性では、欧州保険業界で最も注目される保険グループの1つである。

同社の収入保険料（1998年）のうち、97.4%は生保事業が占めている。ノーリッチユニオンの67.1%、ロイヤル・サン・アライアンスの29.9%と比べても、生保事業への特化が明確である。その買収戦略の目的は、事業の多角化や資産拡大よりも買収先企業の持つ独特の販売チャンネルとターゲットとしてきた顧客層の獲得にあった（図4）。

伝統的な生保商品を対面販売するプルデンシャル生命保険に加え、1997年3月にはスコティッシュ・アマカブルを買収し、独立系保険ブローカー（IFA）による販売チャンネルを手中に収めた。資産運用部門では英国最大の運用会社M&Gを買収、国内外の機関投資家を顧客に取込むとともに、ユニットトラストの取扱高では英国最大となった。

1998年10月には銀行子会社エッグ（Egg）を設立、多様な銀行商品の直販で若年・青年層をつかみ、将来はこれを拠点にネットによる投資商品、保険販売を行う計画を明らかにした（表6）。海外では、アジアに広範な拠点網を擁する英銀スタンダードチャータード

図4 英プルデンシャルの買収によるチャンネル構築



注) E g gと同じ銀行子会社である“Prudential Bank”のターゲット顧客は一般個人。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

と提携し、現地顧客との取引を拡大しながら、台湾など有望な地域で現地保険会社を買収している。

スコティッシュ・アミカブル買収を発表して以降の戦略的な買収戦略は、年々市場の評価を高めている。欧州保険再編の渦中にありながら、大規模な買収・合併に走らず、それまで自社になかった販売チャネルや取引のなかった顧客層の取り込みを重視した買収・提携で企業価値を高めていく戦略をとっている。こうした戦略性に加え、1999年に入ってエッグ人気が話題となり、プルデンシャル本体の米国上場計画が明らかになると、同社の株価は1,000ペンスを上回る勢いで伸びたのである（巻末参考資料2）。

5. 保険会社の総合化戦略の展望

1) 銀行との統合メリットの減少

欧州では、1998年6月のロイズ TSB による英名門保険スコティッシュ・ウィドウズ買収など、保険会社と銀行の統合の動きがいくつかみられる。バンカシュアランスへの対応により、銀行は保険、年金、投信といった有望商品をラインアップでき、保険会社も銀行店舗という膨大な販売チャネルを活用できる。このようなメリットを取り上げ、バンカシュアランスが今後世界的な潮流になるとの見方は根強い。

だが、英プルデンシャルが進めるようなネット戦略の拡大は、保険会社にとり、銀行との統合メリットを減じる可能性が高い。多くの場合、保険会社が銀行と統合する主目的は、保険商品の販売チャネル確保にあるからである（プルデンシャルも大手銀行との合併は視野にない）。保険会社が、保険のネット販売の有効性を見極めた上でチャネルに取り込めば、銀行との大規模な合併のインセンティブはそれだけ小さくなり、バンカシュアランス対応型の買収・合併は急増しないと指摘するアナリストは多い。

表6 Eggの概要（2000年3月末現在）

営業開始	○98年10月11日	アクセス	○電話・郵便・インターネット（24時間365日）
取扱商品	○預金（Savings Account）、個人融資、モーゲージ、クレジット・カード（投信取扱いを検討中） ①預金商品：Egg Savings Account イ) 預入額 1～25万ポンド [*] ロ) 年率 5.50～6.30% ハ) 24時間365日いつでも入金・引出し・無料相談に対応 ②ローン商品：Egg Personal Loan イ) 融資金利 10.2～16.5% ロ) 返済時期・期間の設定は自由（6ヶ月～5年） ハ) 借入額 1,000～15,000ポンド [*] ③クレジット・カード：Egg Card イ) 割引価格で商品購入、ロ) 購入額の2%をキャッシュバック ④デジタルカメラ、インターネット無料接続サービス付パソコンの直販	業績・体制	○営業開始後1ヶ月の獲得預金額1億ポンド [*] 。99年8月末で67億ポンド [*] （約1.24兆円）。顧客数55万人。 ○99年4月末までに約40万人（開業1週間のアクセス件数は175万件）がホームページにアクセス。 ○顧客の平均預金残高：約1,700万ポンド [*] ○コールセンターを中心に従業員を今後3年間で1,500名まで増員する計画。 ○2001年までの上場を計画。

（出所）同社 News Release, HP より野村総合研究所作成

昨年6月には、オランダで本格的なバーチャル保険販売会社「INEAS」が設立された（表7）。スイスの大手金融コングロマリットであるクレディスイス・グループ（Credit Suisse Group）はこれに過半数出資し、1998年8月に買収した保険会社ウィンタートゥルとともに、グループの保険戦略の核に据えるものと考えられている。INEASは、自動車、住宅、傷害保険をインターネットで販売、リスク評価情報を提供しながらのリスクマネジメント・コンサルティングも手がける。営業地域もドイツ、ベルギーから欧州全域に拡大する計画である。

2) 運用・証券分野強化の動き

今後、欧州保険会社が進めるのは、新たな販売チャネルの取り込みのほか、運用会社、投資銀行など証券分野の強化を目的とした買収であろう。1999年には、アリアンツによる米債券運用会社のピムコ・インベストメント・アドバイザーズ、スイス再保険による英投資銀行フォックス・ピット・ケルトンといった買収が行われた。有力運用会社を傘下におさめた保険会社は、急成長する年金保険分野をリードする可能性が高い。

損保、再保険会社の一部は、保険リスクの証券化（代替リスク移転＝ART）などにも進出し、投資銀行買収に動いている。リスクの証券化で保険引受能力を高め、投資家の長期安定資金を取り込み、効果的なリスクヘッジを目指している。

おわりに

ある米国の保険コンサルタントによれば、欧米保険会社は今後、10～15の大手グループと、特定分野に経営資源を集中投入するニッチプレイヤーに二極化する可能性が高い。中間的な戦略をとる保険会社の多くは、何らかの再編に巻き込まれるとの見解が支配的とのことである。

わが国生保業界は、1997年4月の日産生命破綻などの影響を受け、保険契約の解約高が急増している。さらに、不良債権や全体で1.5兆円を上回るといわれる運用の逆ザヤは、各社のキャッシュフローを圧迫する傾向にある。損保業界も、1998年7月に損保料率自由化が本格的にスタートし、自動車保険を中心に予想以上に競争が激化、損保商品の収益性が低下している。外資系やソニー、セコムなど異業種が相次ぎ損保業務に参入し、業界は混戦状態にある。

経営基盤の強化に向け、わが国保険業界も再編時代に突入しつつある。既に欧米の有力保険グループが中堅生保数社を傘下におさめ、損保業界でも、国内勢同士の大規模合併が相次いだ。特に損保業界では、欧州業者にみられた「バンドワゴン効果」が働いているようにもみえる。合併でまず国内市場での地位を固め、リストラで収益を向上させる戦略には、一応の妥当性があるが、将来を展望した戦略は、規模の追求ばかりではなからう。

表7 オランダのネット専門保険会社・INEAS社の概要（1999年12月現在）

(1) 名称	○Ineas Insurance Company N.V. (本社：アムステルダム、オランダ保険協会会員)
(2) 営業開始	○1999年6月（創立1997年）
(3) 資本系列	○スイス、英米、オランダの金融機関、事業法人、運用機関が出資（クレディスイスが過半数出資）。
(4) 基本経営方針	①透明（transparent）、柔軟（flexible）、効率的（efficient）な経営の展開。 ②簡単（simplicity）、スピード（speed）、安全（security）、自在（personal control）、透明（transparency）な商品・取引の提供。 ③単なるディスカウンターは目指さない。競争力ある安価な保険料を提示しつつ、最高水準の保険サービスを提供。 ④“push marketing（業者主導型・押しつけ型営業）”からの脱皮（“pull marketing”＝顧客選好重視型営業へ）
(5) 取扱商品	○自動車、住宅、傷害、旅行保険（リスク評価情報の提供を通じたリスクマネジメント・サービスなども検討中）
(6) 販売チャネル	○インターネット。社内も全て“e-commerce”に対応した組織体制になっている。
(7) 営業地域	○当面はオランダ、ドイツ、ベルギー（順次英国、フランスなど欧州他国に拡大する方針）
(8) 営業システム	①“PRIMES”…リスク評価分析、リスク最小化のためのアドバイザー・ソフト。 ②ヘルプデスクによるサポート。 【Primesの概要】 ※“PRIMES”は、主に次の4セクションより構成。PRIMESの活用で、顧客は自己の抱えるリスク額を概算し、そのリスクをカバーするにはどのような、どの程度の保険料の保険商品に加入すればよいかを把握できる。 イ) “Determine Your Risk Section” ・自動車運転、旅行などに伴うリスクを顧客に認知させるための複数の質問事項で構成。 ロ) “Tips & Advice Section” ・リスク分析、リスク回避法、リスクに見合った保険商品に係る多数の情報の掲載。 ハ) “Tool Box Section” ・契約者に最適な保険商品ポートフォリオを提案書にまとめ、契約者の自宅まで送付する機能。 ・自動車、住宅保険など保険商品の目録。 ニ) “Calculators Section” ・付保対象となる動産の価値を計測した上で、各々の価値に見合った必要な保険金額・保険料を算定。保険のかけ過ぎを回避。
(9) アピールポイント ・経営課題	①365日24時間アクセスが可能。 ②世界で毎月約1,800万人も増加するインターネット利用者を顧客として取り込める可能性。 ③インターネットを使い、手早く効率的に希望の保険商品を設計できる。 ④保険商品を設計・購入・管理するには、スピードと利便性が重要である。インターネットはこのニーズにかなうツールである。 ⑤特に自動車保険の場合、インターネットにより特約を自由に付帯してオーダーメイド商品を構築しやすく、商品設計が早い。 ⑥インターネット取引により、明解・迅速な取引及び保険商品管理のペーパーレス化が可能。 ⑦いつでも契約者自らの保険証券の条件・内容をいつでも画面上で確認でき、保険料計算できる。 ⑧3年間無事故の場合、通常最大のディスカウント率75%に加え、さらに5%割引幅を上乗せ、最大80%の保険料割引が可能。 ⑨“Ineas Claims Service Package”の利用が可能。事故の際、専用ヘルプデスクに直接補償請求できる。住宅保険、海外旅行保険の契約者には、事故の際10万ギルダーまで補償。 【経営課題】 ●顧客の保険会社へのロイヤリティは、既存保険会社に比べ維持しにくい。保険期間が1年程度の損害保険の場合、顧客が他社に契約を移し替えるリスクが大きい。ネット保険取引のメリットを全面にアピールした営業に注力。
(10) 代表者・主な経営陣 (1999年11月現在)	※経営陣や社員には、保険の専門家のほか多様な経歴・価値観を持った人材を集めている。 ○CEO・創業者：Niek W.Ligtelijn（52歳。英保険セジウィック、フォルティス社各オランダ法人会長を経て現職） ○Director：Wolfgang Franke（47歳。独損保会社ディレクターなどを経て現職） ○Director：Ruud van Baalen（70歳。保険業界在籍35年以上。ディレクター経験20年以上） ○CFO：Manny Soar（33歳。キャンベルスーパ、KPMG各英国法人、PW社コンサルタントを経て現職）

（出所）同社 News Release、HP より野村総合研究所作成

自由化は、各社独自のポリシーでの業務展開を促している。今年 3 月、太陽火災が競争激化する自動車保険からの撤退を発表したが、わが国保険会社が従来の総合化戦略を見直す動きは今後も広がる可能性がある。また、朝日生命がネット保険販売を開始するが、販売チャネルの変革が、これまでスケールメリットを享受できなかった中堅保険会社の業績を飛躍的に伸ばす可能性も残されている。

確固とした展望を持ち、買収・合併を含め横並びでない独自の経営戦略を慎重に検討し、着実に推進する姿勢が望まれる。

(漆畑 春彦)

【参考文献】

1. “Life Insurance: Will the urge to merge continue ?”
(Swiss Re Sigma.No.6.1999)
2. “World insurance in 1998:Deregulation,overcapacity and financial crises curb premium growth”
(Swiss Re Sigma.No.7.1999)
3. “Industry Must Shatter Merger Management Myths” (Best’s Review. Aug.1996)
4. “After the Sale” (Best’s Review. Feb.1999)
5. “Bringing Home The Acquisition” (Best’s Review. Sep.1999)
6. “Clean Slate” (Best’s Review. Mar.2000)
7. “Study;Mergers Don’t Always Add Value” (Best Week. April.26.1999)
8. “Insurer Banks—threatened with Life” (Retail Banker International . 20.May.1999)
9. “The Premium on Banking-insurance tie-ups” (Retail Banker International . May.20.1999)
- 1 0. “Bancassurance becomes flavour of the year” (Retail Banker International . Sep.20.1999)

■ 資本市場クォーター 2000年夏

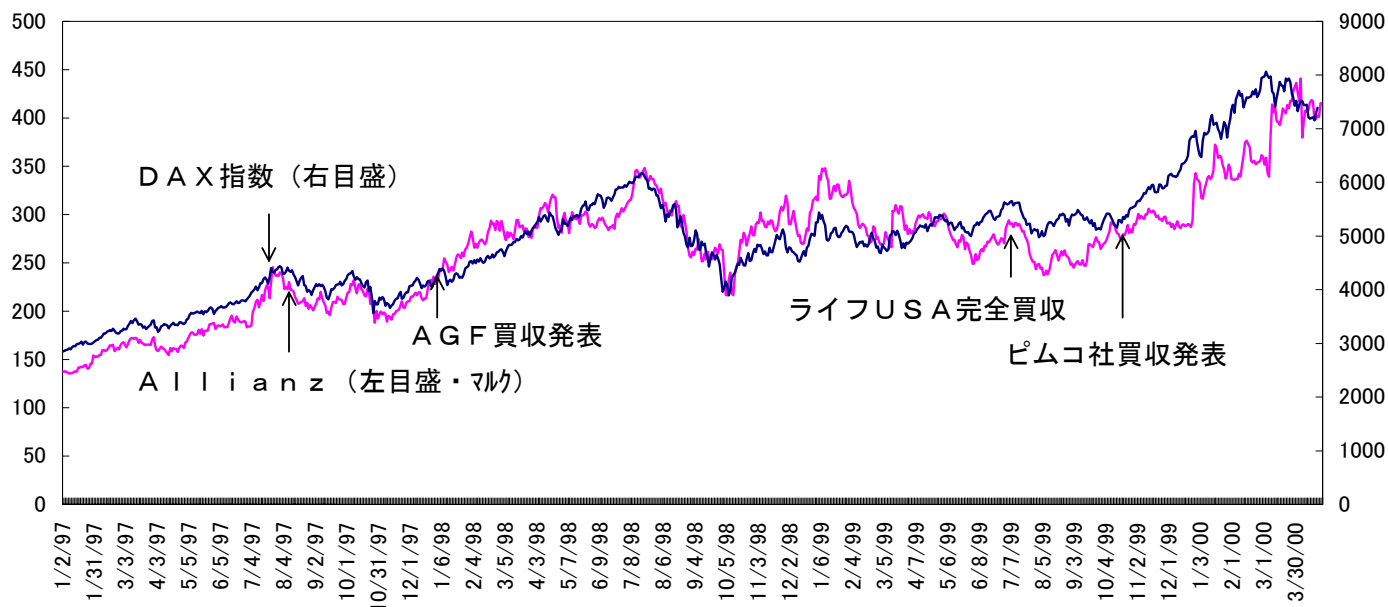
参考資料1 欧米保険会社によるアジア・極東地域での買収・提携（98年～現在）

国・地域	年月	保険会社	業 容 拡 大 戦 略	備 考
韓国・台湾	1998. 6.	メットライフ (米)	○韓国・大韓生命に、計10億ドルの資金供与を行う覚書に署名.	
	1999. 5.	アリアンツ (独)	○韓国大手生保チェイル生命の株式51%超を取得で合意.	
	1999. 8.	ニューヨーク・ライフ (米)	○韓国政府管理下の中堅生保・国民生命の株式51%を取得.	
	1999. 10.	プルデンシャル(英)	○台湾中堅生保・慶豊人壽の株式57.8%を取得.	○台湾生保・宏福人壽の買収撤回に伴うもの.
	2000. 3.	アリアンツ	○韓国・ハナ銀行に12.5%出資.	○投信会社の共同設立など業務提携.
東南アジア オセアニア	1998. 4.	アリアンツ	○比大手生保パイオニアと合弁生保「パイオニア・アリアンツ生保会社」を設立.	
	1998. 4.	アリアンツ	○ブルネイ生保ナショナル・インシュアランスの株式25%を取得、業務提携.	
	1998. 10.	Q B E (豪)	○ベトナム投資開発銀行と合弁損保設立で契約に調印.	
	1998. 12.	ナショナル・ミュチュアル(豪)	○比パン・フィリピンズ・ライフに45%出資.	○ナショナル・ミュチュアルは仏アクサ系.
	1998. 12.	ナショナル・ミュチュアル	○アクサ・ライフ・シンガポールを100%買収.	
	1999. 2.	コロニアル (豪)	○フィジー・ナショナル銀行の株式51%を取得.	○フィジーでの総合金融サービス強化.
	1999. 5.	コロニアル	○ベトナム大手保険バオ・ミンと合弁生保会社「バオ・ミン・CMG」設立の合弁契約に調印.	
	1999. 5.	マニユライフ (加)	○インドネシア地場銀行との合弁生保会社を主導. マニユライフ・インドネシアに社名変更.	○合弁生保は1985. 3. 設立.
	1999. 9.	リバティ(米損保)	○シンガポール中堅損保シティステートの株式70%を取得.	
1999. 10.	Q B E	○比オールソンズ社と合弁損保設立で合意.		
1999. 12.	A I G (米)	○インドネシア大手生保リッポーライフの株式75%を取得.		
中国・香港	1998. 11.	アリアンツ	○中国・大衆保険と共同出資で、「アリアンツ大衆生命保険公司」(上海市)を設立.	○アリアンツは1997. 9. に上海での合弁生保設立の認可を取得.
	1998. 12.	ナショナル・ミュチュアル	○ナショナル・ミュチュアル・アジア (香港) への出資比率を引上げ (69%→74%) . アクサ・チャイナ社設立.	
	1999. 5.	ナショナル・ミュチュアル	○アクサ・チャイナ社が中国外資金融租賃公司与合弁生保会社「金盛人考保險有限公司」を設立.	
	1999. 12.	プルデンシャル(英)	○中国国際投資信託(C I T I C)と中国・広州で生保合弁事業を進める契約に調印.	○2000年半ばに保険商品販売の予定.
日 本	1998. 4.	G E キャピタル(米)	○東邦生命の営業網を買取り、G E エジソン生命を開業.	○1999. 6. に東邦生命破綻.
	1998. 4.	A I G	○あおば生命 (旧日産生命) の買収を生保協会に打診.	○1999. 2. に買収断念.
	1998. 9.	プルデンシャル(米)	○三井信託銀行と折半出資で合弁の投信会社「プルデンシャル三井トラスト投信」を設立.	○2000. 2. に提携解消で合意. 合弁会社はプルデンシャルの100%子会社に.
	1999. 4.	マニユライフ (加)	○第百生命の営業網を買取り、マニユライフ・センチュリー生命を開業.	
	1999. 9.	アルテミス (仏)	○あおば生命の買収を発表.	
	1999. 11.	エトナ (米)	○平和生命を傘下に収めると発表.	
	1999. 11.	アクサ	○日本団体生命を実質的な傘下に収めると発表.	○2000. 3. 保険持株会社を設立.
	2000. 1.	ウインターホール (スイス)	○日本信販がニコス生命を売却.	

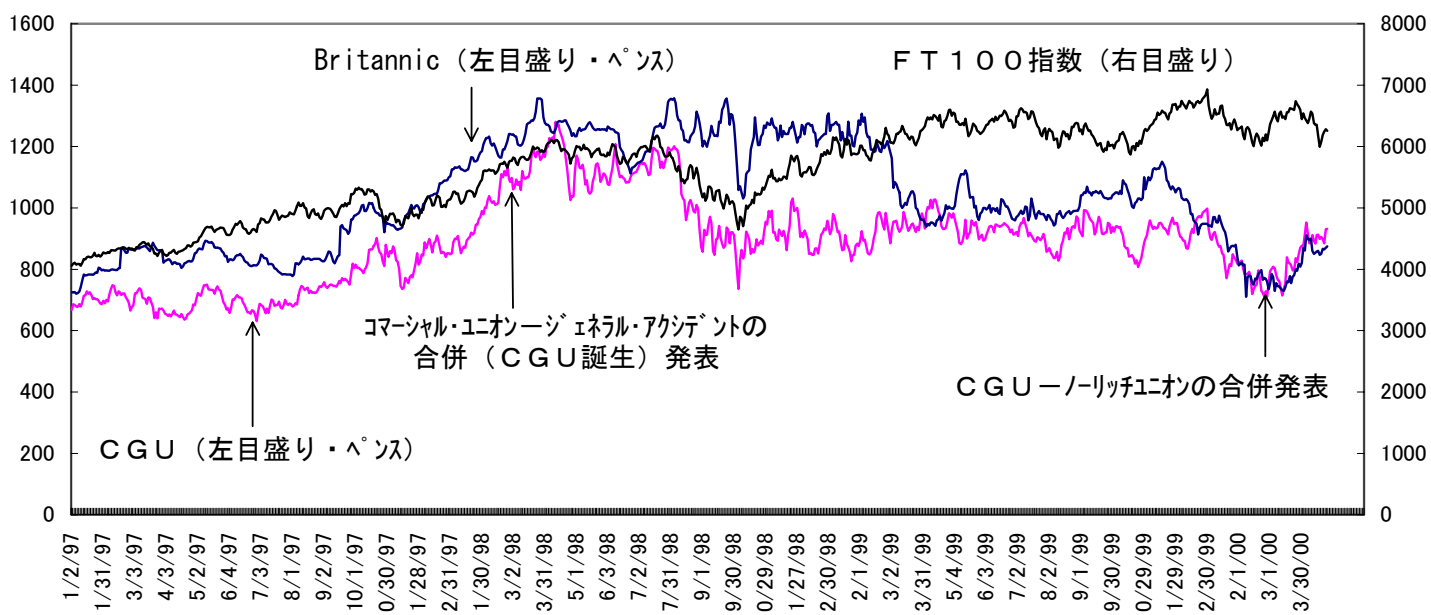
(出所) 新聞報道、各種資料より野村総合研究所作成

参考資料2 欧州保険会社の株価推移

ALLIANZ



CGU/BRITANNIC



■ 資本市場クォーター 2000年夏

PRUDENTIAL

