

英スタンダード・ライフの株式会社化

岩井 浩一

要 約

1. 欧州最大の生命保険相互会社で、英国第二位の生命保険会社であるスタンダード・ライフが 2006 年中の株式会社化及びロンドン証券取引所への上場を計画している。同社にはこれまで株式会社化を強く否定してきた経緯があるだけに、その動向に内外の注目が集まっている。
2. スタンダード・ライフが株式会社化に向けて経営方針を転換した背景としては、有配当型保険商品の需要低迷と英 FSA による規制の変化が指摘できる。また、将来的な事業展開には外部資本調達が不可欠になるとの認識も株式会社化を進める重要な理由となっている。
3. スタンダード・ライフは株式会社化と上場に向けて、商品構成の見直しやコスト削減、販売チャネルの多様化等に積極的に取り組み、既に一定の成果も出てきている。
4. 今後は 2006 年春に予定されている社員総会において株式会社化の是非が決められて、順調に行けば、2006 年 7 月頃にロンドン証券取引所へ上場する見込みである。

はじめに

1990 年代以降、米国、英国、オーストラリアを中心に、生命保険相互会社の株式会社化が進展し、これらの国々では、多くの生命保険相互会社が株式会社化を果たしている（図表 1）。

各国に共通する株式会社化の背景として、高齢化と業態を超えた競争激化を指摘することができる。即ち、高齢化に伴い死亡保障商品等の伝統的な生保商品から年金・投信等の貯蓄型の運用商品へ消費者ニーズが変化した結果、生命保険会社は銀行や証券会社の提供する商品との競合を迫られるようになってきている。加えて、金融規制緩和が世界的に進

展し¹、業態を超えた金融機関の合併再編が進む中で、相互会社形態では、株式交換による M&A が出来ない等、こうした業界再編の動きに十分に対応できないといった事情も指摘されている²。

更に、欧州各国においては、1994 年第三次 EU 保険指令により本国で免許を受けた生命保険会社は EU 加盟国で保険事業を行なえることとなり、国境を越えた競争も厳しさを増している。

こうした中で、大手生命保険会社の中で相互会社形態を堅持してきた英国第二位のスタンダード・ライフが 2006 年中の株式会社化及びロンドン証券取引所への上場計画を公表するなど、生命保険相互会社の株式会社化の動きは一層進展してきているようにも窺われ

る。とりわけスタンダード・ライフはこれまでに社員（契約者）からの株式会社化提案を幾度も否定してきただけに、同社の株式会社化への方針転換は英国国内のみならず、世界的にも注目を集めているのである。また、生保事業だけではなく、年金、銀行、資産運用、ヘルスケア事業を有する同社がどのように株式会社化を進めていくかという点も注目に値するといえよう（図表2）。

スタンダード・ライフの株式会社化を巡る動向

1. 英国における株式会社化の流れ

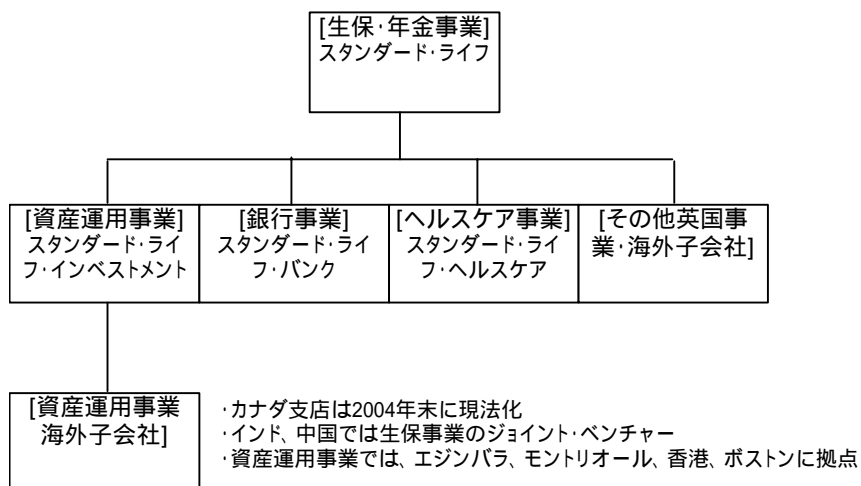
英国の法制度上は、以前から生命保険相互会社を株式会社化することが可能であった³。英国では、世界的な株式会社化の流れに先んじて、1980年代以降、生命保険相互会社の株式会社化が中小生保を中心に進んでいた。

図表1 主要生保の株式会社化動向

会社名	株式会社化時期
米国	
ブルデンシャル	2001
フェニックス・ホーム・ライフ	2001
メトロポリタン	2000
ジョン・ハンコック	2000
ニューイングランド	2000
プリンシパル	2001
MONY	1998
ネイションワイド	1997
ステート・ミューチュアル・ライフ	1995
カナダ	
マニュライフ	1998
サンライフ	1998
カナダライフ	1998
オーストラリア	
AMP	1998
ナショナルミューチュアル	1995

（注）カナダは株式会社化の方針を公表した時期
（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表2 スタンダード・ライフ・グループの組織構造



（出所）スタンダード・ライフ資料より野村資本市場研究所作成

その後 1990 年代半ば以降になると、大手を中心に株式会社化を通じて競争力のある金融グループ傘下入りを果たし生き残りを目指す動きが広がり⁴、その結果として、最近時点では、生保上位 10 社の中で相互会社形態を堅持しているのはスタンダード・ライフのみとなっている（図表 3）。

株式会社化を促進した要因のうち英国における特徴として、生保経営者自らの判断ではなく、一部の社員（契約者）からの株式会社化要求が強かった点があげられる。1990 年代半ば以降、組合形態であった住宅金融組合（ビルディング・ソサイエティ）が株式会社化し普通銀行へ転換する動きが進む中で、株式会社化に伴い預金者に一時金が支払われたことを契機に、相互組織形態の会社を株式会社化することには「旨み」があるとの認識が広がった。生命保険相互会社が株式会社化する場合には、社員権を喪失する補償として契約者に対して株式や現金が分配されるため、この「旨み」を狙って、生命保険相互会社に対しても株式会社化を迫る動きが出てきたのである。因みに、株式会社化を迫る契約者集団はカーペットバガー（carpetbagger）と呼

称されている⁵。

大手生命保険相互会社のうち、スタンダード・ライフや、フレンズ・プロビデント、スコティッシュ・プロビデントがカーペットバガーの標的となった。スタンダード・ライフを除く 2 社は、当時、財務・収益面でのパフォーマンスが悪かったこともあって、それまでの低い配当水準を一時金支払いで補うべきであるとの認識が契約者間で強まった結果、株式会社化要求に対して抗しきれず、いずれも株式会社化に至っている⁶。

これに対して、スタンダード・ライフは、財務面での健全性や経営陣の積極的な取組⁷もあって、カーペットバガーからの要求を退けてきた。

2. カーペットバガーによる株式会社化を求める動き

スタンダード・ライフは 2000 年と 2003 年にカーペットバガーからの株式会社化要求に直面したが、いずれの要求に対しても、株式会社化は契約者の利益につながらないと主張し、相互会社形態に固執した。

図表 3 英国上位 20 社（純保険料収入ベース）

順位	1999年			2002年		
	社名	形態	保険料収入	社名	形態	保険料収入
1	パークレイズ・グローバル	株式会社	12,405	パークレイズ・グローバル	株式会社	11,385
2	ブルデンシャル	株式会社	8,849	スタンダード・ライフ	相互会社	10,962
3	スタンダード・ライフ	相互会社	5,178	ブルデンシャル	株式会社	8,857
4	アクサ・サン・ライフ	株式会社	4,292	ノーウィッチ・ユニオン・ライフ	株式会社	8,478
5	CGU	株式会社	3,862	クレリカル・メディカル	株式会社	4,649
6	ノーウィッチ・ユニオン	株式会社	3,770	アクサ・サン・ライフ	株式会社	4,398
7	エクイタブル・ライフ	相互会社	3,532	スコティッシュ・ワイドウス	株式会社	4,297
8	フレンズ・プロビデント	相互会社	3,415	リーガル・アンド・ジェネラル	株式会社	4,167
9	リーガル・アンド・ジェネラル	株式会社	3,185	アメリカン・ライフ	株式会社	3,877
10	クレリカル・メディカル	株式会社	3,082	スコティッシュ・エクイタブル	株式会社	2,890
11	スコティッシュ・エクイタブル	株式会社	2,765	フレンズ・プロビデント	株式会社	2,875
12	アメリカン・ライフ	株式会社	3,542	アライド・ダンパー	株式会社	2,064
13	スコティッシュ・ワイドウス	相互会社	2,528	ナットウエスト・ライフ	銀行・住宅金融組合	1,984
14	フィリップス・アンド・ドゥルル	株式会社	2,159	ロイヤル・ロンドン・ミューチュアル	相互会社	1,886
15	スコティッシュ・ミューチュアル	株式会社	2,107	UBS アセットマネジメント	株式会社	1,547
16	ロイヤル・サン・アライアンス	株式会社	2,088	JP Morgan ライフ	株式会社	1,358
17	アライド・ダンパー	株式会社	2,018	イーグル・スター	株式会社	1,347
18	ナットウエスト・ライフ	銀行・住宅金融組合	1,662	CIS	相互会社	1,323
19	CIS	相互会社	1,366	スカンディア・ライフ	株式会社	1,312
20	パール・アシュアランス	株式会社	1,256	スコティッシュ・ミューチュアル	株式会社	1,175

（出所）Towers Perrin 資料より野村資本市場研究所作成

(1) 2000 年時点⁸

2000 年 2 月にモナコに拠点を置く Fred Woolard 氏が中心となって組織化した契約者集団 (スタンダード・ライフ・メンバーズ・アクション・グループ、SLMAG) がスタンダード・ライフに対して株式会社化を審議する社員総会の開催を要求した。また、SLMAG は、株式会社化・上場が実現すれば、スタンダード・ライフの時価総額は 120 億ポンドから 150 億ポンド程度となり、平均的な契約者当たり 6,000 ポンド程度の棚ぼた利益 (windfall) が生じると主張した。

これに対して、スタンダード・ライフは、平均的な一時金は約 2,000 ポンド程度に過ぎないほか、株式会社化すれば、契約者配当のうち 10% を株主に利益還元する必要がある⁹ ため、平均的な契約者にとってはメリットが小さいと主張した。更に、株式会社化・上場が成功すれば、Fred Woolard 氏は個人的に 15,000 ポンド程度の利益を得るとの見通しを提示し、SLMAG の狙いは他の契約者の利益を犠牲にしてでも自らの利得を得ようとする試みであるとの認識を契約者の間に広めることに注力した。

株式会社化の是非は最終的には特別社員総会 (2000 年 6 月) での投票によって決せられることになり、230 万人の権利保有契約者の内、約 110 万人が投票した。その結果、54% の契約者が株式会社化提案に対して否決票を投じ、スタンダード・ライフは相互会社形態を堅持することに成功した¹⁰。因みに、Fred Woolard 氏は予てより過半数の賛成が得られなければ、株式会社化要求の運動を断念すると表明していたこともあり、これをもって SLMAG による活動は事実上終了することになった。

(2) 2003 年時点

その後 2003 年 7 月 15 日に、別のカーペットバガー (英国在住の元大学教員 David

Stonebanks 氏) による同様の要求が提示された。同氏は約 2,000 人分の契約者の署名をスタンダード・ライフに提出し、株式会社化・上場を含む 8 つの提案を行なった。また、同氏は、平均的な契約者は 2,500 ポンド程度の棚ぼた利益を手にすることができると主張した。

これに対してスタンダード・ライフは 7 月 28 日に、同氏からの提案には法律上の不備があるとし、この提案を受理できないと表明すると共に、下記 2 点を併せて公表することで、取締役会が株式会社化に強く反対している点を鮮明にした。

- 1) 取締役会は 2000 年に株式会社化を否定した後も継続的に株式会社化の是非を検討しているが、現時点でも取締役会の多数は株式会社化に否定的である
- 2) 外部調査機関に依頼した独自の調査結果によれば、契約者の 5 分の 1 しか株式会社化を望んでおらず、大部分は未だに株式会社化に反対している

その後同氏は、指摘された法律上の問題点を克服の上、前回同様の提案の再提出を目指して行動を続けていたものの、2004 年 6 月の社員総会までに必要な署名数を集める見込みがないと判断し、2003 年末に運動継続をあきらめることとなり、2 回目の「騒動」は終了した。

3. 今回の株式会社化の経緯

しかし 2003 年末になると、株式会社化を拒絶してきたスタンダード・ライフの姿勢に変化が見られ始め、2004 年 1 月には自ら株式会社化を検討するとし、3 月には、株式会社化・上場を目指すとの見解を初めて示した。また、2005 年 10 月 17 日には、2006 年中の株式会社化及びロンドン証券取引所への上場計画を改めて示すと共に、権利保有契約者の条件等、追加的な情報を公表した¹¹。

嘗て 2 度に亘って株式会社化に明確に反対

していた同社がここにきて経営方針を大幅に転換するに至った背景としては、生命保険商品に対する需要変化と規制変化の2点を挙げることができる。

(1) 生命保険業界の需要変化(有配当型保険商品の低迷)

生命保険業界の主力商品であった有配当型保険商品への需要は2001年頃を境に低迷している(図表4)。当該商品の低迷は、伝統的な生命保険商品から貯蓄性商品への需要シフト、2000年以降の株価下落局面における有配当型保険商品の商品性への疑問¹²を通じて進行していった。更に、株価が回復してきた2003年以降においても有配当型保険商品への需要は低迷したままである。

このように有配当型保険商品への需要が業態全体として翳りをみせる中、スタンダード・ライフにおいても当該商品の新規取扱高シェアが2002年時点で40%であったのが2004年には20%程度にまで減少した¹³。

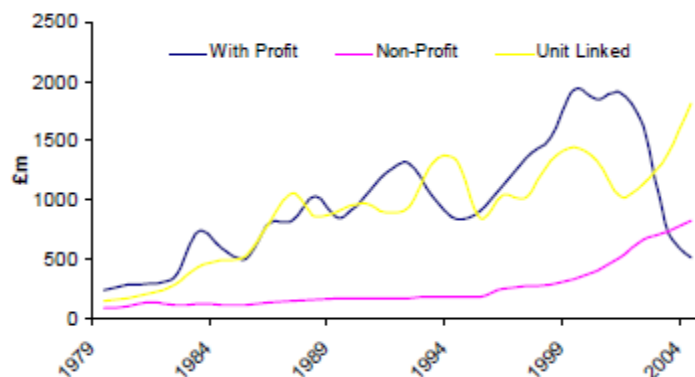
相互会社にとっては、有配当型保険商品を通じた内部留保の蓄積が資本蓄積の主たる手段であるために、当該商品の取扱高の急落は利用可能な資本が目減りすることにつながる。こうした中、同社は、新たな資本調達手段が必要であるとの認識を急速に強めていったのである。

(2) 規制の変化

第二の要因は、FSAによる有配当型保険商品に関する規制の見直しである。2001年頃からFSAは有配当型保険商品に関する負債認識方法の見直しを順次進めてきており、2004年からは大手生保を中心に「リアリスティック・アプローチ(realistic approach)」の導入を予定していた¹⁴。リアリスティック・アプローチでは有配当型契約に伴う生命保険会社の負債について、契約当初の保証に対する負債(guaranteed liability)だけでなく、将来的な配当負担も「裁量による負債(discretionary liability)」として勘案することが求められる。一方で、資産についても確率的手法を利用した実質価値の計算が求められる。また、リアリスティック・アプローチが試行段階にあったということもあり、計算の前提条件等についてFSAと生命保険会社の間で共通認識が必ずしも確立されていなかった。

スタンダード・ライフとFSAは2003年12月にリアリスティック・アプローチによる財務状況の把握について協議を始め、FSAは、自己資本のうちスタンダード・ライフが算出した17億5000万ポンドは過大に評価されたものであり、10億ポンドが妥当であるとの結論を示した。この結果、スタンダード・ラ

図表4 英国個人生命保険の保険料収入推移



(出所) ABI

イフのマージン比率（215%）は規制上の下限である必要最低マージン比率（RMM、250%）をクリアすることができなくなり¹⁵、追加的な資本調達や株式への投資割合が高い有配当型契約分のポートフォリオの見直し（図表 5）を迫られることになった。このため、FSA との協議を終えた直後（2004 年 1 月）に同社は下記対策を公表し、一部は即日実行に移した。

- 1) CEO を即日交代する
- 2) 有配当型契約に対する負債計算手法を FSA の基準を満たすべく改善させる
- 3) ハイブリッドキャピタル（劣後債）の発行により 7 億 5000 万ポンドの資本増強を実施する
- 4) 株式会社化も視野に入れて、次の視点から戦略の全面的な見直しに着手する
 - ・ 規制環境の変化に伴う必要資本水準の変化とそれへの対応
 - ・ 個人年金分野等、新規事業拡張に伴う事業リスクを有配当型契約者が負うことの妥当性
 - ・ 事業拡張を進める上での現行資本・事業構成の制約の有無
 - ・ 有配当型保険事業のシェア低下に対する経営スタンス

スタンダード・ライフが自ら株式会社化を

状況の中で、リアリスティック・アプローチの適用という規制変化が加わったことを契機にして、同社は株式会社化に向けて大きく舵を切ったのである。なお、株式会社化の是非については、戦略の全面見直し作業の中で検討していくことになる。

・株式会社化・上場計画と取組状況

1. 戦略の全面的な見直し

FSA との協議を終えたスタンダード・ライフは、直ちに専門の検討委員会を設置し、株式会社化だけではなく、相互会社形態の堅持、事業部門の売却、有配当型保険商品の取扱停止といった代替案を含めて、戦略の全面的な見直しに着手した。その検討結果は 2004 年 3 月 31 日に公表された（図表 6）。そのエッセンスは、現在のグループ体制は保持する、株式会社化と同時にロンドン証券取引所へ上場する、上場に備えて、収益力の改善と人員削減を含むリストラに着手する、というものであった。

図表 5 有配当型保険商品の資産運用状況

(十億ポンド、構成比%)

	2003.Q4		2004.Q1		2004.Q2		2004.Q3		2004.Q4		2005.Q2
現金	3.1	10.0%	3.1	10.1%	1.9	6.6%	2.8	9.4%	2.7	9.0%	8.1%
債券	5.0	16.3%	11.9	38.4%	12.0	41.1%	11.5	39.6%	12.3	41.1%	43.2%
英国株式	13.5	43.6%	7.9	25.6%	8.6	29.4%	8.1	28.0%	8.2	27.4%	26.4%
欧州株式	1.3	4.1%	0.8	2.5%	0.7	2.6%	0.7	2.6%	0.8	2.6%	2.7%
米国株式	0.7	2.3%	0.4	1.2%	0.3	1.1%	0.3	1.1%	0.3	1.0%	1.2%
日本株式	0.3	1.1%	0.2	0.8%	0.3	0.9%	0.3	1.1%	0.2	0.7%	0.6%
アジア太平洋株式	1.0	3.1%	0.7	2.2%	0.6	2.0%	0.6	2.1%	0.6	2.0%	2.3%
不動産	4.7	15.1%	4.7	15.1%	4.3	14.9%	4.2	14.6%	4.3	14.4%	13.6%
その他	1.4	4.4%	1.3	4.2%	0.4	1.5%	0.5	1.6%	0.5	1.8%	1.9%
合計	30.9	100.0%	31.0	100.0%	29.2	100.0%	29.1	100.0%	29.9	100.0%	100.0%

(出所) スタンダード・ライフ資料より野村資本市場研究所作成

検討すると意思表示を示したのはこれが最初であり、有配当型保険商品の需要低迷という

図表 6 戦略の全面見直しの検討結果

	現状認識	取組方針
総括	<ul style="list-style-type: none"> ・分散された事業ポートフォリオを有しており、成長余地は大きい ・英国生保・年金事業は収益力の改善が必要 ・有配当商品の低迷は将来的な資本制約につながるリスクを意味する ・英国銀行部門、ヘルスケア部門、資産運用部門は好調 	<ul style="list-style-type: none"> ・収益性の高い製品ミックスを構築する必要性 ・株式会社化と上場を進めるべき
英国事業(生保・年金・資産運用・銀行・ヘルスケア)	<ul style="list-style-type: none"> ・年金・生保事業は有配当型商品の低迷に直面しており、収益力改善と製品ミックスの見直しが必要 ・銀行部門、投資部門、ヘルスケア部門共に競争力有り。また、資本調達も自己完結している ・クロスセルの機会や協業によるコスト削減余地も有る ・年金・生保事業と併せて強力な金融グループを形成する潜在力は高い 	<ul style="list-style-type: none"> ・収益力改善のため、市場におけるポジショニングを見直す必要性 ・20%のコスト削減、及び、従業員を2004年末までに1,000名程度削減 ・IFAは今後とも主力販売チャネルではあるが、他の仲介機関・ビジネスパートナーとの提携も進め、販売チャネルの多様化を進める必要がある
カナダ生保事業 その他海外事業	<ul style="list-style-type: none"> ・海外事業の中で最大の規模・収益 ・成長余地有り 	<ul style="list-style-type: none"> ・但し、フランスでの新規事業は見送るべき
資本政策	<ul style="list-style-type: none"> ・資本調達の主たるルートであった有配当型商品の低迷から、今後数年の内に資本制約に直面する可能性が高い ・リアリスティック・アプローチによって、有配当型商品に必要とされる資本は増加し、この面からも全社的な資本制約は進展する可能性がある 	<ul style="list-style-type: none"> ・成長のためには外部資本の利用を検討する必要がある

(出所)スタンダード・ライフ資料より野村資本市場研究所作成

2000年以降一貫して相互会社形態に固執してきたスタンダード・ライフが初めて株式会社化を目指す方針を記したこの戦略見直しは、同社の経営戦略が完全に方向転換したことを如実に示すものであった。なお、株式会社化・上場を目指す理由として同社は次の2点を強調している。

第一に、有配当型保険商品の事業に占める比率が低下するにつれて、会社の事業リスクを少数の契約者が負うことになり、契約者にとって望ましくない状況になりつつある。これに対して、株式会社になれば、会社の事業リスクは株主が負担するので、契約者が負担するリスクは低減する。また、株式会社化に際して、契約者には社員権喪失の補償として株式や現金で会社価値を分配することができる。

第二に、有配当型契約の低迷は、生命保険相互会社にとって、主たる資本調達手段が縮小していくことを意味し、何らかの対応をとらなければ、将来、事業拡大を進める上で資本制約につながりかねない。株式会社化・上

場を通じて外部資本へのアクセスを確保すれば、将来の事業拡大も円滑に行なえる。

戦略の全面見直しを踏まえて、スタンダード・ライフは株式会社化・上場の準備作業に着手すると共に、事業ポートフォリオの見直しや収益力改善に向けた努力を進めていく。

2. 株式会社化・上場計画

一部不正販売の影響により上場計画が先送りされるとの懸念が2005年秋の一時期生じたこともあって、スタンダード・ライフは2005年10月17日に株式会社化・上場計画を改めて公表した¹⁶。現時点で明らかにされている株式会社化までの道筋は概ね次の通りである(図表7)。

まず、2006年春に予定している特別社員総会において株式会社化・上場の特別決議の採択を目指す。そのために、2005年春以降から継続的に契約者への説明会を全英各地で開催し、経営方針の方向転換についての理解を得ることに注力している。また、契約者への補償内容は原則として株式の無償交付によ

図表 7 株式会社化・上場計画のスケジュール

2004年 1月 3月	FSAとの協議終了後、株式会社化も含め経営戦略見直しに着手 戦略の全面見直しを公表。株式会社化の方針を表明
2005年 4月 5月 6月 10月 11月	独立アクチュアリー (Mike Arnold) の任命 契約者への説明会 契約者への説明会 契約者への説明会 契約者へ個人情報 (住所等) の登録票送付 契約者からの問い合わせに備え専用ダイヤル設置 契約者への説明会
2006年 1月 2月 3月 4月～5月 5月～6月 6月以降 7月目処	契約者への説明会 交付株式の価格について取締役会で協議 契約者への説明会 契約者への説明会 株式会社化及び上場の「提案書」を契約者へ送付 契約者毎に交付株式数・価格等の詳細情報送付 特別社員総会 ↓ 75%以上の賛成票 規制当局、独立アクチュアリーによる評価 ↓ 独立アクチュアリーによる意見書提出 法廷 (Scottish Civil Court) の承認 ↓ 株式会社化・ロンドン証券取引所へ上場 ↓ 株式の無償交付・現金等の交付

(出所) スタンダード・ライフ資料より野村資本市場研究所作成

る¹⁷が、その詳細については特別社員総会の開催約1ヶ月前の時点で、対象となる全契約者に対して「提案書 (proposal for members)」を送付し、交付株式数とその見込み価格を明記するとしている¹⁸。更に、契約額や契約期間に応じて割当てられる所謂「変動部分」や契約者への新株引受権の付与を行なう場合¹⁹には、それらの条件についても同提案書に記載することが公表されている。

契約者の了承 (特別決議) が得られれば、次の段階としては、独立アクチュアリーによる法廷への意見書提出や FSA 等による監督上の手続き等が終了するのを待つ。そして最終的には法廷 (Scottish Civil Court) において株式会社化の可否が判断される。法廷による承認が得られ次第、株式市場の環境等を見極めつつ、株式会社化・上場を完了させ、その後、株式の無償交付等の補償が実行に移される。

また、株式会社化・上場のスキームについては、英国における先例と同様の形態が予定されている模様である。即ち、新たに株式会社 (Standard Life plc) を設立し、生命保険相互会社の持つ既存の保険事業をこの株式会社に一括移管すると共に、有配当ファンドを設置し、既存契約者の利益保護を図り、この生命保険株式会社を上場させるというものである (図表 8)。また、上場と共に新株発行による資金調達も予定している²⁰。

3. 取組状況

株式会社化・上場を見据え、スタンダード・ライフは戦略の全面見直しで指摘された課題に精力的に取り組んでおり、既に成果も確認されつつある。

第一に、英国生保・年金市場におけるポジショニングの見直し策として、有配当型保険商品の新規契約を抑制する一方で、需要増大

の著しい税制適格個人年金市場において新商品 (Self-Invested Personal Pension、SIPP) を 2004 年 12 月に投入した²¹。この商品は、2006 年 4 月に予定されていた年金税制改革において、税制適格年金商品の運用対象が拡大する (居住用不動産、ヨット、骨董品等) ことを先取りした商品設計となっており、主に、貸出用不動産を保有する富裕層にとってメリットを提供できる点が強みであるとされていた²²。同社 SIPP の販売は極めて好調で

(図表 9)、税制適格個人年金市場における同社のシェアは 4 割にまで達した模様である。

第二に、人員削減 (図表 10) を含め、徹底したコスト削減に努めている。利益率についての情報開示がなされていないため、SIPP の投入以降、どの程度利益率が改善したかは不明ではあるが、コスト削減の進展と収益率が低いといわれていた有配当型保険商品のシェア低下を併せて考えると、利益率の改善も多少なりとも進んでいるものと予想さ

図表 8 株式会社化・上場スキーム

組織変更形態	・新たに株式会社 (Standard Life plc) を設立し、この株式会社へ生命保険事業を一括移管 ・有配当ファンドを設置し、契約者の合理的期待を満たすのに十分な資産を移管
補償の対象となる契約者	・有配当契約者の内、契約が2004年3月30日以前に開始し、契約が特別社員総代会の開催時点においても有効である者、あるいは、契約が2005年10月18日以降に満期を迎える者。但し、は特別社員総代会に諮った結果、認められた場合に限る ・対象者は約240万人
必要賛成票	・特別社員総代会 (Special General Meeting) で投票者数の75%以上の賛成票 ・契約者は契約金額等によらず一人一票
契約者への補償内容	・未定。交付株式数・価格見込み、変動部分の給付条件等については、2006年4月あるいは5月に送付する「提案書」に明記
財務アドバイザー	・ラザード (Lazard)、メリルリンチ、UBS インベストメント・バンク

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 9 英国生保・年金事業

	(百万ポンド)	
	2004年上半期	2005年上半期
団体年金	178	217
個人年金	123	75
SIPP	15	60
投資	68	85
Annuities	22	18
所得保障等	8	3
その他	3	1

(注) 新規獲得保険料収入 (APE)
(出所) スタンダード・ライフ資料

図表 10 グループ従業員数

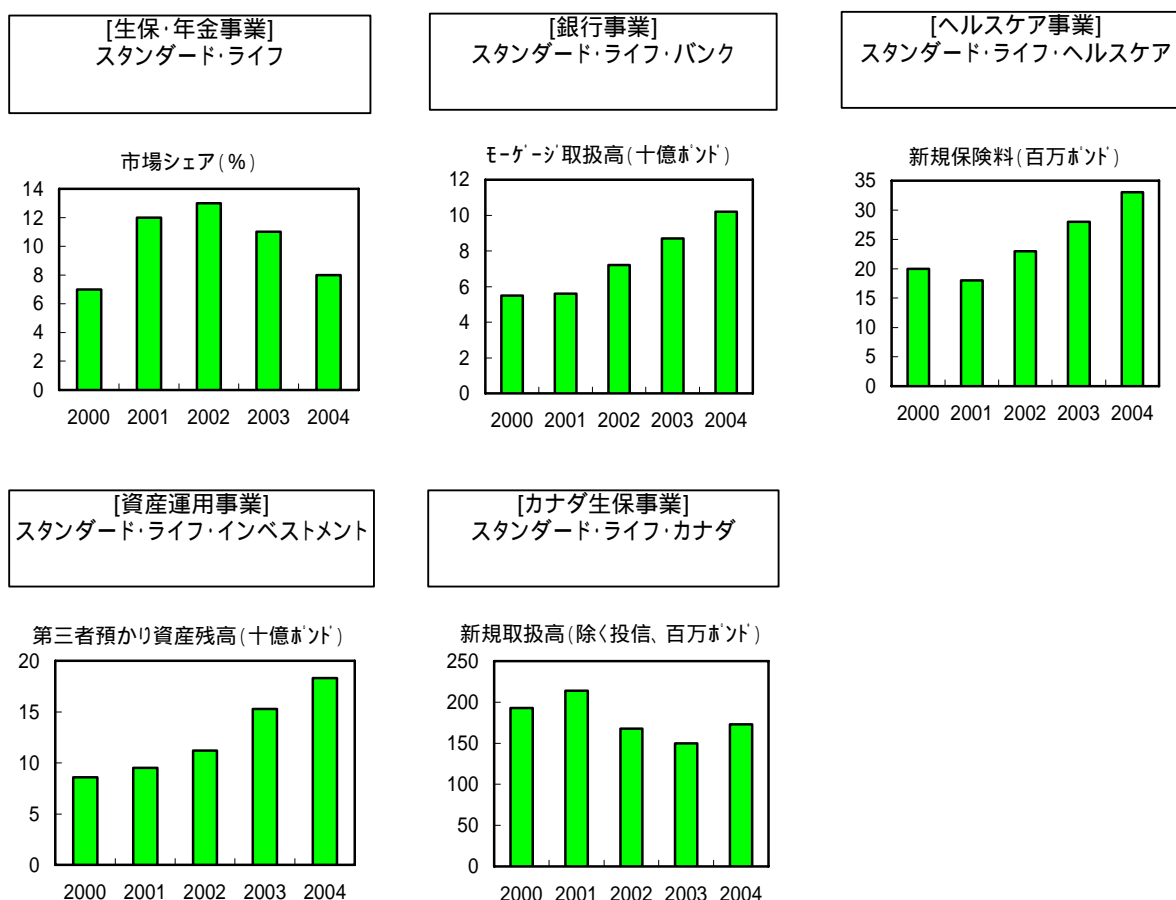
	(人)				
	2001年	2002年	2003年	2004年	2005.Q2
従業員数	13,112	14,222	14,315	12,214	11,530

(出所) スタンダード・ライフ資料

れる。また、SIPP の販売好調を背景に、近年低下気味であった英国生保・年金分野にお

提携を進めている。例えば、2005 年 7 月にはインターネット上の「ファンドのスーパー

図表 11 スタンダード・ライフ・グループの事業別動向



(出所) スタンダード・ライフ資料より野村資本市場研究所作成

ける市場シェアも今後底入れしてくる可能性もあろう(図表 11)。

更に、銀行部門、資産運用部門、ヘルスケア部門が軒並み好調であり、事業ポートフォリオの多様化も着実に進んでいるとの評価も可能であろう(図表 11)。なお、カナダ生保事業については、2004 年末にこれまでの支店扱いではなく現地法人を設立し、経営の独立性を高めて、更なる市場シェアの獲得を目指せる体制を構築している。

第四に、IFA を通じた販売ルートに依存した体制を改め、販売チャネルの多様化を図るべく、手数料体系の見直しや、仲介業者との

マーケット」であるフィデリティ・ファンズ・ネットワーク (FFN)²³ と提携し、SIPP や投資信託等の同社運用商品を FFN のウェブサイトを経由して販売できる体制を整備した。

第五に、2004 年決算から決算期を従前の 11 月 15 日決算から 12 月 31 日決算に変更し、同業他社との比較可能性を高め、投資家の投資判断の利便性を高めている。

・今後の注目点

2004 年 3 月の戦略の全面見直し以降のス

スタンダード・ライフの取組は、一定の成果を出しており、市場関係者からは前向きな評価も聞かれるが、その反面、幾つかの課題も指摘されている。これらの課題について簡単に触れておこう。

第一は、情報開示が不十分であるがゆえに、利益率について同業他社に比べて依然として低位に止まっているのではないかとの憶測が根強い点である。こうした懸念が残る限りは、上場時の株価に対して悪影響が生じる可能性もないとはいえない。

第二は、SIPP の税制メリットが期待されていたほどには実現しない可能性が高まっている点である。英国財務省は 2005 年 12 月に公表した「予算編成方針報告書 (Pre Budget Report 2005)」において、2006 年 4 月に予定していた税制適格個人年金商品の対象資産拡大を限定的にしか認めない方針に転じ、不動産やワイン等については税制優遇を限定すると公表した²⁴。スタンダード・ライフは SIPP の商品開発や販売体制の構築に多額の資金を注ぎ込んだとされ、今般の財務省の政策転換に伴い SIPP の需要が減退すれば、これら投資資金の一部に少ないながらも償却負担が発生するとの憶測も一部に出始めている²⁵。また、それ以上に、SIPP が英国生保・年金事業の立て直しの主力商品とされていただけに、今後同社の収益力に大きなマイナスの影響が生じる場合には、株式会社化の成否、あるいは、上場後の株価へも影響が波及してしまう可能性もある。

第三は、240 万人の権利保有契約者のうち 40% が未だに必要な事務手続きを終えておらず²⁶、今後、速やかな事務手続きが行われない場合には、不測の混乱が生じる可能性もある。

スタンダード・ライフがこうした課題を上手く克服し、2006 年の 7 月頃に欧州最大の生命保険相互会社の株式会社化が成功するかどうか、引き続き注目されるところである。

¹ 米国では州による違いはあるものの、1990 年代以降、生命保険相互会社による株式会社化や相互持株会社の設立が徐々に認められるようになったほか、カナダでは 1999 年に生命保険相互会社による株式会社化が全面的に解禁されている。

² 生命保険相互会社の株式会社化の背景については、井上武「生命保険相互会社の株式会社化」『資本市場クォーターリー』1998 年春号を参照。

³ 保険会社法において相互会社の株式会社化を規定する条項がないため、生命保険相互会社が同一法人格を維持したまま株式会社化することはできないが、相互会社の契約者の権利を保全する基金を持つ新会社を設立して、生命保険事業を包括移転することで株式会社化を行なうことが実務上可能とされている。

⁴ 例えば、スコティッシュ・ウィドウスは 2000 年 3 月に株式会社化すると同時にロイズ TSB 傘下入りしたほか、NPI は 1999 年株式会社化と同時に AMP に買収された。

⁵ カーベットバガーの活動が英国で活発であった制度的要件の一つとして、英国における生保商品の流通市場の存在が指摘できる。因みに、カーベットバガーの活動はオーストラリアの AMP の株式会社化の時にも指摘されていた。

⁶ フレンズ・プロビデントは 2001 年に株式会社化し上場を果たした。他方、スコティッシュ・プロビデントは株式会社化 (2001 年 8 月) と同時にアビー・ナショナル・グループの傘下に入った。因みに、アビー・グループは 2004 年 11 月にバンコ・サンタンデル (Banco Santander Central Hispano) に買収されている。

⁷ 反対票獲得に向けて総額 1000 万ポンドを費やしてキャンペーンを展開した、といわれている。

⁸ 詳細は田中周二編『生保の株式会社化』(東洋経済新報社、2002 年)を参照。

⁹ 生命保険相互会社を株式会社化する場合には、有配当型契約の資産を分離管理する勘定 (有配当ファンド) を設置し、有配当型契約の内部留保の 10% を株主配当に当てる仕組みが利用される。

¹⁰ 可決には 75% 以上の賛成票が必要であった。

¹¹ “Standard Life confirms demutualization and flotation plans”, Standard Life Press release, 2005.10.17.

¹² 株価下落が続く中で、株式投資比率の高い有配当型保険商品は十分な配当を確保できないのではないかと不信感が、消費者の中に高まっていた、といわれている。

¹³ 例えば、”Update on Strategic review”, Press Release, 31.March.2004 を参照。

¹⁴ 詳細は、林宏美・井上武「生保の健全性基準の運用を修正する英 FSA」『資本市場クォーターリー』2003 年春号を参照。

¹⁵ FSA は必要最低マージンについて、例外なく厳守すべきとはしておらず、一定の条件を満たす生命保険会社に対しては適用除外を認めている (この点に

についても、脚注 14 の参考文献を参照)。

¹⁶ 2005 年秋に、養老保険の不適切販売を巡る FSA との交渉が難航しているとの観測が流れ、株式会社化及び上場計画が先送りされるとの懸念が一時期強まった。このため、同社は、FSA との交渉がまとまったことを受けて 2005 年 10 月 17 日に改めて株式会社化計画を公表した。

¹⁷ 一部の投資家（海外投資家、年金信託）に対しては、株式ではなく現金あるいは満期時配当金の増額等の手当がなされる予定。

¹⁸ 現時点では、スタンダード・ライフは補償額について何ら公表していないが、アナリスト等の見込みでは、平均的な契約者当たり、固定部分は 250 ポンド～500 ポンド、変動部分も含めると 1,000 ポンド程度と見込まれている。また、時価総額については、約 6 億ポンドと予想され、2000 時点で予想されていた時価総額の半分程度ではあるものの、ここ数年の IPO の中では最大規模になるのは間違いない、といわれている（“Demutualised Standard Life to pay members windfalls of at least £ 250”, Scotsman.com, 2005.12.31 を参照）。

¹⁹ この点について、英国内では、上場後の安定株主確保を図るために新規株式発行に際して既存契約者に株式購入を促すような条件を設定する、との見方が強いようである。因みに、ノーウィッチ・ユニオンの上場時にも同様の効果を図るスキームが採用されていた（一般投資家の公募価格を 1 株 290 ペンスに設定する一方で、契約者の公募価格は 1 株 265 ペンスに抑えた）。他方、大量の個人投資家を抱えると、その後の株価水準に悪影響を与える可能性がある、との議論もあり（例えば、漆畑春彦「株式会社化した米生保会社の市場評価について」『資本市場クォータリー』2000 年秋号を参照）、スタンダード・ライフの今後の取組が注目される。

²⁰ 同社 CEO は「現時点ではテイクオーバーの話はないが、話があれば検討する」としており、上場後の大胆な経営再編の動きがあるかどうかにも注目される（“Demutualisation stays on track at Standard Life”, Financial Times, 2005.8.24）。

²¹ スタンダード・ライフはこの商品の顧客サービスを徹底するために、カスタマーセンターを外部委託せず、社内に専従のチーム（Standard Life SIPP Customer Centre）を設ける等、力を入れて取り組んでいる。

²² “New SIPP from Standard Life”, Standard Life Press release, 2004.10.4 を参照。

²³ FFN は 2000 年 6 月に取扱商品 250 商品（運用会社数 14）からサービスを開始して以来、急成長し、現在の商品数は 900 を越え（運用会社数 54）、同ウェブサイトを通じて販売された運用資産は 45 億ポンドに上る。

²⁴ 例えば、不動産については、REIT タイプの商品にしか税優遇を認めないとしている。詳しくは、“pre-Budget Report 2005”, UK Treasury, Chapter 5 を参照。

²⁵ “Standard Life suffers a £ 3.5m SIPPs hit”,

Scotsman.com, 2005.12.8 を参照。

²⁶ 住所や家族構成等の情報を更新しないと、交付株式を受取る権利等が失われる。