

## 8 保険契約者保護について

### 8.1 株式会社化における保険契約者保護とは何か

契約者の有する保険金請求権などの保険契約上の権利を確実に保障するために、株式会社化後の生命保険会社においてもソルベンシーの維持・拡充を行うことが基本的に求められる。その上で株式会社化後も「有配当保険契約者の合理的な配当の期待を確保」することが必要であろう。一方で株式会社化した後は、保険契約者への利益還元を行うだけでなく、投資家にとっての企業価値を不断に高める努力が求められる。

ここで、何故「有配当保険契約者の合理的な配当の期待を確保」する必要がある<sup>106</sup>のか考えて見よう。組織変更後の生命保険株式会社は「株主」によって運営される会社<sup>107</sup>であるから、組織変更時点の旧契約者の利益より、株主や新規の契約者に有利な運営を行う可能性がある。長期の保険契約は「配当」によって、そのパフォーマンスが全然異なってくる。配当を多く貰えると思って加入した人が、期待通りの配当を貰えないと、期待を裏切ることになる。このため、有配当契約等、「非保証(non-guaranteed)」の要素を有する保険契約を保護の対象とすることが、米国・英国において認識されている。

---

<sup>106</sup> 「第6章 社員権補償の基本的考え方について」で冒頭若干ふれたとおり、社員配当は株式の割当てにより吸収されると考えることも可能であろうが、ここでは従来の社員配当は保険契約の一部として組織変更後も維持することが保険契約者に期待されているものとして以下の議論を進めることとしたい。

<sup>107</sup> カナダにおいては、有配当保険を販売する株式会社については、株主に加えて有配当保険契約者にも総会での議決権を認める立法例がある。参考資料9、P385

## 8.2 現行 保険業法の規定と解釈

日本では、米国で有配当保険契約者の配当の期待保護メカニズムとされる「閉鎖ブロック」の設定に関する規定はなく、この意味で、株式会社化後「保険契約者の合理的な配当の期待を確保」するための何か特別の規定は置かれていない。また、株式生命保険会社の契約者配当は相互会社と同じく、アセットシェア、利源別配当等によるものとされている。

保険業法 第86条(組織変更計画書の承認)第5項第5号は、「組織変更後における保険契約者の権利に関する事項」の記載を求め、また、保険業法第93条(組織変更の認可)第2項は、大蔵大臣が、次に掲げる基準に適合するかどうかを審査しなければならないとある。

- 一 組織変更後の株式会社が保険会社の業務を健全かつ効率的に遂行するに足りる財産的基礎を有すること
- 二 組織変更により、保険契約者の有する権利が害されるおそれがないこと
- 三 第93条の規定による株式の割当てが、適正に行われていること

解釈<sup>108</sup>は以下のとおり

保険業法 第86条(組織変更計画書の承認)第5項第5号は、組織変更後の保険契約者の権利に関する事項の記載を求める。社員配当請求権の扱い、例えば、保険契約者配当請求権に変更されるのか否か、あるいは、約款等において社員配当とあるのを保険契約者配当とみなすことなどを記載するものと思われる。

保険業法第93条(組織変更の認可)第2項の認可基準について

(1)組織変更後の株式会社が保険会社の業務を健全かつ効率的に遂行するに足りる財産的基礎を有すること

株式会社への組織変更は、新株発行による増資を目的とすることが考えられるから、組織変更前の相互会社が財産状況が必ずしも芳しくないこともありうる。しかしながら、株式会社に組織変更する過程で破綻するような状況、組織変更後の増資が全く望めないような状況であれば、組織変更を行うことはそのコストの分だけでも、相互会社の財産的基礎を害することになり、保険契約者の利益を害することになる。保険会社の最低資本金額は10億円であるから、資本金を10億円設定できることは最低条件となるが、既存の相互会社のように総資産規模が大きい会社の資本金が10億円でのいのかなどの判断が必要になる。この場合には、責任準備金の積立の状況、ソルベンシー・マージンの状況、組織変更後の増資の可能性(具体的引受先が想定されているのか)などの諸要素を勘案のうえ、本号の基準を満たすか否かを判断することになるものと思われる。

(2)組織変更により、保険契約者の有する権利が害されるおそれがないこと

財産的基礎の十分ではない会社の組織変更が保険契約者の利益を害するが、それ以外でも、保険契約者の権利が害されることがないではない。しかしながら、組織変更は、合併や包括移転と異なり、他の保険会

<sup>108</sup> コメントール P726

社は関与せず、減資と異なり、財産的基礎の大きな変化はないから、保険契約者全体に対する権利の侵害は想定しにくい。個々の契約者の権利でみても、保険給付の内容は変更されることはないので(新法第 135 条第 4 項、第 250 条第 1 項参照)、権利侵害は考えにくい。しかし、個別の契約者の権利が害される内容でないか、審査をしておくことが必要であるといえよう。とくに、剰余金分配請求権については、株主の配当請求権か保険契約者配当請求権に変更されることになる。相互会社の剰余金分配を保険関係の権利と解すれば、相互会社の剰余金分配は、株式会社の保険契約者配当として従来通りともいえるが、その場合は、配当財源を資本金に充てることができないため、組織変更時の財産的基礎を害することになる。そこで、剰余金分配請求権を縮小し、資本金を大きくし、従来の剰余金分配の全部または一部を株主配当により補償するとの考え方もある。このような組織変更が直ちに、保険契約者の有する権利を害することはないと思われるが、どのような権利変更が行われるか、個々の保険契約者の権利を害することがないかは審査する必要があるのではないかとと思われる。なお、非社員契約者の場合には、その権利が組織変更で害されることは考えにくい、審査の対象にはなるであろう。

### 8.3 米国の保険契約者保護

米国では第一に、取締役会による株式会社化計画の立案と承認のプロセスがあり、その後所在地の州の保険監督官の承認を得、最後に保険契約者の投票が行われるというプロセスで株式会社化が行われている。このような中、以下の枠組みの中で、保険会社、行政、第三者等それぞれの視点により、保険契約者保護が図られていると考えられる。

#### <保険会社>

基本的に会社の将来の発展と、保険契約者の利益の向上を目指し、株式会社化が行われるのであるが、閉鎖ブロック(Closed Block)<sup>109</sup>等の配当水準維持メカニズムの設定で、より明確に契約者保護が図られる。

・保険行政が州法の規定によるところから、例えばニューヨーク州でライセンスを受けている会社が株式会社化を検討する際には、ニューヨーク州の了承も取る必要があり、契約者保護に留意した取扱いが求められる。

#### チーフ・アクチュアリー(保険計理人)の意見書

・MONY社の例では、チーフ・アクチュアリーが Board of Trustees に対して、組織変更計画書に記載された補償の割当てがニューヨーク州法7312条に照らして「公正かつ衡平」であるとの意見を表明している。

#### <行政>

所在地の州の保険監督官 (commissioner) の深い関与

・計画が州法の要件に合致するか確認(将来の契約者配当の規定、社員権の補償、役員と取締役による株式取得の制限等)

・保険局は大抵、アクチュアリー、法律、投資・金融、会計に関する専門家をアドバイザーとして雇って組織変更計画を詳細に検討する。

・公聴会の開催後、保険監督官は計画の承認、条件付き承認等を決定する。

#### <第三者>

独立アクチュアリーの意見書

・MONY社の例では、独立アクチュアリーが閉鎖ブロックの設定はニューヨーク州法7312条に照らして整合的であり、その運営計画自体も適当と考えられる旨の意見を表明している。

#### <その他>

アクチュアリー会の実務基準<sup>110</sup>

・Dividend determination for participating individual life insurance and annuity contracts (No.15)

・Actuarial responsibilities with respect to closed blocks in mutual life insurance conversions (No.33)

<sup>109</sup> 株主の配当還元に対する過大な要求に対抗するという目的が主であるが、行政官が有配当契約者に過大な保護を要求する圧力を防止する意味もあるらしい。

<sup>110</sup> 現在、Allocation of policyholder consideration に関する実務基準を作成中。

### 8.3.1 米国における閉鎖ブロック<sup>111</sup>

株式会社化は株主による保険会社の収益に対する請求権をもたらすため、米国においては保険契約者の将来の契約者配当を保護するために閉鎖ブロックが典型的に利用されている。

ニューヨーク州第1方式、第2方式で規定される閉鎖ブロック<sup>112</sup>を見ると

社員の保険契約上の権利保護を目的に「閉鎖ブロック(Closed Block)」の設定が求められる。

i)組織変更発行日に有効な配当付き契約について設定される。ただし、団体契約は配当付きであっても除外できる<sup>113</sup>。

ii)閉鎖ブロックは、この勘定に含まれる有配当保険契約の利益のためにのみ運営されなければならない。

iii)閉鎖ブロック割当資産の額は、有配当保険事業を営むのに十分かつ合理的に期待される金額。

iv)閉鎖ブロック割当資産は、組織変更後の保険会社の株主に帰属させてはならない<sup>114</sup>。

Daniel J. McCarthy氏は配当の期待をもとに、保険契約を4つに類型化し、閉鎖ブロックの設定は次のa.のケースのみ行うこととしている。

- a. 契約者配当が毎年決定され、保険募集資料に例示されるような形で現行の配当基準が継続するならば将来支払われるであろうと期待される場合(例:個人保険)
- b. 配当がほとんどなく、定期的に料率の要素の見直しが行われるが、配当とは見なされないものの場合(例:据置年金で金利が変化するもの、医療保険で保険料が変更されるもの)
- c. 毎年配当はあるが、特定の契約の実績に基づくもので、毎年額が大きく変動するものの場合(例:大規模な団体保険契約)
- d. 配当がなく、コストを保障された契約と考えられるものの場合(例:即時年金)

---

<sup>111</sup> 参考資料3のマッカーシー氏の論文要約に説明あり。

<sup>112</sup> ニューヨーク州保険法第7312条でいう閉鎖ブロックは、法的には独立性はなく、契約者配当にかかる旧社員の期待を維持するための政策的な制度として理解される(参考資料1、P10)。

<sup>113</sup> 閉鎖ブロックに属させる保険契約は、アクチュアリー会作業部会報告書にあるように、相当の契約者配当があること、広い契約群団における平均実績によっていること、及び年月の経過とともに契約数が減少することの3つが判断基準である(参考資料1、P10)。

<sup>114</sup> 閉鎖ブロックは法律上的意味での分離勘定ではない。それは一般勘定の中のセグメントであり、最低限、特定の資産(またはその資産の一部)が閉鎖ブロックに割り当てられることが明確に認識されているものである(参考資料1、P10)。

#### <閉鎖ブロックの目的>

理論的には保険会社が株式会社化後も有配当契約の配当は従来どおり行う旨約束しさえすればいいのであるが、保険契約者側からすると信憑性がないかも知れず、また配当決定要素は非常に複雑なので、毎年そのとおりに行われているかの判定が難しい。閉鎖ブロックは会社の約束を測定し、それが履行されているかを定量化するものである。

閉鎖ブロックの本質は、一定の資産を既存の契約者のために分離し(形式上の場合もある)、既存の保険契約者に対する配当計算を閉鎖ブロックの実績に連動して決定する点である。ファンド設定に際し、閉鎖ブロックの運営ルールを明確化することが必要。

#### <閉鎖ブロックのメリット>

・閉鎖ブロックはその中に含まれる保険契約者にとって、「相互会社」の状態を維持したものであり、従来どおりの取扱いが行われることが、形式的にも分かりやすい。

・明確なルールにより既存の保険契約者を保護することが可能

・新しい有配当契約の契約条件により既契約が影響されることはない

#### <閉鎖ブロックのデメリット>

・仮に有配当商品を販売しつづけた場合、世代間のバランスを取るのが難しい

・減少する資産と最低保証の提供により、運用の裁量に対する影響<sup>115</sup>

・事業費率の上昇<sup>116</sup>(新契約停止の会社では事業費の問題は深刻)

・トンチン効果を回避することが困難

---

<sup>115</sup> 新契約の資産との合同運用の場合には必ずしも運用に影響するとは限らない。

<sup>116</sup> 一般論として、長期的に1契約あたりの事業費率が上昇するという。実際に閉鎖ブロックを設定した場合には、閉鎖ブロックに賦課する事業費を抑制する工夫が行われるのが通例である。

(参考: Equitable 社の閉鎖ブロック)

Equitable はニューヨーク州保険法第4方式によって株式会社化が行われたため、実際には閉鎖ブロックを設ける法的な必要性がなく、その意味で必ずしもニューヨーク州保険法の第1・第2方式が規定している閉鎖ブロックではない。(違うところは事業費の取扱い等)

・閉鎖ブロックは可能な限り、「正確」に計算し、大幅に足りなくなったり、トンチンになったりしないよう注意が払われた

・事業費は本体が拠出

・閉鎖ブロックだけ見ると、ソルベントではない状況であった

Equitable 社の閉鎖ブロックの構成<sup>117</sup>

《資産・負債》		(百万ドル)			
勘定科目	93年	94年	95年	96年	
[資産]					
固定金利債券等	2902.1	3124.8	3896.2	3889.5	
不動産モーゲージ・ローン	1692.3	1543.7	1368.8	1380.7	
ポリシーローン	1877.1	1827.9	1797.2	1765.9	
現金・他投資資産	426.2	442.5	440.9	336.1	
その他資産	1186.6	1166.6	1079.0	1122.8	
資産合計	8084.3	8105.5	8582.1	8495.0	
[負債]					
責任準備金等	9067.3	8965.3	8923.5	8999.7	
その他負債	76.1	104.2	297.9	91.6	
負債合計	9143.4	9069.5	9221.4	9091.3	

《損益》		(百万ドル)			
勘定科目	93年	94年	95年	96年	
[収益]					
保険料収入等	860.2	798.1	753.4	724.8	
投資収益	526.5	523.0	538.9	546.6	
(投資損失)	-15.0	-24.0	-20.2	-5.5	
収入合計	1371.7	1297.1	1272.1	1265.9	
[費用]					
責任準備金繰入等	1141.4	1075.6	1077.6	1106.3	
その他費用	102.0	70.5	51.3	34.6	
費用合計	1243.4	1146.1	1128.9	1140.9	
利益額	128.3	151.0	143.2	125.0	

<sup>117</sup> エクイタブル社年次報告書より日興リサーチセンター作成

(参考: 閉鎖ブロックの計算について)

閉鎖勘定	
資産	負債
Needed Asset (CB: Closed Block) 550	Liability 750

閉鎖ブロック(CB)の必要資産額(Needed Asset)の計算は複雑である。閉鎖ブロックのところでも説明されるように、理想的にはCBに含まれた最後の契約者が消滅した時に $CB=0$ 、法定負債( $L$ ) $=0$ となるように、初期資産が定められなければならない。容易に想像されるように、資産が多すぎるとCBが残ることになり、また逆に少なすぎると資産が足りなくなって、いずれの場合にも問題となる。閉鎖ブロックの設定にあたっては、こういう試行錯誤を繰り返して、必要資産額を定めてもよいのであるが、実際には別のアプローチが採られることがあるようである。

それは、 $L$ とCBの差額は将来収益であることに着目して、法定の責任準備金を初期値として、CBをスタートしたと仮定して、保険契約の収益も加え、そこからどれだけの将来の利益が上がるかを測定し、その金額の現在価値を $L$ とCBの差額にするものである。勿論、責任準備金を超える資産がCBに留保されて、その再投資収益で将来の収益が過大にならないための調整は必要である。この方法では、計算の前提さえ関係者の合意を得られれば、一度に結果を算出できるというメリットがある。

ただ、同様の効果は、閉鎖ブロックに含める保険契約について一種の営業保険料式責任準備金を計算することでも得られるのではないかと推察される。



### 8.3.2 米国における閉鎖ブロック設定の例外

次に閉鎖ブロックに含められなかった保険契約についての収益還元がどう図られるのか、また閉鎖ブロック以外の方法で配当の期待を保護するメカニズムとしてどのようなものが考えられるのか見ることとしたい。

Daniel J. McCarthy 氏はその論文の中で、以下の点を述べている。

据置年金等の金利が定期的に見直されるもの、また、医療保険の場合には保険料の変更については、実際守るべき配当の期待はない訳であるが、定期的な価格の変更を伴うものである。理論的には、会社が以前以上にこのような価格の非配当要素を調整することで将来的にはより大きな差益を享受する可能性がある。Equitable の組織変更計画は据置年金で金利が変化するもの、医療保険で保険料が変更されるものの契約や、配当がない即時年金といった契約を特定し、それぞれについて予想される収益差額が予め定められ、それらの契約にとって適当と考えられる何らかのインデックスに関連付けられる(例えば医療保険契約については保険料に対する支払の率というように)。Equitable はこういったインデックスが一定の範囲に止まるよう、価格の要素を管理する<sup>118</sup>ことを計画書、ならびに行政への詳細な報告書の中で約束している。一定の範囲は、保険契約の還元の実績に基づいて定められ、また、将来のアクチュアリアル貢献額の計算に使用された仮定とも整合性が取られている。

詳細についてはよく判らない面もあるが、いずれにしても発生率や市場金利と積立利率等の差額を要素とした料率改訂等のルールを明確に規定して、定期的なトレースを行うことで、閉鎖ブロックに入らなかった、非保障要素を有する保険契約者が不利な取扱いを受けることのないようにすることである。

このようなルールは当然、行政のチェックを受けることになるが、組織変更時に閉鎖ブロックを設定しない Dividend Commitments<sup>119</sup>と言われる手法では、毎年の行政のレビューが手間なため、結局閉鎖ブロックに変更した例があると聞く。

---

<sup>118</sup> 主要な利源の収益をインデックスで保証する (Index Guarantee on primary source of gain and variability of dividend) ということ。料率にキャップがあつて、「配当」はなく、結果として閉鎖ブロックに入らない定期保険のような場合、死亡差益が主要な利源であり、収入保険料に対する実際の保険金支払いを、組織変更時に想定したものと較べトレースを行うもの。剰余がかなり出た場合には、保険料率を引き下げることや、場合によっては、「配当」を行うことも考えられるらしい。

<sup>119</sup> 相互会社時の配当方式、資産運用方針を明確に定義し、その継続を約束することで契約者保護を図る手法。

#### 8. 4 英国の保険契約者保護

英国においても、米国と同様にいくつもの枠組みで保険契約者の保護が図られている。

##### <保険会社>

保険計理人(アポインティッド・アクチュアリー)

・株式会社化計画の中で保険契約者の利益が損なわれることのないように注意する義務がある。また、社員権の補償についても検証する。

##### 有配当契約のファンド管理

・90:10ルールにより、有配当契約の利益の90%以上は有配当契約のものとなる。

・通常、有配当契約の利益の10%を得ることになる株主は、その対価として有配当ファンドに資本投下(Capital Injection)を行う。

##### アセットシェアの管理

##### <行政・司法>

裁判所の手続きと認可

・1982年保険会社法49条・付則2Cに基づく裁判所の認可手続きの中で株式会社化が行われる。

##### 政府アクチュアリーの積極的な関与

・保険計理人と同様に、株式会社化計画の中で保険契約者の利益が損なわれることのないように注意する義務がある。また、社員権の補償についても検証する。

##### <第三者>

独立アクチュアリーの意見書

・株式会社化計画に関する意見書の中で、保険契約者の配当の期待維持や保険契約履行の安全性について記載することが求められる。

##### <その他>

ガイダンスノート(GN1)

GN1: Actuaries and Long-Term Insurance Business

ガイダンスノート(GN15)

GN15: Transfer of Long-term Business of an Authorised Insurance Company

- Role of the Independent Actuary

英国では株式会社化に際し、経営の選択肢として

①現状維持、②新契約の募集を停止して、閉鎖ファンドへ移行、③株式会社化、④その他<sup>120</sup>の選択肢も含め、いずれの方法が社員、保険契約者にとって有益かの考察が加えられることが通例となっているようである。

英国の生命保険相互会社の場合、内部留保水準が高く、経営陣が株式会社化の妥当性を主張する場合には、社員・保険契約者が②の閉鎖ファンドに移行するケースに比べてどれだけメリットがあるのかが論点とされることが多いようである。

Norwich Union 社の独立アクチュアリーは、閉鎖ファンド方式を取らない理由として以下の点を述べている。“Norwich Union は英国の大手保険会社の一つである。このような会社を閉鎖することは、社員に明確かつ相応の利益があると総体として言えない中で、事業運営していく際には従業員ならびにコミュニティーへの影響が及ぶことを考えると、正しいとは言えない。”

また、資産運用の面からも閉鎖ファンドは開放ファンドに比べ、保守的に運用を行う要請からパフォーマンスが上がらない恐れがあるとするのも多いようである。

米国で閉鎖ブロックが契約者保護の中心的な役割を担っているのにくらべ、英国では閉鎖ブロックが設定されるケースがあまり無い。その違いはどこから来るのであろうか。

米国では株式生命保険会社は無配当保険を販売するのが一般的であり、ニューヨーク州法でも株式会社化後無配当保険を販売する場合には認可が必要<sup>121</sup>とされている。現時点での株式会社化の事例を見ると、株式会社化後無配当保険を販売している会社はほとんどない<sup>122</sup>。このような事情で、株主が現在販売中の無配当保険の利益を重視し、組織変更時点の有配当保険契約者の利益を損なう可能性があるため、それを防止するメカニズムが明確に求められているということではないか。

一方で英国では、従来有配当保険が貯蓄性商品としてその過去の運用実績の良さなどから、相互会社、株式会社といった形態にかかわらず一般的であり、国民の支持を集めてきた。近年ではハイブリッド型の変額保険が顧客にとっては分かりやすいという側面と、会社にとってソルベンシーマージンの負担が少ない(not capital intensive)ことから、主流になってきている。このような変額保険にも有配当商品として取扱っている会社と無配当商品として取り扱っている会社とがある。養老保険等の伝統的な有配当保険は人気は衰えてきているが、株式会社化後も有配当商品の販売を継続する会社が多い。

英国で閉鎖ブロックが不評である理由は、上記の現状を踏まえた上で、有配当保険契約者と株主との利益

---

<sup>120</sup> 自前で新販売チャネルの開設、ジョイント・ベンチャーで販売チャネルの開設等が上げられる。

<sup>121</sup> ニューヨーク州保険法 § 7312 (e)

<sup>122</sup> MONY社は例外

遮断が明確すぎることにあるようだ<sup>123</sup>。後述するように、英国では伝統的に90:10ルールがあり、有配当契約の利益の一部を株主(または社員)が得るという考え方があり、このような立場に立つと、米国流は厳格にすぎると感じられる面があるらしい。

英国では歴史的にアセットシェアによる配当方式が実行されている。保険契約者の合理的期待(PRE: Policyholders Reasonable Expectation)を裏付けるものとして、アセットシェアによる配当の管理が伝統的に行われている。株式会社化以降もPREに沿う為に、アセットシェアの増額もしくはアセットシェアを従来の相互会社の運営が継続するとして計算する(株主ファンドへの利益移転を控除しない、アセットシェア計算に用いる税率は相互会社の低い税率を使う等の調整を行う)ことが行われているようである<sup>124</sup>。

以下、英国生命保険会社のファンド管理ならびにアセットシェアの維持管理について順次見ていくこととした  
い。

---

<sup>123</sup> その他、英国では株式の資産配分が多く、閉鎖ブロックではその価格変動をどう取扱うかが難しいということも考えられる。

<sup>124</sup> 英国でアセットシェアの増額を行うことなく、単に特別配当として保険金増額配当を支払うのは、本来であれば消滅時に支払っていたターミナル・ボーナスを前倒しで支払っているということ。一般的には将来の給付を前倒して確定させることは、ファンドの投資効率を悪化させるものと認識されている。

#### 8. 4. 1 英国のファンド管理について

1982年英国保険会社法の第28条から第31条において、生命保険事業に属する資産および負債に関する以下の規定が置かれている。

第28条 (生命保険事業に属する資産および負債の分離)

第29条 (生命保険事業を営む会社の資産の使用)

第30条 (保険契約者への配当)

第31条 (関係者との取引に対する制限)

第31-A条 (個々の保険金積立金等の間の不衡平の回避策)

また、具体的な財務状況等に関する当局への報告様式は、1982年英国保険会社法第17条(年次計算書および貸借対照表)、第18条(生命保険事業を営む会社の保険計理人による定期調査)、第21条(計算書類の監査)等により規定される保険会社規則<sup>125</sup>において定められている。

具体的には、生命保険ファンド(Long Term Fund<sup>126</sup>)の中に、英国国内の有配当ファンド、無配当ファンドならびに国外の海外ファンドまた、株式生命保険会社の場合には株主ファンド等のサブ・ファンドが設定されるようであるが、Regulation Schedule 3 Long Term Business Revenue Account and Additional Informationを見ると「二つ以上の生命保険ファンドを維持する場合には、様式4(form 4)に注釈の形で、投資収益、資産価値の増減、事業費、税金を異なるファンドに配分するかその考え方と手法を記載すること」とされている。このように英国ではファンド管理とは言っても、変額保険で特定された資産や分離勘定資産のような場合を除き、概念的な(notional)なものであり、ファンド管理の目的は有配当保険、無配当保険等から生じる剰余金をトレースし、記帳することである。

有配当ファンドの剰余金は90:10のルール<sup>127</sup>で保険契約者と株主(もしくは社員)に分配されるのが一般的である。生命保険ファンドの資産は通常最低限の(弱い)責任準備金の積立を行うことが多く、サープラスを含まず、ソルベンシーは投資準備金(Investment Reserve<sup>128</sup>)で確保されている。消滅時配当であるターミナル・ボーナスは水準変更が会社の意思によるものとされ、法定の責任準備金積立が要請されていない。このため、M & Aの際に買収会社が保険契約者の補償のために行う、資本投下(キャピタルインジェクション)のうち、保険金増額配当(リバージョナリー・ボーナス)以外の部分は全てソルベンシーとなり、保険契約の満期消滅時にターミナル・ボーナスを支払うまでの間、支払能力の確保に寄与することになる。

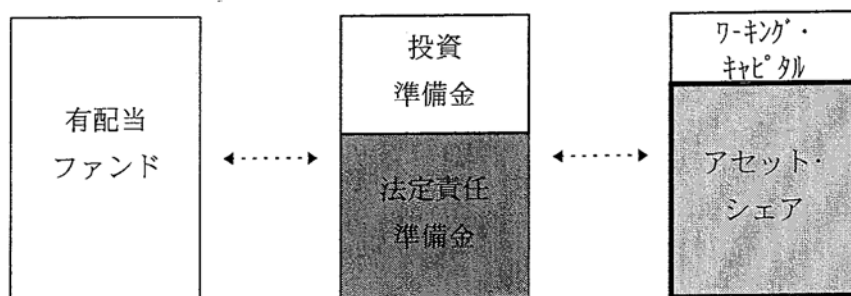
<sup>125</sup> The Insurance Companies (Accounts and Statements) Regulation

<sup>126</sup> 保険料等保険関係の収支が直課される。法定の責任準備金の積立はアポインティッドアクチュアリー(保険計理人)の判断で行われており、会社によって積立水準には幅があるようである。

<sup>127</sup> 明文化されたルールではないらしい。法定評価基準(Statutory Valuation Basis)のリバージョナリー・ボーナス(実質上は買増保険の一時払い保険料相当額)総額の1/9以下を株主配当に回すというもの。

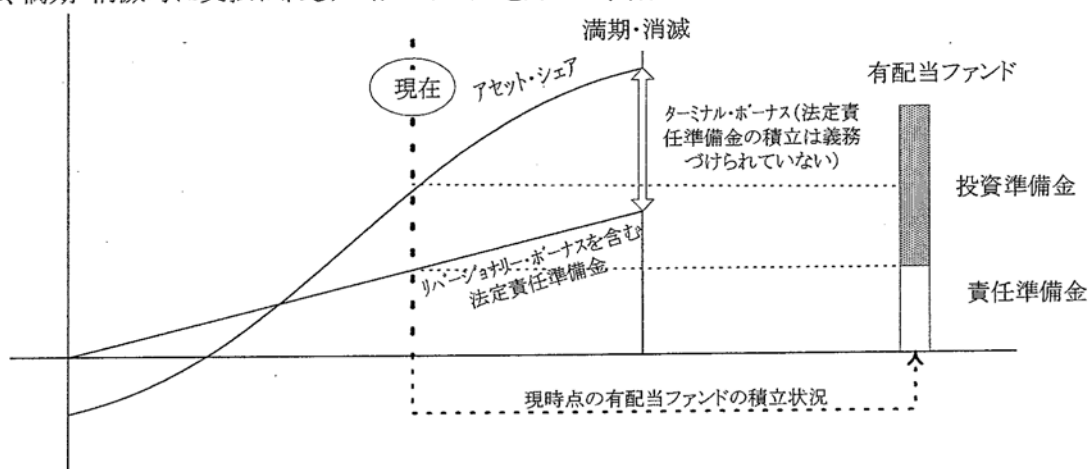
<sup>128</sup> キャピタルゲインが直課される

英国における有配当ファンドと責任準備金、アセットシェア等の関係



(注)ワーキング・キャピタルは有配当ファンドとアセットシェアの差額

更に、満期・消滅時に支払われるターミナル・ボーナスを加えて、有配当ファンドの積立て状況を見ると

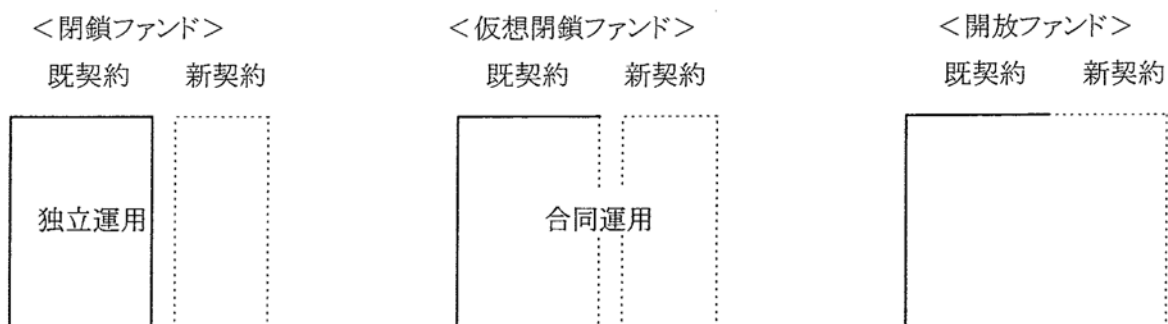


また、英国のアクチュアリー会が株式会社化時の保険契約者保護について検討を行った際、米国の閉鎖ブロックと対比する形で考察を行った概念として「開放ファンド」がある。組織変更後の新契約がこの勘定に含まれるという意味で開放ファンドとされている。これは、概念的には「相互会社時代の過去の契約者にも、株式会社化後の新契約に適用する配当率を保証する」ことで、契約者保護を果たそうとするものとされている。

英国アクチュアリー会のレポートに見られる閉鎖ファンド、開放ファンドの議論の概略は以下のとおり。

- ・閉鎖ファンドを設定した場合、そこに含まれる保険種類は米国での認識に同じ。
- ・有配当保険の規模が大きく、財務的にも強固な会社の場合には、オーファン・サープラス全額を含めて有配当既契約を閉鎖ファンドとする方が既契約者にメリット大きい。
- ・閉鎖ファンドへの資産の配賦は、資産を特定することなく、既契約と新契約の運用資産から生じる収益を適切な方法で配賦することにより行うことで、不動産等への投資の継続、閉鎖ファンド単独では達成できない分散投資のメリットも享受できるとしている。
- ・英国の場合、閉鎖ファンドは良好な財務状態であることが多く、短期的には組織変更後の新契約事業のファイナンスを行うことができるとされている。

(英国で考えられた勘定管理の例)



(開放ファンドのメリット)

・開放ファンド方式では、閉鎖ファンド方式の持つ複雑性を回避することが可能(特に、租税や事業費の配分等)だが、いずれにせよ、既契約のアセットシェア決定の際には同様の問題を解決する必要がある。新契約と同様に、既契約からの利益に対する株主持分は、既契約事業を効率的に管理しようという株主のインセンティブとなる。

・開放ファンド方式では、過去の配当実績を使用できるため、営業上利点を有している。しかし、新しい環境の下、既契約に対する過去の配当実績が新契約にとってどの程度有効かは疑問という面はある。

・90%/10%の開放ファンドは、有配当既契約の閉鎖ファンドよりも会社価値を高める。

(開放ファンドのデメリット)

・開放ファンド方式の最も困難な点は、保険契約者の合理的期待の保護にある。既存の契約者に対する将来配当が決定される原則は、株式会社化計画書に明記されるが、詳細については説明されず、保険計理人の裁量となる可能性が高い。また、新契約水準や契約条件により、既契約者の期待が大きく影響を受けることが最大の問題点。

・資本が十分な場合は、保険計理人が警戒を怠っても、既契約者の合理的期待は充足されるかもしれないが、資本が十分でない場合は深刻な問題となる

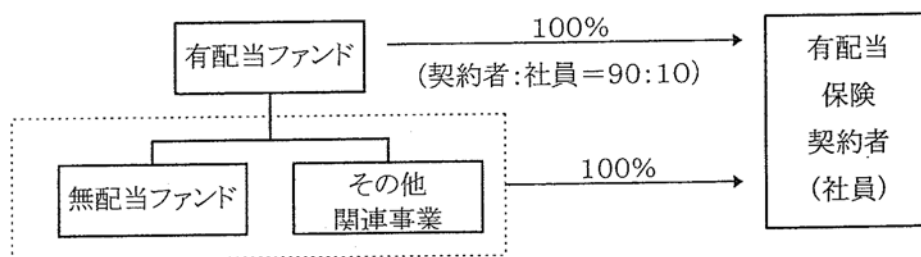
英国アクチュアリー会のレポートでは、以上のようなメリット・デメリットが考えられるが、新契約のボリュームならびに新契約引受のコストによって、既契約者のメリットになるかデメリットになるか判断が異なるとしている<sup>129</sup>。

<sup>129</sup> 財務的に強固な会社にとって閉鎖ファンドの問題の一つは、のれん代(将来の新契約から得られる利益)を減少させること。のれん代を含めれば開放ファンドの方が会社価値を高める可能性があるが、この場合でも必ずしも既契約者のメリットになるとは限らない。会社価値が増加した一部は将来の有配当契約引受のために社内に留保しなければならないが、この留保された剰余金のがのれん代よりも多いと、既契約者にとって開放ファンド方式は閉鎖ファンド方式ほど有益とはならない。

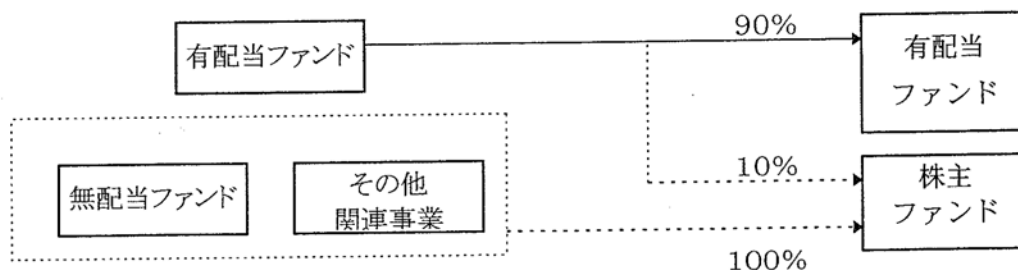
そこで、ファンドの開放(オープン)・閉鎖(クローズド)、オーファンサープラスの有・無、株主ファンドへの利益移転の有・無、新契約量の多寡等、いくつもの要素をいれたシミュレーション結果を提示している<sup>130</sup>。

(株主ファンドへの利益移転(トランスファー))

説明が若干前後するが、英国の相互会社は下図のように、有配当ファンドが無配当ファンドやその他関連事業を所有する形で運営されている。

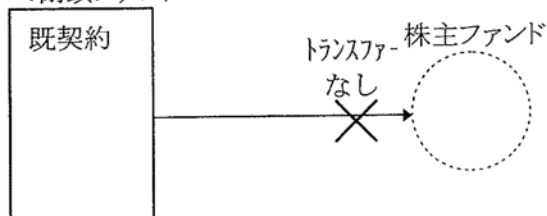


株式会社化時には、以下のように株主ファンドは有配当ファンドの分配利益の10%ならびに無配当ファンドの利益の100%を受け取ることが通例であり、この対価として有配当ファンドに資本投下(Capital Injection)が行われる。この有配当ファンドや無配当ファンド等から株主ファンドへのキャッシュフローを「株主ファンドへの利益移転(トランスファー)」と言うこととする。

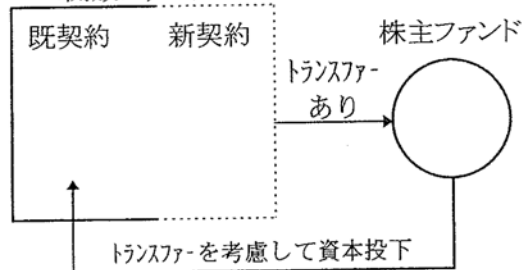


勿論、次図のようにバリエーションがあり、有配当ファンド等を閉鎖ファンドとした場合にはトランスファーは行われず、開放ファンドとした場合には開放ファンドに資本投下されるのが一般的である。

<閉鎖ファンド>



<開放ファンド>



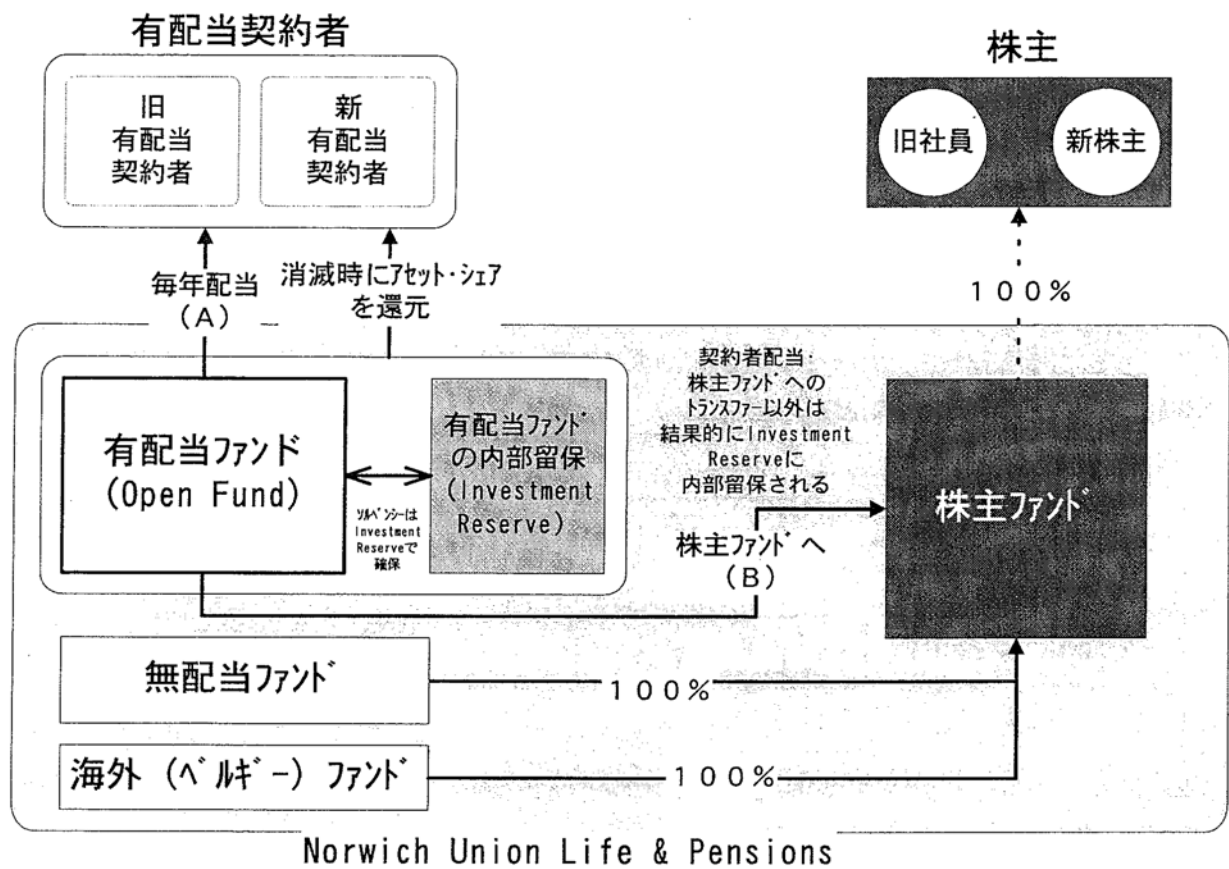
(注) 仮想閉鎖ブロックでも開放ファンドと同様に株主ファンドへの拠出を考えることができる



買収者が将来利益の代償 (be used to meet the cost of future shareholder transfers) として支払う資金の使い道が英国では議論となるが、前述のように有配当ファンドへの資本拠出をするのが一般的である。

90/10 ファンドへの資本拠出は、理論的には資本拠出の10%の株式価値を高めることになる。

株式会社化後の Norwich Union 社 (Norwich Union Life & Pensions) のファンドについて



(注) 株主ファンドへの利益移転(B)はAの1/9以下

#### 8.4.2 英国のアセットシェアの維持管理<sup>131</sup>について

英国において、M&Aによる株式会社化の際にどのようにアセットシェアの維持が行われるのか、数字を使って例を挙げてみよう。以下の数字を仮定する。

	アセットシェア	WC (Working Capital: 有配当ファンドーアセットシェア総額)
相互会社時	5000	2000
株式会社	5000	2000

株式会社化後もアセットシェアは最低限従来と同様の水準が維持される。M&Aの際には、従来のアセットシェアの水準を維持、または場合によっては買収交渉を有利に進めるために、増額することと併せて、有配当ファンドの健全性を高め、ひいてはファンドのエクイティ投資の自由度を増す為に、有配当ファンドに資本投下 (Capital Injection) が行われることが多い。このように投下された資本は責任準備金資産を超える投資準備金に留保されると考えられるが、これは有配当ファンドのWC (Working Capital) 水準を引き上げるとともに、場合によっては一部アセットシェアの増額に充てられるものと考えられる。

(概念図)

	有配当ファンド総額		
相互会社時	アセットシェア総額 (5000)	WC (2000)	
	<div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; display: inline-block;">           法定責任準備金対応資産         </div> <div style="border: 1px dashed black; padding: 5px; display: inline-block; margin-left: 20px;">           投資準備金対応資産         </div>		
株式会社化後 (資本投下なし)	アセットシェア総額 (5000)	WC (2000)	(同上)
WCに1000資本投下 株式会社化後 ①	アセットシェア総額 (5000)	WC (3000)	
WCに500資本投下、アセットシェア500増額 株式会社化後 ②	アセットシェア総額 (5500)	WC (2500)	

このような運営が行われるなかでアセットシェアの維持・管理に関する保険計理人の果たす役割が大きい。

<sup>131</sup> 参考資料5

(参考: Pioneer Mutual の株式会社化事例)

有配当契約者の期待はアセットシェアで将来配当を決定することで保護。ただし、過去のデータが不十分であるため、組織変更日時点のアセットシェアは次のように算定した。

- ①契約者の期待配当は「閉鎖ファンド」ベースで将来の資産残高を予測することで設定。ここで、閉鎖ファンドの運営では、コスト配賦と投資利回り低下(株式から固定金利資産へのシフトにより0.25%低下)を考慮
- ②アセットシェア総額は、期待配当およびゴーング・コンサーンを前提として算出したボーナス・リザーブに等しいと仮定

1988年12月31日時点のボーナス・リザーブ評価を起点とし、組織変更日までアセットシェアを計算。組織変更日後、有配当契約のアセットシェアの計算では、株式会社としてのコスト(税金等)を賦課せず。保険金増額配当率は既契約・新契約ともに同水準に維持され、アセットシェアによる差額は消滅時配当で調整

(参考: FS Assurance の株式会社化事例)

有配当契約者の期待は将来配当を決定するアセットシェアで保護されるが、過去データが不十分なため、組織変更時点では将来予測から導かれるボーナス・リザーブに等しくなるよう設定(消滅時配当はなしと仮定)。この計算により、現行の保険金増額配当水準の継続が可能

潜在価値については、1988年12月31日時点のアセットシェアから1989年12月31日(組織変更日)のアセットシェアが導かれる。組織変更日後は、有配当既契約は株主拠出分のコストを負担しない。新契約・既契約ともに同水準の保険金増額配当を維持し、アセットシェアの差額は消滅時配当で調整

## 8.5 日本における株式会社化後の保険契約者保護の枠組み

米国・英国の保険契約者保護について概観してきたが、日本において株式会社化後の契約者保護についてどう考えれば良いだろうか。

一つには、日本の相互会社の株式会社化を考える際に、特徴的なこととして、現時点での自己資本水準の相対的な低さと、有配当契約の占率の高さがある。閉鎖ブロックとして保険契約者保護のため、会社資産の大きなプロポーシオンを確定してしまうことは、会社全体のソルベンシーを弱めかねない。株式会社化後は、一つの考え方としてソルベンシー部分は、保険契約のファンドに一定額を確保した上で、会社全体として効率的に利用することが考えられる。

また、現在有配当契約を中心に販売を行っている日本の相互会社の現状を考えると、株式会社化後も有配当保険の販売が基本的に継続することを考えるのが素直であろう。有配当保険の販売が継続することを想定すれば、適切な保険契約者保護の枠組みの中で開放ファンドの運営が望ましいと考えられる。

いずれにしても、株式会社化のために、日本において閉鎖ブロック等の新しい制度を今から何か作るというより、むしろ現行の保険契約者の保護に関する諸制度を株式会社化後も十分にワークするようレベルアップしてゆくという方向性が考えられるのではないか。現行の保険契約者の保護に関する諸制度で、株式会社化に関係すると考えられるのは以下のとおり。

- ・アセットシェア、利源別配当等による契約者配当制度
- ・剰余金還元割合
- ・区分経理
- ・保険計理人制度

以下、株式会社化時における有配当契約者への剰余金還元割合と区分経理のレベルアップによる有配当ファンド管理についての考察を行う。

## 8. 5. 1 株式会社化時における有配当契約者への剰余金還元の考察

第4章において、現在の相互会社の配当に関する80%ルールについて記載した。株式会社化後の有配当契約者保護を考えるにあたって、このルールの趣旨がどのように生かされるべきか考えてみたい<sup>132</sup>。

旧保険業法下では、相互会社は一般的に定款の定めに従って、剰余金の90%以上を配当還元していたが、諸リスクへの対応として相互会社においても自己資本を充実することの重要性が認識され、新保険業法において、相互会社は、当期末処分剰余金の一定額のうち、80%以上を社員配当準備金・社員配当平衡積立金に積み立てる旨を定款に定めなければならない、とされた(法58条第2、3項、規則第27、28、29条)。

生命保険相互会社が株式会社化した後の剰余金還元の基本的な考え方として「有配当保険契約者の合理的な配当の期待」をどう確保するかが問題となる。合理的な配当の期待というのは抽象的な表現であるが、細かな定義は別にして、剰余金の80%以上を毎期の配当とし、残りの20%未満を内部留保に充てることとしている新業法の趣旨、また、旧業法でも90%以上の還元と10%以下の内部留保を定めていた趣旨を考えると、有配当保険契約については80%~90%以上を毎期配当として還元した上で、残りの20%~10%未満を内部留保に充てること、一般論として「有配当保険契約者の合理的な配当の期待」に沿うものと考えられる。また、このような毎年の還元率のみならず、アセットシェアを維持管理し消滅時配当制度により、相互会社時代の配当政策を基本的に維持することが必要と考えられる。

ここで具体的な還元割合はどのように考えればよいだろうか。一つのアイデアとして、自己資本充実の必要性から、新業法によって10%から20%に拡大された内部留保部分の10%は金融環境の変化等により増大する会社経営上のリスクに対応するものとして、株式会社化以降は会社経営上のリスクを最終的に担う株主に対して保険契約者が拠出する部分と整理してはどうだろうか<sup>133</sup>。

相互会社にあつては、従来大量かつ長期の保険契約をベースに、保険集団の中で、新契約募集等のコストを賄い、また投資リスク等の備えを行ってきたと言える。しかしながら、今後より効率的な資産運用を目指す中で新規事業等により、リスクが拡大・多様化し、従来の保険契約者が想定し得ないリスク発生の可能性が高まることもあろう。本来的には、リターンも大きい、こういったリスクも抱えたような投資を担うのは保険契約者ではなく株主ということであろう。

株式会社化を行った場合には、このような投資家(株主)が現れる訳であり、従来保険契約者が担ってきたこのようなファイナンスならびにリスクテイキングをこのような形で、株主が担うことを明確にすることも考えられるのではないかと。

<sup>132</sup> 「第6章 社員権補償の基本的考え方について」で冒頭若干ふれたとおり、社員配当は株式の割当てにより吸収されると考えることも可能であろうが、ここでは従来の社員配当は保険契約の一部として組織変更後も維持することが保険契約者に期待されているものとして以下の議論を進めることとしたい。

<sup>133</sup> 法の趣旨は20%以内の内部留保ということであって、株主配当は、理屈として、それ以外で賄うという考え方もあろう。社員配当の考え方と合わせて整理が必要と考えられる。

## 8.5.2 日本におけるファンド管理等の提言

第4章で述べたとおり、日本の相互会社の保有契約並びに新契約は有配当保険が大半であり、無配当保険は微々たるものである。

米国では株式会社化後、基本的に有配当保険を販売することがまれであり、組織変更時点の有配当契約は閉鎖ブロックで権利保護が図られるべきとしているのであろう。

日本で、米国の例と同様に、組織変更時点の有配当契約を閉鎖ブロックに含め「分離」してしまい、株式会社化後は無配当保険だけを販売することは、個別会社の経営戦略としてはあるのかも知れないが、それを株式会社化を行う全ての会社の前提にすることは、現実的ではないと考えられる。

この様な理由から、株式会社化後も基本的に有配当保険を販売することを想定した場合には、日本では閉鎖ブロックとは別のアプローチが必要になるものと考えられる<sup>134</sup>。この意味で英国の開放ファンドが参考になる。但し、単に既契約の有配当契約と、新契約の有配当契約を同一のファンドで取扱うだけでは、有配当保険契約者の保護が十分に図られない可能性があるため、この有配当ファンドを、株主のファンドと何らかの方法で区分しなければならない。

分離の方法は英国・豪州のように法律で規定する方式と、現在日本で行われているような区分經理のレベルアップで行う方法があると考えられる。根拠になる規定に関する議論ならびに株主のファンドと曖昧に言ったものの法的な位置づけに関する議論は別にして、ここでは資本金を核とする株式会社化後の生命保険会社の経営原資<sup>135</sup>を株主ファンドと呼ぶこととし、以下の議論を進めることとしたい。

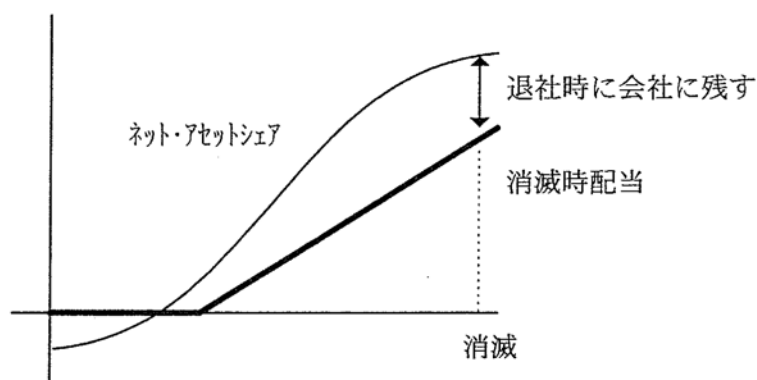
---

<sup>134</sup> 米国において、必ずしも有配当契約の継続販売と閉鎖ブロックの設定とが矛盾するものとは認識されていない。MONY社は株式会社化後も有配当保険を販売する模様であるが、株式会社化後の有配当契約者はMONY社が株式会社であることを承知で加入していることと、ニューヨーク州には有配当保険契約利益の90%以上は契約者に還元されることになっているため、これで契約者保護が図られているといえるらしい。

<sup>135</sup> 機能としては、新規事業展開、有配当ファンドに属すると考えられる商品区分との間での資金移転による内部的なファイナンス、会社ソルベンシーのラストリゾート等が考えられる。

ここで有配当ファンドと株主ファンドの具体的なイメージを描くために、先ず「(有配当ファンドから)株主ファンドへの抛出」を考えて見たい。「株主ファンドへの抛出」と言う際に2つのパターンが想定される。一つは株式会社化後に販売された有配当契約からの利益の一定割合を株主ファンドに抛出するものと、それを相互会社時代の既契約も含めて行うものである。ここでは基本的に、後者の既契約も含めるケースを考えることとしたい。

従来、特別配当水準が保守的に定められている前提では、保険契約の消滅時に相互会社の内部で下図のような仕組みが維持されていたと考えられるのであろう。



上図で、「退社時に会社に残す」とした部分は、従来の相互会社の運営の中で、エンティティ・キャピタルとして定量的に捉えられたりすることはなかったが、結果的にこのような部分が蓄積され会社経営上のバッファーとなっていたと考えられる<sup>136</sup>。

これを、株式会社化後は、「株主ファンドへの抛出」として、より明示的、計画的に株主ファンドに移転することで、保険契約者は会社全体の収益力の向上と健全性維持を株主に委ね、その恩恵を間接的に受けるとともに、移転された金額以外はアセットシェアの管理を通じて公正・衡平に配当還元されることで契約者利益も透明な形で確保することが考えられる。

株式会社化にあたって、契約者配当政策の明確化は一つの大きな課題であるが、これには  
・株式会社化によって保険契約者の利益が損なわれていないことの納得感の醸成

<sup>136</sup> 参考資料1、P10(注8)相互会社の資本(剰余金)の形成を、リボルビング・セオリーであれ、エンティティ・キャピタル・セオリーであれ、それにより説明しようとするとき、結果的にリボルビングであったとか、エンティティ・キャピタルになっているでは駄目である。いずれの理論によるときでも、計画的に合理的に、資本の形成及び契約者への配当還元が行われていなければならない。その意味で、我国においては、これまで何の理論的基盤なしに実証的分析もなしに契約者配当が決定されてきた。ただ結果として、恒久的な資本が形成されている相互会社ならば、その水準を問わないでエンティティ・キャピタル・セオリーによるものであると説明するのはご都合主義である。横並びの契約者配当の実施で、なんとなく蓄積留保されてきたに過ぎないからである。資本と契約者配当との関係をROEで結びつけて管理するシステムが経営にビルトインされていることが必要である。

・投資家が企業価値を測定する際に必要  
という目的があると考えられる。

特に閉鎖ブロックの設定が想定されない中で、業法93条(組織変更の認可)第2項に規定された、「組織変更により保険契約者の有する権利が害されるおそれがないこと」の具体策として、何らかの方法で有配当保険契約の利益が、一定限度を超えて株主のものとなることの制限をかける必要があると考えられる。

現行、生命保険株式会社にはこのような規制はない<sup>137</sup>が、相互会社が株式会社化した後には、従来の保険契約者と株主との間の利益分配を明確にする趣旨から、このような「株主ファンドへの拋出」を導入し、ファンド管理と剰余金還元割合の設定を組織変更計画書の中に記載した上で行うことは、株式会社化した後の保険契約者にとっても、株主にとってもメリットがあると考えられる。

株式会社化後の株主が旧社員のみである場合には、「株主ファンドへの拋出」は結果として、旧社員のものとなるので、問題はあまりないだろう。問題があると考えられるのは、保険契約者以外の新株主が現れる場合に「ただ」で、新株主が有配当保険からの「株主ファンドへの拋出」を受けると表面的に判断される場合であろう。IPOの場合には、そのような株主の将来収益が価格に含まれているので、理論上はその分株価が高くなり、ただという訳ではなく、従来保険契約者が得ていた利益がどうなるかは、公募代金の取扱いの方法如何によると考えられる。

英国の Norwich Union 社の株式会社化の例では、株式公募代金の多くの部分が、有配当ファンドに入れられている<sup>138</sup>。これにより、理論上は有配当ファンドに「株主ファンドへの拋出」の財源が確保されると共に、有配当ファンドのソルベンシーの向上が図られ保険契約者にもメリットがあると考えられる。日本でも参考となるスキームであろう。

日本におけるファンド管理と、その中での株主ファンドへの拋出のイメージは次頁のとおり。

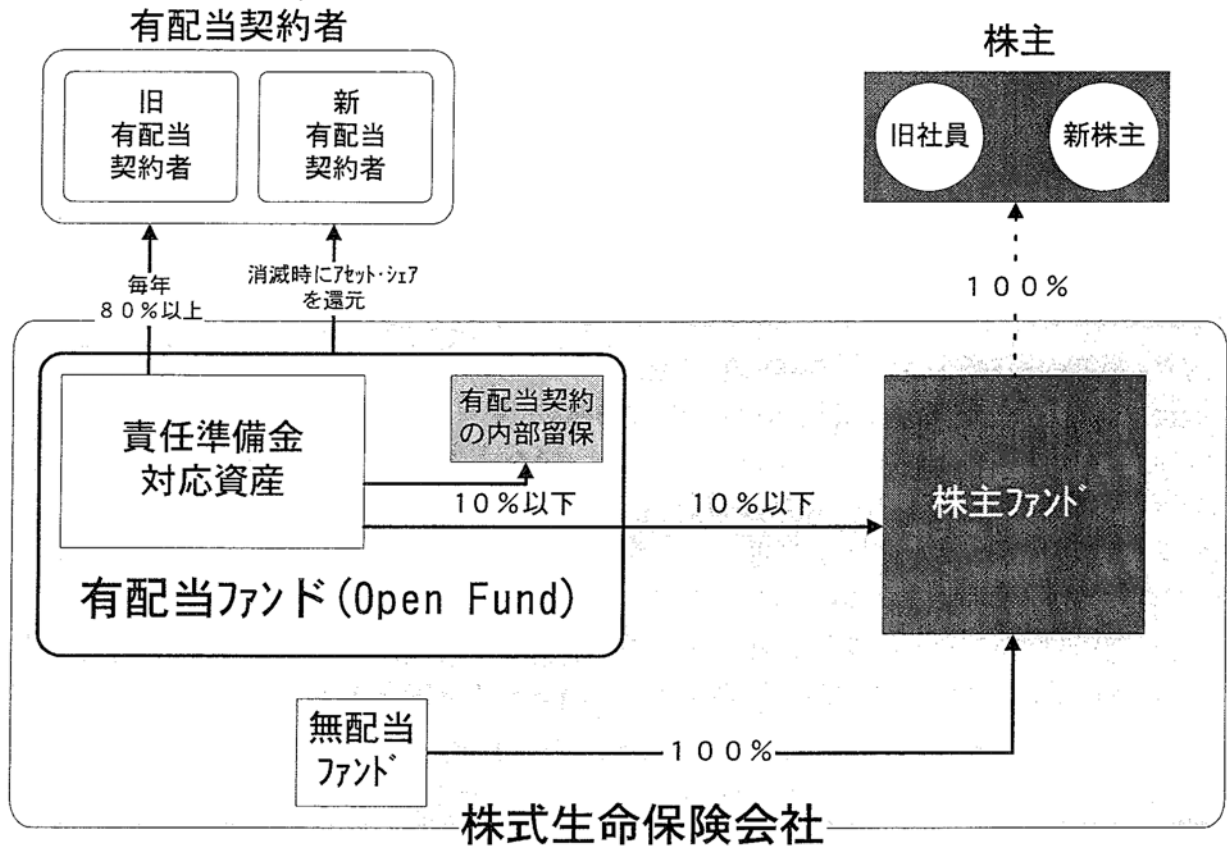
---

<sup>137</sup> 基礎書類に記載している例あり。

<sup>138</sup> 米国UNUM社の場合、IPOにより得られた資金(proceed)は一般的な会社目的に使用するとされた。



## 株式会社化後のファンド管理について(例)



### (ファンドの設定)

- ・有配当ファンド、無配当ファンド(あれば)、株主ファンドを設定。
- ・現行区分經理の資産区分は有配当ファンドのサブファンドすることが考えられる。

### (毎年の有配当ファンドの利益の分配<sup>139)</sup>)

- ・有配当ファンドの利益を保険契約者に契約者配当として支払うか内部留保する際には、同時に株主ファンドに移転する金額は、利益(契約者配当と内部留保と株主ファンドへの移転金額の合計額)の10%以下とすることで、有配当ファンドの利益に対する株主ファンドの持分を制限。
- ・有配当ファンドの利益を内部留保する金額は、分配利益の10%以下。
- ・残りの分配利益の80%以上が、有配当契約者への毎期の配当となる。

### (消滅時配当の支払)

- ・保険契約の消滅時には、有配当ファンドならびに内部留保から、アセットシェアに応じて消滅時配当を支払う。

<sup>139</sup> ここでは現行の日本で行われている剰余金をベースにした80%ルールを念頭においたが、剰余金の代わりに分配利益として、契約者もしくは株主にキャッシュアウトする際の金額を基準に制限をかける英国式の方法もあり得る。

このようなファンド管理の導入により、有配当保険の占率が高い日本の相互会社が、その事業内容を株式会社化時に急激に変化させることなく、株主へのキャッシュフローを、保険契約者が一種のリスク・プレミアムとして株主にソルベンシー維持と経営リスクへの対応の対価として支払うことで確保し、従来の保険契約者の利益を過度に制限することなく、株式会社として一定の価値を投資家に提示することができる。また、アセットシェアの管理を通じて、配当の期待を維持し、保険契約者の保護も合わせて図ることができると考えられる。

以上、今の段階では十分な検討を行うことなく、株式会社化後、契約者保護と合わせて企業価値を高めるにはどのような方法が考えられるかという視点で例示を行ったが、検討を要する課題も多い。一例としてファンド間の取引をどう考えるか、有配当ファンドに確保するソルベンシー水準はいかにあるべきか等である。有配当ファンドにどの水準のソルベンシーを確保すべきかは議論のあるところであろうが、理屈では保険契約者のファンドの中で、一定のソルベンシーを確保した上で、それ以上のソルベンシーは株主ファンドに委ねるという構成が望ましい姿ではないか。

これらの検討を行うに際して、現行区分経理の商品区分と全社区分の基本的な考え方が参考になるものと思われるが、別の視点でのアプローチも必要となろう。例えば、現行の区分経理は区分間での内部補助の排除を大きな目的の一つとしていると考えられるが、株主ファンドの場合には利害関係が明確に現行区分経理における全社区分とは異なることから、適切な手続きの中で必ずしも全社区分と同様に取扱われる必要はないものと考えられる。

株主ファンドは必要な範囲で有配当ファンドのソルベンシーの維持を行うことや、有配当ファンドの効率的な運営<sup>140</sup>のためファンド間の取引を活発化させることも考えられる。

このような視点で、株式会社化にかかる「保険契約者保護」の議論とも合わせて、日本の相互会社においても株式会社化を企図する会社はスムーズに株式会社の運営に移行できるよう、有配当ファンド、株主ファンド（株式会社化以前は社員ファンド）等の位置づけ、運営等を現行の区分経理をベースとして検討し、早期に株式会社化後の保険契約者保護ならびに効率的な財務運営等のインフラを整備することが考えられる<sup>141</sup>。

こうした中で、責任準備金評価のあり方は後述する、投資家の求める財務諸表の問題ならびに貯蓄性商品の逆鞘の問題への対応等の観点で避けては通ることのできない課題と思われる。特に貯蓄性商品の逆鞘の問題は、会社全体の健全性をいかに確保するか、貯蓄性商品以外の保険契約者の利益保護をいかに図るか、また、株主の利益をどう確保し、企業価値を維持向上させるかを考えた際に慎重な検討を要するものであると考えられる。

<sup>140</sup> 有配当ファンド、もしくはその商品区分内でのROEの測定等を行う高度な経営管理も考えられるが、この場合、株主ファンドと有配当ファンドもしくは商品区分とのファンド間取引が前提になることが想定される。

<sup>141</sup> 参考資料1. 豪州のAMP社、Colonial Mutual社のケース参照。