

英国における生保相互会社の株式会社化について

(「Demutualisation of A United Kingdom Mutual Life Insurance Company」)

(Journal of the Institute of Actuaries, March 1991)

1. はじめに

- 英国において、従来より「相互会社から株式会社への組織変更」に関する関心は低く、むしろ「株式会社から相互会社への組織変更」の実施例が多い。
- しかし、最近、英国において、次の生命保険相互会社が株式会社化を実施。また、Federation Mutual Insurance は、同社の既契約を、米国のエクイタブル生命が新設した保険子会社「Equico International Limited」へ包括移転を計画している。
 - ① National Mutual Life of Australia (英国支店)
 - ② FS Assurance
 - ③ Pioneer Mutual
- また、英国の生保業界においては、次の合併が実現したが、株式会社化ではないものの、実質的に株式会社化にきわめて近い性質を有する。
 - ① London Life と AMP の合併
 - ② Boots Life と Tunbridge Wells Equitable Friendly Society の合併
- Time Assurance は、友愛組合から株式会社「Templeton Life」へ組織変更を実施後、「Templeton International Group」に買収された。
- 以上の事例から明らかなおと、最近の英国生保会社の取締役は、株式会社化により、会社並びに保険契約者の利益が増進されると判断。こうした株式会社化に対する関心の増大の背景は次のとおり。
 - ① 「金融サービス法」制定による販売チャネル構成変化と新契約のシフト・集中化
 - ② 新契約商品構成の変化
 - ア. 最近の主力商品は、「住宅抵当貸付養老」、「個人年金」、「ファンド・マネジメント型商品」、「ユニット・リンク型商品」
 - イ. 商品特性から判断し、「個人年金」契約者のみが、伝統的な相互会社の保険契約者の地位・性格を有しているのみ。現在の多くの相互会社の保険契約者にとって、「会社の相互性」という性質・側面は、余り重要な要素ではなくなっている。
 - ③ EC 市場統合による競争力強化の必要性
 - ア. 剰余金の内部留保以外に資本強化策のない相互会社は、相対的に不利。株式会社化により資本調達手段を確保

2. 株式会社化の背景・前提

2.1 相互会社運営の原則

- 相互会社は法的には様々な形態があるが、保険契約者が会社の社員を構成し、「外部の株主が存在しない」という共通の特徴を持つ
- 投票権や剰余金分配権（事業継続中及び清算時）については、特に無配当保険契約者に対する取扱いが異なるが、現在、相互会社の3分の2は無配当契約に対し社員権を付与し、また、相互会社の50%以上は、有配当契約に対する剰余金分配について制限を設定
- 株式会社化は会社の清算（winding-up）に等しく、したがって、諸権利や給付の確定にあたり、会社清算時の取扱いをすべきとの議論がある。しかし、会社再建目的の株式会社化の場合でも、会社清算ではない。「1982年保険会社法」第49条は、会社の「清算」を回避する目的で導入されており、法的には、株式会社化は清算ではないとの解釈をとっている。
- 明確性が欠如しているのは法体系ではなく、相互会社の運営方法とその目的である。米国における相互会社の正当性の根拠は、「実費主義」による保険の提供である。英国の生保業界は、「生命保険による死亡保障の提供」よりも「貯蓄・投資」により特徴づけられており、米国で

主張される「実費主義」の援用は困難。また、米国の相互会社の「フリー・サープラス」は、多くの英国の相互会社の状況と大きく異なる。

- 相互会社の運営については、「エンティティ理論」と「リボルビング理論」という二つの有力な考え方がある。「エンティティ・キャピタル・モデル (Entity Capital Model)」は、退社員が社員であった間に会社の剰余金増大に寄与した部分の一部を払戻さずに、会社に永久的に留保し、これが相互会社の永久的自己資本として認知されるべきとの議論・考え方。一方、「リボルビング・ファンド・モデル (Revolving Fund Model)」は、退社員は退社に際して自己の貢献した剰余金の払い戻しを受け、会社の必要とする内部留保は残存し、あるいは、新たに入社する社員の契約からなされるという考え方。相互会社の運営におけるこの二つの理論の議論において、「リボルビング理論」に立脚した会社は、実質的に「実費主義」に基づく保険の提供を行っており、また、この概念を投資収入の現世代契約者への還元にも適用。「エンティティ理論」に立脚した会社も同様の主張を行っているが、これは必ずしもあてはまらない。英国の相互会社の多くは「エンティティ理論」に立脚しており、相互会社の運営の原理として「実費主義」を掲げることは困難
- 「エンティティ理論」に立脚した相互会社運営の固有の基本概念は、資本という経営資源（孤児剰余金）をある世代から次の世代に移転するという考え方。「孤児剰余金 (Orphan Surplus)」は、総資産から「保険契約者の給付に対する合理的な期待を満たすために必要な資産」を控除した額と定義される。この移転金額が多額となっており、この孤児剰余金に対する会社の姿勢及びこの剰余金の役割・位置付けと活用方法がここでの議論の中心
- 「エンティティ理論」においては、孤児剰余金は将来世代の契約者に属しているとの認識。この議論を延長すると、孤児剰余金はどの特定の契約者にも属していないとの議論が可能であり、多少の理論的修正を加えると、孤児剰余金は会社に属するという議論への発展が可能
- こうした議論の結論として、相互会社運営の考え方を次のように整理することが可能
 - ①当該会社は相互形態である、
 - ②当該会社は孤児剰余金を有している、
 - ③当該会社は孤児剰余金についての処分を決定する。一般的な形態としては、将来の契約者世代を利するために一種の信託財産として会社により保有される、
 - ④以上が、契約者が保険相互会社の保険契約に加入し、社員となる際の基本的考え方となる。
- 株式会社化のように会社運営の基礎が大きく変更される場合、契約者ないし社員との関係をどのように捉えればよいか？
 - ①一つの極端な考え方は、「契約者の財政上の地位が不変で、同一水準の給付及び財政上の保障を期待できる限り、保険契約者ないし社員にはまったく関係がない」とするもの。この考え方の下では、社員は孤児剰余金に対する請求権はなく、保険契約者の諸給付は株式会社化の前後でまったく変化はない。
 - ②また、保険契約者・社員には何らかの補償が必要とする中間的考え方もある（有配当契約と無配当契約では取扱いが異なる）。
 - ③もう一つの極端な考え方としては、「孤児剰余金全額は、現在の保険契約者・社員に配分されるべき」とするもの。この場合、剰余金の分配方法のみが議論の対象となる。
- 補償の問題を検討する際に、次の問題の区別を明らかにすることが重要。この二つの要素は別物であるが、しばしば同一に扱われ、混乱を招く結果となる。
 - ①保険契約者としての給付に関する期待
 - ②社員としての諸権利

2.2 株式会社化の背景

- 英国生保相互会社の株式会社化の背景として、次の3つの要素が存在
 - ①資本調達必要性
 - ②販売チャネル確保の必要性
 - ③戦略的機会
- 反対に、相互会社形態を継続することのメリットも存在

①株主配当が不要であるため、一定の競争力を確保

②長期的視点での経営が可能

③買収の危険を回避

- 資本を調達するために株式会社化を実施するという意思決定は、(ア)競合するに十分な経営資源(資本)を有していないと会社が感じるか、ないし、(イ)十分な経営資源(資本)がないと実現不可能な事業機会が存在する場合に、なされる。
- (ア)の場合、問題の本質が資本の水準にあるのかどうか慎重な検討が必要。(イ)の場合、強力な財務基盤を有する相互会社にとって重要な視点となる。例えば、英国市場で競争するのに必要な財務基盤を有する相互会社が欧州全域あるいは世界市場で競合する場合、追加資本が必要。ただし、こうした戦略目標達成には、株式会社化という方法とは別に、提携・合併といった手段も可能
- 英国における株式会社化の動機は、多くの場合、販売チャネルの確保。「金融サービス法」導入により、生命保険業界では、従来の販売関係が大きく変化。特に、独立チャネルが大きく後退し、新契約が少数の会社に集中した結果、相互会社の新契約は低迷。相互会社は、販売チャネルを有するパートナーの確保が必要となり、株式会社化し、当該パートナーを株主として迎え、提携を強固とする場合もある。

2.3 株式会社化の代替方法

- 株式会社化の代替方法については、前述の3つの目的のいずれかを達成することが必要
- 現在、相互会社による外部資本の直接調達は不可能で、資本調達という目的には、他の有力相互会社との合併も一つの方法
- また、事業の一部を川下子会社化し、当該子会社の株式を外部投資家に売却する方法も可能
- 販売チャネル確保が目的の場合、有力なパートナーとの合併も可能。ただ、合併事業の長期的安定性は懸念材料(販売面をパートナーが支配することとなり、また、合併解消リスクも存在)

2.4 株式会社化の方法

- 英国において、相互会社から株式会社への直接転換を可能とする法律は存在しない。したがって、保険契約者の利益を保護する規定も存在しない。
- 実際の方法としては、「保険会社法」第49条を活用した新会社への契約の包括移転により実行されている。当該条項は、株式会社化を意図して制定されたものではなく、不満足な面もあるが、いくつか利点を有している(明確な法的プロセスが規定されている点、保険契約者の利益保護規定が手当てされている点等)。また、「1990年財政法」の関連条項により、税務上の取扱いも確認されているため、第49条を活用した株式会社化は実務上問題は少ない。
- 株式会社化の方法は、当該会社の最終形態に依存。他社によって買収される場合、株式会社化を実現するには、資産及び負債の全額を買収する会社が保有する生命保険会社へ移管することがもっとも有効な方法
- 証券取引所へ上場の場合は、異なるアプローチが必要。英国の生保業界において、(1991年時点では)株式会社化後上場した例はない(米国ではユニオン・ミューチュアルの例あり)。ただし、住宅貯蓄組合や相互銀行について、株式会社化後上場した例はある。通常の上場の手続きに加え、証券取引所の協力が不可欠。株式会社化の際に外部資本が不要の場合においても、当該株式の市場が成立し、証券取引所の各種要件を満たすに十分な株式が必要。外部資本が必要な場合、保険契約者・社員への株式の分配に加え、一般投資家に対する公募が必要。証券取引所への上場が必要な場合、株式の売買を可能とするため、会社の評価が必要

2.5 取締役及びアクチュアリー責任

- 取締役は会社と社員に対して義務があり、会社運営に対して責任を有する。継続企業においては深刻な利害対立は生じないが、配当率の決定においては次のような判断が必要
 - ①現保険契約者に対する配当増額

②会社の財務基盤の弱体化

③新契約増加

- 株式会社の買収に際しての取締役の位置は明確ではない。一方で、取締役は会社に対し責任があるという意見があり、他方、株主に対し責任があるという意見もある。「買収」を「株式会社化」に、「株主」を「社員」に置き換えてみると明らかなように、株式会社化における取締役の義務に関する意見は多様
- アドバイザー、特にアクチュアリーにアドバイスを求めるとはいえ、取締役は経営上の意志決定に責任を有する。株式会社化が実施される場合、取締役は、社員に提示する株式会社化計画案を決定する必要があり、その際、次の点を満足する必要がある。
 - ①様々な契約群団に属する既契約者に対する株式会社化計画の影響（保証給付及び非保証給付に関する期待の確保）
 - ②社員権喪失に対し社員に提供される補償水準全般及び補償の配分方法の充足性
 - ③異なる保険契約者群団に対する補償分配の公正さ
 - ④株式会社化を伴わない他の経営戦略等代替案と株式会社計画案との比較・検証
 - ⑤株式会社計画の組織全体及び経営陣・スタッフに対する影響
- 株式会社化に関与するアクチュアリーは次のとおり。また、取締役は一般に外部から保険数理に関するアドバイスを求める。
 - ①任命アクチュアリー (Appointed Actuary)
 - ②独立アクチュアリー (Independent Actuary)
 - ③政府アクチュアリー (Government Actuary)
- 任命アクチュアリーは、株式会社化プロセスにおいて、特別の追加責任を負うことはない（法令上もアクチュアリー会ガイドライン上も設定されていない）。任命アクチュアリーは、ソルベンシー、財務健全性および保険契約者の合理的な期待に関与しており、これらが損なわれない限り、任命アクチュアリーの義務は発生しない。しかし、経営陣及び（取締役）の一員としての貢献・役割は重要。独立アクチュアリーが数値を検証する際に、任命アクチュアリーが準備した数値・分析に大きく依存。株式会社化において、任命アクチュアリーは中心的役割を果たすが、そのルールは正式に規定されていない。任命アクチュアリーが株式会社化計画について報告書を準備することが慣例となっているが、この報告書の内容や目的は特定されていない。
- 「保険会社法」第49条に基づく契約移転において独立アクチュアリーの関与が必要で、その役割は明確だが限定的。「計画書の諸条件」、特に「当該会社の長期の保険契約者に対する株式会社化計画の影響」に関する意見を記載した独立アクチュアリーによる報告書を義務づけているが、社員権に関する記述は不要であり、株式会社化の代替案の検討も不要。しかし、最近英国アクチュアリー会が公表した「ガイドラインGN15」では、社員権の希薄化や喪失が伴う場合、この問題に関する提言を含め、独立アクチュアリーの役割を拡大。また、「保険契約者の合理的期待」に関するワーキング・グループも、「株式会社化といった生保会社における重大な変更にあたり、保険契約者は、新しい提案が、閉鎖ファンド方式 (Closed Fund) と比較して、彼らの不利にならないことを期待している。したがって、アクチュアリーとしては、それぞれのオプションの利点・不利点を明確にし、もし閉鎖ファンド方式が有利であれば、これを推薦しなければならない。」と結論
- つまり、独立アクチュアリーは、社員権の問題を検討し、株式会社化の代替案、例えば、「閉鎖ファンド方式」との関係で、社員権を評価することが必要。しかし、社員権喪失の意義は保険数理というよりも経営上の問題であり、また、閉鎖ファンド方式をはじめ取締役が未検討の株式会社化代替案と比較することが適当なのかどうかも疑問。さらに、独立アクチュアリーは、株式会社化計画に対する投票においては、契約者および社員に対するアドバイザーとして位置づけられている。
- 社員権の希薄化や喪失を伴う「第49条に基づく契約移転」の実施はつい最近の事例。London Life の場合、独立アクチュアリーは投票権の希薄化について重大な損失はないと結論。National Mutual の場合、独立アクチュアリーは、英国の保険契約者の孤児剰余金に対する権利に関する取締役会あての法的助言に判断を一任
- FS Assurance 及び Pioneer Mutual の場合、独立アクチュアリーは社員権に関する意見を表明

し(ただし、このような結論に至った理由は説明せず)、無配当保険契約者の社員権には具体的な価値はなく、株式会社化計画による会社の安全性の向上により権利は補償されていると結論。有配当保険契約者については、現在の状況及び閉鎖ファンド方式との比較から、株式会社化により状況は好転する見込みと結論

- もし、独立アクチュアリーが、「閉鎖ファンド方式」等取締役が未検討の方式を別途検討する場合、これは、実質的に取締役を論駁し、別の提案を行っていることとなる。独立アクチュアリーの役割は、裁判所に対し専門的助言を与えることだが、もし、株式会社化に比較しより良い方式が存在する旨の専門的助言があれば、裁判所としては無視できない。こうした意味から、実体的に、株式会社化における独立アクチュアリーの役割は非常に大きい。独立アクチュアリーは、社員権の喪失に対し、どの程度の補償を提供すべきか明言することが望ましいが、この補償額が「公正な価額」かどうかについて意見を述べる資格があるのかどうかは不明。さらに、社員権喪失に対する補償額を算定するための保険数理的あるいは科学的根拠は確立されておらず、結局は、取締役とそのアドバイザー、および貿易産業省(DTI)、社員自身、最終的には裁判所に委ねられる。
- 政府アクチュアリー部門の役割は、貿易産業省に対し助言を与えること。貿易産業省の見解は変化しているが、基本的な関心事は保険契約者の利益の保護であり、保険契約者の利益は、単に保険給付上の期待だけに留まらないとの解釈している模様

3. 株式会社化計画の策定

3.1 関連する当事者

- 株式会社化のプロセスにおいて、次のいくつか異なる当事者の利益が検討され、代表されなければならず、株式会社化が成功するためには、そのプロセスおよび結果が当事者それぞれの期待を満たす必要がある。
 - ①有配当保険等の保険契約者
 - ②社員
 - ③将来の株主
 - ④経営陣及びスタッフ
 - ⑤エージェント
- 保険契約者は、当該会社の財務上の安全性に利害を有している。多くの場合、株式会社化には資本投下が伴い、財務健全性は向上。有配当契約者は将来の給付に利害を有しており、これに関する契約者の合理的な期待の保護が重要な課題である。「保険会社法」第49条に基づく契約移転の場合、次の契約者保護手段が規定されている。
 - ①株式会社計画の諸条件及び保険契約者への影響について、独立アクチュアリーによる報告書の提出を義務づけ
 - ②保険契約者は、当該計画に反対の場合、裁判所に意見を述べる事が可能
 - ③裁判所は、国務長官に意見を述べる事が可能で、貿易産業省が株式会社化計画の条件について不満の場合、介入が可能
- 将来の株主も、株式会社化計画に関心を有している。特に、彼らが支払う株式の価格が彼らの投資に合理的なリターンをもたらすかという点の確認を求めている。現存の契約者を過度に優遇し、新しい株主に対し過度の制約や将来の潜在的な負債を課す株式会社化計画は失敗する。
- 経営陣及びスタッフも、将来の雇用という観点から、利害を有す。経営陣は、株式会社化が既契約者の利害に合致するよう配慮するが、併せて、組織の継続的有効性の確保や株式会社化の経営陣・スタッフに対する短期・長期の影響にも配慮が必要
- 会社の専属販売員や独立販売員も、株式会社化による既存顧客への影響や、株式会社化後の会社の将来見通しという点について大きな関心。会社としては、エージェントの支援確保が重要であり、株式会社化により、会社の将来見通しが向上する点を納得させることが必要

3.2 会社構造の選択に及ぼす諸要因

- 株式会社化計画では、再建または新設会社の構造について、次の項目の特定が必要

- ①設定されるファンド数および各ファンドにおいて引き受ける事業の種類
- ②各ファンドにおける剰余金に対する株主のシェア
- ③各ファンドに当初割当てられる資産（買収側が支払う報酬も含め）
- ④各ファンドの将来の運営方法（有配当契約について将来の配当の決定方法含む）
- まず、新会社の事業目的を検討し、目的達成に最適な構造とすることが必要。将来の事業方法は、株式会社化計画により制約を受けるため、初期の段階で、保険数理の問題、合理的期待の問題、社員権喪失の補償の問題及び他の代替案といった点を決定することが必要
- こうした計画を策定する上で、次の要素を検討することが必要。
 - ①将来の契約高と商品構成
 - ②価格政策と競争上の諸要件
 - ③事業費
 - ④税金
 - ⑤資本の必要性
 - ⑥株主への提示価格と将来のリターン

3.3 有配当契約

- 有配当契約の取扱いは株式会社化において最も重要だが、二つの方法が存在。第一の方法は、有配当契約ファンドを閉鎖ファンドとせず、新契約を追加し、株主もこのファンドから発生する将来利益に与かることが可能な構造とするもの。第二の方法は、既存の有配当契約について閉鎖ファンドを設定し、有配当の新契約は別のファンドで管理する方法。この場合、株主の剰余金に対する権利はそれぞれのファンドにおいて異なる。
- 「開放ファンド方式 (Open Fund Approach)」は、FS Assurance 及び Pioneer Mutual において利用され、最も不透明だが、最もシンプルな方式。この有配当ファンドは、分配される剰余の一定割合（通常10%）を株主が受領する方式。過去においては、一つのファンドを設定して、全保険種類（有配当既契約、有配当新契約、無配当契約、ユニット・リンク契約）をこのファンドで管理したため、ユニット・リンク型商品や他の無配当商品から発生する利益も10%しか受領できず、株主にとって不利であった。
- 既存の有配当契約について閉鎖ファンドを設定する方法は、これまでの株式会社化や会社再建にあたり利用されてきた (National Mutual of Australia 英国支店、Southern Life の株式会社化、Irish Life の会社再建等)。米国の場合、多くの株式会社化において、この方法が活用され、保険契約者の将来の給付に対する合理的な期待を満たす上で、最善の方法と考えられている。
- 閉鎖ファンド方式は、既存の有配当保険契約者について、彼らの将来の給付に対する合理的期待を充足するのに十分な水準の資産を事前に定義し、別ファンドとする方法で、閉鎖ファンドの運営については、株式会社化計画書において規定。将来の給付額は、もっぱら、このファンドの実績によるが、例外的に、外部からの一時的支援が提供される場合もある (London Life とAMPの合併等)。
- 閉鎖ファンド方式の運営には、数多くの形態が存在。一つの極端な形態としては、新契約活動を停止し、既存の有配当契約のみ単一の閉鎖ファンドで管理する方法がある。他の極端な形態としては、既存の有配当契約を、会計上の目的のために、名目上の閉鎖ファンドにより区管理し、将来の給付は、名目上閉鎖ファンドに割り当てた資産によって決定する方式で、実質的には、既存の有配当契約についてアセット・シェア方式により将来の給付が決定される「開放ファンド方式」と類似 (名目上の閉鎖ファンド全体が、当該契約群のアセット・シェア総額をあらわす)

3.4 ユニット・リンク型及び他の無配当契約

- ユニット・リンク型およびその他無配当商品は、100%株主ファンドに移管するか、有配当ファンドに留保することも可能。新契約についても、同様の選択が可能。新契約が株主ファンドにおいて管理される場合、既契約 (特にユニット・リンク型商品) も株主ファンドに移管す

ることが適当

- 無配当契約をどのファンドに移管するかは次の要素を勘案することが必要
 - ①各種オプションの新規株主に対する魅力
 - ②当該契約の相対的重要性
 - ③契約管理・会計上の配慮
- 選択された構造が、株主資本水準、配当支払い能力および新会社の価値に関する将来の要件に影響を与えることとなる。
- 一般的には、ユニット・リンク型商品は株主ファンドで引き受け、その他商品は有配当ファンドで引き受ける
- 無配当保険を株主ファンドへ移管する場合、このファンドに割当てられる資産は、現行の法定負債に等しい額となる。

3.5 補償の形態

- 補償は、次の主要な3つの形態のうち、いずれかの形態をとる。株式会社化計画書により、補償金額・形態および組織変更に伴い決議される特別配当等が明記される。
 - ①現金
 - ②株式会社化後の保険会社、持株会社ないし買収会社の株式
 - ③保険給付の増額
- 現金による補償支払いの形態は、受領者にとっては望ましいが、会社の資産を減少させ、また、税法上の取扱いも不利
- 株式の発行は、一定の条件下では、適当な手段。例えば、単に株式会社形態への転換が目的の場合、コスト負担なく社員に株式を提供し、その上で、当該株式の（流通）市場を確立し、株式保有の価値を実現する機会を提供することが可能。しかし、資本調達为目的の場合、なんらかの形態の株式上場（Flotation）が必要。社員は、株式の一部ないし全部に対する優先応募権を付与されるが、当該権利を行使するには、一定金額の払い込みが必要。社員に対する補償は、一定数の無償株式、あるいは、株式に対する優先応募価格のいずれかの形態をとるが、会社に対する持分全額を維持するためには、社員は追加資金の拠出が必要
- 上場会社が相互会社を買収する場合、自社株活用による買収を検討する可能性があるが、自社株活用のみでの買収の可能性は低く、通常、現金が必要。社員権喪失に対する補償の問題は、買収する会社の株式提供により解決可能だが、他の補償のため、現金の追加投入が必要
- 補償の第三の方法は、既契約者に対し、保険給付を増額する形態があり、英国においては、有配当契約者に対する補償の方法として広く活用されている。通常、支払いは有配当ファンドに対しなされ、保険契約者の給付が増額される（多くの場合、特別保険金増額配当 [Special Reversionary Bonus] という形態）。もし、給付の増額が、将来の特別保険金増額配当や消滅時配当増額により提供される場合、当面の間、補償資金は当該ファンドの資金として活用でき、会社の財務健全性を向上させることとなる。
- 補償の形態を決定する上で、保険契約者及び会社の税務上の取扱いを考慮することが必要。現金の支払いないし社員権喪失の対価として分配される株式については、キャピタル・ゲイン課税の対象となる可能性が強い。株式の場合、売却されるまで、課税関係を延期することが可能。保険給付の増額に充当する補償形態では、通常、課税関係は発生しない

3.6 ファンドへの資産と補償の配分

- 買収者の支払う現金、あるいは公募による増資は、既存の資産のうち無配当契約の負債を上回る部分と合わせて、次の部分に利用
 - ①有配当契約者の合理的期待を充足するために必要な額
 - ②社員・契約者への追加補償
 - ③新契約のコストをカバーするため有配当新契約ファンドに配分
 - ④財務強化のため無配当ファンド（100%株主ファンド）に配分

- ・ 契約者の合理的期待を充足するための額 (①) が最初に算定され、残りが②～④に配分される。
- ・ 各ファンドに必要な資本水準は新契約レベルにより異なる。有配当ファンドが過剰資本の場合、会社として有配当商品からユニット・リンク型商品に急速にシフトする方針でも、株主は有配当ファンド内の多額の剰余金を利用できない。また、急速に増加するユニット・リンク型契約の資本を確保するため、株主は多額の追加資本注入が必要となる可能性もある。一方、もしも有配当ファンドが過小資本なら、有配当商品を有利な条件で販売することは困難かもしれない。株主にとって、90%/10%有配当ファンドは100%株主ファンドの10%しか価値がないため、資産の配分は重要な問題

3.7 会社価値への影響

- ・ 株式会社化後の会社価値は事業ごとの剰余に対する株主の持分と各ファンドに配分された初期剰余によって決まる。このことを次の例で示す
 - ・ 認容資産：10億ポンド
 - ・ 負債：投資準備金2億ポンド、法定責準8億ポンド
 - ・ 有配当契約アセット・シェア7億ポンド、孤児剰余金1億ポンド
 - ・ 利益に対する株主持分：
 - 既契約有配当保険10%、1億ポンド（リスク割引率考慮後は9000万ポンド）
 - ユニット・リンク型保険100%
 - ・ その他以下のとおり（単位：百万ポンド）

	既契約			新契約		
	保険料	責準	価値	保険料	責準	価値
有配当	120	600	90	10	4	40
ユニット・リンク	60	200	50	15	3	30
合計	180	800	140	25	7	70

- ・ 次の場合について株主価値への影響を調査。なお、90%/10%ファンドでは投資準備金に対する株主持分を10%と仮定
 - ①既契約有配当は閉鎖ファンド、新契約有配当およびユニット・リンクは90%/10%の新ファンド、孤児剰余金は新ファンドに配賦
 - ②①と同様だが、ユニット・リンクは別途100%株主ファンド
 - ③ユニット・リンクを含む全契約を対象に90%/10%ファンドを設定
 - ④③と同様だが、ユニット・リンクは別途100%株主ファンド
 - ⑤既契約有配当は閉鎖ファンド、有配当新契約はなし、ユニット・リンクは100%株主ファンド、孤児剰余金は閉鎖ファンドに配賦

- ・ 結果は以下のとおり（単位：百万ポンド）

	①	②	③	④	⑤
保有契約の価値	15	60	95	140	50
（有配当）	10	10	90	90	—
（ユニット・リンク）	5	50	5	50	50
のれん代	43	70	43	70	40
（有配当）	40	40	40	40	—
（ユニット・リンク）	3	30	3	30	*40
合計	58	130	138	210	90

*有配当新契約の50%分だけユニット・リンク新契約が増加と仮定

4. キーとなる問題

4.1 保険契約者の合理的期待

- ・「保険契約者の合理的期待」に関するワーキング・グループの報告書が指摘したとおり、この「期待」を定義することは困難。特に会社側は、従来、契約者配当算出の根拠を開示していないため、定義づけは一層困難。しかし、今般、「配当ガイド (With-Profits Guide)」が公表され、状況は変化
- ・保険契約者の合理的期待には、契約に基づく給付期待のみが関係し、社員権は関係しない。
- ・合理的期待は会社に対する総合的情報および関連する環境要因から生じるが、現在、多くの会社が「アセット・シェア」を配当金決定の方法として活用。しかし、アセット・シェアについて単一の定義は存在せず、多様なテクニックやアプローチが使用されている。この状況は、「純粹」なアセット・シェアの計算のみならず、その他剰余金が含まれる範囲やアセット・シェアから控除すべき剰余金の水準、「平滑化 (Smoothing)」の方法等についてあてはまる。平滑化されたアセット・シェアは変動が大きいというデメリットがあるが、大半の契約で消滅時配当が一般的になっているという事実から、アセット・シェアは有効な方法
- ・株式会社化計画書において、保険契約者の合理的期待を充足する方法が手当てされるが、実際には、この期待は契約者に分配される配当によって実現する。取締役及びそのコンサルタントは、開放ファンド方式あるいは閉鎖ファンド方式により、要請される配当水準を提供できるかどうか選択することが必要
- ・「保険契約者の合理的期待」に関しては、米国のアクチュアリー会が研究しており、配当計算を目的とした場合、「閉鎖ファンド方式」が最善の方法であるとの結論を提示している。この閉鎖ファンドに充当される資産は、現在の経験値が継続する場合、将来の保険料と併せて、現行の配当水準を支払うのに十分な額とされている。米国の方法は、過去法ではなく、将来法的アプローチを基礎としており、英国の状況において、解釈することは困難。つまり、現在の配当は過去20年間に達成された高水準の運用利回りを反映しており、現行の配当水準を前提とした高水準の運用利回りを継続するという仮定には無理が生ずる。また、この将来法的評価は、将来の配当率や金利水準に大きく影響を受けるという困難な要素を内包している。
- ・アセット・シェア方式の重要性が増大する中、将来法的アプローチだけは不十分であり、配当率については、必ず、過去法的アプローチによる結果と比較することが必要
- ・保険契約者の合理的期待を超過する水準の支払いは、保険契約者の期待の数値化が不確実であるため、経営上の判断により決定されるべき。現在の剰余金は有配当契約者に帰属すると考えられるが、将来の追加給付や剰余金払出し等に関する保険契約者の合理的期待は存在しない。
- ・保険契約者の合理的期待の他の側面としては、保険会社の財務面の強さや健全性もある。

4.2 社員権および補償

- ・社員の定義は会社で異なり、有配当契約者に限定する会社もあるし、全契約者を社員とする会社もある。無配当契約者は社員だが剰余金分配権がないとする会社もある。
- ・社員としての主要な権利は、取締役を選任する投票権並びに定款変更といった事項の総会での決議権である。社員が積極的なアクションを起こさないという事実は、現行の相互会社の運営方法を肯定している証拠であり、また、社員が共同でアクションを起こすことの困難性を反映
- ・相互会社の社員は、株式会社の株主と同様な数々の権利を有するが、彼らは相互会社の株主ではない。相互会社の社員の持つ権利に関する多くの議論では、社員と株主が混同されているが、相互会社の社員と株主の間には次の重要な相違点がある。
 - ①社員権は一過性で、保険契約の存在に依存している
 - ②定款上に規定されている場合を除き、法律上は社員の会社資産に対する権利は規定されていない
- ・したがって、社員権の喪失は、株式の売却や会社買収に際しての株主に対する支払いと同様に扱われるべきでない。補償はしかるべき問題に対する投票権という一過性の権利の喪失に対し行われるべきで、投票権ごとに全社員について一律か、あるいは、保険契約の残存期間に比例して増加するかのいずれか。有配当契約者に対する補償を大きくすべきという議論は、投票権の喪失あるいは「公平性」の観点からなされるべき
- ・社員権の価値総額は、最低ゼロから、最大は「現時点の剰余金」、「無配当既契約の価値」、

「のれん代」の総和となる。社員権の価値がゼロであるという議論の根拠は、(ア)有配当契約者に対する補償を完了した後の会社価値がゼロ、あるいは、(イ)社員が社員権を行使する確率は極めて低いため、社員権は価値を有していない、のいずれかとなる。

- 社員権の価値は会社の価値総額に等しいという議論を有効とするためには、社員が結束してこの議論を強く主張することが必要。National Mutual of Australia の英国支店の株式会社化では、英国支店の社員の占率が低いため、英国の保険契約者の社員権について多くの価値は認められなかった。
- 前述のとおり、英国の相互会社は、剰余金は現世代の契約者には属していないとの暗黙の前提にたった運営をしており、この原則を社員に対しても適用することは妥当。したがって、社員権の価値は、株式会社化について社員を説得するに当たり必要と感ずる水準をベースに取締役が決定すべき性質のもので、個々の状況に応じてなされるべき経営上の意思決定で、保険数理上の技法により決定できる性質ではない。
- 株式会社化に伴う様々な問題は、関連する各種当事者に対する権利付与が中心であり、株式会社化計画はこの点を中心とした検討が重要

4.3 保険契約者に対する補償額の評価

- 株主が既存の有配当契約から発生する剰余金の一部を獲得する場合は、当該保険契約者の給付に対する期待が損なわれないよう、当該契約者に対し将来の剰余金の損失に対する補償を提供する必要がある。この場合、将来利益の原価を算出するための割引率の決定に困難が伴う。株主としては「リスク対応割引率 (Risk Discount Rate)」の使用が望ましいが、保険契約者への補償額を決定する場合は、当該契約の裏付けとなっている資産の「正味運用利回り」がより適当と考えられる。
- 保険契約者への補償を目的とし、無配当契約の将来利益を評価する場合、当該契約が株主ファンドに移管されるのであれば、「リスク対応割引率」が「運用利回り」より適当と考えられる。これは、将来利益の実現に付随するリスクを株主が引受けるため
- 有配当契約ファンドの将来収益の割引率はさらに流動的。株主としては、当該ファンドの正味運用利回りより1%～3%高い水準のリスク対応割引率を期待。保険契約者の給付総額がマイナスの影響を受けないよう、当該ファンドから株主への移管による将来利益の逸失分を補うに十分な水準の補償を受領する場合は、理論的には、正味運用利回りを割引率として使用することが適当
- 実務的には、移管はファンドへの貸付けとみなすことができるが、ファンドへの多額の現金投入は、特に相互会社のように財務的資源が限られている場合は、契約者に対する給付の増額をもたらす。株主は実質的に追加資本を提供しており、このような追加資本なしでは投資政策の自由度が低く、新契約引受けも制限されるるので、高い利益率の設定も妥当
- 補償額の支払いが新契約に投資される場合、この裏付けとなる資産の運用利回りは資産全体の正味運用利回りと比較して高くも低くもなる。

4.4 会社の評価

- 会社価値総額の評価がいくつかの理由により必要
 - ①取締役およびその財務コンサルタントに対し、会社の経済的価値を周知させる。これは、株式会社化後に買収される際の買収価格の決定・交渉や株式上場の際の上場価格の決定に必要
 - ②会社価値の総額に与える影響を評価し、最適な構造を決定
 - ③社員権の潜在的価値及び社員が受領する補償額の検討に際し、取締役の判断材料を提供
- 「評価価値法 (Appraisal Value Techniques)」は、株式会社の評価によく使用される方法であり、株式会社化における相互会社の経済的価値あるいは評価価値の決定に有効な方法
- 会社価値の評価を実施する前に、株式会社化後の構造や事業運営に関する計画上の諸条件について、特に次の事項について、明確な定義をすることが重要。
 - ①各ファンドの構造及び各ファンドで引き受ける契約

- ②各ファンドの剰余金に対する株主の持分
- ③既存資産の各ファンドへの配分
- ④実現した価値の配分
- ⑤保険契約者／社員に対する補償の水準と形態
- ⑥運用収益、事業費及び税金の各ファンドへの配分方法
- ・買収会社が払込む金額、株式上場による調達資金（社員へ配分されず、契約者の給付増額に使用されない資金）は、会社価値の増大に繋がるが、その貢献額は、相互保険契約者ファンド、「90%/10%ファンド」ないし「100%株主ファンド」のいずれに投入されるかで変化
- ・生命保険会社の「のれん代」の決定は、会社価値評価の中で最も困難であり、様々な判断要素が介在する分野である。株式会社化後は運営環境が一変し、過去の実績が参考とならないことが理由。極端な場合、会社ののれん代は相互形態そのものに依存しているという議論もあるが、全く無関係ということもある。新契約の収益性や成長性等に対する株式会社化の与える評価等について、慎重な検討が必要。のれん代の水準は、多くの場合、株式会社化の前後で異なる場合もあろう。
- ・相互会社の価値を評価する際の特殊な問題点は、一定程度、しかるべき「感応度テスト」により軽減が可能。会社が上場し、株式がまず保険契約者に分配される場合、市場が会社の価値を決定することとなる。一定の条件の下、もし追加資本が不要であれば、会社の資本ニーズに応じて株式の発行価格が決定され、社員に対し、コスト負担なく、株式を提供することが可能（現実には、なんらかの追加資本が必要となるため、このシナリオは非現実的）。もし、資本調達が主要な目的の場合、高い株式価格の設定が必要であり、社員に配分されない株式が一般投資家に提供される。この場合、上場を成功させるため、予想される市場価格より低い水準で価格を設定する必要があり、上場に先立ち、見込まれる市場価格の算定が必要
- ・もし、相互会社が第三者へ売却される場合、第三者による会社価値の算定に必要な当該相互会社の価値を構成する諸要素（純資産額、既契約の価値および新契約の価値に関する十分な情報）に関する情報提供が重要
- ・会社価値はまた、堅実かつ安定的な利益を生み出す能力に影響される。株主が有配当既契約に利害ない場合は、既契約から派生する会社価値はゼロか非常に少額

4.5 補償の配分

- ・補償額の保険契約者への配分方法の決定にあたり、(ア) 将来の給付に対する合理的期待の充足に必要な額と (イ) 社員権の喪失に伴い配分される額を明確に区分することが必要。前者については、保険契約者全員または全有配当契約者に対する総額が決定され、通常の保険数理の原則に即し、特定の契約者が不利とならないよう、公平に配分することが必要
- ・社員権の総額及び補償総額の適正水準について既に検討したが、様々な社員にこの補償額をどのように配分すべきかについて、次の点から検討が必要。
 - ①有配当契約と無配当契約の間の分割
 - ②補償額を決定する要素（保険金、投票権ないし他の方法）
 - ③カットオフ条項の決定（対象となる契約者の決定）
- ・有配当契約と無配当契約の間の分割は、二つのタイプの契約を有している会社のみに関連するが、英国の相互会社の約3分の2がこれに該当。無配当契約には社員権は付与するが剰余金分配権を付与しない場合、この制限は定款の変更により修正が可能。無配当契約者に対するなんらかの補償の提供は、株式会社化計画に対し75%の賛成票が必要である点を考慮すると、望ましい。
- ・補償の配分方法は、取締役が社員権の性質及び価値をどのように評価するかにより、また、補償総額に会社剰余金を一部または全部含むのかによって影響される。主な補償の配分方法は次の通り。
 - ①投票権当たり一律金額
 - ②有配当契約と無配当契約に対する異なる支払い
 - ③保険給付に比例した金額

④これらの方法の組合わせ

- 一投票期間内の投票権当たり一律とする考え方は、社員権の本質は投票権にあるとする考え方に基づく。したがって、補償はこの投票権の喪失に対するものであり、全投票権は等しい価値を有するという考え方。この考え方を拡張すると、残存投票期間により調整した投票権当たりの補償額を算出するという考え方もある。
- 将来の給付の恣意的性質を考慮すると、投票権の喪失は有配当契約者に対しより重大なインパクトを与えるとする考え方が可能。したがって、有配当契約に対し多額の補償を与えるべきとの議論となり、加えて、社員権に会社剰余金の全部ないし一部に対する請求権が含まれるとする場合、補償の配分はより一層有配当契約に傾斜することとなる。
- 補償額は保険給付に比例すべきとの考え方は、剰余金に対する貢献に比例して補償されるべきとの考え方に基づく。米国アクチュアリー会のタスクフォースは、分配方法について、「補償は、会社の剰余金に対する相対的な貢献度に比例して分配されるべきとし、会社の剰余金は、蓄積されたアセット・シェアから、閉鎖ファンド内に積み立てられた金額を控除した額と定義」と提案。この理論は合理的ではあるが、実務的観点から極めて困難であり、かつ不便。また、有効継続中の有配当保険契約の多くは剰余金への貢献がないという結果となる。
- 社員権に対する補償の基本は「投票権に対し一律金額」とし、保険契約者の期待という観点から、有配当契約者への異なる支払いや保険給付に関連した補償が手当てされる方法が論理的には妥当。しかし、実務的観点からは、この方法は複雑。補償額は株式会社化計画を推進するのに必要な金額と取締役が判断する金額であり、實際上、いかなる形態も許容されるべき。勿論、「公正」という観点が重要であり、補償の取扱いを含め株式会社計画は、保険契約者と裁判所を満足させることが必要。したがって、「投票権ごとの一律金額」と「有配当契約に対してのみ保険給付に比例して支払われる金額」の合計が、多くの場合において妥当と判断
- 契約ごとの一律金額部分と保険給付に比例して支払われる部分の割合は、当該会社の過去の実績に基づき決定されるが、例としては次のとおり。
 - ①剰余金とその他の会社価値が現在の契約者により構築されている場合は、現行配当に比例する保険金増額配当が適当
 - ②現世代の保険契約者が現在の剰余金に貢献していない場合は、一律部分のみが適当
 - ③状況が明確でない場合は、配当の一定割合と保険給付の一定割合が適当
- 米国の Union Mutual 及び Maccabees の株式会社化においては、無配当保険を含め契約ごとに一律金額を付与し、その残りの剰余金（それぞれ総支払い額の 95%と 75%に相当）については、剰余金への貢献に比例して配分
- 対象契約の設定（カット・オフ条項）も困難。社員権は保険契約に付随するという本質から考えると、米国のメイン州のように過去 3 年間の退社員も対象とするようなルック・バック条項は論理的でない。株式会社化計画発表日時点よりも組織変更日時点の有効契約を対象とする方が適当
- 計画発表日と組織変更日の間の契約申込についても注意が必要。小口契約の殺到により社員補償が希薄化する危険もあるため、計画発表日以後の契約は対象とすべきでない。
- ユニット・リンク型保険の取扱いは、他の無配当保険に比較し、明確ではない

4.6 GN15の規定

- GN15 (The Institute Guidance Note) では、独立アクチュアリーに対して、「保険契約者としての期待を損なうような将来の構造的変化を回避するため、株式会社化が社員の権利に及ぼす影響を考慮すべきこと」を要求。前述のようにアクチュアリーの判断をこの分野に拡大することには潜在的风险があるが、現行のGN15では、閉鎖ファンドの設定が既契約者の利益になるかどうかについて考慮が必要と規定
- 「閉鎖ファンド」として閉鎖された有配当契約ファンドを想定してきたが、例えば既にある程度の無配当またはユニット・リンク型契約を保有する場合でなければ、新契約に対して完全に閉鎖することは困難。National Mutual of Australia 英国支店の場合では、閉鎖有配当ファンドが設定され、新会社「NM Schroder」は100%株主ファンドでユニット・リンク型保険のみを販売したため、孤児剰余金を閉鎖ファンドと株主ファンドでどのように分配するかだ

けが問題だった。

- FS Assurance 及び Pioneer Mutual の場合は、財務基盤が強固ではなかったので、閉鎖ファンド以外の方法も可能性があった。Pioneer Mutual の場合は、新契約のほとんどがユニット・リンクであるため、(買収者にとっては魅力的ではないが)、有配当契約を閉鎖し、ユニット・リンク型契約だけを別のファンドとすることも可能だった。
- 有配当契約の規模が大きく、財務的にも強固な会社の場合には、孤児剰余金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。剰余金に対する既契約者の権利は保険数理というよりも法的な問題
- 財務的に強固な会社における閉鎖ファンドの問題の一つは、のれん代を減少させること。のれん代を考慮すれば、閉鎖ファンド以外の方式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。増加価値の一部は将来の有配当契約引受けのために社内に留保されるが、この留保された剰余金はそこから生じるのれん代よりも少額でないならば、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。
- 有配当保険の経済価値と必要資本の関係は基本的な問題。現状では、新たに設定された有配当ファンドの競争力を維持しながら、資本に見合った十分な経済的利益を達成することは不可能。既存のファンドでは、資本が世代間で効率的に貸し借りされるので、新規ファンドほどは深刻ではないが、このような有配当保険の資本集約的性質は、商品デザインと配当体系の変更、およびユニット・リンク型保険へのシフトという結果につながっている。相互会社は、資本資源をより効率的に利用することを学ぶか、あるいは、有配当保険からの撤退という選択を迫られるかもしれない。

5. 閉鎖ファンドの運営

5.1 閉鎖ファンドに含むべき契約

- 閉鎖ファンド設立は、既存の有配当契約者の将来の給付(配当水準含む)に関する期待を保護することが目的。米国のタスクフォースは、「特定の保険種目についてのみ閉鎖ファンド方式は妥当」との結論を提示したが、次に述べるその判定基準は、英国においても妥当。
 - ① 将来の配当水準について会社が多大な裁量権を有している保険契約は、閉鎖ファンドに含まれるべき
 - ② 将来にわたり消滅しない保険契約は、閉鎖ファンドから除外されるべき
 - ③ 配当計算の方法として経験料率を使用する保険契約は、閉鎖ファンドから除外されるべき

5.2 閉鎖ファンドへの資産の仮想配賦

- 資産を特定して閉鎖ファンドに割当てなくても、閉鎖ファンドを運営することは可能(運用収益を閉鎖ファンドと他のファンドとの間でしかるべき方法で配賦)。閉鎖ファンドに対する保護という面では弱体化する面もあるが、実務上は多くの利点を有している。会社の資産が全体として成長している限り、負のキャッシュ・フローという問題は回避できる。また、不動産等の資産への投資継続、閉鎖ファンド単独では達成できない分散投資等もメリット

5.3 閉鎖ファンドに対する株主の利害

- 既存の有配当契約者のために完全に遮断された閉鎖ファンドは、ファンド内の保険契約者にとって「相互会社」としての地位を残したものであり、また、買収する側にとっては、保険契約者に対する補償額を最小化する機能を持っている。しかし、閉鎖ファンドの欠点の一つとしては、閉鎖ファンドから生ずる剰余金に対し株主の利害がなく、閉鎖ファンドを効率的に運営しようというインセンティブが機能しにくい点があげられる。
- 資産区分をしない「合同運用方式」が採用される場合では、閉鎖ファンドに対し株主の利害がないという問題点は解決される。なお、株主が将来の剰余金の一部を享受することを前提に閉鎖ファンドを設立することも可能。この場合、閉鎖ファンドに割当てられる資産は株主持分を考慮して増加

5.4 閉鎖ファンドに対する支援

- 閉鎖ファンドが事業を継続する会社内に設定される場合、閉鎖ファンドの運営ルールを明確化することが必要。極端な方法としては、閉鎖ファンドに十分な水準の自己資本を付与し、閉鎖ファンド自体のソルベンシーを確保することも可能だが、この場合は継続事業ファンドも自主独立でなければならない。また、自己資本を一方のファンドに集中させ、他のファンドの損失を手当てする方法も可能だが、この場合は開放ファンド方式と実質的に同じ
- 閉鎖ファンドは良好な財務状態であることが多く、短期的には継続事業ファンドを支援することが可能。最終的には、継続事業ファンドが閉鎖ファンドを支援することもある。「支援」の例は、ソルベンシーおよびミスマッチ準備金を会社全体でカバーする等
- 閉鎖ファンド方式では、将来の給付水準に対する一定の保証が提供され、あるいは逆の状況では、株主が閉鎖ファンドに対して財政的支援をする。一般的に配当保証は、会社全体の財務力を弱体化する可能性があるため、制限される。配当保証はむしろ、契約者利益が保護されていない開放ファンド方式に相当

5.5 将来の事業運営

- 閉鎖ファンド方式では、ファンド運営ルールとして、保険料、投資収入、保険金、税・事業費の配分規則が必要。ファンドの廃止、統合のルールも必要
- 事業費の配分方法は、閉鎖ファンドが設定される場合、あるいは株主の持分がファンド間で異なる場合は特に重要で、保有契約1件あたりXポンドの維持費というように明示、あるいは、アクチュアリーが公正かつ衡平な方法で配分するというような一般的原則を盛り込むべき
- 資産が分離されていない場合には投資収入の配分にもルールが必要。税金については、相互会社の一部として事業を継続する場合以上には閉鎖ファンドで負担しないとするのが一般的
- 閉鎖ファンドは契約数が数千以下に減少した場合は解散するのが一般的。解散時の残余剰余金は残存契約に分配され、残存契約は無配当契約となり継続事業ファンドに移管

5.6 閉鎖ファンド方式の利点

- 閉鎖ファンド方式の本質は、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ファンド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、閉鎖ファンドの運営ルールを明確化することが必要
- 閉鎖ファンドの利点は次の通り。
 - ①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
 - ②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
 - ③既存の保険契約者に対する初期剰余金が確定する
 - ④相互会社と同様な方式での運営が可能
- 一方、次の不利点も存在。
 - ①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
 - ②事業費の上昇
 - ③トンチン効果を回避することが困難
- 合同運用方式の場合で、ミスマッチ準備金とソルベンシーが継続事業ファンドから支援される場合は、投資利益に対する影響は小さい
- 新契約停止の会社では事業費の問題は深刻。現実的な対応としては、閉鎖ファンドを最終的に他の会社と合併する以外にない。継続事業の場合は、閉鎖ファンドへの事業費の影響は開放ファンド方式と大差ない。
- トンチン効果は、閉鎖ファンドが小さくなり過ぎる前に解散することで、部分的には回避可能。また、初期の配当額を増加することで回避できるが、将来の給付に対して不足が生じるリスクもある。異なる世代間で正しいバランスを保つことが、閉鎖ファンド運営において最も困難

5.7 閉鎖ファンドの例

- 有配当養老保険のみを扱う相互会社ファンドの簡単なモデルを設定。詳細は Appendix B、結

果は Appendix C に説明

- モデルAでは現行の保険金増額配当率を継続し、モデルBでは5年間で75%まで低下。両モデルにおいても消滅時配当は残りのアセット・シェアを全額払い出すように決定。モデルBにおける保険金増額配当の削減は消滅時配当の割合が増加することとなる。最後の5年間の契約に対する消滅時配当の水準は表5.1のとおり

表5.1 保険金と保険金増額配当に対する消滅時配当の比率

期間	モデルA	モデルB
10	11%	16%
15	15%	28%
20	20%	42%
25	25%	60%

- フリー・アセット比率（投資準備金からソルベンシー・マージンを控除した額の総資産に対する比率）は表5.2のとおり。なお、ミスマッチ準備金（通常は資産の3%相当）は考慮しない

表5.2 フリー・アセット比率

年	モデルA	モデルB
1989	19%	19%
1994	19%	20%
1999	19%	26%
2004	16%	28%
2009	13%	31%
2013	15%	37%

- 以上の計算例は閉鎖ファンド方式で孤児剰余金がない場合だが、現行の保険金増額配当率を継続（モデルA）しても、およそ15年間はフリー・アセット比率を維持可能。一般に閉鎖ファンドのフリー・アセット比率は急速に低下すると考えられているが、反する結果。毎年の投資利回りと資産価格変動により結果は異なるため、満期価値の平滑化には限界。保険金増額配当率を低く設定する場合（モデルB）では、フリー・アセット比率が徐々に増加し、資産・負債のミスマッチへの対応あるいは株式投資の余裕も高まる
- 株主の持分が10%の場合について、配当率およびフリー・アセットへの影響を調査。株主持分は、将来予測された株主利益を12.5%で割引いた現価として計算され、ファンドに注入される。モデルBと同じ配当水準を維持するのに必要な投資利回りを逆算すると、10.6%となり、モデルの前提よりも0.2%上昇（ここでは株主持分の存在による税負担増加も考慮）。また、表5.3に示すように、フリー・アセット比率は増加

表5.3 フリー・アセット比率（モデルB）

年	相互閉鎖ファンド	株式閉鎖ファンド
1989	19%	26%
1994	20%	25%
1999	26%	30%
2004	28%	31%
2009	31%	34%
2013	37%	39%

- フリー・アセット比率が低いファンドにとっては、既契約から生じる利益に対する株主持分を認めることによる潜在的メリットは大きい。ただし、株主がこの利益を抛出するかどうかは別の問題

6. 開放ファンドの運営

6.1 合理的期待の保護

- 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、任命アクチュアリーの裁量となる可能性が高い
- FS Assurance 及び Pioneer Mutual の場合、将来の配当計算にアセット・シェア方式を使用しているが、具体的な計算方法（特に税金・事業費・投資収入の扱い等）は明示されていない。Pioneer Mutual の場合では、株式会社となることによって新たに発生する税負担はアセット・シェア計算から除かれている。
- アセット・シェアの平滑化の方法も、既契約と新契約の間で特に重要。消滅時配当の変動性を抑えるには、事前に適当な平滑化の方法を規定し、継続的に使用すべき
- 資本が十分な場合は、任命アクチュアリーが警戒を怠っても、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

6.2 新契約

- 資本が十分でない場合は、既契約の配当に悪影響を与えないよう、新契約の水準を慎重にモニターする必要がある。新契約の急速な拡大は投資の制約につながる可能性がある。資本を最大化するために、保険金増額配当を出来る限り低水準にしようという圧力が働くかもしれないが、競争力維持の観点からは逆の圧力がかかる。
- 新契約の保険料率は、事業費、税金の扱い、新契約から生じる利益に対する株主持分の割合等で、株式会社化後は異なる。これらの差額は将来の保険金増額配当で調整する方法もある。FS および Pioneer Mutual の場合では、既契約と新契約の配当率を同水準とし、既契約に対しては消滅時配当で調整
- 剰余に対する株主持分の影響は株式会社化後のファンドの財務状態による。資本が十分な場合は、株主への拠出を考慮しても、将来収支は良好かもしれない。フリー・アセットが豊富な場合は資産運用の自由度が高まるので、株主への拠出というコストを補うことが可能。有配当の新契約による影響は多大

6.3 開放ファンドの利点

- 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
- また、開放ファンド方式の場合、契約者の合理的期待をどのように充足するかという点が大きな課題で、任命アクチュアリーの裁量に委ねられることが多い。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
- 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ため、買収価格が高くなるというデメリットもある

6.4 開放ファンドの例

- ここでは閉鎖ファンドのモデルBと同じ配当パターンを仮定。また、1990年の新契約は1989年と同水準（年間保険料14万ポンド）とし、その後は毎年7%の増加。なお、1990年以後の新契約を2倍とする場合も試算
- 表6では、相互会社の場合のフリー・アセット比率を両ケースについて表示。例2と例4では、1989年末に孤児剰余金50万ポンド（総資産の5%）をファンドに投下
- 表6の株式会社の場合は、例2および例4において、90%/10%ペースでファンドを運営する場合の結果を表示。会社価値の算定額150万ポンドはファンドに投下。会社価値算定の

詳細は Appendix B に説明のとおりだが、このうち50万ポンドはのれん代。例5と例7では社員に特別配当100万ポンドを支払い。例6と例8では特別配当は50万ポンドと仮定

表6 フリー・アセット比率

新契約	相互会社				株式会社(90%/10%ファンド)			
	通常		2倍		通常		2倍	
孤児剰余金	なし	50万	なし	50万	50万	50万	50万	50万
資本注入	-	-	-	-	50万	100万	50万	100万
特別配当	-	-	-	-	100万	50万	100万	50万
年度	例1	例2	例3	例4	例5	例6	例7	例8
1990	18%	22%	17%	21%	25%	28%	24%	27%
1995	16%	20%	12%	16%	19%	23%	14%	18%
2000	17%	22%	11%	15%	16%	21%	9%	13%
2005	16%	22%	12%	16%	11%	17%	5%	10%
2010	18%	24%	16%	20%	6%	14%	4%	9%
2015	20%	27%	20%	24%	0%	12%	3%	9%

- 例5と例7では新契約に対して同水準の配当率の維持は不可能。株式会社の場合は、結局は新契約の配当率は低下せざるをえないが、新契約が大きいほどフリー・アセットの減少も顕著。例6(例8)では特別配当支払いが例5(例7)の半額であるため、新契約に対しても配当率の維持が長期間可能。極端な例として、買収額の全額が有配当ファンドに投下され、既契約者に特別配当が支払われない場合は、新契約がのれん代の算定基礎を超過しない限りは、相互会社を維持する場合と同水準の配当率が可能なはずである。
- 例2を例5あるいは例6と比較すると、最初の数年間は例2の方がフリー・アセット比率が低いが途中で逆転する。投資利回りに対する感応度をみるために、例5で投資利回りを0.06%高くすると、例2と同様に長期にわたって配当率の維持が可能であり、投資利回りに対する感応度が高いことがわかる

7. 結語

- 英国の生命保険相互会社の株式会社化は、保険会社法第49条の契約移転により実施されている。この方法には次の問題点があり、アクチュアリー¹の積極的な関与が必要であり、最終的には、監督当局や裁判所からの指針等により明確化されることが必要。
 - ①この条文は株式会社化を目的としたものでなく、不明確な点が存在している
 - ②社員権及びその価値の定義が明確ではない
 - ③取締役及び独立アクチュアリー²の相対的役割が重複する危険がある。
- 株式会社化に伴う組織変更においては、通常の相互会社の業務運営では顕在化しない多くの保険数理関連等の問題が一気に表面化する。こうした諸問題の解決にあたり、アクチュアリー³の関与が不可欠となる。

以上

参考文献

- (1) Franklin, N.A.M. & Lee, W.E. (1988). Demutualisation, J.S.S. 31, 89.
- (2) Field, M.H., Needleman, P.D., Campbell-Smith, W. & Sheeden, A.D. (1990). Demutualisation. T.F.A.
- (3) Faculty of Actuaries Bonus and Valuation Research Group. (1991). Restructuring Mutuals-Principles and Practice. J.I.A. 118 and T.F.A.

- (4) Pell, M. (1991), Section 49 Transfers. Staple Inn Actuarial Society.
- (5) Leckie, R. B. (1979). Some Actuarial Considerations for Mutual Companies. T. S. A. 31, 187.
- (6) Sart, I. C. (1977). Pricing and Profitability on a Life Office. J. I. A. 104, 125.
- (7) Bunch, T. S. (1988). The Valuation of With-Profits Business and the Estate. J. S. S. 31, 59.
- (8) Joint Institute/Faculty Working Party on Policyholders' Reasonable Expectations. (1990). Report
- (9) Task Force on Mutual Life Insurance Company Conversion. (1987). Report. T. S. A. 39, 295
- (10) Burrows, R. P. & Whitehead, G. H. (1987). The Determination of Life Office Appraisal Values. J. I. A. 114, 411.

最近の株式会社化事例

A. 1 National Mutual of Australira 英国支店

1. 1 背景

- NMLA (National Mutual Life Association of Australia)は1887年設立で、主に伝統的有配当保険を販売してきたが、1984年に英国・アイルランドの事業ために新たに法定ファンドを設立。1986年にはユニット・リンク型保険に特化したSchroder Life (NMSL)を買収し、NMLA英国支店の資産・負債を長期契約ファンドに移管

1. 2 スキーム

- 株式会社化計画発表日に有効な有配当契約を対象に閉鎖ファンドを設立。ユニット・リンク型保険以外の無配当保険も閉鎖ファンドに含む。株式会社化計画発表日後かつ組織変更日以前に契約された有配当契約を対象に別のファンドを設定。これら有配当ファンドの剰余金は契約者のみに分配。ユニット・リンクとその他の契約は新規に設定した無配当契約ファンド（「その他ファンド」）に含まれ、株主が全ての利益を享受

1. 3 ファンドへの資産配分

- NMSLに移管された資産は、1987年10月1日時点で株式会社化したと仮定して、各ファンドに配分
- 閉鎖ファンドには資産総額3.21億ポンド（責任準備金+1.07億ポンド）を割当て、残りの資産0.77億ポンド（このうちユニット・リンク契約分が0.1億ポンド）はその他ファンドに移管。ユニット・リンク契約の責任準備金相当額は長期契約ファンドに直接移管。残りの0.67億ポンドはNMSLの株主ファンドに資本注入し、その他ファンドに移管。果実として生じる投資収入・利益は別として、注入資本に対応する資産は5年間は株主ファンドに返済しない。

1. 4 将来の配当と保証

- 保険金増額配当の25%相当の特別配当がNMLAの有配当契約に支払われ、さらに将来の保険金増額配当について1987年9月30日の配当率を3年間保証（ただし、運用環境が著しく悪化しない場合に限定）。NMSL有配当契約に対しても10年間の配当率を保証
- 閉鎖ファンドには分離資産が割当てられ、新契約に付随する経費等は負荷されない。

1. 5 契約者の合理的期待

- アクチュアリーは、合理的期待を安全に保護するためには、閉鎖ファンドの設定が最も適当と判断。合理的期待を充足するための閉鎖ファンドへの投入額は、将来予測により決定した模様

1. 6 剰余金に対する権利

- 英国のファンドに対する英国保険契約者の権利は重要な側面だが、独立アクチュアリーは意見書の中で、「保険契約自体が剰余金に対する所有権を与えるものではない」として法的アドバイザーに判断を委ね、彼自身の責任は、「閉鎖ファンドの額はNMLA有配当契約者に対して、移管しなかった場合に期待できる水準と同レベルの配当支払いに十分」かどうかの確認に限定

A. 2 Pioneer Mutual

2. 1 背景

- PM (Pioneer Mutual)は英国の生命保険相互会社で、損害保険販売、個人金融、不動産等の子会社を所有。1989年には新契約引受けに支障を来すほど自己資本が減少したが、これは主に金融子会社への750万ポンドの資本注入に起因
- 1989年12月31日には、300万ポンドのミスマッチ準備金積立てにより210万ドルの欠損。ソルベンシー基準を充たすために資本拡充が必要

2.2 スキーム

- 概要は次のとおり
 - ①PMの100%子会社としてSPL (Swiss Pioneer Life) を設立
 - ②貿易産業省、IAC (Industrial Assurance Commissioners) および保険契約者の承認により、PMの全資産・負債は保険会社法第49条に基づきSPLに移管。アイルランドの契約についても同様
 - ③ Swiss Life はPMからSPLを僅かな金額で購入し、SPLの新株1500万ポンドを引受け
 - ④1500万ポンドのうち300万ポンドは株主ファンドに留保、残りの1200万ポンドはSPLの長期契約ファンドに注入
 - ⑤PMは最高裁の命令により解散
- SPLの内部では、IBファンド(1982年以降新契約引受停止)は閉鎖のままだが、OBファンドは有配当およびユニット・リンクの両保険に対して開放。株主の持分は両ファンドとも分配利益の10%以下に制限。100%株主ファンドは設定の予定はなし

2.3 契約者に対する補償

- PMの任命アクチュアリーの見書によれば、SPL長期契約ファンドへの1200万ポンドの資本注入は、「組織変更日に有効な有配当契約者が将来利益を放棄すること、および社員が社員権を喪失することに対する補償」。このうち110万ポンドは有配当契約者に対する特別保険金増額配当(1990年12月31日の保険金増額配当の25%相当)として支払い。なお、1200万ポンドの内訳は以下

	OBファンド	IBファンド	合計(万ポンド)
潜在価値	640	130	770
のれん代	420	10	430
合計	1060	140	1200

- 潜在価値770万ポンドは、「ゴーイング・コンサーン」の仮定に基づき、長期契約ファンドは全て配当で払出すとして、保有契約の将来予測から算出。長期契約ファンドからの支払いは、保険給付以外に、株主への利益分配および課税等を考慮
- ここで、株主への予測利益分配額を正味投資利回り(net earned rate of interest assumed)で割引いた潜在価値に、株主持分を考慮して9分の1だけ増額。さらに、株式会社化による税の増額分を加えると770万ドルとなる
- のれん代430万ドルはPMの会社基盤に対する評価で、主に基盤構築に貢献してきたと考えられる有配当契約者に分配。また、株式会社化のコスト、および新契約引受けのための資本増強にも使用

	OBファンド	IBファンド	合計(万ポンド)
特別保険金増額配当	100	10	110
株式会社化コスト	100	—	100
自己資本増強	220	—	220
合計	420	10	430

- PMの無配当契約者はSPLの自己資本によるメリット享受で社員権喪失が補償されると考え、特別な補償はなし

2.4 契約者の合理的期待

- 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
 - ①契約者の期待配当は「閉鎖ファンド」ペ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イング・コンサーンを前提として算出した配当準備金に等しいと仮定

- 1988年12月31日時点の配当準備金評価を起点とし、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)を負荷せず。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

A.3 FS Assurance

3.1 背景

- FS (FS Assurance) は生保および少額の損保を扱う相互会社で、投資管理、不動産抵当貸付の子会社を所有。金融サービス法の制定後の1988年に新契約レベルが減少し、販売および資本を強化する必要が生じた

3.2 スキーム

- 概要は次のとおり
 - ①FSの100%子会社としてBL (Britannia Life) を新設
 - ②BLをBritanniaに売却
 - ③BritanniaはBLの1400万ポンドの増資を引受け、長期契約ファンドに投入
 - ④FSの長期資産と負債はBLに移管
- これらの取引に先立ち、BritanniaはFSの投資管理子会社の株式の49%を100万ポンドで購入。残りの51%は長期資産の一部としてBLに移管
- FSの損害保険事業の資産・負債はFS内に留保。不動産抵当貸付の子会社は組織変更日より前に売却し、売却資金は長期契約ファンドに注入。株主の持分は分配利益の10%に制限

3.3 契約者・社員に対する補償

- 契約者への補償として長期契約ファンドへの1400万ポンドを注入。潜在価値1225万ポンドは、ゴーイング・コンサーンの仮定で保有契約の将来予測を基に算定。保険金増額配当率は現行水準を継続し、消滅時配当は株主持分を最大限控除した後の長期契約ファンド資産残高となるように設定
- 将来利益における株主持分をリスク対応割引率12.5%で割引いた潜在価値は、ファンドへの資本注入から生じる利益の株主持分を考慮して、9分の1だけ増加し、最終的には1225万ポンドと算定
- 実際の計算は1988年12月31日時点を基準とし、組織変更日(1989年12月31日)まで調整。また、のれん代175万ポンドは資本注入額1400万ポンドから潜在価値1225万ポンドを除いた額として計算され、有配当契約者に特別保険金増額配当(配当の5%相当)として即時に分配。株主はこの分配に関して権利ない

3.4 契約者の合理的期待

- FSの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、組織変更時点では既述の将来予測から導かれる配当準備金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

英国アクチュアリー会 (Institute of Actuaries) のモデルについて

APPENDIX B: Description of computer model

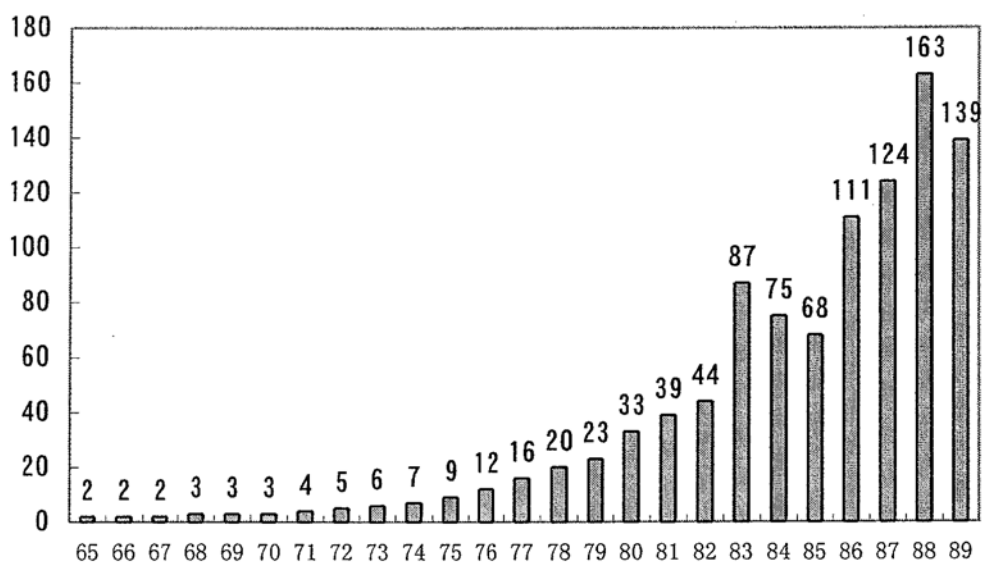
APPENDIX C: Model results を要約したもの

APPENDIX B : 計算モデルの解説

B.1 概論

- ・簡略化のため、有配当養老保険のみを取扱う一般的な相互生命保険ファンドを想定
- ・過去の新契約高は業界全体の実績パターンを使用
- ・新契約は保険期間の分布を10年(20%)、15年(10%)、20年(10%)、25年(60%)と想定
- ・1989年末時点の保有契約は、加入年度毎、また5年毎に分析
- ・1989年末時点の保険料は合計1000とするが内訳は

In-Force Premium



- ・モデルは1989年時点の保有契約にかかる累積剰余金ならびに、評価日以前に消滅した契約にかかる累積の利益・損失も含む
- ・累積剰余金に法定責任準備金を加えたものは保有契約にかかるアセット・シェアであるが、消滅契約により形成された自己資本 (estate) への拠出もしくは取得は除かれる
- ・アセット・シェアには解約益相当分も含まれる
- ・将来予測は現時点の剰余を評価日以降累積し、評価日以降に消滅する契約の利益または損失を計算する
- ・モデルは現時点の保有契約のアセット・シェア総額を超過する残余財産を考慮せず、リボルビング・ファンドモデルである

B.2 モデルポイント

・使用されたモデルポイントは以下のとおり

契約年度	保険期間	年齢	保険料	保険金額	保険料/保険金額
65-69	25	30	72	1,630	4.4%
70-74	25	30	96	2,174	4.4%
70-74	20	35	96	1,705	5.6%
75-79	25	30	204	4,620	4.4%
75-79	20	35	204	3,623	5.6%
75-79	15	40	204	2,679	7.6%
80-84	25	30	360	8,153	4.4%
80-84	20	35	360	6,393	5.6%
80-84	15	40	360	4,727	7.6%
80-84	10	45	360	3,197	11.3%
85-89	25	30	480	10,871	4.4%
85-89	20	35	480	8,524	5.6%
85-89	15	40	480	6,303	7.6%
85-89	10	45	480	4,262	11.3%

B.3 前提

		金利	インフレ
経済:	1965-1979	8.5% net	13%
	1980-1989	19.0% net	7%
	減少しながら		
	1993+	10.4% net	6%

死亡率: 80% A67/70 Select + AIDS Basis V

失効率:	年度	1	2	3	4	5	6+
		5%	8%	7%	6%	5%	4%

事業費: LAUTRO indemnity commission rates に次の募集コストを保険料のパーセンテージとして加算

期間:	10	15	20	25
対保険料%:	33%	50%	65%	79%

更新: 1989年は契約毎に15ポンド
2.5%コミッション

投資経費: ファンドの0.1%

事業費のタックスリ-フ: 新契約費の30% (1990年以前)
更新は25%

法定責任準備金: 100% A67/70 Ult at 3%
Zillmer: 保険金額の3%

キャッシュバリュ-: 100% A67/70 Ult at 5.5%
Zillmer: 保険金額の3.5% (期間20、25)
Zillmer: 保険金額の5% (期間10、15)
当初12ヶ月はゼロ
キャッシュバリュ-には最大90%の消滅時配当を含む

将来の運用利回りは以下のとおり

資産種類	利配	キャピタルゲイン	総利回り	資産占率
功行イ	5.0%	7.0%	12.35%	80%
固定金利	10.75%	-	10.75%	20%
合計				
グロス	6.1%	5.6%	12.0%	
税引後	4.6%	5.5%*	10.4%	

*年率6.5%超の場合にキャピタルゲイン課税

B.4 配当率

	モデルA		モデルB	
	保険金額 %	既払配当 %	保険金額 %	既払配当 %
1989以前	5.0	5.0	5.0	5.0
1990	4.0	6.5	4.0	6.5
1991	4.0	6.5	3.8	6.2
1992	4.0	6.5	3.6	5.9
1993	4.0	6.5	3.4	5.6
1994	4.0	6.5	3.2	5.3
1995	4.0	6.5	3.0	5.0

- ・モデルAは90年の配当率が継続すると仮定。モデルBは保険金増額配当が現行レベルの約75%水準に低下し、消滅時配当として大部分の満期時の給付が維持されるものと仮定。消滅時配当は満期時にアセット・シェア全額を払い出すものとして計算
- ・参考として、80年契約、10年満期の例で上記テーブルの数値を使って、満期時の保険金額を計算してみる。モデルA、モデルBともに89年以前の配当率は保険金額、既払配当それぞれに対して5%であるから、以下の表のとおり、保険金額を1000とした場合、各年の既払配当額は1回目の50から10回目の623となり、623がこの契約の満期時の保険金増額配当である。

(80年契約、10年満期の例)

年	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
既払配当		50	102	157	214	274	337	403	473	546	623

*毎年の既払配当は保険金(1000)および前年既払配当にそれぞれ配当率(5%)を乗じて計算

消滅時配当(保険金額と既払配当に対する%)

	モデルA				モデルB			
	25年	20年	15年	10年	25年	20年	15年	10年
1967	94%	-	-	-	96%	-	-	-
1972	111%	97%	-	-	119%	97%	-	-
1977	103%	95%	86%	-	127%	104%	87%	-
1982	51%	46%	43%	42%	80%	64%	50%	42%
1987	25%	20%	15%	11%	60%	42%	28%	16%

- ・先ほどの80年契約の例で、消滅時配当を計算すると、保険金増額配当624は前述のとおり(端数の差あり)で、この契約の満期時の保険金額は1624であるから、上表の消滅時配当率(保険金額と既払配当に対する%)を乗じると682となる。このような計算結果をまとめたものが以下の表。

保険金額1000ポンドあたりの配当（満期時）

	期間	モデルA			モデルB		
		RB	TB	計	RB	TB	計
65-69	25	2432	3226	5658	2423	3287	5710
70-74	25	2526	3897	6423	2350	3983	6333
75-79	25	2580	3688	6268	2189	4050	6239
80-84	25	2572	1822	4394	1983	2384	4367
85-89	25	2474	869	3343	1720	1638	3358
70-74	20	1678	2584	4262	1671	2578	4249
75-79	20	1717	2575	4292	1585	2676	4261
80-84	20	1711	1247	2958	1424	1551	2975
85-89	20	1639	528	2167	1218	934	2152
75-79	15	1087	1806	2893	1082	1822	2904
80-84	15	1083	896	1979	986	993	1979
85-89	15	1030	305	1335	825	515	1340
80-84	10	624	682	1306	620	681	1301
85-89	10	586	170	756	516	243	759

B. 5 新契約

- ・ 90年に14万ポンドの新契約年間保険料があり、その後毎年7%づつ増加と仮定。
- ・ 新契約の75%は期間25年であり、残り25%は期間10年とする。
- ・ 以下の4例の考察を行った。
 1. 通常新契約：孤児剰余金なし
 2. 通常新契約：孤児剰余金50万ポンド
 3. 新契約が2倍：孤児剰余金なし
 4. 新契約が2倍：孤児剰余金50万ポンド
- ・ 例2と例4においては、投資準備金（Investment Reserve）が、総資産の5%相当の孤児剰余金50万ポンドだけ大きいと仮定。この例はエンティティ理論によって運営される会社を表すことになる。

- ・ 保険金増額配当はモデルBと同じ。消滅時配当は以下のとおり。

年度\期間	10	25
1992	20.0%	77.5%
1995+	22.5%	82.5%

B. 6 株主ファンドへの拠出（Shareholders' Transfer）の影響

- ・ モデルBで株主ファンドへの拠出の影響を考察した。
- ・ 株主が免除される投資収益を超過する利益に適用される35%の高い税率の結果として、ネットの株主ファンドへの拠出に対して10%の税額が追加される。

モデルB-閉鎖ファンド方式

- ・ 90年の期始に、このファンドに96.8万ポンドの資本注入（capital injection）が行われると仮定。これは将来の株主ファンドへの拠出（Shareholders' Transfer）を割引率12.5%

で現在価値に換算したもの。相互ファンドと同様のレベルで保険契約者への将来の配当が可能であるように、運用資産 (invested assets) の正味投資利回り 10.4% から 10.6% (0.2% 増) へ増加する必要がある。

モデル B - 開放ファンド方式

- ・株主はこの会社を 150 万ポンドで評価するものとした。内訳は既契約の価値

株主ファンドへの拠出	97 万ポンド
純資産 (Value of surplus)	4
	101

新契約の価値 4.9 万ポンドとして

のれん (10 × 新契約の価値)	49
-------------------	----

合 計	150
-----	-----

- ・孤児剰余金として既に 50 万ポンド有する長期契約ファンド (long-term fund) にさらに 150 万ポンドが拠出された。これら合計 200 万ポンドの資産は、資本 (capital) を提供するとともに、一部分は社員への特別配当 (special bonus) に充てられる。
- ・以下の 5 例の考察を行った。
 5. 通常新契約：100 万ポンドを社員に分配
 6. 通常新契約：50 万ポンドを社員に分配
 7. 新契約が 2 倍：100 万ポンドを社員に分配
 8. 新契約が 2 倍：50 万ポンドを社員に分配
 9. 5 と同様であるが、正味投資利回りが 0.06% 増加
- ・例 5 と 7 は孤児剰余金 (50 万ポンド) とのれん代 (49 万ポンド) の合計を分配するとともに、ファンド内に約 300 万ポンドの投資準備金 (Investment Reserve) を留保
- ・例 6 と 8 は社員に分配する金額は 50 万ポンドとし、投資準備金 (Investment Reserve) に 350 万ポンド留保
- ・このプロジェクトは、相互会社がアセット・シェアに基づいて配当 (bonus) を支払うのと同様の水準を維持した場合に、フリー・アセットにどのような影響を与えるかを示すものである。

APPENDIX C : モデルの結果

C.1 89年の責任準備金評価とフリー・アセット

- ・モデルは89年時点で以下の計数を算出

契約数	3200件	
保険金額（増加保険金配当含む）		2,478.9万ポンド
年間保険料		
営業保険料	100	
純保険料	69.4	
保険金額（増加保険金配当含む）の現価	1,573.1	
純保険料の現価	827.1	
責任準備金	746	

- ・上記数値は89年の配当決定後を反映。

- ・フリー・アセットの状況は以下のとおり

総資産	949万ポンド
責任準備金を控除	- 746
投資準備金	203
リバンス・マージン	35

- ・資産はキャピタルゲイン課税を控除後とし、ミスマッチ準備金の引当てはなし（通常、責任準備金の3～4%もしくは総資産の3%程度）
- ・リバンス・マージンを越える、総資産に対するフリー・アセット比率は18%（ $[203 - 35] / 949$ ）で、ミスマッチ準備金を考慮する（差し引く）と15%。

C.2 長期予測

- ・閉鎖ファンドの予測を、相互ファンドとして、モデルA（配当）・モデルB（配当）の相互ファンドおよびモデルB（配当）の株式ファンドについて行った。
- ・新契約を含む予測は、相互ファンド (mutual fund) として例1～4、株式ファンド (proprietary fund) として例5～9

(補足説明) モデル計算の解説

I. 閉鎖ファンド方式

1. 保有契約

ア. 89年末時点

- ・ 契約年度の分布：B1で仮定（保険料ベース）
- ・ 保険期間の分布：25年（60%）、20年（10%）、15年（10%）、10年（20%）
*モデルポイントにより被保険者年齢も設定
- ・ 保険金の分布：保険料ベースからモデルポイント毎に契約時の保険金を算出
経過に応じて保険金増額配当を加算（5%の複利）

イ. 90年以降

- ・ 経過ごとの失効率、被保険者年齢ごとの死亡率を考慮して予測
- ・ なお、保険金増額配当による増加を考慮（モデルAとモデルBで配当率は異なる）

2. ファンド残高

期末ファンド残高 = 期始ファンド残高

+ (保険料 + 利配 + 投資準備金戻入)

- (保険金 + コミッション + 事業費 + 税金 + 株主への移管)

項目	計算方法
①保険料	・ 保有契約から算出（契約日は年央と仮定して和半）
②利配・キャピタルゲイン (税引前)	・ 利回り * {期始ファンド残高 + (① + ③ - ④ - ⑤ - ⑥) / 2} ・ 利回りは90年17%、91年15%、92年13%、 93年以降12%
③投資準備金戻入（繰入）	・ 期末ファンド残高が責準額に等しくなるよう逆算
④保険金	・ 保有契約に死亡率を乗じて算出 (解約返戻金も加算している模様)
⑤コミッション	・ ① * 2.5%（継続保険料の場合）
⑥事業費	・ 保有契約数 * 15ポンド + ファンド残高 * 0.1%
⑦税金	・ ② * 1.6% / 12% - (⑤ + ⑥) * 2.5% + ⑧ * 1.0% (93年以降の場合)
⑧株主への拠出	・ (保険金増額配当 + 消滅時配当) / 9 としている模様

3. 投資準備金

- ・ 本来は、金利変動・資産価格変動による資産・負債への影響額から算出するが、ここでは
期末投資準備金 = アセット・シェア - 法定責準として計算

項目	計算方法
①期始投資準備金	・ 前期末残高
②投資準備金から生じる収益	・ (① + ③ / 2) * 投資利回り (10.4%または10.6%)
③投資準備金繰入（戻入）	・ ファンド残高の項目③
④株主からの拠出（資本注入）	・ 将来の株主への拠出の現価 (12.5%) ?
⑤期末投資準備金	・ ① + ② + ③ + ④

4. フリー・アセット比率

フリー・アセット = 期末投資準備金 - EECソルベンシー・マージン

EECソルベンシー・マージン = 期末責準（ファンド残高） * 4% + 危険S * 0.3%

フリー・アセット比率 = フリー・アセット / ファンド残高

II. 開放ファンド方式

1. 保有契約

- ・ 89年末時点、90年以降ともに閉鎖ファンド方式と同様
- ・ 保険金増額配当率はモデルBのみ考察

2. 新契約

- ・ 90年は保険料ベースで14万ポンド（89年と同水準）で、その後7%ずつ増加
- ・ 保険期間は25年（75%）と10年（25%）
- ・ 保険金増額配当率は保有契約と同率（モデルB）
- ・ 消滅時配当率は以下のとおり。

契約年度\保険期間	10年	25年
1992-1994	20.0%	77.5%
1995+	22.5%	82.5%

3. ファンド残高、投資準備金、フリー・アセット比率

- ・ 閉鎖ファンド方式と同様
- ・ ただし、コミッションおよび事業費は初年度分と継続分で異なる

III. 結果（フリー・アセット比率の水準で配当余力を比較）

1. 閉鎖ファンド方式における比較

ア. 保険金増額配当率：モデルAとモデルB

- ・ 保険金増額配当率を低くして消滅時配当率のウェイトを高めると自己資本水準が高まるため、財務力の弱いファンドでは有効

イ. 資本注入：モデルB

- ・ 自己資本水準が低い場合は、（株主配当を考慮しても）資本注入により財務力が強化される場合があるが、資産運用効率の改善等により投資利回りが上昇するかが鍵

2. 閉鎖ファンド方式と開放ファンド方式の比較

ア. 新契約の影響：モデルBと例1、例2

- ・ 開放ファンド方式では、新契約分のコストによりフリー・アセット比率は低下

3. 開放ファンド方式における比較

ア. 新契約水準：例1と例3

- ・ 急速な新契約増加は短期的には自己資本水準を低下させるが、長期的には影響小さい

イ. 資本注入：例2と例5、例7

- ・ 資本注入は短期的に財務力を強化するが、株主配当により長期的には新契約分の配当水準は低下

ウ. 投資利回り：例5と例9

- ・ 非常に感応度が高く、僅かな変化でもフリー・アセット比率に与える影響が大きい

以上