

生命保険会社による銀行への出資*

—外部規律付けの可能性と金融市場における機関投資家としての生保の役割—

小林 礼実

1. はじめに

機関投資家は証券（負債と株式）を大量に保有する専門的金融機関である（Davis and Steil (2001)）。専門的金融機関のひとつである生命保険会社は、小口投資家にリスクプール、流動性の供与、情報生産機能、及び満期変換機能を担っている。こうした機能を持つ生命保険会社は企業の株式を大量に保有することにより機関投資家として企業を監視することが可能である。特に、金融システム安定化の観点から、金融当局のみならず一般債権者、預金者とともに大株主として銀行を監視する役割が期待される。わが国では、生命保険会社の特色や独創性については十分分析されていない。したがって、金融市場における機関投資家としての生命保険会社の位置づけを分析することは大変意義がある。

生命保険会社は投資家の代表として銀行を規律付けする役割を担っていると考えられる。しかし、一方、わが国のみでなく諸外国でも銀行と生命保険会社がお互いの株式や劣後債務（劣後ローン、劣後債）を持ち合うもたれ合い構造が問題視されている。生命保険会社の劣後債務は保険会社の健全性指標であるソルベンシー・マージン比率に算入できる。他方、銀行は銀行の健全性指標である自己資本比率に劣後債務を算入できる。いわゆる、ダブルギアリング問題を引き起こしている。このダブルギアリング問題は、現在、わが国金融においてコングロマリット化の進展という新たな展開を示している状況に影響を及ぼす。金融コングロマリットの形成において、銀行と生命保険会社の持ち合い構造は一方の業態に経営不安が生じた場合には、他方の資産に影響を及ぼし、これが連鎖的に発生することにより金融システムが不安定化する（深尾（2002））。

それでは、わが国の生命保険会社は『純粹機関投資家』として企業、特に銀行株式を保有することにより市場を通じて銀行を規律付けできるのであろうか。わが国の生命保険会社によるコーポレートガバナンスを実証的に分析した論文は少ないものの、小林（2007）は、わが国の生命保険会社が株主として投資先企業の行動や収益性にいかなる影響を与えているのかを実証的に分析した。彼は、生命保険会社の持株比率が高い、もしくは増加している企業は単年度の利益より、長期的な利益に結びつく設備投資や研究開発支出に重点を置くことが多いことを見出した。また、Chan and Lakonishok（1995）は、機関投資家は株主として市場に大きな影響を与えることを検証している。彼らは、株主提案を行う機関投資家は株式取引額が大きくなるにつれてマー

* 本稿は、2010年度名古屋学院大学研究奨励金による研究成果として公表したものである。

ネットインパクトが大きくなるといった株式市場の評価を行うことが出来ることを見出している。さらに、McConnell and Servances (1990) は、機関投資家や大株主は経営者を監視する能力が高いことから、株式保有先企業に対する規律付けを強める一方、投資先企業と協力的になりすぎると規律付けを弱め得ると主張する。つまり、生命保険会社は機関投資家として企業をガバナンスする機能を担う可能性はあるのだが、銀行への規律付けの観点から、機関投資家の存在は規律付けを強める方向にも弱める方向にも働き得ると考えられる。

そこで、本論文では、直接金融市場において、生命保険会社が『純粹機関投資家』として銀行株式を保有し、市場を通して銀行を外部規律付けする役割を担う可能性があるのかを展望する。本稿の構成は次の通りである。第2節では、生命保険会社の大口機関投資家としての定義、特徴、役割を整理し、大口機関投資家のタイプを明確にした。第3節では、生命保険会社が『純粹機関投資家』へ変身する必要性を詳述する。次に、生命保険会社の銀行に対するガバナンスの現状を評価した。第4節では、生命保険会社による銀行に対する規律付け機能が実際に働く際に引き起こされる問題を、①ダブルギアリング問題、②金融コングロマリットの経済学的観点から検討する。第5節では、生保は純粹機関投資家として銀行を外部規律付けできるのかについてまとめ、今後の検討課題を述べる。

2. 大口機関投資家としての生命保険会社

(1) 大口機関投資家の定義、特徴、及び役割

機関投資家とは、Davis and Steil (2001) によると、「負債と株式である証券を大量に保有する専門的金融機関である」と定義されている。また、川北 (2004) は、機関投資家を、「証券形態によって資金を供給する経済主体（すなわち証券への投資家）に対して、証券の売買と、その結果として生じる証券保有に関する機能を提供する仲介機関であり、専門家」と定義している。

このように機関投資家の定義もしくは一般的な分類は多様であるが、あらゆる機関投資家に共通する特徴は、小口投資家にリスクプール、流動性の供与、情報生産機能、及び満期変換機能を担っている¹⁾。こうした機能を持つ機関投資家は、規模が大きいと取引コストの減少、小口投資家ではできない大口の取引、資金を供給した企業の監視が可能になる。つまり、機関投資家は企業の株式を大量に保有することにより大口機関投資家として企業を監視する役割を担うことができる。

実は、ガバナンスという視点から見ると、個人投資家にガバナンス機能は期待できない。これは、理論的に、企業の経営者をモニタリングする際、誰も自らコストをかけて経営者をモニタリ

1) 銀行は情報生産機能に加えて決済機能を持っている。しかし、生命保険会社は情報生産機能を持っているが、決済機能を持たないため銀行には劣るといわれる。他方、生命保険会社は銀行にはない満期変換機能を持っている。

ングするインセンティブが生じないというフリーライダー問題が発生するためである (Grossman and Hart (1980))。つまり、個人投資家は自ら苦勞して規律付けを与えるよりもフリーライダーとなる方が利益が大きいので、コーポレートガバナンス機能を担う役割を果たさない。一方、大口機関投資家は、費用をかけて規律付けを与えることで、自らの持株や社債などの価値がそれ以上に上昇するためにコーポレートガバナンスで積極的な役割を担うインセンティブを持つことからコーポレートガバナンス機能を担う役割が期待される (Shleifer and Vishny (1986))。

(2) 大口機関投資家のタイプ

わが国では、法的に見ると、年金基金は機関投資家には含めない。しかし、Davis and Steil (2001) は、機関投資家を負債の特徴により、①年金基金、②生命保険会社、③投資信託と広義に分類した²⁾。さらに、浅井 (2002) も、機関投資家を、年金基金、投資信託、信託会社、保険会社、投資顧問会社など資産運用を専門的に取り扱う機関を指す総称であるとしている。

実際、生命保険会社と年金基金、投資信託、信託会社、投資顧問会社の特徴は大きく異なる。例えば、年金 (企業年金や公的年金に関する組織) は受給権者である個人から委託を受けて資産運用を行う。投資信託は小口の資金を対象としているため主要な委託者は個人である。現在、投資顧問会社の主要な委託者は年金であり、その年金の受給権者が個人であることから、投資顧問会社の本来の委託者は個人であると考えられる³⁾。「金銭信託 (合同) 期限別・委託者別残高推移 (1990年～2005年)」を見ると、信託会社は信託残高の6割から8割が個人委託者である⁴⁾。こうした機関投資家は自らの勘定を用い、勘定の中に推奨した証券を組み入れるわけではなく、委託者の勘定の中で証券を売買 (あるいは、売買の推奨を) している。要するに、年金、投資信託、投資顧問会社、信託会社の投資目的には、証券投資から生じるリスクとリターンは全て委託者の負担であるから、純粋に委託者個人のための投資機能の提供が求められる。まとめると、証券投資から生ずる損益は全て委託者個人に帰属するということが年金、投資信託、投資顧問会社、信託会社に共通する特徴である。他方、日本の場合、生命保険会社の資産運用から生じる損益は会社に帰属し、生命保険の契約者に直接影響を及ぼさない⁵⁾。しかしながら、生命保険会社は証券投資から生じるリスクとリターンを一度負担しているため、保険契約者と会社の双方の

-
- 2) 但し、Davis and Steil (2001) は、損害保険会社は災害に備えて流動性の高い資産と株式で運用しているため、保険会社に損害保険会社を含めていない。
 - 3) 1986年、日本の投資顧問会社の制度は詐欺的な証券取引を防止する目的で設立された。1990年代、年金の資産運用の受託が可能となった。2000年、投資顧問会社は証券投資信託業務も兼営できるようになった。
 - 4) 詳しくは、社団法人信託協会のホームページの信託統計データ「金銭信託 (合同) 期限別・委託者別残高推移」 (<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/html/shintaku/a04toukei/a42.html>) を参照されたい。
 - 5) 通常、日本の生命保険契約は、当初契約した予定利率までの投資収益が約束され、その予定利率より実際の投資から得られた収益が大きい場合、その差額が契約者配当として支払われてきた。1980年代後半、変額保険が商品化されたが、変額保険、変額年金などの契約は、資産運用から生じる損益は直接契約者に帰属する意味で、従来の生命保険契約とは異なる。しかし、生命保険会社が破綻した場合、投資の損益が直接契約者に波及することとなる。

ニーズを反映させなければならない。以上の点から、大口機関投資家のタイプという視点から見ると、生命保険会社は年金基金、投資信託、信託会社、投資顧問会社とは大きく異なる。

3. 生命保険会社の変身

(1) 『純粋機関投資家』への変身

Jensen and Meckling (1976) の枠組みでは、企業の所有構造に基づいた機関投資家の分類とは、経営者の株式保有割合に注目し、経営者が企業的意思決定に対し適切なインセンティブを持つのかを活用するアプローチである。企業の株式所有構造の観点から、機関投資家は、安定株主と『純粋機関投資家』に分類できる⁶⁾ (中濱 (2002))。そもそも安定株主と『純粋機関投資家』では株式を保有する目的が異なっており、安定株主は会社の業績や一時的な株価の変動に関係なく、長い期間安定して株式を所有する株主である一方、『純粋機関投資家』は投資から得られるリターンに主眼を置いている。よって、『純粋機関投資家』は安定株主よりも企業的意思決定に対し強いインセンティブを持ち、企業経営者により大きなプレッシャーをかけることが可能となる。

わが国では、1990年代後半まで、事業会社間での相互株式持ち合い、間接金融市場におけるメインバンク制の下、金融機関（特に、銀行）が一定の企業の株式を長期間安定保有し、被保有企業の経営の意思決定に影響を及ぼしていた。すなわち、メインバンクが融資関係をベースにして企業経営を監視する、銀行を通じたコーポレートガバナンスが機能していた。従来、生命保険会社は「もの言わぬ」安定株主と揶揄されてきた。しかし、これは生命保険会社が銀行と比べて情報に劣り、生命保険会社がガバナンスを行うことは無駄であったためである。

ところが、金融機関の破綻が相次いだ1997年度から銀行による株式持ち合い解消が本格化した。2004年3月末現在、市場全体では、1980年代後半の4割程度の7.6%にまで減少している⁷⁾。それ以降、メインバンクシステムとして認識されてきた株式持ち合いと銀行借入からの外部負債依存度の高さに特徴付けられてきた日本企業の財務上の問題が緩和した。同時に、外国人投資家等といった『純粋機関投資家』による株式保有が増加している (図1)。しかしながら、外国人投資家にガバナンス機能を果たすような長期的な投資スタンスを期待できそうにない。さらに、前にも述べた通り、個人投資家にもガバナンス機能は期待できない。銀行による株式持ち合いが解消されたとは言え、金融機関による持株比率は依然高く (図1)、今後も専門的金融機関が『純粋機関投資家』としてガバナンス機能を担う役割が大きくなることは確実である。

6) 『純粋機関投資家』とは、中濱 (2002) の造語である。純粋という語を付けた理由は『純粋機関投資家』の投資目的が安定株主の投資目的とは対照的であることを強調するためである。Jensen and Meckling (1976) は企業のポートフォリオ所有構造に基づき、投資目的別に機関投資家を分類した。

7) 2003年度版株式持合比率の推移については、ニッセイ基礎研究所 (<http://www.nli-research.co.jp/>) による「株式持合状況調査」を参照されたい。

生命保険会社による銀行への出資

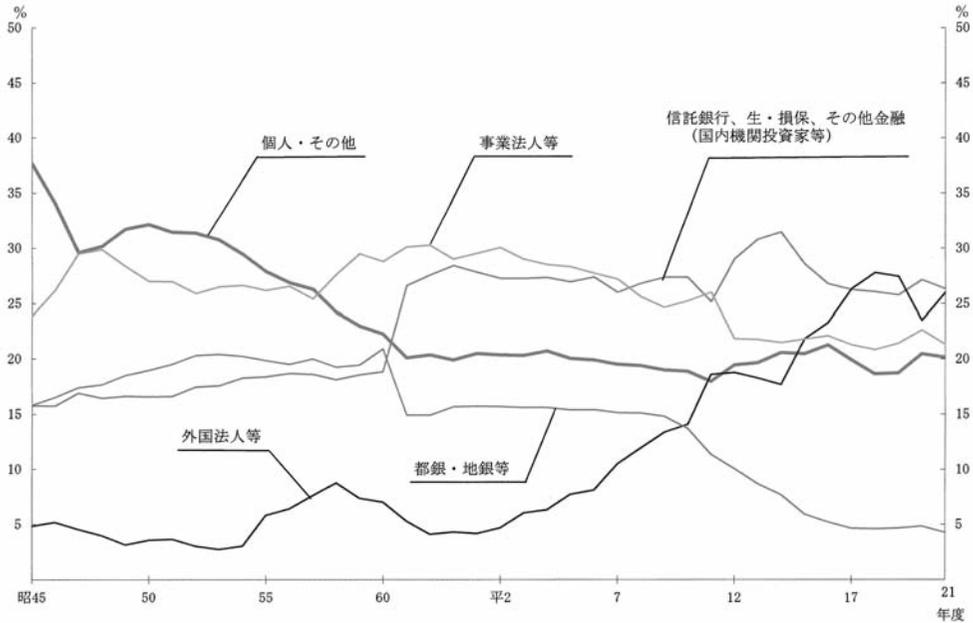


図1 昭和45年度～平成21年度の主要投資部門別持株保有比率の推移

(出典) ㈱東京証券取引所, ㈱大阪証券取引所, ㈱名古屋証券取引所, 証券会員制法人・福岡証券取引所, 証券会員制法人・札幌証券取引所による「平成21年度株式分布状況調査結果」から転載。

(2) 銀行に対するガバナンスの現状

わが国では、ほとんどの企業の大株主構成に生命保険会社の名前が掲載されている。例えば、家森・浅井(2002)の研究によると、全上場企業3606社中、生命保険会社が大株主(上位10位)にリストアップされているのは2488社である(2002年現在)。このことから、生命保険会社は企業のコーポレートガバナンスを担う役割を果たす機能を持つことがうかがえる。

次に、「業種別所有者別株式保有数」(図2)を見ると、2010年3月末、金融機関(長信銀・都銀・地銀, 信託銀行, 生命保険会社, 損害保険会社, その他金融機関)による全産業中の株式保有は23.9%である(2005年3月末は19.5%)。このうち、生命保険会社の株式保有は14.6%(2005年3月末は14.9%)に達しており、安定的に巨大な株式の機関投資家となっている⁸⁾。このことから、専門的金融機関の中で、生命保険会社は銀行に次いで企業の意思決定への影響が最も大きい機関投資家であることがわかる。

銀行に対するガバナンス機能という視点で見ると、国内大手・中堅生命保険会社9社は上場91銀行のうち重複のケースも含めて161行の大株主となっている⁹⁾¹⁰⁾(表1)。また、表2を見ると、

8) 生命保険会社の株式保有は2010年度末「株式分布状況調査」から計算している。

9) 大株主とは、決算期末時点での株主名簿に記載されている上位株主10人の構成である。

10) 表1を見ると、2010年度上場銀行数は91行(2005年度上場銀行数は97行)であるが、生命保険会社が161行(2005年度は141行)の大株主となっている理由は、複数の生命保険会社がひとつの銀行の大株主になっているためである。

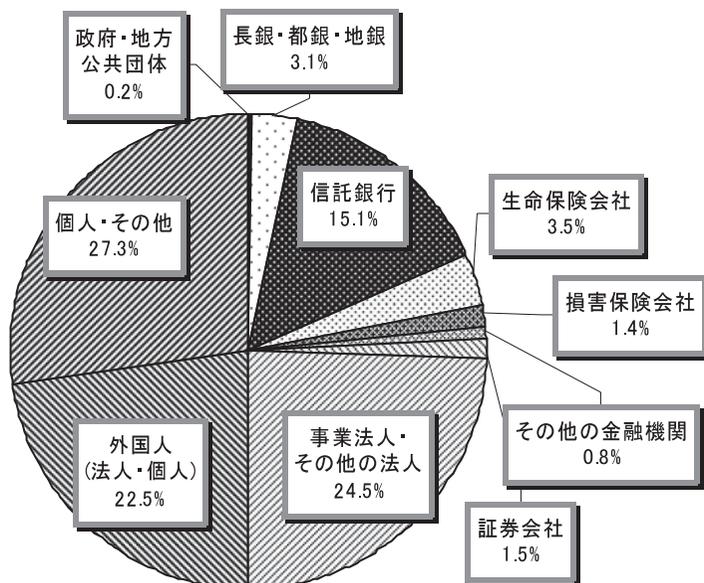


図2 業種別所有者別株式保有数 (2010年3月末)

(出典) 東京証券取引所「株式分布状況調査」より著作作成。

(注1) 調査対象の上場普通株式は、平成21年3月末現在(平成21年4月1日～平成22年3月31日)、東京、大阪、名古屋、福岡、札幌及びジャスダックの6証券取引所に上場している内国上場会社(3,704社)のうち、当該6取引所への新規上場日以降平成22年3月31日までに決算期末日が到来していないため、上場後の株主の状況を把握することができない会社等(10社)を除く3,694社。

(注2) 所有者の定義は以下の通りである。

- (1) 政府・地方公共団体：国・都道府県・市町村
- (2) 金融機関：金融機関の内訳は下記の通り
 - (a) 長銀・都銀・地銀：銀行法及び長期信用銀行法に規定する国内普通銀行
 - (b) 信託銀行：社団法人信託協会加盟の信託銀行(投資信託と年金信託は(a)(b)に含まれる。)
 - (c) 生命保険会社：保険業法に規定する生命保険会社
 - (d) 損害保険会社：保険業法に規定する損害保険会社
 - (e) その他の金融機関：上記以外の金融機関(信用金庫、信用組合、農林系金融機関、各種共済、政府系金融機関等)。
- (3) 証券会社：金融商品取引法に規定する金融商品取引業者たる証券会社
- (4) 事業法人・その他の法人：(2)及び(3)以外の法人格を有する全ての国内法人
- (5) 外国法人：外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人
- (6) 個人、その他：居住の内外を問わず日本国籍の個人及び国内の法人格を有しない団体

生命保険会社による銀行への出資

表1 日本の主要9社生命保険会社による上場銀行に対する大株主の状況

	各生保が大株主となっている上場銀行数	
	2005年9月期	2010年9月期
日本生命	39	46
第一生命	23	24
住友生命	23	27
朝日生命	1	4
三井生命	4	4
富国生命	1	2
大同生命	2	3
太陽生命	0	0
明治安田	48	51
計(注2)	141	161
生命保険会社が大株主でない上場銀行数	21	22

(出典)『会社四季報』2011年1集新春号 東洋経済新報社から著者作成。

(注1) 生命保険会社が大株主(上位10位以内)になっている上場銀行数(総数は上場91行)を示す。但し、2005年データの上場銀行総数は97行。

(注2) 複数の生命保険会社が重複してひとつの銀行の大株主となっているケースもある。

一般企業(生命保険会社、損害保険会社、証券会社、その他金融を除く)が大株主となっている上場銀行は80行であり、生命保険会社の半分に満たない。さらに、一般企業及び生命保険会社が大株主となっている上場銀行数は33行である。このうち、一般企業の持株比率が生命保険会社の持株比率を上回る銀行は9行のみである。このことから、生命保険会社は一般企業に比べると企業をモニタリングする機能を担う役割がより期待できる。現在も銀行が他の銀行の大株主となっている割合は依然高いが(表2)、2004年9月期から、銀行の株式保有額が自己資本の範囲内に制限されたため、銀行による株式保有比率は今後も着実に低下していくことが予想され、生命保険会社が銀行に対するガバナンスの担い手となる必要性の高まることは確実である。

金融構造の変化に伴い、他の専門的金融機関にはない情報生産機能を持つ生命保険会社は『純粹機関投資家』(すなわち「もの言う株主」)として日本の企業、特に銀行をモニタリングする役割を担うことが期待される。

表2 銀行あるいは一般企業（生命保険会社、損害保険会社、証券会社、その他金融を含まない）による上場銀行に対する大株主の状況

他の邦銀が大株主となっている上場銀行数	154行
銀行及び生保が大株主となっている上場銀行数	55行
生保の大株主比率が銀行の大株主比率を上回る上場銀行数（注3）	35行

一般企業が大株主となっている上場銀行数	80行
一般企業及び生保が大株主となっている上場銀行数	33行
一般企業の大株主比率が生保の大株主比率を上回る上場銀行数（注3）	9行

（出典）『会社四季報』2011年1集新春号 東洋経済新報社から著者作成。

（注1）上場銀行は91行、全上場企業数3822社（2010年12月時点）。

（注2）複数の企業が重複して銀行の大株主となっているケースがある。

（注3）ひとつの銀行に対して他の銀行や企業、生命保険会社（表では生保）といった複数が大株主となっている場合、業態別の持株比率を合計し比較上位をカウントした。

（注4）生命保険会社は表1の国内大手・中堅会社である。

4. 生命保険会社による銀行への規律付け機能が働く際の問題

これまで、わが国の生命保険会社が『純粹機関投資家』として銀行の株式を大量に保有することにより、市場を通して銀行を外部規律付ける役割を担う可能性があるのかを展望してきた。この節では、生命保険会社による銀行への規律付け機能が働く際に引き起こされる問題を詳述する。はじめに、銀行と生命保険会社の健全性指標の歴史的背景を整理する。次に、生命保険会社による銀行に対する規律付け機能が実際に働く際に引き起こされる問題を、①ダブルギアリング問題、②金融コングロマリットとして経済学的観点から検討する¹¹⁾。

（1）健全性指標の歴史的背景

銀行と生命保険会社は各分野で行われる事業性質の相違、リスクの相違が存在するため、規制手段については異なる体系が設定されている。はじめに、銀行と生命保険会社の健全性指標の歴史的背景を整理する。

銀行の健全性指標：自己資本比率

銀行の健全性を表す自己資本比率は、リスク・アセットに対して資本金等の自己資本がどれくらいあるかを示す指標である。1988年7月、G-10諸国中央銀行総裁会議にて、国際決済銀行（Bank for International Settlement; BIS）の銀行規制監督委員会（バーゼル委員会）が提出した「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化」と題する最終報告書が了承された（「バーゼル合意（BIS規制）」）。ところで、バーゼル合意以前、わが国では、当局が独自の自己資本比率規制を本邦に定めていた。しかし、バーゼル合意を受け、同年12月、新基準（以下、「国際統一基準」

11) 本節の考察では、深尾（2002）及び『銀行経理の実務第5版』（2002）を参考にした。

バーゼルI (BIS規制)』) が定められ、国際業務に携わる銀行はこの基準に従うこととなった。1992年末 (わが国では1993年3月末) 以降、バーゼルI (BIS規制) において、8%以上の自己資本比率が求められている。さらに、1998年4月より、わが国では「早期是正措置」が導入され、自己資本比率が基準値を下回った銀行に当局が業務改善命令を出し、銀行の健全性の確保と破綻の未然防止を図り、経営改善の取り組みを促進する仕組みを構築している。従来のBIS規制では、例えば、民間企業の信用力にかかわらず、全て同一のリスクウエイトを課せられていた。しかし、2007年3月期から、貸出先の信用リスクに応じてリスクウエイトの細分化がなされているバーゼルII (新BIS規制) が適用された (表3)。ところが、2008年から2009年にかけて、世界的な金融危機を教訓に、2012年末から、国際的業務を展開する銀行の自己資本の質と量の見直しを柱としたバーゼルIIIが段階的に導入され、2019年から全面的に適用される予定である。

生命保険会社の健全性指標：ソルベンシー・マージン比率

ソルベンシー・マージン比率は、生命保険会社が通常の予測を超えるリスクに対してどのくらい支払余力があるかを示している。1996年、金融庁が生命保険会社の健全性を表す指標であるソルベンシー・マージン基準を導入した。それ以降、ソルベンシー・マージン比率の算出基準は適宜改定されてきたが、時価会計の導入に合わせて2000年度決算期からは表3の算出基準に改定された。制度のうえでは200%が不健全な生命保険会社を判別する基準のひとつとされている。この比率が200%を下回った場合には、金融庁により早期是正措置がとられることとなっている。生命保険会社は、保険業法の規定により、通常予想されるリスクを前提として負債である責任準備金を積み立てている。しかし、通常の予測を超えるリスクが発生した場合には、自己資本部分を取り崩して保険金などの支払いにあてている。この責任準備金を超える自己資本部分をソルベンシー・マージン (支払余力) という。2000年度の比率の改定では、生命保険会社の子会社である銀行や証券会社などが劣後債権を保有する場合には、こうした劣後ローンを分子に算入することが禁じられた¹²⁾。また、これまでの算出基準では国内上場株式だけに対象が限定されていたが、それに加えて非上場株式や国内債券、外国証券なども含んだ、時価会計基準のその他有価証券へと対象が拡大された。2000年度以降、ソルベンシー・マージン比率は生命保険会社の支払余力をより適切に反映し、生命保険会社による銀行へのガバナンスがいっそう期待された¹³⁾。

1998年6月、一連の金融システム改革法として成立した、「日本版金融ビッグバン」が始動した。これにより、それまで護送船団行政下にあり暗黙的に保護されていた保険や銀行、証券業に対して厳しい自己責任経営を問うようになった。こうしたなか、1997年4月、中堅生命保険会社の一角を占めていた日産生命が経営破綻した (表4)。戦後長らく続いてきた生命保険会社の不倒神話は崩れ去り、次々と中堅生命保険会社が経営破綻した。こうした一連の生保破綻を経て、2005年3月、金融庁は「金融改革プログラム」を作成し、保険会社の財務体質の強化やリスク管

12) しかし、それ以外の銀行など業態を超えた持ち合いのケースについては規制されていない。

13) 表4は、2000年の比率改定以降も生命保険会社が破綻していることを示す。

表3 銀行と生命保険会社の健全性指標の比較

銀行の健全性指標 (自己資本比率；バーゼルII)	生命保険会社の健全性指標 (ソルベンシー・マージン比率) (2000年改定)
<p>〈算出式〉 $\frac{\text{自己資本 (Tier1+Tier2+Tier3) - 控除項目}}{\text{リスクアセット (信用リスク+市場リスク+オペレーショナルリスク)}} \geq 8\%$ 但し、Tier1 ≥ Tier2 + Tier3</p>	<p>〈算出式〉 $\frac{\text{自己資本部分相当額}}{\text{リスク総額} \times \frac{1}{2}} \times 100 > 200\%$</p>
<p>〈自己資本の内訳〉 ①基本的項目 (Tier1) 1) 株式資本 2) 公表準備金 3) 非累積配当型優先株 4) 繰り延べ税金資産 ②補完的項目 (Tier2) 1) 有価証券の含み益の45% 2) 不動産の再評価益の45% 3) 一般貸倒引当金または一般引当金 4) 負債性資本調達手段 (永久債, 累積配当型優先株等) 5) 期限付劣後債務 (5年超の原契約期間のもの) * 劣後債, 劣後ローンは②4), ②5) あるいは③に属する。 ③準補完的項目 (Tier3) 短期劣後債務 (2年超の原契約期間を持つもの) ④控除項目 銀行間の資本の融通分 (意図的な株式などの持ち合い分) 〈リスクアセット〉 資産の種類によって, リスク・ウェイトを掛けた額の合計。 ① 信用リスクアセット 総資産のうち貸出金が貸倒れの可能性がある資産 ② 市場リスクアセット 総資産のうち金利リスクや為替リスク, 価格変動リスクといった, 市場の動きによって損失を被る可能性がある資産 ③ オペレーショナルリスクアセット 総資産のうち事務事故, システム障害, 不正行為等で損失が生じる可能性がある資産</p>	<p>〈分子の内訳〉 ① 資本の部合計 ② 価格変動準備金 ③ 危険準備金 ④ 一般貸倒引当金 ⑤ その他有価証券の評価差額益 (税引前) の90% (損の100%) ⑥ 土地含み益の85% (損の100%) ⑦ 責任準備金のうち解約返戻金相当額を超過する部分 ⑧ 配当準備金中の未割当額 ⑨ 将来利益 (配当準備金繰入額の50%) ⑩ 税効果相当額 ⑪ 劣後ローン, 劣後債券 〈分母の内訳〉 ① 保険リスク 大災害の発生などにより, 保険金支払いが急増するリスク ② 予定利率リスク 運用環境の悪化により, 資産運用利回りが予定利率を下回るリスク ③ 資産運用リスク 株価暴落・為替相場の激変などにより資産価値が大幅に下落するリスク, 及び貸付先企業の倒産などにより貸倒れが急増するリスク ④ 経営管理リスク 業務の運営上通常予想を超えて発生し得るリスク</p>

(出典) 深尾 (2002), 『銀行経理の実務第5版』(2001) より筆者作成。

生命保険会社による銀行への出資

表4 生命保険会社の破綻状況

会社名	会社形態	破綻年月	破綻内容	救済保険会社
日産生命	相互会社	1997年 4月	業務の一部停止命令	あおば生命
東邦生命	相互会社	1999年 6月	業務の一部停止命令	GE エジソン生命
第百生命	相互会社	2000年 5月	業務の一部停止命令	マニユライフセンチュリー生命 (→マニユライフ生命)
大正生命	株式会社	2000年 8月	業務の一部停止命令	あざみ生命 (→やまと生命)
千代田生命	相互会社	2000年10月	更正特例法適用申請	AIG スター生命
協栄生命	株式会社	2000年10月	更正特例法適用申請	ジブラルタ生命
東京生命	相互会社	2001年 3月	更正特例法適用申請	T&D フィナンシャル生命

理の高度化を図る観点から、比率の算出基準を金融市場実勢に合わせたものとするよう見直しを実施し、順次適用している。

(2) 生命保険会社による銀行に対するガバナンス機能における問題

この節では、生命保険会社による銀行に対する規律付け機能が実際に働く際に引き起こされる問題を、①ダブルギアリング問題、②金融コングロマリットの経済学的観点から検討する。

ダブルギアリング問題

ダブルギアリング問題は、次節で議論する金融コングロマリットにおける、グループ内金融機関の間の伝染リスクを高める要因である。

ジョイント・フォーラム（2001）は、ダブルギアリング問題を、「ある企業が同じグループ内の他の企業によって発行された規制上の自己資本を保有し、発行者が自らそのバランスシート上に当該自己資本を参入できる状態に生じる」と定義している¹⁴⁾。具体的には、わが国のダブルギアリング問題は、銀行と生命保険会社（等その他の金融機関）との間で1) 劣後債務（劣後ローン、劣後債）を持ち合うこと、2) リスクに比べて低収益の持ち合い株式保有を行うこと、により引き起こされる。こうした現象は、わが国のみでなく諸外国でも銀行と生命保険会社がお

14) 1996年初めに設立されたジョイントフォーラムは、バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委員）、証券監督者国際機構（IOSCO）、及び保険監督者国際機構（IAIS）の後援により設立された組織である。日本を含む主要13カ国から銀行、証券、保険の各監督分野を代表する各国の監督者から構成された話し合いの場である。IAISは、①保険監督者間の強調の促進、②国際保険監督基準の策定、③加盟国（特に、新興市場国）における監督基準に則った保険制度確立の支援、④他の金融分野監督機関との連携を目的としている。

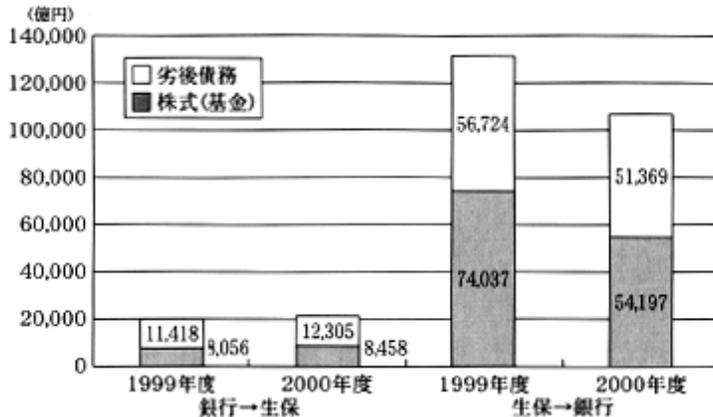


図3 生命保険会社(生保)と銀行間の自己資本の持ち合い状況

(出典) 深尾(2002) p. 43より転載。

(注1) 銀行の株式時価額は、生保各社の国内株式時価総額に金額・保険業株式の保有割合を乗じて算出している。

(注2) 生保から銀行への劣後ローンは全額銀行への貸付としている。

(注3) 生保の劣後債務は全額銀行からの調達としている。

(注4) 2000年度に日本生命がSPCを活用し調達した基金1800億円を除く。

(注5) 主要生保10社は日本生命、第一生命、住友生命、明治生命、朝日生命、安田生命、三井生命、太陽生命、大同生命、富国生命である。なお、明治安田生命は2004年1月に合併している。

互いの株式や劣後債務を持ち合うもたれ合い構造として問題視されている¹⁵⁾。もたれ合い構造とは、銀行が銀行の健全性指標である自己資本比率に劣後債務を補完的項目として自己資本に算入する一方、生命保険会社の劣後債務が保険会社の健全性指標であるソルベンシー・マージン比率に算入する、ことをいう¹⁶⁾(表3)。これは、銀行と生命保険会社の双方が相互に健全性指標を恣意的にかさ上げし、自己資本のかさ上げに起因するバランスシートの悪化現象として認識される¹⁷⁾。

自己資本の内訳を詳しく見てみると、生命保険会社の基金や劣後債務等の自己資本は、主に銀行等の金融機関が拠出している(図3)。実際、バブル崩壊の1990年代以降、生命保険会社のソルベンシー・マージン比率規制の導入により保有資産のリスク圧縮を求められたため、持ち合い株式の売却を行ってきた。しかしながら、現在、なお生命保険会社がほとんどの銀行の大株主となっていることがわかる(表1)。つまり、機関投資家や大株主は経営者を監視する能力は

15) 劣後ローンとは、劣後特約付金銭消費貸借による貸付をいい、元利金の支払いについて、企業の清算時に一般債務の返済後に返済が開始されるという劣後的内容を有する特約が付されたものである。劣後債とは、企業の清算時に弁済順位が一般の無担保社債より劣後する条項を付して発行される社債をいう。劣後債の発行体は主に銀行と生命保険会社である。

16) 劣後債務はバランスシート上の負債に計上されている債務である。しかし、返済順位が低いと自己資本の一部とみなされている。

17) ダブルギアリング問題を指摘したモデルについては、Dewatripont and Tirole(1994)を参照されたい。

高いが、投資先企業と協力的になりすぎると規律付けを弱めてしまう (McConnell and Servances (1990))。金融システム安定化の観点から、銀行と生命保険会社間の過度の資本の持たれ合い構造は、深尾 (2002) が指摘するように、一方の業態に経営不安が生じた場合には、他方の資産に影響を及ぼし、これが連鎖的に発生することにより金融システムが不安定化する可能性がある。言い換えると、銀行への規律付けの観点から見ると、銀行と生命保険会社の持たれ合い構造が高ければ、『純粹機関投資家』としての生命保険会社の存在は、銀行に対する規律付けを強める方向にも弱める方向にも働き得ると考えられる。

バーゼルIIにおいてダブルギアリングの規制の必要性が説かれているように、生命保険会社が市場を通して銀行を外部規律付けする可能性を実証的に検証する際、金融機関内での資本関係 (すなわち、持たれ合い構造) に十分注意を払う必要がある。

金融コングロマリット

金融コングロマリットとは、ジョイントフォーラム (2001) において、「銀行、証券及び保険の少なくとも二つを包括するような広範囲の金融サービスを提供する企業グループ」と定義されている (Joint Forum (2001) p. 5)。

金融コングロマリット化は金融機関の経営体質の強化やサービスの向上に寄与する可能性がある一方、グループ化に伴う新たなリスクが顕在化するおそれもある。たとえ複数の業態の金融機関を含むコングロマリットを形成したとしても、グループ内の金融機関はそれぞれ独立した法人であり、リスクを適切に管理しながら、グループ全体を統括する金融持株会社の企業価値を最大化しなければならない。

金融コングロマリットを形成するリスクとして、①利益相反行為の発生、②抱合せ販売行為の発生、③グループ内のリスク伝染、④組織の複雑化による経営の非効率化、⑤リスクの集中等が指摘される (金融庁 (2006)、永田 (2004))。他方、金融コングロマリットを形成する効果として、①費用のシナジー、②収益のシナジー、③リスク分散、④革新的商品の開発等が指摘される (金融庁 (2006)、永田 (2004))。例えば、前多・永田 (2003) によると、欧州における3つの金融コングロマリットの形成では、リスク分散効果が検出された。さらに、規模の経済は観察されたが、範囲の経済は観察されないことを見出している¹⁸⁾。金融コングロマリットの形成のリスクと効果は更なる議論を必要とするが、ここでは本稿の目的とする範囲を超えるので、金融コングロマリット形成の効果とリスクを指摘するにとどめておく。

1990年代以降、世界的に金融コングロマリットの組成が進んだ。欧米 (例えば、英国、フランス、ドイツ、米国) ではグループに銀行、保険、証券を含む金融コングロマリットが存在する¹⁹⁾。

一方、日本では、戦後、銀行は銀行業、保険会社は保険業、証券会社は証券業にそれぞれ従

18) 前多・永田 (2003) は、1998年から2001年、欧州の3つの金融コングロマリット (INGグループ、アリアンツグループ、クレディスイスグループ) の子会社財務データを用い金融コングロマリットにおける範囲の経済を検証している。

19) 海外の主要な金融コングロマリットの経営動向の詳細については、農林金融 (2006) を参照されたい。

事するという專業主義がとられてきた。1980年代以降、金融自由化の流れの中、80年代半ばに銀行に公共債の窓販やディーリングが認可された。1993年、銀行業、証券業、信託業について業態別子会社での相互参入が解禁された。さらに、1997年度から5年間にかけて実施された金融ビッグバンにおいて、1998年、金融持株会社の設立が解禁された²⁰⁾。日本でも3大銀行をグループにおいて金融コングロマリット化が進展したものの、銀行業と証券業の融合が中心であり、保険業との融合は保険商品販売などにとどまっている。金融庁は、欧米の動向を踏まえ、2004年12月の金融改革プログラムの中で、日本の金融コングロマリット化に対応した法制度・検査・監督体制を構築することを目的とし、2005年6月「金融コングロマリット指針」を定めている。今後、わが国における、銀行業、証券業、保険業の融合を睨みつつ、生命保険会社は金融市場における独自の機関投資家としての位置づけを確立する必要がある。したがって、独自の位置づけを確立できる生命保険会社による銀行に対する外部規律付け機能が期待される。

5. むすび

これまで、直接金融市場において、生命保険会社が『純粹機関投資家』として銀行株式を保有し、市場を通して銀行を外部規律付けする役割を担う可能性があるのかを展望してきた。生命保険会社は『純粹機関投資家』としてプレゼンスを確立する必要がある。

専門的金融機関のひとつである生命保険会社は、企業の株式を大量に保有することにより大口機関投資家として企業を監視することが可能である。わが国では、ほとんどの企業の大株主構成に生命保険会社の名前が掲載されており、企業のコーポレートガバナンスを担う役割を果たす機能を持つことがうかがえる。これまで、メインバンクをベースにした銀行を通じたコーポレートガバナンスが機能していたが、1997年度から金融機関の破綻が相次ぎ、銀行による株式持ち合いが崩壊したものの、金融機関による企業の株式保有は依然高い。変わって、外国人投資家等の『純粹機関投資家』の株式保有が増加しているが、彼らにガバナンス機能を果たすような長期的な投資スタンスは期待できない。こうしたなか、生命保険会社は銀行の大株主となっている割合が非常に高いことから、生命保険会社による銀行に対する外部規律付け機能が期待される。専門

20) 金融持株会社の設立により銀行、証券会社、保険会社などを子会社として持つことが可能となる。2005年6月の金融庁「金融コングロマリット監督指針」の1-1金融コングロマリットの定義によると、金融コングロマリットは、①銀行、保険会社、証券会社等の少なくとも二つ以上の異なる業態の子会社を有する金融持株会社とそのグループ、②銀行、保険会社、証券会社等の少なくとも二つ以上を子会社とする事業持株会社とそのグループ、③銀行、保険会社、証券会社等のいずれかで、自ら異なる業態の子会社を有する金融機関親会社とそのグループ、④外国の金融持株会社で、日本に銀行、保険会社、証券会社等の子会社を有する外国持株会社グループに該当する企業グループのうち、グループを統括する経営管理会社と傘下の子会社からなるグループに分類されている。例えば、日本では、2000年9月の(株)みずほホールディングス(2003年1月、(株)みずほフィナンシャルグループに改組)を皮切りに、2002年12月に(株)三井住友フィナンシャルグループ、2005年10月に(株)三菱UFJフィナンシャル・グループの3大金融持株会社が設立された。

的金融機関の中で、情報生産機能と満期変換機能を持つ生命保険会社がガバナンスの担い手となる必要性が高まることは確実である。金融システム安定化の観点から、金融当局のみならず生命保険会社が一般債権者、預金者とともに大株主として銀行を監視する役割を担う可能性はある。しかしながら、生命保険会社の銀行に対する規律付け機能が実際に働く際、①ダブルギアリング問題、②金融コングロマリット問題を検討しなければならない。

わが国では、生命保険会社の特色や独創性については十分分析されていない。これまで、わが国では、銀行と生命保険会社の相互の株式や劣後債務の持ち合い構造からデータの限界が生じるため、生命保険会社による銀行に対するガバナンス機能を検証した実証研究はほとんどない。今後、金融市場における大口機関投資家としての生命保険会社の位置づけを実証的に分析することを課題としたい。

参考文献

- 浅井義裕 (2002) 「企業統治における機関投資家の役割—機関投資家はコーポレートガバナンスの担い手になるのか—」『証券アナリストジャーナル』 pp. 108-124。
- 銀行経理問題研究会 (2001) 『銀行経理の実務第5版』金融財政事情研究会。
- 金融庁 (2006) 「金融コングロマリット監督指針」
(<http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/conglomerate/01.html>)。
- 小林毅 (2007) 「機関投資家としての生命保険会社とコーポレートガバナンス」『生命保険論集』第160号 pp. 75-88。
- 中濱雄一郎 (2002) 「日本企業の財務意思決定における株式所有構造の影響—安定株主と純粋機関投資家との比較検証—」『経営学研究論集』38 西南学院大学大学院 pp. 35-57。
- 永田貴洋 (2004) 「金融コングロマリットの経済学」金融庁アクセスFAS 第17号
(<http://www.fas.go.jp/access/16/200404c.html>)。
- 農林金融 (2006) 「金融コングロマリットの形成と今後の展望」
(<http://www.nochuri.co.jp/report/pdf/n0604re1/pdf>) 4月。
- 橋本基美 (1998) 「機関投資家とコーポレートガバナンス」『証券アナリストジャーナル』8月号 pp. 20-34。
- 深尾光洋 (2002) 『生保危機は終わらない』東洋経済新報社。
- 前多康男・永田貴洋 (2003) 「金融コングロマリットと範囲の経済」金融庁金融研修センターディスカッションペーパー。
- 家森信義・浅井義裕 (2002) 「金融システムの変容とコーポレートガバナンスの担い手としての生命保険会社」『生命保険論集』 pp. 111-140。
- Chan, L. K. C. and J. Lakonishok (1995) “The Behavior of Stock around Institutional Investors,” *Journal of Finance* 50, pp. 1147-1174.
- Davis, E. Philip and Benn Steil (2001) *Institutional Investors*, The MIT Press.
- Dewatripont, M. and J. Tirole, (1994) *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press (邦訳 北村行伸, 渡辺努 訳 (1996) 「銀行規制の新潮流」東洋経済新報社)。
- Grossmand, S. J. and Hart, O. D., (1980) “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation”, *Bell Journal of Economics* 11 (1), pp. 42-64.

Jensen, M. C. and Meckling, M. H., (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 78-106.

Joint Forum, (2001), July

(<http://www.bis.org/publ/joint02.pdf>).

McConnell, J. J. and H. Servances (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* 27, pp. 595-612.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, (1986) "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 94(3), pp. 461-488.