

財務理論からみた日本の生命保険会社

——規律づけメカニズムと配当方式——

伊 藤 祐

目 次

- I はじめに
- II 生命保険会社のコーポレート・ガバナンスの特徴
- III 生命保険会社のフリー・キャッシュ・フロー問題
- IV 保険料・配当方式とボンディング・コスト、保険契約者の効用水準
- V 要約と補足

I は じ め に

戦後の日本企業は、(i)間接金融中心の企業財務のもとでの銀行による監視と(ii)借入による投資に伴う金利負担によって規律づけられてきたとされている。しかし、この2つのメカニズムは1980年代後半以降、内部留保の充実や金融資本市場の規制緩和による資金調達の実施の拡大などによって弱まってきた¹⁾。金融機関は事業会社への規律づけの役割を期待され続けてきたが、1980年代から90年代初頭に収益性の低い融資が拡大するなど、自身の規律づけに何らかの問題があったものと考えられる。本稿で取り上げる生命保険会社にも同様に、大株主・機関投資家として事業会社への規律づけの役割が期待される反面、生保会社自身の規律づけの問題についてはそれほど明らかにされていない。そこで本稿では財務理論の視点から生命保険会社のコーポレート・ガバナンスの分析を行う。まずコーポレート・ガバナンスの特徴について、日本の事業会社と生命保険会社とを比較

し、共通点と相違点を整理する。次に、フリー・キャッシュ・フローの概念を用いて、生命保険産業における経営の非効率性がどのような形で実現しうるのかを確認する。特に、含み益を背景に過大な予定利率（過小な保険料）による生命保険販売が行われる可能性について検討する。最後に、このような過大な予定利率の設定に対する規律づけの仕組みを検討し、ボンディング（経営者の自己規制）のコストや有効性、契約者世代間の公平性について分析・検討する。

II 生命保険会社のコーポレート・ガバナンスの特徴

1. 組織形態

日本の生命保険会社は、株式会社形態の他に、相互会社形態を採ることが可能であり、大手生命保険会社は概ね相互会社である。但し、1996年に、大手損害保険会社の生保子会社（株式会社）が一斉に新規参入し²⁾、今後も組織形態の分布には変化が続く可能性があるが、現在のところ保険料収入や資産規模でみると株式会社形態の生保のシェアは小さい³⁾。株式会社組織をとっているのは中小や外資系・損保系の新規参入企業が中心である⁴⁾。

相互会社は保険業法に基づいて設立される法人であり、保険契約者（以下、契約者）たちを構成員（社員）としている。社員たる契約者は、保険契約上の権利に加えて、剰余金分配（配当）請求権（保険業法第58条）や残余財産分配請求権（同法第182条）などを持つ。さらに、共益権として会社の運営に参加する権利⁵⁾をもつ。このため、あたかも相互会社には、株式会社と異なる規律づけのメカニズムが存在するかのよう印象を受ける。

なお、この株式会社と相互会社という2つの組織形態について、日本の経営者が自由に有利な方を選択してきたとは考えにくい⁶⁾。現在の相互会社の多くは戦前はほとんど株式会社であったが、敗戦による混乱と戦時保険金の支払による負

担から再建策の過程で相互会社に組織変更した歴史的経緯をもつ⁷⁾。また、旧保険業法上は、相互会社の株式会社への組織変更に関する規定がないために、その後は組織形態の変更を行った会社はなかった。但し、1996年4月に施行された新保険業法のもとでは、相互会社から株式会社への組織変更の道も開かれ（保険業法第68条）、有利な組織形態に移行することも可能になっている。

2. 相互会社と株式会社の相違点（効率性の視点）

財務論（企業金融論）の分野では、企業の財務構成（およびその基礎となる組織形態）が企業の効率性に与える影響について、エイジェンシー・コスト・アプローチを用いた分析がさかんに行われてきた。このアプローチでは、企業をさまざまな構成員による契約の集合体（the nexus of a set of contracting relationships）として捉える。経営者や資金提供者（株主・債権者）などのさまざまな構成員は、それぞれ個別利益（self-interest）を追求して行動しているが、各々の個別利益の追求は、企業価値の最大化という新古典派経済学的な企業の経営目標とは必ずしも一致しない。Jensen and Meckling [1976] は、この視点に基づき、株主と債権者の利害対立と、株主と経営者の利害対立に起因するエイジェンシー・コストについての最初の経済学的分析を行った。この論文の主旨は次のようなものである。持株の一部を売却したオーナー経営者が企業の予算を非効率に支出した場合、業績悪化・株価の低下による損失の一部が外部株主に帰属する一方、経営者自身は企業の支出そのものから効用を得る。このため、企業の株式の大半を保有する経営者に比べて、持株比率の低い経営者は企業価値を最大化するような経営を行わない動機をもつ（株主と経営者の利害対立）。また、ハイリスク・ハイリターンの投資を行ったとき、成功すれば成果はすべて株主のものとなるが、失敗すれば債権者が損失を被るため、株主はリスクの大きい投資を経営者に行わせようとする（債権者と株主の利害対立）。これらの問題は、さまざま

な方策（監視や経営者の自己規制 [ボンディング]）によっても一部は回避できるものの、その実施にはコストがかかるうえ、これらの方策にも関わらず企業価値の低下部分が存在しうる（残余コスト）。これらのコストや非効率性の経済価値の和はエイジェンシー・コストとして定義されている。

Mayers and Smith [1981] は、同様の問題が生保会社においても存在する可能性を示した。株式会社の形態をとる生保会社では一般の事業会社と同様、株主と契約者（債権者）の間の利害対立の問題が存在するのに対し、相互会社形態の生保会社では、契約者が社員として株主の地位を兼ねるため、このような利害対立は存在せず、これに起因するエイジェンシー・コストの発生を抑制できる。一方、相互会社では社員の権利を売買できないため、社員権の買収によって経営者を規律づけることができないうえ、たとえ別の規律づけ手段である委任状争奪戦（proxy fight）を行ったとしても得られる利益は小さいことから、社員が規律づけ（監視や経営への介入）を行う動機は小さい。このため、株主（ここでは社員）と経営者の利害対立による問題は株式会社よりも大きくなる。エイジェンシー・コスト全体でみると、相互会社のメリット（株主と債権者の利害対立の解消）は、経営者と株主の利害対立の悪化によって相殺されるというのが彼らの主張である。この研究以降、相互会社と株式会社のどちらがより効率的であるかをめぐって、米国では多くの理論・実証研究が行われてきたが、現在のところ明確な結論は導かれていない⁸⁾。日本の生保産業については、株式会社のシェアが小さかったことから、2つの組織形態の効率性を経済学的に比較する試みは少ない。中馬・橘木・高田 [1993] の実証研究は、会社形態（相互会社か株式会社か）と効率性との関係の検証を試みているが、有意な関係は確認されていない。

3. 組織形態の特徴の喪失

このように、相互会社と株式会社のどちらの形態がより効率的な経営をもたら

すかを判断することは困難である。また、80年代後半以降、低金利で資産運用先が限られているにも関わらず、高い保証利率（予定利率）を前提に保険料収入や資産規模拡大競争を続けてきたことは、2つの企業形態に共通する失敗であった。つまり、企業形態の違いに起因する差異よりも、両者に共通する問題点の方が大きいことが予想される。背景として、両形態とも本来特徴と考えられてきた性質を失っている可能性があり、以下では簡単にこれを確認する。

（1）相互会社の特徴の喪失

理念的な相互会社の特徴は、保険契約者が社員（一般企業の株主に相当）としての地位・権利を有する点にあるが、これが実態的に相互会社の特徴といえるかどうかは疑わしい。以下では、社員のもつ権利のいくつかが実際に機能しているか否かを確認する。

（i）会社の運営に参加する権利

そもそも多くの保険契約者がこの権利の存在自体を知らないか、あるいは関心を払っていない⁹⁾。最高の意思決定機関は、いずれの相互会社においても（形式的に）社員から選出された「社員総代」によって構成される社員総代会となっているが、総代の選出手続き、経営の意思決定上の役割のいずれの面においても、実質的に重要な役割を果たしているのは取締役会であり、総代会の役割は形骸化していると考えられている¹⁰⁾。

（ii）剰余金分配請求権

宍戸 [1995] は、制度的にも実態的にも、相互会社の社員は一般企業の株主と同じ意味での剰余請求権を保有していないと主張している。相互会社の社員は（株式のように）永久に持分を保有し続けることができない。持分は保険契約の満了・消滅と同時に消滅するうえ、保険種類や加入時期の異なる多数の契約者の持分を1種類の株式に変換し、評価・売買することは技術的に困難である。こ

のため保険会社が内部留保を行ったとき、その金額は市場で売買される株式のような持分に反映されることがなく、社員もこれを自分に帰属する財産として認識しない。このため、内部留保が一種の「無主の財産」となってしまうと穴戸は指摘する。

むしろ、契約者が実態的に保有してきた剰余金分配請求権は、固定的・安定的な配当受取に関する（暗黙の）契約的請求権のみであったと考えられる。小藤 [1992] は昭和35年度から昭和60年度の長期間にわたって、「予定利率+利差配当率」の水準が8%前後に位置づけられる「配当率平準化現象」、すなわち配当支払水準の硬直化が生じていたことを指摘した。これは契約者の実質的な剰余金分配請求権が契約的請求権に近かったことを示唆している¹¹⁾。また、池尾 [1994a] は、会社単位での資産運用成果と配当水準について経済モデルを用いて比較を行った結果、日本の生保加入者は資産運用成果に比べて継続的に過小な配当しか受け取っておらず、剰余請求権は実質的に機能していなかったと主張している。

(2) 株式会社の特徴の喪失

株式会社形態の生保会社の特徴は、契約者に対して剰余の分配が行われない無配当保険が販売されていること、契約者と株主が別々に存在することによる両者の利害対立が存在すること、の2点にあった。しかし、株式会社生保の多くは相互会社との競争上、配当付の保険を販売しており、契約者にとって相互会社と株式会社の差異は小さい。また、利益処分に占める株主配当の割合は極めて小さいことから、株式会社生保固有の利害対立の問題が存在するとも考えにくい。また、株式会社生保でも、相互会社と同様に、実質的には保険会社の経営陣による支配が行われてきたものと考えられる¹²⁾。

4. 事業会社と生命保険会社のコーポレート・ガバナンスの共通点と相違点

(1) 日本企業のコーポレート・ガバナンスの特徴

(i) 労働者管理型企业としての特徴と問題点

今井・小宮 [1989] は、日本企業は「労働者管理型企业」(labour-managed firm) といわれるものと類似の性質をもつと主張した。すなわち、経営者は従業員集団の中から長い競争の過程を経て選出され、誰が経営者に選ばれるかはその企業の株価とはほとんど関係がない。この従業員集団の代表者とみなされる経営者が基本的な意思決定を行い、かつ、正規従業員が利潤の一定の分け前にあずかる点が日本企業の特徴と考えられる。一方、深尾・森田 [1994] は、日本の株式会社について、非公開の場で銀行や取引先などの大株主が経営陣に意向を伝えることができるため敵対的買収の必要性が乏しく、証券市場を通じた規律づけ(テーク・オーバーの脅威)を回避できることを指摘している。このため、経営陣は長期的視野に立った経営活動を行いうる。

この「長期的視野」と、今井・小宮の指摘する労働者管理型企业の特徴とは密接な関係にある。日本企業の効率性改善には、長期にわたる従業員の努力(特に、企業特長的熟練 [firm-specific skill] の蓄積)が重要な役割を果たしてきた。もしも株主の権限が非常に大きいならば、従業員の努力によって達成された利益を株主が事後的に収奪する可能性がある。池尾 [1994b] は、企業特長的熟練の蓄積を考慮すると、従業員(経営者を含む)が残余請求権者でなければ企業は効率的にならないことを示した。反面、同じ池尾論文では、法制上、株主がもっぱらビジネス・リスクを負担することに起因する問題も指摘されている。すなわち、従業員が残余請求権を保有している場合、株主は資本提供の見返りに(暗黙の契約として)固定的な余剰配分を約束されることになるが、従業員にとって都合が悪いならば、この暗黙の契約は容易に破棄されうる。なぜなら契約不履行に対して、債権者であれば債務不履行を宣言し、さまざまな対抗措置をとりうるが、株

主は法制上はリスクを負うことが当然であり、債務不履行を宣言することはできないからである。このため、従業員は望ましいレベルを超えてリスクの高い投資を行ったり、株主に帰属するはずの余剰を意図的に浪費したりする行動をとる可能性をもつ。このように、労働者管理型企业では、従業員の努力を柱とした長期的視野に基づく経営が可能となる反面、株主の立場は脆弱である。

さらに、労働者管理型企业で「過剰規模」の問題が生じた場合、これを解決することは困難になる。過剰規模とは、企業の生産物に対する需要に比べて設備・労働等による供給能力が大きすぎる状態を指す。過剰規模への対策としての事業規模縮小やリストラクチャリングの実行に対しては経営者や従業員が抵抗を示すことが多い。これは経営者の報酬が企業規模に比例する傾向をもつことや、経営者が従業員の代表であることなどによる。また、Jensen [1986] のフリー・キャッシュ・フロー（以下、FCF）問題も、労働者管理型企业では深刻になる。FCFとは、「資本コストで割り引いたとき正の net present value（正味現在価値；NPV）を生む投資プロジェクトに必要な資金を超えて内部留保するキャッシュ・フロー」として定義される。留保されたFCFは負のNPVをもたらすような非効率な投資に支出されたり、場合によっては経営者や従業員の私的消費¹³⁾（予算の流用）などに充てられてしまう可能性がある。FCFはもともと株主と〔経営者+従業員〕の利害対立の対象の一つであるが、労働者管理型企业では、FCFが経営者たちによって収奪される可能性が大きい。成長期の企業は収益率の高い投資プロジェクトを多く抱えているので、FCF問題は小さい。しかし、成熟期の企業では投資機会に恵まれないため、内部留保されたキャッシュフローの多くはFCFとなる。1990年代以降の経済成長率の低下を考慮すると、現在の日本ではFCF問題や過剰規模問題が深刻化している企業が少なくないと考えられる。

(ii) コントロール・メカニズム

広田・池尾 [1996] は、企業の非効率性¹⁴⁾をコントロールするメカニズムとし

て次の方策について言及している¹⁵⁾。

- ①内部コントロール
- ②資本市場（敵対的買収）
- ③負債の再組織化
- ④生産物市場、要素市場
- ⑤法的／行政的／規制的システム

①の内部コントロールとは、既存の株主が規律づけを行う方法の総称であり、株式所有の集中度、株主の性質や株式のもつ投票権限の強さなどに依存する。株式が広く分散して保有されているならば、個々の小さな株主は、わざわざコストをかけて企業の監視を行おうとはしない。また、経営のモニター力に優れた株主が存在すれば、企業のコントロールは容易になる。このため、メインバンクや生保に大株主として規律づけの役割が期待されることが多い。②の資本市場（敵対的買収）は、株式所有の集中度や既存株主のタイプに依存する。集中度が小さく、既存株主が企業と何らかの利害関係によって強く結びついていないならば、資本市場によるコントロールは容易になる。③は、非効率的な経営によって負債の返済が困難になり財務危機（Financial Distress）あるいは（最悪の場合には）倒産に陥ったとき、債権者が企業の経営に介入し資産の売却・人員整理などによって経営の効率化を行うものである。

以上は、企業の財務（金融）活動に関連する規律づけの仕組みである。財務活動以外による企業の規律づけの重要な仕組みとして④、⑤が挙げられるが、これは当該企業が事業活動を行う環境（市場条件や事業そのものの特性）によって状況が異なる。④については、市場に厳しい価格競争が存在すれば経営者への規律づけ効果が存在すると考えられるが、独占・寡占状態にある場合や、消費者が価格や品質の変化に対して硬直的な需要行動をとる場合（品質あたりの価格変化に対する需要弾力性が小さい場合）、経営者への規律づけ効果は弱い。⑤の法的／

行政的／規制的システムは、資本提供者（①～③）や、消費者や要素購入先（④）による規律づけが弱い状態では、特に重要である。

(2) 生保会社と一般企業のコーポレート・ガバナンスの比較

(i) 共通の問題点 —労働者管理型企业としての特徴—

生保会社も一般の事業会社と同様に、労働者管理型企業の性格をもつ。生保会社の経営陣のプロフィールをみるとほとんどが内部昇進によるものであり、企業系列が人的に果たす役割さえも見だしにくい¹⁶⁾。内部昇進者による経営は、長期にわたる好業績も一因ではあるが、企業外部からほとんど干渉を受けてこなかったことのあらわれでもある。もしも生保産業の経営上、企業特殊的な熟練が重要であったならば、この事実は経営効率化に役立ってきたものと考えられる。一方すでにみたように、生保の契約者は株式会社・相互会社を問わず、(暗黙の) 契約的な配当請求権を保有する反面、実質的な剰余金請求権ではなかった。しかもこの契約的請求権は、従業員の都合によって容易に破棄されうる¹⁷⁾。これは事業会社の株主とも共通する問題である（図表1参照）。

(図表1) 労働者管理型企业としての事業会社・生保会社の共通点

	長 所	短 所
労働者管理型企业としての特色	長期志向の経営 労働者の企業特殊的能力蓄積が行われやすい(労働者が剰余請求権をもつ)	株主(契約者)の契約的請求権が労働者によって収奪されやすい 過剰規模、FCF問題

(ii) 規律づけメカニズムの共通点と相違点

ここでは規律づけメカニズムについて、日本の事業会社と生保会社とを比較する。

①の内部コントロールについては事業会社の多くではメインバンクが大株主を兼ね、経営の規律づけの上で重要な役割を果たす。日本の株主の議決権は制度的に米国に比べて強く、大株主と経営者の間で株主総会のすべての議案について、総会前に議論が行われているという¹⁸⁾。このことから、大株主による内部コントロールはある程度までは有効に機能してきた可能性がある。しかし、生命保険相互会社においては、メインバンクに相当する経済主体は存在しない。個々の契約者は規律づけの役割を果たすにはあまりにも小規模であり、コストをかけてまで監視を行うインセンティブが存在しないだけでなく、複雑で理解しにくい生保の経営を監視するだけの能力が備わっていない。また、特定の企業が社員権を行使して直接的に生命保険会社に影響力を及ぼすことも考えにくい。ただし、一部の財閥系生命保険会社は系列取引を通じて企業年金や団体保険の募集を行っており¹⁹⁾、企業系列の存在が保険会社の規律付けに一定の役割を果たす可能性がないわけではない。しかし、これらの系列企業がメインバンクの行うようなモニタリングを伴ったり、なんらかの経営への干渉を伴うものとは考えにくい。第一に、公式な手段による影響力の行使は困難である。団体扱の個人保険の場合には、社員権はそれぞれの契約者に存在し、団体としての企業にはない。社員の議決権は契約の大きさに関わらず一人一議決権という保険業法上の規定とあわせ、系列企業は社員総代会や社員総会という公式の手段を用いた影響力をもつことが困難である²⁰⁾。株式会社生保の契約者に株主としての権利が存在しないことはいうまでもない。第二に、系列企業が保険の解約という手段を用いて生保会社の経営者に影響力を行使することも可能であるが、一般に、生保会社自身もその企業の株式を安定株主として保有しているため系列企業が解約を行うことは制約される。このことは、企業間の株式持ち合いと同様である。さらに、(ア)株主による帳簿閲覧請求権が認められていないことなど、事業会社の株主に比べて必ずしも生保会社の契約者の権限が強くないこと、(イ)銀行が貸付先の経営内容について口座取引を

モニターすれば簡単に情報が得られるようには外部利害関係者が生保会社の経営内容についての情報が得られないことも、外部利害関係者による規律づけを困難にしている。また、(ウ)経営のシグナルとしての株価が存在しないことも重要である²¹⁾。

②の敵対的買収は、日本では事業会社でもほとんど機能していない。相互会社生保でも社員総会における議決権が1人1票である点、保険契約と議決権が基本的に不可分である点から今後とも機能することは考えられない。株式会社生保についても、株式が非公開であることから、敵対的買収の余地はなかった。

③の負債の再組織化は、事業会社については有効な規律づけシステムであることが指摘されている²²⁾が、生保会社については効果が明らかでない。しかし、厳しい自己資本比率規制を導入し、一定の数値を割り込んだ場合には経営に対する規制・監督を強め介入する方法をとれば、負債の再組織化と同様の効果がもたらされると考えられる。

④の生産物市場／要素市場は産業によって状況が異なる。生命保険市場では、個々の契約者の保険解約による消極的な影響力行使や、価格競争によるコスト削減圧力といった規律づけは困難である。生保会社の多くは、保険加入時の「逆選択」を防止し長期の加入を有利にする平準保険料と呼ばれる保険料率体系を採用している。保険契約を解約すれば、再加入時の保険料率は解約しないケースに比べて割高になることが多い。このため、生保会社の契約者は保険料率の違いやサービスの違いを認識していても会社間の乗り換え（switching）を頻繁には行わない²³⁾。さらに、生保商品は同一の条件で品質あたりの価格を比較しにくい商品であり、特に初めて購入する人々には商品比較が困難であることも²⁴⁾、生産物市場が規律づけに有効に働かない理由の一つである。

⑤の法的／行政的／規制的システムは、生保産業では特に重要であり、大蔵省による実態的監督主義²⁵⁾のもと、きびしい規制が適用されてきた。しかし、当局

による規律づけは、(ア)裁量の余地が小さいこと、(イ)保険会社以外の主体への利害得失を考慮せざるを得ないこと（例えば健康状態のいかんに関わらず多くの人々が保険に加入できるような体制を確立させるなどの政策目標）、(ウ)保険会社に対する債権を直接的にコントロールできない、などの特徴をもち²⁶⁾、規律づけのメカニズムとしては限界がある。

以上をまとめると、生保会社は一般事業会社と比べ、①～③の財務（金融）活動や④の営業活動にともなう規律づけが弱い反面、⑤の法的／行政的／規制的システムに依存していることが確認できる（図表2参照）。このため、⑤が十分に機能しない限り、一般の事業会社以上に、FCF や過剰規模の問題が解決困難であると考えられる。

（図表2） 規律づけメカニズムの比較

	一般事業会社	生保会社
①内部コントロール(既存株主)	メインバンクによる規律づけ	規律づけ主体不在・制度的にも弱い
②資本市場(敵対的買収)	機能していない	機能していない
③負債の再組織化	機能する	規制との組合せで機能しうる
④生産物市場、要素市場	生産物などの性質に依存	生産物の特性上、規律づけが困難
⑤法的／行政的／規制的システム	独占度や生産物の性質に依存	規律づけの中心であるが不十分

Ⅲ 生命保険会社のフリー・キャッシュ・フロー問題

1. 生命保険会社における FCF 概念

(1) 何を基準に「投資プロジェクト」を考えるか？

Jensen が「非効率な投資」を誘発すると考えた「FCF」の概念を生保産業の分析に適用するためには、「正の NPV を生む投資プロジェクト」をどのように

捉えるべきか、あるいは資本コストをどう定義するか、概念を整理する必要がある。大まかに投資プロジェクトを分類すれば、①建物や設備への投資プロジェクト、②有価証券や不動産・貸付などへの投資のように、資産運用全体としての投資プロジェクト、③保険引受と資産運用などを総合した、「ある保険集団に対する特定の保険商品の販売事業全体」として捉えた投資プロジェクト、の3つの概念が考えられるが、ここでは③を中心に考える。なぜなら③の概念は保険事業をより包括的に捉えているだけでなく、FCFの定義にある資本コストの概念を、保険会社が資産運用にあたって保証する利率である「予定利率」で処理できるからである。

つまり、ある契約者集団（被保険集団）単体についての収支を考え、将来の費用と収益について、資本コストとなる予定利率で割り引いたとき、正のNPVをもたらすことが期待される保険販売計画を正の期待収益率をもつ投資プロジェクトとして考える。この場合、NPVが負になるような保険販売は、非効率な投資プロジェクトとして定義できる。

(2) 一般企業に比べて深刻なFCF問題

収益の大半を占める保険料収入が、事業遂行のための外部資金調達を兼ねていることは、生保会社が事業会社と大きく異なる特徴である。もしもFCFを保有する生保会社ほど上記③の概念による投資プロジェクトを拡大するならば、FCFが外部資金調達を促進するということを意味する。一般の事業会社では、FCFの留保は外部資金調達の必要性を減少させる。生保会社においても上にあげた①、②の定義の投資それぞれについて、FCFが存在するならば資金調達の必要性は減じられるものの、③の定義では投資プロジェクト自体が資金調達を伴うので、結果として資金調達量はFCFを流用するほど拡大することになってしまう²⁷⁾。

また、投資プロジェクトの実行が自動的に外部資金調達をとまなうということ

は、キャッシュ・フローの内部留保のほとんどすべてが FCF に相当することを意味する²⁸⁾。Jensen の FCF 概念は、内部留保したキャッシュフローについて、収益をもたらす投資プロジェクトを内部資金のみで調達するとき必要な金額と、それを超える部分 (FCF) に分ける考え方である (図表 3 a)。生命保険会社では、投資プロジェクトに必要な資金は保険料収入の形で多くが自動的に資金調達できるため、「正の NPV をもたらす投資プロジェクトをまかなうのに必要な資金」に、外部資金調達分を加えるべきでない。図表 3 b に示されるように生命保険会社では、キャッシュフローの内部留保がほとんど FCF となるため、FCF の問題は事業会社に比べて大きいと考えられる。

(図表 3) 内部留保と FCF の関係

(a) 事業会社の場合

正の収益プロジェクトへの投資支出	内部留保 (内部金融)
FCF の浪費	

(b) 生命保険会社・金融機関の場合

正の収益プロジェクトへの投資支出	自動的に外部調達
FCF の浪費	内部留保 (内部金融)

ところで、日本の生保産業は、個人年金保険などの成長分野があることなどから成熟産業であるとは必ずしも考えられていないが、Wells et al. [1993] は、米国の生命保険産業を成熟産業であり FCF が大きいとみなした。彼らはその理由として、①生命保険における死亡率・疾病率は保険数理的によく知られており保険引受による利益機会は限られていること、②資産運用収益についても資本市場の情報効率性と取引コストによって超過収益率の達成が困難であること、③規制当局が保険価格を規制するため超過収益の実現は制約されること、の3点によ

て投資機会が限られていることを挙げた。これらの特徴の多くは日本の生命保険産業においても成立していると考えられ、生保会社の一部が成熟産業として多額のFCFを留保している可能性は大きい。但し、このような投資機会の大小は、事前的・客観的な計測が著しく困難であり、これをもとにしたFCFの実証的な測定は困難である²⁹⁾。

(3) 含み益はFCFか？

含み益は、①有価証券や土地についての時価評価額と帳簿価額との差であり、FCFと直接的な対応関係にはない。また、②含み益は「含み資産」ともよばれ、一種のストック概念であるが、FCFはフロー概念である。さらに、③生保会社は多数の契約者世代についての勘定を同時に保有し、それぞれの勘定が毎年の決算では完全に精算されないため、含み益には未実現利益として利益処分の対象にならない部分が含まれる。

ただし、極端な単純化を行い、契約者世代の重複を考慮せず、会計決算も契約者世代ごとに保険契約がすべて満了したときのみに行われると仮定したら、決算期末における含み益は、本来実現・計上されるべき利益の先送りとなる。このとき、ストック概念としての含み益は、保険契約満了時の決算において計上されるべき投資収益（フロー概念）と等しくなる。実現した利益を留保することは、事実上、(2)で示したようにFCFの留保に近い性格をもつことになる。

現実の生命保険会社においては、複数の契約者世代の勘定を一つの勘定³⁰⁾で合算して年次決算を行っている。このため、含み益の一部は未実現（未確定）の利益であり分配できない。しかし一部は、本来は特定の契約者世代勘定において精算し利益計上されるべきであった部分の蓄積であり、FCFに相当する。(2)で指摘したキャッシュフローの内部留保が、公正な手続きのもとに保有するFCFであるのに対し、これは、いわば、不適正な会計処理に由来するFCFで一種の

秘密準備金に相当するものといえる。FCFが上記のどちらの性格をもつにせよ、これは経営者・従業員と株主との利害対立をもたらす。但し、秘密準備金の性格をもつFCFの方が、経営者たちによる収奪が容易となることはいうまでもない。

2. FCFのもたらす非効率性

FCFは、(1) 経営者による資源の私的な消費や、(2) 非効率な投資プロジェクトへの支出につながる可能性が高い。以下では、生命保険産業における、これらのFCFの浪費の可能性について検討する。

(1) 資源の私的な消費

資源の私的な消費とは、経営の効率化に直接結びつかないような消費的支出で経営者や従業員の効用を高めるものを指す。労働者管理型企业では、従業員の給与水準の高さやフリンジベネフィットの大きさと関連づけて考えることができる。橋木 [1992] は、金融・保険業における賃金が、他の業界に比べて高いことを指摘し、その理由として、市場集中度の高さと公的な規制による収益率の高さ、従業員の学歴の高さ、労働移動率の低さなどを挙げた。筆者は、これらの要因に加えて、FCFの存在が、金融機関の従業員の賃金等を引き上げたとともに、(2)で説明する事業の拡大を可能にして、いっそうの賃金上昇をもたらした可能性がある³¹⁾と考える。

(2) 非効率な投資プロジェクトの実施可能性

本稿では、生命保険産業における投資プロジェクトを、保険引受・販売と資産運用を総合した「ある保険集団に特定の保険商品を販売する事業全体」として定義した。非効率な投資とは、資本コストで割り引いたときのNPVが負になるよ

うな投資を指し、ここでは、特定の契約者集団単体に対する保険販売からの期待収益率がマイナスになるような投資を指す。投資プロジェクトはたとえ非効率であったとしても、それを行うことによってそのプロジェクトに関わる経営者や労働者の所得や地位・利用可能な経費を確保することによって、彼らの効用を高める。特に、投資プロジェクトの収支が短期間では明らかにならないときには、経営者や従業員はプロジェクトの実行・拡大を希望すると考えられる。

生保の投資プロジェクトの期待収益率がマイナスになる要因は主として3つに分類できる。生保会社は、保険事業にあたって、予定利率、予定死亡率、予定事業費率の3つの予定率をもとに保険料を計算し、実際に生じた資産運用成果、死亡事故、事業費との差額をそれぞれ利差、死差、費差として損益計上している。保険事業からの期待収益率がマイナスになるには、少なくとも利差、死差、費差のいずれかにおいて損失が発生しており、他であげた利益を上回ることが必要である。つまり、非効率な投資の源泉も次の3つに分類可能である。

- ① 予定利率が過大、または非効率な資産運用（資産収益が過小）
- ② 予定死亡率が過小、または生保会社による保険加入者の選択（健康状態のチェック）の失敗（現実の死亡率が過大）
- ③ 予定事業率が過小、または非効率な事業費の支出

①の例としては、有価証券などの資産運用機会が小さい（期待収益率が低く、高リスク）にもかかわらず、過大な予定利率（過小な保険料）で保険販売を行ったり、市場平均並の資産運用成績が達成できないケースが考えられる。②については、死亡確率の高い集団に対して過小な予定死亡率（過小な保険料）で保険販売を行うことが考えられる。③は、多額の販売促進費をかけなければ保険に加入してくれない集団に対する保険販売を行うことが考えられる。

このように、FCFが保険会社の非効率な投資プロジェクトにつながる経路は

複数考えられる。しかし、現実には、①の要因が最も重要であると考えられる。その理由は、FCFの多くが含み益の形で留保されているためである。含み益の吐き出しの形をとることによって、①の非効率投資を行っても、見かけの利差損益を悪化させないことが可能となる。一方、含み益を②の経路での浪費に充てたとすると、死差損が大きくなる一方で利差益が大きく拡大してしまう。利差、死差、費差のそれぞれの損益と配当は、監督当局によってモニターされているので、このような利差益の浪費は当局に非効率を指摘され、経営介入を招く可能性がある。このように考えると、含み益を流用した事業拡大を行うケースでは、生保会社は過大な予定利率や非効率な資産運用の結果として利差損益を悪化させ、それを含み益で補填する可能性をもつ。

3. 利差損益を悪化させる要因と FCF

この利差損益の悪化の要因には（1）資産運用の失敗（非効率な資産運用）と（2）高すぎる予定利率（過小な保険料）の2つが考えられる。

（1）資産運用の失敗？

資産運用の失敗は、ポートフォリオ理論でいえば投資の有効フロンティアの内側の点を選択されてしまうことに相当する（投資対象の偏り）。この原因の一つとして、いわゆる「総合取引」が考えられる。生保会社は株式を長期安定的に保有することと引き替えに、投資先会社の年金や団体保険契約を獲得していることが多く、そのような通常取引を確保する利益と資本取引による利益を合算して考え、株式を継続して保有するか、売却するかを決定するとされ、このような取引が「総合取引」とよばれている。総合取引は生保会社が非効率な有価証券投資を行う例として捉えられることが多い³²⁾。会計上は、保険料収入も資産運用収益も同じ収益の構成要素なので、このような総合取引が行われる場合、犠牲になる資

産運用収益が短期的には保険料収入の増加で補われるため、生保会社の期間収益は見かけ上は悪化しない。しかし、保険料収入はいずれ保険金という費用支払につながるため、もしも総合取引によって資産運用の失敗が生じているのならば、当該保険募集プロジェクトは長期的に負の収益率をもたらす可能性がある。

しかし、福田・張 [1993] による実証研究では、系列関係からもたらされる情報が資産運用にプラスの効果をもつ可能性が示唆されている。企業系列を利用した保険募集も一種の総合取引に該当すると考えられるが、もしも総合取引によって資産運用における有利な情報をもたらされるならば、必ずしも総合取引が非効率な資産運用をもたらすとはいえない。

（2）過大な予定利率（過小な保険料率）の可能性

FCF の浪費の一形態として、いわゆる逆ざや状態での保険販売が行われる可能性がある。つまり、投資プロジェクト単体では維持不可能な予定利率・保険料の設定が行われる恐れがある。

小藤 [1991] は、含み益が保険会社の資産運用に与える効果をモデルによって分析し、投資のフロンティアが下方シフトしたときにも、含み益を活用することによって、予定利率の引き下げ（保険料率の引き上げ）を行うことなしに安全性基準を満たすポートフォリオを選択することが可能になることを示している。すなわち、保険会社は予定利率割れの運用成果になる可能性を一定水準以下にする意味での「安全性原則」を満たそうとするものとする。投資の有効曲線が下方シフト（金利水準の一般的な低下、もしくは収益率の分散が増加）したとき、安全性原則をみたす投資機会は予定利率の変更なしには存在しなくなるケースが考えられる。このようなケースで、保険会社は含み益を流用することにより、予定利率を引き下げることなく（保険料を引き上げることなく）安全性原則をみたす資産運用を行うことができるというものである。この効果は、含み益を FCF に置

き換えても全く同じ結論になる。

小藤論文はこのことから、生命保険会社は含み益の獲得を目的として株式投資を行うと指摘したにとどまり、含み益の活用がもたらす経営への影響については明示的に述べていないが、本稿では含み益のこのような活用が、（負の NPV をもたらす保険募集プロジェクトを誘発するという意味での）非効率をもたらす可能性がある点を指摘したい。すなわち、本来、予定利率を引き下げなければ安全性をみだす投資機会を見いだせなかったのが、FCF（ないし含み益）を流用することにより、予定利率を据え置いたままでの新規保険募集という投資プロジェクトを執行することが可能となる。保険料で表現するならば、本来は保険料率を引き上げるべきところを、FCF を保険料収入不足に対して補填することによって、実質的に過大な値引きを行って販売を行っているに等しい。

生保会社の経営者にとって、含み益を流用しながら売上（保険料収入）を増加させるか、それとも売上の増加を犠牲にしても含みの温存を図るかは重要な問題である。経営者が支配下にある資金量を最も重視するのであれば、含みの流用による資産価値の低下と保険販売による増収効果のトレードオフ関係が重要となり、含み益の流用が行われるとは限らない。一方、経営者が新規の保険募集（保険料収入金額、または契約数やその伸び率）を最重視するならば³³⁾、含み益の流用は積極的に行われると考えられる。

それでは、生保会社は、実際にこのような含みの活用や予定利率の設定を行ってきたのだろうか。生保会社は昭和50年代半ばから、金利低下傾向に逆行する形で予定利率を引き上げてきた。このことは、持続的な株価上昇を背景に、株式の期待収益率が高かったこと、共済や簡保における予定利率の引き上げが先行して行われたことにもよるが、含み益の形での FCF の存在が、本来行うべき予定利率の引き下げ（保険料の引き上げ）を抑制した可能性は大きい³⁴⁾³⁵⁾。

反面、もしも含み損失が発生したならば、投資の有効曲線から導かれる予定利

率に加えて、含み損失を次世代の契約者集団の生命保険料に転嫁しない限り、安全性原則をみたすことはできなくなる。つまり、FCFの流用を行うことは、保険契約者世代間での保険料変動につながるものと考えられる。

4. FCFのコントロール

このように、FCFが存在すれば、過小な保険料の設定による非効率な保険募集プロジェクトの実施（FCFの流用）が生じる可能性がある。生保会社ではこれに対する株主による規律づけがうまく機能しない。社員権や残余請求権の売買が行われないことで、敵対的買収によるFCFの放出は実現できないし、社員総代会による利益分配についても、異なる保険契約者世代が重複して加入しており、それぞれの残余請求権の有効期間が異なるために、社員総会・総代会を通じた内部留保と配当政策についての合意形成も困難である。一方、JensenやWruck[1990]は一般企業について「債務の発行は経営効率を高める（負債の再組織化機能）」という見方をしているが、生保会社において債務（保険金債務）による規律づけがうまく機能するとは限らない³⁶⁾。生保事業そのものが資金調達機能ともなっているため、資産内容が悪化して債務返済・金利負担能力が低下したとしても、生保会社の新規契約が増加している限り、問題が表面化して債務の規律づけが実現するまでには事業会社に比べて時間を要する。また、保険債務の債権者が広範に分布しているため、一人一人のモニタリング（監視）へのインセンティブが小さく、生保会社再編に向けた行動がとりにくい。さらに、早期に経営再建の必要性を示すシグナルとなりうる株価が存在しない³⁷⁾ことも、債権者による規律づけを困難にする。

このように、生命保険会社におけるFCFの非効率な消費に対するモニタリングには困難が伴うため、効率的なボンディング（経営者の自己規制）の仕組みと公的規制とををいかにして組み合わせるかが重要となる。一つの方法としては、

経営者による FCF の流用をそもそも発生させないように、残余を完全に契約者に払い出すための会計処理の仕組みを採ることが考えられる。この方式は、「アセット・シェア方式」による配当原則と呼ばれるもので、公平な配当還元を行うための基本的考え方として、契約者の保険契約期間にわたる貢献度合い（持分）を把握しようとするものである。具体的には、各契約者の各年のキャッシュ・フロー（保険料－配当金－1件あたり解約返戻金・保険金・事業費）に評価利率（総合利回等）を乗じたものの累積額を契約者毎のアセット・シェアとし、これを契約期間を通じ契約者に還元する方法とされている³⁸⁾。この方法を採用すれば、FCF の留保が小さくなるため、その流用による非効率を防ぐことが可能となると考えられる。

IV 保険料・配当方式とボンディング・コスト、 保険契約者の効用水準

アセット・シェア方式のようなボンディング・メカニズムを導入することは、直接・間接的なコストをともなう。直接的な効果として、追加的な会計費用が発生する。アセット・シェア方式は、保険種類別、保険契約者世代別に帰属する持分をそれぞれ計算することになるため、一般勘定の中で統合してのみ計算する場合に比べ、会計コスト、監査コストが上昇する。間接的な効果としては、①キャッシュフローが自動的に払い出されてしまうため、正の収益をもたらす投資機会が存在したとしても、その遂行の機会を逸してしまう可能性があること、②アセット・シェア方式を導入したために保険料・配当の発生パターンが変化し、導入しない場合に理論的には達成できたはずの効用水準が実現不能になる可能性があること、の2点が考えられる。

①については、投資機会が存在したとき、保険募集プロジェクト自体が資金調

達機能をもつのでそれほど重要ではない。さらに、キャッシュフローの払出の大部分を各契約者との保険契約の満了・消滅時に行うことも可能であり、途中の期間において必ずしも多額の流出が生じるわけではない。②については、アセット・シェア方式を導入すると保険契約者にとっての実質保険料負担額の安定効果が損なわれる結果、契約者が得られる効用水準が低下する可能性がある反面、契約者世代間の公平性が改善すると予想される。

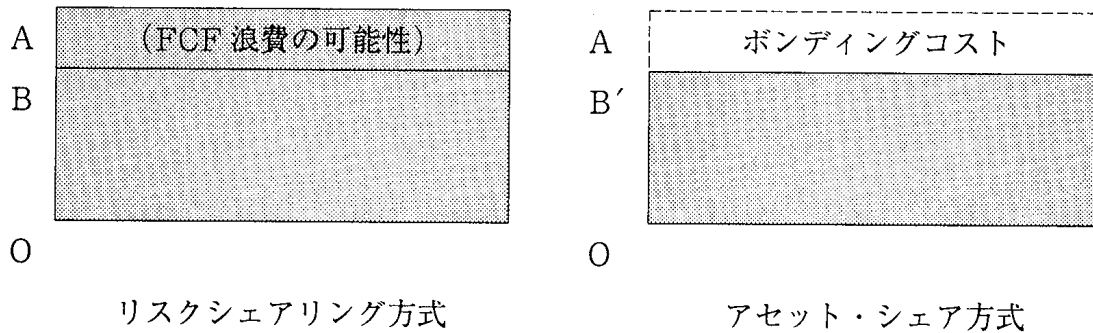
1. アセット・シェア方式導入のボンディングコスト

小川 [1994] は、エイジェンシー・コストを考慮しないモデルを用いて、アセット・シェア方式の導入が保険契約者の効用水準にもたらす影響について分析している。小川は、アセット・シェア方式導入前現在の生保の保険料・配当決定方式を説明するモデルとして契約者世代間の「リスクシェアリング方式」を提示した。この方式においては、生保会社は、契約者世代間で資産運用リスクを共有させることによって、キャピタル・ゲインを得た保険契約者世代からキャピタル・ロスを経験した保険契約者世代へ利得の移転を行う機能を果たすと仮定されている。リスクシェアリング方式においては、資産運用の成果が配当の形で保険契約者に還元されることがないかわりに、保険契約者が一定の保険サービスを購入するにあたって負担する実質保険料（支払保険料－受取配当）が確定しており、契約者はこの方式による保険を一種の安全資産とみなしていることになる。一方、アセット・シェア方式による保険は契約者に実質負担保険料の不確実な危険資産とみなされると仮定される。小川の分析結果では、契約者が危険回避的であれば、リスクシェアリング方式による保険契約はアセット・シェア方式による保険契約に比べて契約者の需要する保険単位も多く、保険契約から得られる期待総効用も大きいことが示されている³⁹⁾。

しかし、現実には生保会社が世代間のリスクシェアリングを忠実に行うとは限ら

ない。確かに配当率の平準化現象にみられるように、契約者が実質的に負担する保険料が安定的である時期は続いたものの、近年では配当金削減も続いている。リスクシェアリング方式を採用してキャピタル・ゲインが発生した場合、生保会社は、これを次世代の保険契約者についてのキャピタル・ロスに備えて積み立てるだけでなく、新規の採算割れ保険募集などの非効率な支出に流用してしまう可能性をもつ⁴⁰⁾。図表4はこれが契約者の効用水準に与える影響を示したもので、経営者によるFCFの浪費が存在しないならば、小川論文の指摘の通りリスクシェアリング方式はアセット・シェア方式のもたらす効用OB'よりも高い効用OAを契約者にもたらす。しかし、FCF浪費の可能性を考慮すると、契約者は得られるべき（暗黙の）配当を経営者に収奪される可能性をもち、この場合、契約者の保険契約に対する期待効用は、 $OA > OB$ なるいずれかの点Bに決まる。この場合、リスクシェアリング方式のもとで経営者に収奪されたのちに契約者が得られる期待効用と、アセット・シェア方式による保険契約の期待効用とどちらがより高いかは明らかでない。しかし、もしも生保市場に、アセット・シェア方式とリスクシェアリング方式の2種類の生保商品が販売されているならば⁴¹⁾、契約者は2つの方式の生保契約から得られる（保険料1円あたりの）期待効用が等しくなるように両方式の生保契約への需要を調整すると考えられることから、 $OB = OB'$ となる点で市場は均衡し、2つの方式が契約者にもたらす効用は等しくなると考えられる⁴²⁾。なお、AB'はアセット・シェア方式のボンディングコストであると解釈できる。このように、アセット・シェア方式の導入が最終的に契約者の効用を低下させるとは限らない。

（図表4） 効用水準で測ったエイジェンシーコスト



2. 契約者世代間の公平性

(1) 世代間転嫁方式の考え方

理念的なリスクシェアリング方式では、契約者世代間の（事後的な）公平性を達成しようとしていると解釈できる。すなわち、アセット・シェア方式では、金利環境の変化などにもよって実質保険料負担額が変動することが当然と考えているのに対して、伝統的なリスクシェアリング方式では、金利変動や株価変動にも関わらず、契約者世代が異なることによって（保険金あたりの）名目保険料負担額が変動するべきではないと考え、キャピタルゲインを得た世代からロスを被った世代への所得移転を行わせるとも考えられる。

しかし、本稿が想定するように、経営者と契約者のエイジェンシー問題があり、FCFが流用されることを仮定するならば、含み益の形でFCFが存在するときには、将来の契約者世代の保険料は過小になり、反対に含み損失が存在するときには、将来の契約者世代では過去世代の損失が上乗せされて保険料が過大になることが考えられる。この極端なモデルをここでは、「世代間転嫁方式」と呼ぶことにする。世代間転嫁方式では、過去の契約者世代における資産運用成果が将来の契約者世代の負担する実質保険料にすべて転嫁されることにする。この方式では契約者世代間の公平性を主張することは困難のように思える。図表5はリスクシェアリング方式、アセット・シェア方式、世代間転嫁方式による保険料決定方式を

単純な数値例で比較・説明したものである。

（図表 5） 実質支払保険料決定方式の比較

	キャピタルゲイン発生時（確率 γ ）		キャピタルロス発生時（確率 $1-\gamma$ ）	
	t 期	t + 1 期	t 期	t + 1 期
(a) リスクシェアリング方式				
t 期加入 契約者世代	10		10	
t + 1 期 加入 契約者世代		10		10
(b) アセット・シェア方式				
t 期加入 契約者世代	(2) 8		(2) 12	
t + 1 期 加入 契約者世代		(2) 8		(2) 12
(c) 世代間転嫁方式				
t 期加入 契約者入世代	(2) 10		(2) 10	
t + 1 期 加入 契約者世代		(2) 8		(2) 12

死亡率や金利水準などの与件が一定ならば、契約者の当初の保険料は、10で共通である（図表 5-a）。アセット・シェア方式の場合、保険会社が契約者の保険

料を資産運用した成果は、当該契約者にすべて還元される。キャピタルゲインが生じたときには、配当²が支払われ、実質支払保険料は8となる。キャピタルロス発生時には、追徴保険料（または保険金額からの削減）が行われ、実質支払保険料は12となる（図表5-b）。実務上は保険料の追徴は行われないので、当初の保険料支払額を12、配当ゼロと考えても同じことである（この場合、キャピタルゲイン発生時の配当は4となる）。リスクシェアリング方式においては、資産運用成果による損益発生リスクをすべて保険会社が負担し、運用資産を拠出した契約者世代にもその後の契約者世代にも、資産運用の成果は一切転嫁されない。世代間転嫁方式においては、 t 期に加入した世代の負担する保険料は、資産運用成果が全く還元されないので、負担する保険料は10で一定であるが、資産運用成果は後の契約者世代の保険料にすべて転嫁される（ $t+1$ 期の契約者にかかる資産運用成果は $t+2$ 期に転嫁される）（図表5-c）。

（2）世代間転嫁方式の帰結

このような世代間転嫁が行われているとき、各契約者世代ごとの期待効用や生命保険需要にはどのような影響が生じるであろうか。以下では、単純なモデルを用いてこれを分析する⁴³⁾。

契約者世代毎の効用水準や需要量をモデル化するために、2期間にわたる保険会社の経営を考える。簡単化のために、2つの期において保険契約者世代は重複せず、それぞれの期に別々の契約者世代が1期間の定期保険に加入しているものと仮定する。保険契約単位あたりの保険料を P とし、保険契約単位あたりの保険金額を I とする。資産運用成果が転嫁されない場合には、支払保険料の期待値は2期間を通じて一定、すなわち契約者世代による保険料負担額に違いはないと仮定する。保険加入単位あたりの期待受取保険金額も、保険契約世代を通じて一定であると仮定する。

保険契約者は危険回避的であると仮定する。保険契約者は純所得の期待効用を最大化するように、 x 単位の保険契約に加入する。保険契約者の所得 Y 、死亡確率 δ 、効用関数の形状は世代を通じて一定であると仮定する。

生命保険会社は、 t 期に保険契約者から集めた保険料をその期のうちに金融市場で運用して、その成果がキャピタルゲインまたはキャピタルロスとして期末に実現されると想定する。保険契約単位あたりのキャピタルゲインは確率 γ で α を得る。一方、キャピタルロスは確率 $1 - \gamma$ で $-\beta$ を被る。簡単化のために、キャピタルゲインとキャピタルロスの期待値がゼロであると仮定する。すなわち、

$$\gamma \alpha - (1 - \gamma) \beta = 0$$

前期の保険契約あたりのキャピタル・ゲインまたはロスはすべて次の期の保険料に転嫁されるものと仮定する。また、生保会社各社はすべて同じような資産運用状況にあり、資産運用成果を保険料に転嫁する額も同じであると仮定する⁴⁾。

$t + 1$ 期の保険料は、キャピタルゲインがあった場合には、 $P_t - \alpha$ 、キャピタルロスがあった場合には $P_t + \beta$ 、となる。キャピタルゲインの期待値は、0 であり、 $t + 1$ 期の保険料の期待値は P_t と等しい。

これらをまとめたものが、次の表である。

(図表 6)

	第 t 期	第 $t + 1$ 期 キャピタルゲイン転嫁	第 $t + 1$ 期 キャピタルロス転嫁
所得	Y_t	$Y_{t+1} = Y_t$	$Y_{t+1} = Y_t$
保険料率	P_t	$P_{t+1, \alpha} = P_t - \alpha$	$P_{t+1, \beta} = P_t + \beta$
支払保険料	$P_t x_t$	$P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}$	$P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}$
受取保険金	$I_t x_t$	$I_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}$	$I_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}$
死亡確率	δ	δ	δ
キャピタルゲインまたはロス発生の確率	1	γ	$1 - \gamma$

①第 t 期の契約者世代の行動

契約者の期待効用は次の通りに表される。

$$(1) \quad EU_t = (1 - \delta)U(Y_t - P_t x_t) + \delta U(I_t x_t - P_t x_t)$$

1階の条件は、

$$(2) \quad (1 - \delta)P_t U'(Y_t - P_t x_t) = \delta (I_t - P_t) U'(I_t x_t - P_t x_t)$$

ここで、小川 [1994] にならって、効用関数が $U(\cdot) = \log(\cdot)$ であると仮定すれば、含み転嫁方式による t 期の契約者世代の需要保険単位 x_t^e は次のように導出される。

$$(3) \quad x_t^e = \frac{\delta Y_t}{P_t}$$

(3)式より、 t 期の契約者世代（資産運用成果の転嫁を行う世代）の需要保険契約単位数は、所得と死亡確率に正比例し、保険料率に逆比例する。

t 期の保険契約者世代の期待効用 EU_t^e は次式となる。

$$(4) \quad EU_t^e = (1 - \delta) \log\{(1 - \delta) Y_t\} + \delta \log\left\{\left(\frac{I_t}{P_t}\right) \delta Y_t\right\}$$

② 第 $t + 1$ 期の契約者世代の行動

第 $t + 1$ 期の契約者の行動は、 t 期の契約者世代の保険料の資産運用成果に依存する。ここでは、資産運用成果の帰結を個別にみるのではなく、その期待値についてみる。

契約者の期待効用は次式の通りに表される。

$$(5) \quad \begin{aligned} EU &= E\{(1 - \delta)U(Y_t - P_{t+1} x_{t+1}) + \delta U(I_t x_{t+1} - P_{t+1} x_{t+1})\} \\ &= (1 - \delta) \{ \gamma U(Y_t - P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}) + (1 - \gamma) U(Y_t - P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}) \} \\ &\quad + \delta \{ \gamma U(I_t x_{t+1, \alpha} - P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}) + (1 - \gamma) U(I_t x_{t+1, \beta} - P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}) \} \end{aligned}$$

1階の条件は、

$$(6a) \quad \delta (I_t - P_{t+1, \alpha}) U'(I_t x_{t+1, \alpha} - P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}) \\ = (1 - \delta) P_{t+1, \alpha} U'(Y_t - P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha})$$

$$(6b) \quad \delta (I_t - P_{t+1, \beta}) U'(I_t x_{t+1, \beta} - P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}) \\ = (1 - \delta) P_{t+1, \beta} U'(Y_t - P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta})$$

効用関数が $U(\cdot) = \log(\cdot)$ であると仮定すれば、含み転嫁方式における $t + 1$ 期の契約者世代の需要保険単位 x_t^c は次のように導出される。

$$(7a) \quad x_{t+1, \alpha} = \frac{\delta Y_t}{P_{t+1, \alpha}} \quad \text{キャピタルゲインのあった翌期}$$

$$(7b) \quad x_{t+1, \beta} = \frac{\delta Y_t}{P_{t+1, \beta}} \quad \text{キャピタルロスのあった翌期}$$

ここで、キャピタルゲイン、ロスの生じる確率はそれぞれ、 $\gamma, 1 - \gamma$ であるから、需要保険契約単位の期待値は、

$$(8) \quad \overline{x_{t+1}^c} = \gamma x_{t+1, \alpha} + (1 - \gamma) x_{t+1, \beta}$$

これを、(3)式と比較すると、次の関係が成立する。

$$(9) \quad \overline{x_{t+1}^c} > x_t^c \quad (\text{付録 1 参照})$$

また、 $t + 1$ 期に加入する保険契約者の期待効用は、次式の通り。

$$(10) \quad EU = \gamma \{ (1 - \delta) U(Y_t - P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}) + \delta U(I_t x_{t+1, \alpha} - P_{t+1, \alpha} x_{t+1, \alpha}) \} \\ + (1 - \gamma) \{ (1 - \delta) U(Y_t - P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}) + \delta U(I_t x_{t+1, \beta} - P_{t+1, \beta} x_{t+1, \beta}) \}$$

効用関数が $U(\cdot) = \log(\cdot)$ であると仮定すれば、 $t + 1$ 期の保険契約者世代の期待効用は次式で表される。

$$(11) \quad EU_{t+1} = (1 - \delta) \log \{ (1 - \delta) Y \} + \gamma \delta \log \left\{ \left(\frac{I_t}{P_{t+1, \alpha}} - 1 \right) \delta Y_t \right\} \\ + (1 - \gamma) \delta \log \left\{ \left(\frac{I_t}{P_{t+1, \beta}} - 1 \right) \delta Y_t \right\}$$

これを、 t 期に加入した契約者世代の効用水準(4)式と比較すると、

$$(12) \quad EU_t < EU_{t+1} \quad \text{が成立する (付録 2 参照)}。$$

モデル分析からは、世代間転嫁方式による生保契約が提供されるならば、保険契約から得られる期待値は将来世代の方が過去の世代よりも高くなることが明らかになる。また、保険の需要契約量の期待値も、過去の世代よりも将来世代の方が大きくなる。

この結果の解釈は厄介である。将来の契約者世代の方が期待効用が高いことは、将来世代が保険料実質負担額が変動するリスクを負担していることの表れ（リスク・プレミアム）であるとも考えられる。このため、生保会社が資産運用リスクを将来世代に転嫁しても、将来世代の期待効用が犠牲になるとは必ずしもいえない。キャピタル・ロスが転嫁されることが確実になった場合には将来世代の効用水準は低くなるものの、キャピタル・ゲインが転嫁される場合には効用水準が高くなる。つまり、期待効用でみると事前的には将来世代の効用水準が犠牲になるとはいえず、将来の生保契約加入時の保険料変動に対する十分なリスク・プレミアムを受け取ることが可能かどうかことが重要となる。

また、契約者は、このような世代間転嫁モデルの保険だけでなく、一種のアセット・シェア方式の性質をもつ変額保険を購入することも可能である。もしも、過去の契約者世代のキャピタル・ロスが転嫁されているにも関わらず、アセット・シェア方式の保険よりも世代間転嫁方式のモデルを契約者が選好するならば、契約者の実質保険料変動リスクに対する回避度が著しく大きいのか、あるいは生保会社の経営者・従業員による FCF 流用問題（保険料の転嫁など）がそれほど大きくない、あるいはアセット・シェア方式自体に何らかのエージェンシー問題が内在されている、などの少なくとも1つが成立していると考えられる。

一方、生保会社（経営者）にとっては、世代間転嫁方式には将来の新規保険契約高を変動させるリスクがあるものの、将来の平均新規契約高が高くなる傾向があるため、持続的成長を目指すのであれば、アセット・シェア方式よりも世代間転嫁方式の保険供給を選好するかも知れない⁴⁵⁾。しかし、現在の経営者が将来の

新規契約高よりも現在の新規契約高を選好するならば、生保会社が将来の契約高を高めるために意図的に世代間転嫁方式を選択しているとは考えにくい。

V 要約と補足

本稿の分析をまとめると、以下の通りである。

日本の生保会社のコーポレート・ガバナンスの問題は、会社形態のちがいの問題よりも生保産業に固有な問題（2つの会社形態に共通する問題）の方が大きい。生保会社の多くは事業会社と同じく労働者管理型企业であり、実質的な剰余金請求権を従業員が保有する一方、契約者が配当に関して保有している（暗黙の）契約的請求権は経営者・従業員によって取奪されうる。特に、含み益はフリー・キャッシュ・フローに相当し、契約者への配当として支払われるよりも非効率な支出に流用されがちとなる。特に生保の場合、事業会社と異なり内部留保のほとんどがFCFとなるため流用問題が深刻となる。具体的な流用問題は、過大な予定利率（過小な保険料）による新規保険契約の増加（企業規模拡大の追求）の形であらわれると考えられる。生保におけるこのようなFCFや過剰規模への規律づけは困難であり、特に社員（契約者）による規律づけは機能しない。このためなんらかのボンディングの有効活用が必要となる。ボンディングの一つとしてのアセット・シェア方式は、若干の契約者の効用低下というコストをとともうが、経営者などによるFCF流用を考慮すると、この方式が契約者にとって不利になるとは必ずしもいえない。一方、生保会社が世代間リスクシェアリングの名の下に実質的に契約者世代間で資産運用成果を保険料に転嫁しているとしても、世代間の公平性は結果的に著しく損なわれていると結論づけることもできない。

本稿では、特に含み益とその浪費に関して、契約者の剰余請求権に対する従業員や経営者による取奪の可能性を強く意識して分析を行ってきた。含み益の蓄積

の多くは従業員の熟練の蓄積によってもたらされたというよりも、地価・株価の上昇という生保会社外部の要因によってもたらされたと考えられ、従業員による収奪が行われるべきではない。逆に、従業員の熟練や経営努力としての費差損益や死差損益については、従業員の熟練蓄積へのインセンティブを考慮すれば、これを契約者に還元するよりも、この多くについて従業員が剰余請求権をもつべきと考えられる。このように、契約者への剰余分配と従業員の熟練形成を達成するためには、配当方式についてさらに制度を洗練させていく必要がある。また、新たに参入した株式会社形態の生保会社では、大株主である親会社の意向が明確に経営に反映されることによって、有効な規律づけが行われる可能性がある。その結果、生保産業全体で、規律づけメカニズムにどのような影響が生じるのかが注目される。

付録 1

(8)式から(3)式を引くと、

$$\delta Y_t \left(\frac{\gamma}{P_{t+1, \alpha}} + \frac{1-\gamma}{P_{t+1, \beta}} - \frac{1}{P_t} \right) = \delta Y_t \left(\frac{\gamma P_t P_{t+1, \beta} + P_{t+1, \alpha} P_t - P_{t+1, \alpha} P_t \gamma - P_{t+1, \alpha} P_{t+1}}{P_{t+1, \alpha} P_{t+1, \beta} P_t} \right)$$

分母はすべて正であり、分子について解くと、

$$\begin{aligned} & \gamma P_t (P_t + \beta) + (P_t - \alpha) P_t - (P_t - \alpha) P_t \gamma - (P_t - \alpha) (P_t + \beta) \\ & = P_t \{ \gamma (\alpha + \beta) - \beta \} + \alpha \beta \end{aligned}$$

これが正になるのは、 $P_t > \frac{-\alpha \beta}{\gamma (\alpha + \beta) - \beta}$ のときで、 $\alpha = \frac{1+\gamma}{\gamma} \beta$ を代入すると、

$$P_t > \frac{-(1+\gamma)}{2\gamma^2} \beta \text{ となり、つねに成立する。つまり、} t+1 \text{ 期の保険加入量の期}$$

待値は、 t 期に比べて常に大きい。

付録 2

(11)式から(4)式を差し引くと

(13)

$$\begin{aligned} & \delta \left[\gamma \log \left\{ \left(\frac{I_t}{P_{t+1, \alpha}} - 1 \right) \delta Y_t \right\} + (1-\gamma) \log \left\{ \left(\frac{I_t}{P_{t+1, \beta}} - 1 \right) \delta Y_t \right\} - \log \left\{ \left(\frac{I_t}{P_t} - 1 \right) \delta Y_t \right\} \right] \\ &= \delta \log \left\{ \left(\frac{P_{t+1, \beta}}{P_{t+1, \alpha}} \right)^\gamma \cdot \frac{P_t}{P_{t+1, \beta}} \cdot \frac{I_t - P_{t+1, \beta}}{I_t - P_t} \cdot \left(\frac{I_t - P_{t+1, \alpha}}{I_t - P_{t+1, \beta}} \right)^\gamma \right\} \\ &= \delta \log \left\{ \frac{P_t}{P_{t+1, \alpha}^\gamma \cdot P_{t+1, \beta}^{1-\gamma}} \cdot \frac{(I_t - P_{t+1, \alpha})^\gamma (I_t - P_{t+1, \beta})^{1-\gamma}}{I_t - P_t} \right\} \end{aligned}$$

ここで、 $\alpha = \frac{1-\gamma}{\gamma} \beta$ であることを利用すると、カッコ内は

$$\frac{P_t}{\left(P_t + \beta - \frac{\beta}{\gamma} \right)^\gamma (P_t + \beta)^{1-\gamma}} \cdot \frac{\left(I_t - P_t - \beta + \frac{\beta}{\gamma} \right)^\gamma (I_t - P_t - \beta)^{1-\gamma}}{I_t - P_t}$$

となる。

第1項は、常に1より大きく（ただし、 γ が著しくゼロに近く、 P に比べて β が相対的に大きいと計算不能となる）、第2項も、 γ が著しく1に近い領域以外では1より大きく、両者の積も1より大きい。つまり、将来世代の効用水準の方が過去の世代の効用水準よりも高くなる。

本稿は、筆者の修士論文をもとに、平成8年度久留米大学商学研究会で行った報告にもとづいて大幅に加筆修正したものである。橘木俊詔教授（京都大学経済研究所）には研究計画立案段階から貴重なアドバイスをいただいた。また、修士論文審査および掲記研究会に参加していただいた諸先生からは、分析内容や問題意識の点にいたるまで、有意義なご指摘をいただいた。ここに御礼申し上げたい。ただし、ありうべき誤謬はもちろん筆者の責任である。

注

- 1) 渡辺・山本 [1992]、広田・池尾 [1996] 参照。
- 2) 97年1月末現在、損害保険系の生命保険子会社11社が営業を開始している。
- 3) 生損保子会社の相互参入前は、株式会社形態の生命保険会社は、内国会社27社中、会社数の4割を占めていたが、保険料収入や資産規模のシェアでは1割に満たなかった（茶野 [1992]）。
- 4) 米国においては会社数において株式会社が圧倒的多数を占め、資産規模、保険料収入における相互会社のシェアは会社数に比べて相対的に大きいものの、日本ほど極端な相互会社によるシェア集中はみられない（海外保険事情研究会『海外の保険事情』1991、大蔵財務協会、56頁、および、宇野 [1995]、参照。）
- 5) 保険業法上、議決権（第37条）、提案権（第38条、第45条）、社員総会招集請求権（第39条、第50条）などが認められている。
- 6) 米国では、相互会社から株式会社へ、株式会社から相互会社への両方向への組織変更が行われてきた。前者については、多くは小規模の相互会社が経営悪化により新規資本を調達するために行われてきた（佐野 [1992 b]）。また、相互会社の株式会社化が経営効率化をもたらしたか否かについては、見方が分かれている（井口 [1993]）。
- 7) 小宮 [1989]、461-462頁参照。
- 8) この分野についての理論・実証サーベイは、井口 [1993] に詳しい。
- 9) 中島 [1995] は、契約者からは保険加入の申込書が提出されるのみであり（会社設立時を除く）、相互会社社員の結社行為的意味での会社加入の意思表示は明確でないと指摘している。
- 10) 小宮、前掲、444-446頁参照。
- 11) ただし、小藤論文では、長期継続契約に対して支払われるラムダ配当と、契約消滅時特別配当を無視しており、これらを考慮するならば、残余請求権が何らかの形で機能している可能性はある。
- 12) 株式会社形態では最大の協栄生命において、同社の寄付によって設立された財団法人が筆頭株主であることなどはその傍証である。小宮（前掲）参照。
- 13) 企業利益に貢献せず、経営者や労働者の効用にのみ寄与する具体的な支出としては、華美な本社ビルや、利益への貢献度の少ない広告支出、役員専用車、交際費、慈善事業への支出などの一部または全部が考えられる。
- 14) 正確には、非効率性の中でも、特に「過剰規模」問題に対するコントロール・メカニズムとして言及している。
- 15) Jensen [1993] も参照。
- 16) 石井 [1995]、参照。
- 17) 小藤 [1992] によれば、昭和61年度以降は、巨額の為替差損の発生などにより、

配当率は8%を割り込み、暗黙の契約が破棄されたことが確認される。予定利率の引き下げ（保険料の値上げ）は、平成2年に入ってからであり、過去の暗黙の契約破棄の方が、販売に直接影響する保険料の引き上げよりも容易であったと想像される。

- 18) 深尾・森田 [1994] 参照。
- 19) 福田・張 [1993]、参照。
- 20) ただし、規模の大きい団体であれば、団体扱契約に含まれる契約者を動かし、一定の影響力を行使する可能性がないわけではない。
- 21) 相互会社の持分について株価に相当するものが存在しないだけでなく、株式会社生保の株式も非上場であるため株価が経営内容に関するシグナルとして機能しない。
- 22) 広田・池尾 [1996]、前掲。
- 23) なお、銀行業においては、このようなボンディングは存在しないか、あるいは極めて小さいため、預金者は、預金引き出し・解約という手段を容易にとることができる。
- 24) Schlesinger and Graf [1993] 参照。
- 25) 監督官庁に広範な権限を与えて、事業経営のあらゆる段階において監督を行う方式をさす。
- 26) この特徴については、Dewatripont and Tirole [1996] の銀行規制とコーポレート・ガバナンスに関する記述をもとに再整理した。
- 27) 銀行業についても、FCFが存在すれば預金調達額が拡大することが予想され、同様の問題が起こると予想される。
- 28) 保険会社には、ソルベンシー（保険金支払能力）確保のために、内部留保を行い自己資本を持つ必要があると考えられている。しかし、有配当保険の仕組みは、ソルベンシー確保のために割増保険料を徴収し、余剰分を配当として支払うという考え方であり、これを前提とする限り、内部留保は必ずしも必要とはならない。
- 29) Wells et al. の目的は、相互会社と株式会社の間で、保有するFCFの大きさに違いがあるかどうかを調べることであったが、この計測上の困難から、内部留保したキャッシュフローが近似的にFCFに等しいものとして分析を行っている。
- 30) 一般勘定を指す。変額保険など特別勘定によるものは含まれない。
- 31) Jensen and Meckling [1976] は、従業員の訓練水準までも、経営者の非金銭的効用を高めるにすぎない可能性を示唆している (p.312)。高い学歴や職業的熟練をもつ従業員を高い給料で雇用することは、必ずしも企業の効率化をもたらすとは限らず、むしろ、質の高い労働力を採用していることによって経営者や既存の従業員が非金銭的効用を得ているにすぎない可能性がある。日本の銀行や生保会社では、高学歴の新卒学生を採用しながら、それほど専門能力を必要としない部署に配置することも少なくないという。最悪の場合、経営者は自らの効用を高めるために自らの賃金を上げるだけでなく、さらに、高コストの労働力を新規採用することによ

- ても効用を高めるという二重の高賃金問題が存在していることも考えられる。
- 32) 宍戸 [1995] は総合取引を「資産運用についての利益相反行為」とみなした。
 - 33) 生保会社が、実際の経営目標として何を追求しているのかは明らかでない。対外的な経営理念の多くは、小宮（前掲）が“obscurantism”と指摘した通りであるが、生保各社の正規従業員の多くは「新規契約高の最大化」、あるいは「被保険集団の最大化」が自社の経営目標であると考えているようである。どちらの経営目標も、事業会社ならば売上最大化に相当する経営目標であることは注目できよう。
 - 34) 松山 [1995] は、保険料を引き上げるとたとえ契約者配当を引き上げたとしても（実質保険料は据置き）、保険販売量が低下することに言及し、婉曲な表現で、マーケティング上の都合で予定利率が割高に据え置かれる可能性について指摘している。
 - 35) これに対して、企業単位では含み益の大きい会社ほど予定利率を引き下げて非効率的な投資を行ってきたわけではない、という反論もあろう。しかし、それが事実だとしても、それは保険料水準が実質的に規制下にあり横並びで維持されてきたためであると考えられ、業界全体として含み益が過大な予定利率をもたらしたとする仮説とは矛盾しない。
 - 36) II (2)(ii)で述べたように、自己資本規制のような形で負債を監視し、それにもなった経営介入が可能ならば、負債による規律づけも有効に機能すると考えられる。
 - 37) Wruck [1990] のモデルでは、債権者による規律づけ（負債の再組織化）を早期に発動するためのシグナルとして株価を用いている。
 - 38) 小川 [1994] 参照。
 - 39) 但し、厳密には小川論文が主張するように一律にリスクシェアリング方式の方が高い効用水準を与えるわけではない。死亡率が低く、保険料支払額の所得に対する比率が大きいときには小川の結論は成立するが、死亡率が高く、保険料支払額の所得に対する比率が小さいときには、むしろアセット・シェア方式の方が高い効用水準を可能にする。このように、アセット・シェアリング方式によるボンディングコストは必ずしも大きいものではない。
 - 40) これが池尾 [1994b] の指摘した労働者による株主余剰（契約的請求権）の収奪に相当する。
 - 41) 変額保険は一種のアセット・シェア方式による保険である。変額保険の規模が十分に大きくリスク・シェアリング方式と競争関係にあり、変額保険の資産運用がリスクシェアリング方式と同様に行われているのならば、以下の議論は、アセット・シェア方式に変えて、変額保険に置き換えて差し支えない。
 - 42) ここでは、契約者は、アセット・シェア方式による実質保険料変動のリスクと、経営者による契約的配当の収奪リスク（配当削減リスク）を同じように評価して、複数の生保契約を評価・加入決定するという前提をおいている。
 - 43) ここでのモデルは、小川 [1994] の単一世代モデルを複数世代モデルに拡張した

ものである。

44) このことは保険会社の新規参入がないことを前提としている。

45) ただし、将来の期待契約高が高くなるという結論は、単純な2期間モデルから導かれるのみであり、多期間モデルで同じ結論が導かれるとは限らない。

【参考文献】

(英語文献)

Dewatripont, M. and Tirole, J., *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press, 1994.

(北村行伸・渡辺 努訳『銀行規制の新潮流』東洋経済新報社, 1996年)

Fields, J.A. and Tirtiroglu, D., "Agency-Theory Implications for the Insurance Industry: Review of the Theoretical and Empirical Research", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.30, No.1, Winter 1991, pp.40-61

Jensen, C. Michael and Meckling, William H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp.305-360

Jensen, C. Michael, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, 1986, pp.323-329

Jensen, C. Michael, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance* 48, 1993, pp.831-880

Mayers, David and Smith, Clifford W. Jr. "Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets", *Journal of Business*, 1981, vol.54, no.3, pp.407-434

Schlesinger, Harris and Graf von der Schulenburg, J.-Matthias, "Consumer Information and Decision to Switch Insures", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol.60, No.4, 1993, pp.591-615

Wells, Brenda P. and Cox, Larry A. and Gaver, Kenneth M., "Free Cash Flow in the Life Insurance Industry", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol.62 No.1, 1993, pp.50-66

Wruck, K.H. (1990), "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency", *Journal of Financial Economics*, 27, pp.419-444

(邦語文献)

今井賢一・小宮隆太郎「日本企業の特徴」(今井賢一・小宮隆太郎 編『日本の企業』)

- 東京大学出版会, 1989年), 3-26ページ
- 石井 耕「生命保険産業における経営・人事戦略」(『北海道教育大学紀要』第46巻第2号第1部B、1995年)
- 井口富夫「所有構造と効率性に関する実証研究：展望 —保険業の組織形態に関連して—」(『文研論集』<生命保険文化研究所>1993年3月), 25-52ページ
- 池尾和人、「生保に対する規制・監督」(橘木俊詔・松浦克己 編著『日本の金融：市場と組織』日本評論社, 1994年 a), 79-105ページ
- 池尾和人、「財務面からみた日本の企業」(貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会, 1994年 b), 95-118ページ
- 宇野典明「保険会社法研究会報告の掲載にあたって」(『文研論集』<生命保険文化研究所>No.110, 1995年), 164-170ページ
- 伊藤 祐「生命保険会社のコーポレート・ガバナンス」(京都大学大学院経済学研究科修士論文, 1996年)
- 小川英治「保険契約者への金融収益の還元問題」(『文研論集』<生命保険文化研究所>No.101, 1992年), 225-247ページ
- 小川英治「配当における契約者世代間の公平性とその影響」(『文研論集』<生命保険文化研究所>No.108, 1994年), 169-185ページ
- 片木晴彦「相互会社の財産的基礎」(『文研論集』<生命保険文化研究所>No.110, 1995年), 203-215ページ
- 倉澤資成「証券：企業金融論とエイジェンシー・アプローチ」(伊藤元重・西村和雄 編『応用ミクロ経済学』東京大学出版会, 1989年), 89-120ページ
- 小藤康夫『生命保険の発展と金融』白桃書房, 1991年
- 小藤康夫「生保会社の配当率と株式売却」(『保険学雑誌』<日本保険学会>No.539, 1992年), 1-20ページ
- 小宮隆太郎「企業としての生保」(今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会, 1989年), 441-470ページ
- W. Carl Kester「日本の企業統治 効率発生源説対取引抑制源説」(平木多賀人編『日本の金融市場とコーポレート・ガバナンス』中央経済社, 1993年) 61-102ページ
- 佐野佳男「相互会社の自己資本について」(保険監督法研究会報告書Ⅱ『生命保険相互会社における自己資本』生命保険文化研究所, 1992年 a), 43-64ページ
- 佐野佳男「相互会社の株式会社化についての一考察 —エクイタブル社の例を中心として—」(『保険学雑誌』<日本保険学会>第538号, 1992年 b), 69-93ページ
- 宍戸善一「生命保険相互会社のコーポレート・ガバナンス」(鴻常夫 編著『現代企業立法の軌跡と展望』商事法務研究会, 1995年), 605-634ページ
- 清水 博『生命保険経営と ROE 戦略』東洋経済新報社, 1994年
- 醤油和男「相互会社問題についての一考察 —エイジェンシーコスト理論からのアプ

- ローチー」(『生命保険経営』<生命保険経営学会>, 1989年7月), 55-73ページ
- 橋木俊詔「金融・保険業の労働市場と賃金」(堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』、東京大学出版会、1992年。pp.165-188ページ)
- 田中 弘「保険経理・ディスクロージャー」、『ジュリスト』、No.1009、1992年、pp.15-20ページ
- 茶野 努「金融自由化と生保」(住友生命総合研究所編『ゼミナール 日本の生命保険会社』東洋経済新報社、1992年、33-71ページ)
- 中馬宏之・橋木俊詔・高田聖治「生命保険会社の効率性の計測」、橋木俊詔・中馬宏之編著『生命保険の経済分析』日本評論社、1993年), 197-230ページ
- 中島伸一「相互会社における保険加入者の法的地位」(『香川大学経済論叢』第68巻、1995年), 1-20ページ
- 広田真一「コーポレート・ガバナンス論と日本企業」(『ESP』95.4), 33-37ページ
- 広田真一・池尾和人「企業金融と経営の効率性」(伊藤秀史『日本の企業システム』東京大学出版会、1996年), 49-79ページ
- 堀内昭義「日本におけるコーポレート・ガバナンス —そのメカニズムと有効性—」(『金融研究』<日本銀行金融研究>第13巻第3号, 1994年), 121-154ページ
- 深尾光洋・森田泰子「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」(『金融研究』<日本銀行金融研究所>第13巻第3号, 1994年), 13-58ページ
- 福田慎一・張愛平「固定費用と生命保険業における規模の経済性」(橋木俊詔・中馬宏之 編著『生命保険の経済分析』日本評論社、1993年), 231-265ページ
- 松山直樹「保証利率としての予定利率の考え方」(『保険学雑誌』<日本保険学会>第550号, 1995年), 86-99ページ
- 水島一也「生保事業の戦略的課題」(『国民経済雑誌』第161巻5号, 1990年), 1-19ページ
- 森 馨一郎「金利変動と生保の予定利率」(『生命保険経営』<生命保険経営学会>第63巻第6号, 1995年), 20-41ページ
- 渡辺 茂・山本 功「日本企業のコーポレート・ガバナンス—戦後最低のROEから—」(『財界観測』, 1992年)