

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

—相互組織・協同組織の株式組織化の問題—

村 本 孜

<目 次>

0. はじめに
1. 金融機関の統合・分割
 - [1. 1] 金融機関の統合問題
〔企業の統合（結合）〕
〔持株会社〕
〔金融持株会社〕
 - [1. 2] 金融業への参入の視点—事業会社と金融機関の結合・分離—
〔持株会社による参入〕
〔金融機関と事業会社の結合の程度〕
 - [1. 3] アメリカの UTHC
〔GLB 法の成立〕
〔UTHC〕
2. 金融機関のコーポレート・ガバナンス
 - [2. 1] コーポレート・ガバナンス
 - [2. 2] 生命保険会社の組織形態とステーク・ホルダー
 - [2. 3] コーポレート・ガバナンスから見た相互組織対株式組織
 - [2. 4] 協同組織でのコーポレート・ガバナンス (以上前号)
3. 生保相互会社の株式会社化
 - [3. 1] 生保相互会社の組織変更
 - [3. 2] 株式会社化
 - [3. 3] 「保険相互会社の株式会社化に関するレポート」(99.7.6) に関連して
4. 持株相互会社
 - [4. 1] 持株相互会社

- [4. 2] 持株相互会社の課題
- [4. 3] S&L 相互持株会社
- [4. 4] 住宅金融組合の株式会社化
- [4. 5] 日本の協同組織金融機関の株式会社化
- 5. 株式会社化の課題
 - [5. 1] 株式会社化に伴うエージェンシー問題
 - [5. 2] ウィンドフォールの発生
 - [5. 3] S&L の株式会社化の問題
 - [5. 4] 生保株式会社の存在の意義
- 6. むすびにかえて

3. 生保相互会社の株式会社化

[3. 1] 生保相互会社の組織変更

金融機関のメガ化の動きは、銀行業に留らず、金融業全体を覆うものであり、生命保険会社もそのトレンドから無縁ではない。生保会社についても、金融機関の統合としては、生保会社同士の統合、他業態金融機関との統合、そして異業種との統合という局面が出てくる。

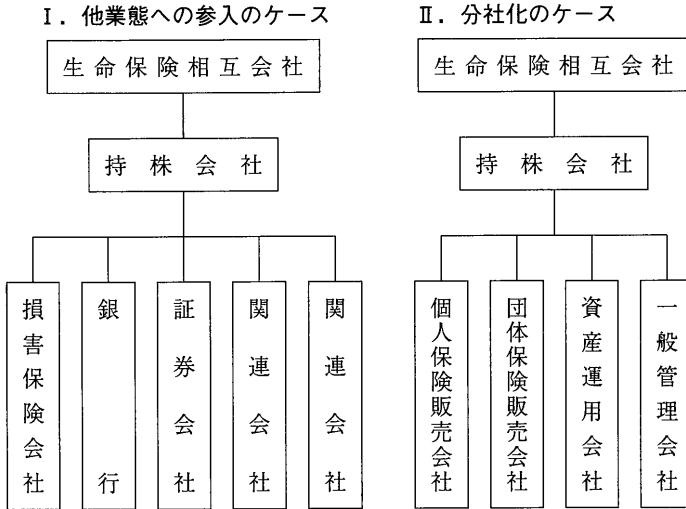
その際、[1. 1]で見たように、親子会社関係・持株会社・合併の手法が活用されることになるが、金融持株会社方式は合併に伴う諸々の困難を克服する上で有効である。しかし、他業態との統合の際には生保相互会社であることから制約が生じ、統合を容易にするには株式会社化が不可欠の要件となる場合もある。株式会社化にはソルベンシーの充実といった目的もあるが、いずれにせよ、相互会社という保険業に認められた形態を放棄することになり、そのアイデンティティに関わることになるのである。

相互会社形態が保険会社に独特のもので、主要国でもその例は保険会社以外には住宅金融関連金融機関（イギリスの住宅金融組合（BS）、アメリカのS&L）に見るにすぎない。それらの相互組織形態の金融機関も、生保相互会社の株式会社への転換、BS および S&L の株式組織への転換が進んで

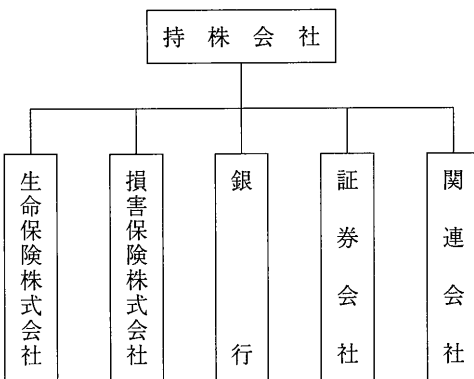
金融機関の組織形態の変換 (Ⅱ)

(図3) 川上持株会社・川下持株会社

(川下持株会社の例)



(川上持株会社の例)



(出所) 橘木・植松 [1998. 6] p. 41。

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

いる（後述。また村本 [1999]）。

このような諸外国での相互組織の株式組織への転換は、金融システムが市場型に移行する過程で起っていることを考えると、市場に適合するには株式組織形態が相応しいかの印象を与える。株式による企業結合が容易であることが主たる理由であろうが、生保会社にとって相互会社であることの意義を確認しておくことは重要であろう。また、株式会社化する際にいくつかの課題も存在することにも留意したい。

生保相互会社は、合併・提携など統合の際に蒙る課題を解決するため、1995（平成7）年の保険業法の全面改正では相互会社から株式会社への組織変更の規定が新設され（業法85条）、ビッグバンの展開を睨んだ組織変更を可能としたのである。これは株式会社化により資本調達能力の強化、自己資本の充実、事業展開の自由度の向上等に柔軟に対応可能であるからである。

他業進出の手法としては、株式会社化のほかに、本体の下に子会社として持株会社をもちその下に各種金融業会社を保有する方式（川下株式会社）、本体を子会社とする持株会社を作る方式（川上株式会社）がある。川上株式会社には生保相互会社が株式会社化し同時に川上に持株会社を保有する方式と、生保相互会社自身がそのまま持株相互会社になり、その下に子保険株式会社を新たに設立し、そこに事業を全部移転するという持株相互会社方式がある（相互会社が持株相互会社を設立し、元の相互会社自身はそれに所有される保険株式会社となることもある）。

[3. 2] 株式会社化

保険相互会社の株式会社化（demutualization）は、90年代に入り諸外国で活発化した。アメリカでは92年のエクイタブル社、98年のMONY社、イギリスでは97年のノーリッチ・ユニオン社、オーストラリアでは98年のAMP社等の事例があるほか、98年に計画公表段階のものとしてアメリカ

金融機関の組織形態の変換 (II)

(表2) 諸外国の生保会社の組織形態

アメリカ		
1	メトロポリタン	相互 (2000年株式会社化)
2	プルデンシャル	相互 (98年株式会社化発表)
3	コネチカットジェネラル	株式
4	プリンシパル	持株相互 (98年組織変更)
5	ネーションワイド	株式
6	ニューヨークライフ	相互
7	エクイタブル	株式 (92年株式会社化)
8	ハートフォードライフ	株式
9	ジョン・ハンコック	相互 (2000年株式会社化)
10	ノースウェスタン	相互
イギリス		
1	プルデンシャル	株式
2	スタンダードライフ	相互
3	エクイタブル	相互
4	アクサ・サンライフ	株式
5	ノーウィッチ・ユニオン	株式 (97年株式会社化)
オーストラリア		
1	AMP	株式 (98年株式会社化)
2	レンドリースグループ	株式
3	ナショナル・ミューチュアル	株式 (95年株式会社化)
カナダ		
1	ロンドンライフ	株式
2	クラリカライフ	株式 (99年株式会社化)
3	マニユライフ	株式 (99年株式会社化)
4	サンライフ	相互 (98年株式会社化発表)
5	カナダライフ	株式 (99年株式会社化)

(出所) 村上 [2000] p. 41 など。

ではプルデンシャル社, メトロポリタン社 (2000年に株式会社化), ジョンハンコック社 (2000年に株式会社化), カナダではサンライフ社などがある(表2)。わが国でも株式会社化は改正保険業法85条で可能になり, 99年1月以降金融審議会 (第2部会) の「保険相互会社の株式会社化に関するワーキング・グループ」において種々の検討が行なわれ, 7月6日に「保険

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

相互会社の株式会社化に関するレポート」が公表された。

金融機関の提携・合併に際して生保会社が相互会社であることのデメリットとして、

- ① 金融機関の再編の手段としての持株会社方式において、金融グループの中心にできる持株会社の傘下に相互会社が入ることは困難であること、
- ② 異なる業種間の提携・合併において相互会社形態が障害になること（銀行と生保の提携を考えると、生保は銀行の株式を保有できるが、銀行は生保の株を保有できないので一方通行になってしまう〔筆者注〕銀行は相互会社の株式は保有できないが、生保会社の基金への出資という形で関与可能である点が看過されている。ただし、基金への出資には株式投資のような経営参加権はない点が異なること、また基金には利息支払が義務付けられているが、株式には配当しかない（無配もある）点も異なる）、

という主張がある（橘木 [1999. 2. 6] pp. 29~30）ように、生保が相互会社に留まっているは金融再編に取り残されるという視点は重要である（橘木は後に述べる持株相互会社は独立系の上位の大手生保に限定され、旧財閥系・企業グループの生保会社生保会社は独自に持株会社をもつよりもグループ内での金融持株会社の傘下に入ることが利益が大きいとしている。それ以外の生保会社も独自の持株会社保有は困難としている）。

一般に、生保会社の株式会社化によって、株式会社組織金融機関と互角に競争するための基盤整備を進めることができ、具体的には、

- ① 資本市場へのアクセスが可能となり、資本調達が可能になる（新株の発行など。ただし、相互会社でも社債の発行は可能である）、
 - ② 企業組織が弾力的になり、事業展開が活性化し、自由度が増加する、
 - ③ 内部留保を厚くすることで、経営の安定性が增大する、
 - ④ ストック・オプションの活用により、優秀な人材を確保できる、
- といったメリットが期待できる。また、デメリットとしては、

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

- ① 株式会社化に伴うコストが会計・法的手当、印刷費等を含めて膨大である、
- ② 社員に株式を交付することにより、膨大な株主が誕生するため総会開催が物理的に困難になる、
- ③ 株式を割当てるに際して端株が大量に発生する恐れがある、
- ④ 保険契約者にとって株主の存在があるため、余剰をすべて配当として受け取れることができなくなる（保険契約者と株主の間の利益相反）一方、また会社にとっては株主への配当と保険契約者への配当をいかに調整・配分するかという問題も生じる、
- ⑤ 実務上の問題（株式上場基準の充足〔証取法監査の必要性、株式公開時期の問題など〕、会計制度の整備など）

があげられる。株式割当ては寄与分基準による（加入期間が長いほど、支払保険料が多いほど寄与度は高い）といわれるが、大手生保の場合、1千万件を超える契約を抱えており、単純に株式会社に組織転換すると、ほぼ同数の株主が誕生する（小口契約者や加入後の加入期間が短い契約者は、全契約者の3分の2ほどで、端株（500円以上5万円未満）株主、ないし500円未満の端株未満株主となるといわれる。）。この点で、株主化した契約者は株主権によって会社の所有権の権利行使が可能になるが、端株ないし端株未満株主になる契約者は結局現金補償を受けるにせよ会社の所有権の権利行使はできなくなるため、株主化保険契約者との間での利益相反の可能性がある（大口契約者と小口契約者との間の利益相反）。

さらに、相互会社を株式会社化する上での問題点として指摘されるのは次のような点である（橘木・植松 [1998] pp. 33~36。橘木・深尾・ニッセイ基礎研 (A) [1999. 6] pp. 30~35）。

① 保険契約者の権利保護

保険契約者は生保相互会社の社員であり、保険契約者としての地位と、会社の所有者としての地位をもつ。株式会社化により、配当付契約は株

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

式会社へ引き継がれるものの、新たな株式会社において剰余金を保険契約の配当としてどの位分配するかという問題が生じ、株主と保険契約者との間に利害の対立が生ずる（利益相反）。その結果、保険契約者が配当の受け取りについて不利益を被る可能性がある。すなわち、自益権としての剰余金分配請求権が弱体化する。

② 所有権の補償

株式会社化により保険契約者の会社保有者としての地位（社員権）が消滅する。1つは自益権としての会社財産の持分権（残余財産請求権）の消滅であり、もう1つは会社の運営に参加する権利である共益権（総会における議決権など）の消滅であり、この補償の問題がある。この補償は保険契約者への株式の割当て（交付）によるのだが、業法89条では寄与分に応じて株式を社員に割当てることになっている。この寄与分の算出には過去に遡って膨大なデータの収集・処理が不可欠で、コストがかかる。

③ 新規資本の調達問題

株式会社化により、資本調達が容易になるといわれるが、株式会社化によってはじめて市場価値がわかるわけで、新株発行時に株式市場の状況によっては計画通りに資本調達できないこともある。株式評価額が社員の期待よりも低くなり、社員の権利の補償が希薄化する危険もある。社員の権利保護からしても株式公開時に慎重なチェックが必要となる。

このように株式会社化といっても、保険契約者と社員が同一であり、社員自治によって事業を行なうという相互会社の特質から種々の課題があるが、今後の金融再編ないし総合的金融サービス産業の実現には重要な方式であることには変わりなからう。

[3. 3] 「保険相互会社の株式会社化に関するレポート」(99. 7. 6)に関連して

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

1995年の新保険業法で相互会社から株式会社への組織変更が規定されたが、業法で解決されない細部の課題があり、金融審議会で99年1月から議論され、7月にレポートが出された（そのレポートにある問題点については、村本 [1999]）。

「保険相互会社の株式会社化に関するレポート」は、基本的には株式会社化に伴う実務的・技術的側面を整理したものであるが、理想的には持株相互会社の可能性を否定していることが特徴的である（保険契約者が低価格の保険と高水準の保険配当を望む一方、株主は収益の最大化による投資リターンの向上を追求するという意味で利益相反が生じるためと思われる）。しかし、相互会社が株式会社化しても、旧社員（保険契約者）株主と増資後の外部株主との間には利益相反が発生するが、この点は明確には書かれていないように思われる（保険契約者と外部株主との間に利益相反が発生することについては、株式会社化に伴う有配当保険者保護の問題、損害保険のように無配当保険を中心に対応する問題が検討されていることから明らかである（アメリカ等の事例については、橋木・深尾・ニッセイ基礎研 (A) [1999. 6] pp. 36~38 参照）。また将来的に契約者が少数株主に転じる可能性もあることも指摘されている（同 pp. 34~35））。さらに、端株株主・端株未満株主の補償が限定的で、会社の所有権に対する担保が不明である（小口契約者の権利をいかに担保するか、株主でないとしても契約者の意志を反映する方策はないのか）。

また、利益相反については持株相互会社でも株式会社化でも同じ側面はあるが、持株相互会社の場合、アメリカでは持株相互会社の子会社保険株式会社の保有株式は51%以上（外部株主は49%以下）とされ、前者の自治権を担保することが強化されており、株式会社化時点で外部株主がゼロないし少数の場合には契約者と経営者との間の利益相反の可能性がある。ニューヨーク州で否定されたのも、社員の持分が不明で、保険会社の経営の都合が反映されるとの批判があったともいわれる。

4. 持株相互会社

[4. 1] 持株相互会社

相互会社が株式会社化し、その川上に持株会社を作ることで、広範な事業展開が可能になるが、これには株式会社化が不可欠である。これに対し、持株相互会社は相互会社自身が持株相互会社に転換し、その下に子会社の保険株式会社を設立し、事業を全部移転するものである。この方式のメリットは本体を株式会社化せずに、川上持株会社となることである。株式会社化に要するコストなしに、資金調達が可能になるほか、企業買収されるリスクを回避でき、さらに川下持株会社方式における川下子会社に対しての業務範囲の制限を受けないメリットを有するとされる。

この方式では、

- ① 相互会社の保険契約者の社員としての権利のうち、保険契約上の権利は保険株式会社に引き継がれ、社員関係上の権利は持株相互会社に引き継がれる（保険関係と社員関係の分離）、
- ② 保険事業は保険株式会社が行なう、
- ③ 持株相互会社は持株会社としてグループ全体の経営にあたる、
- ④ 持株相互会社は当初、子会社の株式を100%保有する。その後株式発行によって資金調達することが可能になり、子会社の株式の過半数は保有することが義務付けられている、
- ⑤ 組織変更後の新たな保険契約者は持株相互会社の社員となる、

とされる。相互会社制度の下では一体不可分とされている社員権と保険契約上の権利を分割することで誕生した制度であるが、保険契約者は持株相互会社に対しては社員権をもち、保険株式会社には保険契約に基づく権利をもつが、各々の権利は夫々の会社で保護され、保険契約者にとって実際上の変化はないとされる（橘木・植松 [1998] pp. 42-43）。

アメリカでは95年6月のアイオワ州での認可以降、98年4月までにペン

シルベニア，ミネソタ，ケンタッキーなど17州1自治区で導入されたほか，ニューヨーク州では導入が否認された。

[4. 2] 持株相互会社の課題

持株相互会社アメリカの諸州で法案化されないし検討中であるが，そのプロセスでいくつかの課題が明らかになっている。

持株相互会社の下での保険契約者の権利については，NAIC（全米保険監督官協会）の持株相互会社ワーキンググループの検討では，

- ・相互会社の保険契約者は，その所有権を譲渡することはできない，
- ・相互会社はその子会社の挙げた利益を全て社員である保険契約者に還元することができる，
- ・持株相互会社の社員であり続ける保険契約者は，保険株式会社の挙げた利益ばかりでなく，持株相互会社傘下の全ての子会社が挙げた利益も共有する権利がある，

といった点が議論されており（『生保経営』第66巻第5号，98年9月，pp. 135~136），保険契約者の権利がどうなるかがポイントである。

株式会社化であれば相互会社のエンティティ・キャピタルなどのサープラスについて保険契約者は社員権補償を受けられるが，持株相互会社の場合には組織変更の見返りはなく，持株相互会社の下での保険株式会社の株価値の値上げ利益も享受できない（『生保経営』第66巻第2号，98年3月，pp. 205~207）。

持株相互会社では，子会社の保険株式会社の株式の49%まで新規公開でき，市場環境を睨んで資金調達が可能になるほか，敵対的な買収にも対抗できる。しかし，49%までしか新規公開できないので，長期的には資金調達に限界があることにもなる。

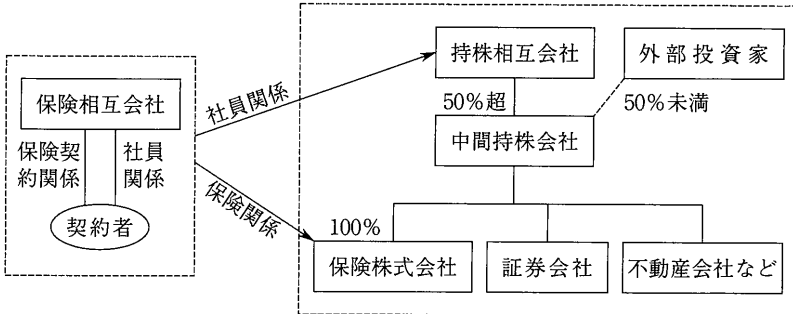
本質的には，保険契約者と外部株主の間の利益相反が問題であろう。保険契約者は低い保険料と高い保険配当を望むが，外部株主は収益の最大化

金融機関の組織形態の変換 (II)

による投資リターンの向上を追求するという意味で利益相反が生じることが問題であろう。この点は先に指摘したように株式会社化でも外部株主の比率が高まれば、同様の問題を提示するし、理論的には50%以上を外部株主が占めれば利益相反の程度は株式会社化の方が大きいことになる。

持株相互会社になると、傘下に銀行・証券・信託などの金融業各社を保有することになり、その株式保有コストは大きくなる。したがって、旧財閥系グループに属している生保会社にとっては、株式会社化して旧財閥系金融持株会社の下で他業進出を図る方がコスト的にも有利かもしれない。

(図4) 持株相互会社



(出所) 村上 [1997. 12] p. 21。

[4. 3] S&L 相互持株会社

相互会社形態を採る企業としては保険会社が代表的であるが、他にもアメリカの S&L (貯蓄貸付組合) と相互貯蓄銀行 (MSB), およびイギリスの住宅金融組合 (building society) がある。S&L は80年代の規制緩和期に業務の自由化が進み、その影響もあって破綻した結果、株式会社形態への移行が行われて、資産規模で約70%は株式会社形態のものとなった (機関数では92年末に1, 973組合中47%の973組合が株式会社形態)。イギリスの BS も90年代後半に株式会社化が進み、相互会社形態に比率は低下している。

S&L (MSB) では、預金口座を開設するとその組合員 (member) になり、

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

その構成員（所有者）になる。組合員が S&L に対してもつ権利は、預金によって得られる経済的利益の享受であるが、自益権として剰余金分配請求権、残余財産分配請求権、共益権としての議決権がある。

- ・剰余金は組合員に分配されるが、全ての費用支払をなし、一定の資本要件充足のための留保された後でないと剰余金分配はできないので、組合員の受けられる分配は預金の約定利息のみで、営業継続中に約定利息以外の剰余金の分配は受けられない。

→わが国の生保相互会社の場合は、保険約款にしたがって剰余金の分配を受ける（剰余金分配請求権）。

- ・組合の清算・解散時に残余財産の分配を受ける権利を有するが、事実上実現しない。

→わが国の生保相互会社の場合は、清算・解散における財産処分後、なお残余財産がある場合には社員に分配される（残余財産分配請求権）。

- ・議決権（役員を選・解任、定款の変更、合併や株式会社への転換の承認等に対する）は組合員固有の権限で、預金100ドルにつき1票の投票権がある（投票権の上限は1,000票まで）。

→わが国の生保相互会社の場合は、社員総会・社員総代会においては1人1議決権が原則。

このような S&L について「相互持株会社」の設立が認められている（93年9月のOTS規則）。S&L は相互組織のままでは自己資本充実は基本的には内部留保によるほかは困難で、株式組織化する必要があったが、80年代に破綻した多くの S&L は敵対的な買収に遭ったりして、不健全な経営に追込まれることもあった。そこで相互組織の利点を活かしつつ、自己資本充実を図る必要があり、「相互持株会社」が構想された。この仕組は、元の S&L が「相互持株会社」を設立し、S&L 自身はその子会社（株式会社）になり外部の投資家から持株比率49%を上限に出資（議決権付株式の発行）を仰ぐことができる。S&L では預金者が議決権をもつが、引続き過半の

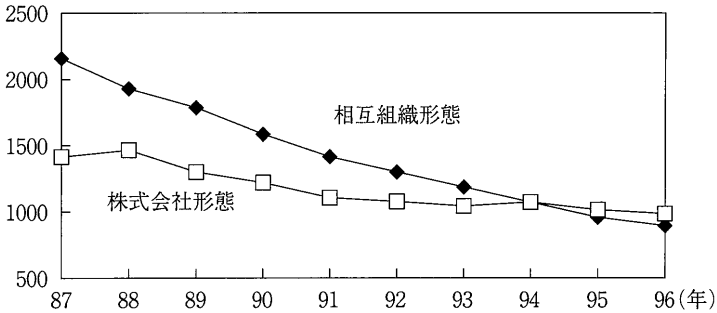
金融機関の組織形態の変換 (II)

議決権を保有しつつ、増資にも対応でき、他の S&L の買収も可能となる。

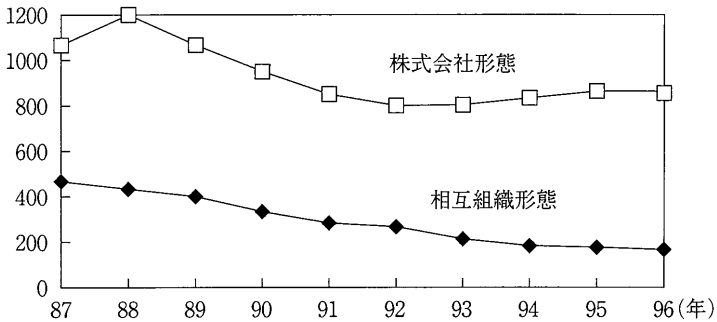
S&L の株式会社化が進行し、アメリカの間接金融システムは商業銀行化という意味で同質化が進行する相互主義理念が希薄化していく中で、このような取組みは重要である(協同組織としての credit union が残っているが、その資産規模でのシェアは小さい)。

(図5) S&L の組織形態

経営形態別機関数の推移
(機関数)



経営形態別機関数の推移
(10億ドル)



(資料) FDIC

[4. 4] 住宅金融組合の株式会社化

イギリスの住宅金融組合（ビルディング・ソサイアティ（BS））は、世界の相互形態・協同組織形態の先駆的存在として知られ、住宅ローン専門金融機関であったが、86年のBS法改正は金融自由化の中での競争条件を確保するため商業銀行並みの業務を可能とする一方、普通銀行（株式会社）化を規定した。商業銀行との競争には住宅ローンのみでは収益確保、リスク管理が困難になるためでもある。住宅ローン分野への商業銀行の進出もあって、80年の住宅ローン市場でのBSのシェアは82%だったが、90年に61%に低下すると共に、BS業界は合併（80年の273組合が95年に83組合に減少）と上位組合への市場集中度（上位5組合で59%（94年末））が進んだ。

このような状況が進行する中で、86年改正法にしたがって業界第2位のアビーナショナルが普銀転換し、その後大きく業績を伸ばした（90年の資産規模400億ポンドが96年の1,200億ポンドに）が、BS業界の伸びは緩やかであった。さらに、アルフィナンツ、バンカシュランスに代表される総合金融化の動きに対応する必要から、96年4月に業界4位のアライアンス&レスターが、6月には業界トップのハリファックス、7月には3位のウーリッチ、10月にはノーザンロックが相次いで普銀転換した。普銀転換だけでなく、商業銀行による吸収合併もあり、96年7月に業界9位のプリストル&ウエスト（バンク・オブ・アイルランドに合併）が、8月には業界7位のナショナル&プロビンシャルが商業銀行に合併された。この結果、BS業界の資産規模はほぼ半減することになった。

興味深いことは、アメリカのS&Lのように持株会社化という手法が採られなかったことである。もともと、BSは相互形態とはいえ商業銀行との同質化が進行していたからであろう。また、協同組織とは異なり事業中央機関が存在せず、業界統合という集約化が機能しない組織であったことも理由であろう。

[4. 5] 日本の協同組織金融機関の株式会社化

日本では生保相互会社の株式会社化の可能性が高く、すでに公表しているものに、三井生命、大同生命、太陽生命等がある。その転換に際して、膨大な株主の誕生、小額契約者の端株、端株未満株主化が問題であるし、事務的負担の問題も無視できない。このような株式会社化の事例は、協同組織金融機関の信用金庫から普通銀行に転換した八千代銀行の事例がある。そこで、出資者である会員制度から株主組織に転換した八千代銀行の転換事例を検討し、その転換に伴う問題点を検討しておこう（以下は聞き取り調査による）。

八千代銀行は、1991年4月1日に「金融機関の合併及び転換に関する法律」第4条に準拠し、信用金庫から普通銀行に転換した。すなわち、信用金庫という協同組織（会員制度）から株式会社組織への企業形態の変更である。

- ① 資本金：信金としての出資金33億1,205万円が株式会社化時の資本金となった（合転法第25条によれば、金融機関の転換に当たって、発行する株式の発行価額総額は、その金融機関の現に存する純資産額を超えることができないとしている）。
- ② 出資の株式への転換：商法上の制約で単位額面は5万円となるので、出資額5万円にを1株に変換した。信金時代の最低出資額は1万円であったため、5万円未満の出資金および5万円の倍数に満たない額は端株とした。端株券は発行せず、定款に定める端株原簿に掲載した。普銀に対する反対会員の払い戻し請求には出資額を限度に応じることとしたが、反対会員は皆無であった。
- ③ 株主数：株式総数は33億1,205万円を5万円で控除した66,242株であるが、うち単位株式数は42,634株でその株主数は9,527名、端株数は23,608株で株主数は67,108名となった。
- ④ 端株の買い取り請求：端株株主の買い取り請求には対応した。買い

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

取り価格は類似会社比準方式により、91年当時5万円券が126万円の買い取り価格になった。端株を集めて、単位株（5万円額面）とし、他行などの引き受けとした。端株の買い取りは、普銀転換後現在でも継続している。『東洋経済四季報未上場会社版』によれば、株主には、従業員持株会（3.9%）、住友銀行（2.4%）、野村証券（1.2%）、東京とみん銀行（1.1%）などの信金時代には非会員であった株主が存在する。端株買い取りについては、出資者の所在確認などによる事務作業が継続しているが、難航している。

- ⑤ 単位株の取引：単位株は相対取引が原則で、証券会社の窓口で受け、端株買い取り価格で、機関投資家等の引き受けとした。単位株株主の売却もあったが、単位株主数の変化はない。
- ⑥ 上場の要請：株主の上場期待は大きい。99年9月に第三者割当増資を実施し（約2,500名）、増資に応じた先からの要望は大きい。上場後、金融機関としては Tier 1 が過小なので、時価発行増資を申請したが、認可されなかった。
- ⑦ ガバナンスの変化：中小零細企業の専門金融機関としての経営理念は不変だが、出資者と株主の意識構造の変化は大きい。株主総会は総代会に比べて経営者にとって、不特定の株主の出席もあり、緊張感ないし対応姿勢の厳しさが求められるようになったと認識している。経営の細部まで精査し、対応策を検討しておく必要がある。

以上のように、協同組織から株式組織への転換は、円滑に行なわれたといえるが、その事務処理は相当であったという。出資者は約7万人程度であったから、生命保険会社の契約者数に比べれば、事務量はかなり小さかったはずであるが、転換後ほぼ10年を経過しても端株買い取り請求が終了していないことなどを考えると、転換に伴う事務は相当の負担となるといえよう。また、出資金相当の資本金ということから過小資本であり、自己資本の充実に課題があった。また、地域金融機関であるので株主が地域的

に偏ってしまい、敵対的買収の懸念があるとの指摘があるともいわれ、企業結合の容易性が増大しているとも見ることができよう。生命保険会社の場合には、圧倒的な事務量のほかに、資本金規模設定と株主への割り当て(寄与分)、端株・端株未満の買い取りとその引き受けおよび買い取り価格の設定が問題となる。買い取り価格が高ければ、株式を手放す株主が多くなって、敵対的買収に遭うこともありえよう。

5. 株式会社化の課題

[5. 1] 株式会社化に伴うエージェンシー問題

[2. 2]では、株式組織の下で、所有者(外部株主)と保険契約者との間に生じるエージェンシー問題、いわゆる利益相反の発生を解決できないとした。この点について、三隅[2000(b)]は、有配当保険が保険契約者に配当という形で残余(財産分配)請求権の一部を付与するので、所有者(外部株主)と保険契約者との機能が部分的に統合される、と主張する。この統合が、契約者の犠牲の下に自らの利益を上げようとする生保株式会社の所有者の誘因を部分的に抑制することが可能になる、とするのである。

この三隅の主張は、もともと株式組織であった生保会社については妥当するといえよう。しかし、相互会社が株式会社に転換する場合には、事態はやや異なる。株式会社化に伴い、保険契約者は株主になり(とくに大口契約者については。端株株主・端株未満株主になる契約者は現金支給で補填されれば株主ではなくなる)、所有者となるので、所有者=保険契約者の関係は維持され、[2. 3]の②のエージェンシー問題は、株主保険契約者として側面だけは部分的に解決される(外部株主と株主保険契約者の間の利害は一致しない可能性がある)。

したがって、解決されないのは、外部株主と保険契約者との間のエージェンシー問題である。より正確には、

・外部株主と株主保険契約者、

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

- ・外部株主と、非株主化した小口保険契約者と株式会社化後に加入した保険契約者との間、
- ・株主保険契約者と非株主保険契約者との間、

にエージェンシー問題が生ずるかもしれない。この非株主保険契約者についての有配当保険部分が三隅の主張のようになると考えられる。したがって、有配当保険のもつコーポレート・ガバナンス機能は限定的であろう。

ところで、株式会社化に伴う有配当保険契約者の権利を確保するには、アメリカ・カナダ型の閉鎖勘定方式、イギリスの有配当ファンド、オーストラリアの分配基準などの方式がある。契約者配当が有配当保険勘定から支払われ、他方株主配当が株主勘定から支払われれば、一応両者の利益相反は回避できる。

無論、株式会社化しても、有配当保険勘定が契約者配当に充当され、無配当保険勘定が株主勘定になるので、利益相反は回避されるとしても、その規模は部分的かもしれない。所有者の利益が優先され、有配当勘定を限定的にする経営が行なわれる可能性があるからである。しかし、株式会社化によって、無配当保険に傾斜する経営に移行すれば、所有者と保険契約者（既契約）の間の利益相反が顕在化することになる。すなわち、株式会社化は生保相互会社にとって経営スタンスを変更し、その提供する保険商品の性格も変更することになろう。

[5. 2] ウィンドフォールの発生

株式会社化する際、相互組織での社員権のうち所有権である残余財産分配請求権が、株式割当や現金の分配によって行なわれる。これは、それまで経済的な利益として認識されていなかったものが顕在化するわけで、社員にとっては臨時収入となる。過去に保険契約が終了した人が残っていた財産に起因する利益（日本ではエンティティ・キャピタルとされ、株式会社後も永遠に留保される独特の扱いで、配当にはできない）についても、現在の

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

社員で分配することになる場合には、社員の剰余への貢献分（寄与分）以上の経済的価値が分配されることになる（これをウィンドフォールという）。また、上場して、市場でプレミアムがつけば、キャピタル・ゲインも発生する。

このようなウィンドフォールの発生が、90年代半ばのイギリスの住宅金融組合の株式会社化によって、社員権を有する預金者等に生じたといわれる。このようなウィンドフォールを見込める相互組織の金融機関をターゲットにして、相当の社員権を取得した上で、株式会社化の要求を突き付けるのがカーペットバガー (carpetbagger) と呼ばれる投資グループの存在である。これまで、ネーションワイド、チェルサー&スキプトンなどがその攻勢を受けたといわれる。

このBSに対する投資家グループの攻勢は、生保相互会社にも及び、イギリスで業界第2位、ヨーロッパでも相互組織の生保としてはトップのスコットランドに本拠を置くスタンダードライフ社に対して、2000年2月にモナコのカーペットバガーによる株式会社化の要求が出て、6月27日に臨時社員総会が開催された。株式会社化して証券取引所に上場すれば、会社の市場価値が高まり、社員（有配当契約者）に相当のウィンドフォールが確保できるというのがカーペットバガーの主張である（社員1人当たり5,000～6,300ポンドのウィンドフォール）。社員総会では、契約者の45%が支持したものの株式会社転換に必要な75%には及ばず、カーペットバガーの要求は否決された。同様な要求がスコティッシュプロビデント、フレンズプロビデントにも出ているといわれる（松岡 [2000] pp. 17~18）。

このように株式会社化は、IPOによるウィンドフォールの発生をもたらすので、ある意味で株式会社化の利点でもあるかもしれないが、カーペットバガーの排除は必要であろう。また、株式会社化してもしばらくは経営の安定が図れないことがあることや、株価が低水準に留ったり、敵対的買収を受けることが有り得て、保険契約者にとって好ましくない状況が予

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

想される。そこで、一定期間買収を禁止することも必要となろう。アメリカでは、州保険法で買収禁止規定があるケースが多く、オーストラリアでも禁止しているが、イギリス、日本にはこの規定はない（村上 [2000] p. 56）。

[5. 3] S&L の株式会社化の問題

アメリカの S&L は、相互組織と株式組織が併存しているが、株式組織（会社）化が進んでいる。少なくとも、資産ベースでは圧倒的に株式組織の S&L によって占められている。これは、アメリカでも金融規制緩和の潮流の進行によって、商業銀行と S&L の同質化が進んだこと、S&L の破綻処理の過程で資本注入の必要性があり、株式組織が活用されたことによるものであろう。

S&L の株式会社化には、その破綻の過程で別の側面も呈していた。株式会社化により、自企業グループの機関銀行（ポケット・バンク）化すること、敵対的買収をかけることなどの弊害である。典型的な S&L 破綻のケースでは、業務多角化のために規制の緩い州法免許に変更し、相互組織から株式組織への変更を行なうことが行なわれる。81年以降株主数の最低人数制限が撤廃され、少数の株主による支配（極端には1人）が可能になって、ワンマン経営が行なえるようになった。さらに、増資が容易になったので、資産の膨張につながり、その劣化が進むことに拍車をかけたのである（柴田 [1992] p. 83, Eichler [1989] pp. 106~7）。

[5. 4] 生保株式会社の存在の意義

生保相互会社の経営者には、コーポレート・ガバナンス的に見て、経営の安定性の重視、効率性の追求の軽視、という経営スタンスを採る誘因がある。このため、経営者の行動を規律付ける工夫が必要になるかもしれない。制度的には特別の工夫はないが、もし大規模な生保株式会社が誕生すれば、大規模な生保相互会社としても競争上、株式会社並みの規律付けが

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

事実上行なわれることになる可能性がある（三隅 [2000]）。

これまで、日本の大手生保会社は相互会社で、株式会社組織の生保会社の行動を予測して行動することは殆んどなかった。今後、大規模な生保株式会社が誕生すれば、そして一定の競争条件が確保されれば、生保相互会社の行動に影響が出てこよう。

このことは、ゲーム理論的にも、異なる目的関数をもつ主体間の行動として理解でき、経済厚生が高まることが期待できることと整合的である（村本 [1999]）。

問題は、生保契約者にとって相応しいコーポレート・ガバナンスとは何かという視点であろう。金融ビッグバンの下で、利便性の高い多様な商品を楽しむというのが、契約者のニーズであろう。この点で、保険加入者は生保相互会社の社員になるといってもその経営に参加することに興味があるということよりも、「相互会社の社員となることによって、まさに協同組合加入時のようなメリットとともに生命保険事業への投資に対するリターンを得ることが可能となる」（長濱 [1993] p. 66）という主張は説得的である。長濱 [1993] は、積極的な利益追求行為を相互会社にも認め、その剰余あるいは利益を可能な限り公平に分配することで、社員への賦課を極力少なくしていくことを求めるとともに、閉鎖集団としての相互会社がありうるとする。さらに保険料が相互会社への出資という側面には、保険事業が保障の提供だけでなく、アセットマネジメント事業を営んでいるので、それへの投資である（生命保険事業への投資）と考えている。

このように考えると株主という目的関数の異なる主体が加わることは、リターンの最大化という面では保険契約者のニーズと合致するかもしれない。しかし、保険契約者の保険関係でのニーズとはアンビバレントである。したがって、生保相互会社の総代会が生保事業のアセットマネジメント事業にも適切な経営監視機能を果せるのであればし相互会社という組織形態に問題はない。単純に言えば、株式会社化は不要となる。

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

ただし、相互会社に留る限り、生保会社の逆鞘問題などから自己資本増強の必要性に十分対応できない（基金による自己資本調達には総代会の付議事項で機動性に欠けること、剰余から積み立てるので償却負担の増大、償却が有税なので法人税負担の増加といった問題がある）。さらに、積極的な事業展開・総合金融サービス業化するには株式会社化が課題になる。しかし、既に指摘したように外部株主と保険契約者の間、株主契約者と非株主契約者との間には利害の対立があり（利益相反）、保険契約者にとって相応しい企業形態ではない。この点で、保険契約者の利益が確保される持株相互会社が適当である（少なくとも外部株主が過半になることはない。株式会社化であれば、過半を超えることがあり、保険契約者の利害は毀損される可能性が大きくなる）。

深尾 [1999] は、日米のコーポレート・ガバナンスにつき、企業の総資産に対する、広い意味での会社の利害関係者が保有する持分の相対的位置付けを、

日本：債権者＞コアの従業員＞経営陣＞株主（実現された配当可能利益についてのみ）＞その他の従業員

アメリカ：経営陣＞債権者＞ごく少数の従業員＞株主（利益および払込資本の大部分）＞大多数の従業員

と整理している。アメリカでは企業は株主主権で貫かれているという通説は正しくないとしている。日本では株主が総会の議決で自由に払い出し可能なのは配当可能利益だけで、会社の自己資本がすべて株主のものではなく、資本金・資本準備金を含む法定準備金は債権者や従業員に対する保証金の役割があり、株主が使うには種々の制約がある。アメリカでは資本準備金相当分も株主の自由になる点で日本よりも株主の地位は強いが、取締役会の議決だけで経営陣の報酬も決められるし、敵対的買収の対抗策の決定権を持ち、経営を乗っ取られた経営陣でもゴールデン・パラシュートという多額の解雇手当も株主総会の了承なしに受け取れる、といった具合に株主の権利はオールマイティではない。

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

深尾にしたがって生保会社の各種の組織形態毎に権利を整理すると、

- ・ 生保相互会社：契約者（・債権者）＞コアの従業員＞経営陣＞社員（契約者）＞その他の従業員
- ・ 生保株式会社化：契約者・債権者＞コアの従業員＞経営陣＞株主（外部・契約者）＞その他の従業員
- * 生保株式会社には、旧保険法では先取特権があり（32条）、相互会社の社員は一般債権者よりも後順位（75条）だったが、改正法ではこの規定が廃止され、株式会社、相互会社を問わず、一般債権者と同順位（181条）になった。
- ・ 持株相互会社：契約者＞債権者＞コアの従業員＞経営陣＞株主（社員＞外部）

となろう。したがって、相互会社形態がもっとも保険契約者にとって権利が大きいが、もし各種の必要から組織変更するとすれば、長期的には持株相互会社が優れているといえよう。コーポレート・ガバナンス的には、外部株主の存在しない場合の生保株式会社となろうが、これは現実的ではない。外部株主が存在すれば利益相反の程度に依存しよう。

6. むすびにかえて

金融ビッグバンは、金融 IT 革新に加速されて、金融システムのプレーヤーに大きな変化を与えている。とくに、事業会社の金融業参入の動きは、ネットバンクを始めとして、多様な展開を見せつつある。金融機関はさまざまな統合の動きを示しているが、生保相互会社にとっても組織面からの制約を除去することが求められている。しかし、相互会社形態にも共益追求というアイデンティティがあり、株主利益最大化を目的とする株式会社形態とは異なる目的関数をもつとすれば、そしてその共益追求が契約者にとってプラスである限り、相互会社形態が存在することで、生命保険市場の効率性が高まり、その経済的厚生が向上することが期待されることはゲ

ーム理論の教える通りである。

したがって、生保相互会社がいたずらに株式会社化することは、望ましくないかもしれない。むしろ、金融持株会社を旨く利用すること、あるいは持株相互会社を活用することをもっと検討すべきではないだろうか。というのは、株式会社化する際に、株式公開に伴うウィンドフォールを狙った買収行動が生ずることもあり、S&Lの株式会社化の際に敵対的買収に遭ったり、ある企業グループの機関銀行になった事例がその破綻の過程で明らかになった経験は無視すべきではなからう。

ところで、生保相互会社が株式会社化するということは、生命保険市場において供給主体が同質化することを意味する。市場が競争的になり、いわゆるパレート最適になることが期待される。ところが、生命保険市場のような寡占的な金融市場では、供給主体は競争相手の行動を予測して行動する傾向がある。このような状況は、ゲーム理論によって解明されるが、とくに公的金融のような目的関数が異なる場合には、その存在によって経済的厚生が高まることが知られている。

たとえば、ある市場に民間企業と公企業が存在して、相手の行動を予測しつつ行動するときには、クルノー・ナッシュ均衡（互いに他の生産量を不変と予想するときに成立する均衡。双方ともに受動的に行動する）が成立する。

民間企業は、利潤極大行動をし、相手の行動を受動的に受け取る（反応関数）とする。一方、公企業は社会的厚生を最大化し、公的関心度 (social consciousness) を最大化しようとする（目的関数は $Z = \alpha\pi + (1-\alpha)W$ ）。ここで、 $\alpha=0$ ならば公的関心度が最大となるが、 $\alpha=1$ ならば公的関心度はなくなる。もし、公企業が社会厚生への配慮を含めてクルノー・ナッシュ型競争に参加しても、 $\alpha=1$ に近い状況ならば、社会全体の厚生は改善されず、いわゆる民均衡と同じになってしまう。

これに対して、シュタッケルベルグ (Stackelberg) 均衡（公主導型すなわち公の行動に対する民間の追隨的行動を考慮する）を考えると、 $W(0) > W(1)$ と

金融機関の組織形態の変換 (II)

なる。つまり公が社会厚生への配慮を含め、シュタツケルベルグ・リーダーとして行動すれば、民均衡よりも社会厚生は改善されることになる。

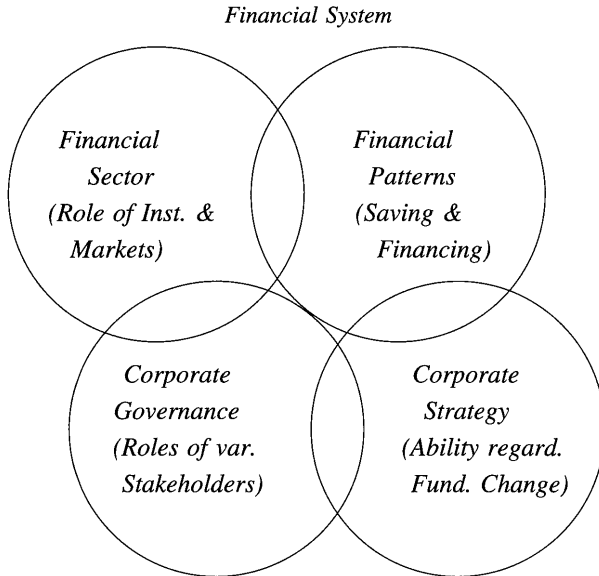
このように、異なる行動原理をもつ主体が市場に存在することだけでは、社会的厚生は高まらないが、一方がシュタツケルベルグ・リーダーとして行動すれば社会的厚生は高まるのである。先の α を公的関心度 (social consciousness) とすれば、公的金融機関の存在によって社会的厚生最大化となる。同様に、 α をメンバーの利益最大化と考えれば、相互会社という中間法人 (営利・公益も目的とせず) の存在が生保市場における厚生・効率性を高めることになろう。さらに、協同組織金融機関 (非営利, 中間法人) もメンバーの利益最大化するように行動すれば、預貸金市場を効率的にする可能性がある。

このように目的関数が異なる主体の存在があり、なおかつ利潤極大でない目的関数をもつ主体がリーダー的に行動することによって、社会全体の厚生が高まることが期待されるのである。この意味で、生保相互会社に期待される役割は大きいし、単純な株式会社化には問題がある。無論、生保相互会社がシュタツケルベルグ・リーダーとして行動できないのであれば、相互会社である必然性はないであろう。また、株式会社化よりも持株相互会社の方が異なる目的関数としての行動を担保できる可能性が高いと思われる。その意味で持株相互会社を評価することも不可欠と考えられる。

金融システムに目的関数の異なるプレーヤーの存在することで、その厚生が高められるとしても、金融システムをいくつかのサブシステムに分けて考えることが必要であろう。Schmidt [1999] は金融システムの構成要素として、financial sector (金融機関・市場の役割), financial patterns (資金調達・運用の構造), corporate governance (企業統治), corporate strategy (雇用の関係など) を挙げている (pp. 9~13. 図6)。したがって、生保会社の経営形態もその関連で整理されるべきであろう。

金融機関の組織形態の変換 (II)

(図6) 金融システムのサブシステム



(出所) Schmidt [1999] p. 10。

[参 考 文 献]

Allen, F. and Gale, D., "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 No. 3, June 1997, pp. 523~546.

——— and ——, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.

——— and Santomero, A., "What Do Financial Intermediaries Do?" Wharton School Working Paper Series 99-30-B, Sep. 1999.

Berger, A., Demsetz, R. and Strahan, P., "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future," *Journal of Banking and Finance*, 23 Nos. 2-4, Feb. 1999, pp. 135~194.

Eichler, N., *The Thrift Debacle*, Univ. of California Press, 1989. 柿崎映次・呉天降訳『アメリカの貯蓄貸付組合—その発展と崩壊—』御茶ノ水書房, 1994年。

Mayers, D. and Smith, C., "Ownership Structure and Control: The Mutualization of

金融機関の組織形態の変換 (Ⅱ)

- Stock Life Insurance Industry,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, 1986, pp. 73~98.
- and ———, “Executive Compensation in the Life Insurance Industry,” *Journal of Business*, Vol. 65, 1992, pp. 51~74.
- , Shivdasani, A. and Smith, C., “Board Composition and Corporate Control: Evidence from the Insurance Industry,” *Journal of Business*, Vol. 70, 1997, pp. 33~62.
- Mishkin, F., “Financial consolidation: Dangers and opportunities,” *Journal of Banking and Finance*, 23 Nos. 2-4, Feb. 1999, pp. 675~691.
- Pottier, S. and Sommer, D., “Agency Theory and Life Insurer Ownership Structure,” *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 64, 1997, pp. 529~543.
- Schmidt, R., “Differences between Financial Systems in European Countries: Consequences for EMU,” Working Paper Series: Finance and Accounting No. 35, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Apr. 1999.
- 文研欧州調査団報告書『ヨーロッパ金融持株会社の実態』生命保険文化研究所, 1996年7月。
- 深尾光洋『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房(ちくま新書), 1999年4月。
- ・森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社, 1997年。
- グラス＝ステイーガル法研究会編『業際問題を超越して一日米金融制度改革の研究一』日本証券経済研究所, 1998年1月。
- 井手一郎・林敏彦「金融仲介における公的部門の役割」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東大出版会, 1992年。
- 「公的金融の理論分析Ⅱ」金融学会報告, 1995年10月29日, 神戸大学。
- 金融審議会第二部会「保険相互会社の株式会社に関するレポート」1999年7月6日。
- 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』東大出版会, 1989年10月。
- 工藤智朗「カナダ生保相互会社の株式会社化」『生命保険経営』第68巻第3号, 2000年5月。
- 松尾逸朗「株式会社化時の剰余分配に関する法的問題—相互会社社員持ち分算定をめぐる一考察—」『生命保険経営』第66巻第6号, 1998年11月。
- 松岡博司「米英生保の株式会社化をめぐる動き」『ニッケイ基礎研 REPORT』第39号, 2000年6月。
- 三隅隆司(a)「金融機関の企業形態と行動: 展望(1)」『文研論集(生命保険文化研

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

- 究所』第131・132号，2000年6・9月。
- (b)「相互会社形態と株式会社形態：生命保険会社の組織形態とリスク」（未発表論文），2000年5月。
- 村上博信「米国の持株相互会社」『ニッセイ基礎研 REPORT』1997年12月。
- 「金融サービス業界の再編と生保相互会社の株式会社化」『ニッセイ基礎研 REPORT』1999年1月。
- 「諸外国生保相互会社の株式会社化」『生命保険経営』第68巻第2号，2000年3月。
- 村本 孜「生命保険会社の競争力—計数分析を中心として：事業費の構造，規模・範囲の経済性—」『文研論集（生命保険文化研究所）』第105号，1993年12月。
- 「金融ビッグバンと生命保険事業」『文研論集（生命保険文化研究所）』第129号，1999年12月。
- 「金融持株会社と生命保険会社」『文研論集（生命保険文化研究所）』第132号，2000年9月。
- ・小平裕「生命保険会社の効率性と非効率性」『文研論集（生命保険文化研究所）』第118号，1997年3月。
- 村田敏一「金融審議会報告をこう読む：有配当契約者保護のあり方等が課題に」『金融財政事情』1999年8月23日。
- 森下光雄「米国相互貯蓄金融機関の法的構造と相互主義理念」『平成5年度文研派遣研究員研究調査報告書』1993年。
- 「米国相互貯蓄金融機関の経営危機と相互主義理念」『生命保険経営』第62巻第4号，1994年9月。
- 長濱守信「新相互会社論」『保険学雑誌』第538号，1993年。
- 柴田武男「アメリカにおける金融機関破綻のケーススタディ—S&L 問題を中心にして—」『アメリカの金融・証券制度の現状と課題Ⅰ』（証券資料 No. 117），1992年4月。
- 鹿谷賢一・神崎公伸「魅力的投資機会を提供しうる巨大セクターが誕生：ダイナミックに生保経営を改革する契機に」『金融財政事情』1999年8月23日。
- 鈴木興太郎「銀行業における競争・規制・経済厚生」『金融研究』第9巻第3号，1990年10月。
- 橘木俊詔・木村俊夫「品質理論の金融資産選択行動への応用」証券市場実態調査分析研究会『日本の証券市場の実態調査と分析Ⅱ』資本市場研究会，1991年3月。
- ・植松千裕「生命保険相互会社のコーポレート・ガバナンスを巡る問題

金融機関の組織形態の変換（Ⅱ）

- について』『文研論集』第123号，1998年6月。
- 「生保の再生・再編には株式会社化が第一歩」『エコノミスト』1999年2月8日。
- ・深尾光洋・ニッセイ基礎研(A)「生命保険会社のコーポレート・ガバナンス」『ニッセイ基礎研所報』Vol. 10，1999年 Summer（6月）。
- ・———・———(B)「機関投資家のコーポレート・ガバナンス」『ニッセイ基礎研所報』Vol. 10，1999年 Summer（6月）。
- 高木 仁「アメリカ銀行産業衰退論の展望」『金融経済研究』第9号，1995年7月。
- 「アメリカ1999年金融制度改革法」『金融』2000年2月。
- 高月昭年「S&Lの現況と新たな展開」日本金融学会2000年度春季大会報告（中央大学）2000年5月27日。
- 田中政継（経済企画庁経済研究所編）『日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の視点から—』（経済分析 政策研究の視点シリーズ 12）1998年5月。
- 刀襦俊雄・北野実『現代の生命保険』東大出版会，1993年6月。
- 米田健二「新保険業法下における相互会社のコーポレート・ガバナンス」『生命保険経営』第64巻第4号，1996年7月。
- 吉野直行・藤田康範「公的金融と民間金融が併存する金融市場における競争と経済厚生」『経済研究』第47巻第4号，1996年10月。
- 内田聡「銀行・事業会社の分離と結合—英米における展開—」日本金融学会2000年度春季大会報告（中央大学），2000年5月27日。

* 教員特別研究の成果の一部である。