

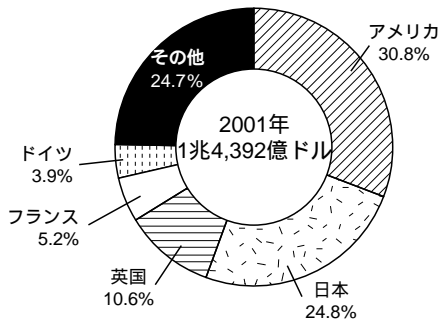
ドイツにおける生命保険会社の破綻

保険研究部門 松岡 博司
matsuoka@nli-research.co.jp

1. ドイツの生命保険業界

ドイツは生命保険料収入額で米日英仏に次ぐ世界第5位の生保市場である。

図表 - 1 生命保険料収入の国別シェア



(資料) スイス再保険会社 “sigma No.6/2002” より作成

ドイツには120に及ぶ生命保険会社が存在する。アリアンツやエルゴ(ミュンヘン再保険グループ。傘下にハンブルグマンハイマー、ヴィクトリア生命を擁する)のように、世界的な規模の大会社がある一方、マーケットシェアが1%に満たない会社も多く、その社数は全体の3分の2を占める。

わが国では、生命保険とは、一家の大黒柱が自分に万一のことがあった場合の遺族の生活を思いやって加入する商品という趣が濃い。これに対し、欧州では、生命保険は投資信託等と同じような貯蓄・投資商品の一種である。ドイツでも、こうした傾向はあり、個人向け生命保険

の主力商品は税制メリットを得られる期間12年以上の養老保険(死亡保険金額と満期保険金額が同額の保険)である。また個人年金も伸びている。これは、昨年実施された年金改革の主たる受け皿商品として生命保険会社の個人年金が活用されているからである。

図表 - 2 ドイツにおける生保商品別新契約件数構成比の推移

	95年	00年	01年
個人養老保険	40.2%	36.4%	34.0%
個人年金	11.5%	15.7%	22.7%
個人定期保険	8.9%	8.9%	8.7%
資産形成商品	4.1%	1.6%	1.2%
団体保険・年金	35.3%	37.4%	33.4%

(資料) ドイツ保険協会(GDV)の
“2002 Yearbook The German Insurance Industry” より作成

これまでドイツでは、生命保険業界は健全であると信じられてきた。しかし、この6月、マンハイマー生命が経営破綻した。これは、ドイツ戦後初の生保破綻である。ドイツ生保市場における保険料シェア0.56%という小さな会社の破綻ではあったが、戦後初の破綻発生という事実がドイツ生保業界に重くのしかかることとなった。

2. ドイツ生命保険業界の動向

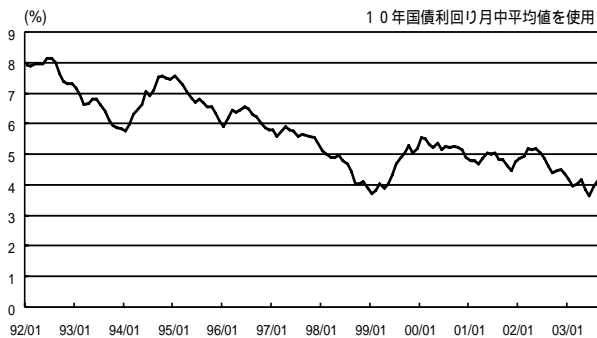
マンハイマー生命の破綻を見る前に、まず、

ドイツの生保業界が90年代以降たどってきた経緯を簡単に振り返ることとしたい。マンハイマー生命は極端な事例であるが、同社を破綻に追いやった背景はドイツの生保会社全てに共通するものであるからである。

(1) 株価好調の中で顧客利回りを維持

もともと、ドイツの生保会社は貸付、債券投資といった金利ものを中心とした資産運用を行っていた。しかし、長期金利が4%を割り込む水準にまで低下するなど、ドイツでも金利低下は著しい。旧来型の運用では運用収益の確保が難しくなった。

図表 - 3 ドイツ長期金利の推移



(資料) データストリームデータから作成

一方で契約者への配当を削減することは困難であった。厳しい競争の中、ドイツの生命保険会社は、金利低下局面においても予定利率と配当率をあわせた契約者の収益率を7%台半ばに維持してきた。

こうした高配当を可能にしたのは株式市況の

図表 - 4 急伸した90年代後半のドイツ株価指数



(資料) データストリームデータから作成

好調である。ドイツでは90年代の後半に急激な株価の上昇が起こった。

株価の上昇にあわせるように、ドイツの生保会社は株式や投資ファンド(注1)への投資を進めた。生保業界全体の資産構成で見ると、95年末に12.8%であった株式・投資ファンド等への投資比率が2000年末には26.1%にまで高まっている。生命保険会社は、株価の上昇を取り込むことで、高い契約者配当を維持するとともに、財務基盤としての含み益を形成してきた。

図表 - 5 ドイツ生命保険会社の資産構成の推移 (%)

各年末	95	96	97	98	99	00
不動産	4.7	4.1	3.7	3.5	3.1	2.9
関連会社への投資	3.5	3.6	3.8	4.3	4.2	4.4
株式・投資ファンド・変動証券	12.8	14.3	17.5	20.8	23.6	26.1
公社債(満期保有)	11.8	10.9	10.5	9.8	7.7	6.3
モーゲージ	14.9	14.1	13.4	12.5	11.9	11.3
公社債・貸付等	51.6	52.2	50.4	48.0	48.2	47.8
預金等	0.7	0.8	0.8	1.2	1.3	1.3

(資料) ドイツ保険協会(GDV)の
"Statistical Yearbook of German Insurance 2001" より作成

(2) 株価下落が生保会社の財務を直撃

しかし、ドイツの株価は2000年春をピークに、値を下げ始めた。

図表 - 6 2000年代のドイツ株価の急落



(資料) データストリームデータから作成

これに伴い、生保会社の運用成果は落ち込むこととなった。また、含み益も激減した。

生命保険会社は体力に劣るところから順に契約者配当を切り下げざるをえなくなった。配当を継続するために無理を重ね傷ついた生保会社の噂が耳目を集めるようになった。

(3) 金融当局等の対応

原価法による保有株式の評価を容認

金融当局は2001年決算において、生命保険会社が株式評価方法として原価法を選択することを認めた。これは生保会社の狼狽売りが株価をさらに引き下げるスパイラルを避けることを目的としていた。しかしその後も株価下落が持続したため、原価法を使用した生保会社はより深刻な含み損を抱えることとなった。

生保安全ネット「プロテクター」の設立

株価低迷で生保会社の経営状況も盤石とはいえない状況となったため、契約者の保護を図る安全ネットの整備が検討の俎上にのぼることとなった。この結果、昨年11月、ドイツ版の生保安全ネットであるプロテクターが発足した。

プロテクターは正式名称を「プロテクター生命保険株式会社」といい、生保各社が出資する生命保険会社として構成されている。まずはドイツの大手生保10社が資本金を10%ずつ出資して発足した。

プロテクターの機能は、経営状態が悪化した生保会社の生命保険契約を引き継ぎ、契約者を保護するというものである。生命保険会社であるが、契約の維持管理が専門で新規契約の販売は行わない。

ドイツ保険協会（GDV）に加盟する生命保険各社は、必要な場合には、「自社の運用資産の1%または全社拠出額の10%未満」のいずれか小さい方の額を上限にプロテクターに資金提供しなくてはならない。ドイツ保険協会（GDV）はこれにより、総額50億ユーロ（約6,500億円）に相当する資金枠が準備されているとしている。

プロテクターには安全ネットとしての法的な根拠はない。また、契約者の権利のどこまでを最低限守るのか、など具体的な運営のあり方は、

現在のところ公表されておらず不明である。

なお、それまでドイツで生保会社の経営悪化が発生した場合には、監督当局が強制介入し、他社が救済合併・買収を行うという形で破綻が回避されることが通常であった。金融当局、生保業界の基本的な考え方はプロテクターが設立された後も同様で、生保会社の経営危機対応手段としては従来通りの方式が優先適用されるべきとされた。プロテクターについては、それが実際に機能することよりも、プロテクターが整備されたことによって顧客の不安が取り除かれるということの方が重要であるという認識が持たれていた。

ストレステスト

今年に入ると、ドイツ金融監督庁（BaFin）がストレステストを導入した。これは、以下2つのリスクシナリオの下においても、保険金支払等の債務実行を可能とするだけの資産が生保会社にあることを検証するものである。

図表 - 7 ストレステストの概要

シナリオ	設定された価格変動リスク	テストをパスしなかった場合に必要措置
A	株式、投資ファンドが市場価格で35%、確定利付証券が市場価格で10%の損失を被ったとして検証	取締役会に報告
B	株式、投資ファンドが市場価格で20%、確定利付証券が市場価格で5%の損失を被ったとして検証	上記に加え、監査役会と金融監督庁に、状況を解決する方法を添えて報告

(資料) アリアンツのプレゼンテーション資料
http://www.allianzgroup.com/Az_Cnt/az/_any/cma/contents/103000/uriObj_103063_03_03_21_Analysts_conference_2003.pdf
等より作成

安全と見られている上位社の中にもストレステストをクリアできなかった会社が存在する。ストレステストは、まだまだ試行的に始められたばかりで、今後その精度を高めていくべき段階にあるように思われる。

しかし、ストレステストが一人歩きを始めることとなった。各生保会社にはストレステストの結果を公表する義務はないが、開示を拒否し

た会社についての憶測が飛び交うこととなった。大衆向け週刊誌はストレステストの結果を取り上げ、読者に注意を呼びかける記事を掲載した。ドイツ保険協会（GDV）は、ストレステストの結果を販売促進の手段として使うべきではないと呼びかける声明を発表せざるを得なくなった。

格付け機関フィッチ社が作成したドイツの生保会社98社の一覧表の中には、フィッチ社独自のストレステストの結果(01年分)とともに、金融監督庁のストレステストの結果(02年分)が記載されている。当資料に記載されているものだけでも、ストレステストをクリアできなかった会社が22社、非公開の会社が21社ある。

図表 - 8 ドイツ上位生保10社の
ストレステスト結果
(フィッチ社の一覧表から抜粋)

順位	フィッチ方式 ストレステスト(01年)	金融監督庁方式ス テスト(02年)
1		
2		
3	x	x
4	x	
5	x	未開示
6	x	x
7		
8	x	x
9		
10	x	x
参考 マンハイマー	x	x

(資料) 順位はDatamonitor "European Life and Pensions Databook 2003" による。各社の結果はフィッチ社ホームページ http://www.fitch-makler.de/files/Ratingliste_AAA.pdf の一覧表から抜粋。なお、同ホームページ情報では各社の個別名が明記され、ABC順に並んでいる。

3. マンハイマー生命の破綻

上記のような変動にさらされる中、特に株式関連投資への傾斜が激しく、自己資本が脆弱であったマンハイマー生命が経営危機に瀕することとなった。

(1) マンハイマー生命の概要

マンハイマー生命は、フランクフルト証券取引所に上場するマンハイマーホールディング傘

下の生保会社である。同ホールディング傘下の兄弟会社には、損保会社、医療保険会社などが並ぶ。なお、マンハイマー生命と大手生命保険会社ハンブルグマンハイマーは別会社である。

図表 - 9 マンハイマー生命の概要

保有契約数(02年末)	34万4,512件
総投資資産額(02年末)	33億ユーロ(約4,290億円)
保険料収入(02年)	3.63億ユーロ(約472億円)

(資料) マンハイマーホールディング2002年ディスクロージャー資料より作成

(2) 破綻原因

マンハイマー生命は96年から98年にかけて、株式・投資ファンド等への投資比率を急増させ、以後これらへの投資比率を40%台で維持していた。株価上昇局面に株式関係投資を増やした(=株式簿価が高い)生保会社が、その後の株価低迷とともに危機に瀕するという、わが国でも見られた状況がドイツでも現出した格好である。

図表 - 10 マンハイマー生命の株式関連投資占率
(億ユーロ、%)

各年末	96	97	98	99	00	01	02
投資資産合計	21.3	24.3	26.7	29.4	32	33.6	33
うち株式・投資 ファンド・変動証券	2.6	6.9	11.2	11.8	13.6	15.1	14
株式・投資ファンド ・変動証券の占率 ¹	2.4	28.5	41.9	40.1	42.5	45.0	43.9

(資料) Hoppenstedt Firmeninformationen GmbH Darmstadt "Versicherungs Jahrbuch" マンハイマーホールディング2002年ディスクロージャー資料より作成

株価の急落によりこれら投資に関して多額の損失に見舞われたマンハイマー生命に対し資本注入を行わざるを得なくなったマンハイマーホールディングは02年決算で5,000万ユーロの最終損失を計上した。しかもなおマンハイマー生命には多額の含み損が残り経営改善を見込みづらい状況が続いていた。

マンハイマーホールディングは02年のディスクロージャー資料の中で「仮に03年末において、ドイツ株価指数(DAX)が02年末と同じ2,892ポイントであり、02年末に適用されたと同様の償却ルールが適用されるとすれば、マンハイマ

一生命は3,400万ユーロの含み損を持ち続けたままで、2億5,000万ユーロの損失を計上することになる。」「マンハイマー生命の含み損がなくなり決算上も損失ゼロとなるDAXの水準は5,000ポイントである」と記している。

(3) 救済策の検討と破綻

マンハイマーホールディングは、増資、身売り等の生き残り策を模索した。まず苦境乗り切りに期待されたのは、大口株主である。同社の筆頭株主（持株比率12.9%）はオーストリアの保険グループであるユニカ、第二位株主（持株比率10%）は世界最大の再保険会社であるミュンヘン再保険であった。しかし、彼らは自らの出資割合に応じた応分の負担以上の役割を望まなかった。

そこで、ドイツ金融監督庁（BaFin）とドイツ保険協会（GDV）が救済策の策定に乗り出した。この時点では、プロテクターの発動は予定されていない。練り上げられた救済策は、GDV加盟生保各社がマンハイマー生命に対し、運用資産額比例で総額3.7億ユーロ（約480億円）の資金拠出を行うというものであった。救済策が成立するためには、GDV会員会社のうち90%超の賛成が必要であったが、こうした率加帳的な救済措置に外資系生保会社が反対票を投じたため、措置は不成立に終わった。

ここにいたって6月26日、設立されたばかりのプロテクターの活用が決定されることとなった。

(4) 破綻処理の概要

マンハイマー生命の破綻処理は単純である。既存の生保契約と資産がプロテクターに移転され、マンハイマー生命は清算される。生保契約者の権利はプロテクターにより保証される。わが国の生保破綻処理で行われたような責任準備金の削減や予定利率の引き下げは行われない

（ただし契約者配当は保証されない）。

なおドイツでは生命保険契約の新契約予定利率は公的に決定される。これは上限率を規定するものであるが、競争上、予定利率は上限レートに集中する。94年から2000年6月までの間に販売された契約の予定利率は過去最高の4%、2000年7月以降に販売された契約の予定利率は3.25%である。

(5) その他

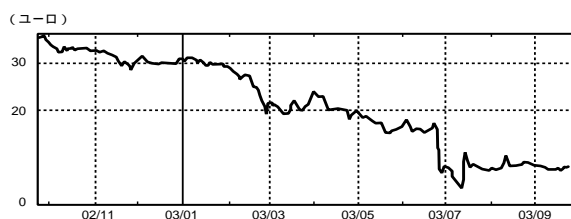
マンハイマー生命の事例は持株会社傘下の生保会社の破綻処理であるためわかりづらい。持株会社マンハイマーホールディングは生き残り策の模索が不発に終わった後は、生保子会社の処理を生保業界と監督当局に委ねた。マンハイマーホールディングの株式は現在も取引所に上場され取引されている。またグループの損保会社であるマンハイマー損害保険は健全な会社として評価されている。これは、持株会社制度の下ではグループ各社の間に法人格の壁があるためリスク遮断が働くことの当然の結果である。

とはいえ、マンハイマー生命の破綻処理コストは最終的にはマンハイマーホールディングが負担することになるようだ。マンハイマーホールディングがプロテクターに対して2.1~2.3億ユーロ（約270~300億円）の債務を計上し、債務を償還し終えるまでは毎年の利益の90%を支払い続けることになると予想されている。

こうした状況下、この8月には、マンハイマーグループが中堅保険グループであるコンチネンタルと提携することが発表された。グループの医療保険会社であるマンハイマー医療保険の株式の51%をコンチネンタルホールディングが所有する。コンチネンタルの販売担当者はマンハイマーの医療保険を販売する。一方、マンハイマーの販売担当者はコンチネンタルの生命保険を販売する。

生保子会社の破綻後、大きく下落したマンハイマーホールディングの株価は、現在は一定の水準を維持している。

図表 - 11 マンハイマーホールディングの株価推移

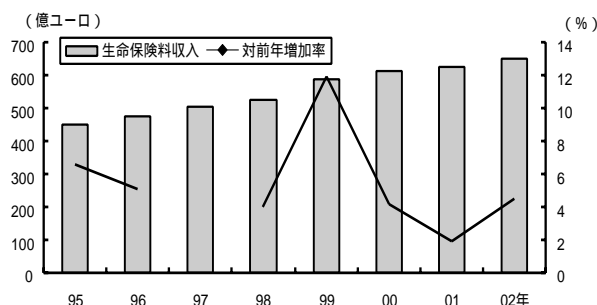


(資料) Yahoo! Finanzen DEUTSCHLAND
(<http://de.finance.yahoo.com/q?s=MAVG.F&d=c>)より

おわりに

ドイツの生命保険事業は、緩やかな成長を持続してきた。02年の生命保険料収入額は対前年4%強の増加となっている。

図表 - 12 ドイツの生命保険料収入の推移



(資料) ドイツ保険協会 (GDV) の “2002 Yearbook The German Insurance Industry” より作成
97年の対前年増加率は統計上の理由により開示されていない。

マンハイマー生命が小さな会社であったことや、その契約がプロテクターにより保証されることもあって、消費者の間にあまり動揺はないようだ。また、株価に持ち直しの感が出ていることも好材料で、ドイツ生保業界を巡る状況は小康状態となっている。始まったばかりのドイツの年金改革にとっても、その重要な担い手である生保会社への信頼が保持されることは重要な課題である。

しかし生保商品への信頼低下は避けられない。金融監督庁 (BaFin) は「マンハイマーに続く生保破綻はなく、生保業界は危機的状況で

はない」としているが、一方でマンハイマーに続く危ない会社の名前がいくつか取りざたされてもいる。ゴールドマンサックスは、今後3~5年の間に業界の再編が加速され30%の会社が消滅するという予測を発表している。

ドイツの生保業界が消費者の信頼をつなぎ止めるためには、さらなる安全ネットの充実や早期警戒制度の整備などが行われる必要があるように思われる。なお、生保新契約の予定利率 (上限) については、生保会社の経営の安定度を増すため、来年1月から2.75%に引下げられることとなっている。また、ドイツの医療保険業界では、プロテクター類似の安全ネット「メディケーター」が設立された。

日本からドイツの生保破綻を見ていると、低金利の下、株式関連投資で傷をおった破綻経過や不倒神話を前提とした業界運営のほころびなど、日産生命の破綻が発生した97年当時のわが国の状況との類似が連想される。

しかし、下がったとはいえドイツの長期金利はわが国のように0%台にまで低下したわけではない、ドイツの生保業界が提示してきた高利回りは保証していない契約者配当率を加味したものであるため改善の余地がある、等の相違点もある。株価の動向という運にも左右されるだろうが、はたして、ドイツの生保業界が、日本の生保業界がたどった同様の経過をたどることになるのかどうか、今後が注目される。

(注1) 投資ファンドに投資された資金の全てが株式に投資されているわけではないことに注意が必要である。投資ファンドの資金のうち株式に投資されている部分は全体の4割程度ではないかと見られている。

参考文献: スウェン スタズィク「ドイツの生命保険会社の運用収益悪化と財務体力の低下」 ニッセイ基礎研 REPORT 2003.2