

## ING が保険事業と資産運用事業を売却

## —金融危機を受け欧州で加速する、金融機関の脱グローバル化—

齋田 温子

## ■ 要 約 ■

1. オランダの ING が 2009 年 10 月 26 日に発表した再建策は、11 月 18 日に欧州委員会により承認された。再建策の主な内容は、すべての保険事業（資産運用事業を含む）及び米国の ING ダイレクトの売却等であり、2013 年末までに実施される。
2. ING はオランダ国内の大手保険会社と銀行が合併して 1991 年に誕生した。その後、米国での保険事業、アジアでの保険を中心とする総合金融サービス、及び ING ダイレクトを通じた欧米 9 カ国でのリテール・バンキング等の積極的な海外展開により、ING はグローバルな金融コングロマリットとして欧州だけでなく世界的に存在感を高めていった。
3. しかし昨年 9 月のリーマンショック以後、ING はオランダ政府から 100 億ユーロの資本注入と米国の ING ダイレクトが保有するオルト A RMBS を対象とした非流動資産保証スキームを受けた。そしてこれら救済措置の妥当性を判断する欧州委員会の意向に沿って大規模な事業売却を行うこととなったのである。
4. 昨年来の金融危機以降、欧州では金融コングロマリットによる事業再編が加速している。主なきっかけは EU における競争政策の観点からの欧州委員会の判断であるが、こうした「外圧」によらず、バンカシュアランス戦略を自ら見直すケースも見られる。現在国際的に議論されている金融機関への自己資本強化等の規制改革の動向と相俟って、今後は事業再編が促される可能性があるだろう。

## I. ING の再建策の概要

オランダの ING が提示した再建策は 2009 年 11 月 18 日に欧州委員会により正式に承認され、11 月 25 日に開催された臨時株主総会において可決された。

再建策の主な内容は、資産運用事業を含むすべての保険事業の売却、米国の ING ダイレクトの売却、オランダ国内の銀行業務の一部売却等である。また再建策の承認に関連して、オランダ政府からの救済措置についても早期の返済や条件の変更等がなされた。ING はリ

図表 1 ING の再建策の概要

事業売却
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ すべての保険及び資産運用業務の段階的な売却(IPO、他社への売却、もしくはその組合せ)</li> <li>▪ 米国のINGダイレクトを2013年までに売却</li> <li>▪ オランダにおける消費者金融部門と、不動産金融部門を統合後、売却</li> </ul>
オランダ政府からの支援プログラムの見直し
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 資本注入の半額(50億ユーロ)を2009年12月に繰上げ返済</li> <li>▪ 非流動資産保証プログラム(IABF)の手数料見直しによるオランダ政府への追加的支払い ⇒ 2009年第4四半期に税引き前ベースで13億ユーロの費用計上</li> <li>▪ 資金の調達方法: 最大75億ユーロの株主割当増資</li> </ul>
バランスシートの圧縮
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 保険業務の売却に伴うダブル・レバレッジの解消</li> <li>▪ 事業売却等により、2013年までに2008年9月末比で45%(6,000億ユーロ)の資産圧縮</li> </ul>
欧州委員会から提示されたその他の要件
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ M&amp;Aの禁止、及びEU域内市場のリテール及び中小企業金融における価格競争の禁止(今後3年間、但しオランダ政府からの資本注入の返済が3年以内に完了した場合はその時点まで)</li> <li>▪ ハイブリット資本及び劣後債の期限前償還(コール)に欧州委員会の正式な承認が必要</li> </ul>

(出所) ING の 2009 年 10 月 26 日付プレスリリースより野村資本市場研究所作成

一マンショック以降、オランダ政府から 100 億ユーロの資本注入と非流動資産保証プログラムという 2 度に亘る救済を受けた。前者について ING はオランダ政府との間で半額の 50 億ユーロの早期返済で合意した。他方、非流動資産保証プログラムに関しては、オランダ政府に支払う手数料が欧州委員会の要請に従い引き上げられた(図表 1)。なおこれらに資金を調達するために 2009 年 12 月 21 日に 75 億ユーロの株主割当増資が実施された。

再建策は 2013 年末までに実施される見通しである。完了すれば ING のバランスシートは 2008 年 9 月末比で 45%縮小し、銀行、保険及び資産運用事業をグローバルに手がける金融コングロマリットから、ベネルクス(ベルギー、オランダ、ルクセンブルグ)の銀行へと大きく様変わりすることになる。

## II. 金融コングロマリット ING とは

ING は、オランダ政府が 1990 年に行った銀行業と保険業の兼業を認める規制緩和に伴い、国内保険大手のナショナル・ネーデルランデンと、王立郵便貯蓄銀行を前身とする大手銀行 NMB ポストバンクグループの統合により 1991 年に誕生した金融コングロマリットである。ING グループの収益構造は、金融危機の影響を強く受けた 2008 年度を除き、資産運用業務を含む保険事業と銀行事業の割合がほぼ拮抗している(図表 2)。

### 1. 保険事業

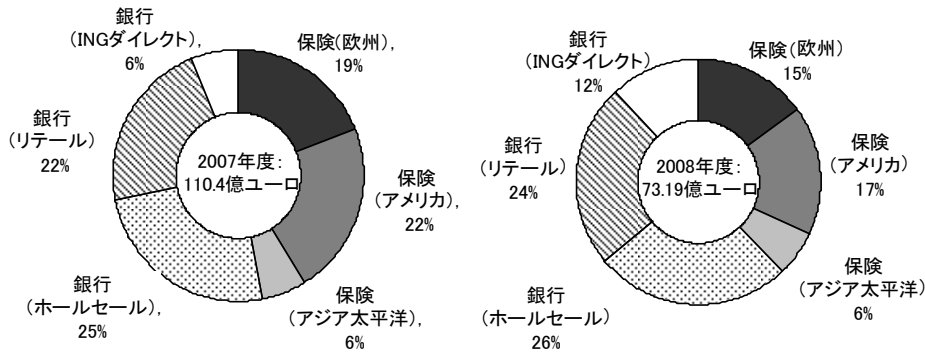
#### 1) 保険料収入の 4 割強を占める米国業務

米国は 2008 年度の ING グループの保険料収入の 43%を占めており、ING の保険業務における最大の市場である(図表 3)。

図表 2 ING グループの組織構造と収益構造 (注)

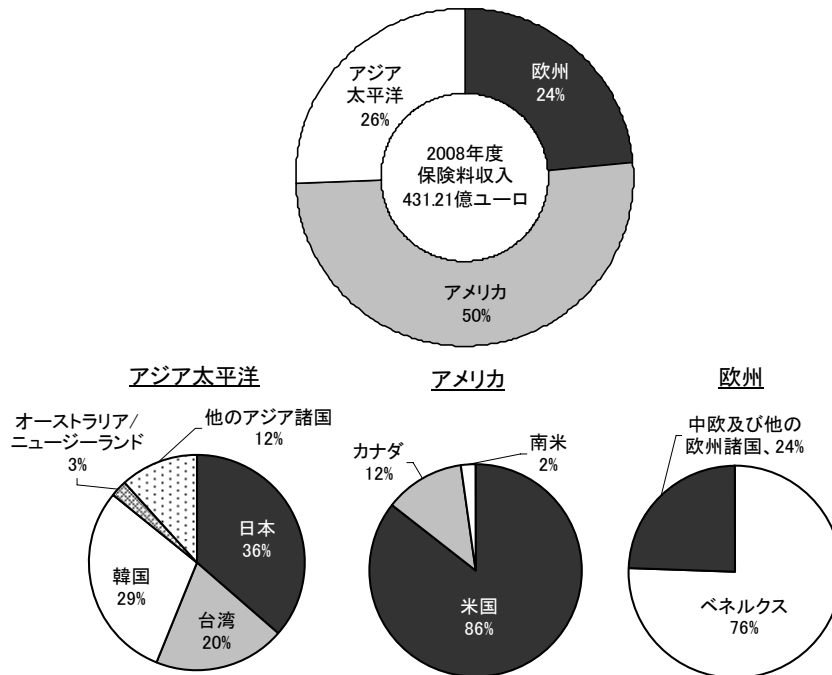
INGグループ(2008年末時点)			
<b>ホールセール・バンキング (法人営業・投資銀行)</b> ・法人営業・投資銀行 (オランダ、ベルギー、ポーランド、ルーマニア) ・不動産事業 (ファイナンス、開発、投資運用)	<b>リテール・バンキング</b> ・リテール・バンキング (ベルギー、オランダ、中東欧、インド) ・プライベート・バンキング (ベネルクス、スイス、中欧、アジア) ・中小法人顧客業務 (ベルギー、オランダ、ポーランド、ルーマニア)	<b>INGダイレクト</b> ドイツ、フランス、イタリア、オーストリア、スペイン、英国、カナダ、米国	<b>保険(資産運用含む)</b> ・アメリカ (米国、カナダ、メキシコ、チリ、ペルー) ・ヨーロッパ (オランダ、ベルギー、中東欧及び ロシアを含む12カ国) ・アジア太平洋 (日本、中国、台湾、韓国、香港、インド、タイ、豪州)

収益構造



(注) 収益は事業売却やその他の特別な項目を含まない、税引き前収益 (Underlying Profit)  
 (出所) ING 資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 ING の保険料収入の地域別内訳



(出所) ING 資料より野村資本市場研究所作成

ING は保険部門の前身であるナショナル・ネーデルランデン時代から、現地企業の買収により、米国における規模を拡大してきた。特に 2000 年に行ったエトナとリライアスターの買収によりシェアが高まった<sup>1</sup>。米国では生命保険、変額年金保険、確定拠出型年金プラン（401(k)プラン）等にフォーカスしており、2007 年の生命保険及び医療保険分野での保険料収入は約 245.9 億 US ドルで米国第 6 位であった<sup>2</sup>。

## 2) アジアでは保険事業を中心に、総合金融サービスを提供

また ING は欧州の生命保険会社としてはきわめて早い時期にアジア太平洋地域へ進出している。同地域では日本、韓国及び台湾が保険料収入の約 85%を占める主要市場である。ING は日本で 1985 年に支店を開設し、最初に変額年金の販売を開始した保険会社であり、同市場で高いシェアを有しているほか、韓国や台湾でも内部的成長により事業規模を拡大してきた。その他の地域では、現地の大手銀行との提携や合弁会社の設立により、保険業務だけでなく、リテール・バンキングやプライベート・バンキングを含む総合金融サービスを提供している<sup>3</sup>。

## 3) 保険事業の一部門としての資産運用業務

ING の資産運用部門である ING Investment Management (ING IM) は 2002 年に欧州、アメリカ及びアジアの保険事業の一部門として再編された。そのため同部門の業績は地域別の保険事業に算入されている。

ING IM の 2009 年 3 月末時点の運用資産残高は 3,261 億ユーロ<sup>4</sup>で、グループ会社向けの運用が 37%と最も多く、次いでリテール向け 35%、機関投資家向け 28%となっている。運用資産残高を地域別に見ると、米国を含むアメリカが 43%、欧州が 38%、及びアジア太平洋が 19%であり、保険料収入の地域別の構成に近い（図表 4）。

## 2. 銀行事業：ING ダイレクトを通じたリテール向けサービスのグローバル展開

銀行事業のグローバル化は主として ING ダイレクトを通じて行われており、有店舗のリテール・バンキング及びホールセール・バンキングは欧州、とりわけベネルクスと中東欧にフォーカスしている。

1997 年にカナダとスペインでサービスを開始した ING ダイレクトは、その後ドイツの

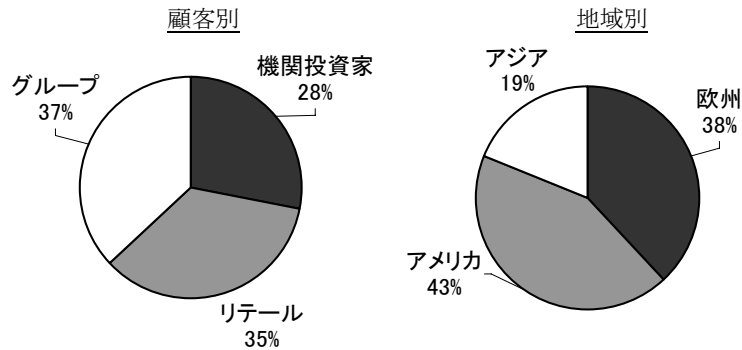
<sup>1</sup> 2000 年 7 月の ING プレスリリースより。また 2 社の買収により米国における資産運用残高も 840 億 US ドルから 1,990 億 US ドルへとほぼ倍増した。

<sup>2</sup> AM Best, *Aggregates & Averages, Life/Health United States & Canada 2008 Edition*.

<sup>3</sup> 例えば、オーストラリアでは 2002 年に ANZ と資産運用商品及び保険商品を組成する合弁会社を設立、中国では 2003 年に国内初の外資系合弁運用会社チャイナ・マーチャント・ファンド・マネジメント・カンパニー (CMFM) への 30%出資や北京銀行との提携などがあり、インドでは現地企業と合弁で ING Vysya Bank を設立している。

<sup>4</sup> ING Investment Management (ING IM)の資産運用残高には不動産投資部門の ING Real Estate やプライベート・バンキング部門の運用残高は含まれていない。ING は 2008 年度年次報告書において、これらの部門と外部運用等を含めた運用残高を 5,513 億ユーロとしており、ING IM はこのうちの約 6 割程度を占めている。

図表4 ING IMの運用資産残高の内訳（2009年3月末時点）



(注) 2009年3月末時点の運用資産残高は3,261億ユーロ  
 (出所) ING Investment Management 資料より野村資本市場研究所作成

オンライン・バンク最大手のディーバ（DiBa）買収を経て、フランス、イタリア、オーストリア、英国及び米国の計9カ国で業務を展開している。

今回、欧州委員会からの要求に応じ2013年までに売却することが決まったINGダイレクト・アメリカは2000年に業務を開始し、2009年第2四半期末時点では預金残高が748億USドルで米国第17位、総資産は901億USドルで同18位と急成長を遂げた。INGダイレクト・アメリカは手数料と最低預け入れ額の設定のない高金利の預金商品を中心に預金を獲得していた。その一方で口座を保有する顧客への貸出し残高は預金残高ほどには伸びず、オルトARMBS等の不動産担保証券への投資額が膨らんだと指摘されている<sup>5</sup>。

### Ⅲ. 金融危機を経て、再びベネルクスの銀行へ

#### 1. リーマンショック後のINGの展開

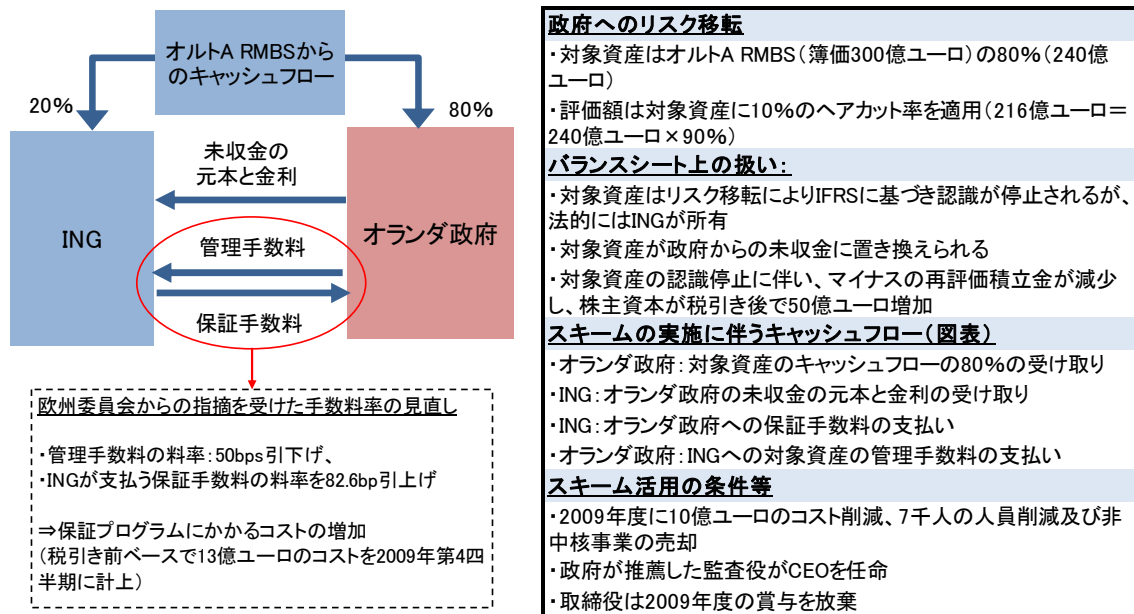
2008年9月にリーマン・ブラザーズが経営破綻した際、INGはグループ収益への影響は限定的であると楽観的な見方を示していた。オランダ政府も2008年10月にINGへ100億ユーロの資本注入を決定したが、その目的はあくまでも市場からの圧力に耐えるための追加的なバッファーであり、フォルトイスの救済とは事情が異なると説明していた。

しかしその後、米国における住宅ローン証券化商品の問題はサブプライム・ローンからオルトAローンの証券化商品へと拡大した。INGは2008年第4四半期に米国のINGダイレクトと保険業務を通じて保有していたオルトARMBS等の不動産証券化商品で20億ユーロの評価損を計上し、グループの税引き前収益<sup>6</sup>は33億ユーロの赤字となった。そのためオランダ政府は2009年1月26日に、INGが保有するオルトARMBS（簿価300億ユー

<sup>5</sup> “How ING will be forced to go back to basics”, FT.com, 10.27.2009.

<sup>6</sup> 決算報告では Underlying Result として表示されている。正式に会計基準に則って計算された利益ではなく、四半期の基調を捉えるために会社が公表している利益で、事業売却やその他の特別な項目は含まれていない。

図表 5 オランダ政府による ING への非流動資産支援スキーム



(出所) ING 資料より野村資本市場研究所作成

ロ) の 80% (240 億ユーロ) を対象とした非流動資産支援スキームを決定した (図表 5)。スキームの決定を受けて、ING は 2009 年 4 月 9 日に銀行部門と保険部門 (資産運用業務を含む) の経営の分離及び非中核業務の売却を柱とする再編計画 (「基本への回帰 (Taking ING back to basics) 」) を打ち出した。計画は着々と実施され、2009 年 11 月 11 日時点で目標とされた 60~80 億ユーロのうち、既に 41 億ユーロ相当の事業売却が決定していた (図表 6)。しかし次に述べるように、欧州委員会からの要件を満たすには更に抜本的な再建策が必要であったようである。

## 2. 再編策の見直しを促した欧州委員会の厳しい判断

政府の個別金融機関への救済措置を EU の競争政策の観点<sup>7</sup>から審査する欧州委員会は、救済措置を暫定的に承認した後、金融機関に対して 6 ヶ月以内に再建計画を提出させ、厳格な審査を行った上で、正式に承認するという手続きをとっている。

ING はオランダ政府から受けた非流動資産保証プログラムでの保証開始時の評価額が高すぎる等の問題を欧州委員会から指摘され、保証手数料の引上げを求められた。また、政府支援の常用から早期に立ち直るために、オルト A RMBS を保有していた米国の ING ダイレクトの売却等の追加策を要求されたようである。

更に欧州委員会は、ING のダブル・レバレッジの問題についても批判的に見ていたとき

<sup>7</sup> EU 域内市場における公平な競争環境の維持及び提示された再建策に基づく金融機関の長期的な存続の可能性等。

図表 6 政府救済と事業再編の進展 (2010年1月20日時点)

日付	再編策等	概要
08 /9 /16	「リーマン・ブラザーズ破綻の影響は限定的」	プレスリリース
10 /19	オランダ政府からの100億ユーロの資本注入	政府救済
09 /1 /26	非流動資産保証プログラム (IABF)	政府救済
2 /11	台湾の生命保険事業をFubon Financial Holdingsに売却完了	売却(アジア保険)
2 /19	ING Canadaの保有株式売却完了	
4 /9	「Taking ING back to basic」戦略発表	プレスリリース
7 /31	チリの年金保険・住宅ローン事業をCorp Group Vida Chile,S.A.に売却で合意	売却(南米保険・住宅ローン)
9 /25	オーストラリア・ニュージーランドの保険業務をANZに売却で合意	売却(アジア太平洋保険)
10 /7	スイスのPB業務をJulius Bearに売却で合意	売却(欧州PB)
10 /15	アジアのPB業務をシンガポールのOCBCに売却で合意	売却(アジアPB)
10 /16	米国再保険事業ING Reinsurance U.S.をRGA Inc.に売却で合意	売却(米国再保険)
10 /26	「Taking ING back to basic」戦略の見直し	プレスリリース
11 /3	米国ブローカー・ディーラー3社を米国プライベート・エクイティのLightyearに売却で合意	売却(米国ブローカー・ディーラー)

(出所) ING プレスリリース、オランダ政府資料より野村資本市場研究所作成

れ、保険事業の売却を促す要因となったとの指摘もある<sup>8</sup>。

再建策が予定通り実施された場合、ING の業務はオランダ、ベルギー及び中東欧を中心とするリテール及びホールセール・バンキングと、米国を除いた 8 カ国で展開している ING ダイレクトのみに大幅に縮小し、2009 年 6 月末時点の総資産で見た場合、欧州の主要銀行の中ではドイツのコメルツ銀行並みの規模となる (図表 7)。

資産運用業務を含むすべての保険業務の売却は、IPO または他社への売却、もしくはその組み合わせ等のあらゆる選択肢を検討した上で、今後 4 年以内に実施すると説明されて

<sup>8</sup> “Regrets are scarce over bank break-ups”FT.com, 10/28/2009。ING は保険事業と銀行事業で株主資本を重複して計上していたため、銀行事業の自己資本比率と保険事業のソルベンシーマージンが高めに表示されていた。例えば、2009 年第 2 四半期決算報告では、銀行事業の株主資本は 276.53 億ユーロ、保険事業は 122.03 億ユーロであり、単純合算すると 398.56 億ユーロであるが、175.8 億ユーロが「持株会社・控除」の項目で差し引かれ、グループ全体の株主資本は 222.76 億ユーロとなっている。

図表 7 欧州の主要銀行  
(2009 年上半期末時点の総資産、単位は十億ユーロ)

1	BNPパリバ <sup>(注)</sup>	2,289
2	RBS	2,101
3	HSBC	1,814
4	ドイツ銀行	1,733
5	バークレーズ	1,726
6	クレディ・アグリコル	1,653
7	ロイズ・バンキング・グループ <sup>(注)</sup>	1,187
8	サンタンデール	1,148
9	ポプラール銀行	1,073
10	UBS	1,061
11	ソシエテ・ジェネラル	1,059
12	ユニクレディト	983
13	ING	912
14	コメルツ銀行	912
15	クレディ・スイス	725

(注) BNP パリバは Fortis Bank Belgium、ロイズ・バンキング・グループは HBOS、コメルツ銀行はドレスナー銀行を含む値  
(出所) ING 資料より野村資本市場研究所作成

おり、地域構成や資産運用部門の位置付けなど具体的な内容は示されていない。にもかかわらず既に欧州の大手保険会社、たとえば英国のアヴィヴァ、スペインのマフレ、ポーランドの PZU 等が買収に名乗りを上げており、早くも欧州保険業界の再編を予想する声もあがっている<sup>9</sup>。

#### IV. 欧州金融機関の脱コングロマリット化の動き

今般の金融危機を受けて、欧州では 90 年代以降に保険業と銀行業が統合し形成された複数の金融コングロマリットによる事業再編が加速している。欧州委員会による EU の競争政策の観点からの要請だけでなく、バンカシュアランス戦略を自ら見直す経営判断も再編のきっかけとなっている。

##### 1. 競争政策の観点からの見直し

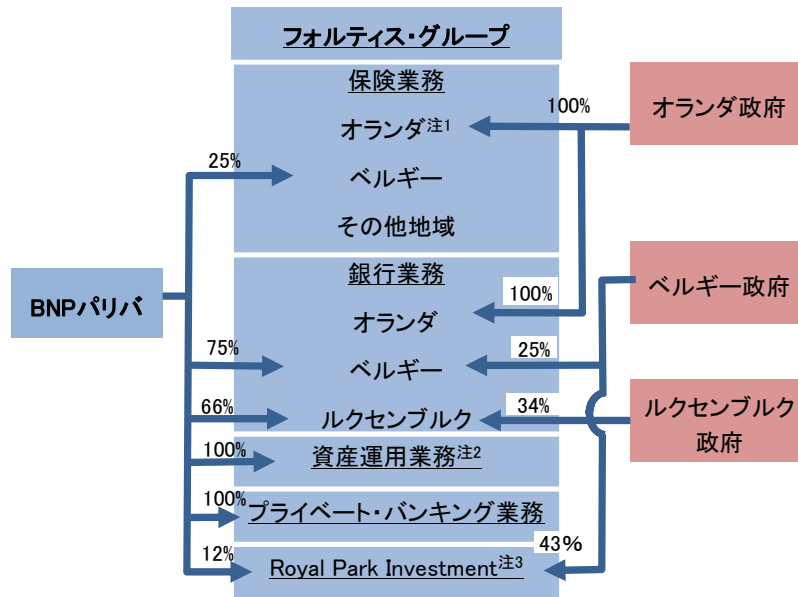
先述のように、欧州委員会は各国政府が個別金融機関に対して行った資本注入や資産保証措置についてその妥当性を EU の競争政策の観点から精査しており、今回の ING のように、金融機関に対して大規模な事業売却を求める厳しい姿勢で臨んでいる。

例えばベルギーとオランダの銀行及び保険会社が 1990 年に合併し誕生したフォルティスは、2008 年 9 月に流動性の問題と計画していた資産売却が困難との懸念から、株価が急

<sup>9</sup> 2009 年 11 月 11 日付のハンデルスブラット紙の記事より。



図表 8 フォルティスグループの分割



(注) 1. ABN アムロを含む  
 2. ABN アムロを含む  
 3. ベルギーのフォルティスパークが保有する証券化商品等を移管した SPV  
 (出所) フォルティス、BNP パリバ資料より野村資本市場研究所作成

落し、ホールセール市場での資金調達が困難となった。そのためベルギー、オランダ及びルクセンブルク政府が 112 億ユーロの資本を注入し、ベルギーの保険事業と証券化商品を移管した特別目的会社を除くフォルティスの事業の大半を 3 国政府が国有化した。その後、BNP パリバがベルギーの銀行事業、資産運用事業、プライベート・バンキング事業等を取得したが、国有化されたオランダの銀行事業については、欧州委員会は国内市場の公平な競争環境維持の観点から大幅な事業売却を求めている (図表 8) <sup>10</sup>。

また英国の RBS は 2009 年 11 月 3 日に、英国政府が提供する資産保証スキーム (GAPS) の活用を含む救済策の最終的な内容を発表した<sup>11</sup>。欧州委員会は政府の救済措置により RBS が競争政策上、過度に優遇されないよう、国内の 300 店舗以上の売却、中小企業向け事業の一部売却、そして 2013 年までに保険事業<sup>12</sup>の売却等を要請した。

一方で欧州委員会は、バンカシュアランス戦略自体を否定しているわけではなく、個別

<sup>10</sup> 欧州委員会の 2009 年 10 月 20 日付プレスリリース (Memo/09/471)。オランダ事業の内、Hollandsche Bank N.V. (HBU)、2 つの法人顧客部門、2007 年にフォルティスが取得した ABN アムロのファクタリング会社等が売却の対象となっている。これらの業務は 7 億ユーロでドイツ銀行に売却されることが決まっている。

<sup>11</sup> RBS に対する政府救済策については、井上武「RBS とロイズ・バンキングに対する政府救済策の決定」Capital Market Europe No.09 - 3 を参照。

<sup>12</sup> RBS の保険事業は損害保険が中心であり、自動車保険の通信販売大手の Direct Line 及び損害保険の通信販売大手の Churchill を含む合計 6 ブランドを英国、ドイツ及びイタリアで展開している。

金融機関ごとにケース・バイ・ケースで審査していくとしている。例えばベルギーの KBC は近年フォーカスしていた中東欧市場での事業ポートフォリオの大幅な縮小を求められたものの、中核市場であるベルギーでは今後も保険事業と銀行事業を兼営することが認められた<sup>13</sup>。

## 2. バンカシュアランス戦略の見直し

他方、昨年来の金融危機以降、外圧でなく、自らの経営判断として銀行事業の売却に踏み切った、ドイツのアリアンツや英国のスタンダード・ライフのようなケースもある。

アリアンツは 2008 年 9 月に傘下のドレスナー銀行をコメルツ銀行に売却し、アリアンツの保険商品をコメルツ銀行が優先的に販売する契約を結んだ<sup>14</sup>。またスタンダード・ライフは、2009 年 10 月 26 日に傘下の銀行事業をパークレーズへ売却すると発表した。今後は単純な仕組みの年金商品の開発など、英国のリテール向け長期貯蓄・投資商品分野でパークレーズと提携していく方針である<sup>15</sup>。

欧州では特に保険会社がバンカシュアランス戦略を行う上で銀行業と保険業を兼営する必要はなく、販売提携のみで十分に効果が得られると考え始めているとの指摘もある<sup>16</sup>。

今後は、国際的に議論が進められている金融機関に対する自己資本強化等の規制改革の動向と相俟って、バンカシュアランス戦略の見直しが欧州における金融機関の再編を促す可能性もあろう。

<sup>13</sup> 欧州委員会の 2009 年 10 月 20 日付プレスリリース (Memo/09/507)。

<sup>14</sup> アリアンツによるドレスナー銀行売却については、齋田温子「コメルツ銀行によるドレスナー銀行買収」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号を参照。

<sup>15</sup> スタンダード・ライフの 2009 年 10 月 26 日付プレスリリース。

<sup>16</sup> Boston Consulting Group, “European Growth Champions in Insurance”, 2008.10