



SOMPO JAPAN  
RESEARCH  
INSTITUTE

# 金融と保険の融合の進展

—金融コングロマリットとART（代替的リスク移転）  
に関する調査研究報告書—

2008年12月

損保ジャパン総合研究所



## 報告書刊行にあたって

銀行、証券、保険という業態の垣根が低くなってきたと言われて久しいが、その流れの中、その垣根をも越えて金融サービス事業が展開されていると見られるような現象が生じている。例えば、組織面において、従来は業態ごとに別々の組織体が当たり前であったが、金融コングロマリットという、資本的に結合された一つの組織あるいはグループがあらゆる金融サービスを提供するという形態が出現している。銀行業と証券業では、従来からユニバーサルバンクという形態も見られたが、これに保険業も取り込む形態さえも生じているのである。また、商品サービスの提供面においては、銀行店舗による保険商品の販売はもはや一般的なものとなっている。また、保険は保険会社を通じて保険市場へリスクを移転する手法であるが、銀行や証券の領域である金融・資本市場を利用した新たなリスク移転手法として「ART(代替的リスク移転)」と呼ばれる手法も用いられるようになってきた。

こうした従来は別々のものと考えられてきた銀行、証券、保険の領域の一部が重なり合うようになってきた現象、特に銀行、証券と保険という関係から、金融と保険の融合化現象と捉えることができる。とすると、この融合化現象をどう理解すればよいのか、今後どのように推移していくのかというのが当初の問題意識であった。この問題意識のもとに、損保ジャパン総合研究所の杉崎理事長(当時)を座長とし、有識者を委員にお招きし、「金融・保険の融合に関する研究会」を開催した。

本報告書では、2008年3月までの海外現地調査によるインタビューをもとに、研究会での論議を反映し、保険事業側からの見方をとりまとめた。しかし、その後、米国サブプライムローン問題に端を発し金融・資本市場において大きな変動が生じたことから、2008年11月に再度討論会を開催し、2008年3月までにとりまとめた結論に対し、最近の変動がどのような影響を及ぼし得るのかについて論議を行った。報告書にはこの討議内容も反映させている。

研究会では委員の先生方には活発な議論のもとに貴重なご意見をいただいた。また、海外からも実務家、研究家の方に参加していただきカンファレンスを実現することもできた。海外現地調査においては、監督当局をはじめ多くの方々から貴重な情報をご提供いただいた。こうした方々のご尽力により報告書を完成させることができたのである。お一人お一人のお名前をここに記さないが、ご尽力いただいた方々に心からお礼と感謝を申し上げる次第である。そして、この報告書を読んでいたいただいた方々にとって、金融と保険が融合する実態と今後について理解を深めるための一助となれば幸いである。

2008年12月

株式会社 損保ジャパン総合研究所



# 目 次

第1章 金融と保険の融合の進展：調査研究の目的と方法 .....	1
1. 調査研究の目的.....	1
(1) 2005年調査研究開始時 .....	1
(2) 2008年4月以降の変化を踏まえて .....	2
2. 調査研究の方法.....	3
(1) 「金融・保険の融合に関する研究会」の開催 .....	3
(2) 調査研究対象 .....	4
(3) 現地調査に基づくアプローチ .....	4
第2章 保険業を含む金融コングロマリットの事例調査 .....	5
1. 保険業を含む金融コングロマリット形成の沿革.....	6
(1) 欧州.....	6
(2) 米国.....	7
2. 欧米における4つの事例調査 .....	7
(1) 事例選定の理由と検討の枠組み.....	7
(2) INGグループ .....	8
(3) ロイズ TSB.....	20
(4) アリアンツグループ.....	30
(5) シティグループ .....	36
<コラム：米国で大手銀行に比べ大手生保会社の ROE が低い理由> .....	46
3. 事例調査のまとめ .....	47
(1) 金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い .....	47
(2) 金融コングロマリット形成後の課題と対応 .....	49
(3) 保険業を含む金融コングロマリット化の成否と今後の方向性 .....	50

第3章 ARTの事例調査.....	51
1. ARTの沿革と現状.....	51
(1) ARTの時系列的展開.....	51
<コラム：バミューダにおけるARTの生成・発展>.....	55
<コラム：ARTがバミューダで生成・発展した背景>.....	56
(2) ARTの現状―需要側と供給側の整理.....	57
(3) ART需要者としての事業会社の動向.....	57
(4) ART需要者としての保険会社の動向.....	78
(5) ART供給者の動向.....	80
2. ARTと融合現象の捉え方.....	83
(1) 融合の捉え方.....	83
(2) 本章の検討範囲と検討の枠組み.....	84
3. 保険リスクの資本市場への移転の事例.....	84
(1) 保険リスクの資本市場への移転―その1：保険リンク証券.....	84
<コラム：Cat Bondの方が同格付けの一般債よりも利回りが高いのはなぜか> ...	100
(2) 保険リスクの資本市場への移転―その2：サイドカー.....	108
4. 事例調査のまとめ.....	115
(1) 事業会社によるART利用.....	115
(2) 保険リンク証券、サイドカー取引はなぜ拡大したのか.....	116
(3) 保険リンク証券、サイドカー生成・発展の意義.....	117
(4) 保険リンク証券と伝統的再保険、サイドカーと株式発行による資本調達.....	119
第4章 金融コングロマリット、ARTの事例に見られる金融・保険の融合 について（まとめ）.....	121
1. 金融コングロマリット.....	121
(1) 2008年3月までの検討による結論.....	121
(2) 2008年4月以降の変化を踏まえて.....	122
2. ART.....	124
(1) 2008年3月までの検討による結論.....	124
(2) 2008年4月以降の変化を踏まえて.....	125
3. 金融・保険の融合の方向性.....	128
添付資料	
1. 「金融・保険の融合に関する研究会」メンバー.....	133
2. インタビュー訪問先一覧.....	134
3. 参考文献.....	136

## 第1章 金融と保険の融合の進展：調査研究の目的と方法

### 1. 調査研究の目的

#### (1) 2005年調査研究開始時

近年、主要先進国では金融サービス業における金融（銀行、証券）と保険との業態の垣根が低下し、金融と保険の融合を表す現象が生じている。例えば、1つの金融グループで金融と保険の両方の業務を包含する金融コングロマリットの出現（第2章で詳述）、銀行店舗による保険商品の販売、Alternative Risk Transfer（ART、代替的リスク移転手法）の生成・発展（第3章で詳述）、生命保険商品の投資商品化等の現象となって表れている。なお、ここで「金融・保険の融合」とは、従来は別々のものと考えられてきた金融の領域と保険の領域の一部が重なり合うようになってきた現象を示すものとして捉えている。

より正確に言えば、金融と保険の一部が重なり合う融合の状況は1980年代以前からあった。信用リスクについては、金融・資本市場と保険市場の双方において古くから取引が行われてきた。1つのグループで銀行・証券業と保険業を兼営する金融機関や、銀行店舗による保険商品の販売、生命保険商品の投資商品化等の現象も、現在よりも小規模ながら1980年代以前から存在していた。ARTの領域でも、比較的単純な仕組みを利用したART商品は1960年代頃から米国企業等によって広く利用されるようになっていた。

しかし、保険業を含む大規模な金融コングロマリットが誕生したのは、1991年に銀行と保険会社の合併によりオランダのINGグループが形成されたのが最初であった。1998年における銀行グループと保険・証券グループとの合併によるシティグループの誕生、2001年における保険会社アリアンツによるドレスナー銀行の買収等は、いずれも従来にない、銀行業と保険業の両方の資本が結合することによって形成された、保険業を含む大規模な金融コングロマリットの例である。これらの金融コングロマリットは、いずれも銀行支店網を通じた保険商品の販売に注力しており、このような動きが今後大きな流れを形成する可能性があるものと捉えられた。

ARTの領域においても、1990年代に入ると、金融・資本市場を利用した新たなリスク移転手法である保険リンク証券が発行されるようになり、異常災害リスクの証券化という従来にない革新的な試みがなされるようになった。また保険リンク証券の発行は、巨大な損害をもたらしたハリケーン・カトリーナが発生した2005年以降急拡大するようになり、さらに2005年以降、サイドカーと呼ばれる金融・資本市場を利用した新しいリスク移転手法も活発に利用されるようになり、これらの利用は今後も拡大を続けるものと見られた。

このような保険業を含む金融コングロマリットの形成やARTの新しい展開は、1980年代までにはなかった全く新しい現象であり、当時は、このような変化が今後大きな流れになるのではないかという期待があり、こうした理解で良いのかどうかを保険事業の側の立場から確かめたいというのが調査研究を開始した時点での目的であった。調査研究は、こ

の目的に沿って進められ、2008年3月までの海外現地調査を中心に、研究会での論議も踏まえて、一旦、暫定的な結論をまとめることとなった。

## (2) 2008年4月以降の変化を踏まえて

しかしながら、2008年4月以降、2008年3月までにまとめた暫定的な結論に影響を与える可能性のある事態が発生した。米国のサブプライムローン問題に端を発する世界金融危機の発生である。証券化商品市場の機能が大きく低下するとともに、金融・資本市場において信用収縮の動きが進行し、多くの金融機関・保険会社の経営が悪化、公的資本注入や金融再編の動きが顕著になった。

一連の動きは《図表 1-1》のとおりである。ドイツのアリアンツ・グループが傘下のドレスナー銀行をコメルツ銀行へ売却すると発表（2008年8月）、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）といったデリバティブ取引から生じた損失が原因で経営難に陥った米国のAIGをFRBが救済（2008年9月）といった事態の発生は、保険業を含む金融コングロマリットおよびARTの方向性に大きな影響を与えるのではないかという問題意識が生じた。

金融コングロマリットについては、2002年、2005年にそれぞれ損害保険事業、生命保険事業を分離・売却したシティグループに続き、アリアンツ・グループが保険事業と銀行・証券業を独立の組織へ戻す動きとなっている。このような動きは、保険業を含む金融コングロマリット形成の方向性に影響を与える可能性があるのではないかという問題意識が加わった。

ARTについては、最近の証券化商品市場の機能低下による影響が考えられる。金融・資本市場では、格付機関、金融保証会社等に対する信頼が揺らぎ、証券化商品を生産する前提となる金融工学の有効性にまで疑問の声が出てきている。2005年以降に取引が急拡大してきた保険リンク証券やサイドカー等のARTは、こうした証券化商品と同じ仕組みを利用している部分がある。投資家によるリスク許容度の低下、リスク加工技術への信頼性の低下等が、ART市場の発展に影響を与える可能性があるのではないかという問題意識が加わった。

本報告書では、第2章と第3章で保険業を含む金融コングロマリットとARTの具体的事例につき2008年3月までの海外現地調査と研究会での論議を踏まえてそれぞれ整理した。第2章と第3章での記述は、「保険業を含む金融コングロマリットの形成やARTの発展が今後大きな流れになるのではないか」という研究開始時の目的に沿って検討したものである。第4章は、第2章と第3章で得られた暫定的な結論に関し、最近の金融危機等により発生した事態が、保険業を含む金融コングロマリットおよびARTの今後の方向性にどのような影響を与えるかの観点も加えて整理したものである。

《図表 1-1》米国サブプライムローン問題に端を発する最近の出来事

2008年・月日	出来事
3月16日	JP モルガン・チェースがベア・スターンズを救済買収。
8月31日	アリアンツが傘下のドレスナー銀行をコメルツ銀行に売却することを発表。新銀行は商業銀行業務に注力。アリアンツは新銀行の30%の株式を取得し、バンカシュランスを推進。
9月15日	リーマン・ブラザーズが連邦破産法第11条を申請。 バンク・オブ・アメリカがメリルリンチの救済買収を公表。
9月16日	FRB がAIG の救済融資の実行を決定。AIG はCDS 保有に伴う流動性資金の大幅な負担増加が問題であった。
9月18日	ロイズ TSB が、住宅融資最大手 HBOS を救済合併することを発表。
9月22日	三菱 UFJ フィナンシャル・グループがモルガン・スタンレーへの出資を公表。
9月22日	ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーが FRB の承認を得て銀行持株会社へ移行。
9月24日	パークシャー・ハザウェイ等がゴールドマン・サックスへの出資を公表。
10月3日	米国にて、最大7000億ドルの公的資金で金融機関から不良資産を買い取ることを柱とする金融安定化法が成立。
10月7日	フォルティスがベルギーの銀行、保険部門等をフランスの大手銀行 BNP パリバに売却することを公表。
10月12日	FRB がウェルズ・ファーゴによるワコビアの買収を承認したと発表。経営危機に陥っていたワコビアを巡っては、当初はシティグループが銀行部門の買収を発表していた。
10月13日	英国政府が、英大手3金融機関に公的資金を資本投入すると発表。RBS (200億ポンド)、ロイズ TSB (55億ポンド)、HBOS (115億ポンド)。
10月19日	ING がオランダ政府から100億 EUR の公的資金を受け入れ自己資本を増強すると発表。
10月28日	米財務省が、大手9金融機関に対し公的資本注入。注入額はシティ・グループと JP モルガン・チェース、ウェルズ・ファーゴが各250億ドル、バンク・オブ・アメリカ150億ドル、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレー、メリルリンチが各100億ドル等。
11月10日	米政府と FRB は、AIG への公的支援を1230億ドルから1500億ドルに拡大すると発表。
11月14日	米保険大手ハートフォードが、米財務省に資本注入プログラムへの参加を申請したと発表。ハートフォードは同プログラムへの参加条件である S&L 持ち株会社への移行をすすめている。すでにフロリダ州の S&L を約1000万ドルで買収済み。
11月23日	米政府は、シティグループが抱える3060億ドルの不良資産について、損失が発生した場合に大半を埋め合わせることを保証。200億ドルの資本注入も追加。

(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

(2008年11月23日現在)

## 2. 調査研究の方法

### (1) 「金融・保険の融合に関する研究会」の開催

調査研究を進めるに際しては、学識者の方々に委員としてご参加いただき「金融・保険

の融合に関する研究会」を2007年7月までに計8回開催した。委員の方々には活発なご議論をいただき、その内容を踏まえて報告書を作成することとした。委員の方々については別添資料をご参照いただきたい。

2007年11月には、研究会の特別会合として、上記の委員に加え、米国の研究者、実務家をゲストスピーカーとして招いてカンファレンスを開催し、ARTの利用による金融と保険の融合の実態について議論した。さらに2008年11月には国内の実務家を招き、世界金融危機による金融と保険の融合への影響をテーマとして討論会を開催した。報告書には、これらの会合での議論も反映されている。

## (2) 調査研究対象

上記1.に記載した問題意識のもと、この調査研究では、金融と保険の融合を表すいくつかの現象のうち、①保険業を含む金融コングロマリット(資本・組織面での融合)、②ART＝代替的リスク移転手法(商品面での融合)の2つの領域に焦点を当て、これらの事例を取り上げて検討を行うこととした。

なお、金融コングロマリットについては理解の仕方にいろいろな見方がある。銀行業と証券業の双方を行う組織、グループを金融コングロマリットとする見方もあるが、研究会では金融と保険という立場から、銀行業、証券業とともに保険業を含む組織、グループを金融コングロマリットとして捉え、保険事業の側の立場から検討を行った。具体的には、INGグループ以降の保険業を含む規模の大きな4つの金融コングロマリットの実例を取り上げ、これらの金融コングロマリットがいずれも銀行支店網を通じた保険商品の販売に注力していることから、特にこの取組みに焦点を当てて検討することとした。

ARTについては、革新的な取引である「保険リンク証券」と「サイドカー」を取り上げ、2005年以降の急拡大した状況に焦点を当てて検討を行った。対象とする地域については、金融コングロマリット、ARTの双方につきその実例が存在する欧州および米国とした。

## (3) 現地調査に基づくアプローチ

この調査研究では、現地調査に基づく事例中心のアプローチを採用し、多くの現地関係者へのインタビューを実施した。インタビュー結果は、取引の当事者、規制当局、関係者等からの直接の情報であり、こうした人々が、当時、何を考えどう判断したかに関する具体的な事例であり、あくまでも現象面を正確に把握し理解しようとするものである。従って、金融と保険の融合につき理論的な分析および体系的な考察を行うことは目的となっていない。また、二次情報である文献調査も行っているが、あくまでも補完的な位置づけである。なお、現地調査は2005年8月～2007年3月に実施した。その後、フォローアップのため2008年2～3月にも現地調査を実施した。

## 第2章 保険業を含む金融コングロマリットの事例調査

金融コングロマリットの定義はいくつも存在しそれぞれにより範囲が異なるが、ここでは資本・組織面からの金融と保険の融合現象としての、保険業を含む金融コングロマリットの領域を取り上げる。まず、保険業を含む金融コングロマリット形成の沿革について概観する。次に、欧米における4つの事例、ING、ロイズ TSB、アリアンツ、シティグループについて検討し、最後に事例研究のまとめを行う。

《図表 2-1》金融コングロマリットの定義の例（概要）

### 1. EU「金融コングロマリット指令」

- (1) グループ内に銀行業・証券業のいずれかを営む企業と保険業を営む企業の双方を有していること。
- (2) 銀行業、証券業、保険業のいずれかを営む企業がグループの最上位の企業であること、あるいは、グループ全体のバランスシートに占める金融業全体（銀行、証券、保険合計）の比率が40%超であること。
- (3) 銀行業・証券業と保険業のそれぞれについて、金融業全体のバランスシートに占める比率と所要規制自己資本に占める比率の平均が10%超であること、あるいは銀行業・証券業の合計と保険業のいずれか小さい方のバランスシートが60億EUR超であること。

### 2. ジョイント・フォーラム(注)

- (1) 銀行、証券、保険の少なくとも二つの異なる金融業態にまたがること。および、
- (2) 主たる事業が金融（銀行、証券ないし保険）であること。

### 3. 金融庁組織規則第8条（コングロマリット室に関する規定）

- (1) 次の①および②で構成される企業集団
  - ① 国内に本店又は主たる事務所を有する法人であって、当該法人及びその子会社のうちに、銀行業、保険業、証券業（投資信託委託業者、投資顧問業者を含む）のうちいずれか二以上の事業を営む者を含む者
  - ② ①の子会社
- (2) 次の①および②で構成される企業集団
  - ① 外国に本店又は主たる事務所を有する法人であって、国内に子会社又は支店として銀行業者、保険業者、証券業者を有し、かつ、当該法人及びその子会社のうちに、銀行業、保険業または証券業のうちいずれか二以上の事業を営む者を含む者
  - ② ①の国内の子会社または支店

(注) 金融コングロマリットに関する監督上の諸問題等の検討を進めるために、1996年の初めにバーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構(IOSCO)および保険監督者国際機構(IAIS)により設立されたもの。

(出典)「金融サービス業のグループ化」2005年4月日本銀行信用機構局等により作成。

## 1. 保険業を含む金融コングロマリット形成の沿革

保険業を含む金融コングロマリット形成の沿革について、欧州、米国の順に概観する。

### (1) 欧州

欧州では、1980年代後半以降の自由化・制度改革の動きを受けて、1990年代に入ってから、銀行による保険子会社の設立・既存保険会社の買収、保険会社による銀行の買収等の資本結合が進むようになった。

欧州における規模の大きな保険業を含む金融コングロマリット形成の例として、まずオランダにおける1991年の保険業と銀行業との合併・買収による巨大金融コングロマリットINGグループの誕生があげられる。続いて、1997年、スイスにおける銀行クレディ・スイスによる保険会社ウィンタートウルを買収、2000年、イギリスにおけるロイズTSB銀行による保険会社スコティッシュ・ウィドウズを買収、2001年、ドイツにおける保険会社アリアンツによるドレスナー銀行の買収等が見られた。その後、2008年3月末時点まで保険業と銀行・証券業との間での大規模な合併・買収はほとんど見られない。

《図表 2-2》欧州における自由化・制度改革と保険業を含む金融コングロマリット形成の動き

年	自由化・制度改革	買収等の動き	業態
1986	英国のビッグバン	クレディ・アグリコル（仏）が生保子会社プレディカを設立	銀行が保険子会社を設立
1991		ナショナール・ネーデルランデン（蘭）がNMBポストバンク（蘭）と合併しINGグループが誕生	保険会社と銀行が合併
1993	銀行第二次指令施行		
1994	損害保険第三次指令施行 生命保険第三次指令施行		
1996		プルデンシャル（英）がプルデンシャル・バンキングを設立	保険会社が銀行を設立
1997		クレディ・スイス（スイ）がウィンタートウル（スイ）を買収	銀行が保険会社を買収
1998		フォーティス（ベルギー）がジェネラル・バンク（ベルギー）を買収	保険会社が銀行を買収
1999	単一通貨ユーロの導入		
2000		ロイズTSB（英）がスコティッシュ・ウィドウズ（英）を買収	銀行が保険会社を買収
2001		アリアンツ（独）がドレスナー銀行（独）を買収	保険会社が銀行を買収
2002	金融コングロマリット指令採択		

（出典）損保ジャパン総合研究所作成。

## (2) 米国

米国での金融コングロマリットの形成は、銀行業と証券業との兼営が中心である。銀行としては、保険業の取り込みにつき、保険金支払い等のリスク負担を伴う「保険引受業務」に参入するよりも、保険金支払い等のリスク負担を伴わない「保険の販売」に特化する傾向があり、保険引受業務まで行っているグループは少ない。

1998年に、シティコープ（銀行）とトラベラーズ・グループ（証券・保険）が合併し、銀行・証券・保険を含む巨大金融コングロマリットとしてのシティグループが誕生した。しかし、シティグループは、2002年に損害保険部門を分離し、2005年には生命保険部門も売却したため、保険業を含む巨大金融コングロマリットは短時間で消滅することになった。米国では、シティグループ以降、2008年3月末時点において保険業を含む巨大金融コングロマリットは形成されていない。

≪図表 2-3≫米国における自由化・制度改革と保険業を含む金融コングロマリット形成の動き

年	自由化・制度改革	買収等の動き	業態
1998		トラベラーズ・グループとシティコープが合併し、保険業を含む巨大金融コングロマリットであるシティグループが誕生	保険・証券グループと銀行が合併
1999	金融制度改革法（グラム・リーチ・ブラワー法）が成立		
2002		シティグループが損害保険部門を分離（スピノフ）	金融コングロマリットが損保を分離
2005		シティグループが生命保険部門を売却	金融コングロマリットが生保を売却

（出典）損保ジャパン総合研究所作成。

## 2. 欧米における4つの事例調査

### (1) 事例選定の理由と検討の枠組み

#### ①対象とする事例および選定の考え方

研究会では保険業を含む金融コングロマリットとして以下の4つの事例を取り上げ、現地調査の結果を踏まえた論議を行った。

<取り上げた4つの金融コングロマリット>

- a. ING（1991年、保険会社と銀行との合併により誕生）
- b. ロイズ TSB（2000年、銀行であるロイズ TSB が保険会社スコティッシュ・ウィドゥズを買収）
- c. アリアンツ（2001年、保険会社アリアンツがドレスナー銀行を買収）

#### d. シティグループ（1998年、保険・証券グループと銀行との合併により誕生）

事例選定の際の考え方としては、まず、金融コングロマリットとして捉えることができる企業または企業グループの歴史は古く様々な事例が存在するが、その中で、M&Aによる大規模な金融コングロマリットが相次いで誕生した1990年代の事例に着目して取り上げることとした。また、既に述べてきたとおり、保険業を含む金融コングロマリットのみを対象とし、その中から、欧州では金融と保険のどちらを主力とするかとの観点から3つの事例、米国では保険業を含む唯一の金融コングロマリットであったシティグループを取り上げた。なお、保険業とは、保険金支払い等のリスク負担を伴う「保険引受業務」まで行っているものとし、「保険の販売」のみを行っている場合は対象としていない。

#### ②検討の枠組み

研究会では、現地調査における当事者や関係者に対するインタビュー結果をもとに、企業戦略の具体的事例として検討し、整理を行った。以下に、①事例の概要、②金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い、③金融コングロマリット形成後の課題と対応、という枠組みで記述する。

### （2）INGグループ

#### ①事例の概要

1991年、オランダ最大の保険会社ナショナルレ・ネーデルランデンと第3位の銀行であったNMBポストバンクが合併し、保険業を含む金融コングロマリットが形成された。

2007年末現在、オランダ、ベルギー、米国等を中心にグローバル展開を行っている。2007年度における収入額は銀行部門で146億200万EUR、保険部門で6,220億800万EURと保険部門の方を主力としている。ただし、収益面（税引前利益）では銀行部門が45億1,000万EUR、保険部門が65億3,300万EURと大差ない状況である<sup>1</sup>。保険部門では年金を中心とする生命保険の比重が圧倒的に大きい。

---

<sup>1</sup> 金額等についてはING Group 2007 Annual Reportによる。

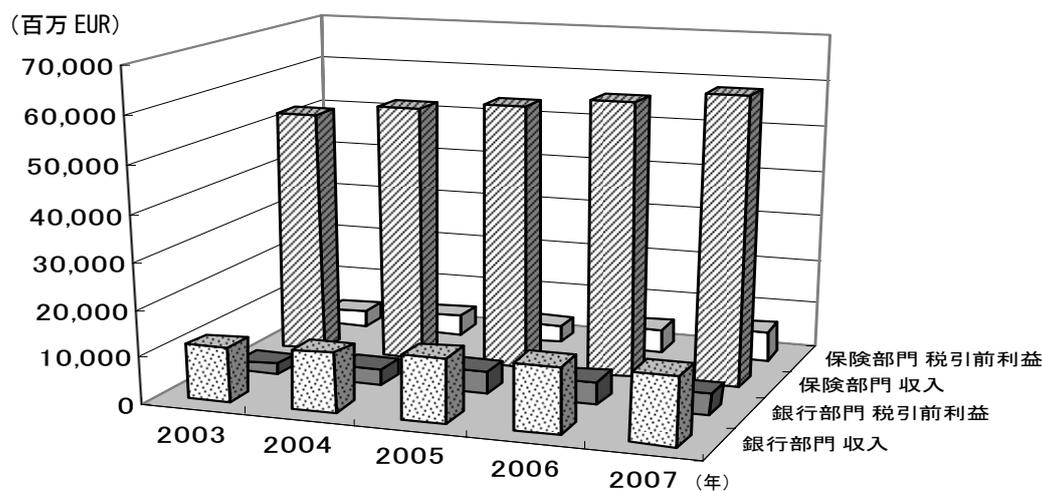
《図表 2-4》ING グループにおける 6 つの事業部門

事業部門	特徴・概要
①保険（米州）	米国では、生命保険、退職サービス市場でトップ 5。 カナダ、メキシコでは損害保険首位。
②保険（欧州）	欧州主要国で生命保険を提供。 オランダ、ベルギーでは損害保険も提供。
③保険（アジア大洋州）	日本、オーストラリア、アジア諸国で生命保険を提供。
④ホールセールバンキング	ベネルクスではフルラインサービス。 ベネルクス以外の地域では、顧客やサービスを限定。
⑤リテールバンキング	オランダ、ベルギー、ポーランド等で店舗展開によるリテールバンキング。
⑥ING ダイレクト	欧米諸国で、個人顧客に対しインターネットバンキングサービス。 9 カ国におけるダイレクトバンキングでトップ。顧客数は 11 百万人。 主要商品は預金、住宅ローン。ベネルクスではカード事業も行う。

（出典）ING Group 2004 Annual Report より作成。

なお、ING グループでは 2003 年以来、《図表 2-4》のとおり保険事業は地域で区分した 3 部門、銀行事業は対象顧客および業務で区分した 3 部門の合計 6 部門に分けた事業展開を行っている。各事業部門における税引前営業利益の構成は《図表 2-5》のとおりである。

《図表 2-5》ING グループにおける銀行部門と保険部門の収益推移



（出典）ING Group 2007 Annual Report より作成。

2007年の税引前総利益は11,043百万EURであり、その事業部門別の割合は保険（米州）22%、保険（欧州）19%、保険（アジア大洋州）6%、ホールセールバンキング 25%、リテールバンキング 22%、ING ダイレクト 6%であり、保険事業が 47%、銀行事業が 53%と概ね半々の割合となっている<sup>2</sup>。

## ②金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い

金融コングロマリット形成に至る当時の環境変化、環境変化により当事者が抱えていた課題や金融コングロマリット形成の狙いにつき、現地調査によるインタビューから以下の点が確認できた。

### a. 金融コングロマリット形成前の環境変化

ア. 欧州域内単一市場の創設に伴う金融機関における国際化、大型化の動き

ING という巨大金融コングロマリットが誕生した 1991 年以前におけるオランダの金融機関を取り巻く環境の変化として重要なのは欧州域内単一市場創設の動きである。保険事業については損害保険第一次指令の採択（1973 年）、損害保険第二次指令の採択（1988 年）により域内における「保険会社設置の自由」、域内における「サービス提供の自由」の道筋が示された。また、1989 年には第二次銀行指令が採択され、ユニバーサルバンクへの道筋も示されている。この間、1985 年には EC 委員会が「域内市場白書」を発表し、1992 年末までに欧州単一市場を目指す行動計画が提示された。こうした欧州域内単一市場へ向けた環境変化の中、欧州各国の金融機関は国際化、大型化を迫られ、金融機関どうしの M&A が意図されるようになった。

この結果、オランダの金融機関であるナショナル・ネーデルランデン、NMB ポストバンクにおいてもこうした M&A の動きに対応していくこと、敵対的な買収から身を守るためには大型化が必要であるとの危機感から合併が行われている。この点につき、インタビュー結果からは、「欧州市場統合を控えて、欧米諸国では、同一国内だけでなく国境を越える M&A も盛んになってきた。オランダの金融機関の多くは、敵対的な買収に対し、独立性を維持するために統合する必要があると感じていた」、「オランダ国内では、ING に先駆けて、アムステルダム・ロッテルダム銀行（Amsterdamsche-Rotterdamsche Bank）と ABN（Algemene Bank Nederland）が合併し ABN アムロが誕生していた<sup>3</sup>として、M&A に対する当時の危機感が大きかったことを示している。

イ. 国内金融、保険市場の成熟化、寡占化

環境変化の 2 つ目は、オランダ国内における金融市場や保険市場の成熟化、寡占

<sup>2</sup> ING Group 2007 Annual Report による。

<sup>3</sup> 2005 年 12 月の現地関係者に対するインタビューによる。

化の進展であり、こうした成熟化、寡占化に対応すべく大型化、国際化を目指す合併が行われている。インタビュー先では「オランダは、ドイツやフランスに比べ、銀行の統合は早い時期から進展してきた。例えば、ドイツには銀行が約 2000 行あるが、オランダには約 100 行しかない。オランダでは、大手 4 行が全体の 90% のシェアを握っており、寡占化が進んでいる」<sup>4</sup>として、成熟化、寡占化の実情を示している。また「オランダは小国であり、銀行の役員・職員と保険会社の役員・職員が、電話や訪問をしあうことが日常的に、かつ頻繁に行われてきたため、銀行と保険の統合を進めやすい側面があった」<sup>5</sup>として、金融・保険市場の寡占化に直接関係するものではないが、参加プレーヤーの少なさが合併を容易にした一因とされている。

#### ウ. 金融コングロマリット化を進める規制緩和の動き

3 つ目は、オランダにおける銀行 (De Nederlandsche Bank NV) の破綻が発生したことにより、金融機関の競争力向上のために金融コングロマリット化が必要との認識から、規制緩和が進められたことが挙げられている。

1948 年成立の銀行法によりオランダ中央銀行が銀行の監督を開始して以来、銀行の破綻は 1961 年の Teixeira de Matto および 1962 年の Gravenhaagsche の 2 行のみであったが、1980 年代に入ってから是不動産市場の低迷等の事情も重なり、以下の銀行が破綻している。

- ・ 1981 年 Amsterdam American Bank の破綻
- ・ 1982 年 Tilburgse Hypotheekbank (住宅金融銀行) の破綻
- ・ 1983 年 Westland- Utrecht Hypotheekbank (住宅金融銀行) の破綻に際し、ING グループを形成した保険会社であるナショナーレ・ネーデルランデンが救済し子会社化
- ・ 1985 年 Friesch- Groningse Hypotheekbank (住宅金融銀行) の破綻に際し、保険会社であるエイゴン (Aegon NV) 社が最終的に救済

こうした状況下、金融機関の支払能力や競争力を強化するための金融コングロマリット化を進める規制緩和の動きがあり、1990 年にはオランダ中央銀行と当時の保険事業を監督する保険庁 (Verzekeringskamer)<sup>6</sup>との間で協調して監督を行うとのプロトコル (協定) が成立し、金融コングロマリット化が解禁されることになった<sup>7</sup>。プロトコルの中にはグループの支払能力、リスク集中、グループ内取引に関する金

<sup>4</sup> 同上。

<sup>5</sup> 2008 年 2 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>6</sup> 保険庁 (Verzekeringskamer) は 1992 年に年金基金も監督する年金保険監督局 (PVK : Pensioen-Verzekeringskamer) となり、2004 年にオランダ中央銀行と合体することになった。

<sup>7</sup> DNB WORKING PAPER, "New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: The Netherlands", No. 21/Dec. 2004.

融コングロマリットにおける要件・基準が規定されている。

こうした規制の変化について、インタビュー先では、「金融コングロマリット化を認める規制緩和の背景には、銀行業と保険業の統合によって、より強固な金融機関が形成されることによる自国の金融機関の破綻や海外からの被買収の回避、また金融サービスの向上や金融取引の拡大に資するとの考え方があった」<sup>8</sup>、「オランダは小国であり、フランスやドイツの金融機関に対抗していくためには、オランダでは銀行と保険会社の統合により金融コングロマリットを形成する必要があると考えられた」<sup>9</sup>、「銀行業と保険業を統合し、お互いの専門知識を共有化することで、顧客サービスも向上すると考えられていた」<sup>10</sup>、「オランダは小国であり、金融機関が海外展開を進める競争力をつけるために、このような規制緩和が必要と考えられた」<sup>11</sup>、「ING の形成には、オランダ政府の役割が大きかった。オランダ政府は、オランダの銀行が海外からの買収に対し脆弱との懸念を持っており、統合による規模拡大を促進しようとした」<sup>12</sup>、「オランダでは、当時、不動産危機が生じており、支払不能に近い状態に陥っていた銀行も少なくなかった。オランダの金融セクターをオランダ政府の監督下で管理・維持し、強化していこうという政治的な目的があった」<sup>13</sup>、「できるだけ規制等のルールを少なくし、自由市場に任せる方が、金融取引が活発化するとの発想が規制緩和の根底にあった」<sup>14</sup>として、当時の規制当局および当事者の金融コングロマリットおよびその規制に対する考え方が示されている。

なお、参考までに金融コングロマリットを認めるプロトコル成立以降の ING グループ成立を含む銀行・保険会社間の統合の動きは〈図表 2-6〉のとおりである。

---

<sup>8</sup> 2005 年 12 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>9</sup> 2008 年 2 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>10</sup> 2005 年 12 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>11</sup> 同上。

<sup>12</sup> 同上。

<sup>13</sup> 同上。

<sup>14</sup> 同上。

《図表 2-6》1990 年代におけるオランダでの銀行・保険会社間の統合

年	規制・監督	金融コングロマリット化関連の主な動き
1990	金融コングロマリット化を認めるプロトコル（協定）成立	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Rabo-bank が保険会社 Interpolis を買収</li> <li>・ 保険会社 AMEV と貯蓄銀行 VSB Group が合併。さらにベルギーの保険グループ AG と合併し、後に Fortis bank となる</li> <li>・ 保険会社 De Centrale Verzekeringen と Condordia beheer、及び貯蓄銀行 Algemene Spaarbank Nederland とが合併し、Reaal Groep が誕生</li> <li>・ Rabobank とファントマネジメント会社である Robeco が戦略的提携</li> <li>・ ベルギーの Fortis が信用機関 NMKN を買収</li> <li>・ VSB/Fortis がベルギーの貯蓄銀行 ASLK に出資</li> </ul>
1991		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ING 誕生</li> </ul>
1994		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ SNS bank と保険会社 NOG Verzekeringen が合併し、SNS Groep 誕生</li> </ul>
1997		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Rabobank が Robeco の株式を 50% 取得</li> <li>・ Fortis がオランダの銀行 MeesPierson を買収</li> <li>・ SNS Groep と Reaal Groep が合併し、SNS-REAAL グループ が誕生</li> <li>・ Fortis がベルギーの Generale Bank を買収</li> <li>・ Fortis がベルギーの銀行業 Fortis AG とオランダの保険業 Fortis AMEV に再編</li> </ul>

(出典) DNB WORKING PAPER, “New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: The Netherlands”, No. 21/Dec. 2004.

## b. 当事者にとっての課題と狙い

インタビューにより確認された ING グループ形成前の当事者にとっての課題と狙いは以下のとおりであり、金融コングロマリットの形成を進める規制緩和の進展と相俟って ING グループが形成されている。

### ア. M&A の活発化

欧州域内単一市場へ向け欧州各国の金融機関は国際化、大型化を迫られ、金融機関どうしの M&A が活発化する中、買収から自らを守る必要があった。インタビュー先からは「ING グループの母体には、欧州において M&A が活発化する中で、一定の規模を確保しておかないと他社に買収されてしまうとの危機感があった」<sup>15</sup>、「ING の統合では、外部から買収されることを防ぐための防衛的な目的が中心だった。買収から身を守るためには規模の拡大が必要と考えていた」<sup>16</sup>という当時の危機感が示

<sup>15</sup> 同上。

<sup>16</sup> 同上。

されている。

#### イ. グローバル展開の必要性

オランダ国内において金融市場や保険市場が成熟化、寡占化する中、今後の成長を確保するためにはグローバル展開が必要であった。このためには規模の拡大、強固なバランスシートを持つことが必要であると考えられていた。インタビュー先からは「国内の保険販売においては、上位 10~15 社の保険会社によって約 80%のシェアが占められており、大手社がさらに事業を拡大するためには、海外展開せざるを得なかった」<sup>17</sup>、「オランダは国が小さく、富裕層が多い成熟した市場であるため、金融機関が成長するためには、国外のグローバル市場で競争していくしかなかった」<sup>18</sup>、「グローバル市場でリスクをとって競争していくためには、規模の拡大、強固なバランスシートが必要と考えられていた。これも ING 統合の重要な目的の 1 つである」<sup>19</sup>といったグローバル展開を意図した規模の拡大に対する認識が示されている。

#### ウ. 銀行・保険会社間における商品の相互販売

将来の成長を考えた場合、収益性の向上が必要であり、そのためには銀行・保険会社間において相互の商品販売を推進していくことが有効であるとの考え方が強かった。この点につき、インタビュー先からは「同一業態内での統合の場合は業務の共通性が高いため、より大きなコスト削減が期待できるが、収益の向上の面からは、銀行と保険という異業態の統合の方が、同一業態内での統合の場合よりも期待できると考えられた。この収益向上は、相互販売の実行によるところが大きいと考えられていた」<sup>20</sup>、「保険側から見ると、合併先であるポストバンクの約 1100 箇所の販売店舗を手に入れることになった」<sup>21</sup>として銀行と保険の統合に対する狙いが示されている。

#### エ. コスト削減とリスクの分散

コスト削減のためには銀行と保険におけるインフラの共有化が有効であり、それぞれのリスクを分散するためには銀行と保険の統合が効果的と考えられていた。インタビュー先によれば「銀行と保険とでは商品も販売網も類似しており、インフラの共有化により間接部門のコストを削減できると考えた」<sup>22</sup>、「銀行と保険は、双方とも貯蓄性商品を扱っている、同様に住宅ローンも扱っているといった商品上の共通点も多い。商品や販売網、管理部門等の共有化によって効率化を図れると考えた」

---

<sup>17</sup> 同上。

<sup>18</sup> 同上。

<sup>19</sup> 同上。

<sup>20</sup> 2008 年 2 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>21</sup> 同上。

<sup>22</sup> 2005 年 12 月の現地関係者に対するインタビューによる。

23、「銀行業務と保険業務を兼営することによって、リスク分散効果があると考えられた。ナショナルレ・ネーデルランデンは、銀行と統合する前に、リスク分散を狙いとして再保険会社との統合を試みたがうまくいかなかった。銀行との統合は、これに次ぐ戦略だったが、銀行業と保険業とは、収益性の相関が低いいため、一方の事業が低迷しているときに、もう一方の事業でカバーすることができる考えた」<sup>24</sup>との当時の認識が示されている。

### ③金融コングロマリット形成後の課題と対応

金融コングロマリット形成後の課題と対応は以下のとおりである。

#### a. グローバル展開による成長

ING グループは 1991 年の設立以降、国内外の企業の買収、統合、再編を続け、積極的なグローバル展開を行っており、現状におけるグループ企業の内訳は《図表 2-7》のとおりである。このグローバル展開の方針として、インタビュー先からは「ING が成長を見込んでいるのは、ほとんど海外市場である。中国や東欧の市場にも積極的に進出しており、北米の保険会社も多数買収している」<sup>25</sup>、「各国・地域の市場によって、銀行業に向いている市場もあれば、保険業に向いている市場もある。金融コングロマリットになったメリットを活かし、それぞれの市場の特性に応じ、銀行業と保険業のより有利な方を選択して進出している」<sup>26</sup>といった点が指摘されている。

---

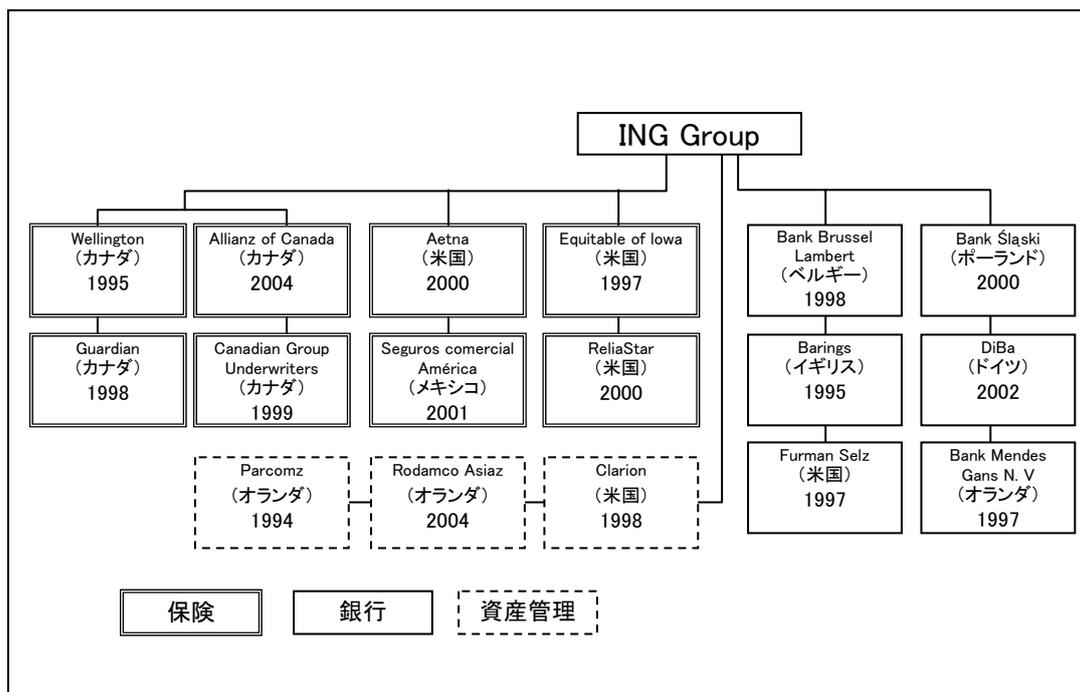
<sup>23</sup> 同上。

<sup>24</sup> 同上。

<sup>25</sup> 同上。

<sup>26</sup> 同上。

《図表 2-7》ING グループの展開



(出典) ING Group ホームページ, “Company Pedigree”より作成。年号は統合、買収の年。

## b. 保険商品と銀行商品の相互販売による収益の拡大

### ア. 相互販売による収益の拡大

保険事業および銀行事業における事業利益の推移は《図表 2-8》のとおりである。ING グループが形成された 1991 年においては保険事業利益 12,364 百万 EUR、銀行事業利益 2,849 百万 EUR に対し、約 10 年後の 2000 年においては保険事業利益 38,726 百万 EUR、銀行事業利益 11,302 百万 EUR と大幅な伸びを示しており、相互販売の効果がこの一因として寄与している可能性がある。この点について、インタビュー先からは「銀行・保険間での相互販売は、『銀行による保険商品の販売』と『保険チャネルによる銀行商品の提供』に大別できる。両方とも収益の向上につながっているが、ING では、銀行による保険商品の販売により重点を置いている。この理由は、銀行商品は保険商品に比べアドバイスを必要としないコモディティ型の商品である場合が多く銀行にとっては保険商品販売の方が収益性が高いこと、銀行店舗の所有には大きな固定費のコストがかかるため保険を販売することで収益面に寄与することが重要視されていること、保険代理店は独立した存在であるため思うようにコントロールするのが難しいこと等である」<sup>27</sup>、「大規模な金融コングロマリットで、最初に銀行による保険商品の販売を始めたのは ING であり、その後、シティグループやアリアンツにも広がった。当時は、オランダの中でも、革新的なアプ

<sup>27</sup> 2008 年 2 月の現地関係者に対するインタビューによる。

ローチとして高い関心を集めた」<sup>28</sup>、「ING はもともと強力な保険部門を持っており、銀行等をパートナーとして自社の保険商品を販売することに重点を置いている。シティグループの場合は、もともとリテールバンクであり、自社の販売網を利用して保険商品を扱おうとしているところが ING とは異なるところである」<sup>29</sup>といった評価や見方が示されている。

なお、銀行で販売する保険商品については「オランダでは、住宅ローンの利子を課税所得から控除できる税制上の優遇措置があり、90年代に入ってから住宅ローンの残高が大幅に拡大してきた。住宅ローンと、これに関連する生命保険、住宅や家財に関する損害保険との組み合わせといったように、銀行商品との関連で、同時に提供しやすい保険商品の販売が進んでいる」<sup>30</sup>、「この他、ING が銀行を通じて販売しているのは、主に単純な貯蓄型の保険商品である。保障性が高い商品は銀行で扱うのは難しい。グループ傘下の銀行であるポストバンクを通じた販売用に低コストで単純な保険商品を開発しこれを販売している」<sup>31</sup>、「銀行を通じて販売する方が、専属代理店を通じて販売するよりも、販売にかかるコストは低い。しかし銀行を通じた販売は、単純な商品でなければうまく機能しない。このため、ING では、単純な商品は銀行、複雑な商品は代理店を通じて販売するという考え方をとっている」<sup>32</sup>として銀行で販売する保険商品の選別に対する考え方が示されている。また、ING グループではグループ外の保険会社の商品も扱っており、その理由として「ING の銀行では、幅広い保険会社の商品を扱っている。オープンアーキテクチャーによる顧客へのベストアドバイスが求められる流れになっており、ING の商品を売ることよりも、顧客にとって最適な商品を販売することに努めている」<sup>33</sup>といった点が挙げられている。

---

<sup>28</sup> 2005年12月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>29</sup> 同上。

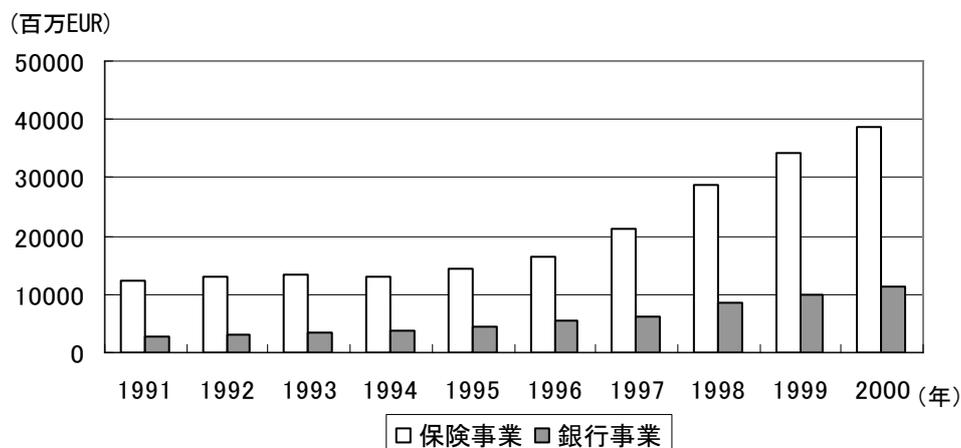
<sup>30</sup> 同上。

<sup>31</sup> 同上。

<sup>32</sup> 同上。

<sup>33</sup> 2008年2月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 2-8》ING グループにおける保険事業と銀行事業における事業利益の推移



(出典) ING Group 2000 Annual Report より作成。

#### イ. 銀行による保険商品販売における課題

ING グループでの銀行による保険商品販売においては、既存代理店からの反発をいかに抑えるかが課題であったことが示されており、「当初、ING の代理店は、ING が銀行を通じて保険商品を販売することを嫌った。このため、ING は代理店でも、銀行が扱うのと同じ単純な商品を販売できるようにした。しかし、単純な商品を販売する場合のコミッションは非常に低くなるように、代理店に対するコミッションの体系を変更した」<sup>34</sup>との課題解決の経緯が示されている。

#### c. 性格の異なる業態を管理することによる複雑性の増加と、株主等のステークホルダーに対する説明の必要性の増加

金融コングロマリット形成前には予想できなかった課題として、異なる業態を管理することの複雑性と、それに伴う株主等のステークホルダーに対する説明の難しさが挙げられている。インタビュー先では「コングロマリット形成当初は、銀行業と保険業を一緒にやれば良いと考えていたが、事業の性格がかなり異なることがわかってきた。同一のラインのマネジメントでは難しいとの認識から、銀行業と保険業のマネジメントを明確に分離した。ただし、バックオフィス、商品開発等は共通である」<sup>35</sup>、「銀行業と保険業とでは、法・規制上、必要とされることが異なる。例えば、資本要件、顧客に提供しなければいけない情報等も異なる」<sup>36</sup>といった見方が示されている。一方、「アセットマネジメント事業の性格は、保険業と良く似ており、これは保険業と同じラインにしている」<sup>37</sup>としてアセットマネジメント事業と保険事業の類似性も指摘され

<sup>34</sup> 2005年12月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>35</sup> 2008年2月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>36</sup> 同上。

<sup>37</sup> 同上。

ている。

ステークホルダーに対する説明の難しさとしては、まず、コングロマリット・ディスカウントの問題が挙げられている。コングロマリット・ディスカウントとは一般的には企業が多角化経営を行うことで株式市場から専業企業よりも過小評価されてしまう傾向があることを指すが、複雑化した組織は、ア．コーポレート・ガバナンスが困難となる、イ．内部的に非効率的な資源移動が行われやすい、ウ．情報開示が不十分になりがちである、といったことが原因とされている<sup>38</sup>。この点につき、インタビュー先からは「歴代の CEO（最高経営責任者）は、株式市場に対し、金融コングロマリットはリスクが多様化されているため、単に銀行業、保険業だけを営むよりもリスクが低いことを説明してきたが、なかなか受け入れられなかった」<sup>39</sup>、「株主は事業の多様化を高く評価しない。株主は、金融コングロマリット化の理念だけでなく、実際に金融コングロマリットをうまく管理し、機能させることを求めている」<sup>40</sup>、「ING は事業が多様化し過ぎ、マネジメントのフォーカスが弱いとの評価があった。しかし、近年では業績の向上に伴い、コングロマリット・ディスカウントはほぼ解消されたと考えている」<sup>41</sup>として、問題の難しさとともに、その問題が解決の方向に進んでいるとの見方が示されている。なお、規制当局との関係においては、「金融コングロマリットに関しては、リスクの集中といった懸念もあり、規制・監督当局は、今後も金融コングロマリットに対し密接な監督を行っていく必要がある」<sup>42</sup>、「ING の実態を把握するためには、全世界を含む連結ベースでみる必要がある。バランスシートについても、銀行業だけでなく、保険業も合わせて評価する必要がある」<sup>43</sup>といった監督の難しさとともに、「オランダ中央銀行では、特にグループレベルでの監督が重要だと考えている。オランダでは、大手金融機関による寡占化が進んでいる。金融コングロマリットの規模も大きくなっているため、仮に金融コングロマリットの 1 つが破綻した場合、オランダ経済に与える影響は非常に大きい」<sup>44</sup>といった背景が指摘されている。

このように異なる業態が結合することにより複雑性が増加する一方、保険業と銀行業が結びつくことのメリットもあり、「資本要件規制に関しては、ING のように銀行と結びついている保険会社にはメリットがある。この分野では、銀行の方が進んでおり、保険会社は銀行から学ぶことができる。特に現在検討が進められているソルベンシー II はバーゼル II の考え方をベースにしているため、銀行と結びつくことによって他の保険会社よりも一歩前進できる」<sup>45</sup>、「リスクマネジメントの領域では、銀行、保険会

<sup>38</sup> 金融庁「金融コングロマリットの経済学」（アクセス FSA 第 17 号）

<sup>39</sup> 2005 年 12 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>40</sup> 同上。

<sup>41</sup> 同上。

<sup>42</sup> 同上。

<sup>43</sup> 同上。

<sup>44</sup> 同上。

<sup>45</sup> 同上。

社が双方から互いに学ぶことができる」<sup>46</sup>、「ING では、様々な国で事業展開することによるリスク分散に加え、資金運用リスクの多様化も重視している。銀行業と保険業を兼業することには、クレジットリスクの多様化という側面の他、金利リスクの多様化も重要と考えている。概して、銀行部門の金利リスクは短期のリスクであり、保険部門の金利リスクは長期のリスクが中心である」<sup>47</sup>、「ING では、事業の多様化によるリスクの分散効果が見られた。1998 年のロシア危機、2001 年の株式市場下落といった銀行部門の業績悪化は、保険部門によって薄められた。またこの逆の時期もあった」<sup>48</sup>といった資本要件規制への円滑な対応やリスク分散における効果が指摘されている。

### (3) ロイズ TSB

#### ①事例の概要

英国のクリアリングバンク（英国において決済業務を行ってきた大手銀行に対する呼称）の1つであるロイズ銀行と、信託貯蓄銀行（Trustee Savings Bank）を前身とする TSB 銀行が 1995 年に合併して誕生したロイズ TSB が、2000 年に大手生命保険会社スコティッシュ・ウイドウズを合併して、金融、保険双方を含む大規模な金融コングロマリットとなった<sup>49</sup>。ロイズ TSB は、国内での事業展開を主体としており、その事業内訳を利益ベースで見ると、銀行部門が約 80%、保険・投資顧問部門が約 20%となっている。持株会社の下に、銀行、保険等の事業部門別の会社が設けられており、ロイズ TSB 銀行、スコティッシュ・ウイドウズ、チェルトナム・グローセスターズ（C&G）<sup>50</sup>など傘下企業は、それぞれ異なった企業名、ブランド名により事業展開している。

#### ②金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い

##### a. 金融コングロマリット形成前の環境変化

ロイズ TSB の形成前における環境変化として、ア. 金融機関における統合の進展、および、イ. 規制環境の変化、が挙げられている。

##### ア. 金融機関における統合の進展

英国の金融サービス業態は、伝統的に、投資銀行業務を手がけるマーチャント・バンク、決裁業務を独占するクリアリングバンク（パークレイズ銀行、ロイズ銀行、ミッドランド銀行、ナショナル・ウェスト・ミンスター銀行の 4 行）の他、貯蓄・住宅ローン貸付を業務とする金融機関（住宅金融組合（Building Society）、信託貯

<sup>46</sup> 同上。

<sup>47</sup> 同上。

<sup>48</sup> 同上。

<sup>49</sup> ロイズ TSB の前身である 2 行とも生命保険会社を傘下に有していたが、本稿では、2000 年のスコティッシュ・ウイドウズ合併により、大規模な金融コングロマリットが成立した時点以降を考察対象としている。

<sup>50</sup> 1995 年にロイズ TSB と合併した住宅金融組合（Building Society）。

蓄銀行 (Trustee Saving Bank) が多数存在し、それぞれの業務のすみ分けが行われてきた。住宅金融組合の中には、資金量が大手銀行に匹敵する大規模なものも存在していた。1986年住宅金融組合法改正により、住宅金融組合に銀行と同等の業務、株式会社(銀行)への転換が認められることとなった。これにより、住宅金融組合が、銀行固有の業務に参入すること、また、株式会社化・銀行転換を行うことにより、英国の金融サービス市場の競争が激化するとともに、1990年代には、銀行同士、銀行および住宅金融組合の統合が相次いで行われることとなった。例えば、パークレイズ銀行=住宅金融組合ウールウィッチ、ロイズ銀行=TSB=住宅金融組合チェルトナム・グローセスターズ(統合後のグループ名はロイズ TSB)、HSBC(香港上海銀行)によるミッドランド銀行買収、スコットランドの地方銀行である RBS(Royal Bank of Scotland)によるナショナル・ウェスト・ミンスター銀行買収、住宅金融組合ハリファックス=スコットランドの地方銀行である BOS(Bank of Scotland)(統合後のグループ名は HBOS)などである。こうした統合により、パークレイズ、ロイズ TSB、HSBC、RBS、HBOS の 5 大金融機関グループが形成された。インタビュー先によれば、「住宅金融組合が業務の多角化を求めて、銀行に転換したことが、金融コングロマリット化を促進した 1 つの要因」<sup>51</sup>であると述べており、また、「金融コングロマリット化を促した推進力の 1 つは金融機関の国際化」<sup>52</sup>であるとも指摘している。しかし、英国の大手金融機関は、1990年代、欧米金融機関の一部が国際化を進める中で、国内事業の強化を図る形で統合を進めている。

一方、ほぼ同じ時期に保険業界でも大型の企業統合が相次いで行われた。1996年に、サン、ロイヤルが合併し、ロイヤル・アンド・サンアライアンスとなり、1998年には、コマーシャル・ユニオン、ジェネラル・アクシデントが合併、CGU となり、さらに、CGU は、2000年にノーウィッチ・ユニオンと合併し、CGNU(2002年に AVIVA に名称を変更)となった。1990年代を通じて英国の保険業界の市場集中は進み、大手 5 社のマーケットシェアは、生命保険分野では 1992年の 29%から、2003年の 45%まで、損害保険分野においては、1992年の 29%から 2003年には 41%まで高まっている(《図表 2-9》)。

---

<sup>51</sup> 2006年1月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>52</sup> 同上。

《図表 2-9》英国保険業界における大手社のマーケットシェア  
(保険料ベース) の 1992 年、2003 年の比較

		1992	2003
生保	上位5社	29%	45%
	上位10社	46%	67%
損保	上位5社	29%	41%
	上位10社	43%	59%

(出典) Comité Européen des Assurances (CEA) "European Insurance in Figures", June 2005  
より損保ジャパン総合研究所作成。

#### イ. 規制環境の変化

英国においては、法制度上、同一企業にて銀行業務、保険業務を行うことが可能であったが、1981年保険会社法改正により、同一企業での銀行業務、保険業務の双方を行うことは禁止された。しかし、企業が異なれば、持株会社の下に銀行、保険会社を設けること、銀行が子会社として保険会社を保有すること、逆に、保険会社が子会社として銀行を保有することには、特段の規制は設けられていない。例えば、ロイズ TSB の前身の 1 つである TSB は、1967 年に生命保険子会社を設立しており、同じく前身の 1 つであるロイズ銀行は、1988 年に中堅保険会社であるアビー生命を買収し子会社化している。インタビュー先では「規制がない中で、金融コングロマリット化は自然な流れ」<sup>53</sup>であると指摘している。

次に金融商品の販売規制について見ると、銀行、保険グループ形成に影響を与えた規制として、「二極化 (Polarisation) ルール」を挙げることができる。「二極化ルール」とは、「投資アドバイスを伴う商品 (生命保険を含む) を販売する者は、専属代理人または独立仲介業者の何れかを選択しなくてはならない」とするものである。さらに、独立仲介業者に対しては、「原則として、全ての会社の商品の中から、顧客にとって最適な商品を薦めなくてはならない」とする「ベスト・アドバイス・ルール」が課される<sup>54</sup>。これにより、「ベスト・アドバイス・ルール」が課される独立仲介業者ではなく、専属代理人を選択するインセンティブが銀行に働き、このことが保険子会社を保有する動機の 1 つとなっているとの指摘もある。現地インタビューでは、「金融・保険商品の販売規制が金融コングロマリットの形態を方向付けた可能性がある」との見方が示された<sup>55</sup>。

<sup>53</sup> 同上。

<sup>54</sup> 「二極化ルール」は 2004 年に改正が行われた。投資商品の仲介業者の顧客への情報開示ルールが厳格化され、専属代理人、独立仲介業者に加え、複数の会社の代理人 (Multi tie) を選択することが可能となった。

<sup>55</sup> 2006 年 1 月の現地関係者に対するインタビューによる。

## b. 当事者にとっての課題と狙い

次に、銀行・保険グループ形成の目的を、合併当時の公表資料および関係者へのインタビューの双方から確認する。

合併当時の公表資料には、ロイズ TSB サイド、スコティッシュ・ウィドウズサイドの両面から見た、合併の狙いが記載されている。ロイズ TSB サイドの狙いは、保険分野での強いブランドを確保することであり、スコティッシュ・ウィドウズサイドの狙いは、ロイズ TSB の支店網をディストリビューションとして活用することとされている。インタビューから確認された双方の考え方は、それぞれ以下のとおりである。

### ア. スコティッシュ・ウィドウズの有するブランド力の獲得

ロイズ TSB からみたスコティッシュ・ウィドウズの有するブランド力の獲得については、インタビュー先も「ロイズ TSB は大きな顧客基盤を有していたが、保険のブランド力が弱く、スコティッシュ・ウィドウズという強いブランドに魅力があった」<sup>56</sup>と指摘している。また、「ロイズ TSB、スコティッシュ・ウィドウズに加えてチェルトナム・グローセスターズというそれぞれの分野で強いブランド力を有している 3 社が連合することによって強者連合を目指した」<sup>57</sup>と当時の考え方も示されている。

### イ. ロイズ TSB の有する支店網の獲得

スコティッシュ・ウィドウズからみたロイズ TSB の有する支店網の獲得について、インタビュー先からは、「スコティッシュ・ウィドウズは、伝統的に IFA を販売チャネルの主体としてきた。1990 年代に専属代理人による販売チャネルを構築しようとしたが、成功を収めることはできなかった。IFA 以外の販売チャネル構築を模索していたスコティッシュ・ウィドウズにとって、ロイズ TSB の支店網は魅力的であり、合併に応諾することとなった」<sup>58</sup>として明確な目的意識があったとの指摘がなされている。また、「ロイズ TSB の信用力をバックにできること、大規模な広告宣伝が可能になることもメリットとして挙げられた」<sup>59</sup>と当時の見方を示している。

なお、一般論として「英国の金融コングロマリットは、流通チャネルでの相乗効果を狙ったものである」<sup>60</sup>というのが、インタビューを行った関係者の共通見解であったが、一方において、銀行が保険の引受業務を取り込むことに関して、「保険の引受業務において、銀行業務との相乗効果を発揮させるのは困難である」<sup>61</sup>、「個人向け商品は、完全にコモディティ化されており、商品面で差を付けることは難しくな

<sup>56</sup> 同上。

<sup>57</sup> 同上。

<sup>58</sup> 同上。

<sup>59</sup> 同上。

<sup>60</sup> 同上。

<sup>61</sup> 同上。

っている」<sup>62</sup>と、相乗効果を否定する見方も示されている。

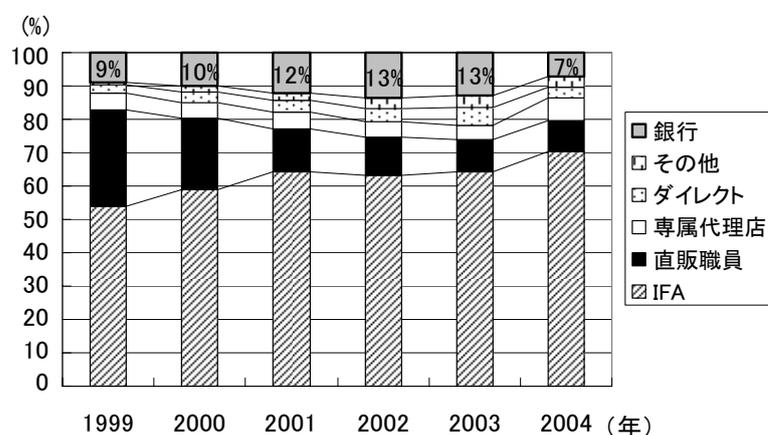
その他、直接の当事者ではないインタビュー先からは、「銀行が保険会社の買収を行う主な目的は、自己資本比率規制上有利になるという点にある」<sup>63</sup>といったような、ロイズ TSB とスコティッシュ・ウィドウズの合併に関するロイズ TSB サイドの最大の目的は自己資本比率の向上であったとの指摘もあった。

### ③金融コングロマリット形成後の課題と対応

現地インタビューでは、合併の目的が、ロイズ TSB サイドから見ると強いブランドを持った商品の確保にあり、スコティッシュ・ウィドウズサイドから見ると販売チャネルの確保にあるとされていた中で、銀行・保険グループ形成後の評価に関しても、全てのコメントが、販売過程において成果が見られているか否かに焦点を当てたものだった。

まず、英国における銀行店舗での保険販売の状況を確認しておく。《図表 2-10》、《図表 2-11》は、それぞれ生命保険、個人向け損害保険の販売チャネル別マーケットシェア（収入保険料ベース）を示したものである。銀行店舗における保険販売のマーケットシェアは、近年では、生命保険、損害保険とも概ね 10%前後で推移している。英国の生命保険におけるこの割合は、欧州のその他の先進国と比較すると低い水準となっている（《図表 2-12》）。

《図表 2-10》 英国における生命保険の販売チャネル別マーケットシェア



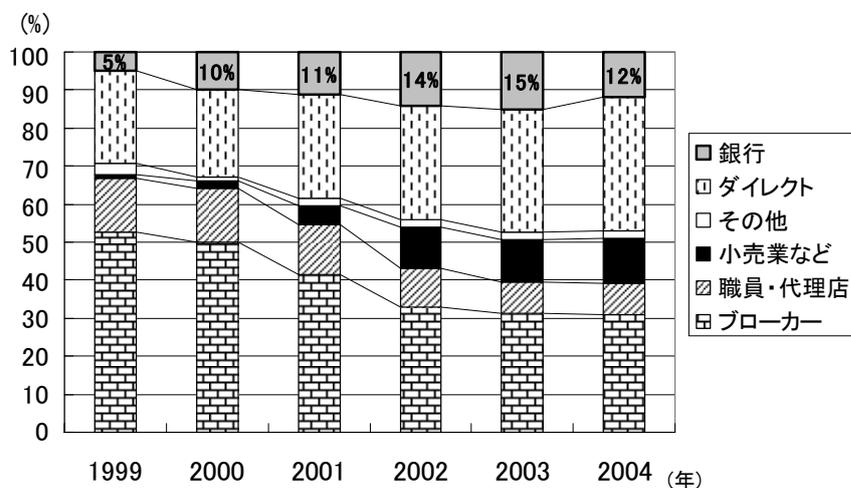
(注) 年金商品を含む。2004 年は 1～3 月期のみ。収入保険料ベース

(出典) Data Monitor 2004 年資料より損保ジャパン総合研究所作成。

<sup>62</sup> 同上。

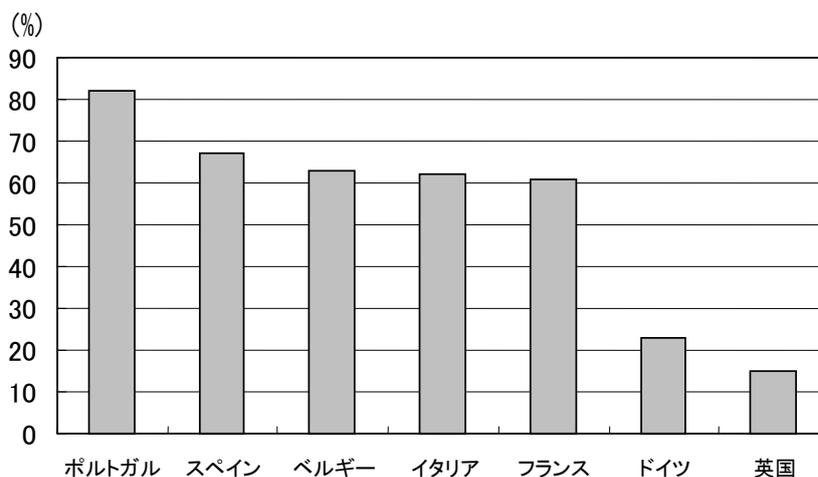
<sup>63</sup> 同上。

《図表 2-11》英国における個人向け損害保険の販売チャネル別  
マーケットシェア（収入保険料ベース）



(出典) ABI (英国保険協会) "Sources of Premium Income", 2005 より  
損保ジャパン総合研究所作成。

《図表 2-12》欧州における生命保険商品の販売に占める  
銀行チャネルのシェア（収入保険料ベース）



(出典) Miliman 2004 年資料より損保ジャパン総合研究所作成。

現地インタビューでは、供給側、需要側双方からの見方が指摘された。供給側である銀行の問題としては、「銀行が伝統的に取り扱ってきた商品・サービスと保険商品の性質は大きく異なり、銀行の職員は、顧客に対して必要な助言機能を果たしていない」<sup>64</sup>とす

<sup>64</sup> 同上。

る見解が複数の関係者から指摘され、「経験の乏しい銀行職員が多く、顧客のことも、保険のことも知らない。そのため、顧客が求める保険商品を勧めることができない」<sup>65</sup>との意見もあった。2003年には、ロイズ TSB 銀行によるスコティッシュ・ウィドウズ傘下の企業が開発した株価リンク債の販売に関して、顧客への商品説明などが不十分であったとして、FSA が、多額の罰金を課した事例も発生している。また、販売している保険商品の商品性に関して、「銀行で販売されている保険商品は、高く競争力がない商品が多い」<sup>66</sup>、「銀行が販売している商品の中には、余りお勧めできないような商品もあるのが現実」<sup>67</sup>との否定的な見解があった。

需要側の消費者に関しては、「銀行の店舗に出向く機会が減っている」<sup>68</sup>、「個人情報を手握られたくないという消費者の認識も要因の 1 つとなっている」<sup>69</sup>、「知識のある顧客は、銀行店舗で販売されている保険商品の質が良くないことを知っている」<sup>70</sup>との指摘があった。英国では、伝統的に IFA、保険ブローカーといった独立した仲介業者が主要な販売チャネルであったが、損害保険において、ダイレクト販売が大きなシェアを占めるようになり、また、ブランド・アシュアラーと呼ばれる小売（スーパーマーケット等）、旅行業者等も販売チャネルとしてシェアを伸ばしている。英国の保険販売チャネルは、多様化が進んでおり、消費者の選択肢も広い。また、顧客層により、選好する販売チャネルが異なるという面もある<sup>71</sup>。

次に、ロイズ TSB の統合に関する評価を見ていく。当事者は保険販売に関して、「強者連合を強調することで、各チャネルの販売に好影響をもたらしている」<sup>72</sup>と成功であると考えている。また、「ロイズ TSB グループであることにより、顧客に信頼感を与え IFA チャネルでの販売に寄与している」<sup>73</sup>とプラスの評価を与える関係者もいた。合併後のスコティッシュ・ウィドウズの収入保険料は増加しており《図表 2-13》、生命保険業界での順位も合併前の 12 位から 2003 年には 7 位となっている《図表 2-14》。

しかし、保険販売の拡大は、ロイズ TSB 銀行店舗によるものではない。ロイズ TSB の生命保険販売チャネル別シェアの推移を見ると、《図表 2-15》のとおり、合併後、銀行店舗での販売シェアは、一貫して低下しており、代わりに IFA での販売シェアが拡大している。これは、前述の「IFA による販売に寄与している」との見解と一致する。また、「ロイズ TSB は、IFA で販売するような複雑な商品を銀行店舗で販売しようとして苦戦している」<sup>74</sup>との意見も聞かれた。

---

<sup>65</sup> 同上。

<sup>66</sup> 同上。

<sup>67</sup> 同上。

<sup>68</sup> 同上。

<sup>69</sup> 同上。

<sup>70</sup> 同上。

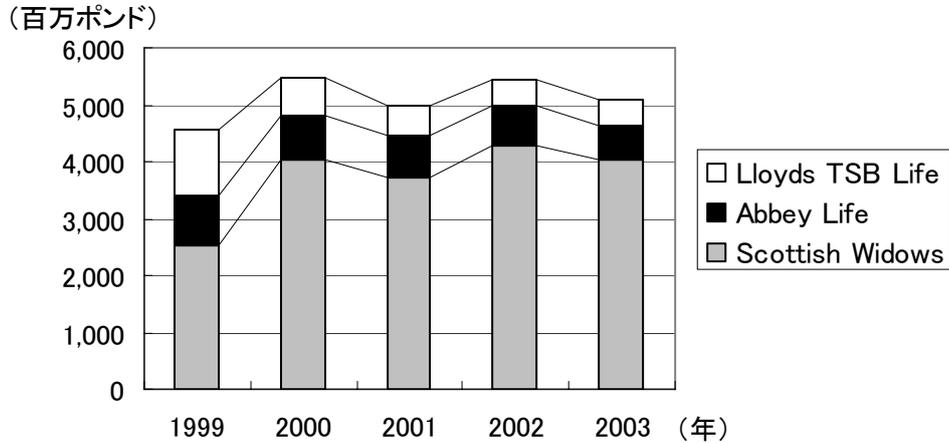
<sup>71</sup> 例えば、生命保険に関しては、富裕層は IFA からの購入を選好する傾向があるという。

<sup>72</sup> 2006 年 1 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>73</sup> 同上。

<sup>74</sup> 同上。

《図表 2-13》ロイズ TSB グループの生命保険収入保険料推移



(出典) ロイズ TSB グループの Annual Report の各年度版より損保ジャパン総合研究所作成。

《図表 2-14》スコティッシュ・ウィドゥズの業界順位 (2003 年)

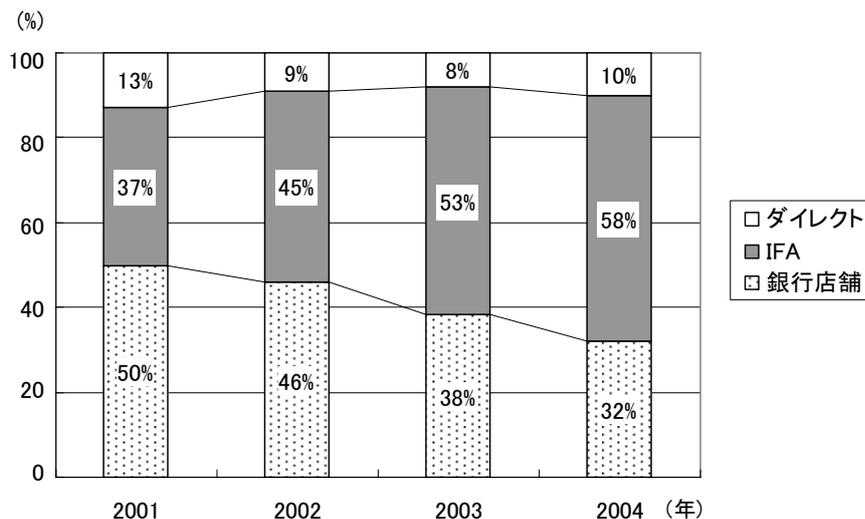
順位	会社名	収保 (£m)	シェア (%)	'99-'03 伸び率(%)	'99順位
1	Barklays Global Investors Pensions Management	15,296	14.2	5.4	1 ←
2	Standard Life	9,036	8.4	14.9	4 ↑
3	Prudential Life	7,511	7	-6.7	2 ↓
4	Norwich Union Life	7,093	6.6	-1.8	3 ↓
5	Managed Pension Funds	5,217	4.8	-	- -
6	Legal & General	4,398	4.1	8.4	8 ↑
7	<b>Scottish Widows</b>	<b>4,049</b>	<b>3.8</b>	<b>12.5</b>	<b>12 ↑</b>
8	Clerical Medical Investment Group	3,970	3.7	6.5	9 ↑
9	AXA Sun Life	3,834	3.6	-2.8	5 ↓
10	Hermes Assured	3,376	3.1	32.1	23 ↑

※正味収入保険料 (net premium written) ベース

※会社単位(グループ単位ではない)

(出典) Tillinghast-Towers Perrin "Insurance Pocket Book 2005", 2005.

《図表 2-15》ロイズ TSB の生命保険販売チャネル別シェアの推移（収入保険料ベース）



(出典) ロイズ TSB グループの Annual Report の各年度版より損保ジャパン総合研究所作成。

#### ④課題に対する対応～英国の大手金融機関グループの保険事業戦略の比較（ご参考）

英国の大手金融機関グループは、保険事業に関して異なったアプローチを取っている。1つは、ロイズ TSB と同様、傘下に保険会社を有し、銀行店舗という販売チャネルを共有しているケースである。HBOS がこれに相当する。HBOS の前身の 1 社である住宅金融組合ハリファックスは、1996 年に、生命保険会社クレリカル・メディカルを買収した。2007 年、金融機関グループ別に収入保険料を見た順位では、生命保険・年金分野では、HBOS が第 1 位、ロイズ TSB が第 7 位となっており、HBOS がロイズ TSB を上回っている（《図表 2-16》）。

《図表 2-16》英国における金融機関グループ別生命保険・年金収入保険料（上位 20 社）

順位	グループ	保険料(百万ポンド)	
		2007	2006
1	(3) HBOS Financial	11,941	8,182
2	(1) Standard Life	11,339	11,136
3	(8) AIG	10,717	6,562
4	(2) AVIVA plc	9,759	8,182
5	(4) Legal & General	8,416	7,361
6	(7) Aegon	7,859	6,728
7	(6) Lloyds TSB Group	7,254	6,982
8	(10) AXA	6,907	6,237
9	(5) Prudential	5,969	7,305
10	(17) Swiss Reinsurance	5,002	881
11	(12) Old Mutual Group	3,862	3,565
12	(11) Friends Provident	2,310	3,629
13	(15) HSBC	2,231	1,256
14	(14) Resolution plc	2,171	2,222
15	(9) Canada Life	1,809	6,335
16	(16) Royal London Mutual	1,619	1,092
17	(21) Cardif Pinnacle	1,083	525
18	(18) Suffolk Life	777	759
19	(20) RBS Group	715	638
20	(19) Munich Re	669	667

(出典) ABI (英国保険協会) のホームページ (visited Dec. 25, 2008)

<[http://www.abi.org.uk/Display/File/524/2007\\_Net\\_Long-tem\\_Rankings\\_for\\_the\\_Web.xls](http://www.abi.org.uk/Display/File/524/2007_Net_Long-tem_Rankings_for_the_Web.xls)>

HBOS およびロイズ TSB とともに銀行における店頭販売以外のチャネルにおいても保険販売を行っている。ただし、銀行における店頭販売に関しては、HBOS の方が、ロイズ TSB より優れているとして、「ロイズ TSB は、IFA で販売するような複雑な商品を販売しようとして苦戦している。HBOS は、シンプルな商品に絞って成功を収めている」<sup>75</sup>との指摘がある。ロイズ TSB も、近年では HBOS 同様、銀行窓口における保険商品のラインアップを単純な商品に絞り込むことにより、銀行窓口での保険販売をてこ入れしようとしている。

これに対して、RBS は、ダイレクトライン社という自動車保険の通信販売でトップシェアの損害保険会社を保有しているが、販売チャネルの共有化には積極的ではない<sup>76</sup>。RBS は、買収によりダイレクト販売の保険会社を他にも 2 社傘下に収めており、損害保険に関しては通信販売に積極的である<sup>77</sup>。

保険事業に関して、保険会社を傘下に収めず、保険会社との提携方式を採っているのがパークレイズである。パークレイズは、従来保有していた生命保険子会社をランオフ化して事業を売却した後、大手生命保険会社リーガル・アンド・ジェネラルとの 1 社提携とした。最近では、二極化ルールの改定に伴い、リーガル・アンド・ジェネラルとの 1 社提携を打ち切り、複数社との提携に移行している。このように、英国の大手金融機関グループは、保険事業に関して様々なアプローチを行っている。インタビューでは、「資本投下をせず、効率的なチャネルを確保することが可能な、販売提携が優れていると考える」<sup>78</sup>との意見も聞かれたが、何れが優れているとの回答は保留した関係者が多かった。インタビューでは、「企業の統合、事業分離が容易に行える環境の中で、コングロマリット化と事業売却は、循環的に繰り返される流れだと考えている。個々の企業グループについて見ても、コングロマリットに収益性を見出すことができなくなった金融機関グループは、事業を集中しようとするだろうし、その一方で『フルサービス』<sup>79</sup>を指向する金融機関グループも存在するだろう」<sup>80</sup>との見解があり、何れか一方向への流れが確実ではないことを示唆している。

---

<sup>75</sup> 同上。

<sup>76</sup> 預金者など銀行顧客に対して、ダイレクトメールなどで、ダイレクトライン社の商品を紹介するなどのマーケティングを行っている。

<sup>77</sup> ダイレクトライン社は、損害保険の通信販売の先駆的存在であるが、「RBS グループは、単に優秀な銀行、優秀な損害保険会社をそれぞれ別々に保有しているに過ぎない」との評価もある（2006 年 1 月の現地関係者に対するインタビューによる）。

<sup>78</sup> 2006 年 1 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>79</sup> 金融商品を網羅的に取り扱い、販売する形態。

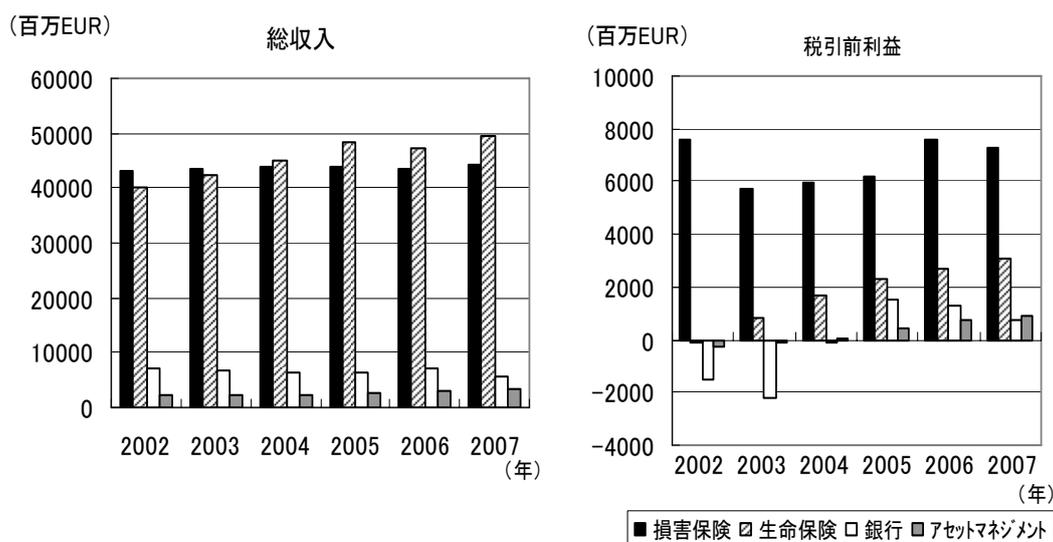
<sup>80</sup> 2006 年 1 月の現地関係者に対するインタビューによる。

#### (4) アリアンツグループ

##### ①事例の概要

2001年、ドイツ最大の保険会社であるアリアンツは、ドイツ第3位の銀行であるドレスナー銀行（銀行業と証券業を運営）を買収し、保険、銀行、証券を含む金融コングロマリットを形成した。2007年度末において損害保険、生命保険、銀行およびアセットマネジメント（Asset Management）の4部門を柱に掲げ、欧州を中心に約70カ国にグローバルな展開を行っている。アリアンツの収入、利益では保険事業が中心となっている。保険事業の中では収入面では損害保険と生命保険はほぼ同水準であるが、利益面では損害保険が中心である。ただし、生命保険の利益も順調に推移しており、2007年度末における税引前利益は、損害保険の72億6,100万EURに対し生命保険31億200万EURと、約半分の水準となっている。一方、銀行業については税引前利益ではプラスに転じているが全体に占める割合は低い状況にある。

《図表 2-17》アリアンツにおける損害保険、生命保険、銀行、アセットマネジメントの収益推移



(出典) Allianz Group Annual Report の各年度版より作成。

##### ②金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い

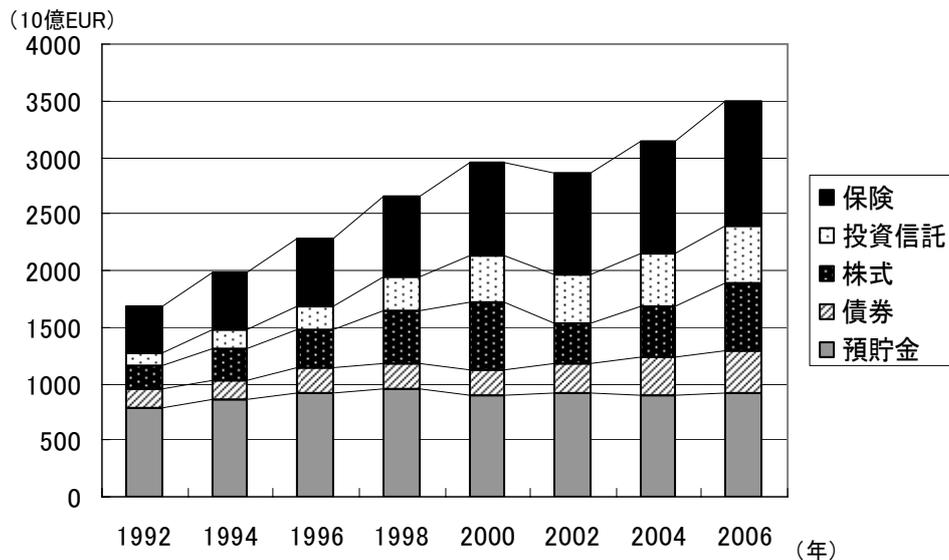
###### a. 金融コングロマリット形成前の環境変化

アリアンツによるドレスナー銀行買収前の環境変化として、ア. 株式市場の高騰と、それが一因となって、イ. 個人が保有する金融資産の比重が預貯金から株式や投資信託へシフトしてきたこと、およびウ. ドイツ損害保険市場の成熟化と老後のための貯蓄市場が拡大するとの期待があったこと、およびエ. ドイツの銀行業界の収益構造の低迷が挙げられ、こうした環境変化の中で、アリアンツによるドレスナー銀行の買収

が行われている。

インタビュー先からは、「アリアンツがドレスナー銀行を買収した 2001 年は株式市場がピークのときであり、M&A がブームになっていた」<sup>81</sup>、「ドイツでは、1990 年代末頃から、低金利の預金を選ぶか、高利回りの投資を選ぶか、顧客が自分で検討するようになってきた。同時期に、ドイツテレコム为民営化により株式が一般公開され、これが、個人の金融資産が預貯金から株式や投信へシフトするきっかけになった。株式や投信への投資がブームになり、銀行や保険会社の株価も大きく値上がりした。こうした背景が、アリアンツによるドレスナー銀行買収につながった」<sup>82</sup>、「ドイツの損害保険市場は成熟化しており、成長が鈍化している」、「ドイツでは、老後のための貯蓄市場の拡大が始まっており、将来さらに拡大するとの期待が高まっていた」<sup>83</sup>、「国による社会保障制度が将来は十分に機能しないことが明確になる中で、貯蓄型の生命保険や年金がこれに代替するものと考えられるようになった」<sup>84</sup>、「ドイツの銀行市場は、他の欧州諸国に比べて構造面、収益面を含む様々な面で遅れており、統合・再編が求められていた」<sup>85</sup>として、当時の環境変化に対する見方が示されている。

《図表 2-18》ドイツにおける個人金融資産の推移



(出典) DEUTSCHE BUNDESBANK, “FINANCIAL ACCOUNTS FOR GERMANY 1991 TO 2007”より作成。

<sup>81</sup> 2005 年 10 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>82</sup> 2008 年 3 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>83</sup> 2005 年 10 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>84</sup> 同上。

<sup>85</sup> 同上。

## b. 当事者にとっての課題と狙い

当事者の課題と狙いは以下のとおりである。

### ア. 貯蓄型生命保険事業、アセットマネジメント事業の強化に向けた顧客基盤と販売網の獲得

アリアンツとしてはドイツ損害保険市場の成長が鈍化する中、今後成長が見込まれる貯蓄型生命保険事業およびアセットマネジメント事業を拡大する必要性を強く認識していた。このうち、生命保険事業の拡大については銀行の店舗を通じた販売が必要と考えており、こうした課題に対応するために、ドレスナー銀行の有する顧客基盤と販売網を獲得することを狙いとして買収が行われている。インタビュー先からは、「ドイツの損害保険事業の成長は鈍化していた。老後のための貯蓄市場の成長が見込まれていたため、生命保険、年金商品の販売を拡大させる必要があった」<sup>86</sup>、「アリアンツは代理店中心の販売に代わる新たな販売形態を求めている。既にドレスナー銀行、ヒポフェラインス銀行、R+V（ライフアイゼン・フォルクス）銀行等の銀行と販売提携を行っていたが、どの銀行もアリアンツの保険商品販売に熱心ではなく、アリアンツが望んでいたほど販売実績が挙がっていなかった」<sup>87</sup>として当時のアリアンツの問題意識が示されている。

ドレスナー銀行の顧客基盤に対する当時の関係者の認識としては「ドレスナー銀行の顧客層は、既に成長が始まり、将来的にも成長が見込まれる老後のための貯蓄市場を支える顧客層である。貯蓄型の生命保険や年金商品、投資信託等がこの受け皿商品となる。従来のアリアンツとは異なる新しい顧客層を開拓することが重要だった」<sup>88</sup>、「アリアンツには約 1800 万人、ドレスナー銀行には約 600 万人の顧客がいる。両方の顧客になっているのは約 200 万人。アリアンツの顧客層は、下から上まで幅広く、様々な層が含まれている。一方、ドレスナー銀行は所得水準が平均からやや高い水準の顧客が多く、複雑な商品に対するアドバイスを必要としている」<sup>89</sup>というものであった。

また、ドレスナー銀行の支店網については「欧州では、保険商品の販売に占める銀行チャネルのウェートが高い国が少なくない。この点ドイツは遅れており、老後のための貯蓄市場の成長とも相まって、銀行チャネルを通じた保険商品販売の拡大が予想された」<sup>90</sup>、「ドイツの銀行職員は良く教育されており、顧客に対するアドバイスが日常的に行われている。ドレスナー銀行の職員はモチベーションが高く、保険商品の販売にも適している。一番重要なことは顧客との信頼関係であり、信頼関

---

<sup>86</sup> 同上。

<sup>87</sup> 2008 年 3 月の現地関係者に対するインタビューによる。

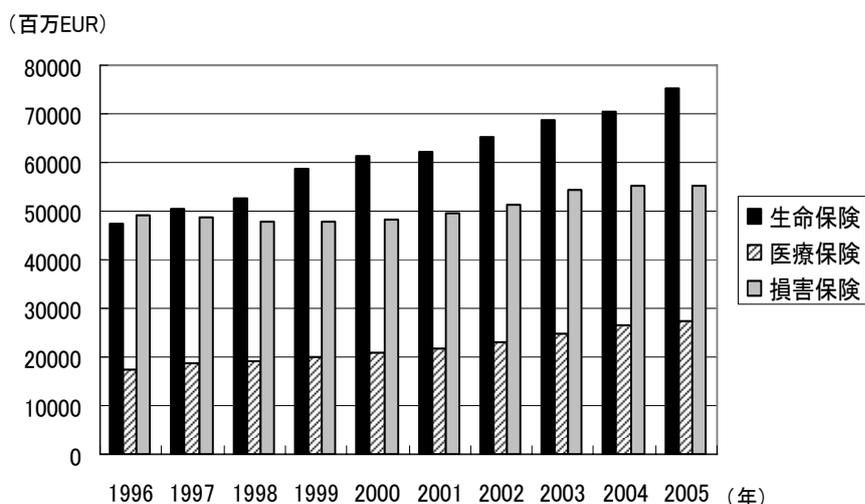
<sup>88</sup> 2005 年 10 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>89</sup> 2008 年 3 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>90</sup> 2005 年 10 月の現地関係者に対するインタビューによる。

係は顧客へのアドバイスにより構築される。これは、保険商品、銀行商品の両方に共通する」<sup>91</sup>、「ドイツでは、顧客は現在でも保守的であり、オンラインバンキングも利用可能であるが、銀行職員と対面で取引することを好む。一般の顧客が、貯蓄・投資商品を購入するために銀行に行き、相談に乗ってもらうことも多い。これは、銀行での相互販売のチャンスを意味する」<sup>92</sup>として、銀行における保険商品の相互販売に対する期待が高かったことが示されている。

≪図表 2-19≫ ドイツ保険分野別総収入保険料の推移



(出典) German Insurance Association, “Statistical Yearbook of German Insurance 2007”  
より作成。

#### イ. ドレスナー銀行の業績不振と救済の必要性

ドレスナー銀行はリテール部門の不振から十分な収益があがらない状況にあったことから、アリアンツによるドレスナー銀行の買収が行われた。なお、インタビュー先からは「ドレスナー銀行の経営は芳しくなく、ドイツ銀行との統合の話し合いも行われたが、うまくいかなかった」、「アリアンツは、買収のかなり以前から、ドレスナー銀行の株式を保有しており、この株式を危険にさらさないためにも、ドレスナー銀行を買収し、業績を回復させる必要があった」<sup>93</sup>として買収当時における両当事者の事情が示されている。

<sup>91</sup> 同上。

<sup>92</sup> 同上。

<sup>93</sup> 同上。

《図表 2-20》ドレスナー銀行の業績推移（単位：百万 EUR）

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
純金利収入	3,684	3,834	4,007	4,312	4,364	3,276	2,584	2,279
純手数料収入	2,503	2,837	3,437	4,291	3,841	3,090	2,590	2,563
純トレーディング収入	905	743	1,274	1,329	1,526	1,044	1,526	1,509
営業利益	7,092	7,414	8,718	9,932	9,731	7,410	6,700	6,351
管理費	5,059	5,892	6,528	7,652	8,682	7,500	5,912	5,403
貸倒引当金	733	1,117	1,284	1,586	1,893	2,218	1,016	337
経常利益	1,300	405	906	694	-844	-2,308	-228	611
その他の利益（損失）	135	933	1,224	919	997	1,162	-2,633	-680
税引前利益（損失）	1,435	1,338	2,130	1,613	153	-1,146	-2,861	-69
税金	824	388	1,051	-129	-33	-211	-883	-154
当期純利益（損失）	598	930	1,053	1,730	180	-942	-1,989	26

（出典）Dresdner Bank AG Annual Report の各年度版より作成。

### ③金融コングロマリット形成後の課題と対応

金融コングロマリット形成後の課題と対応は以下のとおりである。

#### a. 保険商品の銀行窓口販売による収益拡大

ドレスナー銀行によるアリアンツの保険商品販売は順調に推移している。関係者の評価として、インタビュー先からは「ドレスナー銀行ではアリアンツの商品のみを取り扱うようになったが、これは、コスト面からも顧客ニーズとの適合性からもプラスに作用した。何故なら、アリアンツの保険商品は、世界でもトップクラスのブランド力、競争力があるため、他グループの保険商品まで販売する必要がない。シティグループはオープンアーキテクチャーとして複数の保険会社の商品を販売しているが、アリアンツの場合にはオープンアーキテクチャーは検討対象にならない。銀行が他のグループの保険商品も販売すると、各社によりコンセプトやシステムが異なるため、非常に複雑で難しい販売体制になってしまう」<sup>94</sup>、「ドレスナー銀行買収により、それまでの代理店チャンネルにはない新しい顧客層を開拓できた。ドレスナー銀行による保険商品の販売は毎年着実に伸びている。販売の中心は、貯蓄型の保険商品と年金である」<sup>95</sup>、「銀行・保険会社間の相互販売は、2003年頃より本格的に始まってきており、総じてうまくいっている」<sup>96</sup>、「ドレスナー銀行の顧客データの利用により、電話や郵

<sup>94</sup> 同上。

<sup>95</sup> 2008年3月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>96</sup> 2005年10月の現地関係者に対するインタビューによる。

便による保険商品の勧誘も効率的になった」<sup>97</sup>といった肯定的な見解が示されている。ただし、「アリアンツによる銀行での保険商品販売は先行他社に比べそれほど高い実績にはなっていない。ドイツでは、R+V（ライフアイゼン・フォルクス）銀行にかなり押さえられてしまっている」<sup>98</sup>といった否定的な見解も示されている。

なお、ドレスナー銀行によるアリアンツの保険商品販売を拡大するためには、ア．既存代理店からの反発、イ．銀行商品と保険商品の性格の違い、ウ．銀行員に対するインセンティブの付与、といった課題を解決しなければならなかったことが示されている。インタビュー先からはア．「保険商品をドレスナー銀行に販売してもらおうと、その分、既存代理店の収入が減ってしまう。既存代理店からの反発があるため、ドレスナー銀行での保険商品の販売を拡大しにくい面もあった」<sup>99</sup>、「アリアンツの販売はそれまで典型的な代理店モデルであり、約4万の代理店を最重要視してきた。しかし、それまでのような代理店保護の方針は変化してきている」<sup>100</sup>、イ．「保険商品は、顧客が自ら買いにくる商品ではなく、プッシュして売られる商品である。伝統的に、銀行での販売は、短時間で販売される単純な商品に向いている。このような場所にアドバイザーを配置して複雑な商品を販売しようとしても、コスト効率があがらないのではないか」<sup>101</sup>、「ドイツでは、銀行員は伝統的に公務員のようなところがある。保険商品の販売には馴染みが薄く、とまどってしまうようなところがあった」<sup>102</sup>、「保険商品は、銀行商品に比べ複雑である。銀行には、このような複雑な保険商品を販売できる職員は少ない。銀行員には保険商品の販売に必要な知識がなかった」<sup>103</sup>、ウ．「代理店は販売に応じた手数料収入であるが、銀行の職員は月給である。アリアンツでは銀行での販売を奨励するために初めは支店単位で保険商品の販売額に応じインセンティブを与える方法をとった。その後、銀行の職員が保険を販売する場合、販売に応じ手数料を受け取る仕組みとした」<sup>104</sup>といった当時の状況が示されている。一方、アリアンツの代理店が銀行商品を取り扱う点については「保険代理店は、銀行の職員に比べ独立的であり、アリアンツが何か販売したいと思っても、実際に販売してもらうまでには時間がかかる」<sup>105</sup>、「保険会社の職員や代理店には、銀行商品に関する知識がなかった」<sup>106</sup>、「それまで自動車保険だけを販売していたアリアンツの代理店が、ドレスナー銀行の自動車ローンを顧客に提供するケースもある」<sup>107</sup>といった状況が示されている。

---

<sup>97</sup> 同上。

<sup>98</sup> 同上。

<sup>99</sup> 同上。

<sup>100</sup> 同上。

<sup>101</sup> 2008年3月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>102</sup> 同上。

<sup>103</sup> 同上。

<sup>104</sup> 2005年10月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>105</sup> 2008年3月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>106</sup> 同上。

<sup>107</sup> 2005年10月の現地関係者に対するインタビューによる。

## b. ドレスナー銀行の収益改善

ドレスナー銀行救済の点については、その業績不振は2002年、2003年に底を打ち、その後業績は回復している（《図表 2-20》）。この救済面における当時の課題として、インタビュー先からは「ドレスナー銀行の買収が株式市場のピークと重なったことは、時期が悪くその後相当な重荷になった」<sup>108</sup>、「保険業と銀行業とでは文化的な違いが大きく、また銀行の職員は保険会社の職員を見下すような傾向があった。保険会社に買収されたドレスナー銀行の職員が受けたカルチャーショックは大きなものだった」<sup>109</sup>、「アリアンツは、買収したドレスナー銀行を十分に収益があがる状態に変革する必要があり、人員削減等、大規模なリストラを実行した」<sup>110</sup>、「多くの困難があったが、銀行部門を1つの独立した組織として残すというアリアンツ側のコミットメントに対し、ドレスナー側もそれを確信するようになった。単にアリアンツが経営母体になっていくだけでなく、実際に新規顧客をドレスナー銀行側にも紹介することを明示し、実行している」<sup>111</sup>といった点が示されている。

## (5) シティグループ

### ① 事例の概要

1998年、銀行業を行うシティコープ（Citicorp）と保険業と証券業を行うトラベラーズ・グループ（Travelers Group）との合併により巨大金融コングロマリット、シティグループ（Citigroup）が誕生した。しかし、2002年、シティグループは、損害保険部門であるトラベラーズ・プロパティ・アンド・カジュアリティ（Travelers Property Casualty Corp）を分離し、次いで2005年には生命保険部門であるトラベラーズ・ライフ・アンド・アニュイティ（Travelers Life & Annuity）とそのメキシコを除く世界の全ての保険部門をメットライフ（MetLife, Inc）に売却した。この売却により保険業を含む金融コングロマリットとしてのシティグループが消滅した。

2007年3月末現在、シティグループは米国を中心に100カ国以上にわたるグローバルな展開を行っている。保険事業を分離、売却したあとの事業展開は、グローバル個人金融部門、マーケッツ&バンキング部門、グローバル・ウェルス・マネジメント部門、オルタナティブ・インベストメント部門といったセグメント、商品のラインナップで展開している（《図表 2-21》）。《図表 2-22》に示されるように、収入、利益とも個人金融が中心であり、グローバル個人金融部門で2006年においては収入502億9,900万ドル、純利益120億5,600万ドルと全事業部門の半分以上を占めている。しかしながら、2007年はサブプライム問題による米国内の個人融資に損失が発生し、収入は569億1,400万ドル

<sup>108</sup> 同上。

<sup>109</sup> 同上。

<sup>110</sup> 同上。

<sup>111</sup> 同上。

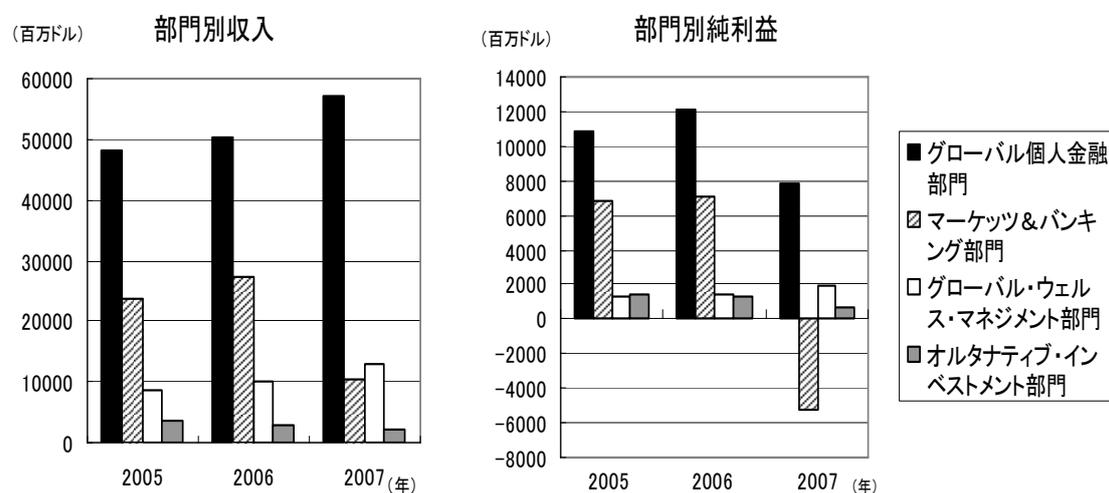
と増加しているものの、純利益は78億6,800万ドルと大幅に減少している。マーケット&バンキング部門では2006年の収入271億6,700万ドル、純利益71億2,700万ドルに対して、2007年は収入105億2,200万ドルに減少し、純利益は△52億5,300万ドルと赤字に転落している。

《図表 2-21》シティグループの事業部門セグメント

セグメント・商品	内容
グローバル個人金融部門	米国：カード、リテール販売網、個人向け融資、中小企業向け融資 海外：カード、消費者金融、リテールバンキング
マーケット&バンキング部門	証券および銀行業務、トランザクション・サービス、その他
グローバル・ウェルス・マネジメント部門	スミスバーニー：アドバイザー、フィナンシャルプランニング等 プライベートバンク：ウェルスマネジメント(アセットマネジメント)サービス
オルタナティブ・インベストメント部門	プライベートエクイティ、ヘッジ・ファンド、不動産、ストラクチャード・ファイナンス等

(出典) Citigroup 2007 Annual Report より作成。

《図表 2-22》事業部門別収益の推移



(出典) Citigroup Annual Report の各年度版より作成。

## ②金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い

金融コングロマリット形成に至る当時の環境変化、環境変化により当事者が抱えていた課題や狙いにつき、現地調査によるインタビューから以下の点が確認できた。

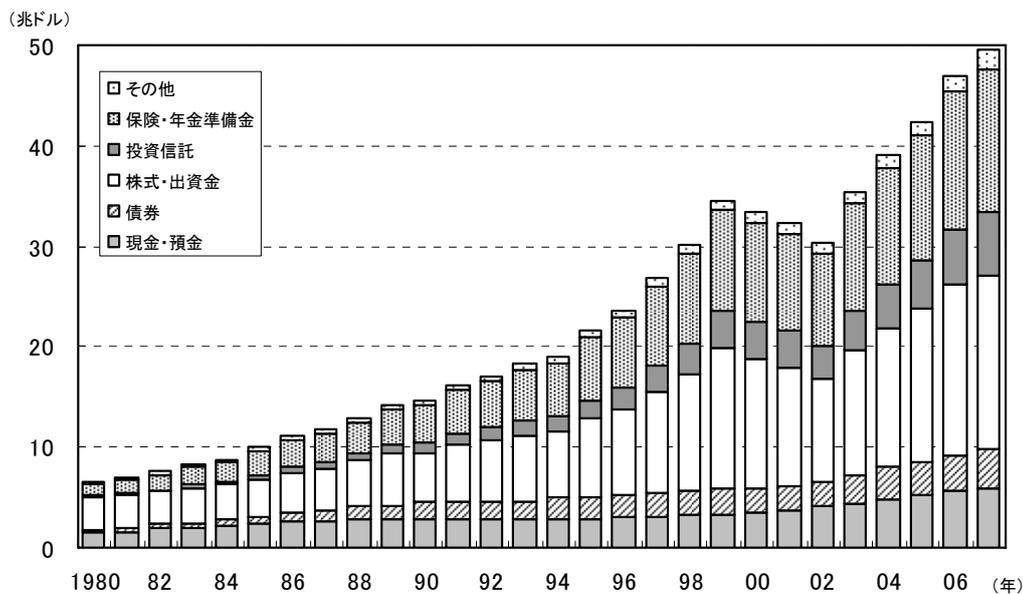
### a. 金融コングロマリット形成前の環境変化

金融コングロマリット形成前の環境変化として、ア. 個人金融資産における預貯金から投資信託へのシフト、およびイ. 保険業と金融業における規制緩和の進展、が挙げられている。

#### ア. 個人金融資産における預貯金から投資信託へのシフト

米国における個人金融資産の資産別内訳の推移は〈図表 2-23〉のとおりであり、1990年代において株式や投資信託の保有割合が急増している。インタビュー先からは、「預金から投信等への資金シフトが進んだ。この動きは80年代からあったが、90年代に顕著になった」<sup>112</sup>として金融コングロマリット形成に影響を与えた環境変化のひとつとされている。

〈図表 2-23〉米国における個人金融資産残高の推移



(出典) FRB, "Flow of Funds Accounts of the United States"

#### イ. 保険業と金融業における規制緩和の進展

米国における金融機関に対する規制は1933年に制定された銀行法（グラス・ステイガー法）により銀行業務と証券業務の兼営が原則禁止されて以来、「1980年以降にその規制が徐々に緩和されてきた」<sup>113</sup>という経緯がある。シティグループ発足までの規制緩和の概略は以下のとおりである。

<sup>112</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>113</sup> 同上。

i) 1956年銀行持ち株会社法による規制とその緩和

1956年には銀行持ち株会社を対象とする初の連邦法である銀行持株会社法が成立し、銀行持株会社の業務範囲を「銀行業務」および「銀行業務に密接に関連し、正当に付随する業務」に限定し、一般事業、保険引受業務、非銀行金融サービス業務への参入は、原則禁止とされた。この規制に対し、1987年、FRBは銀行が取り扱うことを禁止している銀行子会社における証券業務の収入が、その総収入の5%以内であれば、一定の範囲で証券業務を取り扱うことを認めた。さらに、1989年に収入制限を10%まで緩和、1997年には25%まで緩和するといった措置がとられた。

ii) 1999年金融制度改革法による規制緩和

1999年には金融制度改革法（グラム・リーチ・ブライリー法）が制定され、1933年グラススティーガル法における銀行の子会社による証券業務兼業禁止規定の廃止、1956年銀行持株会社法における銀行業と保険業の分離規定の改正、および金融持株会社制度の創設が実施された。この法律の制定により銀行、証券、保険の相互参入が完全に実現可能なものとなった。

なお、シティグループは1999年の金融制度改革法に先駆け1998年に誕生している。これは銀行持株会社法には新設の銀行持株会社は既存の非銀行業務の兼業を2年間認めるとの特例があり、金融制度改革法の成立を見込んだ上でこの特例が使われたものである。

b. 当事者にとっての課題と狙い

当事者にとっての課題と狙いは以下のとおりである。

ア. グローバル展開による収益強化

トラベラーズ側からは国際展開をはかるためにシティコープの海外基盤が必要であったとの見方が示されており、「トラベラーズ・グループでは、保険、証券ブローカー、消費者金融の比重が大きく増加しているが、いずれも国際的な規模での事業強化の機会がほとんど見込まれない分野だった」<sup>114</sup>、「当時は自社のグローバル化の遅れに大きな不安を抱いていた」<sup>115</sup>との当時の問題意識が示されており、「シティは100カ国以上に営業拠点があり、そうした国々では、顧客も政府も、シティというブランドに絶大な尊敬を抱いている」<sup>116</sup>とのブランド力に対する期待が述べられている

<sup>114</sup> サンディ・ワイル、ジューダー・S・クラウシャー「サンディ・ワイル回顧録」（日本経済新聞出版社、2007年8月）による。

<sup>115</sup> 同上。

<sup>116</sup> 同上。

る。

#### イ．事業領域と規模の拡大による競争力強化

事業領域の拡大についてはトラベラーズ側には商業銀行が必要との認識があり、シティ側には、伝統的な銀行業務の縮小を証券業務の取り込みにより補う必要があったことが挙げられている。この点については「トラベラーズが金融サービス業界のトップになるには、パートナーとして商業銀行が必要だった」<sup>117</sup>、「シティコープ側には、米国の市場全体において伝統的な銀行業務が縮小し証券業務が拡大してきたため、証券業務を取り込まなければ成長できないとの考えがあった」<sup>118</sup>、「1990年代には、投資信託は安全で簡単な投資商品と考えられ、販売が急激に拡大した。このため、シティコープは、投信の販売に大きな期待を持っていた」<sup>119</sup>との当時の見方が示されている。

規模の拡大については「前例のない多様性と規模を実現するまったく新しい種類の金融サービス会社ができる」<sup>120</sup>、「トラベラーズやシティコープは、M&Aの繰り返しによって規模を拡大してコスト削減を進め、利益の拡大に成功してきた。同じことが、シティグループの形成においてもできると考えた」<sup>121</sup>といった見方が示されている。

#### ウ．商品の相互販売による収益強化

業態間における商品の相互販売については銀行と証券における相互販売による収益拡大が挙げられている。この点については、「トラベラーズが行っていた投資銀行業務と、シティコープが行っていた商業銀行業務を1つの傘下に集めることによって、より広範な金融サービスを提供できると考えた」<sup>122</sup>、「トラベラーズ側のサンディ・ワイル氏の買収の主目的は、銀行による保険商品販売ではなく、ソロモン・スミスバーニーの証券業務とシティコープの銀行業務とをうまく統合させることにあった。シティコープ側から見ても、保険と銀行との相互販売よりも、銀行と証券の相互販売の方が重要だった」<sup>123</sup>との見方が示されている。

### ③金融コングロマリット形成後の課題と対応

金融コングロマリット形成後の課題と対応は以下のとおりである。

---

<sup>117</sup> 同上。

<sup>118</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>119</sup> 同上。

<sup>120</sup> サンディ・ワイル、ジューダー・S・クラウシャー「サンディ・ワイル回顧録」（日本経済新聞出版社、2007年8月）による。

<sup>121</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>122</sup> 同上。

<sup>123</sup> 同上。

#### a. 異なる業態を組織統合することの困難性

現地調査から確認できたことの1つとして異なる業態を組織化、統合していくことの困難性が挙げられる。インタビュー先からは「両グループの統合には、たくさんの部門・組織間の統合、法律の変更等、様々な関係者への働きかけが必要で、非常に複雑で時間がかかるものだった。両者の代表から構成されているマネジメントチームの統合も、複雑で大変なものだった」<sup>124</sup>、「経営手法と経営陣の特色がまったく異なるときには、ふたつの組織をまとめるのは非常に困難だということを、苦しい経験を通じて学んだ」<sup>125</sup>として業態間の統合が極めて難しかったことを指摘している。また、保険と銀行・証券の統合については保険を分離せざるを得なかったことにつき、「保険と銀行・証券とは、同じグループの中にあっても、別々の組織として存在し、二つのものが1つになることは決してなかった。管理職が同じ言葉を使って、同じ職場で戦略を立てることが結局なかった。このことが、銀行・証券と保険との統合の効果がなかった理由の1つとなった可能性がある」<sup>126</sup>、「商業銀行と投資銀行の合併は前代未聞だったので、外国為替、債権アービトラージ、デリバティブなどの分野の統合に関して、私たちは無数の懸案事項を抱えていた」<sup>127</sup>として銀行・証券と保険の統合、および商業銀行と投資銀行（証券）の統合の難しさを強調している。

#### b. 銀行と保険の相互販売による収益拡大

銀行と保険の相互販売のうち、損害保険商品については、金融コングロマリット形成前から考えていたとおりに「損害保険事業を保有することが、シティグループに価値をもたらすとは、合併当初から考えられていなかった。損害保険事業が、金融コングロマリットのコア事業にならないことも合併当初からわかっていた。損害保険商品については、合併当初から相互販売に対する期待がなく、相互販売の努力をしなかった」<sup>128</sup>として否定的な考え方が示されている。生命保険については「生命保険事業については、資産蓄積の要素があり、シティグループの他の金融ビジネスとフィットする部分があると考えられていた。シティグループは、このような考え方から、生命保険商品については、相互販売の努力を行った。年金、特に変額年金の相互販売を試みた」<sup>129</sup>として、生命保険商品の相互販売に注力したことを示している。また、シティグループでは保険商品の相互販売につきグループ外の保険会社の商品も販売している

---

<sup>124</sup> 同上。

<sup>125</sup> サンディ・ワイル、ジューダー・S・クラウシャー「サンディ・ワイル回顧録」（日本経済新聞出版社、2007年8月）による。

<sup>126</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>127</sup> サンディ・ワイル、ジューダー・S・クラウシャー「サンディ・ワイル回顧録」（日本経済新聞出版社、2007年8月）による。

<sup>128</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>129</sup> 同上。

が、この点につき「保険商品については、顧客に対し、自社グループの商品だけでなく、他社の商品も含め、様々な商品を提供するオープンアーキテクチャーモデルを採用するようになった。顧客にとって、そのときに業界にある一番良い商品を選んでもらうことが、一番良いビジネスモデルだと考えた。自社グループ商品だけの提供では、その販売に肩入れしてしまうため、他社の商品も扱い、商品選択の幅を広げる方が顧客の利便性にはなっている」<sup>130</sup>として、当時の考え方が示されている。

一方、統合による相互販売をホールセール部門とリテール部門という切り口で見た場合、「グローバル・法人金融・投資銀行は成果を挙げ続けて、予想外のプラス効果があった。融資、投資銀行業務、決済、投資顧問が全て一社から提供されることを、顧客は高く評価した。これとは逆に、個人金融部門における相互販売の拡大は、それとは裏腹に難産だった。リテール部門の個人顧客は、より幅広い最高の商品を求めていた」<sup>131</sup>として対象とする顧客によって相互販売の効果が異なることを示している。

#### c. 損害保険事業の分離

シティグループでは2002年8月に損害保険事業を分離したが、その背景には上述したとおり、保険事業を組織的に統合することの難しさ、損害保険商品の相互販売には当初から期待していなかったことが考えられる。この点についての分離時の判断は「損害保険部門の分離は、様々な金融サービス業務の中での損害保険業務の位置づけと関係する。損害保険商品を銀行、証券のチャネルを通じて相互販売することがどの程度可能か、既存の銀行、証券の法人顧客業務に関し損害保険業務がどの程度近いか、といった観点を重視していた。この観点から見ると、損害保険業務は、銀行・証券業務からはるかに遠いビジネスだった」<sup>132</sup>として示されている。

この他、「損害保険部門の収益性、成長性が低く、損害保険事業以上に魅力的な金融ビジネスが他にあったことも一因。損害保険部門を分離することで入手可能な資金で他の金融ビジネスに投資することが収益機会の拡大につながると考えていた」<sup>133</sup>、「損害保険事業には様々な問題が生じる可能性がある。例えば、アスベスト訴訟、ハリケーン等の気象による影響を大きく受けるといった問題である。損害保険事業の損益は非常に変動が大きく、銀行にとってはリスクが大きいと考えていた」<sup>134</sup>として、損害保険事業の収益性、成長性の低さや損益の変動の大きさも指摘されている。

#### d. 生命保険部門の売却

損害保険事業の分離に続き、2005年7月には生命保険部門であるトラベラーズ・ラ

<sup>130</sup> 同上。

<sup>131</sup> サンディ・ワイル、ジューダー・S・クラウシャー「サンディ・ワイル回顧録」（日本経済新聞出版社、2007年8月）による。

<sup>132</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>133</sup> 同上。

<sup>134</sup> 同上。

ライフ・アンド・アニュイティとそのメキシコを除く世界の全ての保険部門をメットライフに売却した。この売却により保険業を含む金融コングロマリットとしてのシティグループが消滅した。生命保険部門の売却の背景として、まず「変額年金の相互販売は、証券チャンネルでは、ある程度成功したが、銀行チャンネルでは期待を下回った」<sup>135</sup>として当初期待した生命保険商品の相互販売がうまくいかなかったことが挙げられている。また運営上の問題として「銀行のオペレーションと保険会社のオペレーションとは異なる。銀行と保険とでは、使っている基本テクノロジーがあまりにも異なるので、銀行同士や保険会社同士の統合に比べ、コスト削減が難しい。例えば、リサーチや数理計算も異なる。銀行には保険数理は必要ない」<sup>136</sup>といった点が指摘されている。

次に、損害保険事業と同様に生命保険事業の収益性について、「米国の生命保険業界で生命保険会社間の統合が進んできたという背景があった。他の生命保険会社を買収し、これまで以上に強力な規模のプレーヤーになるのか、生命保険部門を売却してしまうか、いずれかの道を選択することになった。強力な規模のプレーヤーになるのであれば、ROE（株主資本利益率）、成長性の観点から見て生命保険部門を売却する方が良いという結論に達した」<sup>137</sup>、「銀行は22%程度のROEだが、保険会社のROEはせいぜい12%程度である。株主の立場からすれば、銀行のROEが、保険会社のROEに足を引っ張られて下がってしまうことで株主価値が毀損されるということになる」<sup>138</sup>、「変額年金が売れたかどうかということよりも、生命保険事業を行うには資本を拘束する必要があり、ROEが10~12%程度にしかない。生命保険部門の製造部門を手放し、その資本を他の事業に活かした方が効率的との考え方による。グループ内に生命保険の製造部門を持つより、他社の生命保険商品を販売する方が、資本が拘束されず、収益性が高いことになる」<sup>139</sup>としてROEの低さが挙げられている。米国における保険業と銀行業の収益性（ROE）の1997年から2006年までの推移をあらわしたものが「図表 2-24」であるが、生命・健康保険、損害保険ともに商業銀行等に比較してかなり低いことがわかる。

一方において、生命保険部門をメットライフへ売却するに際しては、シティグループの有する巨大な銀行支店網を通じた10年間の保険商品の販売提携契約が締結されている<sup>140</sup>。シティグループとしては保険引受を含む生命保険部門の売却後も生命保険商品の販売だけは継続していくことを前提とするものである。この点については、「シティグループにとって保険販売は、コミッションが得られる他、顧客の囲い込みという観点から非常に重要である。例えば、仮にシティグループの店舗で保険商品を扱っておらず、顧客が他社の店舗に年金を買いに行ってしまうと、他社から、年金だけにと

<sup>135</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>136</sup> 2008年3月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>137</sup> 2005年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>138</sup> 同上。

<sup>139</sup> 同上。

<sup>140</sup> International Herald Tribune, Feb. 2005

どまらず、モーゲージ等、様々な金融商品の勧誘をされてしまう可能性がある<sup>141</sup>として顧客の囲い込みの観点から保険商品を取り扱うことが重要であるとされている。また、「製造よりも販売の方が多くの価値を生み出すという考え方がある。ディストリビューターが顧客を持っており、顧客から利益を引き出す。製造側の方が交渉上、不利になることが多い<sup>142</sup>、「グループ外の生命保険会社からその会社の変額年金を販売して欲しいとの依頼が多かったため、銀行側は有利な立場に立つようになり、銀行の支店では、自社グループの商品よりも他社の商品を販売した方が収益性が高く有利な状況になった。生保部門の売却を決めた背景にはこのような要因もあった<sup>143</sup>としてグループ外の生命保険商品販売が有利な状況にあったこと等も一因とされている。

≪図表 2-24≫米国における保険業と銀行業の収益性

年別利益率：資本に対する税引後利益の割合(%)：1997年～2006年							
年	損害保険業		他の主要産業 <sup>1</sup>				
	法定会計 <sup>2</sup>	GAAP会計 <sup>3</sup>	生命・健康保険 <sup>4</sup>	複合金融機関 <sup>5</sup>	商業銀行	電気・ガス 公益事業	フォーチュン500社 製造業・サービス業総合
1997	11.8	11.6	12.0	14.9	16.9	10.4	13.9
1998	9.2	8.5	11.0	19.8	16.0	10.2	13.4
1999	6.9	6.0	13.0	21.0	18.0	11.9	15.2
2000	6.8	5.9	10.0	21.3	16.7	11.8	14.6
2001	-1.8	-1.2	7.0	19.3	14.0	10.5	10.4
2002	3.3	2.2	1.0	19.5	17.3	7.9	10.2
2003	8.5	8.9	9.0	19.5	14.9	10.5	12.6
2004	9.3	9.4	11.0	15.0	15.5	10.5	13.9
2005	10.7	9.6	13.0	15.0	16.0	10.0	14.9
2006	13.4	12.2	12.0	15.0	15.0	11.0	15.4

<sup>1</sup> GAAP 会計基準に基づく株主資本利益率、フォーチュン。  
<sup>2</sup> 税引後利益／期末契約者剰余金。Highline Data 社のデータをもとに米国保険情報協会<sup>1</sup>で算出。保険会社は保険監督当局への年次報告作成の際に法定会計を用いる。  
<sup>3</sup> 平均純資産利益率、ISO。  
<sup>4</sup> GAAP 会計基準に基づく株主資本利益率、フォーチュン。米国保険情報協会が株式会社と相互会社を合わせて算出。  
<sup>5</sup> 広範な金融サービスを主たる収入源とする会社。これらの会社は、保険会社、銀行または貯蓄金融機関、証券会社としてそれぞれの認可を受けている訳ではないが、こうした金融事業から収入を得ている。  
<sup>6</sup> フォーチュン 500 社製造業・サービス業総合の株主資本利益率の中位数。  
 出典：Highline Data 社提供の全米保険庁長官会議 (NAIC) 年次報告書データベース。

(出典) 米国保険情報協会「ザ・ファクトブック アメリカ損害保険事情 2008」

ちなみに、シティグループにおける保険関連収入は 2006 年 12 月末で 3,202 百万ドル、2007 年 12 月末で 3,534 百万ドルと銀行持株会社のグループとしては米国内で首位を占めており、保険販売に注力している状況がうかがえる(≪図表 2-25≫)。また、銀行持株会社グループのうち保険関連収入で上位を占める 50 グループでは、非利息収入における保険関連収入の比率は 2007 年 12 月末で平均 13.4%であり、銀行にとって

<sup>141</sup> 2008 年 3 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>142</sup> 同上。

<sup>143</sup> 同上。

保険事業は重要な位置づけにあるとされている<sup>144</sup>。

《図表 2-25》米国の銀行持株会社における保険関連収入（2007年12月末）

順位（前年）	持株会社名	保険関連収入 （千ドル）	本拠地
1（1）	シティグループ INC	3,534,000	NEW YORK
2（2）	ウェルズファーゴ・アンド・カンパニー	1,530,000	SAN FRANCISCO
3（4）	HSBC ノース・アメリカ・ホールディングス	866,583	PROSPECT HEIGHTS
4（5）	BB&T コーポレーション	853,779	WINSTON-SALEM
5（7）	バンク・オブ・アメリカ・コーポレーション	630,485	CHARLOTTE
6（6）	JP モルガン・チェイス・アンド・カンパニー	425,000	NEW YORK
7（8）	ワコビア・コーポレーション	282,000	CHARLOTTE
8（9）	ナショナル・シティ・コーポレーション	133,617	CHARLOTTE
9（11）	リージョンズ・フィナンシャル・コーポレーション	103,184	BIRMINGHAM
10（13）	コマース・バンコープ INC	84,624	CHERRY HILL

（注）順位には MetLife 社は含まれない。

（出典）American Bankers Insurance Association, Press Release(4-15-2008)

なお、銀行を通じた保険商品の販売推進は、本調査の対象とする資本結合による金融  
 コングロマリットを形成する大きな目的の 1 つであり、生命保険部門を売却する前のシ  
 ティグループがまさしくその典型例であった。しかしながら、シティグループは生命保  
 険部門を売却し、資本結合のない保険会社との間で販売提携契約を締結する等の手法で  
 保険商品の販売を推進し、成果を挙げている。これは、銀行による効果的な保険商品販  
 売には、保険引受部門を含む保険事業との資本結合という選択肢以外に、販売提携契約  
 の締結も選択肢の 1 つであることを示唆している。

<sup>144</sup> American Bankers Insurance Association, Press Release(4-15-2008)による。

<コラム：米国で大手銀行に比べ大手生保会社の ROE（株主資本利益率）が低い理由>

○生保業界の資本が過大である可能性

- ・ 保険会社は規制上または市場からの要求により求められている資本が過大である可能性がある。生保会社が最高の格付けを取得するためには高水準の資本が求められる。

○相互会社組織であった

- ・ 最近まで、大手生命保険会社の多くが相互会社組織であった。相互会社は株主の要求に応える必要がなく、収益性に関する基準が株式会社ほど厳しくない。

○プライシングに対する低下圧力

- ・ 保険料に関する競争が非常に厳しいため、プライシングに対する低下圧力が働いている。

○他業態に比べ販売コストが高い

- ・ 保険会社のセールスモデルでは、仲介者に支払う手数料が高く、他業態に比べ販売に要するコストが高くなっている。

○州ごとに異なる規制

- ・ 保険会社にとっては、銀行や証券会社の場合と異なり、州ごとに規制が異なるための重複対応が非効率につながっている可能性がある。

○生保会社の統合は、銀行ほど進んでいない

- ・ 米国の銀行は、M&A を通じた統合によりコスト削減を進めてきた。銀行は、かつては非効率な部分がたくさんあったが、過去 15 年程度の努力でこれを削ぎ落としてきた。しかし、生保会社の統合は、まだ銀行業界ほど進んでいない。

(出典) 2005 年 8 月の現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

### 3. 事例調査のまとめ

これまで見てきた保険業を含む金融コングロマリットの4つの事例について、(1) 金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い、(2) 金融コングロマリット形成後の課題と対応、(3) 保険業を含む金融コングロマリット化の成否と今後の方向性、という3つの視点から整理する。

#### (1) 金融コングロマリット形成前の環境変化、当事者にとっての課題と狙い

金融コングロマリットを形成する主な狙いを整理すると概ね以下①～⑥までとなる。これら1つ1つの要素は、全てのグループの事例に必ずしも共通するものではない。どの要素が特に重要視されていたかもそれぞれのグループによって異なっている。保険業を含む金融コングロマリットの形成は、ある程度共通・類似する背景もあるものの、個々のプレーヤーが抱えていた個別の課題を解決しようとする動きの表れであり、個別の事情による意思決定の部分が大きい。

##### ①規模の拡大と強固なバランスシート・強大な資本力の確保

ING では、買収から身を守るため、また自国市場が小さく成熟化しておりグローバル展開を図るために、規模の拡大と強固なバランスシートが必要と考えていた。シティグループのケースでは、トラベラーズ側は、成長のためにはM&Aが必要と考えており、規模の拡大や強大な資本力・強固なバランスシートが重要視されている。他方、ロイズ TSB とアリアンツのケースでは、規模の拡大や強固なバランスシート、強大な資本力といった観点はそれほど強く意識されていない。

##### ②コア事業の市場が成熟化する中での他業態の取り込み

シティグループのケースにおいてシティコープ側は、銀行預金から投資信託等への資金シフトが進み銀行業が伸び悩むという環境変化の中で、証券業務を取り込む必要があると考えていた。アリアンツの場合は、収益の第一の柱が損害保険であるが、ドイツでの損害保険業は成熟化しており、収益が伸び悩んでいた。ドイツでは、少子高齢化の進展、年金制度改革等の影響により、将来、私的な貯蓄市場が拡大するものと期待されており、新たな顧客層、販売チャネルの構築が必要という課題を抱えていた。ドレスナー銀行の買収に際しては、ドレスナー銀行の顧客基盤と支店網が、生命保険、アセットマネジメント等の貯蓄型商品の販売に活かせるものと考えられた。

##### ③強力なブランドの獲得

金融コングロマリットの形成において、ブランドの獲得が重要な狙いの1つになっているケースがある。シティグループの場合、トラベラーズ側では、国際的に通用するシティのブランドを得ることが狙いの1つだった。ロイズ TSB では、スコティッシュ・ウ

イドウズを保険に関する強力なブランドと見ており、このブランドを手に入れることが、スコティッシュ・ウィドウズを買収する際の狙いの1つだった。

#### ④事業多様化によるニュービジネスモデルの試み

保険業を含む大規模な金融コングロマリットを形成し、銀行による保険商品の販売を始めたのは ING が最初であり、これは、当時において革新的な試みと捉えられていた。シティグループのケースでも、トラベラーズ・グループ側の狙いの1つとして、規模の拡大だけにとどまらず、銀行、証券、保険をまたぐ前例のない多様化した、ニュービジネスモデルを実践する新たな金融サービス会社を作るとの理想が強調されていた。

#### ⑤相互販売の実行による収益の拡大

いずれのグループも業態を越えた相互販売をコングロマリット形成の目的の1つとして掲げている。ただし、相互販売の狙いについては各金融コングロマリットで違いがある。ING では、銀行と保険の間での相互販売の実行により、同一業態内での統合の場合よりも収益向上の面から大きな成果が期待できると考えていた。シティグループでも、業態を越えた相互販売が、金融コングロマリット形成の狙いの1つとされていたが、銀行と保険の間の相互販売よりも、銀行と証券の間の相互販売をより重要視していたとの見方が少なくない。ロイズ TSB とアリアンツの場合も、銀行と保険の間の相互販売が、買収の狙いの1つとされているが、ロイズ TSB の場合は、銀行で販売する商品の品揃えの確保、アリアンツの場合は、保険商品の販売チャネルとしての銀行の販売網、顧客基盤の活用それぞれ重点が置かれている。

#### ⑥規制緩和によるリスク増大とチャンス拡大を見越した対応

ING の場合は、金融コングロマリット化を認める規制緩和によるリスク増大とチャンス拡大を見越した対応という側面があった。オランダでは、90年に金融コングロマリットの形成が解禁され、90年以降、多くの金融コングロマリットが形成された。シティグループの場合は、銀行、証券間での規制緩和が進展してきた中で、金融コングロマリット化を認める規制緩和（1999年の金融制度改革法）を先取りする動きとなった。シティグループは、この規制緩和が実現しない場合、統合から5年以内にいずれかの部門を売却する等の措置が必要だったため、規制当局への働きかけも積極的に行い、1999年に金融制度改革法が成立する契機の一つとなった。ロイズ TSB とアリアンツの場合は、規制上、金融コングロマリットの形成は以前から可能であったため、ING とシティ・グループの場合のような規制緩和への対応という側面はなかった。

## (2) 金融コングロマリット形成後の課題と対応

金融コングロマリット形成後の課題と対応についても、以下に記載したように、各当事者に、ある程度共通する要素も見られるものの、各当事者にとっての重要度や対応の仕方は様々であった。

### ①相互販売の取組み

事例で取り上げた金融コングロマリットは、コングロマリット形成後相互販売の実行によって収益を拡大しようとしている。ただし、相互販売によって実現しようとしていることや取組みの重点は各グループによって異なる面がある。

ING の場合は、銀行で販売しやすい単純な保険商品の開発等により、自グループの保険商品をより多く販売することに重点を置いてきた。特に自国以外の地域では、保険商品を販売するチャネルの構築が課題であり、販売提携により現地の銀行や証券会社等を通じた保険商品の販売に力を入れている。

一方、ロイズ TSB では、銀行店舗での商品の品揃えに重点が置かれており、銀行店舗で複雑な商品を販売しようとして苦戦しているとの見方がなされていた。

アリアンツの場合は、ドレスナー銀行の店舗を通じて基本的にはアリアンツの保険商品のみを販売する製販一体型のモデルであり、自グループの保険商品の販売に重点が置かれている。アリアンツは、自社の商品の魅力、アリアンツというブランド力に自信を持っており、このような販売方法が、顧客にとっても満足度が高いと考えている。

シティグループの場合は、当初、自グループの保険商品を積極的に販売する予定であったが、前述のとおり、保険引受を含む保険部門を金融コングロマリットから分離・売却し、販売提携契約を利用して保険の販売のみを行うという形態に移行した。グループ内の商品かグループ外の商品かということよりも、自グループの販売網を通じて販売することが重要視されており、保険業を含む金融コングロマリットのあり方につき新たな選択肢を選んだ形となっている。

アリアンツの場合は、保険の製造部門でドイツという強みがあるのに対し、当時のシティグループの場合には、保険製造部門（トラベラーズ）に米国内でトップと言えるほどの強みがなかったことが、このような選択の違いの一因になった可能性も考えられる。また、ROE に重点を置くシティグループと、将来を見越したドレスナー銀行の利用に重点を置くアリアンツとでは、相互販売により実現しようとしたことも異なっていると言えよう。

### ②性格の異なる業態を管理することによる複雑性の増加と、株主等のステークホルダーに対する説明の必要性の増加

保険業を含む金融コングロマリットの事例の中には、銀行・証券業と保険業との統合により、性格の異なる業態を管理することによる複雑性の増加と、株主等のステークホ

ルダーに対する説明の必要性の増加といった課題を抱えるようになったケースがある。このような課題に対し、各金融コングロマリットは、それぞれの課題に応じた対応を進めている。

ING では、銀行業と保険業の一体的なマネジメントを試みたものの、銀行業と保険業とは性格の異なるビジネスであり、同一ラインでのマネジメントは難しいとの観点から、銀行と保険のラインを組織上明確に分けることにした。また、金融コングロマリットの複雑さ故に株主からの評価が低くなりがちという問題も抱えていた。自グループにおける資本の有効活用、及び株主等のステークホルダーに対し資本を有効に利用していることを説明する必要があるとの観点から、エコノミックキャピタル等、銀行と保険に共通する評価基準の構築を進めている。さらに、非コア事業や収益性、成長性の低い事業を売却する取組みを進めている。ING の場合は、保険業と銀行業が対等に近い統合であったことから、このような複雑性への対応の必要性が他のグループの場合以上に強かったものと考えられる。

アリアンツでも、複雑性の低減を最重要課題の 1 つに掲げ、非コア事業や収益性、成長性の低い事業を売却する取組みを進めている。シティグループの場合は、収益性、成長性の観点等から、保険業をグループから切り離し、銀行・証券業を主体とするグループになった。米国における現地関係者のインタビューでは、銀行・証券と保険とでは、販売方法、必要な商品知識等、異なる面が多く、両方をうまく統合することは非常に難しいとの見方が多かった。

### (3) 保険業を含む金融コングロマリット化の成否と今後の方向性

保険業を含む金融コングロマリット化の狙いは各当事者によって個別であり、またその狙いがうまく実現されたのかどうかについても一概に言えない。今後金融サービス業の全体が、保険業を含む金融コングロマリット化の方向に進んでいくとの明確な方向性は見られなかった。しかし、保険業を含む金融コングロマリット化が誤った事業戦略であるとの証拠もないことから、保険業を含む金融コングロマリット化は、当事者にとって今後も事業展開の選択肢の 1 つとして残り続けることになるだろう。

## 第3章 ARTの事例調査

本章では、商品面からの金融と保険の融合現象としてARTの領域を取り上げる。最初に1. ARTの沿革と現状について説明し、次に、2. 金融と保険の融合現象の捉え方について確認の上、この融合現象と捉えられる3. 保険リスクの資本市場への移転の事例として、保険リンク証券とサイドカーについて検討し、最後に4. 事例調査のまとめを行う。

### 1. ARTの沿革と現状

#### (1) ARTの時系列的展開

##### ①ARTとは

ART (Alternative Risk Transfer) とは、従来の保険および再保険を代替する新たなリスク移転手法の総称である。ただし、定着した定義があるわけではない。その主要な手法には、キャプティブ・自家保険、ファイナイト保険、保険リンク証券、保険デリバティブ、インテグレートッド・リスク・プログラムおよびサイドカー等がある。主要なART手法の概要、メリットは《図表3-1》のように整理することができる。

これらの手法が広く用いられるようになった時期はそれぞれ、(1) キャプティブが1960年代、(2) ファイナイト保険が1980年代後半、(3) 保険リンク証券が1990年代前半、(4) 保険デリバティブおよび(5) インテグレートッド・リスク・プログラムが1990年代後半、(6) サイドカーが2005年頃である。

《図表 3-1》 主要な ART 手法の概要、メリット

(1) キャプティブ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 保険会社ではない企業等が自らのリスクを引き受けさせるために設立・管理している保険会社。</li> <li>・ 情報の非対称性のために保険会社が引き受けにくいリスクであっても、企業が自らリスクを計量することで保険化の可能性を高めることができる。</li> <li>・ 損害が少ない場合には、保険利益を内部留保できる。さらに、蓄積された資金を自ら投資して、成功すれば投資利益を獲得できる。</li> <li>・ リスクが内部に保有されるので、定期的なリスクプロファイルの見直し、リスク定量化等の取り組みが促進される。</li> </ul> <p>・ なお、自家保険とは、企業が自社のリスク評価に基づいて、期待リスクに見合った資金を準備金や引当金の形で積み立てることをいう。</p>
(2) ファイナイト保険	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ リスク移転とリスクファイナンス<sup>145</sup>を組み合わせた手法。様々な形態のものがあるが、①複数年契約であり、合計保険料を保険金支払限度額を若干下回る程度に設定することで、保険会社の引受リスクを限定している、②損害が少なく、支払保険金が保険料の合計を大幅に下回った場合は利益戻しを受けることができる一方、損害が高額になった場合は、保険料の追加支払の義務が生じる、が共通点として挙げられる。</li> <li>・ メリットとしては、リスク移転が限定的なことから保険引受が困難なリスクの保険化がしやすいこと、契約期間中のリスクファイナンスのコストを平準化できること、利益戻しを得られる可能性があること、等がある。</li> </ul>
(3) 保険リンク証券	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 保険リスクを証券化し、金融・資本市場の投資家に移転するスキーム。あらかじめ定められたイベントが発生した場合、発行者は利払いや元本償還を免除される。</li> </ul>
(4) 保険デリバティブ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 保険リスクをベースとする指標の変動等を対象とするデリバティブ取引（オプション、スワップ等）。</li> </ul>
(5) インテグレイテッド・リスク・プログラム	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 複数種目を統合的にカバーする保険商品であり、金融リスクのインデックスがトリガー<sup>146</sup>として追加される場合もある。複数年契約とする場合が多い。</li> <li>・ 相関性の低いリスクを統合的にカバーすることで、理論的にリスクコストの低減を図ることができる。</li> </ul>
(6) サイドカー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 再保険会社の保険契約から成る特定のポートフォリオの一定割合に関する収益とリスクを投資家と分担する仕組み。</li> </ul>

(出典) 各種資料から損保ジャパン総合研究所作成。

<sup>145</sup> リスクファイナンスとは、企業が行う事業活動に必然的に付随するリスクについて、これらが顕在化した際の企業経営へのネガティブインパクトを緩和・抑制する財務的手法である。経済産業省「リスクファイナンス研究会報告書」（2006年）6頁。

<sup>146</sup> 保険契約において、保険対象となる損害の発生に加えて、さらに一定の事象が生じたときのみ保険金を支払うとする場合がある。トリガー（trigger）とは、その一定の事象を指す。

## ②ART 発展の背景

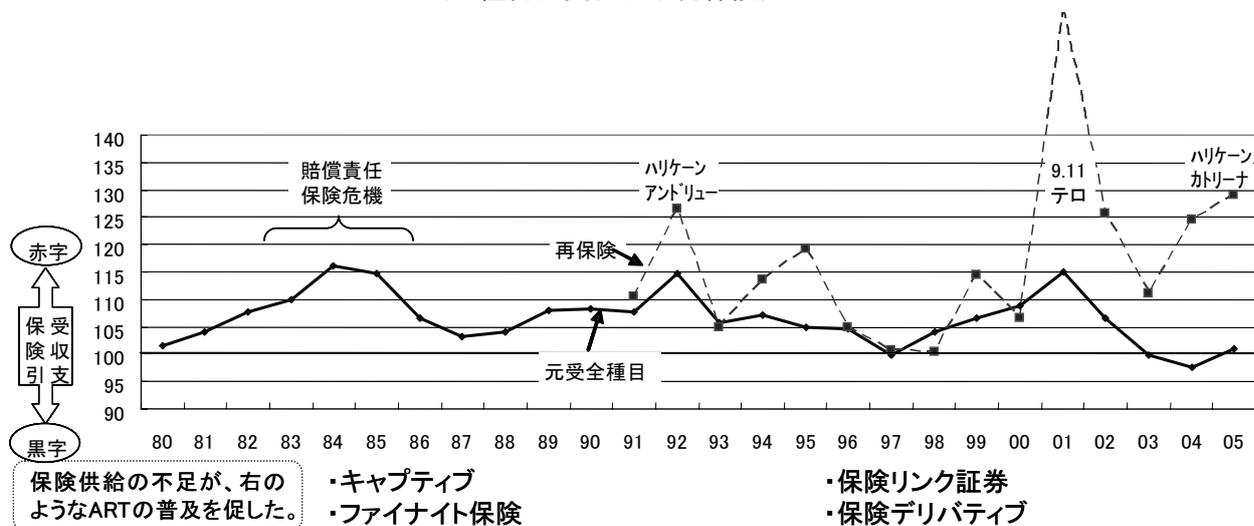
### a. 周期的な保険供給の不足・保険料の高騰

ART の普及は、保険の供給不足および保険料の高騰によって促されてきた。1980 年代前半、賠償責任保険種目を中心とする保険料の暴騰・加入困難（賠償責任保険危機）が起き、従来の保険ではリスク移転ニーズが満たされなくなったために、キャプティブやファイナイト保険の利用が急増した。

英国の Lloyd's も賠償責任保険危機で大損害を被ったため、新種のリスクの引受に消極的になった。企業から再保険によるヘッジが難しいリスクについて引き合いがあったとき、保険会社は顧客をキャプティブ、ファイナイト保険等の自らのリスク引受部分が小さい商品へ誘導するようになった<sup>147</sup>。

1990 年代に入り、ハリケーン・アンドリュー（1992 年）、ノースリッジ地震（1994 年）によって、巨額化する異常災害損害を再保険市場の引受キャパシティだけではカバーしきれないとの認識が強まり、資本市場への移転のツールである保険リンク証券等の試みが始まった。

《図表 3-2》米国損害保険業界のコンバインド・レシオのサイクル  
（全種目元受および再保険）



（データ） A.M. Best, RAA, ISO

（出典） Oliver Prior, *“Risk transfer in a changing world”*, Risk management and Innovation in Japan, Britain and the US, 2005, p.90-94.

### b. 企業のリスクマネジメントの進化

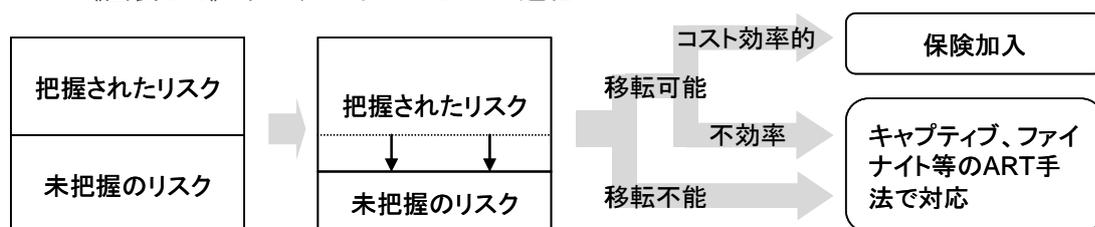
企業側では 1990 年代に入って、コーポレートガバナンスを強化する活動の一環と

<sup>147</sup> Oliver Prior, *“Risk transfer in a changing world”*, Risk management and Innovation in Japan, Britain and the US, 2005, p.124.

して事業リスクを把握する取り組みが進展した。その動きを受けて、保険業界は環境リスク、知的財産権、風評リスク、コンピュータ犯罪等に対応する商品を開発した。ただし、大規模自然災害やテロリズムのように損害が連鎖的に拡大する恐れがあるシステミックリスクや損害の不確実性が高い一部の賠償責任リスクについては、保険会社はリスクの引受に慎重であった。そのため企業は、これらリスクに対してキャプティブやファイナイト保険といった、リスクを保有し、それに対するファイナンスを確保する手法を採った<sup>148</sup>。

企業がキャプティブ等の ART 手法にアクセスするようになると、保険と ART とのリスクコストの比較が可能になる。そこで企業は、保険料サイクルで保険料が低下し、保険加入の方がコスト効率的と判断されるときに保険に加入し、保険の方が高いときにはキャプティブやファイナイト保険によってリスクを保有したり、資本市場へリスク移転を行うようになった<sup>149</sup>。

《図表 3-3》 リスクマネジメントの進化



企業のリスクは把握されたリスクと未把握のリスクに分けられる。

コーポレートガバナンスの要請により、リスク把握の取り組みが進展した。

・システミックリスクや損害の不確実性が高いリスクについては、保険によるリスク移転が難しいため、キャプティブ等で対応。  
 ・保険料は上昇・下降を繰り返している(保険料サイクル)。キャプティブを持つ企業は、価格低下局面では保険を利用し、上昇局面ではキャプティブでリスクを保有することができる。

(出典) Oliver Prior, “Risk transfer in a changing world”, Risk management and Innovation in Japan, Britain and the US, 2005, p.90-94.

### ③ART を促進したイノベーション

#### a. 柔軟な規制環境下での仕組み上のイノベーション

かつて、キャプティブの設立は、法人税がかからないオフショア<sup>150</sup>に資金を蓄積するなどによる税制上のメリットが主たる目的であった。しかし、キャプティブ設立企業本国における課税強化や国際的なオフショア包囲網が強まる中で、むしろ規制の柔軟性によるキャプティブの運営・管理のしやすさを重視する企業も増加している。

英領バミューダを始めとするオフショアでは、金融取引や保険取引を誘致するた

<sup>148</sup> Ibid.

<sup>149</sup> Supra, p.90-92.

<sup>150</sup> 自国外の低い税率などのメリットを享受できる法域のこと。

めに、簡素・柔軟で実験的な取引の実行を容易とするような規制体系を構築している。その中で、ファイナイト保険や証券化等の仕組み上のイノベーションが促進された。なお、このような規制体系の背景には、十分な情報や能力を持つプロ同士の取引であれば、消費者保護を満たす水準の規制は必要ないとの考えがある。

#### **b. シミュレーション技術におけるイノベーション**

コンピュータの計算能力の向上、シミュレーション等のためのモデル化技術の進展は、金利リスク、クレジットリスクや市場等の価格変動リスクを取り込んだファイナイト保険、インテグレートド・リスク・プログラムといった手法の製品化を可能とした。また、デリバティブや債券で保険リスクを扱うためのモデル化やトリガーの工夫といったイノベーションが市場の当事者たちによって進められた。

#### **<コラム：バミューダにおける ART の生成・発展>**

##### **○バミューダにおけるキャプティブの始まり（1960年代）**

- ・1960年代、バミューダにおいて、税制上のメリットに重点を置くキャプティブの設立が始まる。

##### **○米国における保険危機とキャプティブの設立（1980年代半ば）**

- ・1980年代半ば、米国で保険危機が発生し、賠償責任保険を中心に保険カバーの入手が難しくなった。多くの米国大企業がバミューダにキャプティブを設立した。

##### **○ハリケーンアンドリュー（1992年）後の資本流入**

- ・1992年ハリケーンアンドリューの後には、保険キャパシティの不足に対応し、8つの再保険会社が設立され、40億ドルの資本がバミューダ市場に流入。これら新会社の多くが、異常災害リスクの引受に特化し、革新的な技術を使ったモデルの利用を試みた。

##### **○投資銀行等の参入（1990年代末）**

- ・1990年代末には、Goldman Sachs が Arrow Reinsurance Co. Ltd を、Lehman Brothers が Lehman Re を設立。

##### **○同時テロ（2001年）後の資本流入**

- ・2001年の同時テロ後には、いくつかの再保険会社が新設されると同時に、既存のバミューダの再保険会社も資本調達を行い、総額100億ドル以上の資本がバミューダに流入。

##### **○ハリケーン・カトリーナ（2005年）後の資本流入**

- ・2005年のハリケーン・カトリーナ発生の後には、12の再保険会社が設立された他、多くのサイドカーが設立される等、総額180億ドル以上の資本がバミューダに流入。

（出典）Bermuda Market Solutions 2006、Bermuda Insurance Update をもとに作成。

## ＜コラム：ART がバミューダで生成・発展した背景＞

### ○地理的に米国に近い

- ・「バミューダは、地理的に米国に近い（ニューヨークからフライトで約 2 時間）。このメリットの貢献は過去も現在も大きい。」

### ○税制上のメリット

- ・「税制上のメリットが、ART 発展の初期の段階では重要だった。現在では、税制以外のメリットが大きい。」
- ・「税制メリットが大きい間に市場が発展し、今では、専門性の高い人材、再保険市場へのアクセス等の要因で選ばれている。」

### ○柔軟な規制環境

- ・「規制当局が強力で、かつ非常に柔軟。そのため、保険会社は、ソリューションに革新的な要素を盛り込みやすい。例えば、2005 年のハリケーンシーズン後、多くの再保険会社が非常に短期間で設立され、営業を始めることができたのも、バミューダの規制の柔軟性に因る。キャプティブ成長の背景にも、個別ケースごとに柔軟に解決策を見出す当局の対応がある。」
- ・「キャプティブについては、通常の保険会社と異なり、必ずしも保険契約者を保護する必要がないことを規制当局が認識しているため、必要な資本額は少なく、また、提出を要求される書類も少ない。」

### ○専門性の高い人材

- ・「優れた規制・税制環境があり、バミューダで最初に取りがまったという歴史的な理由から、保険会社、再保険会社、法律・会計事務所等が集まり、専門的知識を蓄積してきた。保険数理人、アンダーライター等多くのサポート体制、人材が揃っている。」

### ○国際再保険マーケットの存在

- ・「バミューダにおける国際再保険マーケットの存在も、ART 発展の助けになった。必要があれば、再保険マーケットで調達できるということであり、その意味では、伝統的な再保険市場が、ART 市場を育ててきた側面があるといえる。」

(出典) 2006 年 8 月のバミューダでの現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

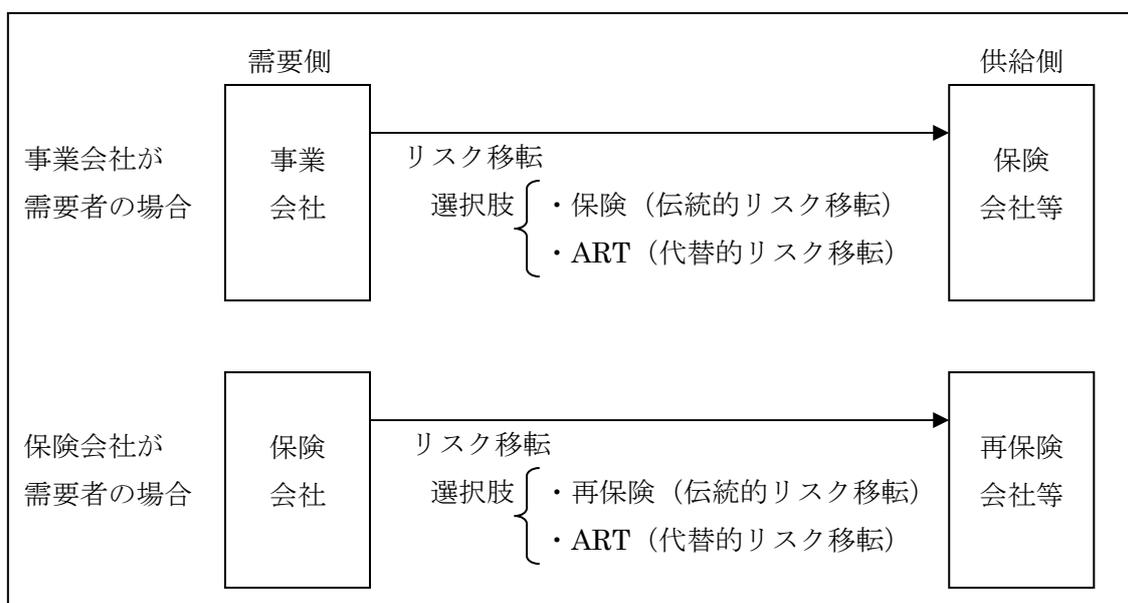
## (2) ART の現状—需要側と供給側の整理

ART の現状について、需要側と供給側の両方の観点から整理する。ART の需要者は主に事業会社であり、ART の供給者は主に保険会社である。保険会社は通常は供給側にあるが、ART の需要者にもなる（《図表 3-4》）。これは、保険会社は多数の保険契約者からリスクを引き受けているが、異常災害のように 1 件の災害で巨大な損害が発生するようなケースではリスクの分散が不可欠であり、保険会社はこのようなリスク分散の観点から、引き受けたリスクを外部に移転しているためである。

事業会社においては、リスク移転の手段として伝統的に保険が利用されてきた。近年は伝統的な保険に代替する手法として ART も選択肢の 1 つになってきた。このため、事業会社には、リスク移転の手段として、保険と ART をどう選択するかという問題がある（《図表 3-4》）。

保険会社が需要者の場合には、リスク移転の手段として、伝統的に再保険が利用されてきた。近年は伝統的な再保険に代替する手法として ART も選択肢の 1 つになってきた。保険会社にとっては、再保険と ART をどう選択するかという問題がある（《図表 3-4》）。

《図表 3-4》 需要側が事業会社の場合のリスク移転、保険会社の場合のリスク移転



(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

## (3) ART 需要者としての事業会社の動向

事業会社にとって、ART はリスクマネジメント手段の 1 つである。リスクマネジメントの発展の中でエンタープライズリスク・マネジメント (Enterprise Risk Management, 以下「ERM」と言う。) の考え方が注目されるようになってきた。したがって、ART の現状を理解するためには、リスクマネジメント、ERM についても理解する必要がある。そこで、

事業会社については、①ART の利用と、②リスクマネジメントと ERM、の 2 つの観点から整理する。

なお、事業会社の訪問インタビュー先については、米国と欧州の大規模な企業に依頼し、このうち依頼に応じてくれた米国 3 社、欧州 5 社について紹介する<sup>151</sup>。

### ①ART の利用

以下、a. 欧米における事例の紹介と、b. ART の利用状況について取り上げる。

#### a. 欧米における事例の紹介

欧米の現地調査では、インタビュー先のほとんどがキャプティブを利用していた。インテグレートド・リスク・プログラムを利用している事業会社も多かった。ただし、インテグレートド・リスク・プログラムでは、複数の保険種目を 1 つの証券に統合しただけで、保険リスクと金融リスクを統合したプログラムは利用されていなかった。キャプティブとインテグレートド・リスク・プログラム以外の ART を利用している例は限定的であった。

「キャプティブ等の ART を使っている企業は、伝統的な保険も使い、両者を組み合わせて利用するのが一般的」<sup>152</sup>である。これは、伝統的保険には、使い慣れている、簡単に利用できる等のメリットがある他、「保険業界には知識も経験も蓄積されている。ART は企業が自力でやらなければならない性格のものであり、企業側には、ノウハウのある保険会社とのつながりを維持したいとの考えがある」<sup>153</sup>ためとされている。

---

<sup>151</sup> 米国の事業会社に関しては、製造・小売を行う企業、インターネット関連サービスを提供する企業、欧州の事業会社に関しては、ドイツ、ベルギー、スイス、フランスの機械、化学、運輸、食品等の業種にわたる企業を訪問し、これら企業のリスクマネージャーに対してインタビューを行った。

<sup>152</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>153</sup> 同上。

《図表 3-5》米国・事業会社の事例

	A社（製造・小売）	B社（インターネット関連サービス）	C社（インターネット関連サービス）
ARTの利用状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>・キャプティブを利用している。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・以前キャプティブを利用していた。現在は利用していない。</li> <li>・インテグレートド・リスク・プログラムを利用（ただし保険リスクと金融リスクを統合したプログラムは利用していない）。</li> <li>・1999年、キャプティブをバミューダに設立。労災カバーのために5～6年間利用し、その後利用をやめた。</li> <li>・キャプティブの利用をやめた理由 <ul style="list-style-type: none"> <li>・自社に多額の資金があり、キャッシュで持つ方が低コスト</li> <li>・税制上のメリットがなかった</li> <li>・バミューダは地理的に遠かった</li> <li>・マネジメント会社の管理に不満</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・キャプティブを利用している。</li> <li>・インテグレートド・リスク・プログラムを利用している（ただし、保険リスクと金融リスクを統合したプログラムは利用していない）。</li> <li>・キャプティブ設立以前は、伝統的な保険商品を利用。</li> <li>・現在は、財物損害、カーゴ・シッピング等に関し、キャプティブを利用してリスクの自己保有分（伝統的保険商品で免責にしている部分）をカバーしている。</li> </ul>
キャプティブの利用状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1997年、自家保険によりリスクの一部自己保有を開始（伝統的保険に一定の免責額を設定し、この免責部分を自家保険でカバー）。</li> <li>・2003年、バーモント州にキャプティブを設立し、自家保険をキャプティブでの保険カバーに変更。</li> <li>・キャプティブでは、労災、一般賠償責任保険、環境汚染賠償責任保険をカバー。</li> </ul>		
カバー範囲	<ul style="list-style-type: none"> <li>・労災では事故1件につき50万ドルまで、環境汚染賠償責任保険では事故1件につき100万ドルまでキャプティブでカバー。</li> <li>・一般賠償責任保険では事故1件につき200万ドルまでキャプティブでカバー。これを超える部分は伝統的保険でカバー。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・財物損害では事故1件につき50万ドルまでキャプティブでカバー。5億ドルまで伝統的保険でカバー。</li> <li>・カーゴ・シッピングでは、事故1件につき10万ドルまでキャプティブでカバー。1000万ドルまで伝統的保険でカバー。</li> </ul>

	A社（製造・小売）	B社（インターネット関連サービス）	C社（インターネット関連サービス）
インテグレーション・リスク・プログラムの利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利用していない。</li> <li>・利用していない理由 <ul style="list-style-type: none"> <li>・使える商品が出てくるほど努力がなされていない。</li> <li>・保険料も十分に考慮されていない。</li> </ul> </li> <li>・取引成立までに多くの時間がかかるため、保険期間は1年でなく、3～5年程度でなければ、うまく機能しない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利用している（労災、自動車、一般賠償責任、専門職業人賠償責任等の種目の組み合わせ）。</li> <li>・個別に保険を手配するよりも重複が省けるため保険料を節約できる。</li> <li>・現在の免責金額は1000万ドルだが、2500万ドルまで引き上げたい。</li> <li>・現在の保険期間は1年だが、2～3年のプログラムが欲しい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利用している。賠償責任リスクやハザードリスクの統合は効率が良い。</li> <li>・金融リスクとの組み合わせはうまくいかない。金融リスクのヘッジ商品は、既に市場にそれ専用のものがある。</li> <li>・保険会社には、もっと大きなカバー（保険金額）を提供してほしい。企業の成長が、保険会社によるカバーの上限を追い越してしまう。</li> </ul>
ARTを使わない理由（キャプティブ等を除くART全般）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業内容がシンプルな会社であり、抱えているリスクも、石油会社、輸送会社等に比べ非常にシンプル。ファイナイト保険、保険デリバティブ等の複雑で洗練された手法は使う必要がない。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・高度過ぎる。</li> <li>・非常にうまく開発された商品でなければ、規制上、税制上の問題があつてうまく機能しない。</li> <li>・今後利用する予定。</li> </ul>
ファイナイト保険		<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国で何件かの不正事件があつたこともあり、利用は考えていない。</li> </ul>	
保険デリバティブ			<ul style="list-style-type: none"> <li>・利用する予定はない。会計上の取扱が変わる可能性がありリスクが大きいです。</li> </ul>
今後の方向性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・キャプティブの重要性が増す。キャプティブで引き受けるリスクの種類も拡大。</li> <li>・リスクの自己保有レベルは今後も上昇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・キャプティブ等のARTのウェートが拡大。</li> <li>・リスクの自己保有を増やしたい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的保険だけでなく、ARTも積極的に活用したい。</li> </ul>

（出典）2007年2月の現地事業会社に対するインタビューによる。

《図表 3-6》 欧州・事業会社の事例

	A社（ドイツ）	B社（ベルギー）	C社（スイス）	D社（スイス）	E社（フランス）
ARTの利用状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>• キャプティブとマルチリスク・カバーを利用。</li> <li>• リスクとリスク移転の価格によって利用を決定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• リスクの評価、低減および移転による世界的なリスクコストの最適化を目的として、保険、再保険キャプティブおよびグローバルかつ多目的のマルチリスク・カバーを利用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• キャプティブ、ファイナイト保険とマルチリスク・カバーを利用。</li> <li>• 同業企業が出資して設立するキャプティブ(Self-Insurance Syndicate)にも参加。</li> <li>• 自社のリスク評価と保険市場の状況(価格)に応じて保険とARTの配分を決定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• キャプティブを利用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• キャプティブ、ファイナイト保険、マルチリスク・カバーを利用。</li> <li>• 保険市場におけるリスク移転の価格に応じて、どの程度自家保険、キャプティブで保有するかを決定。</li> </ul>
キャプティブの利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国内にキャプティブ保険会社、再保険会社およびキャプティブ・ブローカーを保有。</li> <li>• 第三者リスクを主に引受。</li> <li>• キャプティブはその引受リスクのほとんどを外部再保険会社に再保険しており、その主な収益源は再保険手数料。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ダブリンに設立したキャプティブ保険会社、再保険会社で自社リスクのみ引受。</li> <li>• キャプティブは、一定範囲を保有し、それ以上の部分を移転することで、リスク移転を最適化するツールと位置づけ。</li> <li>• キャプティブで自社リスクの約 1/3 を保有。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• バミュエダにキャプティブ保険会社を設立。</li> <li>• 現在、キャパシティおよび損害実績を勘案したベースで自社リスクの約 40%を自家保険およびキャプティブで保有。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• キャプティブでのリスク保有については、過去の損害実績およびリスクマネジメントの両面から、予想外の事態に陥ることがないよう慎重に検討。</li> <li>• 財物等のショートテイル種目を中心。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ルクセンブルグにキャプティブを保有。規制対応上、EU 内であることがポイント。</li> <li>• 2006 年は、保険料ベースでキャプティブが 60%、保険市場が 40%。この配分は保険市場でのリスク移転の価格変動に応じて毎年見直している。</li> </ul>

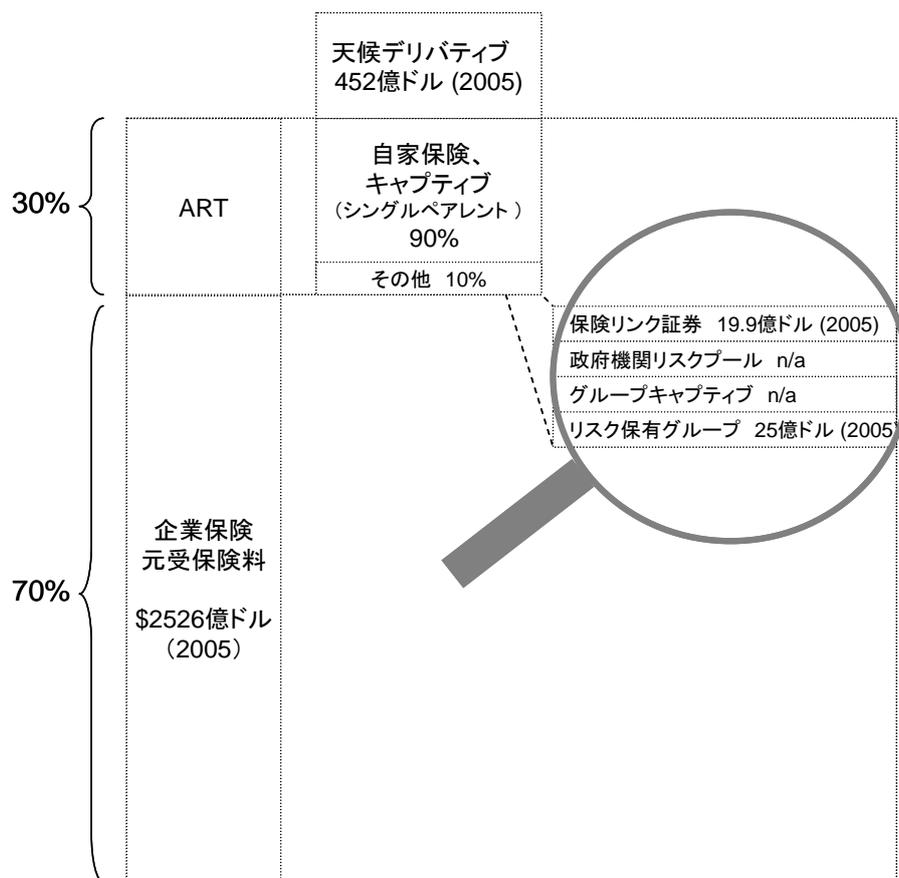
	A社（ドイツ）	B社（ベルギー）	C社（スイス）	D社（スイス）	E社（フランス）
インテグレーション・リスク・プログラムの利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財物、使用不能損害、技術保険およびEDP (Electronic Data Processing)のマルチリスク。</li> <li>・リスクの見落としが回避できる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財物、輸送、賠償責任および信用リスクのマルチリスク。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財物、賠償責任、信用リスク等を単一証券で手配しようとしたが、保険会社内でこれらリスクが統合されておらず、種目ごとのアンダーライターとの交渉が必要であった。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・15年前からマルチリスク・カバーを買っている。</li> <li>・ただし、割安とは感じていない。保険会社には、より洗練された商品開発のためのR&amp;Dを求めた。</li> </ul>
ファイナイン保険の利用		<ul style="list-style-type: none"> <li>・過去に検討したことはある。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・環境リスク、製造物責任等について利用。</li> <li>・世界的に監督当局が、租税回避手段ではないかと懐疑的。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・以前よりは縮小したが、ファイナイン保険的な機能を持つ商品を利用している。貯蓄部分は限定した。</li> </ul>

(出典) 2007年3月の現地事業会社に対するインタビューによる。

## b. ART の利用状況

保険業界向けコンサルティング会社 Conning によれば、米国において ART は企業損害保険市場の約 30%を占める。そのうち 90%程度が自家保険およびシングルペアレントキャプティブ（単一の親会社が設立・運営するキャプティブ）であるという。残りの 10%は、保険リンク証券、グループキャプティブ等の賠償責任や異常災害リスクの移転または共有を主目的とする ART 手法が占める（《図表 3-7》）<sup>154</sup>。

《図表 3-7》米国 ART 市場の規模



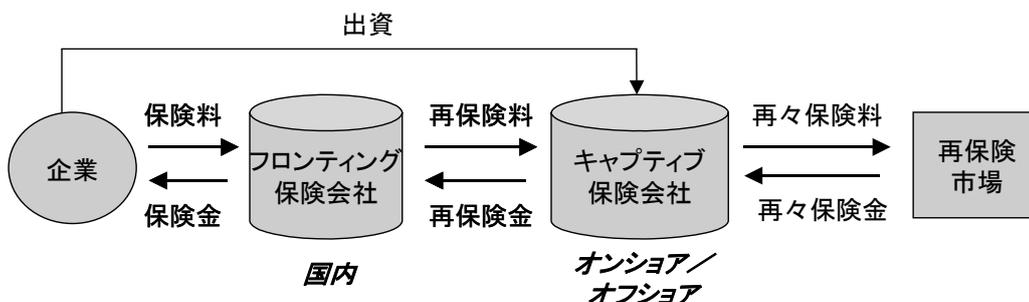
(出典) Conning Research & Consulting, “Alternative Markets: structural and Functional Evolution”, 2006 の数値に基づいて作成。

<sup>154</sup> Conning Research & Consulting, “Alternative Markets: structural and Functional Evolution”, 2006, p.9.

ア. キャプティブ

キャプティブは、保険会社ではない企業等が自らのリスクを引き受けさせるために設立・管理する保険会社である。

《図表 3-8》キャプティブのスキーム例



(注) 単一の親会社（シングルペアレント）、フロンティング<sup>155</sup>保険会社ありの場合。規制上、国外の保険会社との直接取引が禁止されている場合は、国内保険会社を経由してキャプティブに出再する形態をとる。

(出典) 各種資料から作成。

キャプティブは、もともと米国企業が緩やかな規制環境と税制上のメリットを求めて、オフショアに設立したのが始まりである。次第にリスクマネジメントの手段として認識されるようになった。1970-80年代には、元受保険市場よりも柔軟な再保険市場へダイレクトにアクセスできる利点が大きかったので、多くのキャプティブはリスクの保有を最低限にとどめ、比例再保険<sup>156</sup>によって大半のリスクを出再していた。

しかし2001年以降、再保険会社の収益が急速に悪化し、保険金支払の遅れや再保険会社の破綻が発生するに至って、この方針は見直しを迫られた。さらに、再保険市場で得られるカバーと企業保険市場で得られるカバーのコスト差も縮小したため、現在ではキャプティブが保有する部分を増やし、損害を時間軸上で分散する方針が主流となっている。

<sup>155</sup> フロンティングとは、元受保険会社（primary insurer）が保険証券を発行することにより名目上の保険会社になるものの、手数料と引き替えに再保険会社にそのリスクを全て移転するという手続きのこと。フロンティング保険会社は、リスクが存在する州や国で保険を販売する免許を受けているが、再保険会社は認可を受けていないことが多い。この場合の再保険会社は、当該国で保険を直接に販売できないキャプティブまたは独立の保険会社であることが多い。損保ジャパン総合研究所、「米国保険用語の解説」<<http://www.sj-ri.co.jp/glossary/f.html>>

<sup>156</sup> 再保険会社が元受保険会社から、元受保険料の一定割合を再保険料として受け取り、同一割合の保険責任を負担する形式の再保険契約一般をいう。

## イ. ファイナイト保険

ファイナイト保険とは、リスク移転とリスクファイナンスを組み合わせた仕組み手法のことをいう。様々な形態のものがあるが、①複数年契約であり、合計保険料を保険金支払限度額を若干下回る程度に設定することで、保険会社の引受リスクを限定している、②損害が少なく、支払保険金が保険料の合計を大幅に下回った場合は利益戻しを受けることができる一方、損害が高額になった場合は、保険料の追加支払の義務が生じる、の2点が共通点として挙げられる。

### i) 保険性要件

ファイナイトが保険契約として認められるためには、相当の保険リスクの移転 (**significant risk transfer**) がなされていることが要件となる。ただし、その要件は法律によっても監督当局によっても定義がなされない状態が続き、従来米国の会計実務においては慣例的に、10%の損害が発生する確率が少なくとも10%以上 (いわゆる10/10ルール) であればこの要件が充たされるとされていた。

ただし、ファイナイト保険におけるリスク移転は限定的であることから、その保険性については疑念を差し挟む余地がある。払い込んだ保険料と受け取る保険金の合計がほぼ同額である以上、保険よりも融資の性格が強いからである。

### ii) 不祥事と規制の強化

2003年には、無線機器販売会社の **Brightpoint** 社と大手保険会社 **AIG** が結んだファイナイト保険契約が、実際にはリスク移転がなされておらず、**Brightpoint** 社が1998年に被った損失を飛ばし、同年の収益を不当にかさ上げするものであったとして **SEC** に摘発された。本件については、両当事者が不正を認めないまま民事制裁金を支払って決着した。さらに2004年、**SEC** とニューヨーク州の **Spitzer** 司法長官は、**AIG** が **Berkshire Hathaway** グループの再保険会社 **General Re** から引き受けたファイナイト保険契約において、実際にはリスクの移転がなされておらず、**AIG** が **General Re** から保険料名目で受領し、支払備金への繰り入れに充てた5億ドルは借入金として扱われるべきであったのではないかとして調査を開始した。**AIG** はその後、「本取引のドキュメンテーションは不適切であり、リスク移転の証明は存在しないことを考えれば、保険として処理されるべきではなかった」と認めた<sup>157</sup>。

このような不祥事を受けて、会計事務所は、安全サイドに立って15/15 (15%の損害が発生する確率が少なくとも15%以上あること) や20/20 (同、それぞれ20%) を保険性の基準として要求するようになった<sup>158</sup>。さらに、米英の当局や

<sup>157</sup> Knowledge@Wharton, "Accounting for the Abuses at AIG", Apr. 20, 2005.

<sup>158</sup> Culp, *supra*, p.552.

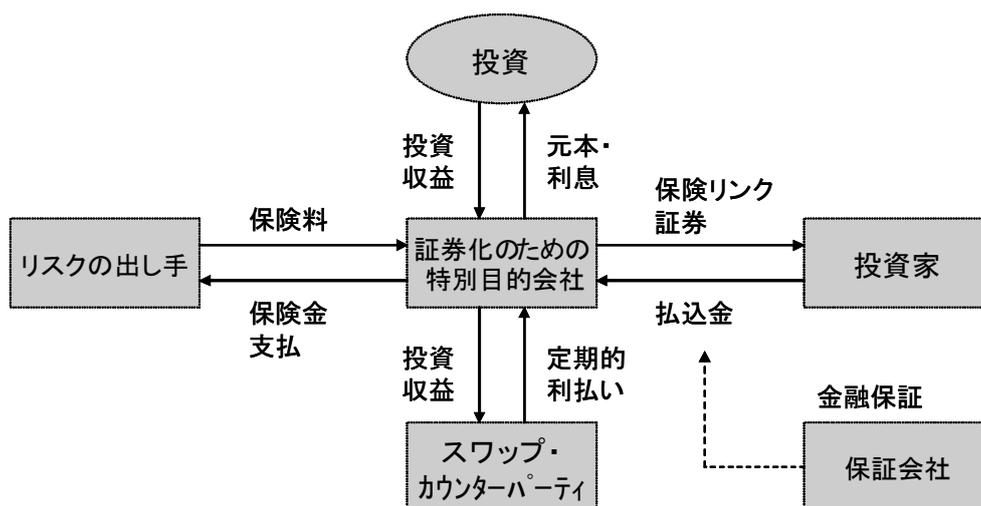
国際組織はファイナイト保険の利用に関する情報開示ルール<sup>159</sup>を策定し、保険性に関する会計基準の明確化を進めている<sup>160</sup>。会計基準の変更に伴って、将来会計上の取り扱いを修正せざるを得なくなる可能性が高いことから、ファイナイト保険は目的の妥当性を問わず利用が低迷している。

#### ウ. 保険リンク証券

1990年代前半、ハリケーン・アンドリューやノースリッジ地震が発生し、異常災害再保険の手配が困難になった。そのため、異常災害再保険の代替として、再保険市場よりもはるかに規模が大きい資本市場の投資家にリスクを引き受けてもらう仕組みとして保険リンク証券の発行が始まった。

対象リスクの裾野が広がり、現在では生命保険（死亡率上昇リスク）、自動車保険、リース車両残価等様々なリスクが扱われている。

《図表 3-9》 典型的な保険リンク証券のスキーム



(注) 「スワップ・カウンターパーティ」は金利等の変動リスクをヘッジするためのスワップ契約の相手方。

(出典) Swiss Re 資料から訳出。

<sup>159</sup> 保険監督者国際機構 (International Association of Insurance Supervisors) の「ファイナイト再保険のリスク移転、情報開示および分析に係る指針」(2005年10月採択)、英国金融サービス機構 (UK FSA) の「ファイナイト再保険に係る情報開示」(規則案、2005年10月)、米国の全米保険庁長官会議 (National Association of Insurance Commissioners) の「ファイナイト再保険取引に関する情報開示基準のモデル規則」(2005年10月採択)がある。

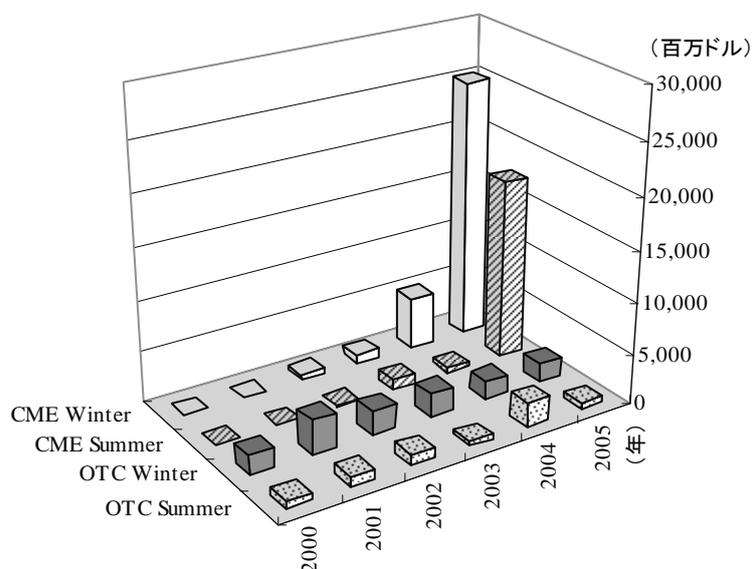
<sup>160</sup> 財務会計基準審議会 (FASB) は2006年5月26日、「明らかに保険である場合 (unequivocally insurance)」を除く一定範囲の保険契約について、ファイナンス部分と保険リスク部分の二分化を要求する方法 (bifurcation) を盛り込んだ提案をパブリック・コメントに付した。

## エ. 保険デリバティブ

保険デリバティブはオプション、スワップ等のデリバティブを用いて保険リスクを移転するものである。気象状況（所定の期間における平均気温、降雪量等）や地震等の発生をトリガーまたは支払い金額の算出根拠とする保険デリバティブが利用されている。

実損填補が原則ではないので、ベシスリスク<sup>161</sup>がある。デリバティブの対象としてインデックスを用いる場合、望ましい条件として、公的機関等による透明性の高いインデックスが利用可能であること、インデックスと損害との関係性があること、モラルハザードの可能性が低いこと、過去のデータをもとにモデル化が可能であること、が挙げられる。

《図表 3-10》 気象デリバティブの想定元本の推移



(注) CME: Chicago Mercantile Exchange、

OTC: Over the Counter, 相対取引のこと。

(出典) WRMA, “2006 Survey Results”, June 2006.

## オ. インテグレートド・リスク・プログラム

インテグレートド・リスク・プログラム (Integrated Risk Program) とは複数種目を統合的にカバーする保険商品であり、金融リスクのインデックスがトリガーとして追加される場合もある。複数年契約とする場合が多い。

相関性の低いリスクを統合的にカバーすることで、理論的にリスクコストを低減

<sup>161</sup> 原資産価格とデリバティブ価格が乖離するリスクや、自らの損害額とインデックスに基づいて算出された損害額が乖離するリスクのこと。

できるとされる。

i) 複数種目の統合カバーは、顧客にとってメリットが多い

複数の保険種目を統合したマルチライン・カバーは、各種目の保険を個別に手配する場合よりも効率的である場合がある。なぜなら、リスクが完全に相関している場合を除いて、種目別のカバー全てが同時に使い果たされるとは考えにくいからである。リスクの相関を分析して、個別種目の損害や全種目合計の損害について、どの程度の損害額まで自家保険し、それを超過するレイヤーのどの限度額までの損害をリスク移転するかを適切に設計できれば、よりコスト効率的にリスクをマネージすることができる。

ii) 保険・金融リスク統合カバーによるコスト節減は現実のものとなったか

2000年前後の一時期、大手再保険会社やブローカーは、保険リスクと金融リスクを統合することでリスクコストを節減できるとする統合カバーを導入した。Honeywell社は、保険リスクと為替リスクを統合したカバーの採用を決定し、保険業界で話題となった。しかし、これによるコスト削減メリットは現実には存在しなかった。

確かに理論的には、相関性のないリスクを組み合わせることによって、分散効果により、コストを低減することができる。しかし、だからといって統合カバーを引き受けた再保険会社が保険リスクと金融リスクの双方を保有する意欲を持っていたわけではなく、金融リスクについては顧客が行う場合と同様にデリバティブを用いて大部分をヘッジしていたため、企業にコスト・アドバンテージを提供することはできなかった<sup>162</sup>。

iii) マルチトリガーによる効率的な仕組み

上述の統合カバーの例は単一のトリガーを用いており、いずれかのリスクによる損害が免責金額を上回った場合に保険金が支払われるものであった。しかし、保険リスクに関わるトリガーに対して金融リスクに関わるトリガーを組み合わせ、双方において所定の条件が満たされた場合にのみ保険金が支払われるマルチトリガーとすることもできる。ここで、金融リスクのトリガーは保険リスクによる損害を有責とするかどうかの役割を果たすのみで、金融リスクによる損害がカバー対象となるわけではないので、上述のリスクヘッジのコストに由来する問題は解消される。また、保険金支払に至るケースが限定されるため、当然、保険料も引き下げられる。反面、どちらか一方のトリガーのリスクだけが顕在化した場

---

<sup>162</sup> Christopher L. Culp, "Structured Finance & Insurance", p.582-585.

合の損害は、企業が自己負担する<sup>163</sup>。

また、実損填補の保険リスクカバーと、企業による操作の恐れがない金融リスクのインデックスの両方をトリガーとすることで、企業がリスクマネジメント活動を怠るといったモラルハザード問題を低減することができる。

#### iv) 取り組みの収束

1990年代後半には複数の大手社が金融リスクをトリガーに含めたインテグレート・リスク・プログラムを扱っていたが、2000年頃からの周期的な収益性悪化に2001年の同時多発テロによる大規模損害が追い討ちをかけると、保険業界から実験的な商品に資源を割く余裕が失われ、市場からほとんど姿を消した。ただし、例外的に Zurich Financial Services Group の Global Corporate Structured Solutions Group (旧称 : Zurich Corporate Solutions) は現在でも米国において、インテグレート・リスク・プログラムの提供を続けている<sup>164</sup>。

## ② リスクマネジメントと ERM

本節ではまずリスクマネジメントと ERM について取り上げ、また欧米における事例を紹介する。

### a. リスクマネジメントと ERM

企業が成功し、または破綻にいたる理由は様々であり、予期せぬ、または予測不可能な出来事をいかに管理するかは普遍的な課題である。ERM は、その名が示す通り、あらゆる企業から NPO 等のコミュニティ組織にまで適用され得るものであり、それら企業・組織のモデルを包含する課題である。本節では、1990年代からのリスクマネジメントの規格化の進展と 1985年に設立されたトレッドウェイ委員会組織委員会 (Committee of Sponsoring Organizations of Treadway Commission ; COSO) による ERM フレームワーク等に至る流れを整理する。

#### ア. コーポレート・ガバナンス、内部統制とリスクマネジメント

1990年代、企業の不祥事を受けて米国、イギリス、カナダではコーポレートガバナンスの高度化を図る中で内部統制やリスクマネジメントの導入が進んだ。オーストラリアでは、1995年にリスクマネジメント規格 (AS/NZS 4360) が制定された。同規格の2004年版ではリスクを「目標に対して影響を及ぼし得る何らかの事柄の可能性であり、利得をもたらす場合も損失をもたらす場合もある。これは、発生可能性およびその結果の重大さをもって図られる」(AS/NZS 4360: 2004) と定義する。

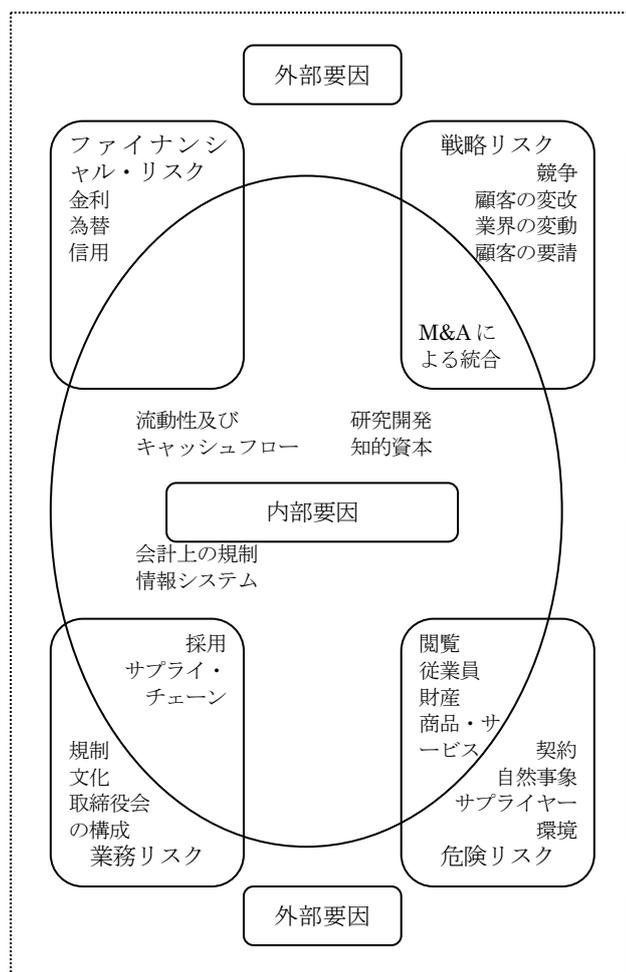
<sup>163</sup> Ibid.

<sup>164</sup> Michael J. Moody, "Multiple Personalities", Rough Notes, Aug. 2006.

イギリスでは、IRM、AIRMIC および ALARM 等の主要リスクマネジメント団体が 2002 年に、リスクマネジメント規格を発表した。本規格においても、「リスクとは、一定の事象の発生確率およびその結果との両方を合わせたものである。.. (略).. あらゆる種類の活動について、利益の機会または成功への脅威となる事象や結果の可能性がある」とされる。同規格は外部および内部要因によるリスクを対象としており、その具体例は《図表 3-11》の通りである。リスクマネジメントのプロセスは、《図表 3-12》のように示される。

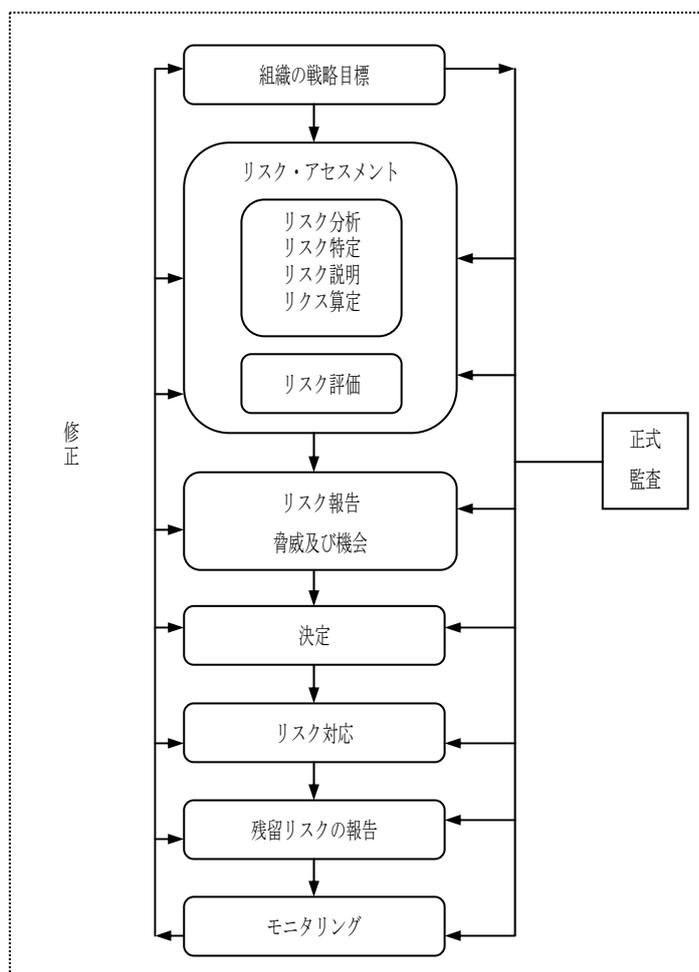
また、リスクの評価から対策検討の局面においては、リスクマップと呼ばれるツールが用いられる場合が多い（《図表 3-13》）。

《図表 3-11》 主要リスクの要因例



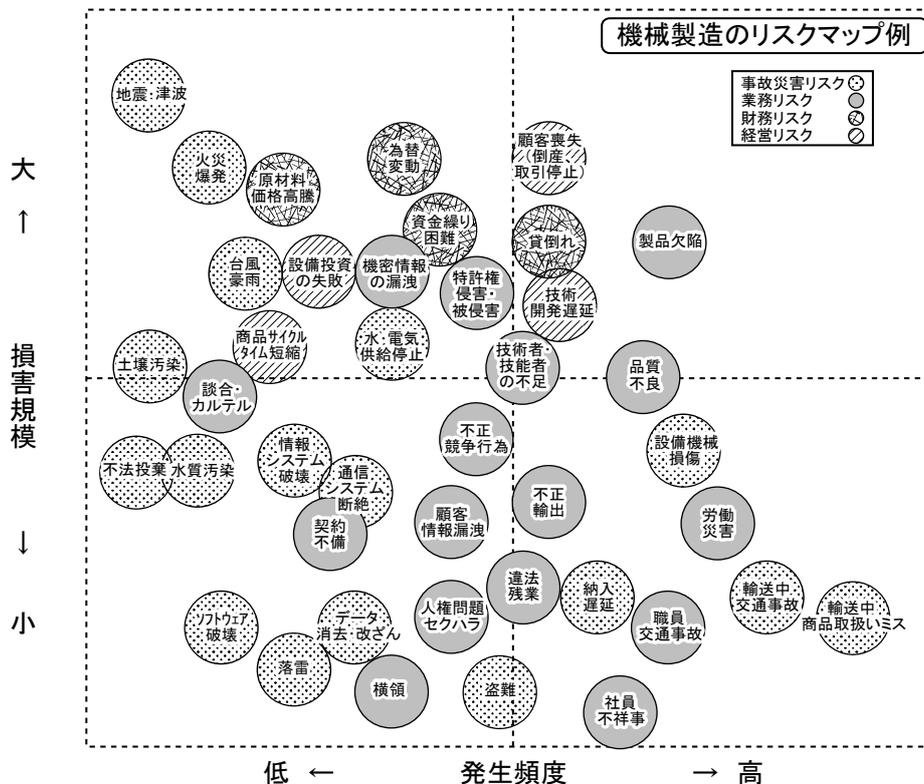
(出典) AIRMIC・ALARM・IRM、「リスクマネジメント基準」(2002年)

《図表 3-12》 リスクマネジメント・プロセス



(出典) 同左

《図表 3-13》 リスクマップの例

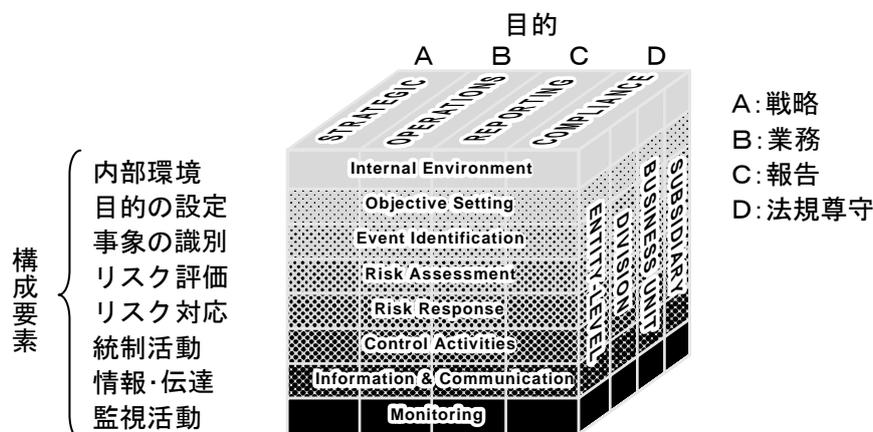


(出典) 損保ジャパンリスクマネジメント社ウェブサイト、  
 <[http://www.sjrm.co.jp/rm\\_system/sougou\\_rskmap.html](http://www.sjrm.co.jp/rm_system/sougou_rskmap.html)>、2008 年

### イ. COSO ERM

企業不祥事に対応するために COSO が 2004 年に発表した「統合 ERM フレームワーク」では、ERM を「事業体の取締役会、経営者その他によって遂行され、事業体の戦略策定に適用され、事業全体にわたって適用され、事業目的の達成に関する合理的な保証を与えるために、事業体に影響を及ぼす発生可能な事象を識別し、事業体のリスク許容度に応じてリスク管理が実施できるように設計された、1つのプロセス」と定義する。このフレームワークには、「リスクプロセス」、「ビジネスレベル・ビュー」および「目的 (intent)」の 3 つの側面がある (《図表 3-14》)。不確実性はリスクと機会の双方をもたらし、価値の減少または増加を生じさせる。ERM は経営者が不確実性およびそれに関連するリスクと機会に効果的に対処することを可能とし、価値を高める能力を増加させるものである。

《図表 3-14》 COSO フレームワーク



(原典) Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, “*Enterprise Risk Management - Integrated Framework*”, Sept. 2004, p.7.

(出典) 金融庁検査局専門検査官 (公認会計士) 窪寺信 「COSO レポートの概要等について」  
2005年

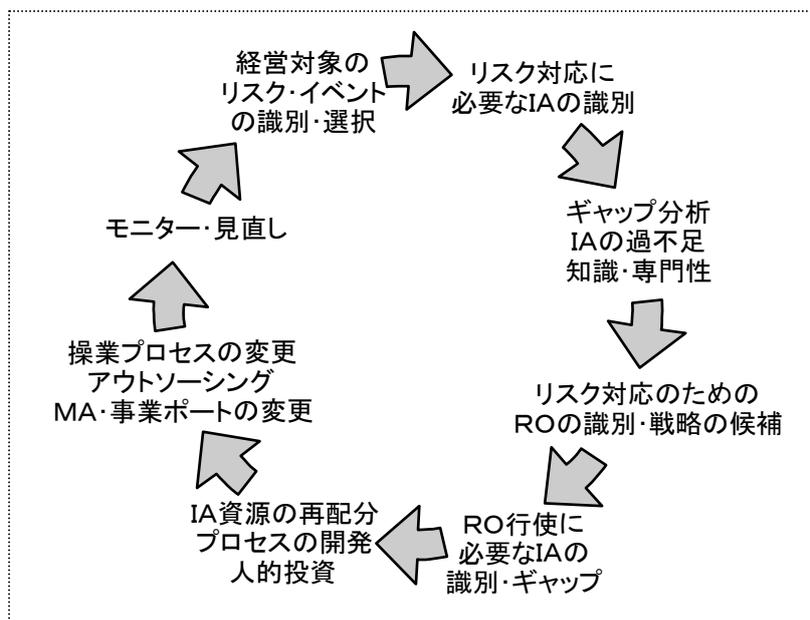
明治大学ビジネススクールの刈屋武昭教授は、COSO の ERM フレームワークに対して、その ERM 概念を拡張して、マネジメントプロセス全体のプロセスとして、CERM・ROIAM (Comprehensive Enterprise Risk Management combined with Real Option and Intangible Asset Management) プロセスを提唱している<sup>165</sup>。CERM・ROIAM は、COSO の ERM フレームワークの中に戦略的・操業的意思決定のプロセスであるリアルオプション<sup>166</sup>の識別選択と無形資産の識別選択の 2 つのプロセスを入れて、全経営プロセスと ERM プロセスの間の部分を埋めるものである<sup>167</sup>。これらプロセスの組み込みによって、リスク・リターンに関する有効なリスク対応・経営オプションの識別と無形資産の識別が可能となり、自然と成長を目指すことができるというものである (《図表 3-15》)。

<sup>165</sup> 刈屋武明「企業の価値創造経営プロセスと無形資産—CERM・ROIAM アプローチ」RIETI Discussion Paper Series 06-J-016 (2006年6月)。

<sup>166</sup> リアルオプションとは、「企業や家計における事業やライフサイクルの意思決定問題に内包する不確実性に関して、意思決定者に与えられている選択権 (の構造) をいう」、刈屋武昭「金融工学を利用したリアルオプション事業リスク評価」(2001年)

<sup>167</sup> 前掲書、4頁。

《図表 3-15》 CERM・ROAIM のリスクオプション・無形資産識別・管理の基本プロセス



(出典) 刈屋武明「企業の価値創造経営プロセスと無形資産－CERM・ROIAM アプローチ」、  
RIETI Discussion Paper Series 06-J-016 (2006年6月) 53頁。

## b. 欧米における事例の紹介

### ア. 米国

米国においてインタビューを行った対象企業のリスクマネジメント、ERMの取組みは各社各様であった(《図表 3-16》)。リスク管理に関し部門間での協力を進めている事例(A社)、ERMプログラムを策定し、従業員への啓蒙を含む全社的な活動ということに重点を置いている事例(B社)、モデルを組み込んだツールを利用し、一株当たり利益への影響やリスク調整後資本収益性といった財務的な帰結を重視し、リスクの自己保有水準や移転方法の選択を検討している事例(C社)等があった。

リスクマネジメントに関する今後の方向性については、調査対象企業では、リスク移転によるコストの節約、保険料水準の変動回避、自社のニーズにより適した保険カバーの確保といった観点から、キャプティブで引き受けるリスクの範囲を広げる等、リスクの自己保有水準を引き上げる可能性があるといったコメントがあったものの、リスクマネジメントの変化やERM取組みの進展が、企業による伝統的保険、ARTの利用にどう影響するかについては必ずしも明確な方向性を得られなかった。

### イ. 欧州

訪問した欧州企業5社においては、従来から保険手配を担当している部署が《図表 3-17》のリスクマネジメント手順にもとづいてリスクを洗い出し、保険可能ではないリスクを含めたエンタープライズリスクの把握および経営判断のためのリスク

情報の生産を試みていた。財務リスクも含めてリスクマップに図示している企業が多かったが、いずれの企業も財務部門とは独立してエンタープライズリスク・マネジメントを行っており、財務部門とのリスク情報の共有を強める必要性を感じているとの声も聞かれた。

ART については、キャプティブやインテグレイテッド・リスク・プログラム、一部においてファイナイト保険が用いられているが、ART の活用を拡張しようとの意欲は感じられなかった。また、ERM の普及が保険または ART の活用に及ぼす影響についてのコメントは、特に得られなかった。

《図表 3-16》米国の事業会社におけるリスクマネジメントと ERM

	A社（製造・小売）	B社（インターネット関連サービス）	C社（インターネット関連サービス）
リスクマネジメントの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務部門が、伝統的保険リスク、金融リスク等を管理している。</li> <li>・リスクマネジメント部門は、財務部門の中にあり、伝統的な保険リスク、保険の手配等を担当。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務部門が、伝統的保険リスク、金融リスクの他、税等も管理している。</li> <li>・リスクマネジメント部門は、財務部門の中にあり、伝統的な保険リスク、保険の手配等を担当。</li> <li>・資本市場へのアクセスを含むリスク移転では、リスクマネジメント部門ではなく、財務部門の中の財務担当者が管理。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ERM のフレームワークの中でリスクマネジメントを行っている。</li> <li>・3つの事業部門があり、重要なリスクの認識は事業部門ごとに行っている。</li> <li>・グループ内に準金融会社があり、この点は一般的なテックノロジー企業と異なる。</li> </ul>
ERMの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ERM のフレームワーク、プロセスといった言葉は使っていない。</li> <li>・各々のリスクにつき異なる部門がそれぞれに管理・対応しているが、部門間の協力は進んできていない。</li> <li>・CRO（最高リスク管理責任者）は設置していない。会社全体に関わる大きなリスクは、CEO（最高経営責任者）やシニアマネジメントが責任を負い総合的に管理している。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2～3年前からERMプログラムを開始。</li> <li>・CFO（最高財務責任者）とCOO（最高執行責任者）がERMプログラムのスポンサー。</li> <li>・まず56人のシニアバイスプレジデントにインタビュー調査を実施する等、会社にとって重要なリスクは何であるかの把握に努めている。多くの部門を訪問し、啓蒙活動も実施。</li> <li>・最終的には、株主価値の向上につなげたい。</li> <li>・リスクの定量化、異なるリスク種類間の統合の仕方等についても検討を進める予定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・既に標準化されたプロセスを構築しており、このプロセスに従い、どの程度、保険やARTでカバーするかも決定。</li> <li>・まず、会社全体のリスクの許容量に関して一株当たり利益をベースに評価。</li> <li>・次に、リスクごとにシナリオに基づく予想最大損失額を計算し、リスクを軽減する様々なプログラムを組み合わせて、せごとにリスク調整後資本収益率を計算し、最適なリスク保有・移転方法を決定する。</li> </ul>

（出典）2007年2月の現地事業会社に対するインタビューによる。

《図表 3-17》欧州の事業会社におけるリスクマネジメントと ERM

	A社（ドイツ）	B社（ベルギー）	C社（スイス）	D社（スイス）	E社（フランス）
リスクマネジメントの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的な保険リスクのマネジメント、保険手配等を担当。</li> <li>・財務部門とは独立。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的な保険リスクのマネジメント、保険手配等を担当。</li> <li>・財務部門とは独立。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的な保険リスクのマネジメント、保険手配等を担当。</li> <li>・財務部門とは独立。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的な保険リスクのマネジメント、保険手配およびファイナンスを担当。</li> <li>・財務部門とは独立。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的な保険リスクのマネジメント、保険手配およびファイナンスを担当。</li> <li>・財務部門とは独立。</li> </ul>
ERMの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクマップを作成。</li> <li>・グループ各社にリスクマネジメント委員会を設置。</li> <li>・グループ各社の委員会は自社の3大リスクをグループ・リスクマネジメント・ボードに報告。</li> <li>・グループ・リスクマネジメント・ボードは所定の水準以上の収益引き下げ要因となり得るリスクを取締役に報告。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクマップを作成。</li> <li>・COSO は膨大な文書で、ツールも提供しているが、手順を与えているだけであり、経営陣と従業員の両方を巻き込んで実行しなければ中身の無い器に過ぎないと考える。</li> <li>・かつてリスクマネジメントは、悪いことが起こるのを避けるのが目的であった。現在ではそれに加えて、事業の成功のために価値を付け加えるようになっている(例:他社に先駆けて環境リスク対応)。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクマップを作成。</li> <li>・事業リスク、法務リスク、財務リスク等の全リスクを洗い出し、統合的に評価。</li> <li>・各部署がセルフアセスメント方式で洗い出す。</li> <li>・各リスクの発生可能性と影響度を1~5のスケールで評価し、また財務的損失、市場シェアの低下、レピュテーションの破壊等の複合的な影響を評価。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクマップを作成。</li> <li>・発生可能性について1~6、影響度について1~8のスケールで評価。</li> <li>・エンタープライズリスク・マネジメントではリスクを定量化しているが、それがリスクファイナンスに直接的にリンクするわけではない。リスクファイナンスは一部リスクのコントロールとして扱われる。</li> <li>・ただし、企業リスクについて理解が進展し、保険プログラムに関する保険会社との交渉に役立つ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1998年に上司にERMを提案し、テスト実施を経て2000年に本格実施。</li> <li>・各ビジネスユニットおよびプロセス(マーケティング、セールス、購買、サプライチェーン、インダストリアル、品質管理、R&amp;D、IT、ファイナンス、ヒューマンリソース等)単位で年1回リスクマップを作成することを制度化した。</li> </ul>

	A社（ドイツ）	B社（ベルギー）	C社（スイス）	D社（スイス）	E社（フランス）
	<ul style="list-style-type: none"> <li>各部長をリスクマネージャーと位置づけ、報告すべきリスクの見落としがあつて、問題が起これば解雇すると通告し、取り組みを推進。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクマネジメントにはトップダウンだけでなく、ボトムアップが必要。従業員がリスクに気付いたら、上司に報告する仕組みがある。</li> <li>自社および同業他社の事故(財物、輸送、労災、信用等)の発生状況をデータベース化し、「これまで20年間事故なんて起きたことない」と主張するマネージャーに取り組みの必要性を説明。</li> <li>現場で問題を発見すると、次年度以降の評価対象にその改善を含める。改善されなければボーナスをカット。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>重大リスクについて、CEO(およびCEO経由で取締役会)に報告。</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクマップでは、火災、通貨変動、地震、競合企業の新規参入、(特に日本の)消費者行動等のリスクの発生可能性と影響度をそれぞれ1〜5のスケールで評価。</li> <li>ビジネスユニットの部長クラスを当該ユニットにおけるリスクマネージャーと位置づけ。</li> <li>現在エンタープライズリスク・マネージャー3名(米州担当、アジア太平洋担当および欧州・中近東・アフリカ担当)体制で、各ユニット・プロセスのリスクマネジメント実施を支援し、またグループ全体のパフォーマンスに影響を及ぼすような重大リスクに対応している。</li> </ul>

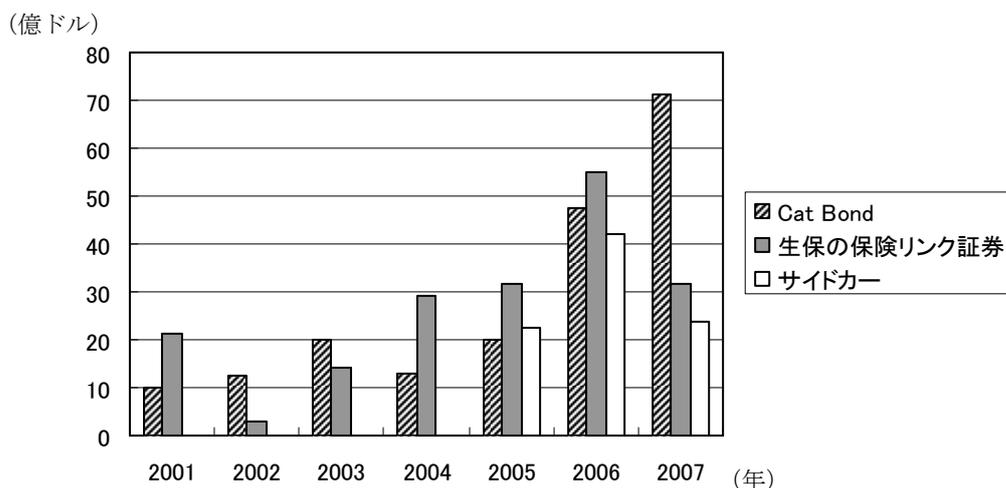
(出典) 2007年3月の現地事業会社に対するインタビューによる。

#### (4) ART 需要者としての保険会社の動向

保険会社は、前述のように ART の需要者としてリスク移転のために再保険や ART を利用している。ART の利用についてカテゴリー別に見ると、保険リンク証券やサイドカーの取引が 2005 年以降急拡大してきた<sup>168</sup> (《図表 3-18》)。ファイナイト保険や保険デリバティブ等の利用もあるが、これらの市場規模はそれほど大きくは拡大していない。

保険リンク証券やサイドカーは、保険会社にとって伝統的再保険に代替するリスク移転手段である (《図表 3-19》)。ここでは、保険リンク証券と伝統的再保険 (《図表 3-20》)、サイドカーと伝統的再保険 (《図表 3-21》) の仕組みについてそれぞれ比較することとどめ、保険リンク証券とサイドカーに関する検討の詳細は本章第 3 節で取り上げる。

《図表 3-18》 保険リンク証券とサイドカーの発行額の推移

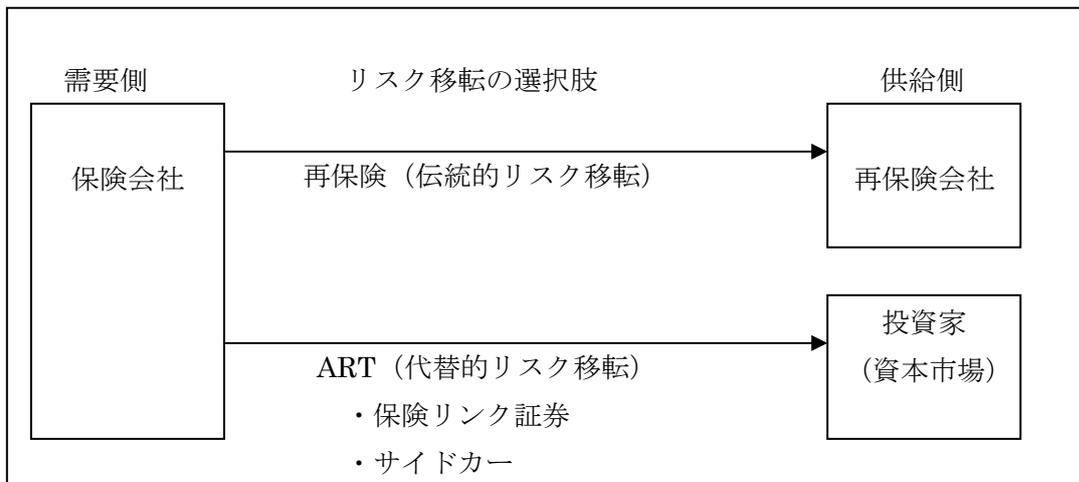


(注) 死亡率急上昇リスクを対象とする保険リンク証券は、生命保険の保険リンク証券に含めており、Cat Bond には含めていない。

(出典) Lane Financial, “HSBC research”.

<sup>168</sup> なお、このグラフでは、保険リンク証券について、異常災害リスクを投資家に移転する Cat Bond (Catastrophe Bond) と、生命保険の保険リンク証券に分けて表示している。

《図表 3-19》 保険会社側から見たリスク移転の選択肢

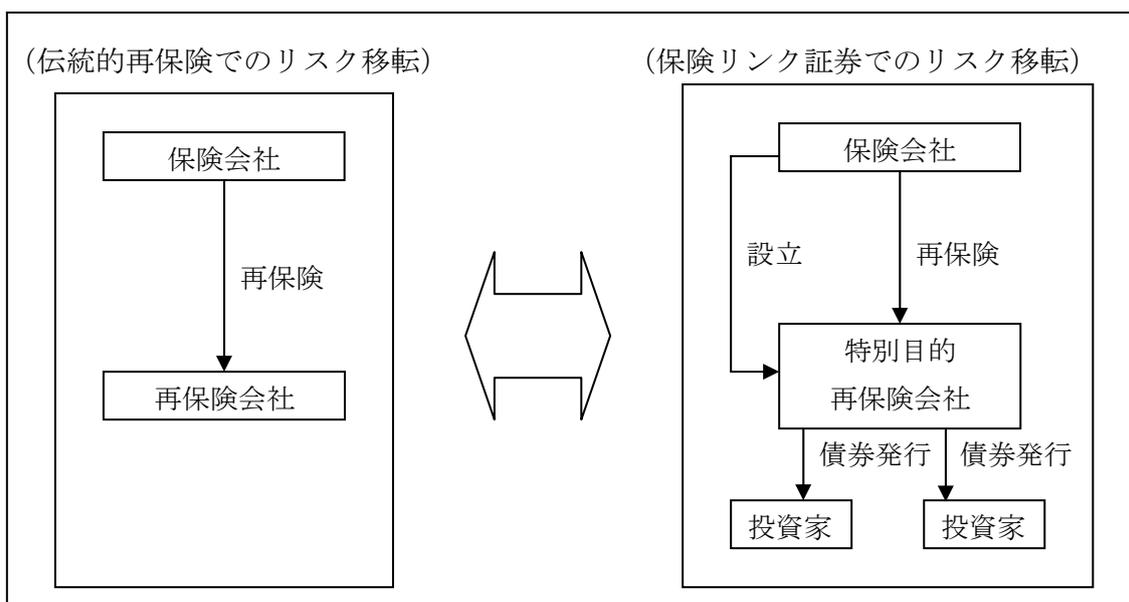


(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

① 保険リンク証券（伝統的再保険との比較）

保険会社にとって、保険リンク証券は、伝統的再保険に代替するリスク移転手法である。保険会社<sup>169</sup>は、伝統的な再保険会社と再保険契約を締結しリスクを引き受けてもらう代わりに、特別目的再保険会社等を設立し、この特別目的再保険会社等との間で再保険契約を締結する。特別目的再保険会社等は、資本市場の投資家から資金を集めることを通じて、投資家にリスクを移転する。

《図表 3-20》 保険リンク証券の仕組み：伝統的再保険との比較（例示）



(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

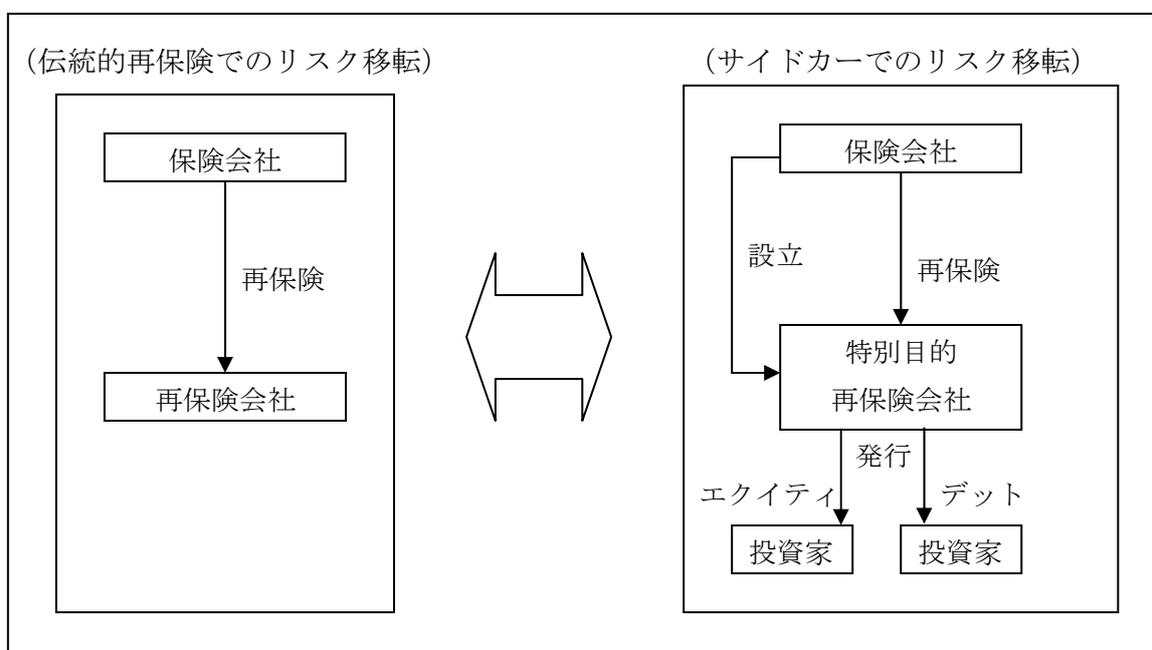
<sup>169</sup> ただし、再保険会社がリスク移転のため発行側になる場合も少なくない。

## ②サイドカー（伝統的再保険との比較）

サイドカーは、保険会社の保険契約からなるポートフォリオ（種類、範囲等は契約により特定する）の一定割合に関する収益とリスクを投資家と分担する仕組みである。保険会社が車の運転をし、投資家はこの横のサイドカーに乗っているイメージである。

具体的には、保険会社<sup>170</sup>が再保険会社と再保険の契約を締結しリスクを移転する代わりに、特別目的再保険会社等を設立し、この特別目的再保険会社等との間で再保険契約を締結する。特別目的再保険会社等は、資本市場の投資家からエクイティおよびデット（ローン）の形で資金を集めることを通じて投資家にリスクを移転する。

《図表 3-21》サイドカーの仕組み：伝統的再保険との比較（例示）



(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

## (5) ART 供給者の動向

保険会社は、事業会社に対し供給者として保険や ART を提供している。保険会社がリスクを移転する需要者になる場合は、再保険会社が保険会社に対する再保険や ART の供給者になる。保険会社が保険リンク証券やサイドカー等の ART を利用し資本市場にリスクを移転する場合は、投資銀行等が証券発行のアレンジを行い、資本市場の投資家が供給側になる。

<sup>170</sup> ここでは仕組みをわかりやすくするため単に保険会社と記載したが、実際には、リスクを移転する（資本を調達する）発行側は、再保険会社である場合が多い。

## ①事業会社に対する保険、ART の提供

供給側である保険会社は、事業会社に対し、伝統的保険商品の提供を行っている他、ファイナイト保険、保険デリバティブ、インテグレートティッド・リスク・プログラム等の ART 商品を提供している。しかし、現状では、前述のように事業会社による ART 利用の中心は、自家保険とキャプティブである。また、保険会社による保険や ART の提供については、需要側のニーズとの間に食い違いが生じている部分もある。

### a. 革新的ソリューション提供の試み

保険会社は、事業会社に対し、革新的ソリューションの提供に取り組んでいる。例えば、バミューダに本拠を置く保険会社である A 社は、インテグレートティッド・リスク・プログラムに関し、「伝統的な保険商品、デリバティブ等の金融商品のどちらか一方だけでは、リスク管理が十分に満たされない状況の場合、ダブルトリガーの仕組みを利用して、そのようなリスクを 1 つの商品で効率的にカバーする」<sup>171</sup>ソリューションを提供している。A 社によるインテグレートティッド・リスク・プログラムの電力会社への提供例は次のとおりである<sup>172</sup>。

A 社は、電力会社に対し、ダブルトリガーのインテグレートティッド・リスク・プログラムを提供している。電力会社の発電所に事故が発生した場合に備える保険カバーに加え、電力の価格に関するオプションも併せて提供する契約である。

一般に、電力会社は、メーカー等に対し電力を一定の価格で長期的に供給する契約を結んでいる。発電所に事故があり、電力の供給ができなくなったとき、電力会社は、電力をスポットマーケットで購入しメーカー等に供給しなければならない。したがって、電力会社は、発電所に事故が起こるかもしれない保険リスクと、電力価格に関するマーケットリスクの 2 つのリスクを抱えている。

電力会社は、以前は、独自のリスク・マネジメント・プログラムにより、発電所の事故に関し保険を購入し、これとは別に、電力価格に関するオプションを購入しリスクヘッジをしていたが、完全なヘッジはできていなかった。しかし、電力会社は、このインテグレートティッド・リスク・プログラムによって、保険とオプションとを別々に購入するよりも効率的で満足のいくヘッジができるようになったとしている。

### b. 需要側との食い違い

上記のように、保険会社が革新的なソリューションの提供に努めている例もあるが、一方においては、保険会社の取組みと事業会社のニーズとの間に食い違いが生じている場合もある。

例えば、伝統的保険商品、ART 全般については、需要側の事業会社から、「保険会

<sup>171</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>172</sup> 同上。

社は、保険商品をコモディティとみて、1社でも多くの企業に販売しようと考えているが、必要なのはコモディティではなく、企業のニーズに合ったソリューションである」<sup>173</sup>といったコメントがあった。

ART の一種であるインテグレイティッド・リスク・プログラムについては、「取引の成立までに多くの時間がかかるため、保険期間は1年でなく、3～5年程度のもでなければうまく機能しない」<sup>174</sup>、「保険会社が提示する保険金額の上限が低過ぎる」<sup>175</sup>、「利用できる商品が出てくるほど、保険会社側の努力がなされていない」<sup>176</sup>といったコメントがあった。保険会社側の事情としては、「バミューダの大手保険会社は、5～6年前にスタッフ、リサーチ、マーケティング等、非常に大きな額の投資をしたが、3～4年前には引受から引き揚げてしまった。複雑であり、コストも時間もかかるので保険会社は敬遠する」<sup>177</sup>ことがあげられている。その他のARTについても、需要側からは、「ファイナイト保険は、コストが高い割に、効果が十分に得られないことが多い」<sup>178</sup>等、コストと効果との対比から使いにくいとの見方が示された。

## ②保険会社に対する革新的ソリューションの提供

保険会社が需要者になる場合、再保険会社は、供給者として伝統的再保険の他、様々なARTを提供する等、革新的なソリューションの提供に努めている。

前述のように、ARTの中で特に拡大してきたのが、保険リンク証券とサイドカーである。保険リンク証券とサイドカーの場合は、保険会社や保険ブローカーに加え、アレンジャーの役割を果たす投資銀行や、異常災害リスクに関するモデルを作成し提供するモデリング会社、格付機関等が主要当事者の一員となることが多く、資本市場の投資家が供給者としてリスクを引き受けている。

投資家にとって、保険リスクは新たな投資対象であり、保険リンク証券やサイドカーを通じた保険リスクへの投資は、株式や債券等の伝統的投資に代替する代替的投資<sup>179</sup>の一種と位置づけられる。

---

<sup>173</sup> 2007年2月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>174</sup> 同上。

<sup>175</sup> 同上。

<sup>176</sup> 同上。

<sup>177</sup> 2006年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>178</sup> 同上。

<sup>179</sup> 代表的な代替的投資として非公開株式、商品、不動産、ヘッジファンド等があげられる。

## 2. ART と融合現象の捉え方

### (1) 融合の捉え方

本報告書では、前述のように、従来は別々だった金融と保険の一部が重なり合うようになってきた現象を、金融と保険の融合と捉えている。この「融合」には、従来は保険市場で取引されてきたリスクが金融・資本市場で取引されるようになる現象、従来は金融・資本市場で取引されてきたリスクが保険市場で取引されるようになる現象を含む。

ここでは、ART のカテゴリーのうち、大規模な事業会社の多くが利用しているキャプティブ、インテグレートド・リスク・プログラム、主に保険会社により利用されており、2005 年以降市場が急拡大した保険リンク証券、サイドカーについて、金融と保険の融合を表す現象と考えられるかどうか確認する。

キャプティブは、基本的には従来の保険の枠組みを利用したリスクの一部自己保有であり、金融と保険が重なる部分には該当せず、「融合」を表す現象とは言えない。インテグレートド・リスク・プログラムについては、金融リスクと保険リスクを 1 つの商品に統合化して引き受ける場合は「融合」と言えるが、従来の保険種目を複数統合しただけのものは「融合」とは言えない。これに対し、保険リンク証券とサイドカーは、従来は保険市場で取引されていた保険リスクが資本市場で取引されるという意味で金融と保険が重なる部分に該当し「融合」を表す現象だと考えられる。

《図表 3-22》ART の主要カテゴリーにおける「融合」

	利用主体と利用状況	金融と保険の融合と考えられるか
キャプティブ	<ul style="list-style-type: none"> <li>大規模な事業会社の多くが利用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来の保険の枠組みを使ったリスクの自己保有手段であり、「融合」とは言えない。</li> </ul>
インテグレートド・リスク・プログラム	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来の保険複数種目を 1 つにまとめた保険商品を利用している事業会社は多い。</li> <li>ただし、保険リスクと金融リスクの両方を 1 つに統合化した商品の利用は限定的。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来の保険複数種目を 1 つの保険商品にまとめた場合、「融合」とは言えない。</li> <li>金融リスクと保険リスクの両方を 1 つの商品に統合化した場合は、「融合」と考えられる。</li> </ul>
保険リンク証券	<ul style="list-style-type: none"> <li>2005 年以降発行が急拡大した。</li> <li>発行側のほとんどが保険会社（または再保険会社）であり、事業会社による発行は数件あったのみ。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来は保険市場で取引されていた保険リスクが資本市場で取引されるという意味で「融合」と考えられる。</li> </ul>
サイドカー	<ul style="list-style-type: none"> <li>2005 年以降取引が急拡大した。</li> <li>資本を調達する発行側の多くは再保険会社である。</li> </ul>	

(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

## (2) 本章の検討範囲と検討の枠組み

### ①検討範囲

本章における次の第3節では、市場規模、成長性、「融合」現象かどうか、革新性等の観点から、範囲を絞って検討する。保険リンク証券、サイドカーは、現在の市場規模はそれほど大きくないものの、2005年以降取引が急拡大しており、また「融合」を表す現象で、革新性も高いといった観点から、これらを検討対象として取り上げる。

多くの事業会社が利用しているキャプティブやインテグレートッド・リスク・プログラム（単に複数の保険種目を統合化したもの）については、「融合」を表す現象ではないとの考え方から、検討対象としない。また、ファイナイト保険、保険デリバティブ、インテグレートッド・リスク・プログラム（保険リスクと金融リスクを統合化したもの）等の中には、保険技術と金融技術を融合化させた革新的な商品もあり、この理論的検討には価値があると考えられるものの、現在の市場規模がそれほど大きくなっていないとの観点から検討対象としない。

### ②検討の枠組み

米国およびバミューダを訪問し、保険リンク証券、サイドカーの取引を行っている当事者や関係者に対しインタビューを実施した<sup>180</sup>。本章における次の第3節では、なぜ当事者は保険リンク証券、サイドカーを利用するのか、保険リンク証券やサイドカーの市場拡大にとってどのような阻害要因があるのかについて、当事者の視点から整理する。具体的には、①市場の実態、②市場拡大の背景および当事者にとっての課題と狙い、③成長阻害要因、の枠組みで検討する。

## 3. 保険リスクの資本市場への移転の事例

本節では、保険リスクの資本市場への移転の事例として、(1) 保険リンク証券、(2) サイドカーについて検討する。

### (1) 保険リスクの資本市場への移転—その1：保険リンク証券

#### ①保険リンク証券市場の実態

##### a. 発行例

《図表 3-23》に示したのは、米国の元受保険会社 USAA がスポンサー（証券発行によりリスクを移転する主体）となり、米国のハリケーンリスク／地震リスクを対象として2006年5月に保険リンク証券を発行した例である。この例では、米国の投資銀行 Goldman Sachs がリードマネージャー（保険リンク証券の仕組

<sup>180</sup> インタビュー先は、米国の投資銀行、格付機関、マネーマネージャー、およびバミューダの規制・監督当局、保険会社、保険ブローカー、会計事務所等である。

みをつくる等発行関連のアレンジを行う幹事会社)となり、S&P社の格付けを利用して発行されている。

#### 《図表 3-23》 保険リンク証券の発行例

- ・ スポンサー：USAA（米国の元受保険会社）
- ・ リードマネージャー：Goldman Sachs（米国の投資銀行）
- ・ 対象リスク：米国のハリケーンリスク／地震リスク
- ・ 償還期間：3年（2006年5月発行）
- ・ 発行額：Class C 75百万ドル、Class A 47.5百万ドル
- ・ 格付け：Class C BB+（S&P）、Class A B（S&P）
- ・ スプレッド：Class C LIBOR+750bps、Class A LIBOR+1000bps
- ・ モデリング会社：AIR

(注) LIBOR (London Interbank Offered Rate) は、ロンドン市場の銀行間取引で出し手銀行が示す金利で、国際金融市場における重要な指標の1つ。bps (basis points) は金利を表す単位で、100bps = 1%。スプレッドは、指標である LIBOR に上乗せする金利を示す。モデリング会社は、異常災害リスクに関する数量モデルを作成し提供する専門会社。

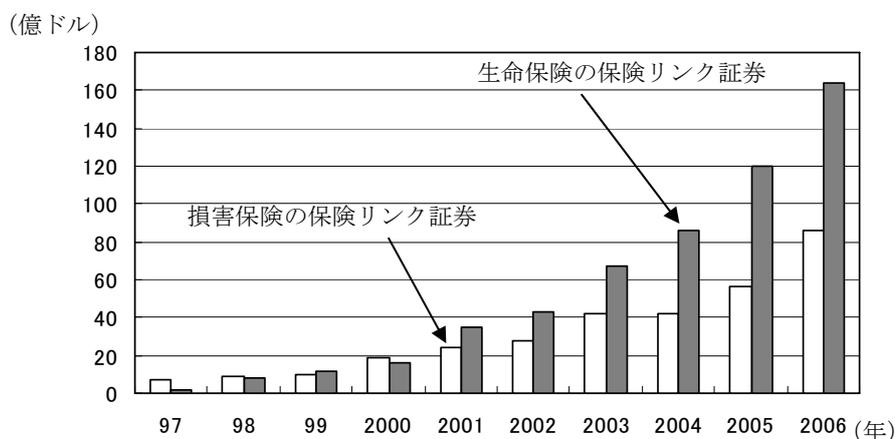
(出典) Goldman Sachs 2008年2月資料より。

#### b. 発行の拡大

保険リンク証券の発行は、2005年以降、急拡大してきた。保険リンク証券の種類は、生命保険リスクを対象とする証券化商品と損害保険リスクを対象とする証券化商品に大別できる。発行残高で見ると、近年では、生命保険の証券化商品が損害保険の証券化商品を上回る規模になっている（《図表 3-24》）。一般に損害保険の証券化商品に比べ生命保険の証券化商品の方が償還期間が長いことがこの一因になっている。なお、「損害保険リスクの証券化商品では、Cat Bond が大半を占めている。」<sup>181</sup>

<sup>181</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 3-24》 保険リンク証券の発行残高の推移



(注) 生命保険の死亡率急上昇リスクの証券化については、このグラフでは生命保険の証券化に含めている（損害保険の証券化には含めていない）。

(出典) Swiss Re2006年12月資料等をもとに作成。

### c. 質的な広がり

保険リンク証券については、発行規模の拡大に加え、参加当事者の広がり、対象リスクの広がり等、質的な広がりも見られる。

#### ア. 主要当事者

##### i) 主要投資家層

保険リンク証券を購入する主要な投資家は、「ヘッジファンド、投資信託、年金基金、保険会社等」であり、「保険リンク証券のリスクを理解できる投資家が購入」<sup>182</sup>している。

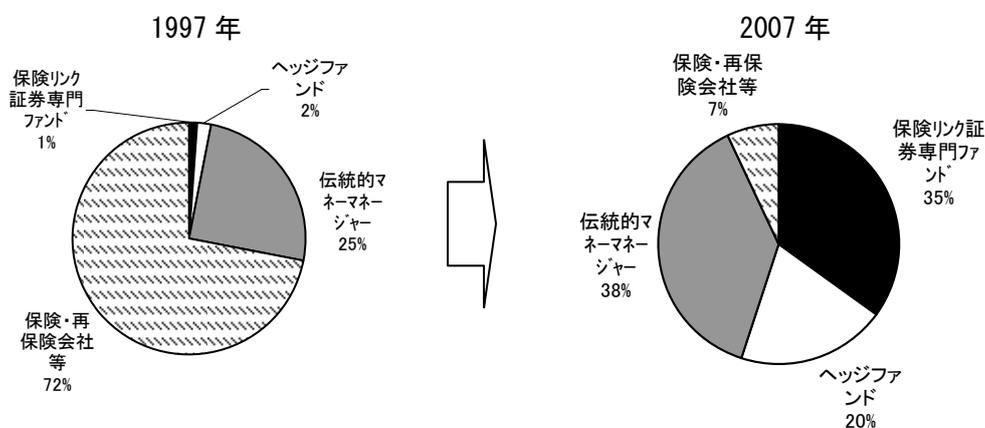
「格付け B といったリスクが高い Cat Bond への投資では、ヘッジファンドが主体」であり、「BBB または BB+ といった比較的高い格付けの Cat Bond への投資では、顧客の資金を預かって運用する伝統的マネーマネージャーが主体」<sup>183</sup>となっている。

1997 年には、保険リンク証券への投資家は保険会社を中心だったが、2007 年には、保険会社のウェイトが大幅に低下し、保険リンク証券に投資を行う専門ファンド、ヘッジファンド、伝統的マネーマネージャーが大半を占めるようになっている（《図表 3-25》）。

<sup>182</sup> 2005 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>183</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 3-25》 保険リンク証券に投資を行っている投資家



(出典) Munich Re Group, “Insurance-linked securities (ILS) market update 2007 and outlook 2008”.

ii) スポンサー

保険リンク証券の発行によってリスクを移転する発行側の当事者はスポンサーと呼ばれる。「証券化が始まった頃のスポンサーは、Swiss Re や Munich Re 等に限られていたが、近年は、新しい保険会社の方がむしろマーケットを支配しているといえるほど、新たな参入者が増えている」<sup>184</sup>とのコメントに表れているように、近年、スポンサーは拡大してきた。2007年にも、Allstate、Travelers、Chubb、State Farm 等の保険会社が初めて Cat Bond を発行する等、スポンサーの拡大が続いている<sup>185</sup>。

iii) アレンジャー

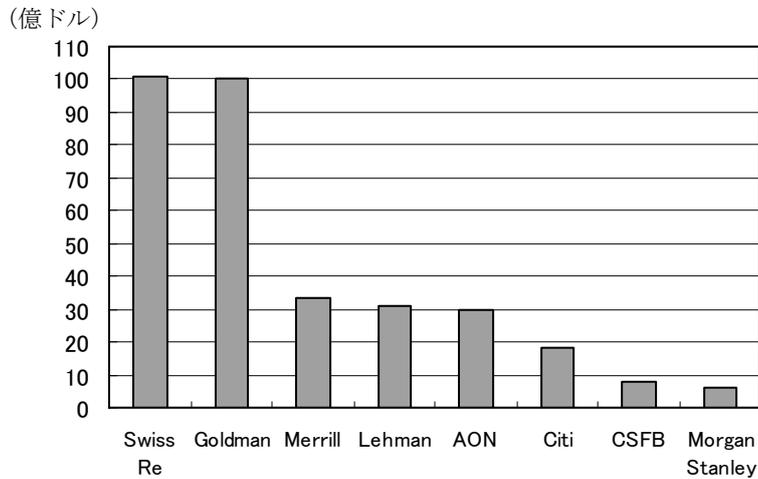
保険リンク証券の発行においては、アレンジャーが全体の仕組み作りやアレンジを行う（なおアレンジを行う幹事会社はリードマネージャーとも呼ばれる）。一般的には投資銀行がアレンジャーとなって全体のアレンジを行う場合が多い。現地インタビューでは、「初期の段階には、保険の専門知識を持つ AON キャピタルマーケットや Marsh コンサルティング等の保険ブローカーがアレンジャーになることが多かったが、その後、市場は Goldman Sachs と Swiss Re の 2 社によって支配されるようになっていた。現在は市場の拡大につれてアレンジャーとなる当事者が拡大しており、保険ブローカーや他の投資銀行等も再び注力するようになってきた」<sup>186</sup>とされているように、近年はアレンジャーについても広がりが見られる（《図表 3-26》）。

<sup>184</sup> 同上。

<sup>185</sup> Goldman Sachs 2008 年 2 月資料による。

<sup>186</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 3-26》 Cat Bond のリードマネージャー（引受実績累計）



(出典) Goldman Sachs2008年2月資料より作成。

iv) 格付機関、モデリング会社

「アレンジャーやスポンサーから依頼を受けて異常災害等のモデルを作る」<sup>187</sup> RMS、AIR、EQE のようなモデリング会社や、保険リンク証券のリスクを分析し格付評価を行う S&P、Moody's、Fitch Ratings のような格付機関も主要当事者の一員になっている。「格付機関は、アレンジャーとなる投資銀行によって選定されることが多く、モデリング会社のモデルについて批判的な目でレビューを行う」<sup>188</sup>等、それぞれの当事者が保険リンク証券の発行に際して重要な役割を担っている。

イ. 対象リスクの広がり

近年は、移転対象とするリスクの種類が広がっており、またローリスクからハイリスクまでのリスクの幅にも広がりが見られる。

i) 対象となるリスク種類の広がり

近年の保険リンク証券では、異常災害リスクだけにとどまらず、取引信用保険、自動車保険、賠償責任保険等の損害保険の他、生命保険を対象とする保険リンク証券の発行が拡大する等、従来は証券化の対象になっていなかったものが新たな対象になる等、リスクの種類が広がってきている。これに伴い発行の目的も、リスクの移転より資金調達に重点を置くものも多くなった。例えば、「近年の証券化

<sup>187</sup> 同上。

<sup>188</sup> 同上。

では、生命保険や個人自動車保険の将来利益の証券化のように、ファイナンスのために使われることも多く<sup>189</sup>、「証券化によって得られた資金は他の保険会社の買収等に利用されている」<sup>190</sup>という。

ii) ローリスクからハイリスクまでの投資対象リスクの幅の広がり

投資対象リスクの幅にも広がりが見られる。「当初の Cat Bond は BB 格の水準から始まった。その後、BBB 格や A 格も見られるようになる」<sup>191</sup>等、安全性の高い証券も出現するようになった。「近年では、A 格や AA 格の Cat Bond が引き続き存在するのに加え、B 格や BB 格のものが人気化し投資家の資金がかなり入ってきている。これは、投資家が投資するリスク程度の範囲が広がってきたことの表れ」<sup>192</sup>と見られている。

さらに、「2006 年には従来になくリスクの高い証券も発行された。ヘッジファンドは高利回りを望んでいるので、このようなハイリスクの証券にも積極的に投資している」<sup>193</sup>とされている。

ウ. 償還期間、トリガー等の多様化

上記の他、償還期間、トリガー（支払事由となる事象）の設定方法等の多様化が進んでいる。償還期間については、1997-1999 年では 1 年物が中心だったが、2005-2007 年には 3 年物が中心となり、期間も多様化している（《図表 3-27》）。これは「発行者の多くは、1 年毎の発行によるリスクカバーの更新では発行コストの変動等のリスクがあるため、複数年の償還期間を求めている」<sup>194</sup>ことに対応したものと考えられている。

<sup>189</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>190</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

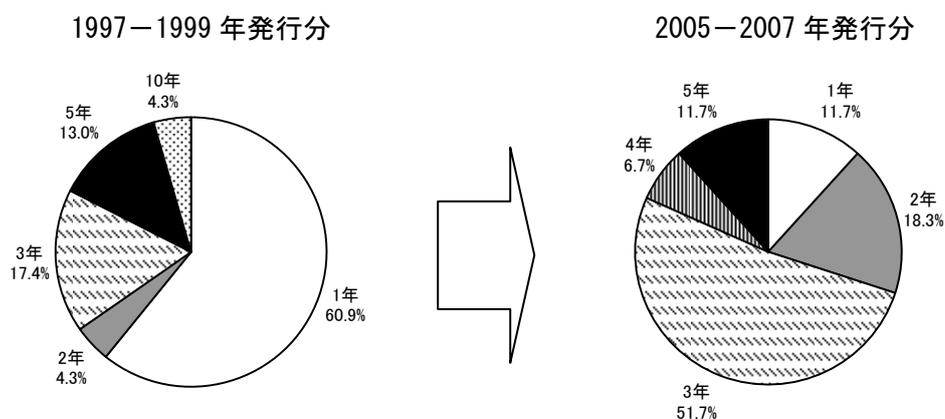
<sup>191</sup> 2005 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>192</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>193</sup> 同上。

<sup>194</sup> 同上。

《図表 3-27》 Cat Bond 発行における償還期間の変化



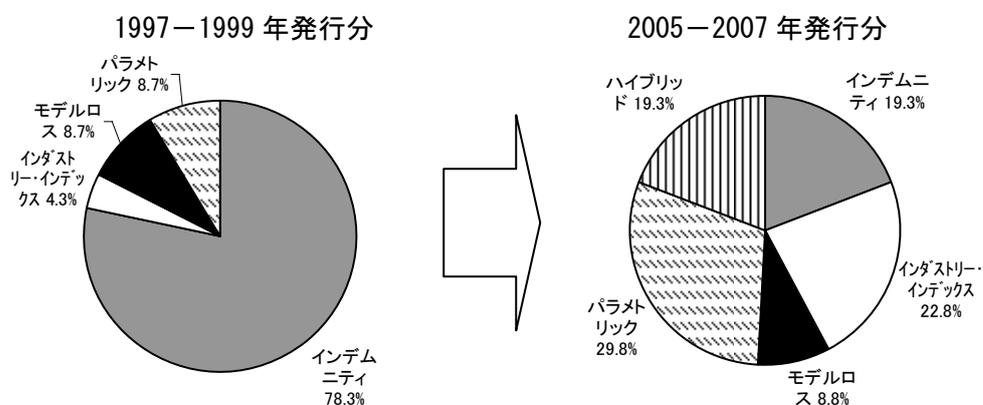
(注) 上記グラフで示す割合は件数ベース。

(出典) GC Securities, “The Catastrophe Bond Market at Year-End2007”.

トリガーの設定方法についても、1997-1999年では、発行側が実際に被った損害をトリガーとするインデムニティ型が中心であり、その他のトリガーの利用は少なかったが、2005-2007年では、トリガーが多様化している（《図表 3-28》）。特に近年では、「発行者が、ベースリスクを軽減するため、選定した客観的インデックスが定められた水準に達するまでは、客観的インデックスをトリガーとするパラメトリックベースで、その後は、インデムニティベースとなり発行者が被った損害に従って支払額が決定されるハイブリッドタイプも出てきた」<sup>195</sup>ように、発行側と投資家側の両方のニーズに応えるべく組成された、従来にはない革新的な商品も利用されるようになってきている。

<sup>195</sup> 2006年12月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 3-28》Cat Bond 発行におけるトリガータイプの変化



インデムニティ：イベントの発生により、発行者が実際に被った損害をトリガーとする。  
 インダストリー・インデックス：業界の損害に基づくインデックスをトリガーとする。  
 モデルロス：イベントのインデックスからモデルで計算した結果をトリガーとする。  
 パラメトリック：イベントのインデックス（例えば一定地域におけるマグニチュード7以上の地震の発生等）をトリガーとする。  
 ハイブリッド：インデムニティとパラメトリック等、複数のトリガーを組み合わせるもの。

(注) 上記グラフで示す割合は件数ベース。

(出典) GC Securities, "The Catastrophe Bond Market at Year-End2007".

## ②市場拡大の背景および当事者にとっての課題と狙い

保険リンク証券は、損害保険を対象とするものと生命保険を対象とするものに大別でき、損害保険の保険リンク証券の中心は Cat Bond である。Cat Bond と生命保険の保険リンク証券とでは、市場拡大の背景や当事者にとっての課題や狙いが異なるため、以下、

a. Cat Bond、b. 生命保険の保険リンク証券、に分けて記述する。

### a. Cat Bond

#### ア. 発行側（保険会社側）

##### i) 市場拡大の背景

(a) ハリケーン多発に伴う再保険キャパシティの不足、再保険料率の上昇

「2004、2005年のハリケーン多発、特に2005年のハリケーン・カトリーナの発生によって、再保険キャパシティが不足するようになり、また再保険料率も上昇した」<sup>196</sup>ことが発行拡大の重要な背景となった。ハリケーン・カトリー

<sup>196</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

ナの他にも、2004年にはハリケーン・チャーリー、ハリケーン・アイバン、2005年にはハリケーン・リタ、ハリケーン・ウィルマが発生し大きな損害をもたらした（《図表 3-29》）。

(b) 再保険会社の財務体力が悪化

「ハリケーン・カトリーナ等に関する保険金支払いで再保険会社の資本が毀損され、財務体力が急速に悪化した」<sup>197</sup>ことも重要な背景の1つとなっている。

(c) モデルの修正、格付機関による資本要求の厳格化

ハリケーン・カトリーナの発生を契機として、「モデリング会社は地球温暖化に合わせたモデル修正を行った。また格付機関は、保険会社や再保険会社に対し、発生する確率がかなり低いリスクに対しても資本の保有を要求する等」<sup>198</sup>、資本要求の基準を厳しい方向に修正した。

《図表 3-29》 世界で発生した損害の大きい異常災害等

世界の高額付保損害上位 10: 1970 年～2006 年 <sup>1</sup>				
(単位百万ドル)				
順位	発生日	国	災害	付保損害額 (2006 年価格) <sup>2</sup>
1	2005 年 8 月 25 日	米国、メキシコ湾、パハマ、北大西洋	ハリケーン・カトリーナ。洪水、堤防決壊および石油掘削リグの損壊。	66,311
2	1992 年 8 月 23 日	米国、パハマ	ハリケーン・アンドリュー。洪水。	22,987
3	2001 年 9 月 11 日	米国	世界貿易センタービル、ペンタゴン(国防総省)、その他の建物へのテロ攻撃	21,379
4	1994 年 1 月 17 日	米国	ノースリッジ地震 (マグニチュード 6.6)	19,040
5	2004 年 9 月 2 日	米国、カリブ海 (バルバドス、その他)	ハリケーン・アイバン。 石油掘削リグの損害	13,651
6	2005 年 10 月 19 日	米国、メキシコ、ジャマイカ、ハイチ、その他	ハリケーン・ウィルマ。集中豪雨と洪水。	12,953
7	2005 年 9 月 20 日	米国、メキシコ湾、キューバ	ハリケーン・リタ。洪水、石油掘削リグの損壊。	10,382
8	2004 年 8 月 11 日	米国、キューバ、ジャマイカ、その他	ハリケーン・チャーリー	8,590
9	1991 年 9 月 27 日	日本	台風 19 号/ミレイユ	8,357
10	1989 年 9 月 15 日	米国、プエルトリコ、その他	ハリケーン・ヒューゴ	7,434

<sup>1</sup> 生命および賠償損害を除く財物および業務中断損害。全米洪水保険制度によって付保された米国内の洪水損害を含む。  
<sup>2</sup> スイス再保険会社により、2006 年価格に調整済み。  
 注：ここに示された損害データは、公表日、カバーされる地理的範囲等、データ収集機関が用いた基準の相違により、同一の災害について別の箇所ですされた数字と相違する可能性がある。  
 出典：スイス再保険会社、Sigma 第 2/2007 号。

(出典) 米国保険情報協会「ザ・ファクトブック アメリカ損害保険事情 2008」

<sup>197</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>198</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

ii) 発行側（保険会社側）にとっての課題と狙い

(a) 異常災害リスクを移転する必要性

「格付機関は、保険会社に対し、発生する確率がかなり低いリスクに対しても資本の保有を要求するようになった。例えば 250 年に 1 度のように非常に低いリスクのために資本を保有するのは非常に効率が悪い」<sup>199</sup>ため、保険会社は、再保険や証券化により、異常災害リスクのカバーをとる必要があった。「格付機関が必要な資本水準を厳格化してきたため、再保険市場のキャパシティが不足する中で、再保険に代替するリスク移転手段が必要」<sup>200</sup>とされるようになったとされている。

(b) 資本市場へのリスク移転

発行側の保険会社は、「保険会社は財務体質を保守的な水準に維持しなければならないが、世界の資本市場には保険会社以上にハイリスクの投資が可能な資本が潤沢にある」<sup>201</sup>ことを背景として、資本市場へのリスク移転を狙いとして **Cat Bond** を発行するようになった。

イ. 投資家側

i) 市場拡大の背景

(a) **Cat Bond** の収益性向上、伝統的投資商品との利回り格差拡大

投資家による投資拡大の背景には、「伝統的な資本市場のパフォーマンスが悪化した一方、ハリケーン・カトリーナ発生後、再び **Cat Bond** のリスクプレミアムが上昇した」<sup>202</sup>ため、「**Cat Bond** と伝統的投資との利回り格差が目立つようになった」<sup>203</sup>ことが市場の拡大を促す要因の 1 つになったとされている。

(b) 過去の良好なパフォーマンス

投資拡大の背景としては、「**Cat Bond** は、アセットクラスとしてパフォーマンスがよかった。このことが投資家にもわかってきたことも間接的要因」<sup>204</sup>としてあげられた。「これまで、投資家は **Cat Bond** に投資することで予想通りの高い収益を得ることができた。**S&P** が格付けした債券でデフォルトが生じたも

<sup>199</sup> 同上。

<sup>200</sup> 同上。

<sup>201</sup> 2007 年 2 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>202</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>203</sup> 同上。

<sup>204</sup> 同上。

のは1件だけ」<sup>205</sup>とされており、この結果、投資家の裾野が広がっている。

ii) 投資家側にとっての課題と狙い

(a) 伝統的投資を上回る収益性の高い投資対象が必要

投資家は、「伝統的な資本市場の成績が悪化する中で、代替的な投資対象が必要」<sup>206</sup>と考えていた。

(b) 収益性が高い

多くの投資家は、「Cat Bondの魅力は、通常のBB格債券より利回りが高いこと」<sup>207</sup>、「リスクの割に収益性が高いことが大きな魅力の1つ」<sup>208</sup>といったコメントにあるように、収益性の高さに魅力を感じて投資している。

(c) リスク分散効果（伝統的投資とのリスク相関が低い）

投資家側の狙いについては、「収益性の高さに加え、リスクの分散効果が重要視されて」<sup>209</sup>いる。「保険リスクは、伝統的な資本市場の値動きと相関がないまたは相関が低い」<sup>210</sup>ため、伝統的投資と組み合わせることによってリスクの分散効果が期待できると考えられている。

ウ. アレンジャー側

一部の投資銀行や再保険会社、保険ブローカー等は、「保険リンク証券等の分野には潜在的なニーズがあり、市場拡大に努めることが、将来の収益拡大につながる」<sup>211</sup>との考えから市場拡大の推進者になっている。

例えば、「保険リンク証券の市場規模は、保険リスクの総量に比べれば、まだまだ小さいが、今後20年では大きな変化が起こる。BRICSでの消費者市場が育つ等、保険市場はグローバルベースで2倍になる。そうなると、再保険市場では資本が限定的であるから、リスクの規模に対して対応が難しくなり、現在よりもっと明確に資本市場が関わるようになる」<sup>212</sup>、「現在は、世界の保険料の1%程度が証券化されているだけの小規模なマーケットだが、今後10年で急成長する」<sup>213</sup>といった見方があった。

---

<sup>205</sup> 同上。

<sup>206</sup> 同上。

<sup>207</sup> 2005年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>208</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>209</sup> 同上。

<sup>210</sup> 同上。

<sup>211</sup> 2007年11月に開催した研究会特別会合での現地関係者のコメントによる。

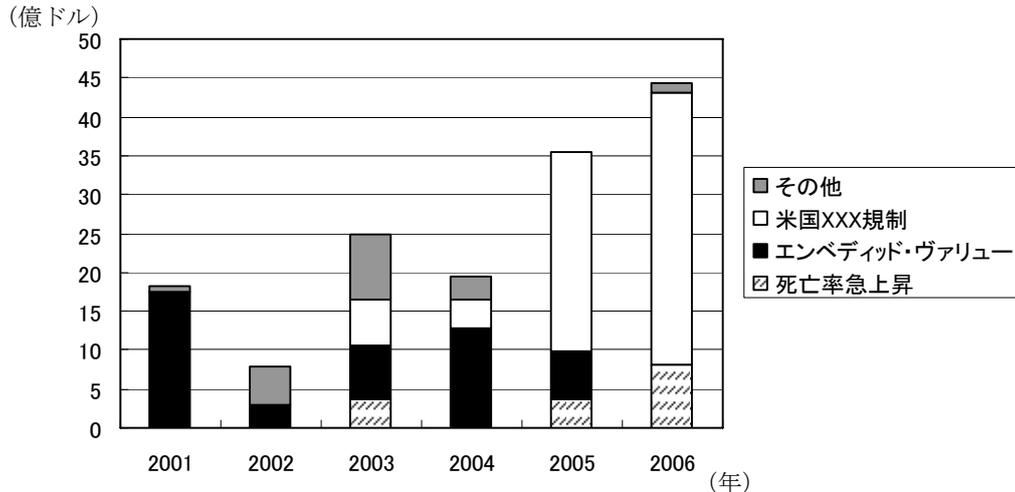
<sup>212</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>213</sup> 同上。

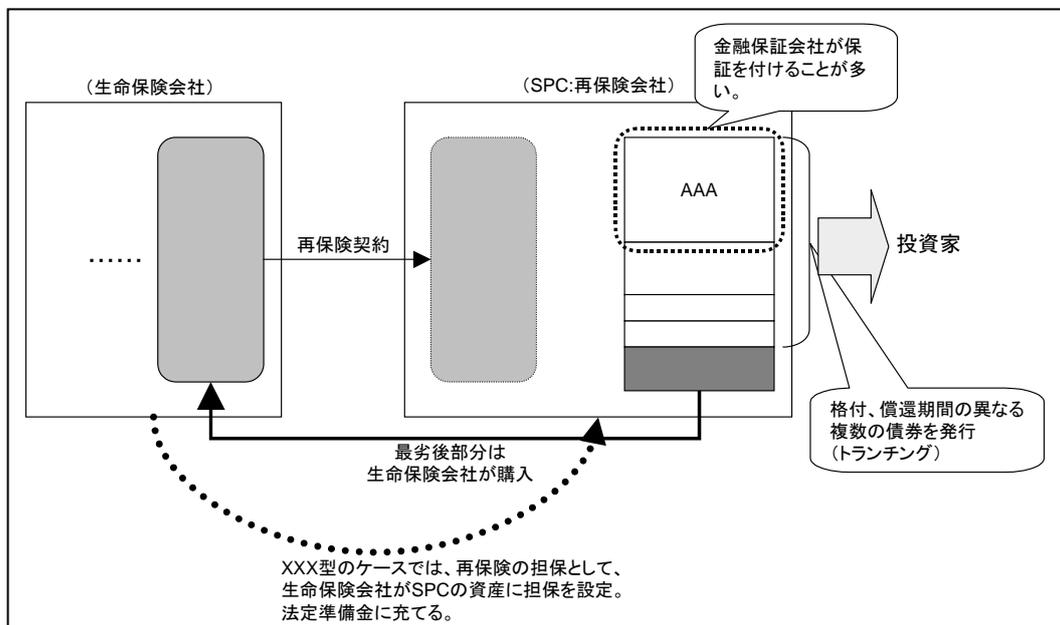
b. 生命保険の保険リンク証券

生命保険の保険リンク証券において、2005年以降の発行拡大の中心になってきたのは、米国における生命保険契約評価モデルの規制（いわゆるXXX規制<sup>214</sup>）に対応するための証券化である（《図表3-30》）。以下では、このXXX規制対応の保険リンク証券を中心に検討する。

《図表3-30》生命保険リスクの証券化・新規発行の内訳



《図表3-31》生命保険リスク証券化の典型的なスキーム図



(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

<sup>214</sup> XXX規制（Regulation XXX）とは、米国において、一部の生命保険契約に関して適用される準備金規制のモデル規則。準備金計算の根拠となる死亡率が高く設定されるなど、生命保険会社に対して、保守的な準備金積み立てを要求しており、生命保険会社の財務に大きな負担になっているとされている。

## ア. 発行側（保険会社側）

### i) 市場拡大の背景

米国では、2000年における生命保険契約評価モデルの規制であるXXX規制の発効により、「定期生命保険の場合、将来債務に関し規定の準備金を事前に積み立てることが求められる」<sup>215</sup>ようになった。

### ii) 発行側（保険会社側）にとっての課題と狙い

生命保険会社にとっては、「定期生命保険の場合、XXX規制により、高水準の準備金を求められるが、この要件は経済的に妥当と見られる水準よりも高額であるため、資本効率上不利になる」<sup>216</sup>との認識があった。このため、定期生命保険を保有する生命保険会社は、「資本効率を高めること」<sup>217</sup>が課題となり、資本効率を高める狙いで証券化を利用するようになった。

## イ. 投資家側

### i) 市場拡大の背景

投資対象を求める資金が豊富に存在する一方、伝統的投資の収益性は低迷していた。

### ii) 投資家側にとっての課題と狙い

生命保険の証券化商品は、Cat Bondとは異なり「MBS（住宅ローン担保証券）と良く似た性格を持っており、投資家にとって、将来のキャッシュフローを理解しやすい」<sup>218</sup>面がある。

生命保険の証券化商品は、リスクが大きく格付けの低いCat Bondと異なり、「通常、一般投資家に販売される部分はAAA格で、この部分における投資家へのリスクの移転は限定的である」<sup>219</sup>ため、投資家は安全な投資対象として購入している。

## ウ. アレンジャー側

投資銀行や再保険会社等のアレンジャー側は、かつて銀行が証券化を試みこの市場が巨大な市場に成長したように、生命保険の証券化が将来大きな市場になると期待しており、市場の拡大に努めている。例えば、「生命保険の証券化は、プールを作

---

<sup>215</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>216</sup> 同上。

<sup>217</sup> 同上。

<sup>218</sup> 同上。

<sup>219</sup> 同上。

ってパッケージ化して債券を発行し、投資銀行がアレンジし投資家に売るという点では、MBS や ABS（資産担保証券）と非常によく似ている。銀行は証券化によって大きな利便性を得た。Swiss Re は、生命保険業界も銀行と同じ道を歩むと期待し、生命保険の証券化市場の拡大に取り組んでいる」<sup>220</sup>といったコメントがあった。

### ③成長阻害要因

ここでは、Cat Bond の成長阻害要因について検討する。生命保険リスクを対象とする保険リンク証券の場合は、一般に AAA 格の安全な債券として発行されることが多く、この場合、投資家へのリスク移転が限定的であることから検討対象としない。

#### a. 発行側（保険会社側）

Cat Bond の発行側の成長阻害要因としては、以下のような要素があげられている。

##### ア. コストが高い、発行手続きに時間がかかる

Cat Bond の成長阻害要因についてインタビューでは、「コストが高い、発行手続きに時間がかかる等、市場の拡大を阻害する要素がある」<sup>221</sup>とされている。コストについては、発行する際の事務的成本と投資家が要求するリスクプレミアムの 2 つに大別できる。「買い手を確保するため、発行者は高いリスクプレミアムを支払う必要がある」<sup>222</sup>とリスクプレミアムの高さを問題視する見方がある一方、「発行する際の事務的成本が高いことの方が大きな問題である。法律面での弁護士費用の他、モデリング会社、格付機関等にも料金を支払う必要がある」<sup>223</sup>との見方もある。また「Cat Bond を発行するには、事務手続きのため通常 6 週間はかかる」<sup>224</sup>ことも発行側から問題視されている。

##### イ. ベーシスリスクの存在

「発行側にはベーシスリスクの問題がある。市場が拡大するためには、発行側はベーシスリスクを受け入れる必要がある」<sup>225</sup>とのコメントにあるように、ベーシスリスクの存在やこのリスクに対する認識・管理が問題視されることも少なくない。

---

<sup>220</sup> 同上。

<sup>221</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>222</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>223</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>224</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>225</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

## b. 投資家側

### ア. 投資家にとっての阻害要因

Cat Bond の投資家側の成長阻害要因としては、「投資家にとって保険リスクの理解が難しい」ことが最も重要な要素の 1 つとしてあげられている。「投資家は、モデリング会社等の第三者が作ったモデルに依存する傾向がある。モデルに頼らず自力で分析しようとする投資家もいるが、この場合、相当な時間と労力が必要」<sup>226</sup>とされている。

投資家にとって保険リスクの理解が難しいのは、投資家が保険リスクの分析を行うには、リスクの種類ごとに、データの蓄積、モデルの理解、特化した専門知識等が必要であるためとされている。

インタビューでは、「リスク分析を行うには、それぞれのリスクにつき特化した専門知識が必要であり、またそのリスクに関するヒストリカルデータがどの程度あるかが重要」<sup>227</sup>とされ、「新しいリスクを証券化する場合は、格付機関、モデリング会社、投資家のいずれにとっても調査と勉強が必要で相当な時間がかかる。モデルの前提条件もよく検討する必要がある」<sup>228</sup>とされている。また、リスクの種類によっても分析のしやすさに違いがある。例えば、「地震リスクは、物理的に確定できる要素が大きく、過去の信頼性が高いデータも整っているが、ハリケーンリスクは、過去のデータが 100 年程度しかなく、エルニーニョやラニーニョなどのような不確定要素も多いのでわかりづらい」<sup>229</sup>といったコメントがあった。

### イ. 格付け、モデルの信頼性について

#### i) 自力で分析できる投資家は少数で、投資家はモデルや格付けに頼っている

「保険リスクに投資を行っているファンドには、保険の専門家がいらないのが一般的である。通常、1 つのファンドにつき、1 人の管理者がいるが、その人のバックグラウンドは金融の数量分析の場合が多いため、投資家は、第三者が作ったモデルや格付けに依存する」<sup>230</sup>ことが多い。格付けやモデルにどの程度頼っているかに関しては、「投資家は、格付けよりもモデリング会社の分析に頼る傾向がある」<sup>231</sup>といった見方の他、「Cat Bond は同格の他の債券に比べ利回りが高いのが魅力であり、投資家はモデルの信頼性については深く考えていない」<sup>232</sup>といったコメントもあった。

---

<sup>226</sup> 同上。

<sup>227</sup> 同上。

<sup>228</sup> 同上。

<sup>229</sup> 2005 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>230</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>231</sup> 同上。

<sup>232</sup> 2005 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

ii) モデルや格付けに対する信頼が確立されているとは言い難い

インタビューでは、「ハリケーン・カトリーナ発生後、モデリング会社の RMS はモデルの前提事項を修正し、この結果を受けて、米国のハリケーンリスクを対象とする多くの Cat Bond が格下げされた」<sup>233</sup>こと等から、「投資家は、将来、格付けやモデルが修正されることを懸念しており、リスク分析がまだ確立していないと考えている」<sup>234</sup>とされている。

またモデルの有効性については、「モデルには、内在的な不確実性があるので、現実と必ずしも一致しないのは仕方がない。多くの Cat Bond では 100 年に 1 度といったリスクについて取り扱うが、テールが実際にどれくらいになるか、100 年に 1 度という水準がテールのどこにあるかがわからない。ハリケーン・カトリーナの結果だけからモデルが有効かどうかの結論を導くのは難しい」<sup>235</sup>といったコメントがあった。

---

<sup>233</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>234</sup> 同上。

<sup>235</sup> 2005 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

## ＜コラム：Cat Bondの方が同格付けの一般債よりも利回りが高いのはなぜか＞

### 〔市場での実態〕

- ・「同格付けでの Cat Bond と一般債との利回り格差は、ハリケーン・カトリーナ発生前には接近していたが、カトリーナ発生後は再び拡大した。」

### ○リスク分析が確立していない、モデルや格付けが将来修正される可能性

- ・「投資家は、リスク分析手法がまだ確立していないと考えている。カトリーナ発生後、ハリケーンリスクを対象とする Cat Bond は格下げになった。投資家は、将来、格付けやモデルが修正されることを懸念している。」
- ・「一部の Cat Bond については、内容がよくわからない、リスクが高いのではないかと考えられやすい場合もある。」

### ○リスクの特性（イベントが突然やってくる）

- ・「リスクの特性上、イベントが突然やってくるという性格がある（特に地震リスク等の場合）。一般の社債等の場合は、価格が低下しても、何か手を打つ時間があるものと投資家は考えている。」

### ○流動性が低い

- ・「市場で売却しようとしても簡単には売れないし、ヘッジできるようなデリバティブもない。」

### ○時間と費用がかかる

- ・「新しいリスクの資産に投資をする場合には、これを理解するために、時間と費用がかかる。」

（出典）2006年11月の現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

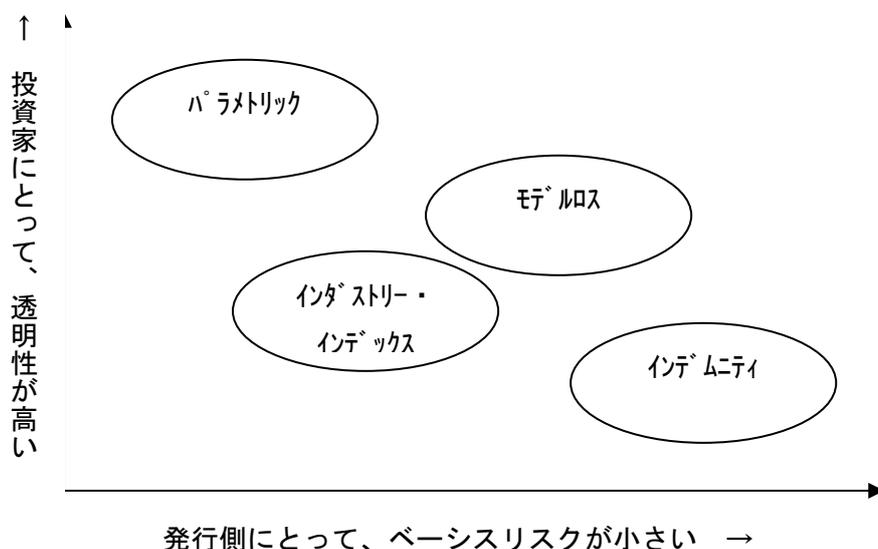
### c. 「ベースリスク（発行側）と透明性の確保（投資家側）」のトレードオフ

Cat Bond の成長阻害要因については、発行側（保険会社側）にとってのベースリスクと、投資家側にとっての透明性の確保というトレードオフの関係がある（《図表 3-32》、《図表 3-33》）。一般に、「投資家は、約束どおりの額がきちんと支払われるかどうかという透明性の観点から、パラメトリックを好み、不透明なインデムニティを最もきらう」<sup>236</sup>とされる。一方、「発行側は、ベースリスクが小さいインデムニティを好む」<sup>237</sup>とされている。

<sup>236</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>237</sup> 同上。

《図表 3-32》トリガータイプによる性格の違い



(出典) PIMCO 社 2006 年 11 月資料をもとに作成。

《図表 3-33》トリガータイプの比較

	発行側（保険会社側）	投資家側
インデムニティ	・ ベースリスク小	・ ペリル自体の他、実際の損害（建築構造等により異なる）、当該企業の対応などについても判定が必要で、不確実な要素が 3 つ重なる。
インダストリー・インデックス	・ ベースリスク中	・ 特定の企業ではなく業界ベースの過去の平均的な数値の計算なので、もととなるデータが多く比較的信頼性が高い。
パラメトリック	・ ベースリスク大。ただし過去のデータからの推測はある程度可能。	・ ペリルのみを見て検討しているので、モデルはきわめて有効。これまでのパラメトリック Cat Bond のほとんどが予測どおりの結果。

(出典) 2005 年 11 月の現地関係者へのインタビューをもとに作成。

#### d. 成長阻害要因克服・軽減の試み

上記のような成長阻害要因に関して、これらを克服・軽減し市場を拡大しようとする試みがなされている。例えば、発行する際の事務的成本が高い、発行までに時間がかかるといった要素に関しては、保険リンク証券の組成に関する契約内容や発行手続きの標準化が図られている。実際、「Cat Bond に関する契約内容やトリガーの標準

化はかなり進んできた」<sup>238</sup>との見方もある。また、当初の債券発行の後、追加の発行を低コストかつ短期間で実行できる発行登録制度の利用も多くなってきた。

ベースリスクの存在に関しては、前述のようにハイブリッドのトリガーを利用し、投資家にとっての透明性と発行側（保険会社側）にとってのベースリスクの軽減を両立しようとする新たな試みが行われている。

市場拡大を推進している Swiss Re は、2007 年 6 月、スイス・リー・Cat Bond・インデックスと名付けたパフォーマンス指数の算出を開始した。これは、Cat Bond の収益率を表すように構築された、一連のパフォーマンス・インデックスであり、「このインデックスによって、Cat Bond のリターン<sup>239</sup>の透明性は大幅に向上し、このアセット・クラスに新規の投資家を惹きつけ、流通市場への関心を一段と高める」<sup>239</sup>ことが期待されている。

このような動きの他、モデリング会社や格付機関も、投資家からの信頼を得るために、モデルや格付け手法の見直しを行う等、データの蓄積や評価能力の向上に努めている。さらには、モデルや格付けだけに頼らず、自力で保険リスクを分析し保険リンク証券への投資を行うようになった先進的な投資家も存在する。

#### ④投資家による保険リンク証券への投資の事例

一部の先進的な投資家は、保険リスクを対象に投資を行っている。ここでは、このような投資を行っている事例として A 社と B 社の 2 社を取り上げる（《図表 3-34》）。両社は、リスクの割に収益性が高いとの考え方から保険リスクに投資している。両社は、格付けやモデリング会社のモデルだけに頼らず、自社の能力で分析しており、保険関係の専門家と金融関係の専門家の両方を抱えている。

A 社は、債券運用ファンドの資金のごく一部を保険リンク証券に投資しており、投資対象は Cat Bond 中心である。B 社は、保険リスクへの投資を専門とする専門ファンドを通じて保険リンク証券に投資している。投資対象は、生命保険リスクの保険リンク証券中心である（2006 年 11 月時点）。

---

<sup>238</sup> 同上。

<sup>239</sup> インデックス公表時における Swiss Re のマネージング・ディレクターであるダン・オジズミール氏のコメント。

《図表 3-34》保険リンク証券への投資—2 つの事例

	A社	B社
親会社	・ 大手保険会社	・ 大手再保険会社
保険リスクへの投資	・ 債券運用ファンドの資金のごく一部を保険リンク証券に投資（1997年6月より保険リンク証券への投資を開始）。	・ 保険リスクへの投資を専門とする専門ファンドを持つ（2005年10月創設）。 ・ この専門ファンド以外には、保険リスクへの投資を行っていない。
投資資金	・ 運用資産は6416億ドル。 ・ 保険リンク証券への投資残高は、5億ドル。	・ 運用資産は657億ドル。 ・ 専門ファンドの資産残高は、1億2500万ドル
投資対象リスク	・ 損害保険（Cat Bond）中心。	・ 生命保険75%、損害保険25%の構成。
保険リンク証券等の投資対象（損害保険）	・ 100年に1度程度の確率で生じるリスク（BB格相当） ・ 保険リンク証券への投資は各ファンドにつき、資産の5%までに限定。 ・ 1種類（例えばカリフォルニア地震、欧州風害等）のリスクへの投資は各ファンドにつき、資産の1%までに限定。	・ 格付けはないが、B格相当等、比較的风险が高い異常災害リスクに投資。 ・ 多種類の異常災害リスクを引き受けることで分散を図っている。
保険リンク証券等の投資対象（生命保険）	・ 生命保険の証券化商品では、死亡率急上昇リスクの証券化商品に投資（Cat Bondとしての扱い）	・ XXX規制、エンベディッドバリューの証券化商品が中心。死亡率急上昇リスクの証券化商品にも投資。 ・ 劣後トランシェ（格付けはないが、B格相当）に投資。 （典型的には、AAA格の優先トランシェは、他の投資家が購入。発行側の生命保険会社が最劣後トランシェを保有。これら優先トランシェと最劣後トランシェの2つの中間部分にある劣後トランシェを、発行側の生命保険会社と半々ずつ保有する。）

（注）上表は2006年11月時点での情報による内容。

（出典）2006年11月のA社、B社に対するインタビューによる。

## a. A社の事例

### ア. A社の概要

A社は、世界最大級の債券運用に特化したマネーマネージャーであり、1999年、大手保険会社を買収され、傘下入りした。機関投資家に対しては、ミューチュアル・ファンドの他、個別勘定運用サービスを提供しており、個人顧客に対しては、ミューチュアル・ファンド商品を通してサービスを提供している。

### イ. A社による保険リスクへの投資<sup>240</sup>

#### i) 投資方針

A社では、「保険リンク証券は、新しい投資対象であり、伝統的な債券と異なるため、顧客にまず十分なディスクロージャーをし、顧客の意向を確認してから投資を行っている」という。

A社では、「保険リンク証券へのエクスポージャーを、各ファンドにつき資産の5%を限度とし、また（例えば、米国の暴風、カリフォルニアの地震等）1種類のリスクにつき、各ファンドの1%を限度」としている。

このような投資方針は、「万が一イベントが生じ、ある種の保険リンク証券につき全額が損失になった場合でも、1%であれば、顧客にとって、従来の枠組みからはみ出るものではない」との考え方による。

#### ii) 投資対象にしているリスク

保険リンク証券の投資対象は、「100年に1度程度しか起こらない異常災害リスクであり、格付けで言えばBB格相当」である。

なぜこのようなリスクを投資対象としているのかについては、次のようにコメントされている。「100年に1度といったリスクは、リスクは低めだが、その割に高い利回り水準を確保できる。このようなリスクは、非常に資本集約的であり、金融保証会社にとっても分散化が難しい。したがって、A社に資金を預けているような資本市場の投資家が買うのが最も望ましい。資産ベースは非常に大きく、このうちのごく一部を保険リンク証券に投資しても問題は生じない。また、保険リスクは、伝統的な資本市場のマーケットリスクとは相関がないリスクであり、リスク分散化の恩恵を受けることもできる」という。

#### iii) 投資の狙い

A社では、Cat Bondの収益性の高さに魅力を感じて投資をしている。「倍率(Multiple) = スプレッド / 期待損失」という計算式を利用している。この計算

<sup>240</sup> 以下の「」部分は、A社にて保険リンク証券に投資を行っているポートフォリオ・マネージャー（米系投資銀行より1989年にA社に入り約21年の投資経験を持つ）に対する2006年11月のインタビューによる。

式で、期待損失の推計値が正しいとすれば、倍率=1 がブレイクイーブンの水準を示す。しかし、まれにしか起こらないイベントでは、期待損失の推計値は不確実な面があるため、Cat Bond の発行者は、投資家が抱える不確実性に対し、倍率が1倍を大きく超えるような高いリスクプレミアムを支払う必要が生じる。A社では、「米国ハリケーンとカリフォルニア地震のリスクについては、分子をスプレッド、分母を期待損失として計算する倍率が、8倍以上と高く、投資対象としてかなり魅力的」（《図表 3-35》）だと考えている。

米国ハリケーンやカリフォルニア地震のリスクについてなぜ魅力的な利回りとなるのかについては、次のように説明している。「米国の場合は、フロリダやカリフォルニアに非常に大きな財産があり、これらが保険にかけられている。例えば、米国で100年に1度の異常災害が起こると500億ドル相当の損失になる。このような損失が発生すると、保険会社や再保険会社の資本にとって相当大きな負担になり、保険業界のキャパシティが不足する。このような要素を背景に、米国ハリケーン、カリフォルニア地震のリスクを対象とする Cat Bond は投資対象として非常に魅力的になっている」としている。

《図表 3-35》 A社による評価：「倍率＝スプレッド／期待損失」

＜期待損失1%での倍率の変化＞

	2005年7月	2006年7月
	カトリーナ発生前	カトリーナ発生後
米国ハリケーン	5倍	8倍
カリフォルニア地震	5倍	8倍
日本地震	3.5倍	4倍

(注) スプレッドは、LIBOR を基準とする上乗せ金利。

(出典) A社 2006年11月資料より作成。

iv) ファンドの運用体制

A社のファンドの運用体制としては、金融の専門家と保険の専門家の両方を活用して投資対象の分析を行っている。具体的には、「ファイナンシャルエンジニアリングチームの責任者は、某投資銀行で保険リンク証券のトレーディングをしていた。この下に20人程度のファイナンシャルエンジニアリングに特化した職員がおり、保険リンク証券もカバーしている。保険業界担当のアナリストもおり、業界の動向について詳細にフォローしている。その他にも、自然災害の専門家、法務、規制上の問題に精通している専門家等、社内外の専門家の知恵を活用している」という。

v) リスクの評価、格付けの利用等について

A社では、「投資をする際に最も大きな決め手になるのは、リスクに見合う以上のパフォーマンスが見込めるかどうか」であり、「顧客からみて、格付け上の制限がある場合もあるが、格付けだけを見て購入を決めることはなく、格付けは二次的または三次的な重要性しかもっていない」というように、基本的に自社の能力でリスクの分析を行っている。

Cat Bond の分析に関しては、「科学的な方法で計算されたリスク評価を最も重視している。①市場の状況、②トリガーのタイプ、③引き受けられたリスクのポートフォリオが安定したものであるかどうか、④債券のストラクチャーそのものがどれだけ健全であるか等に重点を置く」とコメントしている。

b. B社の事例

ア. B社の概要

B社は、保険会社を中心とする機関投資家向けの債券運用に特化したマネーマネージャーであり、大手再保険会社の子会社である。主要顧客は、米国内の保険会社であり、近年は、欧州での顧客獲得にも注力している。B社は、保険専門のリサーチ、コンサルティング会社を擁し、これを通じて保険の専門性を蓄積してきた。

イ. B社による保険リスクへの投資<sup>241</sup>

i) 保険リスクへの投資

B社には、保険リンク証券を投資対象とする専門ファンドがあり、この保険リンク証券専門ファンドを通じて保険リスクへの投資を行っている。

ii) 投資の現状

一般に、「保険リンク証券専門ファンドの多くは異常災害リスクを投資対象とするものが多い」が、B社の専門ファンドの場合は、「75%が生命保険の証券化商品で、25%が異常災害等、損害保険の証券化商品（2006年11月時点）」というように、生命保険の保険リンク証券を中心に投資している。「B社の専門ファンドの資金は、全部で1億2500万ドルであり、投資家の内訳は、親会社である大手再保険会社が2500万ドル、1億ドルがその他の投資家」としている。

収益率については、「B社の専門ファンドの目標収益率はファンド全体で12%。シナリオ数約5万のモンテカルロシミュレーションを使った分析では、リターンのおほとんどが13%~15%の範囲になる。生命保険の証券化商品を多く組み入れることで安定的に高利回りが得られるファンドになっている」とコメントしている。

<sup>241</sup> 以下の「 」部分は、2006年11月のB社に対するインタビューによる。

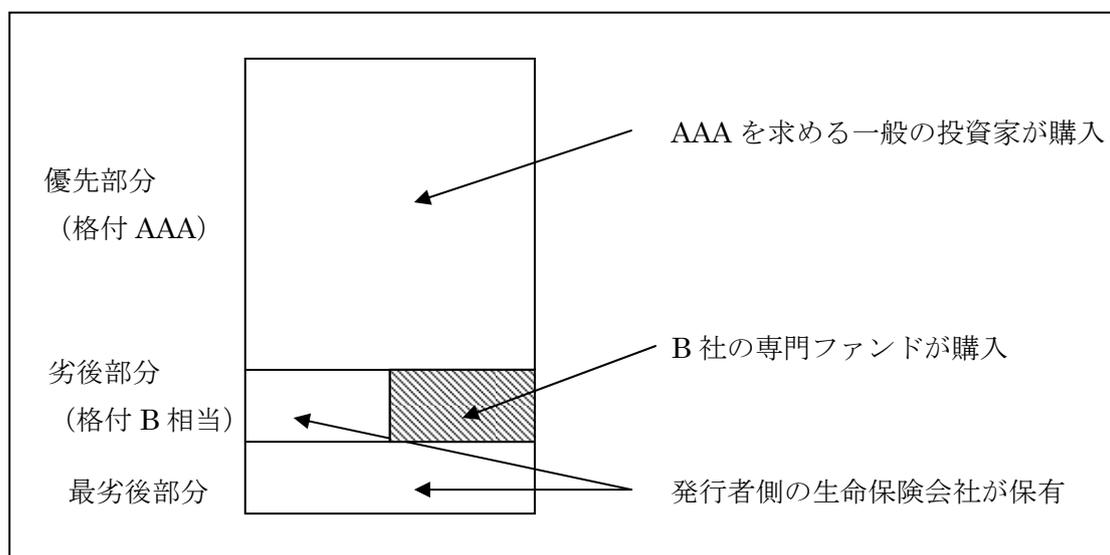
iii) 投資対象にしているリスク（生命保険の場合）

B 社の専門ファンドにおける生命保険関連の投資対象は、「XXX 関連、エンベディッドバリュー等の証券化商品」であり、「最近では、新しいものとして、死亡率急上昇リスクの証券化商品への投資も行った」としている。

B 社の専門ファンドの投資対象は劣後トランシェ部分であり、「格付けはないがリスクはおよそ B 格相当」である。「例えば、XXX 関連の証券化で、5 億ドルの取引だとすると、このうちの 4 億ドルは、AAA 格で発行され、AAA 格を求める投資家が購入する。劣後部分については、最初のロスポジション（最劣後部分）は発行側の生命保険会社が持つ。これらの中間にある劣後トランシェの半分は、やはりこの生命保険会社が持ち、残りの半分を B 社の専門ファンドが購入する」（《図表 3-36》）と説明している。

この部分のリスクについて B 社では、「生命保険会社が最劣後部分を持っているため、安全性は高い」、「証券化の背後にあるのは、個人の生命保険であり、1 つ 1 つの生命保険が独立しているため、ハリケーンのような大きな変動にはならない。異常災害リスクは変動が大きいですが、生命保険のリスクは安定している」と考えている。「B 社の専門ファンドは AAA 部分は購入しない」が、これは「AAA 部分の収益性は劣後部分の収益性に比べ低いため」としている。

《図表 3-36》B 社の専門ファンドによる投資の例（イメージ図）



(出典) 2006 年 11 月の B 社に対するインタビューをもとに作成。

iv) ファンドの運用体制

B 社の専門ファンドの運用体制については、「投資銀行出身の 2 名が運用計画を立てている。リスク分析には生命保険の専門知識が必要であり、フルタイムの

アクチュアリーが数名いる。ファンドマネージャーには、金融出身、保険出身の両方がいる」とされ、自社の能力でリスク分析を行い投資している。

## (2) 保険リスクの資本市場への移転—その2：サイドカー

### ① サイドカー市場の実態

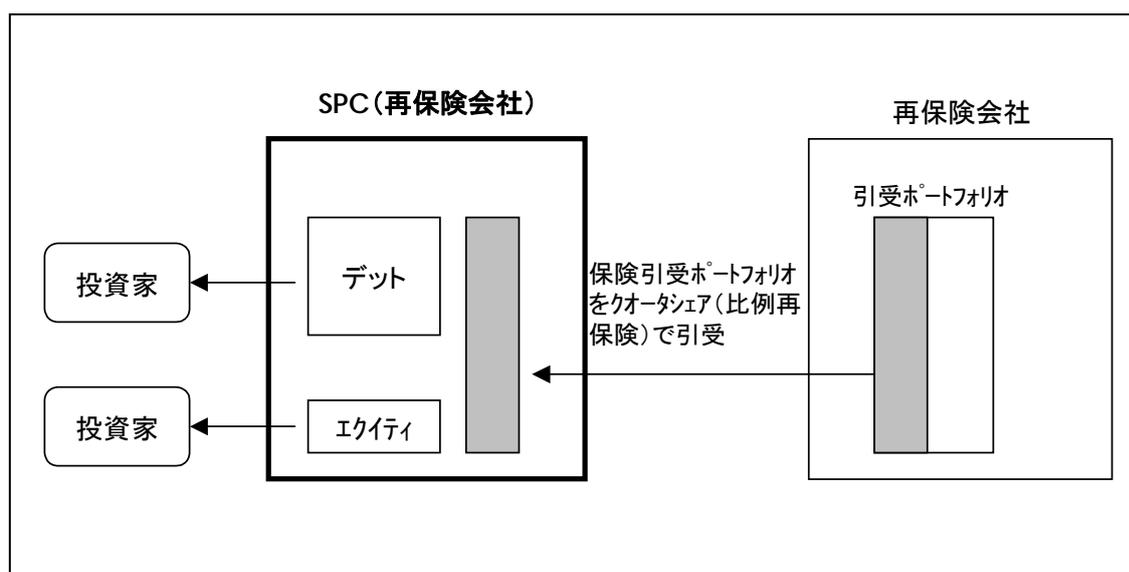
#### a. サイドカーのスキームと発行例

サイドカーは、保険会社の保険契約からなるポートフォリオ（種類、範囲等は契約により特定する）の一定割合に関する収益とリスクを投資家と分担する仕組みであり、2005年頃より取引が活発になってきた比較的新しい手法である。再保険料率が高い時期に、短期的に特定の保険リスクに投資し高収益をあげるという投資家の狙いと、投資家の資本を利用して高収益を確保しようとする再保険会社の狙いの両方に応える器として利用されるようになった。取引の組成においては、保険リンク証券同様、投資銀行が、新しい提案を用意する等、大きな役割を果たしている。デット部分については格付機関による格付を利用する場合もある。

#### ア. サイドカーのスキーム

再保険会社として設立された SPC（特別目的再保険会社）が、再保険会社の保険契約からなるポートフォリオ（引受ポートフォリオ）の一定割合（例えば 50%）を再保険契約により引受け、投資家から資本調達を行う。この際、引受ポートフォリオについて、移転する保険契約の種類、範囲等は再保険契約により特定する。

《図表 3-37》 サイドカーのスキーム



(注) 移転する保険契約の種類、範囲等は、再保険契約により特定する。

(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

#### イ. 発行例

《図表 3-38》に示したのは、Goldman Sachs が、全体の取引をアレンジするリードマネージャーとなり、バミューダの再保険会社 Arch Reinsurance が出再保険会社（Cedant, リスク移転者）となって、2005 年にサイドカー取引を行った例である。この例では、エクイティ 420 百万ドル、デット 420 百万ドルが発行されており、デット部分には S&P 社の格付けが利用されている。

《図表 3-38》サイドカーの例

- ・ 出再保険会社（Cedant, リスク移転者）：Arch Reinsurance  
(バミューダの再保険会社)
- ・ リードマネージャー：Goldman Sachs
- ・ 発行額：エクイティ 420 百万ドル、デット 420 百万ドル
- ・ 格付け：エクイティは格付けなし、デットは BB+（S&P 社）

(出典) Goldman Sachs2008 年 2 月資料より。

#### b. 主要投資家層とアレンジャー

##### ア. 主要投資家層

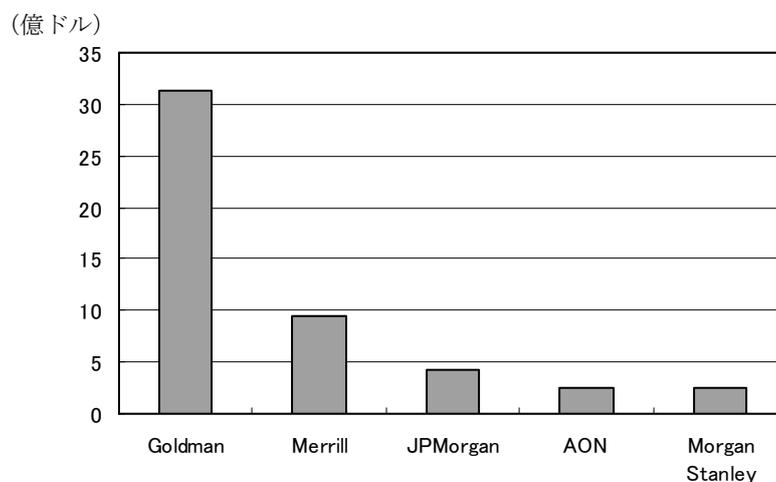
サイドカーの「エクイティ部分には、プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジファンド、年金基金等が投資している。デット部分には、ヘッジファンド、CLO（ローン担保証券）、銀行等が投資している」<sup>242</sup>とされている。

##### イ. アレンジャー

サイドカーのアレンジャーとしては、Goldman Sachs を中心に、Merrill Lynch、JPMorgan 等がリードマネージャーとして市場を牽引している。（《図表 3-39》）

<sup>242</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 3-39》サイドカーのリードマネージャー（引受実績累計）



(出典) Goldman Sachs2008年2月資料より作成。

### c. 保険リンク証券との違い

サイドカーには、保険リンク証券同様、伝統的再保険の代替という側面があるが、リスク引受のために投資家から資本を調達するという意味では、伝統的な株式発行による資本調達の代替とみなされる側面もある。

前述のように、保険リンク証券の場合は、発行側にとってコストが高い、発行手続きに時間がかかる、投資家側にとって保険リスクの理解が難しいといった成長阻害要因がある。サイドカーの場合は、発行側にとって、事務的成本、時間等の面で保険リンク証券に比べ優位にある。投資家側は、保険リスクの理解に関し、再保険会社の引受技術を利用することができるというメリットもある（《図表 3-40》）。

《図表 3-40》サイドカーと保険リンク証券 (Cat Bond) との比較

	Cat Bond	サイドカー
取引の内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>典型的には、元受保険会社または再保険会社が、債券発行により、資本市場の投資家に保険リスクを移転する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>典型的には、再保険会社が再保険の形態で元受保険会社から保険リスクを引き受ける。</li> <li>その際、再保険会社は、資本市場から資本（エクイティ、デット）を調達し、自己の資本とサイドカーによる資本の両方をベースにして、リスクと収益を投資家と分担する。</li> </ul>
取引の狙い	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスクの移転先を再保険業界以外にも確保する（再保険料の高騰等に備える）狙い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>再保険会社は収益の確保や元受保険会社との良好な関係を保つため、資本市場からの資本調達により、リスクを引き受けることが可能になる。</li> <li>サイドカーによる資本調達は普通株式での資本調達よりも低コスト。</li> </ul>
トリガー	<ul style="list-style-type: none"> <li>パラメトリック等の客観的指標が主流（その場合は、ベースリスク大）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>インデムニティ（リスクの出し手にとっては、損害に応じた支払いを受けられるため、ベースリスクは小）</li> </ul>
期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>1～5年が主流。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1～2年が主流。</li> </ul>
発行コスト	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行当初にかかる固定費が大きい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>保険リンク証券の発行に比べ、固定費は小さい。</li> </ul>
投資家側のメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>客観的なインデックスがトリガーに設定されている場合は、支払い金額等に関する透明性が高い。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>再保険会社の引受技術を利用し、保険リスクの引受による高収益の追求が可能。</li> </ul>

（出典）2006年12月の現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

## ②取引拡大の背景および当事者にとっての課題と狙い

サイドカーにおける取引拡大の背景および当事者にとっての課題と狙いは、Cat Bondと共通する部分が多い。しかし、Cat Bond では、再保険市場がソフト化しても、保険会社にとってリスク移転の必要性が継続するケースが多いが、サイドカーでは、再保険市場がハードで収益性が高い時期には取引のニーズが強いが、ソフト化した場合はニーズが乏しくなるという点では違いがある。実際、サイドカーの取引は 2005 年、2006 年と拡大したが、2007 年には減少に転じている。

### a. 発行側（再保険会社側）

#### ア. 市場拡大の背景

##### i) 再保険キャパシティの不足、再保険料率の上昇

サイドカー取引拡大の背景には、「ハリケーン・カトリーナ等、ハリケーン多発に伴う再保険キャパシティの不足、再保険料率の上昇」<sup>243</sup>があり、これらの点は Cat Bond と共通している。

##### ii) 再保険会社の財務体力が悪化

上記に加え、「カトリーナ等に関する保険金支払いで再保険会社の財務体力が悪化した」<sup>244</sup>ことも、サイドカー拡大の重要な背景の 1 つとされている。

#### イ. 発行側（再保険会社側）にとっての課題と狙い

##### i) 引受を行うための資本が不足

再保険会社にとっては、「収益の確保、元受保険会社との関係維持等のためリスク引受を行いたいが、財務体力の悪化により資本が不足する」という課題が生じた。しかし、「資本市場から資本調達を行えばリスク引受が可能になる」<sup>245</sup>と考えられた。

##### ii) 普通株式での資本調達よりも低コスト

「サイドカーでの資本調達は、普通株式での資本調達よりも低コスト」<sup>246</sup>と見られている。特に、ハリケーン・カトリーナ発生後のように、再保険会社の財務体力が悪化した局面では、再保険会社が普通株式で資本調達を行うのは、高コストだったとされている。

<sup>243</sup> 2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>244</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>245</sup> 同上。

<sup>246</sup> 2006 年 12 月の現地関係者に対するインタビューによる。

iii) 低い固定費、短時間で取引可能

サイドカーの場合、「保険リンク証券よりも、低い固定費で、短時間で取引できる」<sup>247</sup>ことも発行側にとって重要な要素であった。

iv) 手数料収入の確保

発行側の再保険会社にとって、「保険引受ポートフォリオのうち投資家に移転した部分はバランスシートの拡大なしに手数料収入の確保が可能である。サイドカーの組成は、CDO（債務担保証券）に良く似ている。再保険業界は、かつて銀行が行った証券化と同じことを行おうとしている」<sup>248</sup>とされているように、再保険会社にとって、手数料の確保も重要な狙いの1つとなっている。

b. 投資家側

ア. 市場拡大の背景

投資家側における市場拡大の背景としては、Cat Bond の場合と同様、次のような点があげられる。

i) ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド等の拡大

「ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド等の高収益を追求するファンドが拡大」<sup>249</sup>するようになった。特にサイドカーのエクイティ部分への投資については、プライベート・エクイティ・ファンド拡大による影響が大きい。

ii) 伝統的投資の収益性低下、異常災害リスクに対する投資の収益性向上

「伝統的投資の収益性が低下する一方、異常災害リスクに対する投資の収益性は向上した」<sup>250</sup>ため、「投資家は、信用リスク商品の代替としてサイドカーに投資」<sup>251</sup>するようになった。

イ. 投資家側にとっての課題と狙い

収益性が高く、伝統的投資との相関が低い点に魅力を感じて投資している点は、Cat Bond と共通する。この他、サイドカーの場合は、再保険会社の引受技術を利用して高収益を追及することができる等、保険リンク証券に比べ有利な要素もある。

---

<sup>247</sup> 同上。

<sup>248</sup> 同上。

<sup>249</sup> 2006年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>250</sup> 2006年11月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>251</sup> 2006年12月の現地関係者に対するインタビューによる。

i) 収益性が高く、伝統的投資との相関が低い

サイドカーは、投資家にとって「収益性が高く、また伝統的な株式や債券のリスクとの相関が低いため、効率的な分散投資になる」<sup>252</sup>、「サイドカーのエクイティ部分の多くは、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドが購入しているが、このようなヘッジファンド等が求めているのは最低でも20%以上の期待利回りである」<sup>253</sup>、「米国では、典型的なBB格のクレジットリスク商品はLIBOR+150~200 ベーシスポイントで取引されているが、サイドカーにおける典型的なBB格はLIBOR+400~600 ベーシスポイントで取引されている」<sup>254</sup>とコメントされているように、投資家は非常に高い収益性を求めている。

ii) 再保険会社の引受技術を利用し高収益を追及

投資家は、「再保険会社の引受技術を利用し、高収益を追求」<sup>255</sup>している。「資産配分上、保険リスクへの投資を少額予定しているヘッジファンドが、サイドカーに投資する場合がある。この場合、ヘッジファンドは再保険会社の専門知識に依存する。再保険会社をアセットマネジャーに見立て、資産ではなく、債務のポートフォリオ管理をしてもらうようなイメージ」<sup>256</sup>になる。

iii) 収益性の高い新規契約のうまみだけを享受

「投資家にとって、既存再保険会社の株式への投資では、既存の保険契約があるため、新規契約のうまみだけを享受できない。また、再保険会社の新設では、立ち上げ時の初期コストが大きく、収益貢献までに時間がかかる上、再保険の引受技術を持つアンダーライター等を手配する必要がある」<sup>257</sup>が、サイドカーの場合は、投資家にとって、再保険料率が上昇し、保険リスクの引受で高収益が見込める期間だけ投資し、この収益を享受することが可能になる。

### ③成長阻害要因

サイドカーの成長阻害要因としては、次のような点があげられている。実際、2007年には、保険会社における資本調達ニーズの低下や投資対象としての魅力の低下等を背景として、サイドカーの取引は減少している。

---

<sup>252</sup> 同上。

<sup>253</sup> 同上。

<sup>254</sup> 同上。

<sup>255</sup> 2006年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>256</sup> 同上。

<sup>257</sup> 同上。

#### a. 発行側（再保険会社側）

##### ア. 資本調達の必要性の低下

サイドカーのエクイティ部分は、発行側にとって「株式発行による資本調達の代替と考えられており、再保険会社にとって株式による資本調達ニーズが乏しい場合は、発行する必要性が低い」<sup>258</sup>とされている。

#### b. 投資家側

##### ア. 再保険市場のソフト化

投資家にとっては、「再保険市場がソフト化した場合、サイドカーへの投資も、ハード期におけるような高収益性を享受できなくなり」<sup>259</sup>、投資対象としての魅力が低下する。

##### イ. 透明性が低い

サイドカーでは、「投資家は再保険会社のオペレーショナルリスクを抱えることになり、オペレーショナルリスクのない保険リンク証券に比べ透明性は低い」<sup>260</sup>とされている。

### 4. 事例調査のまとめ

これまで見てきた ART の事例について、(1) 事業会社による ART 利用、(2) 保険リンク証券、サイドカー取引はなぜ拡大したのか、(3) 保険リンク証券、サイドカー生成・発展の意義、(4) 保険リンク証券と伝統的再保険、サイドカーと株式発行による資本調達、という 4 つの視点から整理する。

#### (1) 事業会社による ART 利用

前述のように、事業会社による ART 利用の中心はキャプティブである。しかし、キャプティブは、基本的に従来 of 保険の枠組みを利用する、リスクの一部自己保有であり、金融と保険の融合を表す現象とは言えない。その他の ART としては、インテグレートド・リスク・プログラムの利用が比較的多いが、これも複数の保険種目を統合し 1 つの保険商品としたものが中心で、この場合やはり金融と保険の融合とは言えず、金融と保険の融合を表す現象は、事業会社による利用という視点では、大きくは広がっていないことがわかった。

事業会社によるリスクマネジメントは変化してきている。近年、大企業中心に ERM に高い関心が示されるようになり、実際にこの取組みに注力している例も多数見られる。インタビューを行った事業会社に関しては、リスク移転によるコストの節約、保険料水準の

<sup>258</sup> 2007 年 11 月に開催したカンファレンス（研究会の特別会合）での現地関係者のコメントによる。

<sup>259</sup> 2006 年 8 月の現地関係者に対するインタビューによる。

<sup>260</sup> 同上。

変動回避、自社のニーズに適した保険カバーの確保といった観点から、今後リスクの自己保有分を増やしたいとのコメントがあったものの、ERM 取組みの進展に伴い、「金融と保険の融合を表す ART（キャプティブ等を利用したリスクの自己保有を含まない）」の利用が拡大するとの方向性は見出せなかった。

## （２）保険リンク証券、サイドカー取引はなぜ拡大したのか

保険リンク証券やサイドカー取引は、保険会社が、伝統的再保険に代わってリスクを資本市場に移転する代替的ルートを確認しようとする試みであり、この取引拡大の背景には、2005 年 8 月ハリケーン・カトリーナ等の異常災害発生、これに伴う再保険市場のキャパシティ不足、再保険料率の上昇といった環境変化があった。保険リンク証券やサイドカー取引の拡大は、資本市場における投資資金の拡大や投資家層の広がり、金融・資本市場の当事者である投資銀行等と、保険市場の当事者である保険会社、保険ブローカー等との両者の知識・技術の交流により新たな技術が生まれることで可能になった。

投資銀行や保険会社、保険ブローカーに加え、異常災害リスクに関するモデルを作成し提供するモデリング会社や、証券の格付けを行う格付機関、法律・会計事務所等の当事者間での連携や競争により技術が進展し、証券化対象リスクの種類やリスクの幅が広がり、手法、償還期間等も多様化してきた。このような動きと並行し、投資ニーズの異なる様々な投資家層が、自身のニーズに適した保険リンク証券やサイドカーに投資するようになってきた（《図表 3-41》）。

《図表 3-41》 保険リスクに投資する投資家層

投資家	主な投資対象
ヘッジファンド	ハイリスク、ハイリターンの商品に投資することが多い。
キャットファンド（異常災害リスク専門に投資するヘッジファンドの特殊形）	Cat Bond の他、異常災害リスクを引き受ける保険デリバティブ、保険会社の新設（株式購入）等も投資対象とする。キャットファンドは、一般に、異常災害リスクであれば、高いリスクから低いリスクまでの全てを投資対象にする。
プライベート・エクイティ・ファンド	プライベート・エクイティ・ファンドの投資対象は、サイドカーのエクイティ、保険会社の新設（株式購入）、既存の保険会社の株式購入等。プライベート・エクイティ・ファンドは、事業を改善し、被買収または株式公開という形で売却し、大きなキャピタルゲインを得ることを志向。
マネーマネージャー	BBB または BB+ といった比較的高い格付けの Cat Bond への投資では、マネーマネージャーがリーダー。

（出典）2006 年 11 月の現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

### (3) 保険リンク証券、サイドカー生成・発展の意義

#### ①発行側（保険会社側）にとって

発行側（保険会社側）にとっては、伝統的再保険に代替するルートができたことで、リスク移転に関し、資本市場の投資家の資金を有効に活用できる可能性が開け、選択肢が拡大したという意義がある。投資家の投資ニーズに合った商品を提供することで、様々な投資ニーズを持つ幅広い投資家の資金を活用できるようになってきた。

#### ②投資家側にとって

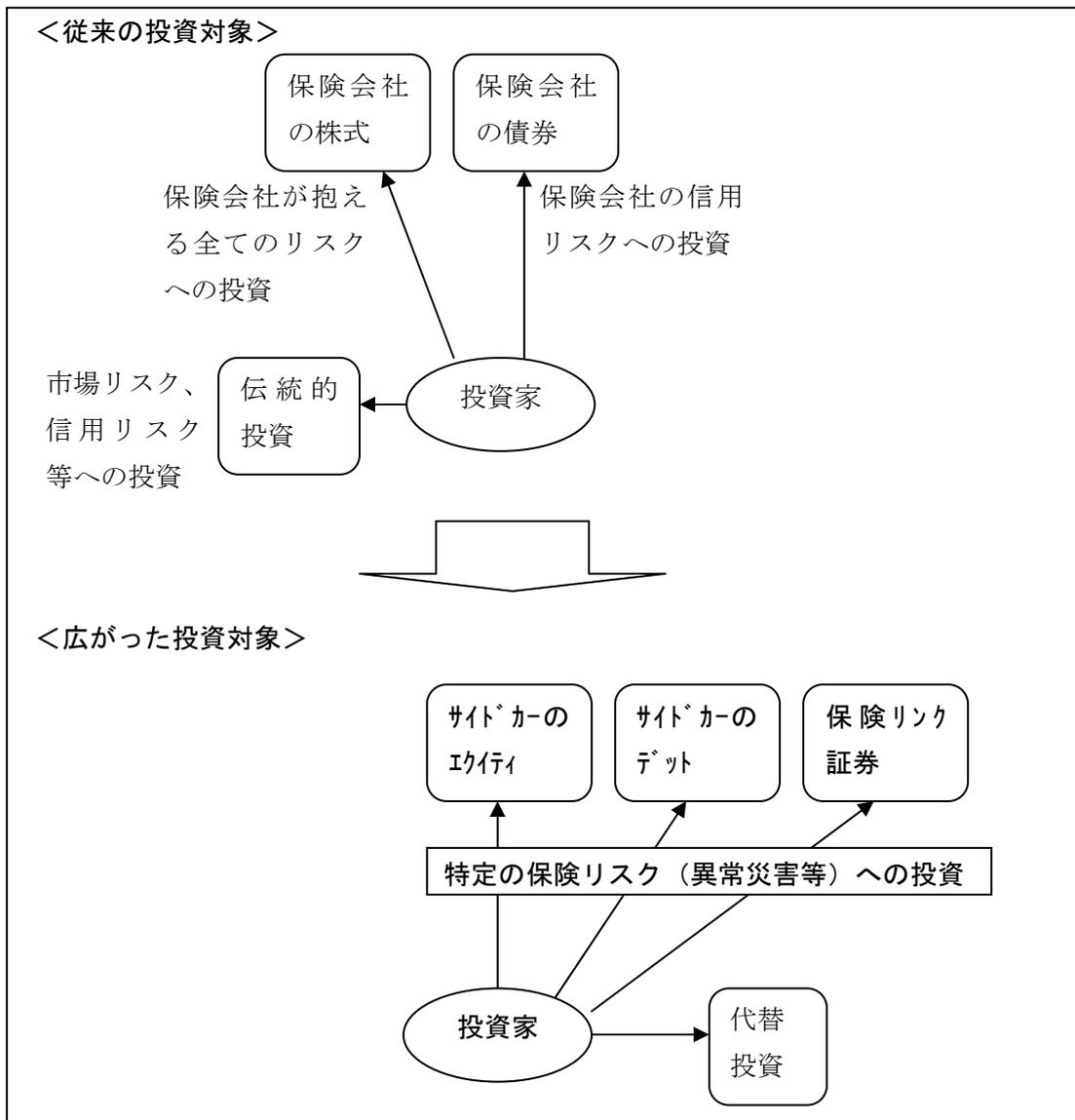
投資家側にとっては、様々な投資ニーズに応じて、株式や債券等の伝統的投資とは相関性が低い保険リスクに投資することが可能になり、投資対象の選択肢が拡大したという意義がある。保険リンク証券やサイドカーでは、特定の保険リスクを投資対象とすることができる。また、保険リンク証券、サイドカーとも、投資対象は、ローリスク・ローリターンからハイリスク・ハイリターンまで広範に用意されるようになってきている。

保険リスクへの投資に関して、保険会社の株式、保険リンク証券、サイドカー等への投資の違いについて、現地関係者は次のように述べている<sup>261</sup>。「保険会社の株式への投資、保険リンク証券への投資、サイドカーへの投資は、それぞれの手法が互いに補完しており、それぞれのルートが異なる投資家ニーズに通じている。保険会社が伝統的な株式発行で追加的に資本を調達する場合は、保険のことを良く知っており、保険への投資を好む投資家が出資者となる。この場合、投資家は特定の異常災害リスクだけでなく、保険会社が抱える全てのリスクをとることになる。しかし、保険リンク証券では、特定の異常災害リスクだけに特化して投資することができる。サイドカーの場合は、保険リンク証券と伝統的株式との中間的位置づけで、投資家は特定の異常災害リスクに投資することが可能だが、ポートフォリオの管理は発行側の再保険会社に依存している。保険リンク証券では、投資家はオペレーショナルリスクを抱えることにならないが、サイドカーの場合にはこのようなリスクがある」という。

---

<sup>261</sup> 2006年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

《図表 3-42》 投資家側から見た投資対象の広がり（イメージ図）



（出典）2006年8月の現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

#### (4) 保険リンク証券と伝統的再保険、サイドカーと株式発行による資本調達

##### ① 保険リンク証券と伝統的再保険

保険リンク証券を利用している保険会社は、伝統的再保険と保険リンク証券の両方を利用している。伝統的再保険には、キャパシティや保険料率の変動等のマイナス面がある反面、使い慣れている、小規模なリスクでもコストに見合う取引ができるといったメリットもある。保険リンク証券には、資本が潤沢な資本市場にリスクを移転できるというプラス面がある反面、発行側にとって、コストが高い、発行手続きに時間がかかる、ベースリスクの存在等の成長阻害要因があり、投資家側にとっては保険リスクの理解が難しいといった成長阻害要因がある。

また保険リンク証券は、固定費が大きく、大規模なリスク移転でないとコストに見合わないため、大規模なリスクの移転の際にのみ利用されるのが一般的である。このように、伝統的再保険と保険リンク証券にはそれぞれプラス面、マイナス面の特徴があり(《図表 3-43》)、用途に応じて使い分けられている。これらのことから、保険リンク証券が、伝統的再保険の全てを代替する方向に向かっているとは言えない。

《図表 3-43》 伝統的再保険と保険リンク証券の特徴比較  
— 発行者（保険会社、再保険会社）側から見た場合

	プラス面	マイナス面
伝統的再保険	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 使い慣れている（供給者は保険リスクに関し専門性の高い再保険会社であり、利用しやすい）。</li> <li>・ 比較的小規模のリスクでもカバー可能。</li> <li>・ ベースリスクは小さい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 時期により、キャパシティの不足、保険料率の変動がある。</li> <li>・ 再保険会社の信用リスクあり。</li> </ul>
保険リンク証券	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 保険市場に比べ巨大な資本市場に存在する投資家の資金を活用できる（資本市場への直接的なリスク移転により、再保険業界のキャパシティ不足、保険料率の変動等を回避できる可能性がある）。</li> <li>・ 信用リスクが排除できる。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資家による理解が難しく、投資家からの要求利回りが高いため、コスト高になりやすい。</li> <li>・ 債券発行に要する事務コスト（発行手数料、モデル構築費用、格付取得費用等）が高く、大規模な取引でないとコストに見合わない。また、発行手続きに時間がかかる。</li> <li>・ 客観的指標等をトリガーとする場合は、ベースリスクがある。</li> </ul>

(出典) 2006年8月、2006年11月の現地関係者に対するインタビューをもとに作成。

## ②サイドカーと株式発行による資本調達

サイドカーは、投資家にリスクを移転する手段の1つと捉えることができるが、資本調達という観点からは、伝統的な株式発行に代替すると見ることもできる。サイドカーによって発行される証券の期間は、一般に1~2年と短く、伝統的な株式発行による資本調達に比べ、一時的な資本調達の色彩が強い。

2005~2006年には、ハリケーン・カトリーナ等の影響により保険会社の財務内容が悪化し、資本調達ニーズが高まったことを背景に、伝統的株式発行による資本調達よりも低コストといった魅力もあって、サイドカーの取引が活発化したとされている。

投資家は、サイドカーの収益性の高さに魅力を感じて投資をしているところがあり、再保険市場がソフト化し、保険会社が発行する株式や債券への投資と同程度の収益性になってしまえば、投資意欲は減衰してしまう可能性があり、実際、再保険市場がソフト化した2007年はサイドカーの取引が減少に転じている。しかし、今後再保険市場がハード化する局面では、再保険会社と投資家の両方が高収益を求めて協力し合うことを通じて、サイドカーの取引が再度拡大する可能性もある。

## ③保険リンク証券・サイドカーとリスク移転・資本調達の伝統的ルート

以上のように、保険リンク証券やサイドカーと、リスク移転・資本調達の伝統的ルートには、それぞれプラス面とマイナス面の特徴があり、各当事者のニーズや事情に応じて使い分けられている。保険リンク証券やサイドカーは、発行側、投資家側双方を取り巻く環境の変化によって市場取引には増減が生じるものの、伝統的ルートの全てを代替する方向に向かっているとは言えず、伝統的ルートと新たなルートが並存する状態が今後も続く。

## 第4章 金融コングロマリット、ART の事例に見られる金融・保険の融合について（まとめ）

本報告書では、金融と保険の融合化を表す現象のうち、第一に金融コングロマリットの事例研究（資本・組織面での融合）、第二に ART の事例研究（商品面での融合）という2つの領域に焦点を当てて検討してきた。このうち、金融コングロマリットについては ING グループ、ロイズ TSB、アリアンツグループおよびシティグループの4事例を取上げた。また、ART については保険リンク証券とサイドカーの2事例を取上げた。以下に、これまでのまとめと今後の方向性につき記述する。

### 1. 金融コングロマリット

#### (1) 2008年3月までの検討による結論

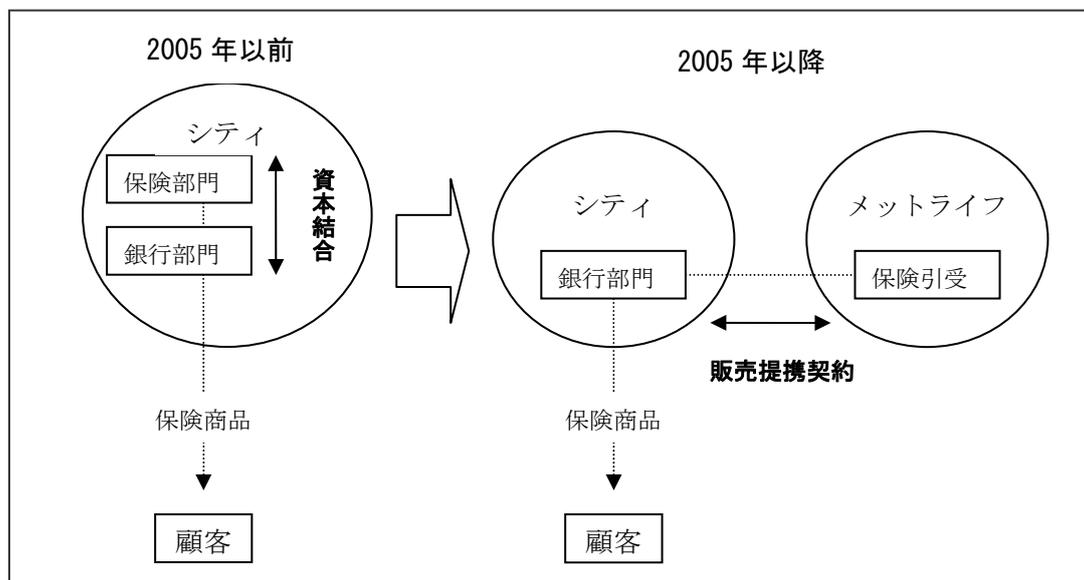
金融コングロマリット形成の契機となる課題と当事者の狙いとして ING グループではグローバル展開を図るための「規模の拡大と強固なバランスシート・強大な資本力の確保」と「規制緩和によるリスク増大とチャンス拡大を見越した対応」に力点が置かれていた。ロイズ TSB ではスコティッシュ・ウィドウズが持つ「強力なブランドの獲得」が重要視された。アリアンツグループでは国内の損害保険事業が成熟化する中で「コア事業の市場が成熟化する中での他業態の取り込み」が重要視された。シティグループではトラベラーズ側から見た「規模の拡大と強固なバランスシート・強大な資本力の確保」とシティという「強力なブランドの獲得」、「事業多様化によるニュービジネスモデルの試み」および金融制度改革法の成立を見越した「規制緩和によるリスク増大とチャンス拡大」が重要視された。

このように金融コングロマリット形成の契機となる課題については各グループで異なっており、金融コングロマリット化は各当事者が自ら置かれた環境に応じて選択した1つの結果であるということができる。また、金融コングロマリットを形成した狙いが実現できたか否かについては各グループにおける当事者の判断でもあり、一概には言えない。

なお、銀行の支店網を通じた保険商品の販売による収益拡大は、いずれのグループも金融コングロマリット形成の重要な狙いの1つとして掲げていた項目である。ただし、シティグループについては、2002年に損害保険部門を分離し、2005年には生命保険部門をメットライフに売却することで、保険引受を含む保険事業を金融コングロマリットから分離するという方向転換を行っている。生命保険部門の分離後は、メットライフとの間で販売提携契約を締結し、銀行の支店網を通じた保険の販売のみを行うという戦略をとり成果を挙げていることは前述のとおりである。このシティグループの方向転換については、保険引受を含む保険事業を自社グループ内に保有することの難しさが、現地インタビューで挙げられているが、銀行の支店網を通じた保険商品の販売推進という狙いについては、金融コングロマリットとして保険業を資本結合により保有するという選択肢の他に、販売提携契

約により保険商品の販売のみを行うという選択肢もあり、今後もこうした選択がなされる可能性がでてきたことを意味するものである。

《図表 4-1》シティグループにおける銀行による保険商品販売



(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

## (2) 2008年4月以降の変化を踏まえて

米欧の主要金融機関では、証券化商品の評価損・売却損等に伴う自己資本比率の低下を回避するため、資産の圧縮を進めるとともに、資本増強策を相次いで打ち出した。しかし、自前での増資が難しい場合もあり、公的資本の注入や合併・買収、事業売却による金融再編の動きが進んできた。

米国投資銀行に関しては、2008年3月にベア・スターンズがJPモルガン・チェースに救済買収された後、9月には、リーマン・ブラザーズが連邦破産法11条を申請し破綻、メリルリンチがバンク・オブ・アメリカに救済買収された他、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの2社が銀行持株会社へ移行した。これらの動きの中には、米国において商業銀行と投資銀行の融合化が形の上で進んだと捉えられる部分がある。

また、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の取引により、金融・資本市場における巨額の信用リスクを負担していたAIGの救済は、同社が金融・資本市場におけるリスクの取り手としてシステムミック・リスクに深く組み込まれていたことを示唆している。しかしながら、現段階においては、こうした一連の事象が保険業を含む金融コングロマリット化の今後の方向性に影響を与えるものであるか否かを判断することはできない。

一方、2008年4月以降の保険業を含む金融コングロマリット自体の状況を振り返ってみると、2008年8月31日にアリアンツは傘下のドレスナー銀行をコメルツ銀行に売却す

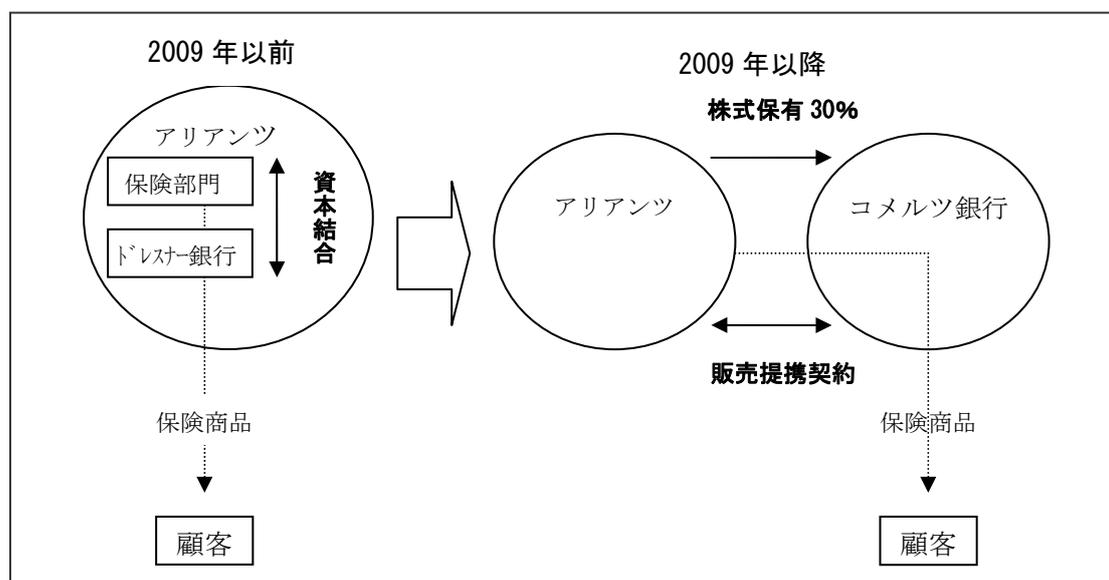
ることを公表、同 10 月 7 日にオランダ、ベルギーを基盤とする金融コングロマリットであるフォルティスがベルギーの銀行、保険部門等をフランスの大手銀行 BNP パリバに売却することを公表した。こうした一連の動きを現象面で捉えると、シティグループに続く金融コングロマリットからの保険事業の分離・独立であり、今後、保険事業を含む金融コングロマリットは解消の方向に向かうという見方もでてきている<sup>262</sup>。しかしながら、こうした動きの原因は金融危機の直接あるいは間接的な影響による銀行・証券業務の収益の悪化であり、保険事業を含む金融コングロマリットの困難性や、契約者や株主といったステークホルダーに対する説明責任履行の難しさといった保険事業を含む金融コングロマリットに内在する要素に起因するものではない。また、本調査研究で取上げた ING やロイズ TSB は、依然として保険事業を含む金融コングロマリットとして存続しており、解消に向かう動きにはなっていない。こうした点を踏まえると、現段階においては保険事業を含む金融コングロマリットは解消の方向にあると断定することはできず、可能性の大小にかかわらず事業戦略上の選択肢の 1 つとしての位置づけには変更はないと考えられる。

なお、アリアンツではドレスナー銀行の売却後は売却先であるコメルツ銀行の株式の 30%を保有するとともに、同行と 15 年間の独占的な販売提携契約を締結し、銀行の支店網を通じた保険商品の販売を推進するとしている。これはシティグループと同様に販売提携契約による保険商品の販売推進戦略であるが、より提携関係を強固にするために株式の保有も行うという点で異なっている。シティグループの場合は数社の保険商品を販売するモデルであるのに対し、アリアンツの場合はアリアンツの保険商品のみを扱うというモデルである点に相違があるが、銀行による保険商品販売については保険事業を含む金融コングロマリット以外の選択肢があり、その中でもシティグループやアリアンツの場合のように種々の形態があることを示している。

---

<sup>262</sup> 2008 年 11 月討論会開催時の参加者コメントによる。

《図表 4-2》アリアンツグループにおける銀行による保険商品販売



(出典) 損保ジャパン総合研究所作成。

## 2. ART

### (1) 2008年3月までの検討による結論

ARTについては、事業会社による「金融と保険の融合を表すART」の利用は限定的にしか進んでいないが、保険会社による、保険リンク証券、サイドカー等を利用した保険リスクの資本市場への移転（金融と保険の融合を表す動き）が、2005年以降拡大してきた。

保険リンク証券やサイドカーは、保険会社、再保険会社が、伝統的再保険によるリスク移転の代替的ルートを確認しようとする試みであり、資本市場における投資資金の拡大や投資家層の広がり、金融・資本市場の当事者である投資銀行等と、保険市場の当事者である保険会社、保険ブローカー等との両者の知識・技術の交流により新たな技術が生まれることで可能になった。

ただし、生命保険を対象とする保険リンク証券の場合は、金融保証会社の保証を利用し安全性の高いAAA格の債券として発行されることが多く、投資家への保険リスクの移転は限定的である。またサイドカーは、再保険市場の収益性が高いハードマーケットの時期に、高収益を狙って設定されることが多く、再保険市場がソフト化した2007年には取引は減少に転じている。

Cat Bondを利用した保険リスクの資本市場への移転については、伝統的再保険市場におけるキャパシティ不足に伴う保険料率の高騰を回避できるといったメリットがある反面、投資家による保険リスクの理解が難しい、発行側から見てコストが高い、発行手続きに時間がかかる、ベシスリスクの存在等の成長阻害要因もある。それに対して、伝統的再保険には、保険料率の変動等のマイナス面がある反面、Cat Bondに比べ、使い慣れている、

小規模のリスクでもカバー可能、ベシスリスクが小さい等のプラス面の特徴もあることから、両者は各当事者のニーズや事情に応じて使い分けられている。

このように、保険リンク証券やサイドカーは、発行側から見ると、伝統的リスク移転手法に代替するリスク・マネジメントの選択肢の1つであり、投資家側から見ると、伝統的投資に代替する投資対象のうちの1つと位置づけられる。発行側、投資家側双方を取り巻く環境の変化によって市場取引には増減が生じるものの、伝統的再保険の全てが保険リンク証券やサイドカーに置き換わってしまうという二者択一の状況になるわけではなく、両者の並存状態は今後も続くと考えられる。

## (2) 2008年4月以降の変化を踏まえて

### ①金融危機により発生した問題

住宅ローンを束ねた証券化を出発点とする証券化商品関連ビジネスは、「組成・転売(originate-and-distribute)型ビジネスモデル」の典型であるとみなされている。金融機関は、住宅ローン債権を証券化商品に変換し、住宅ローンに付随する信用リスクや流動性リスクをオフバランス化し、様々な金融機関や投資家に移転してきた<sup>263</sup>。こうした組成・転売型ビジネスモデルの発展は、本来、投資家のリスク選好度に応じた多様な商品の提供を可能とすることを通じて、投資家の裾野を広げ、リスクの移転・配分を効率化するものと考えられていた。しかし、サブプライムローンの延滞増加を契機に、2008年に入ってから、金融保証会社の財務内容が悪化し格付け引き下げが相次ぐようになり、格付に対する信頼の低下や金融保証の機能低下が生じており、証券化商品市場に混乱が生じた。また、その影響が株式市場や短期金融市場にまで幅広く波及することとなった。さらに、証券化商品や株式の価格下落は、これらを保有する金融機関や投資家に巨額の損失をもたらし、バランスシート規模の圧縮を図る動きが生じている<sup>264</sup>。このような動きから、資本市場における投資家のリスク許容度も低下してきている。

### ②保険リンク証券等への影響

上記のような金融危機により発生した問題が、それぞれ保険リンク証券やサイドカーの今後の取引量にどのような影響を与えるのかについては明確になっていない。ここでは、今後の推移に影響を与える可能性があると考えられる項目として、i. 投資家によ

<sup>263</sup> 日本銀行「金融システムレポート」(2008年9月)。なお、日本銀行「金融市場レポート」(2008年1月)では、組成・転売型ビジネスモデルについて次のような問題を指摘している。ローンの貸し手である金融機関等証券化商品を組成するオリジネーターは、自身のバランスシート上にリスク資産を保有する必要がないため、貸出実行前の審査や貸出実行後のモニタリング等、借り手に関する情報生産のインセンティブ低下の可能性がある。また、投資家側についても、証券化商品のオリジネーターと投資家の間の情報の非対称性の問題が過小評価され、十分な対処がなされていなかった可能性がある。証券化商品の投資家は、ローンの貸し手である金融機関等、証券化商品のオリジネーターと比べて、原債権のリスクを含め同商品のリスクに関して情報劣位な立場にある。さらに、証券化が複数重なった重層構造となっているために、最終リスクの所在が見えにくくなっている点が指摘されている。

<sup>264</sup> 日本銀行「金融システムレポート」(2008年9月)

るリスク許容度の問題、ii. 組成・転売型ビジネスモデルを支える仕組みの機能低下の問題、iii. 混乱期における市場のゆがみ、iv. 保険リンク証券の中の Cat Bond やサイドカーが移転対象とする異常災害リスクと、資本市場における伝統的投資のリスクとの相関関係が低いこと、の4つを取り上げる。

第一の投資家によるリスク許容度の問題については、2005年以降保険リンク証券やサイドカーの取引が拡大してきた背景には、金融緩和の長期化により投資家のリスク許容度が高まる中で、投資家は信用リスクの代替として保険リンク証券やサイドカーに投資をしていたという側面がある。しかし、証券化市場の混乱に伴い、投資家のリスク許容度は低下した。保険リンク証券やサイドカーの購入側である投資家が慎重になることによって、発行の伸びが抑制されるのではないかということである。

第二の組成・転売型ビジネスモデルを支える仕組みの機能低下の問題については、保険リンク証券は、住宅ローン担保証券や CDO（債務担保証券）等の証券化商品と一部共通または類似の仕組みを利用している。金融保証、格付け、特別目的会社といった組成・転売型ビジネスモデルを支える仕組みの機能低下が、保険リンク証券の発行に抑制的に作用するのではないかということである。例えば、生命保険を対象とする保険リンク証券は、金融保証会社の保証をつけて AAA 格で発行される場合が多いが、証券化市場の混乱により金融保証会社の財務内容が悪化し、格付けが引き下げられる例も生じているため、生命保険を対象とする保険リンク証券の発行に抑制的に作用する可能性が指摘されている<sup>265</sup>。また、Cat Bond についても証券化市場の混乱に伴う影響が懸念されている<sup>266</sup>。通常 Cat Bond では、発行時に投資家が払い込んだ資金は、償還等の支払いに至るまで特別目的会社のもとで国債等の安全性の高い資産に投資されている。また、特別目的会社からの確実な支払いを確保するために、特別目的会社は、投資銀行等を相手方として、トータル・リターン・スワップ<sup>267</sup>の契約を締結している。しかし、Cat Bond における特別目的会社による投資の対象に証券化商品が含まれており、これが証券化市場の混乱に伴い大幅に値下がりしてしまった例がある。通常、このような投資対象資産の値下がりにはトータル・リターン・スワップによってカバーされるが、この相手方がリーマンブラザーズであり、同社が破綻してしまったため、トータル・リターン・スワップが機能しなくなり、この Cat Bond の価格が大幅に値下がりした例が存在する<sup>268</sup>。これまで、Cat Bond は、「発行者側の保険会社にとって、投資家が払い込んだ資金が安全に確保されているため信用リスクがないことが魅力」<sup>269</sup>とされてきたが、投資家が払い込んだ資金の安全性が脅かされる場合もあり得ることが浮き彫りになり、Cat Bond の

<sup>265</sup> World Economic Forum, “*Convergence of Insurance and Capital Markets*”, Oct.2008.

<sup>266</sup> Munich Re, “*Insurance –linked securities (ILS) market update Q3 2008*”, Oct.2008.

<sup>267</sup> トータル・リターン・スワップとは、クレジット・デフォルト・スワップよりもリスクを包括的にカバーする取引であり、リスクをヘッジするプロテクションの買い手（ここでは特別目的会社）は、保有している債券の信用リスク、価格変動リスク等をカバーすることができる。

<sup>268</sup> LANE FINANCIAL, “*What Were We Thinking?*”, Nov. 24, 2008.

<sup>269</sup> 2006年8月の現地関係者に対するインタビューによる。

発行、投資にマイナスの影響を及ぼす可能性が考えられる。

第三の混乱期における市場のゆがみに関しては、現在のような金融危機時には不均衡が生じており、このような状況下では、ART 全体がより利用されやすくなるのではないかということである。この点につき、ART はリスクヘッジの手段として再保険に代替すると同時に、資本調達代替と考えることもできる。本来、資本はより高い利回りを求めて市場間を移動し、市場間で価格差があれば裁定が働き、価格差が解消される動きが生じるという見方がある<sup>270</sup>。例えば、保険業界においては、金融危機時にリスク移転または資本増強のニーズが強まる可能性があるが、公募増資では機動性に乏しく、また資本コストが高くなってしまう場合がある。保険会社側は、より低いコストでの資本調達を模索するため、市場間における価格形成のゆがみを考慮した裁定の考え方から ART の利用を検討する必要性が高まり、かつ、危機時は平常時よりも技術革新が起きやすく、ART の発展が加速する可能性があるとしている<sup>271</sup>。

第四の異常災害リスクと伝統的投資との相関関係が低いという点については、Cat Bond のような異常災害リスクを対象とする投資では、金利や株価の変動リスク、信用リスク等の伝統的投資商品との相関性が低いことからリスク分散の効果が期待できること、かつ、信用リスクと異なり、異常災害等のリスクに関するモデルに基づく分析が開示されているため透明性が高いといった観点から、証券化市場の混乱から受ける影響は限定的であり、今後も順調に推移するのではないかということである。また、証券化市場では信用リスクに対する投資で大きな損失が発生していることから、信用リスクとは異なる異常災害リスクへの投資が選好されるのではとの見方もある<sup>272</sup>。

なお、金融危機の影響とは直接関係はないが、現状、保険リンク証券等の発行は先進国を中心に行われているが、途上国の異常災害リスクのマネジメントに関し、保険リンク証券等の利用によるマーケットメカニズムの活用も注目されるようになってきており、今後、利用が活発化するのではないかとの見方もある。

### ③保険リンク証券等の現状と現段階での結論

以上、金融危機による今後の影響につき現時点で考えられる項目につき記述した。次に保険リンク証券等に関する現状とその見方を紹介するが、今後どのような影響がでてくるかについては必ずしも明確になっていない。しかし、2008年3月末時点において結論とした、保険リンク証券やサイドカー等の ART は、その時々状況により、活発に利用されるものとそうでないものという違いが生じるものの、リスク・マネジメントの1つの選択肢として存在し続けるという位置づけには変更がないものと考えられる。

まず、サイドカーについての現状であるが、2005年、2006年に急拡大した後、2007

<sup>270</sup> ただし、実際には、情報の非対称性、規制・会計・税務、取引コスト等の要素のため、裁定の機能がうまく働かない場合もある。

<sup>271</sup> 2008年11月討論会開催時の参加者コメントによる。

<sup>272</sup> 同上。

年には前年に比べ大幅に取引が減少している。これは、再保険市場がソフトマーケットになり、それまでの高い収益性という魅力が低下したこと等が原因であるとされている<sup>273</sup>。生命保険を対象とする保険リンク証券の発行は、2008年に入ってからほとんど発行が止まっている。この点については、前述した金融保証会社による金融保証の機能低下による影響が大きいとの見方が存在している<sup>274</sup>。Cat Bond の発行は、2008年に入り前年比減少傾向となっているが、2004年以前の水準は上回っている。2008年入り後の減少傾向については、2004年から2005年にハリケーン発生が多発した影響がなくなり、再保険市場がソフトマーケットになっていることが影響しているものであり、Cat Bond の趨勢的な拡大傾向は続いているとの見方がある<sup>275</sup>。

### 3. 金融・保険の融合の方向性

上記のとおり、保険業を含む金融コングロマリット化も ART の利用も、その方向性につき明確な状況には至っていない。これらは経営環境が変化する中、当事者が抱える種々の課題に対応する手法として選択、実行したものであり、各当事者間にある程度共通する狙いはあるものの、個別の意思決定の結果である。金融コングロマリット化も ART の利用も、当事者にとっては、従来の方法に代替する選択肢の拡大という意義が大きかったと言えよう。選択肢の1つとして、今後も残り続けると考えられ、この結論は、2008年における世界金融危機を経験したことによって変わるものではない。

なお、金融コングロマリット化を問題解決の技術として捉えると、銀行業と保険業との間における相互販売や、性格の異なる業態間における効率的なマネジメントを実現できる技術を作り上げる前提として、従来からの銀行業の知識・技術と保険業の知識・技術の両方を活かして効率性、収益力を向上させようとする新たな試みという努力があったことができる。ART に関しても、金融・資本市場の当事者である投資銀行等と、保険市場の当事者である保険会社、保険ブローカー等との両者の知識・技術を交流させることによって、発行側、投資家側双方のニーズに沿った解決策を提示できる新たな技術が生まれ、保険リンク証券、サイドカー等の市場が発展してきている。投資家側においても、一部の先進的な投資家は、金融の専門家と保険の専門家の両方をチーム内にそろえることで、自力での保険リスクの分析・投資を可能にするという努力を継続している。

このように、保険業を含む金融コングロマリットと ART のいずれの事例においても、課題を抱えた当事者たちによる新しい試みが繰り返されてきており、起業家精神を持った当事者による金融と保険の枠を超えた新たな試みが組織的に継続されてきたことが確認できた。金融・資本市場の混乱は、一時的な停滞、後退をもたらすこともある反面、新たな試みや技術革新を加速する方向に作用する可能性も考えられる。今後もこうした試みが続

<sup>273</sup> 2007年11月カンファレンス開催時の参加者コメント、World Economic Forum, “*Convergence of Insurance and Capital Markets*”, Oct.2008.等による。

<sup>274</sup> World Economic Forum, “*Convergence of Insurance and Capital Markets*”, Oct.2008.

<sup>275</sup> 2008年11月討論会開催時の参加者コメントによる。

けられる限り、その時々環境変化に応じて金融・保険の枠を超えた革新的な技術が開発されていく可能性がある。



# 添 付 資 料



## 1. 「金融・保険の融合に関する研究会」メンバー

(敬称略、50音順、肩書きは2008年11月末現在)

### <委員>

岡田太	日本大学商学部准教授
刈屋武昭	明治大学ビジネススクール教授、グローバル・ビジネス研究科長 京都大学経済研究所客員教授
川北英隆	京都大学大学院経営管理研究部教授
杉崎重光	前損保ジャパン総合研究所理事長 <座長>
田谷禎三	大和総研特別理事、立教大学特任教授
永田貴洋	格付投資情報センター調査本部調査部チーフアナリスト
藤井真理子	東京大学先端科学技術研究センター教授
安田行宏	東京経済大学経営学部准教授
柳瀬典由	東京経済大学経営学部准教授
米山高生	一橋大学大学院商学研究科教授

### <事務局>

小林篤	損保ジャパン総合研究所代表取締役専務
牛窪賢一	損保ジャパン総合研究所主任研究員
岡崎康雄	損保ジャパン総合研究所主任研究員
久司敏史	損保ジャパン総合研究所主任研究員

## 2. インタビュー訪問先一覧

### (1) 金融コングロマリット関連インタビュー訪問先

訪 問 先			訪問年月	訪問年月 (追加)
ING 関連	当事者	ING	2005/12	2008/2
	規制・監督当局	DNB (オランダ中央銀行)	2005/12	
	保険協会	オランダ保険協会	2005/12	
	アナリスト (格付機関)	Standard & Poors (ロンドン)	2005/12	
	競合保険会社	Interpolis		2008/2
ロイズ TSB 関連	当事者	スコティッシュ・ウイドウズ	2006/1	
	監督当局	FSA (金融サービス機構)	2006/1	
	保険協会	ABI (英国保険協会)	2006/1	
	アナリスト(格付機関)	Standard & Poors (ロンドン)	2005/12	
	アナリスト (投資銀行)	JP Morgan Securities	2006/1	
	業界関係者	MDM Associates	2006/1	
		PIFC Consulting	2006/1	
Scottish Re Holdings		2006/1		
アリアン ツ関連	当事者	アリアンツ	2005/10	2008/3
	監督当局	BaFin(ドイツ連邦金融監督庁)	2005/10	
	保険協会	GDV (ドイツ保険協会)	2005/10	
	アナリスト (格付機関)	Standard & Poors (ロンドン)	2005/10	
		Goldman Sachs (ロンドン)	2005/10	
	アナリスト (投資銀行)	Morgan Stanley (ロンドン)	2005/10	
		競合金融機関	R+V(ライフアベーン・フォルクス)銀行	
	大学研究者	ザンクトガレン大学 (スイス)	2005/10	
シティグ ループ関 連	当事者	シティグループ	2005/8	
	保険部門の売却先	MetLife		2008/3
	アナリスト (格付機関)	Standard & Poors (NY)	2005/8	
		調査会社	Celent	2005/8
	Kehrer			2008/3

(2) ART 関連インタビュー訪問先

訪問先			訪問年月
事業会社 (リスク マネジメ ント・ ERM) 関連	米国、製造・小売	A社(米)～C社(米)	2007/2
	米国、IT		2007/2
	米国、IT		2007/2
	ドイツ、運輸	A社(欧)～E社(欧)	2007/3
	ベルギー、機械		2007/3
	スイス、化学		2007/3
	スイス、製造		2007/3
	フランス、食料品		2007/3
	米国、研究者	The Jesuit College of New Jersey	2007/2
	米国、メディア	Risk Management Magazine	2006/11
	フランス、コンサルタント	Ernst & Young	2007/3
	保険関連 (バミュー ダ)	保険会社	ACE Financial Solutions International
XL Financial Solutions			2006/8
保険ブローカー		Aon (Bermuda)	2006/8
		Beecher & Carlson	2006/8
監督当局		Bermuda Monetary Authority	2006/8
会計事務所	KPMG	2006/8	
投資家・ 金融関連	マネーマネージャー	A社	2006/11
		B社	2006/11
	投資銀行	Goldman Sachs(NY)	2006/11
		Lehman Brothers(NY)	2006/11
		Merrill Lynch (NY。先方来日の際、東京にてインタビュー)	2006/12
	格付機関	Moody's Investors Service(NY)	2006/11
Standard & Poors (NY。損保ジャパン・リスクマネジメント社による訪問インタビュー)		2005/11	

### 3. 参考文献

本報告書で対象とした調査研究の分野には数多くの文献が存在するが、ここには本文中に引用したものだけを記載する。

#### <第2章>

- ・ 日本銀行信用機構局「金融サービス業のグループ化」(2005年4月)
- ・ 金融庁「金融コングロマリットの経済学」(アクセス FSA 第17号)
- ・ サンディ・ワイル、ジューダー・S・クラウシャー「サンディ・ワイル回顧録」(日本経済新聞出版社、2007年8月)
- ・ 米国保険情報協会「ザ・ファクトブック アメリカ損害保険事情 2008」
- ・ DNB WORKING PAPER, “*New Architectures in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: The Netherlands*”, No. 21/December 2004
- ・ Comité Européen des Assurances (CEA) “*European Insurance in Figures*”, June 2005
- ・ ABI, “*Sources of Premium Income*”, 2005
- ・ Tillinghast-Towers Perrin, “*Insurance Pocket Book 2005*”, 2005
- ・ ABI ウェブサイト、  
<[http://www.abi.org.uk/Display/File/524/2007\\_Net\\_Long-tem\\_Rankings\\_for\\_the\\_Web.xls](http://www.abi.org.uk/Display/File/524/2007_Net_Long-tem_Rankings_for_the_Web.xls)>
- ・ DEUTSCHE BUNDESBANK, “*FINANCIAL ACCOUNTS FOR GERMANY 1991 TO 2007*”.
- ・ German Insurance Association, “*Statistical Yearbook of German Insurance 2007*”.
- ・ FRB, “*Flow of Funds Accounts of the United States*”.
- ・ American Bankers Insurance Association, Press Release(4-15-2008)

#### <第3章>

- ・ 経済産業省「リスクファイナンス研究会報告書」(2006年)
- ・ 損保ジャパン総合研究所「米国保険用語の解説」<<http://www.sj-ri.co.jp/glossary/f.html>>
- ・ 金融庁検査局専門検査官(公認会計士)窪寺信「COSO レポートの概要等について」(2005年)
- ・ 刈屋武明「企業の価値創造経営プロセスと無形資産－CERM・ROIAM アプローチ」(RIETI Discussion Paper Series 06-J-016、2006年6月)
- ・ 刈屋武昭「金融工学を利用したリアルオプション事業リスク評価」(2001年)
- ・ 米国保険情報協会「ザ・ファクトブック アメリカ損害保険事情 2008」
- ・ 損保ジャパンリスクマネジメント社ウェブサイト、  
<[http://www.sjrm.co.jp/rm\\_system/sougou\\_rskmap.html](http://www.sjrm.co.jp/rm_system/sougou_rskmap.html)>、2008年
- ・ Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, “*Enterprise Risk Management - Integrated Framework*”, Sept. 2004

- Oliver Prior, *“Risk transfer in a changing world”*, Risk management and Innovation in Japan, Britain and the US, 2005
- Conning Research & Consulting, *“Alternative Markets: structural and Functional Evolution”*, 2006
- Knowledge@Wharton, *“Accounting for the Abuses at AIG”*, Apr. 20, 2005
- Christopher L. Culp, *“Structured Finance & Insurance”*.
- Michael J. Moody, *“Multiple Personalities”*, Rough Notes, Aug. 2006
- Munich Re Group, *“Insurance-linked securities (ILS) market update 2007 and outlook 2008”*.
- GC Securities, *“The Catastrophe Bond Market at Year-End2007”*.

#### <第4章>

- 日本銀行「金融システムレポート」(2008年9月)
- 日本銀行「金融市場レポート」(2008年1月)
- World Economic Forum, *“Convergence of Insurance and Capital Markets”*, Oct.2008
- Munich Re, *“Insurance –linked securities (ILS) market update Q3 2008”*, Oct.2008
- LANE FINANCIAL, *“What Were We Thinking?”*, Nov. 24, 2008



---

## 金融と保険の融合の進展

－金融コングロマリットとART（代替的リスク移転）  
に関する調査研究報告書－

2008年12月発行

---

編集・発行 **株式会社 損保ジャパン総合研究所**

〒160-8338 東京都新宿区西新宿一丁目26番1号  
損保ジャパン本社ビル37階

TEL 03 (3348) 6124 FAX 03 (3348) 6146

URL <http://www.sj-ri.co.jp>

