

米国損害保険市場の最新動向 — 2004 年の実績とトレンド —

目 次

I. 本稿の狙いと構成	V. 保険会社の企業価値評価とマクロ要因
II. 米国損害保険市場の動向	VI. 販売チャネルの動向
III. 米国損害保険市場の構造	VII. おわりに
IV. 主要種目の成績概況	

研究員 岡崎 康雄

要 約

I. 本稿の狙いと構成

本稿では、米国損害保険市場の概況とトレンド変化を 2004 年のデータに基づいて整理する。また、新たなトピックとして、①米国損害保険市場の構造分析、②保険会社の企業価値評価、③独立代理店の M&A と企業価値評価、の 3 点を取り上げる。

II. 米国損害保険市場の動向

保険料の伸びは鈍化したが、コンバインド・レシオは 97.6 に低下した。運用収益は長期トレンドを下回るもののまずまずの結果であったことから、ROE は 10.5% に上昇し、17 年ぶりに資本コストを上回った。

III. 米国損害保険市場の構造

個人保険市場では大手社のシェアが増加傾向にあり、また、相互会社が高いシェアを占める。株式会社とは異なる営業上および財務面の目標を持つ相互会社の成長戦略が、個人保険市場において保険会社の収益性の引き下げ要因となる可能性がある。

IV. 主要種目の成績概況

個人分野においては、特にホームオーナーズ保険のコンバインド・レシオが改善してきている。企業保険分野では、アスベスト訴訟は依然として高水準であるが、支払備金不足への対応は終わりつつある。料率は下降局面に入りつつあるが、契約条件の緩和はまだ一般化していない。

V. 保険会社の企業価値評価とマクロ要因

保険会社の企業価値を評価する方法の一つである株式評価においては、PER や PBR が重視される。PBR を上昇させる要因の中では、保険引受収益が安定して高いことが特に重視される。また、将来の期待 ROE が高ければ、PBR も上昇すると考えられている。保険会社の企業価値に影響を与えるマクロ要因の中で現在懸念されるのは、ハリケーンの増加と建築費の上昇傾向である。金利の上昇が保険会社の企業価値評価を低下させるのではないかと懸念が市場にあるが、その影響は小さいと考えられる。

VI. 販売チャネルの動向

保険会社間の競争、チャネル間の熾烈な闘いが繰り広げられる中、保険会社のチャネル戦略およびチャネル内部の双方において変化が生じている。独立代理店の M&A が続いており、保険販売事業の強化を狙う銀行が主要な買い手となっている。独立代理店の企業価値評価においては、収益指標の一つである EBITDA が重視されている。

VII. おわりに

今後も損害保険会社による、より緻密なアンダーライティングや再保険プログラムを含む巨大災害リスクマネジメントの取り組みが続けられるであろう。

I. 本稿の狙いと構成

本誌では、「米国損害保険市場の最新動向」を定期的に発表してきた。1998年に発表した論文における主要なテーマはアンダーライティング・サイクル¹であり、1999年は金融制度改革、2000年は個人分野におけるチャネル間競争、2001年はアンダーライティング規律の維持ならびに資本管理およびリスクマネジメント、2002年は元受および再保険業界のアンダーライティング・サイクルの状況、であった。

本稿では、データ²を2004年のものにアップデートし³、新たなトピックとして、①米国損害保険市場の構造分析、②保険会社の企業価値評価、③独立代理店のM&Aと企業価値評価、の3点を取り上げる。

本稿の主たる情報源は脚注に明記した文献であるが、取り上げた事柄の意味合いや背景に関して、数次にわたる米国の専門家、保険実務家とのインタビュー調査および業界カンファレンス（NAMIC⁴の個人分野マーケティングおよびアンダーライティング・セミナー〔2005年4月〕、イリノイ州プロフェッショナル代理店コンGRESS〔2005年9月〕等）への参加を通じて確認している。

II. 米国損害保険市場の動向

再保険会社のSwiss Reによれば、米国の損害保険および健康保険市場の保険料規模（6,030億ドル、2004年）は、2位のドイツ（1,063億ドル、同）、3位の日本（1,056億ドル、2003年度）を大幅に引き離して世界最大である⁵。ただし、米国の数字には、日本では公的制度でカバーされる割合が大きい健康保険や労働者災害補償保険も含まれている。

2004年の米国損害保険業界は記録的な巨大自然災害の発生にもかかわらず、保険引受収支がプラスとなった。運用利益も前年比では減少したものの順調であり、ROEは10.5%を記録した。その結果、資本に相当する契約者剰余金は前年比13%増の3,935億ドルに、営業キャッシュフローは20.6%増の889億ドルとなった。

1. 正味計上保険料

2004年の正味計上保険料は前年比で5.1%増であり、2003年の9.6%、2002年の15.6%と比べて、増加ペースの鈍化が鮮明となった（《図表1》）。

2. コンバインド・レシオ

2004年には、計上保険料の伸びが支払保険金およびその他経費の膨張ペースを大幅に上回ったことから、保険引受に関する収益性の指標であるコンバインド・レシオ（契約者配当前）⁶は前年よりも2.1ポイント改善し、97.6となった（《図表2》）。

¹ ソフトマーケットとハードマーケットが交代するサイクルのこと。ハードマーケットとは、保険の供給が減少し、保険料が上昇する傾向を示すマーケットのこと。ソフトマーケットはその反対語。

² 継続して参照できるように、2002年論文における主要な図表は再掲した。

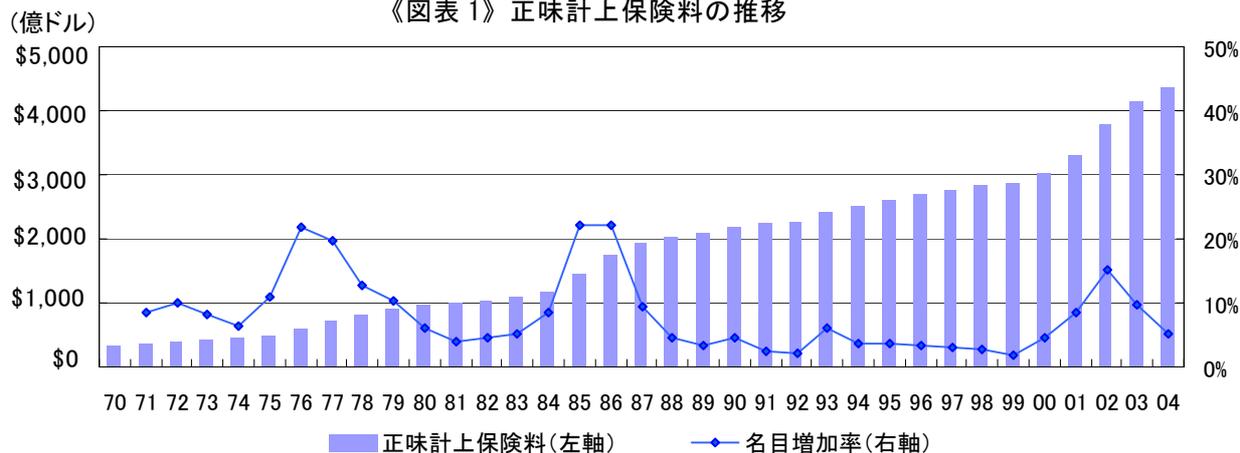
³ 財務報告書ベースの数値は原則として2004年のものを用いる。それ以外の時点の場合は明記する。

⁴ National Association of Mutual Insurance Companies、相互保険会社の業界団体。

⁵ Swiss Re, “World Insurance in 2004”, Sigma No.2, 2005.

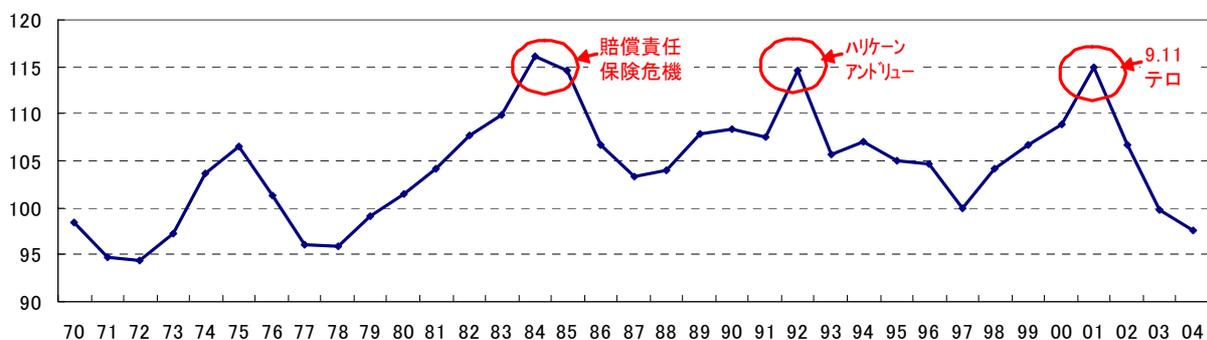
⁶ コンバインド・レシオ（combined ratio）は、通常、保険料に対する保険会社が支払った保険金および経費の割合を言う。契約者配当後のコンバインド・レシオ（combined ratio after dividend）の場合は、保険料に対する、保険会社が支払った保険金、経費および契約者配当金の割合を言う。

《図表 1》正味計上保険料の推移



(出典) A.M. Best, "Best's Aggregates & Averages - Property/Casualty", 2005 から作成。

《図表 2》コンバインド・レシオ（契約者配当前）の推移



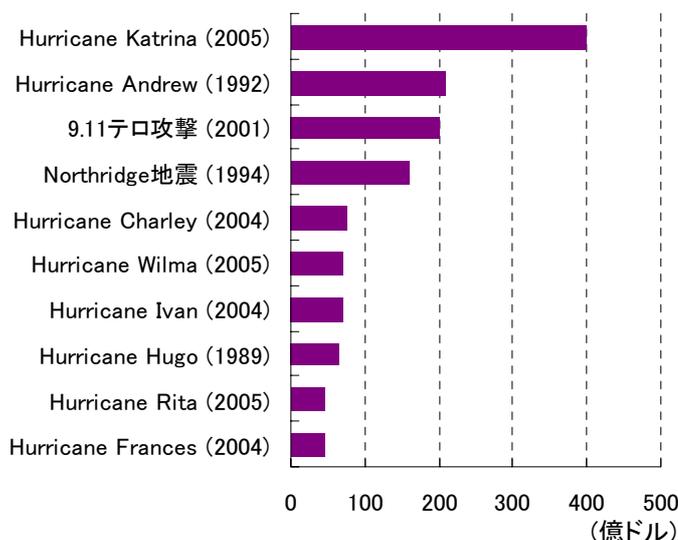
(注) 賠償責任保険危機とは、1980年代半ばの製造物責任等の賠償責任訴訟の急増と賠償額の高騰により保険会社が被った大規模な損失と、その結果としての賠償責任保険の入手難、保険料高騰を言う。

(出典) 《図表 1》に同じ。

2004年には4つの大型ハリケーンが米本土に上陸し、255億ドルに上る保険損害をもたらした。さらに、2005年のハリケーン・カトリーナはルイジアナ州ニューオーリンズを水没させた。米国保険情報協会（Insurance Information Institute：以下「III」と略す。）では、カトリーナによる保険損害額を400億ドルと見積もっている。

《図表 3》に示す通り、これによる財物保険損害は、ハリケーン・アンドリュー、9.11テロ攻撃（財物損害のみ）、ノースリッジ地震の損害額を大幅に上回り、史上最悪となるのが確実である。

《図表 3》10大異常災害の財物保険損害



(注) 2005年を除き、2004年価格。IIIの見積もり。

(出典) L James Valverde, Jr, "Managing Natural Catastrophes in a Post-9/11 World", Nov. 2005.

3. 投資状況

(1) 運用資産のポートフォリオ

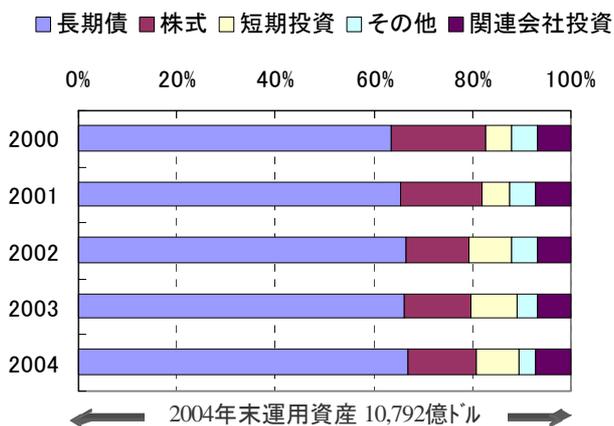
2004 年末時点の米国損害保険業界の運用資産は 1 兆 792 億ドルであった⁷。運用資産に占める割合が最も高いのは長期債（66.9%）、次いで株式（13.9%）となっている。

運用資産構成の推移（《図表 4》）を見ると、株式市況が底を打った 2002 年以降も株式の比率はほとんど増加していない。2002 年末時点の 12.9% に対して、2004 年末は 13.9% にとどまる。これは、一部の保険会社が運用戦略を見直し、投資ポートフォリオのボラティリティを抑制するために株式比率を抑えているためである⁸。

(2) 運用損益

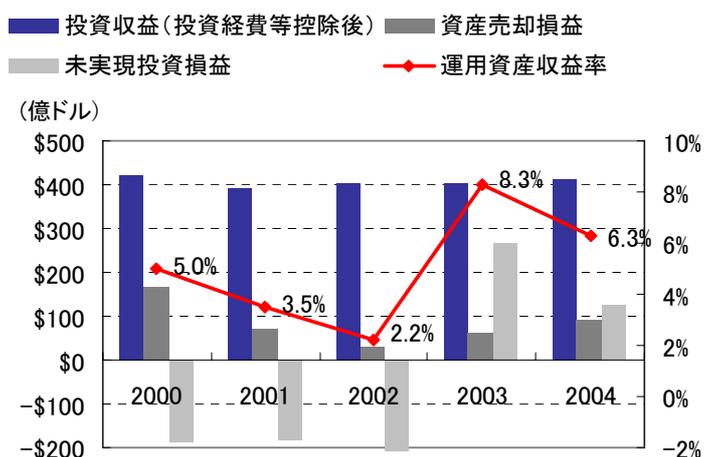
2004 年の投資収益は 396 億ドルに微増した。しかし、2004 年の株価の上昇ペースが 2003 年に比べ鈍化したために、資産売却損益と未実現投資損益は 39.2% 減少し⁹、運用資産収益率（Return on Invested Assets）¹⁰は 6.3% に低下した（《図表 5》）。

《図表 4》 損保業界の運用資産構成の推移



(出典) 《図表 1》 に同じ。

《図表 5》 運用損益の推移



(出典) 《図表 1》 に同じ。

4. 収益および ROE

保険引受収支の改善を反映して、2004 年の税引前事業利益は 462 億ドルに達した（《図表 6》）。ROE¹¹は 10.5% となり、17 年ぶりに資本コスト（9.9%）¹²を上回った（《図表 7》）。

⁷ A.M. Best, "Best's Aggregates & Averages – Property/Casualty", 2005, p.93.

⁸ Moody's Investor Service, "U.S. P&C Personal Lines Insurance Industry Outlook", Aug. 2005, p.4.

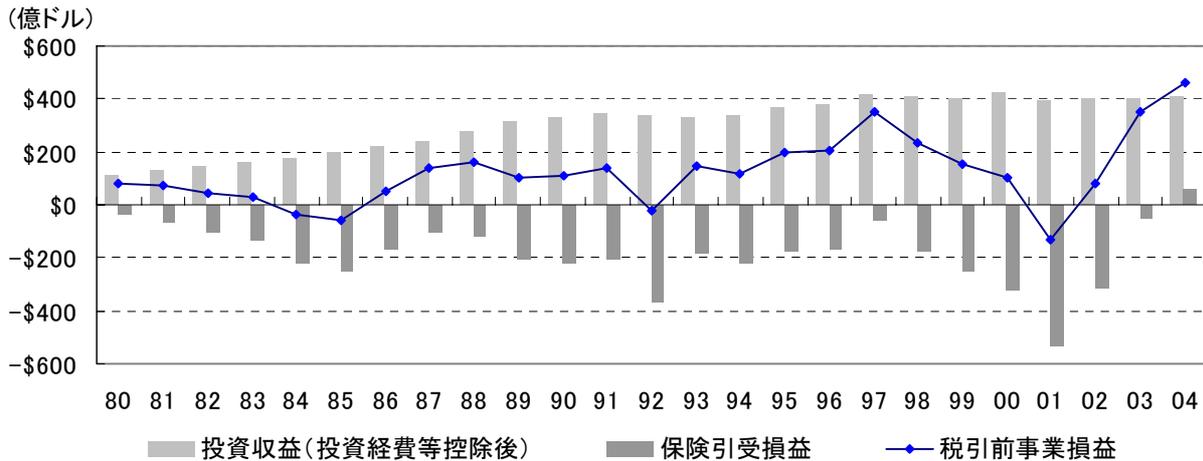
⁹ Insurance Information Institute (III), "2004 Year End Results", 2005.

¹⁰ 算式は、運用資産収益率 = 投資収益(投資経費等控除後) / 期首現金および運用資産残高。

¹¹ 算式は、ROE = 税引後利益 / 期末契約者剰余金。

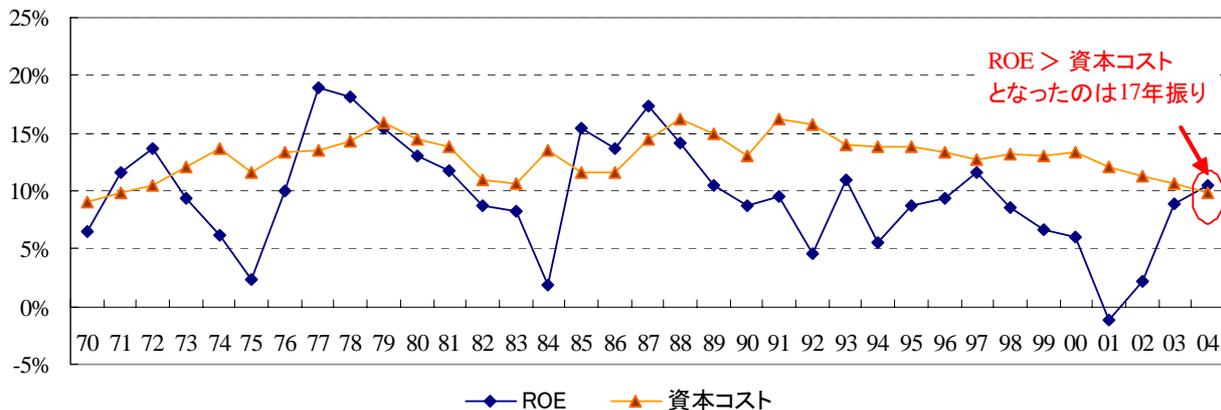
¹² 資本コスト (cost of capital) とは、会社に資本を提供する投資家が、収益ボラティリティや破綻リスク等を勘案して要求するリターンである。Geneva Association (保険会社 CEO が参加する業界団体、本部スイス・ジュネーブ) および Insurance Information Institute (米国保険情報協会 [米国保険会社の業界団体]、本部ニューヨーク、以下「III」と略す。) では、米国の上場損害保険会社につき 2004 年は 9.9% と算出した。なお、負債による資金調達を考慮した場合には調達コストが小さくなるため、資本コストは個社の資本構成によって異なる。また、相互会社の場合には、会社の持ち主が株主ではなく保険契約者であることから、資本コストは株式会社の場合よりも低いと考えられる。III, *ibid.* at note 1.

《図表 6》 税引前事業損益の推移



(出典) 《図表 1》に同じ。

《図表 7》 ROE および資本コストの推移



(データ) Geneva Association and III.

(出典) Robert P. Hartwig, "The Insurance Cycle is Alive and Well", Mar. 2005.

5. 契約者剰余金

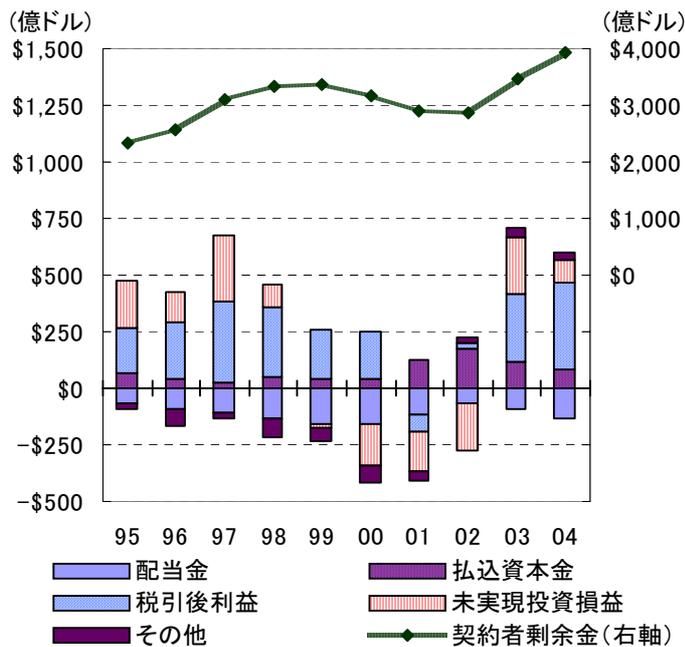
契約者剰余金は引き続き増加しており、2004年には3,935億ドルに達した。2000年以降、大幅なマイナスとなっていた未実現投資損益が2003年からプラスとなり、さらに2004年には大幅な保険引受利益が上乗せされた(《図表 8》)。

6. 営業キャッシュフロー

損保業界の営業キャッシュフロー(Operating Cash Flow)は保険引受に係るキャッシュフローの大幅な増加により、前年の737億ドルから2004年には889億ドルへと増加した(《図表 9》)¹³。営業キャッシュフローとは、保険引受および運用によって得られた、新規投資や配当金に充てることのできる資金を言う。

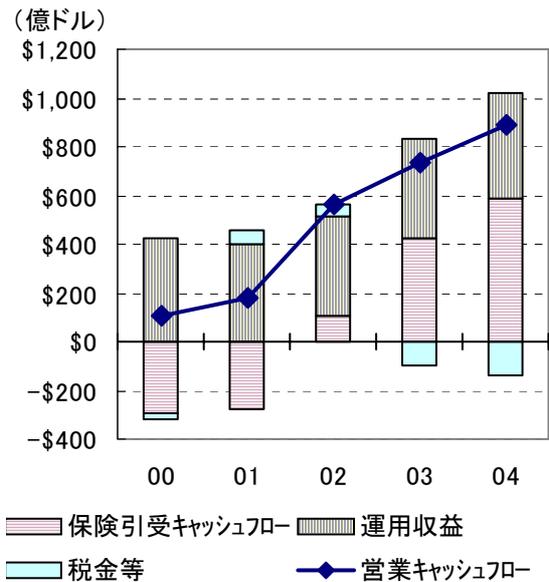
¹³ A.M. Best, *supra*, p.94.

《図表 8》契約者剰余金とその要素の推移



(出典)《図表 1》に同じ。

《図表 9》営業キャッシュフローの推移



(出典)《図表 1》に同じ。

Ⅲ. 米国損害保険市場の構造

1. 相互会社と株式会社

米国損害保険業界には、相互会社¹⁴および株式会社の 2 つの会社形態がある。個人分野第 1 位の State Farm を始め、Farmers、Nationwide 等は相互会社である。個人保険市場において、上位 20 社（正味計上保険料ベース）に入る相互会社と株式会社が占める市場シェアはそれぞれ 43%、33%となっている¹⁵。

会社形態によって、保険会社の営業上または財務面の目標にも相違が生じる。株式会社は株主に対して責任を負っており、株主が要求する ROE を確保するプレッシャーにさらされている。相互会社の場合には、そのような特定の収益目標のプレッシャーはなく、営業上は会社の成長、財務面では異常災害に対応できるだけの支払い能力の確保等が目標となる。また、資本が過剰となった場合、株式会社であれば適当なりターンを見込める投資を行うか、配当または自社株買いによる投資家還元を求める圧力が生じる。しかし、相互会社であれば、投資、配当を行う以外に、資本を増強し、または料率を引き下げて市場シェアの拡大を目指すという選択肢もある¹⁶。

格付け機関の Moody's Investors Service（以下、「Moody's」と略す。）では、相互会社の ROE 目標が株式会社のそれよりも概して低いために、市場において潜在的な価格引下げ圧力が生じ、株式会社が収益を確保しつつ成長することを困難にしていると指摘している¹⁷。

¹⁴ 厳密には、相互会社 (mutual) とレシプロカル会社 (reciprocal) があり、それぞれの法的要件は異なるが、本稿では踏み込まず「相互会社」と総称する。大手社の中では Farmers がレシプロカル会社である。

¹⁵ Moody's Investor Service, *supra*, p.6.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ *Ibid.*, p.7.

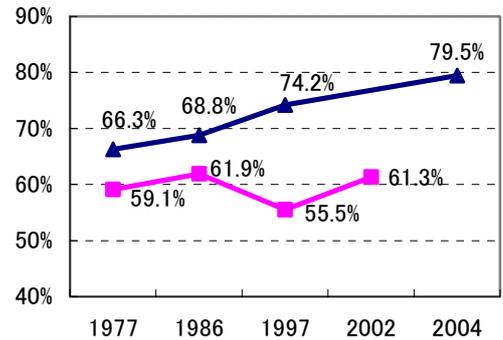
2. 個人分野では集中が進んでいる

個人保険市場では、上位 25 社の占める市場シェアが拡大しており、個人保険分野の大部分を占める個人自動車保険の場合で 2004 年に 79.5%に達した（《図表 10》）。しかし、企業保険種目ではそのような集中傾向は見られない。

III はこの相違をもたらす要因として、規模の利益（個人分野では大きい、企業分野では小さい）、新規参入の障壁（個人分野では参入困難だが、企業分野では容易）および企業分野において部門売却、スピノフ等が多いことを挙げている¹⁸。

また、Moody's は、個人保険分野では集中度が高く、保険商品がコモディティ化されているために、業界全体の料率水準が少数の大手社のプライシング戦略（この場合、利益を犠牲にして料率を引き下げ、市場シェア拡大を図ること）の影響を受けやすくなっていると指摘している¹⁹。

《図表 10》 上位 25 社の市場シェアの推移

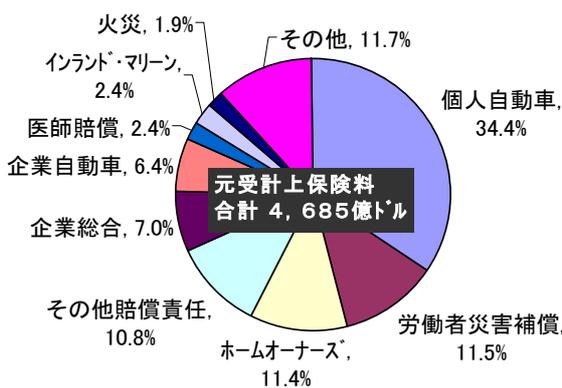


（データ） A.M. Best, Morgan Stanley, III.
 （出典） III, “Insurance Cycle is Alive and Well”, Mar. 10, 2005 and A.M. Best, “Top Writers, All Private-Passenger Auto”, 2005.

IV. 主要種目の成績概況

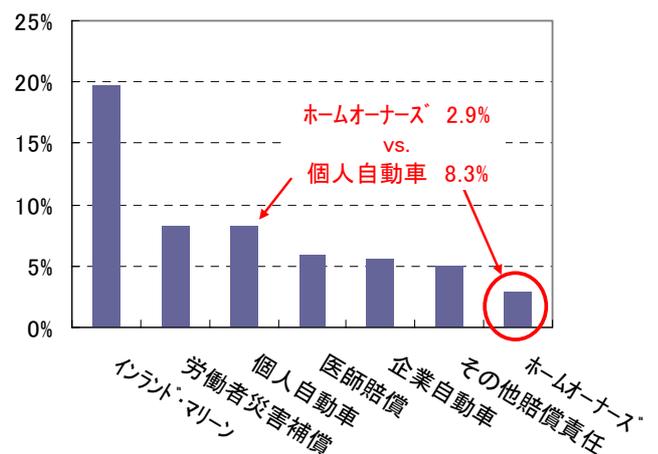
米国損害保険市場は、個人分野と企業分野が計上保険料ベースでほぼ半々である。種目別内訳を《図表 11》に示す。収益性の一つの指標である純資産利益率（Return on Net Worth）は種目によって大きく異なる。2003 年までの 10 年間におけるホームオーナーズ保険の利益率は、個人自動車保険の半分以下であった（《図表 12》）。

《図表 11》 損害保険種目別保険料割合（2004 年）



（出典） A.M. Best, “U.S. Property/Casualty Growth is Slowest in Five Years”, July 6, 2005.

《図表 12》 純資産利益率（1994-2003 年）の比較



（出典） Robert P. Hartwig, “Personal Lines Insurance”, June 2005.

¹⁸ Robert P. Hartwig, “The Insurance Cycle is Alive and Well”, Mar. 2005.

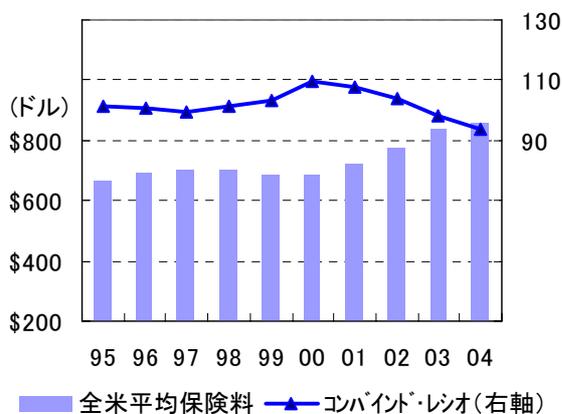
¹⁹ Moody's Investor Service, *supra*, p.6.

1. 個人保険分野

個人自動車保険については、料率の上昇率は鈍化したものの、事故発生率が低下したため²⁰、コンバインド・レシオ（契約者配当後）はさらに改善した（《図表 13》）。

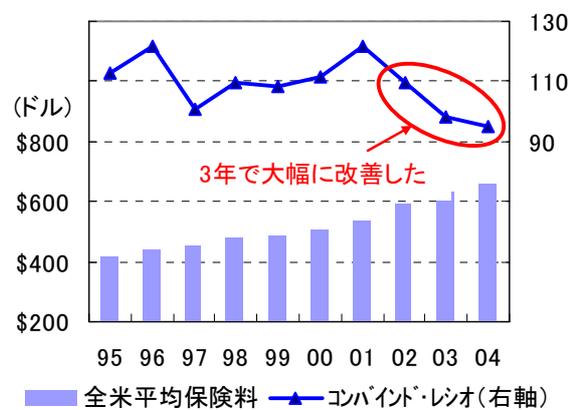
ホームオーナーズ保険はかつて、個人自動車保険やアンブレラ保険のクロスセルを狙った安値での引き受けが横行したために、コンバインド・レシオ（契約者配当後）が 120 を超える年もあった。しかし、2001 年以降は料率の引き上げ、引受基準の厳格化およびカビ問題への対応が進展したことから、大幅に収益性が改善した（《図表 14》）。2004 年にはハリケーンの襲来によって 200 億ドルもの保険損害が生じたにもかかわらず、コンバインド・レシオ（契約者配当後）は前年よりも 3.1 ポイント改善している。

《図表 13》 個人自動車保険の全米平均保険料とコンバインド・レシオの推移



（出典）A.M. Best, *supra* and III, *supra*.

《図表 14》 ホームオーナーズ保険の全米平均保険料とコンバインド・レシオの推移



（出典）*Ibid.*

Moody's は、保険会社が今後もホームオーナーズ種目の収益を維持するためには、ハリケーンの襲来頻度が高い地域におけるリスクマネジメントの強化、すなわち補償範囲を拡張する特約の限定的な取り扱い、巨大災害多発地域における免責額の引き上げ、建物の評価における一部保険の是正、適切な再保険手配等が必須であると指摘している²¹。

2. 企業保険分野

企業保険分野では、正味計上保険料は前年比で 7.4%減の 1,931.5 億ドルとなったものの、コンバインド・レシオ（契約者配当後）は 102.3²²と、現在の運用環境で十分な収益を確保できる水準であった。

（1）アンダーライティング・サイクルの状況

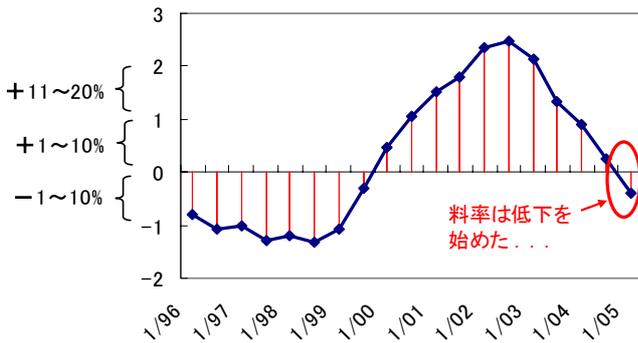
Goldman Sachs 証券が実施した代理店調査によれば、企業保険種目の保険料は 2004 年にほぼ横ばいとなり、2005 年には低下を始めた（《図表 15》）。ただし、料率引き下げ以外の競争手段である、契約条件を甘くする（免責範囲の縮小、保険金額の引き上げ等）ことによる競争は、一部を除いて生じておらず、保険会社は契約条件の緩和に対しては慎重な姿勢を保っている（《図表 16》）。

²⁰ Moody's Investor Service, *supra*, p.10.

²¹ *Ibid.*, p.11.

²² A.M. Best, "Best's Aggregates & Averages - Property/Casualty", 2005, p.408.

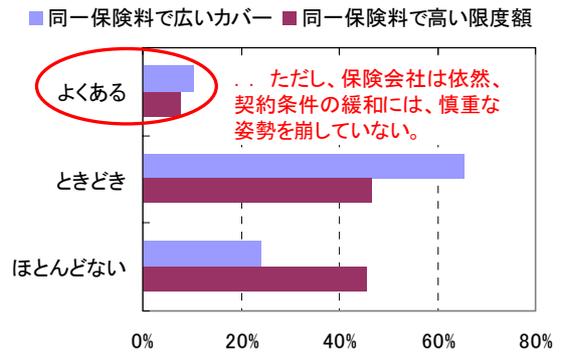
《図表 15》 企業保険種目更改保険料の増減の推移



(出典) Goldman Sachs Research,
 “Independent Insight”, Aug. 2005, p.1.

(データ) Goldman Sachs 証券が企業自動車、企業総合、企業財物および一般賠償種目の更改保険料について代理店から得たアンケート結果の加重平均。2005年7月実施調査の回答数は121件。

《図表 16》 保険会社による契約条件の緩和状況



(出典) Ibid., p.20.

(2) アスベスト問題と支払備金不足への対応

保険会社が将来の支払保険金を予測して積み立てている支払備金²³は、1990年代後半には戻し入れが生じていたが、2000年を境に大幅な繰り入れに転じ、その後、大幅に不足していることが明らかになった。これは、1990年代後半に引き受けた契約の料率が結果として低過ぎたことと、アスベスト関連の訴訟とそれに伴う保険金請求の急増のために、過去に積み立てられた支払備金が過少と判断されたためである。

①アスベスト問題の再来

1990年代末にはアスベスト訴訟²⁴は沈静化していたが、原告側弁護士は2000年頃から、アスベスト製造者だけでなく、ごく少量、被包して使用してただけで人の曝露は非常に小さい企業や、所有していた施設にアスベストが使用されていただけの企業に対しても訴訟を提起し始めた。そのため、被告数は1980年代の約300から2004年半ばには約8,400にまで増加し²⁵、それに伴って保険損害も急上昇した。2000～2002年にかけての発生損害の急増ペースは収束してきているものの、依然として高い水準の損害が続いている(《図表 17》)。

《図表 17》 アスベスト保険損害の推移



(データ) ISOによる見積もり。正味ベース。
 (出典) III, “Asbestos Liability”, Nov. 2005.

²³ 支払保険金が最終的に確定するのは、その保険契約の保険期間が終了してから数年後となる場合がある。保険会社は将来の支払金額を予測し、安全率を見込んで支払備金を積み立てているが、ときに、最終的な支払保険金がそれを大きく上回ることがある。その場合、過去の事故に係る支払備金への追加的な繰り入れが必要になる。支払備金への繰り入れは、過去の損失による当年度の収益の減少を意味する。

²⁴ 米国ではアスベスト関連の健康被害の救済は、政府補償制度ではなく、曝露の原因となった企業等への損害賠償請求によって行われている。損害保険業界は、製造物責任保険等の賠償責任保険を通じて、賠償金の一部を負担している。

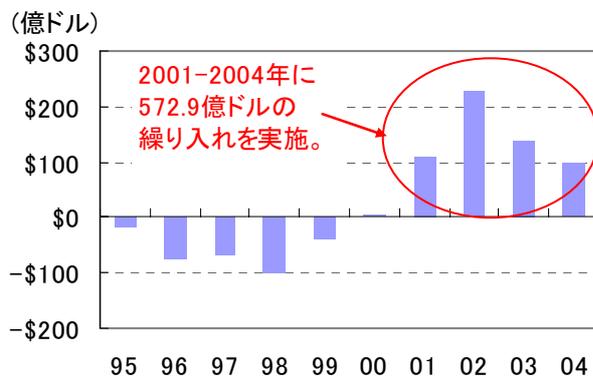
²⁵ III, “Asbestos Liability”, Nov. 2005.

②支払備金不足への対応は終わりに近づいた

損保業界では、支払備金の不足が明らかになった 2000 年を境に、支払備金への大規模な繰り入れを行ってきた。2001-2004 年の 4 年間で繰り入れは 572.9 億ドルに達した（《図表 18》）。Goldman Sachs 証券では、同社がカバーする保険会社の 2004 年年次報告書（10-k）の分析に基づいて、1990 年代後半に生じた支払備金の積み立て不足の穴埋め作業は終わりに近づいており、繰入額は今後減少すると見ている²⁶。

事故年ベース²⁷で 2002 年以降は、支払備金の戻し入れが発生している（《図表 19》）。同証券では、これまでの戻し入れの大部分は支払保険金が確定するまでの期間が短い（ショートテール）種目で発生しているので、支払保険金が確定するまでの期間が長いロングテール種目において今後数年間は戻し入れが続き、保険会社収益をかさ上げする可能性があるとしている²⁸。

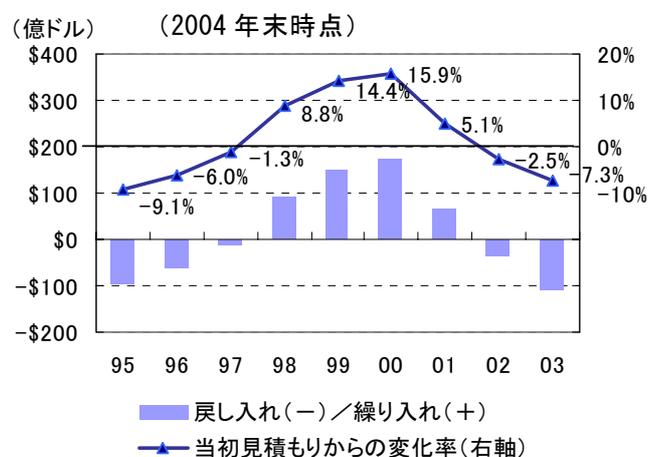
《図表 18》各年における支払備金の繰入・戻入



(データ) A.M. Best, Morgan Stanley, Dowling & Partners Securities, Prudential Securities.

(出典) Robert P. Hartwig, "Financial Strength, Solvency & Security in an Undisciplined Market", Apr. 2005 and A.M. Best, *supra*.

《図表 19》事故年ベースの支払備金の変化



(出典) 《図表 1》に同じ。

V. 保険会社の企業価値評価とマクロ要因

本章では、保険会社の企業価値を評価する一つの方法である株式価値の評価手法を紹介する。また、企業価値に影響を与えるマクロ要因の中で、事故発生率および損害額の変化ならびに金利の上昇につき、予測される影響を検討する。

1. 株式価値評価

保険会社の株式価値の評価に際しては、PER²⁹および PBR³⁰が重視されている。Goldman Sachs 証券では、①PER、②PBR、③ROE (CAPM [Capital Asset Pricing Model、資本資産価格モデル] による資本

²⁶ Goldman Sachs, "Insurance: Non-Life, United States", Apr. 15, 2005, p.1.

²⁷ 事故年とは、データを事故が発生した暦年ごとに把握する方法を言う。

²⁸ Goldman Sachs, *supra*.

²⁹ Price to Earnings Ratio (株価収益率)、算式は株価/1株あたり利益。

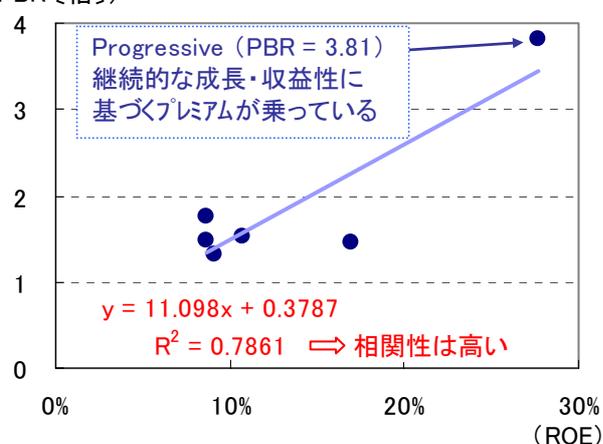
³⁰ Price to Book Ratio (株価純資産倍率)、算式は株価/1株あたり純資産 (Book Value)。

コストにより調整)、④DCF (Discount Cash Flow³¹)、の4点に基づいて株式価値評価を行っている³²。

Dowling & Partners 証券では、1株あたり有形資産 (Tangible Book Value per Share) の増加率を重視している。1株あたり有形資産を増加させる要因には、保険引受収益や投資収益等があるが、1株あたり有形資産の増加率との相関の高さから、保険引受収益が安定的に高いことが特に重要であるという³³。

一般に、将来の期待 ROE が高ければ、PBR も上昇すると考えられている³⁴。そこで、大手上場保険会社である ACE、Allstate、Berkshire Hathaway、The Hartford、Progressive および St Paul Travelers について PBR と ROE の回帰直線を作成したところ、決定係数 (R^2) = 0.79 と高い相関性が示された (《図表 20》)。ただし、常に相関性が認められるわけではない。再保険会社の General Re の研究によれば、概ね ROE 中央値が低下するにつれて、相関も低下するとの結果がでている (《図表 21》)。このような変化が生じる原因については、今後のより詳細な検討が待たれる。

(PBR [倍]) 《図表 20》 PBR と ROE の相関



(データ) 2005年6月末または9月末財務報告書および2005年10月26日時点の株価。

SNL Financial database.

《図表 21》 PBR と ROE の相関の推移

	中央値		相関
	PBR	ROE	決定係数
1995	1.2	10.5%	0.1
1996	1.3	10.0%	13.9
1997	1.6	12.5%	48.6
1998	1.0	5.8%	58.4
1999	1.0	5.8%	28.2
2000	1.3	6.5%	30.8
2001	1.3	0.3%	1.1
2002	1.0	4.9%	10.8
2003	1.1	9.1%	14.4

(出典) General Re, "ReView", May 2004, p.2.

(データ) 46社程度の大手損害保険会社データ。

2. マクロ要因

企業価値に影響を与える主要なマクロ要因は、①保険引受収支に関するもの (事故発生率、損害額の変化) と②運用損益に関するもの (金利、株価の動向やデフォルトの増減) に分類することができる。以下に、事故発生率および損害額の変化ならびに金利の上昇による企業価値評価への影響の見通しを紹介する。

(1) 事故発生率および損害額の変化

事故発生率に関して、自動車事故の発生率は減少傾向にある。しかし、財物保険種目の大規模損害をもたらすハリケーンの発生・上陸頻度は、大西洋の海面温度の数十年周期の長期循環³⁵または地球温暖化³⁶が

³¹ 将来の予測キャッシュフローを一定の割引率で割引くことによって、現在価値を算出する方法。

³² Goldman Sachs, "Insurance: Non-Life", Apr. 5, 2005, p.11.

³³ Brenna Sullivan, "Private Passenger Auto Insurance", Apr. 2005.

³⁴ Marc Serafin, "Evaluating Non-Life Insurance", Aug. 2005.

³⁵ Pew Center on Global Climate Change, "Hurricanes and Global Warming - Q&A", (visited Nov. 22, 2005), <<http://www.pewclimate.org/hurricanes.cfm#5>>.

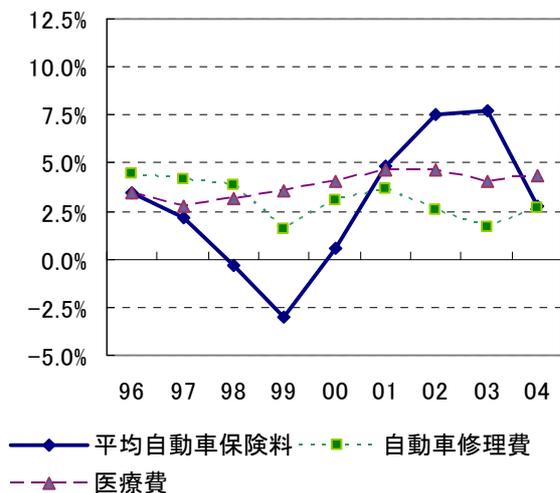
³⁶ Evan Mills, Eugene Lecomte and Andrew Peara, "Insurers in the Greenhouse", 21 J. Ins. Reg. 1., pp. 43-78, 2002.

原因となって増加期に入ったとの学説が発表されている。実際に 2004 年、2005 年と複数の大型ハリケーンの上陸が続き、業界でも深刻に受け止められている。

損害額の変化については、個人自動車保険の平均保険料と損害額に影響する主な要因である自動車修理費および医療費の変化率を比較すると、2004 年に医療費の増加率が保険料の増加率を上回っている（《図表 22》）。ただし、発生頻度の低下を勘案すれば、まだ懸念すべき状況にはなっていない。ホームオーナーズ保険については、住宅建築費の上昇ペースが加速している点が少々気付きである（《図表 23》）。

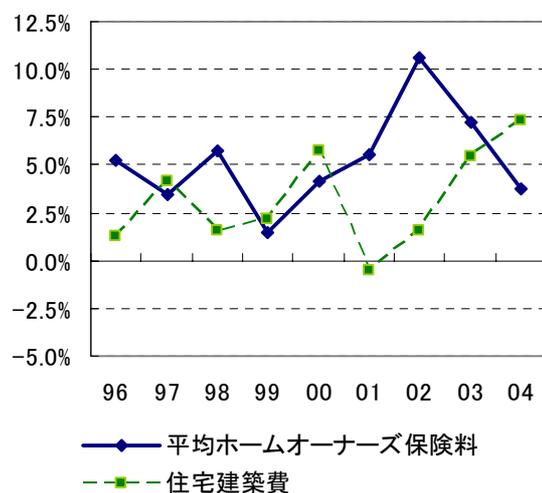
なお、フロリダを筆頭とするハリケーン多発地域の沿岸部に居住する人口が増加しているために、ハリケーン損害のエクスポージャー拡大が続いている³⁷。これに上述のハリケーン頻度の増加および住宅建築費の上昇傾向が今後相乗的に加わることとなった場合には、ハリケーンの危険性が高い地域でホームオーナーズ保険や企業総合保険を引き受けている保険会社の ROE ボラティリティが高まり、企業価値評価の低下につながるおそれがある。

《図表 22》 平均自動車保険料と関連費目の
前年比増加率の推移



(データ) Robert P. Hartwig, *supra* and
Bureau of Labor Statistics.

《図表 23》 平均ホームオーナーズ保険料と
関連費目の前年比増加率の推移



(データ) Robert P. Hartwig, *supra* and
Marshall & Swift/Boeckh.

(2) 金利の上昇

金利が上昇した場合、上述の自動車修理費、医療費等のインフレが加速することによる支払保険金の増大と、保険会社の保有資産の価格下落による影響が考えられる。

金利上昇によって債券価格が下落すると、運用資産に占める債券の割合が概して高い保険会社の企業価値評価も低下するのではないかと懸念が市場にある。しかし、Goldman Sachs 証券が 10 年物財務省証券のイールドと保険会社の PBR を検討したところ、決定係数は 0.13 と相関性は低く、その影響は小さいと考えられている³⁸。また、保険会社側も金利の上昇を予想して、償還までの期間が短い債券の比率を高めてきている。2000 年時点の債券ポートフォリオの平均残存年数は 8.9 年であったが、2004 年には 7.6

³⁷ III, "Financial and Market Conditions", Oct. 2005.

³⁸ Goldman Sachs, "Insurance: Non-Life", May 26, 2004, p.19.

年に短縮された³⁹。さらに、キャッシュフローおよび短期投資に係る投資収益が上昇するので、インフレが急激に昂進するような事態を除けば、金利上昇の影響はある程度相殺されると考えられる⁴⁰。

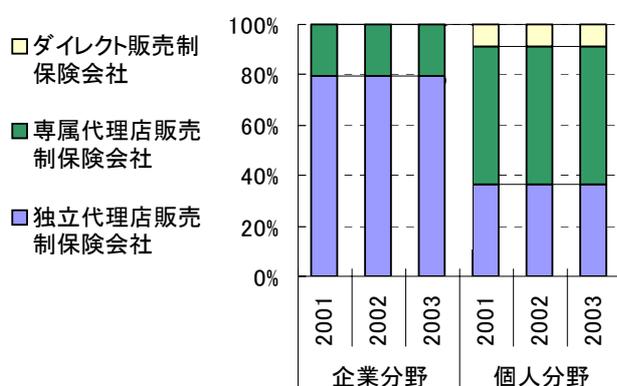
VI. 販売チャネルの動向

市場では、保険会社間の競争に加えて、チャネル間（代理店同士、代理店対ダイレクト⁴¹）の熾烈な闘いが繰り広げられている。その中で、保険会社のチャネル戦略およびチャネル内部の双方において漸進的な変化が生じている。

独立代理店／ブローカー（以下、「独立代理店」と総称する。）⁴²、専属代理店、ダイレクト・チャネルの市場シェア（保険会社を主要なチャネルに基づいて独立代理店販売制保険会社、専属代理店販売制保険会社、ダイレクト販売制保険会社に分類し、それぞれの分類の会社の保険料合計から算出。）の推移を《図表 24》に示す。独立代理店は企業分野で、専属代理店は個人分野で強い。ダイレクト・チャネルは個人分野で微増を続けており、9%弱を占めるまでに成長した。

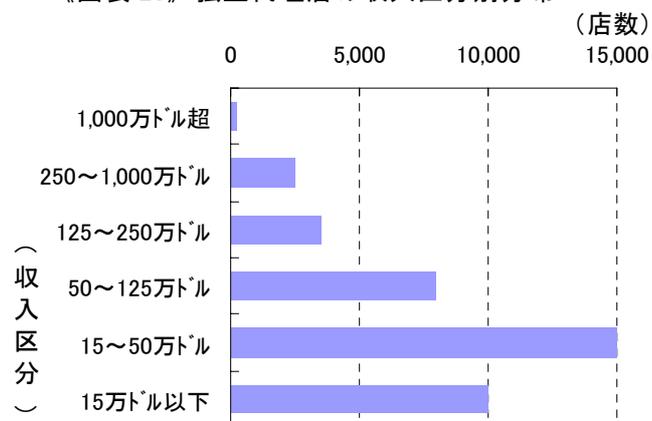
現在、専属代理店は 45,500 店⁴³程度、独立代理店は 40,000 店弱とされる。独立代理店の収入別分布をみると、最多帯は 15～50 万ドルであるが、125 万ドル（約 1.5 億円）を超える大規模代理店も 6,000 店以上ある（《図表 25》）。

《図表 24》 損保販売チャネルのシェア推移



（出典）IIABA, “2003 Property-Casualty Insurance Market”, 2004.

《図表 25》 独立代理店の収入区分別分布



（出典）Kevin Stipe, “Agency M&A - Separating Fact from Fiction”, 2004.

³⁹ A.M. Best, *supra*, p.95.

⁴⁰ Goldman Sachs, *supra*, p.18

⁴¹ コールセンター、ダイレクトメールおよびインターネットによる直販を言う。

⁴² 一般に代理店は保険会社の代理人として募集を行い、ブローカーは顧客の側に立って契約を媒介すると説明される。しかし、州保険法におけるそれらの定義は様ではなく、代理店とブローカーが提供するサービスの範囲を区別して別々の免許を発行する州もあれば、両者を区別せずに単一のプロデューサー免許を発行する州もある。

⁴³ State Farm, Allstate, Farmers および Nationwide の合計（2004 年時点）。

《Box》独立代理店と専属代理店

独立代理店 (independent agent)

複数の保険会社を代理して保険、金融商品を扱い、顧客・契約データを自らコントロールする代理店を言う。事務・広告費は自ら負担する。平均して7社の保険会社を代理しており、最も有利な条件で保険設計する能力を顧客にアピールしている。平均人員は9.1人⁴⁴であるが、小さな町で家族経営の代理店もあれば、複数の州・郡にまたがり、社員数が千名近くに及ぶ代理店もある。

専属代理店 (captive agent)

契約上、所属保険会社の商品のみを販売し、顧客・契約データをコントロールする権利を放棄する代わりに、保険会社から営業支援や事務経費の負担を受ける代理店を言う。保険会社の強力なブランドによる安心感を顧客にアピールしている。ほとんどは数名の規模である。

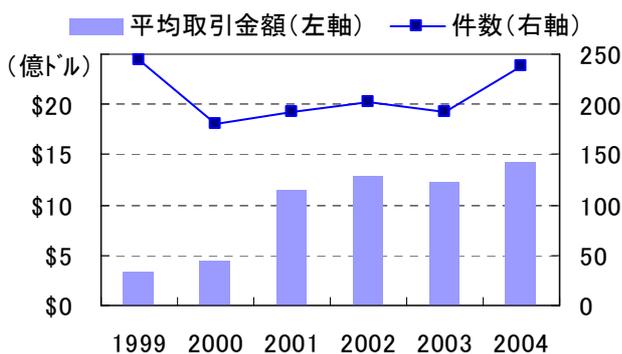
1. 保険会社のチャネル戦略の変化

かつて専属代理店のみを通じて販売していた個人分野の大手社の中にも、M&A を通じた独立代理店チャネルの追加やダイレクト・チャネルの立ち上げによって、より多様な顧客の獲得を目指す戦略（マルチチャネル戦略）をとる保険会社が現れた。ただし、独立代理店チャネルの追加は今のところはかばかしい成果を挙げておらず、ダイレクト・チャネルの追加で成功したのは一部の保険会社にとどまる。

2. 独立代理店のコンソリデーションと銀行による M&A

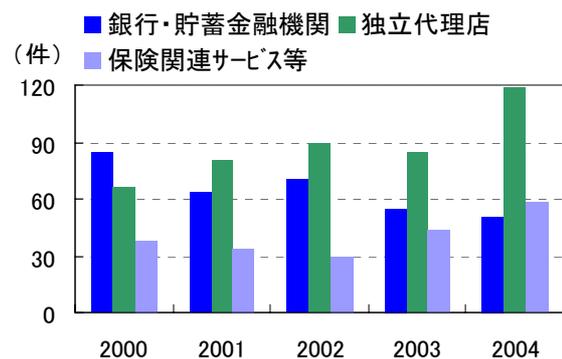
独立代理店の M&A が年間 200 件前後のペースで続いている（《図表 26》）⁴⁵。その背景には、①代理店主の高齢化（32%が55歳以上）、②家族以外への承継も視野に入れた永続化計画の不在、③付加価値サービスの提供に必要なコスト負担の重さ、④規模の利益の存在、⑤保険会社が設定する最低保険料および報奨金獲得基準の引き上げ、が挙げられる⁴⁶。代理店 M&A の買い手は、多い順に独立代理店、銀行・貯蓄金融機関、保険関連のサービス会社等となっている（《図表 27》）。

《図表 26》独立代理店の M&A の推移



(データ) SNL Financial database.

《図表 27》代理店 M&A の買い手



(出典) Robert J. Lieblein, "2005 Mid-Year M&A Insights", 2005.

⁴⁴ Independent Insurance Agents & Brokers Association, "Agency Universe Study", 2003.

⁴⁵ 代理店のコンソリデーションが進む中での中堅地域ブローカー同士のネットワーク化や大手ブローカーの中小企業マーケット進出の動きについては本誌 34 号で紹介した。長岡繁樹、中村岳「米国損害保険市場の最新動向—1999 年を中心として—」(安田総研クォーターリー、第 34 号、2000 年 10 月) 参照。

⁴⁶ David Dobson, "Distributor Issues: Agency Valuation, Perpetuation and Operating Excellence", 2004.

(1) 銀行による保険販売と独立代理店 M&A

銀行・証券・保険の業態間の相互参入を認めるグラム・リーチ・ブライリー法 (Gramm-Leach-Bliley Act、2000 年施行) 以降、銀行は、金利変動の影響を受けないフィー収入の増加を目指して、独立代理店の M&A または新規設立によって保険販売を拡大してきた。その結果、銀行持株会社による保険ブローカレッジフィー収入 (代理店手数料、紹介手数料等) が増加している (《図表 28》)。銀行が販売する主な保険種目は年金であるが、企業分野、個人分野の損害保険、生命保険も扱われている。

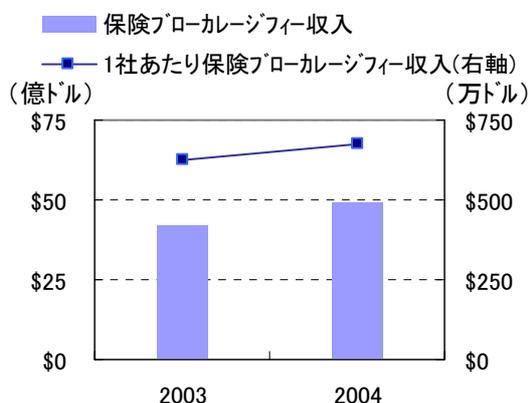
銀行の代理店買収において最も重要なのは、大企業かつ公開企業である銀行の統制に自らの事業運営スタイルを合わせることが出来る代理店の選定である。過去の買収事例では、代理店の収入が見込みを大幅に下回ったり、銀行が最終的に保険販売から撤退せざるを得なくなった例が少なからず存在する。その中で最も多いのは、代理店の経営者が銀行の統制に馴染めず、文化的な衝突が発生したケースであるという⁴⁷。

(2) 独立代理店の企業価値評価

独立代理店 M&A のための企業価値評価で最も重視されるのは、保険料等の収入ではなく、収益指標の一つである EBITDA⁴⁸ (イービットディーイーまたはイービットダーと読む。) である。具体的には、EBITDA に一定の倍率を掛けた金額に対して、予測される収益増加率や買収後に何らかの理由で収益力が失われるリスク等を織り込んで価値評価の調整が行われる⁴⁹。

M&A の取引金額/EBITDA 倍率は 6~7 倍となる場合が最も多い (《図表 29》)。銀行が保険ビジネスに進出するにあたり、将来予定している一連の代理店買収を視野に入れつつ、その中核とするべき大規模代理店を買収する場合には、8 倍を超える事例も報告されている⁵⁰。

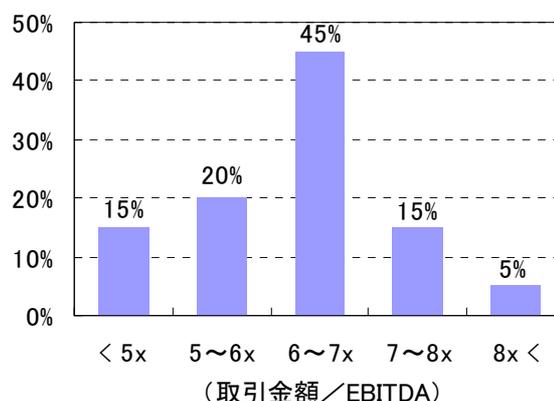
《図表 28》 銀行持株会社の保険販売の推移



(注) Citigroup および MetLife (銀行を保有しているため銀行持株会社に該当する) は除いた。

(出典) Michael White, "Bank Holding Company Insurance Fee Income Report", 2005.

《図表 29》 M&A における取引金額/EBITDA 倍率の分布



(出典) Robert J. Lieblein, *supra*.

⁴⁷ Tim Zawacki, "Insurance Insight: Bank-insurance consolidation set to rebound after down year", Nov. 22, 2005.

⁴⁸ EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) とは、利払い前・税引き前・償却前利益である。

⁴⁹ Kevin Stipe, "Agency M&A - Separating Fact from Fiction", 2004.

⁵⁰ Robert J. Lieblein, "2005 Mid-Year M&A Insights", 2005.

VII. おわりに

2004年初め、米国損害保険業界における最大の話題は、アンダーライティング・サイクルのハード化局面がいつまで続くかであった。2004～5年には料率が急速に下降し始めるとの見方も強かった。しかし、今のところ第IV章で示したように、個人分野では保険料の上昇が沈静化しつつあり、企業分野では保険料の変化率がマイナスに転じたものの、契約条件の緩和には慎重な姿勢が保たれている。その背景には、1990年代初めに比べて魅力的とは言い難い運用環境がある。

今のところ、自然災害損害を除けば、損害額に影響を与える費用のインフレや不法行為法コストの動向に懸念される動きは少ない。そのため、第II章で紹介したような2004年の好業績が2005年も継続し、契約者剰余金がさらに積み上がった場合には、保険会社側にシェア拡大の誘惑が生じたり、規制当局が介入することによって料率引き下げ圧力が強まっていたであろう。しかし、2005年にはカトリーナを始めとする大型ハリケーンが膨大な損失をもたらした。そのため、ソフト化圧力はかなりの程度減殺されたと考えられる。

保険会社は契約のポートフォリオと捉えることができ、そのポートフォリオは毎年または半年ごとに洗い替えされる。米国では、日本に比べてリスクが多様であるために、損害額に影響を与える費用のトレンド等のマクロ要因や保険会社のプライシングおよびアンダーライティング戦略の動向によって、ときに収益性が急激に変化することがある。また、ハリケーンや地震リスクを評価するモデルは成熟度を高めてきているが、それを解釈してどのようなリスクマネジメント計画に具体化していくかは保険会社各社の判断による。ある大手社は、確率的に低いルイジアナ州のリスクについて再保険を手配していなかったために、カトリーナの損害のみによって純資産の1割以上を失った。今後も、損害保険会社による、より緻密なアンダーライティングや再保険プログラムを含む異常災害リスクマネジメントの探求が続けられるであろう。