

久保英也著『保険の独立性と 資本市場との融合』

千倉書房

2009年、263p

高尾厚

Atsushi Takao

神戸大学大学院経営学研究科 /
教授

保険の起源は、損害保険が14世紀に地中海の貿易商人の間で海上事故の危険を分担しあった「冒険貸借」であり、生命保険は1762年に生命表を完備したイギリスの生命保険会社エクイタブル生命の発足となる。ただ、助け合いの仕組みと言う意味では、西暦100年頃のローマで生まれた働き手を失った遺族の生活を支援する組織「コレギア・テスイオルム」までさかのぼる。

不思議なことにこの助け合いの仕組みは、現在金融市場で頻繁に利用される「金融のオプション」と基本的な仕組みが同じである。事故（死亡や海難事故）が起こらなければ何もない（オプションの権利行使をしない）が、事故が起これば事前に約束していた保障を受け取り（オプションの権利行使）、その対価として保険料（＝オプション料）を支払うという仕組みである。しかしながら、保険はその後資本市場とは全く切り離された世界で独自の発展を遂げていくことになる。

本書は、2000年の時を越えて、現在進行している同一原理を持つ保険と資本市場との融合の本質を的確に射抜いている。それは、金融の主な目的が資金を融通することからリスクを融通（リスクの移転、交換）することに変化したことを明示したとも言える。その一つの象徴が資本市場の寵児とみられるサブプライムローンの証券化商品の仕組みにおいて、商品の信用補完に大きな役割を果たしていたのが保険会社であったという事実である。この潮流の先を見れば、保険市場が資本市場と

一体化していくことを予感させる。

果たして、保険市場の独立性は今後も存続するのか、逆に保険と資本市場とは完全に融合するのか、融合はどのような条件で起こるのかなどについて、本書は冷静にかつ多面的に考察する。各章はそのための切り口を示し、これらを束ねることで解に行き着く。一見独立しているように見える各章は筆者により綿密に計算され、章立てされている。

すなわち、世界を代表する保険会社の効率性の低下＝リスクの引き受け能力の低下→リスクを引受ける資本市場の拡大（ART市場と生命保険買取市場）→保険市場と資本市場とのリスク交換の場としての債券市場（信用リスクと同様の交換メカニズム）→信用リスク評価モデルの提案、という構成である。

主要な章についてみると、著者はまず第1章で、独自の発展を続けてきた「保険」を象徴する存在として日本を対象に保険会社の効率性を計量的に計測する。保険会社の効率性の低下は保険会社のリスク引き受け能力の低下につながり、そこから漏出したリスク量が資本市場に流れるからである。

ただ一つ困難がある。一般の事業会社であれば、企業の効率性評価は財務分析で対応できるものの、保険会社は保険料を受取ってから保険事故が発生し保険金を支払うまでの期間が長いことから、年度ごとの期間損益がうまくつかめないのである。また、将来の負債である責任準備金の繰り

入れなど特殊な勘定を有し、半世紀を越える日本保険学会でも包括的な効率性分析はなされてこなかった。著者は、確率的フロンティア生産関数という考え方を持ち込み、ここの20年間の生命保険各社と損害保険各社、そして生命保険会社と損害保険会社を兼営する保険グループについて、効率性を計量的に分析している。また、これをベースに1990年代後半に行われた大規模な保険の規制緩和が保険会社各社に与えた影響についても分析している。これだけ幅広く、明確な切り口により保険会社の効率性を精緻に計量的に分析した論文は他に見当たらない。

次に、第2章では、保険と資本市場との融合が現実に見られる損害保険分野のART (Alternative Risk Transfer) を分析し、リスクを増やしながら根強いニーズにこたえるなど今回の金融危機後も重要性は変わらないことを証明している。

続く第3章では、生命保険分野において今後資本市場との接点を急速に高めそうな生命保険の買取制度を分析している。生命の価値を売買するモラルなど多くの問題を抱えながらもアメリカ市場は拡大し、生命保険会社が応えることのできなかった契約者ニーズを取込んでいる。著者は単に市場調査を行うのではなく、いまだ存在しない日本の生命保険買取市場が健全に育つための条件となる公正な買取価格の算出に踏み込む。「必要責任準備金比率」という確率論的責任準備金概念を持ち込み、モンテカルロ・シミュレーションを駆使して同価格を算出する。そして、買取価格構造の透明化や買取業者の資本力強化などが重要であることを提言している。

第5章では、保険と資本市場が融合する時、保険リスクと資本市場のリスクとの交換が起こる。その場所を証券化スキームを基礎とした「長期の」信用リスク市場としている。信用リスクスプレッド

に保険リスク相当分が計上されるという考え方である。確かに株価をベースとしたオプションモデルによるリスクプレミアムの計算は変動が大きく安定しない。長期の信用リスクを、独自のキャッシュフロー予測モデルと信用リスクスプレッド評価モデルとにより評価するところに筆者の独自性が光る。

これらの分析を基盤として、保険市場の独立性は今後も存続するのか、保険と資本市場とは完全に融合するのか、もしくはその融合はどういう条件で起こるのかという命題に解を出している。まず、両市場の特徴的な商品から保険市場の独立性に肉薄する。資本市場の天候デリバティブ(第2章、第2節)と保険市場の異常気象保険(同)は共に、想定外の気象に伴い発生する事業活動の損失を補てんする。ただ、保険は、①大数の法則などに基づき、保険会社内で引受けた方が効率的なリスク、②固有性の高いリスク、③エリアや地域の特殊性に根ざしたリスク、④原因と結果の関係が明確なリスク、に対応するのに適しているとする。一方、デリバティブは、①流動性のない商品の効率的な市場へ橋渡し、②リスクの価格で表現して異なるリスクを交換(例えば、地震リスクと価格リスクとの交換)、③複数リスクの相関係数を利用したリスク管理の効率化、などに適していると結論付けている。

逆に、保険と資本市場の融合は、ファイナンス論理で保険のすべてを評価しようとするサイドカー(第2章、第2節)に見ることで理解できるとする。サイドカーは、保険会社が有する保険契約ポートフォリオの一部についての収益・リスクを投資家と保険会社とが分担する取引であり、投資家は、引受ける保険の種類やリスクに応じ、保険会社が発行する債券や株式を取得する。事業を拡大したい保険会社の資金調達手段として用いられていること

になる。ここでは保険（再保険である場合も含む）の管理業務は、保険会社（再保険会社である場合も含む）が行うことから、保険の機能を投資家に移行したというより保険会社の一部事業を買収したことにすぎない。資本市場は、保険の機能そのものには踏み込めてはおらず、保険会社のファイナンスに手を貸しただけである。

また、保険会社は個々の保険契約者と交わす保険契約において、契約者が保険を購入しやすいように、多くのオプションを契約者に無償で与えている。たとえば、生命保険においては、契約期間は保険料を一定とし（長期の予定利率の設定）、自由な解約を認め、解約返戻金は簿価で払い出す（一部契約にはペナルティーをとるが、基本的に金利変動リスクは保険会社が保有）などである。これらのオプションの価格をファイナンス理論により、資本市場で評価すると極めて高額になる。保険会社はこのリスクを資本市場でヘッジすることもなく、そのままリスクを保有している。

以上から、両市場の融合の条件が明確となる。すなわち、保険は1時点でリスク量とリスク対価が必ずしも「1対1で対応」していない状況においてもリスクを引受けるところにその本質がある。その意味で、保険会社は、1時点ではリスク対価とバランスしないリスクを自ら保有し、これらは大数の法則、時間分散、査定、そして、保険会社に長期に蓄積された内部留保（資本、諸準備金、含み益など）で担保する。ここに、保険の独自機能があり、社会貢献できる部分であるとする。このように、保険の独自性は、資本市場の存在如何にかかわらず永続するとする。

逆に、リスクとリスク対価が「1対1で対応」する分野は、資本市場に任せの方がコスト的にも保険会社の健全性からも合理的と主張する。たとえば、前述の生命保険の買取制度は多数の契約からな

る保険群団の中から、死亡率の高い1契約を取り出し、「死亡保険金を受け取れる可能性の高い契約」という価値を評価し、資本市場で取引するものである。その意味では、リスクとリスク対価はイコールとなっている。

筆者はここで、上記の「1時点で『1対1対応』」をしているリスクは資本市場に、そうでないリスクは保険市場に移転」という選択を一般の経済主体がリスク移転時に円滑に行えることが重要であると主張する。ARTなど資本市場のリスク引受け能力が高まり、両者を利用者が選択できる状況が好ましく、保険会社の引受け能力を押上げる領域で最も合理的に保険と資本市場は融合する、と結論付けている。

このように論理的に組み立てられた本著であるが、あえて欲を言えば、国際会計基準の保険への適応に際し、保険の独立性をどの程度反映させるかなど、混迷を深める現実の制度改革に言及が欲しいという感はある。

しかしながら、これだけ多彩で精緻な計量分析により実証的に事象を証明しつつ、提言を行うスタイルをとる本著にこの要望を行うことは逆に本著のテーマや焦点をぼやかす恐れもある。次の著作時の参考にしてもらえば幸いである。

ともあれ、神戸大学名誉教授の水島一也先生の責任編集が入った保険学の最高峰である千倉書房の『保険学シリーズ』に相応しい一冊である。

