

米国保険会社に対する格付け評価の方法

目 次

- | | |
|---------------------------------|--------------------|
| ．はじめに | ．米国における保険会社の格付け評価で |
| ．格付けの性格と機能 | 重視されるポイント |
| ．米国における保険会社の保険財務力に 関する格付けの特徴 | ．おわりに |

研究員 牛窪賢一

要 約

．はじめに

97年半ば頃から、上場ゼネコン、大手金融機関等の相次ぐ破綻をきっかけとして、格付けに対する関心が高まってきた。しかし、日本では米国に比べまだ格付けの歴史が浅いこともあり、格付けに対する理解が必ずしも十分ではないように思える。本稿では、まず格付けの基本的な性格等について解説を行った上で、米国保険会社に対する格付け評価の方法等について紹介する。本稿が格付け理解の一助となれば幸いである。

．格付けの性格と機能

格付けは信用リスクに対する評価であり、格付け機関の意見である。格付けの対象は企業そのものではなく、企業が負う債務である。格付けは、取得する企業にとっては資金調達の安定化に寄与し、投資家にとっては投資情報として機能する。なお、日本でも米国と同じように、格付けが投資家のための投資情報として積極的に活用される方向に変化してきている。

．米国における保険会社の保険財務力に関する格付けの特徴

保険財務力に関する格付けとは、保険契約者に対して将来発生する保険金支払債務の履行能力に関する保険会社の財務内容について評価したものである。この格付けは、保険会社の破綻が多発するような場合には、保険募集の面においても大きな影響力をもつことになるといえよう。

．米国における保険会社の格付け評価で重視されるポイント

米国における保険会社の格付け評価で最も重視されているのは、保険金支払い等のリスクに対して資本の水準が十分かどうかということである。一般事業会社を対象とする場合に比べ、投資リスク、流動性等の項目にも多くの関心が払われている。

．おわりに

本稿で紹介する米国のケースは、格付けと日本の保険会社との係わりについて考える上で示唆を与えるものと思われる。今後は、日本でも、格付けを正しく理解し有効に活用する投資家、保険契約者が増加し、格付け格差を適正に反映した資本市場、保険市場が形成されていくことになるのではなかろうか。そうなれば、保険会社の経営にとっても格付けは益々重要になってくるものと考えられる。

はじめに

1. 格付けに対する関心の高まり

97年半ば頃から格付けに対する関心がにわか
に高まってきた。これは、97年7～8月の東海
興業、多田建設、大都工業の上場ゼネコン3社、
9月のヤオハンジャパン、11月の三洋証券、北
海道拓殖銀行、山一証券等の相次ぐ破綻によって
デフォルト（債務不履行）リスクが顕在化してき
たからに他ならない。格付けに対する関心の高ま
りは、資本市場における格付け機関の影響力を増
大させ、株式市場や債券市場は、格付けの引き下
げに対して時に大きく反応するようになった。山
一証券の破綻に当たっては、ムーディーズ社によ
る格付けの引き下げが事実上の「破産宣告」に
なったとまでいわれている。

「格付けはあくまでも格付け機関の意見に過ぎ
ない。」というのが格付け機関の主張であるが、
現実には格付けの引き下げによって株価が急落し、
その結果経営破綻に追い込まれたり、経営戦略の
見直しを迫られたりしているケースも少なくない。
格付けに対するこういった反応の中には、行き過
ぎではないかと思えるものもある。

なお、格付けに対して行き過ぎとも思えるよう
な反応が起こる背景には、企業のディスクロー
ジャーに対する投資家からの不信感があるものと
考えられる。公開情報だけでは企業の経営実態を
十分に把握できないと考える投資家が、企業の内
部情報に精通しているとされる格付け機関に必要
以上に頼ってしまっているというのが現状である
う。

2. 「デフォルトのない世界」から「デフォルト が十分起こり得る世界」への転換

日本では、従来、一部の優良企業にしか債券発
行の途が開かれておらず、また万一債券発行企業
が破綻に追い込まれた場合でも、受託銀行が債券
を買い取ってきたために債券のデフォルトの歴史
は皆無に近かった。これは、債券のデフォルトを
未然に防ぐために、企業等が債券を発行する場
合に満たさなければならない要件として適債基準
が設定され、厳しい起債制限が行われてきたこと
による。

しかし、適債基準は96年1月に撤廃され、社

債発行は既に自由化されている。また、97年
に入ってから、これまで原則起こらないとされて
きた上場企業の破綻も珍しくなくなった。さらに、
いわゆる「護送船団方式」による監督行政のもと
で金融機関が破綻することはないと信じられてき
た金融機関不倒神話も、不良債権問題の深刻化や
金融ビッグバンによって、完全に崩壊してしまっ
た。

敢えて極端な言い方をすれば、日本では極めて
短期間のうちに、「デフォルトのない世界」から
「デフォルトが十分起こり得る世界」に大きく転
換してしまったのではなからうか。「デフォルト
のない世界」では投資家にとって格付けはほとん
ど意味をもたなかった。「デフォルトのない世
界」に慣れてきた日本の投資家は、突如出現して
きた「デフォルトが十分起こり得る世界」に適切
に対応することができず、一部行き過ぎとも思え
る格付け偏重に走ったとの見方もできよう。

3. 保険会社にとっての格付けの重要性

前述の金融機関の中に保険会社も含まれること
はいうまでもない。もちろん、生保業界、損保業
界という業界による違いだけでなく、個別保険会
社間の格差もある。例えば大手損保会社のS & P
社、ムーディーズ社による保険財務力に関する格
付けは、ともに「AAA」格～「AA」格で、財
務内容は非常に優れているとの評価となっている。
しかし、97年4月に日産生命が破綻し、保険会
社も、保険契約者、投資家等からその信用力につ
いて厳しく問われるようになってきている。

保険会社は、保険契約者の経済的安定のための
保障を主要業務としており、これはある意味では
「安心・信用を買ってもらっている」ことを意味
している。保険会社の破綻が現実になった今、保
険契約者は信用リスクを表す格付けに対して敏感
になっているといわれている。実際、格付けの低
い生保会社では、新規契約が伸び悩む一方、既存
保険契約の解約率が相対的に高くなる傾向もみら
れる。保険契約者は、保険契約時や既に契約済み
の保険を維持・継続するかどうかの判断において、
保険会社の格付けをかなり考慮するようになって
きたと考えられる。このような変化の中で、格付
けが保険会社の経営に及ぼす影響力も拡大してき
ているといえよう。

4. 本稿の目的

このように格付けに対する関心が高まっている一方、日本では米国に比べまだ格付けの歴史が浅いこともあり、格付けに対する理解は必ずしも十分ではないように思える。このため、本稿では、まず格付けの基本的な性格と機能について解説する。

続いて、米国保険会社の格付けを行っている米国の代表的な格付け機関である、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の3社¹の格付け評価の方法について紹介し、保険会社に対する格付け評価においてどのような財務指標が重視されているか等について考察する（これら格付け機関の概要および格付け符号については図表1参照）。

ここで米国のケースを取り上げるのは、保険会社間のグローバル競争の進展や資本市場における外国人投資家の拡大等により、日本の保険会社にとっても益々グローバル・スタンダードでの評価が求められるとの理由からである。米国は、格付けが生まれ、大きく育った、いわば「格付け先進国」であり、また米国の代表的な格付け機関はグローバル市場においても大きな影響力をもっている。

本稿では、主として格付けと保険会社との係わりに重点を置いて考察することで、格付けとは何かを明らかにすることを目的としている。本稿が格付け理解の一助となれば幸いである。

なお、保険会社の格付けに関しては、他にも、保険監督行政、ソルベンシー・マージン比率等との関連や、格付けおよび格付け機関の信頼性の問題といった重要なテーマが想定されるが、本稿ではこれらのテーマについては基本的には扱わず、今後の課題としておきたい（ただし、ソルベンシー・マージン比率と格付けとの関連、格付けの信頼性の問題については、章の2でごく簡単にふれる）。

1. 格付けの性格と機能

本章では、格付けの性格と機能について解説する。一般に格付けという場合、債券格付けを指すことが多い。しかし、保険契約者にとって最も重要な格付けは、保険会社の保険財務力に関する格

付けである（保険財務力に関する格付けについては章で詳述する）。保険会社の保険財務力に関する格付けと保険会社が発行する債券に関する債券格付けとは、別のものであるが、どちらも保険会社の総合的な信用力をベースにしており、基本的な性格、評価方法には共通点が多い。ここでは、まず債券格付けを中心にその性格、機能について整理する（特に保険会社の格付けに限定せず、一般事業会社を対象とする場合も含める）。また、その性格を明確にするため、株式投資の視点との相違点等についてもふれる。最後に、米国と日本における格付けの発達過程および格付けが果たしてきた役割の相違について考察する。

1. 格付けの性格

（1）格付けは信用リスクに対する評価

格付けとは、信用リスク（企業等が負う債務の履行について、支払不能、支払停止、部分的な支払い等に陥るリスク）の程度をアルファベット等の簡単な記号で表したもので、格付け機関が表明する、債務履行の確実度を示す指標である。

例えば、債券投資には様々なリスクが伴う。元本と利子が予定どおりに支払われるかどうかの信用リスク、景気変動等に伴う金利変動リスク、償還あるいは売却によって現金化できるまでの流動性リスク、外貨建債の場合の為替リスク等が存在する²。格付けは、これらのリスクのうちの信用リスクのみを対象にしたものであり、将来の債券価格の予想や売買の推奨を示すものではない。

（2）格付けの対象は企業ではなく債務

格付けは企業そのものについての評価ではなく、企業が負う債務の信用リスクに対する評価である。したがって、同一企業が発行する2種類の債券についても、発行条件等が大幅に異なる場合には異なる格付けとなることもある。また、同一グループ、親子関係等の企業であっても、当該企業間に実質的な支払い能力の格差がある場合は、それぞれの企業の債務に対する格付けは異なるのが一般的である。

格付けの対象となる債務は、債券が最も一般的であるが、コマースペーパーや銀行預金、保険会社の保険金支払能力に関する保険財務力等も格付けの対象となる。

(3) 格付け機関の意見

格付けは債務の履行を保証するものではなく、格付け機関の意見である。したがって、同一企業の同一債務に対する格付けであっても、格付け機関によって格付けが異なることも珍しくない。

格付けが格付け機関の意見だということは、例えば高い格付けを付与された社債が突然デフォルトに陥ったような場合でも格付け機関は直接的な責任を負っておらず、投資家には自己責任が求められる（格付けを鵜呑みにせず、投資対象につい

て自ら分析・理解することが必要）ということの意味している。しかし、投資家が自ら企業の財務状況の比較分析等を行うことは難しい場合や多大なコストがかかる場合も多く、格付けをそのまま受け入れてしまうことも現実には珍しくない。

なお、格付け機関は公表した格付けについて直接的な責任を負わないといっても、格付け機関が、公表した格付け評価の妥当性について投資家からの信頼を損なうことになった場合には、その存在意義を市場から問われることになる。

《図表1》米国保険会社の格付けを行っている主要格付け機関の概要と格付け符号

| 名称 | A.M.ベスト社 (A.M. Best Company, Inc.) | S & P社 (Standard & Poor's Ratings Services) | ムーディーズ社 (Moody's Investors Service) |
|-------------------------|---|---|--|
| 設立 | 1899年 A.M.ベスト社設立 | 1860年 パブリッシング社設立 1920年 スタンダード・スタティスティック社設立 1941年 上記2社が合併 | 1900年 ムーディーズ社設立 1962年 ダン・アンド・ブラッドストリート社が買収 |
| 出資者 | 個人株主 | マグロウヒル社 | ダン・アンド・ブラッドストリート社 |
| 本社 | ニュージャージー | ニューヨーク | ニューヨーク |
| 格付け符号 (保険財務力に関する格付け) | <p>安全な格付け (Secure Ratings)</p> <p>A++ (最上級) A+ A (上級) A- B++ (かなり良好) B+</p> <p>不安定な格付け (Vulnerable Ratings)</p> <p>B (十分) B- C++ (適当) C+ C (不十分) C- D (かなり不安定) E (当局の監視下) F (清算中)</p> | <p>強みが弱みを上回る財務内容を有し、債務履行の可能性が非常に高い格付け</p> <p>AAA (極めて強い) AA (非常に強い) A (強い) BBB (良い)</p> <p>強みを上回る不安定要因を有する可能性があるともみなされる格付け</p> <p>BB (不十分) B (弱い) CCC (かなり弱い) CC (極めて弱い) R (当局の監視下) NR (格付けなし)</p> <p>「AAA」～「CCC」については、(+)、(-)の記号により、同一等級内の相対的な強さを示す。</p> | <p>財務力が強固な保険会社 (Strong Companies)</p> <p>Aaa (最上級) Aa (上級) A (良好) Baa (十分)</p> <p>財務力が弱い保険会社 (Weak Companies)</p> <p>Ba (疑問) B (不十分) Ca (かなり不十分) Ca (極めて不十分) C (最低の水準)</p> <p>同一等級内においては、1～3の数字によって相対的な優劣を示す。1は上位、2は中位、3は下位の意。</p> |

(出典) S & P社、ムーディーズ社それぞれのホームページ、A.M.ベスト社“BEST'S KEY RATING GUIDE” 1997、LOMA“Responding to the Rating Agencies” 1997等の資料を元に、安田総合研究所作成。

2. 格付けの機能

(1) 債券発行企業にとって

債券発行企業にとって格付け取得は公募市場で資金を調達する際に有効な手段である。格付けによって資金調達コストが明確になり、債券の流動性の確保にも貢献する。発行企業にとっては、資金調達の安定化が図れるとともに、高い格付けを取得できれば資金調達コストの削減も期待できる。さらに、「現行格付けの維持」、「格付けの引き上げ」等を経営目標に掲げる企業もあり、経営改善目標としての使い方をされる場合もある。

(2) 投資家にとって

格付けは投資家にとって投資判断のための投資情報として機能する。ディスクロージャー制度を補完する投資情報として、情報の不足による投資リスクを軽減するとともに、効率的な投資判断の一助となる。また、例えば「A」格以上の債券でなければ投資しない等、投資対象の選択基準としても使用されている。格付けは、投資家が求めている債券投資ポートフォリオの構築に貢献するとともに、投資家の投資審査コストの削減を可能とする。

(3) 格付け格差に伴う債券利回り格差の形成

一般に、その他の条件が同じであれば格付けが高い債券ほど利回りは低くなる。逆に格付けが低い債券ほど利回りは高くなる。このように格付けは、債券流通市場での価格形成や発行市場での発行条件格差の形成を促し、市場メカニズムをより効率的に機能させる働きをもっている。また、一般に企業倒産が少ない時期には格付け格差に伴う利回り格差は少なく、企業倒産が多発し信用リスクへの関心が高まると格付け格差に伴う利回り格差も拡大する傾向にある。

3. 債券格付けと株式投資との視点の違い

(1) 最悪の事業環境を想定

一般に、債券投資では、投資が成功したとしても最大の成果として元本と利子が支払われるにとどまり、投資収益の上限は確定している。株式投資では株価が2倍、3倍あるいはそれ以上に上昇する可能性があるのと対照的である。株式投資では、将来の株価上昇を予想し、その可能性に賭け

るのが一般的である。将来の利益拡大が見込めるような魅力的なものを捜し出す株式の分析とは対照的に、少しでもマイナスの可能性があるものを排除していくのが債券格付けである。

債券格付けでは、景気後退期等の債務不履行が発生しやすい事業環境を常に想定している。将来のキャッシュフローの分析においても、最悪の場合でもこれだけのキャッシュフローは確保できるという状況を想定することになる。これらのことは、厳しい事業環境になるとそれまで見過ごされがちであった信用リスクが顕在化してくるからである。格付け評価では、顕在化していない時点においても、正確な信用リスクの計測が求められている。

(2) 将来の不確実な利益拡大よりも現実に起こる安全性低下に注目

債券格付けの視点では、株式投資に対する視点とは異なり、投資拡大による将来の不確実な利益拡大に対する前向きな評価よりも、投資に伴う負債増加にまず注目することになる。つまり、将来の不確実な利益拡大による支払能力の向上よりも、確実に起こる負債増加による支払能力の安全性低下に、まず関心が払われる。債券格付けの視点は、基本的に保守的であり、株式投資にときどき見られるような「夢を買う」といったスタンスはない。

4. 日米における格付けの発達過程の相違

(1) 米国における格付けの発達過程

債券格付けは米国で生まれた。1909年にムーディーズ社の創立者ジョン・ムーディー氏が鉄道債券を格付けしたのが世界で最初の債券格付けといわれている。その後、1922年にはヘンリー・プアー氏が設立したパブリッシング社が、1924年にはスタンダード・スタティスティック社が事業債の格付けを始めたとされている（なお、パブリッシング社とスタンダード・スタティスティック社とは1941年に合併し、現在のS&P:スタンダード・アンド・プアーズ社となっている）。

米国でこの時期に格付けが生まれたのには、それなりの背景があった。19世紀の米国では、銀行は支店設置の制限等から全国的な業務展開ができなかったため、企業や州政府等の大量の資金調

達に十分対応できなかつた。これに対し、19世紀末頃からは、投資銀行が債券引受業務を積極的に展開し、債券発行が飛躍的に拡大してきた。債券の中にはデフォルトに陥るものも少なくなく、また、当時は企業によるディスクロージャー制度が不十分だったため、一般の投資家にとって債券の信用リスクの判断は容易ではなかつた。このような環境の中で、信用リスクを簡単な記号で表す格付けが投資家に歓迎されたのである。

その後、格付けは1929年の大恐慌をきっかけに市場に定着し、投資情報として益々利用されるようになっていった。大恐慌時、デフォルトの発生率は30%を超えたが、格付けの高い債券ほどデフォルト率が低く、格付けの有効性が実証されたといわれている³。

このように、米国では様々な債券が自由に発行できる市場を前提にして格付け機関が自然発生的に生まれ、格付けが発達してきたといえよう（なお、最近時における格付け等級別の年間デフォルト率実績推移を図表2に示した）。

（2）日本における格付けの発達過程

格付けが投資情報として自然に発達してきた米国に対し、日本では、格付けは行政当局主導の下で市場への定着が図られてきた側面が強い。すなわち、日本では、格付けに対する投資家のニーズに先行して、自由な債券市場を育成するための手

段の一つとして、まず格付け機関が設立されたのである。1979年に日本公社債研究所、1985年に日本格付研究所、日本インベスターズサービスがそれぞれ設立された（なお、日本公社債研究所と日本インベスターズサービスとは、1998年4月に合併し、日本格付投資情報センターとなっている）。さらに、行政当局は、格付けを日本の債券市場に定着させるための手段として、格付けを適債基準の要件とすることで、発行企業に格付けの取得を義務付けた。

格付け機関が設立される以前の日本では、社債発行は厳しい起債制限のもとで担保付きが原則（有担保原則）とされていたことに加え、社債発行企業の破綻の例は少なく、またこうした破綻に際しても、受託銀行によって当該社債の買い取りがなされ、投資家の保護が図られていた。これらことから、投資家には債券の信用リスクについての意識が希薄であり、格付けのような投資情報に対するニーズは乏しかった。しかし、金融・資本市場の自由化の進展に伴って、格付けは、自由化された債券市場における新たな投資家保護の手段の一つとして、早急な市場への定着が求められるようになったのである。

以上のように、米国と日本とでは格付けの発達過程や格付けが果たしてきた役割が大きく異なる。日本での格付けは、米国のように債券の安全性に関する情報として投資家に利用されて発達してき

たというよりも、発行企業が起債に必要な要件を満たすために取得されてきたというところに大きな特色がある。

しかし、日本でも、社債発行の自由化やデフォルトの現実化によって、格付けは、ようやく米国のように投資家のための投資情報として積極的に活用される方向に変化してきたといえよう。

・ 米国における保険会社の保険財務力に関する格付けの特徴

前章では、特に保険会社の格付けに限定せず、債券格付けを中心とする格付け一般について考察した。本章では、米国における保険会社の保険財務力に関する格付けの特徴について明らかにしたい。まず、保険財務力に関する格付けの定義について確認し、次に、保険財務力に関する格付けと債券格付けとの相違点について整理する。さらに、これらを踏まえた上で、格付けが保険会社の経営に及ぼす影響について考察する。最後に、90年代前半の米国における生保会社の信用度低下と格付けに対するニーズの高まりの一例を紹介する。

1. 保険財務力に関する格付けとは

本稿でいう保険財務力に関する格付けは、A.M.ベスト社では「Best's Ratings」、S & P社では「保険財務力 (Insurer Financial Strength, IFS) 格付け」、ムーディーズ社では「保険財務 (Insurance Financial Strength) 格付け」と、格付け機関によってそれぞれ多少異なる名称で呼ばれている (保険財務力に関する格付けの各等級の意味については前出の図表1参照)。

ここでは保険財務力に関する格付けの一例として、S & P社の「保険財務力格付け」の定義の中から特に重要と思われる部分を引用したい。

「保険財務力格付けは、保険契約の諸条件に従い保険金を支払う能力に関し、保険会社の財務内容について示した現時点での意見である。この意見は、特定の保険契約についての意見ではない。また、特定の保険契約が、ある特定の保険契約者、あるいはある特定の目的に適しているかについて示唆するものでもない。」

このS & P社の定義に見られるように、保険財

務力に関する格付けは、保険契約者に対して将来発生する債務の履行能力としての保険金支払能力に関する保険会社の財務内容について評価した、現時点での格付け機関の意見である。

なお、各格付け機関が公表している保険財務力に関する格付けについては、債券格付け等と同様、少なくとも年に一度は定期的な見直しが行われる他、訴訟、大幅な業況の変化、合併その他の重大な変化が保険会社に生じた場合には随時見直しが行われるのが一般的である。格付け機関が、米国保険会社に対して格付けを行う際の情報源としては、保険会社から州政府に提出されている公式の報告書類としてのNAIC (全米保険庁長官会議)⁴年次報告および補足データ、保険会社から格付け機関に提出される資料、保険会社に対するインタビュー等がある。

2. 保険財務力に関する格付けと債券格付けとの相違点

(1) 対象となる債務の相違

前述のとおり、保険会社の保険財務力に関する格付けと保険会社が発行する債券に関する債券格付けとは、ともに保険会社の総合的な信用力をベースにしており、基本的な性格、評価方法には共通点が多い。

しかし、保険財務力に関する格付けと債券格付けとは、対象となる債務の性格が異なっている。一般に、保険金受取債権について先取特権が法定されていれば、保険契約者の保険金受取債権の方が、債券保有者の元利金受取債権よりも優先順位が高くなる。このことを反映して、同一保険会社の格付けであっても、保険財務力に関する格付けの方が債券格付けよりも高く評価されている場合がある。

(2) 保険契約者と債券投資家との基本的な立場の相違

保険財務力に関する格付けと債券格付けとの性格的な違いについて、より理解を深めるためには、これら格付けのユーザーサイドの立場について比較することも有意義だと考えられる。

保険財務力に関する格付けを利用する保険契約者と債券格付けを利用する債券投資家との基本的な立場の相違については、大きく以下の三点に整

理できると考えられる。

第一に、債券投資家の目的が債券投資による収益の確保であるのに対し、保険契約者の目的は基本的には保険契約の締結によるリスクの回避（経済的な安定）であるという点があげられよう。債券投資では、格付けは低い、利回りの高い債券に投資するといった選択（ハイリスク・ハイリターン投資）をすることも珍しくないが、保険契約では基本的にはこのようなことは想定されていない。

第二に、債券には流動性があるが、保険契約には流動性がないため、保険契約者にとって契約の途中で保険会社を変更するといった機動的な対応は難しいという点があげられよう。すなわち、一般的に債券には流通市場があり、そこで債券を売買することが可能であるが、一般の保険契約者が保険契約を売買できるような流通市場はない。

もちろん、保険契約を解約することも可能であるが、ある保険会社との契約を解約し、別の保険会社と契約し直すという方法では、保険契約者にとって、保険の引受拒否、コスト負担の増大といった様々な問題が生じる可能性がある。したがって、仮に保険会社の格付け引き下げ等の事態が生じた場合でも、保険契約者は債券投資家ほど機動的には対応できない可能性がある。

この観点からは、保険契約者は、特に保険契約締結時（保険購入時）において、高い格付けの保険会社を選択する志向が生じることになると考えられる。

第三に、保険契約には流動性がなく機動的な対応は難しいといっても、保険契約者は、万一保険会社が支払不能に陥った場合には債券投資家に比べより保護されている。一般に、保険金受取債権について先取特権が法定されていれば、保険契約者の保険金受取債権は、債券保有者の元利金受取債権よりも受取順位が優先する。また、保険会社が支払不能に陥った場合の保険契約者保護のために、各州において保証基金制度が設けられている。ただし、この保証基金制度では、すべての保険が保証の対象とされているわけではなく、保証には一定の限度額が設定されている、裁判等の手続きのために保険金受取までに時間がかかる等、問題が少なくないといわれている。

3. 格付けが保険会社の経営に及ぼす影響

（1）保険契約者の視点

保険会社における最も重要な社会的使命は、消費者や企業の経済的安定に貢献し、社会の繁栄に資することと考えられる。保険会社がこの使命を達成するためには、第一に保険契約者の視点で十分考慮されている必要がある。

保険契約者は、保険会社の選択において、保険会社の提供する保険商品のパフォーマンスおよび保険商品に付随するサービスの質等を重視していると考えられる。しかし、それ以前に保険会社の将来にわたる支払能力が十分かどうかという重要な問題があり、この点にも大きな関心が払われている。なぜなら、保険契約者は、契約締結時において、将来ある一定の条件の下で保険会社から保険金等を受け取れることを想定しているため、保険会社の将来的な存続が保険会社選択の際の重要な前提条件の一つとなっているからである。また、財務内容の健全な保険会社でなければ、顧客に対してパフォーマンスの高い良好な保険商品を提供することも難しいであろう。すなわち、保険契約者は、財務内容が健全で支払能力も高い保険会社から、より有利な契約条件で自己のニーズにマッチした保険を購入したいと望んでいると考えられる。

保険会社に対する保険契約者の情報源としては、格付け機関の他にも以下のように様々なものがある。

- ・保険会社および業界団体
- ・保険募集人、代理店、ブローカー
- ・州保険庁、NAIC（全米保険庁長官会議）⁵
- ・刊行物その他の公開情報

しかし、保険契約者がこれらの情報源を利用して自身で保険会社の財務内容について評価することは必ずしも容易ではない。そこで、保険契約者は、保険会社の財務内容に関する評価を専門的に取り扱っている格付け機関に頼ることが多くなる。これらの格付け機関は、多数の保険会社の保険金支払能力に関する保険財務力について評価を行い、これを簡単な格付け記号で表しており、保険契約者にとって保険会社間の財務内容の違いを認識できる重要な手段の一つと評価されている。

(2) 保険会社の経営にとって格付けが意味するもの

このように、保険契約者が保険会社を選択する際には、サービスの質、商品内容、価格（保険料率）等の他に、保険会社の信用力を示す格付けもかなり考慮されている。したがって、保険会社が仮に格付けを引き下げられるようなことになれば、このことが、保険会社の資金調達のみならず保険募集の面にも重大な影響を及ぼす可能性がある。格付け引き下げのうわさだけでも、保険会社の経営に影響が生じる可能性がある。このように、保険会社の経営にとって、高い格付けを取得し、これを維持することは重要な意味をもっていると説明されている。

4. 米国生保会社の信用度低下と格付けに対するニーズの高まり

ここでは、1990年代前半の米国における生保会社の信用度低下と格付けに対するニーズの高まりの一例を紹介したい。保険会社の破綻がほとんどない状況では、保険契約者は保険会社の格付けをそれほど気にしないのですが、保険会社の破綻が頻繁になれば、保険契約者は格付けに神経質になることをこの例は示している。

米国の生保会社の主力販売商品は、1980年代を通じて死亡保障等の伝統的な保険商品から貯蓄性商品にシフトした。多くの生保会社は、投資信託等との競争に勝つために、高い利回りを一定期間保証した商品（GICs: guaranteed investment contracts）を企業年金基金等に売り込んで販売実績をあげた。しかし、保証した利回りを上回る運用実績をあげるために不動産投資やジャンク債投資に傾斜する生保会社が増加した。その後、不動産やジャンク債の市況が悪化したため、生保会社の資金繰りは苦しくなり、不安を感じた年金基金や個人顧客からの解約が増加した。

この結果、1990年代に入って経営が行き詰まる生保会社が増加した。91年4月にはエグゼクティブ生命、同年7月にはミューチュアル・ベネフィット生命が州保険庁の監視下に置かれた。生保会社の経営体質は健全であるとの見方が崩れるとともに、90年代前半には多くの生保会社の格付けが引き下げられた（図表3参照）。また、大手のフェニックス・ミューチュアル生命とホーム生命とが合併し、この他にも、業務提携、子会

社の売却等、生保業界の再編に向けた動きが広がった。なお、93年に発覚したメトロポリタン生命等による保険の不正販売（終身保険を年金と偽って販売）も米国生保会社の信用失墜につながったとされる。

米国生保会社の信用度低下とともに、保険契約者の間では将来の保険金支払いに対する安全性を重視する傾向が強まり、生保会社の格付けに対するニーズが高まった。代理店やブローカー等も、財務内容が悪く倒産するような生保会社とビジネスをすることは顧客基盤にダメージを与えかねないことから、格付けにより敏感になるようになったといわれている⁶。このように、生保会社の信用度低下は、保険募集面における格付けの影響度を増大させたといえよう。

なお、生保会社の商品の中でも、利回り保証契約等の年金向け商品の方が、死亡保障等の伝統的な生保商品よりも、格付けの低下による影響度が大きいといわれる。この要因としては、企業が従業員の年金向けの投資対象として年金商品を選択する場合、企業は、従業員に対して受託者責任を負っている⁷ため、一定水準以上の格付けを有する年金商品しか採用しない傾向があること等があげられる。ただし、すべての生保商品に「AAA」格が求められているわけではなく、例えば、投資資産の格付けの平均を「AA」格以上に維持するといった方針で年金を運営している企業も多いといわれる⁸。

《図表3》1990年代前半における生保会社の格下げおよび格上げ件数

| | A.M.ベスト | | S&P社 | | ムーディーズ | |
|-------|---------|-----|------|----|--------|----|
| | 下げ | 上げ | 下げ | 上げ | 下げ | 上げ |
| 1991年 | 121 | 16 | - | - | - | - |
| 1992年 | 40 | 58 | 31 | 11 | 16 | 1 |
| 1993年 | 233 | 172 | 35 | 13 | 15 | 17 |
| 1994年 | 84 | 76 | 22 | 9 | 9 | 5 |
| 1995年 | 75 | 55 | 67 | 16 | 22 | 13 |
| 合計 | 553 | 377 | 155 | 49 | 62 | 36 |

(注)1997年現在の格付け対象生保会社数は、A.M.ベスト社1,154社、S&P社1,092社、ムーディーズ社163社となっている。

(出典)LOMA “Responding to the Rating Agencies” 1997

・米国における保険会社の格付け評価で重視されるポイント

本章では、米国の保険会社について格付けを行っている代表的な格付け機関が、米国保険会社に対する格付け評価において、どのような財務指標や定性的要因を重視しているかについて分析する。

ここでは、まず、一般事業会社等を対象とする場合を含む格付け全般について概観する。次に、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の米国保険会社に対する格付け評価の方法について整理し、その上で、米国における保険会社の格付け評価で重視されるポイントについて考察する。最後に、このような格付け機関による格付け評価の方法が、米国保険会社の戦略に及ぼしている影響の一例として、米国の損保業界が現在抱えている過剰資本の問題との関連性について考察する。

1. 格付けの基本的な考え方と評価の方法

ここでは、保険会社に対する格付けに限定せず、一般事業会社等を含む格付け全般について整理する。格付け機関によってどこに重点を置いて分析するかは多少異なるものの、以下の整理は、日米両国の格付け機関に概ね当てはまるものである。

(1) 格付けの基本的な考え方

格付けは、債務の履行に関するあらゆる要素を総合的に検討した上で決定される。債務の履行に必要な財源については、大きく2つの視点がある。一つは、債務との比較で企業の解散価値を評価する視点であり、もう一つは、債務は原則として企業が生み出す将来の収益から返済されるものと考え、この収益力について評価する視点である。一般に格付け機関は後者の考え方をより重視している。これは、企業が継続企業(ゴーイング・コンサーン)として活動している以上、保有資産の売却代金を債務支払いの原資として頼るような方法は安易にはとれないという考え方による。債務履行の源泉は、事業上の収益力から生み出されるキャッシュ・フローであるというのが、格付けの基本的な考え方である。

(2) 格付け評価の方法

格付け評価に際しては、公開情報に加えて、当該企業から提出される資料、当該企業に対するインタビュー等多くの内部情報も使われる(ただし、いわゆる「勝手格付け」⁹⁾の場合には公開情報等の一般に入手可能な情報だけで格付けされるのが一般的である)。格付けは、これらの情報を分析し総合的に判断することで決定される。

分析の対象となる主要項目については、以下の定性的要因の分析、定量的要因(財務指標)の分析、格付けの対象となる債務固有の要因、の3項目に整理できよう。

定性的要因の分析

定性的要因の分析は、主として企業の事業基盤を明らかにするために行われる。

以下のような項目が分析の対象となる。

- ・所属業界の特性
(規制・税制等の動向を含む)
- ・企業の業界における地位と競争力
- ・企業の特性
(経営者の資質、組織構造、株主・系列関係、従業員の特徴、販売体制・販売状況、設備投資動向、技術水準、子会社・関係会社、利益動向、経営計画・戦略等)

また、これらの定性的要因は、現在および過去の財務指標には必ずしも反映されていないが、将来の財務指標に影響を与え得るものとして分析される。

定量的要因(財務指標)の分析

定量的要因(財務指標)の分析では、各格付け機関によって、様々な財務指標が利用されている。ここでは、特に重視されており、いわば分析の核となっている3つの指標を以下に紹介する。

a. 収益性を示す指標

| |
|--|
| 使用総資本事業利益率 $= \text{事業利益} / \text{使用総資本}$ |
|--|

(指標の意味)

・この指標は、企業の総合的な収益性を端的に示すものである。

(用語)

・事業利益 = 営業利益 + 受取利息・配当金

- ・使用総資本 = 総資産
- ・分母の使用総資本は、期首と期末の平均を用いるのが一般的である。

b. 財務の安定性を示す指標

$$\text{自己資本比率} = \text{自己資本} / \text{総資産}$$

(指標の意味)

- ・この指標は、財務の安定性の高さを示す。
- ・ただし、この比率が相対的に低い場合でも、有効な資金調達手段が確保されているような場合には、必ずしも企業の破綻と直接的に結びつくとは限らない。

(用語)

- ・自己資本等の用語は、本稿では以下の意味で使用している。

自己資本 = 資本 = 純資産 = 株主資本

- ・「資本」は、広義には、企業の資産総額 (= 自己資本 + 他人資本) を指すが、狭義には、企業の調達源泉のうち返済義務を負わない「自己資本」を指す。通常は狭義の意味で使用されている (本稿でも基本的に狭義の意味で使用)。
- ・この意味での「資本」は、総資産から総債務を差し引いた「純資産」を表す。また、「資本」は資本金等の株主が払い込んだ資金とその果実である利益の内部留保によって構成されており、これは「株主資本」(株主の持ち分)ということもできる。

c. 金利負担能力を示す指標

$$\text{インタレスト・カバレッジ} \\ = \text{事業利益} / \text{支払利息}$$

(指標の意味)

- ・事業利益が支払利息の何倍あるかによって、金利負担余力の程度を示す指標である。
- ・この倍率が高いほど、債務に対する金利の支払いに余裕があることを示している。

各格付け機関とも、基本的にはこの3つの指標をベースとした算式(各格付け機関はこれらの算式に多少修正を加えたものを利用)を中心に分析を行っている。ただし、どの指標に、より重点を置くかについては、分析の対象とする業種によっても多少違いがある。

格付けの対象となる債務固有の要因

格付け機関は、の定性的要因の分析および定量的要因(財務指標)の分析によって、企業の総合的な信用力を把握する。これに加えて、以下のような格付けの対象となる債務固有の要因を考慮することで格付けが決定される。

- ・優先債務であるか劣後債務であるか
- ・担保の有無
- ・債券の場合、付帯されている特約条項の性格

例えば、債権者から見て優先債務よりも返済順位が劣る劣後債務については、同一企業による債務であっても、優先債務よりも格付けが低くなるのが一般的である。

2. A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の格付けスタンス

ここでは、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の格付けスタンスについて概観する¹⁰。特に、A.M.ベスト社については、日本ではやや馴染みが薄い感があるものの、保険会社の格付けにおいては長い歴史と豊富な実績を誇っており、また格付けスタンスもS & P社やムーディーズ社とはやや異なるところに注目する必要がある。

(1) A.M.ベスト社

A.M.ベスト社は、1899年に設立された。1906年には、世界初の保険会社の保険財務力に関する格付けを開始したといわれている。A.M.ベスト社の格付けや保険会社に関する情報は、保険契約者のみならず、保険会社、代理店、ブローカー、銀行、証券会社、企業のリスクマネジャー¹¹等の幅広い層から支持を受け、活用されている。

A.M.ベスト社は、保険会社の債務不履行を防ぐために建設的かつ客観的な役割を担うことを使命と考えている。A.M.ベスト社は、同社の格付けが、保険会社が正しい方法で営業を行い、健全な財務体質を維持するための誘因となるものと考えている。同社は、保険会社が格付けを維持したり改善したりするためにどうすべきかという点について、保険会社にアドバイスを行うこともある。

保険会社の財務内容にマイナスとなる事態が発生した場合、A.M.ベスト社はその状況について保険会社の経営陣に対しインタビューを行う。仮にその保険会社がその問題解決のための効果的な

プランを提示できれば、その保険会社の格付けをすぐに引き下げることはせず、その保険会社が望ましい経営を実行しているかどうかモニターを続けることとしている。

(2) S & P社

前述のとおり、S & P社は1920年代から債券格付けを開始した。その後、1971年に損保会社の保険金支払能力格付け（現在は「保険財務力格付け」に変更されている）を開始し、さらに1983年から生保会社の保険金支払能力格付け（同上）を開始している。

S & P社の保険会社に対する格付けの考え方は、A.M.ベスト社とはやや性格が異なり、保険会社に対して財務状況や格付けの改善についてアドバイスを行う立場というよりは、保険契約者に対して保険会社のリスク評価を提供することを自らの役割と考えている。なお、ムーディーズ社もS & P社と同様のスタンスである。

(3) ムーディーズ社

前述のとおり、ムーディーズ社は1900年にジョン・ムーディー氏によって設立され、同氏は1909年に債券格付けを開始し、これが世界初の債券格付けといわれている。ムーディーズ社は、1970年代の半ばから保険会社の債券格付けを開始し、さらに1986年から保険会社の保険財務格付けを開始した。

ムーディーズ社は、A.M.ベスト社やS & P社に比し格付け対象の保険会社数は少ないものの、保険会社への格付け活動における徹底した調査、高度な専門性等から、保険会社を対象とする格付け分野においても確固たる評価を得ている。

3. 米国における保険会社の格付け評価で重視されるポイント

本章の1で示した格付けの基本的な考え方と評価の方法は、基本的には米国保険会社を対象とする場合にも当てはまる。ただし、保険事業の性格上、分析のポイントがやや異なる部分もある。ここでは、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の3社が、米国の保険会社の格付けを行う際に、どのような点に重点を置いて分析を行っているかについて考察する¹²。

以下では、まず(1)評価項目の分類方法について確認した後、(2)定性的要因の分析、(3)定量的要因（財務指標）の分析のための前提整理、(4)定量的要因（財務指標）の分析、の順に概観する。

(1) 評価項目の分類方法

A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の格付けにおける評価項目の分類方法について整理すると、概ね図表4のようになる（ここでは、整理の都合上、生保会社固有の要素については除き、損保会社に絞って整理を行っている。図表5、7～11についても同様である）。

各格付け機関によって、評価項目の分類方法はそれぞれ異なるものの、各格付け機関に概ね共通する分類方法として、大きく、定性的要因の分析と定量的要因（財務指標）の分析の2項目に分類することが可能であろう。

(2) 定性的要因の分析

この分析は、主として保険会社の事業基盤を明らかにするための分析であり、一般事業会社の場合の分析方法と共通する点も多い。定性的要因の分析は、保険会社の将来の財務指標を展望する上でも考慮され、この分析結果が反映される。定性的要因の分析については、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の評価方法の概略を図表5に整理した。ここでは、各格付け機関が特に重視していると考えられる、以下の4項目に分けて整理を行った。各格付け機関に概ね共通する考え方を示すと以下のようなだろう。

業界分析

- まず保険業界全体の事業環境、競争状態等についての分析が行われ、保険業界の将来性についての評価がなされる。

マネジメント

- 保険会社の戦略の有効性が問われており、マネジメントの能力も重要な評価要素とされている。

営業状況等

- 主要商品別の事業構成および販売体制等の特徴から、保険会社の競争力について評価されている。関係会社等

- 関係会社等についても十分検討を行う必要があるとされている。

《図表4》評価項目の分類方法（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 | ムーディーズ社 |
|-----------|---|--|--|
| 評価項目の分類方法 | <ul style="list-style-type: none"> 以下の観点から保険会社の総合的パフォーマンスについて評価する。 定量的分析（収益性、レバレッジ、流動性等） 定性的分析（リスクの広がり、再保険プログラム、投資、準備金、マネジメント等） 定量的分析では、財務状況や業績等に関する少なくとも過去5年分のデータに基づき、同業他社のデータやA.M.ベスト社の財務基準と対比させて分析する。 定性的分析では、数字に表れないが、現在のパフォーマンスに影響しているまたは将来影響し得る要素について分析する。 | <ul style="list-style-type: none"> 格付け評価は、以下の8つの基本的領域によって構成されている。 業界リスク マネジメント、保険会社の戦略 過去の業績 営業状況 投資 資本の水準 流動性 財務の柔軟性 さらに損保会社では責任準備金が適正水準にあるかどうか注目している。 各保険会社の定量的な数値は、業界の標準的な数値と比較し分析する。 定量的な統計結果によってスコアリングするような計算方法は特にない。 | <ul style="list-style-type: none"> 格付けは、以下の項目の評価に基づくものである。 業界分析 規制変化の方向性 保険会社のファンダメンタルズ の保険会社のファンダメンタルズの分析では、財務的要素および定性的要素について評価する。 財務的要素の評価には、以下の分析が含まれる。 資本の適正性 投資リスク 収益性 流動性 定性的要素の評価には、以下の分析が含まれる。 営業的価値 マネジメント 組織構造 |

（出典）A.M.ベスト社“BEST'S KEY RATING GUIDE”1997、LOMA“Responding to the Rating Agencies”1997、NAIC“INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES”等の資料を元に、安田総合研究所作成。

（3）定量的要因（財務指標）の分析のための前提整理

いうまでもなく、保険会社は、保険契約者から保険料を預り、いざというときの保険金支払いに備えて、この資金を投資して資産運用を行っている。保険会社は、一般事業会社とは異なり、資産サイドにおける投資リスクを負担しているだけでなく、負債サイドにおいても保険金支払いという相対的に大きなリスクを負担している。

このため、保険会社における定量的要因の分析は、一般事業会社の場合とはやや異なり、その収益性よりも、資本の水準とレバレッジの分析に、より重点が置かれている。すなわち、保険会社の資本が、保険金支払いの増大、景気後退期等の逆境下において債務を履行するに足る十分な水準にあるかどうかという点が最も重視されていると考

えられる。

また、投資リスク、流動性等の要素にも相対的により多くの関心が払われている。責任準備金の適正性や再保険の適正性といった項目は、保険会社に特有の要素であり、損保会社においては特に重要な要素とされている。

定量的要因（財務指標）の分析については、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の3社に概ね共通すると考えられる、以下の6項目に分けて整理を行った。

資本の水準とレバレッジ
 収益性
 投資リスク
 流動性
 責任準備金の適正性
 再保険の適正性

《図表5》定性的要因の分析（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 | ムーディーズ社 |
|--------|---|--|---|
| 業界分析 | | <ul style="list-style-type: none"> ・業界リスクでは以下の4つの要素について分析する。 新規参入を受ける可能性 他の商品、サービスに代替される可能性 業界内における企業間の競争 供給者と購買者の力関係に伴う価格引き下げ圧力 ・業界リスクは、概ね保険会社が引き受ける保険の種類によって決定される。 | <ul style="list-style-type: none"> ・業界分析では、事業環境、保険会社間における競争の構造等について分析する。 ・業界における集中・独占、競争の程度、秩序だった競争がどの程度維持可能かどうか、さらに、国や州政府等による保護体制等についても考慮する。 <p><規制変化の方向性></p> <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社の競争力を奪うような、規制、税制の変更可能性についても考慮する。 |
| マネジメント | <ul style="list-style-type: none"> ・A.M.ベスト社は、保険会社の経営陣との頻繁なコンタクトを誇っている。 ・保険会社のマネジメントの性格、経験、能力等について評価する。 | <ul style="list-style-type: none"> ・戦略やマネジメントが、組織の能力に合致しており、保険会社の市場地位にとって意味のあるものであるかどうか評価する。 ・戦略を実行するためのマネジメントの能力、専門性も評価の対象となる。 | <ul style="list-style-type: none"> ・マネジメントが、投資におけるリスクテイク、収益性、商品開発等の分野において挙げた実績について評価する。 ・新規事業の展開等でのマネジメントの戦略も評価の対象となる。 |
| 営業状況等 | <p><リスクの広がり></p> <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社のリスクの広がりについて評価するために、当該保険会社における保険事業の地理的広がりや事業分野の広がりについて分析する。 | <p><過去の業績></p> <ul style="list-style-type: none"> ・過去の業績を分析することで、保険会社の基本的な性格、特徴、競争上有利な点と不利な点の元になっている要素を明らかにする。 ・ここには、事業や商品の構成、販売体制、事業多様化の程度等を含む。 <p><営業状況></p> <ul style="list-style-type: none"> ・会社の戦略と強みを収益、財務体力の向上に結び付ける能力について判断する。 | <p><営業的価値></p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場における競争上の地位をみる。 ・ここには、保険会社の商品および販売体制の質、商品またはサービスが不可欠なものであるかどうかの評価が含まれる。 ・保険会社が、主力とする事業分野において競争上の優位を維持可能かどうかについても評価する。 |
| 関係会社等 | <ul style="list-style-type: none"> ・投融資、再保険またはプール契約等によって、事業運営上関係の深い会社が存在する場合には、この関係を反映させるため連結して評価を行う。 | | <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社の財務体力に影響する要素として、親会社、子会社、関連会社との関係についても分析する。 |

（出典）図表4と同様。

これら6項目については、次の(4)「定量的要因(財務指標)の分析」で概観する。ここでは、その際の留意事項をあげておきたい。

<留意事項>

- ・(4)の各項目における説明の手順は、まず、A.M.ベスト社、S&P社、ムーディーズ社の評価方法の概略について整理し、次に、これら3社に概ね共通する考え方をベースにして、特に重要と考えられる財務指標の例を紹介していく。
- ・各項目の分析に当たっては、該当する財務指標のみならず、関連する定量的要因(数字に表れていない部分)も加味して検討することが必要である。
- ・(4)で紹介する財務指標の例では、基本的に、株式会社形態の損保会社を想定している。
- ・(4)で紹介する財務指標は、あくまでも一つの例示に過ぎず、ここに取り上げる指標以外にも有効な指標は多数あるものと思われる。
- ・財務指標の分析を行う場合、それぞれの指標は、時系列での変化を見るとともに、同一時点における同業他社の数値と比較して評価することが必要である。
- ・米国保険会社の会計には、主として2種類存在する¹³。一つは、SAP¹⁴(法定会計原則)に基づく財務諸表であり、州の規制によって州保険庁への提出が義務付けられている。もう一つは、FASB¹⁵(財務会計基準審議会)によって設定されているGAAP¹⁶(一般に公正妥当と認められる会計原則)に基づく財務諸表であり、株式会社はSEC(証券取引委員会)への提出が義務付けられている。
- ・財務諸表の表面的な分析だけでは、保険会社の財務内容を正しく理解することはできないが、特にSAPが用いられている場合には注意が必要である¹⁷。しかし、アナリストはSAPに基づくデータに依存せざるを得ないことが多い。
- ・(4)で紹介する財務指標の例は、原則SAPを前提としたものである。

<自己資本比率、財務レバレッジ、ROE、ROAの基本的な関係についての整理>

ここで、(4)「定量的要因(財務指標)の分析」に入る前に、自己資本比率、財務レバレッジ、ROE(株主資本利益率)、ROA(使用総資本

利益率)の基本的な関係について整理しておきたい(ここでの整理は、一般事業会社の場合にも当てはまる)。

なお、財務レバレッジは、負債と自己(株主)資本との関係を表し、負債利用によるテコの効果でROEの変動を大きくする度合いを示すものである。

《図表6》企業の貸借対照表と利益

| 貸借対照表 | |
|-------------------|------------------------|
| (運用サイド) | (調達サイド) |
| 資産 (A: Assets) | 負債 (L: Liabilities) |
| | 資本 (E: Equity) |
| 利益(R: Return) | |

(注) 一般に、資本はCapital、利益はEarnings等の用語を使うことが多いが、ここでは、ROE、ROAの理解のため、上記の用語を使用した。

(出典) 安田総合研究所作成。

式の定義は以下とする(図表6参照)。

- ・自己資本比率 = E / A
 - ・財務レバレッジ = L / E
 - ・ROE = R / E
 - ・ROA = R / A
- 上記の式から、以下の式が導かれる。
- ・財務レバレッジ = $1 / \text{自己資本比率} - 1$
 - ・自己資本比率 = $1 / (\text{財務レバレッジ} + 1)$
 - ・ROE = $ROA / \text{自己資本比率}$
= $ROA \times (\text{財務レバレッジ} + 1)$

これらの式から、以下のことがいえよう。

- ・財務レバレッジの拡大は、自己資本比率の低下を意味している。
- ・ROAは、財務レバレッジの影響を受ける前の段階での、資産の総合的な収益力を示している。
- ・ROAの向上および財務レバレッジの拡大は、

ともにROEの向上に結びつく（ただし、ROAが負債に対する支払金利の水準を下回る状況下においては、負債の増加によって財務レバレッジを拡大させても、支払金利負担の増加がROAを低下させ、この効果を打ち消すことになるため、ROEの向上に結びつかない）。

企業経営にとって、ROAの向上は、最重要課題の一つと考えられる。しかし、ROAの向上が何らかの要因で見込み難い場合、株主にとって最大の関心事と考えられるROEの向上は、財務レバレッジの拡大による以外にない。しかし、財務レバレッジの拡大は、自己資本比率の低下を意味し、財務の安定性にはマイナスに作用するものである。

(4) 定量的要因（財務指標）の分析

前述のとおり、ここでは、米国損保会社を対象とする格付け評価の方法について、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の3社に概ね共通すると考えられる、以下の6項目に分けて整理を行っている。

資本の水準とレバレッジ

収益性

投資リスク

流動性

責任準備金の適正性

再保険の適正性

以下では、～ の個別項目ごとに概観する。

資本の水準とレバレッジ

資本の水準とレバレッジについては、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の評価方法の概略を図表7に整理した。各格付け機関に概ね共通する考え方を示すと以下になるよう。

a. 資本の水準

- ・ 保険会社の資本が、保険会社が抱えているリスクに対して適切な水準にあるかどうかの評価であり、最も重要な要素と考えられる。
- ・ 保険会社には、保険金支払いや資産価格の変動を吸収するために一定水準の資本が必要である。負債との比較で資本が大きいほど安全性は高い。
- ・ ここでは、資本の水準の十分性を示す指標の例として以下の指標を紹介する。

(資本の水準の十分性を示す指標)

$$\text{自己資本水準} = \frac{\text{調整後剰余金}}{\text{調整後負債}}$$

(図表6のE/Lに相当)

(指標の意味)

- ・ この指標は自己資本比率（図表6のE/A）と類似の考え方を表している。
- ・ この比率が高いほど、財務の安定性が高いことを示唆している。ただし、適正な資本の水準は、保険会社の商品構成（リスクの大きさ、性格の相違）等によっても大きく変わってくるものであり、これらの点にも留意する必要がある。

(用語)

- ・ 調整後剰余金、調整後負債とは、SAPに基づく報告書上の剰余金、負債について、表面的な額を実質的な内容に合わせて調整した後の額を指す¹⁸。
- ・ 剰余金（surplus）とは資産が負債を上回る超過額（資本）のうち資本金以外の部分を指す（ただし、本稿の理解のためには、剰余金を、資本 = 自己資本 = 株主資本 = 純資産とほぼ同義に捉えても差し支えない）。

b. レバレッジ

- ・ レバレッジとは、保険会社が資本（=自己資本 = 株主資本：株主の持ち分）をどれほど活用しているかを示すと同時に、資本に対してどれほどリスクをとっているかを示す尺度である。
- ・ 一般的にレバレッジの拡大は、株主資本利益率（ROE = 利益 / 株主資本）を増加させる一方で、支払不能に陥るリスクも増大させる。
- ・ 保険会社のレバレッジは、大きく、財務レバレッジ（financial leverage）とオペレーティング・レバレッジ（operating leverage）の2種類に分けられる。
- ・ 財務レバレッジは、前述のとおり、負債と自己（株主）資本との関係を表し、負債利用によるテコ効果で自己（株主）資本利益率（ROE）の変動を大きくする度合いを示している。
- ・ 一般的に、オペレーティング・レバレッジという場合、営業レバレッジと訳されることが多い。一般事業会社における営業レバレッジは、売上高の変動と営業利益の変動との関係を表し、企業の固定費の割合が変動費に比べ高い場合には、売上高の増減によって営業利益が大幅に増減する

《図表7》資本の水準とレバレッジ（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 | ムーディーズ社 |
|-------------|---|---|--|
| 資本の水準とレバレッジ | <ul style="list-style-type: none"> ・ 保険会社の保険引受リスクに対する相対的な剰余金の適正性について評価する。 ・ 収益の変動性が高い事業分野の保険引受では、より多くの剰余金を必要とする。 ・ 保険引受環境や経済環境の悪化によって影響を受けやすい、レバレッジの高い保険会社には特に注意を払っている。 ・ レバレッジの尺度としては、資本や剰余金に対する保険料収入の比率を含む多くの指標を使って分析を行っている。 ・ 資本や剰余金は、実質的な価値を正確に把握するため、資産等以下の要素を考慮の上、修正する。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 資産の市場価格 ・ 潜在的な債務不履行リスク ・ 市場価格の変動性 ・ 不良債権 ・ 再保険の質 ・ 関係会社への投融資についても、資本や剰余金の分析の際に考慮する。 ・ 損保会社については、保険会社のエクスポージャーを示す指標として、「剰余金に対する責任準備金の比率」を利用している。 ・ 損保会社については、再保険への依存度を示す指標として、「剰余金に対する、出再再保険手数料（再保険会社から元受損保会社に対して支払われる再保険手数料）の比率」を利用している。 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 資本の水準の分析には、オペレーティング・レバレッジの他、財務レバレッジ、インタレストカバレッジ等の分析も含む。 ・ オペレーティング・レバレッジは、販売商品の性格を考慮の上分析する。 ・ 損保会社のオペレーティング・レバレッジを示す指標としては、以下のものが該当する。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 剰余金に対する正味収入保険料の比率 ・ 剰余金に対する責任準備金の比率 ・ 収入保険料に対する責任準備金の比率 ・ 収入保険料に対する出再受取再保険手数料の比率 ・ 剰余金に対する関係会社への投資額の比率 ・ 事業に付随する資産・負債のミスマッチのリスクは、資本との対比によって分析する。 ・ 資本の質については、再保険への依存、再保険の質、普通株式、不動産への投資のエクスポージャーとの比較等によって分析する。 ・ 財務レバレッジの分析では、以下のような指標を利用している。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 資本に対する総債務残高の比率 ・ 資本に対する長期債務残高の比率 ・ 資本に対する短期債務残高の比率 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 資本の適正性について評価するに当たって、SAPに基づく財務諸表を見る場合、SAPにおける資本は、継続企業としての経済的な実質価値に合わせて修正する。 ・ この修正では、保守的な法定準備金、資産の価格評価、将来利益でカバー可能な保険募集コスト、財務再保険による将来利益の確保、関連会社に対する投資等も考慮する。 ・ 資本の適正性を評価するためには、リスクに対する資本の比率を指標として利用する。 ・ この比率の分析には、リスクの性格を決定づける事業分野の構成、資産の構成、および資産についての債務不履行、価格評価の適正性、金利リスク等についての分析が含まれる。 |

（出典）図表4と同様。

現象を指している。しかし、保険会社におけるオペレーティング・レバレッジは、この一般事業会社における営業レバレッジとはかなり性格が異なり、資本に対して、どの程度リスクの引受を行っているかを示すものである。

- ・ 保険会社の場合は、財務レバレッジとオペレーティング・レバレッジの両者をともにレバレッジと呼び、厳密に使いわけていない場合も少なくない。
- ・ ここでは、レバレッジの高さを示す指標の例として以下の2つの指標を紹介する。

(レバレッジの高さを示す指標：1)

$$\text{負債比率} = \text{調整後負債} / \text{調整後剰余金}$$

(図表6のL/Eに相当)

(指標の意味)

- ・ この指標は、前出 a . 「資本の水準」で紹介した「自己資本水準」の逆数であり、財務レバレッジの高さを示す。
- ・ 基本的には、この比率が高いほど抱えているリスクは大きい。

(レバレッジの高さを示す指標：2)

$$\text{保険料対資本比率} = \text{正味収入保険料} / \text{調整後剰余金}$$

(分母は図表6のEに相当)

(指標の意味)

- ・ この指標は、資本に対して、年間どの程度のリスク(正味収入保険料)を負担しているかを示すもので、オペレーティング・レバレッジの代表的指標¹⁹である。
- ・ 基本的には、この比率が高いほど抱えているリスクは大きい。
- ・ ただし、収入保険料が引受リスクを表すものとして使用できるのは、保険料率の設定が適切に行われている場合に限定される。
- ・ 例えば、保険引受の際にリスクが過小に見積もられている場合には、収入保険料は引受リスクよりも相対的に小さな数字として表れる。この場合、計算上レバレッジは過小評価されることになるため、注意が必要である。

収益性

収益性については、A.M.ベスト社、S&P社、ムーディーズ社の評価方法の概略を図表8に整理した。各格付け機関に概ね共通する考え方を示すと以下のようなだろう。

- ・ 利益は強固な財務体質を維持するためにも必要なものであり、また経営の能力を反映した結果でもある。
- ・ ここでは、収益性を示す指標の例として以下の3つの指標を紹介する。

(収益性を示す指標：1)

$$\text{使用総資本利益率 (ROA)} = \text{営業純利益} / \text{使用総資本}$$

(指標の意味)

- ・ この指標は、保険事業と投資活動による収益の保険会社の使用総資本(=資産：図表6のA)に対する比率を示したもので、レバレッジの影響を受ける前の、資産の効率性を表す総合的な収益性指標である。

(用語)

- ・ 営業純利益とは、SAPにおいてGAAPの当期純利益に概ね該当するものである。

(収益性を示す指標：2)

$$\text{営業純利益率} = \text{営業純利益} / \text{営業総収入}$$

(指標の意味)

- ・ この指標は、一般事業会社の売上高利益率に概ね該当するもので、総収入の平均的収益性を示すものである。

(用語)

- ・ 営業総収入とは、基本的には保険料と利息配当金収入の合計である。

(収益性を示す指標：3)

$$\text{投資利回り} = \text{純投資収益} / \text{投資資産}$$

(指標の意味)

- ・ この指標は、投資がいかに効率的に運用されているかを示す。ただし利回りが高いほど抱えているリスクが大きい場合もあるので、この点には注意を要する。

《図表8》収益性（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 | ムーディーズ社 |
|-----|--|--|--|
| 収益性 | <ul style="list-style-type: none"> ・利益は、マネジメントの能力、競争力のある価格で商品を提供できる能力、強固な財務基盤が持続可能なこと等を示す重要な尺度と考えている。 ・収益性分析では、最近5年間における利益の程度、傾向、構成等について分析する。 ・保険料収入の安定性、傾向、保険料収入構成の多様化等については、保険引受損益に影響を与えたり、将来影響を与え得るものとして分析・評価する。 | <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社の利益については、SAPによる税引後利益よりも実質的な収益力に注目している。 ・レバレッジの影響を受けない総合的な指標として、資産に対する税引後の利益率（ROA）を特に重視している。 ・損保会社では、保険引受のパフォーマンスについて分析する。 ・ここには、収入保険料の増率、損害率、事業費率、コンバインドレシオ等の分析を含み、利益の傾向と安定性についても評価の対象とする。 | <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社の長期的な収益性がどの程度か、また、予想収益から乖離するリスクがどの程度か分析する。 ・この分析では、以下を含む様々な要素について考慮する。 <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社の注力する市場 ・各々の市場セグメントにおける保険会社の競争力 ・販売コストの相対的高さ ・保険引受の実績と見通し ・投資戦略 |

（出典）A.M.ベスト社“BEST'S KEY RATING GUIDE”1997、LOMA“Responding to the Rating Agencies”1997、NAIC“INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES”等の資料を元に、安田総合研究所作成。

投資リスク

投資リスクについては、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の評価方法の概略を図表9に整理した。各格付け機関に概ね共通する考え方を示すと以下のようなだろう。

- ・資産は保険会社の負債を支えるものであり、投資リスク、資産の質等について分析する必要がある。
- ・資産の分散は、特定分野における投資パフォーマンスの悪化リスクを埋め合わせるために必要なものである。分散の程度を評価するために、保険会社の資産構成について分析する。
- ・資産の質が低いほど、事業環境の悪化等不利な方向への変動に対し、これを吸収するために、より多くの資本を必要とする。
- ・ここでは、投資リスクを示す指標の例として以下の2つの指標を紹介する。

（投資リスクを示す指標：1）

$$\text{ジャンク債投資比率} = \text{ジャンク債投資額} / \text{調整後剰余金}$$

（指標の意味）

- ・この指標は、景気後退等によりジャンク債投資のパフォーマンスに影響が生じたとき、資本でどの程度カバー可能かを示す。
- ・ジャンク債の利回りは比較的高いが、ジャンク債投資にはリスクを伴う。

（用語）

- ・ジャンク債投資額とは、「BB」格以下の「投機的」債券への投資額を意味する。

（投資リスクを示す指標：2）

$$\text{普通株式投資比率} = \text{普通株式投資額} / \text{調整後剰余金}$$

（指標の意味）

- ・この指標は、保険会社の資本が、投資した普通株式の価格変動によってどの程度まで影響を受けるかを示す。
- ・この比率が高い場合、株式市場が上昇している間はプラスの影響を受ける度合いが大きいが、逆に株式市場が下落に転じた場合、マイナスの影響を受ける度合いも大きい。

《図表9》投資リスク（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 | ムーディーズ社 |
|-------|--|--|--|
| 投資リスク | <ul style="list-style-type: none"> ・資産の流動性、分散、質についての分析は、売却する場合に入手できる資金の不確実性について評価するために行う。 ・報告書の数字は資産の市場価格を適切に反映させたものであるかどうか評価する。 ・普通株式、債券等の市場性のある資産を売却しなければならなくなったとき、剰余金に対してどれくらい影響がでるか試算する。 ・以下のようなシミュレーションを行い、保有資産の市場価格の変動に伴う影響について分析する。 <ul style="list-style-type: none"> ・普通株式の市場価格20%下落による剰余金への影響 ・金利が2%ポイント上昇した場合の債券、優先株式、モーゲージ・ローン等の市場価格の変化とこれによる影響 | <ul style="list-style-type: none"> ・まず、保険会社の資産構成について分析する。 ・資産は与信の質や分散の程度によって評価する。 ・保険会社の資産配分が、保険契約者に対する債務をサポートするために適切かどうかも分析の対象となる。 ・モーゲージ・ローン、債券、その他の固定金利資産については、過去のデータおよび現在のS & P社の見通しに基づくデフォルト率モデルを適用して分析する。 ・普通株式や不動産等の資産については価格評価の適正性について評価する。 ・資産が過大に評価されていたり、過小に評価されている場合には、これらの実態を考慮し、表面的な資本の数字を実態に合わせて修正することがある。 ・金利変動リスクの管理を適切に行っているか、保険商品の種目に応じ、資産・負債のマッチング戦略を適切に行っているか等も評価の対象となる。 | <ul style="list-style-type: none"> ・投資リスクに関する資産の質の評価では、投資ポートフォリオの信用リスク、金利変動リスク等が、保険会社の債務の性格および構成に対して相対的に問題がないかどうか分析する。 ・ポートフォリオの市場性の程度に加えて、分散の程度（地域別、投資商品別、産業別）についても考慮する。 ・さらに、ポートフォリオが、信用リスク、市場価格変動リスク、金利変動リスク等を考慮後の全体で、将来的にどの程度のパフォーマンスを期待できるか分析する。 |

（出典）A.M.ベスト社“BEST'S KEY RATING GUIDE”1997、LOMA“Responding to the Rating Agencies”1997、NAIC“INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES”等の資料を元に、安田総合研究所作成。

流動性

流動性については、A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の評価方法の概略を図表10に整理した。各格付け機関に概ね共通する考え方を示すと以下になる。

- ・保険会社は、保険金支払い等の必要性に備えて、資産の流動性を十分確保していなければならない。

・ここでは、流動性を示す指標の例として以下の3つの指標を紹介する。

（流動性を示す指標：1）

$$\text{経常流動性比率} = \frac{\text{非関連会社投資}}{\text{調整後負債}}$$

（指標の意味）

・この指標は、負債に対して、非関連会社投資に

よってどの程度カバー可能かを示す。

(用語)

- ・非関連会社投資とは、債券、株式その他の投資のうち関連会社に対するもの以外の投資資産から、保険会社が占有する財産（例えば本店オフィス等）を差し引いた資産をいう。

(流動性を示す指標：2)

$$\text{不動産投資比率} = \text{不動産投資} / \text{調整後剰余金}$$

(流動性を示す指標：3)

関連会社投資比率

$$= \text{関連会社投資} / \text{調整後剰余金}$$

(指標の意味)

- ・上記2つの指標²⁰は、保険会社の投資内容がどの程度非流動的であるかを示す。
- ・不動産や関連会社への投資はしばしば収入を生まないことがあり、これらへの過度の投資が資金繰りを窮状に導くこともある。

《図表10》流動性（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 | ムーディーズ社 |
|-----|---|---|---|
| 流動性 | <ul style="list-style-type: none"> ・保険会社の債務は、予期せぬ支払いに備えて、健全かつ多様化された流動性のある投資によってサポートされていなければならない。 ・以下の指標について分析する。 <ul style="list-style-type: none"> ・「quick liquidity」（現預金および短期に現金化可能な投資額合計の債務に対する比率） ・「current liquidity（経常流動性）」（関連会社への投融資を除く流動性資産の債務に対する比率） ・キャッシュフロー状況 ・さらに流動性の評価においては、資産の質、市場価格、分散の程度、資産・負債のマッチング・プログラム等についても考慮する。 | <ul style="list-style-type: none"> ・損保会社における流動性の分析では、以下の比率分析を行う。 <ul style="list-style-type: none"> ・総資産に対する保険引受キャッシュフローの比率 ・総資産に対するキャッシュフロー総額の比率 ・投資資産に対する現預金および短期投資額の比率 <財務の柔軟性> <ul style="list-style-type: none"> ・資本が緊急に必要となる可能性と資本の源泉の観点から財務の柔軟性について分析する。 ・資本が必要となる可能性とは、非常事態によって長期資本や短期流動性が必要となる可能性である。 ・資本の源泉については、通常の実業利益やキャッシュフローの他に、短期および長期の資本にどの程度アクセス可能かどうかの評価が含まれる。 | <ul style="list-style-type: none"> ・流動性の評価では、保険会社の債務構造、保険会社の債務がどの程度保険契約者からの信認に対して影響されやすいか等について分析する。 ・この場合、保険会社の資産構造、流動性のある資産、流動性資産に代替する財源等についても分析を行う。 |

(出典) A.M.ベスト社“BEST'S KEY RATING GUIDE”1997、LOMA“Responding to the Rating Agencies”1997、NAIC“INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES”等の資料を元に、安田総合研究所作成。

責任準備金の適正性

責任準備金の適正性については、A.M.ベスト社、S & P社の評価方法の概略を図表11に整理した。責任準備金の適正性についての考え方を示すと概ね以下になるよう。

- ・ 損保会社においては、将来の保険金支払いに備えて、責任準備金が適正水準に積み立てられていることが求められる。
- ・ 責任準備金の水準に対する評価は、基本的には将来の保険金支払いリスクに対して十分な積み立てが確保されているかどうかとの判断による。
- ・ この評価は、保険種目によっても基準が異なるため、特に算式となる指標は取り上げない。
- ・ 責任準備金が積み立て不足となっている場合は、見かけ上の資本の額を実態に合わせて修正した後、分析を行う必要がある。
- ・ 積み立て不足の状況において、オペレーティング・レバレッジの分析で責任準備金を分子に使う（オペレーティングレバレッジ＝責任準備金／調整後剰余金）場合には、計算上レバレッジが過小評価されることになるため、注意が必要である。

再保険の適正性

再保険の適正性については、A.M.ベスト社、S & P社の評価方法の概略を図表11に整理した。再保険の適正性についての考え方を示すと概ね以下になるよう。

- ・ 損保会社は、再保険（出再）の有効活用によって、収益力の向上、リスクの平準化等を実現することが可能である。しかし、過度の再保険依存には問題がある。
- ・ ここでは、再保険への依存度を示す指標の例として以下の指標を紹介する。

（再保険への依存度を示す指標）

$$\text{再保険依存度} = (\text{出再による受取再保険手数料}) / \text{調整後剰余金}$$

（指標の意味）

- ・ この指標は、保険会社が再保険にどの程度依存しているかを示す。
- ・ 再保険への過度の依存は、支払不能に陥るリスクを増大させることになる。仮に再保険会社が支払不能となれば元受保険会社の支払能力も損なわれる可能性がある。

《図表11》責任準備金・再保険（米国損保会社に対する格付け評価の方法）

| | A.M.ベスト社 | S & P社 |
|-----------|---|---|
| 責任準備金・再保険 | <p>< 責任準備金の適正性 ></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 責任準備金の積立額、積立方法について分析する。 ・ 責任準備金が適正水準にあるかどうかの分析は、収益性、レバレッジ、流動性分析にとって欠かせない重要要素である。 <p>< 再保険の適正性 ></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 再保険でのカバレッジが潜在的なリスクに対して適正かどうか評価する。 ・ 相当な額を再保険に出している場合、再保険の質、再保険の分散、目的について分析する。 ・ リスクの大部分を再保険でカバーしている場合（再保険会社の財務状態がわからない場合は特に）、格付けは悪影響を受ける可能性がある。 | <p>< 責任準備金の適正性 ></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 損保会社については、責任準備金が適正水準にあるかどうかについて分析する。 ・ 以下の各々の保険種目においてそれぞれ異なる基準を用い、責任準備金がどの程度適正水準に近い状態にあるか評価する。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 個人向け自動車賠償責任保険 ・ 企業向け自動車賠償責任保険 ・ 自動車以外の賠償責任保険 ・ 医療過誤保険 ・ 労働者災害補償保険 ・ 企業総合（commercial multiperil）保険 <p>< 再保険の適正性 ></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 再保険への依存度および再保険の質と、資本との相対的な関係について分析する。 |

（出典）A.M.ベスト社“BEST’S KEY RATING GUIDE”1997、LOMA“Responding to the Rating Agencies”1997、NAIC“INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES”等の資料を元に、安田総合研究所作成。

4. 格付け評価の方法と米国損保業界が抱える過剰資本の問題との関連性

格付け機関による格付け評価の方法は、保険会社の戦略にどんな影響を与えているであろうか。現在、米国の損保業界は過剰資本の状態に陥っているといわれている。ここでは、この過剰資本の問題と格付け機関による評価方法との関連性について考察する。

(1) 米国損保業界が抱える過剰資本の問題

97年の損保業界の業績は、低インフレ、低金利、株式市場の活況等の好環境のもとで概ね好調に推移した。しかし、損保業界は、その本業である損害保険事業において需要と供給のアンバランスという構造的な問題を抱えている。

需要サイドについては、保険契約者は過去10年程度の間洗練されてきており、例えば企業分野では多くの企業がリスクカバーの手段の一部を従来の保険から保険以外の方法に移行する(A R T²¹)等の変化があり、保険に対する需要は伸び悩んでいる。このような需要サイドの変化に対し、供給サイドにある損保会社の資本は大幅に増加してきた²²ため、相対的に供給能力の過剰が目立つようになってきた。需要に対して供給能力が過剰な状態は、損保会社間における保険料率の引き下げ競争を促し、保険引受による収益を圧迫する結果となっている。

(2) 保有株価の値上がりによる資本の増加

損保会社の資本が拡大してきた背景には、米国株式市場の活況がある。損保会社の資産については平均してこの15%程度が株式に投資されてきている。過去10年間に米国の株価の代表的な指標であるNYダウは、4倍以上に値上がりした。損保会社はこの恩恵を受け、他業界に比べて見劣りする保険引受による収益を保有株価の値上がり益で補ってきたといえよう。

損保会社の資本の成長源泉は大きく2つに分けられる。一つは、保険引受損益と投資収入(受取利息および配当金)で構成される事業損益であり、もう一つは保有資産の価格変化による損益である。さらに、後者については、損益を実現させる方法

と実現させない方法(未実現の評価損益)とがある。実現された損益は、損益計算書の当期損益の一部を構成するが、未実現の評価損益は損益計算書には反映されない。しかし、これらの損益は、いずれも貸借対照表の資本を増減させる。

一般に損保会社は株式の売買ほど債券の売買を行わないため、実現損益の大部分は株式の売買で占められている。また、債券がアモチゼーション(償還価格ベース)で評価されているのに対し、株式は市場価格で評価されているため、未実現の評価損益についても株式が中心となる。過去10年における損保会社の資本増加のおよそ3分の1は、保有株価の値上がり益によるといわれている²³。

(3) 格付け評価の方法との関連性

しかし、このようにして得られた利益を、仮に、積極的に株主に還元し、内部留保としての社内蓄積をもっと抑えていたならば、損保業界は過剰資本との指摘を受けることもなかったかもしれない。

損保会社は利益処分において株主への還元よりも内部留保を優先してきた傾向があり、この背景には、主として以下の3つの要因が考えられる。第一の要因は、経営サイドが、内部留保した利益を再投資することでさらに利益を拡大することが可能と判断してきたということである。第二の要因は、保険監督当局が保険契約者保護の観点から保険会社に対して資本の蓄積を求めてきたということである。第三の要因は、損保会社が、財務の安全性の低下による格付けの引き下げを恐れ、格付けの維持または向上を図るために内部留保を厚くし、資本を蓄積してきたということである。

この三つ目の格付けによる要因は、格付け機関の損保会社に対する評価において資本の水準が最も重視されていることや、損保会社にとっての格付けの重要性等を勘案すれば、過剰資本の問題との関連性はかなり高いものと考えられる。

米国損保業界にとって、株式市場が上昇しているうちは過剰資本はそれほど深刻な問題とはならないだろう。しかし、株式市場の上昇が見込み難くなったとき、米国損保業界は、株式投資家にとって、収益性が低く魅力に乏しい業界としか写らないことになるかもしれない。

・おわりに

1. 財務指標の「望ましい水準」は存在するか

これまで、格付け機関による保険会社に対する格付け評価の方法について、米国のケースを中心に整理し、概観してきた。これらのことは、格付けと日本の保険会社との係わりについて考える上で示唆を与えるものと思われる。

実際に保険会社の財務指標について分析を行う場合、「財務指標の望ましい水準はどれくらいか」、「A格に求められる財務指標の水準はどれくらいか」といった疑問が生じてくるかもしれない。財務指標の「望ましい水準」は果たして存在するのであろうか。例えば、自己資本比率は高い方がよいといわれる。しかし、いかなる事業環境下であっても、またすべての保険会社にとってその水準が最適であるといえるような自己資本比率の「望ましい水準」が存在するとは思われない。

保険会社間における財務指標の水準の差異は、その背景にある様々な要因によって複合的にもたらされているものであり、格付けは、ある指標が一定の水準以上であれば自動的に高い格付けになるという性格のものではない。格付けは、財務指標の水準のみによって評価されているのではなく、その数字の背景にある実態と他の定性的要因との総合的な判断によって評価されているのである。

ただし、各格付け機関は、過去のデータや経験に基づいて、各財務指標についてある程度目安となる水準²⁴を社内に蓄積していると考えられる。これは各格付け機関のノウハウに相当する部分であり、基本的にはオープンにされていない。

このように、財務指標の分析を行うことは決して容易ではないが、業界の平均値²⁵や同業他社の数値と比較してみることも、それなりに意味のあることと考えられる。

2. ソルベンシー・マージン比率と格付け

98年6月、国内の生保会社および上場損保会社は98年3月期決算時点でのソルベンシー・マージン比率を初めて公表した。ここでは、このソルベンシー・マージン比率について格付けとの比較の観点から、ごく簡単にふれる。

ソルベンシー・マージン比率とは、保険業法に基づき保険会社に算出が義務付けられている指標

で、保険会社が負担している「通常の予測を超える危険」（リスク相当額）に対して、保険会社が保有している「資本・準備金等の支払余力」（自己資本相当額）の割合を示すものである。生保会社、損保会社について、それぞれ別の算式が定められているが、計算プロセスは極めて複雑で、元々一般の契約者が利用するために作られた指標ではない。行政当局が保険会社の経営の健全性を判断する指標の一つとして活用することが予定されており、200%以上であれば問題ないといわれている。

ソルベンシー・マージン比率については、分母となるリスク相当額の算定基準、分子となる自己資本相当額の算定基準の各々において、必ずしも実態を正確に反映する基準となっていないのではないか等、既に多くの疑問が投げかけられている。ここでは、格付けとの重要な相違点として、以下の二点をあげておきたい。

第一に、ソルベンシー・マージン比率は、格付けとは異なり、定性的な要因が考慮されていない。このため、数値が実態と大きく乖離してしまっても、これを修正することができない。例えば、この比率は、分母となるリスク相当額の計算上、保有している保険契約の量が相対的に少ない保険会社に有利に働くため、設立後間もない保険会社の数値が実力以上に高く示されることがあり得る。

第二に、ソルベンシー・マージン比率は、格付けとは異なり、基本的に、現時点でのストックとしての財務の安定性について数値で表したものであり、保険会社のフローとしての収益力が考慮されていない。収益力を無視して保険会社の信用力を把握することはできない。

以上のことから、ソルベンシー・マージン比率は、むしろ 章の3で取り上げた「資本の水準」を示す指標の一つに近いといえよう。確かに「資本の水準」の分析は、保険会社の格付けを行うに当たって最も重要な要素と考えられる。しかし、この分析は単に格付け評価のプロセスにおける一過程に過ぎない。

また、格付けも決して万能ではない。格付けも人の判断に基づく評価である以上、判断に誤りが生じたり恣意が入ったりすることがまったくないとはいいい切れない。また、格付け評価の判断の遅れから、格付け変更のタイミングが市場評価の後

追いとなり、投資家や保険契約者のための情報として十分に機能しなかったといった批判も少なからず生じている。格付け機関に対する格付け（いわゆる「逆格付け」）が必要との声が出てくる所以であろう。

3. 保険会社の経営戦略におけるバランス

いうまでもなく、保険会社の経営戦略は、格付け機関が重視するポイントだけを想定して決定されているわけではない。前述のとおり、保険会社の最も重要な社会的使命は、消費者や企業の経済的安定に貢献し、社会の繁栄に資することであろう。このため、保険会社は、信用力の維持・向上に努めるだけでなく、消費者のライフスタイルや企業のニーズの変化にマッチした商品開発や質の高いサービスの提供等が求められている。

さらに、保険会社には自社の営利追求だけでなく、企業としての社会的責任を果たすことが求められている。実際、日本の保険会社においては、例えば地球環境問題への対応として、地球環境保護に関する諸団体の活動や調査・研究に参画し、支援を行う等、社会に対し積極的に貢献する動きが見られる。

保険会社の経営戦略は、保険契約者をはじめとする、株主、債権者、保険監督当局、格付け機関等、多くの関係者のニーズ、視点のバランスの上で形成されていると見るべきであろう。

保険会社は、保険契約者のニーズに応えることはもちろん、株主からの要求（この中心はROEを高めることにあると考えられる）についても、積極的な対応が求められている。ただし、株主の視点と格付け機関の視点とでは必ずしも一致するとは限らないことはこれまで見てきたとおりである。例えば、資本の水準とレバレッジについては、株主の視点と格付け機関の視点とでは相反する面がある。両者の期待を満足させる範囲内でうまくバランスさせることが、保険会社に求められているといえよう。

4. 格付けの引き下げは絶対に避けるべき課題か

格付けの引き下げは、企業にとって絶対に避けなければならない課題といえるであろうか。ここでは、特に保険会社の場合に限定せず、理論的な側面から検討してみよう。一口に格付けの引き下

げといっても、どのランクからどのランクに引き下げられるのかによって企業が受ける影響の度合いは大きく異なる。例えば、同じ「投資適格」内の「AA」格から「A」格への引き下げでは企業が受ける影響は比較的軽微であろう。しかし、「投資適格」の「BBB」格から「投機的」とされる「BB」格に引き下げられた場合、無条件で投資対象から外すという投資家も多く、企業が受ける影響は相当大きなものになる。

経営サイドの選択として、事業拡大を図るチャンスに借入れを拡大させることは自然であろう。これによって自己資本比率が低下すると格付けは引き下げられるかもしれない。しかし、格付けが引き下げられても事業拡大を図ろうとすることは、経営判断の選択肢の一つとも考えられる。なぜなら、格付けの引き下げを回避するために、高収益を生み出す可能性が高い新規投資を抑制することは、企業の成長を阻害することになるかもしれない。この場合、新規投資による増益効果、格付け引き下げに伴う資金調達コストの上昇、販売面へのマイナスの影響等を含め、総合的に判断することになるだろう。

5. 保険会社にとっての格付けの重要性

自由化に伴う保険会社間（他業態や海外からの参入も含む）の競争激化は、保険会社間の収益力格差を拡大させ、これは保険会社間の格付け格差の拡大を促すことになると考えられる。また保険会社の破綻が頻繁に起こるようになった場合には、保険契約者の信用リスクに対する関心が高まり、格付けの低い保険会社は、保険募集においても、大きなハンディを背負うことになるだろう。

確かに、現在の日本では格付けに対する理解が必ずしも十分でないために、投資家や保険契約者が格付けに対して過剰反応しているケースも少なくないものと思われる。しかし、今後は徐々に格付けを正しく理解し有効に活用する投資家、保険契約者が増加し、格付け格差を適正に反映した資本市場、保険市場が形成されていくことになるのではなかろうか。そうなれば、保険会社の経営にとっても格付けは益々重要になってくるものと考えられる。

<参考文献>

- ・ “ U.S. Investment Research: Property-Casualty Insurance ” Morgan Stanley, Dean Witter, Discover & Co.(November 1997)
- ・ “ U.S. Research: Insurance Industry Chartbook Historical Performance and Valuation Measures ” Goldman, Sachs & Co.(June 1997)
- ・ “ Responding to the Rating Agencies ” LOMA (1997)
- ・ “ BEST'S KEY RATING GUIDE ” A.M. BEST(1997)
- ・ “ BEST'S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY CASUALTY UNITED STATES ” A.M. BEST (1997)
- ・ “ Japanese Nonlife Insurance Digest ” STANDARD&POOR'S(1996)
- ・ “POLICY ISSUES IN INSURANCE INVESTMENT, TAXATION, INSOLVENCY” OECD(1996)
- ・ “Basic Concepts of ACCOUNTING and TAXATION of Property/Casualty INSURANCE COMPANIES” INSURANCE INFORMATION INSTITUTE(1995)
- ・ “ Insurance Ratings: Comparison of Private Agency Ratings for Life/Health Insurers Briefing Report ” GAO (September 1994)
- ・ “ INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES: A DESCRIPTION OF THEIR METHODS AND PROCEDURES ” Robert W. Klein: National Association of Insurance Commissioners (January 1992)
- ・ 仁科剛平著「格付け会社「ムーディーズ」その実力と正体」(祥伝社1998年4月)
- ・ 日本格付研究所編「格付け信用審査と実際」(東洋経済新報社1996年11月)
- ・ 安井信夫監訳「生命保険」(生命保険文化研究所1996年5月)
- ・ 古瀬政敏著「アメリカの生命保険会社の経営革新」(東洋経済新報社1996年2月)
- ・ 日本公社債研究所編「わが国債券格付けの歩み - 日本公社債研究所の20年 - 」(日本公社債研究所1995年11月)
- ・ 児玉万里子著「社債格付けの知識」(有斐閣1995年7月)
- ・ 鏡味徳房編「21世紀へのビジョン 損害保険」(金融財政事情研究会1994年6月)
- ・ ムーディーズ・インベスターズ・サービス著、

日本興行銀行国際金融調査部訳「グローバル格付け分析」(金融財政事情研究会1994年5月)

¹ 米国において保険会社の格付けを行っている有力な格付け機関としては、これら3社の他に、Duff & Phelps Credit Rating社、Weiss Research社等があげられる。

² 債券とは、元本と利子を特定の期日に支払うことを発行者が約定した証券である。したがって、債券投資家が負担する最も重要なリスクは、債券の元本と利子が約定どおり期日に支払われるかどうかという、信用リスクと考えられる。

³ 日本格付研究所編「格付け信用審査と実際」(東洋経済新報社1996年11月)

⁴ N A I C = National Association of Insurance Commissioners

米国では、保険の監督権限は一義的には連邦政府ではなく、各州政府にあるとされている。州ごとに保険法が異なっており、約款や料率等の監督のあり方、保険庁の陣容などもそれぞれに異なっている。このため、米国では、各州の保険行政の調整、意見交換等を図るために、N A I Cが重要な役割を果たしており、必要に応じて保険法等の修正モデル案を作成する等広範な活動を行っている。

⁵ N A I C = National Association of Insurance Commissioners。注4参照。

⁶ “Responding to the Rating Agencies” LOMA (1997)、古瀬政敏著「アメリカの生命保険会社の経営革新」(東洋経済新報社1996年2月)等の資料による。

⁷ 企業は、E R I S A (従業員退職所得保障法) 404条により、年金プラン参加者の利益のために受託者責任 (Fiduciary Responsibility) を負っている。

例えば、401(k)プランを採用している企業では、以下のことが義務付けられている。分散投資のための投資ファンド提供 (3種類以上のファンド提供) 投資選択手段の提供 (少なくとも四半期に一度の投資ファンド変更を可能とすること) 適切な情報開示 (投資パフォーマンス等) 従業

員への投資教育。

⁸ “ Responding to the Rating Agencies ” LOMA (1997) 50 ページ。

⁹ いわゆる「勝手格付け」とは、格付け対象企業からの依頼に基づかず、公開情報等一般に入手可能な情報だけで行われる格付けを指す。「勝手格付け」は、投資家に対する情報提供を目的として行われ、格付け機関は、格付け対象企業から格付け手数料を取らないのが一般的である。

¹⁰ “ Responding to the Rating Agencies ” LOMA (1997), “ BEST'S KEY RATING GUIDE ” A.M. BEST(1997), “ INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES: A DESCRIPTION OF THEIR METHODS AND PROCEDURES ” Robert W. Klein: NAIC (January 1992) 等の資料による。

ここに記載した各格付け機関の格付けスタンスは、上記の資料を元に整理したものであり、必ずしも、内容を正確に伝えきれていない可能性があることには、特にご注意をお願いしたい。各格付け機関の格付けスタンスについて正確な理解を必要とする場合には、それぞれの格付け機関またはそれぞれの格付け機関が提供している資料等に直接コンタクトする必要がある。

¹¹ 企業活動に伴って生じるリスクを管理・コントロールする専任の担当者。このリスク管理の中には保険の手配も含まれる。詳細は、安田総研クォーターリー-VOL.23 (98年1月発行) 油木暁「アメリカにおけるリスクマネジャーの実務～実践的リスクマネジメントの展開～」参照。

¹² A.M.ベスト社、S & P社、ムーディーズ社の3社における、米国損保会社に対する格付け評価の方法について、図表4～5、7～11に整理した。これらの一覧表は、“ Responding to the Rating Agencies ” LOMA(1997), “ BEST'S KEY RATING GUIDE ” A.M. BEST(1997), “ INSURANCE COMPANY RATING AGENCIES: A DESCRIPTION OF THEIR METHODS AND PROCEDURES ” Robert W. Klein: NAIC (January 1992) 等の資料を元にまとめ、整理したものである。

各格付け機関の評価方法については、整理の都合上、筆者の判断で項目順の入替え、省略等を行っているため、必ずしも、内容を正確に伝えきれていない可能性があることには、特にご注意を

お願いしたい。各格付け機関の格付け評価方法について正確な理解を必要とする場合には、それぞれの格付け機関またはそれぞれの格付け機関が提供している資料等に直接コンタクトする必要がある。

¹³ この他にも、税ベース会計 (tax basis accounting) が内国歳入庁によって要請されている。

¹⁴ S A P (法定会計原則 : statutory accounting principles) に基づく財務諸表は、保険会社の財務状況を規制当局の観点から示すことを意図している。主目的は、保険会社が保険契約者に対する契約上の債務を履行することが可能かどうかを示すことにある。

S A P は、貸借対照表上の流動性を中心に据えて、現有の保険契約の下で将来生じる保険金を支払う能力が保険会社にあるか否かを示そうとするものであり、保険会社の長期的な収益力を測るための手段としては必ずしも十分とはいえない。

¹⁵ Financial Accounting Standards Board の略で、米国の財務会計基準を制定する民間機関である。この上部団体として、監査法人、一般企業等の拠出基金によって運営されている財務会計財団がある。同財団からの任命による常勤の7名の委員によって、財務会計基準が審議・制定されている。

¹⁶ G A A P (一般に公正妥当と認められる会計原則 : generally accepted accounting principles) の主目的は、ある企業の財務成果を、他の報告期間または他の企業の財務成果と比較可能な形で報告することにある。

¹⁷ 例えば、S A P では費用はそれが発生した年度において計上すべきとされており、成長中の活気ある保険会社の場合、収益性が低く示されることになる。

¹⁸ 調整後剰余金とは、S A P 上の剰余金に資産評価準備金 (A V R) および利率維持準備金 (I M R) を加算した額。また、調整後負債額とは、S A P 上の負債額から A V R および I M R を控除した額。A V R および I M R は、事実上、負債ではなく、処分可能な剰余金の変動を最小化するために設定されている剰余金の一部と考えられるため、S A P 上の負債額から控除し、剰余金の額に加算する。

¹⁹この指標の他にも、オペレーティング・レバレッジの高さを示す代表的な指標として、以下の指標があげられる。

・責任準備金対資本比率

$$= \text{責任準備金} / \text{調整後剰余金}$$

²⁰これら指標の他にも、投資内容がどの程度非流動的であることを示すものとして以下の指標があげられる。

・非認容資産比率 = 非認容資産 / 調整後剰余金

ここで、非認容資産 (non admitted assets) とは、保険会社の支払能力の評価に当たり、貸借対照表上の資産に含めることを監督当局から認められない資産であり、什器・設備、代理店に対する債権、支払期限から90日を超えた未収勘定などがあげられる。

²¹Alternative Risk Transfer (代替的リスク移転) の略で、一般的に、企業自身でリスクを管理する自家保険、新たな金融手法の活用等、伝統的な保険以外の方法によるリスク管理を指す。米国では、このARTが近年急速に進展しており、既に大企業におけるリスク管理の50%を超える部分が伝統的な保険を離れ、保険以外の方法によっ

て処理されていると唱えられる程である。

²²A.M.ベスト社の“BEST'S AGGREGATES & AVERAGES PROPERTY CASUALTY UNITED STATES”(1997)によれば、米国損保会社2,418社の連結財務諸表における全社合計での「契約者剰余金の総資産に対する比率」は、96年末現在で31.8%となっている。92年末のこの比率は、25.6%であり、年々上昇してきている。なお、契約者剰余金(Policyholders' surplus)は、保険会社の資産から負債を差し引いた残りの金額を示し、概ね自己資本に相当するものである。

²³“U.S. Investment Research: Property-Casualty Insurance” Morgan Stanley, Dean Witter, Discover & Co.(November 1997)

²⁴ここでは、絶対的な「望ましい水準」ということではなく、個別保険会社の事情や事業環境等によっても異なる、相対的な水準を意味している。

²⁵ただし、業界平均値には、あるべきものとしての意味があるわけではなく、結果として平均するとそのような値になったという意味しかないことには注意が必要である。