

バミューダ保険市場

- イノベティブな保険市場の発展と今後の見通し -

目 次

- ．はじめに
- ．基本情報と規制・租税環境
- ．保険市場の変遷—1960 年代～—
- ．保険市場の部門別分析と今後の見通し
- ．おわりに

研究員 岡崎康雄

要 約

．はじめに

西太平洋に浮かぶ英国自治領のバミューダは、イノベーションの孵化器たるオフショア金融・保険市場としての制度的インフラを整え、主要な市場に成長した。

．基本情報と規制・租税環境

革新的な取引を可能とするバミューダの保険監督規制体系および有利な税制は、米国、英国を主体とする先進国から多額の資本と優秀な人材を惹きつけた。

．保険市場の変遷—1960 年代～—

米国保険市場の変化に対応して、キャプティブ、超過責任保険者、ファイナイト保険者、異常災害再保険者が設立されてきた。当初これらは単一部門・種目のみを引受けていたが、その後の環境変化に適応して、多種目化、M&A や地理的拡大が進展した。

．保険市場の部門別分析と今後の見通し

各部門とも、世界的な保険市場のソフト化によって引受利益が減少する中で、主要な保険者は、M&A、多種目化やオンショア市場への進出にとどまらず、保険市場と金融市場との融合商品によるリスクポートフォリオの拡大にまで乗り出してきた。

．おわりに

バミューダ保険者の今後の発展は、世界的な保険者・再保険者と競争しつつ、優秀な人材を活用して創造的商品を開発し続けながら、投資リスクに加えて金融リスク等の新しいリスクをいかに管理していくかが鍵を握るであろう。

．はじめに

西大西洋に浮かぶ英領の小島であるバミューダ島は、キャプティブ保険者が所在するオフショア市場として、かねてより知られてきた。しかし、今日の同島は、主要な国際的保険・金融市場へと成長を遂げ、大規模かつ複雑なリスクの引受を行う場所として選ばれている。

バミューダの発展は、米国を主体とする先進国の保険市場における変化に対して、迅速に自らの市場を適合させるべく、監督規制や会計等の制度を構築し、またその調整を続けてきたことにより可能になった。その背景には、あまた存在するタックス・ヘイブンの中で、市場の優位性を維持するための、政府と民間のパートナーシップによるインフラ整備の努力がある。

本稿では、まず、バミューダの基本情報と規制・租税環境を整理し、1960年代からの保険市場の発展を振り返り、現在の市場状況を分析した上で、今後の見通しを探ることとする。

．バミューダの基本情報と規制・租税環境

1．基本情報

バミューダといえば、大方の日本人は、バミューダ・パンツや「魔の三角地帯」を連想するであろう。また、オフショア金融市場としての知識があったとしても、ケイマンやバルバドスと同じく、カリブ海に浮かぶ島と誤解されがちである。

しかし、実際には、カリブ海のはるか北に位置し、ノースカロライナ州とほぼ同緯度で東へ約 920 キロの西大西洋にあり、国際金融の中心地ニューヨークから空路で約 3 時間という良好なアクセスを持っている。米国人には、エメラルド色の海に囲まれた高級リゾート地として知られている。

歴史的には、1503 年、スペイン人 Juan de Bermudez が無人島であった同島を発見し、自らの名を与えた。その後、1609 年、バージニア州ジェームズタウンへ向かう途中、嵐で船を失った英国人移民がバミューダへ上陸し、その住み易さから 1612 年、英国の特許植民地として入植を開始した。1620 年には、英本国にならって民主的な議会制度が導入された。現在も英連邦の一員であり、外交、防衛、治安維持・警察機能を英国に委ねつつ、自治を施行している。

バミューダの人口は、ほぼ 6 万人（アフリカ系約 60%、英国・ポルトガル系約 40%）であるが、バミューダ人に適した人材がいらないとして入国管理当局の許可を受ければ域外人を雇用することが可能であり、企業部門および観光部門で多数の域外人が働いている。

有利な立地や規制・租税環境から、国際的にオフショア金融・保険市場としての地位が確立しており、また、所得税がゼロであることもあり、スキルの高い法律、会計や金融・保険およびコンピューターモデルの専門家の層が形成されている。

図表 1 は、バミューダのオフショア金融・保険市場としての優位点をまとめたものである。

図表 1 バミューダのオフショア金融・保険市場としての優位点

- ・北米、欧州への毎日のフライト便
- ・整備された観光インフラ、質の高いホテル、レストラン、多様なレクリエーション、温暖な気候
- ・経済、政治制度の安定性
- ・キャピタルゲイン、所得、および配当金の課税免除
- ・整備されたダイレクトダイヤル電話、ファックス、郵便等の通信施設
- ・英国の枢密院（privy council）への上訴が最終的には可能な、コモン・ロー（英米法）体系と、投資家を保護し、起業を促進する等の優遇措置を持つ法律制度
- ・高度な技能を有する弁護士、会計士、銀行家、事業会社やマネジメント会社のインフラ
- ・類例の少ない、政府と民間とのパートナーシップ
- ・米ドルと等価のバミューダ・ドルが法定通貨
- ・免税会社は外国為替管理法上、非居住者として扱われ、外国為替管理規則の適用を受けることなく、自由に外国銀行口座の開設・維持、資本の分配、証券の購入を行うことができる。

（出典）Appleby Spurling & Kempe, “AS&K Guide”（1997）他から作成。

2. 規制・租税環境

バミューダは、古くから、保険会社等の金融機関に有利な環境を有していた。すなわち、他地域に比べれば無視できるほど少ない税金、複雑な取引を行う自由を与える規制体系である。証券会社のモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターのアナリストである Alan Zimmermann 氏は、バミューダの「規制環境と有利な税制が相乗効果で企業家を惹きつけ、非常に優秀な人材がバミューダに集まった。その結果、創造的精神が生みだされた」という。保険者の多くは、有利な税制ゆえにバミューダに本拠を置いているのではないとしているが、そのメリットは否定できない。「税金を節約できた分の一部は内部留保され、他の部分は料率の引下げを通じて顧客に還元される」と前出の Zimmermann 氏は語る¹。そこで本節では、バミューダの規制・租税環境について概説する。

(1) 保険監督規制

今や、バミューダの規制体系は、多くの保険者にとって最大の構造的利点となっている。バミューダ保険者が引き受けているのは、高度の保険知識を持つ企業向けの保険であるので、当局は、料率・約款については全く干渉しない。1978 年に制定され、その後数度の改正を経た保険法 (The Insurance Act 1978²) と関連規則は、当初より、資本金・剰余金要件、資産の流動性要件や会計規則により、保険会社が適切に運営されることを担保しつつ、創造的なリスク移転スキームを促進することを志向していた。また、同法の下では、バミューダ議会から特別立法を得ることによって、全く独自の保険スキームを創造する途も開かれている³。

関連規制には、1980 年保険認可申請規則 (The Insurance Application Regulations 1980; 1995 年改正保険法により削除) 1980 年保険会計規則 (The Insurance Account Regulations 1980; 1989 年改正) 1980 年財務報告およびソルベンシー規則 (The Insurance Returns and Solvency Regulations 1980; 1989

年改正) がある。

1995 年改正保険法

1980 年代に何度かの改正を経た保険法は、1995 年改正法によって大幅に変更された。1960 ~ 1970 年代にバミューダで営業していたキャプティブ保険会社⁴ (以下、キャプティブと略す。) は、自らの親会社のリスクを主に引き受け、多くは税制上の理由から第三者のリスクを並行して引き受けているに過ぎなかった。しかし、1980 年代半ば、製造物責任や医療過誤を中心とした賠償責任保険の入手難、保険料高騰 (これを賠償責任保険危機と称する) に対応して超過責任保険者が、また、1992 年のハリケーン・アンドリューによるフロリダ州での巨大保険損害の発生をきっかけとした異常災害保険危機に対応して異常災害再保険専門の再保険会社がバミューダに設立され、順調な成長をみた。

このような保険会社の引受リスクの多様化は、監督規制の多様化もまた必要とする。1995 年改正法は、監督規制に不備があるのではないかと海外からの批判に応え、第三者リスクの引受に伴う責任に見合った基準を導入すべく制定された。同法に先立って提出された保険諮問委員会 (The Insurance Advisory Committee) の報告書は、次のように記している⁵。

規制システムは、保険契約者が必要とする保護のレベルに応じてバミューダの保険者を階層化すべきである。過去の例をみると、親会社やグループ会社のリスクを自家保険の器として引き受けている会社については、自らまたはグループ内のリスクを扱っており、社会的影響は限定的であるので、規制を大幅に変更する必要は認められない。

他方、第三者のリスクをかなりの割合で引き受けている保険者は、より厳しい基準および規制の対象とすべきである。さらに、超過責任保険者や異常災害保険者は、それぞれの特徴を有しており、特別の規制要件

が必要とされる。規制を多様化させるための最善の方法は、ライセンス・システムの複線化であろう。

1995 年改正法の下で、大蔵大臣は、保険者 -

株主 - 契約者の間の関係および事業内容によって、申請保険者をクラス 1 から 4 のいずれかの保険事業免許を認めることとされた。各クラスの保険者のタイプを 図表 2 に示す。また、各クラスの各種要件は 図表 3 の通りである。

図表 2 各クラスの企業タイプ

	企業タイプ
クラス 1	単一の親会社を持ち、企業グループ内のリスクのみ引き受けるキャプティブ
クラス 2	グループ外のリスク（「関連のないリスク」）を 20%まで引き受けるキャプティブ
クラス 3	第三者のリスクを引き受ける保険・再保険会社（「関連のないリスク」が 20%以上）
クラス 4	資本・剰余金が 1 億ドルを越える異常災害再保険者、超過責任保険者

図表 3 各クラスの保険者に課される要件

		クラス 1	クラス 2	クラス 3	クラス 4
資本金		12 万ドル	12 万ドル	12 万ドル	100 万ドル
資本・剰余金		12 万ドル	25 万ドル	100 万ドル	1 億ドル
ソルベンシー・マージン	正味計上保険料に対する割合(注 1)				
	保険料 600 万ドルまで	20%	20%	20%	原則 50%
	600 万ドル以上	10%	20%	15%	50%
損害準備金に対する割合(注 2)		10%	20%	15%	15%
流動性比率(注 3)		75%	75%	75%	75%

(注 1) 正味計上保険料 (Net Premium Written) に対して最低限確保すべき資本・剰余金の割合を示す。

(注 2) 損害準備金に対して最低限確保すべき資本・剰余金の割合を示す。

(注 3) 流動性比率とは、「特定の負債 (defined liabilities)」に対して確保すべき法律上の「関連資産 (relevant assets)」の比率である。

1998 年改正保険法

近年、金融技術と情報処理技術の進展はめざましいものがあり、かつて保険市場と金融市場を隔ててきた垣根は低められてきた。1990 年代の半ば頃からは、従来保険商品によってリスク移転が行われてきた事象（イベント）リスクを、デリバティブによって対処しようとの動きが生じた。このような商品を保険デリバティブと称する。

ところが、従来の法制下では、そのような取

引につき不明確な問題があった。第 1 に、保険デリバティブ取引は、複雑な仕組みの再保険ともみなし得ることから、保険法上、保険事業に該当し、そのような取引を行う者に対して保険事業免許が要求されるのではないかとの疑念が生じた。第 2 に、特にインデックス・ベースのデリバティブ取引は、賭博行為に該当し効力を否定されるのではないかとの懸念があった。このような不確定性の存在は、バミューダにおけるデリバティブ・ビジネスの妨げとなることか

ら、立法による解決を求める関係者の声が高まった。

会社登録官の提案による 1998 年改正保険法は、大蔵大臣が申請に基づいて指定する「投資契約」の取引が、法律上保険事業に該当せず、また 1975 年賭博法 (Betting Act 1975) 上の賭博行為を構成しないと規定した⁶。これによって、保険デリバティブの場としての安定性の確保を通じて、他のオフショア市場に対するバミューダの優位性が維持されることとなった。

このように、バミューダでは、政府と民間のパートナーシップによって、市場間競争を意識した迅速な制度的インフラストラクチャーの調

整が続けられている。

米国との規制環境の比較

上述の通り、企業のリスクを引き受けるバミューダ保険者に対しては、消費者保護の観点からの監督規制の必要性は認められておらず、1995 年改正保険法も事業の適切性を担保するための簡素な規制を課すにとどまっている。図表 4 は、米国ニューヨーク州の保険監督規制と比較したものである。なお、米国においても、大企業部門の保険取引について規制を緩和し、料率・約款の届出を免除する州が増加しつつある。

図表4 規制環境比較：バミューダ対ニューヨーク州

	バミューダ	ニューヨーク
最低資本金	12万ドル～100万ドル*	100万ドル
最低資本金＋剰余金	12万ドル～1億ドル*	1,715万ドル～3,500万ドル*
預託金	なし	40万ドル～300万ドル*
税金、手数料	法人税なし、年次手数料1,695ドル～26,500ドル (exempt企業)、事業手数料800～15,000ドル	連邦法人税35%、州法人税、州保険料税
料率届出	なし	州保険庁の認可要
約款届出	なし	同上

(*) 企業のタイプによって異なる。

(出典) Brendan Noonan, “The New Angle on Bermuda”, Best’s Review Property/Casualty Ed. (Apr., 1999) p.34.

(2) 租税環境

バミューダでは、所得税、法人税、キャピタルゲイン税、地所税、所得税等は、保険会社および株主(居住者を除く)には課されない。

保険会社は、1996 年免税事業租税保護法 (Exempted Undertakings Tax Protection Act 1996) に基づき、大蔵大臣に対して同法による保護を申請することができる。これは、バミューダにおいて、将来、利益や所得に対する課税や、固定資産、資産売却益に対する課税等が立法されたとしても、保険会社およびその事業、株式、債券もしくは保険会社の有価証券に

は 2016 年 3 月 18 日までは適用されないとするものである。

また、印紙税も課されていない。

ただし、保険会社は、会社法に基づき設立される他の会社と同様に、所定の政府納付金を納入する義務を負っている。

・バミューダ保険市場の変遷—1960 年代～1999 年—

バミューダ保険市場の発展の歴史は、1960 年代末のキャプティブ設立ブームに遡ることができる。その後も、主に米国の保険市場の変化を

受けて、時代ごとに革新的な保険・再保険スキームが立ち上げられた。

1. キャプティブ—1960年代末～—

世界最大のキャプティブ・アイランドとしてのバミューダの歴史は、1969年、保険料税が提案されていたバハマから、米国の石油企業がキャプティブを逃避させたことに端を発する。その後、租税環境のもたらすメリットが理解されたことにより、同島は多数のキャプティブを擁する主要なオフショア市場となった。

米国税法の解釈が1970年代半ばに確定した後、バミューダにキャプティブを持つ米国企業は、第三者のリスクを引き受けることによってさらに大きな利益を上げられることに気付いた。ただし、この動きは不幸にも市場のソフト化と重なり、いくつかのキャプティブの引受損失による破綻を招いた。

しかし、ほとんどのキャプティブは、このソフトな市場を乗り切った。1970年代末から1980年代初頭にかけての米国の歴史的な高金利の中で、多くのキャプティブは税を免除された保険料収入を元手に多額の投資利益を上げ、急速に資本・剰余金を増大させた。

現在見られるイノベーションの多く、例えばグループ・キャプティブ（association and group captives）、レンタキャプティブ（rent-a-captive）や、財務再保険（financial reinsurance）等は、この黄金期のバミューダに起源を発している。保険引受および保険料設定に係る判断において投資収益が勘案されるようになったことにより、1970～1980年代のキャプティブの成長や、1990年代の金融再保険の隆盛がもたらされた。

2. 超過責任保険者—1980年代半ば～—

米国では1980年代半ば、不法行為法上の原理の進展が主因となって、賠償責任保険の保険金支払額が急上昇したため、保険引受の拒否や保険料の大幅引上げ等の混乱が生じた。これを賠償責任保険危機⁷という。保険業界にとっては、

訴訟において裁判所が過去に引き受けられた保険契約の約款文言の解釈を変更したり、アスベストのように被曝から影響が現れるまで長期間潜伏する人身傷害が起こるなど、従来の賠償責任保険の引受方法では対処が難しい問題が複合的に生じた。英国のロイズでは、ちょうどこの時期から一般的になった超過責任再保険（Excess of Loss Reinsurance⁸）を積極的に引受けていたことから、甚大な損失を被った。米国での賠償責任リスクに対する保険・再保険カバーのキャパシティが、その裏付けとなる資本の逃避により急速に縮小したため、保険カバーの入手難と保険料の高騰がもたらされた。

このような環境の中、バミューダの有利な規制・租税環境は、ハイリスク・ハイリターンの投資を恐れない投資家を引きつけた。賠償責任保険には、保険金の支払い時点から、最終的に保険金の支払いがなされるまでにかかなり長い時間がかかるという特徴がある。バミューダでは、税法上、投資収益には課税されない。そのため、保険金が支払われるまでに得られるより大きな投資利益を見込むことによって、オンショア市場に比べて、賠償責任保険を安価に引き受けることができる。この点に着目した米国の大企業や投資銀行、ブローカーの出資により、オンショア市場の保険者が極めて高額な保険料でしか引き受けようとしなかった賠償責任保険を引き受けるために、Ace社が1985年に、またExel社（社名変更⁹のため、以下XL社と称する。）が1986年に創設された。

これらの超過責任保険者は、ロイズの轍を避けるべく、アタッチメント・ポイントを高目にし、また契約上厳格な規定文言を用いて、競争力のある保険料を設定することにより、順調に成長した。保険金の支払いが比較的少なく済んだことから、これらの超過責任保険者は、資本の蓄積を進めることができた¹⁰。

3. ファイナイト保険—1980年代半ば～—

ファイナイト¹¹とは、3～5年契約でのリスク移転およびファイナンスを行う保険、再保

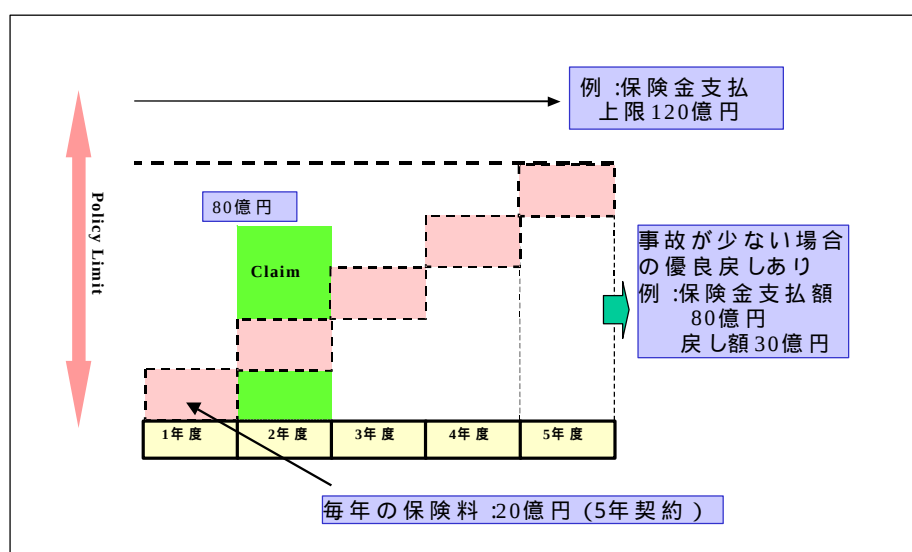
険契約であり、損害準備金の保険会社による積立運用と保険金支払実績による利益の割戻し、一定限度内であるが相当程度リスク移転、積立金が蓄積される前に保険事故が起きた場合の信用供与、の3つの機能を持つものである。これは、伝統的な保険リスクをファイナンスリスクに転嫁させる方法であり、顧客にファイナンス上の柔軟性を提供することができる。ファイナイトの概念図を 図表5 に示す。

前述の超過責任保険者と同様に、ファイナイト保険者は、米国における1980年代半ばの賠償責任保険危機によって生じたキャパシティの空白に対応すべく設立された。投資収益に課税されないメリットを活用している点も、超過賠償保険者と同様である¹²。

保険料規模で最も大きいのは1987年設立のCentre Re社¹³で、他にCommercial Risk Re社（SCOR他により1992年設立）、Inter-Ocean Re社（保険会社10社により1990年設立）、Stockton Re社（Commodities Corp社他により1982年設立）等がある。

初期には、既に保険事故は発生しているがその損害規模や支払い時期が不確定なリスクに対するカバーが主に引受けられていたが、1992年、米国でファイナイトの会計処理を厳格化するガイドライン¹⁴が採択されたことにより、保険事故の発生自体が不確定な将来リスクに対するカバー（prospective aggregate cover）が主流となり、多くの元受保険会社の出再プログラムに組み込まれるようになった。

図表5 ファイナイト保険の例



（出典）安田総合研究所が例示のために作成。

4．異常災害再保険—1992年～—

1992年秋、米国フロリダ州を襲ったハリケーン・アンドリューは、甚大な損害をもたらした。異常災害再保険のキャパシティは減少し、再保険料は高騰した。そこで、米国を中心とした再保険会社、投資銀行、ブローカーらは、異常災害再保険キャパシティの空白を埋めるべくバミューダに資本を投下し、異常災害再保険に特化した再保険会社を設立した。ハリケーン・ア

ンドリュー襲来のおわずか3ヶ月後に3.5億ドルの資本で設立されたMid Ocean Re社の株主には、ブローカーのMarsh & McLennan、投資銀行のJ.P. Morgan、バミューダの超過責任保険会社のXL等が名を連ねていた。その他に、1993年半ばまでにPartner Re、Tempest Re、LaSalle Re、Cat Ltd等合計8社が設立され、50億ドルに上る資本・剰余金がバミューダに流入した。

5. 最近の動き—1990年代半ば—

バミューダの保険者のほとんどは、当初、単一の部門・種目に焦点を絞っていた。しかし、成長の余地が減少し、市場のソフト化により競争が激化するに従って、様々な形態による事業内容の多様化を迫られることになった。

異常災害再保険のソフト化と M&A

1997 年頃には、米国カリフォルニア州のノースリッジ大地震（1994 年）のほとぼりも冷め、再保険、特に異常災害再保険の市場は急速にソフト化した。ロンドンのロイズ市場の復活、米国が巨大災害に見舞われなかったことや、米欧の再保険会社との競争の激化、元受保険料の急落によって、異常災害再保険の保険料は急減した。

発生頻度が低く規模が激甚な異常災害リスクについて、適切な料率を算出するためのモデルやリスク分析技術が、以前に比べ大幅に進化しているにも拘わらず、直近の数年間に大規模災害が発生していないことによって、キャパシティが増大し、需給バランスゆえに料率引下げを余儀なくされるというのが現実であった¹⁵。

そのため、異常災害以外の損害保険種目の取扱いやロイズ・シンジケートへの投資等の努力

もなされたが、撤退を図る株主も現れ、Mid Ocean Re 社と Global Capital Re 社が XL 社に、Tempest Re 社と Cat Ltd 社が Ace 社に相次いで買収・合併された。

多種目化

超過責任保険者や、異常災害再保険者は、資本・剰余金の蓄積が進むにつれて、引受リスクを拡大すべく、財産リスクの超過責任、プロラタ再保険や、海上保険、航空保険、衛星保険等の種目を扱いはじめた。従来引き受けてきたリスクとは相関性を有しないリスクを扱うことによって、保有リスクを増大させ、資本効率性を改善するとともに、リスク調整済み自己資本比率（Risk Adjusted ROE）を高めることができる¹⁶。

1997 年には、Ace、XL と Risk Capital Re の 3 社が共同で、国家の政治リスク保険を扱う Sovereign Risk Insurance 社を立ち上げた。Ace 社は他にも、世界銀行の Multilateral Investment Guarantee Agency の持つ政治リスクの一定割合を引受ける契約を結んでいる¹⁷。例として、Ace 社の引受種目多様化の進展を図表 6 に示す。

図表 6 Ace 社の引受種目多様化の進展

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Excess liability	77%	69%	56%	34%	22%	10%
Directors & officers	22%	28%	25%	16%	13%	9%
Satellite		3%	11%	14%	11%	8%
Aviation			2%	4%	4%	2%
Excess property			1%	2%	4%	2%
Financial lines			2%	20%	18%	21%
First line			3%	2%		
Property catastrophe				6%	18%	21%
Lloyd's syndicates				2%	9%	24%
Other	1%				1%	3%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%

（出典）PriceWaterhouseCoopers, “Bermuda Review 1999”（1999）p.67.

（注）割合は正味計上保険料ベースである。

また、従来バミューダで扱われていたのは損害保険リスクが主体であったが、新たなリスクを引き受ける動きとして、1998 年、生命保険、年金を扱う元受け保険者の長期的なニーズに合わせたソリューションを提供すべく、Annuity & Life Re、AFC Re、ESG Re の 3 社が営業を開始した¹⁸。

ロイズおよびオンショア市場への進出

Ace、XL 社を初めとするバミューダ超過責任保険者や異常災害再保険者は、ロイズのシンジケートへの投資や、マネージング・エージェンシーへの出資を積極的に進めた¹⁹。世界各国において保険免許を持つロイズへの進出によって、世界的な保険取引が可能となる。

また、米国やダブリン（アイルランド）等のオンショア保険市場への進出も積極的に進められている。XL 社は 1990 年からダブリンに拠点を有しており、Ace 社も 1997 年にダブリン現地法人を立ち上げるにより、EU 各国の顧客に直接保険証券を発行することが可能になった。Ace 社は、1998 年には米国 50 州で保険免許を持つ Westchester Specialty Group を、さらに 1999 年には Cigna 社の損害保険部門を買収し、欧州、米国にとどまらず世界的なネットワークを完成させた。異常災害再保険者の Partner Re 社も、フランスの多種目再保険会社である SAFR（Societe Anonyme Francaise de Reassurances）とスイスの保険グループである Winterthur Group から、北米でも多数の契約を有する再保険部門を相次いで買収した。

Partner Re 社 CEO の Herbert Haag 氏は、オフショアで効率よく引き受けることができるのは、発生頻度が低いことから顧客対応が少なく済む異常災害再保険に限られるとし、「損害発生頻度が高い種目については、顧客との常日頃の対話が求められるので、顧客の近くに拠点が必要となる。これが、Partner Re、Ace、XL 社がオンショアに進出している理由の一つである」と述べた²⁰。

なお、逆に有利な規制・租税環境に惹かれて

バミューダへ進出する動きも続いている。米国の異常災害再保険者である PX Re 社は 1999 年、他では得られない再保険ビジネスにアクセスし、また租税制度のメリットを得るためにバミューダに移転すると発表した²¹。自動車、ホームオーナーズ保険で米国最大である State Farm 社も、バミューダの Renaissance Re 社と共同で 30 億ドルのキャパシティを持つ Top Layer Re 社を設立し、米国外の異常災害リスクの高いレイヤーを引き受ける計画である²²。保険会社専門の格付機関である A.M.Best 社は、保険事業による利益マージンがますます縮小し、また米国外の保険者が競争優位に立つようになれば、米国の他の保険会社もこの動きに追随するであろうとみている²³。

保険デリバティブと証券化

バミューダでの最新の動きとして、保険リスク取引所の設立や、セキュリティゼーションの場としての活用の動きがある。

バミューダ唯一の証券取引所として 25 年の歴史を持つバミューダ証券取引所（Bermuda Stock Exchange）は、現在、ニューヨークの Catastrophe Risk Exchange（CATEX）と共同で、保険デリバティブやその他の保険セキュリティゼーション商品を扱う電子取引所の開発を進めている。これが成功すれば、機関投資家や保険者、再保険者がリスク取引を行う場が生み出されることになる。なお、1997 年よりバミューダ商品取引所（Bermuda Commodities Exchange）では、インデックスベースの異常災害オプションを取引してきたが、2 年経過しても十分な市場参加者が得られていないとして、取引を中止している²⁴。

また、1998 年に入って、米国の投資銀行である Goldman Sachs や Lehman Brothers が、セキュリティゼーションのためのファシリティとして、それぞれ Arrow Re と Lehman Re を設立した。両社はまだ始動したばかりであるが、仕組み債券やデリバティブを含むセキュリティゼーションを通じた、保険リスクの資産リスクへの

転化を主な業務にするとしている。従来のセキュリティタイゼーションの試みは、コスト高で、個別ケースにカスタマイズされ、また管理事務が繁雑であったのに対して、両社では、セキュリティタイゼーションのプロセスの標準化を試みるという。この両社が、伝統的再保険市場にとって脅威になるかどうかは、今後の展開を待たなければならない。しかし、この両社が設立され、免許を取得したという事実は、バミューダが柔軟な監督規制体系を持ち、革新を促そうとしている事実を証明しているといえる²⁵。

・バミューダ保険市場の部門別分析と今後の見通し

バミューダ保険者は、変革の動きを続けている。本章では、バミューダ保険市場の各部門別について分析し、格付会社の Standard & Poors 社（以下、S&P と略す）および Moody's Investors Service 社（以下、Moody's と略す）の見通しをもとに今後の展開を探る。

プレーヤー単位で見れば、M&A と多種目化によって、バミューダの保険市場では部門間の交錯が進んでいる。そのため、XL、Ace および Partner Re の 3 社を「大規模で多種目化された保険者」としてひとまとめに分類する方法もある²⁶。しかし、本稿では前章とのつながりを保つために、キャプティブ保険者、超過責任保険者、ファイナイト保険者、および異常災害再保険者の 4 分類とする。

なお、キャプティブのデータには、本来のキャプティブだけでなく第三者のリスクを主に引き受ける保険者が含まれているため、キャプティブ部門に示す数値には本来の意味でのキャプティブ以外の保険者も入っている。他方、超過責任部門には、本来の意味でのキャプティブで超過責任リスクを主に引き受けているものが含まれている。

バミューダ市場全体の 1998 年の成績を見ると、元受け、再保険市場における競争が激化する中で、ハリケーン・ジョージズによる多額の

保険金支払いや、アジア金融危機による影響を受けたものの、米国株式市場の好調に支えられた投資収益によって保険損害増大の影響は緩和され、ROE はここ数年の 20%前後から約 18%に低下するにとどまった²⁷。

会計監査法人の Deloitte & Touche が行ったバミューダ保険者 35 社を対象とする調査によれば、1994～1998 年の調査対象全社の純利益、支払い保険金・経費、正味計上保険料、資本・剰余金の推移は 図表 7 の通り。調査対象保険者とその分類は 図表 8 の通りである。資本・剰余金ベースでの上位 10 社の総資産、正味計上保険料、引受・投資損益、純利益（1998 年）を 図表 9 に示す。

また、投資内容につき、資産全体の内訳を 図表 10 に、そのうち上場証券のみの内訳を 図表 11 に示す。S&P は、このような投資戦略によって保険者の資本ベースが拡大してきたことを認識しながらも、成長および資本管理に係る判断が利益マージンの推移と相互に深く影響し合っているため、投資リスクが高くなる傾向があると指摘している²⁸。

1. キャプティブ

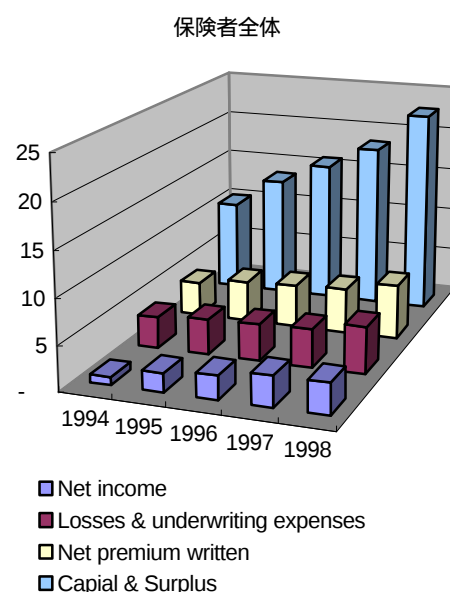
Tillinghast-Towers Perrin 社によれば、キャプティブ設立の勢いは 1998 年も衰えることなく、1999 年 1 月現在、全世界で登録されたキャプティブ数は 4,135 に達した²⁹。伝統的保険市場においては、ソフト化に歯止めがかからない状況が続いているが、同社のコンサルタントである John Lochner 氏によれば、「キャプティブ新設件数の多さは、ソフトな市場状況の中でも、多くの企業等の組織が自らリスクをコントロールしようとしていることを示している。これらの組織は、将来保険料が上昇したりカバーを得られなくなる可能性を回避しつつ、資金の投資収益を自ら管理する戦略を選択しているのだ」という³⁰。

このうち約 1,500 のキャプティブが、バミューダに所在する³¹。バミューダの 1997 年のキャプティブ市場規模は、保険料が 60 億ドル、

投資資産が 300 億ドル、資本・剰余金が 150 億ドルに達した³²。ただし、この中には第三者のリスクを引き受ける超過責任保険者、ファイナイト保険者、異常災害再保険者も含まれており、1998 年にバミューダで設立された 94 のキャプティブのうち、一般にキャプティブと呼ばれる親会社やグループ会社のリスクを主に引き受ける保険会社は、約 2/3 程度であると見られている³³。

S&P は、キャプティブを、運営者による積極的なリスクマネジメントを促し、またカバーを入手しにくいリスクの引受けを可能とする器であると位置づけ、キャプティブのセルの分離を通じて今後セキュライゼーション、生命保険リスクを取扱ったり、後述の Integrated Solution のための器として活用することにより、メリットをさらに高められる可能性があるとしている³⁴。

図表 7 利益、成績、資本金等の推移



(出典) Deloitte & Touche, “1999 Bermuda Insurance Survey” (1999) .

(単位) 10 億ドル

図表 8 調査対象保険者とその分類

超過責任保険者	Ace, AEGIS, Chubb Atlantic, Oil Casualty, SCUUL, XL Capital
異常災害再保険者	IPC Holdings, LaSalle Re, Partner Re, Renaissance Re
ファイナイト保険者	Accord Re, Centre Solutions, Commercial Risk, Enterprise Re, Inter-Ocean Re, Richmond Insurance, Scandinavian Re, Stockton Re, Western General
その他専門分野保険者	Overseas Partners, Terra Nova, Oil Insurance他、13社

(注1) Deloitte & Touche は、異常災害再保険者を買収した Ace と XL Capital を異常災害再保険者の分類にも含めているが、本稿では同部門を取り巻く動きを経時的に明確化するためにこの2社を除外した。

(注2) 超過責任保険者やその他専門分野保険者に分類されている AEGIS (Associated Electric & GAS Insurance Services Ltd.) Oil Casualty や Oil Insurance は、米国等のエネルギー、電力産業が保有するキャプティブである。

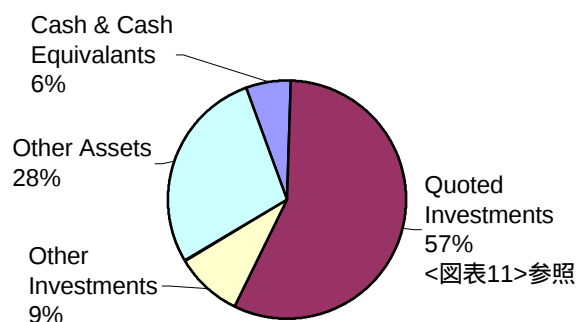
図表 9 バミューダ保険者上位 10 社（1998 年、資本金・剰余金ベース、単位 100 万ドル）

		資本・剰余金	総資産	正味計上保険料	引受損益	投資収益	純利益
1	XL Capital	4,818	10,109	673	97	491	588
2	Ace	3,714	8,789	881	140	420	560
3	Overseas Partners	2,525	4,357	909	234	255	488
4	Partner Re	2,113	7,825	687	124	143	266
5	Oil Insurance	2,032	488	76	16	504	488
6	Centre Solutions	1,197	177	337	133	310	177
7	AEGIS	826	1,036	208	71	145	74
8	Renaissance Re	612	1,356	195	31	43	75
9	Terra Nova	570	2,479	646	7	66	72
10	IPC Holdings	565	677	111	31	37	68

（出典）Deloitte & Touche, supra.をもとに安田総合研究所が作成。

図表 10 資産内訳

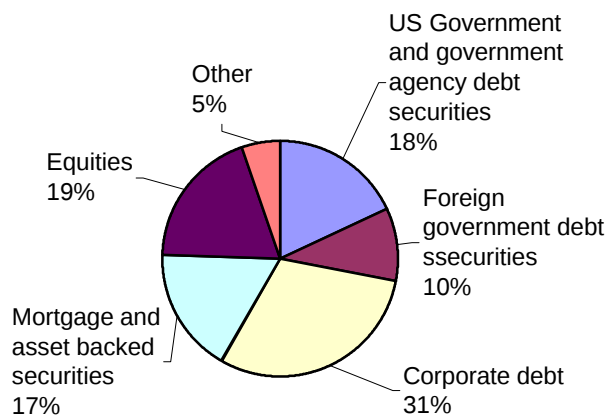
保険者全体（資産合計566億ドル）



（出典）Deloitte & Touche, supra.

図表 11 上場証券（Quoted Investments）の内訳

保険者全体



（出典）Deloitte & Touche, supra.

2. 超過責任保険

超過責任保険市場では、引き続き極めて厳しい競争が続いており、契約の更改落ち、アタッチメントポイントの引上げや保険金額の引下げを通じて保険料ボリュームは約 17%縮小した。この状況の中で、Ace、XL の両社は、合併による多種目化、信用供与や金融リスクカバー等の新商品の投入、およびロイズや米国への投資拡大を通じてリスクポートフォリオを拡大し、純

利益と資本・剰余金を順調に伸ばした。超過責任保険者全体の資本・剰余金は合計で 101 億ドルに達し、そのうち 85%を Ace、XL の 2 社で占めている。収益面でも、合併と、ロングテイル・リスクの準備金を活用したアクティブな投資ポートフォリオ管理によって、両社とも良好な ROE を達成した³⁵。

S&P では、今後、リスクポートフォリオの拡大に応じてリスク調整済み資本（Risk-Adjusted

Capital) レベルが上昇するため、両社による積極的拡大・投資の動きはやや和らぐであろうと見ている³⁶。

なお、Ace、XL の両社を除く、Starr Excess 社等の超過責任保険者は、超過責任保険を依然として自らのコアビジネスとしている³⁷。

超過責任保険者の純利益、支払い保険金・経費、正味計上保険料、資本・剰余金の推移を 図表 12 に、1998 年度のコンバインドレシオを 図表 13 に示す。

3. 異常災害再保険

1994 年以降、米国や欧州において大規模な異常災害損害が発生していないため、異常災害再保険料は減少を続けている。1998 年にはハリケーン・ジョージズや地域的な気象災害の発生によって再保険者の利益は減少したにもかかわらず、1998 年の保険料水準は 1994 年の約半分に落ち込んでおり、1999 年にはさらに 10~15% 程度下落するとみられている。

保険料引下げ圧力の背景には、1989~1994 年の高額な保険料の「払い戻し」の側面、伝統的に大規模な異常災害再保険キャパシティを提供してきたロイズの復調、元受保険会社による、保有レベルを高め、またより高いレイヤーまでカバーしようとする動き、等がある。さらに、セキュリティゼーションを通じた、伝統的保険市場の外部からのキャパシティ供給によってソフト化圧力が加えられている³⁸。

発行済み株式の買い戻し等の、株主価値を高めるための資本管理の試みもあって、1998 年の平均 ROE は、10%代前半~15%程度を保った³⁹。

依然として独立を保っている異常災害再保険者 4 社は、引受リスクの多様化や合併によってリスクポートフォリオの分散を図ってきた。最大の異常災害再保険者である Renaissance Re 社は異常災害再保険の比率を 86%、第 4 位の LaSalle Re 社は 67%にまで引き下げており、オンショア再保険会社の合併を進めた Partner Re 社はこの比率を 22%まで低下させている。

S&P では、今後も厳格な資本およびリスクの

マネジメントを通じたリスク引受けに応じた、資本・剰余金レベルが維持されるものとみている⁴⁰。

他方、Moody's では、セキュリティゼーションの動きが長期的に成功するかどうかは依然として重要な問題であるが、再保険料率は、他の商品同様、結局は需要と供給のバランスによって決定されるとしている。そのため、最近のセキュリティゼーションの試みはコスト高ではあったが、そのさらなる開発は、概ね伝統的保険市場において低い料率でカバーが提供されることによってのみ制約されるものであり、いずれにせよ異常災害再保険者にとってはよい予兆ではないとしている⁴¹。

異常災害再保険者の純利益、支払い保険金・経費、正味計上保険料、資本・剰余金の推移を 図表 14 に、1998 年度のコンバインドレシオを 図表 15 に示す。

4. ファイナイト

世界的な保険市場のソフト化によって、ファイナイト保険者の保険料ボリュームは縮小を続け、この 2、3 年で各社は 20%またはそれ以上保険料水準を低下させた。ファイナイト保険者全体の 1998 年のグロス保険料は 43%増大し、15 億ドルに達したが、投資収益はアジア金融危機の影響で 21%減少した。その結果純利益は 14%減の 3.37 億ドルにとどまっている。

ファイナイト保険者の純利益、支払い保険金・経費、正味計上保険料、資本・剰余金の推移を 図表 16 に、1998 年度のコンバインドレシオを 図表 17 に示す。

このような環境の中で、ファイナイト保険者は、信用供与や金融リスクを統合した再保険商品の提供を増加させることによって顧客ベースの拡大を図っている。その例としては、プロジェクト・ファイナンス、異常災害等の発生時に株式の発行を引き受ける CatEPut (Catastrophe Equity Put オプションの略)等の金融上のソリューションや、伝統的保険リスクと金利や為替変動リスク等の金融リスクを統合した Integrated Solution 商品が挙げられる。

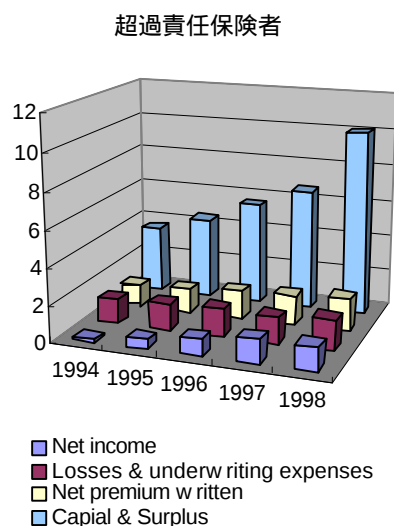
図表 18 に Integrated Solution の概念図を示す。

顧客企業のリスクマネジメント戦略は進化を続けており、キャパシティが大きくかつ期間の長い統合的リスクカバーが求められている。金利、資産価格および為替の変動リスクが、バランスシートの負債サイドと同程度の注目を集めるようになるに及んで、金融リスクに敏感なリスクマネージャーは「完全な財務諸表プロテクション」を求め始めている。

S&P では、ファイナイト保険の利益マージン

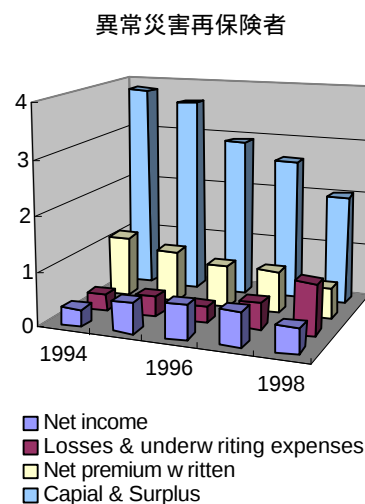
は小さいものの、投資から得られる利益と慎重（ブルデンシャル）な資本マネジメントを維持することによって、ファイナイト再保険者の利益マージンは伝統的再保険者に対して優位に立てると判断している。また、投資銀行が設立した再保険者との競争が増大する恐れはあるものの、資本市場と再保険市場の融合（convergence）が進展する中で、顧客に合わせて設計したソリューションを提供することによって、ファイナイト保険者は、さらに収益ストリームを拡張する可能性があるとしている⁴²

図表 12 利益、成績、資本金等の推移



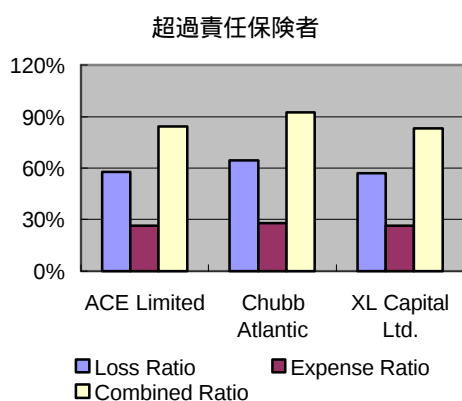
(出典) Deloitte & Touche, supra.
(単位) 10 億ドル

図表 14 利益、成績、資本金等の推移



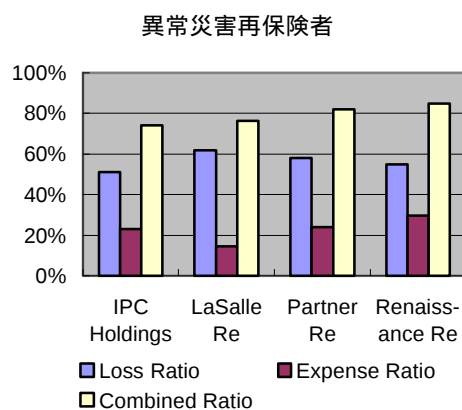
(出典) Deloitte & Touche, supra.
(単位) 10 億ドル

図表 13 コンバインドレシオ



(出典) Deloitte & Touche, supra.

図表 15 コンバインドレシオ

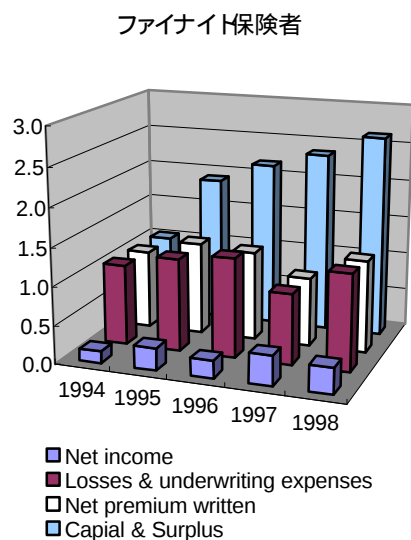


(出典) Deloitte & Touche, supra.

他方、Moody's では、再保険市場と金融市場の融合の進展によって、ファイナイト再保険者は、顧客に合わせたリスクマネジメントおよびファイナンスのソリューションを提供する機会を得る可能性があるが、そのような複雑なリス

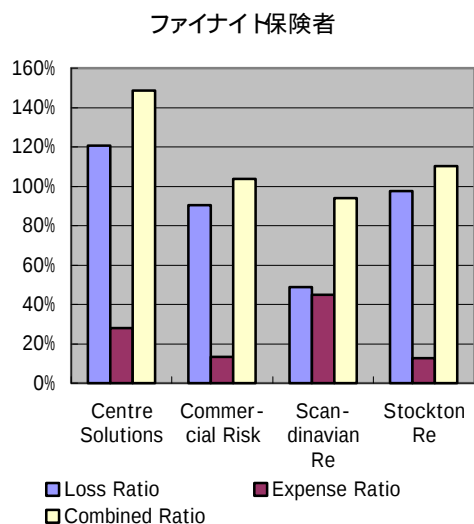
クの保険料算出やリスク管理が難しい課題となるとしている。また、同様のソリューションを提供するためのファシリティを構築しつつある世界的な最大手保険者、再保険者との激しい競争に直面する可能性が高いと指摘している⁴³。

図表 16 利益、成績、資本金等の推移



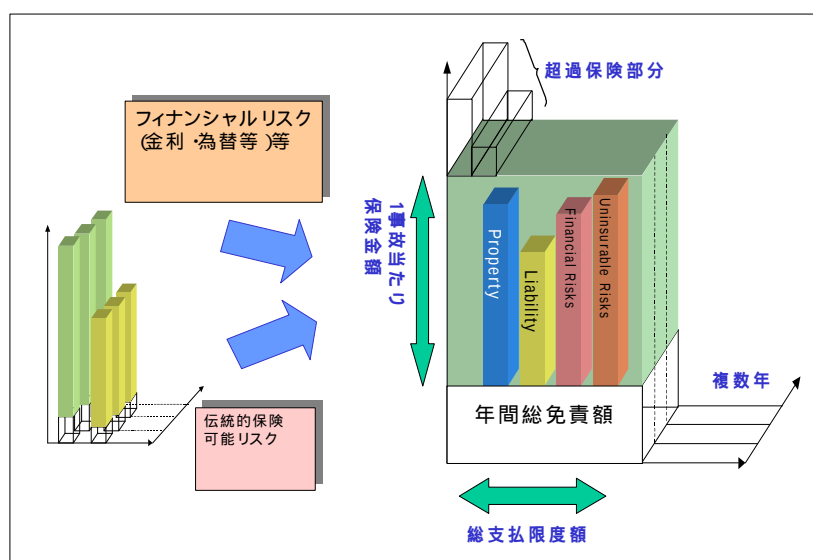
(出典) Deloitte & Touche, supra.
 (単位) 10 億ドル

図表 17 コンバインドレシオ



(出典) Deloitte & Touche, supra.

図表 18 Integrated Solution の概念図



(出典) 安田総合研究所が例示のために作成。

．おわりに

バミューダ保険者は、伝統的保険市場の変動に迅速に対応することによって規模を拡大し、世界有数の保険グループを輩出するに至った。各社のブランド、広告戦略や先進的な技術は、世界的な保険スーパーマーケットとして売り込むための特徴の一部に過ぎない。保険市場と資本市場の垣根が低くなるにつれて、バミューダ保険者には、保険リスクのセキュライゼーション、保険リスクと金融リスクを統合した Integrated Solution や金融再保険といった革新的な領域が広がりつつある。

バミューダには、それらの複雑な商品を組成するために必要な法律、会計、保険数理やコンピューター・モデルの専門家の層が存在する。今後、バミューダが世界の保険市場のリーダーとしての地位を維持するためには、資本だけでなく、これらの「知的資本」を活用し、いかに創造性を高められるかが鍵を握る⁴⁴。

また、そのような革新の進展に伴って、世界的な保険者、再保険者と競争しつつ、投資リスクに加えて、金融リスク等の未知の引受リスクをいかにコントロールしていくのがますます重要な課題となるであろう。

以上

とができる、が挙げられる。ただし、逆に、引受成績によってはキャプティブ保険者が破産する可能性もある。

⁵ Appleby Spurling & Kempe, *supra*.

⁶ Appleby Spurling & Kempe, “The Brief” (Aug. 25th, 1999) .

⁷ 1984 年後半に始まり、その後 2 年間にわたって深刻化した、賠償責任保険分野を中心とした保険会社による相次ぐ保険契約の更新拒否、保険料の軒並み大幅上昇を指す。その原因としては、製造物賠償責任、医療過誤やアスベスト訴訟における非経済的損害賠償金を主体とする賠償金額の急騰であるとされる。

⁸ 被保険会社が支払った損害額が所定の金額を超えたとき、その超過分の全体または一定割合につき、所定の限度額までカバーする再保険契約の一般的な呼称。引受においては、種目単位、ポリシー単位もしくは個別の保険事故単位で行ったり、被保険会社の保有ポートフォオ全体の年間支払保険金を対象とする等、多数の種類がある。(Robert W. Strain, “Reinsurance Contract Wording” (Jan., 1996)) p.756。保険料ベースで再保険契約全体の 2/3 を占めると言われる Pro Rata 再保険(損害額の一定割合をカバーするもの)に比べ、より厳密にリスクを評価する必要がある。

⁹ M&A を経て社名を変更し、現社名は XL Capital Ltd.である。

¹⁰ Brendan Noonan, *supra*.

¹¹ Finite とは infinite の反対語で「有限の」という意味である。ファイナイト保険・再保険はリスク移転の範囲が伝統的保険商品に比べ限定的であることからこのように呼ばれる。

¹² Moody's Investors Service, “Global Reinsurance Industry Outlook” (Sept. 1999) p.13.

¹³ その後社名を変更し、現在は Centre Solutions. Zurich Financial Group の一員である。

¹⁴ Financial Accounting Standards Board (FASB) による Financial Accounting Standard No.113, “Accounting and Reporting for Reinsurance of Short-Duration and Long-Duration Contracts” (FAS 113, 1992 年 12 月発効) および EITF (Emerging Issues Task Force)

¹ Brendan Noonan, “The New Angle on Bermuda”, Best's Review Property/Casualty Ed. (Apr., 1999) p.26.

² Title 17 Item 49.

³ Appleby Spurling & Kempe, “AS&K Guide” (1997) Sec. 3, Part 1.

⁴ キャプティブ(captive)とは、「専属の」という意味であり、キャプティブ保険者とは、一般に、親会社またはグループ会社のリスクを引き受ける保険会社・再保険会社を指す。キャプティブ保険者を設立するメリットとしては、保険契約者の所在する国の税・会計制度によっては税制上のメリットを得られる、通常事業会社が直接取引できない再保険市場にアクセスできる、キャプティブに蓄積された準備金を自ら投資管理するこ

No.93-6, “Accounting for Multiple-Year Retrospectively Rated Contracts by Ceding and Assuming Enterprises” (1993 年 7 月採択)

¹⁵ Moody's Investors Service, *supra*, p.13.

¹⁶ *Id.* p.32.

¹⁷ Reinsurance (Apr., 1998) p.13.

¹⁸ Elizabeth Farrell, “Special Report : And the Beat Goes On ...”, A.M. Best (Sept., 1999) p.9.

¹⁹ 現在、バミューダ保険者はロイズのキャパシティの 21.8%を提供している。The Financial Times, “Offshore Centre Moves Onshore” (Sept. 3, 1999) .

²⁰ *Id.*

²¹ *Id.*

²² Renaissance Re 社がマネジメントを担い、State Farm 社は 30 億ドルの contingent capital を提供する。Moody's Investors Service, *supra*. P.32.

²³ A.M.Best, *supra*.

²⁴ Moody's Investor Services, *supra*. P.34

²⁵ *Id.*

²⁶ 例えば PriceWaterhouseCoopers がこのように分類している。 “Bermuda Review 1999” (1999) p.64

²⁷ Standard & Poors, “Bermuda Insurance Survey 1999” (1999) .

²⁸ Standard & Poors, *supra*.

²⁹ Tillinghast-Towers Perrin, “The 1999 Captive Insurance Company Directory” (1999) .

³⁰ *Id.*

³¹ Tillinghast-Towers Perrin, News Release (Feb. 3rd, 1999) .

³² James B. Wynn, “The Fourth Wave”, Best's Review Property/Casualty Ed. (June 1998) p.54.

³³ Tillinghast-Towers Perrin, *supra*.

³⁴ Standard & Poors, *supra*.

³⁵ *Id.*

³⁶ *Id.*

³⁷ Moody's Investors Service, *supra*. P.33

³⁸ *Id.*

³⁹ Ace、XL 社を除く。Standard & Poors, *supra*.

⁴⁰ Standard & Poors, *supra*.

⁴¹ Moody's Investors Service, *supra*. P.33.

⁴² Standard & Poors, *supra*.

⁴³ Moody's Investors Service, *supra*. P.34-5

⁴⁴ Standard & Poors, *supra*.