仮　訳

保険監督者国際機構

保険および金融安定化

2011年11月

本出版物の著作権は、生命保険協会（以下、当会）が有しており、保険監督者国際機構（以下、IAIS）の公式な翻訳文書ではない。
無断転載禁止。出典表示を条件に、概要の引用について、複製または翻訳を許可する。なお、本仮訳を利用することにより発生するいかなる損害やトラブル等に関して、当会は一切の責任を負わないものとする。
原文は、IAIS のウェブサイト(www.iaisweb.org)上で入手可能である。

目次

1. はじめにおよび概要

2. 顕著な保険の特徴
   2.1 保険のビジネス・モデル
   2.2 資金調達モデル
   2.3 保険のバランスシート

3. 保険会社および保険グループの事業範囲
   3.1 伝統的な保険事業
   3.2 非伝統的業務および非保険業務
   3.3 暫定結論

4. 市場構造と産業規模
   4.1 市場構造
   4.2 資産および時価総額で見る業界規模

5. 金融システムにおける保険
   5.1 投資機能
   5.2 再保険
   5.3 保険会社およびシステミック・リスク

6. システミックな可能性がある保険会社および政策措置
   6.1 システム上の関連性の特定
   6.2 政策措置

7. 最終的見解

参考文献

付録
   A1：香港とシンガポールにおける保険の取付
   A2：オランダでの国家介入
   A3：AIGのCDS事業の破綻
   A4：スイス再保険によるCDS引受の事例
   A5：エクイタブル生命
   A6：エクイタス
   A7：AIGの証券貸与
   A8：投げ売りが引き起こす市場伝染
   A9：HIHの破綻

1. はじめにおよび概要

1. **本書は、（再）保険セクターおよび金融安定化の論点について監督上の観点を提示する。**本書は金融市場における保険セクターの役割を、他の金融機関との相互作用や実体経済への影響を含めて分析する。さらに保険監督者国際機構（IAIS）は、「その規模、複雑性およびシステム上の相互連関性のために、無秩序な破綻が、より広範囲にわたって金融システムおよび経済活動に甚大な混乱をもたらすような[1]」あらゆる機関を特定するためにIAISが提案する方法論について、その根拠を明確化するよう努める。

2. **そのビジネス・モデルは、保険会社を、銀行に通常存在しない固有のリスクにさらす。**保険引受における固有な点は、例えば、死亡率、罹患率、財産および賠償リスクである。しかし、保険会社は、信用リスク、オペレーショナルリスク、ならびに株式投資および金利や為替の変動に関連する市場リスクを含む、他の金融機関に存在するリスクにもさらされる。これらのリスクは保険に固有というわけではないが、保険固有のビジネス・モデルが理由となって固有の形で出現する場合がある。

3. **2008年/2009年の金融危機が証明したのは、一般的に、保険ビジネス・モデルにより、ほとんどの保険会社が他の金融機関よりも金融危機に耐えることができたということである。**背景にあるのは、保険引受リスクは、一般的に、経済的な事業サイクルおよび金融市場リスクと相関しないという事実、ならびに、かなり大まかにいえば保険負債の規模は金融市場の損失に影響されないという事実である[2]。さらに、保険会社の投資ポートフォリオは主に保険負債の基礎となる特性に合わせて選択されており、大きな損失を吸収することができた。同様に、保険負債の特性から、また一般に保険事故がない限り保険契約者への支払が発生しないことから、伝統的業務を行う保険会社は流動性を損なうほどの現金支出が突如求められることは少ない。金融危機の影響は受けたものの、伝統的な保険業務を行う保険会社は概してシステミック・リスクの視点からは懸念を生じなかった。

4. **しかしながら、非伝統的業務または非保険業務を行う保険グループおよびコングロマリットは、金融市場の状況に影響を受けやすく、重要なこととして、システミック・リスクを増幅したりその原因になったりする可能性が高い。**非伝統的業務および非保険業務の例は、ヘッジ目的でないクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引や、投資益の向上を狙った資産のレバレッジである。加えて、絶え間ない市場の進化の過程で、伝統的保険と銀行型（または投資銀行型）業務の区別をあいまいにするような商品や業務が生まれた。最近の金融危機で明らかになったのは、伝統的事業種目を中心に活動し強固な財務体質を持つ保険グループおよびコングロマリットでさえ、非伝統的業務と非保険業務を著しく拡大している場合には大変な苦境に陥り、グローバルにシステム上重要になりうるということである。このような状況においては、保険として規制される業務とそれ以外の業務とを区別することが重要である。

5. **保険市場は競争が激しい。**保険事業は大半がローカルであると考えられる一方、ほとんどの

[1] これは、2010年10月の金融安定理事会（FSB）「システム上重要な金融機関がもたらすモラルハザードの抑制」で示された定義を採用している。保険に焦点を当てたグループおよびコングロマリットの潜在的なシステム上の重要性を決定するための方法論は、保険事業に固有の性質を反映するため、銀行のアプローチとは異なるものになる可能性があるだろう。

[2] 例外は特殊種目（貸手抵当保険、会社役員賠償責任保険（D&O）、信用保険、取引信用保険など）や、本書の3.2節で非伝統的と定義される特定業務（金融保証保険（FGI）:本質的に事業サイクルや金融市場のボラティリティと密接に関連する）である。

事業種目、特に伝統的保険では競争が激しい。大手グループは、大規模リスク・カバーにおいてのみグローバル競争にさらされる。こうしたダイナミクスを考えると、代替可能性、つまり1つの企業が破綻した後の保険カバーの継続的提供は、保険においてはおそらく銀行ほど重大な問題にはならない。

6. **特定のニッチ市場に提供者が集中している場合は例外が起こりうる。**独占的または寡占的なニッチ市場では、有力な保険会社が破綻すると、保険カバーが入手困難となり保険料が急騰するという形で市場が一時的に歪む可能性がある。しかしそうした歪みはローカル市場に限定される傾向があり、一般的に短期的である（付録A10のHIHケーススタディを参照）。非生命保険の大幅な価格変動は、大規模な自然災害による能力低下後にも見られた。しかし、能力は迅速に回復することが多い。多くの事業種目で市場参入障壁が低くなりつつあるため、一般に能力の回復は主として新資本の流入により起こる。供給能力の回復により価格低下への圧力が生まれ、多くの場合に以前の水準に戻る（後述の42項の議論も参照）。

7. **保険会社は、投資、増資、および債券発行の業務を通して金融市場と結び付いている。**欧州では、保険グループは投資の相当な部分を、他の金融機関が発行した有価証券（主に負債性金融商品）に注入し、投資のわずかな部分で資本性金融商品を購入する[3]。そうした投資に対する保険会社の能力と意欲は、銀行の財務健全性、ひいては金融安定性に大きく寄与する[4]。同様に、保険会社は事業会社の負債性金融商品の購入や不動産投資を通して実体経済に資本を割り当てる。これらの活動は、保険セクターの財務的健全性と安定性の重要性を浮き彫りにする。投資業務の結果、保険会社は投資先セクターのボラティリティに影響される。

8. **保険のビジネス・モデルが銀行のビジネス・モデルと異なるのと同様に、保険の破綻が他の金融機関および実体経済に与える影響も異なる。**影響の違いの理由は、保険ビジネス・モデルの特殊性、圧倒的に負債主導型の投資アプローチの規律に沿った実施、多くの場合に現金支出を長期間（事業種目に応じて週単位から月または年単位まで）にわたり管理できるという保険金支払いの性質、および、高い代替可能性によりほとんどの事業種目への市場参入が比較的容易であることである。

9. **保険会社がシステミック・リスクを引き起こしうるか否かは、究極的には経験的な論点である。**しかしながら、今日までに分析された情報によれば、ほとんどの事業種目について、伝統的保険が金融システムや実体経済の中でシステミック・リスクを誘発または増幅するという証拠はほとんどない。当然、保険会社および保険グループのシステム上の重要性についての経験的な評価は時とともに変化しうる。過去にシステミック・リスクがなかったからといって将来も発生しないとは限らない。これが、IAISが、保険ビジネス・モデルの革新および変化のペース、ならびに保険グループ内の複雑な相互作用を定期的にレビューすることを約束する理由である。また、IAISは、金融安定化における再保険会社の役割分析を継続する予定である。

10. **保険会社と銀行とで破綻の影響が異なることは、特に、保険会社の損失吸収力および破綻処理のための要件は大きな相違を受け入れるべきであり、かつ相違に応じた解決策を提案すべきであるという点を示唆している。**ほとんどの管轄区域において、監督者は、伝統的保険会社の資本および準備金の要件を監視および執行するための広範な手段を既に活用しており、破綻す

[3] 「保険におけるシステミックリスク、保険および金融安定化の分析」ジュネーブ協会、2010 年

[4] この点はグローバル金融システムに関するバーゼル委員会（CGFS）の調査で取り上げられた。参照:「保険会社および年金基金の債権投資戦略」CGFS papers、2011 年 6 月。.他の金融機関が発行した負債性金融商品の保有は管轄区域によって大幅に異なることに留意すべきである。

る保険会社を監督するための方法論が確立されている。近い将来、保険グループ内の非保険業務および非伝統的な保険業務の影響が、より詳細に分析される予定である。分析結果は、必要であれば破綻処理体制に関連するIAIS基準に反映され、また必要に応じて損失吸収力に対する提言が示される。

11. **近年、IAISはグループ全体の監督を促進するため前進した。**2003年に初版が公表された保険コア・プリンシプル（ICP）の見直しの一環として、IAISはグループ全体ベースで保険会社の監督を取り扱うための監督資料を強化した。例えば、国境を越えたおよびセクター横断的なベースでの協力および調整に関する資料や、グループ全体の監督における非規制事業体の取扱に関する資料である。ICPの改訂版は2011年10月1日に採択された。

12. **IAISは、また、国際的に活動する保険グループの監督のための共通の枠組み（ComFrame）の構築に向け、作業を開始した。**ComFrameの対象となるのは、IAISが定めた、国際的に活動する保険グループ（IAIG）の規準を充たす約50の保険グループである。ComFrameの目的は、それらの機関がさらされているリスクを取り扱うことによりグループ全体の監督を可能にすることである。また、ComFrameは、監督者団の設置を含め、協力と相互作用に向けた役割を定めることにより、グループ全体および受入地の監督者の両視点を取り扱う。

2. 顕著な保険の特徴

2.1 保険のビジネス・モデル

13. **保険の伝統的ビジネス・モデルは、主として特異かつ無相関のリスクを大量に多様な形で引き受けることにより成り立つ**（伝統的および非伝統的業務ならびに非保険業務の相違については、p.9以降での取扱を参照）。そのようなビジネス・モデルを踏まえると、伝統的保険は、システミック・リスクの原因とはなりにくい。この見解の主な根拠は、保険負債の性質、および、一般に投資の資金源が保険料収入であり負債にマッチする一方、通常業務において保険会社は過大なレバレッジを使用しないという事実である。

2.2 資金調達モデル

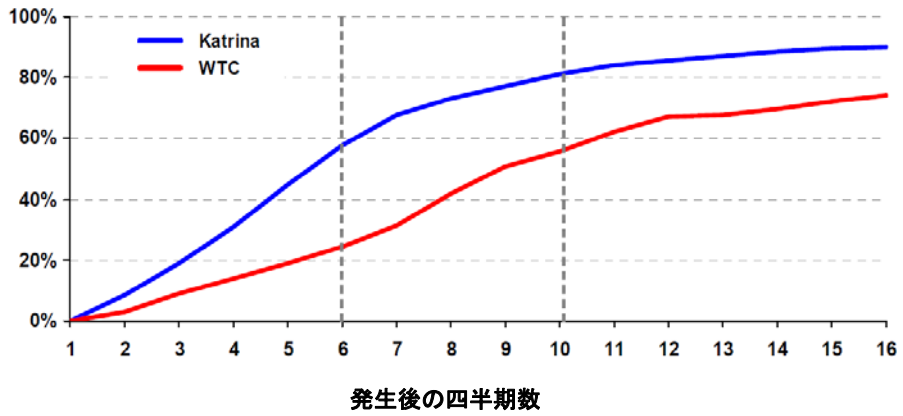
14. **保険事業の特徴の一つは、生産循環の逆転である。**保険契約者は、保険料を事前に支払い、契約上の支払は一般的に保険事故発生時のみに行われる。これは、保険負債の大半は急に払戻される傾向がないことを意味する。例外の一つは、要求払預金の特徴を有する特定の生命保険商品である。しかしながら、多くの生命保険商品の重要な特徴として、解約違約金が設定されており、そのため保険契約者は保険契約を満期前に換金することを思いとどまる[5]。付録にある例外事例は、生命保険会社の財務健全性に対する信用不安により一時的な取付騒ぎが発生したケースである（香港市場とシンガポール市場のAIA）。それらの事例では、当該生命保険会社への取付は期間および範囲ともに限定的であった。著しい流動性への圧力はなく、ならびに保険契約者、他の保険会社、または金融システム全体に対する明らかな悪影響もなかった。

[5] これが該当しない商品もあることに留意することは重要である。一例は、一部市場で見られるような一時払保険料に基づく投資リンク保険契約である。契約時のフィーは徴収される場合とされない場合があるが、後の段階には解約違約金が設定されない。一般にそれを支える投資は流動性を持つが、不動産投資、インフラ投資といった流動性が比較的低い資産への投資が行われる可能性がある。さらに、生命保険契約を解約しない理由は他にもあり、例えば、カバーを失うと、他商品への代替が困難または高額である可能性がある。

15. **生産循環の逆転および保険契約者の契約上の保険料支払により、保険会社は安定的なキャッシュ・フローを可能とする。**事実、保険会社の事業活動は、大きなプラスであるネット・キャッシュ・フローを生じさせる傾向がある。伝統的保険事業は、一般的に、流動性や事業運営の一部を支えるために短期的な資金調達に依存することはない。

16. **伝統的保険では、一般的に、流動性リスクは戦略課題というよりも運用課題である。**このことは、保険金支払いが長期間にわたる傾向がある大災害の後にも観察される。図1が示すとおり、ハリケーン・カトリーナによる損失（2005年）から生じた再保険の保険金支払いは60%に達するまで7四半期を要し、世界貿易センターの損失（2005年）の保険金支払いは同水準に達するまで11四半期を要した。また、ハリケーン・カトリーナ関連の支払が80%に達するまでにさらに約3四半期を要し、世界貿易センター関連では最終的支払の80%に達するまでに計24四半期が必要であった。保険金支払期間が長いため、保険会社および再保険会社は必要な資金調達を計画するだけの十分な時間を確保できる。この期間中、一般に保険会社および再保険会社は継続的な保険料収入を得ているので、金融資産を格安で売却して緊急に流動性を確保する必要性は一層低下する。

図1: 最終損失に対する災害再保険損失の支払状況の割合



出典: 米国再保険協会（再保険損失は推定）

17. **過去に発生した保険の取付は限られている。**付録において、金融危機で深刻な状況に陥った、アジアのある生命保険会社の経験を示している。この実例では、保有保険契約数全体に対する実際の解約率および償還率は低く、同社の流動性が脅かされることはなかった。

18. **伝統的保険では流動性不足のリスクが小さい。**キャッシュ・アウトフロー（つまり保険金支払）は、保険事故の発生と結び付いている。大災害の場合、（前述のとおり）保険金支払期間が長期にわたる傾向がある。しかし、米国の大手保険グループの証券貸与プログラムが示したように（付録A8を参照）、非伝統的な、または特にリスクの高い資金戦略に関しては、状況は異なると考えられる。とはいえ2008年/2009年の金融危機は、流動性が予想外かつ急速に尽きる可能性があることを示した。それはしばしば市況の急変によって起こり、資産と負債の大きな満期ミスマッチがある場合や、満期への変換が非伝統的または非保険業務の重要部分になる場合に、特別な難題

をもたらす[6]。さらにグループおよびコングロマリットの国境を越えた活動が、特殊な流動性問題を誘発しうる。特に、各国の規制およびその他の法的制約が流動資金の移動を抑制するケースでは、グループまたはその親会社は、本来は利用できるはずの流動資金を適時に利用できない場合がある[7]。

2.3 保険のバランスシート

19. **保険のバランスシートは本質的に、現在および過去の引受業務の結果である。**通常の状態では、保険契約者リスクの健全な引受は安定的な保険料フローを生み出し、将来の保険金支払は保険事故の発生と結び付いている。即座に保険金支払に使われない保険料からのキャッシュ・インフローは、将来の保険金支払のための保険契約準備金にマッチする多様な資産に投資される。（解約と早期払戻以外の）保険金支払いは、通常、保険事故との関連のみにおいて具体化される[8]。保険事故の多くは特異なものであり、一般的に、事業サイクルまたは金融市場の進展とは無関係である。例外は、さまざまな形の信用リスク保険、取引リスク保険、および金融保証保険である（3項および関連脚注も参照）。生命保険の金利への依存において、金融市場の影響もある程度見られる。

20. **保険ビジネス・モデルでは、保険金および未経過リスクに対する保険契約準備金について慎重に保険数理モデリングを行う必要がある。**保険契約準備金は、保険負債の最大の構成要素である（図2を参照）。保険契約準備金について保険数理上の正確な見積りを出すこと、および保険契約準備金を支えるために投資された資産の質と安全性を確保することが、伝統的保険事業のコア機能である。このモデルでは、保険会社はしばしば資産と負債をマッチさせるための適切な期間を模索する（伝統的保険における投資機能については5.1節も参照）[9]。

21. **保険規制は、保険会社のバランスシート上の保険契約準備金および資本が、起こりうる過酷な事象に十分対応できる水準であることを求めている。**加えて、監督者はさまざまな手段で保険会社の財務状態を監視し、財務問題の早期警告を発する。一般に、そのような要件や、継続的変化の監視によって、困難な企業の問題を特定し対応するのに十分な時間を確保しつつ、破綻リスクに見合った効率的な資本割り当てを促進できる。したがって、伝統的保険における保険契約準備金および資本規制の制度は、十分な損失吸収力を提供し、保険の破綻に伴う負の外部性を低減することが意図されている。

---

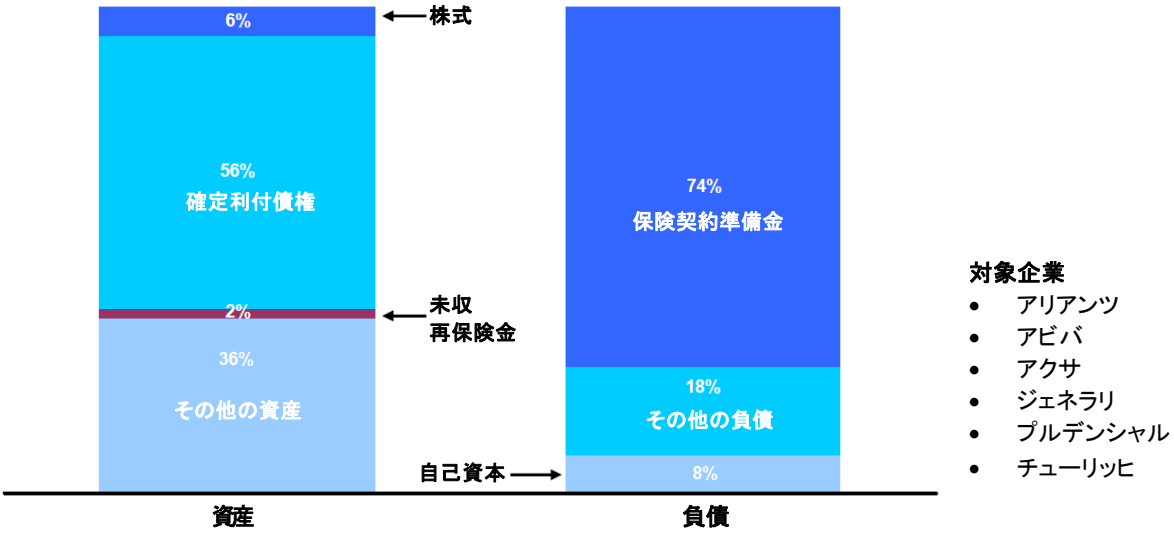
[6] Marc Philippe Radice「保険セクターにおけるシステミック・リスクの可能性の評価」*FINMA Working Paper,* June/2010 参照。

[7] 前掲 M. Radice (2010)参照。

[8] 金融危機時の解約問題の議論については付録の AIA の項目を参照。

[9] 実際には広範な ALM アプローチが観察される。多くの場合、極めて長期の負債を、同等に長い期間の資産とマッチさせることは不可能であるかもしれない。保険会社が意識的に短期投資を選択する場合もある。しかし重要なことは、資産と負債のミスマッチ・リスクに対する適切な資本のバッファーを、監督者が要求することである。

図2: 欧州の生命／非生命保険グループの合成バランスシート



出典: 2010年の企業報告をIAISが合算

22. **規模的および地理的な分散化は、分散化の便益をもたらす。**保険会社のバランスシートが大きいほど、特異なリスクの引受の選択肢が増える[10]。一般的に、保険会社は、リスクが事業種目、地理、および時間において分散されたバランスシートにおいて運営するよう努める。具体的には、国際的な大手保険グループは、業務範囲が国内に限られる比較的小さい会社が利用できない、分散化の便益を受ける可能性がある。そのため、保険の規模は資本効率向上の原動力となりうる。資本要件を計算する際、そうした便益、特に地理的分散化の便益を十分に考慮する必要がある。

23. **もちろん、保険会社は破綻と無縁ではない。**図3と図4は、破綻の代用として、過去40年間に米国の生命および医療保険会社、ならびに米国の非生命保険会社が財務悪化となった主因をまとめたものである[11]。非生命保険会社の場合、（金融市場のエクスポージャーの代用となりうる）投資損失も、（起こりうるシステム上の相互連関性の代用となりうる）再保険の破綻も、財務悪化の主因の上位に入っていない。再保険の破綻も生命および医療保険セグメントに重大な影響を与えないが、当該セグメントで保有される投資ポートフォリオが比較的大きいため、投資損失は明らかにより重要である。

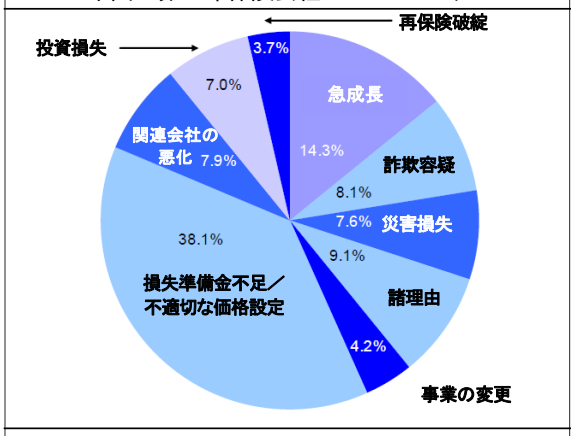
さらに興味深いと思われることに、生命および非生命保険会社の両方にとって、2つの主な財務悪化要因は、損失準備金不足と不適切な価格設定（両セグメントでの最重要原因）、および急

[10] 当然ながらこの議論は、規模もリスク集中の結果でありうるとの認識に基づく。

[11] このデータは A.M. Best の年間金融悪化研究に基づく。同研究では、保険会社は「保険局が最初に実施した正式規制措置の時点で、保険会社の通常の保険業務の遂行能力が低下しているか、資本と剰余金が法的要件を満たさないとみなされたか、および／または一般的な財務状態が規制上の懸念を引き起こしている場合に、財務悪化企業として」指定される。財務悪化の定義は、次の文献にも示されている:A.M. Best「Best 社の悪化率および格付け推移の研究 1977 年–2009 年」 p.3,2010 年 5 月

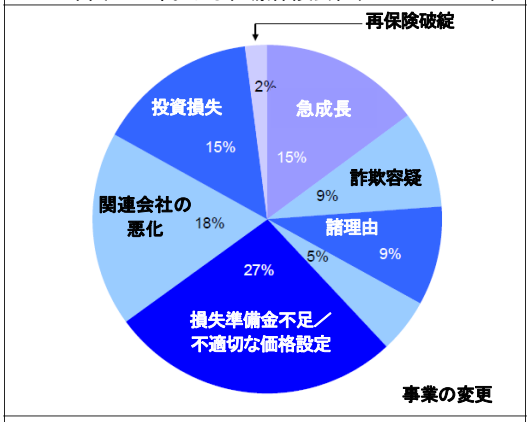
成長（リスク管理不足や、健全でバランスの取れたカバナンスの不足に伴って起こることが多い）である。一般にこれらの原因は相互に関連している。ずさんな保険数理業務の結果、または市場シェア獲得を狙った強気の価格設定によって起こる不適切な価格は、しばしば準備金積立不足という形で具体化する。

図 3: 財務悪化の主因
米国の非生命保険会社 1969 - 2009 年



出典: A.M. Best Co

図 4: 財務悪化の主因
米国の生命および医療保険会社、1969 - 2009年



出典: A.M. Best Co

付録では、財務懸念を抱える保険会社の3事例について議論している。エクイタスに関する1つ目の事例は、1990年代初期のロンドン市場に関わるものである。同社はパイパー・アルファ、ハリケーン・アンドリューといった大災害や、アスベスト損害保険金の増加により、支払が困難になった。2つ目はエクイタブル生命の事例である。同社では、消滅時特別配当付きの商品が不適切に管理されていることが判明した。その結果、準備金不足となり保険契約者に対する義務を果たせなかった。3つ目の事例はHIHに関するもので、同社のずさんな引受、慢性的な準備金不足、慢性的な過度の低価格、再保険の乱用、および深刻なコーポレート・ガバナンス欠如が、オーストラリア最大の保険破綻を引き起こした。これらの事例は、不利な状況下で適切な損失吸収力を確保するための準備金の十分性を、監督者が強調および監視する理由を示すものである。

3. 保険会社および保険グループの事業範囲

3.1 伝統的な保険事業

24. **保険事業は保険可能性を前提とする[12]。**保険可能性に必要な規準の一つは損失の適切な定義である。損失は偶発的、つまり被保険者がコントロール不能なものであり、無作為に発生し、かつ大数の法則に従うものでなければならない。類似または一様なエクスポージャーを多数プールすることは不可欠な保険技法である。それにより保険会社はリスクを管理し、価値ある提案を保険契約者に提供することができる。保険可能性の概念は時とともに進化するかもしれない。以前は付保が不可能であったものが今では可能なことがあり、今は付保可能なものが将来は付保不可能になるかもしれない。また、ある会社が付保不可能と判断したものを、他の会社が可能と判断する場合もある。

[12] 標準的な参照先は、Baruch Berliner「リスクの保険可能性の限度」Prentice-Hall,1982 年。

25. **保険会計は、保険事業における不確実な、しばしば長期にわたる契約上の義務に対応している。**特に生命保険、および一部の非生命保険では、保険料の受領と保険金支払の間が長期間になる場合がある。これは他の業界との大きな違いであり、特別な会計処理が必要となる。セクター特有の保険会計では、ソルベンシーと収益率を適切に捉えるために、将来の負債の保険数理上の見積りを使用する。このアプローチは保険に限らないが、とりわけ保険料、保険金、準備金（引当金）、およびコミッション（生命保険の繰延新契約費など）の認識に関する業界特有のニーズにも対応する。

26. **保険法は多くの場合、被保険利益の概念に言及する。**被保険利益は、保険契約発行の根拠となる人または物に存在する利益、つまり被保険者の生存の利益または保険対象物の保全の利益として定義できる[13]。被保険利益の概念は、中世にまで遡り、1774年生命保険法が制定されるまではその概念が英国のコモン・ローにあった。英国議会が同法を定めた目的は、生命保険の悪用を防止することと、賭博や単なる投機的行為と区別することであった。同法は、「保険対象の生命にいかなる利益も有しない者により、または勝負や賭博の目的で、人の生命に対する保険契約が結ばれること」を具体的に禁じた[14]。今日、1774年の生命保険法が防止しようとした投機的行為はしばしば、不当に保険と同等と扱われる金融デリバティブと関連がある。金融デリバティブは規制上、保険とはみなされない。

27. **したがって、伝統的保険とは、保険技術に基づき少なくとも保険可能性の原則に沿う利益と関係し、かつ保険会計の対象となる事業である。**生命および非生命保険事業種目の大半（生命保険における死亡率および罹患率リスク、非生命保険における自動車および火災リスクなど）は、これらの規準を充たす。これらは、保険事業の中核をなす。ほとんどの伝統的保険リスクは特異である。それらは相互相関性がないことが多く、さらに重要なことには、一般的に、経済的な事業サイクルおよび金融市場の進展と相関しない。これらの顕著な性質により、保険会社は金融セクターの他機関と異なる。

3.2 非伝統的業務および非保険業務

28. **対照的に、上記規準から逸脱した、または規準の一部から完全に外れた事業活動が存在する。**例えば、生命保険では、様々な種類の保証、早期解約違約金の不存在などの非保険の特性が、伝統的商品に付加されてきた。これらの非伝統的の特性は、組み合わされる商品のリスク特性を大きく変える。同様に、貯蓄や投資の特性を有する生命保険商品は、多くの監督者により非伝統的保険として扱われる。再保険に関しては、再保険契約の引受は伝統的機能である。しかしながら、リスク移転が少ないか全く存在しない再保険契約はリスク特性を変え、保険事業の少なくとも一部分が非伝統的業務、または非保険業務にさえなる可能性がある。

29. **保険を基本業務とする多数のグループが、次第に保険と直接関連のない業務に携わるようになった。**各種業務を概念的に大きく2つに分けると、保険（伝統的な投資および資金調達機能を含むが、非伝統的な特性が混在して非伝統的な保険事業と呼ばれるものもある）と非保険である。各業務がさまざまな分野のどれに当てはまるかは必ずしも明確でないことは初めから明らかであるべきである。

---

[13] この定義は Princeton WordNet が所有する。

[14] アクチュアリー会の 2006 年の会議記録「You Bet Your Life（自分の命に賭ける）」を参照のこと。そのセッションでは、被保険利益がごくわずかであるか全く存在しない新形態の生命保険が議論された（たとえば投資家保有生命保険（IOLI）であり、これには保険対象の生命、生命保険会社、貸手、投資家が関与する）。

30. **保険を非保険業務から区別することは比較的たやすいが、伝統的な事業種目（または商品）と非伝統的なそれとの区別はあいまいな場合がある。**管轄区域によって、業務と分野との対応関係が異なることもある。例えば、多くの管轄区域は変額年金保険を伝統的生命保険に近いものとして分類する一方、他の管轄区域は変額年金保険の主要な投資要素を考慮して非伝統的な保険業務に近いと判断する。とはいえ理解しておくべき点として、多数の管轄区域では、単体の保険会社に許される活動は、伝統的保険業務のみ、またはごくわずかな非保険業務である。次頁の表1に各種業務の分類をまとめた。この表が示すように、伝統的保険業務と非伝統的保険業務の間には位置付けが微妙に異なる多数の業務が存在する。

31. **一部の非保険業務はシステム上の関連性があることが判明した。**このことは、AIGの非保険子会社が、同グループの大きなレバレッジと非流動的有価証券への多額の投資とを組み合わせて引き受けた、大量のクレジット・デフォルト・スワップについては確かに当てはまる。しかしながら、非保険業務が必ずしもシステム上重要でないことに注目することは重要である。このことは特に、第三者の資産管理に当てはまる。ほとんどの管轄区域において、第三者の資産管理は、保険規制または保険会計の対象外であり、その2点によって第三者の資産管理が非保険に分類される[15]。オペレーショナル・リスクに関する考慮事項とは別に、第三者の資産管理が保険会社の自己資本を脅かさないことは明らかであろう。これは、資本のリスクベースの割当により支えられる、保険事業から生じる投資機能と対照的である。したがって、第三者の資産管理業務がシステム上のショックを引き起こす可能性は限定されるか、または存在しない。

表1: 保険に焦点を当てたグループによる業務分類例[16]

		伝統的 →		← 非伝統的
保険	引受	● ほとんどの生命および非生命（再）保険事業種目	● 追加保証付きの生命保険／変額年金 ● モーゲージ保証保険 ● 取引信用保険	● 代替的リスク移転（ART） - 保険リンク証券（ILS）を含む ● 金融保証保険 ● ファイナイト再保険
	投資および資金調達	● 所有権投資機能（ALM） ● ALM目的のヘッジ ● 出資／起債による資金調達、証券貸与	● 自己取引、デリバティブ取引（非ALM） ● 財産管理（投資ポートフォリオ関連）	● 純粋な合成投資ポートフォリオ ● 一連のレポおよび証券貸与 ● 範囲や規模が保険の領域を超えている業務
非保険		● CDS/CDO引受 ● 資本市場事業 ● 投資銀行業務およびヘッジ・ファンド業務を含む銀行業務 ● 第三者の資産管理 ● 事業活動		

[15]しかしながら、多くの管轄区域で、第三者の資産管理はグループ全体の監督へのアプローチに反映されている。

[16] この業務分類は一例でありすべてを網羅することは意図されていない。数多くの業務は、監督者によって分類が異なるであろう。グローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFI）を特定する方法論および関連措置を評価する際は、業務のさらなる区別が必要と思われる。

32. **金融危機の教訓の一つは、保険グループのシステム上の関連性が、伝統的な保険事業分野以外の活動の影響と相関するということである。**さらに、伝統的な保険事業を行う企業が、非伝統的保険および／または非保険の活動を明示的または暗黙的に注力することにコミットする程度において、システム上の重要性が高まる可能性がある。一例は、AIGの非保険子会社が引き受けたCDS事業であり、それによってこの世界最大の保険グループがグローバルなシステミック・リスクの発生源となった（付録にあるAIG事例のまとめも参照）。別の例としては、システム上の重要性はより低いものの、アムバック[17]、およびMBIAのような金融保証保険会社（bond insurers）などが挙げられる。これらの会社がAAAの格付けを失ったことで地方債の保有者にとって問題が発生し、オークション・レート証券と呼ばれる投資の崩壊につながる数多くの要因の一つとなった[18]。深刻な損失とその後の格下げを鑑み、米国金融安定監督評議会は「保険を積極的に引き受けているモノライン・グループは1つしかなく、金融保証セグメント（モノライン保険会社）の将来の存続可能性は未だ不確かである」と結論づけた[19]。

33. **図5に、保険グループまたは保険コングロマリットが実施しうる業務を例示する。**非生命保険は全体範囲の中で最も伝統的な側にあり、資本市場業務（CDS取引など）はその対極にある（保険会社が現在CDSを買い越していることに注意）。水平軸の右側に行くほど金融の相互関連性が高く、おそらくシステム上の関連性もある程度高い。ただし、この図は投資業務や、保険商品の複雑性を示さない（ここでも、図は便宜的なものであり正確な定量化に基づくものではない。確かな結論を導くには、さまざまなビジネス・モデルにおける変化を長期間にわたり観察する必要がある）。非生命保険と比べ、生命保険は投資ポートフォリオが大きく、また（ほぼすべての商品が本質的に持つ組み込みオプションなど）特定の商品特性を有することから、金融の相互関連性の影響を受けやすい。同様に、エンベディッド・バリュー（EV）および規則（A）XXX証券化の本質的特性により、生命保険とリンクする証券は非生命保険とリンクする証券よりも金融市場リスクにさらされやすい。しかしながら、ほとんどのILS取引に伴うトータル・リターン・スワップにより、それら両方のビーグルが金融の相互関連性の影響を受ける可能性がある[20]。保険料額（CDSの額面想定元本）で測ると、生命および非生命保険の伝統的コア商品が保険会社の事業の大半を占めることが明らかになる。

---

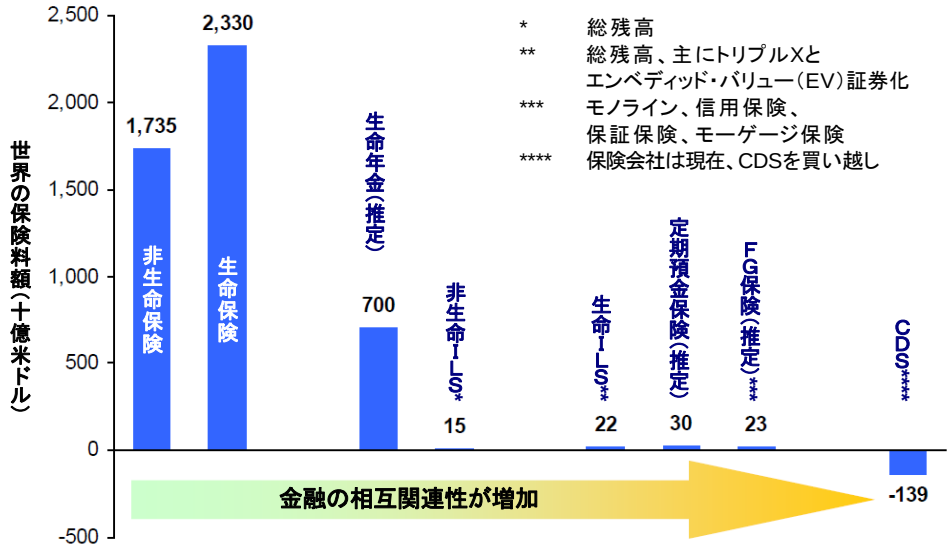
[17] 2010 年 11 月 8 日、アムバックは連邦破産法第 11 章に基づき破産保護を申請した。

[18] 「金融危機調査報告書」Washington,2011 年 1 月、pp 277–278。

[19] 米国金融安定監督評議会「2011 年年次報告書」Washington, DC, 2011 年。

[20] このことはリーマン・ブラザーズの倒産で実証された。同社は 4 種類の ILS 取引を保証する 4 つのトータル・リターン・スワップのカウンターパーティであった。以後、担保化に関する業界慣習は大きく変化した。

図 5: 保険業務および金融市場の相互関連性



出典: BIS、Sigma、IAIS による算出。2009 年のデータ

34. **バンカシュランスもまた、保険と銀行業務の密接な相互関係を表す形態である[21]。**銀行業務と保険業務を組み合わせることで、原則的には、リスクの多様化という便益が生じる可能性がある。最近の金融危機の間、一部の国でこうした便益が観察された一方、バンカシュランスに関する事例（付録A3を参照）はその便益がオランダに存在しないことを示している。金融市場における苦境と全体的な信用低下の中、銀行サイドは多額の預金引出のリスクに対して脆弱になっていた。また銀行と生命保険会社はいずれも投資ポートフォリオの価値の急落を被り、その結果ソルベンシー比率が低下した。財務的バッファーおよび金融市場への安全で継続的なアクセスを強化するため、オランダ政府はこれらの多数の金融機関の資本注入を最終的に決定した。

35. **保険グループまたはコングロマリットの信用喪失は、他の金融機関および実体経済にも波及する可能性がある。**金融危機の真っ只中、オランダの監督当局にとって、システム上の伝染源が銀行業務と保険業務のどちらにあるのかの見極めは困難であった。最終的にオランダ政府は、保険セグメントに存在する問題が銀行業務に、さらにはグループ全体にまで波及して信用喪失を招くのではないかと恐れた。しかし強調すべき点は、このオランダの経験は特有のものと思われることである。システム上の波及は、バンカシュランス・セクターが存在する他の管轄区域では観察されなかった。

3.3 暫定結論

[21] バンカシュランスにはさまざまな定義がある。生産に焦点を置いた場合、バンカシュランスを行う者は、銀行融資組成と保険引受の両方を行う金融グループまたはコングロマリットとして定義できる。しかし、バンカシュランスは、銀行が単に、保険会社と契約上合意した第三者の保険商品を販売するだけで、自社では引受を行わないという、販売契約のみに限定することもできる。

36. **保険技術を含む保険ビジネス・モデルの特徴を考えると、伝統的保険がシステム上の関連性を有する可能性は極めて低い。**伝統的保険会社の行き詰まりや破綻はありうるが、そのビジネス・モデルは安定的な資金調達と十分な損失引当を土台とする。過去、（生命）保険会社の取付騒ぎは通例というよりも例外であった。ごく一部の地域では金融危機の際に保険の取付が発生したが、それは短期間で終わった。流動性の低下レベルも、影響を受けた保険契約者の数も限られ、問題の波及はほとんどまたは全く見られず、取付によるシステム上の影響は発生しなかった。

37. **しかしながら、今日の事業実体はより複雑化している。**一層システミックな特徴を有しうる非伝統的業務および／または非保険業務が次第に登場した。適切に規制しなければ、それらの業務は、グループ内のそれらの業務、およびグループ内で非保険事業を支える他の業務を、（AIGの例が示すように）システム上重要な業務に転換させてしまうかもしれない。システム上の関連性は、非伝統的業務および／または非保険業務の規模および範囲、ならびに業務の次元がローカルまたはグローバルかに依存するであろう。

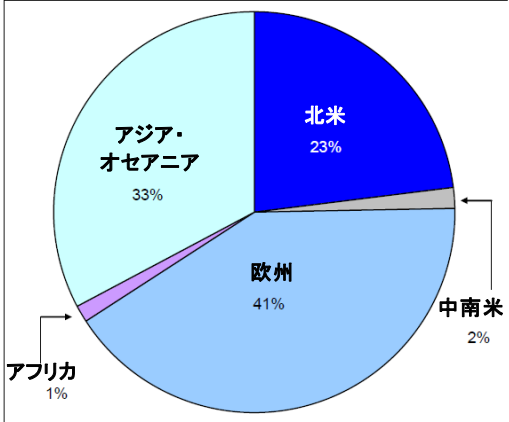
4. 市場構造と産業規模

4.1 市場構造

38. **2009年、世界の保険市場の年間保険料は4.1兆米ドルと報告された（図6から図9を参照）。**この総額のうち70%は主として欧米先進諸国における保険料であった。保険料の半分以上は生命保険（2.3兆米ドル）であり、1.7兆米ドルが非生命保険セグメントからのものである。保険料総額は1,970億米ドルと、世界の再保険会社の市場は比較的小さい。再保険会社に出再されたのは世界の元受保険料の平均5%未満であった。元受保険料出再率は、生命保険では2%、非生命保険では9%に達した[22]。

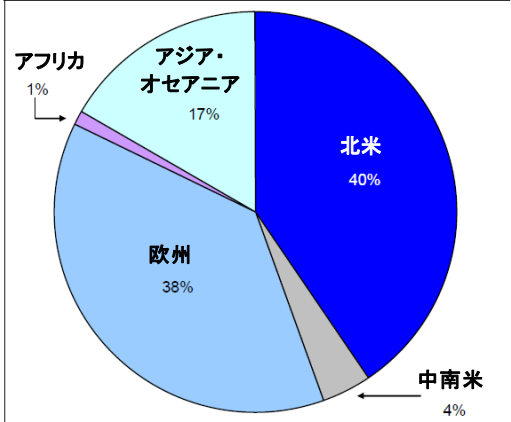
[22] 再保険を含む非生命保険セクターの規模を測定するうえで、保険料は最適な尺度ではない。単年の保険料は、災害カバーや、金融保証およびモーゲージ保証カバーに伴うリスクを表さない場合がある。

図 6: 世界の生命保険市場 - 2.3 兆米ドル



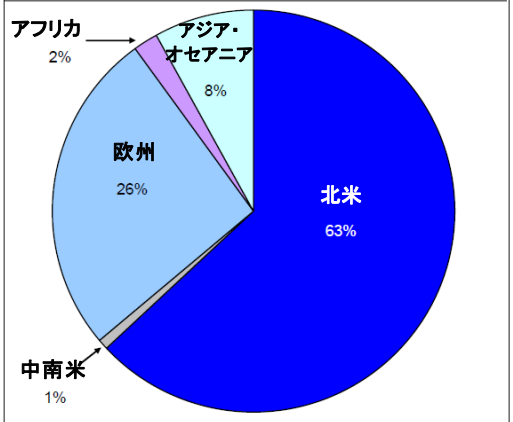
出典: Sigma 2/2110

図 7: 世界の非生命保険市場 - 1.7 兆米ドル



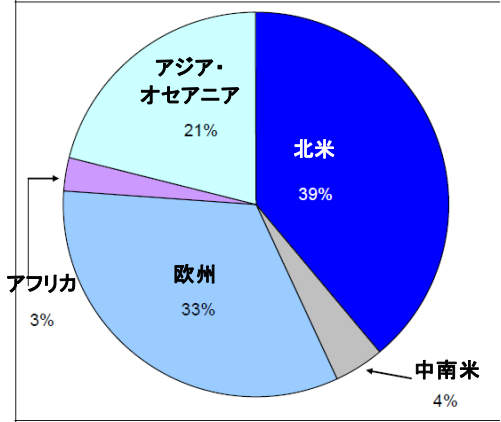
出典: Sigma 2/2110

図 8: 世界の生命再保険市場 - 450 億米ドル



出典: Sigma 2/2110

図 9: 世界の非生命再保険市場 - 1,520 億米ドル

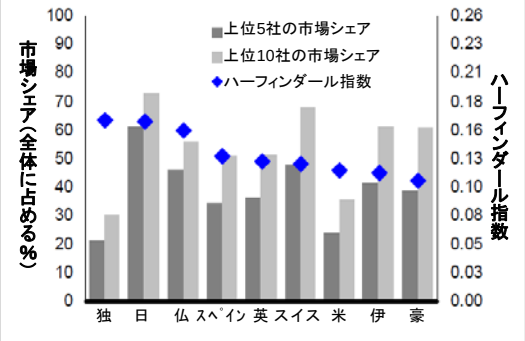


出典: Sigma 2/2110

39. **一般に、非生命保険市場は細分化され競争が激しい。**ここでは9つの先進国市場に焦点を当てる。図10および図11は、これらの主要市場における業界集中度を示す。上位5社の非生命保険会社の集中度は、日本、フランス、スイスを除いて比較的低い。しかし、ハーフィンダール指数[23]の値を見ると、それらの市場でさえ競争水準は比較的高い。

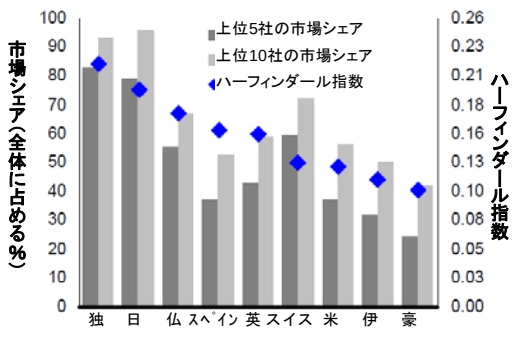
[23] ハーフィンダール指数は有力な市場プレーヤーの存在を反映した市場シェア分布を測るもので、0～1 の数値で表される。数値が高いほど市場パワーが大きく、それに伴い競争が少ない。

図 10: 非生命保険市場の集中度



出典: National data、IAIS による算出

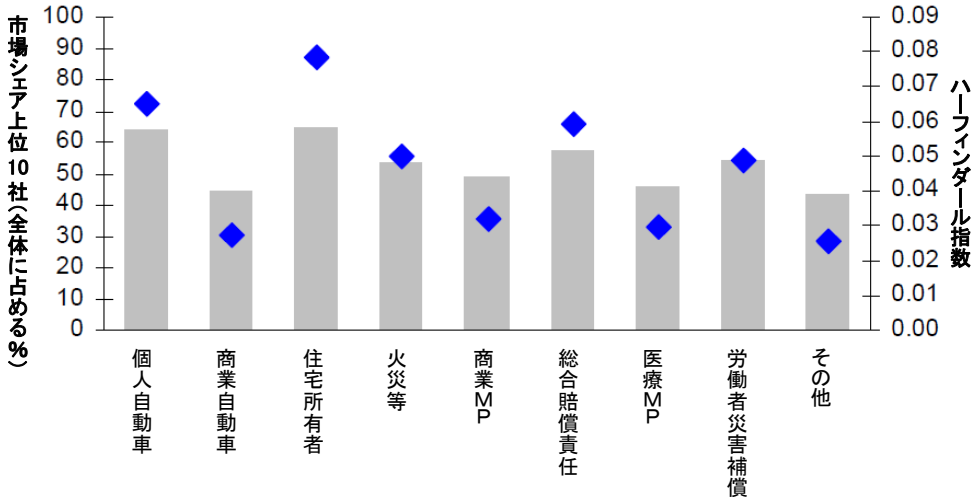
図 11: 生命保険市場の集中度



出典: National data、IAIS による算出

40. **市場集中度は生命保険のほうがやや高い。**これは特に、上位5社の市場シェアが計60%以上に達し、かつハーフィンダール指数がやや高い集中度を示しているドイツ、日本、およびスイスに当てはまる。

図12: 米国の非生命市場の集中度

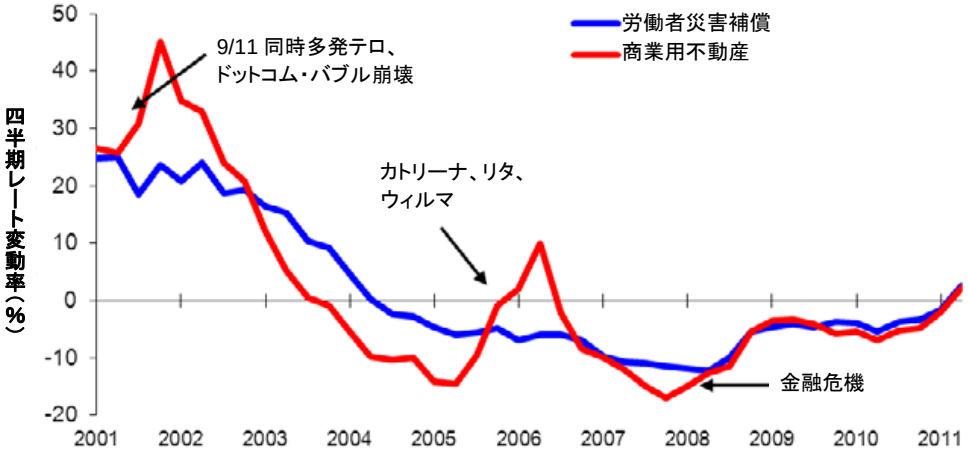


出典: Robert Klein（2011年）

41. **事業種目別の市場集中分析はさらに強い傾向を示す。**図12（上記）は、9つの事業種目の米国の非生命保険セクターの状況を示す[24]。これらの市場は競争が熾烈である。2006年、1,200社以上が活動し、各事業種目（LOB）に数百社の保険会社がひしめいていた。欧州について報告された集計値と同様に（図11と図12を参照）、米国の10大非生命保険会社のLOB市場シェアは40%～50%の範囲にあり、最大65%に達した。しかしながら、ハーフィンダール指数の値は0.09未満で、これは市場パワーが示しうる水準よりも大幅に低い[25]。

42. **競争が激しいことは、（例えば、大災害などによる）保険能力の喪失が迅速に補填されるという調査結果の根拠となる。**非生命保険能力の喪失は、特定の事業種目における値上げにつながりうる（いわゆる市場の硬化）。ほとんどの事業種目で市場参入障壁が低いため、価格上昇により新規参入が急速に増えることが多い。これにより価格が低下し（市場の軟化に寄与）、大概、価格の急上昇は短期間で終わる。このパターンは図13にも表れている。図13は、米国の2つの商業用事業種目の四半期の価格変動を示したものである。2001年以降、全体傾向としてまず低下し、その後、商業用不動産および労働者災害補償の両方で変動率がマイナスに転じた。商業用不動産では、市場の軟化が妨げられたのは、3つの巨大ハリケーン（カトリーナ、リタ、ウィルマ – KRW）が米国沿岸を襲った、2005年の異常なハリケーン・シーズンの余波が残っていた時期のみであった。しかし、その後のプラス変動期間は2四半期しか続かず、2006年第3四半期で終了した。この反転は新資本の流入で説明できる。業界の推定によれば、再保険セクターは、資本、新興企業、あるいはサイドカーや大災害債券といった形で生まれた新たな資金により、KRW損失の80%超を回復することができた[26]。2008年初め、マイナス変動率の絶対的度合いは減少したものの、2011年の第2四半期に若干の市場硬化（つまりプラスの四半期変動率）の兆しが表れ始めた。とはいえ、例外的な保険能力の喪失があっても概してすばやく回復できるという全体的見解は変わらない。代替可能性の欠如は保険業界において問題化しないと考えられる。この見解は、付録A10に提示したHIHの事例によってもある程度支持される。

図13: 米国の商業レート平均変動率（事業種目別）



出典: 保険エージェント・ブローカー評議会

[24] Robert W. Klein「保険規制の原則：現行実務の評価および可能性のある改革」*The Geneva Papers on Risk and Insurance*, GPP/IIS Awards Edition, 2011 年 6 月

[25] Klein（2011）の報告によれば、米司法省と連邦取引委員会は、ハーフィンダール指数が 0.15 未満の市場を集中化していない市場とみなす。この種の集中度しきい値は市場ごとに異なると考えられる。例えば、欧州の各市場について米国よりも集中化しているか否かを断定するには、詳細な分析が必要となろう。

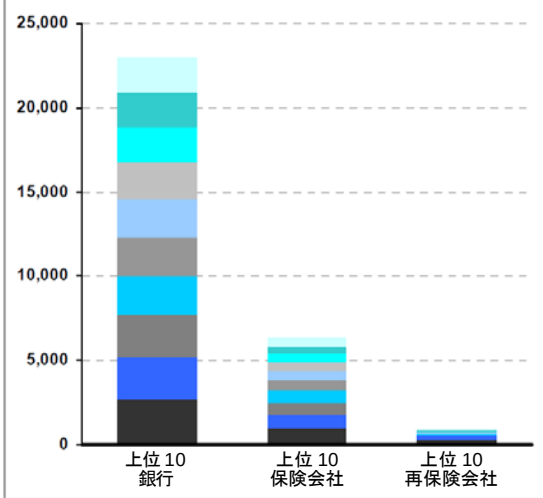
[26] RTG とのやり取り、2011 年 7 月

43. **これらは無論、数少ない選ばれた例にすぎないものの、保険市場は概して競争が激しいとの結論を支持するものである。**供給者の数はしばしば極めて多く、また多くの市場は特にLOBレベルで細分化されていることが多い。供給者の多さと激しい競争が示唆するのは、ほとんどの国において保険市場で代替可能性が問題にならず、グローバル市場ではさらにそれが言えると思われることである。とはいえ、1社の保険会社が極めて高いシェアまたは独占的なシェアを持っている特定ニッチ市場では、代替可能性の問題を除外できない。そうした特殊ニッチの例として、輸出信用保険、航空カバー、およびある種の再保険事業種目が挙げられるであろう。

4.2 資産および時価総額で見る業界規模

44. **保険の総資産は銀行業界の資産のおおよそ3分の1であり、業界全体の時価総額も同様の割合となっている。**図14と図15からわかる衝撃的な事実は、総資産で見ると、上位3行の銀行が上位10社の保険会社の規模に匹敵することである。時価総額で見ると、最大の銀行は上位10社の保険会社を合わせた規模とほぼ同じである。再保険セクターは比較的小さい。資産で見ると、上位10社の再保険会社はトップの元受保険会社1社よりも小さく、時価総額で見ると再保険セクター全体が上位2社の元受保険会社に等しい。

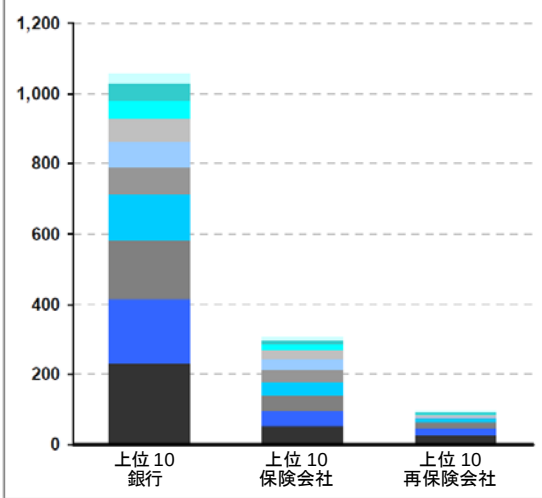
図 14: 総資産（十億米ドル、2010 年）



出典: 企業報告書、IAISによる算出

上位10保険会社: ING、アクサ、アリアンツ、メットライフ、AIG、アビバ、ジェネラリ、プルデンシャル、リーガル&ジェネラル、エイゴン
上位10再保険会社: ミュンヘン再保険、スイス再保険、ハノーバー再保険、QBE、スコール、アメリカ再保険、パートナー再保険、エベレスト再保険、トランス・アトランティック、アルテラ

図 15: 時価総額（十億米ドル、2010 年）



出典: ブルームバーグ

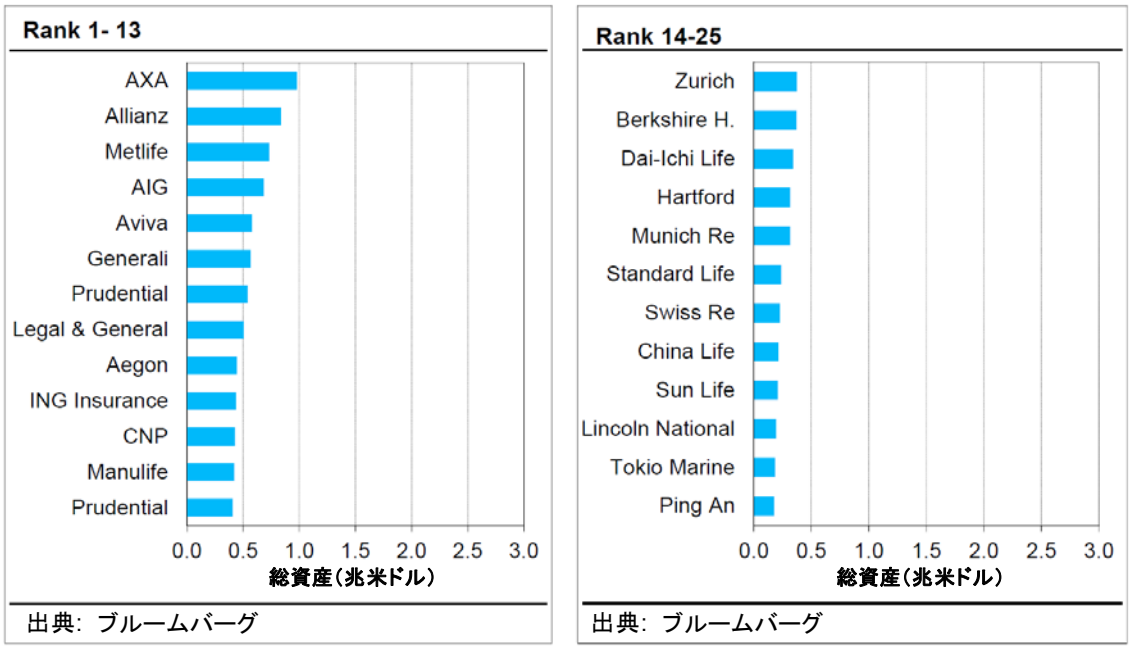
上位10銀行: BNPパリバ、ドイツ銀行、HSBC、バークレーズ、RBS、バンク・オブ・アメリカ、三菱東京UFJ、クレディ・アグリコル、JPモルガン、ICBC（中国）

45. **世界上位25社の保険会社の総資産の合計は10.7兆米ドルである。**保険資産の合計は、世界上位25行の銀行のバランスシート合計44.3兆米ドルの約4分の1に相当する（図16と図17を参照）。銀行の規模は、保険会社の規模よりも均一である。最大の銀行であるBNPパリバは、この

標本内で25位のコメルツ銀行の約3倍である。一方、保険会社の場合、アクサの規模は世界上位25保険グループの標本中最小の平安保険の5倍を超える。

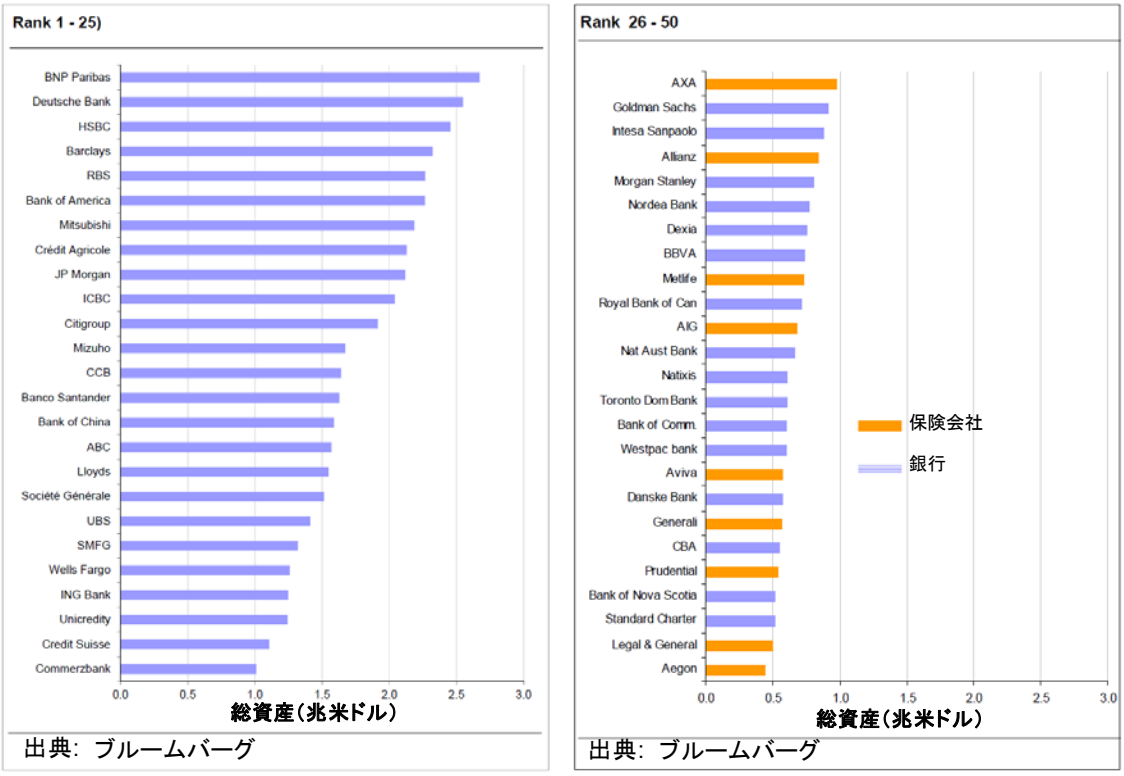
46. **（保険と比べて）銀行セクターで規模のばらつきが小さいことは、大手金融機関のグローバル・ランキングの中で保険会社がわずかな位置しか占めないという事実をも説明する。**3大保険グループであるアクサ、アリアンツ、メットライフはそれぞれ世界で26位、29位、34位であり、世界上位35位の金融機関に含まれる（3グループともバランスシートは7千億米ドルを超える）[27]。標本を世界上位50位の金融機関まで拡大しても、追加される保険グループはAIG、アビバ、ジェネラリ、プルデンシャル、リーガル&ジェネラル、エイゴンの6つだけである。このことから、世界最大級の銀行グループと保険グループの間で規模が顕著に異なることが明白である。

図 16: 世界の上位 25 保険グループ（上場会社のみ）



[27] これらの数値はオフバランスシートの項目を含まない。銀行と保険グループについてそれらを含めると、最大級の銀行群と最大級の保険会社群との規模の差は一層広がるであろう。

図 17: 世界の上位 50 金融機関



5. 金融システムにおける保険

5.1 投資機能

47. **保険セクターは世界最大の機関投資家の一つで、投資された金融資産は24兆米ドル近くに達する。**保険資産は全世界の金融資産の12%を占め、保険会社は年金基金や投資信託と同カテゴリーに位置する。このような強力な市場プレゼンスは、保険セクターを、金融システムにおける重要なプレーヤーとしている。特に、バランスシートの大きな部分を確定利付証券が占めることを考えると、保険会社は全体として、元受確定利付市場にとって予測可能かつ安定的な長期資金提供者として大きな役割を果たすことが期待されている。実際、欧州の5大保険グループについてまとめた統計によると、2007年から2009年にかけてこれらのグループが金融資産を買い越していた[28]。重要かつ極めて不安定な時期に、保険セクターが金融市場の安定化に多少は寄与したといえるであろう。

48. **保険投資の大半は生命保険においてである。**生命保険会社は非生命保険会社のほぼ5倍、19兆米ドル近くの金融資産を保有する（アジア、欧州、南北アメリカに本店を有する保険会社による投資については図18と図19を参照）。保険投資のおおよそ4分の3は、欧州と米国で保有されている。

49. **保険会社の投資機能を考慮すると、資産-負債管理（ALM）の関連性を強調しなければなら**

[28] アリアンツ、アビバ、アクサ、ジェネラリ、および ING の年次報告書に基づく。

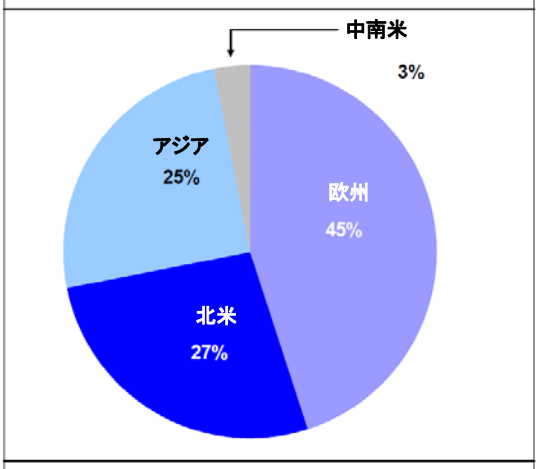
ない[29]。保険投資は、予想される保険金および保険契約者給付金への準備金をカバーしなければならない。多くの場合、また特に生命保険において、これらの負債は本質的により長期であり、したがって、保険会社を金融システムの短期的ショックから保護する。しかし期間が長いからといって、保険会社の戦略が単に購入して保有するだけというわけではない。ALMはより微妙なものであり、保険会社は厳格なALM実務に沿わない投資を選択する場合もある。

50. **あらゆる資産-負債管理の出発点は、保険会社のバランスシートの主要なリスク要因を管理するのに最適な資産構成を決定することである。**おそらくより狭義の負債対応投資（LDI）アプローチにおいて、保険会社は負債を、その負債と同一のキャッシュ・フローを生む資産とマッチさせるか（キュッシュ・フロー・マッチング）、または資産と負債の金利の感応度をマッチさせるか（期間マッチング）を選択することができる。そうした戦略は、所与のベンチマークを超えるリターンを得ようと努める資産管理者により追求される戦略とは大きく異なる。より最近の進展の一つとして、ALM業務を促進する幅広い方策が金融改革によって拡大した。それらの方策は主に、インフレーション、ボラティリティ、通貨およびカウンターパーティのリスクを軽減するためのスワップおよびヘッジ取引である。これにより、保険および／または市場リスクならびに信用リスクを第三者に移転するとともに、状況によってはより大きな投資益が見込める。

51. **大きな投資ポートフォリオとそれに付随するヘッジ業務により、保険会社は金融市場リスクおよび信用リスクにさらされ、金融市場のショックの影響を受けることになる。**図20が示すように、欧州の保険会社は資産の3分の1近くを他の金融機関へのエクスポージャーとして保有する。金融セクターの資産の大半は投資適格債券として保有されるが、深刻な市場混乱は間違いなく保険会社に悪影響を及ぼす。

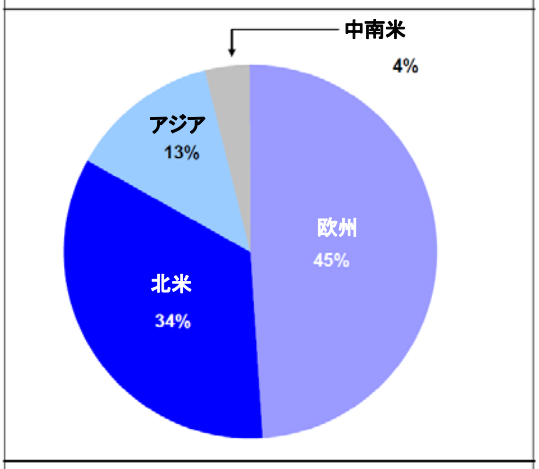
52. **保険会社の投資ポートフォリオを見れば、保険会社が金融ショックの影響を受けるのも当然である。**金融危機時に経験した資産価格の急激かつ大幅な下落は、保険会社にも甚大な影響をもたらした。幸いにも、結果的に悪影響は一時的であった。2009年中、先進諸国の金融市場は少なくとも部分的には回復し、ほとんどの保険会社のバランスシートとソルベンシーも同様であった。伝統的な保険業務を行う大半の企業は、深い傷を追うことなく金融危機のショックを乗り切ることができた。

図 18: 世界の生命保険投資 - 18.7 兆米ドル



出典: Sigma 5/2010

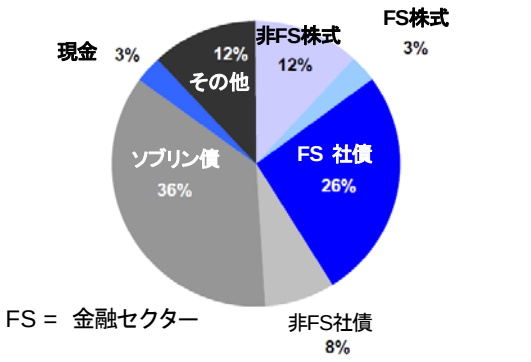
図 19: 世界の非生命保険投資 - 3.9 兆米ドル



出典: Sigma 5/2010

[29] グローバル金融システムに関する委員会(CGFS)「保険会社および年金基金の確定利付戦略」pp.13–16, 2011 年 6 月も参照。

図 20: 欧州の保険グループの投資ポートフォリオ



出典: Oliver Wyman

53. **もう一つの問題は、保険セクター全体としての投資行動が間接的に他の金融機関へ悪影響を及ぼしたか否かである。**2001年から2003年の不況期における英国の銀行と生命保険会社間の相互関連性について、事象研究の結果を付録に掲載している。結論としては、一般的に、保険会社と銀行の間で、実質上の重大な伝染はなかった。しかしながら、わずかな伝染が観察された範囲で、生命保険セクターへの集中的な銀行投資、および英国の銀行による生命保険事業の直接保有とのリンクが判明した。

5.2 再保険

54. **再保険会社は元受保険会社に保険を提供する。**再保険会社は元受保険会社と同じビジネス・モデルを採用し、準備金確保と資産-負債マッチングに関する同じ原則に従う。元受保険会社と同様、再保険会社は時間、地域、事業種目の分散化による便益を追求する。分散化により全体リスクが減少し、大数の法則により実際の損失パターンのバリエーションが予測しやすくなる。

55. **ビジネス・モデルの重要な違いは、再保険会社が専門家のみに対してサービスを提供することである。**これは事業者間（B2B）または卸売の関係であり、それが行動に影響を与えうる。再保険会社は、元受保険会社のサービス範囲を超えたサービスも提供できる。再保険会社から元受保険会社へのサービスには、ポートフォリオ最適化のコンサルティング・サポートについても含まれる。

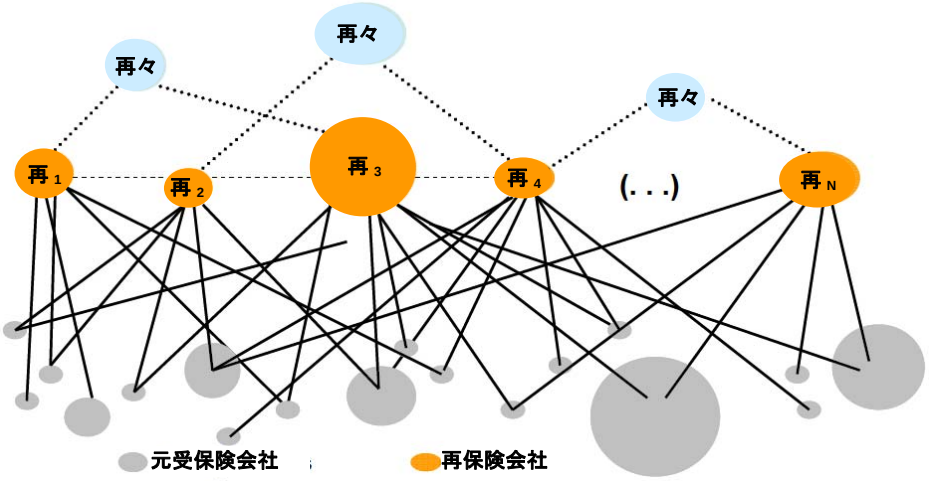
56. **保険負債および保険資産の証券化モデルを最初に開発したのは再保険会社であった。**証券化された一部の保険負債（災害損害リスクなど）と金融市場リスクの相関性が低いことから、機関投資家はこれらの保険商品への投資を拡大してきた。現在では元受保険会社もILS商品を提供し始めたが、保険リンク証券（ILS）市場は他の証券化市場と比較して極めて小さいままであり、また一般に、追加の付随リスクを発生させない。ILS市場は、（再）保険会社が最終的に責任を負う保険リスクの一部を分散するメカニズムとして機能する。（再）保険会社は「自社の利害に関与（skin in the game)）」し続ける。これによりリスク・ガバナンス要素が加わるため、システミック・リスクの可能性が低下する。当然、不適切な引受および不十分なリスク管理に基づくリスク証券化は、2007年以前のサブプライム・ローンの証券化で見られたようなシステム上の問題を引き起こしうる。そのため監督者は、（今のところ非常に小さい）ILS市場の成長、および発行体が準拠する

基準の監視を続けている。

57. **再保険会社は、保険のシステミック・リスクに寄与していると、しばしば信じられている。**そのような議論の一つは、銀行間市場および再保険市場が形態的に同一であるとの見方に基づいている。それは再保険のショックが、相互関連性の高い銀行セクターと同じくらい急速に保険セクターを通して波及することを意味する。しかし、重要な構造的相違が1つある。図21は、保険市場と再保険市場を図式化したものである[30]。元受保険会社は再保険会社と結び付くが、元受保険会社間の相互関連性は比較的限られる。言い換えれば、保険市場内の企業間のつながりはほぼ完全に階層的であり、銀行間取引市場のようなネットワーク状の関係（図22の図式を参照）は存在しない[31]。その結果、保険セクターに非線形性やシステミック・リスクの可能性をもたらすフィードバック・メカニズムは比較的少ない。図21は再保険会社間の関連性も示しているが、これらのつながりは弱い。再保険会社にとって、本業の一部を競合他社に出再する動機はほとんどない。特にリスクを集中させている、特定の専門種目を出再することの方が多い。そうしたケースでは、再々保険が多様化の便益を生むことが多く、資本管理の改善に寄与する。しかしながら、それらの出再がカバーするのは再保険された全リスクのわずかな部分のみであることを認識すべきである。

58. **保険グループ内または保険コングロマリット内の「相互関連性」は無視できないものの、（再）保険セクター内の相互関連性の程度は小さい。**フィードバック・ループが存在しないので、非線形のシステム的反応が起こる可能性は低い。言い換えれば、（再）保険市場はサーキット・ブレーカーの上に成り立っている。当然、1つの再保険会社の破綻は出再者に悪影響をもたらす。しかし、1つの再保険会社の破綻は必ずしも、市場全体に波及したり、他の再保険会社や再々保険会社の破綻を招いたりするわけではない。

図 21: （再）保険市場の階層構造



出典: FINMA / IAIS

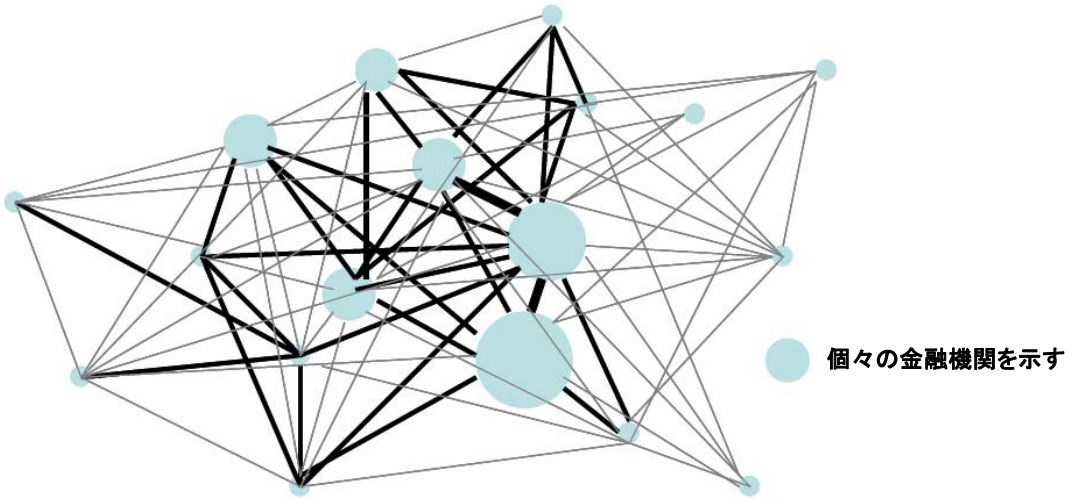
[30] この議論は次の論文により喚起された「保険セクターのシステミックリスクの可能性の評価」*FINMA Working Paper*,2010 年 6 月。

[31] より多くのデータが入手可能になれば、（再）保険セクターの多分に階層的なネットワーク構造が確認できるであろう。理想的には、そのデータは再保険会社と保険会社の間の相互関連性の度合いを評価することにも役立つ。

図21（上記）は、（再）保険セクターの相互関連性を図式化したものである。元受保険会社、再保険会社、再々保険会社を表す丸の大きさは実際の規模を反映したものではない。大手元受保険会社の年間保険料引受は1千億米ドルを超えるが、再保険市場の主要企業は約400億米ドルである。元受保険会社は、計4兆米ドルを超える保険料を引き受ける。このうち全世界でおおよそ5%が再保険会社へ、0.6%が再々保険会社へ出再される。ただし、1つの（または複数の）再保険会社を行き詰まらせ未収再保険金の質を損なうおそれのある、大災害の複数同時発生によるダイナミクスについては、元受保険会社による引受および出再保険料に基づくスタティックな検討だけでは把握できないため、注意が必要である。

図22（下記）は銀行間取引市場を図式化したものである[32]。形の異なる青い丸は、さまざまな規模の金融機関を表し、直線は直接的な取引関係を表し、線の濃さは取引の関係の強さを表す。この図から、銀行は複雑なネットワークに組み込まれていることがわかる。理論的考察から、そのようなネットワーク内のフィードバック・メカニズムはショックを増幅させる可能性が高く、そのショックは市場全体に広がし、その過程でシステム上の危機を生み出す。2008年の金融危機がその実例であり、それにより、比較的小さな市場参加者から生じたショックでさえシステム上深刻な影響をもたしうることが特に実証された。

図 22: 世界の銀行間取引市場のネットワーク構造



出典: イングランド銀行 / IAIS

59. **近年、IAISは再保険セクターのマクロ健全性監督に特に焦点を当てている。**主な作業は、再保険透明性グループ（RTG）の支援のもとで行われた。RTGは、銀行および再保険会社間におけるリスク移転の可能性などの監視を行った。RTGは次第に作業範囲を拡大し、以下に関するデータを収集し分析した。

- 世界の再保険市場の規模および構造
- 想定される再保険リスクの構造およびプロファイル
- 信用リスク移転業務（金融デリバティブの使用を含む）
- カウンターパーティ・リスク、およびその他のセクターとの関連性

[32] この図式は次の論文の情報に基づく。Andrew G. Haldane「金融ネットワークの再考」Bank of England,2009年 4 月。

- 収益性、資本充分性、およびセクター全体の投資パターン

2004年以降、RTGの研究結果は、現在は半年ごとに作成される「世界再保険市場報告書」（GRMR）において公表されている。最近発行されたGRMRでしばしば扱われるテーマを59項から61項にまとめる。

60. **記録によれば、世界的なシステミック・リスクが再保険の破綻から発生することを示す根拠は、これまでのところごくわずかであるか、存在しない。**RTGは、システミック・リスクと関わりのある各種論点を繰り返しレビューし、以下の3点が判明した。

- **元受保険会社間で未収再保険金の集中。**例えば、2010年、米国で上位の損害保険グループは、世界の3大再保険会社と未収再保険金の37%を保有し、スイス再保険、バークシャー・ハサウェイ、およびミュンヘン再保険とほぼ同等の割合で配分された。未収再保険金の28%は、世界の再保険会社「トップ10」リストの4位から10位の会社に配分された。35%は再保険セグメントのその他の会社に渡った[33]。未収再保険金の分布状況は、米国の損害保険業界が保険リスクを極めて広範に世界中に分散させることを示している。

- **極度の損失のシナリオ。**2010年末、世界の再保険会社の資本は約4,400億米ドルで、ソルベンシー比率が250%超となる。ソルベンシー比率が100%に低下するには、再保険業界の総損失が2,600億米ドルを超える必要があり、これは2兆米ドルの経済的損失に相当する。この数値を念頭に置きつつ、ハリケーン・カトリーナによる経済的損失が約1,250億米ドルであったこと、また1950年から2010年までの60年間に世界で発生した全ての自然大災害による損失が2.1兆米ドル（2010年のドル・レートによる）であったことを想起すべきである[34]。これらの観察は、2011年の過酷な災害の記録をも裏付ける。特に、アジア太平洋地域で自然災害が異例なほど続いたが、世界の再保険業界は適切に切り抜けた。大手再保険会社が第2四半期に比較的大きな損失を報告したが、総ソルベンシーには大きな影響を与えなかったようである。最近の更新期には、同地域で災害カバーのレートが急上昇したが、これまでのところ、広範な世界の再保険レートが上昇したことを示すものはほとんどない。

- **再保険の破綻。**当然ながら、個々の再保険会社は破綻と無縁ではない。記録によれば、1980年から2011年1月までの間に29社が破綻した。この期間中、3件の大災害（ハリケーン・アンドリュー、9月11日の同時多発テロ、ハリケーン・カトリーナ／リタ／ウィル）が発生した。当時、それらはすべて史上最大の損失事象であると考えられた。29社の破綻によって生じた損失が支払不能前の保険料額に等しいとしたら、累計損失は約18億米ドルで、1980年から2011年1月までの間に自由に出再された保険料の0.43%に相当する[35]。

61. **RTGが吟味した記録とストレス・シナリオは、30人委員会が委託した研究の結果とも一致する。**30人委員会は、再保険会社の資本が強固で回復力を持つことを理解し、「再保険業界は、最大の影響がある場合においても、システム上の不安定の重要な原因とはなりにくい」と結論付けた[36]。また、30人委員会では、1990年代初頭にロンドン市場を襲ったLMXスパイラルのような

[33] 業界とRTGのやり取り、2011年7月

[34] 業界とRTGのやり取り、2011年7月

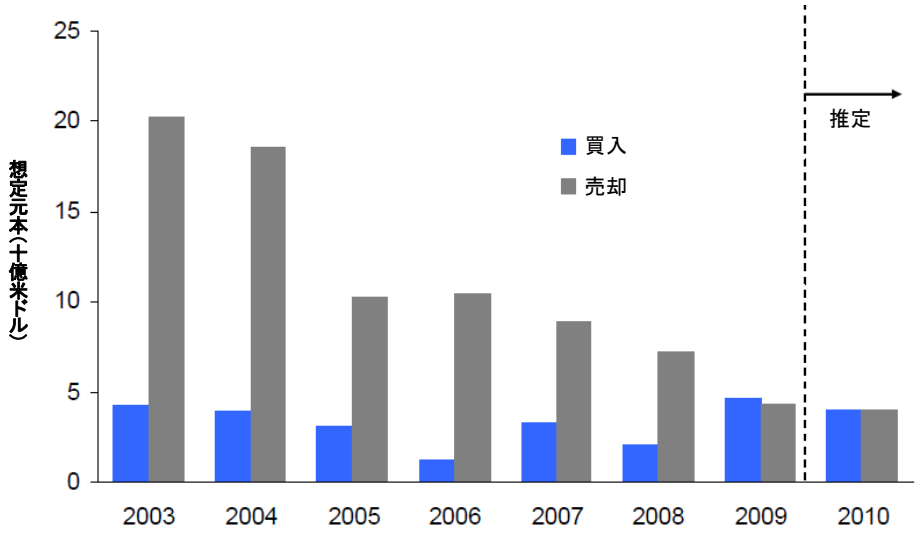
[35] 業界とRTGのやり取り、2011年7月

[36] 30人委員会「再保険および国際金融市場」Washington 2006年, p. 39.

再々保険スパイラルが再び起こるとは考えにくいとも考えた[37]。つまり、再保険会社がシステミック・リスクの原因であることを示す形跡は、未だ見つかっていない。大手再保険会社の破綻（例えば、付録A10に載せたオーストラリアの保険会社HIHの破綻）は当然ながら、短期的な市場混乱を招き、個々のカウンターパーティにとって高いコストが発生させた。しかし、歴史の記録を見る限り、世界規模でのシステム上の伝染の兆候はない。

62. **再保険会社は非保険CDS業務へのエクスポージャーを減少させた。**再保険がB2Bの性格有することから、再保険会社はしばしば伝統的再保険事業を超えて、保険会社や非保険会社に対する金融ソリューション提供に注力しつつあると思われる。クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の引受はその一例で、これについてはRTGが2003以来、観察しており、本書の付録A5にその具体例を掲載した。図23（下記）は、世界における再保険会社のCDS売買（想定元本）に関するRTGのデータを転載したものである。このデータが示すところでは、過去7年間、再保険会社により売却されたCDSプロテクションの想定元本は減り続け、2003年の203億米ドルから2010年の40億米ドルへと減少した（推定）。同時にプロテクション買入額は増えており、2006年に12億米ドルであったものが2010年には40億米ドルに達した（推定）。CDSプロテクション売却量は、市場全体のCDS契約売却の想定元本（2010年下半期に22.2兆米ドル）と比較すべきである[38]。総計から判断して、グローバル市場のCDSプロテクションの供給に対する再保険会社の寄与は0.02%未満であると結論付けられる。

図 23: 再保険会社によるクレジット・デフォルト・スワップ売買



出典: 世界再保険市場報告書 2010 年、IAIS による推定

[37] LMX は、ロンドンマーケット・エクセス・オブ・ロスをいう。同市場では、シンジケートが自らの再々保険リスクを不用意に繰り返し引き受けたため、再保険スパイラルが起こった。空前の大災害損失の連続でスパイラルの不安定性が顕著になり、その後に発生した多数のシンジケートの破綻を受けて英国内外で規制が変更された。対策の一つは、元受保険勘定を保護する再保険カバーから再々保険取引を除外することであった。さらに、手続き（特にロンドン市場内外の再保険会社が自社のエクスポージャーの可能性を常に把握する方法）が新規制要件に沿って改正された。

[38] 国際決済銀行(BIS)「2010 年下半期における OTC デリバティブ市場の活動」Basel, 2011 年 5 月。BIS のデータは、全報告期間を通して保険セクター全体が CDS プロテクションの買い越しであることも示す。

63. **IAISは引き続き、再保険業界の分析およびマクロ健全性監督に尽力する。**今後IAISが収集するデータは、これまでもっともらしい推測による理由でのみ探求できた問題を解明するかもしれない。これは、例えば、リスク・エクスポージャーの集中から生じるリスクの研究にいえることである。再保険の本質的特性により、再保険会社は元受保険会社と同類のリスクにさらされる。再保険会社は元受保険会社の引受から一歩距離を置き、また、再保険会社は元受出再者から不完全なリスク情報を与えられる可能性があるため、リスク集中は再保険会社側で起こる可能性がある。したがって、エクスポージャーの集中は、再保険会社が必ずしもそれに気付かないうちに起こる場合がある。このため、ほとんどの再保険会社は自社のエクスポージャーを元受保険会社とは異なる方法で予測し、また総エクスポージャーを限定するための措置を講じる。しかし、高度のおよび可能性のあるシステム上のエクスポージャーの集中に再保険会社がさらされるか否かを判断するには、再保険会社に出再される元受取引のリスク・プロファイルに関する詳細情報を含むデータが必要である。

64. **マクロ健全性監督に加え、IAISはより具体的な再保険の論点も調査することを計画する。**2012年前半に完成予定の報告書ではおそらく、通常は再保険会社により吸収される過度な災害事象に関連して、リスク集中、再々保険スパイラル、およびストレス・シナリオについて議論する。最後に、2012年上半期に初めて公表される予定の新しい「世界保険市場報告書」（GIMAR）の中で、再保険は引き続き重要な要素となろう。同報告書は、業界全体の再保険データと、新たに収集された元受保険会社に関する市場データとを組み合わせるという、「世界再保険市場報告書」の従来手法を踏襲する。

5.3 保険会社およびシステミック・リスク

65. **保険会社がシステミック・リスクを引き起こしうるか否かは、究極的には経験的な論点である。**以下では、G-SIFIの状況に関してデータに基づく最終決定を行う前の、いくつかの推測的な考察をまとめた。

66. **保険の基本要素から考えて、規模、および世界的活動の拡大は、システミック・リスクを決定するための指標とすべきではない。**保険は特異なリスクのプーリングおよび大数の法則に基づく。結果的に、事業ポートフォリオの規模拡大および世界的活動の増加によりリスク分散化の便益が生まれる。ただし、そのような便益、特に地理的分散化の便益を説明する際には慎重な検討が必要である。確かに、規模および世界的拡大は伝染を誘起しうる。また、規模は、保険会社が破綻した場合のシステム上の影響の大きさを反映する優れた尺度になりうる。

67. **保険において、限定された代替可能性は、グローバルな状況において、システム上の関連性がある可能性は低い。**38項から41項に示したように、保険の市場集中度は一般に低く、活発な競争が行われている。そのため、1社の損失が保険契約者や実体経済にとって広範なまたはシステム上の問題を起こすとは考えにくい。1社が破綻した過去の事例では、そのほぼすべてにおいて影響はその地域内にとどまっている。結果的に生じた溝は短期間でカバーされ、保険能力と代替可能性が以前の水準にまで素早く回復した[39]。しかしながら、一部の事業種目（例えば、医療過誤保険または会社役員賠償責任保険（D&O）といった特殊種目）では、特定業者が準独占的地位を確立する場合がある。その業者の消滅は、影響を受けるセクターに少なくとも一時的な問題をもたらすであろう。

[39] しばしば引用される例外はオーストラリアの HIH の破綻であるが（付録 A10 を参照）、その短期間の影響は国内市場に限定された。

68. **保険会社および銀行システムの相互関連性は比較的弱い。**保険会社は、他の金融市場参加者と関わる確定利付証券および株式の保有を通して投資リスクにさらされる一方、その逆は真実ではないであろう。ただし、一部の銀行は、保険会社が顧客に提供する保険商品と関連したデリバティブ・プロテクションを提供し始めている。保険会社は、より大きなシャドーバンキングシステムの一部とみなす、短期または長期の信用種目を銀行に提供せず、また信用仲介も行わない。

69. **対照的に、最近の危機の経緯を見ると、保険グループは非保険業務へのエクスポージャーが増加した結果、市場混乱の影響を受ける傾向がある。**非保険業務は、時々ごく軽く規制されるか全く規制されないものであり、システム上の影響を与えうる重要なリスク源と思われる。グループ内で取引が存在すると、そうしたエクスポージャーが伝統的事業に悪影響を与える可能性がある。CDS引受に関する教訓（付録の事例研究A4とA5を参照）およびその他の金融商品に関する教訓は比較的得やすいが、分類しづらい非伝統的業務となると一層困難な課題が生まれるであろう。9ページ以降で議論したとおり、保険グループは多数の商品を提供し、多様な非保険事業種目に従事する場合があり、また保険商品には非伝統的な特徴を含むこともある。それらの活動が保険技術および保険会計の対象とならない程度において、非保険事業とみなされる。したがって、システム上重要な保険グループを特定するには、非保険業務、およびそれが伝統的事業種目との可能性のある関係性について適切に理解することを必要とする。

6. システミックな可能性がある保険会社および政策措置

6.1 システム上の関連性の特定

70. **IAISメンバーは、保険セクター内でグローバルにシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）を特定するための方法論について作業中である。**概念的枠組みは、概して、バーゼル銀行監督委員会が開発したアプローチに従う。

71. **多様な事業を追求する可能性があるため、「非伝統的」というデータの分類は保険セクター固有である。**前ページまでの議論を踏まえると、非伝統的な保険事業および非保険業務は、IAISが開発する将来のG-SIFIの方法論において中心となる役割を果たす可能性がある。

72. **方法論は、具体的データに基づいてさらに改良される予定である。**IAISの目標は、2012年上半期中に公開協議用に方法論を公表することである。

6.2 政策措置

73. **金融危機から得た主な教訓の一つは、グループ全体の監督により力を入れるべきであるということである。**そのような包括的な監督は、グループおよびその企業で実施されるあらゆるリスク活動を取扱うべきである。こうした包括的な見地の必要性が最も強く認識されたのはAIGのケースであった。AIGの監督に携わったどの当局も当該持株会社の子会社のエクスポージャーを完全には認識しておらず、および、全体責任を負う監督者が、銀行子会社におけるクレジット・デフォルト・スワップの引受を十分に監視しなかったと言っても過言ではない。IAISは、AIGのケースで浮き彫りになった論点に取り組む複数のプロジェクトを既に開始した。

74. **法人ベースおよびグループ全体ベースでの保険会社の監督に対する期待を保険コア・プリンシプルに一層反映させるために、IAISはグループ全体監督に関する資料を再検討した。**基準と

指針を含むコア・プリンシプルの改訂版は2011年10月1日のIAIS総会で採択された。効果的かつ効率的なグループ全体の監督の枠組みを確立するための要件を設定し指針を提供するため、監督資料が強化および増強された。これにより、国境を越えたおよびセクター横断的なベースでの調整および協力（危機的状況でのそれらを含む）を推奨および促進し、ならびにグループ全体の監督において非規制事業体を取扱う。特に重点が置かれるのは、直接的もしくは間接的な経営参加、影響、および／またはその他の契約上の義務、相互関連性、リスク・エクスポージャー、リスク集中、ならびに／またはグループ内の取引およびエクスポージャーといった数多くの問題についてのグループ全体の影響を含めることである。

75. **IAISはまた、国際的に活動する保険グループの監督のための共通枠組み（ComFrame)を構築するための作業を開始した。**10項にあるとおり、ComFrameの対象となるのは、IAISが定める国際的に活動する保険グループ（IAIG）の規準を充たす約50の保険会社である。ComFrameの目的は、IAIGに関係する論点を包括的に取扱うことにより、グループ全体の監督を運用可能にすることである。また、ComFrameは、監督者団を含め、協力および相互作用のための役割を定めることにより、グループ全体および受入地の監督者の両視点を取扱う。

76. **ComFrameは、国境を越えた監督上の協力における様々な役割の進化を促す可能性を有する。**ComFrameの開発では、関与する監督者間における情報共有の促進を目指す。最終的に、監督者は、IAIG監督の主要タスクと同様の成果を達成することが期待される。

77. **ComFrameは、IAIGの監督に適用可能な定性的および定量的要件も開発する。**定性的要件は、法人組織間の相互作用を含むコーポレート・ガバナンス、リスク管理のプロセス構築、保険数理業務、内部監査、およびその他のプロセスを対象とする。定量的要件は、包括的な全社的リスク管理アプローチに基づき、負債および投資ならびに評価および資本充分性を取扱う。

78. **この数年間、監督者は、原則的に秩序ある清算を可能にする、破綻する保険会社を管理するための広範なメカニズムを開発してきた。**歴史を振り返れば、典型的な保険会社の破綻がシステミックな事象の定義を充たすような展開となったことはない。破綻した場合、事業種目を別々に定義し時間をかけてラン・オフすることが比較的容易であるため、当該企業の一部または全体の救済がしばしば可能である。必要であれば、事業の帳簿を他社に移管できる。事実、ほぼ普遍的な法的要件として、保険契約のラン・オフや他社への売却が行われるまで保険会社は廃業することはできない。エクイタブル生命の事例（付録A6を参照）のように、保険会社はラン・オフ（つまり、新規事業なしで今後40年継続しうる事業の帳簿を管理すること）を支障なく実施できる場合がある。またエクイタスの事例（付録A7を参照）は、管轄区域が結果に強い関心を寄せる場合に、有効な破綻処理が最終的にどのように実施されうるかを提示する。

79. **IAISメンバーは、保険会社および保険グループの損失吸収力の取扱いを引き続き議論する。**議論の結果は、SIFIのデータ収集から得られる知見に基づいてまとめられる見込である。多数の重要な管轄区域が、ソルベンシー制度の見直しと改革を開始した。例えば、米国では、監督者がソルベンシー近代化イニシアティブの範囲内でアプローチをレビュー中であり、EUは改訂したソルベンシーⅡを2014年に実施予定である。スイスはスイス・ソルベンシー・テスト（SST）を導入済みで、これは細かい点で多くの相違があるものの概して本質的特徴がソルベンシーⅡにより最終決定される予定である。広い意味で、これらの見直しと改革のプロセスは、保険リスクへの理解を高め、ならびに資本充分性および損失吸収力の強化につながる可能性がある。しかしながら、改革の大部分は保険契約者保護を目的としており、過去、現在のいずれにおいてもシステミック・リスクの防止は主目的でない。将来的に、保険グループにおける非保険事業または非伝統的な保険

業務の影響がより詳細に分析され、必要とみなされれば、破綻処理制度および損失吸収力のための提言に反映される。最初の結果は、金融コングロマリットの監督のための原則に関するジョイント・フォーラム・ワーキング・グループの作業結果とともに、近日公表予定の破綻処理制度に関するIAISペーパーにおいて議論される。

80. **保険会社の損失吸収力は、一般的に、準備金とリスク資本により測ることができる。**しかしながら、財務悪化の原因（図3と図4話参照）から推測すると、伝統的保険会社にとって不充分な準備金は主要な悪化要因となりうる。このため、監督者は、準備金または保険契約準備金の充分性、およびそれらに影響する要因を継続的に監視する。

81. **保険セクターにおけるG-SIFIの損失吸収力に関するあらゆる措置は、表1に示す方法論的レイアウトに基づくものでなければならない。**まず、監督の範囲を、非保険事業または非伝統的な保険業務まで拡大するには、他の当局により監督されるそれらの業務をどのように取り扱うかについて、ならびに規制上の差異をどのように狭め、もしくは埋めるかについて、より理解を深める必要がある[40]。2010年1月、ジョイント・フォーラムは、さらなる作業に向けた原則を策定した。ジョイント・フォーラムは、「資本充分性の統一的なグローバル基準が各セクターにおいて存在しないことは、規制の裁定、管轄区域間の競争上の不公正、および、場合によっては金融システムの不安定につながる可能性がある」と述べた[41]。ジョイント・フォーラムは、「類似のリスク要因に対する金融グループのエクスポージャーが増加し、およびセクター間のリスク移転も増加しているため」、複数セクターにまたがる健全性の枠組みの整合性を高めることが望ましいと示唆した。同時に、整合的な資本の枠組みを確立する前に、金融セクター内のさらなる収斂が達成されるべきであると認識された。二重の活動の効率的な監督のためには、コングロマリットに関するジョイント・フォーラムの原則を考慮することが不可欠である。IAISは、監督上の枠組みが、規制の裁定の範囲を最小化すべきであることに合意した。それには、適切に認識されかつ区分された、保険グループが実施する銀行業務に似た業務について、銀行規制および監督の実施を必要とするかもしれない。

7. 最終的見解

82. **本書では、生命および非生命保険業務が、システミック・リスクを生じさせる、または増幅させるということについて、なぜ一般に概念的根拠がほとんどないかについてまとめた。**その理由は、保険ビジネス・モデル固有の性質、ならびに保険負債の資金調達方法、および保険金の支払方法と関係がある。保険会社、またはそれに関しては保険セクター全体が、急速な現金流出および徹底的な取付を経験する可能性は非常に低いため、流動性リスクはかなり抑制されると思われる。万一、支払不能状態に陥ったとしても、保険負債の長期的性質、延ばされたラン・オフ・プロファイル、ならびに規制当局が持つ権限や手段により、通常、伝統的保険会社の秩序ある破綻処理が可能である。

83. **本書では、適切に運営される保険中心のグループであっても、非保険業務の規模が大きい場合には苦境に陥る可能性があることについて、暫定的根拠も提示した。**非伝統的業務の金融市場との近似性によって、保険グループがシステム上重要となることに寄与する可能性もある。しかしながら、特定の保険会社がシステム上の関連性を持つか否かを具体的に判断するには、具体的データに基づき情報提供されなければならない。

---

[40] 多くの管轄区域で、金融グループは保険当局および銀行当局による二重監督下にある。

[41] ジョイント・フォーラム「金融規制の業態別特徴および範囲のレビュー－主な論点および提言」2010 年 1 月

参考文献

A.M. Best「Best社の悪化率および格付け推移の研究1977年–2009年」2010年5月
国際決済銀行(BIS)「2010年下半期におけるOTCデリバティブ市場の活動」Basel, 2011年5月

Baruch Berliner「リスクの保険可能性の限度」 Prentice-Hall,1982年

グローバル金融システムに関するバーゼル委員会（CGFS）「保険会社および年金基金の債権投資戦略」CGFS papers、2011年6月

議会監督パネル「AIG救済:市場への影響と政府の出口戦略」2010年6月

金融安定理事会（FSB）「システム上重要な金融機関がもたらすモラルハザードの抑制」２０１０年１０月

米国金融安定監督評議会「2011年年次報告書」Washington, DC, 2011年

ジュネーブ協会「保険におけるシステミックリスク：保険および金融安定化の分析」ジュネーブ、2010年

30人委員会「再保険および国際金融市場」Washington 2006年

Haldane .Andrew G.「金融ネットワークの再考」Bank of England,2009年4月。

HIH 王立委員会「HIH保険の破綻Volume I, 企業の崩壊および教訓」Canberra 2003年.

ジョイント・フォーラム「金融規制の業態別特徴および範囲のレビューー主な論点および提言」2010年1月

Klein ,Robert W.「保険規制の原則：現行実務の評価および可能性のある改革」*The Geneva Papers on Risk and Insurance*, GPP/IIS Awards Edition, 2011年6月

米国の金融経済危機の原因に関する連邦委員会「金融危機調査報告書」Washington、2011年

オランダ銀行「オランダにおける金融安定化の概要」May 2009/9.

Radice,Marc Philippe「保険セクターにおけるシステミック・リスクの可能性の評価」*FINMA Working Paper,* June/2010

Stringa ,Marco and Allan Monks「英国の生命保険会社および銀行間の業界内伝染：事象研究」Working Paper no. 325, Bank of England, May 2007.

スイス再保険「世界の保険2009年」*sigma 2/2010.*

スイス再保険「厳しい世界環境における保険投資」*sigma 5/2010.*

付録

A1: 香港およびシンガポールにおける保険の取付

香港の市場経緯

AIGの財務悪化報道を受け、AIAの保険契約の解約数はAIG危機の発生から数日間に長期平均を若干上回った。AIAとは、アメリカン・インターナショナル・アシュランス・カンパニー（バミューダ）・リミテッド（「AIA（B）」）およびアメリカン・インターナショナル・アシュランス・カンパニー・リミテッド（「AIA Ltd」）の集合名である。香港の保険当局が分離要件を課した翌週には、保険契約の平均解約数は減少し、その後数か月間減り続け、2009年は年間を通して安定的水準を維持した。9月を過ぎると、1営業日当たりの保険契約解約数は2007年の危機前と同程度であった。

シンガポールにおける事態発展阻止

シンガポールでは、カスタマー・サービス・センターで保険契約者の行列が現れ始めた。2008年9月15日にリーマン・ブラザーズが破産申請し、次はAIGかもしれないとのニュースが流れ、シンガポールの一部保険契約者の間でAIGの信用不安が起こった。9月16日までに、アメリカン・インターナショナル・アシュランス・カンパニー・リミテッドのシンガポール支店（「AIAS」）のカスタマー・サービス・センターで人々が列をなした。これは現在までにシンガポールで初めて発生した唯一の「保険取付」であった。しかしながら、保有契約全体に占める解約償還の割合はわずかであったため、AIASの流動性が脅かされるには至らなかった。

シンガポール通貨監督庁（「MAS」）が9月15日の週に発表した声明で述べたのは、AIASが規制資本要件を充たしていること、および、保険法（Cap. 142）の下でAIASは本社およびその他の株主資本とは分離された法定保険資金を保持することを求められているということであった。さらに、MASは保険契約者に対し、満期前の保険カバーの解約は不利であると警告した。AIASは、プレスリリースで、同社は義務履行に充分な資本および準備金を上回る資本および準備金を有していると述べ、また、シンガポールで保持されている資金がAIGと分離されていることを強調した。MASはAIASに対して資産分離措置を課した。

A2: オランダでの国家介入

2008年後半、深刻な金融危機の中、オランダ政府は金融システムの信用回復に向けた措置を実施した。政府は介入の一環として、金融危機で困難に直面しつつも基本的には健全かつ存続可能な各金融機関に対し、資本支援を行うことを約束した。この措置は、金融市場の沈静化を狙った欧州のアクション・プランの一部であった。200億ユーロが融通され、INGグループ、エイゴン・グループおよびSNSレアールはこの措置を通して計140億ユーロの支援を受けた。

これら3つの金融機関はいずれも、銀行業務と保険業務の両方を行うという共通点があった。ただし各業務の相対的規模は機関ごとに異なっていた。INGグループには、バランスシートが計1兆ユーロに上る大銀行と、それより小さいとはいえ極めて大きな保険会社（3,000億ユーロ）から構成されていた。一方、エイゴン（2,900億ユーロ）は主として保険会社であり、銀行業務はわずかであった（50億ユーロ）。SNSレアールはいわゆるシンメトリックな金融コングロマリットで、SNS銀行（750億ユーロ）とレアール保険（500億ユーロ）を持ち、銀行業務と保険業務の規模が類似してい

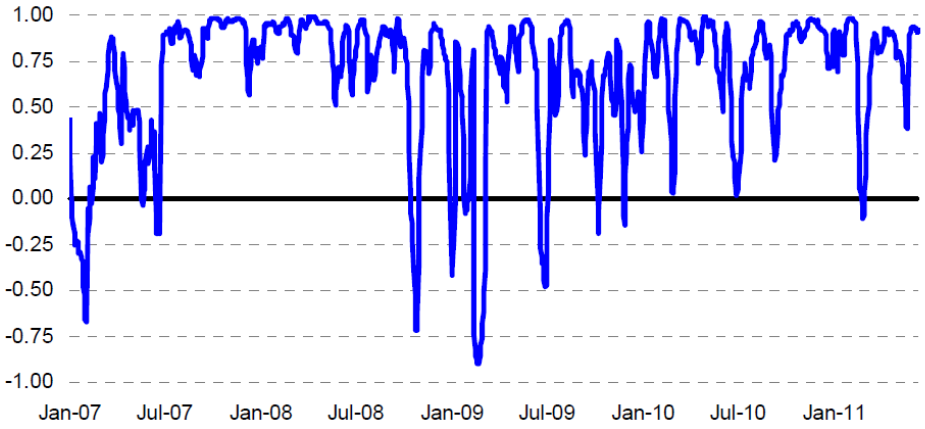
た[42]。

これら3機関の状況はそれぞれ異なるが、政府介入の根拠について一般的見解が示された。

第一に、金融市場の全体的信用喪失を背景に、これらの機関は急速な流動性問題に直面した。金融市場からの資金流出でとりわけ銀行が打撃を受け、定期預金の急な大量引き出しに対して脆弱であった。保険会社は負債の性質が長期であるために、流動性問題は銀行ほど深刻ではなかったが、投資ポートフォリオが莫大な損失を出し続けていた。これは特に生命保険会社のソルベンシー比率低下を招き、株価も落ち込んだ。政府介入の狙いはこれら3機関の金融バッファーの確保、とりわけ金融市場へのアクセス確保であった。

第二に、金融コングロマリット内でも、また他の金融機関や金融システムおよび経済全般に対しても、レピュテーショナル効果（信頼喪失）の兆候が顕著になっていた。金融コングロマリット内では、その銀行と保険会社が実際に金融上どの程度のつながりを持つかとは無関係に、信頼効果により、保険会社の低迷が銀行に波及し、またはその逆が発生するという場合がある。したがって保険部分での問題が、グループ全体または銀行の信用喪失を招きうる。さらに、他の金融機関または金融システム全体のレピュテーションの低下のおそれがあった。システミック・リスクにおけるこの特別な経路を下記の図24に例示した。この図は、2007年半ばの危機発生以降、INGおよびエイゴンのCDSスプレッドの相関度が上昇したことを示している。

図24: CDS相関度: INGとエイゴン
20日移動相関



出典: トムソンDatastream、ブルームバーグ

政府支援のまとめ

INGグループ

- 2008年10月：政府による資本注入 100億ユーロ
  - うち28億ユーロはING保険へ
- 2011年6月：残りの資本注入 30億ユーロ

[42] 数値はすべて 2008 年末。出典: 年次報告書

エイゴン・グループ

- 2008年10月：政府による資本注入 30億ユーロ
- 2011年6月：残りの資本注入 7.5億ユーロ 全額返済済み

SNSレアール

- 2008年11月：政府による資本注入 7.5億ユーロ
  民間資本注入（多数株主「Stichting beheer」より） 5億ユーロ
  - うち7.75億ユーロがレアールへ
- 2011年6月：残りの資本注入 6.65億ユーロ

出典：DNB、プレス・アーカイブ http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/

A3: AIGのCDS事業の破綻[43]

2004年、アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）は株式時価総額やその他の要素により測定すると、世界最大の保険会社であった。8,500億米ドルの資産、130か国に11.6万人の従業員、223社の子会社を抱える巨大コングロマリットであった。

1998年から、コネティカット州に本拠を置きロンドンを中心に活動する部門、AIGフィナンシャル・プロダクツ（AIGFP）が、AIGのAAA信用格付けを利用して金を稼ぐ新たな方法を見つけた。親会社の保証を頼りに、AIGFPは大手の店頭取引デリバティブ・ディーラーとなり、最終的に額面ポートフォリオは2.7兆米ドルに達した。同部門が行ったデリバティブ業務の中には、金融機関その他の投資家の債務を保証するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の発行があった。保険料のように継続的に支払いを受け取る代わりに、AIGFPは、あらゆるデフォルトが発生した場合には債務を投資家に払い戻すことをに合意した。

AIGFPはCDS取引を、付保される原資産に応じて3つに分類した。企業債務／CLO（コーポレート・アービトラージ）、規制資本、およびマルチセクターCDOである。2007年のピーク時、これら3グループのCDSポートフォリオは計5,270億米ドルで、同部門のデリバティブ・エクスポージャー全体（2.66兆米ドル）のちょうど20%を占めた。2007年にはAIGFPの全デリバティブ・ポートフォリオのうちわずか1,490億米ドル、つまり6%がアービトラージCDSであり、それにはマルチセクターCDOと企業債務／CLOの両方が含まれていた。最終的には、2007年と2008年にこれら2つのポートフォリオがAIGFPの未実現評価損の99%を占めた。AIGFPのアービトレージ・ポートフォリオのマルチセクターCDOサブセットは、AIGFPの信用および非信用デリバティブ・エクスポージャー全体の名目元本の約3%、未実現評価損の90%超を占めた。

AIGFPは、モノライン保険会社と異なり、CDS契約の引受時に担保を差し入れなかった。AIGFPは、原証券の価額が低下した場合や、格付け会社がAIGの長期債格付けを引き下げた場合には、担保を差し入れることに合意していた。市場の流動性の引き続きの低下、基準証券の格付引下げおよび市場参加者の含み損が、担保差し入れの3つの主因のうち2つを発生させた。2007年、AIGは、未実現評価損が計112億5,000万米ドルに達したことを認識した。これは主に2007年第4四半期に起こった。その後も現物CDOの価額は下降を続け、AIGは時価会計基準の下、自社の契約に対して評価引当金を計上した。これらの損失はほぼすべてのケースで未実現の非現金評

[43] この項目は、議会監督パネルが 2010 年 6 月に提出した報告書「AIG 救済:市場への影響と政府の出口戦略」に含まれる資料を基にしている。

価費用だが、カウンターパーティからの担保要求も同時に起こり、それがAIGの現金資源枯渇の原因となった。案の定、数十億米ドルの帳簿価格切り下げと、CDSカウンターパーティからの担保要求がAIG自体の信用格付けを脅かし、それが担保支払の3つ目の要素となった。その後のAIG信用格下げが、担保要求の増加に拍車をかけたのである。この悪循環によりAIGの証券貸与事業は、同社へのエクスポージャーを懸念した取引先がほんの数日間で240億米ドルの証券貸与取引を解消し、予期せぬ流動性ショックを引き起こした。

2008年、同社のマルチセクターCDSポートフォリオの急速な悪化の結果、担保要求が加速した。2008年の第1・第2四半期、AIGはこのポートフォリオの担保支払義務を果たすために慌てて現金208億米ドルを用意した。2008年第3四半期（2008年9月30日終了）、マルチセクターCDOポートフォリオの価値下落の結果、AIGは約3,150億米ドルを担保として支払っていた。AIGの問題は危機的なレベルに達していた。同社は沈下を続け、担保要求を満たすだけの流動性を失っていた。飽くなきリスク追求と自らの負債のずさんな管理の結果、AIG世界帝国はわずか数か月で崩壊寸前の状態に陥った。

AIG崩壊危機の背景には、クレジット・デフォルト・スワップなど店頭（OTC）デリバティブの全面的な規制緩和があった。これにより、店頭デリバティブ商品が連邦政府や州の規制から完全に逃れることになった。店頭デリバティブ市場は透明性も適切な価格設定能力も欠如していたためAIGとゴールドマン・サックスの担保紛争が激化し、他のカウンターパーティとも同様の争いが起こった。AIGは規制対象外商品を扱う大規模事業を立ち上げて、規制の裁定を実施していた。主としてロンドンで活動し、弱い連邦規制当局である貯蓄金融機関監督局（OTS）を選んでいた。

AIGはクレジット・デフォルト・スワップ取引や証券貸与を含むさまざまな業務を通して、数多くの大手商業銀行、投資銀行、その他の金融機関と深い相互関係にあったため、同社の破綻の可能性がシステミック・リスクを引き起こした。米国政府は、AIGは大きすぎて破綻させることができないと判断し、その救済に1,800億米ドル以上を注入した。このタイムリーな救済がなければ、AIGの債務不履行がドミノ式に米国全土、さらには世界の金融システムに損失をもたらしたかもしれない。[44]

A4: スイス再保険によるCDS引受の事例[45]

2007年11月19日、スイス再保険は12億スイスフランの税引前時価損失を報告した。2007年10月の急速な市場悪化を受け、信用引受業務が損失を出したためである。損失の源は、信用ソリューション部門が引き受けた、2つの投資適格クレジット・デフォルト・スワップへのエクスポージャーであった。同部門は、資産ポートフォリオの価値下落に対して顧客に保護を提供していた。

2007年10月に格付機関が厳しい格下げを実施したこと、またそれらの証券に対して真に流動的な市場がなかったことから、原資産の価額が大幅に下落した。これらのクレジット・デフォルト・スワップによって保護されたポートフォリオの大部分は、住宅および商業モーゲージ証券など多様な形

---

[44] 2009 年 3 月 3 日、米国上院銀行委員会への証言で、米連邦準備制度理事会のバーナンキ議長は「AIG の破綻は米国の金融システムを破壊させただろう」と述べ、同社が世界中の大手金融機関とつながっていることを鑑み、同社の崩壊は「世界の金融システムの安定性に壊滅的打撃を与えただろう」と説明した。ガイトナー米財務長官は「政府はその秋、AIG が債務不履行に陥ると確実に米国民が甚大な損失を被ると判断した」と付け加えた。ワシントン・ポスト紙の 2009 年 3 月 4 日付記事を参照。

[45] 出典: スイス再保険、2007 年 11 月 19 日付プレスリリース

態のモーゲージ証券であった。エクスポージャーの大半はプライムおよびミッドプライム証券であったものの、サブプライムへのエクスポージャーも存在し、さらに重要なことには債務担保証券（CDO）へのエクスポージャーもあった。

そのため、スイス再保険はこれらのABS CDOの価額をゼロとした。サブプライム証券は当初価額より62%切り下げられた。同様の調整が残りのポートフォリオに対しても行われた。ポートフォリオの市場価格は当時、36億スイスフランであった。取引は、市場価格の変動に影響を受け続けた。

信用ソリューション部門が引き受けたクレジット・デフォルト・スワップによって、スイス再保険は多大な損失を出したが、他の保険会社、または金融システム全体のいずれにおいても、システム上の影響は見られなかった。

A5: エクイタブル生命

エクイタブルは現在に至るまで常に相互会社である。同社は、年金支給率保証年金（GAR）の割合が並はずれて高かった。同社のGARは大半の競合他社よりも配当が高く柔軟で、事業に占めるGARの割合が他社よりもはるかに高かった。1993年以降、GARのレートはほぼ常に市場水準よりも高く、そのため保険契約者はこの権利を行使することに利点があった。これがエクイタブルの資本に大きな負担を強いることになった。1988年にGAR保険契約の新規受付を停止していたにもかかわらずである。自由資産の水準が同業者を大幅に下回り、相互会社であるために増資も困難な中、GARの債務に対応するため、非GAR保険契約者を保護するための利益や資本を食いつぶした。

ますます厄介になった負債に対応するため、エクイタブル（およびその数社の一部保険会社）は、「差別的消滅時特別配当保険契約」（DTBP）を導入した。この契約では、GAR権利を行使する保険契約者が受け取る消滅時特別配当は、非GAR保険契約を持ち市場レートの年金を受け取る人よりも低く設定された。DTBPの意図はさまざまな種類の保険契約の価値を均等化することであった。しかしながら、1990年代の金利低下に伴い消滅時特別配当レートの差が拡大した。GAR保険契約者からの苦情の増加を受け、エクイタブルは同社のDTBPアプローチの有効性確認を狙って、テストケース（Hyman訴訟）を起こした。最終的に上院は、エクイタブルはDTBPを運営する権利がないと判断した。これがエクイタブルに破壊的打撃を与え、同社の負債が一気に約10億ポンド増加した。

自社売却の試みが失敗した後、エクイタブルは2000年12月に新規取引の停止を余儀なくされた。その後2年間、エクイタブルの利用可能資産と釣り合いを取るため、保険契約者に事前に伝えていたとおり自由裁量保険契約の価額について一連の大幅引き下げを実施した。その結果、満期支払額と年金額が大幅に低下した。さらに、S425会社法に基づく合意の下、エクイタブルはGAR債務を買い上げた。以来、自社の帳簿のさまざまな部分を他の保険会社に売却したが、残りの事業のラン・オフを継続しており、その完了には20年以上を要すると見込まれる。2000年12月に約300億ポンドの資産を有していたエクイタブルのバランスシートは現在、約80億ポンドである。重要なこととして、保険契約者の便益を何度も削らざるをえなかったものの、エクイタブルは契約債務の不履行または支払不能という意味での「破綻」が一切なかった。現在も支払可能なラン・オフを実施している。

エクイタブルに対する最新の調査である、議会任命行政委員会（オンブズマン）による2回目の調査の結果、1990年代初期から2001年にかけてエクイタブルの監督責任を持つさまざまな規制当局が10件の不正を働いていたことが発覚した。同調査は、保険契約者の損失が補償されるべきであると提言した（具体的内容は示されなかった）。判明事項はすべて、規制当局に代わって既に新政府によって受け入れられ、政府は公式に謝罪した。オンブズマンの報告を受け、政府によって15億ポンドの特別補償プログラムも整備された。

A6: エクイタス

1980年代、アスベストを含む公害や大災害によって保険金請求が増加し、主に米国において一部のロイズ・シンジケートが莫大な損失を被った。そのような損失による問題を解決するため、ほぼ全ネーム一致の同意により再生復興プロジェクトが実施された。プロジェクトの一環として、1996年、特別目的の再保険会社であるエクイタスが設立された。ロイズのネームが抱える1992年以前の非生命債務に期間・金額の上限なしで再保険をかけるためであった。エクイタスの設立により、ネームのために再保険手段が提供されるとともに、「古いロイズ」が「新しいロイズ」から効果的に分離された。

ネームは再保険カバーを獲得したが、エクイタスの準備金を超える請求があった場合には元受保険契約に対して支払う責任を負っていた。ネームの責務を終わらせるため、2006年にエクイタスはバークシャー・ハサウェイの子会社、NICOに対して2つの部分からなる総合再々保険を開始した。1つ目の部分は、保険金債務を最大144億米ドルまで再保険にかけた。この額はエクイタスの当時の準備金よりも57億米ドル多い。2つ目の部分は2009年に実行され、いわゆるパート7移転[46]においてネームの負債がエクイタスに移転された。この移転により、エクイタスはさらに13億米ドルの再保険を保険料4,000万ポンドでNICOから購入した。2009年末までの移転を条件とした再々保険契約の提供であった。ネームは現在、英国法および欧州経済領域（EEA）法の下、1992年以前の取引に基づく将来のいかなる請求に対しても支払義務を負わない。

パート7移転を進めるに当たり、英国金融サービス機構（FSA）は米国、カナダ、およびオーストラリアの同等機関と協議した。移転によって保険契約者がさらに不利になる見込がなく、むしろ有利になる可能性があったため、どの国も移転に異議を唱えなかった。しかしエクイタスは、これらの管轄区域におけるパート7移転の正式な認定を求めなかった。つまり理論的には、保険金が再保険額を上回る場合や、NICO／バークシャー・ハサウェイが支払不能となり保険金を支払えなくなった場合、米国の保険契約者はEEA外の管轄区域内のネームに対してのみ保険金を請求できる。しかしながら、これらの事象が発生するリスクは低いと考えられる。もしさまざまな手段が不可能になったとしても、米国の保険契約者は最終的に、ロイズが米国での事業継続のために維持することが義務付けられているジョイント・アセット・トラスト・ファンズにも頼れる可能性があろう。

A7: AIGの証券貸与[47]

[46] 「パート７移転」という名前は、その移転を可能にした「金融サービス市場法」のパート名から付けられた。パート７は裁判所により承認されなければならない。移転申請には、保険契約者を含めた移転の利害関係者に対する影響予測について、独立専門家が作成した報告書を添付する必要がある。

[47] この事例は、米国の金融経済危機の原因に関する連邦委員会が 2011 年 1 月に提出した報告書（以下、「CI」と略す）、および議会監督委員会が 2010 年 6 月に提出した報告書「AIG 救済 - 市場への影響と政府の出口戦略」（以下、「OR」と略す）に含まれる資料を基にしている。米国における AIG の生命保険取引の主要規制当局であるテキサス州保険庁からも情報提供を受けた。

当時の世界最大の保険コングロマリット、AIGの崩壊危機は、主としてAIGフィナンシャル・プロダクツ（AIGFP）のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）帳簿の損失に起因する（付録A4を参照）。しかし、2008年9月までに、もう一つの財務的負担が存在した。AIGは証券貸与プログラムでも莫大な損失を出していたのである。後になって、このプログラムは「リスク管理における甚だしい怠慢」（OR、p. 38）と説明された。

何が起こったのか？AIG証券貸与プログラムは、関連会社の非保険会社によって管理される承認済み投資プールを通して取扱われた。2005年以前、このプログラムが審査されたとき、資産期間が貸与契約期間と近い伝統的プログラムであると判断された。2005年／2006年頃、規制当局が知らないうちに投資方針が変更された。AIGは、「リターンの最大化を狙い、住宅ローン担保証券（RMBS）を購入するため、担保の一部を使った。AIGの証券貸与プログラムが活発化した2007年、米国プールには760億米ドルの投資負債があり、うち60%がRMBSであった」（OR p. 34）。皮肉にも、AIGFPが米国モーゲージ市場での活動を後戻りさせ始めたとき、AIGは証券貸与戦略を一度に変更していた。

2007年後半、規制当局がミスマッチとRMBSエクスポージャーに気付いたとき、当局は経営陣とともに流動性向上に取り組み、秩序ある段階的縮小を進めた。2008年9月末までに、同プールは590億米ドルにまで減少した。プール内の資産は不良資産ではなかったが、ほぼすべてのRMBSと同様に市場価格は急落していた。格付け機関による格下げの可能性があり、それが現実になれば数十億米ドルの追加のCDS担保差入要求が起こり、持株会社が倒産すると報道されたため、同プログラムへの取付が始まった。AIGへのエクスポージャーを減らしたいカウンターパーティが、9月12日から9月30日の間に計240億米ドルの取引を解消した。RMBS価額は下落を続け、市場の流動性はますます低下し、同プログラムは流動性ショックに見舞われた。AIGFPカウンターパーティからの担保要求と証券貸与の流動性ショックが相まって、AIGは「二重の死のスパイラル」に捕らわれた。このスパイラルでは、「現金への要求を満たそうと格闘するうちに、…AIGFPの問題が証券貸与業務を悪化させ、その逆が発生した」（OR、p. 19）。

規制当局の考えでは、保険企業は必要に応じてプールを打ち切るのに十分な流動性を確保していた。実際、保険会社は、9月16日、デフォルトを防ぐために追加で60億米ドルの流動性を提供した。AIGFPの問題がなければ、AIGのカウンターパーティは同社からの証券借入を保持したかもしれず、またAIGの経営陣は、規制当局と合意された秩序ある段階的縮小に向けて十分な時間を確保できたであろう。しかしながら、システム上の危機が本来的に持つプレッシャーと、AIGがそうしたシステム上の危機にあったことが認識されるべきである。

A8: 投げ売りが引き起こす市場伝染

保険セクター全体の投資行動が他の金融機関に悪影響を及ぼすのか否かは、永遠の問いである。そして議論はこう続く ― 資産価格の大きな下落は保険会社の支払能力を脅かし、保険会社が充分なソルベンシー要件を充たすために、下降中の市場で資産を投げ売りすることが強いられるだろう。

明確な答えは見つからないままだが、2001年から2003年にかけて英国で起こった株式市場の低迷は、その問いに関する歴史上の事例となった。当時、英国の生命保険会社（伝統的に株式投資が多い）は、長期にわたる株価の大幅な落ち込みで苦境に立たされていた。充分なソルベンシ

一維持のため、既に傾いている市場への資産売却が必要とみなされ、それが市場の下降に拍車をかけたように見えた。実のところFSAは、生命保険会社を当時のソルベンシー要件から免除するため規制の留保を2度実施した。このため、2001年から2003年は、保険会社とその他の金融機関との市場のつながりを調べるうえで都合のよい期間である。

不況時の英国において銀行および生命保険会社がどのように関連したかという事象研究では、[48]、一般的に、保険会社と銀行の間には実質的に重大な伝染がなかったと結論付けた。例外はロイズ、アビー・ナショナル、HBOSなどの銀行であった。これらは生命保険会社の株式を多く保有していたため、（生命）保険セクターから発生する問題に対して脆弱であった。したがって、伝染の原因は、保険会社自体というよりも生命保険セクターへの集中的な銀行投資であった。この発見は、バンカシュランスに携わる金融コングロマリットのさまざまな部分の間における相互関連性が、政府介入を要するほどのシステム上の影響を持つと公表された2008年のオランダの経験と大まかに一致する。

A9: HIHの破綻

2001年3月15日、オーストラリア第2位の保険グループであるHIHの主要会社が暫定破産とされ、2001年8月27日に正式な解散命令が下された。その時点までに、同グループの赤字は36億豪ドルから53億豪ドルと推定された[49]。その後、HIHの破綻はオーストラリア史上最大規模であることが確認された。破綻の原因と教訓の調査を任された王立委員会によれば、「HIHの崩壊は地域社会全体に影響を及ぼし、最も重大な類の結果を招いた」[50]。

1968年設立のHIHは、ビクトニアの市場において、労働者災害補償カバーの提供者として開始した。1980年代半ば、法令改正によってビクトリアおよびサウスオーストラリアでの事業が大幅に減少した後、HIHは主に買収によって多角化を開始した。2000年までにHIHグループは、労働者災害補償保険、公共・民間責任保険、損害保険、小口／企業向け保険の事業種目を持ち、多数の子会社を通してオーストラリアおよび世界の非保険市場の主要プレーヤーになっていた。

HIH破綻の要因は数多くあったが、王立委員会が主な要因として確認したのは、明確かつ統一的なグループ戦略の欠如であった。例えば、適切なデューデリジェンスに基づかない成長戦略のずさんな実施、不適切な引受、制度的な準備金不足および低すぎる価格、再保険の使用および乱用、ならびに、経営を十分に探求しない無意味な取締役会による未熟なコーポレート・ガバナンスである。

大規模な企業破綻は常に、当該企業の範囲を超えて、時には業界の範囲さえ飛び超えてその影響が波及する。この文脈では、保険の破綻およびそのシステム上の影響を議論するうえで次の3点がいえる。

- **経済的損失**：政府はHIHを救済しなかったが、HIH債権者とオーストラリアの納税者は多大な経済的損失を被った。HIH傷害損害保険リミテッド（旧HIHグループの8社

[48] Marco Stringa and Allan Monks「英国の生命保険会社および銀行間の業界内伝染：事象研究」Working Paper no. 325, Bank of England, May 2007.

[49] HIH 王立委員会、HIH保険の破綻Volume I, 企業の崩壊および教訓, Canberra 2003, p.xiii.

[50] The HIH王立委員会, op. cit. p. xiv.

のうちの1社で、現在ラン・オフ実施中）のスキーム管理者の最新情報によれば[51]、これまで、オーストラリア国内の保険負債の債権者は推定最終スキーム支払の31%を受け取り、オーストラリア国内の負債でない保険負債の債権者は26.4%を、保険負債でないオーストラリア国内の負債の債権者は25%を、また、オーストラリア国内の負債でも保険負債でもない負債の債権者は20%をそれぞれ受け取った。HIHの崩壊に続き、政府はHIH保険金支援スキームを設置して、特定の資格要件を満たしたHIH保険契約者を支援するため約6.4億豪ドルを分配した。このスキームの財源は納税者によって賄われた[52]。

- **伝染**：HIHの破綻は他の金融サービス提供者への伝染を引き起こさなかったが、王立委員会の見解では、「破綻は他のセクターに重大なコストを発生させた。例えば、HIHの崩壊で建設業界は深刻な打撃を受けた。一部の州で、建設業者がプロジェクトの強制瑕疵担保責任保険カバーを見つけるのに苦労したためである。このような事態の少なくとも部分的要因は、HIHが建築物の瑕疵担保責任保証市場を支配していたことであった[53]。王立委員会によれば、「建設業界へのコストだけについても、州政府は同業界のさらなるダメージを防ぐために数百万ドルの公的資金を投入することを強いられた。」[54]

- **代替可能性**：前項で王立委員会が指摘した、建築物の瑕疵担保責任保証市場におけるHIHの支配は、HIHの破綻が一種の代替可能性問題へと発展したことを示唆する。保険市場は概して競争が激しいが、HIHがリスクに対して過度に低い価格を設定したために多くの競合企業が市場から閉め出された。競合企業は、HIHが設定していた価格水準での市場参入をためらい、市場が大幅値上げを受け入れた後にようやく保険カバーが入手可能になった。この市場硬化の背景には、2001年に世界的に見られた市場硬化があった。それは9月11日の同時多発テロ事件、自然災害の連続発生、およびドットコム・バブル崩壊と関連して発生し、深刻な世界同時株安を招いた。

HIHの消滅が世界規模でのシステム上の影響を与えなかったことは明らかであるが、経済的損失、伝染、および代替可能性に関する状況を踏まえると、国内でシステム上重要となる性質を帯びていたといえよう。伝染および代替可能性に関わる問題はこれまで規模、期間ともに限定されたが、HIH保険契約者、債権者、および納税者が実際に経済的損失を被り、個人が深い傷を負ったのである。

---

[51] 和解スキーム（Scheme of Arrangement）は、会社と債権者（またはその中の集団）との間における譲歩や取り決めであり、オーストラリアの 2001 年会社法第 411 条または英国の会社法第 425 条に基づく。和解スキームは、スキーム対象企業の清算とは別に、しかしそれと並行して管理される。債権者問題は清算人ではなくスキーム管理者によって処理される。

[52] 参照: HIH王立委員会, op. cit. p. 290. ただし一部の州法定保険者は費用と損失を回収するために割増料金を導入した。さらに、代位求償を超える不足に対してHIH保険金請求者にカバーを提供するため、資金調達後の賦課金が保険業界に課された。

[53] The HIH 王立委員会, op. cit. p. 200.

[54] The HIH 王立委員会, op. cit. p. xv