

II リスクファイナンスの 具体的な手法の紹介

第1章 リスクファイナンスの検討プロセス

1. リスクの保有と移転

企業がリスクファイナンスを検討する際には、まず企業を取り巻く経営環境や財務状況、ステークホルダーからの要請、全社的なリスク評価等を総合的に判断し、リスク低減策に取り組みつつ、その上でなおも残存するリスクについて、自社内に残す(リスクの保有)べきか、あるいは社外に移転する(リスクの移転)べきか、検討することになる。

リスクの保有とは、リスクの顕在化により生じる損失を内部留保で賄うことである。具体的には、準備金や引当金を活用してリスクに対処することである。こういった内部留保を超える損失が生じた場合は、借入金などで対処することになる。

保有するリスクが顕在化した場合の損害発生頻度やその規模が経験的に推計可能であるようなリスクを、あえて自己保有することによって、リスク情報を管理し、企業におけるリスクマネジメント意識を高めるようインセンティブ付けを行うことも可能である。こうしたリスクの保有は、企業リスクの分析や、リスクマネジメントに資する社内啓蒙運動、リスクファイナンス手法活用に要するコストの効率化等、一定の目的をもってなされる積極的なリスク保有であるといえる。

一方、リスクの移転とは、主に外部の金融機関等に一定のコストを支払うことによってリスクをこれら金融機関等に移転し、リスク顕在化により生じる損失を負担してもらうことである。リスクを外部に移転する手法として、最も活用されているのが保険会社との保険契約であり、そのほかにも、近年では、保険デリバティブや証券化などのリスクファイナンス手法を活用するケースも見られる。

リスクの保有・移転を検討するにあたっては、企業のその時々々の財務ニーズが何にあるかが重要な判断要素となる。すなわち、財務の効率性の向上、流動性の確保・強化、損益の平準化、等の目的のうち何に重きを置くかを念頭に置き、リスクの保有・移転のバランスを検討するべきである。

たとえば、保険契約において高額免責や不担保特約の設定によって保険会社側の支払条件を限定する保険商品などは、まさにリスクの保有と移転のバランスを上手に工夫した手法の一つといえる。

さらに、リスクによっては、企業と金融機関等の間に情報の非対称性が生じるケー

スもある。このようなリスクについては、リスクの引き受け手となる金融機関側の情報過小によるプレミアムの上乗せが求められるケースが多い。企業はこのようなリスクに対しても、リスクの保有と移転を組合せ、リスクの移転先となる金融機関等とのリスクシェアリングを行うことで、外部へのリスク移転が可能となったり、より効率的なリスクファイナンスの実現も期待できる。ファイナンス保険やキャプティブを活用したリスクファイナンス手法がこれにあたる。

【コラム】グローバル・プログラム

企業が保有できるリスクの規模は、企業の財務戦略によって異なる。資産の効率性を重視する企業は、保有量を抑えて外部に移転するかもしれないし、新規事業への投資を重視する企業は、移転できるものは全て外部に移転するかもしれない。また、グローバルに事業展開する企業は、全社的にリスクコストを管理するために、保有量を多くする場合もあるだろう。

欧米のグローバル企業では、親会社のリスクマネージャーが各国の現地法人の保険手配状況を把握し、リスクの統合的な管理を行うのが通例である。この一環として、親会社が保険を一元管理するグローバル・プログラムを採用している企業が多い。

グローバル・プログラムとは、各現法が最低限付保すべき保険の基準（以下、「付保基準」）を親会社が定め、各現法に当該「付保基準」に従って各国で保険を手配するよう指示し、結果として統一的な保険の手配が行われたものをいう。

多くの国では「現地物件に対する保険は国内保険会社から購入すること」とする付保規制が存在するため、「付保基準」に従った保険の手配は現地で行わなければならない。ただし、予想を超える高額な損害に備えるために、現地手配の保険の補償金額を超えるカバ - を親会社で直接手配することがある。これを一般的に「マスター・ポリシー」という。

グローバル・プログラムのメリットは、以下の諸点である。

- ・ 本社で付保内容を把握し、事故時の補償範囲を網羅的に確認することが可能となる。
- ・ 事故情報の集約により、全社のロス管理が可能となる。
- ・ 必要な保険の付保漏れや、保険の重複による無駄を排除できる。
- ・ 現地法人での、必要な付保水準の検討や保険手配を行う労力コストを節減できる。

グローバル・プログラムは、日本企業においても構築が可能であり、大手グローバル企業では、既に採用している企業もある。

2 . リスクファイナンス手法の商品性

リスクファイナンスの手法の選定にあたっては、前述の「保有」と「移転」というリスクへの対処方法の検討のほか、個々のリスクファイナンス手法の商品性を検討することも併せて必要となる。企業は、自社のニーズとこうした商品性とを照らし合わせた上で、実際に活用するリスクファイナンス商品の選定を行う。

2 1 支払即時性（流動性の確保）

支払即時性とは、リスクの顕在化から資金が手元に入るまでの時間が短いことを指す。企業が、リスク顕在化後のキャッシュフローの逼迫を懸念して、資金流動性の確保を優先したい場合、支払即時性の観点から、リスクファイナンス手法導入の検討を行うことが望ましい。

たとえば、保険商品では、保険金の支払要件として実損の発生が必要とされる。このため、保険事故発生の確認や実損額の調査等、いわゆる「損害調査・査定」を行った後に保険金が支払われることとなるため、一般に、保険事故の発生から保険金の支払いまでに相応の時間を要する。

一方、コンティンジェント・デットや保険デリバティブ、C A T ボンドといった手法においては、「損害調査・査定」の過程がない分、支払事由となる事象の発生から資金が手元に入るまでの時間は比較的短い¹。

2 2 実損填補

リスクの顕在化によって企業が被った実際の損害額が支払われることを実損填補といい、リスクファイナンス手法の中で、このような性質を持つものは、保険商品（および一部のC A T ボンド等²）である。一方、実際の損害額とリスクファイナンス商品から支払われる額との間にギャップが生じることをベースリスクという。リスクの顕在化によって支払われる額が、契約締結時に決められている保険デリバティブ等には、このベースリスクがある。

企業が、あるリスクの顕在化に対して必要となる資金の量を定量的に把握している場合は、その金額を確実に手当てできるリスクファイナンス手法を活用することにより、ベースリスクを回避することができる。

¹ C A T ボンドでは、トリガー（支払事由となる事象）の設定方法により、資金が手元に入るまでの時間は異なり、保険同様に支払までの時間を要するケースもある。

² トリガー（支払事由となる事象）の設定方法により、実損填補となる商品の組成も可能であるが、そうした場合、支払即時性が失われる。

2 3 商品の個別性

企業が、自社が抱えるリスクについてリスクファイナンスを即座に手配したい場合には、商品の個別性に起因する組成の簡便性、すなわち、リスクファイナンス手法の導入決定から契約効力の開始までに要する時間にも留意する必要がある。一般に、オーダーメイド商品となるコンティンジェント・デットやC A Tボンドは個別性が高く、現時点では活用事例があまり多くないこともあり、組成までに相当程度の時間を要する。一方、従来の保険商品は、契約内容が比較的標準化されており、導入決定から契約効力の開始まで、時間を要さない。また、保険デリバティブは、個別性は高いとはいえ、契約内容が一定程度標準化されているほか、その多くが相対取引であることから、コンティンジェント・デットやC A Tボンドのように、ストラクチャー組成に時間を要することはなく、これらの手法に比べ契約効力の開始まで、さほど時間を要さない。

2 4 リスクファイナンス活用に要するコスト

リスクファイナンス活用に要するコストとしては、リスク分析やスキーム組成のための事務コスト（手数料、弁護士費用、登記費用等）、リスク移転に係るプレミアムといったリスクファイナンス手法活用に係る直接的コストのほか、有利子負債のコスト、自己資本のコスト等を勘案して検討する必要がある。ここで得られたトータルコストとリスクファイナンスにより得られる効果を比較衡量した上で、企業にとって最適な手法を選定する必要がある。

すなわち、リスクを移転する場合には、リスクを保有する場合に比べ、リスク移転に係るプレミアムを負担する必要がある。また、従来の保険のような、契約内容が比較的標準化されている手法に比べ、個別性の高い手法の方が、事務コストは一般的に高くなると考えられる。

2 5 契約期間

企業には、リスクファイナンス手法活用に要するコストやリスク顕在化後の対応に要するコストを一定期間固定（確定）させることで、中期的な予算の固定化や損益の平準化を図りたいとするニーズがある。

リスクファイナンス手法活用に要するコストの固定化ニーズの観点からは、コンティンジェント・デットやC A Tボンド、ファイナイト保険は一般に複数年契約（長期契約）であり、契約期間におけるコストの支払額を事前に掌握することができる。また、従来の保険商品の契約期間は1年契約が一般的だが、企業ニーズに応じて、短期契約や複数年契約（長期契約）のいずれも選択可能である。

また、ファイナイト保険のように、長期に設定した保険期間の中で分割して支払うことで、損益の平準化ニーズに応えることができる商品もある。

2 6 会計（財務会計）の観点

企業は、様々なリスクから企業財務を守るためのバッファーとして、資本を保有していると考えられることができる。リスクの顕在化による損害に対する財務体力の強化策として、企業が平時から過度に資本を準備することは、資本効率の観点から望ましくない可能性がある。企業は、リスクファイナンス手法を活用し、それに要するコストを支払うことにより、緊急時の資本をオフバランス³で準備することができ、耐性の強化と資本の効率化を同時に実現することができる。

企業がリスクファイナンス手法を検討するにあたっては、企業の資本政策とリスクファイナンス手法の活用により得られる効用を念頭に入れた上で、企業価値の最大化に資する戦略的なリスクファイナンスプログラムの構築を図ることが望まれる。

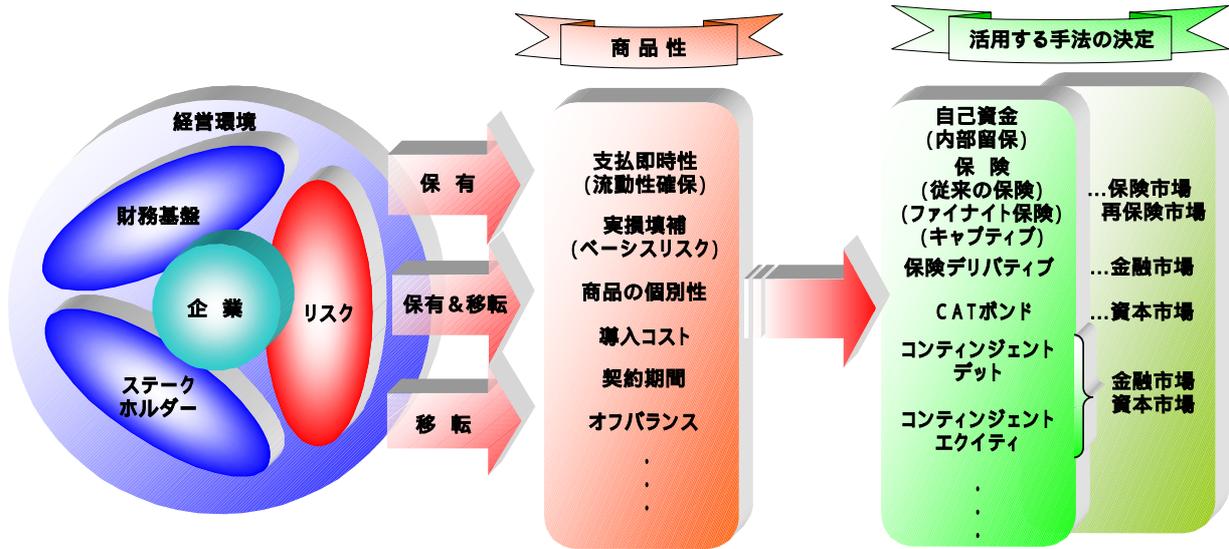
2 7 その他の商品性

保険市場・再保険市場の規模的な制約によって、従来の保険商品では引き受けが困難であったリスクを、金融・資本市場の資金力を活用し、金融・資本市場にリスクを移転するリスクファイナンス商品がある。

CATボンドは、異常災害（カタストロフィー）リスクを証券化し、リスクを金融・資本市場に移転するスキームである。また、保険デリバティブは、保険関連リスクに連動する指標等が変動し、契約締結時に取り決めた条件が満たされた場合に、金銭の授受が行われるスキームで、金融・資本市場にリスクを移転することが可能となる。こうした金融・資本市場の資金を活用することで、従来の保険商品では引き受けが困難であったリスクへの手当てを実現することができる。

³ CATボンドを発行しているSPVやキャプティブは、連結対象となる場合がある。

資料 1-1 リスクファイナンスの検討プロセス



第2章 流動性確保策としてのリスクファイナンス

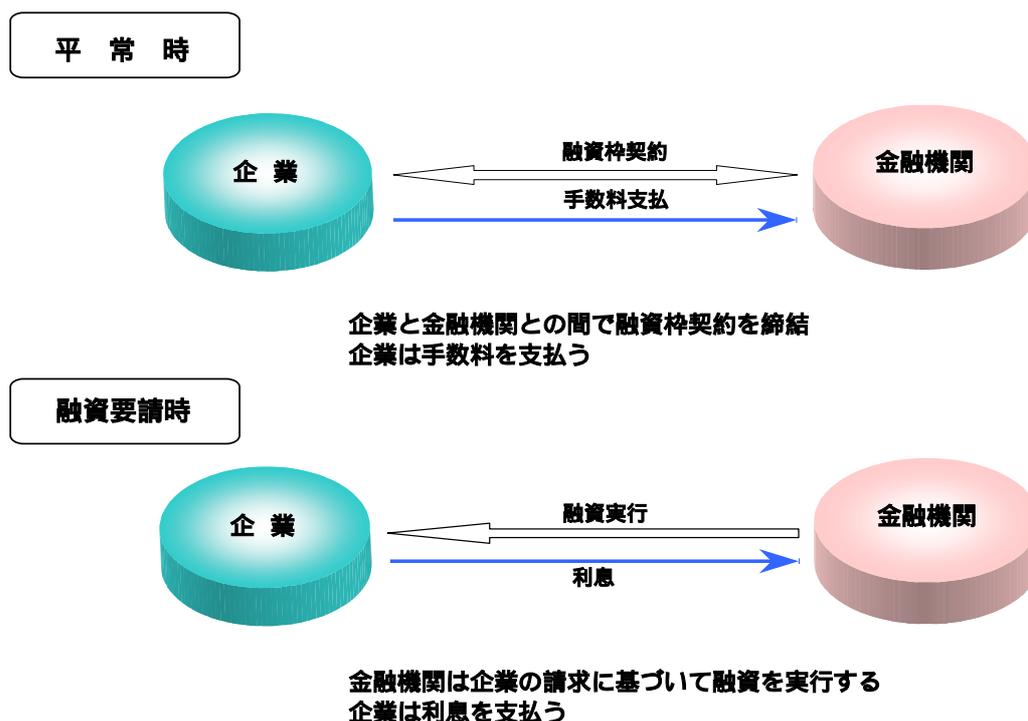
1. 融資枠契約を活用した資金調達

企業が外部から資金を借入れることを事前に確保する手段として、融資枠契約がある。この融資枠契約を活用することで、手元資金を企業が適正と判断する一定水準に保ち、かつオフバランスにおいて流動性を確保することができる。

1-1 コミットメントライン

コミットメントラインは、予め定めた期間および融資枠の範囲内で、企業が一定の条件を満たす限り、企業の請求に基づいて、金融機関が融資等を実行する旨約定するものである。契約期間中、企業から銀行等に対し、コミットメントフィー（手数料）を支払う。

資料2-1 コミットメントラインの仕組み（相対方式）



1-2 コミットメントラインの提供者

相対（バイラテラル）方式では、企業（あるいはSPV）は、各銀行と個別に融資枠契約を締結する。それに対し、シンジケーション方式では、主幹事銀行（アレンジャー）を中心に、複数の金融機関（引受シンジケート団）と一つのコミットメントライン契約を締結する。

1 - 3 コミットメントラインのメリット

コミットメントラインには、以下のようなメリットがある。

(1) 融資手続きの簡素化

資金を借入れるたびに新たな契約を結ぶ必要がなく、融資手続きを簡素化することができる。

(2) 流動性の確保

融資枠を設定することで、いつでも必要な資金を機動的に調達することができるため、流動性を確保することができる。

(3) 資金効率の向上

流動性を確保しつつ、オフバランス化することにより、手元流動性を圧縮し、資金効率を改善することが可能となる。

平常時の資金調達と同様、リスク顕在化時の資金調達ニーズに対しても、コミットメントラインを利用することで、企業は、リスク顕在化後の「信用力の低下」や「調達コストの上昇」を回避できる。すなわち、資金調達を事前に確保する契約を締結することで、一定程度のリスクに対応するリスクファイナンス手法としても機能するといえる。

1 - 4 コミットメントライン利用の留意点

一般的なコミットメントラインは、自然災害等の甚大なリスクが顕在化した後の融資は想定されていないケースが多い。

コミットメントラインには、災害やシステム障害等の非常事態が発生し、参加金融機関が市場での資金調達や送金が困難になった場合に、貸付義務を免除する不可抗力（フォースマジュール）条項が付されているのが一般的であり、留意が必要である。

また、リスクの顕在化による企業のダメージが大きく、その事業継続性に大きなリスクがあるため貸付前提条件未充足と金融機関が判断すれば、融資実行が行われない可能性がある。こうした信用リスクの判断は、個別の状況により左右されることになるため、災害時の流動性の確保策としては万全ではない。

さらに、金融機関によっては、貸出行為を非常時における最優先業務としないケースも想定される。こうしたことから、平時に比べ、融資が実行されるまで相応の日数を要する可能性がある。

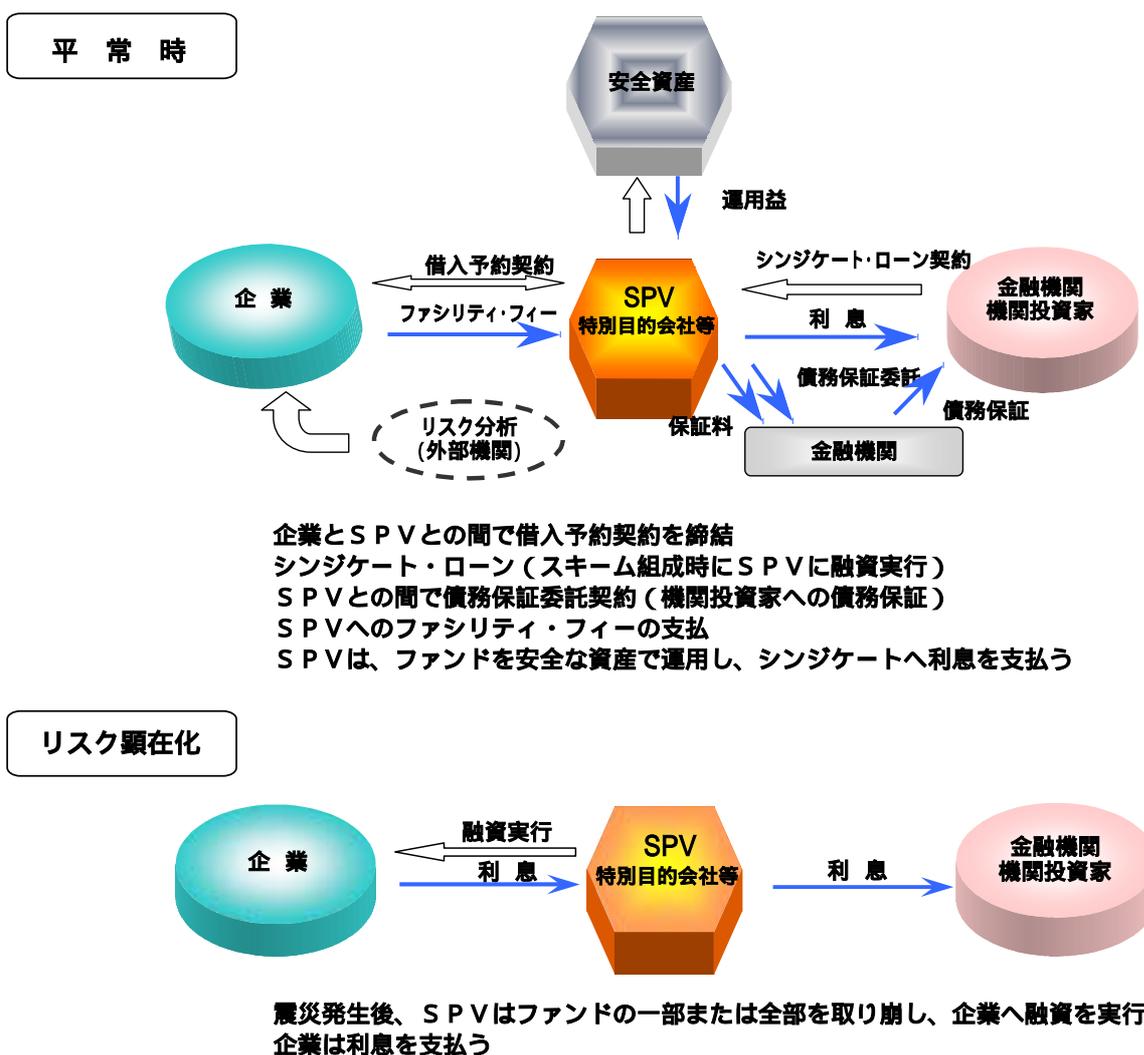
1 - 5 コンティンジェント・デット(コンティンジェント・コミットメントライン)

前述のコミットメントラインの脆弱性を克服するものとして、特定のリスクに対応する融資枠契約であるコンティンジェント・デット(コンティンジェント・コミットメントライン)が注目されている。

コンティンジェント・デットは、予め定めたリスク(事故、災害等)が顕在化した場合に、予め定めた融資限度枠や金利条件に基づき、企業が必要とする資金の機動的な借入を可能とするスキームである。

国内で報告されているコンティンジェント・デットは、SPV(特別目的会社等)を仲介させたスキームとなっている。このスキームを活用する場合、企業は、SPVと非常時の借入予約契約を締結し、SPVに手数料を支払う。SPVは、金融機関と融資契約を締結し、当初に融資等を受け、平常時は、その資産を運用し、金融機関に利息を支払う。一定の事象が発生すると、SPVは、運用資金の一部または全部を取り崩し、企業への融資を実行することになる。

資料2-2 コンティンジェント・デットの一例(シンジケーション方式)



災害時には、資産の毀損による損失が発生するほか、企業活動が停滞することによる追加的な運転資金が必要となる。当座の運転資金は、コンティンジェント・デットにより確保し、資産の毀損を補う設備資金および当期の損益へのダメージを緩和するために保険商品を活用するというように、リスクファイナンス手法を複数組み合わせたプログラムも、より効率的かつ合理的にリスクに備えることを可能とする画期的手法として注目されている。

ただし、コミットメントラインに比べ、追加的なコストを要する点に留意する必要がある。たとえば、地震リスクに対応したコンティンジェント・デットの場合、外部機関による地震リスク分析をもとに融資限度枠等の条件が定められるが、当該外部機関に支払うリスク分析費用やSPVを通じて金融機関（投資家）に支払う地震リスク相当のプレミアム等のコストが生じる。

なお、コミットメントラインとコンティンジェント・デットの主な相違点は、下表のとおりである。

資料2-3 コミットメントラインとコンティンジェント・デットの主な相違点

	コミットメントライン	コンティンジェント・デット (地震リスクに対応したものを想定)
リスク分析	原則なし	原則、外部機関による地震リスク分析が必要
不可抗力条項 (フォースマジュール条項)	天災・戦争の勃発、電気・通信・各種決済システムの不通・障害等によって貸付の実行が不可能となったと多数貸付人が判断した場合は、貸付義務は免責	原則なし 但し、電気・通信・各種決済システムの不通・障害時は免責
信用リスクの判断	被災後等には、個別に判断する可能性あり	被災後の信用リスクも契約時（事前）に判断
直接の融資元	金融機関	特別目的会社等（SPV）
融資実行の不確実性	金融機関のデフォルトリスク 信用リスクの悪化	（スキーム存続の限り、なし）
コスト	コミットメントフィー ファシリティーフィー アレンジャーフィー・エージェントフィー	コミットメントフィー ファシリティーフィー アレンジャーフィー・エージェントフィー 地震リスク相当のプレミアム（投資家への支払） 地震リスク分析のための費用（外部機関への支払）
一契約あたりのロット	小口対応可能	小口の場合、スキーム組成コストが割高に
オフバランス性	オフバランス	原則オフバランス

【コラム】中小企業のコミットメントラインニーズ

現在のところ融資枠契約の締結が明示的に可能となっているのは資本金 3 億円以上の株式会社等であり、緊急時の資金調達ニーズが高いと考えられる中小企業等は、利息制限法等規制法令により、融資実行状況によってはコミットメントフィーが利息制限法に抵触するとの見解もあり、広範に活用されるには至っていない状況にある。

中小企業の財務基盤を考えた場合、リスクが顕在化した際の財務的影響度合いは大企業に比べ相対的に大きく、また、手元資金が潤沢でリスク顕在化による資金需要に十分対応できる企業の存在は想定し難いことから、融資枠契約ニーズは高いものと考えられる。

阪神大震災の際には、当面の運転資金の資金調達に窮する中小企業が多く、サプライチェーンを守る観点から、大企業（親会社等）から関係会社に復旧資金を融資するという緊急措置が一部の企業でとられたようである⁴。

資料 2-4 阪神淡路大震災時の大企業から子会社等への金融支援

企業名	対象	支援内容
三菱電機	協力会社組合に加盟する企業約 40 社	無担保融資、限度額 5 千万円
阪神内燃機工業	阪神内燃機工業協同組合の加盟社	納入代金の支払タームを短縮
トヨタ自動車	系列販売店	店舗修復のための融資を検討

また、政府系金融機関への問い合わせが殺到したという報告もある⁵。

資料 2-5 阪神淡路大震災時の政府系金融機関への融資等の相談件数

金融機関名	震災発生後 7 日間の相談件数
国民金融公庫	約 8,400 件
中小企業金融公庫	約 450 件
商工組合中央金庫	約 700 件

⁴ 日経産業新聞（1995 年 3 月 8 日）

⁵ 日本経済新聞（1995 年 1 月 26 日）

第3章 リスクファイナンスにおける金融・資本市場の活用

近年、保険商品の形態をとらない金融商品により、金融・資本市場のキャパシティを利用してリスクを移転する手法が活用されてきている。金融・資本市場がリスクの引受機能を担う動きが活発化すれば、保険市場および再保険市場の規模的制約が補完され、リスクの引受キャパシティを飛躍的に増大することができる。

こうした金融商品は、今後も開発が進められると思われるが、現時点で既に一般に知られているものとして、保険デリバティブ、コンティンジェント・キャピタル、C A T ボンドがある。

1. 保険デリバティブ

1 - 1 保険デリバティブ

保険デリバティブは、従来は保険が担保してきた保険関連リスクに連動する指標の変動等を対象としたデリバティブ取引である。この手法を活用することで、企業は、金融・資本市場にリスクを移転することができる。

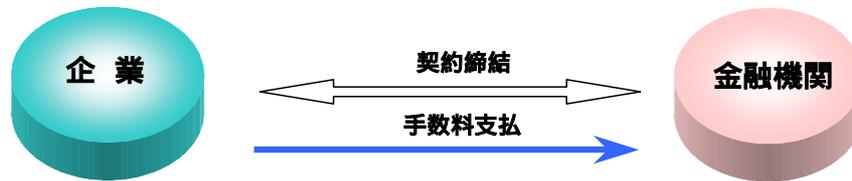
企業は、手数料を支払うことにより、保険商品と同様に、保険関連リスクをヘッジする効果を得ることができる。このため、同種のリスクをヘッジする保険商品と、デリバティブ商品が並存することにもなる。

たとえば保険会社では、天候保険（異常気象保険）と天候デリバティブ、地震保険（地震を担保する特約）と地震デリバティブというように、同種のリスクをヘッジするための商品をいずれも取り扱っている。したがって、企業は、移転したいリスクについて、保険と保険デリバティブ各々の商品性を比較検討し、選択することが可能である。

資料 3-1 保険デリバティブ取引の一例

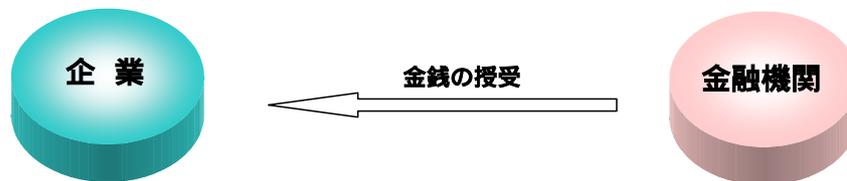
(地震デリバティブのケース)

平常時



地震が発生し、取り決めた範囲内でマグニチュード等の客観的な指標が変動した場合（たとえば、本社から震源までの距離が半径 10km 圏内で、かつ、マグニチュード 7 以上の地震が発生した場合）に、金銭を受取ることができるというデリバティブ契約を締結金融機関に対し、地震デリバティブの購入に要する費用を支払う

リスク顕在化



契約締結時に取り決めた条件が満たされた場合（本社から半径 10km 以内で、マグニチュード 7 以上の地震が発生した場合）、金融機関から契約締結時に取り決めた金銭を受取る

- * 契約期間中に、地震が発生しなかった場合には、金銭の授受は行なわれない
- ** 契約期間中に、地震が発生したが、本社からの震源までの距離が 10km を超えている場合、または、マグニチュードが 7 未満である場合には、金銭の授受は行なわれない

1 - 2 保険デリバティブの提供者

わが国における保険デリバティブは、現在のところ当該金融商品を提供している金融機関とその商品を利用する企業と相対の店頭取引となっている。主に、保険会社や銀行が商品化および販売を行っているが、一部で企業同士のスワップ取引等も行われている⁶。なお、近年では保険会社が次々と新商品を開発しており⁷、保険会社と業務提携した銀行等が仲介業務を行う動きが活発化している。

⁶ 東京電力と大阪ガスの間において、両社の持つ反対の「気温リスク」を対象としたスワップを契約した例が報告されている。また、保険会社間においても、たとえば「日本の台風リスク」と「欧州の暴風リスク」のスワップ取引が見られる。

⁷ 「波浪デリバティブ」...波の高い日が続き、出漁・出航できない場合を想定したもの。(損保ジャパン)
「台風デリバティブ」...観測期間中に一定数以上の台風が襲来した場合を想定したもの。(東京海上日動火災)

1 - 3 保険デリバティブのメリット

(1) 間接的な損害のカバー

保険では、実損の発生と、その損失と発生原因の因果関係を証明することが支払いの要件となるが、保険デリバティブでは、因果関係の有無にかかわらず保険関連リスクに連動する指標の変動等により契約締結時に取り決めた条件が満たされた場合に、金銭の授受が行われる。そのため、自社に直接の損害はなくとも、異常気象や天候不順により、企業をとりまく環境が悪化、あるいは交通インフラが麻痺し、自社の営業を縮小せざるをえない場合等においても、契約締結時に取り決めた条件が満たされたことによって、企業が受け取ることとなる金銭を間接的な損害の填補や当座の運転資金に充てることができる。

(2) 支払の即時性

保険のもうひとつの支払要件として損害額の立証がある。このため、損害調査から損害額の確定までに時間を要する場合が多い。それに対し、保険デリバティブでは、契約締結時に取り決めた条件が満たされたことにより金銭の授受が行われるため、保険と比較して支払の即時性に優れている。

1 - 4 保険デリバティブ利用の留意点

保険デリバティブでは、実際の損害に見合う十分な金額が支払われない可能性がある。したがって、完全なリスク移転は行えない点に留意する必要がある。

たとえば、地震デリバティブでは、マグニチュードや震度等、客観的な指標の変動に基づき金銭の授受が行われるため、実損額と保険デリバティブ契約に基づき支払われる額との間にギャップが生じる可能性がある。

一般の保険と保険デリバティブの相違については以下のとおりである。

資料 3-2 保険と保険デリバティブ

	保 険	保険デリバティブ
支払の要件	・実損の発生 ・事故との因果関係 (保険発動要件の確認・損害調査等を要する)	契約締結時に取り決めた条件が満たされること (実損発生の必要性なし)
ベースリスク	な し 実損額(あるいは実損額をベースに契約条件によって算出した額)を支払う	あ り 支払額と実損額にギャップが生じ、支払額が実損額に不足する(または過剰となる)可能性がある
支払の即時性	時間を要する 保険発動要件の確認・損害調査等を要する	比較的迅速 支払事由となる事象(一般に第三者の提供する指標)の発生により支払が確定する

1 - 5 保険デリバティブの活用状況

巨大災害を対象とした保険デリバティブは、1992年にシカゴ商品取引所で取引が開始された⁸。また、天候デリバティブは、1997年にエンロンが開発、その後、徐々に市場規模は拡大しつつある。

国内では、1999年にスポーツ用品量販店が、雪不足による収益減少を回避するために導入した。その後も、天候デリバティブを中心に発展を遂げ、2000年時点では60億円程度、2005年には600億円程度の規模となっている。

こうした市場拡大を受け、東京金融先物取引所は、気温先物取引の国内初の上場に向け準備に入っている。取引所は、保険会社等の金融機関のほか、商社や商品先物会社の参加を見込んでいるが、商品先物会社を通じて個人投資家の参入が可能となるため、個人資金の流入が進めば市場拡大が期待される。今のところ、具体的な個人向け商品については構想段階だが、天候と関係の深い穀物や灯油などと気温先物を組み合わせた新たな商品ファンドなどが生まれる可能性もあるといわれている⁹。

地震デリバティブについても、ニーズは高まっており、今後、保険に並ぶリスクファイナンス手法となるものとして期待されている。

2 . C A T ボ ン ド

2 - 1 C A T ボ ン ド

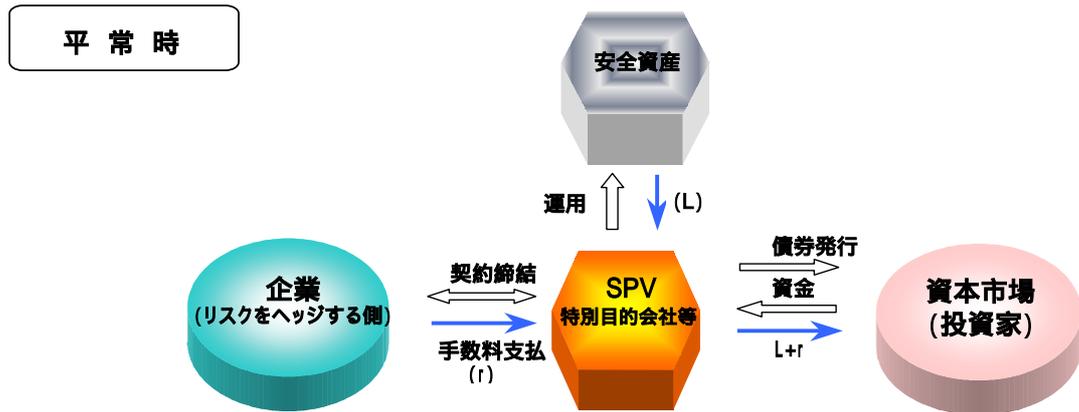
C A T ボ ン ド と は、保 険 化 が 困 難 と い わ れ る 地 震 や 台 風、寒 波、ハ リ ケ ー ン と い っ た リ ス ク、す な わ ち、リ ス ク が 顕 在 化 す る 確 率 は 低 い も の の、発 生 し た 場 合 の 損 害 規 模 が 大 き い 異 常 災 害（カ タ ス ト ロ フ ィ ー < catastrophe >）リ ス ク を 証 券 化 し、リ ス ク を 金 融 ・ 資 本 市 場 に 移 転 す る ス キ ー ム で あ る¹⁰。C A T ボ ン ド の 発 行 主 体 は、S P V と デ リ バ テ ィ ブ 契 約 を 締 結 し、プ レ ミ ア ム を 支 払 う。S P V は、債 券 を 発 行 し、投 資 家 か ら の 資 金 を 安 全 資 産 で 運 用 す る。平 常 時 は、プ レ ミ ア ム お よ び 運 用 益 か ら 投 資 家 に 利 息 が 支 払 わ れ る。予 め 定 め た リ ス ク が 顕 在 化 し た 場 合、発 行 主 体（企 業）は S P V か ら 資 金 を 得 て、投 資 家 に は 発 行 主 体 に 支 払 わ れ た 金 額 を 控 除 し た 資 金 が 償 還 さ れ る 等、元 利 金 の 減 額 が 発 生 す る。

⁸ C A T オ プ シ ョ ン な ど の 巨 大 災 害 イ ン デ ッ ク ス 商 品 は、シ カ ゴ の シ カ ゴ 商 品 取 引 所 (Chicago Board of Trade : CBOT) で 1992 年 に、バ ミ ュ ー ダ ・ コ モ デ ィ テ ィ ・ エ ク ス チ ェ ン ジ で 1997 年 に そ れ ぞ れ 取 引 が 開 始 さ れ た が、い ず れ も 取 引 量 が 少 な く 参 加 者 も 少 な い こ と か ら、現 在 は 取 引 が 停 止 さ れ て い る。

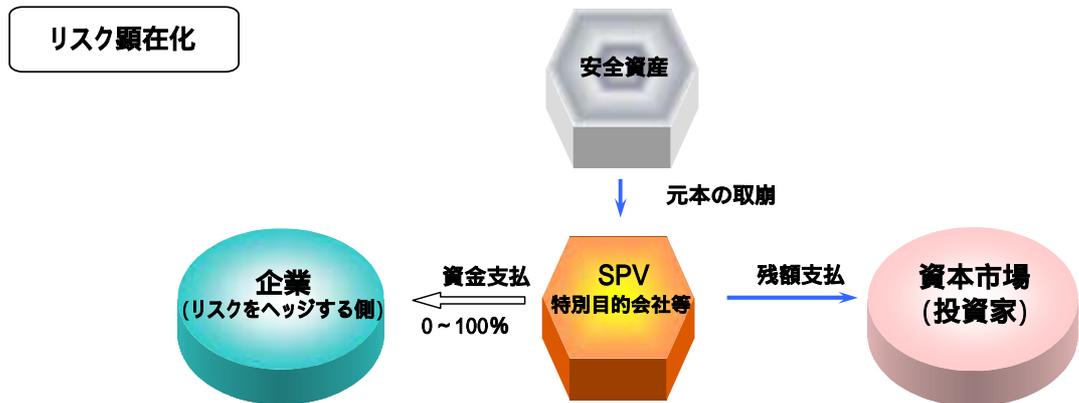
⁹ 日 経 金 融 新 聞（2006 年 1 月 13 日）

¹⁰ C A T ボ ン ド と 相 似 の ス キ ー ム に よ っ て、自 然 災 害 以 外 の カ タ ス ト ロ フ ィ ー リ ス ク を 証 券 化 し た ケ ー ス と し て は、た と え ば 「2006 年 ワ ー ル ド カ ッ プ の 開 催 中 止 リ ス ク の 証 券 化」や「生 命 保 険 債 券」等、そ の 一 部 は 知 ら れ て い る が、一 般 に 情 報 が 開 示 さ れ て お ら ず、統 計 デ ー タ が 整 備 さ れ て い な い こ と か ら、こ の 報 告 書 で 使 用 す る C A T ボ ン ド の 統 計 デ ー タ は 「自 然 災 害 に よ る カ タ ス ト ロ フ ィ ー リ ス ク」に か か る C A T ボ ン ド の も の に 限 定 し て い る。

資料 3-3 リスクの証券化のスキーム



企業とSPVとの間で契約締結、それに基づき債券（CATボンド）を発行し、投資家に販売
 投資家から払い込まれた資金を安全資産で運用
 企業は手数料プレミアムを支払う
 投資家は債券のクーポンとしてL+rを受け取る



リスクが顕在化した場合、信託勘定の資金の一部もしくは全部を取り崩し、企業に支払う
 投資家は満期日に残額と運用益を受け取る

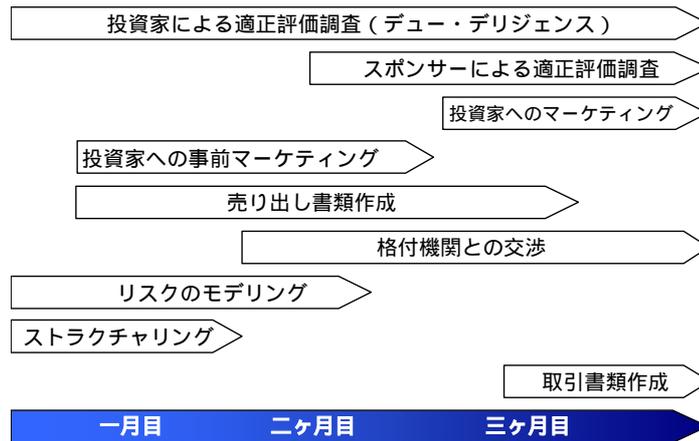
2 - 2 CATボンドの提供者

CATボンドの発行には、専門的な経験と知識が必要であり、通常は多数の専門家が役割を分担して担当する。通常、以下の事業者が参画する。

資料 3-4 CATボンド発行にかかわる事業者

役割	事業内容	事業者
マネージャー	ストラクチャー・デザイン、費用の概算見積もり、リスクの定量評価概算、投資銀行の推薦等のアドバイス、統合調整	保険ブローカー・証券会社
投資銀行	CATボンドの発行手配、書類作成、宣伝・販売	証券会社
モデリング会社	リスクの定量評価	モデリング会社
格付機関	CATボンドの債券格付判断・付与	格付機関
法的アドバイザー	組成アドバイス、必要書類の作成、税務および規制面の確認・意見書作成	弁護士、公認会計士

資料 3-5 CATボンド発行の一般的なスケジュール例



出典：海外調査における Aon 社の説明資料：
Capital Markets Discussion Materials, May.2005

2 - 3 CATボンドのメリット

カタストロフィーリスクの証券化には、以下のようなメリットがある。

(1) 資本市場（不特定多数の投資家）へのリスクの移転

資本市場は保険市場に比べて潜在的キャパシティが大きいいため、保険市場で引受けが困難な巨大災害リスクについても、投資家に分散することでカバーを得られる可能性がある。

(2) 商品設計の柔軟性

対象とするリスクの種類（対象領域、災害の種類等）や元利金の減額等が発生する条件の特定方法（実損填補型¹¹、インデックス型¹²、パラメトリック型¹³、モデルロス型¹⁴等）、契約期間等、リスクをヘッジする側のニーズに合わせて商品进行設計することができる。

(3) 信用リスクの回避

リスクが顕在化する前に資金を集めることができるため、リスクが顕在化した際に必要な資金は、常にSPVに確保されている。通常の保険契約では、契約者（企業）は保険会社の信用リスクを負うが、SPVを介することで、信用リスクを回避することができる。

¹¹ リスクをヘッジする側の実際の損害額をトリガーとする。

¹² 保険業界や保険会社の損害額等、リスクをヘッジする側の損害額に連動する経済的・財務的な指標をトリガーとする。

¹³ 発生する自然現象の場所や強度（地震のマグニチュードや震度、ハリケーンの中心気圧等）をトリガーとする。

¹⁴ 専門会社が損害発生モデルを構築し、マグニチュードや中心気圧等のパラメーターを使用して、モデル上で算出する損害額をトリガーとする。

2 - 4 C A T ボンド発行の留意点

C A T ボンドの発行を検討する際には、以下のような点に留意する必要がある。

(1) 発行に要するコスト

C A T ボンドは、リスクプレミアムに加えて、以下のような費用が必要となる。

- ・ S P V の設立に要する費用
- ・ リスク分析やモデリング、格付機関との交渉等にかかる手数料
- ・ 起債そのものやマーケティングにかかる費用
- ・ 弁護士費用等の付帯費用

これらは、C A T ボンドが商品毎の個別性が高いことに起因するものである。企業が活用する場合には、リスク見合いのトータルコスト等を勘案しつつ対応を検討する必要があるが、場合によっては発行ロットを大きくする、もしくは償還期間を長期とする等、費用対効果を高める工夫も必要となる。

(2) ベーシスリスク

元利金の減額等が発生する条件の特定方法を実損填補型やインデックス型とする場合、条件の特定方法が複雑となる、あるいはリスクをヘッジする側の恣意性やモラルハザードが介入する余地がある等、投資家からは敬遠される傾向にある。投資家から好まれるのは、第三機関が発表するデータをそのまま使用するパラメトリック型であり、投資家募集の観点からは、パラメトリック型による設計が望ましいともいわれている。しかしながらこの場合、リスクをヘッジする側はベーシスリスクを負うことになる¹⁵。

(3) 情報の透明性が必要

資本市場の投資家にとって、カタストロフィーリスクはあまり馴染みのないものである。そのため、投資家にとっての情報の非対称性を減らすべく、情報の透明性を確保することが重要になる。

C A T ボンドへの投資を行う際、投資家は、格付機関による格付けを目安とすることが多い。どの程度の格付けが得られるかは、一般の債券同様、デフォルト確率により決定される。そのことを踏まえ、リスクを定量化し、分析内容を開示する等、投資家の理解を得る工夫が必要である。

¹⁵ モデルロス型は、実損填補型とパラメトリック型の間中に位置するが、モデルにおける損害額の算出過程が不透明である等の理由から、モデルロス型を好まない投資家もいる。

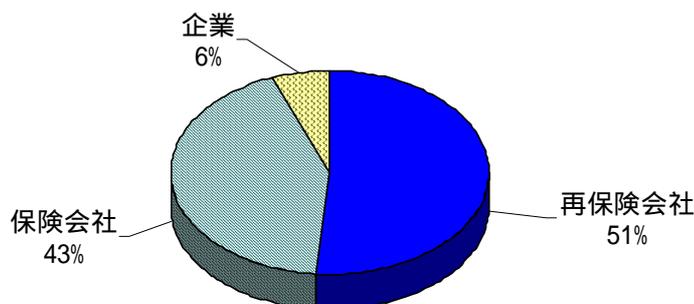
2 - 5 CATボンドの活用状況

(1) 発行主体別の活用状況

1992年のハリケーン・アンドリューによる大災害(支払保険金総額:約2兆円強)の後、再保険市場のキャパシティが縮小し、再保険料率が高騰したため、保険市場は資本市場の資力を要する状況に陥った。こうした中、保険市場のキャパシティを補完・増強する目的で、CATボンドの実用化が始まった。

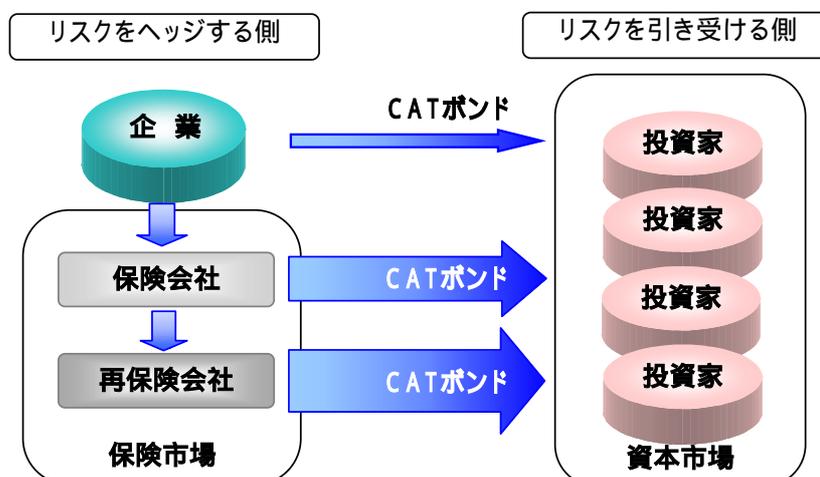
現在までに、保険会社・再保険会社のみならず、一般の企業が単体でこうしたスキームを活用し、CATボンドを発行したという事例も報告されてはいるが、その数は極めて少ない。わが国では、1999年に、株式会社オリエンタルランドが地震リスクを証券化(償還期間5年)した例がある。他にフランスの電力会社等、2004年末までに事業会社3社がCATボンドを直接発行したという報告がある。

資料3-6 発行主体別の活用状況(1997年-2004年)



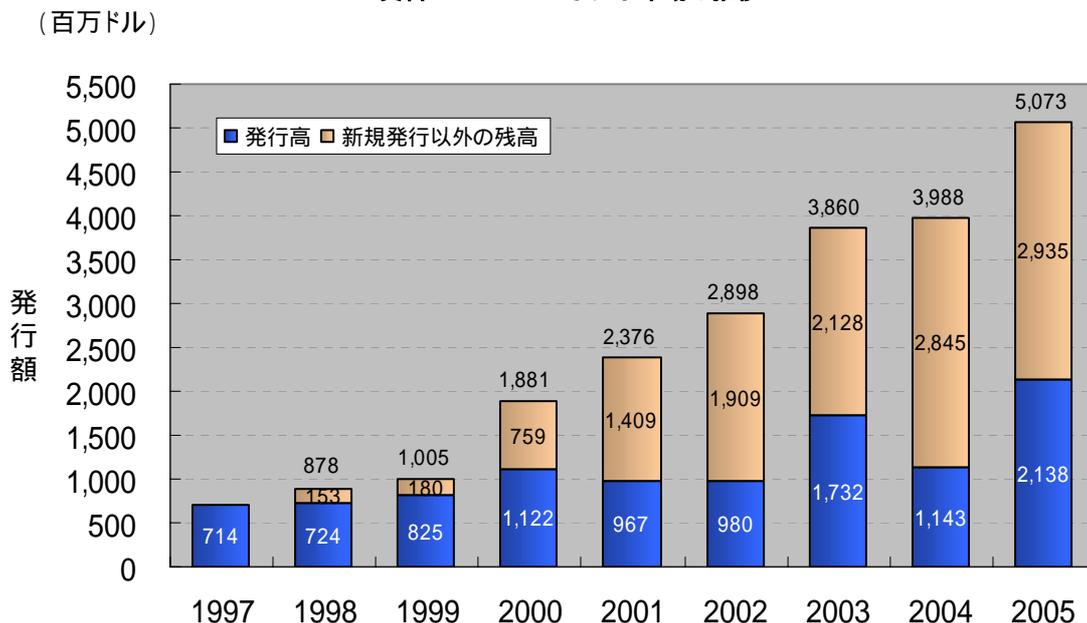
出典: The Growing Appetite for Catastrophe Risk:
The Catastrophe Bond Market at Year-End 2004
2005 Guy Carpenter & Company, Inc.
のデータをもとに作成

資料3-7 資本市場へのアクセス・ルート



金融・資本市場は、投資家の厚みやその多様性により、保険会社に比べて様々なリスクの引き受け手となり得る潜在性を有している。

資料 3-8 CATボンド市場の推移

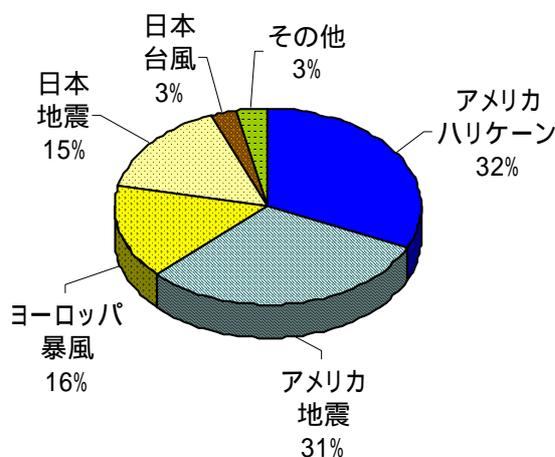


出典: スイス・リー・キャピタルマーケット証券会社の資料より

(2) リスクの種類別の活用状況

下図は、CATボンドの自然災害別の発行状況を表したものである。CATボンドの国別・自然災害別の発行高をみると、米国、欧州それぞれのリスクに次いで、日本の地震災害、台風災害がそれぞれ4番手、5番手の位置を占めている。

資料 3-9 災害別発行状況 (1997年 - 2004年)



出典: The Growing Appetite for Catastrophe Risk:
The Catastrophe Bond Market at Year-End 2004
2005 Guy Carpenter & Company, Inc.
のデータをもとに作成

(3) 投資家構成の変化

1999年時点では市場規模は10億ドル程度であったが、このうち保険会社と再保険会社による投資が55%を占めていた。保険会社・再保険会社以外の投資家による投資を保険業界外からの資本調達と考えると、この時点では4億5千万ドルの資金を資本市場から調達したことになる。

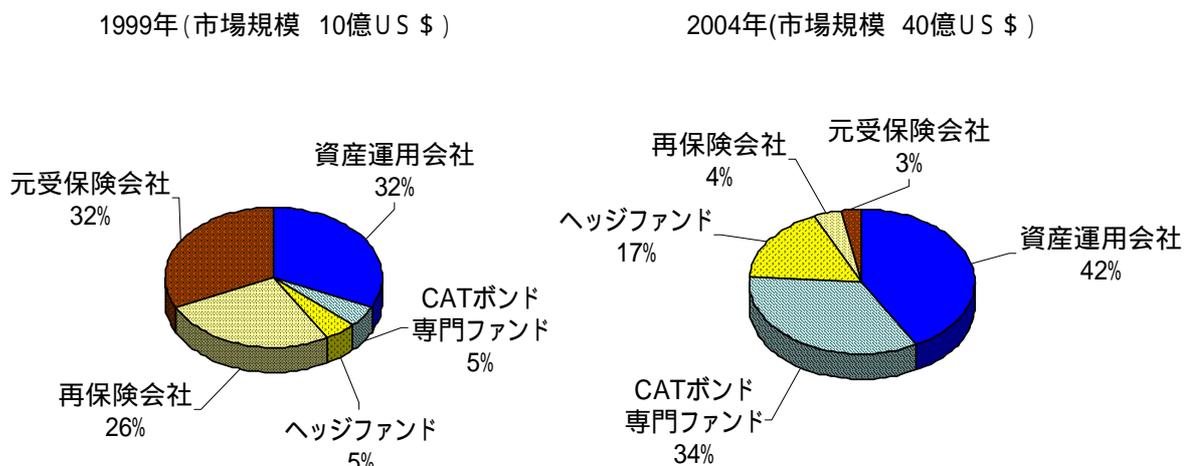
2004年の時点では市場規模は40億ドル程度に拡大しているが、保険会社・再保険会社による投資の比率が7%と大きく減少した一方、保険業界外からの投資が大きく伸びて93%となっている。保険業界外からの調達額は、2004年での投資残高40億ドルであり、保険市場外から約37億ドルの資金を調達した計算となる。

投資家から見たCATボンドのメリットとして、以下の点が挙げられる。

- ・格付が同水準の他の投資に比して金利が高い
- ・他のリスクとの相関性が低い

主な投資主体は年金基金、機関投資家、ファンド・オブ・ファンズ、ヘッジ・ファンドなどで、高い専門性が必要とされるため実際に運用を行う主体は限られており、「お互いの顔が見える」小さな集団で相対で取引が行われている。近年では、投資対象としての認知度が高まり、リスクの分散を望む投資家からのCATボンド専門の投資顧問会社へのニーズも強い。CATボンドのみを対象とする投資家は4社程度で、複数の分野での投資の一環としてCATボンドへの投資を行っている投資家は150社程度ある。そのうちの30社で、全投資額の80%を占める。

資料 3-10 保険リンク証券の投資家構成の変化 (1999年 2004年)



出典：Swiss Re :
Insurance-linked securities ,Jun 2004

【コラム】格付けとプレミアム

機関投資家の多くは、自社内に投資ガイドライン等のルールを設け、そのルールに則った投資を行っている。たとえば、債券への投資を行う場合、投資対象の債券の格付により、投資できる総額や期間等の投資基準が設けられている。したがって、多くの機関投資家を対象にC A T債券を発行しようとする場合、格付の取得は発行体にとって必要条件であるといえる。

格付機関であるS & Pにおいて、C A T債券等の保険リンク証券が売り出された当初の投資適格格付は、一番高いものでもBBであった。当時は、商品としての実績が少なかったため、見通しの不透明さがリスクとして織り込まれた。その後、発行件数が増え、デフォルトも極めて少ないことから格付水準が徐々に引きあげられ、A格の格付けを取得している債券もある¹⁶。

格付機関によって付与される格付が上昇傾向にあるのに対し、市場での人気は低い格付のものにシフトしている。当初は市場でもっとも格付の高いBBB格に人気が集まっていたが、最近人気が高いのはB格のものとなっている。これは、投資対象からより高いリターンを追求するヘッジ・ファンドの投資行動が一因と見られる。

【コラム】コンティンジェント・エクイティ

資本市場を活用したリスクファイナンスの一手法として、コンティンジェント・エクイティも一般に紹介されている。

コンティンジェント・エクイティとは、一定の期間内に予め定めたリスクが顕在化した場合に、予め定めた価格で株式等を発行（或いは売却）することによって資金や資本の調達ができるオプションをいう。企業は、その対価としてオプション料を支払う。

前章のコンティンジェント・デット同様、リスク顕在化後の資金の調達を事前に確保することができる手法である。しかしながら、コンティンジェント・エクイティは、事後の返済義務を伴わない一方で、リスク顕在化後の株価が下落する可能性が高い状況で、更に新株を発行することで、株価の更なる下落を招きかねない。したがって、リスクを引き受ける投資家を集めるのは困難である等、組成の難しさが指摘されており、これまでのところ、国内で組成した事例は報告されていない。

¹⁶ 格付にあたって、数次のイベント（地震等）をトリガーとするセカンド・イベント・ノート、サード・イベント・ノートの場合、格付を通常の水準より一段階高くなる。したがって、3回目のイベントがトリガーとなるサード・イベント・ノートでは、A格もありうる。

第4章 先進的保険手法を通じたリスクの保有・移転

1. リスクの保有・移転と先進的保険手法

企業のリスクファイナンスに関して、保険会社はリスクの主たる引き受け手として保険商品を提供してきた。しかしながら、保険商品によるリスクの移転においては、保険会社と企業（保険契約者）との間に存在する情報の非対称性がしばしば問題となる。

保険会社にとっては、損害の規模や発生頻度が十分に予測できないリスクは妥当な保険料の設定が困難であるため、当該リスクの引き受けに消極的になる場合がある。一方、企業にとっては、保険会社のキャパシティや市場のレートを知るすべはなく、保険料水準の妥当性について評価することは困難な状況にあるといえる¹⁷。

企業と保険会社にとって、こうした情報の非対称性による問題がある中、保険料率の自由化を機に、一定のリスクの保有を通じて、リスクファイナンスを効率的、効果的に行う企業も現れてきている。一般的に活用されている保険においても、免責金額の設定や保険金額の上限設定、契約における特定のリスクの除外、トリガーイベントの工夫等のアレンジを行うことで、リスクの保有・移転を一つの商品の中で図ることが行われている。

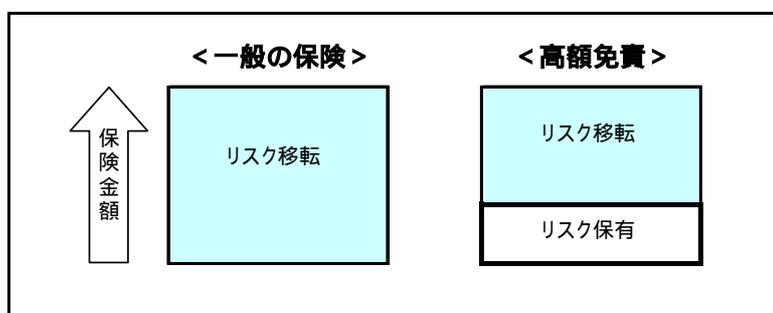
こうした企業と保険会社のリスクシェアリングを行うことで、保険会社が引き受け困難なリスクの保険化や、企業がこれまで検証できなかった保険料水準の見直しができるようになる可能性がある。すなわち、リスクシェアリングを通じた保険スキームの高度化を通じて、企業による一定のリスクの付保（リスク移転）が可能となるといえる¹⁸。

¹⁷ 保険料水準については、保険ブローカーや他の保険会社からの相見積を活用することで、一定程度、その妥当性は確認できる。

¹⁸ リスクシェアリングによりモラルハザードの低減やロスプリベンション（損害の防止・予防）が促進されれば、保険会社の危険差益（予定より事故率が低かった場合に発生する利益）の拡大が図れるため、保険会社にとっても理想的な形態といえる。

1 - 1 高額免責の設定

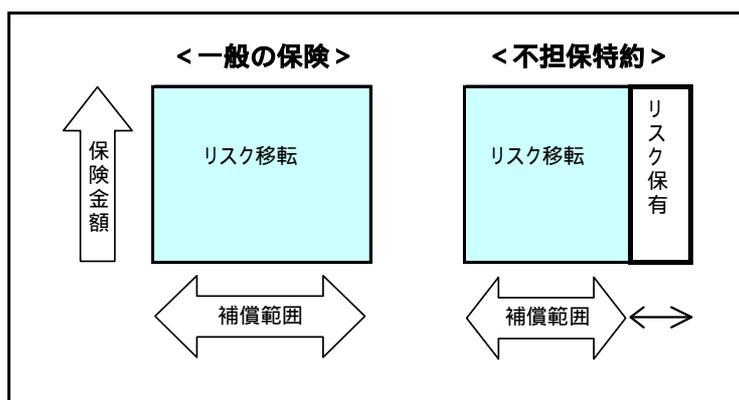
保険における免責金額の設定は、企業にとってはその金額までのリスクの自己保有を意味している。企業が、その財務体力に応じた保有額を考慮した上で、高額の免責を設定することも、リスクファイナンスの効率化につながるリスクシェアリングの一形態といえる。



1 - 2 不担保特約の活用

保険の約款には、一般に免責条項が付されている¹⁹が、更に不担保特約を付帯することで、特定のリスクを自己保有することが可能である。

たとえば、パッケージ化された火災総合保険に加入する場合であっても、自社建物の地理的・立地的条件を勘案して「風・ひょう・雪災リスク」や「水災リスク」等、低頻度で損害額の予測が可能なリスクを不担保とし、企業が保有することが可能である。

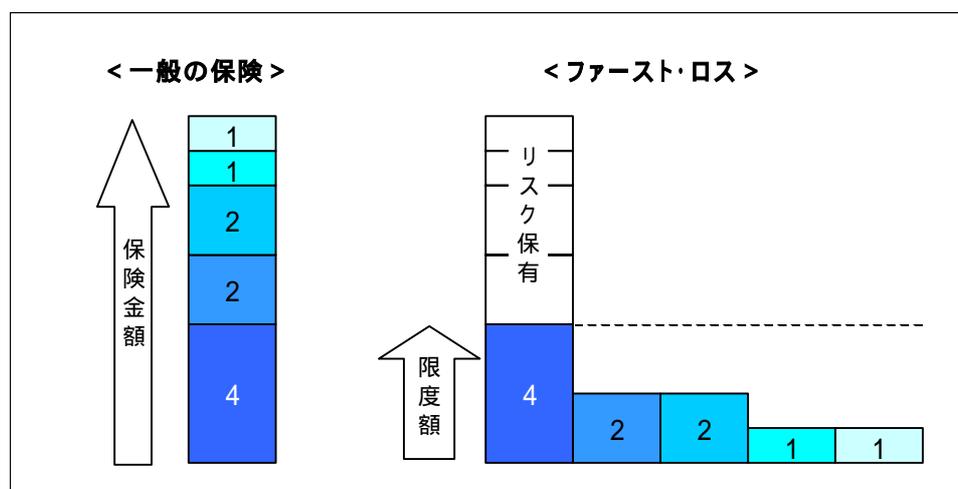


¹⁹ 保険会社は引き受けたリスクが顕在化した場合に保険金支払の責を負うが、戦争、暴動、地震等の異常危険、天災危険や被保険者の故意、重過失等によって生じた事故は商法または保険約款により、保険金支払いの義務を免れる。

1 - 3 支払限度額の設定（ファースト・ロス）

複数の所有物件に付保する場合に、複数の物件が一度に全損となる可能性が低ければ、1事故あたりの支払限度額を設定し、発生確率の低い超過分を自己保有する契約も可能である。

たとえば、支店や工場等を複数所有するケースで、これら全ての所有物件の保険金額総額が10億となる場合であっても、予想される1事故の最大損害額が10億以下（たとえば4億）の場合であれば、その額（4億）を支払限度額とした保険契約を締結することが可能である。実際の損害額が、予想最大損害額を超えた場合の当該超過部分については、企業が保有することとなる。



1 - 4 マルチトリガー

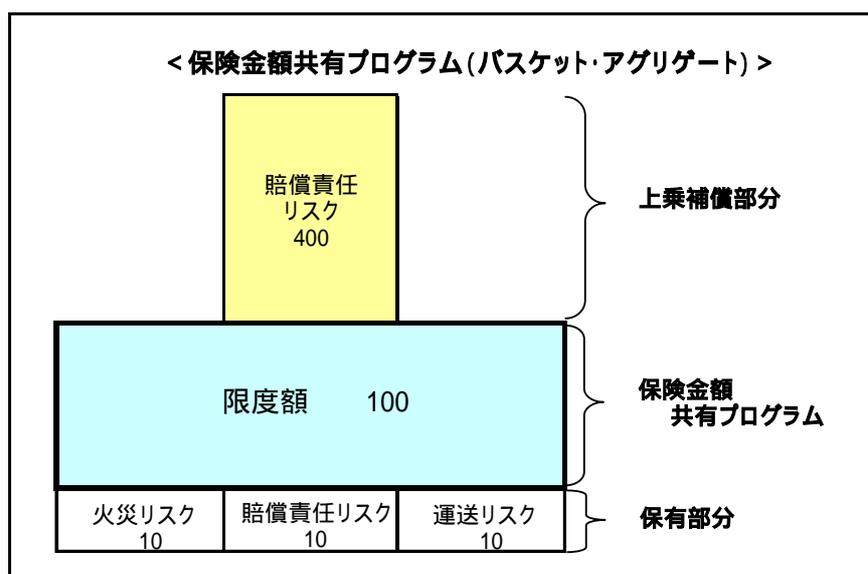
マルチトリガーとは、文字どおり、複数の事象が重なって初めて保険事故となり、保険金が支払われるような仕組みの保険契約をいう。事故による損害に加え、金融市場の動揺や商品価格の変動により企業の収益に影響が出た場合等、複数のトリガーを組み合わせることによって、リスクコストの低減を図ることができる。

たとえば、総売上に占める輸出売上の割合が高い企業が、火災事故やある程度の円高には財務的に耐え得るが、火災事故と円高が同時に発生した場合には資金手当てを要するというケースでは、「火災」と「円高」の2つの事象が同時に発生した場合に保険金が支払われるような保険でリスクファイナンス手当てを行うことができる。この場合、「火災のみ発生するリスク」「為替（円高）リスク」は企業が保有することとなる。

1 - 5 複数リスクによる保険金額の共有

複数のリスクを保険の対象とし、各々のリスクを組み合わせた保険金支払限度額を設定するプログラムがある²⁰。

たとえば、火災リスク・賠償責任リスク・運送リスクというように、相関関係の薄い保険リスクを1つの保険プログラムで担保するケースがある。賠償責任リスク等、より高額のカバーを手配したい場合には、この共有プログラムに上乘補償部分を加えて付保することも可能である。



【コラム】引き受け困難なリスクへの挑戦

保険会社が引き受け困難とし、十分なキャパシティを提供できないリスクとして、以下のリスクが挙げられる。

- ・集積リスク²¹
- ・情報の非対称性が高いリスク
- ・リスク評価において信頼に足る過去データが十分に得られないリスク
- ・上記のようなリスクが混在し、保険化が可能なリスクだけを抽出することが難しいリスク

これは、リスクそのものの評価が不可能（或いは困難）である。リスクに見合った期待収益が得られない（逆に言えば、保険料水準が、企業からは高いと判断され、保険料が折り合わない）ためである。

これらの課題をクリアするために保険会社は、以下のような取組みを行っている。

- ・リスク評価能力の向上や情報収集力の高度化
- ・リスクシェアリングを可能とする商品・手法の活用（高額免責の設定、ファイナイト保険等）
- ・金融商品・手法の活用によるリスクの変質（インデックス化、クレジットリスク化）
- ・保険事故の防止・軽減（ロスプリベンション、ロスコントロール）

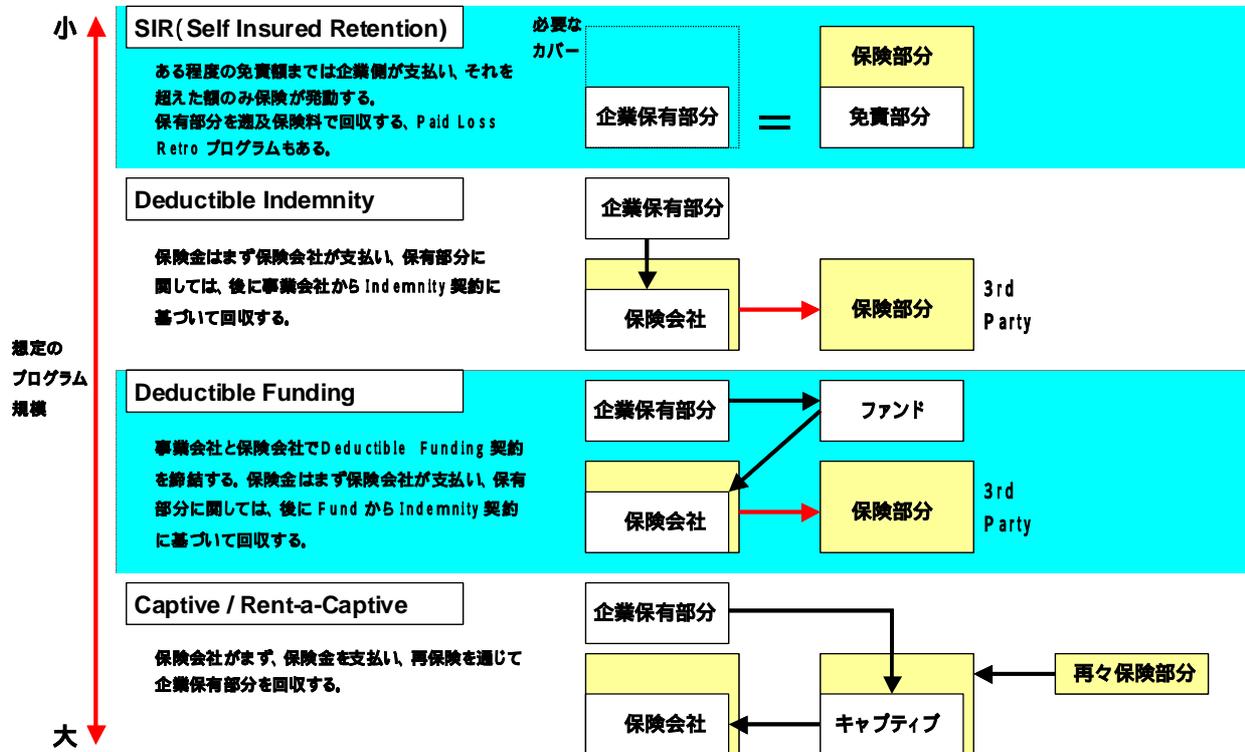
²⁰ 一般に「バスケット・アグリゲート方式」と呼ばれる。

²¹ 地震や台風等、不特定多数の契約に大規模な広域集積損害が発生するリスクを指す。

【コラム】リスクシェアリングプログラムの考え方

海外、とりわけ米国においては、多様なリスクシェアリングプログラムが組成されている。

資料 4-1 リスクシェア・プログラムの発展（特に P L ・ W C 等賠償責任リスク）



出典：A I U 保険会社の説明資料より

S I R (Self Insurance Retention) 制度は、事業会社が一般の保険会社に付保することを義務付ける種目につき、自己資金による対応を認める制度である。この制度を利用してある程度の免責金額までは企業がリスクを保有し、それを超えた部分を、いわば高額免責契約といった形で保険会社が引き受ける形態の契約がある。

ディダクタブル・インデムニティは、主に賠償責任保険で見られるもので、保険金は保険会社から直接被害者に支払い、予め定めた企業のリスク保有分を、保険会社が企業から回収するという契約である。

ディダクタブル・ファンディング・プログラムは、ディダクタブル・インデムニティを更に進化させたものと考えられ、保険金は保険会社から直接被害者に支払い、予め決めた企業のリスク保有分は、企業から直接回収するのではなく、信託勘定等、予め設定しておく専用のファンドから回収することとしたプログラムである。

キャプティブ（後述）は、これらのプログラムがより進んだ形態として、位置づけられる。

このように、保険会社と事業会社が如何にリスクをシェアしていくかという考え方は、企業が戦略的リスクファイナンスを図るにあたって、重要な観点とされている。

2. ファイナイト保険

2-1 ファイナイト保険

ファイナイト保険とは、個別色の強いリスクを契約者と保険会社がシェアするという考え方にに基づき、複数年契約とし、個別リスクに応じた保険料を一定期間、一定金額ずつ支払う保険プログラムである。契約期間中の損害が少なければ、契約期間満了時に、保険料の一部が返戻される一方、損害が高額になった場合は、保険料の追加支払の義務が生じる。

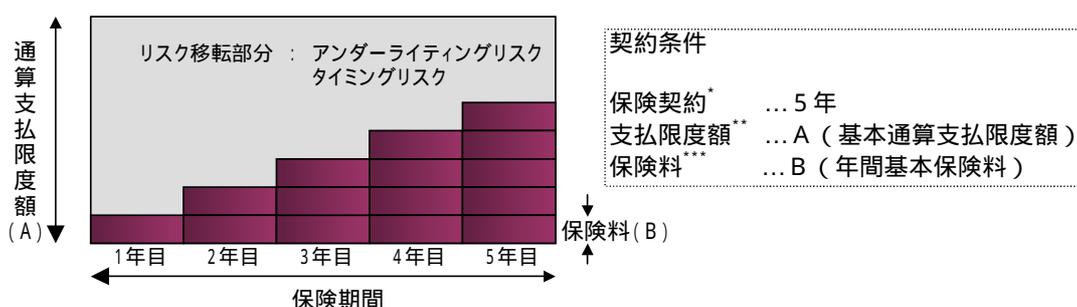
複数年契約とすることで、大数の法則が効かない特殊なリスクも、時間軸上にリスクを分散することで保険化が可能となる。

また、企業と保険会社間のリスクシェアリングを行うことにより、保険会社にリスク情報が乏しいリスクの保険化も可能となる。

【参考】ファイナイト保険の一例

ファイナイト保険は、個別リスクの保険化対応が目的であることから、定型的な契約形態は存在しない。その中で、全てのファイナイト保険に共通する特徴としては、一般的な保険に比べ、「保険会社に移転されるリスクが限定されている (finite)」ということが挙げられる。限定されているとは、具体的に下記の点をさす。

- ・ 1事故あたり、1年間あたり、保険期間通算での保険金支払限度額が設定されていること
- ・ 大数の法則が働く一般的な保険に比べ、保険金額に対する保険料の割合が高いこと
- ・ 保険期間中の損害実績により、返戻または追加保険料が生じることが一般的であること



- * 時間軸を活用して費用の平準化を行うために、複数年契約が一般的である
- ** 通常は1事故支払限度額、年間支払限度額といったように複数の支払限度額が設定されることが一般的である
- *** 保険期間中の保険金の支払状況により、追加保険料の支払が必要となる一方、優良戻しという形で保険料の一部の返戻がされるなど、期間中、および期間終了後の調整が行われるのが一般的である。また、保険料から諸経費、支払保険金を控除したものは経験勘定(Experienced Account Balance)として管理され、各種調整の指標、ファンドとして取り扱われるケースが多い

なお、移転される主なリスクとしてはアンダーライティングリスク²²とタイミング・リスク²³がある。

²² いわゆる保険引受リスクのことで、最終的な保険金の支払額が契約の時点では不確定であるリスク。

²³ 契約の時点で、いつ保険金の支払いが発生するかが不確定であるリスク。

2 - 2 ファイナイト保険の提供者

ファイナイト保険は、保険業法上の保険契約に該当し、保険会社が提供するものであり、保険会社と企業との間で、企業毎のリスクに合ったプログラムを構築し、保険契約を締結することになる。

2 - 3 ファイナイト保険のメリット

(1) 保険引受が困難なリスクの保険化

リスク算定そのものが困難なリスク（環境賠償リスクやPLリスク等）や、保険事故の発生やその規模に企業の意図が介在してしまうようなリスク（リコールリスク等）について、リスクシェアリングを前提とすることで保険化対応の実現性が高まる。

(2) 長期安定的保険カバーの入手

通常の損害保険は1年毎に契約更新が必要であり、前年度の損害発生状況（保険成績）や再保険市場の動向によって、保険の内容や契約条件、料率の変動する可能性があるが、ファイナイト保険は保険期間が複数年となるため、長期安定的なカバーの手配が可能となる。

(3) リスクファイナンスに要するコストの平準化

複数年の契約期間中、アンダーライティングリスク、タイミングリスクを保険会社に移転することで、保険期間全体でみたリスクファイナンスに要するコストの平準化を図ることができる。

(4) 保険料返戻の可能性

当初の予想支払損害額（リスク保有部分）に比して、実際の支払損害額が小さい場合、契約に付帯される優良戻し条項²⁴等の規定により、保険期間終了後、当該差額の一部が企業に返戻される等、プロフィットシェアリングを可能とする。

(5) 事故抑止のインセンティブ

リスクシェアリングを行い、一定部分のリスクを企業が持ち続けることで、リスクマネジメント推進のインセンティブが高まる。

²⁴ 多くの場合、こうした返戻条項に基づいた保険料の払戻規定が盛り込まれる。

2 - 4 ファイナイト保険活用の際の留意点

(1) 会計・税務上の取扱い

海外では、「相当の保険リスク」の移転がなければ保険性は認められない等の議論が盛んに行われ、英国保険協会ガイドラインや米国会計基準においても、こうした扱いが明示されている²⁵。

一方、日本では、ファイナイト保険についてその保険性を判断する指針等は明示されておらず、ファイナイト保険活用の際の会計および税務の取扱いは必ずしも明確ではない。

(2) クレジットリスク

保険期間を長期に設定するため、保険期間中に保険会社が破綻した場合の契約不履行（移転したリスクに対する補償不能や返戻されるべき保険料の回収不能）や、企業の倒産による保険料の回収不能といった懸念が、1年契約の保険商品に比してより高くなる。

【コラム】ファイナイト保険の保険性

保険リスクは主に、アンダーライティングリスクとタイミング・リスクの2つのリスクから構成されている。

英国においては、「保険リスクはアンダーライティングリスクとタイミング・リスクのいずれかあるいは両方」との考え方が示されており、これら2つのリスクのいずれかが移転される契約であれば、それを保険と認めるとする考えである²⁶。

一方、米国では、アンダーライティングリスクとタイミング・リスクの両方の移転が必要であるとしている²⁷。この点で、あるリスク移転契約が保険契約であるか否かを考えるときには、米国の方がより厳しい定義が適用されるといえる。

	タイミング・リスクの移転あり	タイミング・リスクの移転なし
アンダーライティングリスクの移転あり	保険性あり	米国では保険性なし 英国では保険性あり
アンダーライティングリスクの移転なし	米国では保険性なし 英国では保険性あり	保険性なし

こうした保険性が問題となってきたのは、海外の再保険市場において遡及型のファイナイト再保険契約の会計メリットのみに着目した活用がなされたり、粉飾決算の道具として利用されることへの懸念からである。したがって、リスク保有部分に係るファンディング機能に着目し、保険を装ってファンディングのみを行うような契約は、その保険性を否認されると考えられる。

²⁵ ここでいう保険リスクの移転に関しては、「significant risk transfer」が要件として明示されていることが一般的。なお、会計実務の世界では、特に米国において10%の損害が発生する確率が少なくとも10%以上(10/10ルール)であることを相当のリスクが移転しているとする慣行があるようである。もっとも、公的な規定ではなく、あくまで慣行である点に留意する必要がある。

²⁶ ABI SORP (Nov. 2003)

²⁷ FAS113

【参考】ファイナイト保険（主に再保険）に関する規制の動向

近年、海外では、ファイナイト保険契約（主に再保険契約）に関する指針や規則の明示に向けて、各方面に様々な動きがある。主なものを以下に紹介する。

1 監督・規制

保険監督者国際機構（IAIS）²⁸は、2005年10月、「ファイナイト再保険のリスク移転、情報開示および分析に係る指針」を採択している²⁹。採択にあたっては、時期尚早とする主張も強い中、当該指針の趣旨を「監督者に対し、ファイナイト再保険を評価するための助けとなる情報を提供する」ものとして、ファイナイト再保険に係る監督上の奨励事項を例示している³⁰。

また、英国金融サービス機構（FSA）は、2005年10月に、「ファイナイト再保険に係る情報開示」の新たな規則案を公表した。

「リスク移転した経済価値の評価根拠を財務諸表に記すこと」等が盛り込まれたこの新規規則案は、英国内全ての損害保険会社およびロイズ・シンジケートのマネージング・エージェントに対し適用されるものとしている。また、これに先立って、ロンドン国際アンダーライター協会（IUA）は、2005年9月に「ファイナイト再保険ガイドライン」を会員会社にリリースしている。

これは、先のFSA新規規則案の骨子と趣旨が合致しており、英国においては、行政・民間の両者間でコンセンサスを保ちながら本件に対応しているものと考えられる。

一方、米国においても、2005年10月に、全米保険監督官協会（NAIC）がファイナイト再保険取引に関する情報開示基準のモデル規則を採択したことを発表している。NAICが発表したモデル規則には「保険会社の役員は、全ての再保険取引について、契約書以外の非公式または付帯協定書（サイド・アグリーメント）が存在せず、かつ、リスク移転があることを宣誓する義務がある」等の内容を盛り込んでいる。

NAICは各州にモデル規則の採用を求めており、多くの州は同モデル規則を採用する方針を明らかにしている。

2 会計基準

国際会計基準審議会（IASB）は、2003年10月、国際財務報告基準（IFRS）公開草案第5号「保険契約」を公表した。

IASBは、この中で、保険定義の一般化を試みており、「特定の不確実な事象（保険事故）が保険契約者や他の受益者に悪影響を与えた場合には、保険契約者や他の受益者に補償することを約することによって、一方当事者（保険会社）が他方当事者（保険契約者）から相当の（significant）保険リスクを引き受ける契約」という定義案を示している。

また、財務会計基準審議会（FASB）でも、「リスク移転」についてより明確な指針を再検討することを2005年4月に決定し、2006年第一四半期には草案がパブリック・コメントに付される予定である³¹。

²⁸ スイスのパーゼルに本拠を置く保険監督当局で構成される国際組織。保険監督者間の協調の促進、国際保険監督基準の策定、加盟国・地域（特に新興市場国・地域）における監督基準に則った保険制度確立の支援、他の金融分野の監督機関との連携を目的とし、現在、100以上の国・地域が会員として登録されているほか、関係する国際機関、各国の保険協会や民間保険会社もオブザーバーとしての参加が認められている。日本からも金融庁のほか、日本損害保険協会等がオブザーバーとして参加。

²⁹ 日本損保協会からは「実質的なリスク移転を伴わず、かつ会計上不適切な処理がなされていた場合を除けばファイナイトは合法である」旨の意見を提出、最終ドラフトに織り込まれている。

³⁰ ファイナイト再保険取引を巡る問題は契約形態にあるのではなく財務諸表を実態より良く見せるための会計上の恣意的な操作にある、という点では各方面の意見は一致している。

³¹ 米国内国歳入庁（IRS）でも、キャプティブの税務やファイナイトにかかるリスクの移転等の事項につき、パブリックコメントを求めている。

2 - 5 ファイナイト保険の活用状況

ファイナイト保険は、1960年代に、米国の賠償責任保険の再保険ビジネスを背景として、英国のロイズで採用された。その後、様々なタイプのファイナイト保険が開発され、大半は再保険として利用されてきた。アメリカでは、保険危機を契機に、企業向けのファイナイト保険も活用されており、日本におけるその活用可能性に期待が寄せられている。しかし、積極的にファイナイト保険を営業する保険会社は少なく、ファイナイト保険の開発や利用は進んでいないのが実情である。

これまでに国内で報告されたファイナイト保険には、2004年にシナネン株式会社（総合燃料商社）が組成した土壤汚染リスクに対する契約がある。

3 . キャプティブ

3 - 1 キャプティブ

キャプティブは、特定の親会社等（含グループ会社）のリスクを専門的に引き受けるために当該親会社等により所有され、管理されている保険会社である。

一般保険会社では情報格差が大きく保険引き受けが困難なリスクでも、子会社であることで情報格差を排除することができ、保険化の可能性が広がる。

また、再保険市場に直接アプローチすることで、より効率的な付保が可能となるほか、リスクマネジメントセンターとして、グループ企業を一元管理し、より戦略的なリスクファイナンスを達成し、リスクマネジメントの機能度を高めることもできる。

【参考】キャプティブの形態

キャプティブは様々な形態に分類できるが、主なものを以下に紹介する

(1) 保険の引受形態による分類

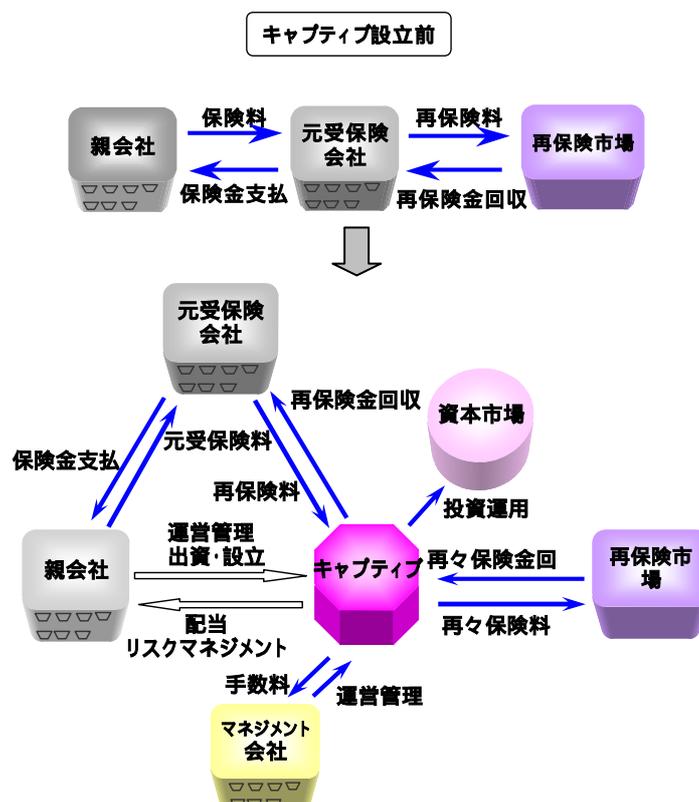
元受キャプティブ

親会社の保険リスクを直接引き受けるキャプティブをいう。

再保険キャプティブ

親会社の保険リスクを元受保険会社が引き受け、そのリスクを再保険の形で引き受けるキャプティブをいう。

資料 4-2 キャプティブ関係図



(2) 引受リスクの形態による分類

ピュアキャプティブ

親会社およびグループ会社の保険リスクのみを引き受ける。

オープンマーケットキャプティブ

無関係の外部リスク（第三者リスク）を引き受けることで、一般の保険会社同様の業態を目指すものをいう。

(3) 所有関係による分類

シングルペアレントキャプティブ

一つの親会社等によって所有されるキャプティブをいう。

グループキャプティブ

同業者組合や同一業界のメンバーによって構成されたキャプティブをいう。

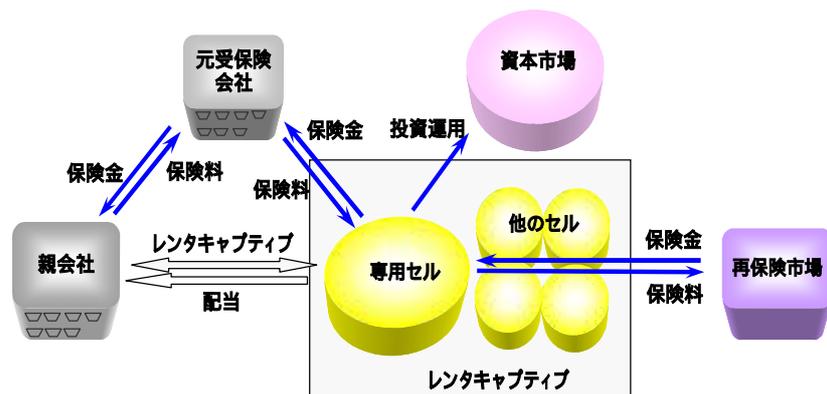
グループキャプティブは、同種のリスクを抱える事業者の集まりであることから、効率的に必要なカバーを管理できる点がメリットである。米国における80年代の保険危機以降は、銀行や建設会社などにより構成されるグループキャプティブも相次いで設立され、業種別や地域別に多数存在する³²。

レンタキャプティブ

企業が自ら出資してキャプティブを設立する代わりに、設立済みのキャプティブの一部を賃借してキャプティブ機能を得るためのキャプティブをいう。

従来のレンタキャプティブでは、個々のユーザー企業は法的に隔離されていなかったため、ある企業の賃借部分が倒産すると他の企業にまで影響を及ぼしたが、法整備がなされ、賃借企業同士の関係を法的に遮断することで、レンタキャプティブ内での倒産連鎖リスクを排除し、利便性と安全性が確保された。こうした法的遮断の利いたキャプティブをセルキャプティブと呼び、現在では、レンタキャプティブの主流となっている。企業は、レンタキャプティブが発行する議決権なしの優先配当株を取得し、保険引受等により得られた利益は、配当の形で還元される、または、セル毎の配当準備金（あるいは責任準備金）として積み立てられる。レンタキャプティブの所有者は、保険会社やブローカー、商社等多様である。

資料 4-3 セルキャプティブ関係図



³² 成功を収めているグループキャプティブの代表事例として以下の3つが挙げられる。

O I L (Oil Insurance Limited): 1971年、各国の石油会社16社により、当時の財物保険と油濁賠償保険の供給不足に対処するため設立された。2001年には、石油会社以外のエネルギー産業からの参加も認めており、現在の加盟社数は85社となっている。

A E G I S (Associated Electrical and Gas Insurance Services Limited): 1971年、米国のガス会社により、バミュダに設立され、75年に営業を開始した。78年に対象事業者を電気事業者に拡大した。現在、約470社の企業が参加している。引き受け対象種目の中心は賠償責任保険だが、財物の引き受けも行っている。

A C I G (American Contractors Insurance Group): 1981年、米国の大手建設会社3社により、バミュダに設立された。建設会社が必要な財物・賠償責任保険のキャパシティや価格が、大きく変動し予見も困難であったため、これに対処するためにグループキャプティブを設立した。

3 - 2 キャプティブ設立をサポートする機関

キャプティブ設立には、通常まずアクチュアリーや弁護士、保険ブローカーなどの専門家の助言を得ながらフィージビリティ・スタディ³³を行い、その結果を踏まえてキャプティブ設立をするか否かの判断を行う。キャプティブを設立する場合、設立する国・地域（以下、ドミサイル）の監督官庁に対する申請手続きを経て、業務を開始する。

キャプティブ保険会社の免許を受ければ、法的には自ら一切の業務を行うことは可能である。しかし実際には、親会社となる事業会社は保険の専門性を持たないため、キャプティブの運営は様々な外部のサービス・プロバイダーにより行われる。このうちキャプティブ・マネジメント会社が、他のサービス・プロバイダーや監督当局との折衝を行い、キャプティブの運営全般を統括する。

キャプティブの運営にかかる業務³⁴は、一般の保険会社の業務とほぼ同じである。したがって、こうしたことにノウハウを有さない、もしくはマンパワーをかけられない事業会社は、キャプティブ・マネージャー、あるいは外部の事業者と協力して管理するケースが多い。

また、レンタキャプティブを設立している事業会社や保険会社は、企業にセルを提供する事業も展開している。

3 - 3 キャプティブのメリット

キャプティブを設立し、一定規模で自社のリスクを保有することによって、企業は次のメリットを享受することができる。

（１）保険商品による対応が困難なリスクの移転

特殊性が高く、情報の非対称性の存在するリコールや環境汚染、医療・監査といった職業賠償責任リスク等、保険会社では引き受けが困難なリスクについて、キャプティブを利用することで、少なくともキャプティブのキャパシティ分のリスクを保険の形で自家保有することが可能となる。さらに、元受保険会社がキャパシティを提供できない場合でも、再保険市場へのアクセスが可能となるために、キャパシティ確保の可能性を広げることが可能となる。

³³ 主に 会社および業界における過去の事故データ、およびエクスポージャー・データの収集・分析 会社として保有できるリスクの水準の推計 ドミサイルの選定につき検討を行う。

³⁴ 数理的分析 保険の引き受け・再保険手配 クレーム処理 証券の発行 保険料の請求と入金管理 会計・決算業務 統計的分析 監督官庁対応 会計監査等の業務がある。

(2) リスクマネジメントマインドの向上

自社リスクをグループ企業（キャプティブ）に保有させることによって、企業は自らが積極的にリスクマネジメントに真剣に取り組むようになり、企業内にリスクマネジメント意識を醸成することができる。

また、キャプティブ管理部門を通じて、一元化された企業リスクの分析やリスクマネジメントに資する企業内啓蒙運動、社内ロスプリベンションの研究・開発、ひいては企業リスクマネジメントにおける人材の育成も期待できる。こうしたリスクマネジメントマインドの向上というメリットは、事前に定量的に把握することのできない部分も多いが、企業にとってその効果は極めて大きい。

(3) 経済的な効果

下記のような経済効果が期待できる。

保険会社としてのメリット

(保険事業収益)

事業会社が、保険会社が提示する保険料率を過去の自社の損害率等から割高と判断し、同リスクをキャプティブで保有する場合、その損害率を維持できれば収益（危険差益）を得ることが可能である。

また、実際の保険事故件数や保険金支払額が低く、当初の予定よりも保険成績が良い場合についても、収益を得ることができる。

(運用収益)

キャプティブ内に留保されている資金（資本金や責任準備金、支払備金）からの運用収益が期待できる。

(保険制度の活用)

保険リスクを保有するにあたって、企業が自社内に保有する積立金（内部留保）は、課税対象になるのに対し、キャプティブ内に積み立てる準備金は一定範囲で非課税になる。また、再保険キャプティブの場合、一旦は元受保険会社にリスク移転することで、自社の支払う元受保険料は損金として処理できる³⁵。

保険会社運営による付随的メリット

保険やリスクマネジメントのノウハウを蓄積し、再々保険という形で世界の再保険マーケットへのアプローチすることにより、再保険市場の保険料水準を知ることができ、保険料交渉が行いやすくなる。キャプティブは、企業と保険会社との情報の非対称性を克服するため、自社の損害発生率に応じた保険料の設定が可能

³⁵ 現行のみなし処理。明確な指針は出されていない。

となるケースもあり、リスクファイナンスに係るコストの最適化につながる。

また、企業（グループ）内の各部門（子会社）の保険契約を取り纏めることにより、包括契約として全社的な観点での保険料の低減が見込める。

3 - 4 キャプティブ活用の留意点

（１）保険事業の難しさ

キャプティブが保有する保険リスクの損害率が、予定した損害率よりも高い場合には、危険差損が発生し、保険金支払のための資金として、キャプティブの資本を取り崩す（甚大な場合は、キャプティブが倒産する）事態に陥る可能性がある。したがって、リスクに見合った資本の積み立てが必要である。

また、キャプティブ内に留保されている資金（資本金や責任準備金、支払備金）の運用に失敗するリスクもある。このほか、キャプティブの運用管理コストも要する。

（２）再保険市場のレートの変動

キャプティブから再保険市場へのリスクの移転を前提としたプログラムやスキームの場合、再保険市場の料率変動の影響を直接受けるようになるということは留意する必要がある。

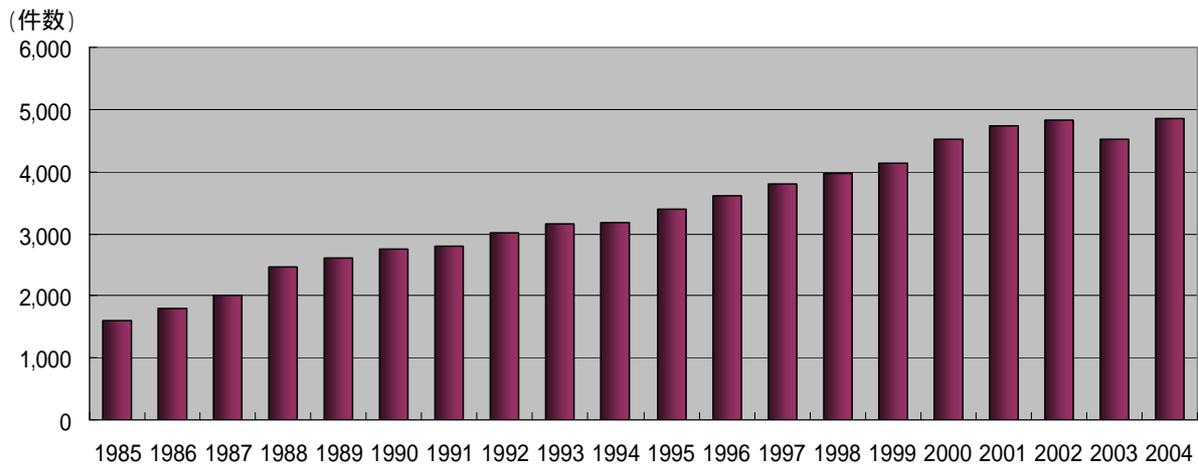
3 - 5 キャプティブの活用状況

キャプティブの起源は、1800年代後半にまでさかのぼることができ、1926年にロンドンで出版された初期の保険史に関する書物の中に登場する。当初のキャプティブは、再保険でリスクを引き受け、保有することでコスト削減を図るべく、タックスヘイブンの代表的地域に設立された。

（１）キャプティブの設立数の推移

全世界におけるキャプティブの設立数は、1950年代に100社程度、1960年代後半から米国企業を中心に多数のキャプティブが設立され、1970年代後半に1,000社を超え、1980年代後半に2,000社、現在約4,500社から5,000社にまで拡大したといわれている。このうち80%は欧米企業の子会社として設立されている。

資料 4-4 キャプティブの設立数の推移



出典: Captive 101:Managing Cost and Risk (Towers Perrin.)
 And Captive Insurance Company Reports and Best's Captive Directory
 And Business Insurance Magazine (March 7, 2005)

(2) キャプティブの設立地

初期段階のキャプティブは、キャプティブ設立を促す特別法（キャプティブ法）を有するタックスヘイブンであるバミューダ、ケイマン島等に相次いで設立された。こうした国・地域は、観光産業等を補完できる産業の創設・振興を目的に、法制（軽税法・キャプティブ法等）を整備し、キャプティブの設立を促してきた。

こうしたタックスヘイブン国・地域へのキャプティブ設立の流行は、企業本国の課税強化や外為管理規制強化につながった。このため、節税効果よりもキャプティブの運営・管理のしやすさに重点を置く企業も現れ始め、企業の所在する国内での設立ニーズがでてきた。

近年では、タックスヘイブン国・地域から、それ以外の国・地域へキャプティブを移転するケースも出てきている。たとえば、ハワイはタックスヘイブン地域ではないが、インフラの整備や州税の減免、間接税額控除の適用があることに加え、米国企業にとっては同一国内であるため、取引の透明性の確保、当局への説明のしやすさといった利点がある。

資料 4-5 ドミサイル別キャプティブ設立数

ドミサイル	2004	2003	ドミサイル	2004	2003
* Bermuda	1,150	1,150	* Mauritius	13	13
* Cayman Islands	694	644	* Jersey	13	15
Vermont	524	507	British Columbia	13	12
* Guernsey	410	383	* Gibraltar	12	12
* British Virgin Islands	350	307	Montana	10	9
* Barbados	257	248	Colorado	10	11
* Luxembourg	219	216	* U.S. Virgin Islands	7	7
* Dublin	214	205	Tennessee	4	4
* Isle of Man	175	173	* Panama	3	8
* Turks & Caicos	164	159	Illinois	3	3
Hawaii	147	122	* Delaware	3	3
South Carolina	114	67	* Utah	2	2
* Singapore	57	49	* HongKong	2	2
* Switzerland	50	34	Guam	2	1
District of Columbia	40	20	South Dakota	1	1
Arizona	39	18	* Malta	1	1
* Nevada	38	19	Kansas	1	NA
New York	28	18	Arkansas	1	1
* Labuan	21	21	Maine	0	0
* Bahamas	19	18	Rhode Island	0	1
* Netherlands Antilles	18	19	Oklahoma	0	NA
Georgia	14	16	計	4,843	4,519

出典: Business Insurance Magazine (March 7, 2005)

(注) *はタックスヘイブン税制適用国

(3) 日本企業におけるキャプティブの推移

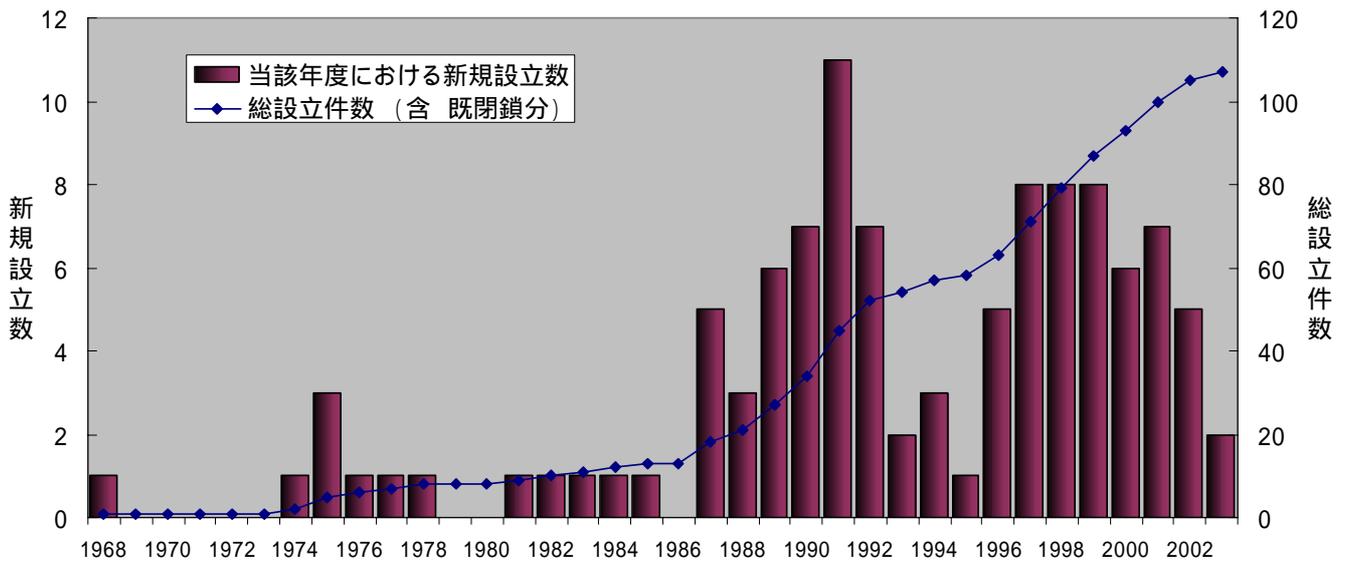
日本企業がキャプティブを設立しようとする場合、国内では保険業法で定められている保険会社を設立する必要があるため、一定のキャプティブ法制(特定の保険契約者のリスクを引き受けるキャプティブについて、保険会社に比べて設立基準、監督基準が緩和されている)が整備されている国もしくは地域に設立せざるを得ない。したがって、日本企業におけるキャプティブ活用事例は、国外に設立された再保険キャプティブに限られる。

1970年代に初めてキャプティブが設立されて以降、海運業、自動車製造業、商社等の大手多国籍企業を中心にキャプティブの設立が進められた。設立地の多くはタックスヘイブン地域であった。

1978年には、欧米に続き、日本においてもタックスヘイブン税制が導入され、タックスヘイブン国・地域に設立したキャプティブ内に留保される利益は、その親会社の課税所得に合算課税されることとなった。

近年の傾向としては、高額なPLリスク等、保険商品の入手が困難なリスクへの対応や、2003年4月に施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正に伴う有価証券報告書へのリスク情報開示の必要性が高まる中、企業は、一定規模で自社のリスクを保有することによる高度なリスクマネジメントの達成を求めている。一部の先進的企業では、そうした意味でも、キャプティブの活用に意義を認めている。

資料 4-6 日本企業によって設立されたキャプティブ数の推移



出典: Best's Captive Directory (March 13,2001)
And Best's Captive Center - Premium Data & Reports

資料 4-7 日本企業によって設立されたキャプティブ数 (1968-2003)

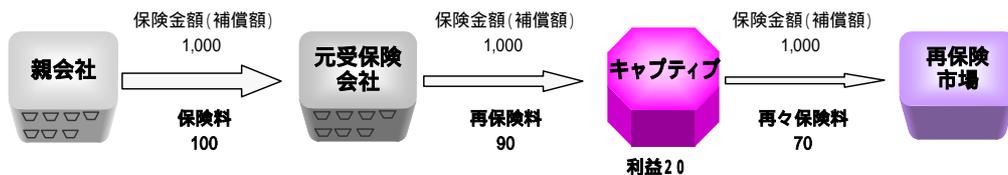
ドミサイル	キャプティブ 総設立件数 (含む閉鎖分)
* Bermuda	33
* Singapore	23
* Ireland	16
Hawaii	9
* Luxembourg	8
* Guernsey	7
* Cayman Islands	4
* Hong Kong	3
* Switzerland	3
Vermont	3
* Isle Of Man	2
Arizona U.S.	1
Channel Islands	1
Iowa	1

(注) *はタックスヘイブン税制適用国

【コラム】料率格差を利用したキャプティブ

1990年代の金融自由化前に設立されたキャプティブの多くは、自社のリスクが他社における同種のリスクに比較して優良なレベルにあると考える企業が、硬直的な元受保険市場と自由化が進んだ再保険市場との間にある保険料率の乖離を利用して、リスクファイナンスコストを抑えることを第一の目的とする³⁶ものであった。現在、日本企業の保有するキャプティブの数は80社程度（うち海外現地法人が直接保有するキャプティブは約10社）といわれているが、その大半はこの時期に設立されたものである。

資料4-8 料率格差を利用したキャプティブの仕組み



1998年の料率自由化以降、国内の保険料率の自由化が進み、再保険市場ではなく国内保険市場において保険料の妥当性の確認ができることになったこと、また、全世界的な災害の多発により再保険市場の料率の変動が大きくなったことによって、このような目的でキャプティブを設立するニーズはほとんど見られなくなっている。

【コラム】設立検討段階の企業と保険会社の関係

企業が保険会社にキャプティブ設立について相談した場合、保険会社は、真に当該企業のリスクマネジメントに資するものであるかという点についてアドバイスを行うようである。

また、元受保険会社にとっては、自社の出再先としてのキャプティブの「倒産リスクの回避」は最も重要な点である。従って、「保有のための必要資本」「再々保険³⁷の出再先」「事故発生時のキャッシュフロー」「追加資本の必要性」といった諸点については、当該スキームのデューデリジェンス（審査）の段階から必要不可欠なアドバイスとして行っている。こうしたアドバイスは、企業によっては、慎重すぎる、あるいは企業ニーズにできていないと受け取られることもあるが、この点については企業としても再保険会社を設立するという認識をもつことが重要である。

保険会社は文字どおり、保険リスクを引き受けることが本業であるため、保険リスクを失う、もしくは必要以上の保険リスクを手放す（出再する）ことについては、消極的であるという指摘もある。特に、1998年の保険料自由化までの、キャプティブの設立支援は保険会社の収益悪化につながるとする姿勢は、設立を望む企業にとっては阻害要因になっていた。

しかしながら、料率自由化後は、顧客ニーズが多様化する中、保険会社もソリューション提供の一環としてキャプティブの設立支援に取り組みざるを得ない状況となり、キャプティブに対するスタンスも変わってきている。最近では、顧客からキャプティブ設立のアドバイスを求められた場合には、これをサポートすることに否定的ではなくなってきた。企業が真剣にキャプティブでのリスク保有を考え、長期安定的な運用を行いたいと考えるのであれば、企業と保険会社双方にとってメリットのある関係を築くことができるからである。ここに、リスクシェアリングの考え方がある。保険業界、特に現場レベルまで浸透しているとは必ずしもいえないが、キャプティブの普及・促進にあたっては、重要な考え方であるといえる。

³⁶ こうしたスキームについては、料率の差から利益を取ることを捉えて、保険業界では「鞘抜きキャプティブ」と呼ばれることが一般的である。

³⁷ キャプティブ受再分のうち、自ら保有せずに再保険市場に出再する部分を指している。

【コラム】米国におけるキャプティブ発展の経緯

米国におけるリスクマネジメントの手法として、キャプティブの利用が浸透している背景には、米国の保険市場に特徴的なアンダーライティングサイクル³⁸がある。企業は保険料の高騰によるリスクコストへのダメージを軽減するため、リスクの保有と移転の割合を調整し、リスクマネジメントに取り組むようになった。その保有・移転を調整する一手段としてキャプティブが発展した経緯がある。

1984年から86年にかけて米国では、賠償責任額が上昇し、医療過誤や生産物賠償責任分野での訴訟の増加等により、賠償責任保険金の支払いが増加し、保険料の高騰、限度額の引き下げ、免責金額の引き上げという状況が発生した。極端に保険購入困難な状況に陥ったこの時期に、保険以外のリスク移転手段に期待する動きは急速に拡大し、キャプティブの設立数は一気に膨れ上がった。

また、2001年6月に発表された新たな米国財務省通達³⁹やS O X法⁴⁰の制定によってリスク管理を行う経営者の説明責任が増大したことも、米国企業のキャプティブ活用に益々拍車を掛ける形となった。特に大企業においては、総合的なリスクマネジメント手法としてキャプティブを活用する動きが活発化している。国内設立ニーズが高まり、バーモント州を筆頭に、米国内ドミサイルのキャプティブは大幅に増加している。

現在、米国において活用されているキャプティブの主な活用目的には次のようなものがある。

保有水準の調整による保険料支出額の安定

全社リスクの統合的管理による保険料コストの節約

リスクに対する資本の明確な分別管理

T R I A⁴¹へのアクセス

規制対応(付保義務のある種目への自己の資金による対応・在外物件の現地付保規制対応)

タックスコントロール(ただし、動機としては二次的なもので、主目的であるとするケースはほとんどない。また、節税以外正当な目的のないキャプティブに対する保険料は、課税上保険として取り扱われない)

³⁸ 米国の保険市場では、保険会社間の競争が激しく、損害率の動向によって保険料が大きく変動する。保険会社は、事故多発等で支払いに窮するようになると保険料を引き上げ、保険の引き受けそのものに消極的になる。利益が出るようになると再び保険を売るようになり、保険料率も下がる。このような保険購入が困難であったり容易であったりする周期的な繰り返しをアンダーライティングサイクルという。

³⁹ 米国財務省は、保険料の損金性に関し、「リスクの移転」と「リスクの分散」を要件とし、グループ企業(economic family)内の保険取引における保険料の損金性を否認してきた。この理論を断念する通達がRevenue Ruling 2001-31である。親会社を除く兄弟会社間取引や、第三者のリスクを引き受ける保険契約について、損金性を認める指針を示した。

⁴⁰ 米国でエンロンやワールド・コム の破綻を受けて2002年に成立した法律。会計監視審議会の設置、監査人の独立性、内部統制の義務化、経営者による不正行為に対する罰則強化等が規定されている。また財務報告の透明性を確保するため、その基礎となる企業内の各データ、業務プロセスを含めて明確化、文書化することも義務付けられている。

⁴¹ Terrorism Risk Insurance Act。2002年11月に成立した連邦法で、米国内のテロリスク再保険プログラム。米国の免許を持つ保険会社のみ出再可能。

【コラム】その他、米国における企業のリスク保有の手法

米国では、保険料率が安定しないこと、また、過去に労災や賠償責任等の保険料が高騰し、入手が極めて困難な事態が数度にわたり生じたこと等から、企業自らが保険リスクを保有し、保険料を含むコスト・オブ・リスクのコントロールに努めている。このような状況のもと、州や連邦政府は保険業規制を一部緩和し、事業者が必要なリスクファイナンスを自己の資金により効率的に行うことを支援している。

S I R（自家保険）

州の支援として、事業者が一般の保険会社に付保することを義務付けられる種目につき、自己資金による対応を認める「セルフ・インシュアランス・リテンション(Self Insurance Retention: S I R)⁴²」制度がある。

労災や商用自動車賠償保険等については、被害者保護の観点からほとんどの州で企業に対し伝統的保険会社からの保険購入を義務付けており、その場合原則として自家保険は認められない。ただし、事故時の支払いに備えた資金を確保する手段を講じる等、各州が定める一定の要件を満たす場合には、州の認証により自家保険による対応が認められる。この場合、自家保険の資金については、信託勘定としたり担保を供与する等の資金確保手段を講じる必要がある。

R R G（リスク・リテンション・グループ）

第二次賠償危機では、医療過誤賠償責任保険が高騰し、賠償責任保険を購入できずに廃業する医療機関が相次いだ。これを契機として、1986年、賠償リスク保有法(Liability Risk Retention Act of 1986: L R R A)が施行された。同法では、一定の条件を満たす同種の事業者の団体が設立するグループキャプティブにつき、「リスク・リテンション・グループ(Risk Retention Group: R R G)」として設立・運営要件を一部緩和して、その保有するリスクをプールし、資金手当てを行うことを容易にしている。また、R R Gを、加盟各社が資金をプールして商業賠償リスクの全部または一部をシェアする「協同組合」と想定している。

同法の規定の大枠は以下のとおりである。

- ・ 対象種目は商業賠償責任保険のみ。
- ・ 同業者により構成される保険プール「リスク・リテンション・グループ(R R G)」、および保険購入者団体「パーチェシング・グループ」の設立を認める。
- ・ リスク・リテンション・グループは、米連邦の一州で営業免許を受ければ、連邦内のすべての州で保険の引き受けが可能となる⁴³。

R R Gはグループ・キャプティブの一形態であり、設立州でキャプティブ保険会社または一般の損害保険会社としての免許を受ける。グループ・キャプティブと異なり、R R Gの引受け対象リスクは構成員の有する同種の賠償リスクに限定される。また、R R Gは免許を受けた州以外での営業も可能であり、この点が複数の州で営業をする場合はそのすべての州の免許が必要とされるキャプティブとの最大の相違点である。

⁴² 各州の法律により、呼称は異なる場合がある。付保義務のある種目の保険代替手段として州が認めた自家保険は、一般的にはSelf Insurance Retention(S I R)やcertified self insurance等と呼ばれる

⁴³ 連邦法であるRisk Retention Actは州の保険監督規制を一部修正するが、保険会社の監督権限自体が連邦に移るわけではない。

第5章 セーフティネットの高度化

第2章から第4章では、各リスクファイナンス手法について特徴や取り組み事例等を述べてきた。第5章では、企業が単独で対策を講じることが困難な、突発的な災害や事故が発生した場合のリスクファイナンスとしてのセーフティネット（政策金融によるリスク補完）について取り上げる。

突発的な災害や事故は、リスクファイナンス手法を活用してリスクに備えている企業においても、十分な対応が難しいことが多く、特に中小企業においては、リスクファイナンス手法を取り入れるための人的・物的な余裕はないため、災害時にはセーフティネットの活用も含めて対応することになる。

政府が提供するセーフティネットには、少頻度大規模損失事象の典型事例である災害についてみると、資金的な支援策として政府系金融機関による災害復旧貸付制度や、信用保証協会によるセーフティネット保証、さらには産業基盤インフラの早期復旧のための長期固定資金の提供等が存在する。また、これらの金融支援に加えて、被災地域の企業への補助金の交付、国税の納税猶予等の措置も講じられる可能性がある。

1．政府系金融機関による災害復旧貸付制度

災害復旧貸付は、災害や突発的な社会現象等により資金調達が困難となった企業に対する政策金融である。大企業および中堅企業に対しては日本政策投資銀行が対応し、中小企業に対しては、中小企業金融公庫・国民生活金融公庫・商工組合中央金庫が窓口となる⁴⁴。

災害救助法が適用された災害で被災した中小企業に対する災害復旧貸付は、平時の一般貸付とは別枠での貸付となり、別途、融資限度額が設定される。また、災害による資金繰りへの影響を踏まえ、既往債務の返済条件も緩和される。

2．セーフティネット保証

セーフティネット保証は、中小企業信用保険法第2条第3項に定められた信用保証協会による保証制度であり、突発的な事故、自然災害等の発生に起因して売上高が減少している中小企業への支援として、一般保証とは別枠で保証するものである。突発的な事故の発生に起因して適用されたものとしては、米国同時多発テロ時の沖縄県の

⁴⁴ 災害復旧貸付には、政府系金融機関によるものの他に、地方公共団体や政令指定都市による中小企業に対する融資制度がある。（資料5-3および5-4参照）

観光事業者や、病原性大腸菌0-157の発生により影響を受けた事業者への適用があり、突発的な自然災害に起因して適用されたものとしては、新潟県中越地震の被災企業や、三宅島火山活動により影響を受けた事業者に対するもの等が挙げられる。

また、内閣府による激甚災害の指定を受けた災害による被災企業には、中小企業信用保険法による災害関係保証の特例として、一般保証とは別枠の保証枠が設定される。

3．産業基盤インフラの早期復旧

被災後の事業活動再開のためには、電力・ガス・水道や、道路・鉄道等の産業の基盤となるインフラの復旧が不可欠である。

阪神淡路大震災後、産業基盤インフラを早期に復旧するため、政府は、被災した鉄道事業者に対して、鉄道軌道整備法に基づく災害復旧事業費補助と日本開発銀行（現在の日本政策投資銀行）による低利融資という政策を執り、約191億円の補助金が阪神電鉄等8事業者に交付され、JR西日本等12事業者を対象に低利融資が実行された。

4．被災後の対応と事前の備え

阪神淡路大震災の翌年1996年3月に神戸商工会議所が行った調査によると、政府系金融機関からの災害復旧資金の借入れの際に問題になることとして、「担保力の不足・低下」「手続きの煩雑さ」「希望金額が満額借入れできない」「融資実行まで時間がかかる」こと等が挙げられている。

また、新潟県中越地震から1年を経た2005年10月に長岡商工会議所等が行った調査によると、震災を契機として新たに取り組んだ防火管理対策としては、「緊急時災害マニュアルや連絡網の作成・見直し」や、「地震保険への加入等、損失補填策の検討・実施」が挙げられ、一方「事業継続計画（BCP）の作成」は、ほとんど手を付けられていない。金融面での支援については、「小口運転資金の融資制度」を求めるものや、「政府系金融機関、地方自治体、民間金融機関等で、個別に災害復旧融資を行うのではなく、融資相談から実行までを一本化し、合理的かつスピーディーに執り行って欲しい」という意見も寄せられている。

2005年11月に浜松商工会議所が行った「東海地震に対する企業の対応」に関する調査によると、将来発生する可能性が指摘されている東海地震について「危機感がある」と答えた企業が95%と、ほとんどの企業が危機意識を抱いているにもかかわらず、「地震に対する対策を講じていない」企業が54%にのぼっている。対策を講じていな

い理由としては、「資金」と「時間」の不足が挙げられている。事業再開のために必要な対応策としては、大手企業が「ライフラインの復旧」「建物の設備の修繕」を挙げているのに対して、小規模企業では、「運転資金の調達」を挙げる企業が多い。

いずれも商工会議所の調査によるものであることを勘案すると、災害に対する事前の備えが十分にはできていない中小企業が多数存在すると思われる。中小企業自身による災害に対する事前の対策が、災害による経済的損失を最小限に留め、経済活動全体の継続性を担保することになる。災害に対する事前の対策状況に応じて一定の優遇措置を講ずる等により、中小企業のリスク管理⁴⁵に向けたインセンティブ付けを行うような仕組みについても検討する必要がある。

5 . セーフティネットの高度化に向けて

災害時の緊急融資においては、借入れを希望している企業の返済能力の判断が非常に難しい反面、融資実行の即時性も強く求められている。過去には、被災企業の資金ニーズが高まっているにもかかわらず、公的な機関による融資の受け付け開始時期が大幅に遅れたため、その融資がほとんど利用されなかったという例もある。また、融資に際しては、一般に担保や保証人を求められることが多いが、被災企業がその条件を満たすことが難しいということも現実である。さらに、復旧のためには、企業の財務体力から判断して過大となる借入れが必要となる企業もあり、そのような企業では、元本の据置期間が終了した後に、元本の返済が滞り、最終的には倒産に追い込まれるケースもある。正確な与信判断と迅速な融資実行という背反事象をいかに解決するかといった点について、今後の検討が望まれる。

今後の政策支援においては、事後的なセーフティネットを適切に提供することに加え、企業に対し災害発生前にリスクを管理するインセンティブを与えるような環境整備を進めることによって、社会経済全体のセーフティネット機能の高度化を図ることが重要である。

⁴⁵ 中小企業庁では、新たな災害対策として、リスクファイナンスの視点を含めた「中小企業BCP策定運用方針」をホームページ上に公開している。
<http://www.chusho.meti.go.jp/bcp/>

資料 5-1 政府系金融機関による中小企業に対する災害復旧貸付制度の概要^{46,47}

名称	平常時	災害発生時	特別措置
中小企業 金融公庫	[一般貸付] 融資限度額：4億8千万円 利率：基準金利 期間：設備資金 10年以内 運転資金 5年以内	[災害復旧貸付] 融資限度額：一般貸付とは別枠で1億5千万円 利率：基準金利 期間：設備・運転資金とも10年以内 [既往債務の返済条件緩和等] 返済猶予等既往債務の条件変更、貸出手続の迅速化及び担保徴求の弾力化等の措置	[閣議決定] 災害復旧貸付に関する特別措置として、融資利率の引き下げ
国民生活 金融公庫	[普通貸付] 融資限度額：48百万円 利率：基準金利 期間：設備資金 10年以内 運転資金 5年以内	[災害貸付] 融資限度額：普通貸付とは別枠で3千万円 利率：基準金利 期間：設備・運転資金とも10年以内 [既往債務の返済条件緩和等] 返済猶予等既往債務の条件変更、貸出手続の迅速化及び担保徴求の弾力化等の措置	[閣議決定] 災害貸付に関する特別措置として、融資利率の引き下げ
商工組合 中央金庫	[一般貸付] 融資限度額：20億円 利率：所定の利率 期間：設備資金 15年以内 運転資金 10年以内	[災害復旧貸付] 融資限度額：必要に応じ一般枠を越える額 利率：所定の利率 期間：設備資金 20年以内、運転資金 10年以内 [既往債務の返済条件緩和等] 返済猶予等既往債務の条件変更、貸出手続の迅速化及び担保徴求の弾力化等の措置 [小規模企業共済災害時即日貸付] 小規模企業共済加入者に対して、掛金総額の7～9割を乗じた額を即日融資する	[閣議決定] 災害復旧貸付に関する特別措置として、融資利率の引き下げ

資料 5-2 信用保証協会における災害時の対応

名称	平常時	災害発生時
信用保証 協会	[一般保証] 保証限度額：普通保証 2億円 無担保保証 8千万円 保証料率：1.25%(有担保保証) 1.35%(無担保保証)	[セーフティネット保証(経済産業省による指定)] 中小企業信用保険法第2条第3項 第3号：突発的災害(事故等) 第4号：突発的災害(自然災害等) 保証限度額：一般保証とは別枠で、普通保証 2億円、無担保保証 8千万円 保証料率：おおむね 1%以内 (新潟県中越地震では 0.7~0.8%) [激甚災害指定(内閣府による指定)] 中小企業信用保険法による災害関係保証の特例 保証限度額：一般保証とは別枠で、普通保証 2億円、無担保保証 8千万円

⁴⁶ 資料 5-1、資料 5-2 とも各金融機関のホームページをもとに作成。

⁴⁷ 大企業及び中堅企業に対しては、日本政策投資銀行が「緊急対応等支援制度」による災害復旧融資を行う場合がある。

資料 5-3 地方公共団体による中小企業に対する災害復旧貸付制度の概要⁴⁸

都道府県名	融資の名称	融資対象	融資限度額
北海道	災害貸付	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業 地震、大火、風水害及び冷害等による被害を受けた企業	設備資金：8千万円 運転資金：5千万円
青森県	青森県中小企業 セーフティ資金	地震、大雨災害等突発的な事態の発生により、経営の安定に 支障を生じている企業	3千万円
岩手県	中小企業災害 復旧資金	災害救助法の適用を受けた市町村区域で罹災した企業	1千万円
宮城県	災害復旧対策 資金	知事の指定する災害により被害を受けた企業	3千万円
秋田県	中小企業災害 復旧資金	災害により事務所または事業所が被災した企業	1千万円
山形県	災害対策資金	災害により被害を受け、経営の安定に著しい支障を生じてい るとの認定を受けた企業	1千万円
福島県	緊急経済対策 資金	自然災害（冷夏、長雨、台風、地震等）の影響により事業活 動に影響を受けている企業	設備資金：7千万円 運転資金：5千万円
東京都	経営支援融資	災害により事業活動に影響を受けている企業（罹災証明の交 付を受けている企業）	1億円
神奈川県	経営安定特別 融資	中小企業信用保険法第2条第3項各号に該当する企業	8千万円
埼玉県	災害復旧融資	地震、台風、大雨、火災等の災害の被害を受けた企業	5千万円
千葉県	災害対策緊急 融資資金	激甚災害等の特定の災害に被災した企業	3千万円
茨城県	災害対策融資	知事が認めた災害その他突発的な事由の発生により、経営の安 定に支障をきたしている企業	設備資金：5千万円 運転資金：3千万円
栃木県	制度の規定無し	-	-
群馬県	中小企業災害 復旧資金	被災した企業	設備資金：5千万円 運転資金：3千万円
山梨県	制度の規定無し	-	-
新潟県	セーフティ資金	自然災害により損害を受けた企業	3千万円
長野県	経営健全化支援 資金（災害対策）	災害により被災し、市町村長の罹災証明を受けた企業	設備資金：3千万円 運転資金：15百万円
富山県	制度の規定無し	-	-
石川県	災害対策融資	地震、火災、風水害等により被害を受けた企業	設備資金：5千万円
福井県	制度の規定無し	-	-
愛知県	制度の規定無し	-	-
岐阜県	制度の規定無し	-	-
静岡県	中小企業災害 対策資金	激甚災害法の適用を受けた災害により罹災した企業 災害救助法の適用を受けた災害により罹災した企業 知事により認定を受けた災害により被災した企業	5千万円
三重県	セーフティ資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	8千万円
大阪府	経営安定資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	1億2千万円
兵庫県	制度の規定無し	財団法人ひょうご中小企業活性化センターによる「地場産業等振興貸付金（災害復旧貸付制度）」 2004年台風23号等により被害を受けた小規模企業（従業員20名以下）に対して1,000万円を限度 にした復旧支援策が講じられた。	
京都府	災害復旧資金	火災、風水害等の災害により被害を受けた企業	8千万円
滋賀県	経済変動対策 資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	8千万円
奈良県	セーフティ対策 資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	運転資金：25百万円
和歌山県	経営支援資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	運転資金：5千万円
鳥取県	制度の規定無し	-	-
島根県	セーフティ資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	運転資金：8千万円
岡山県	安定対策資金	感染症の発生、火山の噴火等突発的な事態により、経営の安 定に支障を生じている企業	運転資金：3千万円

⁴⁸ 都道府県のホームページをもとに作成。

広島県	経営環境変化 対策資金融資	災害等により事業経営に影響を受けている企業	2千万円
山口県	経営安定資金	災害等突発的な事態の生起により経営の安定に支障を生じている企業	8千万円
徳島県	災害対策資金	災害により事業所等に損害を受けた企業	設備資金：5千万円 運転資金：3千万円
香川県	セフィネット融資	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	運転資金：3千万円
愛媛県	経済変動対策 資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	運転資金：3千万円
高知県	災害復旧融資	自然災害により事業用資産に直接被害を受けた企業	設備資金：5千万円 運転資金：3千万円
高知県	災害対策特別 融資	激甚災害法の適用を受けた災害により罹災した企業 災害救助法の適用を受けた災害により罹災した企業 中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業 県が認定した災害により被災した企業	8千万円
福岡県	緊急経済対策 資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業 知事が指定する風水害、震災、又は感染症の発生等突発的な事態の生起により、経営の安定に支障を生じている企業	5千万円
佐賀県	災害復旧資金	天災又はこれに準ずる災害で知事が認める被害を受け、経営の安定に著しい影響を受けた企業	3千万円
長崎県	特定地域振興 対策資金	災害その他これに準ずるもので知事が認定した企業	設備資金：3千万円 運転資金：1千万円
熊本県	金融円滑化 特別資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	5千万円
大分県	制度の規定無し	-	-
宮崎県	緊急経営対策 貸付	災害復旧を行う企業	3千万円
鹿児島県	緊急災害対策 資金	激甚災害法の適用を受けた災害により罹災した企業 災害救助法の適用を受けた災害により罹災した企業 知事が認定した災害により被災した企業	設備資金：3千万円 運転資金：2千万円
沖縄県	中小企業 セフィネット資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	2千万円

資料5-4 政令指定都市による中小企業に対する災害復旧貸付制度の概要⁴⁹

都市名	融資の名称	融資対象	融資限度額
札幌市	経営支援特別 資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	8千万円
仙台市	制度の規定無し	-	-
さいたま市	制度の規定無し	-	-
千葉市	災害復旧資金	特定の災害により被害を受けた企業	3千万円
横浜市	経営安定資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	8千万円
川崎市	災害支援資金	火災、風水害等の被害を受け、市長の認定を受けた企業	8千万円
静岡市	制度の規定無し	-	-
名古屋市	経営安定資金	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	8千万円
京都市	制度の規定無し	-	-
大阪市	経営安定対策 資金融資	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	1億2千万円
神戸市	セフィネット資金 融資	中小企業信用保険法第2条第3項の認定を受けた企業	8千万円
広島市	災害復旧資金	市長が指定する相当規模の被害により直接被害を受けた企業	設備資金：5千万円 運転資金：2千万円
北九州市	災害復旧資金	火災、風水害等の災害により損害を受け、事業活動に支障をきたしている企業	1千万円
福岡市	災害復旧資金	火災・風水害等の災害により、損害を受けた企業	3千万円

⁴⁹ 各政令指定都市のホームページをもとに作成。

【参考】米国におけるセーフティネット

米国では、連邦政府と州政府が各々、被災した中小企業に対する融資および保証を行っている。連邦政府による中小企業金融支援は、主に中小企業庁(Small Business Administration: SBA)が行う。SBAは、通常は保証を行い、直接融資は災害融資(Disaster Loan)以外では行わない。

災害融資は、事業者に対しては経済的損害融資(Economic Injury Disaster Loans for Small Businesses)および物理的災害事業融資(Physical Disaster Business Loans)の2種類のプログラムが用意されている。

SBAによる災害融資プログラム

制度名	中小企業向け経済的損害災害融資	物理的災害事業融資
対象者	中小企業又は中小農業組合	大企業、中小企業を問わない
資金使途	運転資金	不動産、機械、在庫の修復・原状回復
融資限度額	150万ドル(両融資の合算)	
上限金利	年率4%以下	年率4%以下
融資期間	最長30年	最長30年
担保	原則必要	1万ドル超の場合必要 抵当権の設定順位は第1位または2位
保証人	代表者保証	
審査期間	21日以内	7~21日以内
借り換え	認められない	一定の条件の下で認められる

出典：中小企業金融公庫総合研究所調査レポート No.17-9 (2006年2月22日)

従来、災害時支援としては、直接融資のみが行われていたが、2005年11月から2006年9月30日までの期間限定で、ゴー・ローン・プログラム⁵⁰(Gulf Opportunity Loan Pilot Program、以下GOプログラム)と呼ばれる保証制度も並行して提供されている。この制度は、2005年のハリケーン・カテリーナおよびリタによる被災地域の中小企業を対象としており、審査期間が一日と極めて短い点が特徴的である。

SBAによるGOローンプログラムの概要

	GOローン	7(a)融資保証プログラム ⁵¹ (参考)
保証制度融資限度額	15万ドル	200万ドル (保証限度額は150万ドル)
保証料	保証引受け額の2.0%	融資額により2.0%~3.5%
保証期間	極度貸付枠による融資：7年 (revolving lines of credit) 他は同右	運転資金：通常7年以下 設備資金：当該設備資金により購入する固定資産の耐用年数(最長25年)
審査機関	金融機関	SBA
審査期間	1日	13日

出典：中小企業金融公庫総合研究所調査レポート No.17-9 (2006年2月22日)

⁵⁰ 7(a)融資保証プログラムの特別融資保証制度であるSBAエクスプレスをモデルとした制度。民間の金融機関で行う審査に対して保証を与えるものであり、審査機関の短縮が図れる。

⁵¹ SBAの制度で最も多く利用されているもの。中小企業法(Small Business Act)セクション7(a)に規定されていることからこのように呼称されている。

【コラム】地震リスク対応の難しさ

日本は世界でも有数の地震国である。近年では、南関東・東海地域における大規模地震の危険性が報道されているが、これらの特定の活断層や海域で発生する大地震のほか、予測が困難な地震は多く、危険性は全国に及んでいる。

自然災害のうち、発生頻度は低いものの発生した場合の被害は甚大で、その発生への備えが最も難しいリスクが地震であるといわれる。

中央防災会議の発表によれば、マグニチュード 8 以上が予想される東海地震が、今後 30 年以内に起こる確率は 86%、東南海地震が 61%、南海地震が 48% であり、これらが同時に起これば、被害総額は 81 兆円に達するといわれている⁵²。さらに、発生確率が約 70% とされる首都圏直下型地震の被害想定は、112 兆円にのぼると推計されている⁵³。こうした巨大リスクと隣り合わせの事業環境を勘案すれば、わが国におけるリスクファイナンスの発展は、一企業の問題としてのみならず、国の財源を支える一経済主体として、日本特有のリスクにいかにして備えるか、という優先的課題ともいえる。

一方、こうした被害想定とは逆に、わが国の企業は、リスクファイナンスへの手当てが十分でないとの指摘がある。

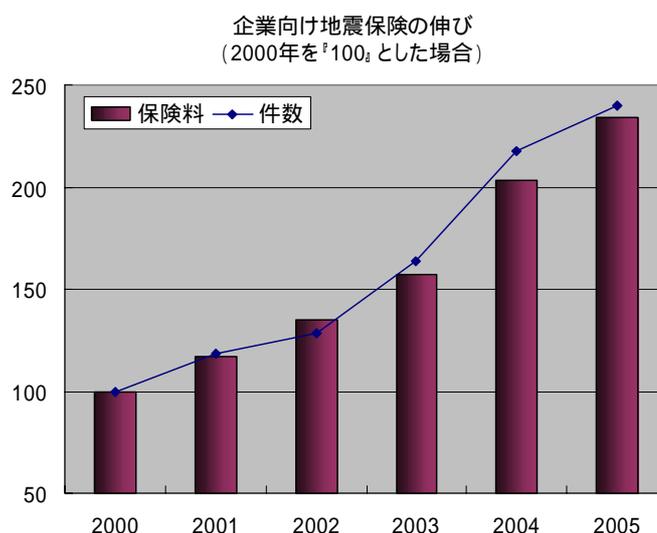
一般に、企業向けの地震保険⁵⁴の保険料は企業にとっては高額と捉えられている。世界の再保険市場でも、日本の地震リスクは世界有数のリスクと認識されており、海外の保険会社にリスク移転することが時に困難なため、東海地域や首都圏の企業については、保険会社が引き受けを制限する状況もあった。

したがって、日本企業の地震保険付帯率は、1~3%程度となっている。

また、米国の企業では、操業停止時の利益を保証する利益保険が財物保険とセットで手配されていることが多い⁵⁵が、日本企業の利益保険の付保率は、火災保険契約の 5~10%程度といわれている。

しかしながら、近年では、地震リスクに対し、リスクコントロール、リスクファイナンスに真剣に取り組もうとする企業のニーズが従来以上に高まっており、地震保険の付帯率も徐々に増加してきているほか、一方地震による被害を定量的に検証したうえで、企業自ら C A T ボンドを発行したり、コンティンジェント・デットを利用する企業も出てきている。

資料 5-5 企業向け地震保険の伸び



⁵² 地震調査研究推進本部地震調査委員会「全国を概観した地震動予測地図」報告書（2005年3月）

⁵³ 中央防災会議首都直下地震対策専門調査会「首都直下地震対策専門調査会報告」（2005年7月）

⁵⁴ 企業向けの「地震保険」は存在せず、火災保険の特約として担保範囲を「地震危険」にまで拡張しての引き受けるといった形態が一般的である。

⁵⁵ 日本にある米国企業の工場等で、グローバル・プログラムで財物保険が付保されている物件では、利益保険の付保率は 60~70%程度といわれている。

また、あえて保険付保を見送り、リスクを保有する例も報告されている。イトーヨーカ堂は、コンサルティング会社に地震による想定損害額の算出を依頼し、「M8 クラスの東海地震で想定被害額は54億円、M7.5クラスの南関東直下型地震では184億円」という結果を得た。これを受け、現状6,000億円近い利益剰余金等の「内部留保を使つての復興」を選択し、地震保険の購入を見送つたとされている⁵⁶。

地震リスクの検証にあたっては、建物の倒壊など物的損害のほか、操業停止や社会インフラの毀損による売上の減少、それに伴う資金繰りの悪化など、間接的損失・二次的損失の影響を含め、たうえで定量的に試算し、総合的な損害額を把握することが必要となる。そのうえで、リスクファイナンスを手当てしなければならない。

過去の震災において、政府系金融機関による融資で復興を試みるも、同業者の共倒れの被災によって事業が回復せず、返済不能に陥る企業が散見された例もある。「地震に打つ手なし」ではなく、企業による自助努力が必要である。行政による融資も、自助を支援するかたちが望ましい。

⁵⁶ 日経ビジネス（2005年1月17日）