

## 韓国保険業界の現況と課題

### －損害保険の資産運用を中心に－

企銀経済研究所 徐胤碩

#### 1. 損害保険市場の環境

損保社の利益は大きく保険営業利益と投資営業利益に区別される。損保社は 2007 年に利益中心の経営を通じて損害率の上昇を抑制し、事業費を減らして事業構造を改善するという戦略を最優先の課題として挙げた。

すなわち、保険営業利益の改善を 2007 年度の経営目標として策定している。しかし教員共済会などの新しい保険会社の市場進入、そしてオンライン保険会社との競争深化は保険料の引下競争につながった。従って今後の保険営業収益性が良くなると見る人は多くないだろう。

図 1 は損保社の利益の現況を現わしている。この図を見ると、現在まで損保会社の収益構造は保険営業で発生する損失を投資営業利益で補う様相を呈している。

韓国の生保社の場合には 2000 年以後から保険営業で持続的に利益を生み出しているし、その大きさも徐々に増加していることを考慮して見れば、損保社の保険営業損失の増加は憂慮される部分である。

結局、損保社は保険営業利益の損失を投資営業利益で補わなければならないのである。しかし、低金利と金融市場の変動性が大きくなる金融環境などを考慮したら、容易い事ではないだろう。

年度別利益構造を見れば保険営業利益は 2002 年に一時的に保険営業によりプラスの利益が発生したことを除けば持続的なマイナスになっている。

一方、投資営業利益は 2002 年以後、持続的に上昇している。こ背景には損保社の運営資産が増えた結果が反映されたのである。

前に言及したように現時点で損保社の主な関心は保険営業損失を減らして利益を生み出すことである。相対的に投資営業利益を決める資産運用には関心が減っ

【平成 19 年度日本保険学会大会】

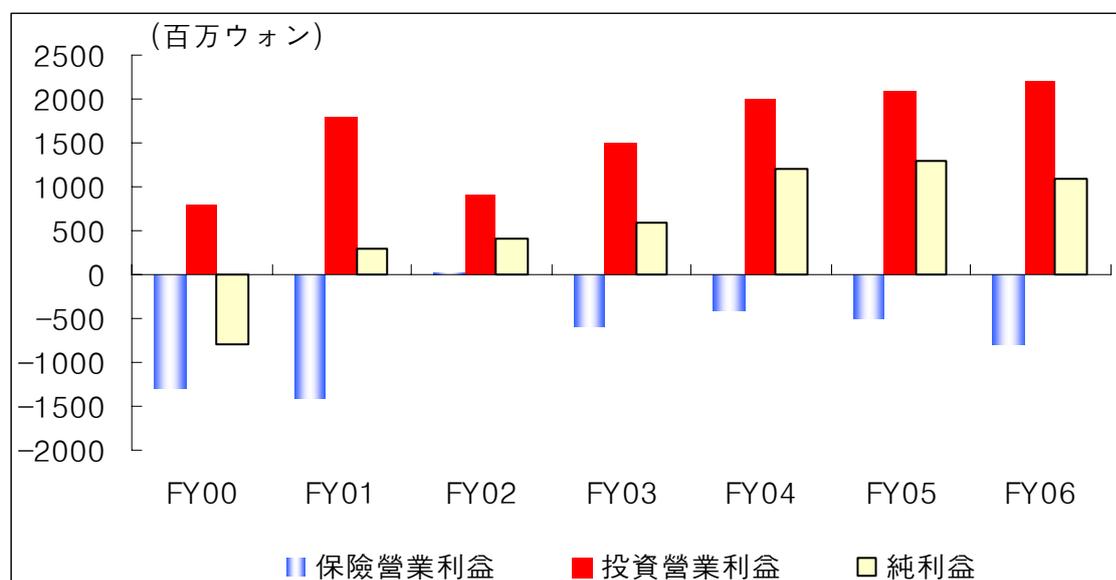
自由論題 第Ⅱセッション

レジュメ: 徐胤碩

ている。保険営業利益は外部環境の変化によるリスクをヘッジすることができる方法があまりないし、市場環境の変化に従って変動も激しいので統制しにくい。一方、投資営業利益は多様な資産に分散して投資する方法でリスクを減らすことができる。また、発達された金融技法の利用ができるし、戦略的な資産配分で収益率の上昇も可能となる。

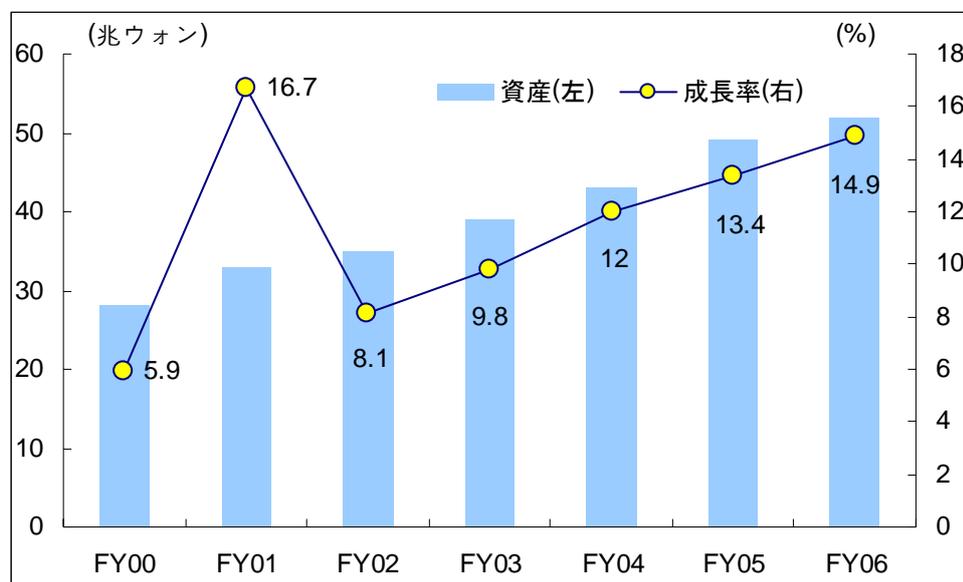
従って損保産業の激しい競争によって保険営業で利益を改善することが難しくければ、投資営業利益の増加により関心を傾ける必要があるだろう。本稿では過去損保社の資産運用の現況と問題点を通じて今後、損保社が解決しなければならない資産運用のいくつかの課題を述べてみる。

〈図 1〉 損保社の利益構成現況



出所：損害保険協会

〈図 2〉 損保社の資産と成長率



出所：損害保険協会

## 2. 損害保険の資産運用の現況

### (1) 損保社の資産運用の原則

前に損保社資産運用の利益の成長率が資産規模の成長率に及ばないことを指摘した。またその原因が 2000 年以後、低金利が持続しながら損害保険会社運営資産で重要な割合を占めている国公債の運用収益率が低くなったことを指摘した。従って運用資産の収益率を高めるために期待収益率が高い投資資産の割合を拡大する必要性が要求されている。しかし、保険会社の資産は他の金融機関の資産とは区別される特性があるから資産運用時、保険業法で決められている原則を守らなければならない。

保険業法 104 条によると保険会社はその資産を運用するにおいて安全性・流動

性・収益性及び公益性が確保されるようにしなければならないし、善良な管理者として資産を運用するように規定している。

このような資産運用の原則の中で安全性と収益性は相反する関係にあるし、現在までは安全性が優先になっているので国公債のような無危険資産への投資が多かった。そして国公債の金利下落は損保社の運用収益率の下落につながることになる。損保社の資産構成は事故のリスクをカバーする一般保険資産と積立保険料に対する給付を保障する長期保険資産や年金保険資産で構成されている。現在 約 40%が長期や年金保険資産で 約 60%は自動車保険のような一般保険資産で構成されている。長期や年金保険資産の割合が高くなっている。しかし、現在の高い損害率を考慮すると流動性の確保も重要な考慮事項と言えるだろう。

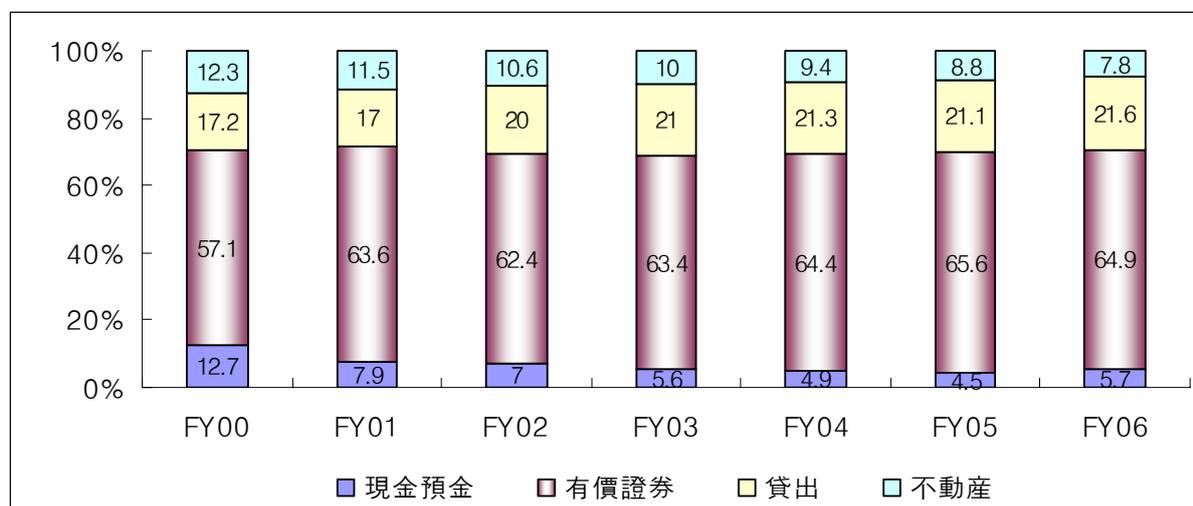
## (2) 損保社の資産運用の現況及び成果分析

損保社の運用資産の構成の割合は大きな差を見せていない。債券・株式のような有価証券が全体運用資産の中で一番高い割合（約 65%）を占めている。次に貸出債券が約 20%の割合を占めている。不動産は約 8%であるが、徐々に投資割合を減らしている。

特徴的なことは現金及び預金の割合が徐々に減っている。しかし、生保社の 2.3%より約 2 倍高い水準である。損保社の場合、生保社とは違って短期的に支払う資金が多いからである。不動産が一番低い割合を占めているし投資比重も徐々に減っている。

損保社運用資産の一番高い割合を占めている有価証券の構成割合は、国債と債券に 65%以上の資産を投資している。ところで、2000 年以後金利が下落しながら低金利が持続しているにも係わらず、むしろ債券の投資は増えている。この結果、損保社の運用資産の利益成長率は資産規模成長率を上回っていない。

〈図 3〉 損保社の運用資産構成



出所：損害保険協会

財務理論によると危険資産の投資を増や時、相関関係を考慮して分散投資をするとリスクは低くしながら期待収益を高めるポートフォリオを構成することができる。しかし、損保社は安全資産への割合が非常に高いと思う。株式投資の割合は約 14%である。

一方、間接投資である収益証券 (beneficiary certificate) の割合が益々低くなっている。特に三星、現代、LIG、東部の大型 4 社の場合、全体運用資産で収益証券が占めている割合は 3%である。大型社では資産の大部分を直接運用している。

資産運用管理の効率性を見ると、2002 年以後、収益率は横ばいしているが利益 (収益 - 費用) 率は上昇している。これは投資営業費用の大部分を占める管理費用が減ってからである。資産運用管理の効率性が徐々に改善していることが分かる。

図 6 は損保社の資産運用利益率の成果、国債の収益率そして仮想ファンドの収益率の比較を通じて損保社の資産運用成果を評価して図である。損保社の場合、

運用資産別成果に関する統計資料がない。従って本稿では損保社の各資産の割合で仮想ファンドを構成し市場指数に投資して buy & hold 戦略による収益率と損保社の実際収益率と比べてみた。仮想ファンド収益率は株式(総合株価指数)、債券(国庫債 5 年)、不動産、貸出債券、収益証券の市場収益率に損保社の資産構成割合と加重平均した結果である。不動産、貸出債券と収益証券の市場収益率は計算しにくくて損保社の平均収益率を使ってみる。

図 6 を見れば分かるように、2003 年以前までには国債の収益率が高いが、2004 年からは損保社の利益率が国債より高い。しかし、リスクが少ない 国債とリスクが含まれている利益率の差がわずかなので適正性には追後分析が必要だろう。

仮想収益率と比べて見ると損保社は平均とリスク(標準偏差)はそれぞれ 5.7%と 1.9%で仮想ファンドの平均とリスクは 6.6%と 4.0%になる。損保社の収益率は低いがリスクも低いことになる。従って損保社は安全性を最優先の目標で運用した結果だと判断できるだろう。

次では会社別に資産運用収益率を比べてみる。韓国の損保市場構造は売上高で三星を先頭にして東部、現代、LIG、メリツが 2nd Tier Group を形成しているしグリーン、大韓、第一、大韓教育保険 AXA、韓国火薬、興国双竜が 3rd Tier Group を形成している。(図 7 参照)

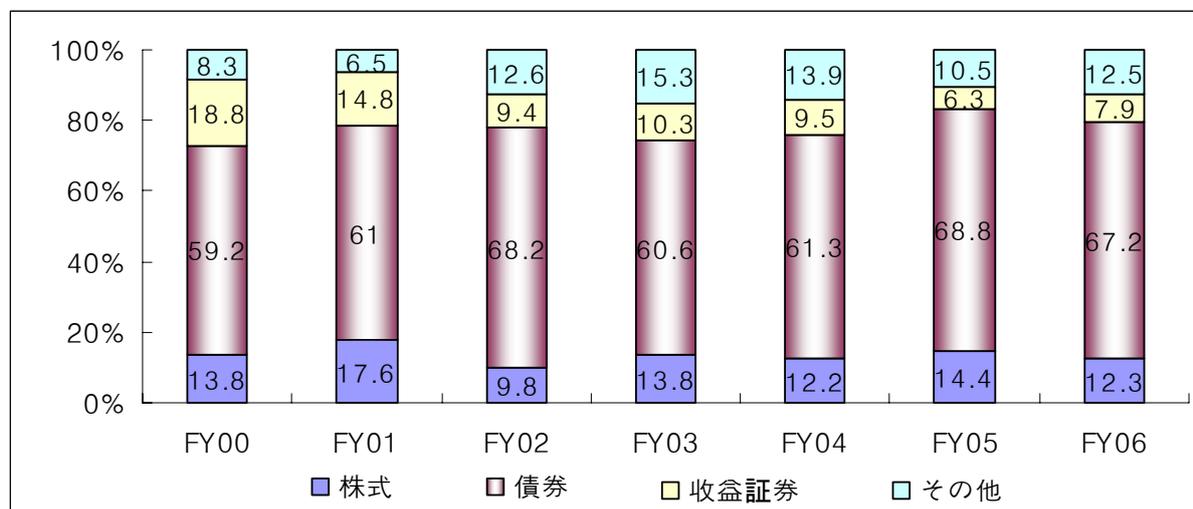
図 7 の X 軸は運用資産の規模を示す。運用資産収益率は売上高上位社の成果が良いとは言えない。小型社であるグリーンの成果は高い。この原因は運用資産の中で株式の投資比重が高かったし(32%) 株式市場の上昇によって投資収益が高くなった。

【平成 19 年度日本保険学会大会】

自由論題 第Ⅱセッション

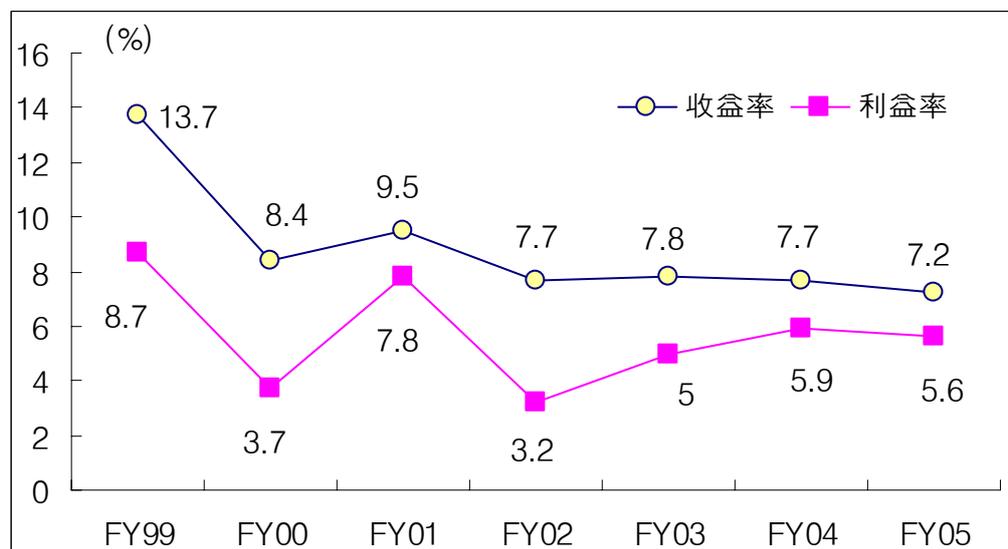
レジュメ: 徐胤碩

〈図 4〉 損保社の運用資産構成



出所：損害保険協会

〈図 5〉 資産運用の収益率と利益率

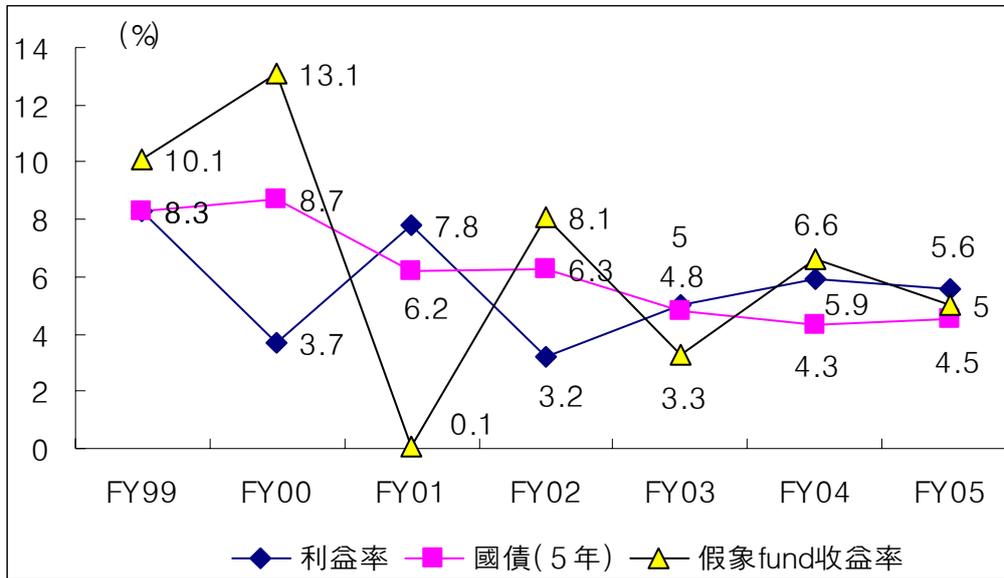


出所：損害保険協会

【平成 19 年度日本保険学会大会】

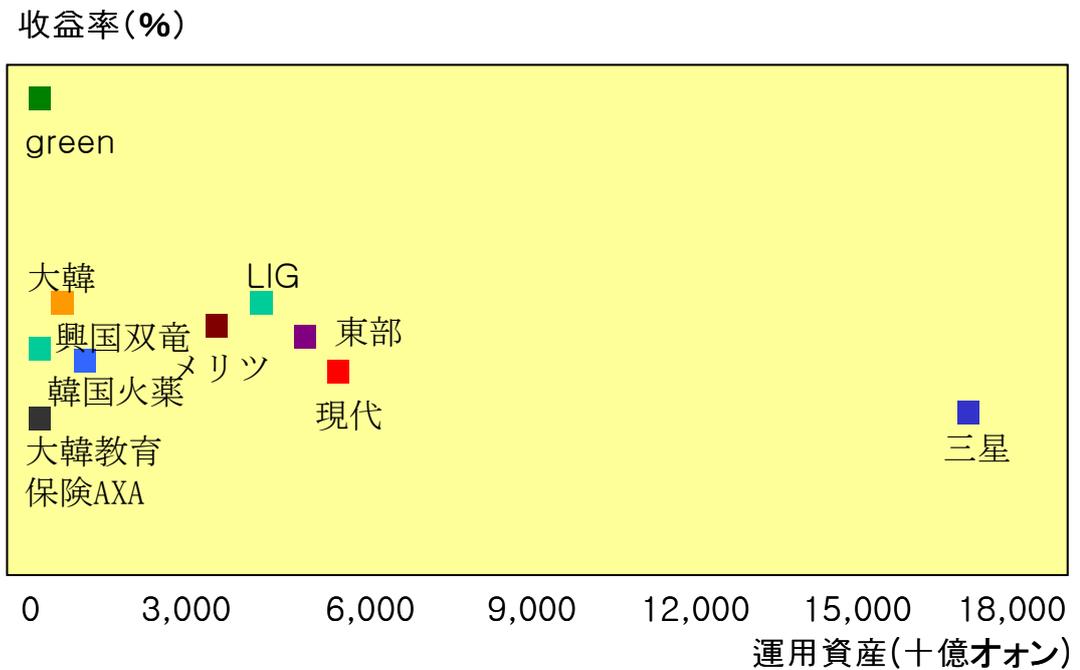
自由論題 第Ⅱセッション  
レジュメ: 徐胤碩

〈図 6〉 資産運用利益率の成果比較



出所：損害保険協会

〈図 7〉 損保社別資産運用の収益率（2006 年）



出所：損害保険協会

### 3. 損害保険資産運用の問題点及び課題

#### (1) 資産運用の問題点

前に取り上げた内容により損保社の資産運用の問題点を整理して見るといくつかの点に要約されることができる。

まず第一に、運用資産規模の成長率に運用利益の成長率が付いて行けない状況である。現在、年金性保険の資産が増えているので保険営業による利益の改善が出にくくなっている。したがって、損保社の生存のため投資営業の収益性を高めなければならない。

第二に、運用の目標を安全性に置いているので運用資産の大部分を国債、特殊債のように安定性は高いが収益性が低い資産に投資している。しかし、今後低金利が持続すればこのような運用戦略では投資営業の収益性を改善しにくい。したがって期待収益が高い資産に投資を拡大する必要がある。

第三に、投資対象が限定されている。財務論で投資の一番目原則は期待収益とリスクが違う多様な資産への分散投資である。分散投資によって等しいリスクでは期待収益が高い資産を、等しい期待収益ではリスクが低い資産を構成することができる。

特に海外資産の投資は極めて少ない。現在、全体運用資産の 1%にも達していない。先進国保険会社の場合は約 15%の資産を海外証券に投資している。

#### (2) 資産運用の課題

##### ① 総合的資産管理システムの構築

最近、韓国生保社の場合、金利下落による資産運用受益率も下落した。その影

響で運用受益率と予定利率間の差も小さくなった。今後の低金利基調が持続して、現在の資産運用構造に変化がなければ逆ザヤが発生する可能性が高くなる。従って損保社は現在の資産フポートフォリオの再構成に適切な代替投資手段を模索する必要がある。一方、資産運用戦略を樹立する場合、資金調達と資金支出を同時に考慮する総合的資産運用戦略を樹立しなければならない。

このために、まず現在保険会社の ALM (Asset Liability Management) をもっと強化しなければならない。ALM と言うのは投資対象資産が資金源泉別に差別化されなければならないことを意味する。すなわち借入金利・予想満期日・引き当て金の積立規模など保有契約の性格によって資産を再構成しなければならない。

貯蓄性保険は長期金利を考えて貸し出しおよび債権資産として保有し、自己資本は収益性資産に投資するのが望ましい。支払引き当て金と未経過保険料積立金などは最小限の流動性を勘案しながら流動資産に投資するのが必要だろう。

資産運用収益率を高めるためには期待収益が高い資産に投資をしなければならない。これは資産運用の安全性追求の原則に合わない可能性もある。しかし、資産運用戦略は基本的に予定利率を考慮した目標収益達成に重点を置かなければならない。保障性保険商品の販売を増やして配当の縮小を通じて調達金利の負担を減らす。市中金利を考慮した適切な予定利率の調整を通じて資金支出を抑制する方法を同時に使う。

また、実務的には資産運用プロセスでフロントオフィスとバックオフィス間に全社的な目標一致が必要となる。このためには運用と評価の明確な基準を定立して確かな業務区分を通じて非効率性をとり除かなければならない。

この外にも資産運用専門人材の育成も必要である。しかし、このような環境造成が難しい中小型保険会社の場合には間接投資商品の効果的な活用と規模の経済を実現するための共同のアウトソーシングと子会社設立なども考慮してみる必要がある。

総合的な資産運用システムの構築は 未来の金融環境の変化を予測して資産運

用の危険性資産運用の割合などを決めなければならない。保険社別に運用資金の規模, 販売商品の種類, 加入顧客の特性そして営業戦略などを考慮して資産運用の戦略を樹立するのが必要である。

## ② 資産別投資方案

### ■ 国内株式の投資

国内株式に対する投資を増やす必要がある。株式市場は最近の株高で 2007 年 3 月末基準で PER (Price Earnings Ratio) が 11.3 倍で 2000 年以後、初めて 11 倍を上回った。しかし、シンガポール、インド、台湾、中国の平均 PER が 16 倍が越えることを考慮したら現在の株価は低評価されていて上昇余力がある。

総合株価指数の日間変動性は 2007 年に入り 1%以下に落ちた。これは中国上海 A 指数 (2.32%)、香港ハンセン指数 (1.24%)、日本日経 225 指数 (1.05%) より低いのである。

韓国の株式市場が低評価になっている重要な理由の一つは支配構造危険 (Corporate Governance Risk) が大きいというのである。しかし、今後の韓国企業の支配構造が先進国水準で改善する場合、韓国株式は上昇することとなる。したがって株式投資の割合を高めるのが望ましいと判断される。

株式は変動性が大きいから株式投資を増やす場合、資産のリスク性も大きくなるからこれを緩衝することができる自己資本がより多く必要になる。現在、損保社の資本金の規模は増加する危険資産を収容するほど大きくないから株式投資規模を増やすためには資本構造の根本的な再調整が必要である。この場合単純な個別危険資産の変動性のみを考慮するのではない危険資産間の相関関係を考慮しなければならないと思う。

また企業支配構造危険を減らすためには保険会社のような機関投資者が積極的な議決権 (voting right) の行事を通じて投資対象企業の企業支配構造を改善して、

企業支配構造危険を減らし投資対象企業の期待収益を高めなければならない。損保社も積極的な議決権行事を通じて株式投資の期待収益率を高めなければならない。

#### ■ 国内債券の投資方案

2007年3月末基準で損保社の全体運用資産中で債券が占める割合は68%で一番高いパーセントである。IMF 経済危機以後、韓国企業の財務健全性は改善されたので会社債の投資比重を高めるのが望ましい。最近、資産担保付証券(Asset Backed Securities;ABS)市場が急速に拡大している。その中で住宅抵当証券(Mortgage Backed Securities;MBS)のような収益性が高い債券が活発に取り引きされている。従って、債券をポートフォリオに含ませなければならない。

#### ■ 海外証券の投資方案

損保社の資産規模を考慮すると、韓国株式市場の規模が大きい。従って、買入時価格が上昇するリスクがあるし、売渡時値下がりリスクもある。この点を考えると海外株式に投資する国際分散投資は必要となる。

また海外株式投資の拡大は国内株式市場に対する損保社資産運用の割合を縮小して結果的に国内株式市場の不確実性に対するリスクが少なくなる。海外株式投資は損保社資産運用の新しい領域になる。そして資産運用の範囲の拡大だけでなく先進金融技法を習得する機会にもなる。

海外債券投資は国内債券市場の非完備性(market incompleteness)によって派生する資産運用上の限界を乗り越えることができる代案である。韓国の債券市場の場合、長期債券の供給が不足し、長期債券と言っても長期である損保社の資産を考慮すればALMを円滑に遂行することができる位の長期債市場が存在しない。従って、総合的資産運用システムを構築しにくい状況である。

損保社の海外投資の運用原則は長期的安定を維持し収益を拡大させる保険社資産

運用の基本原則適用しなければならない。投資収益率目標は投資商品によって変わらなければならない。

海外投資は投資自体の収益とリスク分散が主な目的であるが為替変動のリスクも考慮することが望ましい。流動性が不足な商品と作られてから間もなくして投資リスクに対する検証のない商品は投資対象から除かなければならない。

また政治的リスクなどによって投資資金の回収に問題がないのかも把握しなければならない。海外株式投資の場合、既存実証研究によれば国際分散投資において産業間分散投資よりは国家間の分散投資が効果が高く現われている。

回収可能性、為替リスク及び流動性を考慮したらアメリカ、ヨーロッパなど証券市場の効率性が高く政治的に安定した国に投資をすることが望ましい。

#### ■ 派生商品投資方案

派生商品は変動性が大きくて韓国の金融システムでは事前的にコントロールすることが出来ないため派生商品の投資はリスクのヘッジ目的に使うのが望ましい。派生商品を利用して得ることができる効果は新しい代替投資手段の効果と資産投資対象の拡大効果がある。

Schneeweis の研究によれば株式、債券、伝統的な代替投資資産たちのポートフォリオにヘッジファンドと商品先物取引を含ませたら、リスクと収益機会の改善を提供すると報告した。またヘッジファンドと商品先物取引の収益率は相関関係が低くて分散投資効果が大きいことで報告した。損保社も今後にはこのような結果を資産運用に積極的に反映しなければならない。

#### ■ 不動産及びその他資産投資方案

2007年 3月末基準で損保社は全体資産の中で7.8%(3.6兆ウォン)は不動産の割合である。その大部分が業務用で構成されている。商業用不動産は安全性、収益性、公共性がある損保社の代替投資分野である。

また損保社の投資ポートフォリオにおいて不動産は他の金融資産と相関関係が少なく分散投資効果が大きい。インフレーションによる実質収益率の減少に対するヘッジ機能もある。

最近、REIT(Real Estate Investment Trusts)市場が活発化され、不動産商品の短所である流動性が改善された。しかし、不動産に対する投資は特性の上、個別性と独立性があるので事業別収益性の検討と予測が金融資産と比べて相対的に難しい。また個別物件の特性と事業別の特殊性によって運用者の経験に依存する傾向が高い。従って投資手続きの合理性、投資運用の客観性、投資の専門性の確保が必要である。

一方、最近、市場の規模が大きくなっている PEF(Private Equity Fund)に対しても関心を持つ必要性がある。PEF と言うのは少数の投資者から溜めた資金を株式・債券などに運用するファンドであり、公募ファンドとは違い運用に制限がないので自由な運用が可能である。公募ファンドは全体規模の 10%以上を一種目の株式に投資することができないし、債券にも一種目に 10%以上投資することができないなど制限がある。しかし、PEF はこのような制限がなくて利益が発生するのならどんな投資対象にも投資することができる。

ゴールドマンサクスによれば韓国 PEF 市場の規模は約 20 兆ウォンが超えると推定した。PEF はリスクが大きいから損保社の資産運用の方針と合わないが市場規模が急速に大きくなっているし期待収益も高いから今後を備えて関心を持つ必要があると判断される。

## 結び

本稿では韓国の損保社の資産運用の現況と問題点を取り上げてから損保社が資産運用側面で解決しなければならない課題を述べてみた。

【平成 19 年度日本保険学会大会】

自由論題 第Ⅱセッション

レジュメ: 徐胤碩

---

損保社が激しい競争の環境下で生き残るためには、総合的で戦略的な資産運用システムを構築する必要がある。戦略的な資産配分システムによって目標収益率を設定してこれを果たすために資産投資に関する意思決定をしなければならない。株式の投資と海外投資などはその一つの方案として考えられる。

参考文献

森宮康『リスクマネジメント論』千倉書房、1994年。

森宮康『保険の基本』日本経済新聞社、2003年。

Brinson, G., L. Hood, and G. Beebower, “Determinants of Portfolio Performance”, *Financial Analyst Journal* Vol 42, 1986年。

Lehmann, B., A. Timmermann, “Asset allocation dynamics and Pension Fund Performance”, *Journal of Business* Vol 72, 1999年。

Schneeweis, T., “The Benefits of Managed Future” working paper, <http://scholar.google.com/scholarThe+Benefits+of+Managed+Future&btnG=Search> 2002年。

月刊‘損害保険統計’損害保険協会。

グザズン“金融環境変化と損害保険会社経営戦略”月刊損害保険 8月号、2006年。

リュゴンシク“生命保険会社 RBC 制度に関する研究”保険開発院、2002年。

ソンムンキョン“株式型ファンドの戦略的資産配分とファンド成果関係分析”working paper IKSA、2005年。

ゾングユン“機関投資者の議決権行事活性化”韓国証券研究員研究報告書、2001年。

チェヨンホ“最近金融環境下の損害保険会社資産運用安全性向上方策”月刊損害保険 7月号、2006年。

ヤンソヨン“損害保険会社のポートフォリオ選択モデル”保険学会誌第 57 冊、2000

【平成 19 年度日本保険学会大会】

自由論題 第Ⅱセッション

レジュメ: 徐胤碩

---

年。

徐胤碩 “最近保険市場の経営環境変化と示唆点” 月刊 HANA 金融、HANA 金融経営  
研究所、2006 年。