

リスクファイナンスに関する諸問題の研究  
- ファイナイトリスクの功罪 -

関西学院大学 前田祐治

1. はじめに：

本稿では、1990年代以降盛んに利用されるようになった、「金融」と「保険」を融合したリスクマネジメント手法の一つであるファイナイトリスク（以下ファイナイトと呼ぶ）について論じる。

ファイナイトは「金融再保険」と呼ばれ、保険会社と再保険会社間の再保険取引として契約されるのが主である。従って、リスクを移転する主体としては、保険会社やキャプティブ保険会社が考えられ、それら企業のリスクマネジメントの手段として取引される。リスクを引き受けるのは主に再保険会社である。

ファイナイトの大きな特徴は、リスク移転が限定された保険と金融の両方を兼ね備えていることである。移転するリスクを限定することで、複雑なリスクを引き受け可能にする、同時に、再保険会社の支払準備金からの投資キャッシュフローを共有するなど、リスク移転者である保険会社とリスクを引受ける再保険会社双方にメリットがあると考えられている。

しかし、本手法が引き金となり倒産に追い込まれるケース、ファイナイトを不正使用するケースが近年数々明らかになった。2001年3月、オーストラリアの大手保険会社であるH I H保険会社が倒産。その背景にファイナイトが存在した。9・11テロ事件をカバーするファイナイト再々保険の巨額負債により、日本の保険会社の大成火災は2001年11月に倒産した。また、同取引により日産火災は2002年安田火災海上（後の損保ジャパン社）と合併することを余儀なくされ、あいおい損保も大きな負債を背負った。2005年2月米国では、A I G社の旧経営陣によるファイナイト取引を利用した粉飾決算が明らかになった。

これらの3つの事例を比較・分析すると、ファイナイトの持つ複雑で特殊な契約内容が、本来のリスクマネジメント以外の目的として利用される要因になったと考えられる。但し、リスク移転（保険）の定義に関する国際基準の不明確性、曖昧な会計基準が不正な悪用を助長したことは否定できない。

本稿は、豪、米、日3国におけるファイナイト事例を比較し、ファイナイトの構造分析から特殊性、利点、問題点を明らかにし、さらにリスク移転の定義についてどうあるべきか論じたい。

2. 先行研究

ファイナイト取引は、貸借対照表に載らない簿外取引であること、複雑な形態の任意再保険契約なので詳細が不明、契約内容が開示されないなどの理由により、先行研究は数少ない。

Hulburt (2005) がAIGとGenReのスキャンダルからファイナイトに関する会計上の問題点を指摘し、改善策について提言した論文がある。また、Culp and Heaton(2005)のファイナイトの利用と悪用に関する論文、さらにDahlen(2007)のファイナイトと保険の規制に関する研究などが先行研究として挙げられる。

3. 金融と保険の融合手段としてのファイナイト

2008年秋、いわゆる「リーマンショック」直後、AIG（アメリカンインターナショナルグループ）はCDS（クレジットデフォルトスワップ）で巨額な負債を背負い、米国政府は公的資金を資本注入することで

AIG 社を倒産の危機から救済した。CDS は信用リスクのスワップ取引であり「保険契約」に似た金融取引である。しかし、信用保険は保険の商品として同時に存在する。これはほんの一例で、現在では多くのリスクを「保険」でも「金融」でもヘッジすることが可能になった。このように、20 世紀後半からの金融工学の発展に伴って、金融と保険を融合したリスク取引が多数行われている。

ファイナイトは、金融と保険を融合したリスクファイナンスの一つで、1990 年代以降活発に利用されている。1988 年センターリー再保険会社の創設者のグラックスターン氏とパーム氏が、ファイナイトとよばれる取引を初めて行った（タイロン 2002）。以後、代替的リスク転嫁手法の一つとして、リスク移転の保険とファイナンスの機能が融合した再保険の仕組みとしてファイナイトは発展する。事業会社の保険子会社であるキャプティブなどがファイナイトを利用するケースが多い。

ファイナイトの大きな特徴は、リスク移転が限定的（「限定的」という意味で「ファイナイト」と呼ばれるようになった）であること。つまり、保険期間内の保険金支払いに限定がある。通常「エクスペリエンスアカウント」と呼ばれる支払準備金の部分は、損害支払いの「後払い」と支払準備金の「先払い」を複合した「ローン契約」と同じだと考えられる。時間的なリスク分散を狙って、ファイナイトは 3-5 年の複数年契約であり、中途の解約はできない。

ファイナイトを（1）リスク移転としての保険部分（2）ローン契約（信用リスク）（3）支払準備金の短期投資から得られるキャッシュフローの 3 つに分解して考える。

契約期間（年） $n$ ；想定損害支払いのキャッシュフロー  $L_t$  但し  $t = 1, 2, 3 \dots n$ ；投資からのキャッシュフローを  $CF_t$ ；契約期間の保険金額  $I$  のファイナイトの年間保険料を  $P$  約定割引率を  $r$  とすると、以下の不等式が成立するように設計される。

$$\sum_{t=0}^{n-1} \frac{P}{(1+r)^t} \leq \sum_{t=1}^n \frac{L_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + I \quad (\text{A})$$

但し、上記式は税効果を見逃している。投資からのキャッシュフローは支払準備金の運用から得られる。

上記（A）式の右辺は想定損害の現在価値（ローン部分）、投資キャッシュフローの現在価値と保険の組み合わせであり、左辺は保険料支払いの現在価値である。ファイナイトと従来の保険との違いは、通常保険は想定損害を保険料の算定に含めるのに対して、ファイナイトは想定損害を、先払いまたは後払いのローン契約とし、実際損害が限度額を上回った部分に対して保険が発動する構造となっている。保険はエクセスカバーのみである。本構造はキャプティブ保険の構造に類似するが、ローン部分が自家保有であるか他社が保有するかの違いがある。

リスクが取引として（A）式が明らかになると、リスク移転者にとってのリスク価値とリスク引受者にとってのリスク価値が取引の材料とされる。すると、ファイナイト取引は通常の金融スワップ取引と同じ構造であることが明らかになる。つまり、リスク移転者とリスク引受者双方にとってリスク価値の相違がファイナイトを成立させる。よって、比較的優位性の取引がファイナイトの本質であるとも言えよう。その比較的優位性は、キャピタルコストの優位性、損害支払い処理の効率性の高さからの優位性、投資効率

の優位性などから得られる。

#### 4. ファイナイトの利点と問題点

リスクの引受け者である保険会社にとって保険金支払いにキャップ（限定）があるため、引受け困難な複雑、巨大なリスクを安易に取引できるといった利点もある。例えば、医療リスク、信用リスク、生命リスク、環境リスクといった、通常保険会社が引受けを厳格にするリスクでも、ファイナイトを利用することで保険取引が可能となる。例えば、2004年シナネン社と石油の土壌汚染リスクをファイナイトで取引している損害保険ジャパンのケースがある。

リスク移転元の会社は、ファイナイトのエクスペリエンスアカウント部分からの投資キャッシュフローを享受できることに魅了される。つまりリスク移転元にとっては、1) 保険により損金処理する節税メリット、2) 損害発生時の備金を簿外積立（オフバランス）するという利点も求める。ローン的な部分がある一方で保険（リスク移転）を組み合わせているので全体としての保険料を損金計上しているのが現実である。さらに、キャプティブのような自家保険にするよりも、リスクコストを平準化できるというメリットもある。本質的には保険と全く性質が異なるファイナイトであるが、リスク移転が全くないと保険とは判断されない。そこで、どの程度「保険」の部分が必要となるのかが問題となる。

会計基準では明確なルールは示されていない。欧米の会計基準でも「リスク移転」の定義が不明確である。一般的な業界の指針 10/10 ルールによると「少なくとも 10%の損害発生確率がありさらに 10%のリスク移転」があることとなっている。フェッチの「20/20 ルール」だと確率と損害規模が 20%であるといった違いが有るが、その選択は事業者、会計専門家まかせであることが現状である。米国の会計基準 FAS 113 号は再保険の定義として「合理的に十分なリスク移転があること」としか明記していない。中央青山監査法人は本指針では「合理的に十分な」を説明することは困難であると解説している。

#### 5. リスクマネジメントの不備ー 日本の事例（大成火災、日産火災、あいおい損保）

2001年11月、大成火災海上保険は総負債額 4131 億円で倒産。そのうち 744 億円が在る特定の任意再保険取引（ファイナイト）による負債であることが発表される。2002年に安田火災保険会社に合併した日産火災は、その合併の主な理由が、同じ再保険取引による 482 億円もの負債を計上しなければいけなかった。2002年には日産火災は安田火災により救済合併。あいおい損保は 440 億円の債務の存在が表面化。これらの再保険取引がファイナイトの仕組みを利用したものであった。9・11 事故での航空機事故損害を補償した。格付け機関フィッチ社は 9・11 損害のうち 6 ビリオンドル（約 6000 億円）が、ファイナイト取引により会計のブラックボックスに覆い隠されてしまったと報告している。

本例では巨大なリスクである航空機事故リスクの再保険を、「フォートレス社」と呼ばれる再保険プールで一旦リスクを集積し、その後そのプールから再々保険として伝統的な任意再保険とファイナイトを使った再保険によりリスクが再移転されていた。本事例は、ファイナイトの支払い限度額がリスク移転者である保険会社の支払い許容量を大幅に超えていたための倒産や救済合併に繋がった事例であると考えられる。結果、ファイナイトのリスクマネジメントとしての限界を露呈した例である。

#### 6. ファイナイトの悪用ー オーストラリアの事例（HIH 社）

2001年3月にオーストラリアで4番目に大きい HIH 保険会社が倒産した。2003年4月に HIH ロイヤル

## 【平成 21 年度日本保険学会大会】

### 第Ⅱセッション

レジュメ：前田祐治

---

調査委員会が出した最終報告書には、HIH 社がファイナイトにより以下のような不正会計を行っていたと報じている。1) 既に発生した損害の支払準備金の簿外計上（オフバランス）していた。2) 将来受け取る保険金を当期利益として計上し利益を水増しし保険料を過少申告していた。3) リスクがほとんど移転していないが（再）保険取引としていた。4) ファイナイト取引の添書きの隠蔽工作をしていた等々が挙げられている。問題となった取引は、ファイナイトのロス・ポートフォリオ・トランスファー（LPT）を利用した様々な再保険会社との取引であった。本事例はオフバランス手法であるファイナイトを利用した不正会計が問題である。また、リスク移転ないのに保険契約としていた問題も明らかである。

#### 7. ファイナイトの悪用—米国の事例（AIG 社）

2005 年 SEC は AIG 社に対し、AIG とゼネラル再保険会社との間の再保険契約が不正な保険契約であると発表した。ビジネスインシュアランスによると、ファイナイト取引の LPT によって、AIG 社は 500 万ドルの保険料を受け取ると同時に、既発の保険金支払いを保険金額 500 万ドルで引き受けた。本取引で AIG 社は、500 万ドルを保険料収入に計上し、同時に 500 万ドルを支払準備金に計上していた。本件でのリスク移転は全くないことから、AIG は保険料としての利益の水増し、支払準備金の水増しを監督局から指摘された。後日 AIG は財務会計の修正申告している。

AIG の事例もファイナイト取引を利用した不正会計が問題としているが、HIH の場合と同様、リスク移転ない保険契約が不正取引であるとされている。

#### 8. 考察

HIH と AIG の事例が示すように、ファイナイト取引はその特殊性、複雑性、オフバランス性から透明度が低く、会計不正の温床となりやすい点はある。両者とも LPT が関っており、ローン取引の部分が高いこと保険とすることに不正があった。この点、ファイナイト取引を明示することを義務づけるなど、透明度の確保が不正防止に繋がると考える。

第 2 に、大成や日産の例が示すように、ファイナイトはリスクマネジメントの手段としては限界がある。それは、保険（リスク移転）というより自家保険の意味合いが極めて高いからである。ファイナイトがキャプティブ保険会社の延長線上にあると考える事業者が多いのはその理由であろう。その点で、ファイナイトをリスクマネジメントの手段として使用するにはリスクコストの平準化、ロスコントロールの推進などの目的の明確化が必要である。

第 3 に、リスク移転の定義である。ファイナイトは金融と保険の両方の側面を持つ合体取引であると考えるのであれば、10・10ルールなど全体を保険とするかどうかの議論よりも、ファイナイトが（A）式のように構造が明示され、I 保険の部分のみをリスク移転（保険）と見なすべきだと考える。全てのリスクファイナンスは取引を保険である部分と金融（ローン）である部分に細分化し各法令に従い処理されるべきだと考える。

#### 9. おわりに

最後に、リスクファイナンスは近年の金融工学の進歩に伴って多く取引されてきた。一方、その複雑な取引形態から大成や日産の事例のように利用目的が曖昧でマネジメントに失敗するケース、AIG や HIH のように経営者が不正を働くケースが表面化してきた。これらはリスクファイナンスの法制度、会計基準な

【平成 21 年度日本保険学会大会】

第Ⅱセッション

レジュメ：前田祐治

---

どが国際的に整備されてことに起因する。

米国や豪州はこれらの不正事例が発覚すると直ぐに監督局が速やかに調査委員会を立ち上げ、調査・報告書を開示した。また、明確な基準を法制化しようという動きも早い。しかし、それらの基準は国際的に適用されるものでないといけない。日本も同様に、大成や日産の事例が再び起こさないような対策を早急に講じなければならない。

以上