



ジェロントロジー ジャーナル

米国における高齢者の財産処分としての保険買取制度の最近の動向

保険研究部門 主席研究員 荻原 邦男
e-mail : ogihara@nli-research.co.jp

1—はじめに

保険買取制度とは、保険契約者がその地位を第三者に譲渡し、その対価として解約返戻金を上回る金額を得る取引のことである。米国では保険加入に当たって被保険利益¹の存在が求められるが、それを他者に譲渡することは契約者の自由とされ、判例上も保険契約譲渡の妥当性が確定している。1988年に法人組織による保険買取が開始されて以来、エイズ患者の現金化ニーズとマッチして急激に拡大した。また、これに伴って、契約者保護の観点から保険買取に関するモデル法もNAIC（米国保険監督官協会）によって整備され、多くの州でこれに準拠した州規制が行われている。

当初は主として末期症患者をターゲットにしていたが、その後、エイズの沈静化や生前給付制度の普及とともに、より余命の長い層にターゲットを移していくことになった。（名称も、当初の末期症患者を対象とした Viatical Settlement から Life Settlement を使用することが一般的となっている。）

現在、保険買取は、主として比較的富裕な高齢層（65歳以上が多い）が、①一時的資金需要から保険を解約したい、②ニーズに合わない保険を長期介護保険など他の商品へ転換するため解約したい、といった場合に、自己の保有する保険契約を、解約返戻金以上の金額で他者に譲渡するための手段ととらえられており、高齢富裕層の資産管理の一分野として定着を見ている。

本稿では、保険買取制度をあらためて振り返り、こうした需要に対して、米国はどのように対応してきたのか、さらには保険買取の証券化の動向を含めて紹介することとしたい。

ちなみに、わが国の保険買取を巡る状況は次のとおりである。保険買取は現在のところ実質的に認められていない。2005年に、保険買取を目的に保険会社に名義変更を請求したところ、これを保険会社は拒否し、その妥当性を問う訴訟が行われた。同年11月に請求を棄却する（つまり保険会社の拒否は妥当とする）地裁判決が下されている。2006年3月の東京高裁による控訴棄却判決を経て、最終

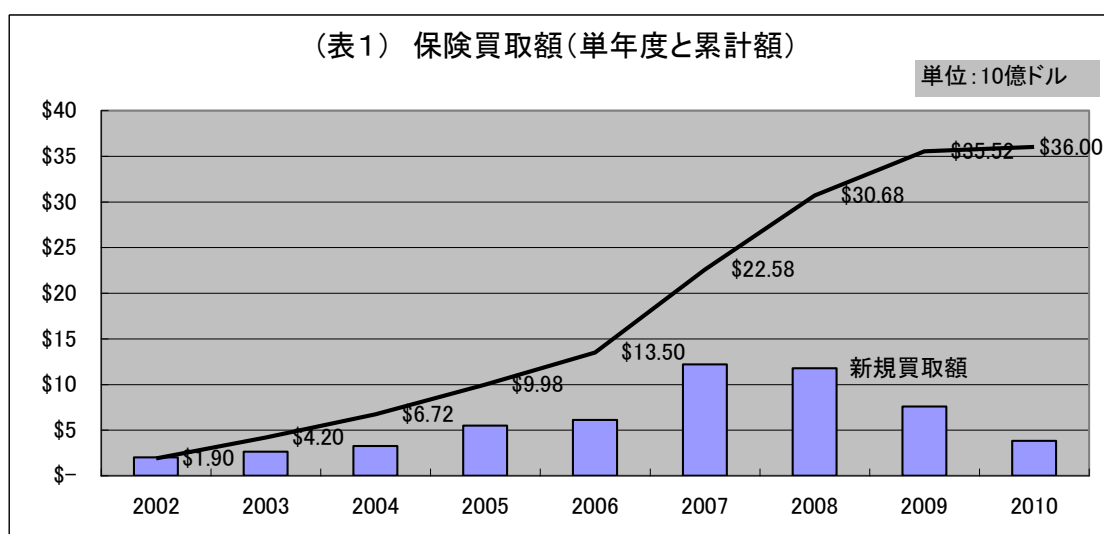
¹ 被保険利益とは、ある対象（目的物）に偶然に事故が発生することにより、ある人が損害を被るおそれがある場合における、ある対象とある人との間に存在する利害関係のことをいう。わが国では損害保険契約について被保険利益の存在が要件となるが、生命保険契約には求められていない。

的には最高裁が不受理の判断を行って決着している（2006年10月）。ただし、地裁判決の判決文では、「（保険買取は）有効な方法となり得ることがうかがわれるので、今後、その是非については議論が尽くされることを望む」旨の付帯事項が示されている。

2——保険買取の現状と保険会社の対応²

1 | 保険買取の規模と内容

1988年に開始された保険買取の実施額を表したのが（表1）である。保険買取に関しては公的な統計がなく、調査会社による推定値に依らざるを得ない。



これによると、2010年度末で360億ドルであり、これは個人保険の保有額10兆ドルに対して0.4%に相当する。また、後述するように金融危機の影響もあり2008年以降の新規買取額は減少している。累計保有金額は増加しているが、頭打ち傾向にある。

○買取契約の年齢分布

取扱の下限を60歳とするところが多く、実際には65歳以上のものが大半であるとされている。

○商品別にはユニバーサル保険が多い。

2010年1月に発行された米国アクチュアリー会の調査レポートによれば、商品としてはユニバーサル保険が中心となっている³。

(表2) 商品別構成比率と平均保険金額

	構成比率	平均保険金額 (単位:千ドル)
終身保険	19%	\$53
伝統的ユニバーサル	45%	\$724
変額ユニバーサル	4%	\$870
二次保証付きユニバーサル	49%	\$1,085
連生残者保険	12%	\$2,287
定期保険	26%	\$230
その他	100%	\$950

(注)8社の回答の中央値のため合計は100とならない。

(出典:米国アクチュアリー会)

² 買取市場の現状については、Conning社のLife Settlements関係レポートのほか、志茂謙「米国における生命保険買取市場の現状」（生命保険経営誌2007年9月）を参考とさせて頂いた。

³ 元受保険会社19社と再保険4社に対するアンケートをもとにしたもの。元受会社の約半数の会社は、買取に付されたかをモニタリングしており、買取契約の商品別構成割合等はその経験に基づく回答である。

ユニバーサル保険は、死亡保障と貯蓄要素を組み合わせることが可能で、保険料払込（の時期、金額）の自在性に特徴がある。保険買取にユニバーサル保険が多い理由は、死亡保障が一定程度あるうえに、①保険料競争の結果として保険料が比較的低廉であること、②保険料払込が自在に変更できることから、保険を買取る投資家からすれば投資ニーズに合わせやすいことがあげられるだろう。

また、一件あたりの金額は伝統的ユニバーサル保険で 72 万ドル（80 円換算で 5760 万円）とかなり高額である。一定の払込残額があれば失効しない「二次保証付きユニバーサル保険」では、1 億円近い保険金額となっており、高齢富裕層の資産管理の一分野として一定の定着を見ていると考えられる。

2 | 生保会社の対応

保険会社は、保険買取に対しては基本的に批判的であり、代替的な手段の提供に努めている。批判的な理由としては、①保険金受取という本来の保険サービスが受けられないことは顧客にとって好ましくない、②顧客を保険買取にまつわる詐欺行為から保護することは契約者保護として重要である、③保険買取に関する悪評から自社ブランドを保護する、といった点が挙げられている。

具体的な対応策は次のとおりである。

i. 生前給付（Accelerated Benefits）への誘導

彼らの基本的戦略は、生前給付特約（死亡事故発生前であっても医者之余命判定など一定の要件のもとに給付を行う特約）の付加により契約者のニーズに応えることであった。わが国のリビングニーズ特約（生前給付）が主として余命 6 ヶ月の場合に給付するのに対し、米国のそれは 12 ヶ月以内のものが大半（1 年以上の余命で生前給付を行ったのは 2～5% 程度という）であり、範囲がより広い。1998 年の調査⁴によると、米国の保有保険金額の 80% を占める保険会社が生前給付商品を販売しており、その低廉化も進んでいる。

なお、生前給付特約は保険買取を完全に代替できる訳ではない。保険業界は 2001 年以降、生前給付のトリガー要件⁵を拡大するロビー活動を行って、末期疾患に加え、重病慢性疾患を対象とすることを目指しているが、モデル規制の改訂には至っていない。

ii. エージェントと保険買取業者との取引を禁止

保険会社のなかにはキャリア・エージェントに対し、保険買取にかかわることを禁じている会社もある。さらに、仲介を通じて保険買取サービスを契約者に提供することを禁止している会社もある。特に、顧客情報を保険買取業者に提供することには抵抗が強い。こうした情報提供によって買取会社は顧客との契約を容易に進めることができるからである。

しかしながら、こうした保険会社側の対応とは裏腹に、大手の保険買取会社によれば保険買取の成立には殆どのケースでキャリア・エージェントが介在しているのが実態のようである。

⁴ 1998 年の LIMRA と ACLI の合同調査による。

⁵ 生前給付にもモデル規則があり、その適用範囲が定められている。

iii. 調査対応、法制対応

保険会社は保険買取に批判的ではあるが、業界としては、幅広く情報収集や研究を行っている。例えばアクチュアリー会（SOA）は、保険会社のデータやアンケート結果に基づいて、保険買取の現状や、そのプライシングに関するレポートを公表している。

さらに、後段で述べるように、STOLIと呼ばれる保険買取の悪用取引に対して、法律改正を働きかけるなど、監督規制への要望・提案対応を行っている。

3 | 保険買取肯定論

もちろん保険買取側をはじめ学界のなかにも、長期的観点から生命保険買取に肯定的な議論もある⁶。

- ・保険買取市場の拡大は、保険の需要そのものの拡大につながる。
- ・保険買取市場の拡大は競争を通じて買取価格の適正化を促し、顧客にとって望ましい。
- ・保険買取に関連する詐欺についても、新興業界にありがちな事象であって、早晚それはある程度の水準に低下するだろう。
- ・保険会社が保険買取サービスを提供することで「範囲の経済」が働く余地がある。

と、その促進を期待する意見がある。

その一方で、

- ・保険会社は保険料の設定に当たって、給付に至る前にある程度解約が発生することを見込んでいますが、保険買取会社の発展は、その利益を失うことを意味する。とりわけ、Lapse Supported 型商品（解約時の給付を抑え、解約が保険会社の利益に働くような性質を持つ保険）に対しては影響が大きい、

として、収益上の観点から保険買取に慎重な意見もある。

4 | 保険買取の経済

保険買取制度は、各関係者に効用をもたらすように見える。

- ・契約者は解約返戻金を上回る金額を得るので、有利である。
- ・投資家は保険買取価格とその後の保険料を投資して、通常はそれ以上のものを受け取るので、利益を得る。
- ・保険会社も契約が継続することによって通常は利益が発生する⁷。

しかし、実際はそうはならない。特に、健康状態が悪化した場合を想定すると、その契約の経済的価値は保険買取価格を上回っており、保険買取価格で譲渡する原契約者は経済的損失を蒙っていることになる。つまり、余命が短くなっている段階で保有している保険契約はハイイールドな資産であって、資金の借入、契約者貸付等で当面の流動性を凌げるのであれば、保険を保有し続けることが経済的には合理的行動となる。しかしながら、契約者は生前に保険買取から得られる当面の流動性に効用を認めており、この効用と、経済的価値と保険買取価格との差による損失との総合的判断ということ

⁶ Neil A.Doherty ,Hal J.Singer : "Regulating the secondary market for life insurance policies"(Journal of Insurance Regulation;2003)による。

⁷ もちろん解約された場合に比べれば損失となるが、保険会社は個々契約ではなく群団として運営される。損得の評価は基準により異なる。

になる。

また、保険を買取って保険料を継続支払する側は、死亡時期が早いほど支払った買取価格（に保険料、手数料を加算したもの）を回収し超過利益を得る時期が早まる。しかし、想定に反して余命が長期化した場合は、逆に投資額を下回ることもありうる。

（なお、後述する米国議会下院の議会証言に寄せた Joseph M. Belth 教授の声明によれば、「保険買取に関して、勝者はアップフロントで支払を受けるプロモーターないし仲介業者だけであり、そのほかの関係者はいずれも潜在的な敗者なのである」とされている。）

3—2008年金融危機の与えた影響 — 特に投資銀行の行動に焦点をあてて —

1 | 金融危機による成長の鈍化

保険買取を行う場合、保険買取の対価を支払うための資金が必要となる。企業が関与する保険買取が発足した当初は、買取会社の親会社からの投資によりこれを賄う形態であった。その後、ファンドを形成したり、保険契約プールを担保にして生命保険担保証券を発行する、いわゆる「証券化」の形態が導入され、これも要因となって投資家が拡大することとなった。

（表1）で示したとおり、保険買取の残高は年々増加してきたが、2008年の金融危機を契機に成長が大きく鈍化した。その要因は次のとおりとされている。

- (1)信用収縮に伴い、投資家の保険買取に対する投資額が細ったこと、
- (2)保険買取価格の算定に使用する余命予測方式を評価業者が変更したため、余命が従来より長期化し、保険買取のプライシングそのものに対する信頼感が低下したこと、
- (3)保険会社の支払能力に対する一般的な懸念などであるとされている。

なお、(2)余命予測方式の変更に関して付言すれば、①従来からの蓄積により余命評価専門会社が参照しているデータ量が充実してきた要因と、②評価会社が余命の算定手法を変更した要因があるようである。①は、米国アクチュアリー会が新しい死亡率テーブル 2008 V B T (Valuation Basic Table) を公表したことも影響している（ただし、2008 V B T は、そもそも高額契約や標準下体契約を除外しているため、買取契約余命算定の直接のターゲットとは食い違うため、効果は乏しいとも言われている）。また、②は、評価会社のノウハウ向上によるところが大きいのであろうが、余命の算定手法はまさに区々であり、標準的な手法が確立されている訳ではない。そう簡単に余命が算定できるものではないのである。

2 | 保険買取の証券化を巡る議論

i. 保険買取証券化に関する米国議会下院のヒアリング⁸（2009年9月実施）

金融危機の直接的な影響のほか、金融危機のトリガーとなった証券化機能への過信に対する反省機運もあり、保険買取の証券化にも類似点が認められるのではないかと、との問題意識から各種の議論が行われた。

⁸ <http://financialservices.house.gov/Calendar/EventSingle.aspx?EventID=231744>

2009年9月に、金融サービス委員会は、「証券化における最近のイノベーション」とのテーマで関係者からヒアリング（議会証言）を実施した。これは、特に保険買取の証券化にスポットを当てたもので、SEC、NAIC（全米保険監督官協会）、保険買取プロバイダー、投資銀行（2社）、保険買取協会、格付会社などが議会証言を行っている。

委員長は、ヒアリングの冒頭で次のように述べている。「保険買取は発展してきているが、その証券化に関しては初期段階にある。しかしながら、投資家はすでに、保険買取ファンド、死亡率インデックス、保険買取に関するデリバティブ商品のかたちで、証券化商品にアクセスしている。こうしたなかにあって、事前の洞察力を発揮することで、保険買取の証券化に関して将来起こるかもしれない事態を避けることができるだろう。」また、「保険買取が証券化に汚点を残す機会を与える前に、我々は追加的なセーフガードを検討すべきである。本日のヒアリングは、証券化というエンジンにとって、保険買取が適切なインプットとなるのか否かに焦点を当てるものである」と述べている。

主要な発言を要約すれば次のとおりである。

SEC (米国証券取引委員会)	<p>現在、証券化商品の監督について全般的な見直しを実施中。</p> <p>保険買取は一般的に証券と位置づけられる。現在までに、証券化された保険買取がSECに登録されたことはない。私募扱いで売買されており、この分野は引き続きモニターしていく。また、詐欺や不法行為に対しては権限を持って対応していく。保険買取の重要性を考慮し、SECは保険買取のタスクフォースを設け、引き続き検討する⁹。</p>
NAIC (米国保険監督官協会)	<p>州監督官は保険買取の監視を実施している。保険買取の証券化は保険監督の範囲外になるが、保険買取の証券化が、STOLI（保険買取を目的とした保険加入）を助長しないか懸念している（これはモーゲージの証券化がマーケットを拡大したのと同じ）。保険買取の増加は解約の減少をもたらし、これが保険料の引き上げにつながる面にも注意している。</p> <p>保険買取の証券化が原契約者の権利やプライバシーを損なわないことを確保すべき。SECと連携して対応していく。</p>
ILMA (寿命リスク業務に関与する機関投資家・仲介業者の団体。主として投資銀行)	<p>保険の証券化は既に一般化しており、有益。保険買取の証券化を第二のサブプライムと見なすのは誤り。（原契約者は買取実施の時点で、保険料を払い終わっており、その後の関与はない。保険買取証券が失敗するならば、それは投資の失敗であり、一般の運用商品と同じである。したがって、当該商品は、リスクを分析・理解できる機関投資家にも適切な投資となろう。）</p> <p>消費者保護のため監督は必要との立場。州毎の監督の統一性の無さは改善すべきで統一規制を望む。</p>
クレディ・スイス	①保険に関する証券化は一般的（長寿債など）。保険買取の証券化も類

⁹ 2010年7月にスタッフペーパーの形でレポートが公表されている。<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-129.htm> を参照)

社	似のもの。②当社は業界のベストプラクティスを構築するリーダーである。③保険買取に関する連邦規制を歓迎する。
ゴールドマン・サックス社	①保険買取への投資家ではあったが、保険証券の証券化は実施していない。②保険買取証券化には乱用の危険はあるものの、システミックリスクがあるとは考えられず、潜在的に重要な効用があるものとする。
DBRS社(格付会社)	近年の経験から学んだ教訓を保険買取の監督規制に生かすべき。①買取業者の登録制が必要、②保険買取に関する情報の十分なディスクロージャーが必要、③保険買取の証券化を行う際は、一定割合を自己が保有することを義務づけることが望ましい(投資家の利害と一致させることで、買取市場の安全性・健全性担保に役立つ)。

(議事録より筆者作成)

ii. 保険買取の証券化に反対する保険業界

ACLI (米国生命保険協会) は 2010 年 2 月に、保険買取の証券化に反対する旨の声明を発表した。以下、この主張を見てみたい。

反対の第一の理由は、保険を買取った者は、それに伴うリスク評価に責任を持つべきであるという点である。証券化という手段で、リスク評価から逃れるべきではない。これはまさにモーゲージの証券化で起きたことと相通ずるもので、その経験を生かすべきである。余命予測に絶対的な方法はなく、不断の改善が必要である。しかし、証券化が進み、容易にリスクを転嫁することが可能になれば、買取業者がまともにアンダーライティングを実施したり、被保険利益を尊重することに関するインセンティブは低下することになり、望ましいことではない。

反対の第二の理由は、保険買取の証券化に関して、投資家にとっての透明性が欠けていることである。保険買取引受関連の情報を調査することによるデューデリジェンスを実行することが認められていないからである。個人を特定できる情報はもちろん保護されるべきだが、それ以外の情報(年齢、予想余命、買取価格等)は開示されるべきだ。投資家に与えられている情報は質量ともに十分なものではなく、これが格付会社が保険買取プールの格付けを辞退している理由でもある。

「要するに、保険買取の証券化は被保険者にも投資家にもリスクをもたらすものである。STOLI は半数以上の州で禁止ないし監督上制限されているので、これらの証券化は行政訴訟、それも高つく訴訟が起こされる可能性を認識しておかなければならない。すでに 200 以上の訴訟が提起されているのは、それへの警告と考えるべきである」というのが彼らの主張である。

これに対して、ILMA (寿命リスク業務に関与する機関投資家・仲介業者の団体。主として投資銀行) は即時に反論を寄せた¹⁰。証券化の利点として、①資金調達コストの低減、②消費者への選択肢の提供と流動性の付与、③リスクを回避したい者から、リスクをとりたい投資家へのリスク移転、④資産所有者と資産そのものの分別、などを挙げた。ただし一方で、この資産クラスはまだ登場して歴史が浅く、保険買取が証券化に適するようになるまでに解決すべき課題があることを彼らは認めて

¹⁰ <http://www.lifemarketsassociation.org/documents/PR-%20ACLI%20misleads.pdf>

いる。

3 | 投資銀行の死亡率リスクビジネスへの関与

i. 長寿リスク・死亡リスクビジネスと投資銀行

投資銀行のなかには、死亡率リスク、長寿リスクのヘッジやコントロールに関連する業務に注目してきたところもある。実際、死亡率・生存率にリンクした長寿債券をはじめ、各種の商品が登場している。参考までに、代表的な2つの例を示す。

第一の例は、2003年に Swiss Re が発行した死亡率リンク債である。概要を述べると、この債券の償還額は、米英5カ国の死亡率の加重平均（米国が主体）をもとにした死亡率インデックスが①130%を超えない場合は100%償還されるが、②130%を超えると償還額が減額され、③150%になると償還額がゼロになるというものである。債券発行者は、通常よりも高い金利を負担する代わりに、死亡率が上昇した場合のリスクをヘッジすることができる。

もう一つの例は、2004年に E I B (European Investment Bank) が発行した長寿債券である。こちらは償還額ではなく、債券保有者への毎期の支払額が、生存率インデックスに依存するタイプである。具体的には、2003年にイングランドとウェールズに住む65歳男性の生存率インデックスに50百万ポンドを掛けたものが債券保有者に支払われる。これによって債券保有者は生存率が上昇した場合のリスクを、当該債券でヘッジすることができる。

このように、死亡率・生存率リスクをヘッジするために広く資本市場から資金を調達する動きがみられ、これに関して投資銀行は大きな役割を果たしている。

ii. GS社の死亡率インデックス

こうした死亡率リスク、長寿リスクにかかわるデリバティブ商品のプライシングを行う際、死亡率インデックスは、基本情報として必要となる重要なインフラストラクチャーの一つである。既にいくつかの組織から死亡率インデックス情報が提供されてきたが、保険買取との関係で注目されるのは、ゴールドマン・サックス社（以下、GS社）が2007年12月に公表を開始した QxX.LS と呼ばれる「生命保険買取に関する」死亡率インデックスである。

これは、実際に買取の対象となった保険契約（65歳以上の高齢者が対象）の死亡率情報¹¹をトレースしたものである。データソースは、査定専門会社である AV S 社が実際に契約査定を行った46,290名の情報である。死亡率インデックスは、毎月の頻度で、その時点の最新の死亡率情報が公開される¹²。

iii. GS社の死亡率インデックス提供業務の収束

しかし、GS社は議会証言を行った2009年9月から間を置かず、12月には、死亡率インデックスへの関与を終了することを公表した。

¹¹ 米国では社会保険番号の有効無効がデータベースから得られるので、それをもとに生死判定が低コストで可能である。

¹² 当時のサイト (<http://www.qxx-index.com/>) 情報による。

これに関して、以下の報道¹³がある。

一時期、この死亡率インデックスにペッグした、推定 150 億ドルの買取契約に関連するデリバティブ商品を販売する意図があった。同時に、G S 社は他の保険買取証券を購入した機関投資家に対する潜在的ヘッジ手段として、このデリバティブ商品に期待していた。しかし、その前提となるマーケットは、図らずも大恐慌以来の不況の被害者になったように見える、と保険買取会社の複数の幹部は語っている。

G S 社は、2006 年にまずは投資家として保険買取に関与している。彼らは、ベビーブーマー世代が退職後の収入を補う手段として有力なものとなり、そこが将来的にプロフィットセンターとなるだろうと見ていた。しかし、その後、こうしたエキゾチック証券の市場は急速に縮小し、普通のタイプの証券化商品ですら、利益を上げるのが難しくなった。保険買取を証券化した商品（デスボンドと呼ばれる）は、回復も緩慢になっている。

G S 社と関係がある保険買取会社の幹部の発言によれば、「G S 社は、スペキュレーティブな取引に拘わることが報道で取り上げられることによる風評リスクを考慮して、「タオルを投じた」のではないかと見ている。

G S 社の撤退は、金融危機後の厳しい経営環境の下で、事業絞り込みを目指し、他の事業との比較考量から下した判断ということに過ぎないかも知れない。しかし、厳しくなる事業環境のもとで、当該事業の持つ危うさを感じ取り、これを避けた可能性もあるのではないだろうか。

4——保険買取市場の変質(劣化)と監督規制の強化

1 | STOLIとそれへの対応

時期は前後するが、保険買取市場の劣化とも言うべき、STOLI と呼ばれる商品の登場とその規制について説明したい。STOLI とは、**Stranger-originated life insurance** の略で、第三者に売却することを当初から意図して加入する保険契約のことである。場合によっては、必要資金の提供を受け、実質的な負担なしに保険に加入する、いわゆるフリー・インシュアランスと呼ばれる形態がとられることがある。これについては、保険本来の目的にそぐわないとする保険会社側と、保険買取会社のグループとの間で、従来から意見の対立があった。2006 年 3 月から正式に検討を始めた NAIC (全米保険監督者協会) は、2007 年 6 月に最終判断を行い、加入から 2 年間の転売禁止期間を 5 年間に延長することを主とする保険買取モデル法の改正を行った。

なお、その際の正式なドキュメントによれば、以下の改正趣旨が記されている。

「STOLI は、2 年の可争期間を過ぎれば受取人に被保険利益のない第三者に売却する意図を持ち、予めそのような約定をしたうえで加入された契約を言う。こうした契約は、保険契約の本来的な目的、つまり死亡事故が発生した際に、家族もしくはビジネスを保護すること、に沿ったものではない。公益の観点から (from a public policy point of view)、こうした事象に対応する、国としての基準を持ち統一性を保持することが重要である」とされた。

¹³ ロイターの 2009 年 12 月 18 日付け記事による。

2 | 解約時の契約者への情報提供義務

解約を検討している契約者に、解約に代わる選択肢について情報提供することは有益である。例えば、英国は150年以上前から保険買取が行われている国であり、保険買取に対する認知も進んでいるが、FSA(英国金融サービス機構)は、Conduct of Businessの6.5.50項において、こうした選択肢を契約者に情報提供することを義務づけている。

米国においても、最近、生命保険の解約等を検討する際に、取り得るすべての選択肢を伝えることを保険会社に義務づける法律を制定する州が増えている¹⁴。

なお、NAICはこうした動きに冷淡であり、モデル法への反映を行っておらず、この動きを推進しているのは、NCOIL(National Conference of Insurance Legislators)と呼ばれる民間団体である。この団体は、保険に関する法律策定者が適切な情報をもとに意志決定することを支援することを目的としていたものである。ただし、関係者に意見発信等を行うものの、法的強制力は有していない。彼らは、2010年11月に、"Life insurance consumer disclosure model act"と呼ばれるモデル法を採択した。これは州法の改定を行う際の参考にすることを目的としたもので、「解約時において、解約の代替策を契約者に通告するように、州の監督官は明文化された文書により求めなければならない」とした。

その代替策として、

- ・生前給付(accelerated death benefits)
- ・保険買取を目的とした契約売却(同時に、保険買取は監督規制下にある取引であるという情報提供を含む)

が推奨されるほか、その他の手段として、転換、商品種類変更、契約貸付の利用などが列挙されている。

3 | 個人投資家の保険買取ファンドへの投資を規制する方向(英国)

英国でもこうした投資にかかわる不祥事が発生している。英国では、保険買取ファンドへの投資をTLPI(traded life policy investments)と呼んでいるが、ハイリスクかつ中毒性のある商品であるとして、個人投資家が取り扱うことを禁止する予定であるとしている¹⁵。

FSAのmanaging directorの語るところによれば、「こうした投資商品の過去における失敗から消費者は多大の損害を被り、もし、こうした商品の販売に今ストップを掛けなければ、今後新たな投資家が苦しむことになるだろう。FSAは今まで、英国の個人投資家に当該商品を販売しないよう、業界に強い警告を発してきた。最終的には、当該商品の個人投資家への販売を禁止するつもりであるが、来年は当該商品のリスク低減を促進するための方策を広く募る予定である」としている。

FSAはこうしたファンドの主要なリスクとして以下の6種類を挙げた。

- ①不正確な余命判定は、投資家のリターンや流動性に負のインパクトを与えるリスクがある。
- ②当該ファンドは流動性が乏しく、流通市場も制限的である。これは投資家が短期的に資金を必要

¹⁴ 2010年7月26日のNational Underwriter誌によれば、ケンタッキー、カリフォルニア、ニューハンプシャーなど6州が制定している。

¹⁵ 2011年11月28日付けCityWire記事による。

としたとき、大きく割り引かれる可能性がある。

- ③新規に流入する資金がそれ以前の投資家を支える、ある種のネズミ講的な側面がある。
- ④投資先が海外である場合に為替リスクが発生する。
- ⑤投資家は保護機構（Financial Services Compensation Scheme）の保護を受けられない。
- ⑥保険会社が破綻するカウンタパーティ・リスクがある。

5—おわりに

2008年のサブプライムローンに端を発する金融危機では、行き過ぎた証券化がバブルの生成とその崩壊による影響を拡大させた要因となった。これとの関係で、保険買取の証券化について改めて考えてみる。

まず、①モーゲージローンの証券化（及び再証券化）が持っていた原資産の保有者に起因するリスク（資産状況により返済が滞るリスク）は、保険買取の場合には確かでない。元契約の契約者が持つ債権債務関係は買取実行時点で消滅するからである。制度そのものがただちにシステミックリスクにつながるとは必ずしも言えない。

②情報の非対称性の観点からは、同様の問題がありうる。買取証券に投資する投資家にとってみると、投資資産のリスクプロファイルが明確でなく、十分に投資家に伝わっていない可能性はある¹⁶。もちろん、将来の不確定事項にかかわる点を割り引いても、十分な配慮が必要である。とりわけ私募の形が多いので、規制が甘くなる傾向もあろう。

例えば、将来のリターンの不確実性についてはどうだろうか。仮に、対象となる保険買取契約の被保険者たちが平均して群団全体と同じ死亡状況を示すなら、超過利益は発生しないはずである。超過利益が常に発生するとすれば、保険会社は恒常的に損失を蒙り、保険会社の行うプライシングが誤っていることを意味する。また、富裕層契約のボリュームが今以上に増加すれば、富裕層は一般に健康に留意し、医療・介護にかける経済的余裕があるので、平均より長命かもしれない。今後の動向によっては、保険買取証券のリターンは趨勢的に低下していくことも十分にありうる。

また、③一般の証券化商品では行われる格付が保険買取ではなかなか機能しにくい面がある。サブプライムローンに端を発した金融危機では、格付機能が機能せずむしろ誤導した面もあったが、保険買取に関しては格付けが広汎に行われていない状況にある。先述 2009 年の議会証言でも、余命判定手法の開示が十分になされていないため格付けが困難である、とする格付会社の意見が述べられている。

さらに言えば、④主として買取サービス提供側のニーズが先行して、STOLI の例に見られる保険本来の趣旨から逸脱した取引が行われる可能性があることだろう。ただし、これは制度の運用の話であり、制度が持つ本来的な課題というのは言い過ぎかもしれない。

米国において保険買取が認められているのは、「保険契約も財産であり、これを譲渡することに制限がかかるべきではない」との判例が確定しているからである。実際に、高齢富裕層が不要となった保

¹⁶ 保険買取に関連した訴訟の多くは、契約者ではなく投資家と保険買取会社、運用会社間の投資を巡るものが大半である。

険契約を処分したいというニーズが実際にあり、保険買取が一定の定着を見ていることも確かである。しかし一方で、規制強化されたとはいえSTOLIのように悪用されるリスクも負っている。保険買取に関する訴訟も多く、ある種の危うさを持った制度と言えるだろう。

地裁判決でなされた今後の検討を求める付言に即して言えば、わが国でのありかたを考えるに当たって、他の代替手法を含めて検討することはもちろん、諸外国における最近の状況、特に証券化などを利用した投資形態がもたらす各種の側面にも留意する必要があるものと考えられる。