

わが国生命保険会社のディスインタミディエーション・リスク

黒木 達雄

1. はじめに

ディスインタミディエーション (disintermediation) とは、文字通りに解せば、仲介機能や仲介者 (intermediary) を排除するといった意味になる。実際、昨今の学術論文でディスインタミディエーションの用語が用いられるケースをみても、企業が自社の製品・サービスを消費者に直接販売する事例が増えていることを指すために使われる場合が多い。すなわち、市場において競争力のある価格を提示するために、現代の企業が、卸業者、ブローカー、エージェント等といったこれまでの伝統的な販売チャネルに組み込まれていた仲介者を排除する動きが広まっている現象を指して、ディスインタミディエーションの用語が用いられている。

一方、本研究で用いるディスインタミディエーションは、上記とは意味合いが若干異なる。そもそもディスインタミディエーションの用語が学術論文等で最初に用いられるようになったのは1970年前後のアメリカ金融業界においてであるとされる。当時のアメリカでは、従来支配的であった間接金融から直接金融への流れが本格化し、消費者が銀行の預金口座にお金を預けるよりも国債や社債、株式等を直接資本市場から購入する動きが広まったことをディスインタミディエーションと呼んだ。そこでは、銀行が長らく担ってきた金融仲介者としての機能が文字通り排除される動きが強まっていったのである。同様の動きは、銀行と同じように金融仲介者としての機能を併せ持っていたアメリカの生命保険会社にも波及した。これが、後述する生保版ディスインタミディエーションであり、アメリカの生命保険会社に経営戦略や商品戦略を根本から見直すことを迫った一大危機であったのである。こうした金融業界におけるディスインタミディエーションを引き起こした主な原因は、金利上昇という外部環境の変化と、消費者の金利選好度の高まりという質的变化であった。

本研究のテーマとするディスインタミディエーション・リスクとは、文字通りの意味ではなく、まさに前述したアメリカの金融業界、生保業界を襲ったディスインタミディエーションであり、「金利上昇局面における資金流出リスク」と言い換えることもできるものである。長らく続いた日本の超低金利時代によりややく変化の兆しが見え始めている今日、かつてアメリカで生じた生保版ディスインタミディエーションのような現象が日本においても起こる可能性はないのか、以下に様々な角度から論じていくこととする。

2. アメリカの生保版ディスインタミディエーション

まず始めに、1970年代から80年代初期にかけてアメリカ生保業界を襲ったディスインタミディエーションとはいかなる現象であったか、その概要をまとめると以下の通りである¹⁾。

(1) 高インフレ・高金利下の生保資金流出

1970年代に入って2桁台の高インフレ、3ヶ月物TBレートが10%を超えるという高金利が

常態化するなか、伝統的に5%程度のキャッシュバリュー利回りを提供してきた当時の生命保険会社の主力商品である終身保険の魅力が低下し、銀行預金と同様に、解約した資金をMMF等の高金利商品へシフトする傾向が強まった。70年代初期にはまだ6%を切っていた生命保険契約の解約・失効率は70年代を通じて上昇傾向を辿り、高金利がピークに達した1979年以降になると上昇基調が一段と強まった結果、80年代初期の解約・失効率が2桁台に達するまでに資金流出が加速していった。

(2) 終身保険に対する契約者の信頼低下

この時期の資金流出に更なる拍車をかけたのが、1979年7月に連邦取引委員会（FTC）が発表した生命保険の開示に関するレポートである。FTC レポートは、終身保険に関するディスクロージャーの不十分さを指摘するとともに、キャッシュバリューが蓄積していく安定好利回りの貯蓄型生命保険として長らく契約者に受けとめられてきた終身保険の実質利回りが実際は低いという事実を強調するものであった²。レポート内容に関する生命保険業界サイドの反論にもかかわらず、以後、契約者・消費者の終身保険に対する信頼は急速に低下し、生保の資金流出を加速させていく結果となった。

(3) 定期化の進展

隣接業界である銀行や証券会社が生保顧客攻略のための話法として以前から使用してきた「定期保険を買って残ったお金で投資をしよう（buy term and invest the difference）」といったスローガンもこの時期に消費者・契約者の間で認知度・浸透度が一気に高まった。前述の通り、生保業界の主力商品で貯蓄型生命保険である終身保険に対する信頼感が低下していくなか、消費者・契約者は掛け捨て型で保険料が割安な保障型生命保険である定期保険への選好を強めていくこととなった。生命保険に期待するのは万一の際の保障機能に限定し、貯蓄機能に関しては高利回りの金融商品に委ねる方が有利であるとの考えが急速に普及していったのである。こうした生命保険商品選好における「定期化」の影響は、普通保険新契約高に占める定期保険占率が1970年代まで件数ベースで10%、保険金額ベースで40%程度で推移してきたものが、1980年代になるとそれぞれ20%、56%へと大幅に上昇したことも表れている。

(4) 契約者貸付の増加

生保版ディスインタミディエーションは、既契約の解約・失効だけではなく、契約者貸付の増加という形によっても現れた。実際、毎年増加資産に占める契約者貸付の割合をみると、1979年11.0%、1980年14.0%、1981年15.7%と高水準で推移していたことが分かる。当時の契約者貸付利率が固定金利であったことから、市場の金利水準に比べ相対的に低い金利で貸し付けを受けられることが契約者に知れ渡ったことが原因とされている。こうした契約者貸付による資金流出は、各州の州保険法改正を通じて契約者貸付の変動金利制を生保各社が導入した結果、1982年以降は沈静化に向かった。

¹ アメリカの生保版ディスインタミディエーションについては、古瀬正敏『アメリカの生命保険会社—金融革命下の経営戦略—』東洋経済新報社、1985年、pp. 9-18、古瀬正敏『アメリカ生保会社の経営戦略』東洋経済新報社、1989年、pp. 2-18、古瀬正敏『アメリカの生命保険会社の経営革新』東洋経済新報社、1996年、pp. 130-139を参考。

² FTC レポートに関しては、今田益三「生命保険の保障コストと貯蓄利回—米国 FTC の生保業批判に関連して—」『生命保険経営』第48巻第1号、1980年、pp. 37-50を参考。

(5) 高かった株式会社の解約・失効率

アメリカの生保版ディスインタミディエーションで見られた更なる特徴の一つとして、当時の解約・失効率は相互会社よりも株式会社の方が数ポイント程度高かったという事実があるが、この原因として契約者配当の有無が指摘されている。有配当保険を取り扱う生保相互会社の場合、高インフレや金利上昇の進行による資産運用利回りの上昇は、契約者配当を増配することによってその一部あるいは大部分を契約者に還元することが可能である。一方、無配当保険を取り扱う生保株式会社の場合は、契約者配当を通じた資産運用利回りの還元機能がないため、持続的な高インフレや金利上昇局面では、販売する商品の貯蓄機能は相対的に見劣りすることとなる。アメリカでみられたこの現象は、後述するように、生保株式会社も含めて有配当保険を取り扱うことが多いわが国生保業界にとっても参考となる点である。

(6) 新商品の投入と商品改良

ディスインタミディエーションに直面したアメリカ生保業界がとった対応・戦略は、従来の主力商品であった終身保険に取って代わる新商品の投入と商品改良であった。

伝統的終身保険の商品的魅力が急速に低下していくなか、生保各社が新規に開発し、市場に投入していった代表的商品が金利感应型終身保険（interest-sensitive whole life、カレント・アサンプション終身保険 current-assumption whole life もその一種）とユニバーサル保険（universal life）である。金利感应型終身保険とは、伝統的終身保険が保険期間中固定の予定利率を採用し、予定利率を上回る資産運用利回りの還元手段として契約者配当を利用していたのとは対照的に、契約のキャッシュバリューへ都度適用される付与利率が直近の市場金利水準を反映して変動するという、いわば予定利率変動型の終身保険である³。一方のユニバーサル保険は、終身保険の保険料を付加保険料（ローディング）部分、貯蓄部分（キャッシュバリュー）および死亡保障部分に分け（アンバンドリングという）、払い込まれた保険料のうち付加保険料と死亡保障部分からなる保険コスト部分を除いた分はすべてキャッシュバリューとして積み立てられるという保険で、キャッシュバリューへ適用する付与利率は市場金利水準によって毎月変動するという商品であった⁴。ユニバーサル保険のアンバンドリング機能は、終身保険のディスクロージャー不足を厳しく指摘した前述のFTCレポートが契機となったことは容易に想像できるが、同機能の導入で保険料の透明性が一段と高まり、かつ、キャッシュバリュー利回りが他の金融商品と比較可能なものになったという点で画期的なものであったと言える。

さらに、金利上昇リスクをある程度契約者側に転嫁するための商品改良として、解約価格を市場金利で調整できる条項や、変動金利型契約者貸付、さらには契約者貸付利用契約に対して契約者配当を減殺するダイレクト・レコグニッション条項などが新設されたのである。

3. わが国生命保険会社のディスインタミディエーション・リスク

次に、わが国生命保険会社についてディスインタミディエーション・リスクを考察する。

³ 現在、日本の生命保険会社が販売する終身保険にも金利感应型終身保険が多く見られる。

⁴ 現在日本の生命保険会社が提供しているアカウント型保険はユニバーサル保険と類似する部分もあるが、付加保険料を開示しておらず、アンバンドリング機能がユニバーサル保険に比べて不十分であるという違いがある。

(1) 生命保険商品（個人保険）に内在するオプション性

生命保険商品は金融商品のなかでも複雑な商品であると言われる。その象徴とも言えるのが生命保険商品に組み込まれているオプション性である。生命保険商品の計算基礎率の一つである予定利率は、現在の保険料や責任準備金だけでなく、保険期間中に払い込まれる将来の保険料に対しても適用することが約束されている。このことから、契約者には、その時々の実勢金利と比較して保険契約を継続することが自身に有利と判断すれば保険料の払い込みを続け、自身にとって不利と判断すれば契約を解約して保険料の払い込みを止め、他の有利な代替商品に加入するという選択権が自動的に付与される形式となっている。一時払商品だけでなく平準払商品にもこうしたオプション性が組み込まれているという点は、生命保険固有の商品性であり、ALM（資産負債管理）の実現において高次元のリスク管理が求められる一因となっている。しかし、ことディスインタミディエーション・リスクという観点からすると、平準払商品よりも一時払商品に重点を置いて検討すべきである。

(2) 一時払商品の解約リスク

生命保険における一時払商品は、ほぼすべて貯蓄型保険と考えると差し支えないであろう⁵。したがって、一時払商品に加入する契約者の動機は、保障機能目的より貯蓄機能目的が主であると考えるのが妥当である。ここで注意すべきは、一時払商品であっても、変額商品（変額保険や変額個人年金保険）については資産運用リスクが契約者にそのまま転嫁されるため、生命保険会社サイドに契約解約に伴う資産売却損が残ることはなく、ディスインタミディエーション・リスクという観点からはさほど気にする必要がない点である。言い換えるならば、ディスインタミディエーション・リスクの観点から注意すべき商品は、一時払の定額保険ということになる。具体的には、一時払終身保険、一時払養老保険、一時払定額個人年金保険が注意すべき代表的商品である。変額商品ではなくこれらの定額商品に加入する契約者は、（たとえ有配当保険であったとしても）確実利付き商品として他の類似金融商品と利回り等を比較した上で有利と判断し、契約するに至ったと通常考えられる。したがって、当該商品の契約者には、多かれ少なかれ金利選好意識が存在するとの前提に立って、一時払商品の解約リスクを以下に考察する。

まず、一時払商品の解約リスクとして軽視できない点に解約控除の問題が挙げられる。一般に平準払商品では、契約者に対する説明として、契約から一定期間内に解約すると解約返戻金はまったくないか、あってもごく僅かであるなどといった文言が付されることが多いが、これは、平準払商品には契約後通常10年間は解約控除が設定されることの影響でもある。わが国生命保険会社の慣行では、解約控除とは新契約獲得に要した費用（新契約費）の未回収分を解約契約の責任準備金から徴収するために設定する⁶ものとしてきたが、この同じ理由から、契約時に全保険料が払い込まれる一時払商品に対しては、初回保険料から新契約費を全額回収できるため、解約控除がそもそも設定されないということが長らく行われてきた。そうした一時払商品においては、責任準備金が多めに設定されるため、払い込んだ一時払保険料を責

⁵ 特に近年の低金利時代においては、一時払商品の危険保険金額（保険金額から責任準備金を差し引いた額）は僅少であることから、保障機能は極めて限定的である。

⁶ こうした解約控除はいわゆる *back-end loading* の一種であり、生命保険以外にも投資信託などでも見られる。解約を抑制する効果も期待されている。

任準備金が下回る契約後の一定期間を除けば、契約者は実質的なペナルティーなしに契約を解約し、より有利な利回りの金融商品へ資金を預け替えることが可能なのである。

近年になって、後述するように金融窓販対応商品として解約価格を市場金利で調整できる市場価値調整条項（market-value adjustment、以下「MVA」）を導入した新商品を提供する会社が増えてきてはいるものの、国内生命保険各社が膨大に抱える保有契約の中には、解約控除のない従来型の一時払商品が多く含まれている。さらに、金融窓販チャネル以外の営業職員チャネルや代理店チャネル向け商品として提供されている現行の一時払商品については、ディスクロージャー資料を調べる限り、今日においても依然としてMVAが導入されていない商品が多く見受けられる。なお、営業職員チャネル向けに提供されている一時払商品にMVAが盛り込まれていない理由としては、営業職員の顧客向け説明能力の不足が大きいと推察されるが、もともと営業職員の顧客であるため銀行窓販で加入した顧客のように銀行から乗り換えを勧められるリスクが少ない、といった判断も働いていると考えられる。

（3）金融窓販拡大と市場価値調整条項（MVA）導入

2001年4月の第一次解禁で細々と幕開けしたわが国の銀行による保険販売は、続く2002年10月の第二次解禁で個人年金保険の販売が認められたのをきっかけに急成長を遂げ、貯蓄性保険商品の強力な販売チャネルとしての地位を確固たるものにした。2007年12月の全面解禁によって保障性保険商品にまで窓販可能商品が拡大した後も、貯蓄性保険チャネルという位置づけは基本的に変わっていない。保険毎日新聞（2012年1月24日号）の独自調査によれば、銀行窓販での個人年金保険の総販売額（2002年10月～2011年9月までの変額年金、円建て・外貨建て定額年金の合計）が30兆7,977億円に達し、その内訳は変額年金が20兆3,361億円（占率66.0%）、円建て定額年金が5兆2,694億円（同17.1%）、外貨建て定額年金が5兆1,920億円（同16.9%）と巨額である。

ここまでの銀行窓販の急成長をもたらした要因は何か。長引く低金利下での「貯蓄から投資へ」という個人マネーの流れや、銀行商品と個人年金保険の高い親和性もあるが、やはり、手数料収入拡大で収益力向上を図りたい銀行にとって変額個人年金の販売手数料が投資信託よりも高く旨味があったこと、が大きな原動力となったのは明白だろう。銀行窓販では投信よりも後発組の個人年金保険だが、今やその販売から得られる手数料は、投信の販売手数料とともに各銀行にとって無視できない収入源となっている⁷。

こうしてわが国の貯蓄型生命保険販売チャネルとして銀行のプレゼンスが高まるなか、アメリカの生保版ディスインタミディエーションを受けてアメリカ生命保険業界がこぞって導入したMVAが、今日のわが国にも登場し、とりわけ金融窓販チャネル向けに提供されている一時払商品を中心に導入されるケースが目立つようになってきている（図表1参照）。

このように、金融窓販チャネル向け一時払商品においてMVAの採用が昨今珍しくない状況となっている背景としては、前述したとおり、生命保険会社の営業職員や代理店に比較して銀行員の金融知識や商品説明能力が総じて高いと考えられている事実もあるが、更に付け加えるならば、銀行側がこれら一時払商品の販売ターゲットとしている顧客層に、個人金融資産を一定以上所有し、金融商品理解力にも比較的優れている富裕層が多く含まれている可能性が高い

⁷ 黒木達雄「変額年金の販売が実証！ 銀行窓販から保険が変わる」『週刊東洋経済』6167号、2008年、pp.108-111

図表 1 : 金融窓販チャネル向け一時払定額商品例 (抜粋)

会社名	商 品 名	商品種類	MVA
日本生命	マイドリームプラス	積立利率変動型年金	無
第一フロンティア生命	プレミアセイリング	利率変動型個人年金	有
	プレミアハピネス	生存保障重視型年金	無
明治安田生命	ゆめの羅針盤・堅実ねんきん	利率変動型個人年金	無
住友生命	たのしみ FA 3つの納得	利率変動型個人年金	無
	ふるはーと S	無配当終身保険	無
東京海上日動あんしん	あんしんドル年金	外貨建定額個人年金	有
フコクしんらい生命	積立利率変動型個人年金保険	利率変動型個人年金	有
マニユライフ生命	ベストセレクション	外貨建定額個人年金	有
メットライフアリコ	三大陸	外貨建定額個人年金	有
マスマニユチュアル生命	積立利率金利連動型年金「AII型」	利率変動型個人年金	有
三井住友海上プライマリー生命	しあわせ、ずっと・しあわせの架け橋	外貨建定額終身保険	有

(出典)『平成24年度版 主力保険のすべて』新日本保険新聞社、『平成24年度版 変額年金・個人年金』新日本保険新聞社

ということも挙げられるであろう。実際、金融窓販で販売される一時払商品の最低保険料は百万円単位で設定されることが多いことから、そうした富裕層顧客をターゲットとして想定した商品設計であることが伺える。

一方、金融窓販チャネルとは対照的に、営業職員チャネルや代理店チャネル向けの一時払商品では、MVA はほとんど見られないという対照的な状況にある。営業職員や代理店の説明能力の問題については既に指摘した通りだが、ここで、MVA について（財）生命保険文化センターがホームページ（生命保険に関する Q&A）上でどのように説明しているかを参考までにみると、図表 2 の通り、MVA の概要やイメージ図は掲載しているものの、具体的な計算方法までは説明していないことが分かる。

他方、実際に MVA を組み入れた一時払商品を金融窓販チャネルで販売している生命保険会社の場合、「契約締結前交付書面」によって具体的な算式を使って説明しているのが通常である。例えば、メットライフアリコ生命は、ドル建定額個人年金「三大陸」の契約締結前交付書面において、MVA の説明として以下のように算式まで掲載している。

市場価格調整とは運用対象となっている資産（債券など）の価値を解約返戻金額に反映させるものです。

市場価格調整率は経過期間や市場環境などによって変動し、上限と下限はありません。

$$\text{市場価格調整率} = 1 - \left((1 + \text{適用されている積立利率}) / (1 + \text{解約日・減額日に計算される積立利率} + 0.3\%) \right)^{\text{残存月数} / 12}$$

図表2：市場価値調整（MVA）の説明（生命保険文化センターの例）

現在、「個人年金保険」、「終身保険」、「養老保険」などの一部に市場価格調整を利用した生命保険商品があります。

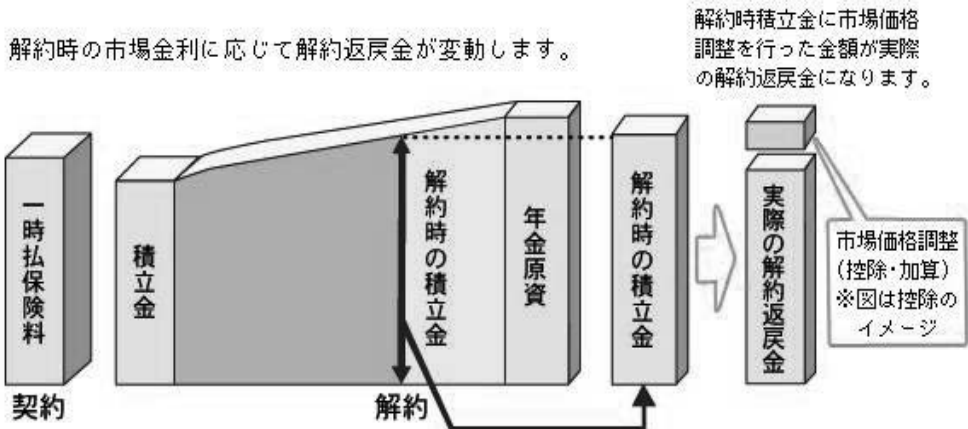
「市場価格調整（MVA：Market Value Adjustment）」とは、解約返戻金等の受け取りの際に、市場金利に応じた運用資産の価格変動が解約返戻金額等に反映される仕組みのことです。

具体的には、解約時の市場金利が契約時と比較して上昇した場合には、解約返戻金額は減少し、逆に、下落した場合には増加することがあります。

したがって、市場金利の変動により解約返戻金が払込保険料の総額を下回ることがあり、損失が生ずるおそれがありますので注意が必要です。

<市場価格調整を利用した保険（個人年金保険）の例>

※年金受取開始前に解約した場合



(出典) 生命保険文化センターのホームページ

MVAとは、金利上昇局面に生じる可能性のあるディスインタミディエーションに備え、対応資産（債券が中心）の売却によって実現する可能性が高い売却損を解約した契約者に転嫁できる仕組みを導入することで、保険母集団の健全性に悪影響が及ぶことを防ぐものであり、それを導入する意義は本来高いといえる。しかしながら、MVAの概念や算式を一般的な契約者が理解することは、長期の固定金利商品である銀行定期預金の中途解約率（図表3参照）と比較しても明らかなように、決して容易ではない。それがために、営業職員チャネルや代理店チャネル向けの一時払商品へのMVA導入がなかなか進まないという歪な状況を生み出していると考えられるのである。

（４）機動性に劣る予定利率設定

生命保険商品の予定利率変更における機動性の低さは、市場金利をタイムリーに反映できる他の金融商品と比較しても、金利上昇局面において競争上の大きな足枷となる可能性が高い。既契約の予定利率を市場金利の動向に応じて定期的に見直すことができる予定利率変動型の商

図表3：スーパー定期預金の中途解約利率（三井住友銀行の例）

・満期日前に解約する場合は、約定したお預入期間に対する実際のお預入期間の長さに対応して、次の通り中途解約利率（小数点第4位以下切り捨て）により6ヵ月複利の方法で計算した利息とともに払い戻します。

(3) 約定したお預入期間が4年超5年以下の場合

- A 6ヵ月未満解約日における普通預金の利率
- B 6ヵ月以上1年未満 約定利率×10%
- C 1年以上2年未満 約定利率×20%
- D 2年以上3年未満 約定利率×30%
- E 3年以上4年未満 約定利率×50%
- F 4年以上5年未満 約定利率×70%

ただし、BからFまでの利率が解約日における普通預金の利率を下回るときは、その普通預金の利率によって計算します。

(出典) 三井住友銀行のホームページ

品が近年相次いで発売されてはいるが、従前商品からの一部前進として評価できる面はあっても、前述したような他の金融商品との比較劣位状態を変えるまでには至っていないのである。こうした予定利率設定・変更における機動性の低さは、金利低下局面においては生保に資金が集まり易くなる要因であったが、金利上昇局面においては逆に資金流出・減少の要因となるのであり、生保のディスインタミディエーション・リスクにとって軽視すべからざる問題である。

さらに、保守的な標準利率の設定ルールが上記で述べた欠点をより困難なものにする。現行の保険規制で用いられている標準利率設定ルールは、10年国債の「過去10年間の応募者利回りの平均」と「過去3年間の応募者利回りの平均」のいずれか低い方を標準利率として定めとしている。わが国の生命保険会社は、標準利率の適用対象契約における責任準備金については、保険料算出に使用した予定利率に関わらず標準利率で積み立てることが求められている。金利上昇局面において標準利率と市場金利実勢との乖離が大きくなった場合には、競争上の観点から市場金利実勢を反映した予定利率を新契約に用いた会社には、標準利率による責任準備金の積み立て費用が重くのしかかることとなる。強固な財務基盤を有する会社でない場合は、市場金利実勢を反映した予定利率の採用を躊躇させる要因ともなり得る問題である。標準利率設定ルールの保守性はそもそも、生命保険会社のソルベンシーを確保するためであるが、このことが一方で、生命保険会社のディスインタミディエーション・リスクを増幅させる要因ともなり得ることを改めて認識する必要があるだろう。

4. 契約者配当によるディスインタミディエーション抑制

既述したように、アメリカの生保版ディスインタミディエーション発生期間中に確認された事実の一つとして、有配当契約を販売していた相互会社の解約・失効率は株式会社のものよりも数ポイント程度低かったという事実があった。このことが示唆するのは、契約者配当にはディスインタミディエーションを抑制する効果が期待できるという点に他ならない。実際、近年の

アメリカで中核的商品となっている個人年金保険のディスインタミディエーション・リスクについて分析した Armstrong et al (1996) も、課税繰り延べ制度適用のための解約制限期間やバック・エンド型ローディングの存在と並んで、契約者配当にはディスインタミディエーションを抑制する効果があると指摘している⁸。

たしかに、無配当契約であれば、予定利率によって保険期間中のキャッシュバリュー利回りは確定してしまうが、有配当契約であれば、予定利率を上回る資産運用利回り等は契約者配当を通じて契約者に還元することが可能であるため、保険期間中の金利上昇やインフレによる影響を緩和することができるはずである。ただし、そのためには、契約者が生命保険の契約者配当とは何であるかについてある程度理解し、かつ、将来の契約者配当について合理的な期待感を持っていることが前提条件となるといえよう。裏を返せば、契約者が契約者配当についてあまり理解せず、将来の契約者配当についてもほとんど期待していない状況では、契約者配当によってディスインタミディエーションを抑制することは事実上望み薄となるだろう。

(1) 消滅時特別配当の位置づけ⁹

契約者配当には、たとえ金利上昇局面であっても契約者に保険契約を解約させず、そのまま長期継続させるためのインセンティブとなる可能性がある。ただし、その効果を本来的に期待すべきは、契約期間中を通して安定的な配当実施を旨とする通常配当よりは、契約消滅時に長期契約継続者に対して保険会社サープラスへの寄与分の最終還元を図ることを目的とした消滅時特別配当の方であると考える。

ここで、わが国の消滅時特別配当についてその位置づけをあらためて整理しておきたい。かつてわが国の生命保険会社の配当ルールとしてインカム配当原則が採用されていた当時は、消滅時特別配当は生命保険会社が保有する膨大な株式含み益を契約者に還元するための配当、いわばキャピタルゲインの還元手段として捉えられてきた。しかし、戦後半世紀ぶりの大改正といわれた1995年の保険業法改正に向けての作業のなかで、消滅時特別配当の位置づけについて抜本的な理論的整理が図られたのである。

1992年4月に大蔵大臣宛てに提出された保険審議会答申「新しい保険事業のあり方」は、インカム配当原則についてはキャピタルゲインとインカム・ゲインを厳密に区別する意義が失われてきているとして86条準備金も含めて見直しを求め、あらためてキャピタルゲインを含む総合収益を基にした配当方式に改善する必要があるとした。その上で、契約者への公平な配当還元を行うために、契約者(群団)の保険契約期間にわたる貢献度合い(持分)を把握するアセット・シェア方式を導入することが適当であるとした。具体的には、①契約者の払込保険料による株式含み益の形成や運用収益等への貢献度合いを契約者持分(アセット・シェア)として把握した上で、②契約者に対する配当還元を当該アセット・シェアの精算として位置づけ(契約期間中の通常配当は部分的精算の位置づけ)、③契約消滅時にこのアセット・シェアに基づいて最終精算することにより、契約者還元を完了させることが適当であるとしたのである。換言すれば、契約消滅時点でアセット・シェアの最終精算をし、契約者還元を完了させる役割を担うのが消滅時特別配当であると理論的に整理されたのである。

⁸ M. Armstrong, K. Somes and S. Daum, "Disintermediation: The Hidden Danger of the Annuity Market", Journal of the American Society of CLU & ChFC, January 1996, pp. 78-83.

⁹ 黒木達雄「第10章 わが国生命保険市場における相互会社の存在価値—特別配当の意義再認識を中心として—」花堂靖仁・高橋治彦編著『近未来の企業経営の諸相2025』中央経済社、2012年を参考。

アセット・シェアについて、日本アクチュアリー協会作成の「生命保険会社の保険計理人の実務基準」は「会社の資産の時価に対する保険契約の貢献度」であると定義した上で、アセット・シェアは次の算式によって求められるとしている。

$$\begin{aligned} \text{当年度末アセット・シェア} &= \text{前年度末アセット・シェア} \\ &+ \text{保険料} + \text{資産運用関係収益} \\ &\pm \text{評価差額金（税効果控除前）増減額} \\ &- \text{支払保険金など} \\ &- \text{事業費} - \text{税金} - \text{支払配当金} \\ &\pm \text{法人税等調整額} \pm \text{全社区区分調整額} \end{aligned}$$

この算式からも分かる通り、消滅時特別配当はかつてのような株式含み益の還元一辺倒の配当ではなく、死差益、費差益、利差益までも含めた総合収益のうち、毎年の通常配当では精算されずに未精算のまま残っている部分を契約者に最終精算するための配当へとその性格を変えているのである。保険会社のソルベンシーの観点から考えれば、通常配当で積極的な契約者還元を行うことは残存保険期間中のリスクを考慮すれば好ましくないことは言うまでもなく、消滅時特別配当に契約者還元のより大きな役割を持たせたことは極めて合理的な判断であったと言えるのである。

（２）消滅時特別配当の形骸化

前述のとおり消滅時特別配当の役割について理論的整理が図られて以降、今日に至るまで消滅時特別配当はどのような推移を辿ってきたのであろうか。

図表４は、1995年保険業法改正直後の大手生保社による消滅時特別配当の実施例を示したものであるが、アセット・シェアの最終還元としての消滅時特別配当のインパクトは当時相当地に大きかったことが数値からも伺える。

しかし、1997年に日産生命が戦後初となる生保経営破綻に陥って以降、中堅生保会社の経営破綻が相次ぐなど生保経営危機が叫ばれ、生保各社がソルベンシーの確保・充実に向けて大きく舵を切るなか、消滅時特別配当は急速に生保マーケットからその存在感を消していく道を進んだのである。実際に生保各社のディスクロージャー誌を調べると、2002～2003年度以降は「消滅時特別配当」や「特別配当」といった用語がディスクロージャー誌に一切見当たらないケースが当たり前になっている。このことは、大半の生保会社で消滅時特別配当が実施されなくなったことを示唆している。保険審議会において、通常配当で精算し切れない契約者のアセット・シェアを契約消滅時に精算するのが消滅時特別配当の役割であると確認されたにも関わらず、その消滅時特別配当が事実上形骸化している現状は、深刻な問題を提起している。逆ざやが長期化するなか、多くの生保会社がソルベンシー確保の観点から通常配当を無配あるいは減配にしてきたが、それであっても、前述の計算式で求められるアセット・シェアから契約者に最終還元できる部分が一切ないということは理解が難しい。ソルベンシーを重視して通常配当を保守的に抑えれば抑えるほど、未精算のアセット・シェアが契約消滅時点で残っている確率は高いと考えるからである。この点については、ソルベンシー確保（内部留保）と契約者還元

図表4：1996年度消滅契約に対する特別配当率の例

	養老保険・終身保険 (消滅時責任準備金に対して)	定期保険等 (年払保険料に対して)
契約年度	1996年度(契約消滅年度)	
1965年度	33.2% (28.4%)	400.0%
66年度	30.8% (26.0%)	380.8%
67年度	28.4% (23.6%)	361.6%
68年度	26.0% (21.2%)	342.4%
69年度	23.6% (18.8%)	323.2%
70年度	21.2% (16.4%)	304.0%
71年度	18.8% (14.0%)	284.8%
72年度	16.4% (11.6%)	265.6%
73年度	14.0% (9.2%)	246.4%
74年度	11.6% (6.8%)	227.2%
75年度	9.2% (4.4%)	208.0%

(注) 大手生命保険会社の例で、65～75年度契約に対する特別配当率(括弧内の数値は契約消滅理由が解約の場合)
(出典) 二宮茂明編『図説 日本の生命保険』財経詳報社、1997年、p. 127

のバランスをいかに図るかという生保会社のガバナンス上の問題であることも加えて指摘しておきたい。

(3) 消滅時特別配当の効用再認識

消滅時特別配当の現状をみる限り、契約者が将来の消滅時特別配当に合理的な期待感を抱く可能性はほとんどなく、ディスインタミディエーションを抑制する効果が事実上ゼロであることは自明であろう。

ただし、アベノミクス等の効果により日本経済が長期デフレ不況から脱却して持続的成長へと向かうと想定した場合、仮に、契約消滅時点における契約者持ち分(アセット・シェア)を最終精算することで契約者還元を完了させるという消滅時特別配当を再び活用することができれば、その意義は大きいと考えられる。保有契約中に多数存在する、解約して解約控除なしにキャッシュバリューを受け取ることができる旧来型の一時払貯蓄型商品(一時払終身保険、一時払定額個人年金など)の既契約について、金利上昇局面におけるディスインタミディエーション・リスクを抑制するためには、安定配当を旨とする通常配当だけではその効果は限定的なものしか期待できない。ソルベンシー確保の観点からも望ましい消滅時特別配当を併せて活用することで、実のある抑制効果を期待できるようになると考えられる。また、近年の金融窓販チャネル向け一時払商品に多く採用されているMVAは、当然ながら当該契約の資金流出リスクを抑制することしかできない。営業職員チャネルで過去に販売された一時払商品の資金流出リスクを抑制するには、契約者配当を活用する以外に実質的に手段がないと考えられるのである。

図表5からも分かるように、予定利率2.0%や1.5%といった低予定利率の既契約にも、すでに契約から10年以上経過するような長期継続契約が現れるようになっている。これらの既契約

は、言うまでもなく、金利上昇局面におけるディスインタミディエーション・リスクが比較的高い既契約群である。こうした既契約からの資金流出を防ぐことができるか否かが、ディスインタミディエーション・リスク抑制の観点からは肝要なものであり、そのためにも消滅時特別配当を中心とした契約者配当の有効活用が期待されるのである。

図表 5：予定利率の時系列推移（大手生保の例、1985年～2006年期間）

	85～	90～	93	94～	96～	99～	2001～	02～06
個人 保険	n<=10 6.25%	n<=10 5.75%	4.75%	3.75%	2.75%	2.0%	1.5%	
	10<n<=20 6.0%	n>10 5.5%						
	20<n 5.5%							
団体 年金	5.5% (1985年以前から 5.5%)			4.5%	2.5%	1.5%		0.75%

(注) n は保険期間。90年代後半以降、一時払の個人保険と団体年金の予定利率は徐々に多様化が進んだため上記対象期間中でも上記数値とは異なる場合がある。96年から発売された5年ごと利差配当付個人保険の予定利率は上記利率に0.15%を上乗せした水準。

5. おわりに

本研究では、1970年代から80年代初頭にかけてアメリカの生命保険会社を襲った高インフレ・高金利による生保版ディスインタミディエーションを参考にして、わが国の生命保険会社が抱えるディスインタミディエーション・リスクを考察してきた。

そこで指摘した主な内容としては、①わが国の生命保険各社が長らく販売してきた旧来タイプの貯蓄型一時払商品には当初から解約控除が設定されていない商品が多く含まれており、とりわけ低予定利率時代に販売された既契約は、比較的大きなディスインタミディエーション・リスクを抱えていること、②ディスインタミディエーション・リスク対策として各社が近年発売した貯蓄型一時払商品に取り入れるようになった市場価値調整(MVA)は金融窓販チャネル向け商品にほぼ限定されており、営業職員チャネルや代理店チャネル向け商品には依然として取り入れられていないケースが多いこと、③本来であれば旧来タイプの貯蓄型一時払既契約からの資金流出抑制にも効果があると期待される消滅時特別配当がまったく形骸化しており、現状のままではディスインタミディエーション・リスク抑制の効果は期待できないこと、といった内容であった。これらを総合して言えることは、わが国の生命保険会社が抱える、金利上昇局面におけるディスインタミディエーション・リスクは甚大なものとなる可能性を否定できないということである。

一方、本研究にはまだ残された課題が幾つかあることも事実である。その一つに、金利上昇局面において契約者の金利選好がいかに働き、それが実際の契約行動(解約・継続)にどの程度影響するか、といった問題の分析がある。アメリカの生保版ディスインタミディエーションはこの問題に関する一定の解を提供するものではあるが、当時の金融商品マーケットが、自由

化が進んだ今日とは大きく異なっていた点は当然考慮に入れなければならない。わが国の生保 ALM 研究における第一人者である松山直樹氏（明治大学理工学部教授・日本アクチュアリー会 ALM 研究会座長）による、「個人保険の解約失効率（2007年度7.9%・2008年度8.1%・2009年度8.0%）と金利（10年国債応募者利回り年平均：2007年度1.63%・2008年度1.48%・2009年度1.37%）を並べてみただけでも金利への反応は鈍そうである。より詳細な個社統計データの分析でも日本の個人保険解約率は金利ではなく完全失業率や保険会社の信用の説明力が高いといわれている¹⁰といった指摘にも表れているように、わが国の生命保険契約動向データからはデイスインタミディエーション・リスクがどの程度あるのかを把握することは困難とされてきた。これは見方を変えれば、デイスインタミディエーションを引き起こすほどのインパクトがある金利上昇局面が近年のわが国には存在しなかったということでもある。本件については、金利上昇を近年経験した諸外国の事例も視野に入れつつ今後も分析を続けていく所存である。

最後に、本研究に対して公益財団法人かんぽ財団より平成24年度調査研究助成を受けたことを付記しておく。

以 上

【参考文献】

- 浅谷暉雄監修（1992）：『リスク管理とアクチュアリー』金融財政事情研究会
- 今田益三（1980）：「生命保険の保障コストと貯蓄利回—米国 FTC の生保業批判に関連して—」『生命保険経営』第48巻第1号、pp. 37-50
- 黒木達雄（2008）：「変額年金の販売が実証！ 銀行窓販から保険が変わる」『週刊東洋経済』6167号、pp. 108-111
- 黒木達雄（2012）：「わが国生命保険市場における相互会社の存在価値—特別配当の意義再認識を中心として—」花堂靖仁・高橋治彦編著『近未来の企業経営の諸相2025』中央経済社、第10章
- 菅野正泰（2010）：『入門 金融リスク資本と統合リスク管理』金融財政事情研究会
- 二宮茂明編（1997）：『図説 日本の生命保険』財経詳報社
- 古瀬正敏（1985）：『アメリカの生命保険会社—金融革命下の経営戦略—』東洋経済新報社、
- 古瀬正敏（1989）：『アメリカ生保会社の新経営戦略』東洋経済新報社
- 古瀬正敏（1996）：『アメリカの生命保険会社の経営革新』東洋経済新報社
- 森本祐司編著（2011）：『【全体最適】の保険 ALM』金融財政事情研究会
- 有限責任監査法人トーマツ金融インダストリアルグループ編（2012）：『保険会社の ERM「統合的リスク管理」』保険毎日新聞社
- 新日本保険新聞社『平成24年度版 主力保険のすべて』
- 新日本保険新聞社『平成24年度版 変額年金・個人年金』
- 日本アクチュアリー協会『アクチュアリー2次試験テキスト 第6章 ソルベンシー』
- M. Armstrong, K. Somes and S. Daum (1996): “Disintermediation: The Hidden Danger of the Annuity Market”, *Journal of the American Society of CLU & ChFC*, pp. 78-83.
- J. Hull (2012): *Risk Management and Financial Institutions*, 3rd edition, Wiley Finance.
- G. Beneplanc and J. Rochet (2011): *Risk Management in Turbulent Times*, Oxford University Press.
- J. Trieschmann, R. Hoyt and D. Sommer (2004): *Risk Management and Insurance*, 12th edition, South-Western Publications.
- “Variable rate securities and disintermediation: Hearings before the Subcommittee on Financial Institutions of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs”, United States Senate, Ninety-third Congress, July 24 and 25, 1974

¹⁰ 森本祐司編著『【全体最適】の保険 ALM』金融財政事情研究会、2011年、p. 220

