

グローバル金融危機後の米国損害保険業界 —金融規制改革法、ソルベンシー規制を含む概観—

主席研究員 牛窪 賢一

目 次

1. はじめに
2. 金融危機による米国損害保険業界への影響
 - (1) 利益
 - (2) 資本水準とレバレッジ比率
 - (3) 株主資本利益率 (ROE)
 - (4) 保険料収入
 - (5) 財務状態に問題が生じた損害保険会社数
3. 金融保証保険会社と AIG の問題
 - (1) 金融保証保険会社の問題
 - (2) 公的資金注入を受けた AIG の問題
 - (3) CDS と金融保証保険に共通する問題と規制・監督に関する提言
4. 金融規制改革法の主要ポイントと保険業に関する部分
 - (1) 金融規制改革法の主要ポイント
 - (2) 金融規制改革法の保険業に関する部分
5. 保険業に関するソルベンシー規制見直しの動き
 - (1) 保険業に関するソルベンシー規制の現状
 - (2) 米国の RBC と EU のソルベンシー II との違い
 - (3) NAIC によるソルベンシー規制見直しの動き
6. おわりに

1. はじめに

米国の住宅ローン市場で発生したサブプライムローン問題は、2007年夏以降、世界の金融市場に波及するようになった。2008年9月15日にリーマン・ブラザーズの破綻が明らかになり、その翌日にAIG（American International Group：以下「AIG」）の救済策が発表されてから2年が経過した。今回のグローバル金融危機の経験を踏まえて、金融規制・監督を見直す動きが世界的に進行している。特に、金融機関の自己資本や流動性などに関する健全性規制の強化について関心が高まっている。

米国では、2010年7月、金融危機を踏まえて、システム・リスクへの対処などを狙いとした金融規制改革法が成立した。金融規制改革法では、今後、大規模で影響力の大きい「システム上重要な金融機関」を中心に、これまでよりも厳格な健全性規制が課される方向性が示されている。保険業については、連邦保険局（Federal Insurance Office：FIO）を財務省内に設置することなどが盛り込まれた。一方、全米各州における保険規制の調整などを行う組織である全米保険庁長官会議（National Association of Insurance Commissioners：以下「NAIC」）においても、金融危機を踏まえて、保険業に関するソルベンシー規制見直しの検討が進められている。

本稿では、まず金融危機による米国損害保険業界への影響につき、資本水準と株主資本利益率（Return On Equity：以下「ROE」）など資本効率の問題を中心に概観する。次に、今回の金融危機で大きな損害を受け、また金融危機を拡大する一因にもなった金融保証保険会社、および公的資金による救済を受けた巨大保険グループAIGの問題について、金融規制改革法の内容との関連を念頭に置いて概説する。その上で、金融規制改革法の主要ポイントとNAICにおけるソルベンシー規制見直しの動きについて紹介する。

なお、本稿では、米国損害保険業界を取り巻く経営環境の輪郭を、金融危機との関連の観点から示すことを主眼としており、自動車保険、ホームオーナーズ保険、各種の賠償責任保険といった主要損害保険種目の動向などには触れていないことはご容赦いただきたい。また、本文の2.から5.の各節は、相互に関連した内容であるものの、読者の関心に応じ各節を独立したレポートとして読んでいただいても特に支障はないと思われる。本稿における意見・考察は筆者の個人的見解であり、所属する組織を代表するものではないことをお断りしておく。

2. 金融危機による米国損害保険業界への影響

金融危機は、保険の引受、保険金の支払、資産運用など複数のルートを通じて米国損害保険業界の業績に影響を及ぼしている。ここでは、2007年から2009年のデータ¹を中心に、資本水準と資本効率の問題に重点を置き、経営の最終的な成果を表す利益から

¹ 本節では、特に断りがない限り、A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”のデータを使用している。このデータは法定会計ベース（後記5.(1)b.参照）である。

みていくこととする。①利益、②資本水準とレバレッジ比率、③株主資本利益率 (ROE)、④保険料収入、⑤財務状態に問題が生じた損害保険会社数、の順に概観する。

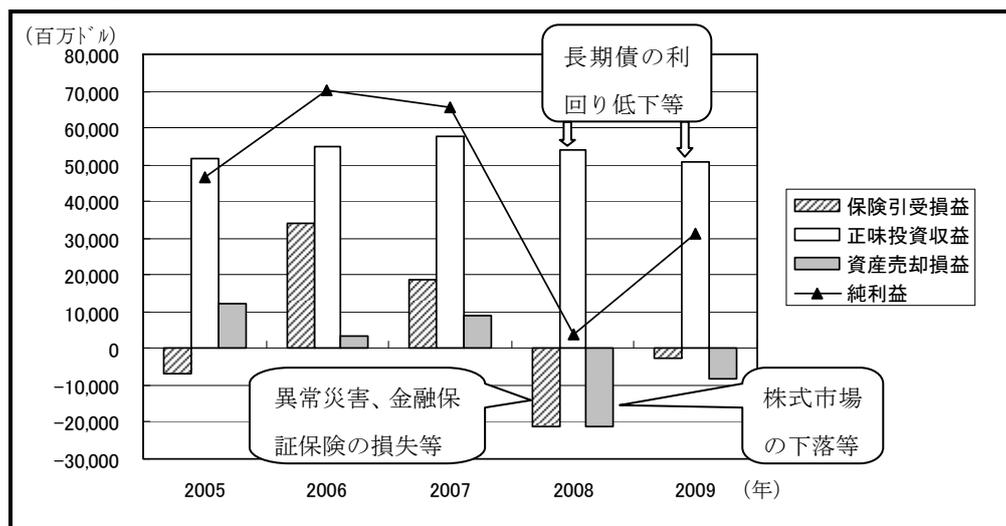
(1) 利益

以下、①純利益、②保険引受損益とコンバインド・レシオ、③資産運用関連の損益、の順に概説する。

a. 純利益

米国損害保険業界の純利益 (Net Income) は、2007年の657億ドルから、2008年は38億ドル (前年比94.2%減) に減少した (図表1参照)。しかし、2009年は大幅に改善し、313億ドル (前年比720.6%増) に増加した。ただし、2009年の純利益は2007年の半分以下の水準であり、純利益でみれば金融危機からの回復は道半ばといえる。

図表1 損害保険業界の損益推移



(注) 純利益=保険引受損益+正味投資収益+資産売却損益-法人税

(出典: A.M. Best, "Best's Aggregates & Averages Property/Casualty 2010"をもとに作成。)

b. 保険引受損益とコンバインド・レシオ

(a) 保険引受損益

保険引受損益 (Underwriting Gain/Loss) は、2007年の188億ドルの黒字から、2008年は▲213億ドルの赤字となった。2009年は赤字幅が縮小し▲27億ドルの赤字となった (図表1参照)。

2008年に保険引受損益が大きな赤字となった主な要因は三つ挙げられる。一つは、推定付保損害額125億ドルのハリケーン・アイクを始め、大規模な異常災害が2008

年に多発したことである²。これは金融危機による影響ではない。二つ目は、住宅ローン保証保険（Mortgage Guaranty Insurance）³と金融保証保険（Financial Guaranty Insurance）⁴の2種目で損失が拡大したことであり、これは金融危機による直接的な影響である。三つ目は、米国経済の低迷に伴い、保険市場において保険料率の引き上げが難しい状況に陥ったことであり、これは金融危機に伴う間接的影響といえよう。

2009年に保険引受損益の赤字幅が縮小した主な要因としては、2008年に比べ異常災害の発生が少なく、これに関連する保険金の支払も少なかったこと、住宅ローン保証保険と金融保証保険の2種目の損失が2008年に比べ減少したことなどが挙げられる。

(b) コンバインド・レシオ

コンバインド・レシオ⁵は、2007年の95.5から、2008年は9.6ポイント上昇（悪化）し、105.1となった。2009年は4.0ポイント低下（改善）し、101.1となった（図表2参照）。

保険会社専門の米国の格付会社であるA.M. Best社の試算によれば、異常災害による損害は、2008年における損害保険全体のコンバインド・レシオを約5ポイント押し上げたとされている。また、住宅ローン保証保険と金融保証保険の2種目を合わせた保険料収入は、損害保険全体の保険料収入の2%未満であったが（図表3参照）、この2種目の収支は、2008年における損害保険全体のコンバインド・レシオを約3ポイント押し上げる結果となった。2009年には、この2種目のコンバインド・レシオは2008年に比べ改善し、損害保険全体のコンバインド・レシオを約1ポイント押し上げる結果となっている（図表4参照）。

2007年から2009年までのコンバインド・レシオは、異常災害による影響と、住宅ローン保証保険と金融保証保険による影響を除けば、比較的安定した推移となっており、住宅ローン保証保険と金融保証保険以外の一般的な損害保険種目の収支への金融危機による影響は、比較的軽微であったといえよう。

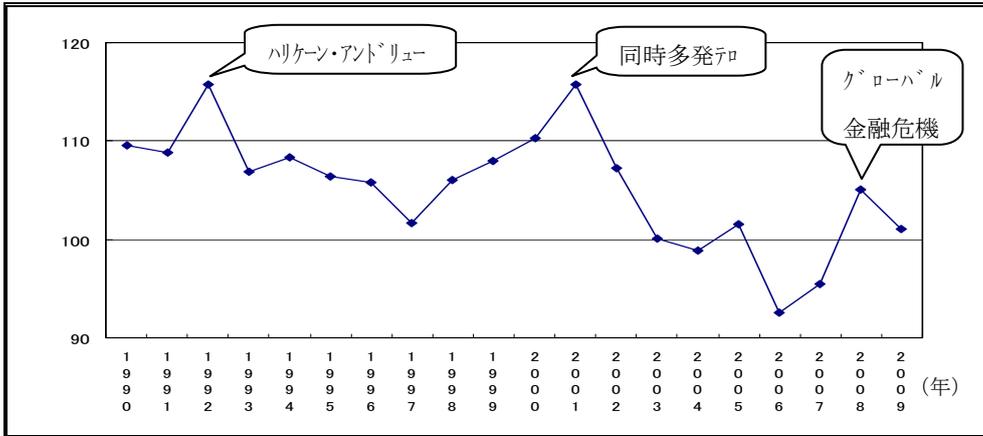
² 米国保険情報協会「ザ・ファクトブック 2010 アメリカ損害保険事情」（2010.8）

³ 住宅ローンの借り手が支払不能となった場合に、貸し手または投資家が被る損失を補償する保険である。

⁴ 保証対象の地方債、資産担保証券などが支払不能となった場合、元本と利息の支払いを投資家に保証するものである。詳細は後記3.(1)a.参照。

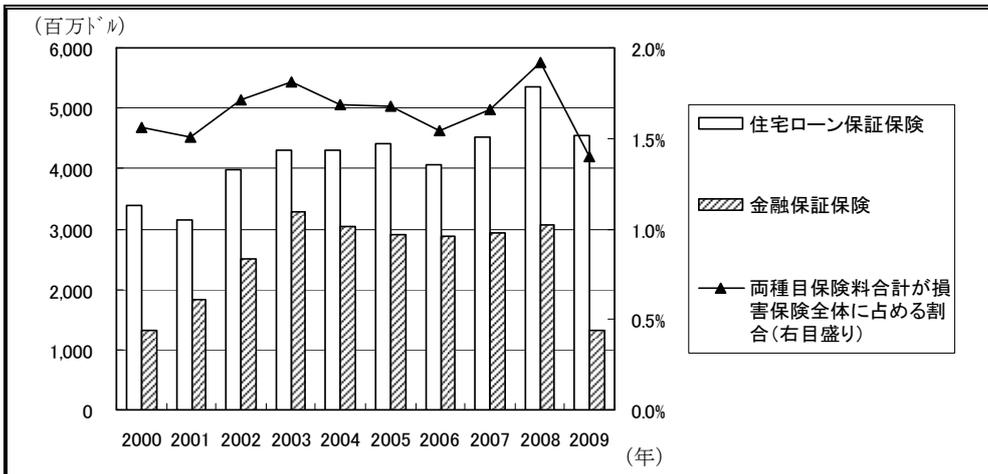
⁵ 収入保険料に対する保険会社が支払った保険金と経費の割合を示すものであり、100を下回っている場合は保険引受損益が黒字になっている。ここでは、契約者配当後コンバインド・レシオのデータを使用している。

図表2 コンバインド・レシオの推移



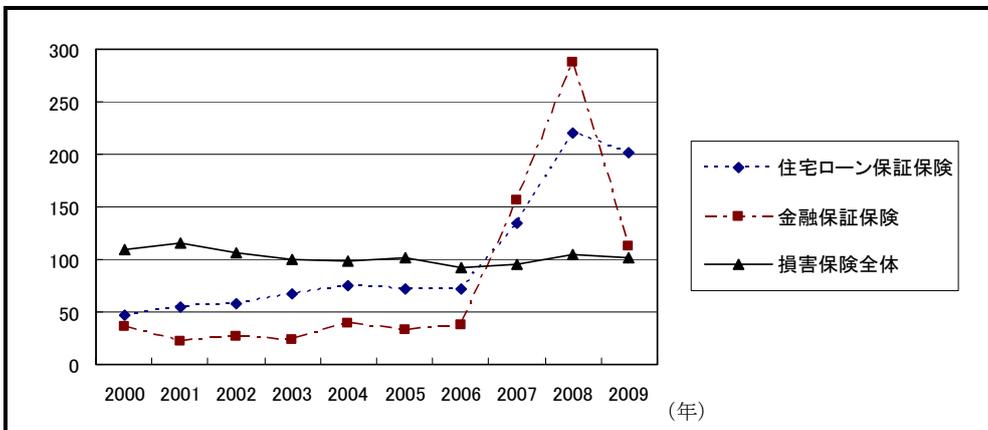
(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

図表3 住宅ローン保証保険と金融保証保険の正味計上保険料の推移



(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

図表4 住宅ローン保証保険と金融保証保険のコンバインド・レシオの推移



(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

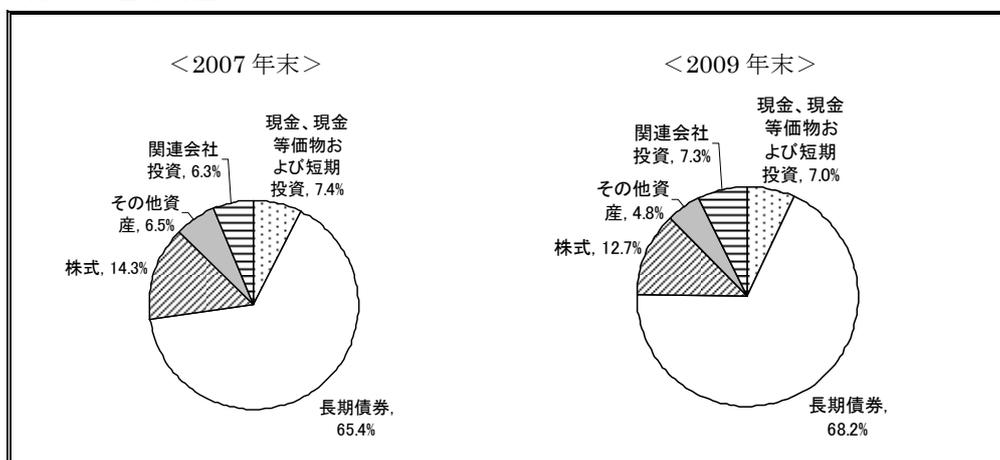
c. 資産運用関連の損益

以下、①損害保険業界の資産構成、②正味投資収益、③資産売却損益と未実現投資損益、の順に概説する。

(a) 損害保険業界の資産構成

損害保険業界における資産の大部分は、流動性の高い有価証券に投資されており、運用資産の構成は、株式投資の割合が低く、債券中心の運用になっている（図表 5 参照）。また債券の構成は、安全性の高い米国債、政府機関債などへの投資が中心で保守的である（図表 6 参照）。このため、金融危機による、損害保険業界の資産運用関連の損益への影響は、他業態に比べ比較的軽微であった。

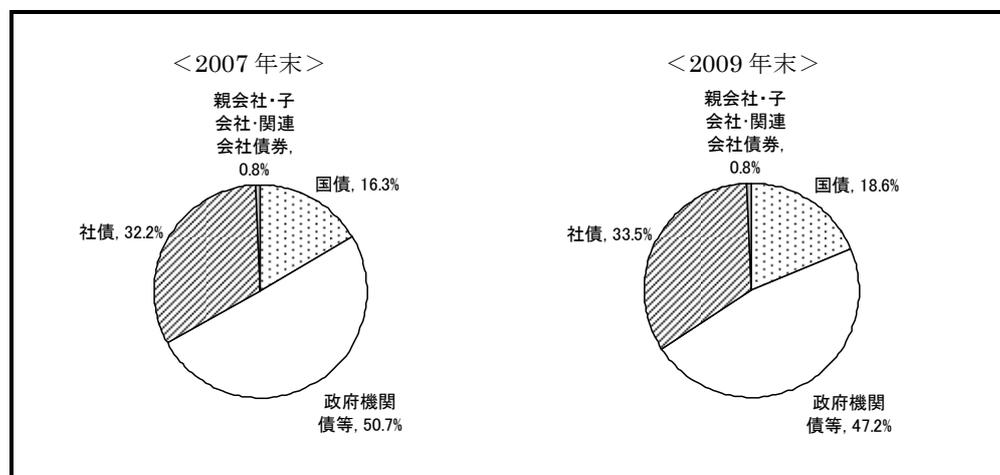
図表 5 運用資産の構成



(注) 関連会社投資の中には、関連会社の株式、債券等に対する投資も含む。

(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

図表 6 債券（長期および短期）の構成



(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

(b) 正味投資収益

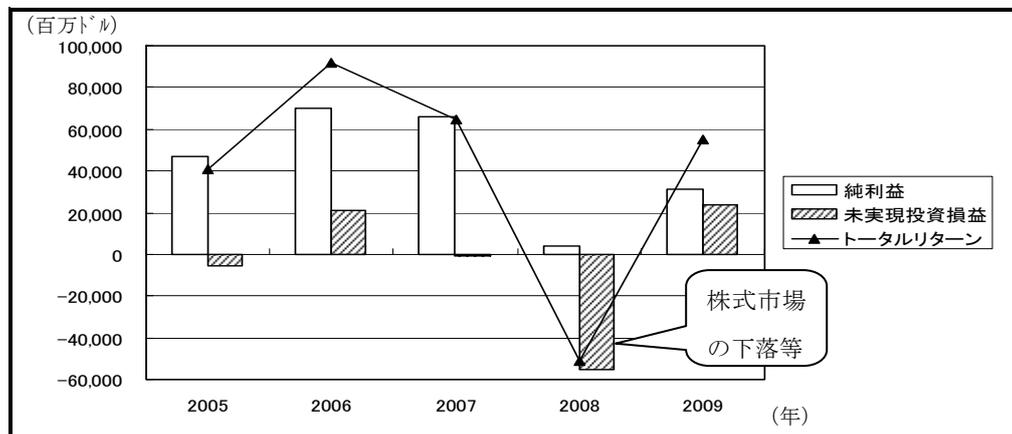
正味投資収益（Net Investment Income）⁶は、2007年の577億ドルから2008年は541億ドル（前年比6.2%減）に減少し、2009年は506億ドル（前年比6.6%減）にまで減少している（図表1参照）。同様に、損害保険業界の投資利回りは、2007年の4.5%から2008年は4.3%に低下し、2009年には4.0%に低下している。この背景には、米国景気を支えるための金融緩和政策の影響などがあり、債券市場では、10年国債の平均利回りが、2007年の4.6%から2008年は3.7%に低下し、2009年は3.3%に低下している⁷。

(c) 資産売却損益と未実現投資損益

資産売却損益（Realized Capital Gain/Loss）⁸と未実現投資損益（Unrealized Capital Gain/Loss）⁹は、両方とも2008年に悪化し、2009年には改善している¹⁰（図表1および図表7参照）。この背景には、2008年における株式市場の大幅下落と、2009年の回復がある。S&P500株価指数は、2008年には前年比38.5%低下したが、2009年には同23.5%上昇している。

純利益に未実現投資損益を加えた指標であるトータル・リターン（Total Return）は、2007年の649億ドルの黒字から、2008年は▲514億ドルの赤字となったが、2009年には554億ドルの黒字にまで回復している（図表7参照）。

図表7 トータル・リターン（純利益＋未実現投資損益）の推移



(注) トータル・リターン＝純利益＋未実現投資損益

(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

⁶ 主として債券の受取利息と株式の配当金によって構成されている。

⁷ Insurance Services Office, “Insurer Financial Result:2009” (2010. 4)

⁸ 有価証券等の資産の売却に伴って生じる損益。ただし、有価証券の減損による評価損の一部を含む。

⁹ 有価証券等保有資産の価格変動による評価損益であり、株式市場の価格変動に大きく左右される。

¹⁰ 資産売却損益は、2007年の90億ドルの黒字から、2008年は▲211億ドルの赤字となったが、2009年は赤字幅が縮小し▲81億ドルの赤字となった。一方、未実現投資損益は、2007年の▲8億ドルの赤字から2008年には▲552億ドルに赤字が拡大したが、2009年は240億ドルの黒字に転換している。

(2) 資本水準とレバレッジ比率

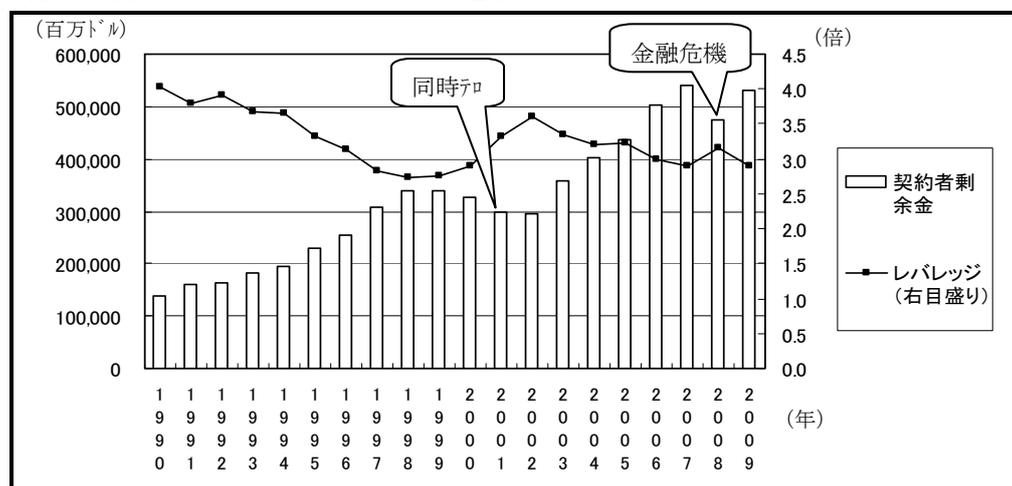
損害保険会社の資本に相当する契約者剰余金（Policyholders' Surplus）は、2007年末の5,390億ドルから、2008年末は4,747億ドル（前年比11.9%減）に減少し、2009年末は5,316億ドル（前年比12.0%増）にまで回復した（図表8参照）。

2003年以降、損害保険業界全体の自己資本比率¹¹は30%台、レバレッジ比率¹²は3倍前後で概ね安定的に推移している（図表8参照。他業態との比較が難しいことには留意する必要があるが、次ページのコラムも参照願う）。自己資本比率、レバレッジ比率などの指標は、損害保険業界の資本が潤沢であることを示唆しており、過剰資本に陥っているとの見方もある。

損害保険業界が過剰資本に陥っているとの見方は以前からあった。例えば、保険供給力のもとになる損害保険業界の資本は、1990年代には保有株式の値上がりなどを背景として大幅に増加してきたのに対し、保険に対する需要は伸び悩んでいたため、90年代後半の時点では、既に過剰資本の状態に陥っていたというものである。このように、損害保険会社が、株主への還元よりも社内に資本を蓄積してきた背景としては、保険規制・監督当局からの要求、格付の維持・向上などの観点が挙げられている¹³。

現在では、損害保険業界における資本の過剰分は約1,000億ドルにのぼり、このため、少なくとも今後数年は、企業物件および再保険市場において、保険料率の引き上げが困難なソフトマーケットの状態が続くといった見方がある¹⁴。

図表8 資本水準とレバレッジ比率の推移



（出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。）

¹¹ ここでは、自己資本比率＝契約者剰余金／認容資産。認容資産（Admitted Assets）は、法定会計による保守的な基準で「資産」と認められた資産の総額であり、一般の財務諸表では総資産に相当する。

¹² ここでは、レバレッジ比率＝認容資産／契約者剰余金

¹³ 長岡繁樹、牛窪賢一「米国損害保険市場の動向－1998年の実績とトレンド－」損保ジャパン総研クォーターリーVol.30（1999.10）

¹⁴ Business Insurance, June 21, 2010 掲載の Barclays Capital 社の Jay Gelb マネージング・ディレクターによる見解。

＜コラム：米国大手投資銀行によるレバレッジ比率の拡大＞

今回の金融危機では、一部の金融機関が、資本に対し過大なリスクテイクをしていたことが明らかになった。米国の大手投資銀行は、金融危機以前は、総じて高水準のレバレッジを利用して高水準の ROE を実現していた。しかし、金融危機に伴う経営上の問題から、2008年3月にベアスターンズが JP モルガン・チェースに買収され、2008年9月には、リーマン・ブラザーズが破綻し、メリルリンチがバンク・オブ・アメリカに買収され、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは銀行持株会社に転換することとなった。

米国の大手投資銀行は、1990年代、2000年代において、短期資金調達を中心に、自己のバランスシートを拡大させ、高水準の ROE を追及する傾向を強めていった。2000年から2007年の間に、大手投資銀行は、金融資産を約3倍に拡大し、2003年頃まで20倍前後で推移していた レバレッジ比率^(注) を、2007年には 30倍程度まで拡大していた。

(注) 内閣府政策統括官「世界金融危機の発生と拡大」(2008.12)。ここでのレバレッジ比率は、総資産／自己資本(少数株主持分を除く)であり、大手投資銀行の中央値。レバレッジ比率が30倍の場合、自己資本比率は約3.3%であることを意味する。

(3) 株主資本利益率 (ROE)

損害保険業界の ROE¹⁵は、2007年の12.6%から2008年は0.8%に低下したが、2009年は6.2%まで回復した。しかし、2009年におけるフォーチュン500社の ROE の中央値は11.1%であり¹⁶、2009年における損害保険業界の ROE は、他業界に比べ依然として低い水準にとどまっている。

図表9は、2008年までの損害保険業界の ROE と他業界の ROE とを比較したものであり、損害保険業界の ROE が、他業界に比べほぼ恒常的に低い状態となっている。この背景の一つに、損害保険業界が高水準の資本を保有しており、レバレッジ比率が低いことが重要な要素として挙げられる。一般的に、 $ROE = ROA^{17} \times \text{レバレッジ比率}$ であり、レバレッジ比率が低い場合、高水準の ROE を実現することは難しい。

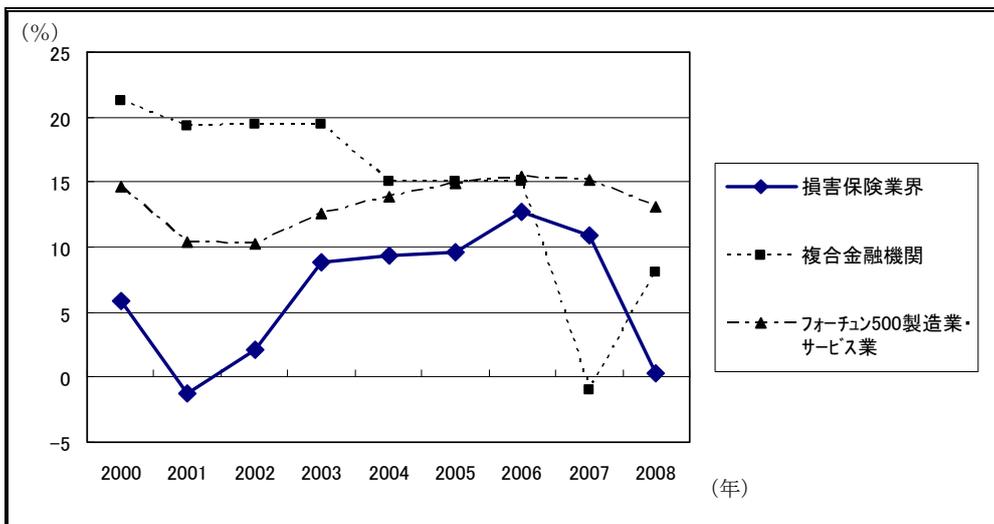
なお、正味計上保険料 (Net Premiums Written) をベースとする損害保険業界上位10グループの主要財務指標についてみると、概して、自己資本比率が高く (=レバレッジ比率が低く)、ROE は低い損害保険会社が多いことがわかる(図表10参照)。

¹⁵ ここでは、 $ROE = \text{純利益} / \text{契約者剰余金}$ 。法定会計による、未実現投資損益を含まない純利益ベース。

¹⁶ Insurance Services Office, “Insurer Financial Result:2009” (2010. 4)

¹⁷ ROA (Return on Assets) は総資産利益率であり、 $\text{純利益} / \text{総資産}$ 。

図表 9 ROE の比較（損害保険業界、複合金融機関、フォーチュン 500 社）



(注) グラフの損害保険業界の ROE は、一般会計原則ベース（後記 5.(1)b.参照）である。

(注) 複合金融機関は、広範な金融サービスを主たる収入源とする会社とされている。

(出典：米国保険情報協会「ザ・ファクトブック 2010 アメリカ損害保険事情」損保ジャパン総合研究所訳（2010.8）をもとに作成。)

図表 10 上位 10 グループの主要財務指標（2009 年）

順位	グループ名	市場シェア	認容資産 (百万ドル) ①	契約者 剰余金 (百万 ドル) ②	自己 資本 比率 ②/①	レバレッジ (倍) ①/②	純利益 (百万 ドル) ③	ROE ③/②
1	State Farm	11.6%	125,616	58,219	46.3%	2.2	374	0.6%
2	Allstate	5.9%	43,068	15,152	35.2%	2.8	1,311	8.7%
3	Berkshire Hathaway	5.0%	135,422	64,122	47.3%	2.1	3,299	5.1%
4	AIG	5.0%	100,592	27,987	27.8%	3.6	2,436	8.7%
5	Liberty Mutual	4.8%	65,204	14,723	22.6%	4.4	922	6.3%
6	Travelers	4.8%	76,458	22,538	29.5%	3.4	3,759	16.7%
7	Nationwide	3.5%	38,734	11,729	30.3%	3.3	412	3.5%
8	Progressive	3.3%	18,273	4,960	27.1%	3.7	1,240	25.0%
9	Farmers	3.0%	30,020	5,741	19.1%	5.2	690	12.0%
10	USAA	2.3%	25,275	14,546	57.5%	1.7	617	4.2%
	上記 10 グループ計	49.2%	658,663	239,716	36.4%	2.7	15,060	6.3%
	損害保険業界全体	100.0%	1,541,195	531,608	34.5%	2.9	31,348	5.9%

(注) 上表の ROE は、純利益／当期末契約者剰余金で計算したものであり、上表の損害保険業界全体の ROE は、A.M. Best 社算出による前掲の ROE とは一致しない。

(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

(4) 保険料収入

保険料収入は 2009 年まで 3 年連続で減少している。この背景には、損害保険業界の資本が高水準にあり保険引受のキャパシティは大きい中で、金融危機の影響により米国経済が低迷し、保険需要が縮小していることが挙げられる。需給関係が改善しないため、保険料率の引き上げも難しい経営環境となっている。ただし、個人物件と企業物件とではやや動きが異なる。

a. 米国経済の状況

金融危機は、米国の実体経済に大きな影響を与えている。米国の実質 GDP 成長率は、2007 年 1.9%、2008 年 0.0%、2009 年▲2.6%と推移し、景気の悪化が続いた。四半期ベースで見ると、2009 年 7-9 月期からは前期比プラスに転じたものの、2010 年 4-6 月期の成長率は年率 1.6%にとどまっており、米国経済の回復ペースは緩慢である。

失業率は、2009 年 10 月に 10.1%を記録した後わずかに改善し、2010 年 9 月現在 9.6%となっている。しかし、2007 年の 4.6%の水準からは大きく乖離している。自動車販売は、2009 年上期には、一時、年率 952 万台にまで低下したが、2009 年下期には、政府による政策効果もあり 1,100 万台に回復し、その後も概ねこの水準で推移している。しかし、2003~07 年の平均的水準である 1,600~1,700 万台に比べ大幅に低い水準にとどまっている。新設住宅着工戸数は、2009 年に入って以降、2010 年 8 月現在まで年率 50~60 万戸のペースで推移している。2006 年初めの年率 200 万戸を超える状態に比べやはり大幅に低い水準にある。

b. 正味計上保険料

保険料収入は減少しており、減少幅は拡大している。正味計上保険料は、2007 年に前年比 0.6%減少した後、2008 年は同 2.0%の減少、2009 年は同 4.3%の減少となった(図表 11 参照)。2009 年は、料率サービス会社の ISO (Insurance Services Office : 以下「ISO」) が記録を開始した 1960 年以来最大の減少幅であったとされている¹⁸。

ここ数年の動きを個人物件、企業物件の別にみると、個人物件では、保険料収入がほぼ横ばいで推移しているのに対し、企業物件では大幅な減少となっている(図表 12 参照)。

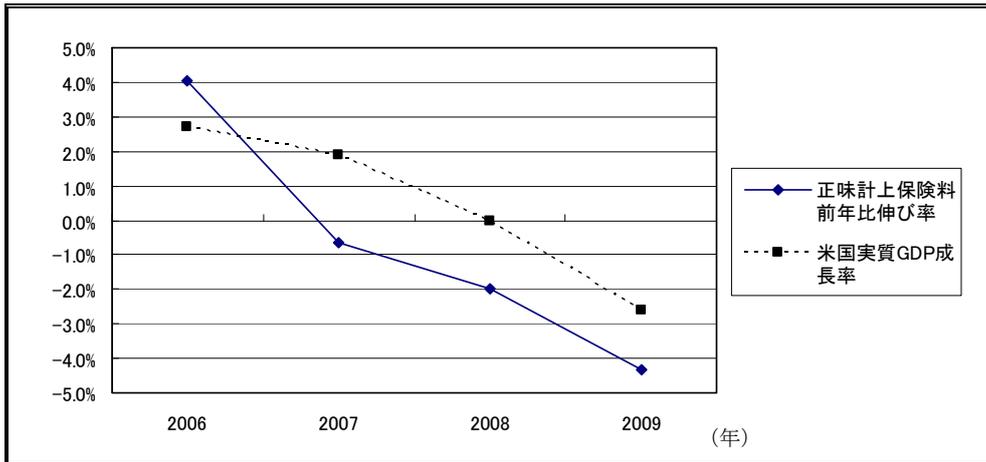
個人物件では、主要保険会社が収支改善のために保険料率の引き上げに動いており、保険料率は上昇に転じている。2009 年の消費者物価指数では、自動車保険の価格水準は 4.5%上昇し、ホームオーナーズ保険など住宅関連の保険の価格水準は 2.2%上昇し

¹⁸ Insurance Services Office, “Insurer Financial Result:2009” (2010. 4). なお、正味計上保険料は、長期的にみても伸び率が鈍化する傾向にある。1970 年~1989 年の年平均伸び率が 10.4%であったのに対し、1990 年から 2009 年の年平均伸び率は 3.5%にとどまっている。

ている¹⁹。しかし、保険需要の低迷が、保険料収入の増加を抑制している。

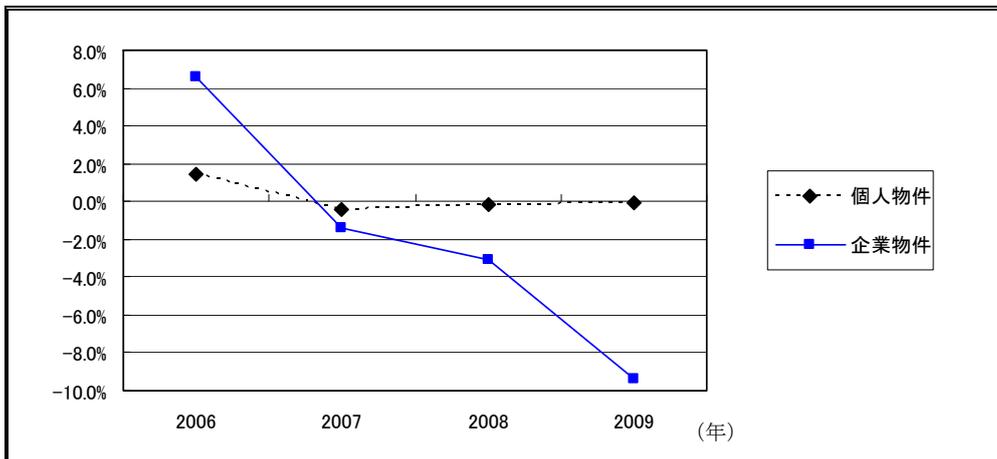
一方、企業物件では、保険料率の低下が続いている。2009年における企業物件の価格水準は、平均6.0%低下したとされている²⁰。2008年まで企業物件における最大種目であった²¹労働者災害補償保険の正味計上保険料は、失業率の高止まりなどを背景に²²、2008年は前年比12.4%減、2009年は同17.2%減と大幅な減少が続いている。

図表 11 正味計上保険料の前年比伸び率（損害保険全体）



(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”などをもとに作成。)

図表 12 正味計上保険料の前年比伸び率（個人物件と企業物件）



(出典：A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”をもとに作成。)

¹⁹ Insurance Services Office, “Insurer Financial Result:2009” (2010. 4)

²⁰ 同上。

²¹ 正味計上保険料ベース。2009年には、その他賠償責任保険が企業物件の最大種目となっている。

²² Phil Gusman, “WC Premiums Plummet In Recession, With Construction, Manufacturing Hit”, National Underwriter P&C (2010.5.17)

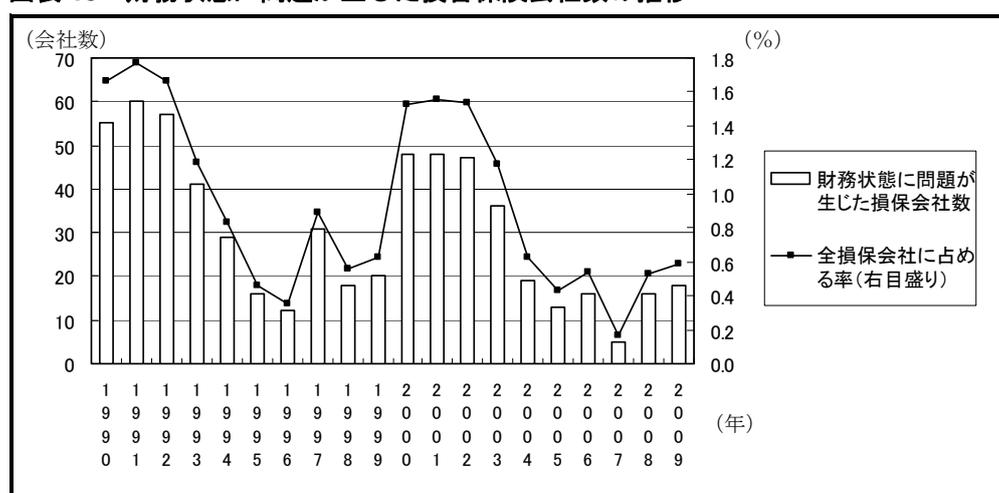
(5) 財務状態に問題が生じた損害保険会社数

財務状態に問題が生じた損害保険会社（financially impaired companies：以下「FICs」）²³の数は、2007年の5社から、2008年は16社、2009年は18社に拡大した²⁴。しかし、1990年代前半、2000年代前半などに比べ大幅に低い水準を維持している（図表13参照）。A.M. Best社では、2000年代後半においてFICsが低水準で推移していることの重要な背景の一つとして、これまで損害保険業界に蓄積されてきた過剰資本が役立っていることを挙げている²⁵。

2009年のFICs18社を種目別にみると、ホームオーナーズや住宅関連の保険6社、労働者災害補償保険4社、企業自動車賠償責任保険4社のほか、金融保証保険、医療専門賠償責任保険各1社などであった。また、18社のうち、資産運用に直接起因してFICsに陥った損害保険会社は3社であった。

A.M. Best社では、保険会社による、保険引受、資産運用に関連して生じている損失の処理、買い手の見つからない保険会社に対する規制・監督当局による管理が進行するにつれて、当面はFICsが増えるものとみている²⁶。

図表13 財務状態に問題が生じた損害保険会社数の推移



（出典：A.M. Best, “1969-2009 Impairment Review” (2010.6)をもとに作成。）

²³ A.M. Best社の定義による。資本が法定水準に満たないなど財務状態に問題が生じ、州保険庁が業務制限や再建、清算、免許停止など何らかの措置を講じた損害保険会社であり、必ずしも支払不能に陥ったとは限らない。

²⁴ A.M. Best, “1969-2009 Impairment Review” (2010.6)

²⁵ 同上。

²⁶ 同上。

3. 金融保証保険会社と AIG の問題

前記 2.(1)b.のように、金融危機の直接的な影響は、住宅ローン保証保険と金融保証保険において大きかった。特に、金融保証保険の場合は、これを提供する金融保証保険会社が、巨額の地方債や資産担保証券（Asset Backed Securities : ABS）の保証を行っていたため、金融保証保険会社の財務状態悪化が、金融・資本市場や実体経済に与えた影響も大きいものとなった。この経験は、金融規制・監督の見直しにも影響を与えている。

また、公的資金による救済を受け、その後の金融規制・監督の見直しに大きく影響を与えることになった保険グループとして AIG が挙げられる。金融保証保険会社の経営危機や AIG の救済を通じて明らかになった問題への対処策は、2010 年 7 月に成立した金融規制改革法にも反映されている。以上のような観点から、ここでは金融保証保険会社と AIG の問題について取り上げる。

なお、金融保証保険会社と AIG の両方に共通して、CDS（Credit default swap. 詳細は後期(1)b.を参照願う）を利用した過大なリスクテイクや流動性の問題があった。

(1) 金融保証保険会社の問題

a. 金融保証保険会社の概要

複数の保険種目を扱う一般の損害保険会社をマルチラインと呼ぶのに対し、金融保証保険会社は、金融保証保険という単一種目を扱う特殊な損害保険会社であるため、モノライン保険会社とも呼ばれている。金融保証保険会社は、1970 年代初めに地方債の保証から業務を開始し、その後、業務範囲を拡大し、資産担保証券なども保証対象とするようになった。典型的な金融保証保険は、保険料を受け取る代わりに、保証の対象となる地方債や資産担保証券などの債券が支払不能となった場合、債券の償還までの元本と利息の支払いを金融保証保険会社が投資家に対し保証するものである。

米国金融保証保険協会（Association of Financial Guaranty Insurers : AFGI）の資料によれば、金融危機顕在化前の 2006 年末時点における金融保証保険会社の保証債務残高は業界全体で約 2 兆 2 千億ドルにのぼり、金融保証保険会社の自己資本合計約 220 億ドルのおよそ 100 倍の保証債務残高を抱えていたことになる。

2006 年末時点で元受を行っていた金融保証保険会社は 10 社²⁷であり、2006 年の金融保証保険における大手 4 グループのシェアは、①アムバック・ファイナンシャル・グループ（Ambac Financial Group : 以下「Ambac 社」）31.7%、②MBIA グループ（MBIA Group : 以下「MBIA 社」）25.2%、③ファイナンシャル・セキュリティ・アシュランス・グループ（Financial Security Assurance Group : 以下「FSA 社」）18.7%、④ファイナンシャル・ギャランティー・インシュランス社（Financial

²⁷ Standard & Poor's, "Global Bond Insurance 2007"

Guaranty Insurance Corp：以下「FGIC社」）12.3%となっていた²⁸。大手4グループの合計シェアが8割を超えるなど、引受会社数が少ない寡占的な市場が形成されていた。

b. 問題の所在：CDSを利用した、RMBS、CDOに関する保証

金融保証保険会社は、一般的な金融保証保険のほかに、CDS（Credit default swap：以下「CDS」）を利用した保証も行っていた。CDSは、企業などの債務不履行に伴うリスクを対象にしたクレジット・デリバティブの一種であり、信用リスクに対してのプロテクション（Protection）を商品として売買するものである。金融保証保険とCDSとの主な共通点、相違点は、図表14のとおりである。

1998年、金融保証保険会社からのCDS取扱いの申し出に対し、ニューヨーク州保険庁は、CDSの売却は、金融保証保険会社の本来業務である金融保証保険の提供に類似するものであるとの見方を示し、参入を認めた。ただし、CDSの売却は別会社により行うこととされたため、金融保証保険会社は子会社を設立し、子会社がCDSの売却を行い、その親会社である金融保証保険会社がこれを再保証する仕組みができあがった。

金融保証保険会社は、このようにCDSを利用した形態で、サブプライムローンを担保とする住宅ローン担保証券（Residential Mortgage-Backed Securities：以下「RMBS」）や債務担保証券（Collateralized Debt Obligation：以下「CDO」）に対しても保証を提供し、これらの信用リスクに対する負担が拡大するようになった。金融保証保険会社の保証ポートフォリオ全体に占めるこれらRMBSやCDOに関する保証の割合は、2007年時点で約4%と決して高いものではなかったが、これらの保証は、金融保証保険会社の財務状態を大きく悪化させることになった。

さらに、CDSには決済方法の問題もあった。一般的な金融保証保険では、保証対象の債務に支払不履行が発生した場合、金融保証保険会社は、原債務におけるスケジュールどおりの元利金の支払いを行えばよい。これに対し、CDSの売り手は、支払不履行が発生した時点で損失相当額のすべてを買い手に対し支払う必要がでてくる（図表14参照）。金融保証保険会社は、子会社を通じてCDSの売り手になっていたことに起因し、流動性（資金）不足に陥ることとなった。

仮に、金融保証保険会社による業務が、地方債や、比較的優良な資産を担保とする資産担保証券を対象とする一般的な金融保証保険だけであったとすれば、これほど大きな問題には至らなかった可能性がある。

²⁸ A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2007”

図表 14 金融保証保険と CDS との比較

	金融保証保険	CDS
機能	信用リスクの移転	
	買い手には特定の被担保債権が存在（買い手は、自社が保有する特定の債権につき金融保証保険会社に保証してもらう）	買い手には特定の被担保債権が存在しない場合もある（例えば、買い手は、ある企業に対する債権を持っていないが、その企業の破綻に備えるプロテクションだけを買うことができる）
商品形態	保険	デリバティブ
支払事由	原債務の支払不履行	支払不履行に加え、破産、リストラクチャリングなどが含まれる場合があり、金融保証保険よりも対象が広い
決済方法	原債務におけるスケジュールどおりの元利金の支払い	売り手は、買い手に対し損失相当額を引き渡して決済する（これは、支払事由が起きた時点で、売り手は元本相当部分の流動性（資金）を用意する必要があることを意味する）
会計処理	保険であり、時価会計対象外	デリバティブであり、時価会計の対象
規制・監督	州保険庁（売り手である金融保証保険会社は、一定のルールに従い準備金の積み立てなどが求められる）	規制・監督対象外

（出典：各種資料をもとに作成。）

c. 金融保証保険会社の格下げと資本増強など

金融危機以前の 2006 年末時点において金融保証保険会社大手 4 社の格付は、いずれも最高位の AAA 格であった。金融保証保険会社は、格付会社から AAA 格を取得し、それによって保証対象商品の格付を高めることで、保証業務が有効に機能していた。しかし、2007 年夏以降、サブプライム問題の拡大から RMBS や CDO などの元利払いが滞る懸念が増大し、2008 年に入ると大手金融保証保険会社の格下げが始まった²⁹。

金融保証保険会社の格付が下がると、金融保証を受けている地方債や資産担保証券にも格付引き下げの影響が及ぶため、金融・資本市場への影響は大きい。監督機関であるニューヨーク州保険庁は、金融保証保険会社に対し、格付低下の回避策を働きかけた。この結果、MBIA 社は 2008 年 2 月に約 26 億ドルの資本増強、資産担保証券の半年間の保証引受停止、従業員削減などを発表し、3 月には Ambac 社も約 15 億ドルの資本増強と資産担保証券の半年間の保証引受停止を発表した。

d. 金融保証保険会社の現況

2010 年 2 月、格付会社のムーディーズ社は、金融保証保険会社の最終的な損失がどの程度になるかは不透明であるとし、金融保証保険業界に関する格付の見通しをネ

²⁹ 2008 年 1 月、格付会社のフィッチ社は、Ambac 社と FGIC 社の格付を AAA から AA に格下げした。FGIC 社の格付については、同月、格付会社の S&P 社が AAA から AA に格下げし、2 月には格付会社のムーディーズ社が Aaa から A3 に格下げした。さらに 3 月には FGIC 社の赤字決算を受け、ムーディーズ社が Baa3、S&P 社が BB、フィッチ社が BBB に格下げした。2008 年 6 月には、S&P 社が Ambac 社と MBIA の格付を AAA から AA に引き下げた。

ガティブとした。この主な要因として、RMBSなどに起因する損失がまだ拡大していること、米国経済の回復が緩慢な中で、さらに失業の増加や住宅価格の下落といった住宅ローンの支払いに影響を与える景気後退が生じた場合、金融保証保険会社の財務状態がさらに悪化する可能性があることなどを挙げている。

現在、Ambac社、MBIA社は、引受業務を停止している。Ambac社は、2010年3月、ウィスコンシン州保険庁から一部の資産・負債を別勘定に移すよう勧告されたことを公表した。この措置には、RMBS関連の保証など高リスクの資産・負債を別勘定として当局の管理下に置くことで、地方債など同社が保証するその他の債券の投資家に損害が及ぶことを防ぐ狙いがある。Ambac社は、2010年6月には、事前調整型の破産法適用申請を検討していることが報じられている。

FGIC社は、2009年末時点で、法定剰余金がマイナスの状態に陥っており、規制上要求される最低資本を満たしていない。FGIC社は、資本増強プランをニューヨーク州保険庁に提出しており、このプランを達成するまで、すべての保険金支払いを停止するよう同保険庁から命じられている³⁰。

2009年以降、債券保証を積極的に提供しているグループは、2003年にバミューダで設立されたアシュアード・ギャランティ社(Assured Guaranty Ltd.:以下「Assured社」)³¹だけとされている³²。Assured社は、2009年7月にFSA社を買収して子会社とし、FSA社をアシュアード・ギャランティ・ミュニシパル社(Assured Guaranty Municipal Corp.:以下「AGM社」)に名称変更した。旧FSA社であるAGM社は、現在は地方債の保証に特化している³³。

経営危機に陥っている金融保証保険会社が資本を調達することは、最終的な損失がどの程度になるか不透明であること、当面収益性の向上が期待できないことなどから、難しい状況だとされている³⁴。

e. 金融保証保険会社に対する規制・監督の問題と格付の問題

(a) 州保険庁による規制・監督の問題

金融保証保険会社の多くは、ニューヨーク州保険法に基づいて業務を行っており、ニューヨーク州保険庁によって監督されている。ニューヨーク州保険法では、金融保証保険会社に対し明確な資本要件を義務づけている³⁵。金融保証保険会社は、契

³⁰ Moody's Investors Service, "Financial Guaranty Insurance Industry 2009 Review and 2010 Outlook" (2010.2)

³¹ 現在、Assured社傘下の、AGM社とアシュアード・ギャランティ・コープ(Assured Guaranty Corp.:AGO)の2社が金融保証を行っている。

³² Moody's Investors Service, "Financial Guaranty Insurance Industry 2009 Review and 2010 Outlook" (2010.2)

³³ Assured Guaranty社ウェブサイト <http://www.assuredguaranty.com/>

³⁴ Moody's Investors Service, "Financial Guaranty Insurance Industry 2009 Review and 2010 Outlook" (2010.2)

³⁵ Eric Dinallo, "Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission Hearing on the Role of Derivatives in the Financial Crisis" (2010.7)

約者剰余金の最低額として 65 百万ドルの維持が求められている。これに加え、以下①と②のいずれか大きい方の額を危険準備金 (contingency reserves) として維持することが求められている。①事業の分類ごとに各暦年計上保険料の 50%、②保証対象元本の一定割合 (この割合は、保証対象債務の安全性の相違によって、リスクの低い地方債の 0.55% から、リスクの高い非投資適格債務の 2.5% までの範囲で定められている)。

このように資本要件や準備金に関するルールが明確に定められていたにもかかわらず、金融保証保険会社が過大なリスクテイクをしていたこと、またこれに対し、規制・監督当局が必ずしも有効に機能していなかったことが、金融保証保険会社の経営危機を通じて明らかになった。

(b) 格付の問題

金融保証保険会社が、自社の資本に対しどれだけのリスクを引き受けるか、言い換えれば、自社が抱えるリスクに対しどれだけの資本を備えるかは、州保険庁による資本要件規制のほか、格付会社による影響が大きい。

格付会社は、金融保証保険会社が保証を行う案件ごとに、予想最大損失を計算し、この分に相当する資本を金融保証保険会社が保有するよう求める。金融保証保険会社が抱える会社全体のリスクについても、一定の条件のもとでのストレス・テストを実施し、経営環境が大幅に悪化した場合でも資本の蓄積に問題がないと判断される場合は最上級の AAA 格と認められる。

金融保証保険会社が保有資本に対し過度なリスクテイクをしていたこと背景には、潜在的リスクを十分に把握していなかった格付評価の問題があった。このほか、高格付が付与されていた RMBS や CDO に関し格付評価が正確でなかったこと、投資家や金融機関が格付に頼り過ぎていたことなどの問題が明らかになり、金融規制改革法では、格付会社に対する規制強化も盛り込まれることとなった。

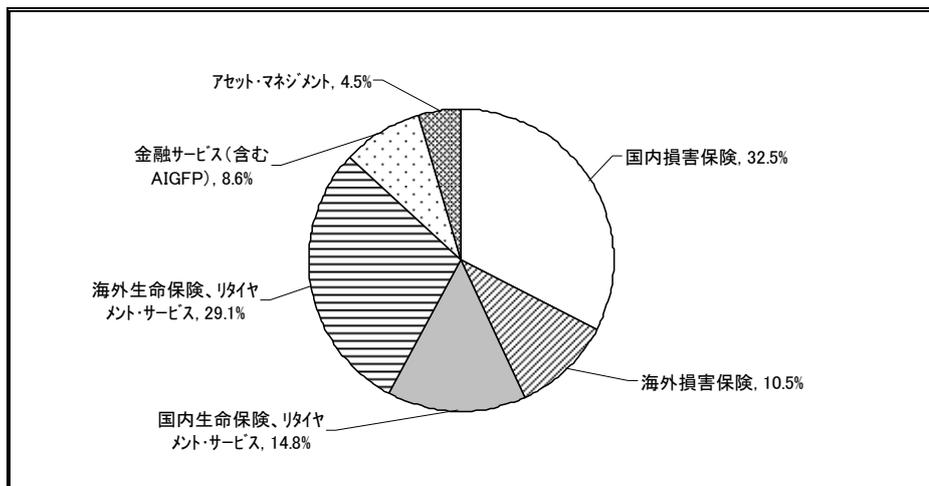
(2) 公的資金注入を受けた AIG の問題

a. 問題の所在：AIGFP による CDS 業務と、生命保険会社による証券貸出プログラム

AIG は、損害保険、生命保険を業務の中核とする金融機関であった (図表 15 参照)。しかし、AIG が救済されるに至った経営危機は、損害保険に起因するものではなかった。AIG は、傘下の金融サービス会社である AIG ファイナンシャル・プロダクツ (AIG Financial Products : 以下「AIGFP」) による CDS 業務と、AIG 傘下の生命保険会社による証券貸出プログラム (securities lending programs) という二つの大きな問題を抱えていた。

証券貸出プログラムは、生命保険会社によって行われており、州保険庁の監督下にあったが、CDS 業務は、保険規制・監督を行う州保険庁の監督対象外であった。

図表 15 金融危機以前における AIG の収入構成 (2006 年)



(出典：AIG 2006 SEC Form 10-K をもとに作成。)

(a) AIGFP による CDS 業務

AIGFP による CDS の典型的な取引は、信用リスクを回避したい金融機関や投資家（買い手）に対し、AIGFP が CDS の売り手となって、プレミアム（保険商品の保険料に相当する）を受け取る代わりに、対象となる信用リスクに支払不能などの支払事由が発生した場合に買い手に対し損失相当額を支払うものである。

AIGFP による CDS 取引のネット想定元本は、2008 年 6 月時点で約 4,400 億ドルにのぼり、このうち、特に大きな損失につながるようになった、RMBS を含む複数の証券化商品から組成される「マルチセクターCDO」関連の保証では、ネット想定元本 578 億ドルであったとされている³⁶。

AIGFP は CDS の売却に伴い、買い手に対し担保を提供していた。AIG が格下げされた場合には信用力が低下するため、AIGFP は CDS の買い手に対し、追加担保の拋出を契約上求められることとなっていた。実際、2008 年 9 月 15 日のリーマン・ブラザーズの破綻公表後、主要格付会社は一斉に AIG の格付を引き下げ、この結果 AIGFP は追加担保の拋出を迫られることになり、流動性の不足が顕在化することになった³⁷。

(b) AIG 傘下の生命保険会社による証券貸出プログラム

AIG は傘下の生命保険会社を通じて証券貸出プログラムを行っていた。証券貸出は、金融機関が一般的に行っている業務であるが、AIG の場合はリスクが高い投資を大規模に行っていた点に問題があった。AIG は、2007 年末時点で証券貸出に伴う負債を 820 億ドル抱えていた。

³⁶ AIG ウェブサイト。

³⁷ 同上。

AIGは、保有している格付の高い国債や社債を相手方に貸し付け、相手方から現金担保を受け入れ、この現金を、利回りの高いRMBSなどに投資し、これによってスプレッド（金利差による収益）を稼いでいた。2008年9月には、証券の借り手は、現金担保の返還を要求するようになったが、RMBSなどの市場は崩れており、AIGは返還要求に応えられるような価格水準でRMBSなどを売却することができず、返還要求に対応するための資金が必要になった³⁸。

b. AIGに対する救済策の概要

AIGに対する救済策は、複数回公表され、救済策は何度か見直しが行われた。AIGは、受け入れた公的資金のほとんどを、CDSと証券貸出プログラムの相手方との契約の履行のために利用したとされている³⁹。

2008年9月、連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System：以下「FRB」）は、AIGに対しニューヨーク連邦準備銀行（以下「ニューヨーク連銀」）を通じた850億ドルの融資枠を承認した⁴⁰。FRBは融資と引き替えに、同社の株式取得権を獲得し、権利行使すればAIGの発行済み株式の79.9%を保有することになり、事実上AIGはFRBの管理下で再建を図ることとなった。ここでの資金供給は、主にAIGFPによるCDS業務に起因する流動性不足を補充するものであった。

2008年10月には、2回目の救済策が発表された。この内容は、ニューヨーク連銀が、AIGの米国内生命保険子会社の一部から、合計約378億ドルの公社債を借り入れる代わりに、この担保として現金を提供する救済策であり、AIG傘下の生命保険会社による証券貸出プログラムに伴う流動性の不足に対応し、流動性の補充を行うものであった⁴¹。

2008年11月には、3回目の救済策として、9月に発表されたAIGに対する救済策の見直しが発表された。不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program：TARP）⁴²に基づき、AIGの新規発行優先株400億ドル分を米財務省が購入するなど、注入する公的資金の総枠を計約1,500億ドルに拡大することなどが盛り込まれた。さらに、2009年3月に発表された4回目の救済策では、最大300億ドルまでの資本増強枠を追加設定するなどの措置がとられた。2009年10月にAIGがニュースリリースした資料によれば、その時点までの政府支援の枠組額合計は約1,800億ドルであり、政府支援の残高合計は約1,200億ドルであったとされている。

³⁸ AIG ウェブサイト。

³⁹ United States Government Accountability Office, “Troubled Asset Relief Program, Update of Government Assistance Provided to AIG” (2010.4)

⁴⁰ 同上。

⁴¹ AIG ウェブサイト。

⁴² TARPによる公的救済を受けた保険会社には、AIGのほか、元本保証付きの変額年金販売に伴い多額の損失を計上したHartford Financial Service Group、キャピタルロスを主因に多額の損失を計上した生命保険会社Lincoln Nationalがある。いずれも、損害保険業に起因する救済ではなかった。

c. AIGによるグループ会社の売却

巨大で複雑な金融機関であったAIGは、グループ会社の売却により、公的資金の返済を進めている（図表16参照）。AIGは、米国内および米国外の損害保険事業、ならびに米国内の生命保険事業およびリタイアメント・サービス事業を核とする新たな企業グループに生まれ変わろうとしている。またAIGは2010年9月、政府から借り入れている公的資金の返済を加速化し政府の管理から脱却する道筋で政府側と合意したことを発表した。この計画の一環として、米財務省は、保有するAIG優先株を普通株に転換し、いずれ公開市場で複数回に分けて保有株式を売却する見通しなどが示されている。

図表16 AIGによる主なグループ会社の売却（公表ベース）

公表時期	売却対象	買い手	金額	取引の内容等
2009年 4月	21st Century Insurance	Farmers Insurance Group	19億 ドル	21st Century Insuranceは、米国内で個人向け自動車保険の事業を行うAIGの子会社であった。
2010年 3月	AIA (American International Assurance)	Prudential plc (イギリス)	355億 ドル	AIAは、アジア地域で事業展開する生命保険会社。この売却取引は成立せず、AIGは、香港証券取引所でAIAの新規株式公開を行う予定。
2010年 3月	ALICO (American Life Insurance Company)	MetLife	155億 ドル	ALICOは、欧州、アジア、中東、アフリカ、ラテンアメリカなどで事業展開する生命保険会社。この取引は2010年末までに完了する予定。
2010年 9月	AIGスター生命、AIGエジソン生命	Prudential Financial (米国)	48億 ドル (2社 合計)	この売却で、AIGは、日本での生命保険事業から撤退することになるが、日本での損害保険事業は継続する方針が示されている。

（出典：AIGのニュースリリースなどをもとに作成。）

d. AIGの経営危機と規制・監督上の問題

ここでは、AIGの経営危機と規制・監督上の問題について、①AIG傘下の保険会社に対する規制・監督、②AIGFPとCDSに関する規制・監督、の二つに分けて概説する。

(a) AIG傘下の保険会社に対する規制・監督

米国では、保険会社に対する規制・監督は、その保険会社が本拠地を置く州の保険庁により行われている。例えば、ニューヨーク州保険庁は、AIGに関しては、AIG傘下のニューヨーク州に本拠地を置く保険会社に対してのみ、規制・監督当局となる。

前ニューヨーク州保険庁長官による2010年7月の議会証言⁴³によれば、AIGに

⁴³ Eric Dinallo, “Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission Hearing on the Role of

公的資金が注入される前の時点において、AIG傘下の71の米国内保険会社のうち、ニューヨーク州保険庁が規制・監督当局となっていた保険会社は10社であり、AIG傘下の他の米国内保険会社は、ニューヨーク州以外の州の保険庁が、規制・監督当局となっていた。

この議会証言では、「各州による保険会社に対するソルベンシー規制は有効に機能しており、このため今回の金融危機の中でも保険会社は他業態に比べ相対的に良好な業績を維持している、またAIG傘下の米国内保険会社は、保険事業の遂行に足る十分な資本を保有しているとニューヨーク州保険庁は考えていた」ことが紹介されている。

さらに、「ニューヨーク州保険庁は、AIG傘下の生命保険会社による証券貸出プログラムの問題については、金融危機以前から認識しており、秩序ある方法で解決していく方向で動いていた。証券貸出プログラムから、AIG傘下の生命保険会社に損失が発生することはわかっていたが、この損失は管理可能なものであり、この問題だけであれば、AIGに支払不能をもたらすようなものではなかった」との見解が示されている。

(b) AIGFP と CDS に関する規制・監督

上記の議会証言では、「AIGが経営危機に陥った原因は、AIG傘下の保険会社にあったのではなく、過大なリスクテイクをしていたAIGFPにあった」と主張されている。さらに、AIGFPが過大なリスクをとることにつながった規制・監督上の背景として、以下の点などが挙げられている。

○ AIG 持株会社と AIGFP の規制・監督当局の問題

AIGは1999年に小規模な貯蓄金融機関を買収しており、AIG持株会社、および持株会社傘下のAIGFPなどの金融サービス会社の主たる規制・監督当局は、貯蓄金融機関監督庁（Office of Thrift Supervision：以下「OTS」）であった。OTSは、貯蓄金融機関を監督する機関であるため、巨額のデリバティブ取引を行う複雑な国際金融機関の監督を遂行するのに十分な専門的能力はなかった⁴⁴。

○ CDS に対する規制・監督の問題

CDSを含む店頭デリバティブ取引は、商品先物現代化法（Commodities Futures Modernization Act of 2000）によって、明示的に規制・監督の対象外とされている。

Derivatives in the Financial Crisis” (2010.7)

⁴⁴ AIGFPがOTSの規制・監督下で効果的に規制・監督されていなかったことは、OTSも議会証言で認めているとされている。

これらの結果、AIGは、規制・監督の緩い金融サービス会社を通じて、規制対象外の商品を販売していたことになる。上記の問題は、OTSの解散、CDSを含む店頭デリバティブ取引に関する規制整備などの形で、金融規制改革法にも反映されている。

(3) CDSと金融保証保険に共通する問題と規制・監督に関する提言

a. ジョイント・フォーラムによる報告書の公表

2010年1月、ジョイント・フォーラム⁴⁵は、「金融規制の業態別特徴及び範囲のレビュー」(Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation)と題する報告書を公表した。この報告書は、金融安定化理事会(Financial Stability Board:「FSB」)を通じた20カ国・地域首脳会議(G20サミット)⁴⁶からの要請に応じてまとめられたものである。

報告書の目的は、現在の規制の枠組ではシステミック・リスクが完全には捉えきれない可能性のある分野を特定し、金融システムの規制強化に必要な改善点について提言を行うことである。報告書では、「CDSや金融保証保険に焦点を当てた、信用リスク移転」を含む5つの分野⁴⁷について、問題点を分析しこれに基づく提言をまとめている。

b. CDSと金融保証保険に共通する問題

報告書では、CDSと金融保証保険は、どちらも信用リスクに対する保証手段を提供する商品であり、法的には異なる構造に基づいているものの、基本的経済機能は同じであるとされた。また、CDSと金融保証保険に共通する問題として図表17のような点が挙げられた。

CDS、金融保証保険は透明性が低く、市場参加者や規制・監督当局が潜在的リスクを適切に把握できる体制になっていなかったこと、特に取引の相手方が債務不履行を起こすなどして損害が発生する可能性があるカウンターパーティー・リスクの管理が不十分であったことなどが挙げられた。報告書では、これらの問題が今回の金融危機の一因となり、システミック・リスクをもたらすことになったとされている。

⁴⁵ ジョイント・フォーラムは、1996年にバーゼル銀行監督委員会(BCBS)、証券監督者国際機構(IOSCO)、保険監督者国際機構(IAIS)の後援により設立され、金融コングロマリット監督上の諸問題、銀行、証券、保険にまたがる監督上の諸問題などを検討している。

⁴⁶ 金融安定化理事会(FSB)と20カ国・地域首脳会議(G20サミット)については、後記4.(1)a.参照。

⁴⁷ 他の4分野は以下のとおりである。①類似の金融商品に関する問題を含む、銀行、証券、保険の3業態間の規制上の相違から生じる問題、②規制対象外の事業体に焦点を当てた、金融グループ規制・監督、③住宅ローン引受審査の最低基準に焦点を当てた、住宅ローンの組成、④システミック・リスクを有するヘッジファンド。

図表 17 CDS と金融保証保険に共通する問題

項目	主な内容
不十分なリスク管理体制（売り手）	CDS と金融保証保険の売り手（信用リスクの引受側）は、信用リスク引受に伴う潜在的リスクを適切に把握できるようなリスク管理体制を整備していなかった。
不十分なリスク管理体制（買い手）	買い手は、CDS と金融保証保険における取引の相手方に関するカウンターパーティー・リスクの管理が不十分であった。
不十分な担保活用	買い手は、高格付の売り手に対し十分な担保差し入れを要求しなかったため、売り手が過度に信用リスクをとる結果を招いた。
透明性の欠如	CDS と金融保証保険の透明性が低かったため、監督当局および市場関係者は、いかに信用リスクが個別の会社に集中していたか、金融システム全体に及ぶかを理解できなかった。
脆弱な市場インフラ	CDS、金融保証保険など信用リスク移転商品の取扱いが少数の市場参加者に集中していたため、一会社の破綻が他社の破綻の可能性を高めることになった。

（出典：Joint Forum, “Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation” (2010.1)をもとに作成。）

c. CDS と金融保証保険の規制・監督に関する提言

報告書では、CDS と金融保証保険に関し、各国・地域の金融規制・監督当局が行うべきこととして、図表 18 のような提言が示された。透明性の向上などのため、CDS 取引に関する集中清算機関、取引所の整備、金融保証保険会社に対する健全性規制の見直し、保険規制における金融保証保険の位置付けの明確化などが盛り込まれている。

図表 18 CDS と金融保証保険に関し、規制・監督当局が行うべきこと（提言）

項目	主な内容
透明性の向上	<ul style="list-style-type: none"> ・ CDS 取引データの蓄積、およびこの公表 ・ CDS 市場参加者に対するディスクロージャー要件の強化 ・ 取引集中度の監視など
業態間、国・地域間を越えた情報交換	<ul style="list-style-type: none"> ・ CDS 市場、CDS 規制などに関する情報の共有 ・ 金融保証に係る潜在的システミック・リスクに関する情報交換など
健全性規制の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・ CDS 取引における適切な法的資本要件の設定 ・ 金融保証保険会社における、資本・ソルベンシー・準備金・流動性の最低要件（内部モデルの利用を含む）の設定 ・ 金融保証保険会社のエクスポージャーとリスク集中度に対する監視 ・ 担保差し入れを含む強固なカウンターパーティー・リスク管理 ・ 金融保証保険会社における、会社のリスク相応のガバナンス制度の確保など
CDS 取引に関する、集中清算機関または取引所の整備	<ul style="list-style-type: none"> ・ 規制・監督された集中清算機関（central counterparties : CCP）または取引所の整備などによる市場インフラの強化 ・ CDS 契約の標準化促進 ・ 取引所への取引集中の促進など
保険規制における金融保証保険の位置付けの明確化	<ul style="list-style-type: none"> ・ 規制の選択肢として、金融保証保険会社について伝統的事業（地方債の保証など）とその他の事業との間で準備金と資本を分離する、金融保証保険会社のエクスポージャーに制限を設けるなどの例が示された。

（出典：Joint Forum, “Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation” (2010.1)をもとに作成。）

4. 金融規制改革法の主要ポイントと保険業に関する部分

(1) 金融規制改革法の主要ポイント

「2010年ドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act：以下「金融規制改革法」)⁴⁸が、1年以上にわたる議会での審議を経て上下両院を通過し、2010年7月、オバマ大統領の署名により成立した。金融規制改革法は、銀行、証券、保険、商品先物などの幅広い分野を網羅しており、1930年代に、銀行業と証券業との分離を規定した「グラス・ステイガル法」以来の包括的な改革である。

この法律の中心的狙いは、今回の金融危機の経験を踏まえて、システミック・リスクに対処し、金融危機の再発を防止することにある。法の内容を具体化する規則の制定や、法に盛り込まれた各分野における調査、この結果に基づく議会への勧告などはこれから行われるものであり、これらの内容や方向性が定まるまでには数年を要するとみられている。

以下、①金融規制改革法成立の背景：G20サミットなどの動向、②金融規制改革法の特徴、③金融規制改革法の主要ポイントの概要、の順に説明する。

a. 金融規制改革法成立の背景：G20サミットなどの動向

リーマン・ブラザーズの破綻以降、20カ国・地域首脳会議（以下「G20サミット」）を中心に、金融規制・監督の強化に向けた国際的な議論が展開されている。2008年11月にワシントンで開催されたG20サミット以降、これまでのG7の枠組から、新興国や途上国の一部も参加して金融危機に対処するG20の枠組が形成されるようになった。

2009年4月には、ロンドンでG20サミットが開催され、「金融システム強化に関する宣言」が出された。1997年のアジア金融危機を契機として創設された金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum：FSF）の機能を強化し、金融安定化理事会（Financial Stability Board：以下「FSB」）に改組することが合意されたとともに、各国が、これまでの個別金融機関ごとの規制・監督に、マクロ健全性の観点を加えて、経済全体、金融システム全体を視野に入れて対応していく必要性などが打ち出された。

2009年9月には、ピッツバーグでG20サミットが開催され、この首脳声明では、取引規模が大きいなどのため、破綻すると金融システムに大きな影響を及ぼす可能性がある「システム上重要な金融機関」（Systemically Important Financial Institutions：SIFIs）の問題への対処について、FSBが2010年10月末までに実施可能な措置を提案することなどが盛り込まれた。

さらに、2010年6月には、トロントでG20サミットが開催され、過去のサミット

⁴⁸ 法案作成の中心となった民主党のドッド上院銀行委員会委員長とフランク下院金融サービス委員長の名前から「ドッド＝フランク法」とも呼ばれている。

合意事項の達成に向け各国が協力して推進することなどが確認された。2010年11月にはソウルでG20サミットが開催される予定であり、バーゼル銀行監督委員会より、国際業務を行う銀行を対象とする新たな自己資本比率規制（バーゼルⅢ）の最終案が提示され、正式決定される見通しとなっている。

上記のようなG20サミットにおける各国合意は、改革の方向性を定めるものであり、G20の命を受けたFSBなどで具体的な原則が策定される。各国の規制・監督当局は、この原則に即した国内法やルールを制定し、規制・監督を行うことが想定されている。

b. 金融規制改革法の特徴

金融規制改革法は、米国がG20サミットなどの国際的合意と平行またはこれに先行して、独自の改革法を導入したものと位置付けられる。米国の金融規制改革法は、上記のようなG20サミットでの合意事項も踏まえて成立したものであり、ここでは、金融規制改革法の主な特徴として三つ挙げておきたい。

一つは、米国の金融規制・監督に関しては1970年代以降基本的には規制緩和の方向であったが、金融規制改革法では、システムック・リスクへの対処、消費者保護および投資家保護の観点から、多くの点で規制を強化する内容になっていることである。

二つ目は、2009年4月のロンドンG20サミットで打ち出されたように、個別の金融機関のリスクだけでなく、マクロ健全性を重視し、経済全体、金融システム全体を視野に入れた上で、金融危機の再発を防ぐ体制を構築しようとしていることである。

三つ目は、これまでは銀行中心であった危機時の対応に、投資銀行、ヘッジファンド、その他のノンバンク金融会社まで含めようとするものである。これまで健全性規制やセーフティネットは銀行に重点を置いて整備されてきた。しかし、リーマン・ブラザーズの破綻や、AIG救済を通じて、銀行以外の金融機関がシステムック・リスクを発生させる可能性があるとの認識が高まったことがこの背景にある。

金融規制改革法で示された方向性は、システム上重要な金融機関には、厳格な健全性規制を課し、それでも経営危機が生じてしまった場合には、あらかじめ確立しておいた秩序ある破綻法制を利用し、金融システムへの悪影響を最小限に抑えながら清算する（納税者負担につながる救済は原則行わない）、というものである。また、銀行以外の大規模な金融機関が経営危機に陥った場合には、これまでは銀行に適用されていた連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation：以下「FDIC」）による破綻処理の枠組を適用することができるようになる。

なお、金融規制改革法の主な構成は、図表19のとおりである。マクロ健全性の維持やシステムック・リスクへの対処を担う組織である金融安定化監視評議会（FSOC）の創設などが第1編に盛り込まれ、FDICを利用した秩序ある清算法制などが第2編で規定された。CDSを含む店頭デリバティブ取引に対する規制整備は第7編に盛り込まれており、保険業については第5編で規定されている。

図表 19 金融規制改革法の構成

項目		主な内容
第1編	金融安定化	金融安定化監視評議会(FSOC)、金融調査局(OFR)の創設など
第2編	秩序ある清算法制	連邦預金保険公社(FDIC)が清算管財人となる清算型の処理
第3編	OCC、FDIC、FRBへの権限移転	貯蓄金融機関監督庁(OTS)を解散し、その機能は通貨監督庁(OCC)などに移転
第4編	ヘッジファンド等の投資顧問に関する規定	ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの投資顧問は証券取引委員会(SEC)への登録が義務化され、その管轄下に入る。
第5編	保険	財務省内に連邦保険局(FIO)を創設
第6編	銀行持株会社・貯蓄金融機関持株会社および預金取扱金融機関の規制の改善	ボルカー・ルール(銀行の自己勘定取引、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの投資制限など)
第7編	ウォール街の透明化と説明責任	店頭デリバティブ取引に関する規制整備など
第8編	支払、清算、決済の監督	FSOCは、システム上重要な金融機関を指定し、この金融機関は、より厳格な規制、監督を受ける。
第9編	投資家保護の強化と証券規制の改善	SECによる投資家保護権限の強化など
第10編	消費者金融保護局の創設	消費者金融保護局(BCFP)をFRB内に創設
第11編	連邦準備制度理事会(FRB)の改正	FRBは、金融システムの流動性を確保する緊急融資政策とこの手続確立を目指し、破綻会社救済は行わないことになる。
第12編	主流となる金融機関へのアクセスの改善	財務省は、ペイデイローン(payday loan)に代替する低コスト・少額ローンの実証プログラムを創設する。
第13編	公的資金の返済	不良資産救済プログラム(TARP)の歳出権限の減額など
第14編	住宅ローン改革・反収奪的貸出法	住宅ローン貸出基準の設定など

(注) 第12編のペイデイローンは、米国で消費者金融会社が給料を担保に提供する短期の小口ローンであり、年利換算数百%の高金利で貸し付けられていたとされている。

(出典：各種資料をもとに作成。)

c. 金融規制改革法の主要ポイントの概要

金融規制改革法の主要ポイントとして、ここでは、①システム上重要な金融機関の指定とこれに対する健全性規制、②秩序ある清算手続きの導入、③店頭デリバティブ取引に対する規制整備、の三つに重点を置いて概説する。

(a) システム上重要な金融機関の指定とこれに対する健全性規制

マクロ健全性の維持やシステム・リスクへの対処を担う組織として、新たに金融安定化監視評議会(Financial Stability Oversight Council：以下「FSOC」)が設置されることとなった⁴⁹。FSOCは、システム上重要な金融機関を指定する役

⁴⁹ FSOCは、財務長官を議長とし、連邦準備制度理事会(FRB)、通貨監督庁(OCC)、消費者金融保護

割を担っている。FSOCにより指定されたシステム上重要な金融機関はFRBの監督下に置かれることになる。ただし、銀行持株会社については、FSOCの判断によらず、連結総資産500億ドル以上であれば、原則としてシステム上重要な金融機関として扱われることになる。

システム上重要な金融機関には、FRBにより、通常よりも厳格な健全性規制が課される。ここでの健全性規制には、例えば、自己資本比率規制、レバレッジの制限、流動性規制、与信集中制限、統合的リスク管理などが含まれる。FSOCは、その規制内容についてFRBに勧告を行う権限を持っており、この勧告にあたっては、各金融機関の資本構成、リスク、業務内容、規模などの違いに応じて金融機関ごとに異なる扱いをすることができるとされている。

また、財務省内に金融調査庁（Office of Financial Research：以下「OFR」）が設置されることとなり、OFRは、FSOCをサポートする役割を持ち、システムミック・リスクにつき評価するために必要な情報収集・分析などを行う。

システム上重要な金融機関として、ノンバンク金融会社のどこまでが含まれるかはまだ決定されていない。仮に特定の保険会社が、システム上重要な金融機関に指定された場合は、FRBの監督下におかれ、通常の保険会社よりも厳格な健全性規制を課されることになる。ムーディーズ社とS&P社のアナリストは、保険業界ではAIGがシステム上重要な金融機関に指定されるとみていることが、2010年8月に報じられている⁵⁰。

FSOCの第1回会合は、2010年10月1日に開催された。これに参加した保険監督者は、「伝統的保険商品は、基本的にはシステムミック・リスクの原因にならない。しかし、他の金融機関や他の金融商品と結びついた場合には問題を引き起こす可能性がある」などの見解を示している⁵¹。

(b) 秩序ある清算手続きの導入

新たな破綻処理の手続きとして、大規模なノンバンク金融会社⁵²を対象に、秩序ある清算手続き（orderly liquidation）が導入される。これは、財務長官が破綻または破綻懸念があるノンバンク金融会社に関する受け皿機関としてFDICを指名することができる、FDICが清算管財人となる清算型の処理である。金融機関の規模が大き過ぎてつぶせないという“too big to fail”の問題を終焉させようとするもの

局（BCFP）、証券取引委員会（SEC）、連邦預金保険公社（FDIC）、商品先物取引委員会（CFTC）、連邦住宅金融庁（FHFA）、全米信用組合管理庁（NCUA）の各組織の長と、保険に専門性を有する独立メンバーの計10名で構成される。

⁵⁰ Chad Hemenway, “Fin. Services Reform: Insurers Should Dodge ‘Systemic Risk’ Fee”, National Underwriter P&C (2010.8.11)

⁵¹ Arthur D. Postal, “Systemic Risk Council Holds First Meeting; Pledges Regulatory Balance”, National Underwriter P&C (2010.10.1)

⁵² 「システム上重要な金融機関」に指定されていなくても、経営危機時の影響が大きいと判断された場合は、この対象となる可能性がある。

であり、株主や経営者などのモラルハザードを防ぐことが意図されている。

リーマン・ブラザーズの経営危機に際し、米国連邦倒産法（チャプター11）を利用して破綻処理したことが、金融・資本市場や実体経済に極めて大きな影響を与えたこと、AIGの救済では、公的支援による負担が大きくなり国民からの批判を受けたことなどを踏まえ、金融システムへの影響を最小限に抑えた清算を目指すものとなっている。

また、システム上重要な金融機関には、深刻な経営危機や破綻に直面した場合にその業務をどのように整然と縮小するかをとりまとめた破綻処理計画（Living Will）の整備が求められることになった。

(c) 店頭デリバティブ取引に対する規制整備

CDS（Credit default swap. 詳細は前期 3.(1)b.、(2)a.、および(3)を参照願う）に対する規制の必要性の認識から、最終的には CDS を含む店頭デリバティブ取引全体に対する規制の枠組が整備されることとなった。金融危機の経験から、デリバティブ市場における主要参加者の破綻や経営危機が、その取引の相手方への債務不履行などを通じて市場全体に連鎖的に伝播するリスクがあることが明らかになった。このようなリスクを抑制するため、これまで相対取引で清算されていた店頭デリバティブ取引について、取引所などを介した清算を義務付けることが示された。

具体的には、店頭デリバティブは、商品先物取引を所管する商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission：CFTC）と証券取引を所管する証券取引委員会（Securities Exchange commission：以下「SEC」）の管轄下に入ることとなった。また、店頭デリバティブ取引は、集中清算機関（central counterparties：CCP）における集中清算と、取引所、または規制下に置かれる電子取引システムにおける取引の執行が求められるようになった。さらに、デリバティブ市場におけるディーラーおよび主要な市場参加者は登録が求められることとなった。

(d) その他の主要ポイント

上記以外の主要ポイントは、図表 20 のとおりである。システミック・リスクへの対処の観点に加え、消費者保護、投資家保護の観点から、広範な分野で規制を強化する方向性が打ち出されている。

図表 20 金融規制改革法の主要ポイント（1編、2編、7編、8編を除く）

項目	主な内容
消費者金融保護局の設置	金融分野における消費者保護の一元化を図るため、FRBの中に消費者金融保護局（Bureau of Consumer Financial Protection：BCFP）が創設されることになった。預金、クレジット、貯蓄商品やそれらを提供する金融機関に関するルールの制定、検査、執行の権限を持つ。
投資家保護の強化	この法律では、証券取引委員会（SEC）などが、投資家保護の分野に関し今後さまざまな調査を行うことが定められており、調査の結果を受けて投資家保護強化のための規制が整備される見込みである。
銀行監督当局の統廃合	貯蓄金融機関監督庁（OTS）は解散し、その機能は、通貨監督庁（Office of the Comptroller of the Currency：OCC）などに移転されることになった。
格付機関規制	SEC内に信用格付局（Office of Credit Ratings）が設置され、公認格付機関（Nationally Recognized Statistical Rating Organization：以下「NRSRO」）に対する検査権限を持つことになった。NRSROのガバナンス向上、ディスクロージャー改善、SECによる監督権限の強化、投資家に対する民事訴訟の機会付与などが盛り込まれている。
ボルカー・ルールの導入	銀行、銀行持株会社およびその子会社は、自己勘定取引を行うこと、ならびにヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドに投資することが原則禁止される。ただし、銀行の普通株式の3%を超えないか、または当該ファンドの持分の3%を超えない範囲では認められることとなる。
ヘッジファンド等規制	大手ヘッジファンドやプライベートエクイティ・ファンドの投資顧問にはSECへの登録義務が課される。またシステムック・リスクを評価するために必要な情報を当局に提供することが求められる。
証券化商品に関する開示の拡充と定量保有義務	証券化商品に関する開示義務は拡充される。また、資産担保証券を発行または資産担保証券の取引を行う証券化事業者に対して、資産担保証券の発行を通じて譲渡、売却、移管した資産の信用リスクの最低5%を保有することが求められることになる。
役員報酬制度、コーポレート・ガバナンスの見直し	役員報酬制度について、開示義務が拡充されるほか、定時株主総会などにおいて役員報酬に関して拘束力を持たない株主投票を導入することが求められる。また、金融機関における役員報酬で過剰なリスクテイクの引き金になるような取り決めが禁じられるほか、コーポレート・ガバナンスの監視強化が求められるようになる。
住宅ローン規制	住宅ローンの貸し手は、借り手の収入、信用履歴、職業の属性などを調べ、借り手にローンの返済能力があることを確認することが求められることになる。

（出典：各種資料をもとに作成。）

（2）金融規制改革法の保険業に関する部分

ここでは、まず保険業に関する規制・監督制度の現状について確認した上で、金融規制改革法における保険業に関する部分の主要ポイントについて説明する。

a. 保険業に関する規制・監督制度の現状

米国では、保険業に関する規制・監督は、各州に権限があり、各州の保険法に基づき各州の保険庁が行っており、規制・監督の内容や体制などは各州によって異なっている。保険庁長官は、保険会社が支払能力を維持しているか、保険料率の設定が公平かつ合理的であるか、保険の入手可能性が維持されているかなどについて監視する義

務を負っている。

保険業に対する規制・監督は、各州が独自に行っているものの、効果的な規制・監督に関する意見交換、全米各州の保険規制に関する調整などを目的として全米保険庁長官会議（National Association of Insurance Commissioners：以下「NAIC」）が組織されている。NAICには、各州の保険庁が加盟しており、各州保険庁の意見を集約してモデル法を作成し、各州における保険法・規制に統一性を持たせる役割を果たしている。保険会社の支払能力を確保するためのソルベンシー規制も、NAICの活動における大きなテーマの一つである。

b. 金融規制改革法の保険業に関する部分の主要ポイント

金融規制改革法では、保険業に関しては、財務省内に、新たに連邦保険局（Federal Insurance Office：以下「FIO」）を設置することが盛り込まれた⁵³。しかし、FIOは保険会社に対する規制・監督の権限を持たず、従来の州保険庁による規制・監督体制が維持されることとなった。ここでは、FIOの機能・役割について概説した後、保険業に連邦レベルの規制・監督制度を導入すべきといった、従来からあった議論との関係について簡単に触れる。

(a) FIOの機能・役割

FIOは、保険業に関し、必要な情報収集・分析を行ってシステミック・リスクを監視し、FSOCをサポートする役割を担っている。FIOの役割の中には、「保険会社および保険会社の子会社を、システム上重要な金融機関として指定するよう、FSOCに勧告すること」も含まれている。

FIOは財務省内に設置され、FIOの局長は、財務長官により任命される。FIOは、保険業に関し、①モニタリングと調整、②保険規制に関する調査報告、などの機能・役割を担うこととされており、それぞれの内容は以下のとおりである。

ア. モニタリングと調整

FIOは、医療保険（health insurance）、穀物保険（crop insurance）、生命保険・年金に含まれない長期介護保険（long term care insurance）を除くすべての保険を対象として、モニタリング、調整を行う権限を持つことになる。主な具体的内容は以下のとおりである。

⁵³ 金融規制改革法の保険業に関する部分では、サープラスラインおよび非認可保険市場ならびに再保険市場を効率化するための規定も盛り込まれた。これらの規定は、従来から行われてきた州ベースの保険改革の一環であり、保険会社、保険ブローカーによる長期にわたる立法化努力を反映して今回の改革法に取り込まれることになったものである。金融規制改革法制定の背景となった金融危機の原因と認められたものではないことから、本稿ではこれら規定の内容には触れない。

- 保険業のすべての局面につきモニタリングを行う（システミック・リスクにつながる可能性のある保険規制の問題や規制のギャップの特定などを含む）。
- 保険の健全性に関する国際的に重要な問題につき、連邦当局（米財務省など）による取組の調整を図り、これをサポートする。
- 州による保険規制が、国際的な保険条約と整合的かどうか判断する。
- 保険に関する国内の重要な問題と、保険の健全性に関する国際的に重要な問題につき、州の規制・監督当局と協議する。
- 保険会社および保険会社の子会社を、システム上重要な金融機関として指定するよう、FSOCに勧告する。

イ. 保険規制に関する調査報告

FIO は、法施行後 18 カ月以内に、米国における保険規制をどのように現代化し改善すべきかについて調査し、議会に報告書を提出することとなった。この調査にあたっては、以下の点などを考慮する必要があるとされている。

- 効果的なシステミック・リスク規制
- 資本基準、ならびに資本配分と負債との関係（流動性リスクとデュレーション・リスクに関する基準を含む）
- 保険商品と販売慣行に関する消費者保護（州規制のギャップの問題を含む）
- 州保険規制の国内統一性の程度
- 保険会社とその子会社に対する連結ベースの規制
- 保険規制の国際的調和

この調査報告では、保険業に対する連邦規制の可能性について特にフォーカスした調査を行うことが求められている。医療保険を除くさまざまな保険種目に関し、連邦規制のコスト・ベネフィット分析が必要であり、この分析には、保険契約者のための強固な消費者保護を目的とする連邦規制による効果、および連邦の決定権限に保険会社を従わせる場合どのような結果になる可能性があるかといった内容を含む必要があるとされている。

さらに、この調査報告書には、調査結果に基づく立法上、規制上または監督上の勧告を盛り込む必要があるとされている。なお、FIO は、この調査を進めるにあたって、州保険庁、消費者団体、保険業界の代表、保険契約者の代表、その他の団体、専門家などと協議しなければならないことも盛り込まれている。

(b) 連邦レベルの規制・監督制度の導入を求めるこれまでの議論との関係

金融規制改革法では、保険会社に対する規制・監督の権限を持たない、連邦レベルの機関である FIO が設置されることになったが、保険業に関し、連邦レベルの規制・監督制度を導入すべきとの議論は、金融危機以前からあった。

例えば、このような議論における比較的最近の動きとして、2006 年 4 月に上院議員のジョン・スヌヌ (John Sununu)、ティム・ジョンソン (Tim Johnson) 両議員が発表した連邦レベルの規制・監督の枠組を保険業に導入しようとするイニシアティブなどがあげられる⁵⁴。このイニシアティブでは、連邦レベルの規制・監督が必要な理由として、州別規制は全米で展開する保険会社にとって、複数州での認可取得、商品届出、申請、報告要件が必要なことから、事務コストの増大や商品投入の遅れなどの非効率な影響を与えているといった点が取り上げられている。

また、2008 年 3 月には、米財務省が、米国の金融規制改革に関する提言として、「現代化された金融規制構造のための青写真」(Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure : 以下「青写真」) を公表しており、この青写真でも、保険業における連邦レベルの規制・監督制度の導入が盛り込まれている。この提言は主として、コスト増などにつながっている現行の非効率な規制・監督制度を見直し米国保険業の競争力を高めるという考え方に基づくものであった⁵⁵。

以上のように、金融危機以前における連邦レベルの規制・監督制度を求める議論は、州ごとに異なる規制・監督に伴うコスト増や商品投入の遅れといった非効率の面が中心であった。しかし、金融規制改革法に盛り込まれた、FIO による連邦規制の可能性に関する調査では、連邦レベルの規制導入の検討に関し、消費者保護、システミック・リスク対応、保険業の健全性に関する国際的調和、といった視点がこれまで以上に重要視されていることがわかる。

なお 2010 年 8 月、米国保険協会 (American Insurance Association : AIA)、米国生命保険評議会 (American Council of Life Insurers : ACLI)、米国再保険協会 (Reinsurance Association of America : RAA)、保険代理店・ブローカー評議会 (The Council of Insurance Agents & Brokers : CIAB) などの団体は、米財務省に対し連名で、保険・再保険に関し連邦政府は重要な役割を担っており、FIO が保険の国際的問題に関し米国を代表して強力な役割を果たすべきことを申し入れている⁵⁶。

⁵⁴ なお、日本損害保険協会は、2006 年当時このイニシアティブに対し歓迎の声明を発表している。この声明によれば、日本の損害保険業界は、日米保険協議や WTO 金融サービス交渉の場などを通じて、米国保険業における州別規制の調和化を求めてきた。また日本政府も、日米間の規制改革および競争政策イニシアティブ協議などを通じ、米国政府及び NAIC に対し、「米国における保険事業の州別規制を調和・統一すること、または連邦監督制度へ移行すること」を要求してきた。

⁵⁵ ただし、この時期には、既に金融保証保険会社の経営悪化が明らかになっていたことから、保険会社のソルベンシーに関する州別の規制・監督体制に問題があるといった見方が、青写真による連邦レベルの規制・監督制度導入の提言に影響を与えている。

⁵⁶ Arthur D. Postal, "Insurance Groups Outline Hopes for FIO", National Underwriter L&H (2010.8.6)

5. 保険業に関するソルベンシー規制見直しの動き

NAIC の側でも、金融危機を踏まえてソルベンシー規制を見直そうとする動きがある。保険業に関するソルベンシー規制の現状について概説し、欧州のソルベンシー II との違いについて簡単に触れた後、NAIC による見直しの動きについて紹介する⁵⁷。

(1) 保険業に関するソルベンシー規制の現状

保険会社に対するソルベンシー規制・監督制度は、①保険会社の資本規制およびリスク・ベース・キャピタル (Risk-Based Capital : 以下「RBC」) に基づく是正措置、②保険会社のソルベンシーに関するモニタリング制度、などで構成されている⁵⁸。以下この二つの仕組みについて概説する。

a. 資本規制および RBC に基づく是正措置

各州は、保険会社に対し、所定の最低資本・剰余金要件を満たすことを求めている。この要件に加え、NAIC が策定した RBC (Risk-Based Capital) が各州で採用されており、保険会社はこの RBC の基準にも従う必要がある。

各州は、NAIC が 1993 年に採択した「保険者のリスク・ベース・キャピタル (RBC) モデル法 (Risk-Based Capital (RBC) for Insurers Model Act : 以下「RBC モデル法」)⁵⁹を採用している。RBC モデル法は、RBC 比率⁶⁰を計算し、その比率に応じて保険監督者が所定の是正措置を行うものである。

NAIC の RBC 計算式は、保険会社が抱える資産リスク、信用リスク、保険引受リスクなどの各種リスクに関して、保険会社の法定財務諸表に記載されている各種資産、準備金および保険料の数字から一定の数式によってリスク・チャージを計算し、合算することで RBC を算定するものである。

b. 保険会社のソルベンシーに関するモニタリング制度

各州は、保険会社に対し、州保険法に基づく保険会社のソルベンシーを規制・監督するための法定会計原則 (Statutory Accounting Principles : 以下「SAP」) に基づく財務諸表の提出を四半期ごとに求めている。これは、SEC が上場会社に求める一般会計原則 (Generally Accepted Accounting Principles : GAAP) に基づく財務諸表とは別のもので、保険会社の支払能力確保に重点が置かれているため、一般会計原則より

⁵⁷ 本節におけるソルベンシー規制の現状および 2009 年 9 月までの動向に関する部分は、損害保険事業総合研究所「欧米主要国における ERM (統合リスク管理) およびソルベンシー規制の動向について」(2009.9) の内容をベースとして、特に重要な部分を中心に再構成したものである。

⁵⁸ これらのほか、資産および準備金などに関する規制、州の支払保証基金制度がある。

⁵⁹ RBC モデル法制定の主目的は、固定金額である最低資本・剰余金要件に加え、保険会社が抱えるリスクの種類や総量に応じて変化する資本基準を導入することにあった。

⁶⁰ 保険会社は、所定の算定様式を利用して自社の自己資本と RBC を算出し、その割合を RBC 比率として計算した RBC 報告書を、所管の州保険庁および NAIC に毎年提出することが義務付けられている。

も保守的な会計基準となっている。

各州保険庁は、SAPに基づく財務報告の分析とともに、NAICの保険規制情報システム（Insurance Regulatory Information System：以下「IRIS」）を利用している。IRISは、様々な財務比率を分析することによって、注意を要する保険会社を早期に識別するもので、各州保険庁のソルベンシー監督をサポートしている。

IRISの中には、保険庁による保険会社の財務状況の分析を支援するための財務分析ソルベンシー・ツール（Financial Analysis Solvency Tools：以下「FAST」）があり、FASTは、図表21記載の4つの分析支援システムで構成されている。

図表21 FASTを構成する分析支援システムの概要

項目	主な内容
IRIS 比率	保険会社のソルベンシー監視・分析のための財務比率である。IRIS 比率は、すべての保険会社の年次財務報告書のデータに基づいて、13の財務比率が計算され、通常値の範囲とその範囲を超えるデータ項目が表示される。これにより、保険庁は財務上問題のある保険会社の財務分析や検査の優先度を判断することが可能となる。
スコア・システム	財務諸表中の一連の財務比率（財務状況、事業成績、流動性、レバレッジなどに関する財務比率）から求めたポイントの合計スコアによって保険会社の財務状況を評価するものである。スコアの数値が大きいほど支払不能リスクが高いことを表している。
財務プロフィール報告	5年分の保険会社の財務状況および事業成績に関する詳細な分析結果などを提供する制度である。本報告は、州保険庁が、通常と異なる変動、傾向または変化を特定することに役立つ。
アナリスト・チーム・システム	各州から選抜された経験をつんだ審査官およびNAICの専門家で構成するアナリスト・チームが、一定の基準で抽出された保険会社の財務諸表および財務比率を審査し、検査等の参考情報を提供する制度である。

（出典：損害保険事業総合研究所「欧米主要国におけるERM（統合リスク管理）およびソルベンシー規制の動向について」（2009.9）をもとに作成。）

（2）米国のRBCとEUのソルベンシーIIとの違い

2013年に欧州で導入予定のソルベンシーIIのアプローチ方法には、第一の柱：定量的要件、第二の柱：監督活動、第三の柱：情報開示、という3つの柱がある。

米国のRBCの最低資本要件は、リスクの基礎となる数値を一定の計算式に代入して求める方式である。定型的な計算式を採用するため、簡便で恣意性を排除できる利点はあるが、的確に個別保険会社のリスクを反映しているとはいえない。

これに対し、ソルベンシーIIにおける法定資本要件では、トータル・バランスシート方式が導入されており、資産、負債、資本は、すべて時価（経済価値基準）で評価される。また、監督者が定めた標準的な方式に加えて、監督者の承認を前提に、独自に開発した内部モデルの使用が認められており、比較的個別保険会社のリスクを反映した資本要件を算出できるとされている（以上、第一の柱関連）。

ソルベンシーIIでは、定量的な必要資本だけでなく、リスク・マネジメントに関する

る定性的要件も規制対象となる。定性的要件では、ガバナンス、リスク・マネジメント、リスクとソルベンシーの自己評価(Own Risk and Solvency Assessment: ORSA)、内部コントロール、内部監査などが規定されており、監督者はこれらの定性的要件を監督することになっている(第二の柱関連)。

さらに、ソルベンシー II では、会社間で資本十分性の比較ができるような情報開示要件を規定することにより、市場規律が働くことが想定されている(第三の柱関連)。

(3) NAIC によるソルベンシー規制見直しの動き

a. ソルベンシー規制現代化の取組

NAIC は、金融危機の経験を踏まえ、併せて国際的な規制の進展とその活用の可能性についても検討するため、2008 年 6 月、ソルベンシー規制現代化の取組(Solvency Modernization Initiative: 以下「SMI」)を開始することを決定した。

SMI においては、銀行の自己資本比率規制、保険監督者国際機構(International Association of Insurance Supervisors: IAIS)によるソルベンシー規制・監督基準の検討、EU のソルベンシー II、国際会計基準などの動向について、調査・分析が行われている。2009 年 6 月には、それまでの検討結果を踏まえ、米国のソルベンシー規制の枠組に取り入れることを議論すべき課題として、図表 22 のような項目が整理された。この中には、内部モデルの利用や、RBC の見直しなどが盛り込まれている。

図表 22 ソルベンシー規制の枠組への取り入れにつき議論すべき課題

項目	主な内容
エコノミック・キャピタル	保険監督者にとって、エコノミック・キャピタルの総額とともに、計算方法、その分析および事業への活用を知ることは、保険会社の経営者の事業の見方や慎重さを理解することに役立つことから、保険会社にエコノミック・キャピタルの報告を求めることを検討する必要がある。
リスク管理指針	現行の NAIC のリスクに焦点を当てた財務検査官ハンドブックでは、リスク・マネジメントの運営や質の評価、ERM システムの監査を行うものではない。したがって、リスクに焦点を当てた財務報告の共通の様式とともに、取締役会で採択され、文書化されたリスク管理指針の備付を保険会社に求めることを検討する必要がある。
内部モデルの利用	現行の RBC では、生命保険の金利・市場リスクの一部で限定的にモデルの利用が認められている。保険監督者は、損害保険の巨大災害リスクを含め、内部モデルの利用の検討、満たすべき最低限の要件、規制上の必要資本の算定に使用する場合の事前認可制度を検討する必要がある。
規制上の必要資本の見直し	RBC の算定方法の妥当性、算定方法の変更の必要性を検討する必要がある。また、RBC 計算式の変更の可能性とともに、個別の内部モデルに基づく情報と保険業界平均値(定型的手法)の釣り合い、より高度な管理レベルでは内部モデルによるより詳細な数値を反映させることを認め、管理レベルが低い場合には複雑でない定型的手法を採用することを検討する必要がある。さらに、保険会社の経営構造およびリスクの質、規模、複雑さなども考慮する必要がある。

(出典：損害保険事業総合研究所「欧米主要国における ERM (統合リスク管理) およびソルベンシー規制の動向について」(2009.9)をもとに作成。)

b. SMI ロードマップの公表

2010年8月、NAICは、SMIに関するロードマップを公表した（図表23参照）。このロードマップは、ソルベンシー規制・監督に関する政策の方向性ならびにSMI活動の優先順位および作業の完了予定時期を示したものである。

SMIの活動は、資本要件の見直しだけにとどまらず、ガバナンスとリスク・マネジメント、グループ監督、準備金評価を含む会計、再保険など、ソルベンシーに関連する広範な領域におよんでおり、完了予定時期が示されたことで、今後、具体的な検討段階に入るものと考えられる。SMIの活動は、すべて2012年末までに完了する予定となっており、NAICにおける今後数年の動向が注目される。

図表23 ロードマップの主要内容と完了予定時期

項目	内容	完了予定時期
資本要件（RBCの見直し）	リスクの計測と相関に関する方針の確認	2010年12月
	見逃しているリスクに関するチャージ、その他の重要な修正を計算式に盛り込むプランの作成	2010年12月
	保険業界への影響調査	2012年
	RBC変更の決定	2012年12月
ガバナンスとリスク・マネジメント	法的枠組の要約	2010年7月
	国際的コーポレート・ガバナンスの原則に関する調査	2010年9月
	ハイレベルなガバナンス原則のアウトライン作成	2011年12月
	ERM、リスクとソルベンシーの自己評価（ORSA）ベースのツール開発	2011年12月
グループ監督	モデル法または他の実行手段の策定	2012年12月
	持株会社のベストプラクティス	2010年12月
	持株会社に対する財務報告要件に関する調査	2011年12月
	グループ全体ベースの監督のベストプラクティスに関する調査	2012年12月
法定会計と財務報告（準備金評価を含む）	グループ全体ベースの資本評価アプローチ方法の決定	2012年12月
	準備金評価に関する業界ベースの調査	2011年3月
	準備金評価マニュアルの作成	2011年夏
	国際会計基準審議会（IASB）のドラフトの「保険契約」に対するコメント	2010年11月
再保険	国際財務報告基準（IFRS）に対する政策方針（保険のソルベンシー規制にIFRSを利用するかどうかなど）の決定	2011年10月
	2008年冬にNAICが採択した再保険規制現代化の枠組（Reinsurance Regulatory Modernization Framework）に沿って、現行の再保険モデル法に修正を加える。なお、この枠組は、国境を越える再保険取引の促進、米国市場における競争促進、米国の保険者、保険契約者を支払不能のリスクから適切に保護することなどを主眼とする概念的枠組である。	2011年10月

（出典：NAICのウェブサイトをもとに作成。）

6. おわりに

今回の金融危機による直接的な影響は、金融保証保険などを除く一般の損害保険種目に関しては限定的なものであった。それは、損害保険業界の資本水準が現在、歴史的な高水準にあることから明らかであろう。しかし、損害保険業界には、保険料収入の減少と、資産運用面における正味投資収益の減少という二つの大きな問題が残っている。

今後も現在のような景気状態が続き、保険需要が上向かない場合、保険料収入の増加は見込み難しく、また FRB による金融緩和政策が維持され長期金利が低水準で推移する場合、正味投資収益の増加も期待できない。このような環境下で収益性を維持・向上させるためには、リスクに見合うアンダーライティングやコスト削減などの実践が重要な課題になっているといえよう。

金融機関・保険会社は、経営環境の悪化に備え、十分な資本を保有することが求められている。しかし、いうまでもなく、これは単に資本を増やせばよいということではない。損害保険業界における過剰ともみられる資本の蓄積は、低水準の ROE に表れているように資本効率の低下を招いている可能性があり、また、保険料率の引き上げを抑制する一因にもなっている。

AIG の経営危機は損害保険業に起因するものではなかったが、公的救済に至る直接のきっかけは、資本不足というよりは流動性の不足であった。また、金融規制改革法においては、システム上重要な金融機関に対し、自己資本規制に加え、流動性規制や与信集中制限、統合的リスク管理などを含む厳格な健全性規制が課される方向性が示されている。さらに、NAIC による保険業に関するソルベンシー規制の見直しにおいても、RBC などの資本要件だけでなく、ガバナンスとリスク・マネジメント、グループ監督、準備金評価を含む会計制度、再保険など、広範な関連領域が検討対象とされている。

今後、米国の損害保険会社は、大規模な会社を中心に、これまで以上に厳格な健全性規制への対応を迫られることになる可能性がある。特に、国際的に業務を展開する損害保険会社にとっては、欧州で導入が予定されているソルベンシー II との調和を図り、より高度で先進的なリスク管理体制を構築するなどの対応が求められることになろう。

<参考資料>

- ・米国保険情報協会「ザ・ファクトブック 2010 アメリカ損害保険事情」損保ジャパン総合研究所訳(2010.8)
- ・関雄太「成立した米国金融規制改革法—論点の変化と今後の影響」月刊資本市場 No.300 (2010.8)
- ・淵田康之「システミック・リスクと金融規制・監督」野村資本市場クォーターリー2010 Vol.14-1 Summer (2010.8)
- ・小立敬「米国における金融制度改革法の成立—ドッド=フランク法の概要—」野村資本市場クォーターリー2010 Vol.14-1 Summer (2010.8)
- ・池田香織「米国損害保険市場の動向(2008 年の実績)」損保ジャパン総研トピックス Vol.8 (2010.4)
- ・金田幸二「金融・保険グループ規制の動向—EU および米国の動向を中心に—」損保総研レポート第 91 号 (2010.3)
- ・金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告「～今後の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築～」(2009.12)
- ・池田香織「米国損害保険市場の最新動向—2007 年の実績と販売チャネルの最新動向—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.54 (2009.11)
- ・金融庁監督局「マクロ健全性監督」を巡る議論と金融庁における取組み (2009.9)
- ・損害保険事業総合研究所「欧米主要国における ERM (統合リスク管理) およびソルベンシー規制の動向について」(2009.9)
- ・関雄太「AIG 問題の複雑化と巨大複合金融機関の公的管理に関する課題」野村資本市場クォーターリー 2009 Vol.12-4 Spring (2009)
- ・牛窪賢一「金融危機が浮き彫りにした ART (代替的リスク移転) の課題」週刊金融財政事情 2009 年 5 月 4 日・11 日合併号 (2009.5)
- ・損保ジャパン総合研究所「金融と保険の融合の進展—金融コングロマリットと ART (代替的リスク移転) に関する調査研究報告書」(2008.12)
- ・内閣府政策統括官「世界金融危機の発生と拡大」(2008.12)
- ・松野篤「保険会社社員のためのサブプライム問題の整理」損保総研レポート第 84 号 (2008.6)
- ・牛窪賢一、岡崎康雄、赤松繁「先進国における金融・保険業に関する資本要件規制の変化の方向性」損保ジャパン総研クォーターリーVol.44 (2005.3)
- ・法専充男、葛見雅之、牛窪賢一「バブル崩壊とアメリカ経済—90 年代日本との比較」財務省財務総合政策研究所『検証・アメリカ経済』日本評論社 (2004.2)
- ・牛窪賢一「米国損害保険業界の損益構造に関する考察ノート」損保ジャパン総研クォーターリーVol.39 (2002.1)
- ・小林篤、牛窪賢一、岡崎康雄、金古俊秀「金融サービス業に関する規制・監督のハーモナイゼーションの過程における保険事業」損保ジャパン総研クォーターリーVol.38 (2001.10)
- ・牛窪賢一、西村徹「米国損害保険市場の最新動向—2000 年の実績とトレンド変化—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.38 (2001.10)
- ・望月晃、牛窪賢一「新たな損害保険会計制度の構築—今後の方向性と検討の視点—」損保ジャパン総研

クォーターリーVol.35 (2001.1)

- ・牛窪賢一「米国損害保険業界の株価に関する考察ノート」損保ジャパン総研クォーターリーVol.35 (2001.1)
- ・長岡繁樹、牛窪賢一「米国損害保険市場の動向—1998年の実績とトレンド—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.30 (1999.10)
- ・牛窪賢一「米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷—401(k)プラン、投資信託、証券化を含む包括的整理—」損保ジャパン総研クォーターリーVol.28 (1999.4)
- ・牛窪賢一「米国保険会社に対する格付け評価の方法」損保ジャパン総研クォーターリーVol.25 (1998.7)
- ・Arthur D. Postal, Allison Bell, “FSOC Seeks Insurer Input On Extent Of Oversight Authority”, National Underwriter P&C (2010.10.6)
- ・Mark E. Ruquet, “Soft Market Could Last Another Year Or Two”, National Underwriter P&C (2010.10.6)
- ・Arthur D. Postal, “Systemic Risk Council Holds First Meeting; Pledges Regulatory Balance”, National Underwriter P&C (2010.10.1)
- ・A.M. Best, “Workers’ Compensation Results Continue to Deteriorate” (2010.10)
- ・A.M. Best, “First-Half Net Income Triples; Underwriting Results Weaken” (2010.10)
- ・Arthur D. Postal, “NAMIC Questions FIO Scope; Warns Against Duplicative Data Requests”, National Underwriter P&C (2010.9.13)
- ・Arthur D. Postal, “FIO Should Play Strong Role On Trade, Insurers, Buyers Say”, National Underwriter P&C (2010.8.16)
- ・Chad Hemenway, “Fin. Services Reform: Insurers Should Dodge ‘Systemic Risk’ Fee”, National Underwriter P&C (2010.8.11)
- ・Arthur D. Postal, “Insurance Groups Outline Hopes for FIO”, National Underwriter L&H (2010.8.6)
- ・Duane Morris, “U.S. Financial Reform: Creation of the Federal Insurance Office and the Financial Stability Oversight Council” (2010.8)
- ・NAIC, “Solvency Modernization Initiative ROADMAP” (2010.8)
- ・Carrie E. Cope, “Dodd-Frank’s Impact – Federal Insurance Office and State Regulation: Bridges to Nowhere or Building a Bridge?” (2010.8)
- ・A.M. Best, “U.S. P/C Industry Posts First-Quarter Profit Despite Surge in Catastrophes” (2010.7)
- ・Ernst & Young, “Positioning for change, A roadmap for implementing US financial reform” (2010.7)
- ・Eric Dinallo, “Testimony to the Financial Crisis Inquiry Commission Hearing on the Role of Derivatives in the Financial Crisis” (2010.7)
- ・Paul Walker Bright, “Federal Insurance Office and Future Federal Regulation of Insurance - the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” (2010.7)
- ・A.M. Best, “1969-2009 Impairment Review” (2010.6)
- ・Phil Gusman, “WC Premiums Plummet In Recession, With Construction, Manufacturing Hit”,

- National Underwriter P&C (2010.5.17)
- Mark E. Ruquet, “P&C Insurers Post Far Bigger Profits Despite Shrinking Economy, Soft Market”, National Underwriter P&C (2010.4.26)
 - Caroline McDonald, “Buyer’s Market Will Persist Into 2011, But Rate Cuts For Key Lines Moderating”, National Underwriter P&C (2010.4.12)
 - David A. Sampson, “Dodd Bill Could Be Risky For P&C Insurance Sector”, National Underwriter P&C (2010.4.12)
 - A.M. Best, “U.S. P/C Industry Results Rebound As Cat Losses Ease, Investments Rise” (2010.4)
 - United States Government Accountability Office, “Troubled Asset Relief Program, Update of Government Assistance Provided to AIG” (2010.4)
 - A.M. Best, “U.S. P/C Industry’s Profits Rebound; Challenges to Persist” (2010.2)
 - Moody’s Investors Service, “Financial Guaranty Insurance Industry 2009 Review and 2010 Outlook” (2010.2)
 - Baird Webel, “Insurance and Financial Regulatory Reform in the 111th Congress” (2010.1)
 - A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2010”
 - National Conference of Insurance Guaranty Funds, “Insolvency Trends-2010”
 - A.M. Best, “Changes in Investment Climate Turn Focus to Underwriting” (2009.12)
 - Scott E. Harrington, “The Financial Crisis, Systemic Risk, and the Future of Insurance Regulation” (2009.9)
 - Aon Benfield, “Regulatory Capital, Requirements On The Rise” (2009.6)
 - A.M. Best, “U.S. P/C Industry’s Profits Plunge; Insures Poised for Turnaround” (2009.2)
 - Standard & Poor’s, “Ratings On Five Mortgage Insurers Placed On Watch Negative; Multi-Notch Downgrades Possible” (2008.12)
 - Martin F. Grace, Robert W. Klein, “Understanding Property-Casualty Insurance Profits: The Importance of Financial Strength” (2008.10)
 - Standard & Poor’s, “Ratings Lowered On Three Mortgage Insurer Groups: Old Republic, PMI, And Radian” (2008.8)
 - U.S. Department of the Treasury, “Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure” (2008.3)
 - A.M. Best, “U.S. P/C Industry Records Strong Results—But for How Long?” (2008.1)
 - Standard & Poor’s, “Global Bond Insurance 2007”
 - A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2007”
 - A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2005”
 - A.M. Best, “Best’s Aggregates & Averages Property/Casualty 2000”

<参考ウェブサイト>

- ・金融庁ウェブサイト <http://www.fsa.go.jp/>
- ・全米銀行協会ウェブサイト <http://www.aba.com/default.htm>
- ・損保ジャパン総研ウェブサイト <http://www.sj-ri.co.jp/>
- ・フィッチ社ウェブサイト <http://www.fitchratings.co.jp/>
- ・米財務省ウェブサイト <http://www.ustreas.gov/>
- ・ムーディーズ社ウェブサイト <http://www.moodys.co.jp/pages/HomePage.aspx>
- ・AIG ウェブサイト <http://www.aigcorporate.com/index.html>
- ・Ambac 社ウェブサイト <http://www.ambac.com/index.html>
- ・A.M. Best ウェブサイト <http://www.ambest.com/>
- ・Association of Financial Guaranty Insurers ウェブサイト <http://www.afgi.org/>
- ・Assured Guaranty 社ウェブサイト <http://www.assuredguaranty.com/>
- ・Bank for International Settlement ウェブサイト <http://www.bis.org/forum/research.htm>
- ・FGIC 社ウェブサイト <http://www.fgic.com/>
- ・Financial Stability Board (FSB) ウェブサイト <http://www.financialstabilityboard.org/>
- ・FRB ウェブサイト <http://www.federalreserve.gov/>
- ・Insurance Services Office (ISO) ウェブサイト <http://www.iso.com/>
- ・International Association of Insurance Supervisors (IAIS) ウェブサイト <http://www.iaisweb.org/>
- ・Joint Forum ウェブサイト <http://www.bis.org/bcbs/jointforum.htm>
- ・MBIA 社ウェブサイト http://www.mbia.com/about/about_main.html
- ・National Association of Insurance Commissioners (NAIC) ウェブサイト <http://www.naic.org/>
- ・Office of Federal Housing Enterprise Oversight ウェブサイト <http://www.ofheo.gov/hpi.aspx>
- ・Property Casualty Insurers Association of America ウェブサイト
<http://www.pciaa.net/sitehome.nsf/main>
- ・S&P 社ウェブサイト <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/jp/jp/page.home/>