

生命保険流通市場と ライフセトルメント投資

個人保険を売買する流通市場の拡大を背景に、「ライフセトルメント投資」と呼ばれる、個人保険を投資対象資産とするオルタナティブ運用が登場している。投資家にとって、新たな投資収益獲得の機会であるとともに、長寿リスク等の新たな投資リスク管理への挑戦でもある。

拡大する生命保険の流通市場

ライフセトルメント（Life Settlement）と呼ばれる取引がいくつかの保険先進国で拡大している。ライフセトルメントとは、個人の生命保険契約を第三者と売買する取引を指す（図表1）。日本では生命保険を保険会社の許可なく第三者へ売却することは現在認められていないが、米国・英国などでは生命保険契約を売買するルールが整備され、保険契約の流通市場（セカンダリーマーケット）が形成されている¹⁾。保険流通市場の取引規模は、2006年で61億米ドル前後と見られ、今後毎年10億米ドル程度のペースで規模が拡大するという見通しがある²⁾。保険契約は、個人保険を扱う専門ブローカー等を通じて取引され³⁾、最終的に金融機関（銀行、保険）、ファンド（ヘッジファンド、年金ファンド）、個人富裕層等が投資を行っている。他の金融商品の流通市場と比較するとまだ非常に小さい規模だが、生命保険を売却したい個人と、個人生命保険という新しい金融商品

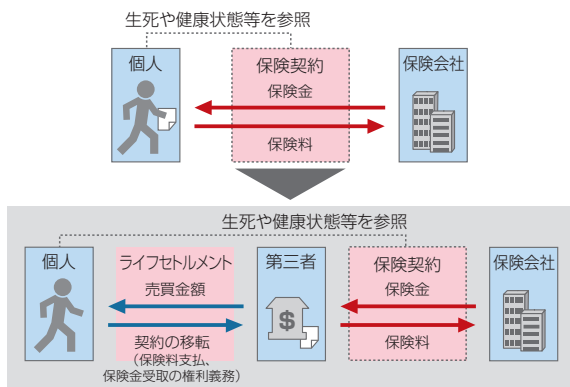
へ投資したい投資家を結びつける新たな市場が拡大しつつあるといえる。

売り手と買い手が期待するもの

個人にとって、生命保険を第三者へ売却する動機は何か？ それは、発行した保険会社を通じて生命保険を清算する額（解約返戻金）よりも、流通市場が有利な価格を提供するからである⁴⁾。保険契約の期待キャッシュフロー（将来の保険料支払額と保険金受取額）を現在価値に換算した純資産額は、保険会社が提示する解約返戻金の水準を上回る場合がほとんどだと言われている⁵⁾。図表2に示すように、保険の純資産価値と解約返戻金に格差がある場合、売り手は保険会社での清算金額よりも流通市場で高い売却額を入手できるとともに、買い手は純資産額と購入額の差額を将来の利益として期待できる。

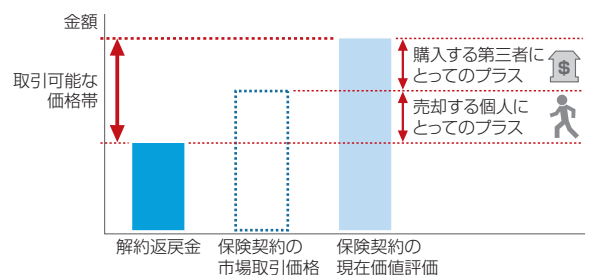
投資家がライフセトルメントへ投資する意義としては、既存の投資対象・投資戦略には存在しない新たなリターン源泉であることが挙げられる。投資収益は、保険契約の価格付けの非効率性によってもたらされる。解約返戻金の価格設定と保険契約の純資産価値の格差が縮小・解消されない限り収益源泉が持続する、という投資

図表1 ライフセトルメントー 個人生命保険の取引



(出所) 野村総合研究所

図表2 ライフセトルメントの取引価格



(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) 日本では、買取業者への契約移転を認めない判決が確定している(読売新聞「生命保険の業者への売却は「不可」—最高裁決定」2006/10/23,等)。米国では、1993年に成立した末期患者の保険買取に関する法律“Viatical Settlement Model Act”、および全米保険監督官協会(NAIC)の規制が、複数回の改訂を経て今日のルールとなっている。取引価格、契約文面、開示事項等の基準が定められている。
- 2) 規模、将来予測ともにConning Research & Consulting, “Life Settlement Market – Increasing Capital and Investor Demand” (2007)が出所。金額は、1年間に売買取引が成立した保険契約の保険金額合計を示している。

- 3) ライフセトルメント・プロバイダーなどと呼ばれる専門ブローカーを通じた相対での購入が主流である。オークション方式の電子市場も登場し、取引の透明性向上とコスト削減効果が期待されているが、現時点ではまだマイナーな存在といえる。
- 4) 保険を中止すること自体は個人にとって損失を伴う。保険会社に解約を申し出た場合と、流通市場で売却した場合を比較して、後者におけるコストが相対的に小さいことを「有利」と表現している。

- 5) 保険契約の解約返戻金と現在価値の格差を研究したものに、Deloitte Consulting and the University of Connecticut, “The Life Settlements Market” (2005)がある。また、解約返戻金よりも高い額での取引執行した事例をウェブサイトに公開しているブローカーもある。
- 6) “Dutch plans breathe new life into old policies”, Pensions & Investments, April 16, 2007の記事。
- 7) FTKと呼ばれる規則。詳細は「年金負債を意識した投資戦略の進展」, 証券アナリストジャーナル, 2005年12月を参照。

信念を持つことが可能だと考えられる。

ライフセトルメント投資：新たなリターン源泉、そして新たなリスク管理の考え方

一方、ライフセトルメント投資は、高度なリスク管理を要求する。図表3に、ライフセトルメント投資に存在するリスク要素を列挙した。長寿リスク、金利リスク、市場リスク、信用リスクなど、金融機関にとって管理経験を持つリスクの種類に過ぎないが、ライフセトルメント投資の特徴は、ひとつの商品にこれら全てのリスク要素を内包する点にある。たとえば、定期保険や終身保険などのキャッシュフローは、将来に大きなキャッシュインフローが存在するため、市場価格は債券と同様の高い金利感応度を持つ。また、市場実績連動で保険金が決まるタイプの保険契約であれば、投資リターンは株式市場や債券市場の影響を受ける。そして、保険会社や年金プランにとっては、負債サイドで管理してきた長寿リスクが、資産サイドにも登場することになる。

ここで、リスク管理の視点に基づいたライフセトルメント投資の事例をひとつ紹介したい。約200億ユーロの資産規模を持つオランダの年金ファンドPME (Pensioenfond Metalektro) は、2006年8月にライフセトルメント証券化商品へ約1億ユーロの投資を行った⁶⁾。

年金ファンドにとって、ライフセトルメント投資は長寿リスクの増幅につながる。長寿化が発生すると、一般に年金給付額が増加し年金財政の悪化を招く。ライフセトルメントにとっても、純資産価値が減少するマイナス要素である。では、なぜPMEは長寿リスクを増幅させるライフセトルメント投資を決定したのだろうか？

図表3 ライフセトルメント投資のおもなリスク要素

リスク	内容
長寿リスク	長寿化が起こると、保険料支払の増加や保険金受取時期の延期により、一般に保険契約の現在純資産価値が低下する。
金利リスク	将来キャッシュフローの割引計算に用いる金利の変動により、保険契約の現在純資産価値が変動するリスク。
市場リスク	保険金額等に市場実績連動性を持つ保険契約を対象とする場合、その連動性に応じた市場リスクが存在する。
信用リスク	生命保険を発行した保険会社の倒産リスク。発行保険会社1社あたりの上限ウェイト設定などが検討される。
集中リスク	ポートフォリオに十分な保険契約を組み入れないと、契約固有のリスクが顕在化するおそれがある。年齢、性別、地域、既往歴などの属性分散が検討される。
その他	保険契約の売買価格評価の精度、保険流通市場の流動性リスク、ファンドマネージャーの保険契約選択スキル、オペリスク、レピュテーションリスク、等

(出所) 野村総合研究所

その鍵は、オランダの年金ファンドが年金負債を時価評価していることにある⁷⁾。オランダの年金ファンドは負債サイドの金利感応度がきわめて高く、資産サイドで金利リスクをヘッジしないと、ALM上の金利リスクが許容できない水準まで高まるおそれがある。PMEは、長寿リスクを増幅させる危険性を認識しつつも、ライフセトルメント投資が持つ金利感応度に着目し、最優先課題である金利リスクのヘッジのために、ライフセトルメント投資を導入する意義を見出したのである。

ライフセトルメント投資は、新たな投資収益の獲得機会であるとともに、リスク管理に対する新たな考察を要求する。他のオルタナティブ投資と同様に、単に株式・債券などの伝統戦略と無相関な投資対象と位置づけることは危険であろう。他の資産・負債と統合したALM分析やリスク資本配賦を行い、導入の意義や真に適正な投資配分を注意深く検討する必要があるだろう。

Writer's Profile



末吉 英範 Hidenori Sueyoshi
 金融ITイノベーション研究部
 主任研究員
 専門は資産運用ビジネス研究
 focus@nri.co.jp