

# 生命保険に関する調査研究報告（要旨）

No.26

公益財団法人 **かんぽ財団**

2016.3

# 生命保険に関する調査研究報告(要旨)の 発刊にあたって

当財団が公益財団法人としてスタートしてから、ほぼ3年が経過しました。この間、「生命保険に関わる諸問題についての調査研究」に対し、58件の助成を行ってまいりました。助成の応募状況を見ますと、はじめての応募の方が増え、テーマにも広がりが見られるところです。

このたび、平成26年度助成分の調査研究につきまして報告の要旨集を発行いたしました。ご高覧いただければ幸いです。

さて、最近、少子化等による国内市場の縮小傾向を背景に、国内生保による海外でのM&Aがたびたび報じられています。

生命保険の販売ルートも、銀行窓販や乗り合い型保険ショップの扱いが拡大するとともに、携帯電話ショップでの保険販売が予定されるなど、大きく変化しており、本年5月には、このような販売形態の多様化や保険商品の複雑化を踏まえ、募集規制を再構築するための改正保険業法の施行が予定されています。

これらに加え、公的年金制度の問題、死亡保障から生存保障へという生命保険に対するニーズの変化、超低金利環境の継続など「生命保険に関わる諸問題」はますます多岐にわたり、かつ、複雑化してきているところです。当財団といたしましては、引き続きこの分野での研究助成を行ってまいりますとともに、経済金融知識の普及を通じまして公益の増進に寄与してまいりますので、引き続きご支援のほどよろしくお願い申し上げます。

平成28年3月

公益財団法人 **かんぽ財団**

# 調査研究報告（要旨）目次

《平成26年度助成》

- 1 大規模金融機関縮小の  
競合金融機関へのインパクト  
—公社化以後のかんぽ生命規模縮小のケーススタディー— 鯉 潤 賢 1
- 2 遺伝子検査の普及がもたらす保険実務の  
新たな課題について 宮 地 朋 果 5
- 3 アメリカの地域保険市場への  
連邦介入に基ずく医療保険改革の実証的研究 櫻 井 潤 12
- 4 中学・高等学校における金融リテラシーと  
金融・保険教育の現状について  
—教育の意識調査に基づいて— 家 森 信 善 19
- 5 EV の適用拡大とその有用性 上 野 雄 史 30
- 6 リバース・モーゲージ・ローン市場の  
拡大要因と課題の研究  
—イギリス・アメリカにおける展開を分析する— 築 田 優 41
- 7 非財務情報の株式市場での  
情報有用性に関する実証研究  
—リスク情報開示の役割の検証を通じて— (代) 安 田 行 宏 48

8	生命保険と遺産相続との関係についての再検討	星 野 豊	55
9	保険契約当事者の確定とモラルリスク —実質的保険契約者の理論と 実質的保険金受取人の理論の接点—	伊 藤 雄 司	62
10	生存関数が矩形化する高齢人口の貯蓄行動と 生命保険利用による長生きのリスクヘッジと 世代間所得移転の研究	(代)和 田 光 平	69
11	なぜ日本の生命保険市場では貯蓄型保険が 取引されているのか —後悔回避を用いたアプローチ—	(代)藤 井 陽一朗	76
12	少子高齢社会における家計の消費・ 貯蓄行動と年金・医療・介護政策	足 立 泰 美	85
13	損保3大ホールディングス エコノミック・キャピタル —資本規制の国際動向と財務的観点からのアプローチ—	岩 瀬 泰 弘	94
14	団体信用生命保険の法的問題と規制のあり方	井 上 健 一	105
15	環境汚染の健康影響のリスク認知と 保険によるトレードオフに関する研究	山 崎 新	110
16	金融ネットワークを介在したリスクの 伝播メカニズムの研究	菅 野 正 泰	116

17	ベトナム銀行による日系中小企業支援の 実態と課題に関する一考察 —金融資本市場を構成する BIDV Japan Desk の 事例を中心として—	税 所 哲 郎	122
18	全国の市区町村データを用いた生命保険会社・ 預金取り扱い金融機関店舗の実証分析	滝 川 好 夫	129
19	損害賠償債務の遅延損害金への 社会保険給付の充当について	菊 池 秀 典	134

注1：氏名の前の(代)は、共同研究の代表者を示します。

2：共同研究の場合の「プロフィール」は、研究代表者のものです。

3：研究者の所属・役職及び研究テーマは、報告書提出時のものです。

4：本報告（要旨）は、調査研究助成申請順に掲載しています。

5：本報告（要旨）は、当財団のホームページに掲載する予定です。

# 大規模金融機関縮小の競合金融機関へのインパクト —公社化以後のかんぽ生命規模縮小のケーススタディー—

鯉 淵 賢（中央大学商学部准教授）

## プロフィール

東京大学大学院経済学研究科博士課程単位修得満期退学。東京大学より博士（経済学）。カリフォルニア大学サンディエゴ校客員研究員、東京大学先端科学技術研究センター特任教員、千葉商科大学商経学部専任講師等を経て、2010年4月から現職。2015年4月からスタンフォード大学客員研究員。

## 【要旨】

世界金融危機時の大規模金融機関救済の経験から、今後の政府救済の誘因を抑制して信頼性のあるコミットメントを伴った金融機関破綻処理政策の履行のため、金融機関の規模の縮小の是非とその影響に関する議論が行われている。こうした議論においては、金融機関の規模は救済の誘因に影響を与えると想定されているが、実際に一国の特定市場で最大級の金融機関の規模が金融機関の破綻等に依らずして短期に急速に縮小した事例はほとんど存在しない。しかし、2003年の郵政公社化以降の5年間で国内最大規模の生命保険会社である簡易生命保険（以下、簡保）の総資産はマイナス20兆円（－15％）の規模縮小を経験した。これは同時期に同じ郵政公社の事業である郵便貯金残高がマイナス60兆円（－25％）も縮小したことと比較すると緩やかな規模縮小の程度ではあるものの、特定の市場で支配的地位にある金融機関が経営破綻等に起因せずに短期間に規模を急速に縮小した稀有な事例として注目すべき特質を持っていると言える。

本研究では、郵政民営化を最大規模の金融機関が短期間に急激な規模縮小をした事例としてとらえ、日本の生命保険市場で支配的地位にあった簡保の公社化以降の規模縮小が、競合他社である他の生保にどのような影響を与えたかを実証的に分析することを目的としている。

本研究の構成は以下である。第 1 節では郵政公社化に起こった簡保の短期間における急激な規模縮小に着目することの意義を整理する。続いて第 2 節では郵政公社化および郵政民営化の経緯を説明し、簡保の総資産及び新契約・保有契約の推移を概観する。第 3 節では、2000 年代の民間生命保険市場を概観し、民間主要生保の市場シェアの推移について新契約及び保有契約に基づき整理する。第 4 節は郵政公社化により引き起こされた簡保の規模縮小が民間生保への資金フローとなっていたかをパネルデータを用いた実証分析によって明らかにする。第 5 節は得られた結果を総括し、最大金融機関の規模縮小が競合金融機関の規模に与える影響についての金融規制上のインプリケーションについて論じる。

1990 年代からの簡保残高の推移を見ると、2003 年の郵政公社化の前後から趨勢的に減少し、2007 年 10 月の郵政民営化以降は、郵貯及び簡保の契約が郵便貯金・簡易生命保険管理機構へと継承されたものの、これらの影響をコントロールしても、かんぽ生命の総資産の減少傾向が止まったことが指摘される。一方で、郵政公社化の 5 年間を中心として、民間主要生命保険会社全体の総資産残高は大きく増加していた。

本研究では、郵政公社化の期間の簡保残高の減少が簡保の商品と代替・競合する民間生保の商品への資金フローとなっていたかの検証を行うため、簡保及びかんぽ生命と民間生保のディスクロージャー誌に収録されている財務データを用いてパネルデータを構築する。公社化と共に簡保の縮小が起こった時期に、競合他社の市場シェアにどのような変動が生じたかを保険及び年金保険のそれぞれについて新契約と保有契約のデータ、及び商品別、顧客別のデータを用いて分析を行っている。

得られた結果は、郵政公社化の 5 年間の簡保残高の縮小は、民間生保の新契約及び保有契約の変動と統計的に有意な負の相関が存在していたことを示している。そしてこの負の相関は、簡保と民間生保の競合関係が強い商品や顧客においてより大きなものとなっているかどうかを検証している。このことは、特定の金融市場において支配的地位にある大規模金融機関の急激な規模縮小は、競合他社全体の市場シェアに直接的な影響を与えた可能性を強く示唆するものとなっている。分析はさらに、個別の生保について、どのような民間生保が簡保残高の減少の影響を大きく受けたかを検証し、国内生保の中では相対的に規模の大きな生保ほど簡保残高との負の相関が大きい傾向のあることを示している。

以上の結果から、郵政民営化の時期に発生した日本の生保市場において支配的地位にある簡保の急激な規模縮小は、簡保に次いで規模の大きな民間生保の規模を非対称に増大させた可能性を示唆するものとなっている。本研究の最後では、最大規模の金融機関の規模縮小が、次に大きな規模の金融機関の規模を非対称に増大させることの金融規制上のいくつかのインプリケーションを議論している。

## **【報告書本文】 目次**

### 目次

#### 第 1 節 はじめに

#### 第 2 節 郵政公社化以降の簡易保険残高の推移

#### 第 3 節 民間生命保険市場の推移

#### 第 4 節 郵政公社化の民間生保保険市場へのインパクト

#### 第 5 章 結果とインプリケーション



# **Downsizing the largest financial institution and distribution of industry peers' market shares**

## **—A case study of *Kampo* after the corporatization —**

Satoshi Koibuchi (Associate Professor, Faculty of Commerce, Chuo University)

### **[Summary]**

In this paper, we discuss the impacts of downsizing the largest financial institution on the distribution of market shares of other financial institutions in the same industry by using the case of Kampo's corporatization as a natural experiment. The Kampo, government-support life insurance company, the largest life insurance companies, was corporatized in 2003, and then privatized until 2008, experienced massive downsizing in terms of its total asset size during the corporatization. The Kampo's assets shrunk by 20 trillion yen (- 15%) for five years during the corporatization. Using the panel data analysis, we examine the impacts of downsizing the Kampo on size of other private life insurance companies. The estimated results show the change of Kampo's asset size has statistically significant negative impacts on its industry peers, especially larger life insurance companies tend to have larger negative impacts. These results imply that the shrinkage of the largest financial institution disproportionately impacts the sizes of second and other industry peers. We discuss the implication from our case study in terms of aspects of financial supervision and regulation.

# 遺伝子検査の普及がもたらす保険実務の新たな課題について

宮地 朋果（拓殖大学商学部准教授）

## プロフィール

慶應義塾大学大学院商学研究科後期博士課程単位取得満期退学。日本学術振興会特別研究員（PD）、金融庁金融研究研修センター 特別研究員、慶應義塾大学商学部非常勤講師等を経て、2009年4月より拓殖大学商学部准教授。近年は主に、アンダーライティングにおける公平性に関する研究に取り組んでいる。

## [要旨]

遺伝子検査と保険をめぐる諸問題は、少なくとも従前の日本において、保険における実務的課題とはならなかった。遺伝子検査と保険をめぐる代表的な問題として、民間保険会社が遺伝子検査の結果に基づき、申込者に高い保険料率を課することが妥当であるか否かというものがある。この問題については、日本における遺伝性疾患の患者割合が欧米と比して低いことや医療保障制度の相違もあって、研究が理論的考察の域を出ることはなかった。しかし近年、遺伝子検査の普及が急速に進んだため、本問題が理論の枠を越えて、保険実務に影響を与える可能性も現実的になってきている。一方で、人々に提供される遺伝子検査サービスは玉石混淆で、カウンセリング体制も未だ十分とは言えないのが現状である。

本研究はこれら日本の遺伝子検査をめぐる状況をみたうえで、いわば先行的な経験をしてきた欧米における遺伝子検査と保険をめぐる動向、および保険会社・政府等の対応を検討し、日本の保険実務上の新たな課題と対処法について考察するものである。また、遺伝

子検査の普及が、保険事業をはじめ社会に与える変化と、人々の考え方・価値観に与える影響についても考察する。

米国女優アンジェリーナ・ジョリーが遺伝子検査の結果にもとづき、予防的な措置として乳房切除の手術を受けた。これを契機として、日本においても遺伝子検査についての関心が高まってきており、新聞・テレビ等のマスメディアで取り上げられることが増えてきている。日本において、遺伝子検査と保険をめぐる諸課題は、あくまで将来起こり得ることとして、理論的に論じられてきた。日本の保険業界では従来、アンダーライティングに遺伝子検査は利用されておらず、業界の公式見解も示されていない。しかし、近年の医学の進歩や診断・治療の技術発展の速度や諸外国の動向を鑑みると、遺伝子検査と保険をめぐる現況を把握し、近い将来に起こり得る実務上の課題を検討することが社会的にも強く要請されていると考える。

オーダーメイド医療という言葉に代表される遺伝医療の発展とともに、雇用・昇進、婚姻、保険加入等における「遺伝子差別」(genetic discrimination)という負の側面も指摘されている。実際に米国では、そのような問題が顕在化していたが、現在では雇用・昇進、医療保険への加入において遺伝子検査で得られた情報を使用することが連邦法により禁じられている。日本では欧米ほど本問題に関する議論が進んでいないため、欧米における近年の遺伝子検査をめぐる状況の変化や保険実務の対応を検討し、今後、日本において起こり得る実務的課題や対応について示唆を得ることは有益であるだろう。

遺伝子検査と保険をめぐるアンダーライティングにおける問題を考察する際に参考になるものとして、非喫煙者割引や男女別料率などの事例が挙げられる。非喫煙者割引は、喫煙が健康にもたらす負の影響が一般常識となったことを反映して、現在では全世界で多く使用されるリスク区分になっている。一方で、以前は適正なリスク区分の一つとして考えられた人種別料率は、現在では差別と考えられており、全世界的に使用されていない。ま

た日本では、多くの保険商品に導入されている男女別料率であるが、国によっては「差別」と見なされる場合もある。2011年3月1日の欧州司法裁判所の判決により、EU域内では、2012年12月21日以降の新たな契約に際して、自動車保険、生命保険、年金保険などすべての保険種類の料率に男女差を設けることが禁じられている。EU域内における男女別料率の扱いの変化は、世論や人々の価値観の変化により、保険実務における扱いが変わった顕著な例である。また、このような法制化が一旦なされれば、保険業界はそれに対応していかざるを得ないし、保険は社会環境の変化に事後的に対応せざるを得ないという「限界」をおのずから持っている。

保険の役割や機能は、経済制度・社会保障制度を含む社会環境の変化や技術革新、価値観などの諸要因に対応し、姿をかえてきた。同様に、アンダーライティングのあり方も世論や環境変化への対応により変遷してきた。保険実務をめぐっては常に医療技術や社会・経済制度、司法等における環境変化があり、そのスピードも近年高まってきている。保険のアンダーライティングにおける公平性の価値判断には、客観的な統計データに基づく分析のみならず、主観が大きく働いている。そのため、アンダーライティングの実務においては、社会環境や世論の変化に留意し、消費者の視点に配慮する姿勢が求められる。遺伝子検査と保険のアンダーライティングをめぐる諸課題は、保険事業者が社会環境の変化にいかに関速かつ適正に対応できるかを考察するものであり、その意味では保険実務における古くて新しい課題であるとも言えるだろう。

## 【報告書本文】目次

1. はじめに
2. 日本における遺伝子検査をめぐる近年の状況

3. 遺伝子検査と保険をめぐる海外の対応

4. 遺伝子検査と保険をめぐるアンダーライティングの諸問題

5. おわりに

主要参考文献

# **The Genetic Revolution and Its Future Impact on Japanese Insurers**

**Tomoka Miyachi**  
**(Associate Professor)**  
**(Faculty of Commerce, Takushoku University)**

## **[Summary]**

This paper will discuss the sense of fairness regarding insurance by examining specific cases such as the use of genetic testing in underwriting of insurance. At present, life insurance companies across the world are not demanding that their insurance applicants undergo genetic testing. They are likely to maintain this approach for the time being, and when considering the limited effects that the results of genetic testing have on their management, this can be considered an appropriate choice.

However, genetics is advancing at a startling pace, and if genetic testing becomes a commonplace medical technology, there are concerns that genetic information will inevitably be used when people purchase insurance. As a result, the problem of adverse selection will be actualized. If adverse selection has an impact on the management of life insurance companies, it is likely that insurance companies will be allowed to demand that insurance applicants inform the results of genetic testing for underwriting, as is currently the case with HIV antibody testing in the United States.

The writer's initial awareness of this issue began with the question of whether Japanese insurance companies should be permitted to use the results of genetic testing in their risk selection. However, during the process of advancing this research, the following issues became apparent: (1) Japan, the United States, and Europe have different backgrounds and preconditions regarding the issue of cultural and qualitative differences between medical insurance systems and medical treatment itself and in

terms of national characteristics; (2) compared with other countries, the incidence of genetic disorders in Japan is low, and therefore, people's interest in and awareness of this issue is also low; and (3) at the very least, the current use of genetic testing is restricted by level of precision, and the tests have not reached the level where they would be in widespread use. Hence, it became apparent that this issue did not have as big an effect on Japan's insurance companies and consumers as was initially envisaged by the writer.

Therefore, rather than examining the problems that confront us now, this paper focuses mainly on the issues that are predicted for the near future. First, it is necessary to give a fair warning that this paper does not go beyond the scope of the writer's personal opinion. However, when we consider the remarkable developments in genetics in recent years and the impact that genetic information will have, I think that it is significant and unavoidable to take an overview of the situations in the United States and European countries and to consider the best practices for using genetic information in insurance business.

Genetic information has been called "an agglomeration of privacy". Although, in Japan, genetic testing has not yet come to the surface as a social problem, it already exists below the surface. Considering the extent of the impact that genetic testing will have, it can be said that not only specialists but also the general public must become aware of this problem from various aspects, including legal, economic, social, medical, and ethical, and that measures to address each aspect must be considered. Furthermore, aspects such as national characteristics, ethics, culture, and societal characteristics cannot be ignored as factors that determine the attitudes toward insurance and medical

treatment when investigating the various problems related to genetic information.



# アメリカの地域保険市場への連邦介入に基づく

## 医療保険改革の実証的研究：

—ニューヨーク州の医療保険取引所を中心に—

櫻井 潤（北海道医療大学看護福祉学部専任講師）

### プロフィール

2003 年東京大学大学院経済学研究科現代経済専攻修士課程修了。東京大学大学院経済学研究科現代経済専攻博士課程（所定単位取得）を経て、2004 年より現職。専門分野は財政学と社会保障論。主な著書として、『アメリカの医療保障と地域』日本経済評論社、2012 年；『グローバル化と福祉国家と地域』学文社、2010 年（共著）がある。□□□

### [要旨]

本研究の課題は、アメリカの 2010 年患者保護アフォーダブルケア法と 2010 年医療教育アフォーダビリティ包括調整法（以下、これらを「2010 年法」と総称する）に基づく医療保険改革を、既存の各地域の医療保険市場に対する連邦政府の介入という観点から検討し、その意義と課題を実証的に明らかにすることである。国民皆保険が実現していないアメリカの医療保障政策の課題は、すべての国民に十分で確実な医療保障を獲得する機会を保証するとともに、個人・企業・政府の医療費負担を抑制することである。政府部門は、各州および州内の小さな単位の地域における医療サービス市場と医療保険市場で構成される地域市場（local market）を医療保障システムの土台に据えて、地域市場への規制、民間組織への財政支援、公的医療保障制度の運営という手段を用いて、すべての国民に「手が届く金額の医療保険（affordable health insurance）」に加入する機会を保証することを目指してきた。しかし、医療費の膨張が続くことで医療保険への加入が年を追うごとに困

難になっており、確実な医療保障を持たない無保険者（uninsured）や不十分な保障しか持たない人々（underserved）の数は増え続けた。オバマ政権期が発足した直後の第 111 議会に提出された医療保険改革法案は、審議過程における数多くの妥協や調整を経て、2010 年 3 月に可決・成立した。

2010 年法の目的は、「手が届く金額の」民間医療保険への加入を促すことを通して医療保障の充実と医療費負担の抑制を同時に達成することであり、地域市場への連邦規制の強化に加えて、医療扶助の拡大に伴う連邦補助金の増額や雇用主と個人の保険料負担への補助などを通して、多額の連邦財源が地域市場に投入されることになった。改革の柱である各州の医療保険取引所を通した民間医療保険への加入手続きは 2013 年 10 月に開始された。

2010 年法に基づく医療保険改革については、政治学の研究書を中心に数多くの研究や調査が行われている一方で、医療保険改革とそれに伴う医療保険市場の変化に関する経済学の本格的な研究はなく、改革の実態とその成果に関する包括的な実証研究の成果もまだ発表されていない。しかも、2010 年法を既存の地域保険市場への連邦政府の介入としてとらえ、2010 年法の特質と改革の実態を検討したものも存在しない。改革の内容は多岐にわたるが、本研究では改革の主眼である医療保険取引所の意義と課題に着目して検討を行う。

第 1 節では、アメリカの医療保障システムの特徴と全体像を整理した上で、医療保障政策の課題を明らかにした。アメリカの医療保障システムの特徴は、民間組織の主導性に基づいて構築されてきた地域市場の役割を最も重視している点にあり、その枠組みは政府部門の大きな権限または強い統制の下で運営されている日本やヨーロッパ諸国のシステムとは大きく異なる。医療保障政策の課題は、個人・企業・政府の医療費負担の抑制と、ワー

キングプアの無保険者を中心とする人々に対する十分で確実な医療保障を同時に達成することであった。

第2節では、2010年法の審議過程と内容を分析することによって、医療保険改革のねらいが、連邦権限と連邦財源の拡大を主な手段として地域保険市場に介入し、それらが医療保障システムの土台をなす地域市場の効率化や取引の活発化を実現するための促進材料として作用することで、医療費負担の抑制と医療保障の充実を目指すことであることを明らかにした。すなわち、改革の主眼は地域保険市場を土台とする保険加入の促進であり、それはシステムの主軸をなす雇用主提供医療保険に加入することが困難な人々に対して「手が届く金額の医療保険」に加入する機会を保証しようとするものである。

第3節では、2010年法に基づく医療保険改革が与件としていたニューヨーク州の医療保障の状況と、ニューヨーク州政府が実施してきた医療保障政策の特徴と内容を明らかにした。ニューヨーク州の医療保障政策の課題は、アメリカ全体および2010年法の課題と同様に、中小企業に勤めている成人のワーキングプアを中心とする無保険者に対して「手が届く金額の医療保険」に加入する機会を保証することを通して、十分で確実な医療保障と医療皮膚負担の抑制を同時に達成することであった。それと同時に、ニューヨーク州の医療保障政策は、2010年法に基づく改革の主軸である市場規制、メディケイドの充実、地域市場への公的財源の投入を手段とする民間医療保険への加入の促進の有力なモデルであった。

第4節では、ニューヨーク州における医療保険取引所の特徴をその創設過程の分析を交えて析出するとともに、改革の初年度である2014年の医療保険改革の実績を全米の実績と比較しながら明らかにした。ニューヨーク州の医療保険取引所の創設は、既存の地域市場を取り巻く利害関係者である保険会社や医療機関などの民間組織の主導性に基づいて進

められた。ニューヨーク州の医療保険改革は 2014 年において、当初の見通しを上回る加入者数の増加を実現するとともに保険料負担の軽減に成功した。

第 5 節では、地域市場への連邦介入を通じた医療保険改革の意義と課題を、ニューヨーク州における改革の実績と全米の動向をふまえて明らかにした。2010 年法に基づく地域市場への連邦介入は既存の医療保障システムにおける民間組織の主導性を保持した上で行われ、結果として保険加入者の増加が連邦財源の拡大を強力な推進力として実現した。一方で、改革によって医療保障システムの連邦財政への依存度が高まり、連邦財政の収支が悪化すればするほどに医療保障システムの持続可能性が損なわれていくという新たな不安定性が生じている。連邦権限と連邦財源の拡大という「リヴァイアサン」傾向をいかに抑えるかが、医療保険改革の課題を達成するとともに、その持続可能性を担保するための鍵であるといえよう。

2010 年法に基づく医療保険改革は、連邦権限と連邦財源の拡大を主な手段として地域市場において「手が届く金額の医療保険」に加入する機会を提供し、医療費負担の抑制と十分で確実な医療保障という課題を同時に達成することを目指している。ニューヨーク州の実態が示しているように、地域市場を重視するシステムにおいて、連邦財源の拡大を通して「手が届く金額の医療保険」を実現するための有効な方策が模索されており、それが医療保障の安定性と持続可能性を確保するための試みとして各地域で進められている。地域市場に対する連邦介入のあり方が 2010 年法に基づく医療保険改革の最も重要な論点であり、今後もそれが医療保障と財政問題への対応を通して問われ続けるであろう。地域市場の実態に踏み込んだ研究と医療保障財政の研究を並行して行うことを今後の課題とした。

〔報告書本文〕 目次

はじめに

第1節 アメリカの医療保障システムと医療保障政策

第2節 2010年医療保険改革法に基づく医療保険改革

第3節 ニューヨーク州の医療保険改革の課題

第4節 ニューヨーク州の医療保険改革と地域保険市場

第5節 地域保険市場への連邦介入を通じた医療保険改革の意義と課題

むすびにかえて

# Health Care Reform Based on Federal Intervention to Regional Health Insurance markets in the United States:

## Case study of New York State of Health

Jun SAKURA

(Department of Nursing and Social Services, Health Sciences University of  
Hokkaido)

### [Summary]

This Paper examines the significance and the challenge of health care reform based on Patient Protection and Affordable Care Act of 2010 and Health Care and Education Affordability Reconciliation Act of 2010 (“ACA”) from viewpoint of federal intervention to local markets in the United States. The issues of U. S. health care system are sufficient and assured health care for all and reducing the burden on health expenditures of individuals, businesses, and governments. After a lot of compromise and adjustments, health care reform bill was passed on March 2010.

The purpose of ACA is making health care satisfactory and reducing the burden on health expenditures by stimulating the enrollment to affordable health insurance. The main provisions are federal regulation to local markets, expanding Medicaid, individual mandate, employer mandate, tax credit for payment to health insurance

premium, and establishing state-based health insurance marketplaces. The procedure of enrolling health insurance plan through marketplaces started on October 2013.

The sum of this paper is as described below.

Chapter 1 indicates the characteristics of local market based health care system in the United States and the challenge of health care policy. Chapter 2 reveals that the aim of ACA was to stimulate the enrollment to affordable health insurance through local markets by expanding federal power and federal funding. Chapter 3 explains that health care policy New York State was one of the models of ACA. Chapter 4 analyzes the process of establishing New York State of Health (health insurance marketplace of New York State) and the effect of health care reform in 2014. Chapter 5 the significance and the challenges of health care reform through federal intervention to local markets. Federal intervention to existing local markets increased the enrollment of health insurance with the expansion of federal funding. Whereas, it increased the degree of dependence of health care system on federal budget. So it brought about new instability, financial crisis of federal government diminish sustainability of system.

The case study of New York State shows that the key of health care reform will be whether the system manage to control the tendency to “Leviathan” or not. Hunt for the truth of health care reform needs the step up research of local markets and the study of Health care financing.

# 中学・高等学校における金融リテラシーと金融・保険教育の現状について

## －教員の意識調査に基づいて－

家森信善（神戸大学経済経営研究所教授）

### プロフィール

1963年滋賀県生まれ。名古屋大学教授、名古屋大学総長補佐などを経て、2014年より現職（名古屋大学客員教授を兼務）。経済学博士。著書に、『はじめて学ぶ金融のしくみ（第4版）』（中央経済社 2013年）、『地域連携と中小企業の競争力』（中央経済社 2014年）などがある。

### [要旨]

わが国の学校現場における金融・保険教育の実情について知るために、社会科や家庭科など金融教育を実際に担当している教員を対象に様々な調査がこれまで行われてきた。しかし、金融教育の重要性を学校現場全体に浸透させるには、他の教科を担当する教員の意識や能力を高めることも必要である。こうした問題意識から、筆者は、2015年3月に、全国の中学及び高校の教員に対する意識調査を実施した。その結果によると、金融関連科目以外の担当教員の間では、金融経済教育に対する認知度はまだ十分に高くなかった。金融・保険教育を学校現場全体に浸透させるためには、教員になる大学生に対して、金融や保険に関心を持ってもらえるような機会を提供することや、保険が教えられている主要科目である高校・家庭科の先生方は必ずしも金融知識が豊富ではないだけに、研修機会や補助教材の提供などの支援策の充実が望まれることなどが、明らかになった。



## 1. はじめに

## 2. 中学・高校の教員の金融・保険教育に関する意識調査の概要

調査票は、家森(2015)で参照した先行する教員意識調査を参考にしながら、作成した。実際の調査は、楽天リサーチ株式会社の web 調査のサービスを利用した。2015 年 3 月 26 日に、同社にモニター登録している 2 万人に対してスクリーニング調査への協力依頼を送付し、中学校及び高等学校の教員と回答した者だけに本調査に回答してもらうことにした。3 月 30 日までに、予定した回答者数 1200 人（中高の教員それぞれ 600 人）に到達したために、回収を打ち切った。本稿は、この 1200 人の回答結果に基づいている。

## 3. 教員意識調査の結果

### 3. 1 生徒の保険知識の現状に対する認識

### 3. 2 担当教科別の金融経済教育の認知度と必要性の認識の差異

「金融経済教育」の認知度を尋ねるために、「あなたは、学校における金融経済教育を知っていますか。」という質問を行ってみた。その結果、「知っている」はわずか 18.9%しかなく、「聞いたことがある」が 41.0%で、「知らない」が 40.1%にも達していた。担当科目別に見ると、「知っている」の比率が 30%を超えているのは、高い順に、高校・公民科、高校・商業科（専門学科）、中学・社会科、高校・家庭科、高校・地理歴史科、高校・家庭科（専門学科）、高校・情報科、であった。また、金融経済教育を学校で行うことの必要性について尋ねてみたところ、「非常に必要である」との回答が 20%を超えているのは、高校・公民科と高校・家庭科、高校・商業科であった。

### 3. 3 保険に関する教育の必要性

「高校卒業までに保険に関する教育を行うことの必要性」について尋ねてみたところ、「非常に必要である」もしくは「必要である」と回答している先生は、中学校では 3 割弱であり、高校の先生が 35%弱となっている。担当科目による違いを調べると、必要性の

認識の高いのは、高校・家庭科（専門学科）、高校・家庭科、高校・商業科（専門学科）、中学・社会科、高校・情報科、高校・公民科の順であった。

### 3. 4 生徒に身につけさせるべき知識としての保険

### 3. 5 金融経済教育の広がりの可能性

### 3. 6 認知や必要性の認識の差異の背景：大学時代の履修状況

### 3. 7 教員の金融リテラシーと金融経済教育

各教科の担当の先生方の金融リテラシーのレベル感について確認を試みた。本アンケートでは、①実質金利の理解、②複利の理解、③分散投資の理解という観点で、3つの質問を行っている。その正答数を金融リテラシーの高さの代理変数としてみたところ、もっとも点数が高かったのは、高校・公民科であった。中学・社会科も比較的高い点数であった。一方で、高校・家庭科の点数は低く、（サンプルが十分ではないが）金融についての知識に乏しい家庭科の先生が多いことがわかる。一方で、数学科や情報科の先生では金融に詳しい先生が多く、金融に関する話題を扱ってもらえる土壤があるといえる。

### 3. 8 外部連携に対する教員の評価

専門的な外部講師を招く点に関しての意見を尋ねてみた。「現実の話が聞けるので、生徒にとって望ましい」といった積極的な評価がある一方で、「講師としての訓練をしているのか心配である」や「話の内容がカリキュラムに沿ったものであるのか心配である」といった懸念も見られた。講師の中立性と講義能力を第三者に示せるような仕組みが必要であろう。たとえば、金融庁、日本銀行あるいは金融広報中央委員会のような公的性格の強い機関が前面に出て、講師の認証スキームを構築することが考えられる。

## 4. むすび

本稿では、2015年3月に実施した中学・高等学校の教員に対するアンケート調査に基づいて、学校現場において金融経済教育とくに保険教育を浸透させていくための課題を、

主に教員の意識の観点から検討した。本調査の特徴は、社会科や家庭科といった金融関連科目以外の教員の意識を調査したことにある。

その結果、金融関連科目以外の担当教員の間では金融経済教育に対する認知度はまだ十分には高くなかった。しかし、そうした教員の間でも、金融経済教育の必要性への認識はある程度高まっている。

現在の教員養成のカリキュラムの制約から、教員の多くは、大学時代に経済学に関しての授業をとったことがなく、より専門的な金融や保険について勉強経験のない教員が大半である。学校現場で、社会科や家庭科以外の幅広い科目で金融や保険が話題として取り上げられるようになるためには、教員になる大学生（とくに、教育学部、文学部、理系学部）に対して、経済、金融、保険に関して関心を持ってもらえるような講義等（就職関連のセミナーなども含む）を提供することが重要である。

また、現状では、保険が教えられている主要科目は高校・家庭科である。しかし、家庭科の先生方は必ずしも金融知識が豊富ではないが、一方で研修などには熱心に取り組んでいる。こうした先生方に利用しやすい研修機会や補助教材の提供などの支援策を今後とも充実させていくことが望まれる。

#### <注>

本論文は、『保険学雑誌』（学会創立75周年記念号）に掲載予定である。また、アンケート調査結果の全体は、家森信善「中学校および高等学校の教員の金融・保険教育に対する意識調査—2015年3月調査の結果の概要—」（神戸大学経済経営研究所 RIEB DP2015-J07 2015年5月）を参照して欲しい。

その他に、当研究プロジェクトの成果として以下のものを刊行している。

家森信善「地域の観点から見た金融行動と金融リテラシー（２）－大阪大学「くらしの好みと満足度についてのアンケート」に基づく考察－」 神戸大学経済経営研究所 RIEB DP2014-J11 2014年10月。

家森信善「わが国の中学校および高等学校における保険教育の現状について」 『生命保険論集』 191号 2015年6月。

## 【報告書本文】目次

1. はじめに
2. 中学・高校の教員の金融・保険教育に関する意識調査の概要
3. 教員意識調査の結果
  3. 1 生徒の保険知識の現状に対する認識
  3. 2 担当教科別の金融経済教育の認知度と必要性の認識の差異
  3. 3 保険に関する教育の必要性
  3. 4 生徒に身につけさせるべき知識としての保険
  3. 5 金融経済教育の広がりの可能性
  3. 6 認知や必要性の認識の差異の背景：大学時代の履修状況
  3. 7 教員の金融リテラシーと金融経済教育
  3. 8 外部連携に対する教員の評価
4. むすび

# **Financial literacy and the current status of finance and insurance education in junior high schools and senior high schools in Japan**

## **- Based on the Survey of Teachers -**

**Yamori Nobuyoshi (Professor, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University)**

### **[Summary]**

In order to know the actual situation of finance and insurance education in Japanese schools, various surveys of teachers who are actually in charge of the financial education, such as social studies and home management, have been made so far. However, to increase the importance of financial education in schools, it is also necessary to improve the awareness and capability of teachers in charge of other subjects. From this point of view, we carried out a survey of teachers of nationwide junior high schools and high schools in March 2015. According to its results, among teachers in charge of non-financial related subjects, the awareness of finance education was not yet high. In order to make finance and insurance education penetrate the entire school, it is important to provide university students who will become teachers various opportunities which encourage them to learn finance and insurance. Furthermore, we find that the main subject that deals with insurance in schools is home management. However, teachers of home management tend not to have rich financial knowledge. Therefore, various supporting measures such as the provision of training opportunities and teaching aids are desired.

### **1. Introduction**

## 2. Overview of the survey on finance and insurance education of teachers of junior and senior high schools

The survey was conducted through the Rakuten-internet survey service in March 2015. We sent a cooperation request to 20000 people who register as a monitor. Then, we collected results from 600 junior high school teachers and 600 high school teachers. This paper is based on the 1200 respondent result.

## 3. Result of teachers' survey

### 3.1 Awareness of the current state of insurance knowledge of students

### 3.2 Differences in the recognition and the need of the finance and economics education among teachers

We asked "Do you know the finance and economics education in school?" As a result, "I know" is only 18.9%, "I hear" is 41.0%, and "I do not know" has been reached to 40.1%. Focusing on the difference among teachers teaching various subjects, we investigated what subject teachers have the ratio of "I know" greater than 30%. The results shows that they include, in descending order, high-school-civics, high-school-commerce, junior-high-school-social-studies, high-school-home-management, high-school-geography-and-history, high-school-home-management (specialty department), and high-school-information-science. Moreover, when I asked about the need of providing a finance and economics education in schools, the ratio of "very necessary" is greater than 20% only for high-school-civics, high-school-home-management and high-school-commerce.

### 3.3 The need for insurance education

I tried to ask about "the need to provide education on insurance before graduating from high school." The ratio of teachers that answered "very necessary" or "necessary" is a little less than 30% regarding junior high school teachers and a little less than 35 percent for high school teachers. The higher recognition of the need is found for high-school-home-management (specialty department), high-school-home-management, high-school-commerce (specialty department), junior-high-school-social-studies, high-school-information-science, and high-school-civics.

### 3.4 Insurance as knowledge that students should learn

### 3.5 Possibility of spread of financial and economic education

### 3.6 Reasons for the difference in the recognition: college education

### 3.7 Financial literacy of teachers and financial education

I tried to check the level of financial literacy of teachers in charge of each subject. In this questionnaire, we asked the three questions regarding ① understanding of real interest rates, ② understanding of compound interest, and ③ understanding of diversified investment. I assumed the number of correct answers as the proxy variable of financial literacy. High-school-civics teachers obtain the highest score. Junior high-school-social-studies teachers are ranked the second. On the other hand, although the number of sample is small, high-school-home-management teachers gain lower score. It is notable that the teachers of limited knowledge about finance are expected to teach finance. On the other hand, it can be said that teachers in charge of

mathematics and information science are knowledgeable about finance, and therefore, there is a high possibility for them to deal with topics related to finance.

### 3.8 Opinions of teachers toward external cooperation

I tried to ask the opinion about specialized external lecturers. While there is a positive assessment, such as "Because the reality of the economy can be learned, it is desirable for students," strong concerns are seen, such as "Training as a lecturer is not sure" and "The contents of the presentation may not be in line with the curriculum." Some schemes guaranteeing the neutrality and teaching ability of the instructors to a third party will be necessary. For example, public entities such as the Financial Services Agency, the Bank of Japan, or the Central Council for Financial Services Information, are expected to build the qualification scheme of the lecturers.

## 4. Closing Remarks

In this paper, based on a questionnaire survey of teachers of junior high and high schools, which was conducted in March 2015, we investigated the issues regarding the finance, economics and insurance education in schools. A feature of the present study is to focus on teachers of non-financial related subjects. As a result, it was not high enough awareness of financial education among the faculty of non-financial related subjects. However, even among those teachers, awareness of the need for financial education is growing to some extent. From the current constraints of the teachers' training curriculum, many of teachers did not study finance and insurance in their college. For a wide range of subjects other than social studies and home management to deal with finance and insurance, it is necessary to provide college students who will



become teachers (in particular, in Faculty of Education, Faculty of Letters, and Science Faculty) some lectures that encourage them to learn finance and insurance. In addition, currently, high-school-home-management is the main subject to teach insurance in schools. However, although the teachers are not knowledgeable about insurance, we need to provide various supports to them, such as easily accessible training opportunities and teaching aids.

<Note>

This paper will be published in the "Insurance Journal" (Society 75th Anniversary). In addition, the entire survey results is provided in Yamori, N., "Survey on the finance and insurance education of teachers of junior high schools and high schools - the March 2015 survey -" (Kobe University Research Institute for Economics and Business Administration RIEB DP2015-J07, May 2015).(in Japanese).

In addition, I have published the following as a result of this research project.

Yamori, Nobuyoshi, "Financial behavior and financial literacy from the regional point of view (2) " Kobe University Research Institute for Economics and Business Administration RIEB DP2014-J11 October 2014. (in Japanese).

Yamori Nobuyoshi, "The current state of insurance education in Japanese junior high and high schools," *Life Insurance Journal* 191, June 2015. (in Japanese).

## <Chapters>

### 1. Introduction

2. Overview of the Survey on financial and insurance education of teachers of junior and senior high schools

### 3. Result of teachers Survey

3.1 Awareness of the current state of insurance knowledge of students

3.2 Differences in the recognition of the awareness of the need of the finance and economics education among teachers

3.3 The need for insurance education

3.4 Insurance as knowledge that students should learn

3.5 Possibility of spread of financial and economic education

3.6 Reasons for the difference in the recognition: college education

3.7 Financial literacy of teachers and financial education

3.8 Opinions of teachers toward external cooperation

### 4. Closing Remarks

# EV の適用拡大とその有用性

上野 雄史（静岡県立大学経営情報学部講師）

## プロフィール

2005年4月 静岡県立大学経営情報学部助手を経て、現在同学部講師。博士（商学、関西学院大学）。専門は財務会計で、企業年金、保険、リスクといった領域を研究している。近著に「金融規制と企業会計の調和化が保険業に与える影響」（「保険学雑誌」、No. 629、2015年6月）、「EVの適用拡大とその有用性」（「生命保険論集」No. 191、2015年6月）がある。

### 【要旨】

本研究では、EV の適用拡大が、既存の規制や企業会計の枠組みにどういった影響を与えるものであるのかを検討し、その意義を探った。EV は自主的な開示であるものの、CF0 フォーラムによって枠組みが設定されている。EV は一旦開示を開始すれば、各企業はそれを辞めることなく定期的の開示づけることが暗黙のうちに求められている。これは、企業に開示方法が完全に任されている他の自主的な開示とは異なる。また、企業は、EV の開示を通じて投資家へ自社の私的情報を提供している、ともいえる。こうした点で、EV は、企業会計、規制監督で提供される情報と相互的補完的な要素を有しているといえる。ただし、相互補完性があるとはいえ、企業経営者は、利害関係者に対して各種の情報を整理して、理解できるようにしていくことが求められるであろう。EV は企業会計やソルベンシー規制よりも先行して適用されているため、情報が蓄積されている。単純な企業間比較は難しくとも、個別企業の時系列分析を行う上で、EV は有効な指標であり続けるであろう。

## 1. EV の適用拡大

EV は生命保険会社の企業価値評価の指標の 1 つである。EV は以下のように自社の純資産の金額に修正を加えた金額と、現時点における保有契約から生じる将来の利益の現在価値を足し合わせたものである。

$$EV = \text{修正純資産} + \text{将来の保険契約の現在価値}$$

EV は生命保険業のための経済価値ベースの企業評価指標である。将来の保険契約の現在価値は、諸仮定に基づいて見込まれる利益を見積もる。非常に仮想的な利益の数値であるにも関わらず、EV の開示は自主的な形で定着化しつつある。

規制と企業会計の両面で、国際的な基準の枠組みの中で経済価値ベースの評価手法を導入する動きが進んでいるものの、議論は長期化している。EV は、この15 年で適用企業が大幅に拡大している。保険会社は EV の測定、開示に関するノウハウを蓄積し、投資家も EV を用いた評価を行っている<sup>1</sup>。

本研究では、EV の適用拡大が、既存の規制や企業会計の枠組みにどういった影響を与えるものであるのかを検討し、その意義を探っていく。

## 2. 保険業の特質と開示実態

保険のビジネスモデルでは、利益の源泉は資産ではなく負債にある。保険業では保険契約を引き受けた時点で、保険負債（保険契約準備金）という保険会社（保険者）側の負うべき義務が発生する。そして、その対価として保険料を受け取る。受け取った保険料は、保険会社が請け負ったリスクを保障するために積み立てられ、資産運用される。最終的に保険契約終了時にキャッシュ・アウトしなかった部分が、保険会社の取り分（利益）として確定する。確定した利益は、最終的には税金を差し引かれ利益剰余金となり純資産（資本）に蓄えられる。保険業においては多額の契約を有して、多額の負債を保有していた方が、将来獲得できる利益は多くなる。生命保険契約のように契約期間が長い場合、初期は受け取った保険料では賄いきれないほど多額の準備金を積み重ねなければならない。契約が後期になり、十分な額が積み立てられると責任準備金に対する必要積立額を超える保険料を受け取ることができる。

わが国においては、生命保険業の負債側の大半を占める保険契約準備金に関する会計処理基準上、存在しない。そのため、責任準備金や各種の準備金に関する会計処理は、保険業法・保険業法施行規則で定められた規定に従い行うことになる。保険業法・保険業法施行規則で定められた責任準備金等の規定は、いわゆる監督目的で定められている。そのため、実質的に、負債側の評価は監督者側の意向に従って行うことになる。

## 3. EV の算定方法

EV の特徴は、プリンシプル・ベースの基準であり、細かな規定が書かれていない点にあらう。EEV は 12 原則、MCEV は 17 原則で構成されているにすぎず、そのページ数も EEV は 17 頁、MCEV は 38 頁であり、基本的な考え方しか触れられていない。

表 1 は EV を開示している日本の生命保険会社における原則の採用状況である。EV は自主的開示であるため、EEV や MCEV に準拠しない形での算定も可能

---

<sup>1</sup>例えば、Deloitte や Milliman など、EV に関するレポートを毎年公表している。2013 年の EV に関するレポートについては Deloitte(2014)、Milliman(2014)を参照されたい。

である。ただし、両原則によらない形で開示している企業は2社に留まっており、ほとんどの企業が、どちらかの原則に基づいてEVの採用を行っている。各社はCF0フォーラムが作成した原則に準拠することでEVの算定に関する信頼性を高めているといえよう。なお、我が国においては、MCEVよりもEEVを用いている企業が多い。これはMCEVにおける細分化したリスクの測定に係るコストが高いことも影響している可能性はある。ただし、EEVを用いている場合でも部分的にMCEVの考え方を取り入れているケースもある<sup>2</sup>。

表1 我が国におけるEV原則の採用状況

EEV	11
MCEV	6
明示していない	2

(出所) 各社の開示情報に基づき作成

#### 4. 企業会計側から見たEVの性質

Serafeim(2011)は、世界各国における保険会社を対象にした調査を行い、350の企業のうち、EVを開示している93の企業において、情報の非対称性を示す指標であるビッド・アスク・スプレッドが、EVの開示を通じて縮まっている、という結果を示している。IASBが提案する手法が理論的には有用であったとしても、それはまだ現実に適用されていない。Serafeim(2011)の結果は、EVがブラックボックス化している保険者の財政状態と経営成績を明らかにすることにならずに貢献している可能性を示唆している。Horton(2007)においてもイギリスの保険会社をサンプルにしたデータで、やはりEVの有用性を示す結果が示されている。

EVは自主的な開示であるものの、CF0フォーラムによって枠組みが設定されているのが特徴である。EVは一旦開示を開始すれば、各企業はそれを辞めことなく定期的の開示づけることが暗黙のうちに求められている。これは、企業に開示方法が完全に任されている他の自主的な開示とは異なる点と言えよう。また、企業は、EVの開示を通じて投資家へ自社の私的情報を提供している、ともいえる。法的な枠組みの中では、個別性の高い企業の私的情報は多く含まれない。EVが提供している情報は、各企業に完全に裁量がゆだねられている分だけ、企業の私的情報が多く含まれている可能性があり、企業会計、規制監督上で提供される情報とは相互補完性を有しているといえる。

<sup>2</sup> たとえば、第一生命は、自社が計算したEVは、市場整合的な手法を取り入れつつ、EEVへ準拠したものであると述べている。詳細は第一生命(2014)を参照のこと。

## 5. 将来的な EV の位置づけ

表 2 は企業会計、ソルベンシー規制、EV の位置づけ、役割、特徴を筆者なりにまとめたものである。各情報は異なる要素を持っており、相互補完性があると考えられる。

EV との大きな相違点は、企業会計、ソルベンシー規制が強制的に適用される、ということである。強制的な開示は、市場全体の情報の非対称性を縮小させるために有効であり、かつ情報開示に積極的でない企業に対して有効な手段であろう。一方で、強制開示は、EV のような自主的な開示とは異なり、私的情報を多く含んでいない。情報提供の役割もそれぞれで異なる。企業会計は、企業全体の財政状況や経営成績を把握するために有効であり、ソルベンシー規制は、企業のソルベンシー（支払余力）を測定することに焦点が絞られている。一方で、EV は将来の保険契約価値を含んだ純資産の時価に関する情報に焦点が絞られている。また、EV は生命保険業を対象にした基準であるが、IASB の作成している基準は、保険契約の測定、認識、開示のためのものであり、保険業のための基準ではない。つまり、EV のように保険会社の純資産を直接的に測定することはなく、あくまでも保険負債のための基準である点に特徴がある。

表 5 企業会計、ソルベンシー規制、EV の位置づけ、役割、特徴

	企業会計	ソルベンシー規制	EV
位置づけ	強制開示。	強制開示。	自主的な開示。
役割	企業全体の財政状況や経営成績を把握する。	企業のソルベンシー（支払余力）を測定する。	純資産の時価に基づく情報と保有している保険契約の将来価値を測定する。

特徴	他社、他業種との比較にも使える。手法がある程度統一されているため、比較可能性が高く、開示情報が多いため、検証可能性も高い。ただし、企業裁量の余地が小さいため、企業の私的情報はEVに比べて少ない。	健全性の程度を知るために活用される。同業種における健全性の他社比較が可能である。ただし、「健全性が高い＝企業の収益性が高い」という訳ではない。企業裁量の余地は、企業会計よりも大きく、EVよりも小さい。	同業種間の比較に限定され、また純資産、将来の保険契約に関する現在価値に関する情報に限られる。手法が多様なため、他社との単純比較はできないケースもある。ただし、企業裁量の余地が大きいため、企業の私的情報は豊富である。
----	---	--	---

(出所) 筆者作成

## 6. EVの可能性

相互補完性があるとはいえ、企業経営者は、利害関係者に対して各種の情報を整理して、理解できるようにしていくことが求められるであろう。企業会計、ソルベンシー規制、EVで出される数値が大きく異なる場合、利害関係者にある種の混乱を招く可能性もある。現状においても、企業会計、ソルベンシー規制、EVの純資産額は大きく異なる。また経済価値ベースに基づく評価は、情報量が豊富な一方で、予測や見積もりが増大するため、投資家が情報過多に陥り、理解可能性が低下する可能性もある。

EVは今後も企業会計やソルベンシー情報を補完する役割を果たしていくであろう。経済価値ベースに基づく情報が企業会計やソルベンシー規制で導入されれば、それはより明確になっていくと考えられる。EVは企業会計やソルベンシー規制よりも先行して適用されているため、情報が蓄積されている。単純な企業間比較は難しくとも、個別企業の時系列分析を行う上で、EVは有効な指標であり続けるであろう。

## 参考文献

1. 石坂元一 (2009) 「エンベディット・バリュー (EV) 開示の現状－TEV からMCEV への移行」『生命保険論集』第166号、77－98頁。
2. 大西淳 (2009) 『コーポレートファイナンス理論と管理会計』京都大学学術出版会。
3. 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整－理論と実証』中央経済社。
4. 鈴木直行 (2003) 「会計情報の提供プロセスにおける経営者の裁量の意義と

問題点」金融研究（日本銀行金融研究所）第22巻第1号、1－25頁。

5. CFO Forum(2009), *Market Consistent Embedded Value Principles*.
6. CFO Forum (2004), *European Embedded Value Principles*.
7. Deloitte(2014), *Market Consistent Embedded Value-Solid Growth Amid a Changing Regulatory Landscape*.  
[http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/servicios-financieros/Deloitte-ES-Servicios-Financieros-market\\_consistent.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/servicios-financieros/Deloitte-ES-Servicios-Financieros-market_consistent.pdf)
8. Hann, R, Y. Lu and K. R. Subramanyam, (2007), "Uniformity versus Flexibility: Evidence from Pricing of the Pension Obligation," *Accounting Review*, Vol. 82, No.1, pp.107-137.
9. Horton,J. (2007), "The Value Relevance of 'Realistic Reporting': Evidence from UK Life Insurers," *Accounting and Business Research*, Vol.37, No.5, pp.175-197.
10. IASB(2007), *Preliminary Views on Insurance Contracts*.
11. IASB (2010), Exposure Draft, *Insurance Contracts*.
12. IASB and FASB(2010), *The Conceptual Framework for Financial Reporting*.
13. Milliman(2014), *2013 Embedded Value Results Generating Value*.  
<http://us.milliman.com/uploadedFiles/insight/2014/2013-embedded-value-results.pdf>
14. Roychowdhury, S. and E. Sletten(2012), Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness, *The Accounting Review*, Vol.87, No.5, pp.1679-1708.
15. Serafeim, G. (2011), "Consequences and Institutional Determinants of Unregulated Corporate Finance Statements: Evidence from Embedded Value Reporting," *Journal of Accounting Research*, Vol.49, No.2, pp.529-571.

#### 各種開示資料（本文中で直接引用したもの）

1. ソニー生命（2014）「平成 21 年 3 月末市場整合的エンベディッド・バリュエーの開示」  
[http://www.sonylife.co.jp/company/news/26/files/140526\\_ev-japanese.pdf](http://www.sonylife.co.jp/company/news/26/files/140526_ev-japanese.pdf)
2. 第一生命（2014）「2014 年 3 月末ヨーロッパ・エンベディッド・バリュエーの開示について」  
<http://www.dai-ichi->



life.co.jp/company/results/kessan/2013/pdf/index\_009.pdf

3. T&D ホールディングス (2014)「平成 26 年 3 月末市場整合的エンベディット・バリューの開示について」

<http://www.daido-life.co.jp/about/news/pdf/2014/140520.pdf>

## 【報告書本文】

### 目 次

1. EV の適用拡大
2. 保険業の特質と開示実態
  - 2.1 保険契約の特質
  - 2.2 保険業における利益の源泉
  - 2.3 一般に公正妥当な会計処理基準
  - 2.4 保険業法第111条に基づく情報公開
  - 2.5 保険プロジェクト
  - 2.6 測定概念の大枠
  - 2.7 測定の詳細
3. EV の算定方法
  - 3.1 EV の原則
  - 3.2 修正純資産
  - 3.3 将来の保険契約の現在価値
4. 企業会計側から見た EV の性質
  - 4.1 予備的見解における EV の評価
  - 4.2 保険会計の現状で見た EV の意義
5. 将来的な EV の位置づけ
6. EV の可能性

# The Development of Embedded Value and the Value Relevance

Takefumi UENO (University of Shizuoka, Assistant Professor)

## [Summary]

This study explores how expansion of embedded value(EV)'s application has an impact on current regulation and financial accounting framework. EV is the present value of future profits plus adjusted net asset value of life insurance business. The European CFO Forum has developed a calculation method and disclosure for EV. Now many companies have adopted EV and disclosed their information to the public. EV is voluntary, not mandatory disclosure. Once companies start EV disclosures, they are under pressure by their stakeholders to continue. They must continue to disclose this information. The characteristics of EV are different from other voluntary disclosures. Companies provide own private information to stakeholders through EV disclosure. EV has strong collaborative relationship with Generally accepted accounting principles(GAAP) and Statutory Accounting Principles(SAP). Companies must also explain to their stakeholders how GAAP, SAP and EV differ. The development of EV is a head of GAAP and SAP. Stakeholders accumulate the know-how of analyzing content of EV. While EV information may be difficult for stakeholders to compare among companies, it is useful in comparing time series analysis for individual companies.

## 1. Expansion of EV's application

EV is one of the corporate value methods for the insurance industry. EV is calculated as follows:

$$EV = \text{Adjusted net asset value(ANAV)} + \text{Present value of future profits(PVFP)}.$$

EV is an economical measurements. PVEP is estimated by many assumptions. EV is not a real but an artificial figure. But, many companies voluntarily has disclosed its information. Stakeholders have recognized EV as a useful information for a decision making. Now, IASB(International Accounting Standards Board) and IAIS(International Association of Insurance Supervisors) have been developing economical measurement. It's not yet completed. On the other hands, the EV

application has been expanding among companies. Investors have learned how to analyze them. Stakeholders evaluate companies based on EV information. This study explores how expansion of EV application has an impact on current regulation and financial accounting framework.

## **2. Characteristic of insurance industry and its disclosure**

Insurance companies' profit resources are not assets but liabilities. When insurers get insurance contracts, they must recognize obligation for policyholders. Insurers take an insurance premium in exchange of policyholder risk and invest their assets for preparation of insurance payment. When the insurance contracts end, insurers finally decide their profit of each insurance contracts. Insurance industries has broadly two types, life insurance and non-life insurance policies. In life insurance policies, the insurers provide payments in the event of the insurer's death and illness

In general insurance, the insurers provide payments depending on the loss from a particular events (e.g. automobile accidents and natural disasters). The period of non-life insurance contracts are relatively short (one or two years). On the other hand the period of life insurance contracts are long (over twenty years). The profits of life insurance contracts are not decided for long time. Stakeholders cannot understand an insurance company profitably through its statement of profit and losses (P/L) because P/L are only showed financial performance for a year. On the other hand, EV calculation has different perspective from financial statements. EV is focused on economical net asset value including future value of insurance contracts.

## **3. Calculation of EV**

As told above, EV standards is made by the CFO forum. This standard is the principle base which is not ruled in each procedures to calculate EV. EEV consists of 12 principles. MCEV consists of 17 principles. The documents of EEV and MCEV are 17 and 38 pages, respectively. EV standards based on the CFO forum showed the basic concepts and procedures. Because EV is voluntary disclosure, the calculation methods are not only EEV and MCEV, but also many methods(e.g. company can make EV standards by themselves). But almost companies disclose their

information according to EEV or MCEV. These standards are generally accepted among life insurance business. MCEV is much market oriented methods compared to EEV. Eleven Japanese life insurance companies have adopted EEV while six companies have adopted EV. Application cost of MCEV is higher than EEV. Companies are likely to avoid to the cost.

#### **4. Perspective from the IASB**

Serafeim(2011) performs the investigation for the insurance company in all the countries of the world and, among 350 companies. It shows the result that the bid Ask spread which is an index indicating the information asymmetric is shortened to through the disclosure of EV in 93 companies. The IASB cannot recognize EV useful method for financial accounting. Because EV method ignore basic concept financial accounting theory. The IASB told IFRS4 (insurance contracts) based on financial accounting theory is more useful than EV. However, even if the standard is useful theoretically, it has not been yet applied practically. The IASB also told that financial statements of insurance business are “black box”. The result of Serafeim(2011) suggests that EV disclosure can be collaborated with the information of financial statements. Horton(2007) also suggests a usefulness of EV disclosure through empirical results of a British insurance companies. The characteristics of the EV framework is prepared by the CFO forum in spite of voluntary disclosure. Each company need to comply the standards(EEV or MCEV) because these standards are generally accepted among stakeholders. EV disclosure has much rigid requirements than other voluntary disclosure. EV disclosure is not mandatory. That means EV provide company private information to the stakeholders. Financial information is mandatory, not include private information. Private information is a useful to analyze companies’ characteristics. In other words, EV disclosures provide high quality private information.

#### **5. Positioning of future EV**

The difference with EV is that corporate accounting, solvency regulation are applied mandatory. The mandatory disclosure does not include a lot of personal information unlike voluntary disclosure such as EV. The roles of the reporting are different in each. The corporate accounting is effective to

understand a financial status and business situation. The objective of solvency regulation (SAP) is to protect policyholders and to avoid moral hazard by insurers. On the other hand, EV is only focused on the present net assets based on market value including the future insurance contract value. In addition, EV is a standard for only life insurances. Financial reporting is for general companies. EV has a possibility collaborative with GAAP and SAP. EV will give additional information with the accounting and solvency information in future. If the information based on the economical method is adopted in corporate accounting and solvency regulation, it will become clearer.

# リバース・モーゲージ・ローン市場の拡大要因と課題の研究

## —イギリス・アメリカにおける展開を分析する—

築田 優（和歌山大学経済学部 准教授）

獨協大学外国語学部卒業、外資系企業等勤務の後、獨協大学大学院経済学研究科博士前期課程・後期課程修了。博士（経済学）。2011年度より日本資産証券化センター研究員、2012年度より和歌山大学経済学部講師（2014年度より准教授）。2012年には証券経済学会優秀賞・大銀協フォーラム優秀賞を受賞。

### 【要旨】

リバース・モーゲージ・ローンとは、ヨーロッパやアメリカでは古くから存在しているローンで、高齢者をはじめとする多くの利用者に活用されているローンである。当然ながら、同ローンが導入されている国ごとに金融商品としての性質や導入理由までもが異なるが、共通しているのは高齢者が生活資金を補うために借入れるケースが多いローンであるということである。代表的な形式としては、所有する住宅資産を担保に金融機関や政府機関から資金を借り入れ、借入金は毎月契約者に年金のような形で貸し付けられるものである。この際、住宅を担保とするが、ローン利用者は住宅を手放すことなく資金を借り入れることができ、借り入れた資金の返済は契約満了時（主にローン利用者死亡時）に住宅売却により行われることが多いのも特徴のひとつに挙げられる。

このようなリバース・モーゲージ・ローンは、イギリスで本格的に始まって以降、アメリカや他のヨーロッパ諸国、そして韓国や日本などアジア諸国でも導入されている（ただし起源はフランスとされている）。日本では民間金融機関が1980年代に、厚生労働省が公的資金支援制度の一環として2003年にこれに近い資金の貸出を始めたが、最近までは拡大は期待ど

おりには進んでこなかった。さらに同ローンにたいする保険の在り方も問題点が少なくないと言われてきた。ただし同様の状況はアメリカやイギリスも経験したことで、両国は幾多の課題を克服しつつ市場を拡大させ、社会保障制度の一環として、または民間による補完的手段として国内に根付かせてきた。そして日本においても、ここ数年はリバース・モーゲージ・ローン市場が注目を集め、取扱金融機関や契約件数、また問い合わせ件数も増加の一途をたどっている。

そこで、本研究では、イギリスとアメリカのリバース・モーゲージ・ローン市場について、商品性や市場構造そして利用者属性等についても見た。また、両国のリバース・モーゲージ・ローン市場の比較から、両国において同ローン市場が拡大したそれぞれの要因を検討してきた。さらに、イギリスとアメリカの調査結果についても言及した。

イギリスとアメリカは、それぞれ全くと言って良いほど異なるリバース・モーゲージ・ローン市場を有しており、そのような違いを内包しつつ今後も同市場を拡大させていくものと考えられる。このような国の例は、少子高齢化の進展や社会保障費の拡大によってリバース・モーゲージ・ローンの導入を薦めようとしている国、または導入後に普及が思い通りに進んでいない国における参考事例として積極的に研究されることが望ましい。今後導入を本格化させる国としては中国があり、すでに昨年より北京市の一部地域で試行試験が開始されている。中国の住宅金融は、西側先進資本主義諸国のそれとは大きく異なるが、一人っ子政策の副作用として非常に深刻なレベルでの少子高齢化問題が生じる見込みであるため、政府主導のアメリカと民間主導のイギリスの例は良い先行事例となろう。もしくはアジアの近隣諸国の例として日本や韓国の例も参考になろう。

また、本研究ではアメリカとイギリスに絞って検討をくわえたが、今後もリバース・モーゲージ・ローン市場の研究をするにあたり、フランスやスペイン、カナダやオーストラリア

の同ローンの仕組みをより深くすることも必要であろう。スペインについては、本稿への言及を意図して現地調査に入ったものの十分な情報入手が出来ず諦めた経緯がある。また、ドイツに存在するリバース・モーゲージ・ローンに近似した仕組みについても、現在のところ十分な分析が出来ていない。これらの国については、本研究で不足していた部分として今後の課題としたい。

ところで、日本においても最近リバース・モーゲージ・ローンの取り扱いを開始する金融機関が増加し、利用者も急増している。企業の資金需要低下などを受けて、地方銀行などがリバース・モーゲージ・ローンを取り扱うようになったほか、2015年3月に三井住友銀行が同ローンの取り扱いを開始したことにより、国内メガバンクの全てにおいてもリバース・モーゲージ・ローンが取り扱われることとなった。そして日本経済新聞（2015）によると、日本のリバース・モーゲージ・ローン市場では老舗と言える東京スター銀行の場合、同ローン契約件数は2015年3月末時点で4200件ということで、これは前年比で実に27%増という大幅な増加である。また、みずほ銀行においても同ローンに関する問い合わせ件数が増加し、累計2500件となったという。

このような市場の変化の背景では、利用者の属性の変化も見られている。日本経済新聞（2015）によると、以前までのリバース・モーゲージ・ローンは比確定高額物件を有する都市圏の顧客に貸し出されていたが、最近になり参入した地銀では土地評価額が1000万円程度であれば同ローンの貸出を行うというのである。この場合、土地価格だけで1000万円を超えるのは、地銀の営業範囲のうちでは中心市街地の場合が多く、そのような地域で生活する高齢者が生活費の足しとして同ローンを利用しているものと考えられる。この点については、もちろん利用者の側としては生活水準維持に役立てば問題ないのであるが、金融機関の側から考えると、少子高齢化と東京一極集中化の進む日本社会においては中心市街



地といえども地方都市でも人口減が目立つこともあり、現在査定した地価が将来的に維持されるのか(または下がるにしても想定範囲内で収まるのか)については十分に注意する必要があるだろう。

## 主要参考文献

明野斉史（２０１１），「英国におけるリバースモーゲージに関する調査研究」，２０１１年３月，国土交通省国土交通政策研究所，

<http://www.mlit.go.jp/pri/kouenkai/syousai/pdf/kenkyuuhapyou11.03.15/siryou4.pdf>。

国土交通省（２０１５a），「中古住宅市場活性化ラウンドテーブル 報告書」，２０１５年３月，国土交通省。

国土交通省（２０１５b），「中古住宅市場活性化ラウンドテーブル 報告書 付属資料」，２０１５年３月，国土交通省。

国土交通省（２０１５c），「中古住宅市場活性化ラウンドテーブル 報告書 参考資料」，２０１５年３月，国土交通省。

小島俊郎（２０１３），「英国・韓国のリバースモーゲージについて」，『野村資本市場クォーターリー』２０１３年春号，２０１３年５月，野村資本市場研究所。

小島俊郎（２０１２），「リバースモーゲージに求められる政府の役割」，『野村資本市場クォーターリー』２０１２年夏号，２０１２年６月，野村資本市場研究所。

斉藤美彦・築田優（２００８），「ノーザンロック危機と監督機関の対応」，『証券経済研究』６２号，２００８年６月，日本証券経済研究所。

日本経済新聞（２０１５），「家を現金化、リバースモーゲージが急増 金利上昇・地価下落 リスクに注意」（２０１５年６月６日電子版），

<http://www.nikkei.com/money/features/37.aspx?g=DGXMZO8566991014042015945M01>。

西澤俊雄（２０１４），「各国のリバースモーゲージの歴史と制度的発展」，『中央大学経済研究所年報』第４５号，中央大学経済研究所。

細田道隆・田中健司（２０００），「米国におけるリバース・モーゲージ市場の現状と課題」，『損保ジャパン総研クウォーターリー』Vo.34., ２０００年１０月，損保ジャパン日本興亜総合研究所。

築田優（２０１１），『証券化と住宅金融—イギリスの経験—』，２０１１年６月，時潮社。

Equity Release Council (2015) , Equity Release Market Report Spring 2015, March 2015, Equity Release Council, UK.

Equity Release Council (2014) , Equity Release Market Report Spring 2014, February 2014, Equity Release Council, UK.

Equity Release Council (2011) , Equity Release Schemes, November 2011, Equity Release Council, UK.

Safe Home Income Plan (2009), Facing the Future Redefining equity release to meet today's social and economic challenges, July 2009, Safe Home Income Plan, US.

Department of Housing and Urban Development (2014), Actuarial Review of the Federal Housing Administration Mutual Mortgage Insurance Fund HECM Loans For Fiscal Year 2014, November 2014, U.S. Department of Housing and Urban Development, US.

## 【報告書本文】目次

- １．はじめに—本研究の課題と目的—
- ２．リバース・モーゲージ・ローン
- ３．リバース・モーゲージ・ローン市場の展開
- ３．１ イギリスのリバース・モーゲージ・ローン市場
- ３．２ アメリカのリバース・モーゲージ・ローン市場
- ４．リバース・モーゲージ・ローン市場の拡大要因と課題
- ５．おわりに

参考文献

# Study of Reverse Mortgage Loan Markets

## - The Case of United Kingdom and United States -

Suguru YANATA

(Associate Professor, Faculty of Economics, Wakayama University)

### Summary

Reverse mortgage loan, which has been existing for a long time in Europe and America is used by many people especially by elderlies. Of course, every country introducing reverse mortgage loan has different types of financial products and reasons to introduce it, but it is mainly used by elderlies to cover living expenses in common. As a typical case, people borrow money on the security of their houses from financial organizations or government organizations, and the loan is lent to them monthly like a pension. In this case, though their houses become the mortgage, they can make a loan without leaving their house, and in most cases, they can pay back their debt by selling their house when the contract terminates (mainly when they die).

This reverse mortgage loan has been introduced to America, other Europe countries and Asia such as Korea and Japan since England introduced it in earnest. (Its origin is said to be France.) In Japan, private financial organizations started to lend the similar loan in the 1980s and Ministry of Health, Labor and Welfare started it in 2003, but it hasn't spread as expected. In addition, it was said that an insurance for this loan had some problems. However America and England experienced and overcame the same situation to expand their market and establish it as a social welfare system or a complementary way by individuals. In Japan, reverse mortgage loan market has attracted attention in these years and the number of financial organizations which deal in reverse mortgage loan, contracts and inquiries has been increasing.

This study focused on marketability, market structure and users of reverse mortgage loan in England and America. Also, it shows the reasons why market of this loan expanded in both countries by comparing both countries' market. In addition, it mentions about interview of America and England's case.

England has almost perfectly different market of reverse mortgage loan from that of America. Both countries will expand its market with difference. These countries should be researched well by countries which want to introduce reverse mortgage loan because of developed aging population and lower birthrate and increasing or by countries which can't expand reverse mortgage loan as expected. Now, China is expanding reverse mortgage loan, a part of Beijing has been examining since last year. The housing finance in China is quite different from that in developed capitalist countries in western side, however China expects to have problems worse about severe aging population and lower birthrate because of one child policy per couple. Therefore, the case in America lead by government and the case in England lead by commercial banks will be good examples, or the cases in Japan and Korea will also be good examples as Asian countries' example.

This study focuses on only America and England, but when it comes to research on reverse mortgage loan, it will be required to research on French, Spanish, Canadian and Australian systems of reverse mortgage loan in the future. In regard to Spain, we carried out field work for this study, but couldn't get enough information. We also couldn't analyze about the similar system in German yet. These countries' systems are our next theme to study.

By the way, the number of financial institutions which teat reverse mortgage loan and that of users are increasing in Japan. Local banks started to deal in reverse mortgage loan, because the capital demand of companies softens. Sumitomo Mitsui Banking Corporation, which is one of the largest banks in Japan, also started to deal it in in March, 2015. Because of this, the other largest banks in Japan stated to deal in reverse mortgage loan. According to the Nikkei (2015), the Tokyo Star Bank, Limited, which has deal in reverse mortgage loan for long time in Japan, had 4200 inquiries on reverse mortgage loan in March, 2015. This contract number is 127% as many as that in 2014. Mizuho Bank, Ltd gets more inquires about reverse mortgage loan, and the number of inquires sums up 2500.

As a background of this market change, the property of users changes. According to the Nikkei (2015), reverse mortgage loan used to be lent to urban customers who have expensive houses, but now it is lent to customers who have a land more than 10 million yen by new entry local banks. When land price is more than 10 million yen, many customers live in central area. That means elderlies who live in central area use this loan for their living expenses. In this point, for user side, there is no problem if this loan works well as their living expenses. In other hand, Japan has an aging population and lower birthrate, population concentration in Tokyo, so local city tend to decrease population. Therefore, for local bank side, they have to evaluate if land price will keep in the future carefully.(even if land price will become cheaper, the price should be under expected.)

# 非財務情報の株式市場での情報有用性に関する実証研究

## —リスク情報開示の役割の検証を通じて—

安田行宏（一橋大学大学院商学研究科教授）

金鉉玉（東京経済大学経営学部准教授）

### 代表者プロフィール

2002 年に一橋大学大学院商学研究科博士後期課程を修了し博士(商学)を取得。東京経済大学経営学部専任講師・助教授・准教授・教授を経て、2015 年より現職にある。その間、2006 年から 2008 年にかけてカリフォルニア大学バークレー校ハース・ビジネススクールにて客員研究員として在外研究を行った。

### [要旨]

本研究の目的は、株式市場のディスクロージャーの在り方に関して、近年特にその重要性が高まっている非財務情報に焦点を当て、さらにまた、日本固有の制度的な特徴にも目を向けながら学術的に新しい知見を獲得することである。投資家が企業の事業内容を評価し、将来キャッシュフローを予測するための非財務情報の重要性が高まっており、成長可能性を有する新興企業の資金調達需要においては特にそうである。未上場のいわゆるベンチャー企業については財務データの蓄積が必然的に乏しく、また、投資家にとって事業の将来性や潜在的に生じうるリスク要因を評価することは容易ではないからである。しかし、その情報有用性の実態については、伝統的な財務情報と異なり数値情報ではなく、非財務情報財務情報が主にテキスト情報であるという難しさと相まって、学術的な見地からの検証はまさに喫緊の課題となっている。

翻って我が国の新興市場における取引高や新規上場企業数に目を転じてみると、世界的な金融危機の影響があったとはいえ激減した。このような現状を鑑み、2010 年末に金融庁から公表された『金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン』で

は、新興市場の上場企業は相対的にリスクが高いことから、リスク情報を含めた継続的な情報発信・開示の促進の重要性が論じられている。

そこで本研究では、非財務情報の一つであるリスク情報開示に焦点を当て新興市場におけるリスク情報の情報有用性について実証的に分析を行うことを目的とする。リスク情報開示に焦点をあてる理由として、流通市場・発行市場という視点から株式市場を概観すると、新興企業向けである東証マザーズ市場と成熟企業向けの東証一部市場など市場間において、リスク情報開示の制度的特徴に大きな差があるからである。

具体的には、適時開示における決算短信において「事業等のリスク」は東証マザーズでは強制開示であるのに対して、東証一部市場では任意開示であり、この制度的相違を利用してより厳密にリスク情報の情報有用性の識別を試みる。より具体的には、東証マザーズ市場での新規株式公開（以下、**IPO** と略記）時の公開価格決定におけるリスク情報の有用性について検証を行う。初期収益率（過小値付け）に対して企業別に強制開示されるリスク情報がどのような影響を与えているのかを実証的に検証する。発行企業の **IPO** 時における有価証券届出書・目論見書にはいわゆる財務情報に留まらず、非財務情報は企業のキャッシュフロー評価に有用であることが一般に期待される。その中でテキスト情報であり、すべてがネガティブ要因であるリスク情報開示が公開価格決定にどのように影響を与えるのかは実証的課題である。これまでのリスク情報開示に関する先行研究では、もっぱら流通市場における情報有用性の検証に焦点が絞られている。これに対して本研究の特徴は、発行市場におけるリスク情報開示の情報有用性を検証する点に求められる。リスク情報開示の情報有用性を検証するにあたって、発行市場に焦点を当てることで検証の精度が高まることが期待できる。というのもリスク情報そのものが初めて企業から投資家に向けて発信される場が発行市場だからである。さらに言えば、相対的にリスクへの関心が高いと予想される東証マザーズへの上場企業群を対象とすることで、リスク情報開示の有用性の抽出の精度が相対的に高い環境での検証となることが期待される。

ところで、日本の IPO プロセスが有価証券届出書に想定発行価格（想定仮条件）が掲載される一方で、米国では仮条件が最初の価格情報である。米国は仮条件の決定後において、目論見書に仮条件（レンジ）が記載されロードショーが実施されるのに対して、日本では仮条件はロードショー後に決定し、目論見書の訂正として情報が更新される。したがって、ロードショーにおいて発行企業（目論見書）のどの部分にアナリスト、機関投資家は注目するのかについて、それぞれ具体的な特徴・傾向があるか否か、あるいは想定発行価格が事前にある・なしは仮条件の決定に影響を与えるのか否かについて、非財務情報であるリスク情報に対して検証を行う。

本研究で得られた主な結論をまとめると以下の通りである。第 1 に、目論見書におけるリスク情報開示に（開示量が多いという意味で）積極的である企業ほど、想定発行価格に対する修正が行われ（仮条件の上限と下限の中間値が高くなる）、また仮条件のレンジが広くなるという結果である。IPO プロセスにおいて、リスク情報は事前の不確実性の指標として機能することを含意している。

第 2 に、目論見書におけるリスク情報開示に（開示量が多いという意味で）積極的である企業ほど初期収益率が低いという結果である。このことは公開価格が高く設定されることを意味するので、過小値付けの程度が緩和されることを含意している。リスク情報を開示する発行企業にとっては、リスクを一般投資家にきちんと情報提供することを通じて、初期収益率を通じた投資家に対する補償を軽減するメリットが生まれることになる。

そして第 3 に、目論見書におけるリスク情報開示量が多い企業ほど株式公開後の株式収益率のボラティリティ（すなわち、当該企業のリスク指標）が低くなる一方で、決算短信におけるリスク情報開示が多い企業ほどその後の株式収益率のボラティリティは高くなるという結果である。このことは IPO プロセスにおけるリスク情報開示の役割と、流通市場におけるそれが異なることを示唆する結果である。

本研究の構成は以下の通りである。次節では、新興市場に焦点を当てながら、リスク情報開示の制度的変遷について概観する。第3節では本研究の関連する先行研究と本研究での検証仮説について論じる。第4節ではデータと実証方法について説明し、第5節で実証結果を報告する。そして第6節でまとめを行い結びとする。



# **Business Risk Factors in the IPO process, and their Timely Disclosure in the Secondary Market**

**Hyonok Kim (Tokyo Keizai University)**  
**Yukihiro Yasuda (Hitotsubashi University)**

## **[Summary]**

We empirically examine the roles of disclosure during an initial public offering (IPO) and focus on business risk disclosures in Japan. Such disclosures are equivalent to the risk factor disclosures contained in the 10-K filings in the United States.

Business risk disclosures are generally intended to enable investors to assess a firm's business risk. Additionally, they are expected to promote better decisions by firm managers from the view of enterprise risk management (ERM), because the exercise of identifying all of a firm's risk exposures provides a better understanding of their business risks.

A unique feature of business risk disclosures is that they are in text form (i.e., written narratives); moreover, all of the information contained within the disclosures is "unfavorable"; and the information risk relates to the uncertainties inherent in a firm's future performance. There is a body of literature that has investigated the economic effects of business risk disclosures in the secondary market. In contrast, we focus on the primary market for start-up companies (i.e., the Mothers market for high-growth and emerging stocks at the Tokyo Stock Exchange (TSE)) in Japan. We investigate this market because business risks are critical information for investors and the primary market is the first opportunity for investors to identify a firm's risk exposures. Thus, we can precisely examine the effectiveness of business risk disclosures for reducing a firm's cost of capital among investors.

There are several institutional features of the Japanese IPO market. First, a preliminary prospectus discloses an original price before the IPO road show. Second, the filing range is circulated after the road show but prior to building the order book. Finally, the IPO share allocations to individual investors are approximately 80%: this is a considerably higher percent than the allocations to individual investors in other countries such as the United States. Focusing on these Japanese institutional features, we examine the economic role that business risk disclosures have on the well-known IPO underpricing phenomenon.

Additionally, we identify the different roles that disclosure has on the primary and the secondary markets in Japan. Table 1 examines the Mothers market and the First Section (for established large companies) of the TSE and shows that business risk disclosures are mandatory in the former market but voluntary in the latter market under the timely disclosure rule known as Kessan Tanshin. (i.e., the Japanese stock market requires listed companies to disclose their financial information prior to submitting their annual reports). This means that we can examine the sequential difference and/or the similarity of the roles of business risk disclosures through the entire IPO processes to the aftermarket trading.

We find that the amounts of business risk disclosures in the IPO prospectus are positively related with initial price adjustment and the filing range. The result indicates that business risk disclosures work as ex ante uncertain proxy of the firm in the IPO processes. We find that there is a negative association between the number of business risk disclosures in the preliminary prospectus and the initial returns (IR) in the IPOs. The results are consistent with the view that business risk disclosures reduce problems relating to asymmetric information among investors and thus alleviate the need for offering

discounts to attract investors. We also find that the amount of business risk disclosures in IPO prospectus is negatively related with post-IPO return volatility, but business risk disclosure in timely- disclosure is positively associated with post-IPO return volatility. The result implies that information roles in business risks differ through the IPO process until the first timely disclosure in the secondary market.

# 生命保険と遺産相続との関係についての再検討

星野 豊 （筑波大学人文社会系准教授）

## プロフィール

筑波大学准教授。専門分野は、民法、信託法、学校関係法、情報公開及び個人情報保護。主著として、『信託法』(2011年、信山社)、『信託法理論の形成と応用』(2004年、信山社)、『学校のための法律救急箱』(2010年、学事出版、共編著)、『学校トラブル』(2007年、学事出版、共編著)。

## [要旨]

生命保険金は、生命保険契約の定めあるいは法律の規定に基づいて、生命保険金受取人が保険者から直接受領するものであり、被保険者の相続財産を構成するものでないとするのが、現在の通説判例であると考えて差し支えない。しかしながら、生命保険契約が締結される社会的経済的動機について考えれば明らかとおおり、圧倒的多数の生命保険契約は、被保険者の資力ないし収入に専ら頼って生活していた近親者にとって、被保険者死亡後の生活保障の重要資金となるものであり、相続に関する紛争の中で、生命保険金の取扱がしばしば問題となることも、決して珍しいことではない。

通説判例の構成に忠実に従えば、生命保険契約はあくまで保険契約者と保険者との間の契約によって重要事項の全てが定められることが原則である以上、一定範囲の近親者に一定範囲の遺産を承継させることを法律によって事実上求めている相続法制に対して、被保険者の遺産承継状況を自在に変化させることが可能となる筈のものである。しかしながら、仮に上記のとおり、生命保険契約が締結される社会的経済的動機から解釈を出発させるものとするならば、「被保険者の突然の死亡後における近親者の生活保障」という生命

保険契約締結の動機ないし目的は、正に現代において相続法制が社会的経済的に目的とするものと一致しているわけであり、生命保険契約において保険契約者と保険者により合意される生命保険を用いた事実上の「遺産の承継」についても、近親者の生活保障としての実効性の有無ないし程度という観点を、解釈指針として組み入れることが合理的であるとの考え方も、十分説得力があるように思われる。また、現代における生命保険契約は、他の契約関係と社会的に一切無関係に存在しているものではなく、保険契約者が契約締結時に有している資産を合理的に活用してその価値を向上させることを目的とする、一種の投資手段ないし資産運用手段としての機能を有していることも明らかであるから、生命保険契約を用いた「遺産の承継」に関する解釈においては、他の金融関係との比較検討ないし解釈上の均衡を図ることも、必要かつ有益であると考えられる。

本稿は、以上に述べた問題意識を基に、生命保険契約と遺産相続との関係に関する現代的な問題点や、他の金融手段との比較検討を通じて、生命保険と遺産相続との関係に係る解釈基準について再検討を試みたものであり、分析検討を通じて、生命保険と遺産相続との関係についての解釈に際しては、少なくとも次のことが言えるように思われる。

まず第1に、理論上の原則論としては、生命保険関係はあくまで当事者間の契約であって、家族関係上の規律をも目的とする相続法制とはなお一線を画するものである以上、生命保険契約が事実上近親者に対する遺産の承継を目的として締結されているものとしても、かかる事実上の目的は、当該生命保険契約における目的や当事者の意思を解釈するに際してあくまで参考事情としての1つに留まるものであり、契約の解釈としての結論が、相続法制の前提ないし基盤とする結論と相違する場合には、契約としての解釈を優先させて考えるべきである。

しかしながら第2に、生命保険契約に関する当事者の意思解釈において、当該生命保険契約の締結された社会的経済的動機を無視した解釈もまた妥当でないことは明らかである

から、現行相続法制の前提とする家族関係像をも尊重しつつ、当該生命保険契約が締結されるに至った具体的事情を十分考慮して、保険契約者の意思と被保険者からの実質的な「遺産の承継」が、社会的経済的にも妥当と評価されるべき解釈を可能な限り試みることも、必要不可欠と言うべきである。その際、現行相続法制との関係で最も現実的な問題となる点として挙げられるものは、被保険者の事実上の生活関係における共同生活者と、戸籍上の近親者との利害調整であり、生命保険契約が比較的長期間にわたる契約関係であることから、契約締結の背後にある諸事情が、関係当事者の予測を超えて大きく変化する可能性がある点に、注意を払うことが必要である。なお、この場合、保険契約者が、契約締結当時の諸事情を前提として契約関係を締結したことを解釈の大前提とすべきか、あるいは、生命保険契約が有効に成立存続していること、関係する諸事情の変化について、当該契約関係を変更する権限が誰に与えられていたかを考慮して、当該生命保険契約の効力を具体的結論にかかわらず原則として肯定すべきかについては、なお検討ないし議論が必要である。

他方で第3に、生命保険契約と信託関係とを比較検討してみると、信託関係が信託財産を信託目的によって拘束し、当該信託関係を形成させた信託関係当事者のその後の意思よりも信託目的から導かれる解釈を優先させて、現行相続法制の下では実現できない効果をも達成させる可能性があるのに対し、生命保険契約はあくまで現行法体系が前提とする経済的価値の体系に忠実に従い、被保険者の急な死亡という予測外かつ突発的な状況における、関係者の当座の生活保障を含めた円滑な「遺産の承継」を企図するものであるから、現行法体系における相続法制と生命保険契約との関係についても、両制度が前提とする家族像は基本的に合致していると考えていくことが、解釈として合理的である。

以上のとおり、生命保険契約と遺産相続との関係については、どの観点から解釈を出発させるかによって、その方向性が大きく異なるものとなり、この方向性の違いは、最終的

には、現行相続法制の前提とする家族像のあり方や、人の生活関係における財産の利用形態とその承継のあり方、さらには、法体系の中における「財産」の概念それ自体とそれに対する関係当事者の権利関係のあり方についてまで、大きく影響を及ぼす可能性があるものと言えることができる。従って、本稿における分析検討のみでは、生命保険と遺産相続との相互関係についての解釈の方向性は、未だ定まらないものであることは明らかであり、今後さらに理論上実務上の多様な観点から、両制度の関係について、考察を重ねていくこととしたい。

## 【報告書本文】 目次

1. 序――本稿の課題
2. 生命保険と遺産相続に関する現代的問題点
  - (1) 生命保険金受取人と「遺族」の範囲
  - (2) 生命保険金の帰属と「相続財産」
  - (3) 生命保険金に対する課税
3. 信託関係を用いた「遺産の承継」における問題点
4. 生命保険と遺産相続との関係についての再検討

# Reconsideration of the Relationships between Life Insurance and Inheritance

Yutaka HOSHINO (Associate Professor, Tsukuba University,  
Faculty of Humanities & Social Science)

## [Summary]

It should be the stable case law and common view that the insurance benefit is vested directly from the insurer to the beneficiary by the terms of insurance policy or the provisions of the law, not to the inherited property of the insured. However, it is not unusual that right of the insurance benefit should be a main issue in the case of the inheritance, as the close relatives of the insured, who were supported by the insured's assets or incomes of the insured, would expect the insurance benefit for the life support when the insured died suddenly. It should be clear that such expectation of such situation is based on the main motive of the contract of the life insurance.

Under the interpretation of the case law and the common view, as the relationship of the life insurance is a contract, so all important results of the life insurance should be settled by the parties of the life insurance contract, in spite of the expected results under the code of inheritance, which request the division of the inheritance benefit between the next of kin of the insured. However, the purpose of the code of inheritance, as the first aid for the next of kin to the sudden death of the insured, should be corresponded the purpose of the life insurance contract from the view point of the social or economic



incentives, so it might be reasonable that such social or economic viewpoints should be based on the interpretation of 'inheritance' by using the life insurance contract, agreed by the insurer and the policy holder. And more, the life insurance system is not standing alone in the system of the law of nowadays, but correlating with other several financial or investment systems, which also pursue the gaining the income from the private assets, so it should be important to try the balance of the results between the life insurance and the other financial or investment systems.

This article is based the consideration as noted above, and trying reconsideration of the relationship between the life insurance and inheritance, and the temporary conclusion is as noted below.

First, as the fundamental theory, the relationship of the life insurance is the contract by the parties, so it should be different from the code of inheritance, which also pursue the order of the relationship of the families and relatives. Even the contract of the life insurance is based on the inheritance for the relatives from the insured, such basement is only one of the backgrounds on the interpretation of the contract, so the interpretation as the contract should be preferred to the purpose of the code of inheritance.

However, second, it should not be neglected that the social or economic incentives of the life insurance contract, so such incentives for the 'substantial inheritance' should be reasonably effecting on the interpretation of the life insurance contract. Under such interpretation, the most important practical issue might be the adjustment between the legal next of kin and the co-living partners with the insured, as the span of the life insurance contract might be long, so the change of the situations might be over the forecast of the parties of the contract. In such cases, it might be complicated whether

the forecast of the parties of the contract should be limited as such forecast should be fixed by the situations of the time of the founding the contract, or, the theoretical results of the contract is should be preferred as the contract is valid in spite of the changing of the situations.

And third, comparing the trust relationship and the life insurance, the theoretical feature of the trusts is controlling the trust properties under the purpose of the trusts, so the results of the interpretation might deviating the fundamental policy of the existing legal systems, the social or economic purpose of the life insurance is undisturbed 'inheritance' from the sudden dead insured, so it should be deviated from the fundamental policy of the existing legal systems. Therefore, the last purpose of the life insurance and the code of inheritance should be the same, so the interpretation of both systems should be balanced and corresponded.

As noted above, the relationship of the life insurance and the inheritance should be different from which viewpoints selected, and such difference might be effected not only the specific results but also the fundamental notions, as 'family', 'right of the parties', or 'property', in the whole legal systems. Therefore, it is clear that the consideration of this article is only a trial one, so it must be continued reconsidering and more, as to the relationships of both systems, from other various theoretical or practical viewpoints.

# 保険契約当事者の確定とモラルリスク

## —実質的保険契約者の理論と実質的保険金受取人の理論の接点—

伊藤雄司（上智大学法学部教授）

### プロフィール

東京大学大学院法学政治学研究科博士課程修了。日本学術振興会特別研究員、専修大学法学部専任講師、同准教授を経て、現在、上智大学法学部教授。専攻は、商法(保険法、会社法)。

### [要旨]

保険法 51 条は、生命保険契約について、保険契約者が被保険者を故意に死亡させたとき(同条 2 号)、及び、保険金受取人が被保険者を故意に死亡させたとき(同条 3 号)について、保険者は保険給付を行う義務を負わない旨を定めている。また、保険法 80 条は、傷害保険契約について、被保険者・保険契約者・保険金受取人の故意または重過失により、給付事由を発生させた場合につき、同様に保険者は保険給付を行う義務を負わない旨を定める。これらの規定は、一般に、保険事故を故意に招致した者が保険金を利得することは公益に反するといった観点や、保険契約を締結した者が故意に保険事故を招致することが信義誠実の原則に反するといったことを根拠とするものと理解されている。ところで、近年、人保険の分野においても、物保険の分野(保険法 17 条は、損害保険に関し、「保険契約者又は被保険者の故意又は重大な過失によって生じた損害」につき保険者免責とする)におけるのと同様(例えば、仙台地判平成 7 年 8 月 31 日判時 1558 号 134 頁、横浜地判平成 21 年 9 月 18 日判時 2099 号 141 頁)、法的な意味において保険契約者や保険金受取人とは直ちに言い難い者の行為を保険契約者ないし保険金受取人の行為に擬することによって、これら

の者による保険事故招致につき保険者免責の結論を認める裁判例がみられるようになってきている。本研究は、このような裁判例に現れた理論的問題を分析するものである。

我が国の裁判例の現状を理解するにおいて、出発点とされるべきは、最高裁平成 14 年 10 月 3 日判決(民集 56 卷 8 号 1706 頁)である。同判決は、会社を保険契約者兼保険金受取人、被保険者を会社代表者とする生命保険契約において、会社の取締役(被保険者の妻)が被保険者を故殺したという事案に関するものである。同判決は、故意による事故招致に関する保険者免責の趣旨に言及した上で、免責条項が「公益や信義誠実の原則という本件免責条項の趣旨に照らして、第三者の故意による保険事故の招致をもって保険契約者又は保険金受取人の行為と同一のものと評価することができる場合をも含むと解すべきである」とした。判旨の射程については、一部で示唆されているところとは異なり法人の機関による事故招致の事例に限定されるものではないと理解するのが適当であるが、事案の性質を踏まえれば、保険金受取人による事故招致の場合を念頭に置いたものと理解するべきであると考えられるし、少なくとも同判決には、第三者の行為を保険契約者の行為と同視できる場合とは何かにつき手がかりとなる論理は含まれていないものと評価すべきであろう。

保険金受取人ないし保険契約者による事故招致の場合における保険者免責の規定の沿革を参照すると、明治 32 年改正商法 431 条 1 項 2 号において、保険金受取人による故意事故招致について保険者免責の規定をおいていたが、保険契約者による保険事故招致の場合の保険者免責は定めていなかった。後者の免責は、明治 32 年改正によってはじめて設けられたものであり、立法理由としては当時より、従前の規定の立法過誤を修正したものであると説明されている。しかし、この説明は必ずしも説得的ではなく、むしろ、「通常保険契約者は保険金受取人と親密なる関係を有するがゆえに保険金受取人のために被保険者を殺害するの恐れあり」(明治 35 年 9 月 20 日付生命保険会社協会改正意見)とのとおり、保険契約者が保険金の支払につきなんらかの利益を有することが根拠であったと考えることができる。

保険金受取人として契約上指定されていないが、保険金支払によって利益を受ける者が故意に保険事故を招致した場合について、これを「実質的保険金受取人」による事故招致であるとして、保険者免責の結論を認めることについては、理論的困難は少ない。保険金受取人による事故招致の場合の保険者免責は、モラルリスク防止及び公益の観点から説明されるべきことが比較的明確であり、この趣旨が「実質的保険金受取人」に及ぶべきこともそれほど疑われないからである。岐阜地判平成23年3月23日判時2110号131頁は、「保険金の受領による利益を直接享受し得る立場にあった」者による保険事故招致を認定して保険者の免責の結論を導いている(ただし、控訴審〔名古屋高判平成24年3月23日〕は故意の事故招致を認定せず請求を認容)。もっとも、名古屋高判平成21年4月24日判時2051号147頁は、実質的保険金受取人の理論を前提としながらも、形式上の保険金受取人が学齢に達していることや保険契約者の意思などを根拠に、そのような論理による保険者免責の結論を認めなかった点は注目される。そこでは、「実質的保険金受取人」による保険金支払の利益の享受が他の保険関係者の利益を無視しうるほどに排他的なものであるかが問われているものと考えられる。

他方、「実質的保険契約者」による保険事故招致について、保険者免責を認めるという場合、これを理論的に説明することは困難な面がある。保険契約者による事故招致の場合の保険者免責の趣旨を、保険契約上の信義則に求める有力説に従うならば、このような信義則上の義務はまさに契約当事者が負うものであることから、一般私法上の契約当事者の確定の議論に合流することになろう。「実質的保険契約者」の議論を用いて保険者免責の結論を導いたおそらく唯一の裁判例である富山地裁平成23年5月27日判決は、しかし、契約当事者の確定の観点から正当化するのは困難な事案であった。簡単に紹介すると、傷害保険契約の保険契約者兼被保険者が故殺された事案である。故殺者とされた者X1(被保険者の兄)が、「実質的に契約行為を行い、かつ、契約上の義務を負担していた」ことに言及して、保険契約者による故殺と同視しうるとして、故殺者及び被保険者の姉X2による

保険金請求が棄却された。事案からは、X1 を実質的保険金受取人に擬することが可能であったと考えられるが、実質的保険金受取人の理論を採用することにより、故殺に関与していない X2 の請求をも棄却したものである(保険金受取人の故意事故招致の場合には、当該保険金受取人以外の保険金受取人に対する責任を免責させないからである。保険法 80 条但書)。同判決を正当化するとすれば、保険契約者の故意事故招致における保険者免責の根拠を、信義則によるのではなく保険契約者が保険金支払につきなんらかの利益を有していることに求めるのが適切であり、この場合、実質的保険金受取人による事故招致の場合と理論的にも重なり合う部分があることになる。両者の差異は、事故招致者の行為の結果が、他の保険契約関係者の利益を排除することを正当化する程度に保険契約全体の構造を支配していたことに求めるべきではないかと考えられる。

なお、2008 年ドイツ保険契約法 162 条は、他人を被保険者とする死亡保険につき保険契約者が事故招致をした場合についての保険者免責を定める。また、同法 183 条は、他人を被保険者とする自己のためにする傷害保険契約に関し、保険契約者の故意による事故招致の場合につき保険者免責とし、保険金受取人による事故招致の場合には当該保険金受取人の指定がなかったものとみなされるとしている。いずれの規制においても、実質的保険契約者ないし実質的保険金受取人による保険事故招致を問題とするような議論はなされていないようである。損害保険の分野においては、伝統的に代表者責任の理論

(Repräsentantenhaftung)が論じられており、保険契約者以外の者による事故招致に場合にも保険者が免責される可能性があることは判例法理上、確立している(BGH 107,229)。

もっとも、これは、保険の目的物に関する危険管理を保険契約者から委ねられていた者の行為を保険契約者の行為と同視する趣旨の議論であり、本研究において直接参照することはできないと考えられる。ただ、ドイツにおいて、保険契約者による事故招致の議論が、従来、信義則を根拠として説明されてきた(BGH VersR 76, 649)のに対し、近年では、モラルハザードから保険者を保護する趣旨の規定であると説明されるようになってきている

こと(この趣旨を明言するものとして、例えば Prölss, Kommentar zum VVG, § 81 Rn.2(2010))は、上述の議論を補強する論拠となりうるものである。

## Defining a policyholder in the context of moral hazard

### — Can we handle the injury caused by a quasi-policyholder and the injury caused by a quasi-beneficiary on a same basis—

Yuji Ito (Professor at Sophia University)

#### [Summary]

The section 51 of Japanese Insurance Act provides that the life insurer is not obligated to effect payment if the policyholder intentionally causes the death of the insured. In the same way, the section 80 provides as to accident insurance that the insurer is not liable if the insured, the policyholder, or the beneficiary intentionally causes the insured event. These rules undoubtedly serve to defend insurer against moral hazard, and have been theoretically explained to be based either on the principle of public policy (those who caused the insured event shall not gain a profit from his unlawful act) or the principle of good faith which governs the contract parties. But it is not apparent whether and how these principles are applied to the case in which the insured event is caused by a “quasi-policyholder” or a “quasi-beneficiary”. This research aims to give an answer to this question, investigating the meaning of the ruling of Japanese Supreme Court on October 3rd, 2002, the facts appeared in lower court cases, and German argument on the same situation. The conclusion is that (i) the insured event caused by policyholder and the insured event caused by insured should be considered on the same ground (the principle of public policy), so that there is little difference between the factors we must take into account on the insured event caused by “quasi-policyholder” and those on the insured event caused by “quasi-beneficiary”, and that (ii) whether the insurer is under obligation to pay or not depends on the extent to which the quasi-policyholder’s interests (or the



quasi-beneficiary's interest) in payment excludes interests of other persons who are involved in the insurance contract.

# 生存関数が矩形化する高齢人口の貯蓄行動と生命保険利用による 長生きのリスクヘッジと世代間所得移転の研究

和田光平（中央大学教授）

井上希（青山学院大学経済学研究科博士後期課程）

## プロフィール

1996 年中央大学経済学部助手、2006 年から中央大学経済学部教授。  
2008 年 4 月から 2010 年 3 月 オーストラリア国立大学人口研究所客員  
研究員。日本人口学会理事。主要単著『Excel で学ぶ人口統計学』  
（2006 年、オーム社。日本人口学会普及奨励賞）、『人口統計学の理論  
と推計への応用』（2015 年、オーム社）。

## 【要旨】

本研究は、人口の側面から各種市場規模の将来動向を推計し、わが国における少子高齢化ならびに人口減少が、高齢者の貯蓄行動ならびに生命保険等の金融市場に及ぼす影響について分析することを主な目的とする。

消費の分析における統計的な制約から、個別の消費数量や貯蓄残高については、基本的に個人単位ではなく世帯単位で把握せざるを得ないため個人単位の人口動向ではなく、本研究では世帯の主たる構成員である世帯主の個人的な人口特性に着目し、それを世帯全体の特徴的な人口属性として市場規模推計に応用した。世帯主の年齢別世帯の消費行動や貯蓄残高については家計調査および全国消費実態調査を利用した。近年の動向を確認した限りでは、世帯主の年齢毎の消費パターンに大きな差異は認められず、コーホート効果や時代効果よりもむしろ年齢効果が大きく影響すると想定される。したがって 2002 年から

2008 年までの各年の消費額に対して、消費者物価指数により 2005 年を基準となるように実質化し、それらの期間の年齢別消費額の平均値が今後も不変という仮定のもとに、その平均値を市場規模推計の基準値とした。つまり、その平均値に対して、別に推計された世帯主の年齢別世帯の将来推計を乗じることにより金融市場の将来規模とした。

その結果、年齢の差異に関係なく消費される金融商品については、世帯主年齢別世帯数の推移に比例した動向を示すが、高齢者の指向性が強い市場では特に高齢者世帯を中心に市場全体についても今後急速な拡大が見込まれ、他方、若年者の指向性が強い市場では年齢構造が不変のまま市場全体が縮小する傾向にあることが計量的に確認できた。さらに、世帯主年齢別世帯による貯蓄残高の統計資料から、各種金融商品と世帯主年齢別世帯数との関係についても分析し、人口の側面から今後の金融市場についても展望した。

さらに世帯の貯蓄現在高を年齢効果、期間（ピリオド）効果、コーホート効果に 3 分割する、いわゆる APC 分析（Age-Period-Cohort）の結果、次のような含意が得られた。

世帯における貯蓄現在高の年齢効果は上昇している。これまで日本の定年であった 60 歳までは給与の伸びと同様に累進的に年齢効果も上昇していると推測される。その後、70-74 歳コーホートまでは年齢効果の伸び率が逡減しており、高齢期において貯蓄を切り崩して生活していることが窺える。さらに、それ以降急速に年齢効果が上昇している現象は消費が減りその分貯蓄に回していることと、有価証券などの他の金融資産を流動性の高い預貯金に変換していることが考えられる。これは、寿命が近づくにつれて生活費のほか医療費や、ある程度の遺産相続など、長生きのリスクヘッジに充てるためとみられる。また、期間効果でみれば、いわゆる失われた 10 年や日本の景気と連動して消費の期間効果が減少している。

世帯の預貯金額は一ヶ月のフローデータであるため季節変動があることは否めない。45-49 歳コーホートから 55-59 歳コーホートまで年齢効果が徐々に上昇したのは、子供が親の元から手を離れ教育費や生活費等の消費を貯蓄に回すことができるようになったからであると推測される。また、その後の流れは世帯の貯蓄現在高と同じ考察である。もっとも年齢効果はすべてマイナス値をとっているが。時代効果とコーホート効果についても世帯の貯蓄現在高とほとんど同様の動きとなっている。

指数的に伸びると考えられた世帯の保険掛金が 60-64 歳コーホートと 65-69 歳コーホートで一旦減少するのはやはり定年による影響が大きいと考えられる。時代効果について、1999 年に大幅に減少したのは前年度の消費税増税の影響を受けている。コーホート効果は依然としてマイナス値で同様の傾向を示している。

最後に有価証券の購入額については貯蓄現在高と連動している。具体的には年齢効果が 80-84 歳コーホート以降は急減している。コーホート効果についても 1909 年コーホートが極端に低く、この 2 つの結果を照らし合わせると 2004 年時点で 85-歳のコーホートは極端に有価証券について負の感情を有していることになる。このコーホートは戦後厳しい時代を生き抜いた代表世代であり、流動性が高くリスクの低い金融資産を好むのだろう。実際に貯蓄に対するコーホート効果も高い。また、それ以外のコーホート効果については-2 付近にある。時代を問わず、日本人は有価証券に対して抵抗があるのだろう。なお、全効果のうちプラスの値となったのは 111、マイナスの値となったのは 21 だった。バブルの崩壊や消費税増税等を通じて可処分所得は消費に費やされる傾向にあったと推測される。

まとめると、現在貯蓄高と 1 月あたりの預貯金は増加傾向にある。現在のような円安の影響もあるが、少子高齢化による年金支給年齢の上昇や支給金額の低額化傾向により若年

期から預貯金を増やすことで老後に備えるようになっている。逆に保険掛金や有価証券の購入額は減少傾向にある。保険掛金については、これまで平均寿命の伸びに比例して保険掛金も伸びたが平均寿命の伸び率が下がることで保険掛金の伸びも止まり横ばいとなる。さらに単身世帯が徐々に増加傾向にあることで平均世帯構成員も減少する。その結果世帯あたりの保険掛金も減少傾向になるのだろう。有価証券については、日本の景気や年金制度を鑑みて金融資産に対してさらに保守傾向となり、その結果今後減少していくと予想される。

## **【報告書本文】目次**

- 1 はじめに
- 2 金融市場の推計
  - 2.1 推計方法
  - 2.2 年齢別の消費と貯蓄行動
  - 2.3 高齢化と金融・保険市場の展望
- 3 貯蓄と保険の APC 効果
  - 3.1 貯蓄の分析
  - 3.2 保険の分析
- 4 おわりに

# The Research of the Finance and Insurance Market from the Perspective of Saving and Hedging Behavior in Older Age with the Rectangularized Survival Curve.

Kohei Wada (Professor, Chuo University)

Nozomu Inoue (Graduate student, Aoyama Gakuin University)

## [Summary]

The purpose of this research is to realize the future financial market (including the life insurance) size in the light of demographic changes, especially low fertility and ageing in Japan. Firstly I will examine the statistical problems of the household in terms of the relationship the individual consumption and aggregate population phenomena. Next the method for age-based projection of householders should be applied due to the limitations of consumption statistics. Namely the future level of consumption should be projected with linking the number of households and the age of the head of a household with regards to demographic analysis. As the results, in accordance with the characteristics of goods or service, each age consumption pattern is classified into a few types, which are the older consumer-oriented type, the younger consumer-oriented type, the age independent type. Next several market sizes will be projected by 2030 as case studies. Among them are the markets for financial products and medical services, which will be given the particulars. It is significant that every result clarifies in quantitative terms how the structural demographic changes can impact the consumption market. According to my projections, most of the markets in Japan tend to shrink in long term. In particular, older-oriented typed markets are expected to maintain the status quo or to expand their sizes slightly, whereas the sizes are anticipated to contract in the younger-oriented typed markets. Such is the case with the financial market.

Finally the APC analysis was applied to the balance of national savings in Japan. Age effects of savings outstanding of households have risen as drawing a cubic curve. Age effects also would have risen progressively as well as the growth of salaries up to 60-year-old retirement age in Japan at that time. The growth rate of Age effects has been diminishing since then until 70-74 years of age, because people of these ages would be living by cutting their savings. In addition, the reason why the Age effects increased rapidly thereafter would be because savings are increased in exchange for reduced consumption or other financial assets such as securities are converted into highly liquid savings. This would be considered that their savings are used in medical expenses or their inheritance as they come close to the end of their lifetime. The reason of reduction

in the Period effects is that the reduction is linked the Japanese bad economy, especially so-called “the lost decade” in Japan.

Average savings of household's are flow data in a month, so that, the seasonality cannot be denied. Age effects was gradually increased population aged from 45-49 to 55-59 years old, this reason would be that parents could turn the consumption for their children like living or educational expenses into savings for themselves after the nest leave of children. The trend for more aged people is thought to be similar to savings outstanding's. However, it is to be noted that Age effects has taken all the negative values. Period effects and Cohort effects represented almost same motion as those in savings outstanding of households.

Insurance premiums of households had been thought to grow up exponentially. However, it became to decrease temporarily for 65-69 and 60-64 year-old aged population greatly due to the retirement. Period effects were significantly decreased in 1999, greatly affected by the consumption tax hike in the previous year. Cohort effects remain a similar shape, and negative values.

Securities purchases of households, as mentioned earlier, are linked with savings outstanding. More specifically, Age effects of 80-84 year-old and more aged population are rapidly decreased, and Cohort effects of the cohort born in 1909 is extremely low., As both results, the 85 years old population, which is the cohort born in 2004 has the extremely negative feelings to the securities. They are a typical generation that survived during the harsh post-war period, so would prefer financial assets with low risk and high liquidity. Actually, their Cohort effects on savings are higher than those of other cohorts, and the Cohort effects on others are around -2. Japanese people seem resistant to securities in any period.

Besides, of all effects, 111 remark a negative value and 21 do a positive value. The disposable income would tend to be spent on the consumption through the consumption tax hike or the collapse of the bubble. Top 10 of the absolute value of the effects is as follows.

Average savings outstanding of households and average savings of households (per month) tend to increase. In addition to a current weaker yen, due to the reduced amount of pension or the rise in pension eligibility age in response to the very low birthrate and population aging, people would prepare for old age by saving more in working life. On the other hand, average securities purchases of households (per month) and average insurance premium of households (per month) tends to decrease little by little. Insurance premium has increased in proportion to the increase in the life expectancy, then it will level off as the increase rate of the life expectancy in Japan slow down. In addition, the number of the single-person households is increasing gradually now, while the household members are also reduced in the future. As a result, insurance premium

per household will also have a downward trend. Concerning securities purchases, they seem to have a more conservative trend than other financial assets in a viewpoint of the pension system and the economy in Japan. As a result, securities purchases per household will also have a downward trend like the insurance premium.



# なぜ日本の生命保険市場では貯蓄型保険が取引されているのか

## —後悔回避を用いたアプローチ—

藤井陽一郎（大阪産業大学経済学部）

大倉真人（同志社女子大学現代社会学部）

尾崎祐介（大阪産業大学経済学部）

### プロフィール

筑波大学大学院システム情報工学研究科社会システム工学専攻修了 博士（社会経済）。筑波大学システム情報系研究員、大阪産業大学経済学部講師などを経て2013年より現職。大倉真人准教授（同志社女子大学）、尾崎祐介准教授（大阪産業大学）とともに保険理論研究会を開催。

### [要旨]

日本の生命保険市場は、世界でもトップクラスの市場規模を持っている。一方で、日本の生命保険市場は欧米の生命保険市場とは異なる特徴を持っている。異なる特徴の1つとして、保険契約が挙げられる。すなわち、欧米の市場では、契約期間内に保険金の支払いが起これなければ被保険者に支払いのない「掛け捨て型」保険（Term Insurance）が主流となって取引されている。一方で、日本においては保険金の支払いがなくとも一定の金額が支払われる「貯蓄型」保険（Mixed Insurance）が高い人気を集めていることが挙げられる。しかし、リスクや不確実性下の意思決定分析に用いられる期待効用理論では、被保険者はつねに掛け捨て型保険を購入することが望ましくなる。このことから、生命保険市場では貯蓄型保険が取引されていることが理論的に説明できないことになる。そこで、本報告書では期待効用を一般化した後悔理論を用いて分析をおこなう。

後悔理論は Bell (1982) と Loomes and Sugden (1982) が最初に提唱したものである。期待効用理論では、選択した代替案から得られた結果だけを効用関数で評価していたが、

後悔理論では得られた結果だけでなく、意思決定者が選択しなかった代替案の結果も評価するとしている。つまり、意思決定者が選択した代替案の結果が選択しなかった代替案の結果よりも好ましいものであれば、意思決定者は「喜び (rejoicing)」を感じるとしている。一方で、選ばなかった代替案の結果の方が好ましい場合には、意思決定者は「後悔 (regret)」を感じるとしている。Bell と Loomes and Sugden は、代替案が2つで二者択一の状況で期待効用を一般化し、効用関数に喜びと後悔をあらわす新たな関数を加えることにより、選好関係の表現を示している。Bell と Loomes and Sugden は後悔と喜びを加味した表現を後悔理論と呼んでいる。

しかし、この表現では3つ以上の代替案での選択を考えると、選好が循環してしまい、最適化問題の解が導出できなる可能性があることが問題点として指摘されている。このような選好の循環が生じる原因は、後悔の対象が定まらない点にある。これを回避するために、Braun and Muerman (2004) は、後悔の対象を事後的に最良の結果としている。これは、意思決定者が自身の選択に対してつねに後悔を感じる状況をあらわしている。さらに、本報告書では事後的に最悪の結果を対象とすることで、つねに意思決定者が喜びを感じる状況も議論する。

はじめに、後悔理論を用いた保険の選択問題を記述する。分析にあたっては、保険数理的に公平であるとする。また、損失が発生した場合には、その損失を全額カバーする完全保険の状況を分析する。これらの仮定をおくことにより、保険者側の意思決定を捨象することから、分析を単純化する。ある初期資産を持つ被保険者が、掛け捨て型保険と貯蓄型保険のどちらか一方に加入するものとする。被保険者は一定の確率で一定の損害をこうむるが、それ以外は損害が発生しないものとする。

被保険者がつねに後悔を感じる状況では、次の結果を得た。

## 結果 1

被保険者の効用関数が線型かつ、つねに後悔を感じるときには、損失の確率が  $1/2$  より大きいときに、掛け捨て型保険よりも貯蓄型保険を選好する。

結果 1 の示す結果は、保険選択において大きく直観とはずれるものとなった。すなわち、損失の発生確率が  $1/2$  よりも高いという極めて高いときにおいてのみ、つねに後悔を感じる被保険者は貯蓄型保険を選択するというものである。ただし、この分析では後悔をあらわす関数の形状として、凸関数を仮定している。これは先行研究で用いられるものと同じである。また、効用関数を線型としているのは、効用関数の形状の影響を取り去り、後悔の影響に着目するためである。

次に被保険者がつねに喜びを感じる状況では、次の結果を得た。

## 結果 2

被保険者の効用関数が線型かつ、つねに喜びを感じるときには、損失の確率が  $1/2$  未満のときに、掛け捨て型保険よりも貯蓄型保険を選好する。

結果 2 では、被保険者は自身の選択した結果と事後的に最悪の結果を比較することで、つねに喜びを感じる状況にある。被保険者が喜びを凹関数により評価することにより、損失の確率が小さいときに、貯蓄型保険を選択する結果を得ることとなった。先述のとおり、期待効用理論の枠組みでは、被保険者は掛け捨て型保険を選択する。現実の人々の選択と理論の乖離を説明するために後悔理論の枠組みを用いると、被保険者が事後的につねに最悪の結果をみて喜びを感じるときに、両者の乖離が解消する結果を得ることとなった。

これまでの分析では、完全保険の購入に対して、掛け捨て型保険と貯蓄型保険の比較をおこなってきた。しかし、多くの保険商品は現実には損失が発生した際のカバー率を表現

しているに他ならない。そこで、被保険者は損失が起きた場合の最適なカバー率を選択する問題を考える。分析にあたっては、Mossin (1968) と同様に、保険数理的に公平かつ一定の損失が起きるか起きないかという 2 状態で分析をおこなう。Mossin は期待効用の枠組みで最適なカバー率をもとめており、結果として内点解として完全保険が最適となることを明らかにしている。

一方で、結果 2 を踏まえて、被保険者がつねに喜びを感じる状況では、端点解として完全保険を購入する場合と過小なカバー率を購入することが最適とある場合があることが明らかとなった。これらの結果が生じる場合分けをおこなうと、以下の結果を得た。

#### 結果 4

被保険者の効用関数が線型かつ、つねに喜びを感じるとする。貯蓄型保険での最適なカバー率は完全保険とならずに過小となる。

次に、効用関数の形状がカバー率に与える影響をみると、次の結果を得る。

#### 結果 5

喜びを表現する関数を  $\hat{h}$  とする。被保険者の効用関数  $u$  が  $\hat{u}$  よりも Arrow-Pratt の意味でより凹であるとき、被保険者は過剰に保険を購入することが最適となる。

ここで、 $u$  が  $\hat{u}$  よりも Arrow-Pratt の意味で凹であるとは、

$$-\frac{u''(x)}{u'(x)} \geq -\frac{\hat{u}''(x)}{\hat{u}'(x)}$$

が成り立つことをあらわしている。このとき、被保険者は端点解で完全保険を選択することになる。さらに、喜びを表現する関数について、次の結果を得る。

## 結果6

被保険者が効用関数 $\hat{u}$ を持っているとする。喜びを表現する関数 $h$ が $\hat{h}$ よりも

$$-\frac{h''(x)}{1+h'(x)} \geq -\frac{\hat{h}''(x)}{1+\hat{h}'(x)}$$

の意味でより凹であるとき、過小な保険が最適となる。

ここまで、リスクや不確実性下での意思決定分析の標準的なアプローチである期待効用理論では説明のできない貯蓄型保険が取引される問題を考えてきた。現実と理論の乖離を説明するために、われわれは後悔理論を用いて分析をおこなった。結果として、保険の購入を考える場合、被保険者がつねに後悔を感じる場合よりも、つねに喜びを感じるという方が現実を説明できることが明らかとなった。今後、これらの結果を踏まえて、喜びを表現する関数の形状や実験経済学の手法を用いた検証などの発展が期待される。

## 【報告書本文】目次

1. はじめに
2. 後悔理論の定式化
3. 掛け捨て型保険と貯蓄型保険の選択
  3. 1 意思決定問題の記述
  3. 2 「後悔」を感じる被保険者の選択
  3. 3 「喜び」を感じる被保険者の選択

#### 4. 混合保険の最適カバー率

##### 4. 1 期待効用と掛け捨て保険の場合

##### 4. 2 喜びに基づいた混合保険の最適カバー率

##### 4. 3 二つの特殊ケース

##### 4. 4 最適カバー率に対するリスクと喜びの影響

#### 5. 結果と考察

#### 参考文献

# Regret and Rejoicing Effects on Mixed Insurance in Japan

Yoichiro Fujii (Osaka Sangyo University)

Mahito Okura (Doshisha Women's College of Liberal Arts)

Yusuke Osaki (Osaka Sangyo University)

## [Summary]

People purchase insurance to prepare risky losses just in case. It is natural that people agree to receive compensation for specified losses at making insurance contracts. This type is called the term insurance. Most insurance is included in this type, so that almost studies in insurance economics have been concerned with the term insurance.

However, there is another type of insurance contracts that make payments both when losses occur and do not occur. This type is called the mixed insurance. Private pension contracts are a typical example. For most private pension contracts, payments are not only realized when policyholders reach the certain age (such as 65 years old), but also when they die before that age. If policyholders survive after the certain age, they can receive pension benefits. In contrast, if policyholders die before the certain age, their bereaved family can receive policyholders' pension payments or death benefit. Endowment insurance is also a typical example of mixed insurance. This insurance pays same compensation for both specified losses and maturity of contract when no accident occurs. The number of endowment insurance accounts for about 15 percent of Japanese life insurance market according to the life insurance association of Japan. As this example comes to understand, mixed insurance is popular and widely distributed in Japanese insurance market. Mixed insurance cannot be

negligible since Japanese market is one of the biggest markets. This fact motivates this paper.

Many previous researches, unfortunately, implicitly conducted a situation in which insurance payments are made only when losses occur. In other words, how to decide optimal insurance coverage of mixed insurance is still an open question. However, it also should be noticed that there needs a reasonable ground why mixed insurance is traded. It is intuitive that mixed insurance seems to be strange from proper purpose of holding insurance. This intuition is supported by expected utility framework which is a dominant tool in insurance economics. Since people suffers a mean preserving spread of final wealth holding mixed insurance instead of term one, risk averse people never hold mixed insurance by a classical argument of Rothschild and Stiglitz (1971). However, many people actually purchase mixed insurance. In this paper, we attempt to provide a theoretical ground why and how people purchase mixed insurance using regret theory originally introduced by Bell (1982) and Loomes and Sugden (1982). Regret theory is formed by two components, regret and rejoicing by comparing actual wealth to reference one. To avoid confusion, we do not call regret theory, but regret and rejoicing formation. Regret and rejoicing formation is given axiomatic foundations by Sugden (1993) and Quiggin (1994). Since it is difficult to apply their original formation to most insurance problems, Braun and Muermman (2004) proposed a modified version of the original formation and examine regret effects on insurance demand. As they set the reference payoffs as the best wealth, people always feels regret from their actual wealth comparing the best wealth. Their formation is standard in the literature. For example, Wong (2011) apply their formation to optimal



bank margin, Solnik and Zuo (2012) apply it to international asset market. In this paper, motivating them, rejoicing formation is also introduced by setting the reference payoffs as the worst wealth.

In section 2, we briefly explain the original regret and rejoicing formation, and introduce the regret formation and the rejoicing formation. In section 3, we consider a choice problem between term and mixed insurance. People never choose mixed insurance under expected utility formation, but they may choose one under the regret formation and the rejoicing formation. We also derive a threshold loss probability to choose mixed insurance. Based on the analysis in section 3, we adopt rejoicing formation in the following section. In section 4, we examine rejoicing effect on mixed insurance demand. It is determined by the relative importance of utility term and rejoicing term measured by their degrees of concavity. The analysis in section 4 can easily be applied to the regret formation. Section 5 makes a concluding remarks.