

リスクファイナンス論の新展開

小 川 浩 昭

目 次

1. 問題意識
2. リスクファイナンスの概念規定
3. リスクファイナンス手段の分類
4. リスクファイナンスの発展
5. リスクファイナンス手段の体系

1. 問題意識

リスクファイナンス論は、リスクマネジメント論において、最もファイナンス論や金融論に関わる分野である。それだけにこれらの隣接科学の影響を受けている分野でもある。当初はリスクファイナンス手段の一つに過ぎない保険が絶対的な存在とされ、それゆえリスクマネジメント論はその実保険マネジメント論であった。したがって、その後のリスクマネジメント論の発展とは、リスクをどうするのかという本来の意味でのリスクマネジメントの指向を意味する。それはまた、保険を中心にみれば、絶対的な位置づけにあった保険が相対化されることに他ならず、リスクファイナンス論においても保険が一手段として相対化されることである。しかし、特に保険の相対化が促進されたのは、リスクが重要となる環境変化の中で保険を代替する手段の生成・発展によるため、保険代替にかかわる現象の分析がリスクファイナンス論の重要な分野の一つになる。そして、かかる分析は、歴史的な視点から保険代替手段の生成・発展を跡付け、各保険代替手段の歴史的意義の明確化という研究成果に基づきながら、

各保険代替手段のリスクファイナンスにおける位置づけが体系的に分類され、理論的に把握されなければならない。

しかし、保険代替をめぐる現象は、「保険と金融の融合」と称され、保険が一金融手段と位置づけられて、保障機能ではなく、もっぱら資金調達機能に着目して把握されている。確かに、「統合リスクマネジメント」、「統合リスクファイナンス」、「トータル・ソリューション」等からは共通の尺度によるリスク計量が目指され、それが金融リスク計量の応用として金融以外に適用されることで、金融一般の把握が指向されるのであろう。リスク計量が発展した金融は資金運用ないしは反対からみた資金調達という意味で限定されるのに対して、「保障」の保険は明らかに異なるのであるが、資金調達という点で同一であるとされ、保険が金融に統合される。また、リスクマネジメント論が経済学におけるミクロ経済学指向と呼応しながら、経営的視点でもっぱら考察されることも、保険の金融手段的把握、保険と金融の融合という把握を促している。こうした研究は有用であり、既に実務で活用されてもいる。むしろ、実務が理論に先行した面が強い。いずれにしても、世の中のありとあらゆるリスクの統合が指向され、高度なリスクマネジメントが展開されているはずなのに、リスクマネジメントが敵わない金融危機や金融機関の不祥事が繰り返されている。

これは明らかに矛盾する現象である。個々の経営、特に金融機関の経営で高度なリスクマネジメントを行って、効率的・効果的なリスク処理を行うというミクロの次元の効率性追求とその恩恵を受けつつ金融手段の選択肢が増えてより効率性を追求できる家計、企業の行動と、期待に相反する金融機関経営やバブルの生成・崩壊というマクロの次元の現象の矛盾である。前者の期待に相反する金融機関経営は、リスクマネジメントの高度化が反倫理的・反社会的行動をもたらしているという点でモラル・ハザードの問題と考えられる。後者のマクロの次元の問題は、ミクロとマクロの不整合である「合成の誤謬」といえ、これを「リスクにおける合成の誤謬」とよぶことができよう。リスクをめぐる研究は、倫理と無関係な合理性を前提とした枠組みでのモラル・ハザードの分析という経済学的考察のみではなく、従来からある倫理的な保険学的考察が求められる。また、個々のリスクの分析、それを統合する技術といったミクロの

次元の分析に対するマクロの分析が求められていると考える。換言すれば、個々の手段の内容把握にとどまるのではなく、体系的、制度的な考察である。リスクマネジメントの中心を占め、最もファイナンス論や金融論に関わるリスクファイナンスの考察においても、ミクロの次元の分析ばかりでリスクファイナンス手段の体系的、制度的な考察が行われていない。これが、本稿の問題意識である。本稿では、リスクファイナンス論の体系的、制度的考察を行うために、理論的に掘り下げるべき、いくつかの問題について考察する。

2. リスクファイナンスの概念規定

概念規定や定義などというと、それ自体を無意味とし、もっぱら実務が意識される風潮であるが、そのことが理論的考察をなおざりにすることにつながっている。スタートを確定させる作業さえ行う努力がないならば、およそまともな議論はできないのではないか。もちろん、これは大変な作業ではある。なぜならば、リスク概念を明確にすることを前提とするからである。リスク概念をめぐる議論では、リスクの概念規定、定義を放棄するのが通説と思われ、リスクの概念規定は無駄な努力に終わる蒸し返しの議論として批判されるであろう。この批判に応えるためには相当な議論が必要とされ、この小論で採り上げるべき議論ではないが、本稿ではリスクファイナンスの定義づけを行うために、リスク概念についてポイントだけでも提示したい。

さて、リスクファイナンスが「リスク」と「ファイナンス」という用語から成り立つことから、それぞれの用語の意味、それらが統合された意味として、リスクファイナンス概念が規定されるべきであろう。まず、「リスク」、「ファイナンス」という用語について、それぞれ考察しよう。

「リスク」という用語は今や時代を象徴するような用語であり、学際的な概念になってきた重要な用語である。それゆえ統一の定義が求められるが、それぞれの研究分野におけるリスク概念はあまりにも違うので統一は困難であるとされる¹⁾。すなわち、統一的定義が求められる状況にありながら、それを困難

1) たとえば、中山[2010]を参照されたい。

とし、中にはその難易度から統一を試みることを無意味とするような見解もあり、いずれにしても、統一的把握に否定的であるというのが通説のようである。しかし、社会科学では、標準偏差として計算される変動性という意味のファイナンス論のリスクが幅を利かせ、わが国保険学において重視された可能性・期待値としてのリスクは後方に追いやられている。一方、自然科学、環境学などでは、期待値の把握が多い。計量化しがたいリスクを計量することが重要とされ、その努力の中で期待値的な把握が多くなったからである。自然科学、環境学で変動性が軽視されるのは、それが直接被害・損失に結びつかないからである（米山[2008]p. 6）。これらの点を踏まえて、ひとまずリスクを「困難が発生する可能性」としよう。経済学、リスクマネジメント論、保険学といった社会科学では、当然のことながら、リスクを経済的概念として把握することになる。ここに経済的概念とは金銭評価を意味し、マクロ経済的にはリスクを処理する金融手段、経済的保障制度の分析、ミクロ経済的には取引・契約の分析、あるいは、リスクマネジメントの分析となる。いずれにしても、具体的な金額に置き換えることが意識され、リスクが関連する「困難」も「経済的困難」となる。これはリスクファイナンス論の前提ともいべき事柄であるが、リスクファイナンス論の枠組みで考えると、経済的困難とは、家計や企業という経済主体の日常の経済活動において、損害や費用が発生し、資金が必要になる状況を指す。したがって、リスクとはそのような状況になるかもしれないという可能性を意味する。可能性としているのは、発生するかどうか分からない、あるいは、いつ発生するかわからないという点で偶然性を有するからである。

偶然性は、「偶然なくして保険なし」といわれるほど、リスクファイナンス手段の代表的なものの一つである保険にとって重要な概念である。しかし、保険における偶然性は保険的偶然性ともいべきものにして、常識的な偶然性とは異なる点に注意を要する。常識的な偶然性とは、確率論の世界での考えであろう。日常生活において、われわれは必ずしも意識していないかもしれないが、偶然性を確率論で考えている。すなわち、絶対起こりえないこと確率 = 0 の「不可能」と必ず起こる確率 = 1 の「必然」の間である $0 < \text{偶然} < 1$ が起こるか起こらないかわからない「偶然」の領域である。そして、これが常識的な

偶然であろう。しかし、これだと「必然」である人の死に対して生命保険は成立できないことになる。それでは、なぜ確率1の人の死に保険が成立するのであろうか。

生命保険が成立するのは、人の死は確率1ではあるが「いつ起こるかわからない」という特徴を有し、そのことが $0 < \text{偶然} < 1$ の偶然事象と同様に経済的困難を発生させる可能性となり、保障ニーズを喚起するからである。確率論的な偶然性は「起こるか起こらないかわからない」という特徴を有し、それは「いつ起こるかわからない」という性質も持つ。人の死は、前者はわかるもの、後者はわからない事象である。こうして保険学では偶然事象を「起こるか起こらないかわからない」事象の他に、「いつ起こるかわからない」、「どのように起こるかわからない」事象も含め、それぞれの偶然性の性質とリスクを関わらせて、起こるか起こらないかわからないリスク = if risk、いつ起こるかわからないリスク = when risk、どのように起こるかわからないリスク = how risk と捉える。すべての性質を備える偶然性を「絶対的偶然性」、いつ起こるかわからないという性質のみ有する偶然性を「相対的偶然性」という。人の死は相対的偶然性であり、相対的偶然性でも保障ニーズを喚起するのであれば、そこに保険は求められる。人の死とはまさにそのようなものである。ここに、保険における偶然性は、常識的な確率論的偶然性 = 絶対的偶然性だけではなく、相対的偶然性を含む点において、広い概念である。この偶然性を「保険的偶然性」とよぼう。

リスクマネジメントをはじめとするリスクを考察する学問が対象とするリスクと偶然性との関係では、当然保険リスクを射程に入れるために、保険的偶然性をリスクの偶然性とすべきである。すなわち、リスクを保険的偶然事象と捉えるのである。

また、変動性としてのリスクも考える必要がある。ただし、リスクを不確実性としてもっぱら変動性として捉えるべきではない。リスクを変動性としてしまえば、動くということ自体が対応すべき事柄とされ、困難へ対応するという本来の目的からずれてしまう。いま、好ましいことをプラスの世界、好ましくないことをマイナスの世界とすると、不確実性・変動性によるリスクの規定

は、プラスであれ、マイナスであれ、変動することを問題とする。しかし、社会生活において問題なのは、変動それ自体ではなく、マイナス事象の発生である。これをなんとかしたいというのが、そもそものリスク処理の原点ではないのか。できればリスクはないほうがいいから、リスクをなくすことが理想であるが、リスクをなくすことはできず、社会生活においてリスクが顕在化してしまう。そのリスクは資金を必要とする状態 = 経済的ニーズを発生させる。本来的にリスクは困難、マイナス世界の話である。そのリスク処理において、変動に着目し、たとえば、プラスの世界の利益を放棄してマイナスの世界に陥らないようにするといった、リスクヘッジなどが考えられるに過ぎない。この点でファイナンス論の変動性というリスクの理解は、どこが便宜的なものである。現在のリスクをめぐる議論の問題の一つは、便宜性を帯びたファイナンス論のリスク概念が、学問としてのファイナンス論の肥大化とともに、あたかも絶対的なもののように重視されていることである。そして、変動性としてリスクを捉えることで、プラスの世界のあることを強調し、マイナス方向でのみ考えることを批判する。

確かに、投資が象徴的なように、リスクを取って投資を行うことにより収益が得られる。リスクはプラスを得るための対価とも考えられる。しかし、これはプラスの世界を求めてマイナス世界のリスクを享受する場合であり、問題は対価的に把握できないもっぱらマイナス世界と関わるリスクである。通常、前者を投機的リスク、後者を純粹リスクと分類するが、対価的把握ができない純粹リスクは特にその処理が問題となる。リスクの議論は、マイナスと向き合うことが重要である。それは、前述のとおり、リスクは本来マイナス世界に関わる事柄だからである。それに対してプラスを強調することは、安易なリスク理解、ひいてはモラルハザードにも結び付くのではないか。嫌なことは見ないようにする、考えないようにする、かくして、さまざまな想定外が置かれ、取り返しのつかない原子力発電事故を起こしてしまったことと一脈通じないか。正に、モラルハザードである。

以上から、リスクは偶然性、しかも人間の死との関わりを重視して、保険的偶然性を前提としたマイナス世界に関わるという点を中心にして把握すべきと

考える。偶然であるが故の要素として、リスクは変動性も帯びる。したがって、抽象的にはリスクを次のように定義する。

リスクとは、偶然事象によって困難が発生する可能性である。

さらに、リスクファイナンスを意識して経済的問題に引き付けられれば、次のようになろう。

リスクとは、偶然事象によって経済的ニーズが発生する可能性である。

次に、「ファイナンス」について考察する。ファイナンス (finance) は、通常「財務」、「金融」等と訳される。財務は、「財政に関する事務」のことであるが、コーポレート・ファイナンス (corporate finance) に対して「企業財務」の訳が与えられるのが典型的な例であり、コーポレート・ファイナンスは企業を前提とした資金調達および資金運用、具体的には資産、負債、損益、キャッシュフローの管理を意味する。リスクファイナンスはリスクに関わる資金調達であるから、企業を前提にすれば、財務に関する事柄となる。したがって、リスクファイナンスのファイナンスには、企業を前提として「財務」の意味が込められている。

一方、「金融」との関係はどうであろうか。金融とは文字通り「資金の融通」なので、資金の出し手からみれば資金供給、資金の取り手からみれば資金調達となり、必ずしもファイナンスは資金調達の意味に限られない。本来資金供給と資金調達が会って、資金が融通されることを指す。しかし、ファイナンス・金融は特に資金調達を指す場合が多い。たとえば、金融論では金融を大きく内部金融と外部金融に分ける。この分類基準は資金調達先であり、資金調達先が自分自身・内部であるか他人・外部であるかということである。自分自身・内部をわざわざ資金調達先として内部金融とするのは常識的には理解しがたいが、たとえ貯蓄の取り崩し、内部留保の取り崩しでも、金融論では資金の調達に着目しているのので、内部金融として一つの金融と捉える。

以上のように、ファイナンスは「財務」、「金融」の意味が込められつつ「資金調達」の意味である。このファイナンスの意味を踏まえて、改めてリスクファイナンスのリスクの意味を考えると、資金調達に結びつけるために、具体的な金額にできなければならない。したがって、先のリスクの定義、「リスクとは、偶然事象によって困難が発生する可能性である」リスクは、その可能性を金額として表す必要があり、それは困難が資金ニーズという金額として表れることを意味しよう。こうして、次のようにリスクファイナンスの定義が導ける。

リスクファイナンスとは、偶然事象によって資金ニーズが発生する可能性に対して、資金を調達できるように準備しておくことである。

したがって、リスクファイナンスのファイナンスは、単なる「資金調達」ではなく、「資金調達できる状態の確保」と捉えなければならない。

ところで、「リスクファイナンス」については、「リスクファイナンス」(Risk Financing)、「ロスファイナンス」という言い方もあるので、やや細部の議論となるが、「ファイナンスかファイナンスか」、「リスクファイナンスかロスファイナンス」か、についても考察する。

「リスクファイナンス」という用語を本稿では使用しているが、「リスクファイナンス」という用語が一般的であった。たとえば、リスクマネジメントと保険 (Risk Management and Insurance, RMI) の分野において、アメリカで版を重ね標準的なテキストとされているDorfman[2008]、Redja[2008]、Vaugahan = Vaugahan[2003]では、リスクファイナンスとなっている。わが国でもこれに従いリスクファイナンスという用語がみられ、最近出版されたテキスト大谷編[2008]、家森編[2009]、近見ほか[2011]でもリスクファイナンスが使われている。このようにわが国でも従来はファイナンスが一般的であったと思われるが、テキストの類では近見ほか[2006]、また、リスクファイナンスをテーマとした甲斐 = 加藤[2005]は『リスクファイナンス入門』というタイトルであり、わが国におけるRMIの標準的テキストを目指した米山[2012]でも、「ロス・ファイナンス」という用語ではあるが「ファイナンス」と

いう用語が使われている。経済産業省の研究会報告書（リスクファイナンス研究会[2006]）も「リスクファイナンス」である。「ファイナンス論」といった用語が一般化していることからしても、「ファイナンス」とすべきか。なお、「ファイナンス」ではなく、「ファイナンス」とすべきと明確に批判したのは、亀井[2001]である（同p.42）。

このように、リスクファイナンスについては、この用語自体が確立していないが、近年「ファイナンス」が優位となってきたようである。一方、米山[2012]にみられる「ロス・ファイナンス」という用語から、「ロス」か「リスク」という問題もある。これは、リスクマネジメント手段は通説的には大きくリスクコントロールとリスクファイナンス（またはリスクファイナンス）に分けられるが、いずれも「ロス」という用語を使用すべきとの主張である。ロスコントロールについては、リスクとは期待値と期待値まわりの変動性を意味し、コントロールするのは期待値だけなのでリスクという用語を使用すると誇張表現になるからであるとする（米山[2012]p.67）。ロスファイナンスについては、リスクそのものをファイナンスするのではなく、リスクが及ぼした損失をファイナンスするので「ロス」の用語を使用すべきとする（同p.93）。

ロスコントロールについては、ロスという用語の使用を支持できない。リスクファイナンスについては、この用語に対する批判点、ロスファイナンスという用語を適切とする理由のいずれにも賛同できない。

「ロス」で把握すると、保険学説（保険本質論）が損害概念で行き詰まった損害説と同じ矛盾をかかえる。すなわち、生命保険を説明できないことで保険学説としての損害説は行き詰り、非損害説へと発展したが、この発展を元に戻すようなことになる。保険の本質を重視する伝統的保険学の立場からは、そもそも保険の本質が問題となった理由が、海上保険として発生した保険に生命保険が登場し、損害概念での保険把握が不可能になったことにある点からすれば、損害に限定するのは保険理論の大いなる後退を意味するので、支持できない。

「ファイナンス」については、損失をファイナンスするということが、前述のとおり、リスクファイナンスのファイナンスは単なる資金調達ではなく、正確には、「資金調達できる状態の確保」と考えるべきである。リスクは期待

値、期待値まわりの変動性で計量されるにしても、そもそもは損害、費用等の経済的ニーズ発生の可能性ではないか。可能性概念のリスクに資金調達と対応するのがリスクファイナンスであり、そのファイナンスは可能性に対する状態の確保となろう。かくして、リスクに対して資金調達をできるようにしておく手段がリスクファイナンスであるから、この用語は適切であると考ええる。

なお、リスクファイナンス単独のテキストというのではないが、先に採り上げた甲斐 = 加藤[2004]は例外的にリスクファイナンスの入門書を意図している。同書では、リスクファイナンスを「リスクの財務的処置」と定義し、リスクの外部移転と自己保有をその内容とし、保険だけでなく、オプションをはじめとするリスクヘッジの手段や自家保険も含むとする（甲斐 = 加藤[2004]はじめに p. 1）。企業のリスクマネジメントを前提とし、不確実性の増大によって、対応を誤った場合に膨大なコストがかかるため、企業がリスクへの対応にコストをつぎ込むことは不可避であり、リスクファイナンス面で一步先んじることが必要であるとする（同はじめに p. 1）。また、保険と金融の境界は無意味になるとの認識である。肝心のリスクについては、「リスクとは当事者にとって不都合なことが起こる危険性であり、その大きさ、頻度等によってリスクの大きさをを感じるものとする」（同 p.32）と定義する。保険と金融の境界が無意味と考える金融重視派ともいえる同書において、興味深いのは、リスクを単なる不確実性とせず、不都合なこととしていることである。保険と金融の境界が無意味なものになるとは考えないが、リスクを不都合なこととし、ファイナンスを財務的処置としていることは、本稿の理解に沿っている。

ファイナンス論に盲目的に従うのではなく、そもそも何のためのファイナンスなのか、その目的をしっかりと考えることが重要である。

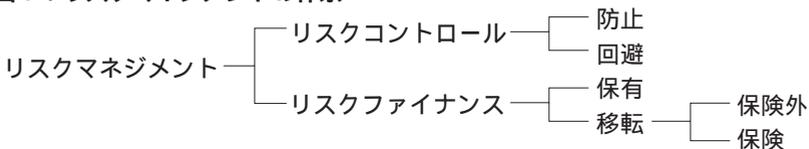
3. リスクファイナンス手段の分類

分類は、体系的考察そのものと言える重要なものである。分類を行うためには分類を行う対象の特定、リスクファイナンス論で言えば、今みたリスクファイナンス概念を前提とし、全体像を把握するのに適切な基準により、分類がなされなければならないからである。分類は、個々の手段をある範疇に帰属させ

ることによってその特徴を把握するのみならず、その全体像が考察対象の特徴を示し、体系的考察がなされる。もちろん、分類基準は1つであるとは限らず、目的に応じて色々と考えてみる。分類することは理解することであり、理論的考察に他ならない。

まず、リスクファイナンスの体系は図1のように把握できる。これは通説的な理解である。したがって、リスクファイナンスは大きく、リスク保有とリスク移転に分類される。これは、先にみた甲斐=加藤[2004]の見解とも同じである。問題は、何をもちて保有と移転に分類するかである。リスク保有とリスク移転は自明のこととして、あまり深く考察されることはない。確かに、文字通り理解すれば、リスクを自分で抱えることがリスク保有であり、他人に転嫁してしまうのが移転である。これで明確に区別されると考えられているのであろう。ところが、改めて何をもちて保有あるいは移転とするかを考えると、そう単純ではない。それは、デリバティブ等の登場によりさまざまな金融手段、リスクファイナンス手段が登場し、金融が高度化したからである。たとえば、コンティンジェント・キャピタル(Contingent Capital)の分類は困難である。特に、トリガーイベントが発生した場合に、あらかじめ決めていた条件で株式を発行できるコンティンジェント・エクイティ(Contingent Equity)はどちらになるのだろうか。株主へのリスク移転、資本市場へのリスク移転とする見解がある。しかし、株主権を付与して資金を調達し、その時点で株主に対する義務を負うとすれば、保険金のように何ら義務のない資金の調達とは異なるという点で、少なくとも、保険と同次元でのリスク移転とはみなせない。このように考えると、何をもちてリスク移転とするのかという点について、もっと掘り下げた議論をしなければならない。総じて、リスクファイナンス論はこうした掘り下げた理論的考察が足りない。

図1 . リスクマネジメントの体系



(出所) 筆者作成。

リスク保有、リスク移転の分類自体を深く考えるという思考が足りないため、コンティジェント・エクイティがどちらに属するかなどを示さず、ただその中身を解説するものが多い。そのような中でリスク移転とするものに日吉[2000]、リスクファイナンス研究会[2006]、池内ほか[2010]（日吉[2000]p.70、リスクファイナンス研究会[2006]p.11、資料4、池内ほか[2010]p.71、図表4-5）リスク保有とするものに森本[1999]、甲斐=加藤[2005]、小川[2008]（森本[1999]pp.14-15、甲斐=加藤[2005]p.92²⁾、小川[2008]p.271、図9.3）がある。なお、文献によって用語が異なるので、ここで用語について統一しておきたい。本稿では、損害発生などの非常時の資金調達手段をコンティジェント・ファイナンスとよび、既に使用しているが権利行使した際の資金調達手段が自己資本によるコンティジェント・エクイティと他人資本によるコンティジェント・デット（Contingent Debt）に分かれるとする。

コンティジェント・エクイティは、非常時発生をトリガーとして予め決めていた価格で株式を発行して資金調達できるものであるから、変則的なトリガーのプット・オプションである。日吉[2000]は巨額な保険金支払いをトリガーとする再保険会社による利用を前提に、オプションを行使された場合に資金供給をするものを機関投資家として、この手段の利点を「資金を調達する再保険会社にとっては自己資本の増強となり、財務体質を改善することができる」と同時に、注入される資金の所有権が、機関投資家から株式や債券（劣後債・・・筆者加筆）の発行者に移りますので、結果として保険リスクの機関投資家への移転が行われる点にあります」（日吉[2000]p.70）とする。すなわち、リスク移転手段と捉えるわけである。日吉[2000]では資金の所有権の移転をもってリスクの移転としている。確かに、コンティジェント・デットの場合は、調達した資金が返済義務を負うという点で資金の所有権は移転せず、それゆえリスク保有とされるのであろう。しかし、資金の所有権の移転を分類基準とするならば、重要なことは返済義務のみではなく、何ら義務のない自由な資金の調達として資金の所有権を問題とすべきではないか。保険が典型的なリスク移転手段

2) 甲斐=加藤[2004]p.22、図表1-11では外部移転に含めているので、同書の分類は必ずしも判然としない。

とされるのは、保険金として調達する資金が何ら義務を負わないからである。これを保有と移転の分類基準とすべきではないか。すなわち、保険と同様に何ら義務を負わない資金の調達手段をリスク移転手段と捉えるのである。この分類基準で、日吉[2000]の見解を検討しよう。

正確に考えると、資金供給した機関投資家は株式を取得して会社の所有者＝株主になるのであるから、日吉[2000]のいうように資金の所有権が移転したとはできない。もちろん、会社支配について会社それ自体の存在を認めたり、あるいはいわゆる経営者支配論を想定して、自己資本の所有者は株主であってもそれを自由に使えるものが実質的な所有者であるとして、会社それ自体あるいは経営者を所有者とすることは理論的に可能であろう。日吉[2000]の議論がかかる会社支配の問題、株主支配の形骸化を前提としているとは思えないが、いま株主支配の形骸化を前提にすれば、株主から調達した資金は会社それ自体あるいは経営者が自己のものとしたので、そのことをもってリスクが移転しているかどうかの問題となる。しかし、このように考えたとしても、株主権自体はなくなるわけではなく、株主配当請求権などに応える義務を実質的な所有者とした会社それ自体あるいは経営者は負うことになる。この点において、明らかに保険金とは性格の異なる資金を調達したことになる。すなわち、純粹にリスク移転している資金の調達にならない。したがって、株主支配の形骸化を前提としても、日吉[2000]の議論を支持することはできない。

森本[1999]は、コンティンジェント・エクイティの保険会社の利用について考察し、トリガー発生時に投資家は発行体である保険会社の信用リスクを負うことで間接的に保険リスクにさらされているといえるものの保険リスクそのものを持っているとは言い難いとして、リスク移転とすることに否定的である(森本[1999]pp.14-15)。森本[1999]は、コンティンジェント・エクイティとコンティンジェント・デットを単に財務体質を悪化させるか否かの違いで把握し、両者をリスク保有のコンティンジェント・ファイナンスとしては同様であると考えている。森本[1999]の保有、移転の分類基準は判然としないが、コンティンジェント・エクイティとコンティンジェント・デットをリスク保有を前提に資金繰りに対して財務体質を悪化させる手段であるか否かの違いに過ぎないと

していると思われる。他人資本、自己資本いずれであっても、オンバランスの外部金融は何らかの義務を負うという点においてリスク移転手段とはできないと考えるので、森本[1999]の見解は筆者の見解と整合的である。したがって、リスク移転手段とできるのは、保険と同様オフバランスの外部金融となる。

以上のような見解の相違があるということの問題としないということ自体が問題である。オフバランスの外部金融をリスク移転手段とし、保有と移転の議論において他人資本と自己資本を問題としたことから、分類についての考察は貸借対照表に引きつけて行うのが有効と思われる。ここでは、保有と移転の上記議論を踏まえて、貸借対照表に引きつけてどう両者を捉えるべきかを考える。

そもそもリスクファイナンスを行わなければならないのは、リスクが顕在化して発生した場合、資金が必要であり、その資金への対応を余儀なくされるからである。このような対応を迫られるのは、資金ニーズが発生し、資金調達を行う責任があるからである。したがって、リスクを発生させる関係は責任であり、資金ニーズへの対応の責任があるものを「リスク負担者」とできよう。ここで、「リスク負担者」という用語を使って、リスク保有とリスク移転について考えてみよう。

リスク負担者がリスク発生時に必要となる資金を他人に肩代わりしてもらうことなしに自分で調達する場合を「リスク保有」という。したがって、内部留保取り崩しのような内部金融でリスクファイナンスを行うような状態にある場合がリスク保有である。ただし、リスク保有には、リスクを認識し、意図的にリスクを保有する「積極的リスク保有」とリスクを認識していないためにリスク保有となっている「消極的リスク保有」があり、リスクマネジメント上はリスクを認識していかに消極的リスクをなくすかが重要であり、リスクファイナンスではその前提に立って効果的なリスク保有を行うことが重要である。これに対して、リスク発生時に必要となる資金を他人が用意してくれて、リスク負担者に資金を用意する必要がない場合を「リスク移転」という。資金ニーズへ対応する責任自体は免れないものの、その責任によって生じる資金ニーズへの対応を他人に移転することにより、実質的に資金ニーズへの対応を他人に移転していることになるからである。したがって、リスク発生時に他人から返済義

務等の何ら義務のない自己のものとして使える資金を調達できる状態にある場合がリスク移転である。他人からの資金調達という点でリスク移転は外部金融になるが、単純に内部金融 = リスク保有、外部金融 = リスク移転になるわけではない。

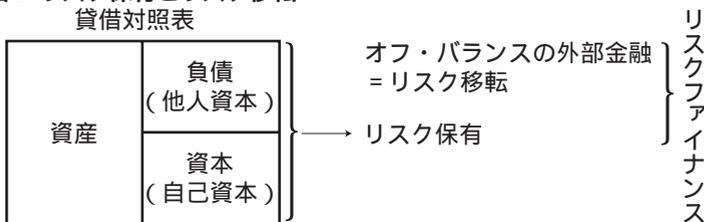
借入などの負債・他人資本で資金調達した場合は、返済義務のある資金の調達となる。この場合は、発生した資金ニーズを取り敢えず埋めるものの、いずれ返済しなければならないということは、発生した資金ニーズへの対応はあくまで最終的には自分でしなければならず、その資金調達は単に資金繰りに対応したに過ぎないのでリスク保有となる。したがって、負債・他人資本による外部金融でのリスクファイナンスはリスク保有である。ただし、たとえば借入の場合にその返済条項にリスクが発生した場合は借入元本の一部または全部を返済しないと条件がついていれば、リスクが発生して資金ニーズが生じた際に既に調達している資金に返済の必要のない部分が生じ、それを資金ニーズに当てることが可能となるので、その分はリスク移転となる。したがって、負債・他人資本でもリスク移転を行うことは可能であるが、それは返済義務等何ら義務のない資金を調達できる「オプション（選択権）」が組み込まれるといった特殊な場合であり、通常はリスク保有となる。

自己資本・外部による資金調達は注意を要する。株式発行で考えてみよう。株式を発行して外部から資金を調達した場合、外部とはいえ自己資本として返済義務のない資金であるから、発生した資金ニーズをその資金で埋め合わせることができる。しかし、返済義務はないものの資金提供者は株主となり、株主権を手にする。企業からみれば義務を負うので、自己資本は返済義務がないものの何ら義務のない資金ではない。いわば株主権を付与して資金ニーズの穴埋めに調達資金を使うことになる。したがって、返済義務がないため資金ニーズを埋め合わせることができるものの、返済義務等何ら義務のない資金の調達ではないのでリスク移転とはならない。

以上から、特別の条件が付いていない通常の貸借対照表上の負債・他人資本・自己資本によるリスクファイナンスは、リスク保有である。リスク移転のためには、返済義務等の義務が全くない資金を外部から調達することが必要

である。いわば貸借対照表に計上されないオフバランスの何ら義務のない他人からの外部金融である（図2参照）。それができれば、発生した資金ニーズを他人・外部の資金で埋め合わせることとなり、自分の資金負担を移転することができる。このような何ら義務のない外部からの資金調達手段の代表が保険である。それはまた、従来からあるリスクファイナンス手段の代表でもあり、保険の限界を補うようにリスクファイナンス手段が発展してきた。したがって、リスクファイナンス手段として個々に採り上げるべき手段は、リスクファイナンス手段の発展においてどのように登場してきたかが明らかにされる必要がある。ところが、新しい手段をなんでもART（Alternative Risk Transfer、代替的リスク移転手段）としてしまう短絡的、非論理的思考が多い。

図2. リスク保有とリスク移転
貸借対照表



(出所) 筆者作成。

4. リスクファイナンスの発展

保険は人類の長い歴史において、近代資本主義社会で生成・発展した。保険は、近代資本主義社会の特徴である自由主義・個人主義・合理主義によく当てはまる制度として、近代における支配的な経済的保障制度となった。それは、保険に加入するもしないも自由という点で自由主義的であり、加入する場合は自分のために保険料を支払って加入するという点で個人主義的であり、そうすることでリスクが発生して資金が必要になったときにまとまった資金を保険金として調達できる状態を確保でき、そのことは少ない保険料で大きな保険金をもらえる状態の確保ということで合理主義的であるからである。そのため、リスクマネジメント手段としてみても、社会に合致した便利な手段として、支配

的な存在であった。

こうしてリスクマネジメントにおいて当初保険は絶対的存在といえ、リスクマネジメントは実質的に保険をどう付けるかという保険マネジメントであった。しかし、確率計算や大数の法則の応用などの保険の特徴は、ある一定の要件が満たされなければ保険が成立できないことを意味する。たとえば、確率計算との関係では、確率が分からないリスクは、保険の対象となり難い。仮に、確率が計算できたとしても、稀にしか起こらないリスクは、人々にリスクへの対応の必要性を感じさせないから、保険の対象とはならない。保険は近代資本主義社会にふさわしいリスクマネジメント手段であり、存在意義のある制度であるが、万能ではなくさまざまな限界もある。保険で対応できないリスクがあっても、そのようなリスクがあまり多くなく、対応しなくても影響が少ないリスクならばよいが、20世紀末のリスクの展開は保険化困難なリスクが多くなり、しかもそれらを放置できないため、保険に替わるリスクファイナンス手段を生み出すことになった。これは、保険を代替する手段が登場してきたことを意味し、リスクマネジメントにおいて絶対的な存在であった保険が「相対化」されることであった。いわばリスクマネジメント上only oneであった保険がone of themに成り下がることであった。今日リスクファイナンス手段として採り上げなければならない手段の多くは、保険代替手段が登場して保険が相対化される過程で生まれたものである。そこで、個々のリスクファイナンス手段の考察をする前に、それらがどのように発生してきたかをリスクファイナンス手段の発展としてみる必要がある。

保険を相対化する流れは大きく2つある。一つは保険市場の流れであり、もう一つは金融市場の流れである。いずれも、保険加入が困難になったときに、その困難を打破するために保険代替の動きが生じ、保険以外のリスクファイナンス手段の発展に結びついた。

まず、保険市場の流れからみていこう。アメリカのように自由化された保険市場ではアンダーライティング・サイクルが見られ、保険料引き下げ競争により積極的な競争が展開される局面（ソフト化の局面）とその反動で保険料が引き上げられ保険販売に慎重になる局面（ハード化の局面）が繰り返されるが、

そこに1970年代は賠償責任保険の支払増加、1980年代は高金利を背景としたキャッシュフロー・アンダーライティングの反動が加わり、保険加入が非常に困難になったことから「保険危機」といわれた。市場がハード化した時や保険危機時に保険に替わるものを工夫することになり、新たなリスクファイナンス手段が生成・発展した。

「自家保険」、さらにそれが発展した「キャプティブ」は、必ずしも市場がハード化し、保険契約を行うことが困難となり保険に代替するものとして登場したわけではなく、それ以前のリスク保有の合理性から発生したと言えるものの、キャプティブは市場がハード化した時期に発展・普及した。「スプレッド・ロス保険」、「ファイナイト保険」等は保険会社の巨額な保険金支払いを平準化するために使われ、さらに事業会社の支出の平準化にも使われ、保険化しにくいリスクも対象にキャッシュフローを平準化させる手段が生成・発展した。また、それらの利用がキャプティブを通じて盛んに行われるようになった。これらも保険を代替する動きと言えるものの、リスク移転手段ではなくリスク保有手段が中心の展開であった。それは、保険リスクの引き受け手を見出すのが困難な中、特に1980年代の高金利時は、資金運用収益を利用した資金繰り対応のリスク保有手段が活用されることになったからである。

このような保険市場の流れは、事業会社におけるリスクマネジメントと保険会社のリスクマネジメントによるリスクファイナンス手段の生成・発展として理解できる。すなわち、事業会社は保険利用が困難な際にキャプティブを発展させ、安易な保険依存から効率的なリスクマネジメントを指向した。保険会社も自身の資金繰りを平準化する手段としてスプレッド・ロス保険、ファイナイト再保険を活用した。

もう一つの流れの金融市場では、金融自由化によって金融イノベーションが生じ、そこで発達した金融手段が保険リスクの処理に活用されることで保険を代替する動きが生じた。金融自由化の起点は1971年のニクソン・ショックにあり、これで国際金融の規制的な枠組みが崩壊し始め、為替市場から金融が自由化される流れが形成される。自由化によって為替市場をはじめとする各種金融市場の変動が激しくなり、価格変動リスクをヘッジするために商品市場で発展

していた「デリバティブ」(derivatives)が金融市場にも導入された。通貨から派生した通貨先物が1970年代に登場したことを皮切りに、株式、債券、金利等に広がりを見せる。特に1980年代は1987年のブラック・マンデー時に株式先物が注目されたように先物が注目されたが、1990年代はオプションが飛躍的に発展する。金融技術はデリバティブを巧みに取り込み、リスク配分やキャッシュフローをコントロールする「ストラクチャード・ボンド」(structured bond)も登場した。ストラクチャードというのは「仕組まれた」という意味で、ストラクチャード・ボンドとは、ある特定のキャッシュフローを作るためにデリバティブが仕組まれた債券という意味合いで、「仕組債」と訳されることもある。また、個々の相対取引を束ねて有価証券形態にして新たな証券を登場させる「証券化」(securitization)の動きも生じ、これらの動きはともに高度な金融技術を使ってキャッシュフローをコントロールする「ストラクチャード・ファイナンス」(structured finance)とよばれる。このストラクチャード・ファイナンスとデリバティブが金融イノベーションの柱といえ、高度な技術を使った手段が特に1990年代の巨大災害多発により市場がハード化した時期に、保険リスクにも適用されるという保険代替の動きがみられるようになった。保険市場、金融市場いずれにおいても保険を代替する動きがみられ、多様なリスクファイナンス手段が登場したが、それらは「ART」として注目された。

さらに金融面の動きで重要なものとして、銀行に対する規制がある。金融自由化を背景としながら銀行に対する規制がバーゼル合意として整備されてくる。それは、金融機関が自己責任でリスクマネジメントを行なって自由化された市場で健全経営を行うようにするルールづくりであり、リスクの計量化を中心とする銀行のリスクマネジメントの発展が、高度な金融技術の生成、活用に結びついた。その動きは銀行のみならず金融機関、ひいては一般企業にも及び、リスクマネジメントにイノベーションを起こしたと言っても過言ではないほどである。保険会社に対しても保険版バーゼル合意としてIAIS (International Association of Insurance Supervisors、保険監督者国際機構)が規制を作成した。こうして、保険市場の流れは金融市場の流れに包摂される。

具体的な金融市場における保険代替の動きの背景には、ハリケーン・ヒュー

ゴ(1989年)、ハリケーン・アンドリュー(1992年)、ノースリッジ地震(1994年)等の大災害がある。こうしたカタストロフィー・リスクへの対応として、リスク保有、リスク移転いずれにも新たな手段が登場する。リスク保有としては、非常時の資金調達手段が登場したことが挙げられる。銀行の「コミットメントライン」は損害発生時のような非常時などには適用できないことになっているので、非常時に資金調達をできるようにしたのが「コンティンジェント・ファイナンス」である。予め決めていた株価で増資できるような自己資本による調達を行える「コンティンジェント・エクイティ」と予め決めていた条件で借入などの他人資本による調達を行える「コンティンジェント・デット」がある。リスク移転としては、保険市場のリスク引受能力(キャパシティ、capacity)不足を補う形で金融市場に保険リスクを移転する手段が登場する。このようなものとして、「保険デリバティブ」、「カタストロフィー・ボンド」が挙げられる。これらは保険リスクの金融市場への移転を意味する。このように保険と金融の関係が密接となってきている。

保険と金融の密接な関係は、従来別々に考えられていた保険リスクと金融リスクの統合的な管理を促し、この面からもリスクファイナンス手段を高度化させている。そのようなものとして「マルチ・トリガー保険」がある。しかし、このような個別のリスクファイナンス手段の次元に留まらない、経営の次元での統合的なリスクファイナンス、リスクマネジメントが求められている。

5. リスクファイナンス手段の体系

リスクファイナンスの発展として採り上げた、自家保険、キャプティブ、スプレッド・ロス保険、ファイナイト保険、コンティンジェント・ファイナンス(コンティンジェント・エクイティ、コンティンジェント・デット)、保険デリバティブ、カタストロフィー・ボンド、マルチ・トリガー保険の分類を試み、リスクファイナンス手段を俯瞰的に眺めて、それを本稿の結論とする。

自家保険は、言うまでもなく、リスク保有である。キャプティブは保険子会社として自家保険の高度化したものであるから、リスク保有である。しかし、キャプティブは再保険市場への直接的なアプローチが可能であり、グループ企

業のリスクマネジメントの一元的な管理を通じて戦略的なリスクファイナンスを可能とする柔軟性を発揮するようになり、単なる自家保険（リスク保有）が高度化したものからリスク保有と移転のメリットを生かす高度なリスクファイナンス手段になっている。

スプレッド・ロス保険は、賠償責任保険等の保険事故発生から保険金支払いまでの期間が長い支払いになるロングテールの保険契約に、特定の年度に保険金の支払いが集中して資金繰りや経営成績が不安定になる場合があるので、この不安定性に対応するものとして登場した。したがって、それは元受保険者が支払い保険金を平準化するための再保険である。保険という名称はついていても資金繰りに対応した契約であり、アンダーライティング・リスク、タイミング・リスクという用語を使えば、アンダーライティング・リスクの移転が見られず、もっぱらタイミング・リスクを対象とするものである。そのため税務当局からはその保険性が否認される。保険学的にも、保険とはできず、リスク保有手段とされよう。

スプレッド・ロス保険のようにタイミング・リスクのみを移転している保険は保険と認められないことに対して、限定的に（finite）アンダーライティング・リスクの移転を含めたのがファイナイト保険である。限定的とはいえ、アンダーライティング・リスクの引き受けが含まれることで保険であると主張されるが、ファイナイト保険に対しては保険であるか否かという点について個々に取り扱いが決められている。必ずしも見解が一致しているわけではないが、諸外国ではその判断基準を税務当局や会計士団体が公表しており、「重大なリスク移転」を保険の要件とする。

いずれにしても、スプレッド・ロス保険、ファイナイト保険ともキャッシュフローの平準化ないし確保、会計処理の不安定性への対応に目的があり、個々の事情に応じた相対取引のため、大数の法則の応用や多数の経済主体の結合もみられない。したがって、保険という名はついていても保険ではない。リスク保有、リスク移転で分類すれば、リスク移転の保険とは異なり、リスク保有である。保険が大数の法則を応用した多数の経済主体の結合によりリスク分散をしているのに対して、それができないので時間的分散でタイミング・リスクへの対応

を図っている。この特性を生かして、逆に大数の法則を応用した多数の経済主体の結合が困難な自然災害リスク、環境汚染リスク、政治リスク等を対象とし、損失を時間的に分散させる手法として活用されてきた。いわば、ファイナイト保険の注文生産的な柔軟性が単に税金対策に留まらない多様な契約を可能とし、また、リスクをヘッジすることからファイナンスすることに重点を変化させて、リスクファイナンスの発展をもたらしたという面がある。さらにそれが、企業のより効率的、統合的なリスクマネジメントの指向となり、後述のような統合的なリスクファイナンスに結びつく。したがって、ファイナイト保険はリスクファイナンスの発展において、重要な位置を占める。今日では、タイミング・リスクへの対応を主目的とする複数年契約・相対取引で予想保険金と保険金実績の差額を両当事者間で調整することを含む契約を指す。リスク保有に含めて良いだろう。

コンティンジェント・ファイナンスについては、先に考察したように、リスク保有である。

保険デリバティブは、デリバティブによる保険リスクの移転手段である。デリバティブは先物、オプション、スワップに分けられるので、保険先物、保険オプション、保険スワップに分類できるが、保険先物は現存しない。

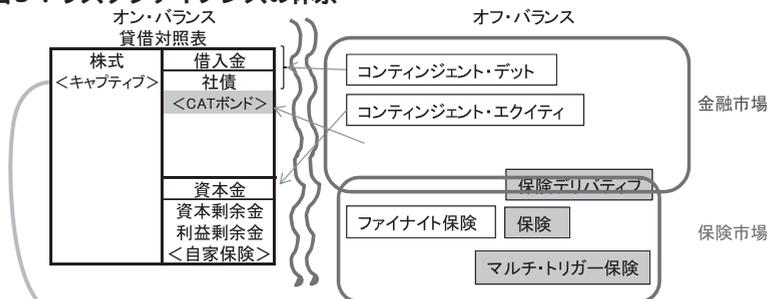
カタストロフィー・ボンド (Catastrophe Bond、CATボンド) は、普通債に対して特殊なキャッシュ・フローを発生させるデリバティブが組み込まれたストラクチャード・ボンドの1種であり、カタストロフィー・リスクへ対応できるようにデリバティブが組み込まれている。代表的なものとして地震リンク債がある。たとえば、ある地域内に償還までの期限にマグニチュード7以上の地震が発生したならば元本の半分を償還しないとといったオプションをつけて、冒険貸借と同様な形で保障機能を果たすものである。これは債券投資家 (金融市場) へのリスク移転である。

マルチ・トリガー保険は、トリガーを複数設定し、設定したトリガー全ての発生を支払い事由としたり、あるトリガーによって別のトリガーに関わる支払い契約を発生させたり、消滅させるものである。たとえば、輸出企業が輸出した製造物に関する賠償責任リスクと為替リスク (円高) をトリガーとした場合、

両者の発生確率は別々の場合に比べて低下し、組み合わせたリスクの標準偏差も低下するので、個々にリスクファイナンスを確保する場合に比べて低コストで実施することができる。または、為替リスクに関して、円安で為替差益が生じる場合、それだけ企業のリスク負担力が増すことになるので、賠償責任リスクの契約を消滅させてリスク保有に切り替えることができるようにするオプションが考えられる。実際問題として、金融商品は組み合わせてもなかなか安くならないため、この手段はあまり普及していないが、その考え方は大変な発展性を有する。それは、マルチ・トリガー保険はリスク間の「相関関係」に着目したものであり、ポートフォリオ効果を狙ってさまざまなリスクを統合的に管理することを指向しているからである。マルチ・トリガー保険の延長線上に最適なリスクファイナンス手段の組み合わせ、延いては、最適なリスクマネジメントへの指向が展開される可能性がある。すなわち、リスクマネジメントが保険マネジメントから本来的なリスクマネジメントへ、あるいは、保険リスクのみの管理から保険外のリスクをも対象としたあらゆるリスクを統合的に管理することを指向する統合リスクマネジメントに連なる手段という点で非常に重要である。いずれにしても、リスクファイナンス手段としては、リスク移転手段である。

それでは、本稿の結論として以上のリスクファイナンス手段を体系的に示せば、図3のとおりである。

図3．リスクファイナンスの体系



(出所) 筆者作成。

図3は、オン・バランス/オフ・バランス、リスク保有手段/リスク移転手段、保険市場/金融市場という複合的な基準で各種リスクファイナンス手段をどのように体系的に位置づけることができるかを貸借対照表を中心としてみたものである。オン・バランスとして貸借対照表上に表した< >のものは、リスクファイナンス手段である。キャプティブ(ピュア・キャティブ)は、保険子会社として所有されるということで、所有株式が資産計上されることを表している。キャプティブからの矢印が保険市場に向かっているのは、保険金原資を拠出するのは企業自身であるものの、形式上保険という形態をとることを表している。自家保険は内部留保を原資とした保有手段として表している。CATボンドは社債の一種であるから負債の部の社債に含めている。網掛けはリスク移転手段、白抜きはリスク保有手段を表しており、オン・バランスではCATボンドはリスク移転手段である。また、金融市場からCATボンドに矢印が向かっているのは、CATボンドによる資金調達に金融市場からの資金調達、したがってまた、金融市場へのリスク移転であることを表している。

オフ・バランス取引は□でリスクファイナンス手段を表し、金融市場に属するものがコンティンジェント・ファイナンス、保険市場に属するものが保険、ファイナイト保険、マルチ・トリガー保険で、保険デリバティブは両市場にまたがる。保険は典型的な純粹のリスク移転手段でそれ自身の市場を持ち、マルチ・トリガー保険も何ら義務のない資金調達をできるのでリスク移転手段である。ファイナイト保険は限定的なリスク移転のためリスク保有が主となり、オフ・バランスとして処理されることを表している。保険デリバティブが両市場にまたがるのは、保険オプションで金融市場に属するものがあり、スワップで保険市場に属するものがあるという意味である。オフ・バランス取引も網掛けはリスク移転手段、白抜きはリスク保有手段である。

ところで、失われた10年がさらに続き、いつしか失われた20年といわれるようになった。この20年で環境は様変わりであり、それはリスクファイナンスにも当てはまる。失われた20年に入る前は、資産に含み益があり、いざという時のバッファーになっていた。単純化すれば、含み資産を売却して、売却益を出しながら損失や資金繰りに対応できた。したがって、リスク保有で対応でき、

効率的なリスクファイナンスが必要とされなかったという点でリスクファイナンスはあまり重要ではなかった。しかし、そのような環境が失われる一方で、自然災害リスク、製造物責任や環境汚染による賠償リスク等の高まり、経済のグローバル化により、ERM（Enterprise Risk Management、全社的リスクマネジメント）、BCP（Business Continuity Plan、事業継続計画）が求められ、リスクファイナンスの高度化が求められている。リスクファイナンス手段は、基本的にリスク保有とリスク移転に分類されるので、その高度化は保険化不可能なリスクを含めたさまざまなリスクに対し、両者をいかに効率的、効果的に結びつけてリスクマネジメントの目的を達成するかにある。すなわち、リスク移転と保有の統合がリスクファイナンス高度化の鍵であり、統合の流れの中で、今後リスクファイナンスはさらなる発展をするであろう。

このように発展が見込まれるリスクファイナンスを分析する学問の方はどうであろうか。保険学による保険ファイナンス論としてのリスクファイナンス論がファイナンス論によるリスクファイナンス論へと脱皮しつつある。それは、保険をもファイナンス論的に捉えることが指向され、保険学の相対化ではなく、保険学離れの様相を呈している。しかし、リスクマネジメント論、特にリスクファイナンス論はファイナンス論と保険学が交錯する分野といえ、両者の生産的な関係が構築されることが望まれる。保険を相対化するリスクマネジメント論、リスクファイナンス論は保険学の否定ではなく、保険学の相対化を伴うものでなくてはならない。それはまた、保険学の一般性と特殊性の問題にどう折り合いをつけるかという側面を有する。

リスク自体が学際的な概念になり、重要性を増す中で、リスクを分析する学問の代表である保険学の立ち位置は怪しくなっている。ファイナンス論にとどまらない隣接科学との生産的な関係の構築が望まれるが、これまた保険学の一般性と特殊性の問題に帰着するであろう。保険学の一般性と特殊性を踏まえたリスクファイナンス論が待たれるところである。

参考文献

Dorfman, Mark S. [2008], *Introduction to Risk Management and Insurance*, 9th

ed., Pearson Prentice Hall, New Jersey.

日吉信弘[2000], 『代替的リスク移転 (ART) 新しいリスク移転の理論と実務』 保険毎日新聞社。

池内光久 = 杉野文俊 = 諏沢吉彦[2010], 『損害保険講座テキスト 損害保険とリスクマネジメント』 改訂版、損害保険事業総合研究所。

甲斐良隆 = 加藤進弘[2004], 『リスクファイナンス入門 事業リスクの移転と金融・保険の融合』 金融財政事情研究会。

亀井利明[2001], 『危機管理とリスクマネジメント』 改訂増補版、同文館。

森本祐司[1999], 「金融と保険の融合について」 *IMES Discussion Paper Series*, No.99、日本銀行金融研究所。

中山竜一[2010], 「リスク社会と法 論点の整理と展望」 日本法哲学学会編 『リスク社会と法 法哲学年報2009』 有斐閣。

大谷孝一編[2008], 『保険論』 第2版、成文堂。

小川浩昭[2008], 『現代保険学 伝統的保険学の再評価』 九州大学出版会。

リスクファイナンス研究会[2006], 『リスクファイナンス研究会報告書 リスクファイナンスの普及に向けて』 経済産業省。

Rejda, George E.[2008], *Principles of Risk Management and Insurance*, 10th.ed., Pearson Addison Wesley, Boston.

Vaughan Emmett J.=Therese Vaughan[2003], *Fundamentals of Risk and Insurance*, 9th ed., John Wiley&Sons, Inc., New York.

米山高生[2008], 『物語で読み解く リスクと保険入門』 日本経済新聞社。

米山高生[2012], 『リスクと保険の基礎理論』 同文館出版。

家森信善編[2009], 『はじめて学ぶ保険のしくみ』 中央経済社。

近見正彦 = 吉澤卓哉 = 高尾厚 = 甘利公人 = 久保英也[2006], 『新・保険学』 有斐閣。

近見正彦 = 堀田一吉 = 江澤雅彦編[2011], 『保険学』 有斐閣。

本稿は、2011年度西南学院大学特別研究Cによる研究成果の一部である。

(2012年11月稿)