
 書評論文

「経済価値ベースの保険 ERM の本質」について

松山直樹¹

2018年8月29日投稿

キャピタスコンサルティング所属の森本氏・松平氏・植村氏による『経済価値ベースの保険 ERM の本質』(2017, 金融財政事情研究会)は, 森本氏が参加し経済価値に着目した議論が展開された金融庁の「ソルベンシー・マージン比率の算出基準等に関する検討チーム」の検討状況の振り返りから始まる. その後のリーマンショックと長引く超低金利環境で迷走しつつも, とりあえずのゴールに達した MCEV や欧州ソルベンシー II の経済価値の議論と, かたやゴールが見えにくくなった日本の経済価値の議論の変遷が第 1 章にまとめられている. 当事者目線で書かれたこの章から, 2007 年 4 月にこの検討チームの報告書が出された当時に見えていた未来が実現していれば, 本書は書かれなかったかもしれないという印象を受ける. 以下では, 日本アクチュアリー会 ALM 研究会での本書に関するディスカッションも踏まえつつ, 本書が提示する特徴的な論点のいくつかを紹介していきたい.

本書が題名に掲げる「経済価値」(Economic Value)という言葉は, 一般的意味で使われることもあるが, ここでは特に国際的な保険監督規制の議論に起源をもつテクニカルタームとして「市場整合的に評価した価値」という意味で用いられている. 「内部管理におけるリスク量(=必要資本)」という意味のテクニカルタームである「経済資本」(Economic Capital)と比べて保険業界以外には浸透しているとはいえ, 時に混同されやすい. 特に生保にとって負債の経済価値が重要なのは, 多くの生保を破たんしに追い込んだ負債の金利リスクを正しく認識する唯一の手段だからであり, 本書 3 章準備編と 4 章 3 節のフォワード性の解説でも金利リスク管理の基礎について紙数が割かれ, 定性面中心の本書の中では例外的に定量的な説明が充実している. その意味でも本書は生保に力点を置いた構成となっているが, 生保契約特有の金利リスクの性質を詳しく論じた書籍は少なく, 経済価値のダイナミクスの理解に不可欠な内容なので, この構成には必然性がある.

実は, ERM に関する標準的なカリキュラムの中に経済価値はほとんど登場しない. 一例として, 国際的な ERM 資格 CERA (Chartered Enterprise Risk Actuary) 取得のための IFoA (英国アクチュアリー会) の資格試験科目 ST9 の指定テキスト・参考書で一般に入手可能なものをリストアップしてみよう.

[文献 1] J. Lam (2003) Enterprise Risk Management from Incentives to Controls (2nd Ed.), J. Wiley & Sons
(邦訳)『統合リスク管理入門 ERM の基礎から実践まで』, ダイヤモンド社

[文献 2] P. Sweeting (2017) Financial Enterprise Risk Management (2nd Ed.), Princeton University Press
(邦訳) (初版)『フィナンシャル ERM』, 朝倉書店

[文献 3] S&P (2005) Evaluating the Enterprise Risk Management Practices of Insurance Companies

[文献 4] IAA (2009) Note on Enterprise Risk Management for Capital and Solvency Purposes in the Insurance Industry
これらのうち, 文献 1 と 2 がテキスト, 文献 3 と 4 が参考書に指定されている. 企業全般を想定した定性面重視の ERM

¹ 明治大学総合数理学部

のテキストである文献1は、株価変動からインプライドしたオペレーショナルリスクの評価手法として経済価値評価モデルを紹介しているが、本稿でいう経済価値ではない。保険業をターゲットにしたERM格付け基準である文献3にも経済価値への言及はない。国際アクチュアリー会（IAA）が作成したERM解説文書である文献4でも、金融業全般を想定しERMの定量・定性面も含む包括的な構成でST9の基幹テキスト（Core Reading）と位置付けられている文献2でも（500頁を超える大著であるにもかかわらず）、経済価値（Economic Value）という単語は1回しか登場しない。これらの文献が主に英米における議論をバックグラウンドとするのに対し、経済価値が大陸欧州中心で議論されてきたことと何か関係があるのかもしれない。一方で、国際的な保険監督の文書、例えばIAIS（保険監督者国際機構）のICP（保険基本原則）には経済価値が頻繁に登場するが、文書の性格上、経済価値の意味の理解を目的とはしていない。そのような中で、あえて経済価値をキーワードに据え、保険ERMの本質を経済価値の意義の理解に求め議論の中心にしている点に本書の大きな特徴と価値がある。

経済価値だけでなくERMの一般的な論点についても、2章ではリスクガバナンス、リスクアペタイト、リスクカルチャーなどの基本概念がコンパクトに整理されている。ただし定性面が中心なので、ERMの定量面の論点については文献2等を参照されたい²。本書はERMの態勢の解説に際して「保険会社が10社あれば10通りのERM態勢が存在する（2章2節）」という立場をとっており、金融庁によるERM評価等の後押しが保険業界のERMへの取り組みの進展に貢献したことを認めつつも、金融庁対応としてERMが形式化してしまう懸念を表明している（2章7節）。こういった記述は教科書的記述を期待する読者を困惑させるかもしれないが、文献4の「普遍的に受け入れられるERMの定義はなく、単一の定義にならないことをERMのコンセプト自体が示唆している」（1.5節）という立場とも整合的であり、ERMを真に機能させるために忘れてはいけないポイントの一つと考えられる。

3章と4章で経済価値の計測と活用に関する基本的な論点が扱われている。これも教科書的記述を期待する読者を困惑させるかもしれないが、本書では、経済価値の定義で重要なイーロードカーブについても、流動性プレミアムや終局金利の採用が絶対普遍的なものではないという立場が取られている。流動性プレミアムや終局金利は欧州での議論の過程を見る限りリーマンショックと長引く低金利の置き土産としての妥協の産物と見えなくもないが、そういった議論の経緯云々ではなく、また金融庁のフィールドテストの定義がどうなっているかということでもなく、本来の経済価値の計測方法を何をニュートラルと判断するかという視点で自ら選ばなくてはならないという指摘は重要なポイントである。惜しむらくは、経済価値における契約者配当や解約といった内在オプション評価について、本書の記述がMCEV基準的なややステレオタイプ的内容にとどまっている点である。日本の監督法制のもとでは契約者配当が一種の劣後性をもつキャッシュフローであることや、金利感応的ではない動的解約を非合理的行動とみなしてよいかという論点も存在する。失業等による家計のひっ迫や保険会社の格付け低下による解約増はモデル化すべき合理的行動であり、窓販か否かというチャンネルの違いもあるが金利感応型解約よりも説明力が高い可能性がある³。こういった事実を踏まえると、内在オプションの扱いについてもステレオタイプではない判断の余地が大いにあるはずである。また、本書の立場をより明確化する意味で、MCEVやフィールドテストと自社の内部管理で用いる本来の経済価値は必ずしも一致している必要はないと明言してもよかつたかもしれない。

² より詳しくはMcNeil et al. (2015) Quantitative Risk Management, Princeton University Press を参照

³ 猪狩・松山(2014)「生命保険の動的解約モデルの再検討」、『リスクと保険』, 10, 65-79

イミュニゼーションのように学術的根拠が明瞭な ALM の技術とことなり、ERM の技術の根拠にはどこか道徳律的な曖昧さがあるように思われる。これは、体系的な ERM フレームワークの起源が、会計士系団体である COSO（米国トレッドウェイ委員会支援組織委員会）により、エンロン事件・ワールドコム事件の反省の中で提案されたという背景と無縁ではないかもしれない。ERM では様々なツールが登場するが、それらの機能の正しさは必ずしも立証されたものではない。実際、リスク対比リターン指標 RAROC を発明し経営全般に活用した投資銀行バンカース・トラストはもはや存在しないし、リスク調整後リターンの最適化を高く評価する文献³の格付け基準で ERM が優れていると評価された、保険を中核とする世界的な金融グループであった ING や AIG は、リーマンショックで公的支援を仰ぐ事態に陥った。リスク調整後リターン、特にリスク対比リターンは形状的に ROE（Return on Equity）とのアナロジーが可能であるが、一般に ROE の最適化が推奨されてはいないことから見ても、リスク対比リターンの最適化を求める論拠は定かでない。その意味では、簡易指標の一つに過ぎないリスク対比リターンの活用を強調しすぎている「金融庁による ERM 活用の概念図」（2 章図表 2-4）は若干ミスリーディングかもしれない。こういった事実を踏まえると、いかに立派な規定やツールや会議体を整備しても、ERM の枠組みの形式的なオートマティズムのみに金融機関をゆだねることは慎重にならざるを得ない。

このため本書では、短絡的な「資産運用の高度化」の危険性、リスク分散効果のために経済的に無意味な投資でもリスク対比リターン指標の形式的上昇がありうること（2 章 4 節）等々、興味深い「頭の体操」を各所にちりばめることによって、保険 ERM を正しく機能させるために、経済価値の意義を正しく理解した人間の判断が不可欠であることを読者に印象付けようとしているように見える。一方で、限られた任期におけるパフォーマンスで評価される経営陣が、経済価値よりも目先のパフォーマンスを制御しやすい現行会計基準を好むのは、いわば本能的行動である。経済価値指標重視と会計指標重視は経営における二者択一ではなく様々なグラデーションが存在することは本書（4 章図表 4-11）でも示されているとおりであるが、経済価値主導への方向転換は、ERM がトップダウンであることを求められるがゆえに難しくなる面もある。本書全般、特に最終章 5 章の Q&A 等は、そういった本能と理性で戦おうとする人々の役に立つ貴重な論理のワークブックでもある。