

パネルディスカッション

## ソルベンシー II と保険会社の ERM

パネリスト： 金融庁  
ソニー生命保険株式会社  
東京海上ホールディングス株式会社  
明治大学理工学部  
植村 信保 氏  
花津谷 徹 氏  
玉村 勝彦 氏  
松山 直樹 氏  
モデレーター：キャピタスコンサルティング株式会社 代表取締役 森本 祐司 氏

【司会】 お待たせいたしました。それでは、本日最後のセッションでございますパネルディスカッション、テーマは「ソルベンシー II と保険会社の ERM」ということでございます。簡単に、ご所属とお名前だけご紹介させていただきます。パネリストの方、向かって右側から、金融庁監督局保険セクター分析担当補佐の植村信保様でございます。そのお隣がソニー生命保険株式会社、花津谷徹様でございます。その左側でございますが、東京海上ホールディングス株式会社、玉村勝彦様でございます。一番左手の方が、明治大学理工学部、松山直樹様でございます。あと、このパネルディスカッションの進行をお願いしております、モデレーターのキャピタスコンサルティング株式会社の森本祐司様でございます。では、森本様、よろしく申し上げます。

【森本】 キャピタスコンサルティングの森本と申します。皆様、長時間お疲れさまでした。時間を少しまたいだ形で延べ六つのプレゼンテーションをお聞きいただいたわけですが、これから、その内容も踏まえた形でパネルディスカッションを進めさ

せていただければと思っております。ただ、前回のプレゼンテーションから時間があいてしまったことでもありますので、私から、駆け足に、まず、皆さんがどのようなことを言ったのかということを紹介させていただきます。紹介させていただきます。



### 白川講演の要旨

#### 国際的な規制・会計動向と金融機関ERMへの影響

- I. 国際的な動き
  1. 保険負債の時価会計に向けた動き
  2. 欧州ソルベンシー II の動向
  3. ソルベンシー II の同等性評価
  4. IAISIによるコムフレーム策定
- II. 我が国の対応
  5. 国際会計基準への対応
  6. ソルベンシー規制の短期的見直し
  7. 連結財務健全性基準の導入
  8. フィールドテストの実施
  9. 保険検査マニュアルの改定とERM
- III. 今後の課題
  10. 経済価値ベースの枠組み作りに向けて

まず、3月11日、この日いらっしゃれなかった方で、本日いらっしゃっている方もいるかもしれませんが、最初に金融庁の監督局保険課長の白川様からご講演をいただきました。「国際的な規制・会計動向と金融機関ERMの影響」というところで、国際的な動きの中で時価会計、すなわちIFRSの話、それからソルベンシー II の動向と、そこで特に日本

の金融当局にも影響が出てきている同等性評価の話が現在進められていますというご紹介がありました。それから、IAISによる、国際的に活躍している保険会社向けのコムフレームの話が出てまいりました。それから、わが国の対応というところで、国際会計基準、短期的見直し、それから、今日、植村さんのお話でもカバーされていましたが、連結財務健全性規制、フィールドテスト、それから検査マニュアルの改訂といったこと、それから、経済価値ベースの枠組み作りに向けて今後不断の努力が必要であるというようなお話が出ていたということが記憶に残っております。



## 花津谷講演の要旨

### 日本のMCEVと生命保険会社の資本管理

1. TBSA(統合貸借対照表アプローチ)としてのMCEV
2. 日本のEV開示状況
3. リスクと資本
4. 資本管理の要点
5. SCR/ECの基本について  
(EU Solvency II (QIS)等から学べること)
6. 幾つかの課題 (MCEV&資本管理)
7. 経済価値基準のソルベンシー規制に向けて

2

それから、前回、その次にお話しいただいたのが、今日パネルにもご登壇いただいております花津谷様からのお話で「日本のMCEVと生命保険会社の資本管理」というお題でいろいろとお話をいただきました。統合貸借対照表アプローチとしてのMCEVの重要性、それから、日本でのEVの開示状況ですね、いろいろな開示を見比べていただきました。リスクと資本、資本開示の要点というところでは、MCEVというところの開示を行っていく中で、そのような数値をどのように管理をしていくかというところの重要性の部分についても触れていただき、その後、いわゆるEUのソルベンシーII等から学べる部分、一方で、その中で幾つかの課題があるというところで、経済価値基準のソルベンシー規制に向

けて、このような点は進んでいくといいだろう、このあたりは留意しなければいけない点だというようなお話が出ております。



## 植村講演の要旨

### 最近のソルベンシー規制の動向と保険会社のERM

- ー 保険行政の現場から ー
- I. 我が国の対応
  - ー ソルベンシー規制の短期的見直し
  - ー 連結財務健全性基準の導入
  - ー フィールドテストの実施
  - ー ERMヒアリングの実施
  - ー 保険検査マニュアルの改定
- II. 保険会社のERMと監督当局
  - ー 何故ERMに注目するのか  
(企業価値の安定的な向上は契約者保護に資する)
  - ー ERMの全体像

3

それから、植村さんに、今日一番初めにお話をいただきました「最近のソルベンシー規制の動向と保険会社のERM」というところで、短期的な見直しですね。90%から95%になったところ、まだ任意ではあるのですけれども、ディスクロが今始まってきたという中で、どのようなことが見えてきそうかというようなお話などもいただきました。それから、フィールドテストについても、残念ながら今日は公表結果が間に合わなかったのですが……。実はこの5月23日という日程を決めるときに、私自身も何となく連休明けには公表されるだろうという勝手な想像のもと、「この日でいきましょう」と言ってしまった手前もあるのですけれども。公表結果についてはまた何か別の機会があればとも思っておりますけれども、ヒントのようなものを少し今日はいただけたかと思っております。それから、検査マニュアルの改訂など、そのようなものの中に内在している保険会社のERMと監督当局という部分で、なぜERMに注目していくのかという部分、今日のこのパネルのテーマになっていくような部分についてもお話しただけたかと思っております。

## 玉村講演の要旨

### 損害保険会社におけるERMとその課題

- なぜ今、ERMなのか？
- リスクベース経営とは
- 経営上の意思決定への活用
- Risk Based Pricingの必要性
- 東京海上グループにおけるリスク計測・統合
- リスク評価モデルに関する課題
- 本邦新ソルベンシー規制に向けたEU Solvency II等のインプリケーション

4

それから、玉村さんのお話が今日続きました。前回は途中で終わってしまったのですけれども、改めて「損害保険会社におけるERMとその課題」というところで、ある意味でリスクが今後どのように起こりそうかということに対して一つ考えるということも、ERMの重要な枠組みですけれども、今回の大震災のように顕在化した場合の取り組みなどもご紹介いただきながら、東京海上グループのERMは着々と前に進めていっており、一方でERMの重要性については、むしろ今回の震災を受けて、経営の意識としては何ら揺らぐことなくというお話もいただきました。そのERM、東京海上グループではERMのことをリスクベース経営という形で呼んでいますけれども、それを経営の意思決定に活用していくということです。それから、その中で非常に重要なこと、時価会計、経済価値、いろいろな言い方をしていますけれども、究極的にはリスクを意識したプライシングにそれが反映されていくことの必要性があるのだろうというお話が出ました。その後、リスクの統合・計測をしていく中でリスク評価モデル全体における課題、かなり細かい点まで、どのような点が今リスクとしては大きくて、一方その中でこのような課題があるというところを、自然災害モデルを中心にお話しいただきましたけれども、それ以外にも、資料の中で幾つかおもしろい論点が見えていたかと思えます。最後の部分については、プ

レゼンテーションでは、お時間の関係もあって割愛されていましたが、またこの中で、ソルベンシーIIのインプリケーションというものはどのようなものがあるかという点についてまたご指摘いただけるかと思っています。

## 松山講演の要旨

### 経済価値と保険ERM

- ERMの枠組み／キーワード
- ソルベンシーIIと保険ERM
- 保険ERMで考慮すべき保険の特性
- 保険ERMにおける経済価値の必要性と論点
  - ・ 内在オプション評価上の論点
  - ・ ソルベンシーIIにみる経済価値評価の論点
  - ・ ハイブリッド資本／経済価値評価の忘れもの
  - ・ リスク評価の時間整合性の破れ
- ERMに到達目標はあるか？

5

松山さんのお話は「経済価値と保険ERM」ということで、ある意味で今日のパネルも含め、フォーラム全体の基本を押さえたお話をいただきました。かなりテクニカルだったなと思っていらっしゃる方もいらっしゃるかもしれませんが、とても重要な論点をきちんと、簡潔だけれども省くことなくお話だけたかと思っています。特に、ERMというものが、本来は保険会社というものがみずから行うべきものである、という点。これは最初に植村さんのお話でも出ていた話ですけれども、一方で、ソルベンシーIIも来ています。この「ソルベンシーIIと保険ERM」というタイトルは、そのような意味で、ある意味で適切といえば適切、つまり、イコールではないのだけれども、保険ERMを推進する上において、ソルベンシーIIというのは結構いいものだけれども、ソルベンシーIIが来るから保険ERMをしなければいけないというのは本末転倒だというようなお話もいただきました。当然、保険ERMを考えていく中でも、保険の特性などをきちんと見ていかなければいけません。そこにソルベンシーIIというものが、ある意味で重要で具体的な方法論や論

点を示しているというところにメリットがあります、ということをお伝えいただく一方で、ただし、経済価値というものをきちんと考えていかなければいけない中で幾つかの論点があるということで、それら論点について詳しくご説明をいただいたということです。最後に、ERM というものに、ゴールといますか、これができたら ERM というのは終わったので「うちはでき上がりました。」ということがあるかということについて、そうはいかないのではないかなという点について、ご指摘をいただきました。



## Viet講演の要旨

### ソルベンシーIIと保険IFRS: 欧州保険会社における挑戦と今後の展開

- 資本の新定義
  - ・ソルベンシー I からソルベンシー II への変化
  - ・ソルベンシー II のポイントと市場リスクの影響度
- 保険契約者から株主へ
  - ・資本管理ツールとしての保有契約価値(VIF)ヘッジの重要性
  - ・リスクと資本を考えるための新しい枠組み(経済価値ベースでの変動性の考慮)

6

最後、皆様に頑張ってテープで聞いていただいたエリック・ヴィエの講演ですけれども、「ソルベンシー II と保険 IFRS：欧州の保険会社における挑戦と今後の展開」ということで、ソルベンシー II に移行していく中でのポイントとして、市場リスクが欧州保険会社の中でも非常に大きなウェイトを占めています。一方、資産や負債に内在している価値、いわゆる保有契約価値、VIF と言われているものが資本として認められてくるようになってきます。認められてくるようになる一方で、それが非常にボラタイルだという点がポイントでした。ボラタイルであるということは、それだけリスクがあるということで、そこはリスクでカウントしているので、整合的なのですけれども、彼が言いたかったことは、恐らく、いったん資本があると思ってしまうと、その

資本はずっとバランスシートの右側に安定してあるのかなと思いがちだけれども、今やそのような考え方ではない。資本というものを常に自分が持っているリスクをカバーできるように置いておこうと思うと、どのようなコントロールをしていかなければいけないかということを中心に頭の中でシミュレーションしておかなければいけないというようなお話だったかと考えています。そのような観点で、リスクと資本を考えていくために、どのような形でヘッジなども考えていく必要があるかというようなことについて、欧州においてこのようなお話が出ているということで、おっしゃられたのかと思っております。

ちなみに、エリックとはプレゼンの前に、メールで何回かやり取りさせていただいているのですが、ソルベンシー II を見越して、個別のヘッジというよりは、全体をどのように見ていくかというようなヘッジの考え方などについても、欧州の中では割と保険会社の中でも積極的に議論が行われているところだというようなお話も聞くことができました。先ほども言いましたけれども、経済価値ベースでバランスシートを見ていくというところの重要性と、当然不安定になる、ボラタイルになるという意味での危うさと、一方で、価値として認識できていない部分など、そのような評価上の不完全性という部分での危うさ等を見ながらいろいろと考えているのだなというようなところに関連する部分だと思いますので、ここに紹介しておきます。

## パネル: 論点

### ソルベンシーIIと保険会社のERM

- 論点1: ソルベンシーII、特に経済価値ベースの評価を基準にした自己資本比率規制が、保険会社のERMにどのような影響を与えるか?
- 論点2: 経済価値ベース規制の導入=保険会社ERMの進展となるのか? 懸念点はないか?
- 論点3: ERMのサクセスファクター/望ましいERMの実現に向けて優先的に実施すべきは?

7

以上のプレゼンテーションを踏まえまして、今日はどのようなことをパネルの中でしていこうかと思っているわけですが、最初に、論点というものを私のほうで三つほどご用意させていただきました。前のほうのスライドにあります。

まず、論点の一つめが、ソルベンシーII、特に経済価値ベースの評価を基準にした自己資本比率規制です。ソルベンシーIIは欧州で行われている規制ですので、何もそれがわれわれに影響を与えるという必然性は直接的にはないわけですが、植村さんの話にもありまして、日本としてもこのような規制の重要性を認識していることになっています。先ほど松山さんの話にもありましたが、これが来るからERMというわけではないのですが、これが来ることによって保険会社のERMというものは、どのような影響を与えるのか、影響と言いますと、とてもニュートラルな言い方ですが、うまく背中を押してくれるという機会になり得るかどうか、このようなものが導入されていく中で、どのようなメリットがあるかといったことについて考えていきたいと思っています。

2点め。ただし、いわゆる保険ERM、経済価値ベース規制というものと保険ERMというものはイコールではないというところが、松山さんのご指摘にもありました。実務でされている方々にはそのような観点で、逆に余り変な入れ方をされてしまうと

困るということはないのかということです。規制のほうでも、検査マニュアルなどでもそのようなコメントがちらりとあるのですけれども、このようなことが起こってしまうという流れにならないようにしたいという、このようなことが起こると困るというような懸念点が逆にあるのかどうかというところでは。

そして3点目。上記2つの整理で考えますと、導入されるとメリットやデメリットもあるという感じがしてしまうわけですが、規制上何をしてくか、それがどのようなメリット/デメリットとなるという話から、逆に、もう少しシンプルに、なかなか単体ではそれだけでうまく進まないERMではあるのですけれども、望ましいERMの実現に向けてどのようなことを優先的に実施していくようなことがあるのかというようなことについて、いろいろとコメントをいただければというように思っています。

まずは、この三つの質問を各パネラーの方々にさせていただいて、その後、その中で出てきた答えなども踏まえて、またやり取りもさせていただき、その後、会場の方々等にも質疑応答の機会をぜひご利用いただければと思っております。

では、早速、まず論点の1から入りたいと思います。ソルベンシーII、特に経済価値ベースの評価を基準にした自己資本比率規制というものが保険会社のERMにどのような、特にプラス面での影響というものがあるかということですけれども、まずは改めて植村さんから、監督サイドとして狙いといたしますか、先ほどのプレゼンともかぶる部分もあるので、そうした観点について、何かコメントがあれば、いただければと思います。

**【植村】** 確かに、かぶってしまうところはあると思うのですが、経済価値ベースの評価を基準にした自己資本比率規制という形になりますと、やは

り一つめは、どなたかのプレゼンでももちろんございましたけれども、資産と負債をより統合的に評価するという話になりますので、いわば現行の規制では見えないものが見えるようになるという効果、これが一番のねらいかと思っております。もう一つある話としましては、リスク管理や、もっと広く ERM と統合的だと考えておりますので、やはり保険会社の ERM の推進には資するのだらうというように素直に受けとめているところですし、規制当局という立場としてはそのような効果を期待しているということになります。非常に簡単ですけども、よろしいでしょうか。

**【森本】** ありがとうございます。そのような形で、先ほどのプレゼンテーションにもあったとおり、このような形での資産・負債を統合的に評価した規制というものを導入していくことで、規制サイドとしては見えにくかったものが見えるようになってくるというメリットがあるという観点について、最初に花津谷さん、次に玉村さんと席順にお答えいただければと思います。言い換えれば、規制されている側の立場から見て、このような規制導入というものをどのように純粹に評価されるかという観点について、適当にコメントいただければと思います。

**【花津谷】** 植村さんから、見えないものが見えるというお話でしたが、会社の中から見ますと、見ようとしていなかったものを見るようになるという言い方がよいかと思えます。そのような視点は、ソルベンシー II あるいは IAIS もそうですが、そこで行われている議論に接することでやはり見方が変わってくるのではないかということはあると思います。このようなことはどのような影響を与えるかといいますと、例えば、経済価値ベースの考え方に接することで収益性という点も違う見方が必要になります。収益性

の評価などをするとき、過去の、当社あるいは自分のしてきたことなどを考えますと、大体期待収益率の周辺でうろうろしていたと思います。それは大分希望的観測の上で話をしていたという感じがあります。高い予定利率のときに私も保険会社に入りましたし、これで大丈夫なのかという話は随分昔からありましたが、「まあ、何とかなるんじゃない？」というようなことで来ていたというところがあると思います。そのようなものが経済価値ベースではきちんと俎上に上がってくるという感じがあります。

**【森本】** 玉村さんもお願いいたします。

**【玉村】** 今日は個人的な意見でいいのですよね。会社を代表した意見からは超えてしまうかもしれませんが、率直に言いまして、経済価値ベースの規制に対して、不安と期待のどちらが大きいかといいますと、どうでしょう、50：50 で、気持ち、期待のほうが大きいかというような感じですが。懸念点はまた後からお話することになるのでしょうかけれども、今も、見えないものが見えてくる、あるいは自分で見るようになるというお話がございました。確かに、私が会社に入ったのが 81 年、もう 30 年前ですけども、リスクベース・統合リスクなどというキーワードが出てきたのは、当社でもせいぜいこの 10 年暗いかと思えます。従来は、期待値ベースといいたし、キャッシュベースといいたし、それらの指標を見て会社が回っていくことがわかれば大丈夫だねというような、とてもアバウトな経営をしてきたというのが感覚です。リスクベースといいたし、経済価値ベースといいたし、それで経営判断をしていくということ、東京海上グループが今トライしているという話は先ほど申し上げたとおりですけども、同じような目線で、監督当局ともコミュニケーションができて、そのような

共通尺度という言葉がいいのかどうかはわかりませんが、それが持てるということは、そこはぜひ、むしろ期待感がありますし、歓迎したいところだと思います。先ほども少し申し上げましたけれども、各社が実践している ERM というものと、開示や規制というものを、極力同じような目線、同じような形・レベル感にすることが、今申し上げたコミュニケーションという観点、コミュニケーションには監督当局とのコミュニケーションに加え資本市場とのコミュニケーションもあるかと思いますが、重要ですし、それから、効率化という言い方がいいのかどうかかわからないのですが、その観点で見ても有用であると思っています。そのようになるようなことを想定して或いは期待して、期待のほうが大きいと申し上げたいと思います。

**【森本】** ありがとうございます。さらに松山さんは微妙な立場ですけれども、以前は規制される立場だったということもありますので、そのあたりの現実感も踏まえつつ、先ほどのお話も絡めながら、特に国内における導入という観点について、どのように思われるかというところを、率直なご意見などをいただければと思います。

**【松山】** 今、玉村さんがおっしゃいましたように、内部で行われている ERM と整合的である規制というものは、ERM に対して推進的な役割を果たすだろうと、これは間違いないことだと思うのですが、経済的価値というものの存在感を経営陣に、よりリアルに感じてもらうことができるようになることが一番のメリットだと思います。一方で、もう一つつけ加えるとすれば、日本で検討されている規制なりソルベンシー II なりはお手本ではなく社内の議論のたたき台であってほしいと思っていますので、各社がそれをもって、経済価値とはどうあるべきか、

経済価値ベースのリスク管理はどうあるべきかということを議論してくれたらいいと思っています。

**【森本】** ありがとうございます。では、論点 2 に行きます。今はどちらかといいますと、経済価値評価が入る、見えないものが見えるようになる、整合的に評価ができる、収益性の評価などにおいてメリットがあるだろう、あるいは、そのような意味では全体的に同じような指標が使われていくことが期待されていて、そこはメリットが大きいという話もあったのですが、逆に、少し気になる、あるいはこちらに行くに困るなど、このような観点が考慮されてしまうと嫌だなといったような、懸念点、問題点を挙げていただけますか。つまり、経済価値ベース規制の導入イコール ERM ではないのではないかと、この観点があるとするならば、どのようなことが気になるかというあたりを、まずはそのような観点でいきますと、やはりこれは業界からお話ししたほうが良いと思うので、もう 1 回、花津谷さん、玉村さんと、それぞれコメントをいただけますでしょうか。

**【花津谷】** 直接の答えにはならないのですが、経済価値ベースの評価というものが ERM の進展に資するかと言えば、これは絶対的に資すると感じていません。技術的な問題や制度化するに際して留意すべき点はいろいろありそうですが、間違いなく、過去の原価法的な会計の上で実施していたリスク管理や、繰延法的な会計の上でのそれからすれば、多少訓練は要るのですが、わかりやすさや、先ほどお話に出ましたが、例えば ALM 等に整合的になるということで、従来のリスク管理に比べてはるかにいいのだと思います。

**【森本】** ありがとうございます。玉村さん、先ほど、逆に不安も 50% という話があったので、そのあた

りも踏まえて。

**【玉村】** 率直に言って、まだ日本における規制の具体的な中味が見えないといいたいでしょうか、どのような規制ができてくるのかわからないという中で、とにかく、今、経済価値ベースの規制を入れるのだという、逆に言えばそこしかわからない中で、先ほど50：50 というような言い方をしました。幾つか懸念があるとすれば、規制の「レベル感」といいたいでしょうか、とてもストイックに厳し過ぎても、われわれの自由度がなくなってしまうし、とても甘くても、今度は逆に各社が、安易といいたいでしょうか、そちらのほうに流れてしまうかも知れないというような、規制のレベル感の、チューニングという言い方がいいのかどうかわかりませんが、そのあたりがどのようになるのが気になります。

ヨーロッパの例などを見ますと、内部モデルを許容することになっていて、日本の規制もその方向と伺っています。それ自体は、先ほどの個社のERMとの整合性もしくは親和性ということからいけば、ウェルカムだと思っはいるのですけれども、一方で、内部モデルというものが、当然に相当各社各様になるでしょうから、それとこのような規制とのバランスというのでしょうか、簡単に言えば、今の甘い、辛いという話とダブるのかもしれませんが、もっと言えば、新しい規制というものを、どのように使うのかというところも、まだいま一つ見えていません。例えば、今のソルベンシー規制であれば、200%を割り込んだ場合は業務改善命令、ゼロ以下の場合には業務停止というものがあるわけですが、経済価値ベースのソルベンシー規制でもそのような使い方をするとすれば、一方で基準や測定方法などがバラけてしまうこととのバランスというようなもの、それと先ほど申し上げた個社のERMの親和性、両面で考えなくてはいけないとは

思うのですけれども、そのあたりのところがどのような規制のあり方になってくるのかというあたりが、われわれとしてもまだイメージがわいていないといいたいでしょうか、そのようなことを思っています。他にも山ほどあるのですけれども、とりあえずこのようなことです。

**【森本】** 山は後で話していただくとしまして、ついでに、微妙な立場ですが、松山さんから、先ほど懸念点があったと思うのですけれども、もう少しほかの観点でもあれば。

**【松山】** 別の視点で懸念を申し上げますと、私のプレゼンテーションでも申し上げたのですけれども、このような規制が入ってくることで規制の評価手法の絶対視による思考停止ということがとても心配です。私のプレゼンテーションで一番申し上げたかったことは、経済価値評価に絶対的なものがないということです。植村さんがどのように素晴らしい監督制度を設計されたとしても、完全な経済価値の定義や計算などはできないはずですので、企業側がみずから判断し考えなければならないところがあるはずで、にもかかわらず、そこで規制の遵守だけで思考停止してしまう可能性を懸念しています。

**【森本】** ありがとうございます。それを踏まえて、植村さんにどのように思われているかをお伺いしたいのですが、特に気になる部分としまして、まさに思考停止して絶対視してしまうという部分ですね。規制においてあるルールを活用する、と決まった場合、これはわが国固有なのか、世界的に共通なのかよくわからないのですけれども、非常に気になる部分として、「規制にこう書かれているので、これをやりましょう」「この規定は規制上必要なので、社内での必要性はともかく、とりあえず規定だけ整え



ちゃいましょう」などと、何となく表面的に装ってしまう、イコール思考停止に近いのだと思うのですが、それについて、何かコメントいただければと思うのですが。

【植村】 なんだか金融財政事情<sup>1</sup>の座談会に似てきましたね。あの座談会はまさに経済価値規制というのがテーマでしたので、私はまな板のコイというような感じで「いや、もうおっしゃるとおりです。検討します」としか言えなかったのですが、今日はERMがテーマなので、「皆さんのERMにわれわれも乗って活用させていただく」というような話をさせていただくつもりだったのですけれども、非常に重視していると言った手前、もちろん、このような貴重な声を踏まえてきちんと検討していきたいと思っているところです。一つには、先ほど玉村さんのお話にもありましたけれども、われわれの動きがもう少し中身が見えないということに対して、このようなことをしていますということを経験可能な限り外部に出していくことは必要なだろうと思います。ただし、それはあくまで一つの方向性です。もちろん、各社さんの進め方と、当局がこのようなことを考えているというものが、ある程度合っているとやりやすいでしょうし、コストも少なく済むのかもしれない。経済価値ベースで各社が見るエコノミック・キャピタルと、規制当局が経済価値ベースで見ていく規制資本というものが、ある種合致するような形は確かに望ましいとは思いますが、矛盾するような言い方ではありますけれども、それぞれは違うものでもあるわけです。（経済資本と規制資本ではその）目的が違いますので、そもそも全く同じということはないのだろうと考えています。かなり偉そうな言い方をしましたけれども、そのよ

うなことかと思えます。

それから、少し脱線して、トレードオフの問題があります。何と何のトレードオフかといいますと、各社が追求して自分のERMのためにモデルで計量して見ていきましょうという部分では著しく個別性が強くなります。その一方で、当局がそれを拝見するということは、比較可能性みたいなものがある程度確保されていないと、比べられないでしょうということです。今、答えが何かあるわけではないのですが、個社の追求していくものと、比較可能性を確保するという、相反する課題をどのようにして折り合いをつけていくのかということが、今後検討しなければいけない一つのテーマだろうと考えています。玉村さんのご質問といいますか、コメントの直接的には回答には余りなっていないのですけれども、ざりとて、比較可能性だけを追求するという話では恐らくないと思いますし、それをしてしまいますと、先ほどの、極端に言いますと思考停止の段階から抜け出すのが難しいと思われま

す。だからこそ、当局も脱皮を求められています。先ほど私のプレゼンのときに、指摘型から促し型というようなことを言いましたけれども、指摘型というのは、ある種簡単なのです。指摘する項目だけ挙げて、ぴっぴとチェックボックスか何かで確認すればいいわけですから。それよりも、こちらとしても、よりチャレンジしなければいけないという認識でいます。ですので、懸念といいますか、皆さんから懸念が出るかと思ったのですけれども、当局の体制整備というものが大事なのではないかと思っています。皆さんからは出ませんでしたので、私のほうで申し上げておきます。以上です。

【森本】 最後の部分は言いにくかったので、ありが

<sup>1</sup> 週刊金融財政事情 2011年4月18日号 特集「保険経済価値規制の是非を問う」の「＜座談会＞市場整合的な保険負債の評価と規制・開示」のことを指している。

とうございます。今の段階でも大分おもしろい点があるのですけれども、論点を最後まで進めたいので、論点3にいきます。規制が入るから背中を押される、ということもあるので、そうはいいまして、今話を聞いていますと、いわゆる第一の柱で数字が出たからどうこうという話ではなくて、ERM というものを各社自身が考えていかなければいけないものなのだろうと思っています。皆様方のプレゼンテーションの中で、ERM というのを推進していく上で、いろいろな重要な要素がでていました。今日の植村さんのプレゼンテーションの中にも、丸く PDCA サイクル的なものが書かれている中に、外側にボックスがあって、いろいろなコメントがあったと思うのですけれども、このあたりがサクセスファクターのキーワードのヒントかと思っていますのですけれども、規制をされている中で、もしくは実務をされている中で、もしくは、実務を見つつ、今、学術界の中で、このような ERM 等を見ていく中で、このような点が重要な要素であり、優先順位が高い、もしくはこのハードルをきちんと越えていかなければならないと思えるようなキーワードと、それについて幾つかコメントをいただければと思っています。順番的に、どうでしょうか、では、今度は手前からいきましょうか。松山さんからよろしいですか。

**【松山】** ERM のプロセスの中で語られていることは全部重要だと思うのですけれども、優先ということと言えますと、何が事業にとって本質的なのかということによるリスクの切り分けですね。リスクアペタイトと言ってもいいのかもしれませんが、それをはっきりさせるということです。要するに、取っても意味のないリスクを取っていないかどうか、取るべきリスクに組織体制や資本を集中させているかどうかということをもう一度考えるということが大事ではないかと思っています。

**【森本】** ありがとうございます。では、玉村さん。

**【玉村】** サクセスファクター、そうですね、今までも出てきたのかもしれませんが、やはり経営レベルでの意思決定への活用ということでしょうか。経営レベルというのは、先ほど私が縦横のマトリックスのような絵をお示ししたときに少し申し上げたのですけれども、東京海上グループは持株会社経営をしていて、ホールディング目線というものは、先ほど言いました資本配分や統合リスク管理などということをしているわけです。先ずはそのレベルでのERM 的なマインドというものは当然必要になってくるわけです。今もきちんとリスクを把握した上でリスクを取っているのかというお話がございましたけれども、やはり重要なことは、実際に商売をしている人たちのマインドが、そのような意識づけというようなことが、必ずしも営業現場の社員の一人一人というところまでは行かないにしても、実際に商品設計を判断しているメンバー、あるいは実際にアンダーライティングの判断をしているメンバー、あるいは実際の資産運用の判断をしているメンバーなどのマインドに落とし込まれているというところがまずないと、先ほども植村さんもおっしゃっていましたが、あるいは規制のための規制、あるいはERM のためのERM になってしまうのではないかと思います。繰り返しですけれども、やはりそのような、もう少し、広い範囲での知識と意識の浸透、この二つが必要かと思っています。

**【森本】** ありがとうございます。何となく、リスク文化などというような単語も引っかかりそうな感じもしました。花津谷さん、お願いできますか。

**【花津谷】** 玉村さんのお話と同じようなことですが、

よく使われるリテラシーという言葉がありますが、今まで使ってきた収益性などという言葉も、意味合いが違ってきますので、そのような用語的なところ、概念的なところも、やはり経営陣が理解するといえますか、受け入れないと、なかなか進みません。玉村さんがおっしゃった、各部署の人がリスク管理というものに共通の認識を持つということ、そのためには教育というとおこがましいですが、リテラシーをはぐくむということが一つあるかと思います。

【森本】 ありがとうございます。では、植村さん、お願いします。

【植村】 今のお三方は、やはり自分の中で、実務家として会社をこのようにしていこう、ERMを進めていこうという経験に基づいてお話をされていますので、非常に説得力があると思って聞いていました。私自身は、実際に中で取り組んでいるというよりは、あくまで外でということになってしまいますが、例えば主要保険グループに対してのERMに関するヒアリングや、フィールドテストでの内部モデル等に関してのアンケート、あるいは比較的最近の取り組みとしては、先ほど申し上げましたような検査マニュアルをどのように活用していくのかという過程でいろいろな議論をしてきました。その中で、優先順位といえますか、キーワード的なものが幾つかあるのだろうかと思っています。

一つは、月並みな話ばかりですけれども、経営の関与の状況はどのようになっているのかという点です。

二つめは、全社的な取り組みというところでしょうか。あるグループに対して2時間ぐらいのヒアリングの中ですべてを見ることは難しいのですが、どうも全社的というよりは、リスク管理部門が一生懸命頑張って経営を動かそうとしているのだけれども、

全体としてはどうかな、というような会社も散見されます。リスク管理部門の方とは共感を持てるのですけれども、「さあ、どうしよう」というような感じを持っている場合があります。経営の関与と全社的な取り組みというところをどのように図っていくのかということが非常に大きいように感じます。

あとは、保険会社のERMということを考えましたときに、近い業界として銀行があるわけですね。なぜ銀行ではERMと言わないのだろうかという感じはしますが、少なくとも日本では余り言わないようですね。とはいえ、銀行では恐らくバーゼル規制があって、規制と一緒に、ERMとは言わないにしても、ERM的なこと、統合リスク管理を作ってきたような歴史があって、必然的に積み上げ的に構築してきた感じがします。だから、まだ技術的に市場リスクぐらいしか確立していないときには、オペリスクなどという議論はなくて、まず、市場リスクと信用リスクです。銀行は信用が一般的に非常に大きいので、ここをかつちりやって、バーゼルのほうも議論が進んでと、何となくスタンダードと一緒にみんな作っていく中で、いかどうかはわからないですけれども、今の姿があります。かちっと隅のほうまでできている、そのようなイメージがあると思います。それによる弊害も結構大きいとは思っているのですけれども。

一方で、保険の場合には、そのようなスタンダードがない中で、みんな手探り状態という感じで見ています。その中で、銀行のように個別のところをかつちりやっているかどうか詳細に見ていくというよりは、まずは大きくくりで見ていくということではないか、というような議論をよくしています。つまり、先ほど松山さんがおっしゃられたような、より事業の遂行の上を取るべきリスク、ないしは、資産・負債、特に負債でしょうね、負債がどうなっている、重要なリスクがどうなっていると。生保

でも損保でも保険負債のところをどのように評価するのか、そのついてくる金利リスクをどのようにコントロールするのか。損保のCATリスクも気になりますけれども。このように、何も今の時点で「オペリスクを計量化していなければだめだ」などというように話ではなくて、より大きくくりで見ていくということが恐らく重要ではないかと思います。これは一応個人のコメントですが、そのような感じで考えています。

**【森本】** ありがとうございます。以下、あとは私の質問にかかわらず、パネラーの方で、発言したい、質問したいということがあれば、もう自由に言っていただければと思います。特に挙手がない限りは私から個別にその他も質問していきたいのですが、今のお話の中で経済価値ベースのERMといいですか、導入していくことの重要性として、スタンスが整合的にできることがメリットだと言っている一方で、花津谷さんが2回ぐらいおっしゃっている、見ようとしていなかったものが見えるようになる、収益性の評価というものが変わってしまう、それに対して理解することのリテラシーが重要というお話は何となく全体につながっているように思えます。例えば価値やリスクというものをはっきり見ちゃうので、一般的によく言われますけれども、収支予測のようなものでやった結果が大きくぶれるようなことが起こります。どちらかといいますと、予算の着地や達成ということがとても重視されてきたということ、そのこと自体がよいことなのかどうかということはあるかもしれませんが、正直、そのようなものとはかなり相入れないものかなという気がしています。

プレゼンでも少し出ていた部分もあるのですが、特に、花津谷さんに最初にお伺いしたいのは、やはり実務上この壁は相当分厚いと思っています

が、一方でMCEVを公表され、ある意味で、危機的な結果というものを公表されてきたという歴史がある中で、このあたりはどうすれば超えられるのか、超えようとするには、このようなことをしていくべきではないかという部分です。経営陣にとって、これを見せられるということはかなり、むしろ恐怖といますか、嫌なものを見るということになってしまいますので、否定されてしまうのではないかという気もするのですが、そのあたりをクリアしていくための、何かヒントのようなものをコメントいただければと思うのですが。

**【花津谷】** ヒントといますか、経済価値ベースという測定をする以前に上場してしまったということがまずありました。EVというものは、もちろん早くからあったわけです。松山さんの先ほどのプレゼンにもありましたが、生保ではEVがなければ価値のようなものがなかなか見えないということで、昔からあるわけです。それで当然、上場したときから公表を始めたわけですが、それをあつという間に経済価値基準ないし市場整合的な手法に切りかえるということになって、その時点で今後EVの変動が激しくなるということはわかっていたわけですが、すぐに大きな変動はしないだろうと。当時は、そんな心理も働いたのかもしれませんが、けれども、実際はリーマンショックの影響もあってとても変動してしまっただけです。ですから、これは準備して、あるいはいろいろ内部の教育なり自学自習をしてからそこに行ったということではなくて、このような答えで申しわけないのですが、そうなってしまったということです。ただ、結果論的に言えば、そのようなところに身を置いたということが、そして、置いた後でリスクの発現を体験したこと、それにどのように対処していくかを考えたということの中で、オン・ザ・ジョブ・トレーニングのような形で学んだ、と

ということが正直なところでは。

**【森本】** ありがとうございます。同じような環境と  
いいですか、玉村さんはある意味、生保も損保も両  
方見られてきた中で、余り東京海上グループの中  
では、そのような観点について何か引っかかりがあ  
ったなどという部分は余りない感じですか。

**【玉村】** ストレートな答えになるかどうかはわかり  
ませんが、EVにしても、経済価値ベースに  
しても、言ってみれば企業価値ですよ。企業価値  
の増減がいわば経営者のパフォーマンスだとい  
うことには、多分皆さんご異論はないと思います。ただ、  
その中でまさに振れてしまうもの、リスクを取っ  
ていることも含めて経営ではないかといった話もな  
くはないのですけれども、例えばEVで言えば、あ  
んしん生命でも、比較的厳格なALMをしています  
けれども、それでも金利の変動でEVすなわち企業  
価値が増減しますし、先ほど東京海上グループの最  
大のリスクの一つが政策株のリスクと申し上げた  
が、当然のことながら、株価が上下すれば、例  
えばリーマンショックなどのときには1兆円規模で  
企業価値が減ってしまうということが現実  
に起きたわけですね。ただ、今、経営者のメン  
タリティーとしては、今の花津谷さんのご発言  
とも共通するのかもしれませんが、それも含め  
て経営としてリスクを取っているということに  
対する認識というようなものは段々とできつつ  
ありまして、振れてしまうからけしからんなど  
というような感じではなくなってきていると思  
います。人によっては違うと言うかもしれませ  
んけれども。

その中で、やや踏み込んだ発言になるかもしれ  
ませんが、では、例えばKPI（重要業績評価  
指標）というものがあって、経営者の報酬を、  
株価が下がったからリンクさせて下げるの  
ですかとか、

金利が下がってEVが減少した場合、あ  
んしん生命の役員の給与を下げるのかなど、  
どこまでがまさに経営者の努力なのか、  
あるいはリスクなのか、それともあるレ  
ベルから先は、不可避とまでは言わな  
いかもしれませんが、そのような切り分  
けのようものが要るのかもしれませんが。  
これは別に、今、経営者の報酬という  
言い方をしましたけれども、例えばス  
テークホルダーに対する説明ぶりなど  
でも、それはあるかもしれません。そ  
のあたりのところはまだ悩みどころ  
として、課題認識をしているという  
ことでございます。

**【植村】** せっかくですので、お2人にご質問  
したいのですが、実際にリスクベース  
経営や、価値を重視する経営を行う  
というのは、進んだ会社なのだろう  
と思うのです。それでも移行する際  
には、何か、既得権をはく奪される  
という意識を持つ部門があったり、  
もしくは、経営がとても鬱陶しく  
思ったりするなど、何かあったの  
ではないかと思うのです。例えば、  
運用部門でも実現ベースだけ見て  
いるようなところであれば、「益出  
しすればリターンが上がるよね」と  
いった世界でやっていたわけすよ  
ね。それが今後は時価利回りで見  
なさいと言われるとなると、や  
はり全然違いますよね。そのよ  
うな「居心地のいい世界」にいた  
方が少なからずいらっしゃるの  
ではないかと思うのですけれども、  
移行の際にそのような皆さんが  
きちんとして来られているので  
あれば、例えば何かアメやムチ  
のようなものがあつたのでしょうか。  
もしくは、ムチということで、  
そのような人は要らなくなつて  
はずされてしまったのかもしれませんが、  
このあたりを、もし何か差し支  
えない範囲で、差し支えがあつても  
いいのですけれども、お話をいた  
だけますでしょうか。非常に参考  
になると思いますので。

【玉村】 別に、何年度から ERM を始めますとか、リスクベース経営を始めますなどということを宣言したわけではないので、正直言いまして、今のご質問に対する答えは余り持ち合わせていないのですけれども、先ほども申し上げましたように、統合リスク管理というようなことは、2000 年か 2001 年からだと思いますけれども、まさに当時のミレアホールディングスができる前からして、そのとき、先ほどの花津谷さんの「やっちゃったから」というようなお話に近いのかもしれませんが、そのときは資本が潤沢にあって余りシリアスな状況ではなかったといえましょうか。あんしん生命はまだ MCEV を出していませんと先ほども申し上げましたけれども、例えば EV にしても、確か 2002 年度からでしたか、開示を始めていて、そのようにして、一種、事実先行してした面があったかと思えます。だんだん EV なり MCEV なりに対する世の中の注目度というものも高まってきますし、あるいは、損保でいっても、経済価値というようなものに対する注目度も高まってきます。グループ全体で見てもキャピタルバッファへの注目度も増してきました。一方で、先ほども申し上げましたとおり、資本が有限だということを認識せざるを得ない状況になってきて、徐々に ERM 的な意思決定、経営判断をするようになってきたという感じが、少なくとも東京海上グループの場合で言えば実態に近いのではないのでしょうか。余り答えになっていませんけれども。

【花津谷】 では、私のほうからも。先ほどの「やっちゃった」といいますか、「開示しちゃった」という話ですが、もう一つ「ちゃった」ということがあって、売却益を含めた B 利回りに固執していた財務本部長が定年で「辞めちゃった」というのもあります。そのような偶然もありますが、それ以前にも、

そのような人から感化を受けている人も相当いましたので、ファイナンス理論を勉強している人を引き入れて、いろいろ議論をしかけること、怒られても、無視されてもいろいろ言っていくということは、してきたような気がします。ALM や統合的なリスク管理に関する諸々のことについてです。何でもやる、というような姿勢。結局、定年前に転向してもらうことはできませんでした。経営陣とも B 利回りとは何なのかとか既存概念の反省や、価値というものは何なのかということ率直に話し合っていくことが必要だと思います。

ついでに、先ほど述べました、EV の変動、振れの話について少しつけ加えさせていただきますと、振れについては、これはリスクを取ってれば、リスクが発現したら価値が下がるという本当の意味での振れというものがありますし、評価上の技術的な意味合い、統計を取るときに、統計の取り方や細分化など、そのような技術的なところで、意外と大きな影響を生むということはあります。だから、いろいろなことをシミュレーションの中で経験して、どのようなことをすれば、どのような変動が生ずるのかということを理解していく必要はあります。大体、技術的な話になると、経営陣はいらいらすのではないかと思います。「おまえが評価したのか」というような話にもなります。振れがあるということは、これは当然始めから、先ほどのいろいろな議論をする中で、込みでしておかないといけないという感じを持っています。

もう一つ、松山さんから重要な指摘、例えば利差配当商品における、配当オプションの評価のことなど。それと、盲目的に計算してしまうと意味のないことになりかねないということ。そのような理論的なところで、気をつけないと、割と大きな間違いをするということもあろうと思いますので、ファイナンス理論的なところに十分気をつける必要はあ

るだろうと思っております。この配当のオプション評価の議論については松山先生にもう少し伺いたいところもあるのですが、それはいつか適当な折に。

**【森本】** 今のお2人のお話で、いわゆる既得権益的な部分についての話が、どちらかといいますと「いや、自然にだんだん消えていった」「偶然が作用した」とかということが多いのですが、このようなものに対する抵抗的な部分が、もちろんあったのですけれども、割と消えつつあるという部分は結構大きいのかなと思います。このようなところで振るのは大変恐縮ですけれども、松山さん、いろいろと闘ってきた歴史もあるのかなと思う中で、そのような方々というとは何ですけれども、一応もちろん他社の例も含めてという注釈をつけた上でコメント頂ければ、と。問題をもう少し正確に言いますと、元々の植村さんの問題意識は、やはり経済価値ベースに移行している、そうしますと、価値や損益がとても振れたりする。だから、従来の予算達成というよりも、むしろそのようなものを、自分がリスクを取ったのだから、結果を素直に認めていかなければいけない。けれども、従来は、例えば運用部門などでも、ある意味で、益出しなどをして予算を達成していくことができていました。結果として、今年も予算を実現できましたということが多分確率的に多く起こっていたと思うのですが、この確率が低くなる、そのようなことをとても面倒くさいと思ったり、鬱陶しいと思ったりする方は結構いるのかと思います。経済価値が導入されることによって、今まで気にもしなくてよかったことを、なぜ、これほど気にしなければいけないのだと、かなりネガティブに考える人たちが結構多い印象があるからこそ、経済価値ベースの規制などというものは昔から出ているのに、なかなか進まない、つまり、率先して会社が喜んでERMレベルになかなか入らない一つの要素ではな

いかということが元々の問いかけですけれども。

**【松山】** どこの会社でもそうだと思うのですけれども、マネジメントというものは、制御が容易な非経済的経営指標を選びたいですね。なぜなら、自分がそれで評価されるのですから、そのようなマインドは間違いなくあると思います。先ほど平準払いの保険の絵を見せましたが、なぜ予定利率達成をターゲットにするような運用戦略がうまくいかないのかというものの根本にあそこがあるわけです。そうしますと、結局どのような話をするかといいますと、予定利率保証をしてきたから逆ザヤで大変なわけですが、資産運用の技術、先ほどB利回りにこだわる職人のような役員の方がいたと伺いましたけれども、そのようなやり方ではデリバティブに相当する予定利率保証には太刀打ちできないので変動性は大きくても経済価値ベースのリスク管理が必要なのということなのです。会計ベースの運用利回りで、保険に内蔵されたデリバティブと闘うということは、戦車で航空兵力と戦うようなもので、しょせん2次元でしか展開できない兵器で、3次元で動き回る飛行機に勝てるはずがないだろうというような説明を、喩え話をたくさんしながら対話したことを思い出しました。

**【森本】** 重ねてもう一つ松山さんに、具体的なものを含んで質問したいのですけれども、今の話は、どちらかといいますと、経済価値を導入すると、従来の指標とは違う観点が見えてくるという一方で、いろいろところで皆様もコメントされていますけれども、図ることの難しさや限界というものもあります。先ほどのプレゼンテーションの中で、いわゆる工学的な最適化というものはどうなのだと。それを絶対視するという事は相当問題でしょうというお話をされていました。そうしますと、一方で、今おっ

しゃいましたように、そのような人たちを一生懸命説得して、説得したあげくに、その人たちに対して「いや、一方で限界もあるので、モデルリスクもあるよ」「あなたのビューも必要だよ」ということを教えて、ある程度主観といいますか、つまり、だれがしても同じ答えにならないというものを出せというようなことを言っていかなければいけないということ为先ほどおっしゃったのかと思うのですが、工学的な最適化ではないという部分という点について、何か補足などございましたら。

【松山】 工学的な最適化がだめだということは、幾つか例を示しましたがけれども、現行われわれが通常使っているようなリスクの尺度には理論的限界があります。それらをブラックボックスの中に入れて最適化処理したらだめですねよという話がまず一つあります。あと、経済価値という概念、市場整合的という概念は、ヘッジして初めて意味があるものだと考えています。市場整合的ということは、言いかえますと、市場が見ていないものは見えないということですね。先ほど東京電力の話をしましたけれども、東京電力の株価は少し前は10倍でした。市場は、原発がこのようなことになるというリスクは見えていなかったわけです。そうしますと、そこで必要になってくることは、経済価値の限界というものを知りながら使うということです。つまり、経済価値は完璧ではないが、そのリスクを他者に移転しようとするときに非常に参考になる指標である。ただ、それがすべてのリスクを反映したものではないということですね。特にエクストリームなリスクというのは、市場がそれを評価していませんから、全く反映できませんので、よく言われるようなストレステストの併用など、いろいろなことをしていかないと、経済価値の正しい活用はできません。なおかつ、経済価値のアルゴリズムそのものにも、いろいろな限

界があるということを考えますと、それをボタン1個で工学的な最適化ができると考えるのはいかにも子供じみているのではないかという話をいろいろなところでしていましたが、今回もさせて頂きました。

【森本】 ありがとうございます。その絡みといいますか、そのような中でリスクをどう取っていくかというアペタイトというものは、先ほどの玉村さんのプレゼンですと、それぞれのリスクを取っているフロント部門が、このぐらいしていきたいと主張する一方、全体のパイに限りがある中で、どのように配分していくかで考えていきたいと思いますということもあります。花津谷さんのところでもそのようなことを考えられているかと思うのですが、当然リターンを狙っていくというフロント部門がERMに重要な役割を果たしていく中で、その人たちが考えなければいけないことは、リスクを考慮した収益である。ただ単にやみくもに利回りを上げるという時代は変わってきました。どれだけリスクを取って、リターンを上げるのか、そのような意味では、リスクを考えている人たちは、ある意味でリターンを考えている人たちと、ある意味で連携していかなければいけないのかなという意識もある一方で、一方でけん制機能としても必要性がありますねということが言われています。そのような意味では、多分玉村さんが一番適任なのかもしれませんが、リスク管理部門として、フロント部門との連携とけん制のような関係をERMという枠組みの中でどのように整理されていますか。

【玉村】 率直に言いまして、リスクアペタイトについては、東京海上グループとして「こういうリスクアペタイトにする」というようなことを、論議中でありまして、まだ皆さんに明確にお話しできる状況



ではない、私の中でもまだ確たるものができていないということが、正直、今の率直な実情でございます。今の話について、これもストレートな答えかどうかかわからないのですけれども、各事業主体は当然のことながら、ビジネスの進捗意欲というのでしょうか、そのようなものも当然あるでしょうから、簡単に言えば「このようリスクを取ります」「いくら資本を下さい」「これだけ稼ぎます」というようなことを言うわけですから。それに対して資本のアロケーターが、期待リターンとリスクの評価を、要するにアセスメントをして、最後はアロケートをするというようなことをするとき、連携といたしまししょうか、むしろけん制と言ったほうが近いのかもしれませんけれども、過去のトレンドや客観データその他いろいろなものを見ながら、それぞれのいわば各事業主体が、このようにしたい、あのようになりたいと言ってくるものを、健全な目でフェアに、上から目線のような言い方で恐縮なのですが、見て、「ちょっとこれはないだろう」「これはちょっと話は違うだろう」など、いろいろなことを言って嫌われたりしながら、そのようなプロセスを経て、実際のグループ全体の事業計画を作っていきます。それをさらに半年、1年、あるいは3年など経過した後、振り返って計画と実績の差異分析を経営と共有するというようなこともしていきます。もちろん、その中で当然人事異動などがありますので、非常に悩ましいのですけれども、そのようなことをこの数年間ですか、繰り返しをしているというような状況でございます。

**【森本】** ありがとうございます。パネラー同士で何か、それ以外に聞いてみたいことや質問してみたことなどはありますか。

**【植村】** 今のお話は、先ほどのプレゼンのところで

でも、玉村さんの3ページのところのお話あたりで、リスク対比の収益率に基づく資本配分、そのあたりのお話をされたのだと思うのですが、非常に興味深く拝聴しておりまして、実際いろいろ侃々諤々の議論をされた上で決めるとおっしゃられましたよね。何か基軸があった上ででない、それは一つかどうかわからないのですけれども、決まらないような気がするのです。さりとて、何となくというのでは、もし資本が非常に少なくリターンが上がるのであれば、金融危機以前の投資銀行ではありませんけれども、ある特定の証券に多額の資金を突っ込むというようなことにもなるでしょう。恐らくそこにリスクアペタイトという話が本来はあるのでしょうか、実際のところ今はどのような評価軸のもとに、資本を部門同士で取り合いするのでしょうか、結果が決まってくるのでしょうか。それを最適化といたどうかかわかりませんが、もしお話しいただける範囲で伺えると、大変ありがたいと思います。

**【玉村】** 明確にこうだということ言う答えは持ち合わせていません。例えば単純に ROR だけで物事が判断できれば、このような苦労はないのですが、当然、お客様もいらっしゃいますし、競争相手もいるわけですし、率直に言いまして、先ほど喧々諤々という言い方をしましたけれども、まさにそのとおりです、パシッとしたルールはあるわけではありません。ただ、その侃々諤々のいろいろな論議の中で、何となくみんなが共通項で持っていることは、繰り返しですけれども、いろいろな制約条件の中で、グループ全体の ROE を高めていこうという目標を共有していることが一つです。それから、やはり先ほども言いました三つのリスクの大山というものの、要するにグループにとっての巨大なリスクが富士山型にそびえ立ってしまっていて、これを欧米の保険会社の

ような、八ヶ岳型のリスクポートフォリオにいつかしたい、というようなコンセンサスは社内でもできつつあります。その中で、個別にあるリスクを取っていきましょう、あるいはこのリスクは削減していきましょうなどというようなことの論議は、そのような共通認識の前提でなされてはいるというような感じでございます。

**【松山】** よろしいですか。お伺いしたいことがあります。ROR、リスク・オン・リターンでしたか。リターンに対して評価できるリスクというものは恐らくフラクチュエーション型のリスクで、ものすごくテール部分で発生するような巨大なリスクは収益と対比できないわけですね。そうしますと、リターン・オン・リスクを見ているときには、それはそのようなテール部分にある、頻度は少ないけれども巨大なリスクは見えてなくて評価してしまうことになるのでしょうか。

**【玉村】** そうですね、要するにテール、先ほどの私のペーパーでいきますと、7ページにいろいろなリスクプロファイル、正規分布的なリスクカーブもあれば、今、松山さんがご指摘になった比較的ロングテールのものもあれば、いろいろなリスクがあるわけですね。そういった様々な形状のリスクを同一基軸のリスク量というところに置きかえて、見えています。ただ、先ほど植村さんからご質問がありましたように、それだけで全部見ているのではなく、社内では、このリスクとこのリスクでは意味合いが違うなどというような論議は当然あります。ありますが、一応まな板に載せるときはすべてRORで表にしていますが、みんながこのリスクが本質的には違うということもわかった上でそのような論議をしているということでございます。

**【森本】** ありがとうございます。この中で話していると、どんどん進んでしまうのですけれども、時間が押してきましたので、せっかくの機会ですので、会場から二つ、三つ、ご質問をいただければと思います。ご質問のある方は挙手をいただけますか。では、お願いします。

**【質問者1】** 松山先生に質問したいのですけれども、ソルベンシーIIと保険会社のERMの話をしていただいたときに、ソルベンシーIIが初めてではなくて、ERMのほうが初めてであるべきだというお話をされて、それは理論的にそのとおりで、理想論としては全く私も同意ですけれども、その際に、今ソルベンシーIIを検討されている中で、信頼水準を定義するのはいいにしても、リスクメジャーやリスク・マージンというようなものも、出し方を決めにかかっています。これは監督側の比較可能性からしますと全くそのとおりだと思うのですけれども、ERMが先行している会社にとりましては、何か規制がまた新しい足かせになるかなどというようなことも考えてしまうのですけれども、そのあたりについて何かご意見といいますか、感想があれば教えていただきたいのです。せっかくですので、思考停止などという単語も入れていただいて。

**【松山】** 既にERMの体制ができているような欧州の保険会社にとってみれば、内部モデル適用という形で、標準モデルの持っているいろいろな欠陥というものを回避しようとするのだらうと思います。ただ、内部モデルの認可は相当厳しいと聞いております。日本の金融庁さんはどのようなスタンスを取られるのかということとはよくわかりません。既にERM体制を組んでいらっしゃる会社は、自分たちで議論して、限界もわかった上でその仕組みを組んだと思うのです。そうではない会社の人たちにとりまして、

ソルベンシーⅡなり、日本のソルベンシー・マージンの中期的な見直しが入ってくるとすれば、そこで本当に思考停止が起こってしまって、もう規制だけ遵守していれば大丈夫なのだというようになりますと、やはり怖い。原発の認可基準に長期の電源の喪失は想定しておく必要はないと書いてあったそうですので、認可基準にもそう書いてありますし、電源喪失リスクは大丈夫だろうとなってしまうマインドがあるのです。

調子に乗って話をしますと、これは最近外国の人と話していて気がついたのですけれども、企業にとって一番怖いものは、監督官庁ではなく、弁護士、裁判所だということです。つまり、想像もできないような訴訟が起こるのです。例えば電子レンジのメーカーが、猫を洗って電子レンジに入れて乾かしたら猫が死んでしまったということで、訴訟で負けるということです。それは、リスクというものをどこまで想像するかという想像力の勝負ではないでしょうか。ところが、東京電力もそうかもしれませんし、日本の金融機関もそうかもしれませんけれども、あまりにも役所なり原子力保安院なりがきちんとしているように見えるものですから、そこで思考停止してしまうことによって、すべてが丸くおさまるような感覚になってしまうのが、もしかしたら日本的な企業のリスクなのかということを感じました。

**【森本】** ほかに何かご質問はございますか。では、お願いいたします。

**【質問者2】** 大変興味深い話がたくさんありまして、参考になりました。この経済価値ベースでソルベンシー・マージン、あるいは資本規制、あるいは企業価値を公表するようになったときに、契約者側、ステークホルダーとして非常に大きな契約者側から見てどのようなインパクトが予想されますか。例えば

財務的困難のコストなどが非常に高まってしまったりとか、規制が強まったりしますと、大分、資本構造などのところにも影響が出てしまうのではないかとこのことを考えるのですけれども。あるいは、場合によっては格付が絶対視されて、そこに十分な余裕があればもう安全、最低資本要件に近づいてしまおうともうだめなどというような、二分的な見方などというようなことが起きるのではないかとこのことは、いかがでしょうか。

**【植村】** 経済価値ベースの規制を考えている立場から私がお答えいたしますと、解があるわけではないのですけれども、今でも非常にわかりにくいと言われている保険会社の経営内容が、今度よりボラティルになるかもしれないのであれば、技術的なところについてはどのように説明していくべきか、知恵を絞っていかなければならないと思います。現状のディスクロージャー自体がどれぐらい契約者に、あるいは契約者に情報を伝えるべき立場の人に対し、どのように理解してもらうのか、われわれもまだ努力が必要だと思いますし、そのあたりはより慎重に考えていかなければいけないかと思っています。

ただ、その一方で、経営があえてボラティリティーを取っている部分というものがあられるわけですし、今は見えないけれども、それが見えるようになる。国内株式のリスクをこのように取っているのがわかるのと同じように、「金利のリスクをこれだけ取っているのですよ」と経営が見えるようになるわけです。そうしますと、今度はそのような経営をしているということが契約者にもわかることになります。そのような（金利リスクを取った）経営をしているのだということを契約者にわかっていただき、契約者が「いや、そんな振れのある会社は嫌だね」と思うのか、それとも「やっぱりこんなに金利が低いから、金利リスクを取ってくれないと困るよね」と思

うのか、その判断の材料をしっかりと提供していただくのが大事ではないかと思います。

繰り返しになりますけれども、前半の技術的なところはありますので、ここはどのように契約者に伝えていくようにするのかは重要な論点だと思います。

**【森本】** ほかの方。

**【花津谷】** 今の、財務的困難のリスクのことですが、私からもお話ししたいと思います。EVのディスクロージャーがMCEVプリンシプルのレベルまで到達するまでに、市場整合的なEVの議論はその10年以上前からなされていたと思います。その中でフリクショナル・コストの中にどのようなものを入れるかということで、財務的困難のコストやエージェンシーコストなど、いろいろなものが挙がっていたのですが、結局その辺は見ないということになりました。どのようなことかといいますと、企業価値というものは、結局はフランチャイズバリュー、将来の新契約、そのようなもので総合したのですが、EVはそれを公開しているわけではなく、あくまで純資産価値というにとどまっています。財務的困難のコストなどは、フリクショナル・コストに相当すると考えられますが、これは新契約価値に多く影響する性質のものなので、純資産の開示においては現在のフリクショナル・コストの項目でいいといった整理になったようです。その辺はアナリストの方にも、会社側がよく説明していくべきかとも思います。しかし、将来の新契約価値というものを含めて、それが契約者の利害関係にどのようにかわるかという点は、EVの文脈からはなかなか語りにくいところです。契約者の持ち分、契約者の利益ということもディスクロージャーの中で述べていかなければいけないかもしれません。しかし、やはり大事なことは、EVは企業の価値を言っているのでは

ないということだと思います。純資産の部分だということは今よりも強調すべきではないかと思っています。

**【森本】** ありがとうございます。時間がありませんが、最後に一言だけつけ加えますと、契約者の側にも、保険会社は絶対であるという思い込みによって、まさに思考停止に陥らないようにするというのも必要かと少し思いました。お時間を延長してしまったのですが、以上でパネルディスカッションを終了させていただきます。長い間ご清聴をどうもありがとうございました。

**【司会】** それでは、パネリストの皆様、モデレーターの森本さん、5名の方に大きな拍手をもう一度お願いします。