

講演

経済価値ベース規制の導入を踏まえた ERM のあるべき姿

(2020 年度日本アクチュアリー会年次大会セッション A-3 パネルディスカッションより)

モデレーター：	明治安田生命保険相互会社	島村浩太郎 氏
パネリスト：	オリックス生命保険株式会社	鈴木 敦之 氏
	アクサ生命保険株式会社	板場 建 氏
	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社	辻野 菜摘 氏

(本稿は 2020 年 11 月 6 日にオンラインで開催された日本アクチュアリー会年次大会におけるセッション A-3 パネルディスカッションの講演録です)

島村 お時間になりましたので、セッション A-3、ERM 委員会によるパネルディスカッション、「経済価値ベース規制の導入を踏まえた ERM のあるべき姿」を開始いたします。私は、本日モデレーターを務めさせていただきます、明治安田生命保険の島村でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

まず、本日のパネリストの皆様をご紹介します。オリックス生命保険株式会社チーフリスクオフィサーの鈴木敦之さん、アクサ生命保険株式会社執行役員チーフリスクオフィサーの板場建さん、そして、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社インベストメントリサーチ部シニアアナリストの辻野菜摘さんです。皆様、どうぞよろしくお願いいたします。

本日の構成ですが、まず私から簡単に導入をさせていただいた後、パネリストの皆様にはプレゼンテーションを頂きます。そのあと、パネリストとモデレーターでディスカッションを行い、最後に時間の許す限り、視聴者の皆様からのご質問、ご意見にお答えしていきたいと思っております。視聴者の皆様は、プレゼンやディスカッションの時間中に、Sli.do を通じてご質問、ご意見をお送りください。

なお、お断りが 2 点ございます。1 点目は、本日のパネリスト・モデレーターの意見は、すべて個人の見解でございます、所属する会社・組織の意見を示したものではありません。また、パネリスト・モデレーター、それぞれのプレゼンテーション資料における表明もご参照ください。2 点目は、本日の内容は、性質上どうしても生命保険会社中心の議論となってしまうことです。ただ、議論の本質は、損害保険会社や他の金融機関にも通じるものだと思っております。

経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議

- 2019年6月、金融庁によって「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議」が設置され、経済価値ベースのソルベンシー規制の国内導入に向けて議論
- 「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議報告書」(2020年6月26日)で、2025年度から日本でも経済価値ベースの監督規制(第一の柱(以下、ESR)はICSに準拠)が導入されることが事実上アナウンスされた

4

では、まず私から簡単に導入を行います。本日の議論のスタートは、「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議」です。ご承知のとおり、2019年6月から始まりまして、2020年6月に報告書が発表されています。この中で、日本でも2025年度から、経済価値ベースの監督規制が導入されることがアナウンスされております。

有識者会議報告書の要旨・示唆

- 現行SMRの課題を踏まえ、中長期的な健全性の確保を通じて契約者保護を図りつつ、保険会社が持続可能な形で各種の保険ニーズに応えていくための規制・競争環境を整えるために、ESRに基づくソルベンシー規制を2025年に導入する前提で検討を進めていく
- ESRの規制としての導入は、保険会社におけるリスク管理の高度化を促すうえで重要な役割を持つ

出所: 令和2年6月26日 金融庁「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議報告書」をもとに編集(次頁も同じ)

5

今回、視聴者の皆様は報告書をお読みいただいているという前提ですので、ごく簡単にポイントを確認いたしますと、ソルベンシー規制の導入だけを提言しているのではなくて、そのことが保険会社におけるリスク管理の高度化を促す、としております。

有識者会議報告書の 要旨・示唆

- 「規制上のESRの水準のみに基づく機械的・画一的な規制」を避け、経済価値ベースの考え方のメリットを享受するため、「保険会社の内部管理のあり方も踏まえた多面的な健全性政策」を目指す
- 会議では、健全性政策の全体像について、「3つの柱」（ソルベンシー規制、内部管理と監督上の検証、情報開示）の考え方に即して整理を行った
- 新たな制度が有効に機能するためには、金融庁、保険会社、外部のステークホルダーの間で制度の趣旨・内容が十分に理解された上で、それぞれの間での情報伝達や対話が相互のレベルアップにつながるという好循環が生まれることが理想的である

6

また、保険会社の内部管理のあり方を踏まえた健全性政策、これを「3つの柱」の考え方に即して整理しています。そして、「新たな制度が有効に機能するためには、金融庁、保険会社、外部のステークホルダーの間で制度の趣旨・内容が十分に理解された上で、それぞれの間での情報伝達や対話が相互のレベルアップにつながるという好循環が生まれることが理想的である」としております。

経済価値ベース規制の導入 を踏まえたERMの高度化

- 2025年の経済価値ベース規制導入
- 
- 日本で活動する保険会社は経済価値ベースの監督規制への対応を本格的に開始
 - 報告書ではこれを契機にリスク管理・ERMの高度化を進めるべきであると示唆
- 
- アクチュアリーあるいはリスク管理の専門家は、この高度化推進に強くコミットしていくことが求められる

7

この2025年の規制導入ということを受けまして、日本の保険会社は対応を本格的に開始することになります。また、報告書の示唆のとおり、リスク管理・ERMの高度化を進めることも、間違いのないと思います。当然、アクチュアリーやリスク管理の専門家は、この高度化推進に強くコミットしていくことが求められます。

経営者・経営管理部門の疑問と“本音”

- 一方、保険会社の経営者あるいは経営管理部門からは経済価値ベースのリスク管理・ERMに対する疑問や“本音”も聞かれる
- ※ 以前のような、経済価値ベースそのものへの否定・疑念ではなく、本格的に経営へ導入していくにあたって生じているもの

8

一方、ここからが論点になるのですが、保険会社のマネジメント、あるいは経営管理部門からは、経済価値ベースのERM導入にあたっての疑問や“本音”のようなものも聞かれます。ここで注意したいことは、これは以前のような経済価値ベースそのものへの否定や疑念ではなくて、本格的に経営導入していくにあたって生じているものだということです。

ESRの導入を進める

「監督規制なので、会社の健全性をESRで見っていくことになるのは当然であり、準備を進める。既に内部で類似した経済価値ベース指標は使っており、社内でも慣れてきている」

「現在のソルベンシー・マージン比率は介入水準（200%）よりはるかに高く、正直言って介入基準抵触を意識して経営することはほぼないが、ESRはストレス環境では100%に接近すると想定されるため、経営の意思決定でESRを意識せざるを得なくなるだろう」

9

まず、「ESRの導入は規制ですので進めていく」、また「ESRを経営の意思決定で意識する、意識せざるを得ない」ということは、明確です。

既存の会計は無視できない

「健全性指標が経済価値ベースとなっても、会計基準は日本の保険業法会計（あるいはUS-GAAP）のまま。現時点でIFRSに移行する具体的な計画はない。引き続き、トップラインは現金収入ベースの「収入保険料」であり、ボトムラインは純利益あるいは「基礎利益」を追求することになる」

10

しかし、その一方で、「既存の会計は無視できない」という声が聞こえてきます。会計基準は変わらないので、「収入保険料と基礎利益を追求することになる、せざるをえないのではないか」という疑問、あるいは本音です。

マスコミやステークホルダーの理解を得られるか

「収入保険料や基礎利益が必ずしも経営の実態を表していないことは承知しているが、マスコミやステークホルダー（株主(株式会社)、契約者(相互会社))は結局は会計の数字を見るし、配当は業法会計で決まる」

「これまでも独自の指標（修正利益、EVなど）での説明をしてきたが、マスコミやステークホルダーに理解されてきたか疑問。引き続き会計を優先し、ESRは制約条件と位置付ける経営(※)をすることになるのではないか」

※具体的には、保険サイドでは収入保険料が大きい貯蓄性商品を多く販売し、資産運用では円金利資産によるALMよりも会計上の利益が高い資産に投資

11

これも誤解しないようにしたいのですが、収入保険料や基礎利益が、必ずしも経営の実態を示していないということは、皆さん理解しています。ただ、「マスコミやステークホルダーは、結局会計の数字を見るのではないか」、「配当は業法会計で決まるのではないか」という疑問です。これまでも、会計を補完する指標を開示してきましたが、理解されていない。「ESRも結局理解されないのではないか」、「引き続き会計を優先し、ESRは制約条件と位置付ける経営をすることになるのではないか」ということです。

ESRはどこまで高水準を目指すものなのか

「ESRはどこまで高水準を目指すものなのか」

「ESRの分母はリスクに対する必要資本とみることができるが、それに対して純資産(ESRの分子)が大きすぎれば資本を十分に使っていないことになり、ステークホルダーへの説明責任が生じる」

12

ここからは、また違った視点です。「ESRはどこまで高水準を目指すものなのか」。高すぎるESRは、ステークホルダーへの説明責任が生じるということです。

リスクをとってはいけないのか

「ESRが高いということは純資産の変動性が相対的に低いということ。下振れの可能性も抑えられているが、上振れ、つまり純資産を増加させる機会も失っていることになるのではないか」

「ある程度十分高いESR水準を維持できることを確認できるのであれば、高いリスクをとる経営は許容されるのではないか。ERMとはリスクをとってリターンを追求することを容認するものときいている」

13

さらに踏み込みますと、「リスクをとってはいけないのか」という疑問も出てきます。新しい規制のESRは、原則ICSを踏襲すると考えられますが、そうすると多くの会社では水準がある程度高くなります。リスクを取ってもいいのだよね、という声です。

ESRの制御能力とは何か

「ESRの感応度あるいは制御能力という概念が有識者会議報告書にみられるが、どういう考え方か」

「経済価値ベースの純資産をその変動想定額を除いたものがESRであり、分母に環境変動に対する感応度が織り込まれているので、ESRが高ければ感応度は抑えられているのではないか。そのうえでさらに「ESRの感応度」というのはステークホルダーに説明しづらい」

「ESRの感応度を抑制しようとするならば、市場リスクの抑制が選択肢となるが、これについても純資産あるいはESRそのものを増加させる機会を失うことになるか」

14

最後に、有識者会議報告書に示唆されていました「ESRの制御能力」ということについてです。ESR自体がリスクに対する変動を示しているということなのですが、その感応度を制御するとはまたどのようなのか、どのような意義があるのかという疑問です。これはまだ、日本では十分浸透していない考え方なのかと思われます。

以上のような疑問や本音は、経営やステークホルダーの視点からは当然のもので、一概には否定できないと私は考えています。大きく誤解をしているわけではありませんし、もし誤解があるのであれば、専門家の説明が足りないのではないかと思います。

本日のテーマ

以上の疑問や“本音”は経営やステークホルダーの視点からは当然のものであり、一概に否定できない

- これらにアクチュアリーあるいはリスク管理の専門家はどうか
- 経済価値ベース規制の導入を踏まえたERMのあるべき姿とは何か
- アクチュアリーやリスク管理の専門家は実現のためにどう行動すべきか

15

そこで本日のテーマですが、「これらにアクチュアリーあるいはリスク管理の専門家はどうか」、「経済価値ベース規制の導入を踏まえた ERM のあるべき姿とは何か」、「アクチュアリーやリスク管理の専門家はその実現のためにどう行動すべきか」。このような視点で、ディスカッションをしていきたいと思っております。

では、私からの導入は以上といたしまして、プレゼンテーションを始めます。最初は、オリックス生命保険の鈴木敦之さんです。

鈴木 オリックス生命の鈴木でございます。よろしくお願ひします。「経済価値ベースの内部管理」ということで、プレゼンをさせていただきたいと思ひます。

はじめにお断りとしまして、今回の発表は私個人の意見でございますので、ご承知いただければと思ひます。資料は、事前にホームページにアップさせていただいているものと同じですので、ポイントとなることを中心に説明させていただければと思ひます。

1. 背景

- 2020年6月26日、金融庁が設置した「経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議」は報告書を公表
 - 経済価値ベース規制の意義と目的として、以下記載されている
 - ✓ 現行ソルベンシー・マージン比率（SMR）は、保険会社の持つ中長期的なリスク構造を十分に反映できず、保険会社によるリスク管理の高度化にもつながらない可能性がある。経済価値ベースのソルベンシー比率（ESR）は、金利低下時において、負債側のデレージョンが資産側のデレージョンを上回る場合には、ESRは低下する。こうした金利低下から生じるリスクをタイムリーに捉えることができるなど、中長期的な保険会社の健全性をフォワードルッキングに把握する観点から、ESRは現行SMRに比べ優れた指標であると言える
 - ✓ 我が国において、中長期的な健全性の確保を通じて契約者保護を図りつつ、保険会社が持続可能な形で各種の保険ニーズに対応していくための規制・競争環境を整えるためには、ESRに基づくソルベンシー規制に出来る限り早期に移行することが必要である
 - 国内における経済価値ベースのソルベンシー規制について以下の方向性を提言
 - ✓ 2022年頃 基本的内容を暫定的に決定
 - ✓ 2024年春頃 基準を最終化
 - ✓ 2025年 導入（2026年3月期より新基準に基づく計算を開始）
 - 健全性政策の全体像について、「3つの柱」の考え方に即した整理を行っている

第1の柱（ソルベンシー規制）	ESRに関する一定の共通基準を設け、契約者保護のためのバックストップとして監督介入の枠組みを定める
第2の柱（内部管理と監督上の検証）	第1の柱で捉えきれないリスクも捕捉し、保険会社の内部管理を検証しその高度化を促進する <ul style="list-style-type: none"> ✓ 規制上のESR（第1の柱）と自社のリスク特性との差を踏まえた内部管理の高度化 ✓ 規制上のESRではとらえきれないリスクや定量化が難しいリスク（気候変動リスク、サイバーリスク等）の捕捉 ✓ 各種ヒアリングやORSALホート等を通じた当局との対話
第3の柱（情報開示）	保険会社と外部のステークホルダーとの間の適切な対話を促し、ひいては保険会社に対する適正な規律を働かせる

「第2の柱」としての内部管理の在り方の重要性についてクローズアップされている

*各社のリスク管理を高度化していくインセンティブとすることを目的として、一定の条件下、規制上のESRと各社の内部管理上のESRを一本化することについても検討を深めていくべきとされている

背景についてはもうご承知のとおり、有識者会議の報告書が出ております。このスライドは報告書の内容を簡単にまとめたものでございます。強調したいところとしましては、やはり「3つの柱」の考え方に基づいた整理をされたというところ、これが非常に特徴的だと思ひます。とりわけ個人的に思ひますことは、第2の柱として、内部管理のあり方の重要性、これがクローズアップされているところが非常に特徴的だと思ひます。

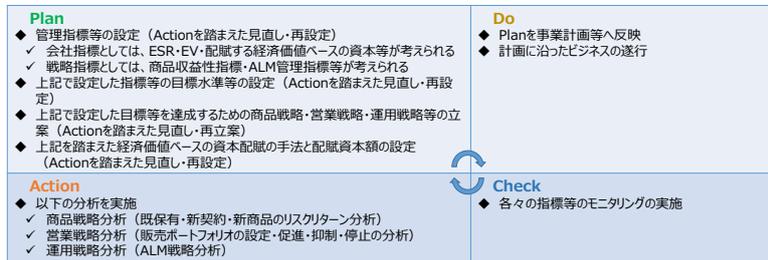
2. 経済価値ベースのマネジメント

- 既に多くの保険会社は、経済価値ベース指標を用いて内部管理を行っている

経済価値ベースの指標を内部管理において計測・活用	生保	損保
連結（グループ）	11/13	5/7
単体（社）	28/29	17/18
経済価値ベースの指標の水準、目標水準等を提示		
連結（グループ）	4/13	3/7
単体（社）	15/29	0/18

(出典) 経済価値ベースのソリューション規制等に関する有識者会議
第一回事務局資料 p38

- 「第2の柱」としての内部管理の在り方の重要性が増す中、各保険会社は、企業価値・資本管理、収益管理、リスク管理等に関し、より深度あるマネジメントが求められるものと想像する
- 具体的には、以下のようなPDCAサイクルによるマネジメントが、最低限求められるだろう



3

このスライドは、経済価値ベースの内部管理、マネジメントとはどのようなことなのかといった点を簡単に整理したものでございます。やはり第2の柱ということですので、ある程度、これまで以上に深度あるマネジメントが求められるのではなかろうかと思っております。PDCA サイクルの内容ですが、釈迦に説法ではございますが、最低限どのようなものが求められるのか、といったところを整理したものです。

まず、Plan としましては、管理指標等を設定する必要がある、具体的には会社指標、戦略指標等があるかと思えます。指標等を設定したら、次に、それらの目標水準等を設定する必要があります、目標水準を設定したら、目標水準に見合った各戦略、商品戦略・営業戦略・運用戦略等々、そのようなものを立てていく必要があると考えます。そして、これらを踏まえて、経済価値ベースの資本配賦のやり方や、実際の資本配賦額といったものを設定していきます。Do としましては、それらを実際の事業計画書に反映して社内決済を取ってオーソライズし、計画に従ったビジネスをやっていく。Check としては、各指標のモニタリングを実施していくこと。Action としましては、各戦略を分析する必要があるのかと。そして、やりっぱなしではなく、分析を通じ、Re-plan として管理指標等の再設定や、再設定した設置指標に対する目標の再設定、戦略の見直し、資本配賦額等の再設定や配賦の仕方の見直しをする。そのような PDCA サイクルを回していくことが、最低限求められるのではなかろうかと思っております。

3. 経済価値ベースのマネジメントにおける留意点

- モデルガバナンス態勢の確立
 - 各種指標等の適切性は、経営上の意思決定等を行うのに必要不可欠である
 - 経済価値ベースの各種指標は推定誤差の大きさ、数値の変動の大きさ、評価手法の複雑性・裁量性が伴う。よって、手法等の妥当性やアサンプションの設定・承認にかかるガバナンス態勢の確立、各種データの適切性の担保といった、モデルガバナンス態勢の確立により、意思決定等に使用される主要な数値等の信頼性を担保することが重要になる
- 新たな規制と会計との不整合
 - 新たな資本規制上では保険負債はロックフリーで評価されるが、我が国の業法会計上はロックインで評価される
 - このため、金利が低下した場合、負債側のデレギュレーションが資産側のデレギュレーションを上回る場合には、資本規制上の資本（経済価値）と会計上の資本とで影響は真逆になる
 - 経済価値ベースの資本健全性を高める施策と、会計上の収益・資本を高める施策とは（短期的には）整合しない

施策	経済価値ベースの資本等への影響	会計への影響
低金利環境下等での超長期国債の購入	<ul style="list-style-type: none"> ・経済価値ベースの資本が安定する（金利リスク縮小に寄与） ・将来金利が上昇した場合の資本増の機会逸失に繋がる 	<ul style="list-style-type: none"> ・低いキャリー収益となる ・予定利率を下回る水準の場合、逆切やを長期間確定させる ・その他有価証券に区分し、将来金利が上昇した場合は、評価差額損が発生 ・収益獲得の機会（リスク見合いでリターンを獲得していく機会）の逸失に繋がる
保有している超長期国債を購入時より金利が低下したタイミングで売却	経済価値ベースの資本等に関し、より大きい金利リスクにさらされる	半年度の会計上の利益の向上に貢献（売却時の年度におけるキャピタルゲイン）
長期保証付きの貯蓄性商品や終身型商品の新契約占率を高める	<ul style="list-style-type: none"> ・適切なALM/金利リスク管理がなされない場合は、少の金利変動により資本等が大きく変動する ・投資可能年限を超える金利リスクを許容することになる 	<ul style="list-style-type: none"> ・トップラインの進展が期待できる ・運用対象資産が増えることで、グロスの運用収益は概ね増加する ※他方で、予定利息の増加にも繋がる（運用収益の大小/小によってトータルでみればプラス・マイナスどちらにもなりうる）

(注) 上表は現在の環境が継続した場合の状況を示したものであるが、長期的には経済価値ベースの施策と会計上の施策と整合的となる可能性もある

経済価値ベースでの管理(目指す姿)と会計上での管理(目指す姿)とのバランスをとることも求められる

4

では、このようなことをしていくための留意点とは何だろう、というところで、大きく二つあるのかと思っています。一つめ、これはもう釈迦に説法ではございますが、モデルガバナンス態勢の確立、これは絶対やらないといけないのではなからうかと思っています。二つめとしては、やはり会計と経済価値ベースの資本規制との不整合が出てくるということ。新しい資本規制上は、もうご承知のとおり、保険負債はロックフリーです。一方で、業法会計は依然としてロックインのままです。それにより、経済価値ベースの資本健全性を高めるという施策と、会計上の収益・資本を高める施策というのは、なかなか整合しないところが出てくると思っています。ここに列挙しているものは、実際よく耳にするような話をまとめてみたものになります。

実際 2025 年というタイムラインも置かれています。その中で、会計は変わらないということがいわれています。変わらない会計である一方で、資本規制が新しく入ります。そのようなところで、何をマネジメントとしてやらないといけないかを考えますと、経済価値ベースでの管理と、会計上での管理、このバランスをどう取るか、これが非常にポイントになってくるのではなからうかと思っております。

4. オリックス生命の取り組み：モデルリスク管理

- オリックス生命では、経営の意思決定等に関わる数値等の信頼性確保のため、主要な指標を算出する方法等（モデル）を適切に管理する目的でモデルリスク管理規則を定め、米国のSR11-7等を参考に、全社的なモデルガバナンス態勢を整備・運用している
 - オリックス生命のモデルリスク管理は、「インベントリー（管理対象モデル一覧）の登録」、「アサンプションの承認」、「モデルの文書化」、「モデルの検証」および「モデルの認証」の5つのサイクルからなり、モデルの使用にはインベントリーの登録から規則で定める期間内に認証を取得することを要件としている

管理サイクル	管理主体	内容
a) インベントリーの登録	CRO	管理対象とするモデルを選定して、モデルのアウトプットの正確性・妥当性に関し責任を負う者（モデルオーナー）を任命し、経営会議（リスク部会）の承認を経た後、インベントリーに登録する
b) アサンプションの承認	経営会議（リスク部会）*	インベントリーに登録されたモデルにかかるアサンプションの承認
c) モデルの文書化	モデルオーナー	モデルリスク管理規則に定める記載事項（モデルの使用目的、構造・機能、限界等）を網羅した文書を作成する
d) モデルの検証	検証者	検証者（モデルのアウトプットを生成する者以外で、アウトプットの信頼性を担保するための各種検証を実施する者）によって、モデルリスク管理規則に定める検証事項に記載の検証を実施する
e) モデルの認証	経営会議（リスク部会）*	上述の「b)アサンプションの承認」「c)モデルの文書化」「d)モデルの検証」の完了を踏まえ、経営会議（リスク部会）の承認をもってモデルは認証される

- ESR、財務諸表、事業計画、ストレステスト等、経営上の意思決定等を目的としたモデルを管理対象にしている

* オリックス生命では、リスク横断的かつ組織横断的にリスクを管理することを目的とした「経営会議（リスク部会）」を設けている

5

続きまして、当社、オリックス生命の取り組みでございます。所謂中堅といわれている会社ではどのような取り組みを今行っているか、というところを参考までに紹介する次第です。モデルリスクについては、やはりやらなければいけないと思っております、米国のSR11-7等を参考に、2018年にルールや体制を構築しまして、2019年から実際のモデルリスク管理を開始して、モデル認証までいったん完了した状況でございます。下にあるような ESR 等をモデルの管理対象としております。

4. オリックス生命の取り組み：内部管理等

- オリックス生命では、リスク選好方針を定め、リスク選好に関する基本姿勢を明確にするとともに、リスク選好文書により、当社が許容できるリスクの範囲内で、進んで引受けるリスクの種類、総量およびリスクリターン指標を明確にし、資本・リスク・利益の適切なバランスを取りながら事業戦略および経営目標の達成を図っている
 - 会計用（現行規制用）と内部管理用に関する管理指標の設定・目標水準の設定も含め、会社の事業計画等と整合的なリスク選好文書を策定している

- 定期的な次のモニタリング等を実施し、経営管理上のPDCAサイクルの構築に努めている

項目	内容
資本等の十分性検証 (ストレステスト結果の検証を含む)	現行会計基準及び経済価値評価に基づく資本等に関する検証 A) 平時において保持する資本水準等が設定した水準を満たすかどうかモニター B) 蓋然性の高いストレシナリオ（足元の市場動向から見て起こりえるワーストケース等）においても保持する資本水準等が設定した水準を満たすかどうかモニター C) 厳しいストレシナリオにおいても保持する資本水準等が設定した水準を満たすかどうかモニター
リスクリミット管理	定量的リスク選好に基づき保有できるリスク量の上限（リスクリミット）を設定の上、保有するリスク量の適切性をモニター
資本配賦管理	リスク選好文書で定めたカテゴリー毎に資本額の配賦を行い、余裕資本の水準等についてモニター
その他	商品別の収益性検証 商品収益性指標に関する目標水準の充足状況等の検証・モニター
リスクリターン指標	リスクリターン指標に関し、計画値と実績値との比較・検証・モニター
ALM	ALM関連規程等で定めた項目（将来キャッシュフローの状況、デュレーション等）のモニター
KRI	保険引受リスク、資産運用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク等に関するKRIのモニター

- 上記に加え、各商品の内部管理目的のESRへのインパクト（貢献度）を測定するために、内部管理目的のESR実績を商品別に分解した試算・分析結果や、新契約構成・金利リスクのコントロール度合（リスク選好）等を変えた場合のESRに与える影響等の試算・分析結果を、経営レベルでの討議・検討に活用している

6

内部管理については、リスク選好文書というものを毎年作っていき、それをベースにPDCAサイクルを回しています。項目はここに記載のとおりです。特徴的なものとして、先ほどのスライドのActionのところにも紐づく話なのですが、一番下の黒四角のところにも記載しましたが、各商品の内部管理目的のESRへのインパクト・貢献度を測ったり、新契約構成を変えた場合の影響を試算したり、金利リスクのコントロール度合を変えた場合の影響度といったものを試算して、経営レベルでの討議や検討に活用するといった取り組みをしているところでございます。内部管理として何をすべきか、ということを経営レベルでしっかりディスカッションをすることは非常に大事だと思っています。

4. オリックス生命の取り組み：ALM管理指標の例

- オリックス生命の個人保険の保有契約は堅調に進展しており、金利リスクに関し、資産と負債のマッチングの程度を維持しても、負債エクスポージャーが増加する過程ではリスク量は増加し、場合によってはリミットを超過する可能性がある状況
- このため、「量」の指標に加え「比率」の指標として資産と負債のマッチングの程度を示す指標（マッチング比率）を設定した

$$\text{マッチング比率} = 1 - \frac{\text{金利リスク}}{\text{負債の金利リスク}}$$

- 現在は、設定した目標レンジと四半期毎の実績を比較（目標レンジに収まるような管理を実施）。同時に、将来の規制化を見据え、中長期的に目指すマッチング比率の水準（金利リスク選好）を議論している*
 - 将来時点のESR計画値、マッチング比率、ESRに関する感応度について、現在計画（予定）している見込値と、マッチング比率を変化させた場合の試算値を比較・分析

（参考）MCEV/EEVを開示している会社のマッチング比率（概算）

2020年3月末のMCEV/EEVを開示している会社に関して金利感応度からマッチング比率を概算で計算した結果は以下の通り。前提条件の違いには留意する必要があるが、会社間で大きな差が認められる（金利リスク選好の違いによるものと想像する）

	A社	B社	C社	D社	E社	F社	G社
EEV/MVEV	EEV	EEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV	MCEV
UFR	あり	あり	あり	あり	なし	なし	なし
概算マッチング比率***	76%	57%	97%	63%	81%	54%	80%

* 保有年換算保険料：1,562億円（2014年3月末）⇒3,702億円（2020年3月末）

** 中長期的に目指すマッチング比率の水準によっては、将来を見据えた運用戦略、商品戦略、販売戦略にも影響を及ぼす可能性がある

*** 概算マッチング比率 = $1 - \Delta\text{EV} / \Delta\text{負債契約価値}$
ただし、 ΔEV ：リスクフリーレート-50bp低下によるMCEV/EEVの変動額
 $\Delta\text{負債契約価値}$ ：リスクフリーレート-50bp低下による保有契約価値の変動額

7

最後に、これはALM管理の指標例としての取り組み事例でございます。オリックス生命はこの数年でかなり急激に伸びた会社ですので、量の概念に加えて比率の概念でマネージするのがいいのではなからうか、ということで、今年度から「マッチング比率」というものを設定しています。現在は、四半期ごとの実績と目標レンジと比較して、その目標レンジに収まるような管理をしています。なお、このレンジでいいのか、この目標でいいのかといったところについては議論をしている最中です。

参考までに、他社でマッチング比率を試算したらどうなのだろう、というものがスライドの下に記載したものです。開示資料からの概算ですので前提条件等もだいぶ違いますが、開示している会社でも比率に差があります。恐らくですが、会社によって金利リスク選好の違いは大きくあるのではなからうかと想像をして

います。そのようなところも勘案しながら、自分の会社の立ち位置はどのなのだろう、自分の会社の金利リスク選好はどうあるべきなのだろうというところを、ディスカッションする管理ツールとしてもマッチング比率を活用しています。

5. 最後に

- 各社において、経済価値ベースのマネジメントが更に推進されるものと想像する
 - これに伴い、モデルガバナンスはこれまで以上に重要になろう
- 他方で、経済価値ベースの管理と会計上の収益・資本管理とのバランスをとった対応が求められる
 - 会社によって、バランスのとり方には差が生じると思われる
 - 戦略・マーケティング等にも、会社毎に差が出てくるものと思われる
- 経済価値ベースのマネジメントは、各社のアクチュアリーの高い専門性の発揮なしには成り立たない
 - 保険負債評価の更なる複雑化、リスク計測の高度化等もあり、アクチュアリーに対する期待役割はこれまで以上に高くなるだろう
 - 同時に、アクチュアリーは、運用部門・財務部門・経営企画部門・営業部門等と部門横断的に協働で取り組んでいく機会や経営上の意思決定に関与する機会が、従前にも増して増えるだろう

アクチュアリーが活躍するフィールドが益々広がる

8

私のプレゼンはこれで最後なのですが、やはり経済価値ベースの管理を導入するにあたって、モデルガバナンスはやはり大事になってくるとは思っています。やはりモデルとそのアウトプットの信頼性なしに、経営レベルでのディスカッションはなかなかできないと思っています。もう一方で、やはり会計は変わらないという事実がございます。ですから、経済価値ベースの管理と、会計上の収益・資本管理といったところ、これらのバランスを取った対応が求められるという非常に難しいマネジメントが求められる状況です。当然、会社によって、そのバランスの取り方には差が出てくるのではなかろうかと思っています。同時に、それに紐づくような戦略やマーケティング等にも、当然、会社毎に差が出てくると思われます。

最後にまとめとしまして、実はやはり経済価値といったところは、各社のアクチュアリーの高い専門性の発揮なしには絶対に成り立たないと思っています。当然、保険負債がロックフリーになったり、前提条件をしっかりと設定したりというようなところも踏まえて、あとはリスク計測の高度化等々があります。従前以上にアクチュアリーに対する期待役割は、社内的にも非常に大きくなってくると思いますし、業界的にも大きくなってくると思います。当然、ステークホルダーの皆様、社外の皆様、いろいろな方からの期待役割は、これまで以上に高くなってくると思っています。

社内的な話をしますと、やはりいろいろな部門横断的な、協働で取り組んでいくような機会が増えてきます。同時に、経営とのコミュニケーション、意思決定に関与する機会が、相当増えてくると思っています。私もアクチュアリーですが、アクチュアリーが活躍するフィールドは、これまで以上に広がってくるのではなかろうかと想像しています。他方で、リスク管理をやるアクチュアリーは、まだまだ少ないと個人的に思っています。もっと、もっとリスク管理をやるアクチュアリーの関与といったところを増やしていくことが、業界的にも、アクチュアリー会的にもいいのかと、個人的には思っています。私も研鑽をしている最中ですので、一緒に研鑽ができればいいかと思っています。これでクロージングとしたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

島村 鈴木さん、ありがとうございました。

では、続きまして、アクサ生命保険の板場建さんにプレゼンテーションを頂きます。板場さん、よろしくお願いたします。

板場 アクサ生命の板場と申します。よろしくお願いたします。最近、多くの人の前で話す機会がめっきり減りまして、少し緊張しておりますが、よろしくお願いたします。私の方から少しお話しさせていただきたいことは、本日のテーマであります、「経済価値ベースの統合リスク管理」ということで、「そのための論点と課題」について、簡単にお話をさせていただきたいと思ます。

欧州ソルベンシーII

アクサグループ(AXA S.A.)の見解

三つの柱を基礎とするソルベンシーII規制は、世界で最も保守的で洗練された経済価値ベースのソルベンシー規制の枠組み



- 市場金利を用いた「経済価値評価」を行うことで、地域・国家別の監督規制方針に依拠しない国際横断的な財務健全性の開示が可能となる
- 経済価値ベースのソルベンシー規制**においては、定期的なモデルの見直しや、ORSAレポートを通じた定性面でのリスク評価等、**当局や市場との継続的な対話が重要となる**
- 三つの柱を基礎とするソルベンシーIIは、世界で最も保守的で洗練された経済価値ベースのソルベンシー規制の枠組みであると考えており、**EU加盟国における全ての保険会社に適用***されている
- 国際資本規制および各国規制の枠組みは、ソルベンシーIIの方針と整合的に、規模の大小にかかわらず全ての保険会社に適用されるべきである**と考える

*小規模会社（クロス収入保険料500万ユーロ以下かつクロス技術的準備金25万ユーロ以下など）は適用除外

アクサグループは、ソルベンシーIIのもと、経済価値ベースの財務健全性評価を行うことで、ステークホルダーとの対話を行い、保険会社としての社会的責任を果たしている

2 |

はじめに、ご案内のとおりわれわれアクサ生命は、欧州のアクサグループの傘下に入っており、従いまして、国内規制に加えて欧州の資本規制であるソルベンシーII規制の下で、日々業務を行っております。最初に、アクサグループ全体の見解という形で書かせていただいております。ソルベンシーIIは三つの柱、Pillar 1、Pillar 2、Pillar 3をそれぞれ実行することにより会社の健全性を保っていく規制の枠組みではございます。この中で2番目の経済価値ベースのソルベンシーII規制においては、定期的なモデルの見直しや、ORSAレポートを通じた定性的なリスク評価等、当局や市場との継続的な対話が重要になるというところが、一番のポイントになるかと思ます。

アクサグループの統合リスク管理態勢

経済価値ベース数値の経営活用 - ユーステスト (Use Test)

- ソルベンシーIIでは、**内部モデル**の経営活用実績を示す(Use Test)ことが求められている
- アクサグループでは、**各種の経営意思決定プロセスにおいて、経済価値数値が経営活用されている**

リスクアベタイト	<ul style="list-style-type: none"> 内部モデル関連指標に関するリスクアベタイトが設定され、経営目標の一部として適切な会議体で承認されているか リスクアベタイトの遵守状況が適切な会議体に報告されているか
商品開発 (PAP)	<ul style="list-style-type: none"> 新商品開発時の内部の承認プロセスにおいて、内部モデルベースの収益指標・リスク指標・リスクリターン指標が確認されているか
投資承認 (IAP)	<ul style="list-style-type: none"> 新規アセットクラスへの投資時の内部の承認プロセスにおいて、内部モデルベースの収益指標・リスク指標・リスクリターン指標が確認されているか
投資計画 (SAA)	<ul style="list-style-type: none"> 投資計画策定時 (アセットアロケーション設定時) の承認プロセスにおいて、内部モデルベースの収益指標・リスク指標・リスクリターン指標が確認されているか
資本戦略 (KPI)	<ul style="list-style-type: none"> 資本計画策定時の承認プロセスにおいて、内部モデルベースの収益指標・リスク指標・リスクリターン指標が確認されているか

経済価値ベース指標は、あらゆる資本管理・計画プロセスにおいて重要視され、業績測定プロセスの要素になっている

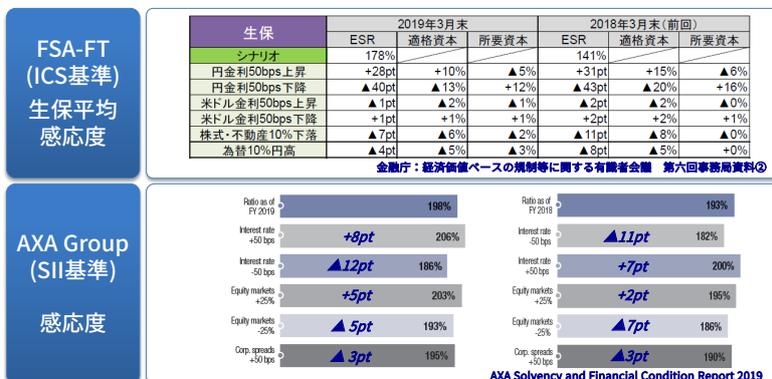
3 |

ソルベンシーIIのもとでは、いわゆる標準モデルといわれる規制に加えまして、内部モデルを規制上使用することが可能となっております。弊社としても、内部モデルを使って日々業務を行っているということがございます。内部モデルを使用することにより規制と個社のビジネスのフィット感が強まり、ERMの進展には不可欠であると考えております。ただ、内部モデルを使用する際に、厳しく求められているところがありまして、それがユーステストと呼ばれているものです。アクサグループの中では、各種の経営に関する意思決定のプロセスにおきまして、経済価値数値が活用されているかどうかを問われるということです。ここで五つほど例を載せております。リスクアベタイトから始まりまして、商品開発における承認の指標として、投資を行う場合の指標として、それから、投資計画を立てる際や、資本戦略を長期的に考える際に、経済価値の数値というものが、当に真ん中に入っているということが、弊社のERMの根幹になっております。

アクサグループの統合リスク管理態勢

経済価値ベース数値の経営活用 - ESRボラティリティ

アクサグループでは、ESRのボラティリティを抑制するために、リスクアベタイトを通じてESRのコントロールを行っている

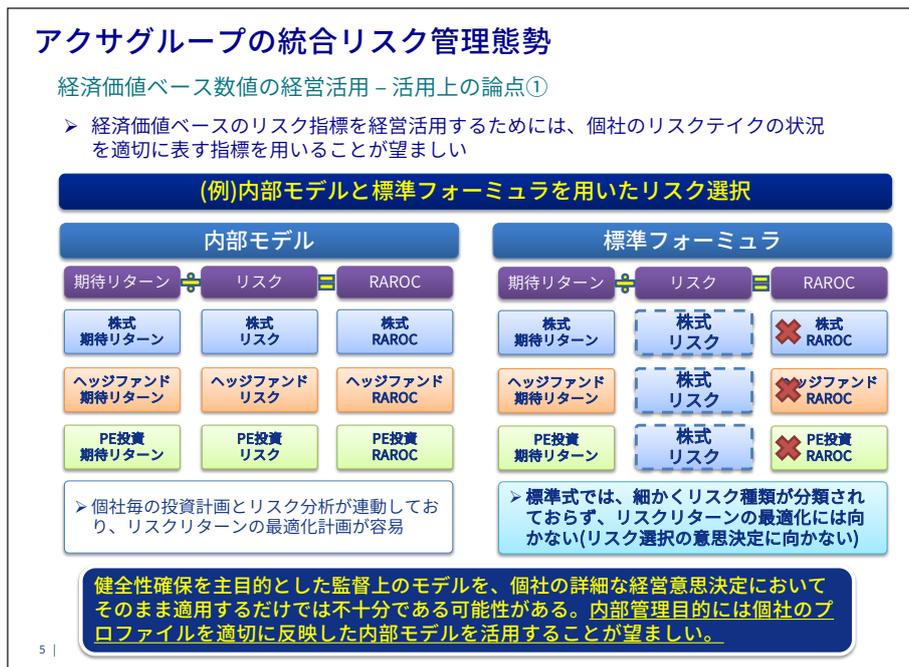


経済価値ベース数値を経営上の重要指標として位置づけ、商品開発や資産運用等の実際の経営行動により、リスクアベタイトを通じて、ESRのボラティリティを抑える(経済価値ベース経営の安定を図る)ことが、ERM運営の一つのポイントとなる

4 |

その経済価値ベースの経営活用ということで、よく話題になりますものが、経済価値を導入すると、ESRのボラティリティが大きくなるのではないかなという議論があります。弊社の考え方としましては、当然ESRのボラティリティは、コントロールすべきものだということは、ギブンとして入っております。

ここで例として、上の図にICS基準のフィールドテストの結果と、下の図にアクサグループが公表しております、ソルベンシーIIにおける感応度を載せております。この中で一番の中心になるものは、やはり生保ということをお考えますと、金利の変動に対する感応度だと思います。下の図を見ていただきますと、金利の変動に対しまして、アクサグループ全体として、非常に安定的なコントロールができていますという数字がご覧いただけるかと思うのですが、このような形で、やはりESRのボラティリティを抑えるということが、ERMの運営の一つの重要なポイントになると考えております。

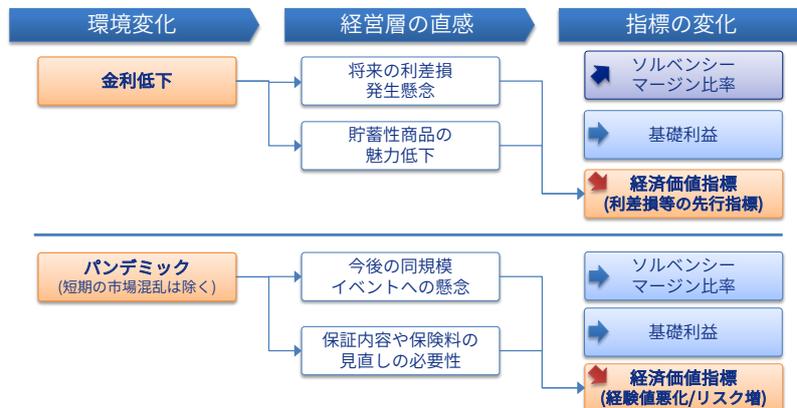


ここから論点に入りますが、基本的に弊社は、内部モデルに基づくERMがより適切だと考えております。その一つの例としまして、内部モデルと、標準モデルの例です。例えばリスクアセットの投資を考えた場合におきましても、内部モデル上は、同じ株式リスクといっても、上場株式、ヘッジファンド、あるいはプライベートエクイティ、このようなもののそれぞれの資産の特質に応じ、そのリスクというものを把握しております。それに基づいてリスク調整後の期待リターンを計算しているということです。やはり標準モデルは最大公約数的な意味がありますので、各個社ごとのビジネスのやり方、投資のやり方、それぞれに応じて、内部管理の目的には、個社のプロフィールを適切に反映した内部モデル、これを活用することが望ましいと考えております。

アクサグループの統合リスク管理態勢

経済価値ベース数値の経営活用 - 活用上の論点②

- リスク指標を経営活用するためには、「経営層の直感と整合的な動きをしているか」という観点も重要となる



経済価値指標は「市場整合的」評価を目的とした指標。適切にモデリングされている場合は、環境変化やビジネスアクションが適時織り込まれるため、経営層の直感と整合的。リスク・コミュニケーションを通じたリスクカルチャーの醸成の一助となる。

6 |

論点の2番目としましては、やはりリスク指標を経営活用するためには、経営層の直感と整合的な動きをしているかという点も重要だと考えておりました、ここでは金利の動きと、パンデミックを例として使っています。ただ、パンデミックといいましても、これは短期の市場の過度な変動ではなく、長期的な変化ということです。長期的に見て金利の低下が起きたら、経験率が悪化したら、これは結局、生保という長期ビジネスを考えると、収益が将来的に低下します。それをいち早く知ることができるものが、やはり経済価値の数値だと思っておりました、そのような観点からも、この経済価値の指標は、長期の保険ビジネスを考えると、非常に重要なのだらうと思っております。

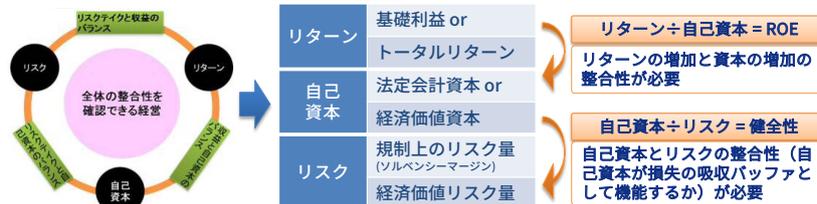
アクサグループの統合リスク管理態勢

経済価値ベース数値の経営活用 - 活用上の問題点

- 複数の経営指標を多面的に確認しつつ、経営の意思決定が行われることが必要であることから、下記4つの側面からリスクアベタイトが設定されている

収益	一定のストレス事象下においても、適正な 会計上の収益水準 を維持する
バリュー	一定のストレス事象下においても、適正な 内部モデル資本水準 を維持する
ソルベンシー	一定のストレス事象下においても、適正な 規制上の財務健全性指標 を維持する
流動性	一定のストレス事象下においても、適正な 流動性資産 の水準を維持する

- 一方で、**複数の規制指標が存在することにより、保険会社の経営がより複雑になり、外部ステークホルダーにも分かり難くなる可能性も考えられる**



金融庁：保険会社におけるリスクとソルベンシーの自己評価に関する報告書及び統合的リスク管理態勢ヒアリングに基づくERM評価の結果概要について

経済価値ソルベンシー規制と法定会計が整合していない場合、ERMフレームワーク(リターン・リスク・自己資本の三面一体運営)が正常に機能しない可能性がある。また、経営がより複雑化し意思決定及び外部関係者理解の阻害要因となる可能性も考えられる。

7 |

もう一つの論点ですが、この経済価値ということこれから日本において考えていく中で、検討すべき項目が、会計の問題です。経済価値のソルベンの規制と会計が整合していないと、ERMのフレームワークを

回していく中で制約条件になってしまい、効率的かつ効果的に機能し難くなる可能性が出てくるということです。また、ベースが異なるものが二つ存在していると、実際に経営などで会社を回していく中で、その経営がより複雑化して、意思決定および、外部関係者の理解の阻害要因、即ちこれは一体どちらが正しいのかという話になりかねないと思っております。従って、いわゆる会計と経済価値のソルベンシー、これらがより整合的な方向に動くことが必要なのだろうと思っております。

まとめ

- ▶ 経済価値ベースの財務健全性評価を行うことで、ステークホルダーとの対話を行い、保険会社としての社会的責任を果たすことが重要。さらに、ステークホルダーに対して、国際的に認知されている経済価値ベースの財務健全性を説明することは、保険会社の国際化の一助となる。
- ▶ 将来的には、個社のリスクプロファイルを適切に反映した内部モデルが、監督上の指標として用いられることが望ましい。これらは、既に国際的コンセンサスとなりつつあることから、今後は内部モデルの承認手続き等も踏まえ、規制導入に向けたより具体的な議論に進むべきであると考えます。
- ▶ 経済価値ソルベンシー規制と法定会計が整合していない場合、ERMフレームワークが正常に機能しない可能性がある。また、経営がより複雑化し意思決定及び外部関係者理解の阻害要因となっている可能性も考えられることから、両者の整合性についても併せて検討すべきであると考えます。金融行政方針(令和2年8月)の下記の方針は、経済価値ベースの運営に大きく寄与するものであり、取組みの更なる促進が望まれる。

「新たなソルベンシー規制に基づく健全性政策への円滑な移行に向けた準備を着実に進める。保険会社における適切な内部管理に資するよう、現行の財務上の指標や規制についても不断に見直しを行う。具体的には、経済価値ベースのリスク管理との整合性も踏まえ、基礎利益のあり方について検討する」

「令和2事務年度金融行政方針（別冊）補足資料」

対話型の監督体制の下で、経済価値ベースのソルベンシー規制を国際資本規制の資本要件と整合的を保ちつつ、全保険会社向けに導入することが、今後の保険業界の持続可能な発展を促す最善の手段であると考え

8 |

最後に、まとめということで載せておりますが、本日論点として私の方から挙げさせていただいたものは、内部モデルをより推進していくべきではないかという点。それから課題として、いわゆる経済価値ソルベンシー規制と会計、ここの整合性を、より早く解決するような方向に動くべきではないかということになります。私の方からは以上でございます。どうもありがとうございました。

島村 板場さん、ありがとうございました。

では、プレゼンテーションの最後になります、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の辻野菜摘さんです。辻野さん、よろしく願いいたします。

辻野 三菱UFJモルガン・スタンレー証券の株式アナリストをやっております、辻野です。本日は貴重な機会をどうもありがとうございます。よろしく願いいたします。

- 資本の十分性、余裕度が、各社共通の尺度で明らかになる
- リスクの把握が容易になり、必要に応じてリスク削減を促すことができる。
- 経済価値ベースの資本の開示とともに、ERM方針を開示することでマネジメントとステークホルダーとの対話が充実し、ERMに関するガバナンスがより有効になる
- 経済価値ベースのERMを行い、必要に応じてリスク削減を行えば、外部要因による資本の変動を減らし、経済価値ベースの株主資本を安定化し、稼いだ利益からより多くの株主還元を行えば、株主価値の向上につながる
- マネジメントが、経済価値ベースの資本水準に注目するだけでなく、事業活動による資本の創出がどのように行われているか把握することで、経済価値ベースROEを引き上げていければ、株主還元の原資はさらに増加し、株主価値も向上する

最初のスライドから入りたいのですが、経済価値ベース資本規制およびERMの導入は、投資家にとっても重要な分析が可能になること、企業価値の向上に向けてマネジメントとコミュニケーションが取りやすくなるなど、極めて有意義と考えております。

ソルベンシーII導入後の欧州での投資家周辺での変化

投資家も会社価値を考える上で重要な指標と考えるようになりつつある

- 欧州では従来、EVは指標としてそれほど重視されていなかったが、IFRS資本がEVに近く、IFRS利益もIFRS資本及びEVに対して十分に高かったため、株価EV倍率は1倍に近く、経済価値ベース資本が開示されたことでバリュエーションには大きな変化はなかった
- IFRS利益を従来通り重視している投資家も多いが、経済価値ベース指標重視の動きも出ている
 - 株式市場でも株価EV倍率（時価総額÷EV）を使わず、時価総額÷ソルベンシーII資本（除くハイブリッド資本）を使用するようになった
 - 財務会計ベース利益を用いたPERに替わり、時価総額を経済価値ベース利益と比較する手法を採用する投資家も出てきた。
 - ・ 経済変動の影響を控除するなどの調整をしている（財務会計でのオペレーティング利益の考え方）

欧州でソルベンシーII導入後、どのような変化があったかについて、少しお話しします。欧州では、従来投資家が重視していたIFRS資本がEVや経済価値資本よりも高く、IFRS利益でのROEも高く、そこから株主還元を行っているため、ソルベンシーIIの開示でバリュエーションはほとんど変わりませんでした。従って、中には、まだIFRS利益重視の投資家もいると思います。しかし、経済価値ベース資本と利益重視の流れは明らかです。ソルベンシーIIの資本からハイブリッド資本を除いたものでPBRを計算したり、経済価値ベースの利益でPERを見たりする投資家も出てきています。

現在株式市場がEVを重視しない理由として考えられること

- 資本規制や会計規則に基づいたものではない
- マネジメント自体がEVを重視していない
- 定義がよくわからない（難解、説明不足）

最近では投資家の考え方に変化が生じている

- アクティビストやバリュースト投資家を中心に経済価値ベースの考え方への理解が進んでいる
 - 欧米の会社及び投資家は、既存の会計にとらわれず、論理的に企業価値を見極めようとする
- 投資家もJGAAP利益の問題点に気が始めている
 - ヘッジ外債で基礎利益を高く見せ、キャピタル損益で利益を作る

経済価値ベース資本規制が導入されれば、マネジメントも投資家も従来より重視するだろう

- 規制に基づいた開示
- 比較可能性が高まる
- マネジメントが重視するならば、投資家も信頼できる指標だと考えるだろう
- マネジメントも経営上重視せざるを得ない
 - 上場生保は独自に計算したESRを公表しているが、ERMの方針、リスク適正化に向けた課題と計画を明確に説明していない会社も多い。経済価値ベースソルベンシー比率が導入されると、ERM方針も明確になり、投資判断にも使いやすくなるだろう
 - 経済価値ベースの資本の開示とともに、ERM方針を開示することでステークホルダーとの対話が充実し、ERMに関して、ガバナンスがより有効になる

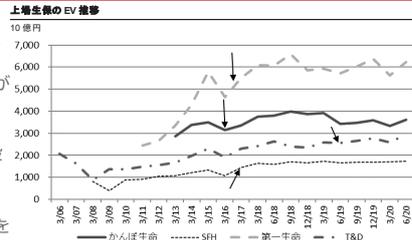
日本でも、これまでは規制ではない、定義が分からない等で、経済価値指標は軽視されてきましたけれども、昨今では、重視する投資家が増えてきています。中ほどに説明をしたとおりです。加えて、損保では、株主還元の方針にESRがどう関与しているかということの説明をしていますので、投資家も、この資本がどのような状況にあるか注目しています。経済価値ベースの資本規制が導入されれば、株もクレジットも、投資家はこれらの指標をより重視するようになると思います。

経済価値ベースERMの導入により、時価総額は経済価値ベース資本に現在よりは近づく可能性

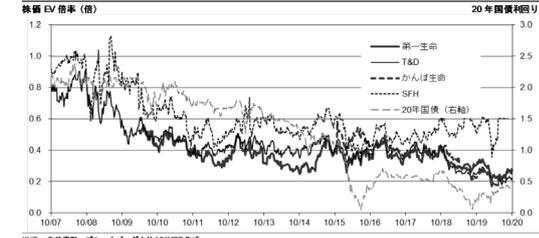
日本の生保の株価EV倍率が極端に低い理由

- EV（経済価値資本）の変動が高すぎるため、株価は安定しない
- ESRの変動性が高いため、ESRが下がると株主還元が下がることが懸念されている
- JGAAP純利益・修正利益から株主還元を行っている
- EVを無視して、JGAAPの利益や純資産を見ている投資家が一定数存在する

経済価値ベースのERMが導入されて資本およびESRを安定化できれば、株価EV倍率は上昇するだろう



上場生保の株価EV倍率推移



超長期債利回りの低下とともに株価EV倍率が低下してきたが、これで株価EV倍率は超長期債利回りと連動すべき考えるのは間違い。市場整合的手法でのEVには、現在の金利がすでに反映されている。また、金利が下がれば下がるほど、これ以上金利が下がる確率は理論的には低下する。

経済価値ベース資本規制が今後導入され、ERMも経済価値ベースになることで、時価総額が経済価値資本に近づく可能性があるかと期待しております。株価上昇につながるのも、株式会社にはとても重要なことです。現在の日本の生保の株価EV倍率は0.2倍から0.3倍。このように極端に低い理由は、ここに書いてある四つのポイントにまとめたとおりです。経済価値ベースのERMが導入されて、経済価値ベース資本とESRが安定化できれば、株価EV倍率は上昇すると思います。

リスクが適正であれば、株主還元も高められ、PBRも高くなる 三菱UFJモルガンスタンレー証券

欧州でも資本からの還元率が低い生保のPBRは低い

↓ ↓

欧州生保の株主還元と PBR

株価は 2020 年 10 月 19 日

	PBR		FS&I2 資本		配当 利回り	配当性向	自己株取得 /純利益	ROE	Sol2 資本 からの還元率	
	FY20E	FY19	FY20E	FY20E					FY19	FY20E
Aegon	0.2	0.4	5.7%	32.6%	13.6%	4.0	2.49%			
Ageas	0.6	1.3	7.6%	50.0%	18.8%	9.7	9.37%			
Aviva	0.6	0.5	8.7%	48.7%	0.0%	10.2	5.82%			
AXA	0.5	0.9	9.1%	72.3%	0.0%	6.5	8.47%			
CNP	0.4	0.2	8.5%	48.8%	0.0%	6.9	2.08%			
Generali	0.7	0.5	7.9%	83.7%	0.0%	6.5	4.07%			
Legal & General	1.1	0.9	9.4%	63.5%	0.0%	15.6	8.05%			
NN	0.3	0.8	7.4%	62.8%	12.7%	4.9	5.62%			
Phoenix	1.0	0.8	6.8%	65.3%	0.0%	12.4	5.68%			
Prudential	1.3	1.0	2.2%	16.2%	0.0%	13.3	4.24%			
St. James's Place	4.7	N.A.	4.5%	82.4%	0.0%	24.5	4.98%			
Swiss Life	0.7	N.A.	6.0%	59.3%	83.4%	7.5	1.79%			

出所：ブルームバーグより MUMSS 作成

米国生保の株主還元と PBR

株価は 2020 年 10 月 19 日

	PBR		DFS		配当 利回り	配当性向	自己株取得 /純利益	ROE	純資産から の還元率	
	FY20E	FY19	FY20E	FY20E					FY19	FY20E
Atlassian	0.9	1.1	1.1	3.1%	24.2%	50.2%	12.3	8.32%		
AIG	0.4	1.3	1.3	4.3%	55.0%	0.0%	3.2	1.71%		
Assurant Inc	1.3	2.4	2.6	2.1%	28.0%	71.9%	10.2	7.43%		
Genworth Financial	0.1	0.0	N.A.	N.A.	N.A.	0.0%	N.A.	0.0%		
Hartford Financial	0.8	1.2	1.3	3.5%	28.0%	9.6%	10.2	3.95%		
Lincob National	0.3	1.5	1.6	4.8%	20.9%	72.2%	10.1	4.91%		
MetLife Inc	0.5	1.7	1.8	4.7%	33.7%	38.8%	10.8	5.99%		
Principal Financial	0.7	2.2	2.2	5.5%	41.5%	20.1%	10.4	6.03%		
RGA	0.6	2.6	2.8	2.7%	41.9%	11.8%	4.9	2.29%		
Globe Life	1.1	0.7	0.7	0.9%	10.8%	60.2%	9.9	7.21%		
Unum	0.3	1.1	1.2	6.3%	22.5%	36.4%	10.6	6.11%		
Prudential Financial	0.4	4.0	4.4	6.7%	46.9%	61.4%	9.9	6.50%		
Voya Financial, Inc.	0.6	0.3	0.6	1.2%	15.8%	N.A.	7.1	0.48%		

出所：ブルームバーグより MUMSS 作成

- 欧州生保のほとんどで配当性向は50%以上
- 米国生保は配当性向は20-30%だが自己株取得を入れると60%~100%還元
- 結果的に、純資産あるいは経済価値資本からの還元率が高い。→ 配当利回りが高い上、Sol2資本に対する時価総額の比率も高い
- ただし、資本からの還元率が低い生保のPBRやSol2資本に対する時価総額の比率は低い

ROEが高く、かつESRも十分でなければ資本からの還元率は高められないため、ROEを高めること、ESRを安定化させることが、株主価値向上には最も重要

↓

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 5

また、リスクが適正であれば、現在のように、JGAAP利益をベースに還元して、結果的にEVの1.5%程度を毎年還元しているという状態から、株主還元を高めることができ、経済価値のPBRも高くなると考えております。欧州では、ソルベンシーII資本から劣後を除いた部分について、1倍前後の会社が多いということは、こちらにお示ししたとおりです。その高い経済価値ベースのPBRでも配当利回りは、ここに掲げてあるように、かなり高いです。ほとんどの欧州生保の配当性向は50%を超えており、ソルベンシーII資本からの還元率は、一番右の列のように、矢印を付けてありますが、5%超がざらです。資本からの還元率が高いために、経済価値ベースのPBRも高いといえます。実際、資本からの還元率が低い会社のPBRは低くなっております。

経済価値ベースソルベンシー比率の開示の在り方は重要 三菱UFJモルガンスタンレー証券

欧州では経済価値ベース指標の開示はSFCRに統一されつつある

- EVを開示する会社が減少し、ソルベンシーIIの報告レポート(SFCR)に統一される流れに
 - EVが開示されなくても、経済価値指標に関して十分な情報が投資家に提供される環境が確保された
 - EVレポート上で、EVとソルベンシーII資本との差を説明し、EVの変動要因や感応度に代わってソルベンシーII資本の変動要因と感応度を開示するようになった会社も
- SFCRがEVレポートにとってかわったことで開示されなくなったもの
 - 新契約マージン
 - 生保事業のなかの各セグメント(地域別)の新契約価値
 - AXAでは、これらの情報をEVレポートを作成することで開示し続けている。開示することが同社の事業の説明に有意義と判断している上、マネジメントがこれらの数値を経営上重視していると考えられる。投資家も重視している。

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 6

では、話を開示に移します。経済価値ベース資本規制は、これまでの会計や資本規制と全く異なるので、開示はとても重要です。欧州では経済価値ベース指標の開示は、SFCRに統一されており、多くの生保がEVの開示をやめました。アクサでは、EVレポート上で、EVとソルベンシーII資本の差を説明し、EV

の変動要因や感応度に代わって、ソルベンシー II 資本の変動要因と感応度を開示して、簡素化しています。SFCR はとても詳しいのですが、SFCR が EV レポートにとって変わったことで、開示されなくなった指標があり、本当はあるとよいものもあります。例えば新契約マージン、地域別・部門別新契約価値ですが、アクサなど少数の会社は、これらの情報を EV レポートで開示し続けており、投資家も重宝していると私は見えております。

ソルベンシーIIの開示資料SFCRの構成

三菱UFJモルガンスタンレー証券

- Business and Performance と System of Governanceは統合レポートの説明に類似したもの
- Risk Profile、Valuation for Solvency Purposes、Capital Managementは、ソルベンシーII比率に係る重要な数値や、計算手法に関する説明
- 開示すべき項目はAnnual Quantitative Reporting Templates (QRTs)で規定されている

SFCR の目次

Executive summary	D Valuation for solvency purposes
A Business and performance	D 1 Assets
A 1 Business	D 2 Technical provisions
A 2 Underwriting performance	D 3 Other liabilities
A 3 Investment performance	D 4 Alternative methods for valuation
A 4 Performance of other activities	D 5 Any other information
A 5 Any other information	D Valuation for solvency purposes
B System of governance	E Capital management
B 1 General information on the system of governance	E 1 Own funds
B 2 Fit and proper requirements	E 2 Solvency capital requirement and minimum capital requirement
B 3 Risk management system including the own risk and solvency assessment (ORSA)	E 3 Use of the duration-based equity risk module in the calculation of the solvency capital requirement
B 4 Internal control system	E 4 Differences between the standard formula and the model
B 5 Internal audit function	E 5 Non-compliance with the minimum capital requirement and non-compliance with the solvency capital requirement
B 6 Actuarial function	E 6 Any other information
B 7 Outsourcing	
B 8 Any other information	Annex Templates in accordance with Regulasi (EU) 2017/2190
C Risk profile	
C 1 Underwriting risk	
C 2 Market risk	
C 3 Credit risk	
C 4 Liquidity risk	
C 5 Operational risk	
C 6 Other material risks	
C 7 Any other information	

出所: 各社の SFCR

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 7

では、簡単にソルベンシー II の開示を説明します。SFCR は Solvency and Financial Condition Report のことで、単なる比率の開示だけではなく、リスクの内訳、感応度など、詳しく表示しています。開示項目として定められたデータシート形式の報告形態があるのですが、SFCR 本文での説明で使用するフォーマットは、各社に委ねられているために、フォーマットが統一されていないとの不満を持っているユーザーもいるようです。

SFCRの例：リスクと資本の内訳を開示

三菱UFJモルガンスタンレー証券

- 損保、生保、市場、クレジット、オペリスク、その他の内訳を統合してSCRを表示
- Annual Quantitative Reporting Templates (QRTs)のデータを各社がわかりやすく説明

	Reinsurance		ERGO		Diversification	
	31.12.2018	Prev. year	31.12.2018	Prev. year	31.12.2018	Prev. year
	€m	€m	€m	€m	€m	€m
Property-casualty	7,557	6,210	425	403	-347	-321
Life and health	4,527	4,331	1,116	808	-356	-224
Market	5,513	5,890	5,746	5,607	-2,042	-2,276
Credit	2,112	2,284	1,156	1,291	-107	-127
Operational risk	752	754	528	775	-218	-291
Other ¹	446	454	221	205		
Subtotal	20,907	19,923	9,192	9,089		
Diversification effect	-7,764	-7,397	-1,985	-1,923		
Tax	-2,346	-2,144	-633	-597		
Total	10,798	10,382	6,574	6,569	-2,702	-2,597

→	Group			
	31.12.2018	Prev. year		Change
	€m	€m	€m	%
Property-casualty	7,634	6,292	1,342	21.3
Life and health	5,288	4,914	373	7.6
Market	9,217	9,221	-4	0.0
Credit	3,161	3,449	-288	-8.4
Operational risk	1,063	1,238	-175	-14.1
Other ¹	667	659	9	1.3
Subtotal	27,030	25,773	1,257	4.9
Diversification effect	-9,912	-9,133	-779	8.5
Tax	-2,448	-2,287	-160	7.0
Total	14,670	14,353	317	2.2

1 Capital requirements for other financial sectors, e.g. institutions for occupational retirement provisions.

出所: Munich Re 2018 SFCR

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 8

ここからは少しスキップしていきますけれども、リスクの内訳を Munich Re ではこのような形で出しています。それ以外に、資本の移動がどうなっているのかというような表もございます。

三菱UFJモルガンスタンレー証券

SFCRの例：感応度の開示例

感応度のシナリオが各社共通でないため、投資家は不便を感じている

- 市場指標の変動に応じてソルベンシーII比率がどう変動するか開示
 - UFRを下げた場合の例を出している会社も (AEGON)
 - マッチングスプレッドを使用しない場合の例を出している会社も
 - クレジットスプレッドの感応度を自国、米国など地域別や、モーゲージのみ等に分けた例も
- 保険リスクについての感応度の例
 - 死亡率の1%変動
 - リスクマージンを3分の1にした場合
 - ショックとして、20年に一回の自然災害、1918年スペイン風邪のようなシナリオも

感応度開示項目の例

- Risk-free interest rates +50 bps
- Risk-free interest rates -50 bps
- Spread (government) +50 bps
- Spread (companies) +50 bps
- Equities +30%
- Equities -30%
- FX -20%
- Inflation +100 bps
- Atlantic Hurricane
- Ultimate forward rate -50 bps
- Volatility adjustment static

2019/12末ソルベンシーII比率	198%
金利が50bps上昇	206%
金利が50bps低下	186%
株式市場が25%上昇	203%
株式市場が25%低下	193%
信用スプレッドが50bps上昇	195%
20年に1回の市場・クレジットショック	169%
2009/2009 金融危機	161%
2011 金融危機	186%
200年に1回のパンデミックショック(死亡率のみ)	196%
20年に1回の自然災害	197%
20年に1回のオペレーショナルリスク	195%

金融危機のようにくつかの重要な市場指標が大きく動くケースも例示

出所：AXA 2019 SFCR

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 11

では、スライド 11 に飛んでいただきたいのですが、感応度は右上の表のようなものを示すことが一般的です。下には AXA の例がありますが、下半分のように想像しやすいストレスシナリオを表示している、このようなケースは他社でもたくさんあります。

三菱UFJモルガンスタンレー証券

SolvencyIIのSFCRでも、親切に説明できていない点も多い

ソルベンシー資本の変動要因の詳細（次項以降で詳細説明）

金利リスク、金利感応度の開示には課題が多い

- 債券のデルタ(同じ幅の金利低下における価格変動)は金利が下がれば下がるほど増大する(債券のコンベクシティ)
- 同様に生保負債の金利感応度も金利が下がれば下がるほど増大する
- 一方で、金利が下がれば下がるほど、これ以上金利が下がるリスクは低下するはず。つまり同じ信頼水準での、金利低下幅は縮小するはず
- 金利低下シナリオ次第で金利リスクが大きく変わる
- UFRを使用していれば、金利リスクは低く見える
- 開示にも差
 - EVの感応度開示では欧州では、現時点でプラスの金利はマイナスにならないと仮定している。(日本では自主的にゼロ止めなしの感応度を開示)

国債フォワード金利イールドカーブと UFR 補正

出所：ブルームバーグより M&A&S 作成

内部モデルと標準的手法の差の説明

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 12

欧州の SFCR でも、親切に説明できていない点も多いと考えています。スライド 12 に大きく三つ挙げています。資本の変動要因の詳細については少し、後ほど詳しくお話しします。それから、金利リスク、感応度の開示、これはテクニカルなお話で、ご存じの方もたくさんおられます。こちらに一応説明しておりますので、後でござらんください。それから、内部モデルと標準的手法の差の説明など、いろいろ課題はあります。

資本の変動要因の開示例 (AXA)

三菱UFJモルガンスタンレー証券

Eligible own fundの変動要因内訳

GROUP EOF ROLLFORWARD	2019
Euro billion	
PREVIOUS CLOSING	58.1
Modeling changes and opening adjustments	(0.7)
OPENING	57.4
Expected existing business contribution	4.6
Value of new premiums	2.2
Operating variance and change in assumptions	0.8
OPERATING RETURN	7.7
Economic variance	(2.4)
TOTAL RETURN	5.3
Exchange rate impact	1.1
Dividend to be paid in year N+1	(3.5)
Subordinated debts and others ²	(1.0)
CLOSING	59.4

経済価値ベースオペレーティング利益は経済価値資本に対して13%(=7.7/58.1)

ハイブリッド資本を除いた経済価値資本はIFRS資本をかなり下回る。経済価値ベース資本に対するオペレーティングROEは2割弱(=7.7/40.8)

配当性向は、IFRS利益からでも、経済価値ベースオペレーティング利益からも、経済価値ベース資本からも高い

IFRS利益はEUR4.3bn

IFRS株主資本とEligible own fundの差異分解

RECONCILIATION IFRS SHAREHOLDERS' EQUITY TO EOF	2019
Euro billion	
IFRS SHAREHOLDERS' EQUITY ¹	69.9
Net URCG not included in Shareholders' Equity	5.6
Elimination Undated subordinated debts	(6.7)
Elimination Intangibles	(32.3)
o/w Goodwill	(17.7)
o/w DAC	(9.7)
o/w VBI	(1.3)
others	(3.7)
IFRS TANGIBLE NET ASSET VALUE ¹	36.5
Dividends to be paid	(3.5)
Technical provision adjustments	8.5
o/w Risk Margin	(11.8)
o/w BEL adjustment	20.3
Other adjustments	(0.7)
UNRESTRICTED TIER 1	40.8
Restricted Tier 1 + Tier 2	18.1
Tier 3	0.5
GROUP ELIGIBLE OWN FUNDS ²	59.4

出所: AXA 2019 SFCR およびEEVレポート

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

13

その中で、少し資本の変動要因の話をしたいたのですが、スライド13はAXAの例です。これを使ってオペレーティングROEはこれぐらい、つまり経済変動の影響を控除してROEを計算すると、13%とかなり高いことが分かります。皆さんもなぜオペレーティングリターンが高いのか疑問がわくはずですし、その意味でも変動要因の詳細開示は重要と考えます。また、エコノミック・バリエーションは1行ですが、ここに大きな数字が出てくることもありますので、内訳が欲しいと思われる方も多いと思います。

欧州の投資家はSFCRのどこに注目しているか

三菱UFJモルガンスタンレー証券

EIOPAのGabriel Bernardino会長による2018年12月のスピーチ

- 投資家とアナリストは、ソルベンシー資本及びSCRの変動要因に最も注目しており、標準化されたフォーマットでの説明を望んでいる

英PRAの保険監督の責任者であるDavid Ruleによる2018年9月のスピーチ

- 投資家とアナリストが最も重視するソルベンシーII関連の開示
 - ソルベンシー資本が期初から期末にどのように変動したかの内訳 (ソルベンシーII P/L)
 - 市場リスクに対する感応度
 - これらの情報に関して、保険会社がより解りやすく一貫した開示をすることに期待している
 - ◆ 各感応度の定義や、資本の変動要因の各要素に共通なものを使用すること
- PRAも、保険会社がどのように資本創出しているのか把握することの重要性を認識しているが、その説明が十分に行われていないと認識
 - 多くの保険会社によるソルベンシー資本の期初から期末の変動要因分解が荒すぎる。より細かい内訳が必要との意見を表明
 - PRAは投資家やアナリストがソルベンシーIIベースのBSを十分理解していないことを懸念しており、市場が厳しい環境にあるときに、投資家がソルベンシーIIの開示が複雑で不透明なために、より原始的な手法を参考にすることを懸念している。ICSが導入に向けて進むことで理解が深まるかもしれないと期待している

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

14

スライド14に進みますが、欧州では、ソルベンシーIIの開示に関して、投資家のフィードバックも集めていまして、アナリストはソルベンシー資本が期初から期末にどう変動したかに注目しているという結果を、英国のPRAは公表しています。投資家はROEに注目し、そして利益の成り立ちを踏まえて、株価水準を判断します。従って、ソルベンシー資本がどう成長するか注目することは、当然といえます。PRAは投資家やアナリストが経済価値ベースのBSを十分理解していないことにも気づいており、開示と説明の改善をしなければ、投資家が経済価値指標を参考にせず、より原始的な指標を参考にしようになってしまうと

の懸念を抱いており、開示と説明の改善の必要性を強調しています。非常に先進的だと私は思っております。

SFCRでの資本の変動要因開示はアナリストには不十分 三菱UFJモルガンスタンレー証券

Eligible own fundの変動要因内訳

- 下記の例は事業毎に表示している
- Technical provision についても、巻き戻し収益、経済変動の影響、仮定の変更の影響を開示することで、資本の変動要因内訳を補足している例もある
- 経済変動の影響 (Market impactと表示) は、金利要因、株式要因 (日本株、外国株) 為替要因等の要因分解が必要
- 保険関係の変動 (Operating variance) の要因分解 (死亡、長寿、解約、罹患等) も必要

Eligible own fundの変動要因内訳

GROUP EOF ROLLFORWARD Euro billion	L&S	Other than L&S ¹	2019
PREVIOUS CLOSING	43.0	15.1	58.1
Modeling changes and opening adjustments	(3.7)	3.0	(0.7)
OPENING	39.3	18.1	57.4
Expected existing business contribution	3.2	1.4	4.6
Value of new premiums	1.8	0.4	2.2
Operating variance and change in assumptions	0.2	0.6	0.8
OPERATING RETURN	5.3	2.4	7.7
Economic variance	(2.9)	0.6	(2.4)
TOTAL RETURN	2.3	3.0	5.3
Exchange rate impact	0.5	0.6	1.1
Dividend to be paid in year N+1	-	(3.5)	(3.5)
Subordinated debts and others ²	(2.7)	1.7	(1.0)
CLOSING	39.5	19.9	59.4

¹ Including P&C, B&AM and holdings; ² including subordinated debts, capital movements, internal dividends paid in 2019 and others.

出所: AXA 2019 SFCR およびEVレポート

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 15

スライド 15 は、SFCR での資本の変動の要因分解の例です。この例では、ビジネスごとにといいますか、生保事業とそうでないものと分けていますが、資産と負債に分けて開示している例もあります。それもまた非常に有用なのですけれども、経済変動の影響や市場要因の要因分解はありませんし、保険関係のところの要因分解が、別に素晴らしい表になっているわけでもないということでも、不便です。

資本の創出過程をどう開示するか：英PRAの提案 三菱UFJモルガンスタンレー証券

英 PRA の保険監督の責任者である David Rule によるソルベンシー資本の期初からの変動要因分解方法の例

Item#	Description	Calculation
1001	Existing business Own Funds generation, excluding Risk Margin and TMTP from current back book	
1002	TMTP run-off	
1003	Existing business Risk Margin run off from current back book	
1004	Existing business SCR run off from current back book	
1005	Total Existing Business Excess Capital Generation from current back book	= Sum 1001 to 1004
1006	Existing business Own Funds generation excluding Risk Margin and TMTP from planned new business	
1007	Existing business Risk Margin run off from planned new business	
1008	Existing business SCR run off from planned new business	
1009	Total Existing Business Excess Capital Generation from planned new business	= 1006+1007+1008
1010	New business Own Funds generation, excluding risk margin	
1011	New business risk margin	
1012	New business SCR	
1013	Total New Business Excess Capital Generation	= 1010+1011+1012
1015	Experience variance and change in operating assumptions	
1016	Economic variance	
1017	Other	
1018	Total organic excess capital generation	= 1005+1009 + Sum 1013 to 1017
1019	Excess capital generation arising from model changes	
1020	Excess capital generation arising from other management actions	
1021	Portfolio and business transfers	
1021	Shareholder transfers from with-profit funds	
1022	Debt raise	
1023	Debt repayment	
1024	Net equity issuance	
1025	Interest expense	
1027	Dividends	
1028	Total change in excess capital	= Sum 1018 to 1028

出所: Bank of England, "A 'D to Z' of current issues in Insurance Supervision" Speech given by David Rule, Executive Director of Insurance Supervision on September 26, 2018.

上記提案は一つの例であり改良の余地がある

- EVの開示では保有契約価値、資本部分の変動を分けて開示している
 - 資産側への影響と負債側への影響をわけて把握できる点で使いやすい (次ページ参照)
- 経済変動の影響 (Economic variance) の内訳 (金利、株価、為替等) は必須
- 保険関係前提と実績の差異の要因分解 (死亡、長寿、解約、罹患等) も必要

Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved. 16

英国の PRA は、変動要因については、スライド 16 にあるようなものがないのではないかという例を作成しているのですけれども、少しここは細かすぎる一方で、下の方に書きましたような要因分解がやはり不足していると思っており、われわれもいろいろ参考にしていかなければいけないことがあると思います。

多くの投資家に経済価値ベース指標を理解してもらえ説明が必要

- わかりやすく説明すると同時に、証券アナリストによる保険専門知識へのアクセスを容易にする

- 経済価値ベース資本に関して頻繁に指摘される疑問や誤解に応える必要
 - 終局金利 (UFR)を使っているので信用できないとの意見
 - リスクマージン (MOCE)の計算は適切なのかという疑問
 - 市場整合性手法はリスクフリー金利で割り引いているのは、間違いではないかという誤解
 - オプションと保証の時間価値やリスクマージンを差し引いている点を知らない投資家が存在
- 感応度の開示を工夫する
 - UFRやマッチングスプレッドを使用しなかったらどうなるか
- マネジメントが内部でより保守的な数値を使用している場合、それを参考値として掲載する
 - 欧米の会社及び投資家は、既存の会計にとらわれず、論理的に企業価値を見極めようとする
 - Zurich InsuranceのZ-ECM
 - JGAAP利益を継続的に強調することは、受け入れられない可能性大

経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議 報告書(2020年6月)より抜粋
 保険会社が経済価値ベースにフィットする主要業績評価指標(KPI)にスムーズに移行できるかが重要であり、現状生命保険会社の経営において重視されている基礎利益について、より経済実態を反映するよう早期に見直すことも、保険会社のESR 制御能力の向上に資するのではないか…
 令和2年度 金融行政方針(別冊)より抜粋
 保険会社における適切な内部管理に資するよう、現行の財務上の指標や規制についても不断に見直しを行う。具体的には、経済価値ベースのリスク管理との整合性も踏まえ、基礎利益のあり方について検討する。

次に、形式的な開示とは違う観点の話をさせていただきます。まずスライド 17 ですが、経済価値ベースの資本規制、ERM 開示が重要になるにつれて、投資家、アナリストによる保険専門知識へのアクセスを容易にさせていただきたいと、アクチュアリー会にはお願いしたいと考えております。現在、恐らく会員でなければ、アクセスできない教材やセミナーもたくさんあるのではないかと思います。資本市場の参加者に開放させていただきたいと思っています。二つめのブレットポイント (●) の後には、矢じり (➤) が四つ書いてあるのですが、経済価値ベース資本については、例えば UFR に対する懐疑心のような適切なものもあれば、リスクフリーで割り引くことは間違いではないかという、困った誤解もあります。投資家が経済価値ベースの資本をもっとよく理解できるような説明が必要と考えています。また、いろいろな重要な仮定を投資家に理解してもらうためには、例えば感応度の開示も、UFR を下げるとどうなるかなど、工夫していただきたいと考えています。

さらに、後ほどお話する第 2 の柱、社内 ERM と関係あることですが、社内で規制とは異なる基準で ESR を計算して、ERM を活用している場合、それも開示していただきたいです。欧米の会社や投資家では、既存の会計や規制にとらわれず、論理的に企業の資本および利益の状況を理解し、規制上の数字に修正を加えて、経営判断、分析をすることが普通に行われております。

経済価値ベース資本の創出過程の説明は重要

- JGAAP利益は経済価値ベース利益とかけ離れている
 - 欧州では、利益指標を使いたい投資家は引き続きIFRS利益を使用しているが、IFRS利益と経済価値ベース利益に日本ほどの差はないため、あまり不都合は生じていない
- 株主形成には、ROEと株主還元が極めて重要（補足資料参照）
 - 今後投資家が経済価値ベース資本を重視するなら、それがどう創出され変動し、ROEがどのような水準かを知る必要がある

日本の生保の JGAAP 利益と経済価値ベース利益

10 億円	かんぽ	第一生命	T&D
21/3 期 会社予想修正利益	124.0	180.0	70.0
21/3 期 会社予想一株当たり配当 (円)	76.0	62.0	44.0
21/3 期 会社予想配当額	42.7	70.0	26.4
21/3 期 会社予想自己株取得	0.0	3.0	10.0
経済価値ベース利益に対する配当性向	33.4%	21.6%	14.1%
経済価値ベース利益に対する総還元性向	33.4%	22.5%	19.5%
21/3 期 予想経済価値ベース利益	128.1	314.0	187.2
新契約 EV	10.0	48.0	73.0
既契約価値からの貢献	118.1	276.0	109.2
その他の事業の利益	0.0	0.0	5.0
20/3 新契約 EV	60.6	150.3	115.8
新契約 EV を 20/3 期実績とした場合の経済価値ベース利益	178.7	426.3	230.0
21/3 期 経済価値ベース利益からの増加率	39.5%	31.6%	22.9%
経済価値ベース利益に対する総還元性向	23.9%	17.1%	15.7%

出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

日本では、JGAAP 利益と経済価値ベースの利益がかけ離れていますから、先ほどのお話に戻りますけれども、資本の創出過程はとても重要です。スライド 18 の表には上場生保が現在、株主還元で使用している修正利益、あるいは会社によっては修正前純利益を掲載していますが、これと経済価値ベース利益が大きく異なることを表示しております。今後経済価値ベース利益を重視するようになると考えられる中で、その利益の成り立ちを理解することは、非常に重要だと考えております。

第2の柱に関して、アナリストが期待すること

自信をもって示せる経済価値ベース資本とESRを使用してほしい

- 投資家に対して自信をもって説明できる尺度を使用する必要性
- 適切な商品設計、運用が可能になり、長期に経営に問題が生じないしくみである必要性
- 自信をもって買収や株主還元を決定できる基準である必要性
- 株主に示すべき資本は背伸びした経済価値資本である必要はない
 - 現在の水準よりも、どのようなERM方針でESRをどうコントロールし改善させたいのかを明確にすべき
 - 基準が甘ければ投資家はディスカウントする
 - 基準が厳しすぎれば、余剰資本を隠さずに株主に還元すべきと主張する投資家も出てくる
 - 基準が厳しいために経済価値資本が小さく見えている場合、将来のリスクの開放額は大きくなり経済価値資本のROEも高まり、そこから適切に株主に還元されれば投資家の評価も高まる

経済価値ベースのソルベンシー規制等に関する有識者会議 報告書(2020年6月)より抜粋
 経済価値ベースのソルベンシー評価においては、様々な手法が存在する。保険会社の内部管理においては、各社のリスク特性・規模や、その目的・用途に応じ、それらの中から最も適切な手法を選択すべきである。一方、ソルベンシー規制上の標準モデル(全保険会社が利用可能なESRに関する基本的な計算モデル)においては、個社毎の事情は一定程度捨象し、いわば「最大公約数」としての計算手法を定めることとなる。

ESRの規制としての導入は保険会社のリスク管理の高度化に資するものである一方、規制と同じ対応を行えば十分と判断した保険会社におけるリスク管理の高度化が停滞する可能性に留意が必要であるという意見もあった。

自信をもって示せる経済価値ベースの利益をもとに株主還元に向きに取り組んでほしい

- 株主還元の絶対水準はJGAAP利益に基づいた株主還元より上昇する
- 経済価値ベース利益の変動性に懸念があるなら
 - リスクを減らす
 - DOE (Dividend on equity、資本の一定比率を還元する)を下限として設定し、還元額を安定化させる

最後のスライド 19 ですが、第 2 の柱に関連することについてお話しします。第 1 の柱は規制ですから、同じ尺度で生保の健全性を把握するため広く公表されますし、短期的な市場の変動でステークホルダーを不安にしないことも必要ですから、ソルベンシー II でも ICS でも、UFR を使用し、マッチングスプレッドも使用しています。しかし、第 2 の柱では、各社の ERM のスタンスが反映されます。マネジメントが ERM で使用する指標の計算方法が、ICS と同じでよいとは考えておりません。自信を持って外部に示して、長期で経営に使える指標が必要だと思います。有識者会議の報告書でも、保険会社の内部管理では、各社が最も

適切な手法を選択すべきと記載されており、私も同様の考えです。自信を持って説明できる手法で計算し、適切な商品設計に活用し、自信を持って買収や株主還元を決定できる基準にしてほしいです。基準が甘ければ投資家は割り引きますし、厳しすぎれば投資家はもっと還元原資があるはずだと主張すると思います。投資家の存在も念頭に置きつつ、ベストな指標を探っていっていただきたいと思います。

株式会社では、株主還元と経済価値ベースの資本と利益の関係を明らかにしていくことも、とても重要と考えています。日本の生保では、経済価値ベースの利益はJGAAPの利益よりもかなり高いので、これはとても重要な点であることは先ほど申し上げたとおりですが、経済価値ベースの利益の変動性に懸念があるのだったら、リスクを適正化したり、株主還元を経済変動の影響を除いた利益から行ったり、DOEの下限を設定して、還元額を安定させたりというような検討をすればよいのです。また、負債が長すぎて、経済価値ベースの利益のうち、キャッシュベースの部分が少ないから還元ができないのであれば、それは資本効率の低い事業をしていることにはかならないので、負債を短期化する、デットを調達して還元するなど、いろいろな工夫が必要だと思います。このように、経営全体を経済価値ベースの指標に基づいて行うことで、企業価値の向上、株価の上昇も可能になると期待しております。以上をもちまして、私のプレゼンを終了させていただきます。ありがとうございました。

経営者・経営管理部門の疑問と “本音”（再掲）

1. 既存の会計は無視できない
2. マスコミやステークホルダーの理解を得られるか
3. ESRはどこまで高水準を目指すものなのか。リスクをとってはいけないのか
4. ESRの制御能力とは何か

島村 辻野さん、ありがとうございました。

ここからはパネリストの皆様とのディスカッションの時間に移りたいと存じます。はじめに、私が冒頭にお話した、「経営者・経営管理部門の疑問と“本音”」というものを再掲しております。「1. 既存の会計は無視できない」、「2. マスコミやステークホルダーの理解を得られるか」、「3. ESRはどこまで高水準を目指すものなのか。リスクをとってはいけないのか」。そして「4. ESRの制御能力とは何か」ということでございます。すでにパネリストの皆様には、プレゼンテーションの中でお話いただいているところもありますが、これらの点についてさらに意見交換をしたいと存じます。

まず、ヨーロッパの状況を改めて確認したいのですが、今の辻野さんのプレゼンテーションで、ヨーロッパではソルベンシーⅡの導入に伴って保険会社の経営や開示、あるいは投資家の目線も変わりつつあるというようなお話がございました。これについて板場さんにお伺いしたいのですが、ヨーロッパの会社のグループにいらっしゃるお立場から、何か補足などコメントありますでしょうか。特に、まだ会計はIFRS17に移行していない中で、ヨーロッパの会社は経済価値ベースのERMと会計との関係をどう見ていらっしゃるのかということ、また辻野さんからお話がございました、SFCRをどう位置づけていらっしゃるのか。差し支えない範囲と言いつつ、できるだけお話しただければ幸いです。よろしく申し上げます。

板場 はい、ありがとうございます。まず、経済価値ベースのERMと会計についてですが、どの立場で物事を言うかということ、だいぶ変わってくると思いますが、私の場合リスク管理ですので、基本的に物事を経済価値を中心にして考えています。少し言葉が悪いかもしれませんが、会計は扱い難いという感じが、常日頃からしています。弊社の基本的な考え方は、経済価値ベースの数値と会計の数値については、それぞれ目的とするところが異なるものだという捉え方をしています。例えば経済価値ベースの考え方、特にソルベンシーですと、長期の健全性、ここに焦点をやはり当てて物事を考えていますし、会計の場合ですと、現実のビジネスのパフォーマンスを表すものだということ、そこに焦点を当てて考えていますので、やはり目的が異なるものだと思っております。実際、弊社のリスクアベタイトの中にも、会計数値は一部入っておりますが、ERMということを見ると、中心は経済価値ベースで考えているということが実態です。また、IFRS17につきましても、これは経済価値ベースの考え方を、より会計に導入するという趣旨がございましたので、方向性としては好ましいと考えております。

2番目のSFCRですが、上から目線のような言い方になりますけれども、全体感としては良いディスクロージャー資料だと、グループとしては考えているということです。ただ、一般的な保険契約者には、量が多すぎて複雑すぎる感は否めないと考えておまして、先ほど辻野さんから、まだまだディスクロージャーの細かい内容が足りないのご指摘を受けましたけれども、少し量が多すぎるのではないかとということが、正直感じるところでございます。実際、弊社のホームページのディスクロージャー資料のアクセス状況を見ましても、金融のプロフェッショナル、あるいは競合他社がほとんどという状況ですので、やはり今後考えていかなければいけないことは、一般の保険契約者向けに、どのように簡便で簡潔なものを作っていくかということが、一つ大きな課題になっているのだろうと思っております。以上です。

島村 ありがとうございます。前半の会計とお話で、ERMは当然ですけれども、経営のツールではありますが、万能ではない。会計とはすみ分けというか、目的の違いがあって、目的が違うのだったら、ずれは当然のことと思います。ただ、ここまでの皆さんのお話を聞きますと、日本の場合、少しそのコンフリクトが大きいのではないかと感じます。経営で、使いづらいものになってしまうのではないかと感じます。

これに関しまして、今後、日本でERMがなかなか進まないとする、その要因が一つめの論点、既存の会計、特に基礎利益あたりとのコンフリクトと、二つ目の論点であるマスコミやステークホルダーにどう理

解してもらえるか、ということにあると思います。これについて、皆さんにコメントいただきたいと思います。視点としては、「業法会計とのコンフリクトをどう解決するか」。「マスコミやステークホルダーにどう経済価値ベース、ESRを理解してもらうか」。そして、「そのためにアクチュアリーやリスク管理の専門家はどうか行動していくべきか」。辻野さんには、「アクチュアリーや専門家に期待すること」という視点になるかと思いますが、お話ししていただきたいと思います。では、まず鈴木さん、よろしくお願いいたします。

鈴木 先ほどのプレゼンでも申し上げた通りではあるのですが、経済価値ベースの観点でやりたいことというのは、どうしてもコンフリクトが生じるものです。既存の会計を優先すると、経済価値がおざなりになってしまう。逆も真なりです。なので、何を指しますか、どうバランスを取りますか、というスタンスをしっかりとコンセンサスを取ることがとても大事かと思っています。コンフリクトは実際ありますし、施策によっては出ます。ただ、どこまでウェイトをつけて何を優先させるか、といったところをまず社内でしっかりと決めること、意思決定すること、その意思決定したことに対して進むことが、大事になってくるのではなかろうかと思っています。

ステークホルダーとのコミュニケーションは、いろいろなステークホルダーがいらっしゃると思うのです。社内的なステークホルダーもいれば、社外のステークホルダーもいらっしゃいます。社外のステークホルダーの中でも、ナレッジがある方と一般の方と、やはりいろいろあると思います。そのような方々に対して、まずやはり正しく理解してもらうところが一番大事なような気がします。誤解なく理解してもらう。そのための努力は、やはりどの会社も、業界も含めてやっていかないといけないのだろうと思っています。

結構テクニカルな話が多くて、そのテクニカルな話をどうやって分かっていただくのが肝で、そのような中、ビジュアルはとても大事なのかと少し思っています。単に数字を並べられても、やはり引いてしまう人は多いと思うのです。アクチュアリーだとその辺の抵抗はないのですが、実際、日常で色々コミュニケーションをする中で感じることは、やはり数字に対する感度は色々な方がいらっしゃるので、色々な方に対してしっかりと理解してもらう、その努力をするためには、いろいろな手段を使うことが大事かと。他方で、プロの人に対しては、しっかりとプロとしての情報を提供するところも必要ですし、そのようなところの工夫が必要になってきます。専門家としては、当然専門的な裏づけがあって、それをどう料理するか、という話だと思います。専門性がないままやってしまうことはやはりよろしくなく、裏づけをしっかりとやることに、専門家、プロフェッショナルのバリューがあるのではなかろうかと思っています。簡単ではございますが、以上です。

島村 ありがとうございます。板場さん、いかがでしょうか。

板場 はい。先ほど、辻野さんの資料を拝見していて、改めてなるほどと一つ思ったところがありまして、欧州においては、いわゆる経済価値ソルベンシーとIFRS、これのコンフリクトが起きにくいというところがあります。これはよく社内でも議論になるのですが、やはり今の法定会計はIFRSと比較してコンサーバティブです。従って、経済価値ベースで考えると資産運用、資本政策などにおいて、大きな制約条件になること

があります。やはり、もう少し折り合いをつけてほしいと思っているところです。もちろん資本をたくさん積めば様々な問題は解決する部分がありますが、ただ一方で、弊社の親会社は上場していますので、企業として、資本の効率性ということに対しては、非常に厳しく見られる部分もあります。今の日本のソルベンシー規制と法定会計は整合を保っているのですけれども、今後ソルベンシー規制が新しく経済価値になるのであれば、もう少し会計の方も整合的であってほしいと思っております。私からは以上です。

島村 ありがとうございます。では、辻野さんお願いいたします。

辻野 はい。私からは、まず業法会計の位置づけは、当局にとにかく明確にさせていただきたいと思っております。あとは、マスコミ、契約者に対する説明ですけれども、特にマスコミは、今までは経済価値ベースへの理解が浅いうえにアレルギーがあったようですので、それは業界からいろいろ働きかけることによって変わっていくことに期待したいと思っております。既存の会計でもかなり難しいわけですから、保険は。それについてはもういろいろ今まで説明してきたわけですので、単純化して説明すればいいことです。ステークホルダー、特に投資家については、われわれが研鑽をし、しっかり啓もうして行くことが重要だと思っております。それに伴いまして、今後経済価値に関する保険の専門知識ということが、投資家サイド、資本市場でも重要になりますので、プレゼンで申し上げましたとおりに、いろいろな教育機会を、われわれにも参加できるようにしていただきたいと考えております。以上です。

島村 辻野さん、ありがとうございました。ざっくりまとめますと、現状の会計が存続するという前提に立ちますと、アクチュアリー、あるいはリスク管理の専門家が分かりやすい形で、経済価値ベースの情報をマネジメント・社内に伝えていく、あるいは社外にはマスコミも含めて啓もうといたしますか、発信していく、ということでしょうか。辻野さんから教育機会というようにお話がございましたが、おっしゃるとおりで、この辺は個人のアクチュアリーや専門家というよりは、アクチュアリー・専門家集団、あるいは団体として、やることあるのかもしれないと感じました。

一方で、ご指摘の、では会計はこのままでいいのかということですが、ここからは私の個人的意見も入りますが、少なくとも、「このままでいいのか」という議論は始めるべきではないでしょうか。お話もありましたけれども、IFRS17が導入されますし、USGAAPでもLDTIが入ってくる。そうすると、日本の会計が最も経済価値ベースと距離のあるものとなりますので、これは、他国と比べるとやはり長期的にはERM推進に足かせになるといいますか、国際的競争力にも影響するのではないかと懸念します。ただ、お話もありましたけれども、実は業法会計はSAPですので、いろいろな意義・存在価値がありますが、業法会計のP/Lをパフォーマンス評価に使うのかというところが論点かと思っております。辻野さんからお話ありましたとおり、業法会計を大胆に変えるというよりは、位置づけをどうするかということではないでしょうか。このあたりも、専門団体であるアクチュアリー会のできることはないのかというようなことは、考えないのかと、勝手に思っております。

三つめの論点は、お時間の関係もありまして飛ばさせていただいて、四つめの「ESRの制御」という論

点に移りたいと思います。ESRの制御能力という点につきましては、有識者会議の報告書でも言及されていまして、今、プレゼンにもございましたとおり、ヨーロッパではESRの感応度の開示というものも始まっておりますが、まだまだ日本ではなじみが薄いのではないかと考えております。ただ、これからのERMでは、このESRの制御や感応度が重要になってくると考えられますが、この辺を皆様にコメントいただければと思います。

視点といたしましては、「ESRを制御することの意義は何か」ということ。やはりこれについても「ESRの制御ということ、会社やステークホルダーにどうやって理解してもらうか」。そして、「アクチュアリーやリスクの専門家はどのように行動していくべきか、あるいは何を期待するか」という視点も頂けると、幸いです。では、鈴木さん、いかがでしょうか。

鈴木 私共の会社でもESRの感応度分析は経営の方にもお見せしており、そのような経験も踏まえてですが、そもそもESRを計測する意義といったところに立ち戻った時、やはり、経済価値ベースの管理によって、将来起こりそうなネガティブなものが今の時点で分かること、これが一番大きな意義ではないでしょうか。保険会社、特に生命保険会社は、やはり長期にお客様に安心を提供することが責務でございます。長期でしっかりと安定的にお客様との約束を守るためには、やはり会社の長期にわたる健全性はしっかり担保しないといけない。そのようなことから考えると、やはり経済価値ベースのマネジメントはとても意義のあることで、特に生命保険事業の本質に立ち返るならば、ESR、経済価値ベースでしっかりとマネージする、制御という言い方がいいのか、言葉の使い方もあるのですが、それはもうやってしかるべき話だと思っています。

大事なことは、ではどこまで制御しますか、という点だと思っています。私共は「ESRがこれぐらいになったら感応度がこうなります」、「マッチング比率を高めたらこうなります、低めたらこうなります」等も試算して経営レベルでコミュニケーションをしていますが、これはリスク選好とも紐づく話です。どこまでリスクを許容しますか、どこまで制御するのですか、といったところをしっかりとコミュニケーションすることが実は大事になってくるのかと思っています。それがひいては、先ほど申し上げた、会計とのバランスを取ることとも紐づく話なので、結構、色々な話が点と点でつながるのかと個人的には思っています。少しまとまりのないコメントではございますが、以上でございます。

島村 ありがとうございます。板場さん、お願いいたします。

板場 まず、ESRのコントロールの意義ですが、先ほど鈴木さんがおっしゃったことが当にそうなのだろうと思っております。特に生命保険会社の場合には、長期の契約を保障しておりますので、その長期の安心感というものを、やはり示さなければいけない。そのためには、いわゆる支払い能力の数値でありますESRをしっかりと、ある一定の範囲でコントロールするということは、大切なのだろうと思っております。実際、アクサグループでも、投資家向けには、中期的なESRを、何%から何%の間にコントロールしますと公表しております。公表する限りわれわれも、それをきっちりと守っていくような形で、ビジネス運営をしております。

特に ESR は、元々、これは私の個人的見解になりますが、そもそも保険会社はレバレッジがとても高い企業体です。レバレッジが高いということは、やはり短期の変動に対して、きちんとコントロールしておかないと危機が発生した時に非常にまずい状況になる可能性があります。実際、われわれ日本の保険業界は、2000年の初頭の頃に、ESRのコントロールがうまくできていなかった部分もあり、厳しい状況となったということは皆さんご存じのとおりです。ESRとは基本的には Asset と Liability の統合的な Management を、理論的にも体现している指標だと思っているので、やはりここのコントロールは、そのような意味からも非常に重要ですし、していかなければいけないことだろうと思っています。私からは以上です。

島村 ありがとうございます。では、辻野さん、お願いいたします。

辻野 かぶるので手短にしますが、もう投資家も ESR の変動性ということにはっきり気づいておりますし、リーマンショックで ESR が半分になった例も知っています。会社の方々には、ターゲットレンジを明らかにして、どれぐらい中長期的に安定させていくのか、そのために今何をやっているのかというようなことを、明らかにしていただきたいと思いますと思っています。

島村 辻野さん、ありがとうございました。板場さんのお話の中で「長期の安心感」というキーワードが出ておりました。これは生保特有なのかもしれませんけれども、単に今、足元での ESR が高い、低いだけではなくて、長期的にそこをどう安定させていくかということだろうと思います。ヨーロッパの会社はもう中期的なレンジの開示などもされていますので、そのレンジというものをいかにコミットといたしますか、リレーションをしていくかということも、ポイントかと思っています。

ここからは私見ですが、ESR の制御は、いろいろな意味で成熟してくると出てくる概念かと思っています。つまり、飛ばしてしまった三つめの論点（「ESR はどこまで高水準を目指すものなのか」）とも関連しますが、まずはある程度はやはり高い ESR 水準になるという前提があって、そして ESR をベースとした ERM が社内外に浸透してくると、マネジメントやステークホルダーから、ある意味、自然に ESR の制御などという考え方は出てくることになるかと思っています。ただ、恐らくヨーロッパの会社、あるいはもう日本の資本市場は少しそのような視点になってきていて、日本の保険会社が思っている以上に、どんどん成熟してくる可能性はあるのかと思っています。ここを疎かにしておりますと、やはり国際的競争力というところには影響するのではないかという気がいたします。ここでもやはり、アクチュアリーや専門家の果たすべき役割は大きいのではないのでしょうか。

ありがとうございました。では、残り時間もあともう少しございますので、ここからは、視聴者の皆様からのご質問、ご意見に、可能な限りお答えしていきたいと思っています。

まず、これは鈴木さんのプレゼンで、商品営業戦略も経済価値で分析するというようなお話がありました。多分そこについてのご質問かと思われます。「商品営業戦略を分析した結果を、具体的に現場に落とし込むために何か工夫されていることはあるのでしょうか。計算結果は、自社の置かれている販売環境とは整合しないことが多いはずで、営業現場からは、『理屈は分かるが、具体的なアクションは何していいのかわ

からない』と反応されませんか」という、かなり具体的なので、多分、質問された方もこのようなことに悩まれているのかという気がいたします。いかがですか、鈴木さん。

鈴木 社内的な話になるのかもしれないのですが、私共の会社には、プロフィットマネジメント部という部署がありまして、その部署が営業サイドとの窓口になって、例えば年度の計画、ターゲットをこれぐらいにしようといったコミュニケーションをしています。そこが収益管理という観点でも、ご質問いただいたような営業政策や経営レベルでいろいろディスカッションしたものを結び付ける等、具体的なアクションを起こすようなファンクションとなっています。コミュニケーションに関しても、現場の声と経営との考えをつなぐような重要なファンクションになっていることから、実はそのようなところで困っているという話は、今の会社ではあまり聞いたことがありません。それで、チャンネルと環境でしたか。

島村 そうですね、販売環境と計算結果が必ずしも整合しないといいますか、多分、直観に合わないというようにお話なのかと思うのですが。

鈴木 そこも「どのようなチャンネルか」にかなり依拠するのかと。販売環境も「どの販売環境か」にもよるという感覚です。あとは、状況によっては、かなり深いリレーションシップといいますか、相関が高いものが見て取れるときもあるので、あまり多くは言えないのですが、そのようなところからすると、「必ずしもそうだ」という形があるようなものとは肌感覚では思っていません。ただ、そのようなところも含めて、しっかりと分析をすることが大事だと思います。

分析とは、単に結果を並べるだけではありません。これは別にアクチュアリー領域等に限った話ではないと思います。ある会社にいたときに、上の方の人や同僚などから「Whyを5回問え」と言われたことがありました。分析するには5回原因を問えという意味だと。「Why? Why? Why? Why? Why?」と、5回問えば真因分析できるのではないかということです。そのようなことをしていくと、意外と本質的なところにたどり着くケースが多いです。ケース・バイ・ケースではあるのですが。アクチュアリーは、そういった分析をするツールとしてアクチュアリアルなスキルがあるといったところは武器なのかと個人的には思っているところです。なお、マーケット分析というところをしっかりとやるということが果たして正解なのかもケース・バイ・ケースだと思っています。すみません、少し答えになっているかどうか分かりませんが。

島村 どうもありがとうございました。では、2番目の質問もなかなか難しいのですが、このような質問がきています。「保険負債の割引率について、有識者会議の報告書の中ではUFR無しバージョンについて言及されていました。UFR無しの割引率の応用例としてどのようなものが適当でしょうか。また、既にUFR無しバージョンを使っている事例がありましたらご紹介頂きたいです。」というご質問です。この前提としては、まずUFR有りバージョンを、根幹のソルベンシー評価やESRというところで使っているのだけでも、内部管理ではUFR無しバージョンを使っていますか、というご質問と思います。これは板場さん、お願いいたします。あとは私も少し補足したいと思います。

板場 はい。UFRの問題は、常にいろいろな観点から問題になる点だと認識しておりますが、まず、内部の管理としては、UFRを入れない数値計算は行っております。UFRの是非につきましては、個人的な意見になりますが、有識者会議でも時々議論になりましたプロシクリカリティの問題を誘発するのではないかと議論が一方であるのは承知しています。UFRは、ある程度プロシクリカリティを緩和する緩衝材のようにもなっていると思っています。言い方が正しいかどうかは分かりませんが、厳密に理論的にいえば、全部マーケットのレートでやればいいという議論も分からないことはないのですが、そこは現実と折り合いをつけるという意味で、UFRというものは、私はそれほど大きく否定するべきものではないのだろうとは思っています。

島村 ありがとうございます。私も少し補足をいたしますと、UFRについてはいろいろな議論があると思うのですが、ソルベンシーⅡでも、ICSでも、また、恐らくICSを準用するという日本のソルベンシー規制でもUFRは使うという前提で、保険会社全体の健全性評価は、やはりUFRを入れたものが第一義的な基準になると思っています。ただ一方で、おっしゃるとおり、UFRがもし無かったら、簡単にいうとリスクフリーレートで評価したら保険会社の健全性はどうかということ、常に見ていく必要があります。

それから、難しい問題なのが、個別の評価です。商品や販売戦略の評価などというときは、やはりUFR無しで評価するというのが基本かと思えます。個別の内部管理、例えば商品収益性のようなところではUFR無しをむしろ積極的に使うべきかと思えます。もちろんUFR有りというものも見ながらということがあるかもしれないですけども。ご質問にはなかったですけども、恐らく、いわゆる社債利回りをベースとした割引率も、最近ではソルベンシーⅡでもICSも使われているので、これも同じようなことかと思えます。

次に、「本日の議論と直接関連しません」とされているのですが、CROの方へのご質問です。「ERMの高度化においてリスク文化の醸成は重要であると思えます。営業現場などのERMに親しみがない方に対してERM、経済価値の理解を得る必要があります。CROとして、アクチュアリーのような専門家以外の方への対応について教えていただきたいです」。本日の議論とあまり関連しないこともなくて、むしろ関連するのではないかと思ひまして、今日はCROがお2人いらっしゃるのですが、専門でない方にどうやってERM、経済価値の理解を得るか。リスク文化という観点でどうかということだと思ひます。では鈴木さん、よろしいですか。

鈴木 非常に本質をついた質問だと思ひます。私自身も試行錯誤しながらやっているのが実態です。参考として、これまでの私共の取り組み事例を申し上げた方がいいかと思ひます。研修というものが一番やりやすいやり方なのですが、研修としてやったことは、本部長や部長の皆さんに対して勉強会を開きました。これは効果があったと思ひます。しかも、部長全員に対して集合的にやるということではなくて、結構少人数で10人ぐらいまでに絞って小グループでの勉強会という形でやったのですが、これがよかったと思ひます。大きいグループだとどうしても一方通行になってしまいます。小グループだと意見等が言いやすいということで、小グループで部長以上の方、部長向けの勉強会ということで、まずは「ERMとは何ですか」、

「経済価値とは何ですか」、「ORSA とは何ですか」等、そのような内容でやりました。ESR というバズワードから入って、「何となくこのようなもの」という雰囲気は味わってもらえたのではないかと考えています。

また、部長の管下の人にも色々理解してもらいたい、という思いもあり、一般の従業員向けのレイヤーに向けたリスクカルチャーの醸成の取り組みを行っています。当社にはコンプライアンス部という部署がありまして、コンプライアンス部がマンスリーコンプライアンス研修という取り組みをしています。その中にリスク管理の話題を入れてもらっています。コンプライアンス・リスクの話も実はもう出ています。また、コンプライアンス部が属する本部が事務リスク等の一部のオペレーショナルリスクも担っているような状況もあり、リスク管理の研修もそこで実施することで全社的なリスクカルチャーを醸成しようという取り組みをしています。

リスクカルチャーの醸成とは、経済価値ベースの取り組みだけではなくて、当然オペレーショナルリスクも非常に大事な要素でございますので、そのようなところを試行錯誤しながら手探りでやっている、というのが実状です。

島村 ありがとうございます。板場さん、いかがでしょう。

板場 はい。まず、営業の現場の方々はどこまでという話は、これはどこのレイヤーまでということが、とても大きな問題だと思っています。多分営業職員さんのレベルですと、経済価値のリスク管理の前に、コンプライアンスの方が重要ですので、そこをまず徹底するという話だと思います。弊社の場合もちろんレイヤーによりますが、ある程度のシニアの方々は、経済価値の考え方そのものについては、かなり慣れております。かつ、営業の実際の指標の中のいわゆるターゲット指標も、もちろん営業ですので、ビジネスのボリュームという指標もあるのですが、それと同時に、経済価値ベースのいわゆるバリューという指標もターゲットの中に入っていますので、それが何を意味しているのかということは、理解しています。

あとは、もうこれは本当に悩ましい問題なのですけれども、いわゆるリスクカルチャーを、特に生保のように営業職員さんという方々がいる中で、どのレイヤーまでそれを徹底させて、広めていくことができるのかは、まだ道半ばということが正直なところですよ。以上です。

島村 ありがとうございました。少し私からもコメントいたしますと、まずそもそも経済価値が何なのか、ERMは何だなどというようなところは、これはもういろいろな形で、社内に発信していくということで、弊社でもいろいろ勉強会をやったり、研修でやったりしています。リスク文化という視点でいうと、確かにリスク文化の一つには、コンプライアンスという話とは別に、リテラシーのようなものがあると思うのです。会社の中で、どれだけ経済価値やERMといったことが理解されているか。ただ、板場さんからレイヤーというお話があったとおり、本当にすべての人に同水準でいうと、そこはやはり立場によっても異なると思います。ただ、コアな、例えば本社の経営に関与している人たちには、もうこれからERM、あるいは経済価値のことは、かなりかみ込んで理解してもらわなければいけないでしょう。そこは私も非常に大きな課題と感じていて、いろいろ勉強会などもやっているのですけれども、まだこれからかなと思います。

もう一つは、それだけではなくて、私たちがERMやリスク管理で、社内にこのようなことをしたい、と発信していくときに、それをどこまで専門用語を使わないで、けれどもごまかさずに、きちんと理解されるように説明していくかというところ、これはいつも一番難しいと感じているところです。ここもまだこれはというものが無いのですけれども、これも地道にやっていくしかない。これがアクチュアリーなり、リスク管理の専門家の義務と思ってやっております。

では最後に飛ばしてしまった三つ目の論点について簡単に触れておきたいです。「ESRはどこまで高水準を目指すものか。リスクを取ってはいけないのか。」ということに関して、一言、二言で結構です。これはお三方にコメントをお願いします。

鈴木 まず、リスクを取ってはいけないかといったら、リスクを取らないとリターンは生まれてこないと思うので、リスクは取るべきだと思います。ただ、賢くリスクを取ることが大事。ここを重点的にしっかりと詰めていく必要があると思っています。簡単ではございますが、以上です。

島村 板場さん、いかがでしょう。

板場 制御がきちんとできる範囲では、リスクは、少し極端な言い方ですけども、取れるだけ取っていいのだと思います。

島村 辻野さん、いかがですか。

辻野 はい、ほぼ同様ですね。

島村 そうですね。ここが多分制御能力というところと、実は話がもしかしたらぐるぐる回ってしまうのかもしれないけれども、高い制御能力をもってESRを一定のレンジ内に、100%はありえないですけども、かなりの確率で自信を持って収めることができるということがあれば、その中では積極的にリスクを取ってリターンを追求するということなのかと思います。

ありがとうございました。まだご質問を数多く頂いているのですが、申し訳ございません。お時間でございますので、これで終了とさせていただきたいと思います。今回のERM委員会のセッションは、あまり金融工学やリスク理論というものがそれほど出てこない、少し毛色が変わったものとなりましたが、趣旨をご理解いただければと思います。もちろん今日のテーマは、このセッションだけで結論が出るようなものではございませんが、経済価値ベースのERMを強く推進したいという方、あるいはまだ少し経済価値ベースにいろいろ不安のある方、いろいろいらっしゃると思いますけれども、今日のセッションで論点や課題などを少しでも整理できて、次の議論につなげていただければ、幸いです。

パネリストの皆様、長時間にわたりましてありがとうございました。視聴者の皆様も、お付き合いいただきありがとうございました。

(付記) 当日のご質問への追加回答

当日、sli.doを通じて多くのご質問をいただきましたが、時間の関係で全てに回答することはできませんでした。残りの質問について、これも全てということではありませんが、パネリスト・モデレーターから簡単に回答をいたします。

質問 リスク選好などのハイレベルなものを経営で決定するというのは多くの会社でされていることと思われませんが、モデルガバナンスの水準もどの程度求めるのかということも同程度議論されるべきものと思わっています。一方で、モデルガバナンスというものはより抽象的でそのレベル感の設定が難しいと思いますが、どのようにして態勢整備を進められたか。

鈴木 まず、役員・幹部社員に対して、モデルリスク管理の意義と諸外国等の事例といった内容を把握いただくことを目的に、外部講師を招いてモデルリスク管理に関する勉強会を開催しました。これを契機に社内でも議論が進み、実務レベルと経営レベルの双方で、社内のリソースや実行可能性等を鑑み、どのレベル感で、どのタイムラインで、どのような管理を行うか、といったことについて議論・検討を重ねました。その結果、モデルリスク管理に関する規程を策定し、現在は、その規程に従って実際の管理を行っています。

島村 もうモデルガバナンスの態勢整備は出来上がったというより現在進行形という前提でお答えしますが、2019年度の年次大会のセッション（「これからのモデルガバナンスの話をしよう」）で少しお話したように、リスクベースでの管理を進めています。つまり、モデルリスクについても一般のリスク管理と同様にその蓋然性と影響度を評価して、リスクの高いものから優先的にモデルガバナンスの水準を高くするという考え方です。一般的なリスク管理や内部管理と同じく、リスクガバナンスもリソースの有限性を考慮して進めるべきでしょう。蓋然性や影響度は、これも一般的なリスクの評価と同様、最後は主観かもしれませんが、一定の枠組みのなかでスケール評価（例えば、大・中・小）しています。

質問 経済価値ベースの管理体制の導入に伴い、柔軟な経営アクションを行うようになったのでしょうか。それとも、経済価値を踏まえ、数年後のアクションを想定する、という活用方法としているのでしょうか。

板場 経済価値が資産運用、商品、オペレーションに関する意思決定の主要素の1つになっているため、経済価値からみてより良い選択肢が選ばれる可能性が高くなっております。経済価値上問題点がある場合にはアクションプランが速やかに策定されます。アクションプランには即時実行解決できるものもありますが、数年がかりで解決を目指すものもあります。柔軟な経営というよりは規律として機能しています。

辻野 外から見ていて感じていることですが、会社によっては、商品の予定利率の改定や販売戦略の変更が早くなった会社もあります。一方で、生保商品の販売には少なくとも数週間かけて顧客を説得することが多

いために、途中で価格を変えにくいという制約はあるようです。ただし、株式や投信を販売するにしても毎日価格は変わりますので、販売組織自体が、市場の変化で販売する商品の価格が変わることに慣れる必要があると思います。また、会社によっては、数年かけてリスクの適正化に動き始めている会社もあります。経済価値ベースの ERM 歴によってステージが異なるように見受けられます。

質問 経済価値指標はつぶさに見ていくと非常に複雑な印象を持つ一方、経営者をはじめとする利用者は直感的な理解を重視すると思われれます。このギャップに対処するにはどうしたらよいのでしょうか。

鈴木 対経営等に対しては直感的にわかりやすい説明資料の作成と説明を心がけつつも本質的な点（メッセージ）はしっかり網羅することで対処しています。同時に、経営陣との日頃のコミュニケーションの場面で、経済価値指標の意義とその限界のようなものをシミュレーション等で見える化することをあわせてしていくこと大事だと考えます。

質問 金利リスクを削減し、デュレーションマッチングを達成すれば、株価 EV 倍率が高まるということでしょうか。日本以上に超低金利が進んでいると思われる欧州生保等ではそのような傾向はあるのでしょうか。

辻野 欧州で超長期生保を主としている上場生保は少ないです。多くの生保の平均デュレーションは10年以下です。ドイツ生保では非上場を中心に超長期商品が多かったのですが、最近は商品が変化しています。欧州生保は比較的短いポートフォリオで、デュレーションマッチングを行いながら、クレジットスプレッドを取る運用を行っています。

質問 経済価値ソルベン規制では終局金利が用いられ、また金利リスク計測においてリスクマージンの金利感応度を見ていないことから、無リスク金利ベースで内部管理と比べて、ESR の金利感応度が大きく異なる点も問題だと思います。どちらかに合わせるようにしないと異なる指標を両方見る必要が出て、無駄が生じると思いますが、いかがでしょうか？

板場 規制上のルールはビジネス等へのインパクト、考え方の相違などある中で、大多数が受け入れられるルールにする必要があるがあるため、実務上ある程度多面的に見ることは避けられないと考えます。重要なポイントは、ルールは最大公約数的なものであり、どこにどのようなリスクがあるのかを理解しておくことだと思います。このことは経済価値ソルベン規制に限らずあらゆる規制に存在する問題だと考えます。因みに、現状の ICS ルール上のリスクマージンはパーセントイル法を取っているため、コストオブキャピタル法に比べ金利感応度がかなり低く、プロシクリカリティ問題の観点からは大分コントロールし易くなっている印象を持っています。

辻野 規制で使う指標が超短期の金利変動で大きく変動しすぎると、業界への過度な懸念を高めるというデ

メリットもあります。また、共通の尺度で比較できることは重要なので、規制では全社が UFR を使用することは妥当な落としどころと考えます。ただ、内部管理では UFR は使用すべきではないと考えます。全社が自信をもって UFR を使わない ESR を発表できる状況であれば、規制にも UFR を使用しないことに賛同致します。

質問 株価 EV 倍率の日本と欧州の違いは、日本の投資家の勉強不足および保険会社のリスク管理／説明不足という双方の責任と言うことになるでしょうか。

辻野 要因は複数あります。欧州では、現行 IFRS の純資産が EV を上回っているケースが多く、現行 IFRS の利益や株主還元が現行 IFRS 純資産に対して十分高いため、EV を無視して現行 IFRS 数値を踏まえてバリュエーションをしても株価 EV 倍率が日本のように低くなりません。日本では、JGAAP 利益が経済価値ベース利益を大きく下回っており、その JGAAP 利益をもとに株主還元を行っているために株価 EV 倍率が低いとも言えます。投資家の勉強不足と保険会社の説明不足の問題は欧州にもあると思います。勤勉で勉強好きな日本の投資家が苦勞している背景には、経済価値ベース手法に関する専門的な実務書が広く一般に流通していないことや、アクチュアリー会などで経済価値ベースの保険計理の講座を聴講する機会が一般の投資家に提供されていないこともあると思います。

質問 ERM の議論では、負債の短期化を志向することが多いですが、日本の生保は公共性も求められる中で必ずしも消費者のニーズと合わないのではないかと。

質問 投資家目線、保険会社経営目線、が中心のように思いましたが、顧客目線でみますと、魅力のない商品、短期保障、過剰なマージンとなるように思い、結局負担は顧客に任せ、最終的に保険会社自体の首を絞める結果になるように思います。本当に長期負債に対して経済価値ベースの評価は適切といえるのでしょうか。

板場 まず、負債短期化の議論は経済価値規制なのか超低金利環境なのか議論が必要です。欧州等で起きてきたことは低金利環境の要因も大きいと理解しています。また、生保に公共性が求められることについてはその通りだと思いますが、これは生保に限ったことではないと考えます。民間企業である限り様々なステークホルダーに対するバランスを取ることが重要で、利益追求も必要ですし、取れるリスクにも限界があると考えます。

経済価値は顧客のために必要だと考えます。特に生保は既存顧客から非常に長い契約をお預かりしており、この契約をきっちりと履行する義務を負っています。従って、将来を見据えて現状が健全かどうかを明らかにすることは非常に大切で経済価値基準はこの役割を果たすうえでベターな方法だと考えます。

鈴木 経済価値ベースで見る利点としては、保険会社の将来にわたる健全性・リスクが現時点で把握できる

であり、長期の保険契約を引き受けることに対して経済価値ベースで評価することは、将来の経営行動を決める重要な情報に資すると考えます。なお、我が国の顧客の終身保障のニーズは依然として高く、保険会社としても、顧客ニーズを満たしながらビジネスを実施することも大事だと思います。近い将来、すべての会社で経済価値での資本の健全性・収益性と顧客ニーズのバランスをとる経営が求められる時代が到来することから、経営レベルで、どこまでのリスクを許容していくのか、そのための商品戦略や販売戦略はどうあるべきか、といったことを、各社で深度をもって議論することが大事になると考えます。

辻野 消費者のニーズも業界がリードして形成してきたのではないのでしょうか。自社の健全性ないし株主を犠牲にしてでも追求すべき公共性が本当にあるのであれば、政府が関与した別のプログラムを作らねばならないと思います。日本の消費者が世界とは異なり、長期の契約を選好しているということが、日本の生保にはこのような公共性が求められているといえる根拠になるのか、ロジックがよくわかりません。

超長期の商品をいい値段で買ったと消費者が思っても、30年後にその保険会社が破綻したらどうなるのでしょうか。それほど長くない契約を買っていた契約者も不利益を被り、保険会社の公共性が損なわれる結果になりませんか。

島村 保険契約は契約者のリスクを保険会社に移転するものですが、契約者からみればその価格は、理論的にはそのリスクについてのリスク許容度と効用で決まります。一方で、契約者は保険会社のソルベンシーについても理論的にはリスク許容度があるはずですが、ただ、当然、一般的に契約者はそんな理論で価格を判断していません。また、保険会社のリスク許容度や効用は株主に依るところが大きいです。一般的に投資家はリスク選好が高く、契約者の求めるソルベンシー（リスク許容度）とは整合しません。このようにステークホルダーのリスク許容度・効用が複雑であり、また、ややもするとリスク選好が高くなってしまうため、政府ないし公的機関が保険会社のソルベンシーについて一定の規律を設けます。その最新のものが経済価値ベースの規制であり、その意義はまさに「公共性」です。

ERMの重要な目的の一つは、様々なステークホルダーの異なるリスク許容度・効用の調整です。保険会社の顧客ニーズ、ソルベンシー、株主利益を調整するため、経済価値は最も有用なツールと考えます。

質問 欧州との比較からの議論、興味深く拝見しました。米国の事情についても、コメントいただけないでしょうか

辻野 私の資料のスライド5の欧州のバリュエーションの表の下に掲載したように、米国でも結局ROEと、資本からの還元率の高い会社のPBRが高いです。USGAAPでは、完全な経済価値ベースはやっていませんが、新契約費の繰延を行ったり、責任準備金のアンロックを一定の基準でやっていることで、利益、純資産の額は日本基準よりも経済価値に近づきます。実際日本の生保でUSGAAPの数字を出している会社では、そのことが確認できます。米国の投資家はUSGAAP第一主義ですから、この基準でROEが高く還元率の高い会社のPBRが高いといえます。

質問 会計と経済価値のミスマッチがあるため EV 開示により経済価値管理の正当性を説明する実務が現行でも相当程度浸透しているにもかかわらず今後も会計が大きな足かせになる懸念があるのはなぜでしょうか？ どうしても（経済価値の理解が難しいので？）従来会計の情報を重視してしまうステークホルダーが多いということでしょうか？

板場 会計と経済価値の収益認識方法が異なるため、このことが例えば資本政策に影響することが考えられます。例として、現行会計は収益認識の点において保守性が強いので、新契約を獲得した際に会計上は一旦マイナスになる一方で、経済価値上はプラスになることが想定されます。この点当日辻野さんが IFRS では新契約費の平準化のメカニズムがあるので、大きな制約にはなっていないようであると指摘されていました。健全性の確保を前提とした資本政策の柔軟性は資本効率も高めることに繋がりますので、現在検討されている IFRS17 を含め会計と経済価値がより整合的であることがビジネスの生産性を向上させると考えます。

鈴木 現状、毎年の生命保険会社の業績・決算にかかる一般的な報道をみても、新契約高や基礎利益等といった比較できる指標での優劣や増減比較が中心であり、経済価値ベースでの考え方に関する浸透度といった点では、まだまだ道半ばではないかと思っています。確かに、いくつかの会社では MCEV 等の開示が進んでいるものの、経済価値ベースでの指標は前提の置き方や採択するモデルにより大きく変動することもあり、過年度比較・他社比較が容易な会計を重視するステークホルダーが一定数存在するのだと想像します。年次大会でも話題になりましたが、経済価値ベースの考え方に関する浸透策は、業界としてもアクチュアリー会としても考えていかないといけないのではないかと感じています。

辻野 ご質問の最後でご推察されているとおりだと思います。加えて重要なのは、ステークホルダーだけでなく、社内に気持ちを切り替えられない人がいらっしゃるのだと思います。経済価値ベースの実務が浸透し、当局も従来会計を重視しないのであれば、従来会計が足かせになることはないと考えます。

島村 会計は、企業とステークホルダーの情報の非対称性を最小化するために長い時間をかけて作られた枠組みであり、無視はできませんし、無視をしてもいけないと考えます。ステークホルダーが会計を重視するのは当然のことです。保険会社やステークホルダー（契約者、投資家、マスコミ、etc.）が経済価値ベースの情報の方がよりふさわしいというコンセンサスに至れば、会計も経済価値ベースと整合的にものにすべきですし、そうなるでしょう。ただ、日本ではまだそのコンセンサスに到達していないと感じています。保険会社やアクチュアリー・リスク管理専門家による発信が求められていると考えます。