

# 保険・年金 フォーカス

## 保険会社の会計・監督規制と運用戦略を巡るいくつかの議論

保険研究部門 主席研究員 荻原 邦男  
(03)3512-1777 ogihara@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

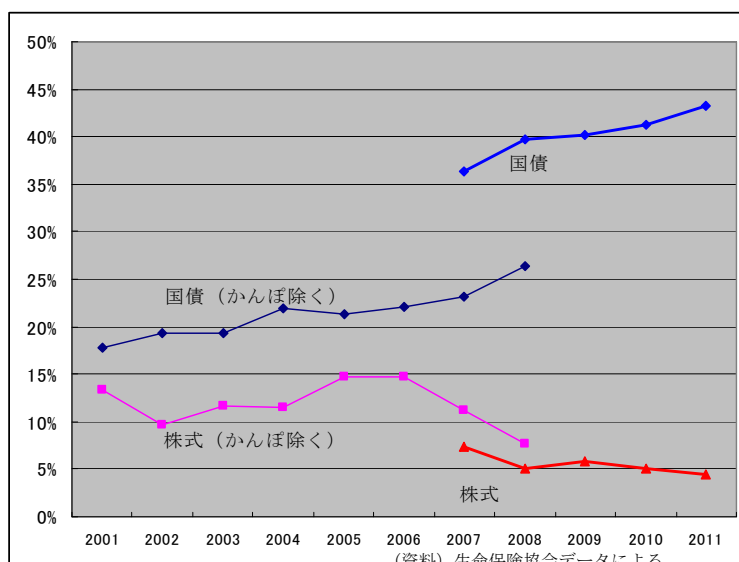
最近のわが国生保会社のポートフォリオ構成の変化をみると、株式投資が縮小し、国債(とりわけ超長期国債)への投資が増加しているのが特徴である。

これは、一般的には、健全性規制の強化ないしさらなる規制強化を見越したうえで行動と解説されることが多い。

このことは妥当なのだろうか。こうした観点に立って、保険会社の資産運用と規制との関係に触れた海外の関連レポートのいくつかを紹介してみたい。

また、長期投資ファイナンスを推進する必要性をG20が打ち出しているが、これを実現するための会計基準、健全性規制の方向性に関する提案が行われているので、併せて紹介したい。

(図表 1)わが国生保会社の資産構成の推移



### 2—BISグローバル金融委員会報告

やや古いレポートであるが、まずは、B I S (国際決済銀行) のグローバル金融システム委員会が2011年7月に公表したレポート”Fixed income strategies of insurance companies and pension funds”<sup>1)</sup>(「保険会社および年金基金の債券投資戦略」<sup>2)</sup>)を取り上げたい。

<sup>1</sup> <http://www.bis.org/publ/cgfs44.htm>

<sup>2</sup> 大橋善晃：「B I S グローバル金融システム委員会報告書「保険会社および年金基金の債券投資戦略」

タイトルこそ **Fixed income strategy** となっているが、保険会社の会計基準を巡る動向、EUのソルベンシーIIを巡る状況を紹介したのち、債券投資に限らずこれらが保険会社に与えるであろう影響を考察したものである。

## 1 | ポートフォリオへの影響

投資ポートフォリオに与える影響を扱った部分に絞って紹介すると次のとおりである。

①ソルベンシー規制の下でも株式投資は引き続き投資可能(viable)な資産クラスであるはずだ  
まず、EUソルベンシーIIにおける株式のリスク評価は以下のとおりである。

種類	係数	内容
グローバル株式	39% (*)	EEA/OECD加盟国の上場株式
その他株式	49%	上記以外の地域の株式のほか、プライベート・エクイティ、コモディティ、ヘッジ・ファンド、インフラストラクチャー投資

(\*)実際には、これにsynmetric adjustment と呼ばれる調整項が加減算される。  
また、政策的投資(strategic participations)に対しては 22 %

**グローバル株式**については、「資本コストを 12%と仮定すれば、OECD上場株式の利回りは、この資本コストをカバーするためには、少なくとも  $4.68\% (= 0.39 \times 12\%)$  でなければならない<sup>3</sup>。この収益目標は、とりわけ生命保険会社のような長期投資家にとっては、達成が容易であるように見える。その上、分散効果が、実際の株式リスクチャージを半分程度に減らす可能性がある。従って、株式は引き続き投資可能な資産クラスであり続けるはずである。」

**その他株式**については、「ハードルとなる収益率は  $5.88\% (= 0.49 \times 12\%)$  と挑戦的であり、それがポートフォリオ配分を減少させることにつながるかもしれない。しかし、業界へのインタビューを実施した時点では、こうしたオルタナティブ投資の削減という証拠は見られなかった」とした。

②保険会社が株式への投資を減少させたのは必ずしも規制だけの影響とは言えない

「欧州の保険会社は、そのほとんどが、この数年間に株式リスクを大幅に削減してきたが、それは、株式バブルおよびそれに続く経済危機の時期における株式価格の下落と株の売却によるものであった。エクイティ・バックキング・レシオ<sup>4</sup>についてみれば、大手保険会社の多くは保有資産の5~8%にすぎず、株式市場の規模に照らして見れば、ソルベンシーIIの影響は軽微であると考えられる。」

③しかし、規制がポートフォリオ構成に影響することを示す情報も見られる

「とはいうものの、規制が株式保有を躊躇させる可能性を持つことは、同一国内において異なる規制を受けている機関を比較することによっても確認することが出来る。米国を例に取れば、規制を受けている米国の保険会社は、一般勘定の10%しか株式およびオルタナティブ資産を保有していないが、

(<http://www.jsri.or.jp/web/publish/review/pdf/5111/03.pdf>)を参照。(当該レポートから引用させていただいている。)

<sup>3</sup> 類似の計算をわが国にあてはめてみる。仮にソルベンシー・マージン比率500%を目指して、株式保有の追加保有によりその比率を維持しようとする、20% (リスク係数)  $\times 0.7$  (分散効果)  $\times 500/200$  (500%目標) の資本が必要で、これの12% (資本コスト。レポートと同一と仮定)  $= 4.2\%$  のリターンが必要ということになる。また、株式投資について、保有に伴う副次的効果があるとすれば、これも計量化する必要があるだろう。ただし、こうした点についての評価は各企業に独自なものであり、標準化は難しい。また、これ以外にもソルベンシー・マージン比率指標の持つ市場への影響をどの程度評価するかといった判断要素が、投資戦略に影響しているものと考えられる。

<sup>4</sup> 株式の資産構成比率と考えて良い。

保険会社のリスク・ベース規制の対象になっていない米国の年金基金は、危機後においてさえも株式保有比率は54%に達しており、多くの場合、これを上回っていた。」として、規制の存在がポートフォリオ構成に影響することを認めている。

#### ④各国には固有の状況も見られる

英国は、その他の国の中小規模会社と同様に、もし株式リスクが全体の市場リスクのなかで占める割合が大きいのであれば、株式の割合を減少させなければならない可能性がある、とレポートは述べている。

つまり、レポートは、基本的に自己資本規制が株式を減少させる理論的な根拠はないが、将来期待などを通じて、また過度な投資の是正プロセスを通じて影響があることを認めている、ものと考えられる<sup>5</sup>。

## 2 | (参考) 保険契約会計が与える影響

このレポートの前半では、IASB(国際会計基準審議会)の保険会計基準の改定が利益のボラティリティを高めることに懸念を表明している。これは2010年7月に公表された保険契約会計の公開草案に対するコメントで多くの関係者から指摘された事項でもあった。レポートは、保険会計に関する議論がまさに進行中の2011年7月に公表されたものであり、当時は、債券について償却原価法が原則として適用される一方で、負債の評価は、(金利に感応する意味で)いわば時価会計的であったところから、利益が短期的に変動することが懸念点として主張されたものである。

しかし、IASBはその後の議論の中で、評価利率の変動に伴う負債変動額はOCI(その他包括利益)に計上することを暫定決定した(2012年5月)。同時に、債券などの負債性金融商品を時価評価し、償却原価との差額をOCIに計上する方式も併せ認めることとした。これにより、当期利益の変動(ボラティリティ)は減少することになった。(レポート公表当時の前提は変更されているので、レポートを読まれる場合には留意が必要である。)

## 3—OECDのワーキング・ペーパー(2012年12月)

もう一つ、2012年12月に発行されたOECDのワーキング・ペーパー<sup>6</sup>を紹介したい。これは、公正価値会計やリスクベースの規制の導入が、保険会社や年金ファンドに与えた影響、今後与える影響についてのレポートである。

従来、株式保有の多かった英国の年金ファンドなどで株式投資割合が低下したことなどを指摘する

<sup>5</sup> なお、EUのソルベンシーIIにおける株式のリスク係数は39%が基本であるが、これに調整項を入れたのはフランスなどの強い主張によるものであった。現在実施されているLTGA(長期保証に関する評価)の作業のなかでも政策投資に相当する22%がリスク係数として使用されている。その水準決定はすでに政治的プロセスの中にあると言ってよい。

また、わが国ではいわゆるアベノミクスと相前後して足下では株価上昇が進み株式評価差額は増大している。低金利の一層の進展は評価差額を増大させる一方で、流動性(入手可能性)への不安もありそうだ。これらはリスク性商品への投資を促す要因となろうが、株式よりも外債投資にシフトするものと想像される。

<sup>6</sup> "The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing Implications for Insurers and Pension Funds"(2012年12月, Clara Severinson, Juan Yermo(OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions))

[http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/the-effect-of-solvency-regulations-and-accounting-standards-on-long-term-investing\\_5k8xd1nm3d9n-en](http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/the-effect-of-solvency-regulations-and-accounting-standards-on-long-term-investing_5k8xd1nm3d9n-en)

とともに、EUのソルベンシーⅡの導入に当たっては、保険会社はリスクの管理方法、資産と負債をいかに効率的にマッチさせるか、新しい規制のもとでリスク・リターン特性などを改めて評価する必要があることを指摘している。

全般的なサーベイ論文であり、保険関係ではコンサルティング会社の提言などを参考としてまとめたものであり、特段の政策的インプリケーションを目指したものではない。参考として、概要部分の抄訳を以下に示す。

1. 会計への公正価値原則の導入は、英国の年金ファンドにおける株式ポートフォリオを大きく減少させることとなった。また、デンマークやオランダにおける年金に対するリスクベースの積立規制も株式ポートフォリオ割合の低下をもたらすこととなった。その一方で、年金ファンドは、株式の代わりに、その一部をいわゆるオルタナティブ投資に投資してきた。（この中には、不動産投資や最近ではインフラ投資の非上場の株式なども含まれる。）また、債券投資も増加しており、特にデンマークや英国で顕著である。
2. 会計基準における公正価値評価の導入や、ソルベンシーⅡに見られる VaR タイプのリスク指標に基づく自己資本規制の導入もまた、保険会社のリスク管理やアセットアロケーションに強い影響がある。保険会社はリスクの管理方法、資産と負債をいかに効率的にマッチさせるか、新しい規制のもとでリスク・リターン特性などを改めて評価する必要があるだろう。
3. mark-to-market 評価原則やリスクベースの積立規制のデザインや実施にあたっては、これらが市場の下落局面での資産の投げ売りのようなプロシクリカルな投資行動を助長するため、それらを考慮することが望まれる。こうした局面では、2008年から2009年にかけてみられたように、流動性欠如の市場における資産価格のゆがみを引き起こすことにつながる。年金ファンドへのプロシクリカルな影響を補正するために監督規制を修正した国も見られる。ソルベンシーⅡも、プロシクリカリティを緩和するための調整機構が組み込まれている。
4. 公正価値会計やリスクベースの自己資本規制への移行は保険商品の開発や年金基金のデザインに影響を与える。最低保証を持つ商品から撤退して、マーケットリターンをそのまま契約者・受給者に給付する形の商品に移行する圧力を感じている国々も見られる。こうしたシフトはアセットアロケーションにも影響を及ぼすだろう。

## 4—G30(グループ・オブ・サーティ)のレポート

### 1 | 長期投資ファイナンスの重要性を指摘するG20の動向

続いて、長期投資（インフラストラクチャーへの投資など）の重要性が改めて認識され、そのファイナンスを促進するための議論が活発となっているので、特に会計・健全性規制との関係に絞って紹介することとしたい。

G20(20か国財務相・中央銀行総裁会議)は2012年11月(メキシコで開催)のコミュニケのなかで、「我々は、特にインフラ投資のための長期資金の重要性を認め、この課題に関する作業が、長期投資を更に誘発する環境を育成し、雇用と成長の押し上げを効果的に助けるものであることを認識する」とした。つまり、インフラ投資などの長期投資分野の重要性に鑑み、年金基金や政府系ファンドなどの投資家（この中には保険会社を含む金融機関も含まれるのだろう）が投資しやすい環境を整えるべ

きであるとの提案を行っている。

保険会社にとっては、当該投資のリスク・リターン特性が直ちには見えにくいなかで、慎重な対応が求められようが、海外の資産運用コンサルティング会社の発言によれば、保険会社が今後こうした投資を増加していくことを予想しているという<sup>7</sup>。

12月の議論を受けて、2013年2月のG20（モスクワ）では、FSB（金融安定理事会）がこのテーマに関するレポート（議論の必要性を敷衍したもの）をG20に提出するとともに、G20において議論がなされ、引き続き当問題を議論していくこととされている。

こうした動きと相前後して、G30と呼ばれる政策提言グループ（メンバーには各国中央銀行総裁OBが含まれ、トリシェ欧州中央銀行元総裁が議長）が関連するレポート（後述）を公表している。この中で、当該投資の特徴を反映して、会計基準や健全性規制を工夫すべきとの提言もなされている。以下、これらの動向を紹介したい。

## 2 | G30(グループ・オブ・サーティ)のレポート(2013年2月)

G30とは主要国中央銀行総裁やそのOB、著名な学者などが名を連ねる政策提言グループで、過去にも金融機関規制や証券市場制度の改革に向けた提言を行っており、少なからぬ影響力を持っているようである。

2013年2月に公表したレポート”Long-term Finance and Economic Growth”<sup>8</sup>のなかで、彼らは以下の5つの目標を取り上げている。

- 目標Ⅰ：投資家が投資判断において長期投資視点をより可能とさせる環境の確保
- 目標Ⅱ：長期投資ファイナンスの推進に向けた仲介機能や金融商品の開発
- 目標Ⅲ：より広いファイナンス手段の推進のための資本市場の開発
- 目標Ⅳ：長期投資ファイナンスへの効率的かつグローバルな資本割当をサポートするための、クロスボーダーな資本移動の確保
- 目標Ⅴ：今後の監督政策策定時におけるシステミックな分析の強化

このなかで、会計・健全性規制に関連した目標Ⅰに絞って説明したい。

目標Ⅰの中で、以下の3点の具体的提案を行っている。（以下、レポートの主張の紹介である。）

### (1) 提案1：各国監督官やIMF、世界銀行、OECD、FSBは、公的年金ファンドや政府系ファンドのガバナンスやポートフォリオ管理において、長期投資視点を促進するための新しいベストプラクティスに基づくガイドラインを策定すべきである

市場ベンチマークとの比較に過度に依存したパフォーマンス測定やアセットアロケーションモデルの使用は、本来的にプロシクリカルであり、避けるべきであるとしている。長期的視点と整合的なパフォーマンス評価のモデルをG30において現在開発中であるとしている。

<sup>7</sup> "BlackRock predicts insurance asset reallocation in 2013"(2013.1.24 InsuranceERM 記事)による。わが国の保険会社ではなく、欧米の保険会社を念頭に発言したものである。

<sup>8</sup> [http://www.group30.org/images/PDF/Long-term\\_Finance\\_lo-res.pdf](http://www.group30.org/images/PDF/Long-term_Finance_lo-res.pdf)

**(2) 提案2:** 各国の政策策定者は、保険会社や銀行の監督において、短期と長期の債務証券のリスク評価に差をつけることの段階実施を検討するとともに、公債 (sovereign debt)の特恵的扱いを縮小していくことの得失を検討すべきである

バーゼル規制や保険会社の健全性規制において、国債に対するリスク評価の掛け目がゼロとなっている”ゆがみ”を是正することにより、社債や株式その他の投資に対するインセンティブを高めることになるだろう<sup>9</sup>、としている。ただし、市場への混乱を避けるため、この変更は十分な移行期間を持って漸進的に行うべきであるとしている。

**(3) 提案3:** FSBは、基準設定主体との連携のもと、短期的な市場のボラティリティに過度の焦点を当てることを避けるため、長期投資の会計的取扱及び規制上の取扱をレビューすべきである。

当該資産には、ストレスシナリオに大きく影響されるものの、短期的に売却する圧力がかからなければ長期的な価値を有するものが含まれる。こうした投資については、確定キャッシュ・フローを持つ資産に適用する mark-to-market 会計および一年基準の VaR 計算から距離を置くことが望ましい、とした。

新しく導入する会計取扱は、長期的に保有することをコミットした株式と債務証券に対して不利となるような取扱をすべきではない。また、こうした資産負債の会計上の取扱に加えて、会計基準設定主体は損益計算書がビジネスモデルをよりよく反映できるよう、財務パフォーマンス報告書のありかたを再検討すべきである。保険会社についていえば、現在ソルベンシー II で提案中のマッチング調整を含むものとする（これは、保険負債の割引率に、対応資産の利回りに基づくある種の調整を加えるものである）。このように、負債の会計を資産の会計とリンクさせることで、保険会社は満期まで保有することをコミットした資産の市場価格における短期的な変動を減少させることができる。その一例として、以下の会計処理案を示している。

(参考)長期投資に関する会計方式 —"target-date accounting"と呼称—

(これは、G30の公式の提言ではなく、検討素材として提示するものである。)

長期投資目的の株式から成るファンドを対象として、以下のような処理が考えられる。

- ・分散された株式ポートフォリオを特定ファンドに投下する。
- ・長期（例えば5年、10年、20年）に投資することをコミットする。
- ・個々の株式の入れ替えは認めるが、資産クラスとしての株式に投資し続けるものとする。
- ・ファンドの評価は、償却原価と時価それぞれによる時間加重平均値によるものとする。  
投資初期の短期間のボラティリティはスムージングされ、一方で、満期近くになるにつれ、初期の頃よりも大きなボラティリティを認識することになる。
- ・監督上の必要資本としては、1年基準の VaR ではなく、満期時点の予想額に対するショートフォール額（不足額）を基準とする。
- ・これによって投資初期の必要資本を低下でき、プロシクリシティを避けることができる。  
また、満期が近づくにつれて、現行の要求資本額に近づくものと考えられる。

<sup>9</sup> 同種の問題意識は色々なところで表明されているが、影響が余りに大きく、直ちに実行できるものではないと考えられる。

さらに言えば、保険会社の資本フレームワークのなかに、ある種のカウンタ・シクリカルな項目を入れるべきである。これは、例えば、解約の多発や、保険会社の資産投げ売りに伴う資本水準の低下といったストレス時において、マーケット整合的評価アプローチがもたらす意図しない悪影響を避けるために必要なものである。当該項目は、銀行業においてバーゼルⅢで提案されたカウンタ・シクリカルバッファに相当するものと言えるだろう。

なお、新しい会計取扱は、長期投資を促進することを目的とすべきであって、資産のボラティリティに伴うリスクを隠蔽するものであってはならない、としている。

ちなみに、IASBの議長は、4月9日のロンドンで開催されたイベントのスピーチ<sup>10</sup>で、G30の上記議論を取り上げ、こうした会計処理は適切ではなく、当該資産のリスクを隠蔽することにつながることを危惧する、と反論している。今後議論されることになるだろう。

## 5—おわりに

金融危機の経験を経て、公正価値評価そのものは適切であるが、全ての資産に対し、またいつでも妥当なものとは限らないことが認識されてきたと言えるだろう。当分は公正価値評価と償却原価評価を相互補完的に使用していくこと（混合モデル）が試されることになるのだろう。

G20においてインフラ投資をはじめ長期投資ファイナンスの必要性が議論されており、それを推進するための手段として、当該資産の長期性に着目した、より保守的とも言える会計制度・自己資本規制への要望がG30から表明されている。特殊な資産の特殊な手法の議論で終わるのか、一定の普遍性を持つものになるのか、議論の動向に引き続き注目していきたい。

---

<sup>10</sup> <http://www.ifrs.org/Features/Documents/April13-HH-investing-and-financial-reporting.pdf>