

保険・年金
フォーカス再保険に関する監督・規制を
巡る最近の動向—資産集約型再保険の拡大と
PE会社の保険セクターへの関与—

客員研究員 中村 亮一
E-mail: nryoichi@nli-research.co.jp

1—はじめに

ここ数年における再保険に関する監督・規制を巡るホットなトピックの1つとして、資産集約型再保険とその進展に大きく関係している PE（プライベートエクイティ）会社¹の保険セクターへの関与の問題が挙げられる。これらのトピックについては、保険監督当局や金融関係の国際機関等から、既にいくつかのレポートが出ており、監督当局も各種の分析を行い、必要に応じた対応を行ってきている。

今回のレポートでは、資産集約型再保険とその進展に大きく関係している PE 会社の保険セクターへの関与に関しての、ここ 2~3 年の動向について、その概略を簡単にまとめることとした。なお、ここで掲げている個々のレポート等の詳しい内容についての説明は行っていないので、それらについては原文又は関係するレポートも既にいくつか公表されているので、それらを参照していただきたい。また、保険監督当局の対応や金融関係の国際機関等からのレポートを、敢えて「2—資産集約型再保険を巡る動向」と「3—PE 会社の保険セクターへの関与を巡る動向」のテーマに区分して報告しているが、これらの両方のテーマはお互いに深く関係しているので、いずれの章で報告しているレポート等も両方のテーマを取り扱っていることを述べておく。

2—資産集約型再保険を巡る動向

ここ数年は、これまでの長期間にわたる低金利環境の継続と資本規制の強化等の規制枠組みの進化を背景として、「資産集約型再保険（Asset-intensive reinsurance : AIR）」²と呼ばれる、元受け契約

¹ Private Equity Firm や Private Equity Fund と呼ばれている。ただし、NAIC も検討してきたが、その定義は明確ではない。

² 据置年金、ユニバーサル生命保険、バルク年金、年金リスク移転（PRT）等の資本集約型商品・契約の長期生命保険負債を対象にして、保険リスクだけでなく、投資リスクも再保険会社に移転する再保険。積立型再保険（またはファンド型再保険）（Funded reinsurance）、資産担保再保険（Asset-backed reinsurance）、比例（クォータシェア）再保険（Quata share reinsurance）としても知られている。保険ビジネスに関連するリスクの大部分を移転し、それを再保険会社へのカウンターパーティリスクエクスポージャーに置き換えるリスク管理の一形態となっている。

の責任準備金とそれに相当する資産を再保険会社に出再する等³して、投資リスクを含めたリスク全体（あるいはかなりの部分）を再保険会社に移転する再保険取引が活発に行われるようになってきている。こうした再保険取引の多くは、国境を越えてオフショア市場への出再が行われており、また、PE 会社に関連しているケースがかなりある⁴。

資産集約型再保険の利用により、リスク移転による準備金の削減と資本の効率化およびオフショア市場への出再による管轄区域間の規制の差異に基づく資本要件の削減、さらには出再先の再保険会社等でのより高い資産運用能力による貢献等の効果が期待されている。

これらの再保険取引はこれまで米国市場（からの出再）が中心となってきた⁵が、英国⁶や EU でも拡大してきている。今後は、資本規制改革（経済価値ベースのソルベンシー規制の導入）と会計基準の変更（IFRS 第 17 号（保険契約）の適用）により、アジアでも需要の増加が見込まれており、日本の生命保険会社も活用してきている。

資産集約型再保険については、以下に述べる IAIS（保険監督者国際機構）、EIOPA（欧州保険年金監督局）、PRA（健全性規制機構）や NAIC（全米保険監督官協会）に加えて、金融安定性の影響等との観点から、PE 会社の関与との関係で IMF（国際通貨基金）や BIS（国際決済銀行）といった国際機関からも報告書等が公表されてきているが、これについては、「3. PE 会社の保険セクターへの関与を巡る動向」で述べる。

(1) IAIS（保険監督者国際機構）

IAIS は、2023 年 12 月に公表した GIMAR（グローバル保険市場レポート）⁷において、クロスボーダーの資産集約型再保険について、生命保険セクターにおける構造的変化の 1 つとして取り上げて、現状や監督上のリスク評価の分析を行うとともに、監督上の課題を挙げている。IAIS は 2024 年の GIMAR においても引き続きこの問題を主要テーマの 1 つとして注視している。さらに、2024 年 1 月に公表された 2023 年から 2024 年にかけてのロードマップ⁸において、資産集約型再保険については、「これらの再保険契約の資本および担保要件、準備金、資産評価に関する管轄区域のアプローチを検討」し、「資産集約型再保険が ICP 13（再保険およびその他の形態のリスク移転）で適切にカバーされている範囲を評価し、必要に応じて追加の監督資料またはサポート資料の開発を検討する」と表明している。

³ 必ずしも再保険会社に責任準備金と資産が移転されるわけではなく、準備金と資産が移転される場合（標準共同保険式再保険（Standard coinsurance））に加えて、（再保険貸借勘定を用いて）準備金だけが移転される場合（資産留保型共同保険式再保険（Coinsurance with funds withheld））や準備金と資産がともに出再会社の貸借対照表に保持される場合（修正共同保険式再保険（Modified coinsurance））がある。

⁴ PE 所有の保険会社を巡る動向等（IAIS、IMF、BIS のレポートの概要を含む）については、「3 | PE 会社の保険セクターへの関与を巡る動向」で述べている。

⁵ BIS の報告によれば、米国の主要な生命保険会社は、2023 年末に、総資産の約 4 分の 1 に相当する 2.1 兆ドルの出再責任準備金を計上しており、出再リスクの約 40%はオフショア市場の再保険会社によって引き受けられている。また、Moody's による報告書によれば、米国からのオフショア生命保険負債の約 8 割をバミューダが占め、ケイマン諸島が約 1 割でこれに次いでいる。さらに、IMF の報告書によれば、バミューダでは、多くの PE 会社が再保険会社を設立する等しており、これらの PE の影響を受けた保険会社の資産が長期再保険会社の資産の約半分を占めている。

⁶ 英国では、FundedRe（Funded reinsurance）と呼ばれて、バルク年金（または年金リスク移転）市場で活躍する保険会社による利用が増加してきた。

⁷ <https://www.iaisweb.org/uploads/2023/12/Global-Insurance-Market-Report-2023.pdf>

⁸ <https://www.iaisweb.org/uploads/2024/01/IAIS-Roadmap-2024.pdf>

(2) EIOPA (欧州保険年金監督局)

EIOPA⁹は、再保険および関連する取引に関して、2023年12月19日に公表した2024年の作業プログラム¹⁰や2023年12月21日に公表した2024年の監督上のコンバージェンス計画¹¹に従って、2024年4月4日に、第三国からの再保険を利用する際のビジネス状況の評価や、早期の監督対話の重要性など、いくつかの分野で監督に期待されることを定めた「第三国の保険会社および再保険会社との再保険取引の監督にかかる監督声明」を公表¹²した。さらに、2024年7月2日に、グループ内取引(特にキャッシュプーリング)、プルーデントパーソンルールの一貫した適用、主要機能やアウトソーシング要件に関連するガバナンス関連の側面など、いくつかの分野での監督上の期待を定めた「キャプティブ(再)保険会社の監督にかかる意見」を公表¹³した。加えて、2024年12月までには、革新的な再保険(資産集約型再保険、大量解約再保険、スライド制手数料等)についてのガイダンスを順次公表することを予定している。

(3) PRA (健全性規制機構)

英国のPRAは、2024年~2025年の事業計画¹⁴において、積立型再保険を引き続き注視し、特に再保険取引において担保として利用されている資産に対する基準の形骸化のリスクに焦点を当て、積立型再保険に関する規制を最終化するとしていた。PRAは、2024年7月26日に、「積立型再保険にかかる監督声明」を公表¹⁵し、こうした取引における重大な潜在的リスクに言及し、生命保険会社による積立型再保険の利用に関する期待を示した。また、PRAは2025年に実施する生命保険ストレステスト¹⁶において、積立型再保険に関するシナリオを設定している。

なお、英国アクチュアリー協会(IFoA)の英国積立型再保険ワーキングパーティは、2024年9月20日に「変化する積立型再保険の規制環境への対応」とのブログ¹⁷の中で、積立型再保険に関するいくつかの主要な要素を概説し、これらの側面の概要を示している。また、市場参加者に具体的な影響を及ぼす可能性があると考えられる要素として、①ストレス時のエクスポージャーの定量化(の困難性)、②カウンターパーティに対する総量制限(保険会社が利用可能な再保険能力の全体的な制限により、

⁹ 欧州市場においては、ソルベンシーIIの導入後、新たな再保険構造等のリスク軽減技術が登場してきたことを受けて、EIOPAは2021年7月に「保険会社によるリスク軽減技術の使用に関する意見」を公表する等の対応を行ってきた。また、EIOPAは、長期の低金利環境下からの金利上昇に伴い、**解約再保険**、特に**大量解約再保険(mass lapse reinsurance)**の動向を注視していると述べている。さらに、EIOPAは2022年4月に公表した「ランオフ保険会社の監督に関する監督声明」において、ランオフ保険会社/ポートフォリオの監督に対する監督上の期待を定めているが、この中で、専門ランオフ会社(ランオフ保険会社やレガシーポートフォリオを積極的に買収することをビジネスモデルとする会社やグループ)としてのPE会社等による関与に関して監督当局が留意すべき事項を示している。加えて、2022年下期の金融安定性報告書において「EUの保険セクターにおける生命保険ポートフォリオの移転とPEファンドの役割」をテーマに取り上げている。

¹⁰ https://www.eiopa.europa.eu/document/download/73ad1211-1cbd-475f-883b-cbc864afb447_en?filename=EIOPA%20Final%20SPD%202024-2026.pdf

¹¹ <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-12/Supervisory%20Convergence%20Plan%20for%202024.pdf>

¹² https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-publishes-supervisory-expectations-regarding-supervision-reinsurance-concluded-third-country-2024-04-04_en

¹³ https://www.eiopa.europa.eu/eiopa-issues-opinion-supervision-captive-insurers-2024-07-02_en

¹⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2024/april/pr-a-business-plan-2024-25>

¹⁵ <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2024/july/funded-reinsurance-policy-statement>

¹⁶ <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2024/july/list-2025>

¹⁷ <https://blog.actuaries.org.uk/2024/9/an-overview-of-funded-reinsurance/>

バルク年金市場に影響を与える可能性がある)、③カウンターパーティの評価(再保険会社が市場に与える情報を保険会社に提供しなければならなくなる可能性がある)、④カウンターパーティ SCR(ソルベンシー資本要件)の計算(面倒になる可能性が高いが、PRAは採用されるアプローチが比例的であることを期待している)、⑤担保資産のMA(マッチング調整)適格性(担保としてMA不適格資産または現在のMA許可外の資産を認める企業にとって複雑さが増加、さらに、MA内での担保資産のモデル化にはさらなる課題がある)、の5つを挙げている。

(4) NAIC (全米保険監督官協会)

NAICは、(以下の「3 | PE会社の保険セクターへの関与を巡る動向」で述べる)2022年に採択した13の「PE(プライベートエクイティ)所有の保険会社に適用される(ただし排他的ではない)規制上の考慮事項」のうちの考慮事項13において、「保険会社がオフショア再保険会社(キャプティブを含む)と複雑な関連サイドカービークル¹⁸を使用して資本効率を最大化し、準備金を削減し、投資リスクを高め、グループ構造に複雑さをもたらすこと」に対する対応を検討している。また、相互依存共同保険とYRT(毎年更新定期)の特徴を組み合わせた生命再保険協定の再保険の過大クレジットの評価に関するガイダンスについて検討している。

NAICは、2024年8月に、資産集約型再保険の不可欠な要素として、出再保険を評価するCFT(キャッシュフローテスト)方法論を使用した資産十分性テスト(Asset Adequacy testing)を要求する「数理ガイドライン(Actuarial Guideline)」の草案¹⁹を公開し、2025年12月31日以降の年次報告書で報告される準備金の分析に有効となることを目指している(ただし、カバードアグリーメントと相互承認制²⁰との関係もあるので、今後の動向については不透明との意見もある)。またその基礎として、AAA(米国アクチュアリー学会)は、2024年2月に「米国生命保険会社から海外に出再された資産集約型再保険(バミューダ諸島に重点)」と題するイシューブリーフを公表²¹し、これらの再保険取引に関与する米国のアクチュアリー向けにカスタマイズされたインセンティブ、一般的な慣行、および関連する保険数理上の指令の概要を提供している。

(5) FSOC (金融安定監督評議会)

米国の連邦ベースでは、FSOCが2023年12月に公表した年次報告書²²において、「生命・健康保険セクターでは、大規模なアセット・マネジメント会社やPE会社の生命保険ビジネスへの関与、投資戦略の進化、非伝統的な資金源への依存、生命保険会社のオフショア再保険会社の利用の増加等の多くの構造的変化が起きており、監督上の注目度を高める必要がある。」と指摘している。

¹⁸ (再保険) サイドカー (reinsurance sidecar) は、再保険会社の保険契約で構成される特定のポートフォリオの一定割合に関する収益とリスクを投資家と分担する仕組みであり、再保険会社は、ビジネスブック (の一部) を引き受ける際に、ヘッジファンドや株式会社などの第三者投資家にリスクを分散させるため、特別目的再保険会社等を設立して、サイドカー構造を形成する。

¹⁹ <https://content.naic.org/sites/default/files/inline-files/Straw%20Man%20Draft%20-%20AG%20ReAAT%20-%20LATF%20081124.pdf>

²⁰ 米国は、EUや英国と「保険又は再保険に関する健全性措置に関する包括的合意(いわゆる「カバードアグリーメント」)を締結、日本、バミューダ、スイスを「相互管轄区域」に指定しており、これらによって、担保要件や現地でのプレゼンス要件が免除される形になっている。

²¹ https://www.actuary.org/sites/default/files/2024-02/risk-brief-bermuda-reinsurance_0.pdf

²² <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2023AnnualReport.pdf>

(参考) バミューダにおける資本規制

バミューダは、これまで他の管轄区域に比べて緩和的な規制やルールが認められていると考えられてきたことから、PE 会社を初めとして多くの会社が（再）保険会社を設立してきた。ただし、バミューダの資本規制は、EU のソルベンシー II との同等性評価が認められてきたし、米国の認定管轄区域かつ相互管轄区域にも認定されてきている。

バミューダの資本規制は経済価値ベースであるが、これに対して米国での保険負債評価はより保守的に評価されていると考えられている。バミューダでは、たとえばオプションで、負債評価のシナリオベースアプローチ（SBA）を通じて、非流動資産で得られるプレミアムを認識することが可能で、より高い負債割引率の適用が認められる。

ただし、こうした規制の改革を求める意見等を踏まえて、BMA（バミューダ金融庁）による監督機能の強化や規制の見直し（の検討等）が行われてきている。たとえば、バミューダに拠点を置く再保険会社については、2023 年 1 月以降、実行前に生命再保険取引の承認が必要となり、このプロセスでは総資産要件²³を含む包括的な情報が求められ、その情報を出再会社の規制当局と協議し、出再会社の規制当局の異議がない場合にのみ取引を承認する形になっている。さらには、資本規制に関しては、①技術的準備金の計算方法の改定（リスクマージンを非連結ベースで算出、SBA はソルベンシー II の MA（マッチング調整）に類似した非流動性プレミアムを採用、ユーロ建ての割引曲線におけるソルベンシー II との差異を解消）、②ソルベンシー資本要件の改定（解約リスクと費用リスクのリスク感応度を増加、大災害リスクの係数を修正）等（の検討等）が行われてきている。

また、2025 年からは、(OECD のグローバルミニマムタックスルールに対応すべく) 年間収益が 7.5 億ユーロ以上の多国籍企業（MNE）グループの一部であるバミューダの企業には 15%の法人所得税（CIT）が導入されることになっている。

3—PE 会社の保険セクターへの関与を巡る動向

PE 会社は、長期にわたって低金利が継続していた時代に、規制や市場を巡る環境変化等に対応して、伝統的な生命保険会社等が事業再編を行ったり効率的な資産運用や資本活用を行ったりするための戦略を推進していく上において、資本や専門的知識の提供等の面から支援する形で貢献してきた。一方で、その保険業界におけるプレゼンスの拡大に伴い、監督上の懸念もいくつか提起されてきている²⁴。

米国では、長期の低金利環境下で、PE 会社が、予測可能で安定的な保険料収入等が得られることから、特に生命保険事業や年金事業に魅力を感じて、保険会社の合併・買収を積極化させてきた。これらの PE 会社が所有する保険会社は、より高いリターンを求めて、より高いリスク、より不安定な流動性の低い資産にシフトする可能性がある。また、これらの会社は、その保険料の大部分を米国外（バミューダ等）の関連会社に出再している。

²³ 特定のソルベンシーテストを満たすのに十分な資産の簿価

²⁴ PE による所有の問題は、ヘルスケア事業体においても懸念事項となってきている。

NAIC の資本市場局が 2024 年 8 月に公表した特別レポート²⁵によれば、PE 会社が所有する保険会社は、2024 年 7 月時点末で 137 社（2023 年 7 月時点からは横ばい、2022 年末時点の 132 社からはわずかに増加、2018 年の 90 社からは大幅に増加）している。また、NAIC の 2023 年の年次報告書²⁶によれば、137 社の調整後帳簿価額は対前年 13.5%増加して 6,057 億ドルとなり、米国保険会社の現金と投資資産総額の 7.1%を占めている。なお、これらの会社の 95%は生命保険会社となっている。さらに、債券のうちの資産担保証券（ABS）やその他の仕組債が占める割合は、PE 会社所有の生命保険会社では 29%で、保険業界全体の 12%と比べて高くなっている。

(1) NAIC（全米保険監督官協会）

NAIC は、PE 会社が所有する保険会社の増加等に伴い、これらの会社が有する特徴的な資産配分や利害関係等のビジネスモデルから発生するマクロプルーデンスや会社の健全性等の懸念される諸課題に対応するために、これらの保険会社に適用される（ただし排他的ではない）13 の規制上の考慮事項のリスト²⁷を 2022 年に採択し、これらに対処する作業計画を進めている²⁸。

PE会社が所有する保険会社に適用される規制上の考慮事項

考慮事項	課題内容
1. 持株会社構造	持株会社が規制上の開示や要件を回避する形で契約上の合意を構築しているため、リスクの明確な実態を把握していない可能性がある。
2. 所有と支配	出資比率が低い場合でも支配と利益相反の問題が存在する可能性がある。
3. 投資運用契約（IMA）	IMAの重要な条件、およびそれらが独立企業間契約であるか利益相反を含んでいるかどうか。
4. 所有者の保有目的	短期的な結果に焦点を当て、また問題のある保険会社を支援する意思がない。
5. 運営、ガバナンス、市場行為実務	保険経験のない保険市場への参入者が持つ保険経験の優先順位やレベルの違いによって影響を受ける可能性がある。
6. PEの定義	統一されておらず、広く受け入れられていないため、保険会社とPEとの重要な関係のリストを維持するのが困難。
7. 関連当事者由来の投資（仕組債を含む）の特定	ポートフォリオ構造に潜在的な利益相反や過剰な手数料または隠れた手数料が発生する可能性がある。
8. 関連当事者投資や仕組債の担保の特定	仕組債内の基礎となる関連投資や担保を特定することは容易ではない。
9. 資産運用関係会社と関連の否認	資産運用会社の関連会社と、現在の関連会社投資開示を回避する関連会社の免責事項については、より広範な考慮事項がある。
10. 私募仕組債	他のリスク源を導入したり、複雑性リスクや非流動性リスクなどの従来からの信用リスクを増加させたり、透明性の欠如を伴う。
11. 格付機関への依存	格付機関の格付への依存度と規制目的に対するその妥当性。
12. 複雑な投資に支援される年金リスク移転ビジネス	アクチュアリアル・ガイドラインの必要性を検討等。
13. オフショア ／複雑な再保険	資本効率を最大化し、準備金を削減し、投資リスクを増大させ、グループ構造に複雑性をもたらすために、保険会社がオフショア再保険会社（キャプティブを含む）や複雑な提携サイドカービークルを利用している。

²⁵ <https://content.naic.org/sites/default/files/capital-markets-pe-owned-ve2023.pdf>

²⁶ <https://content.naic.org/sites/default/files/annual-report-2023.pdf>

²⁷ https://content.naic.org/sites/default/files/inline-files/13%20MWG%20Considerations%20-%20Status%208-13-24_0.pdf

²⁸ NAIC は、PE による保険会社の所有の調査の範囲をオルタナティブ資産管理会社に拡大し、単純に所有構造に基づいて異なる監督基準を適用するのではなく、活動ベース・プリンシプルベースのアプローチに基づいた監督スタンスに焦点を当ててきている。なお、NAIC は、保険会社による PE ファンドへの投資の増加も監視してきている。

たとえば、2023 年夏季全国大会では、考慮事項 13（資本効率を最大化し、準備金を削減し、投資リスクを高め、グループ構造に複雑さを導入する、保険会社によるオフショア再保険会社（キャプティブを含む）と複雑な提携サイドカービークルの使用）に対して、規制当局がこれらの取引の真の経済的影響を理解するための、国境を越えた提携再保険比較ワークシート（ただし、これはオプションのツールで機密扱い）を採択している。

最新の検討状況については、以下のリストで更新されており、13 の考慮事項のうちの 6 から 9 の 4 つの項目の作業が完了し、残りの 9 つの項目の作業が続けられている。

[13 MWG Considerations Status \(naic.org\)](https://www.naic.org/13-MWG-Considerations-Status)

(2) IAIS（保険監督者国際機構）

IAIS は、PE 会社による生命保険ビジネスの所有に関する問題について、2021 年や 2022 年の GIMAR において取り上げてきている。

2021 年 11 月の GIMAR²⁹では、①低利回り環境とそれに関連する PE 会社所有の保険会社の増加傾向、②信用リスクの増大、③サイバーリスクの増大、に焦点を当てた。

2022 年 12 月の GIMAR³⁰では、特定された主要なマクロプルーデンスのテーマとして、(i) マクロ経済見通しの低下、高インフレおよび金利の上昇、(ii) PE 会社の関与を含む、生命保険セクターの構造変化、(iii) 気候関連のリスク、について詳細な分析が行われた。この (ii) において、PE 会社は、投資、買収、パートナーシップ、再保険およびその他の取決めを通じて、保険セクターに関与しており、特定の管轄区域では、PE 会社が関与する保険会社は、国境を越えた再保険や複雑で非流動的な資産への資産配分などの活動へのエクスポージャーが高い、と言及された。IAIS はマクロプルーデンス監督 WG 内に、世界の保険業界における PE 会社の所有権を監視するためのワークストリームを構築等してきている。

(3) IMF（国際通貨基金）

IMF による 2023 年 12 月の「グローバル金融安定性ノート：PE 会社と生命保険会社」³¹との報告書によると、米国では 2021 年末における非流動性投資の割合が全保険会社では約 25%だが、PE 会社の影響を受けた保険会社³²では約 45%でかなり高くなっているとし、また、複雑な仕組債への割り当てや各種の透明性の欠如への懸念も示されている。加えて、PE 会社による保険会社の所有構造は様々で、自らが運営するファンドを通じて保険会社に投資しているケースもあれば、持分を貸借対照表に計上しているケース等もある、としている。

さらに、これらの PE 会社所有の生命保険会社は、資産集約型再保険の引受けを通じて、その取引の拡大やバミューダ等のオフショア市場への出再の動きに大きな影響を与えてきている。

IMF は、米国子会社を通じて保険商品を発行し、それをバミューダで再保険し、保険料を管理する

²⁹ <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/211130-IAIS-GIMAR-2021.pdf>

³⁰ <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/12/GIMAR-2022.pdf>

³¹ <https://www.imf.org/en/Publications/global-financial-stability-notes/Issues/2023/12/13/Private-Equity-and-Life-Insurers-541437>

³² PE 自らが新規に設立したり、既存の保険会社を買収・株式の一部を所有したり、戦略的提携関係を結んだりして、影響力を有している。

活動を「規制裁定活動」の例として指摘している。こうした観点から、PE 会社の影響を受けた保険会社に対する監督の厳格化の必要性を示唆している。

(4) BIS (国際決済銀行)

BIS が 2024 年 9 月に公表した四半期レビュー「変化する風景：生命保険と金融の安定性」³³によれば、PE 会社の参入により生命保険業界に新たな資本源がもたらされたが、それに伴う保険会社のビジネスモデルの変化もリスクを高めており、最近の世界的なインフレ急上昇に伴う高金利環境ではそれが顕在化する可能性が高い、としている。また、「生命保険会社の資産集約型再保険への依存度の高まり、民間市場へのエクスポージャーの増大、PE 会社との相互関係の拡大は、金融安定性に関するいくつかの懸念と監督上の課題を引き起こしている。」としている。さらに、「国境を越えた資産集約型事業がグループ全体の監督で対処されなければ、資産集約型契約が終了したり再保険会社が破綻したりした場合に出再者が資産を取り戻すのに障害が生じるなど、特別な課題が生じる可能性がある。」と述べている。これらにより、国境を越えた資産集約型再保険に対処するためにグループ全体の監督が必要であることを強調している。

(参考) BMA (バミューダ金融庁) の PE 保険会社の監督と規制に関する報告書

BMA は 2023 年 12 月に、PE 会社やオルタナティブ資産運用会社が所有または支援する保険会社に対して規制当局が取ることができるアプローチの例を共有すべく「バミューダにおける PE 保険会社の監督と規制」³⁴とのペーパーを公表している。

この中で、PE 保険会社の監督に関して、ライセンス、監督協力、監督業務の強化、再建・破綻処理、カスタマイズされた資産報告、介入権限の範囲と監督措置、といった項目を掲げて説明している。また、「PE 保険会社は、年金と貯蓄のプロテクションギャップの縮小に貢献しており、それを必要としている業界に新たな資本をもたらし、さらなる投資の専門知識を提供しているが、適切に特定し、監督し、対処すべき多くの重大なリスクも伴っている。これらのリスクには、利益相反、不適切なリスク管理と文化、不適切なガバナンス体制、資産サイドでの過度のリスクテイク、潜在的に脆弱な ALM、流動性や投資集中、資産評価の問題、不適切な資本管理などが含まれる可能性がある。」と述べている。

こうした認識の下で、課題として、①クロスボーダー取引の構造、②独立企業間取引／利益相反、③流動性の低い資産、プルーデントパーソン原則、④解約リスク、⑤技術的準備金と規制上の差異の評価、を掲げて、それらへの監督上および規制上の対応を説明している。

4—まとめ

今回のレポートでは、資産集約型再保険とその進展に大きく関係している PE 会社の保険セクターへの関与に関しての、ここ 2~3 年の動向について、その概略を簡単に報告してきた。

これまで報告してきたように、PE 会社所有の保険会社による、より高いリスク、より不安定な流動性の低い資産へのエクスポージャー増加は、評価の不確実性と突然の流動性ニーズに対する脆弱性を高

³³ https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2409b.htm

³⁴ <https://www.bma.bm/pdfview/8805>

め、資産集約型再保険の拡大は、その取引の限られた再保険会社や管轄区域への集中によるリスク、保険会社間の相互関連性の高まり、国境を越える取引に伴う各種の複雑性・不透明性の増加リスク、資金配分等における PE 会社との利益相反、株主と保険負債の時間軸の不整合等の問題が懸念されるところとなってきた等³⁵の課題が指摘されてきている。

米国や欧州の保険監督当局は、IAIS や国際機関等のレポートや自らの手による金融安定性報告書等での分析を行い、これらの懸念事項に対処するために、各種の監督資料の公表等を通じて、監督・規制上の対応に取り組んできている。

資産集約型再保険取引が活発化してきた背景には、もちろん PE 会社やオルタナティブ資産管理会社の資金や専門知識を活用しての資本や資産運用効率の改善という面があるものの、一方で IMF が指摘しているように各国・地域間の規制の差異に基づく「規制裁定行動」の一面があることも否定できない。その意味では、これらの取引の活発化に伴う懸念への対応としては、現在 IAIS において策定中で 2025 年から実施予定の ICS（保険資本基準）（あるいはこれと同等な基準）が各国・地域で適用されていくことが 1 つの望まれる解決策ということになる。もちろん、完全に同等な制度とすることは各国・地域の市場の状況等を勘案することの合理性や必要性等から、困難で必ずしも適切とは言えない面はあるものの、少なくとも（差異がある場合にはその合理的な説明が可能等の）納得的な同等性基準が構築されていくことが望まれることになる。加えて、こうした取引自体が固有に抱えている課題に対しては、必要に応じて、新たな規制を設定したり、既存の規制を強化したりしていくことで、1 つ 1 つ課題を解決し、懸念を取りはらっていく地道な努力が求められることになる。

日本の生命保険会社においても、オフショア市場の再保険会社との資本集約型再保険取引や海外の投資ファンドとの提携等が行われてきており、こうした動きは、2025 年から日本において経済価値ベースのソルベンシー規制（ESR）が導入され、さらには生命保険会社の資本効率への関心がより一層高まっていくにつれて、今後も活発化していくことも想定されていくことになる。

資産集約型再保険や PE 会社による保険セクターの関与に関する問題は、会社の健全性の維持を通じた保険契約者保護や金融安定性の確保の観点から、極めて重要なテーマとなってきたことから、今後もこれらの動向を注視していくこととしたい。

以 上

³⁵ 英国の PE 会社 Cinven が所有するイタリアの中規模の生命保険グループである Eurovita の経営破綻危機において、イタリアの保険監督当局 IVASS からの資本基盤強化（増資）の要請に対して、Cinven が運営する PE クローズドファンドが応えることができず、結局は大手保険会社 5 社が所有する新設法人への移管によって解決されたという事象は、PE 会社の保険セクターへのスタンスの一端を垣間見る象徴的なケースとも取られかねないものとなった。