

経済危機とリスク管理 ～これからのリスク管理を担う若手のために～

<ERM 委員会>

みずほ証券

藤井 健司 氏

キャピタスコンサルティング

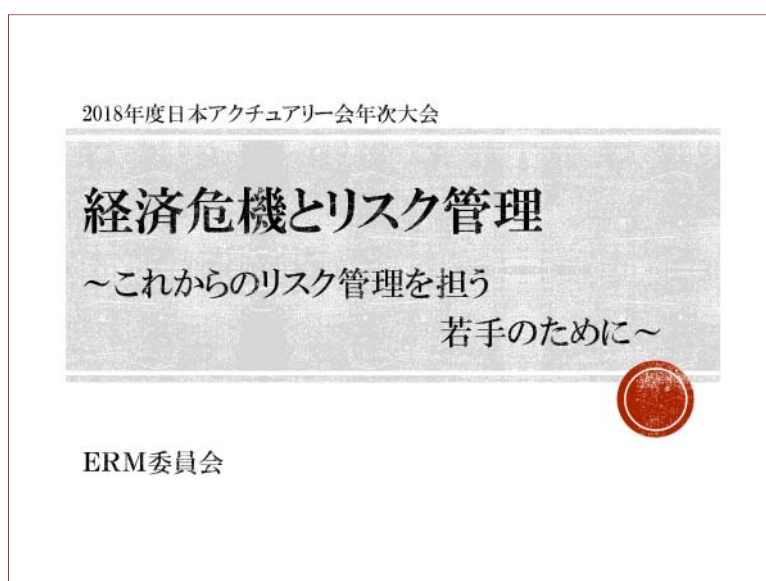
植村 信保 君

プルデンシャルジブラルタファイナンシャル生命 鈴木 理史 君

東京海上ホールディングス

市川 太佳之 君

市川 ここからはERM委員会企画「経済危機とリスク管理～これからのリスク管理を担う若手のために～」をお送りします。このセッションでは、パネルディスカッションを通じて、将来のリスク管理、ERMに向けた問題意識を共有していきたいと考えています。



ご存じのとおり、今年はリーマン・ショックから10年という、リスク管理を担う人間としてはひとつの節目の年となっています。この10年、あるいはそれ以前から、さまざまな経済危機の反省を生かして、私たちはリスク管理のレベルアップを図ってきました。一方で、今日のリスク管理、これからのリスク管理を担っていく若手アクチュアリーたちにとっては、リーマン・ショックですら実体験ではなく、歴史上の出来事になりつつあります。そのような若手たちにとって、今日のリスク管理の実務は、必ずしも納得感のあるものにはなっていないようです。

そこで、本日は、若手アクチュアリーからの問題提起を起点として、長年リスク管理に取り組んでこられたベテランによる解説、さらに、若手とベテランとのディスカッションを展開してまいります。その中で、今日のリスク管理の背景について理解するとともに、問題点は何か、さらには、それを乗り越えて強力なツールとして活用していくためには何が必要なのか。そのようなことを探るセッションとしたいと考えています。

まずは本日のパネリストを紹介させていただきます。最初にご紹介するのは、若手代表、プルデンシャルジブラルタファイナンシャル生命の鈴木理史さんです。鈴木さんは平成2年生まれの28歳で、2013年から保険業界でのキャリアを始められています。国内では最年少のCERA資格取得者となっています。鈴木さんには、若手の意見を代弁するという役割を担っていただきます。

パネリスト紹介

鈴木 理史 Masafumi Suzuki

ブルデンシャルジブラルタファイナンシャル生命 マネージャー

- 1990年(平成2年)生まれ
- 2013年から社会人
- 複数の保険会社で
リスク管理関連業務等に従事
- 国内最年少CERA資格取得者
- 本日は若手代表として登壇



続いて、ベテランお二人をご紹介します。一人目はみずほ証券常務取締役グローバルリスクマネジメントヘッドを務めておられます藤井健司さんです。藤井さんは、長年にわたり、銀行や証券会社においてリスク管理の実務に取り組んでこられた大ベテランで、多くの経済事件の目撃者としてリスク管理の発展の歴史をまとめられたご著書『金融リスク管理を変えた10大事件』が有名です。こちらは、保険業界でリスク管理を担う人間の間でも必読書となっています。

パネリスト紹介

藤井 健司 Kenji Fujii

みずほ証券 常務取締役グローバルリスクマネジメントヘッド

- 1981年から社会人
- 複数の金融機関において、
リスク管理等の業務に従事した後、
2008年、みずほ証券入社
- 著書
「増補版
金融リスク管理を変えた10大事件 + x」
金融財政事情研究会(2016年)
「日本の金融リスク管理を変えた10大事件」
金融財政事情研究会(2016年)



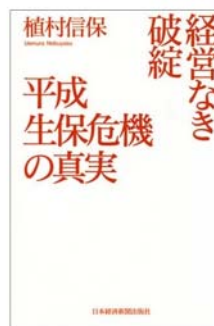
続いて、キャピタスコンサルティングの植村信保さんです。植村さんは、アクチュアリー会でもおなじみですが、1990年代の日本の生保危機の内情を調査し、その真因を探ったご著書『経営なき破綻』で知られ、そのご経験も生かし、金融庁で統合的リスク管理の導入にもご尽力された方です。最近では、『経済価値ベースのERMの本質』というご著書の中でも、リスク管理の在り方について論じておられます。

パネリスト紹介

植村 信保 Nobuyasu Uemura

キャピタスコンサルティング マネージングディレクター

- 1990年から社会人
- 保険会社、格付機関を経て、
2010年からは金融庁で
保険検査マニュアル全面改定等に従事
2012年、キャピタスコンサルティング参加
- 著書
「経営なき破綻 平成生保危機の真実」
日本経済新聞社(2008年)
「経済価値ベースの保険ERMの本質」
金融財政事情研究会(2017年)



最後になりましたが、私は、本日のオーガナイザーを務めさせていただきます、東京海上ホールディングスの市川です。賛否両論あると思いますが、37歳の若手です。若手に近い立場でオーガナイザーをさせていただきますので、どうぞよろしくお願いいたします。

なお、本日の発表の内容は、発表者個人の見解であり、所属組織とは関係ありません。

では、本題に入りたいと思います。まずは若手代表の鈴木さんから、若手の視点での問題意識を提示していただきたいと思います。鈴木さん、ぜひ思いの丈をぶつけてください。よろしくお願いいたします。

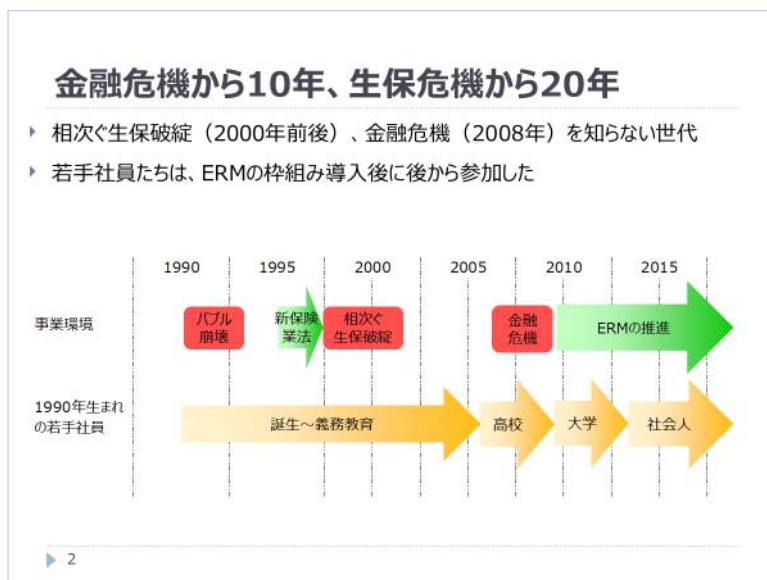
鈴木 プルデンシャルジブラルタファイナンシャル生命の鈴木理史です。CERA 資格の取得のための勉強や、日々のリスク管理業務の中で、リスク管理の勉強はそれなりにしてきたつもりですが、本日ご登壇いただいている藤井さんや植村さんと比べれば、まだまだひよっこのような存在かと思います。本日は、お越しいただいた皆様のうち、特に若手の実務担当者を代弁する立場として登壇させていただきます。よろしくお願いいたします。



私からは「若手からの問題提起」というテーマでプレゼンテーションをさせていただきます。こちらの

問題提起ですが、ERM 委員会の若手委員で実施したディスカッションの内容を基にしておりますので、私個人だけの見解ではなく、本日お越しいただいた若手の皆様も、少なからず同じような問題意識を持たれているのではないかと考えています。

まず、時代背景の確認ですけれども、市川さんからお話しいただいたとおり、今年 2018 年は、金融危機から 10 年。また、相次ぐ生保の破綻、言わば生保危機からは、20 年経過しております。



スライドに、世の中の出来事と、1990 年生まれの若手社員、すなわち私のことですが、それら 2 つの年表を並べております。私は 1990 年生まれですので、生まれた直後にバブルが崩壊しております。バブルの残り香どころか、バブル経済を全く知らないような世代になります。

それから、1996 年の金融ビッグバンの中での新保険業法、その直後の数多くの生命保険会社の破綻については、私は義務教育を受けている頃のことです。当然、金融業界のことなど全く知らないという状況です。2008 年の金融危機ですら、私は高校生で、「世の中で何かすごいことが起きているな」というようなことはうっすらと覚えてはいるのですが、その頃に第一線で活躍されてきた諸先輩方と比べれば、とても実体験とは言い難いものになっています。

金融危機を経て、ERM のいろいろな枠組みが整備されてきたのは、2010 年頃からと認識しております。私が社会人になったのは 2013 年ですので、その頃には、ある程度各社で ERM の枠組みができていたのではないかと思います。ですから、私たち若手社員は、ERM の枠組みがある程度できたところに後から参加したことになります。そのような私ですが、2013 年に入社してから社会人 6 年目になります。まだまだ若いつもりですが、もっと下の世代も会社に入るといことで、このような時代背景、世の中の生保危機や金融危機が全くピンとこない世代が増えつつあるということは、おわかりいただけるかと思ひます。

「歴史」として学んだ生保危機、金融危機

- ▶ 「歴史」として生保危機、金融危機を学んだ限りでは、適切なリスク管理を行っていなかったことがひとつの重要な原因のように思われる
- ▶ 再び失敗を繰り返さないためには、適切なリスク管理態勢を整備することが非常に重要



▶ 3

そのような後から参加した私も、何とか生保危機や金融危機を学ぼうと、まさに歴史を学ぶような気持ちで勉強してきました。本日登壇されている藤井さんや植村さんの著書からも、大変貴重な勉強をさせていただきました。歴史として過去の金融危機を学んだ限りでは、金融機関が適切なリスク管理を行っていなかったことが、一つの原因ではないかと思っています。再び同じような失敗を繰り返さないためには、リスク管理態勢を適切に整備していくことが、非常に重要だと考えています。

環境認識

- ▶ 世界経済の景気回復
米国の株価は金融危機以前の水準を大きく超え、日本の景気回復は戦後最長期間を更新する見通し
- ▶ 各社のリスク管理フレームワークは進歩
バーゼルⅢ、ソルベンシーⅡ等をはじめとしたリスク感応的な資本規制も導入
- ▶ 過去の経済危機での失敗に照らして考えたとき、我々が取り組んでいるリスク管理は十分に機能するものといえるのだろうか
- ▶ 「ERM」と呼ばれる枠組みの中で取り組んでいるものの中には、いざ、危機が起きた際に有効に機能すると思えないものもある
- ▶ ストレステスト、ORSAに焦点を合わせ、若手としての問題提起を行いたい

▶ 4

また、現在の環境についても整理したいと思います。ニュースなどでも大きく取り上げられていますが、米国の株価は金融危機以前の水準を超え、日本の景気回復も戦後最長となる見通しとなっています。一方で、各社のリスク管理のフレームワークも、順調に進歩してきたように思います。バーゼルⅢやソルベンシーⅡ、最近ではICSなどを含む、リスク感応的な資本規制も導入が進んでおります。そのような状況を踏まえて、過去の経済危機での失敗に照らして考えたとき、我々が取り組んでいるリスク管理は、十分に機能するものといえるのでしょうか。ERMと呼ばれる取り組みの中には、いざ危機が起きた際に有効に機能するかどうか、非常に疑問に思えるものが幾つかございます。その中でも、特にストレステスト、ORSAに焦点を合わせて、若手社員からの問題提起を本日は行いたいと思います。

ストレステスト・ORSAに対する問題提起

増え続ける業務負荷・現場の疲弊

- ▶ ストレステスト、ORSAレポートを中心に、計算業務が増え、年々大きくなるリスク管理業務の負荷
- ▶ 膨大な計算業務の先にある目的・メリットが見えてこない
- ▶ 作業に追われ、数値を計算することに満足

経営への活用について

- ▶ 本質的な結果の分析・解釈よりも、結果の安定性を求める
- ▶ 経営への活用よりも報告・レポート作成自体が目的化
- ▶ 他社事例・他社との比較を重視

▶ 5

まずは、何といても、リスク管理業務の負荷が増えて、現場が疲弊しているのではないかと考えています。例えば、内部管理として実施するストレステストは、年々数が増えて、計算だけでも一苦労という現場からの声が聞こえてきています。また、ORSA レポートについても、FSA への提出が始まり、本格的に各社取り組みだして以降、ページ数が年々増え続けていて、1年前の数字をアップデートするだけでも一苦労というような状況にあるのではないのでしょうか。また、リスクの計算頻度も増えていると思います。最初は年に1回だったものが、半年に1回になって、今は四半期で計算している。計算だけでも本当に大変という状況です。

そのような膨大な計算業務の先に何が待っているのか、その向こうにどのようなメリットがあるのか、この数字を計算すると、どのようないいことがあるのか、そのようなものが若手担当者の視点では必ずしも見えてこず、釈然としないことも多くあります。去年の数字をアップデートすることこそが、一つの目的になっているようにも見えてしまいます。また、これは担当者としての反省ですが、作業に追われて、結果の分析の時間が取れていない。つまり、会社のリスク管理を担う中で、会社の特性がどのようになっているのかということ进行分析する時間が、あまり取れていない。計算するだけで満足という状況も多くあるかと思っています。

また、担当者よりも一つ上の目線になりますが、経営への活用についても思うところがございます。「本質的な結果の解釈・分析よりも、結果の安定性」と書きましたが、例えばリスクを計算していて、以前と数字が大きくぶれたとき、会社に何が起きているのかを分析して対応するのではなくて、「ぶれるのは計算方法が悪い」というような意見を聞いたことがないのでしょうか。経済価値などでもよく話を聞きますね。経済価値は値がぶれるので、経営のツールとしては不適切であるという意見は、私もよく聞いたりしています。

また、経営への活用よりも、報告・レポートそのものが目的化していないかと思っています。例えば、ある方のエピソードですけれども、「ORSA レポートに載せたいから、この数字を計算してほしい」という依頼を受けたことがあるそうです。ORSA は自分たちのソルベンシーをアセスメントして経営につなげていくことが目的なのに、レポートに書きたいから、数字を計算してほしいと。また、これも別の方のエピソードですが、ストレステストを実施して、たまたま事業環境が変わったのか、結果が悪かった。会社のアラームポイントを超過してしまった。そのときに、それに対応して資本増強などをするのではなくて、「限度

額を超過したからストレスシナリオを見直すべきである」という意見が出てきたそうです。これらのエピソードを踏まえると、果たしてきちんと経営に活用できているのかと感ずるところがあります。

その他、「他社事例・他社との比較を重視」と書きましたが、本来リスク管理は、各社の特性に合わせて行うものはずなのに、他社も導入しているからということで、本当に会社に適切に働くかということ議論せずに、他社のまねをしたりしていないかと思っています。

形式重視、実質軽視のリスク管理？

- ▶ 形を整えることばかりに執着して、有効に機能するリスク管理になっていない？
- ▶ それぞれは過去の失敗に基づいて導入されてきたものはず、どこかで、おかしくなったのでは？
- ▶ ぜひ、導入された経緯・背景を確認してみたい



▶ 6

このような状況ですが、失礼を承知であえて言うならば、形式重視、実質軽視のリスク管理になっていないでしょうか。つまり、形を整えることばかりに固執して、有効に機能するリスク管理になっていないのではないかと思います。

しかし、それぞれのリスク管理のフレームワークは、過去の人たちがいろいろなことを考えながら、失敗に基づいて導入してきたはずで、どこかでおかしくなったのではないかと、本日は、藤井さんと植村さんに、ぜひとも過去の導入された経緯や背景を教えてくださいたいと思っています。よろしくお願いします。

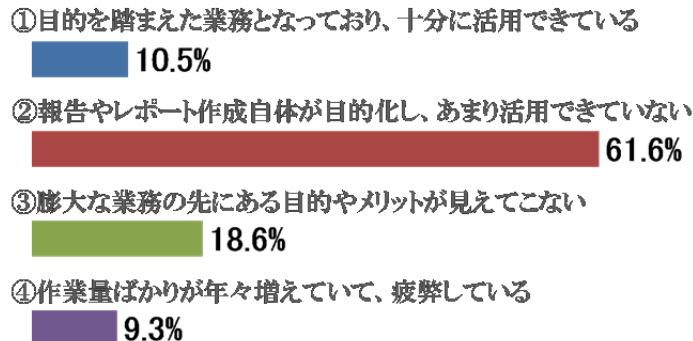
市川 勇気ある告発、ありがとうございました。

ここで、双方向ツールを使って会場のご意見を伺ってみましょう。

鈴木さんの問題提起の中に、今日のリスク管理が、形を整えることばかりに執着したものになっていて、有効に機能するものになっていないのではないかと。形式重視・実質軽視になっているのではないかと話がありました。そこで質問です。あなたの会社で、ストレステストやORSAは、実質的にどのような業務となっていますか。それではご回答をお願いします。

会場アンケート

あなたの会社でストレステストやORSAは
実質的にどのような業務となっていますか？




結果を見てみましょう。「②報告やレポート作成自体が目的化し、あまり活用できていない」が多いですね。やはり鈴木さんがおっしゃっていたように、どうしても形を整えることが目的化してしまっている側面があるようで、あまり実質的なリスク管理の目的に直結していないのではないかという疑問をお持ちの方が多くようです。ご協力ありがとうございました。

ここからは、ベテランお二人にご登場いただきたいと思います。過去の経済危機との関係を踏まえながら、まさに皆さんが疑問をお持ちの、現在のリスク管理の枠組みについて、過去の出来事がどのように活かされ、どのように導入されてきたか、ご解説いただきたいと思います。まずは藤井さんから、バリュー・アット・リスク (VaR) とストレステストについて、解説いただきます。藤井さん、よろしくお願いいたします。

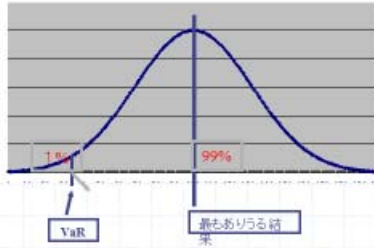
藤井 ご紹介にあずかりました、みずほ証券の藤井でございます。本日はよろしくお願いいたします。「ベテラン、ベテラン」と言われて、おっしゃるとおり、今年還暦をめでたく迎えて、そのような意味では人生のベテランでもあります。銀行、証券とリスク管理が長いのですが、フルタイム・リスクマネジャー、リスク管理を直接担当して24年間やっております。そのような意味では、これからご説明をするいろいろなツールや出来事に、肌身で接してきた者でございます。

そのような意味で、鈴木さんの問題提起に対して、私の方からは、リスク管理の手法といったものが、どのような経緯を経て今の形になっているのか。今になって考えたときに、どのような課題があるのか、その先に何があるのかといったことを、経験を踏まえて考えてみたいと思います。その対象として選びましたものは、VaR とストレステストということで、VaR については、銀行や証券の、特にトレーディングを中心とした業務で出発したものでございますので、保険業界の皆さんがどこまでご存じかというところはあるかもしれませんが、おつきあいをいただければと思います。



◆ VaRとストレステスト

- 「VaR」とは何か？
 - 「現在のポートフォリオから、市場のパラメーターの変化によって、どれだけの損失を被る可能性があるか、について、一定の期間(保有期間)に、一定の確率(信頼水準)で被る最大損失額のかたちで表そうとする指標」
- 「VaR」とは何か？
 - 「明日最悪いくらの損失が発生するか、夕方までに報告せよ」、JPモルガン、デニス・ウェザーストン会長
- 分かりやすい概念
 - パラメーター(信頼区間、保有期間等)は金融機関が設定
 - 統計的前提に基づく計測
 - 損益分布
 - パラメーター
- **VaRは一定の前提に基づく統計上の計測値に過ぎない**
- **ストレステストと併せて使うことが重要**



まず、VaR とは何かということ、スライドの上に一般的な定義が書いてあります。「現在のポートフォリオから、市場のパラメーターの変化によってどれだけの損失を被る可能性があるかについて、一定の期間（保有期間）に一定の確率（信頼水準）で被る最大損失額の形で表そうとする指標」ということが、一般的な定義になるかと思えます。

ここで、元々VaR がどこから発生したか。元々の定義は何だったのかということ、ひも解いてみたいと思います。二つめの矢羽の所です。「明日までに最悪いくらの損失が発生するのか、夕方までに報告してくれないかな」、これが VaR の発端です。この問いは、1980 年代の後半、アメリカの投資銀行である JP モルガンのウェザーストン会長が問いかけたものです。当時 JP モルガンは、他の銀行と同様に、市場の業務が多くなってきました。為替や債券取引など、市場がアゲインストに動けば損失を被るようなトレーディング業務が増えてきた中で、会長の立場からすると、恐らく気がかりでおられたのだと思います。明日、もし市場が大きく動いて損をしたら、下手をすると記者会見だ、株主からの質問にも備えないといけないということで、「明日までに最悪いくらの損失が出るのか、夕方までに教えてくれ」という、非常にもっともな質問だと思います。

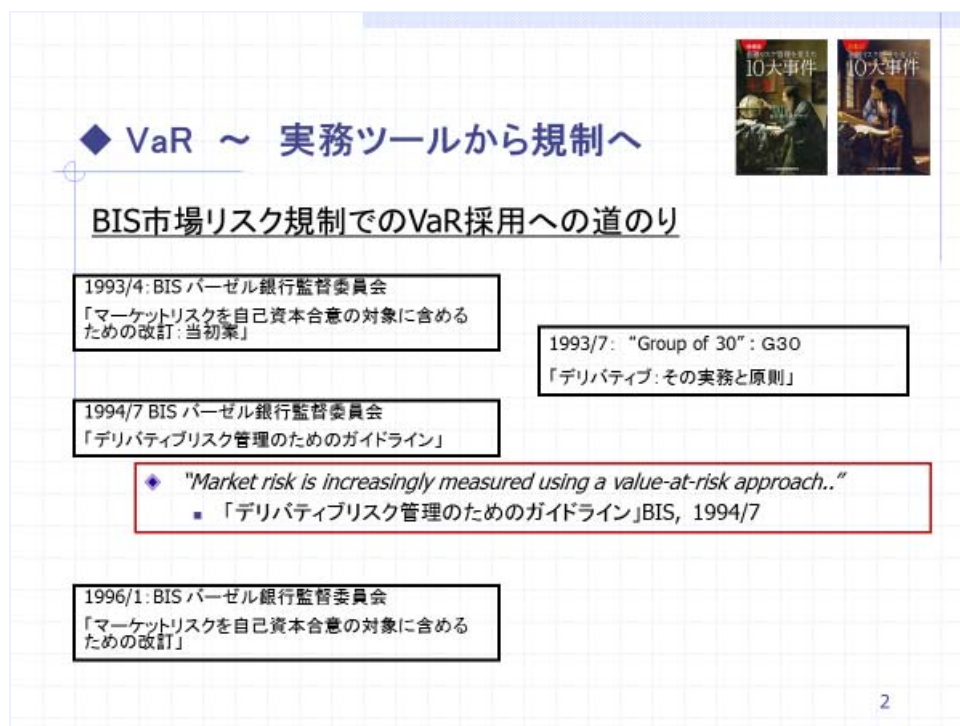
これを受けたリスク管理担当者が「どうしよう」と考えて、今日のポジションに対して明日までに最悪いくらの損失が出るのかということ、考えついたものが VaR です。すなわち、この例で言えば、明日ということですから保有期間は1日です。「最悪」というところは、100日に1回を想定すれば99%ですし、1,000日に1回を想定すれば99.9%と、このようにリスク管理の担当者が読み替えて、ウェザーストン会長にお伝えしたということになります。

市場リスクのポジションから生じる損益は、市場が全く動かない場合はゼロですけれども、ポジションにフェイバーに、いい方に行けばプラスが出る。悪い方に行けばマイナスが出ることとなります。一方で、マーケットは、例えば、円ドルの為替レートは、数十銭しか動かない可能性のほう、1円、2円と大きく動く可能性よりも大きくなります。市場の動きの過去の統計に基づいて、為替レートが小さく動く、あるいは大きく動く確率と、その時の損益の分布について、損益分布全体の面積を100としたときに、この点

の左側が1%分、右側が99%分となる点。分布の面積の1:99のこの点が、保有期間1日、信頼水準1%のVaRということになります。

逆に言うと、VaRとは、それではない数字だということです。VaRの議論をすると必ず出てくるのが、VaRを単純に足しても足し上げられないという、加法性がないという議論や、あるいは、いわゆるテールのリスク。極端に左側に動くケースに対して、(VaRは点ではないので)何も語っていないなど、そのような批判というか、少なくともコメントがなされることがありますが、元々の成り立ちが、「明日までに最悪いくらの損失が出るのか、夕方までに教えてくれ」ということだったVaRに多くを期待するのがしょせん無理だとも言えると思います。そのような意味では、リスク管理の手法というものは、何か公式・公理を順番に展開していくように成り立っているものではなくて、過去のいろいろな経緯で成り立ったものであり、その端的な例が、VaRだったということでもあります。

では、デニス・ウェザーストン会長の一言、思いつきのようなコメントが、なぜ全世界の津々浦々まで知られるようになったか、これには経緯がございます。大きなきっかけになったのが、バーゼル規制です。1990年代の前半に、従来の信用リスク、貸出に対する自己資本比率の規制に加えて、銀行が拡大していた金利・為替等の市場業務によっても損失が生じ、資本を毀損する可能性があるので、市場リスクに対しても自己資本を求めなければいけないのではないかという議論が出てきました。バーゼルの市場リスク規制の採用が行われる過程で、スライドの左側が規制を作る当局の側の動きなのですが、それに対して、「いやいや、こういうふうになら、実務はやっているんです」という民間の側が右側です。その間でのやり取りをする中で、市場業務を行っている銀行は、より統計的な手法で市場リスクを管理していて、ここではVaRという手法が一般的になってきているのだという議論の中で、市民権を得ていく形になりました。



その結果、バーゼル規制における市場リスクの規制の中で、二つの手法が取り入れられることになりました。「標準的方式」と「内部モデル方式」という二つです。

◆ VaRの展開



バーゼルⅡ(2004年)における「メニューアプローチ」

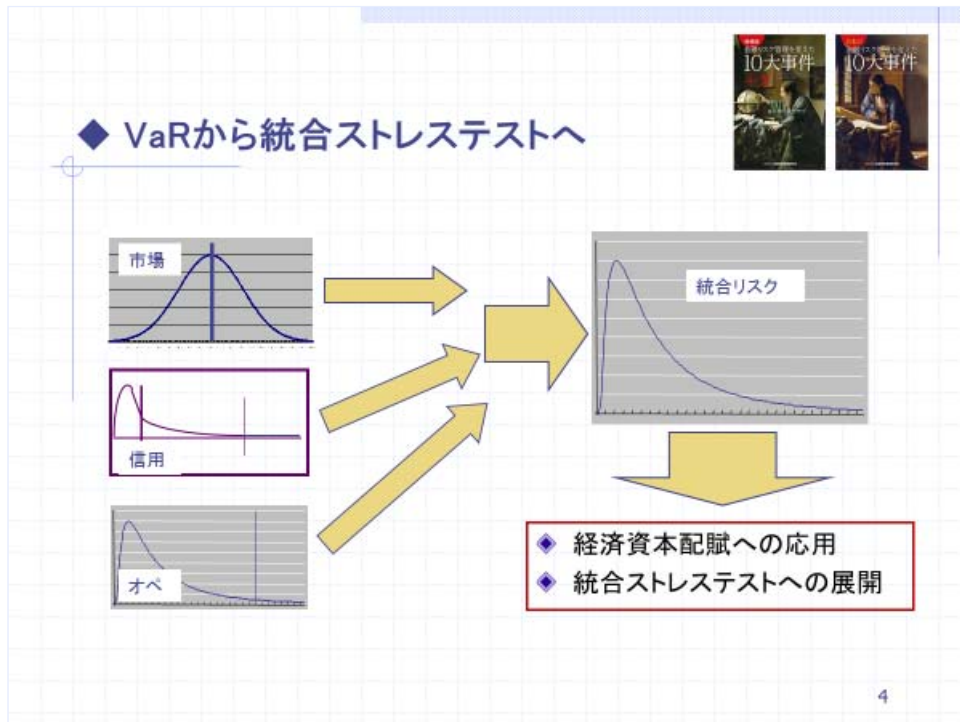
リスクカテゴリー	手法	対象区分
信用リスク	標準的方式	
	内部格付手法	事業法人向け債権
	・基礎的内部格付手法	ソブリン向け債権
	・先進的内部格付手法	銀行向け債権 リテール向け債権 特定貸付債権 株式等
	証券化	
市場リスク	標準的方式	
	内部モデル方式	
オペレーショナルリスク	基礎的手法	
	粗利益配分手法	
	先進的計測手法	

3

銀行の市場リスクについての自己資本規制の中で、標準的な算出方法で計算される標準的方式。これは全ての銀行が使える手法ですけれども、内部モデル方式は、例えば市場業務が大きくて、よりソフィステイケートされたやり方で管理をしている、VaR を使ってしっかりとガバナンスが利いた形で市場リスクを管理しているという銀行は、その手法について当局に申請をして、承認が得られれば、自分が使っている VaR を自己資本規制に使ってもけっこうだという形で、そのようなやり方が認められました。これを「メニューアプローチ」と呼んでいます。自己資本の規制の中で、規制される側が自らを規制されるための手法を選べるということで、メニューと呼んでいます。JP モルガンの実務で始まった VaR が、バーゼル規制という、世界中の銀行が使う規制に使われるようになったということでございます。

その後、VaR は、市場リスクだけではなくて、信用リスクや、事務や I T のリスクであるオペレーショナルリスクにも採用されることになりました。2004 年に、一部は現在も使われている、いわゆるバーゼルⅡ規制が合意されました。そこでは、信用リスクの内部格付手法、これは、保有期間 1 年、信頼区間が 99.9% の信用リスクの VaR です。市場リスクは、先ほど申しました内部モデル方式が VaR です。さらにオペレーショナルリスクでは、先進的計測手法というものが、保有期間が 1 年、信頼区間が 99.9% の VaR になっていまして、最初の JP モルガンの会長の思いつきが、全世界の国際的な銀行の、市場リスクだけではなくて、信用リスク、オペレーショナルリスクまでに自己資本を決める、逆に銀行の資本行動を左右するようなツールになったという経緯でございます。

では次に、VaR からストレステストに話を移したいと思います。先ほど申しましたように、元々 VaR は、一定の前提に基づく統計上の手法でしかありません。過去の統計と違うことが起こると、VaR の前提を超えた結果になりますので、それを補うために、このグラフで言えばテールのイベント、左端のイベントが実際起きた時には何が起きるのかということ、ストレステストで補完する。VaR の補完のツールとして、ストレステストがあったということになります。



では、ストレステストが VaR を補完するというのは説得力がある議論ではありますが、バーゼルⅡでいろいろなリスクに VaR の考え方が使われることで、ストレステストの性格が変わっていきます。従来の、市場リスクの VaR に対する市場ストレステスト、あるいは、信用リスクの VaR に対する信用ストレステスト、オペレーショナル VaR に対するオペリスクストレステスト。ここまでは話は単純なのですが、自己資本比率規制は自己資本全体を守るということで、それぞれのリスクカテゴリーごとの VaR を補完するという役割から、リスク全体を合わせたらどのようなことになるのかという話に変わってまいりました。その結果として、ストレステストが、統合ストレステストとして姿を変えていったわけです。

この「統合ストレステスト」になったところで、議論が一度ジャンプしています。鈴木さんのご質問・疑問の中にあつた ORSA や、あるいは、今、銀行の方でも統合ストレステストが、ヨーロッパとアメリカでは既に制度化されていますし、本邦においては、当局との会話の中では使われています。そこで出てくる統合ストレステストは、VaR を補完するという当初の補完ツールとしての役割では既になくなっていくわけです。それがツールとして含まれているものが ORSA であり、あるいは、バーゼルⅢの中にある統合的なストレステストであるということでもあります。

さてここまでのお話が、VaR、ストレステストが、当初の成り立ちから、どのような議論を経て現在の形まで来たかということですが、民間がベストプラクティスだと言っていた VaR とストレステストに冷や水を浴びせたのが、2007 年から 08 年に発生したグローバル金融危機であります。日本ではリーマン・ショックと呼ばれていますけれども、このインパクトを、もう一度少し振り返ってみたいと思います。

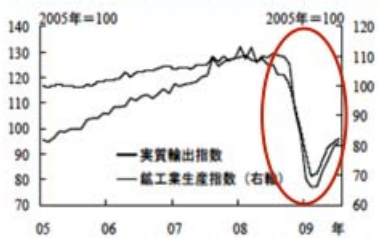
◆ グローバル金融危機のインパクト

各国主要金融機関の経営破たん・国有化・合併の発生

年月	金融機関名	国	業種	国内における順位(当時)	内容
2008年3月	ベア・スターン証券	米国	証券	5	JPモルガンによる吸収合併
2008年9月	リーマンブラザーズ証券	米国	証券	4	経営破綻
	メリルリンチ証券	米国	証券	3	バンク・オブ・アメリカによる合併
	AIG	米国	保険	1	公的資金注入・資金繰り支援
	ワシントン・ミュージュアル	米国	貯蓄金融機関	1	経営破綻
	フォルティス銀行	ベルギー	銀行	1	国有化
2008年10月	ワコビア	米国	銀行	4	ウェルズ・ファーゴ銀行による合併
	ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド	英国	銀行	1	公的資金注入実質国有化



実体経済への影響



金融機関への公的資金注入

金融機関名	所在国	公的資金金額	円貨換算額
シティグループ	米国	450億ドル	44,300億円
バンク・オブ・アメリカ	米国	450億ドル	44,300億円
ウェルズ・ファーゴ	米国	250億ドル	24,600億円
JPモルガン・チェース	米国	250億ドル	24,600億円
メリルリンチ	米国	100億ドル	9,800億円
ゴールドマン・サックス	米国	100億ドル	9,800億円
モルガン・スタンレー	米国	100億ドル	9,800億円
ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド	英国	200億ポンド	31,500億円
フォルティス	オランダ	168億ユーロ	21,000億円
ソシエテ・ジェネラル	フランス	51億ユーロ	6,400億円

5

各国の主要な金融機関の経営破綻・国有化・合併の発生ということで、アメリカにおいては、2008年に、業界3位のメリルリンチがバンク・オブ・アメリカによる合併、4位のリーマン・ブラザーズは破綻、5位のベア・スターンズはJPモルガンによる吸収合併という形で、業界の大手が、形を変えた、あるいはなくなったということです。保険会社について言うと、アメリカのAIGは、大きな公的資金を注入したという形で、国の管理下に入っております。貯蓄金融機関として全米第一位であったワシントン・ミュージュアルは経営破綻。ベルギーでも、業界1位の銀行のフォルティス銀行が国有化。イギリスにおいても、当時1位だったロイヤル・バンク・オブ・スコットランドが公的資金注入による実質国有化。アメリカの商業銀行では、第4番目のワコビアがウェルズ・ファーゴ銀行に合併という形で、大手の金融機関が、次々と金融危機の中に飲み込まれました。

実体経済は、日本が実は影響が一番大きかったのですけれども、実質輸出指数や鉱工業生産指数が、リーマン・ショック直後に4割程度急落したということのインパクトは、大変なものがあったと言わざるをえないと思います。また、欧米金融機関への公的資金注入は、合計で20兆円になろうかという資金が注入されたということでございます。そのような意味では、栄華を誇ってきたVaRとストレステストの組み合わせ、民間が「これがベストプラクティスだった」と言い続けてきたものが、残念ながら機能したとは言えないという結論になっています。その結果として、VaRは、大きな批判を受けることとなります。

◆ VaRの縮退



バーゼルⅡからバーゼルⅢ(2017年12月最終合意)へ

リスクカテゴリー	手法	対象区分
信用リスク	標準的方式	
	内部格付手法 ・基礎的内部格付手法 ・先進的内部格付手法	事業法人向け債権
		ソブリン向け債権
		銀行向け債権
		リテール向け債権
		特定貸付債権
株式等		
	証券化	
市場リスク	標準的方式	
	内部モデル方式	VaR → ES
オペレーショナルリスク	基礎的手法	標準的計測手法
	粗利益配分手法	
	先進的計測手法	

6

これは、2017年12月に合意されたバーゼルⅢです。金融危機後の10年間の作業を経て、最終合意しました。市場リスクは、VaRは、ES、期待ショートフォールという指標に乗り替わることになりました。期待ショートフォールは、テールイベント、すなわち極端な市場の動きに対する損益の動きを捉えられる特徴を持っていますが、これに乗り換えることで、自己資本規制上はVaRはもう使わない、ということになりました。

信用リスクにおいては、内部格付手法の信用VaRの考え方は変わりません。しかしながら、株式、銀行向け債権、事業法人向け債権については、VaRを構成する幾つかのパラメーターは当局が指定するものを使うということで、銀行実務の部分は制限されることになりました。

オペレーショナルリスクについては、バーゼルⅢでは、先進的計測手法そのものが廃止されることになりまして、名実ともにVaRは使わない、認めないという形になっています。1990年代頭くらいから業界の実務標準とされたきたVaRは、引き続き金融機関の内部管理の手法としては使われますけれども、当局の自己資本比率の計測の中では使われなくなっていくという形で、まさに興亡が見られるわけです。

以上が、VaRとストレステストの手法、リスク管理の実務の手法としてのVaR、ストレステストの経緯および流れです。鈴木さんのご疑問について言うと、最後の問題意識ということで、簡単に、後々の議論のために2行だけつけさせていただいています。VaRとストレステストが、補完関係にあって進んできたと言明いたしました。ところが、どこかの1点で、いわゆる統合的リスク管理、まさにERMを進める過程の中で、VaRとストレステストがだんだん切り離されて、ストレステストの議論が独立して展開してきていたということ、「デカップリング」という言葉で表現しています。

◆ VaRとストレステスト



VaRとストレステストの「デカップリング」

ストレステストの方向性

7

それから、ストレステストの方向性ということで、これは後半のところでディスカッションさせていただこうと思いますが、ここで私が申し上げたかったことは、このようなリスク管理手法は、何か理論的な展開で「こういう手法が、こういう指数があるべきものだ」というところから展開してきたものではなくて、実務にフィットする、感覚にフィットするものを選んだものが、プラクティスに、実務の業界標準になっていったものだということ。逆に言いますと、それにすぎないということでありまして、そこにおける当初の前提が、議論が展開していく中で、忘れられるものであるということでもあります。

翻って、立ち止まってみると、この手法はどのようなものだったのか、どのような限界があるものだったのか、どのような前提で成り立っているものだったのかということを超えて使われることが、往々にしてあります。VaRにつきあいが長い私からすると、その一つの被害者が、VaR であるとも言えるのではないかと思います。身の丈と同じように使ってもらえればよかったのだけれども、「明日までに最悪いくらの損失が発生するのか、夕方までに報告してくれ」と言ったデニス・ウェザーストーン会長は、全世界津々浦々の銀行で同じように VaR を計算するようになるとは夢にも思わなかったと思います。

手法の経緯、それに伴う限界。立ち止まったときに、この今の手法はこの用途に合っているのかということをごきちんとして理解をしてみると、これを使い続けることがいいのか、違うものを使った方がいいのかということの一つのきっかけになると思いますし、そのような結論に至れば、そのときには、ツールを変える、使い方を変える、あるいは理論的な背景を変えるということをごすべきであるとコメントさせていただきます。少し長くなりましたけれども、私からのご説明は、以上です。

市川 藤井さん、ありがとうございます。私から確認のために1点質問させていただきたいのですが、最後のところで、過去の経験等を踏まえて、実務の世界で感覚に合ったものを作ってきて、たまたま今、ここに着地しているというようなものであって、そのように捉えたときには、その使い方によっては限界があるもので、使い方によってはもちろん正しい使い方にもなりうる。そのように VaR やストレステストを捉えるべきと考えてよろしいのでしょうか。

藤井 ありがとうございます。おっしゃるとおりだと思っています。全ての手法やツールは、自分が使いたい目的に合わせて、袖の丈を直す、足の長さを直すなど、そのようなことが必要になりますし、スーツがTPOに合わないと思えば、背広を脱いでTシャツで来るということになりますので、目的に合わせたものにするということだと思いますし、そこは後のディスカッションになりますけれども、どのようなときでも背広でなければいけない、あるいは、背広で、かつネクタイで、ワイシャツは白でなければいけないというものではないということだと思います。

市川 藤井さん、どうもありがとうございました。それでは、次に、植村さんにご講演いただきたいと思っています。「生保危機と ORSA」という観点で、解説いただきます。植村さん、お願いします。

植村 植村です。よろしくお願いたします。私がベテランという形で登壇するのは、藤井さんもそうですけれども、ERM 委員会のアドバイザーをやっているということが一番の理由だとは思いますが、先ほどご紹介いただいた生命保険会社の破綻の研究をして、それで学位も取得しているのですけれども、そのようなお話と、その後金融庁で、ERM を金融庁が規制として活用する、要は ORSA のことなのですけれども、こちらの導入の検討を始めたということがあるかと思います。ORSA が今回矢面に立っているということなので、言い出した者が矢面に立つのは当然かなという感じで、覚悟してやってまいりました。



短い時間ですので、さらっと健全性規制を振り返ってみたいと思います。1995年までは護送船団行政ではあったのですが、結局のところ、保険については破綻を防げなかったという事実があります。今はどうなのかというと、最低基準としての「狭義のソルベンシー規制」、ORSA に代表される「自己規律の活用」、さらに、やや整備が進んでいない感はありますが、ディスクロージャーの促進など「市場規律の活用」の三つが柱となっています。また、やや別次元の話として、国際的な保険規制への対応もあります。

1. 健全性規制を振り返る

■ 保険会社の健全性規制の大きな流れ

□ 保険業法改正まで (-1995)

- 典型的な「護送船団」行政
- 監督当局(大蔵省)による保険会社への監督は経営全般に及ぶ
- しかし、バブル崩壊後の保険会社の経営破綻を防げなかった



□ 現在の健全性規制

- 狭義のソルベンシー規制(早期是正措置など)
- 自己規律の活用(ORSAなど)
- 市場規律の活用(ディスクロージャーの促進など)
- 国際的な保険規制への対応

2

先日金融庁から、監督と検査の考え方についてのペーパーが出ています。こちらもやはり三つの柱なのですが、最低基準の検証をしていく、動的な監督をやっていく、さらに、ベストプラクティスを目指し、見える化と探求型対話を行う、となっています。この三つめは、もしかしたら新しい話なのかもしれませんが、このうち「動的な監督」と「見える化と探求型対話」が、どちらかというところ「自己規律の活用」に近い話かと思っています。

では、なぜ当時のガチガチだったはずの行政・規制で経営破綻を防げなかったのかを私なりに解釈すると、このようなスライドのコメントになります。

保険会社の経営破綻をなぜ防げなかったのか

- かつての日本の保険行政は、監督当局(大蔵省)に広範な権限を与え、経営のあらゆる段階において具体的に監督する実体的監督主義の方式を採用
- 生保の場合、大蔵省が健全性確保という観点から進めていたのは「純保険料式責任準備金の積み立て」促進が中心
 - 契約獲得時の予定利率が高い場合には責任準備金の積み立て水準が薄くなってしまうという弱点(⇒結果として見過ごした)
 - 膨大な株式含み益を経営のバッファーとして認識
- 銀行検査と同様に、資産内容は(必要に応じて)精査していたが、保険負債のリスクを十分把握できていなかった可能性が高い
- 新たに導入したソルベンシー・マージン規制が十分機能せず
 - すでに経営悪化が深刻化するなかで、緩い基準を採用するという判断

3

あまり細かいこととお話するのは今日の本題ではないと思いますが、保険会社を「見ていた」といっても、恐らく見えていなかったのでしょう。例えば責任準備金については、純保険料式の責任準備金の積み立ての促進をずっとやってきた。ただ、純保行政の弱点として、契約獲得時の予定利率が高い場合には、責任準備金の積立水準が、そのあと金利が下がると薄くなってしまう。このようなことは分かっていたの

かもしれませんが、組織としては、結果として弱点を見過ごしたのかなと考えています。

CAPITAS CONSULTING

過去の生保破綻事例(1997~2001年)

会社名	破綻時	破綻に至った直接の要因(主なもの)
日産生命	1997年4月	金融機関との提携で予定利率の高い個人年金保険を集めすぎた 不適切な決算対策が傷口を広げた
東邦生命	1999年6月	高利率の資産性商品を大量販売 不動産関連投融資などハイリスク・ハイリターンへの運用に傾斜 経営トップとその周辺が不適切な経営を行っていた
第百生命	2000年5月	余裕のない収益構造のなかで、様々な要因が一気に表面化 (低収益構造や資産規模の急拡大、不適切な資産運用など)
大正生命	2000年8月	収益力の悪化と不良債権問題で支払余力が低下 筆頭株主による詐欺事件に巻き込まれて破綻
千代田生命	2000年10月	高利率、高配当の貯蓄性商品の販売で資産が急拡大 不動産関連などリスクの大きい資産運用に傾斜 政策保有株式の問題
協栄生命	2000年10月	一時私養老保険で多額の逆ざやが発生 資産運用の失敗も傷口を広げた
東京生命	2001年3月	様々な問題が一気に顕在化 (低収益構造や資産規模の急拡大、不適切な資産運用など)

(資料)「経営なき破綻 平成生保危機の真実」(日本経済新聞出版社)などから植村作成

■ 外的要因と内的要因の連鎖により、経営悪化が深刻化した

4

© Capitas Consulting Corporation

結果的に、過去これだけの生命保険会社が経営破綻してしまい、銀行行政とは違い、保険行政では、大きな犠牲を契約者が払ったということ、私たちは忘れてはいけないと思います。

三利源損益の推移(日産生命)								単位:億円
	1988/3	1989/3	1990/3	1991/3	1992/3	1993/3	1994/3	1995/3
費差損益	-38	22	22	-9	-27	15	13	37
死差損益	104	154	183	205	207	208	230	242
利差損益	80	78	100	101	32	-16	-241	-280
合計	146	254	305	296	212	208	3	-2

(資料)検査報告書より作成

予定利率と長期国債利回りの推移

— 10年国債利回り — 予定利率(新契約)

総資産の推移					単位:億円
年度	日産生命	前年比	全社合計	前年比	
1985年度	3,690	19.1%	538,706	17.8%	
1986年度	4,441	20.7%	653,172	21.2%	
1987年度	6,954	56.8%	792,684	21.4%	
1988年度	13,230	90.0%	970,828	22.5%	
1989年度	16,270	23.0%	1,179,439	20.9%	
1990年度	18,555	14.0%	1,316,188	12.0%	
1991年度	19,443	4.8%	1,432,341	8.8%	
1992年度	20,285	4.3%	1,560,111	8.9%	
1993年度	21,029	3.7%	1,691,221	8.4%	
1994年度	21,461	2.1%	1,779,655	5.2%	

(資料)インシュアランス生命保険統計号

責任準備金に占める個人年金のウエート			
<1986年度>		<1989年度>	
日産	全社合計	日産	全社合計
12.3%	2.9%	55.9%	6.8%

(資料)インシュアランス生命保険統計号


(資料)植村作成 5

関係者の方には申しわけないのですが、これは、よく生保破綻の話をする時に使っている日産生命の事例を示したものです。右の赤い丸のように、資産規模がどんどん拡大しました。左下の図表では、1990年代前半くらいに丸が書いてありますけれども、このように高かった金利水準が下がっていきました。それから、上の表は、情報公開請求で得た検査報告書に載っていた、当時の三利源損益の推移です。三利源の

合計は、今で言う基礎利益に近いものだと見ていただければいいと思います。厳密に言うと、当時の三利源と今の三利源とは少し違うところがあるとは思いますが、詳細はお近くのシニアのアクチュアリーに聞いてください。基礎利益的に見ると、93年3月期までは200億円くらいで、危機的な状況に陥る直前には見えません。

ここから何が言いたいかという点、一つは、現行会計ベースによるソルベンシー・マージン比率は、やはり見直しが必要だということを示していると思うのです。特に経済価値ベースで見えていないがゆえに、いい数字がずっと続いていたと思います。もちろん、基礎利益も同様です。

もう一つ言いたい話としては、当局の立場からすると、会計の数字が半年、1年たつて出てくるのを待っているのでは、だんだん取り返しがつかなくなるので、動的な対応が必要だという意識になるのは自然なことだと思います。さらに、過去のこのような事例を見てしまうと、リスク管理をぜひとも高度化してもらいたい、それを促さなければいけないという意識を持つだろうということもわかりますね。



2. 自己規律の活用

1996年	ソルベンシー・マージン比率の導入
1999年	早期是正措置の導入
2000年	千代田生命や協栄生命などが経営破綻
2003年	早期警戒制度の導入 （2005年には監督指針を策定）
2007年	「ソルベンシー・マージン比率の算出基準等について」（金融庁検討チーム報告書）の公表
2008年	リーマン・ショック、AIGの経営危機など
2010年	ソルベンシー・マージン比率の見直し（「短期的見直し」）
2010年	経済価値ベースのソルベンシー規制導入に向けたフィールドテストを実施（2014年、2016年などにも実施）
2011年	ERM（統合的リスク管理態勢）ヒアリングを開始
2014年	日本版ORSA導入（ORSAレポート提出は2015年から）
2025年頃？	経済価値ベースのソルベンシー規制導入？

6

© Capitas Consulting Corporation

では、どのようにしようかという話で、ここ10年から20年くらいの健全性規制絡みのところだけを取り出してみると、結果として言えば、狭義のソルベンシー規制がいまだにでき上がっていないわけで、「何をやっているんだ」という話ではあるのですが、検討が続いています。ただ、最低基準としてのソルベンシー規制を作るだけではなくて、動的な対応やリスク管理の高度化促進などをやっていかなければいけないということで、ここに自己規律を促すという発想が出てきます。自己規律を促すというのは考えてみれば変なのですが、すでに早期警戒制度というものもあります。

もっとも、保険会社の早期警戒制度は、銀行に比べると、予め定められた基準があって、それに従ってやっているというよりは、制度はあって、活用はしていたけれども・・・ということで、行政にいた当時はもう少し制度としての整備が必要とは思っていましたので、ERMを促しましょう、日本版ORSAを導入していきましょうというのは、その発展形として結実したとも言えるのではないかと思います。

ORSAの導入

- 健全性規制の一環としてERMを促進
 - 金融庁は2015年度からORSAレポートの提出を要請
 - さらに、金融庁は各社のORSAレポートを活用し、同レポートをもとにしたヒアリングを行ったうえで、各保険会社のERM評価を実施
 - 金融庁はORSAを「保険会社自らが現在および将来のリスクと資本等を比較して資本等の十分性評価を行うとともに、リスクテイク戦略等の妥当性を総合的に検証するプロセス」と定義（≒ERM）
 - 金融庁がERMを重視する背景
 - 国際的な保険監督規制の一環（ICP16で規定）
 - 保険会社が健全性を確保しつつ持続的な企業価値の向上を果たすことは、契約者保護に資する
 - 健全性の確保には規制資本の設定だけでは不十分

7

ORSAの定義は、はっきりしていない面もありますが、金融庁の公表資料を見ると、「保険会社自らが現在および将来のリスクと資本等を比較して資本等の十分性評価を行うとともに、リスクテイク戦略等の妥当性を総合的に検証するプロセス」という定義を示しているようです。狭くとると、リスクとソルベンシーの自己評価だけを指すという解釈もできますが、通常はもう少し広くとって、保険会社のERMそのものを指すと理解すればいいのでしょうか。1年半くらい前に公表されたORSAヒアリングの概要や評価の目線などを見ても、狭い意味での話ではなくて、ERM全体を見ていることが分かるかと思います。保険会社がやっているERMを、規制当局が、健全性規制の一環として乗っかっているというか、活用させてもらっている。そのようなものだけということになります。

ですから、今までお話ししてきた中で、なぜ金融庁がERMを重視するのかは、もちろん国際的な保険監督規制の中でORSAが規定されているということはあるのですが、当時導入を検討した立場からすると、ソルベンシー・マージン比率のような最低基準だけを決めても、まだ検討中という段階ではありますが、それが仮に完成したとしても、それだけでは健全性を確保する枠組みとして十分ではないという問題意識がありました。保険会社自らが健全性を確保しつつ持続的な企業価値の向上を果たすことは、契約者の保護にも資するという考えのもとで、ORSA導入に進んでいったということです。

当時、金融庁の中で議論をしていた時も、「なぜ企業価値の向上を、行政が見る必要があるのか」という声がありました。銀行行政の方でも、検査の際にリターンについてどこまで着目すべきかという議論を結構やっていたようです。企業価値を上げること自体は経営の話であり、当局の話ではないと思うのですが、持続的に企業価値を上げるような経営をしていくために保険会社が何をしているのかを確認するとか、企業価値を大きく毀損しないような経営をしていくことを促すとかであれば、行政の範疇なのではないか。そのような議論をしたうえで、規制化の準備を進めていったという経緯があります。

国際的な保険監督規制の動向

- 保険基本原則(ICP)の採択 =「ORSA」規定あり
 - IAISが保険監督にあたっての基本原則を策定(全保険会社が対象)
 - IMFの金融セクター評価プログラム(FSAP)の評価基準として使用
(G20首脳会合で合意されたプログラムで、相応の拘束力あり)
- ComFrame(コムフレーム)の構築 =「ORSA」言及あり
 - IAISが国際的に活動する保険グループ(IAIGs)を監督する枠組みを検討
 - IAIGsは規模および国際活動により選定
(日本の保険グループも対象となる見込み)
 - 現在、リスクベースの国際資本基準(ICS)を開発中
- G-SIFIs(G-SIIs)に関する規制
 - FSBがG-SIIsを特定し、保険会社に初めて国際資本規制(BCR)を設定
 - G-SIIsは相互関連性、非伝統的保険・非保険事業を重視して選定
(現在のところ9社)
 - BCRはG-SIIsに上乘せ規制を求めるための土台

8

このスライドはご参考で、このような国際的な保険監督規制動向のなかで ORSA があるという話を説明したものです。

新しい「監督・検査の進め方」とも整合的だが…

- 「自己規律」活用の利点と限界
 - 当局が考えるERMの内容が、各社が目指すものと大きくかけ離れていなければ、両社が十分なコミュニケーションをとることにより、全体としてERMの底上げを図ることができる
 - 金融庁による継続的な後押しがなければ、日本でERMがこれほど急速に浸透しなかった
 - ただし、当局が注目することで自己規律がかえって歪んでしまい、保険会社によるERMへの取り組みが単なる金融庁対応となり、形式的な取り組みに陥ってしまう懸念もある
 - 当局が示す「先進的な事例」をあたかもチェックリストのようにして、形式的な体制整備を進めてしまう
 - 当局の評価基準がチェックリスト化してしまい、会社が不要と考えた項目について不備を指摘され、整備を迫られる

9

他方で、これは後の議論を先に言うてしまう話になるのかもしれませんが、このような自己規律を規制として活用するという枠組みには、メリットもあれば、限界もあるだろうということは、当時から感じていた話です。メリットとしては、当局が考えるERMの内容が、各社が目指すものと大きくかけ離れていなければ、両者が十分コミュニケーションを取るという前提ではありますけれども、全体としての底上げを図ることはできるだろうということで、実際にそのような効果はあったのではないかと、金融庁を離れた今でも思っています。

ただし、当局が注目することで、自己規律がかえってゆがんでしまう、形式的な取り組みに陥ってしまうという懸念があるということは、今日の鈴木さんの問題提起でまさにそこをご指摘いただいています。懸念が懸念でなくなっているということも、もしかしたらあるのかもしれませんが。例えば、金融庁が示す先進的な事例を「チェックリスト」のようにとらえて体制整備を進めてしまうという話や、逆に当局が「チェックリスト」を基に、会社としては要らないような仕組みまで実施を示唆してくる話など、両方のことが起きてしまっているように思います。とはいえ、ORSAのような自己規律を活用していく枠組みには限界があり、しかも、メリットは出尽くしてしまったので、もはや必要はないというのではなく、当局が動的に、かつ、対話型で見ていく仕組みは今後も必要だと考えている次第です。いったんは、これくらいにさせていただきます。どうもありがとうございました。

市川 植村さん、ありがとうございました。私から確認のために簡単な質問の一つさせていただきたいのですが、このように改めて伺うと、ORSA というものは、保険会社の経営をする上では、企業価値の向上を目指す、自分たちのリスクをチェックするという事は当たり前のことのように思えるのですが、監督当局が ORSA の実施を求めるという事態に至ったのは、当たり前のことを当たり前にやれていない、当たり前のことをまずはきちんとやりましょうという発想が背景にあったと捉えていいのでしょうか。

植村 そうですね。国内での経緯は今申し上げたような話で、あえて加えるとしたら、当局自身が当たり前のことをやっていたなかった、モニタリングをきちんとできていなかったということがあったのかもしれませんが。

先ほどの説明では触れなかったのですが、グローバルに見てみると、ORSA のルーツとしては、イギリスの ICAS という規制、これは 2005 年くらいからソルベンシー II が入るまで実施されていたものですが、こちらがありました。ORSA とは若干違っているところがあって、保険会社が自らの資本とリスクの状況を評価し、当局に報告するところまでは同じなのですが、当局からのフィードバックが、当局の評価に応じて「あなたの上乗せ資本は〇〇」というように、当局が求める資本水準に直結する規制だったと認識しています。これが形をやや変えて、EU のソルベンシー II や IAIS の ICP など、グローバルな規制の中に入っていった。

では、イギリスはなぜ ICAS のような規制を採用したのかといえば、やはり 2004 年のバーゼル II の 3 本柱アプローチの影響は大きかったと思いますし、2000 年代は内部モデルが普及していった時期ですから、当局としてこれを見ていかなければいけないという意識もあったと思います。イギリスですので、エクイタブル生命の実質経営破綻も影響を与えたのかもしれませんが。そのような時代背景の中で ICAS が入り、それを少し変える形で今の ORSA につながっていると私は理解しています。よろしいでしょうか。

市川 植村さん、ありがとうございました。

それでは、ディスカッション・パートに移っていきたくと思います。このディスカッション・パートでは、現在の枠組みへの疑問、それから、将来のリスク管理に向けてという、大きく二つのパートに分けて進めていきたくと思います。まずは現在の枠組みへの疑問なのですが、若手代表の鈴木さんから、これまでのお二人の解説を踏まえて、お二人に現在の枠組みへの疑問をぶつけていただきたいと思います。まずはストレステスト周辺について、いかがでしょうか、鈴木さん。

鈴木 藤井さん、プレゼンありがとうございました。VaR や、それを補完するストレステストへの過剰な信頼が、金融危機によって崩れ去ったこと。また、私が最初に問題提起させていただいたストレステストは統合ストレステストのことを言っていて、私たち若手実務家がイメージするストレステストは統合ストレステストのことなのだということも、再確認できました。

それを踏まえての意見なのですけれども、最初の私のプレゼンでも申し上げたとおり、心配になってストレステストの数をどんどん増やしていく。かつ、古いものも、そのままずっと残し続ける。ストレステストをやっていれば大丈夫ということは、金融危機の遠因にもなった VaR への過剰な信頼と全く同じことを統合ストレステストでもしているのではなかろうかという問題意識が芽生えたのですが、そのあたりを教えていただけないでしょうか。

藤井 ありがとうございます。ごもっともな質問だと思わざるをえないところはあります。と申しますのは、最初の会場アンケートの中で、61%の方が、報告やレポート作成自体が目的化して、あまり活用できていないのではないかと回答されたということからすると、恐らく今日感じからすると、先ほどの投票のボタンを押されたのは若手だけではないと思いますので、そのようなところはあるだろうと思います。

その点についてのコメントで申し上げますと、車の運転や飛行機の操縦をイメージしていただければいいのではないかと思います。車でも、幾つかのスピードメーターやタコメーター、温度計などがあって、これが飛行機になるとコックピットにさらにいろいろなものが並んでいて、それを見ながら運転・操縦するわけですが、計器は基本的には状況を示してくれるだけでありまして、運転はしてくれない。少なくとも今現在、ないしはここから10年くらいまでは運転はしてくれないということで、新しい車ですと、バックで車庫入れするガイダンスはしてくれますが、ガイダンスしてくれる途中にアクセルを踏むと、やはりぶつかってしまうということだと思います。

ストレステストは、この計器に例えられると思います。最終的に運転するのは人間であって、ストレステストが運転してくれるわけではないということです。人間がというか、会社や監督当局などがやることです。いろいろなリクエスト、テスト、分析が下方硬直性を持って増えていくということは、金融に限らず、どこの業界でもあることだと思います。そのような意味では、リクエストが増えることは事実だと思いますが、あくまで計器が運転をしてくれるわけではないので、それが目的化してしまったり、計器をたくさん作ればぶつからないということにはならないということだと思います。

また、ツールがそろると、人間は運転能力が落ちるという点も頭に置いておく必要があると思います。やり方を変えると、昔のやり方を忘れるということはよくあると思います。計器が異常値を示した時に、それを止めたり、臨機応変に判断してそれに応じた運転をするのは人間です。最近よく、今の子供は公衆電話の使い方を知らない、と言われます。「災害が発生したら携帯電話はつながりにくくなるから、公衆電話でかけなさい」と言っても、どのように使っていけばいいかわからないと言われていています。最終的な車の運転や飛行機の操縦を人間がやらないといけなければ、計器を見ながら運転する人間は運転する方法を忘れないようにして、数ある計器の中でも、これとこれとこれをきちんと見て、「私はこれとこれを見ながら運転するんだ」ということが出来る状態を確保する必要があると思います。

経営者が、最終的な「運転者」なのであれば、「こういう計器はありますけれども、ストレス時にはこれが重要です」ということを伝えるのがリスク管理者の仕事だと思います。優れた経営者の方であれば、立ち並ぶ計器の中で「こういうときはこれを見て運転をしよう」と思われると思いますが、それに頼って忘れてしまうような、あるいはストレステスト自体が目的化して、テスト結果が並んでいることに満

足するような気配があった場合には、そうならないように、運転のしかたを忘れないようにしていただく努力が、リスク管理者の側には必要なのではないかと思います。

では実際どのような工夫があるかですが、例えば、ブレストを持ちかけてみたり、経営会議以外にも、会社によって円卓会議と呼んだり、関係役員会と呼んだり、ディスカッション・セッションなど、いろいろあると思います。そのようなものを仕掛けてみるということで、立ち並ぶ計器が運転してくれるのではなくて、どれが今、自分の会社にとって重要なものなのかということをお訴えかけていくという形で、ストレステストを活用する問いかけをぜひ経営の方々にもしていただきたいと思います。そうすることで、経営者の方からも、「こうなったらどうなるんだ」とか、「こういうのを作れ」ということもきくと来ると思います。そのような会話を促すために、ストレステストをツールとして使っていただければいいのではないかと思います。私からは以上です。

市川 鈴木さん、納得でしょうか。

鈴木 大変納得いたしました。

市川 鈴木さん、ORSA の方については、いかがでしょうか。

鈴木 ORSA についても、植村さん、プレゼンテーションをありがとうございました。市川さんも全く同じことをおっしゃっていましたが、私の感覚としても、保険会社のビジネスはリスクを取ってリターンを上げることなので、今取っているリスクがどのようなものなのかを考えることは、ごくごく当たり前のことなのではないか。それを当局から言われたからやっているというのは、保険会社として健全ではないし、また、そのような背景・経緯で導入されたものはどうしても形式的にならざるをえず、担当者の疲弊にもつながってしまうのではないかと思います。それでも ORSA は意味があるものなのかということをお教えいただきたいと思います。

また、もう 1 点コメントいただきたいことがあって、自由化以前の、保険料はどこでも同じで、売れば売るほど良かったと思われていた文化。もう 20 年以上たっていますけれども、そのようなことが、もしかしたら影響しているのかもしれない。自由化以前のことは全然イメージが湧かない世代ではあるのですが、そのようなことも教えてもらえると大変助かります。

植村 ありがとうございます。最初のご質問については、先ほどご説明したとおり、当局の立場、規制当局として考えたときに、「こういうことをしたい、していくべきだ」という考えでできてしまっているのが、会社からすると余計なお世話ですよ。ね。「ちゃんとリスクを取っていますか」なんて、何であんたに言われなきゃいけないんだという本音はあると思うのです。しかし、監督者の立場からすると、ソルベンシー・マージン比率のような指標を充足していても、先ほどの日産生命のように、3 年間で資産規模が 4 倍になる会社が出てきて、おそらくリスクベースでは大きな変化が見込まれるような場合には、回復困難な状況になってしまってから対応するのでは遅いし、大変なコストがかかってしまうので、今のうちから将来を見据えた分析をしていきたいと考えるのは、ごく自然な発想だと思います。

では、会社として、「当局の余計なお世話」に対してどうするかという話ですね。ORSA は形だけ当局用に示しておいて、ERM は自分たちのために自由にやるというのも一つの考え方ではあると思うのですが、あま

り得策ではなさそうですし、現実的でもないのかなと。そうすると、すでに ERM を多くの会社では何らかの枠組みで構築していて、会社の経営ツールとして使っているらっしゃると理解していますので、ORSA イコール ERM だと考え、むしろ ORSA の枠組みを積極的に使っていく。規制業種としては、できてしまったものはしかたがないから、それを使っていくという方向で切り替えて考えていくしかないのかなと思います。

あとは、ORSA をどのように利用・活用していくのかという話ですね。具体的なところは、私はコンサルタントなので、「どうぞ依頼してください」という立場ではあるのですが（笑）、ちょうど1年くらい前に弊社の3人で書いた本の中で、ORSA の活用としていくつか書いています。例えば、毎年 ORSA レポートを作りますよね。そのレポート全部とは言いませんが、外部に開示することによって、自己規律が高まるのが期待できる。このような使い方もあります。

あるいは、これは本に書いていない話ですけども、ローテーション人事を踏まえると、率直に言って、当局の担当者を教育しなければいけないこともあると思います。仮に当局が拘子定規な対応を促してきた際、「私たちの会社では、こういう目的で、こういうことをやっているの、それは必要ないと考えている」ということを説明する。それは、自分のためでもありますし、当局のためでもある。こうした対話が重要なのかなと。誰かが一方的に話をして、相手が「はい」というだけの、いわば大企業の部長会議のようなものは対話ではありません。ORSA レポートも何百ページにもなると、受け取った側があまり読めていないのではないかという気がしますので、もう少し要点を絞った方がいいとは思っていますけれども。いずれにしても、規制として受けざるをえない、真面目に対応せざるをえないのであれば、頭を切り替えて、ORSA を存分に活用するのが一番いい話かと考えています。

後半の質問ですが、自由化以前の「売れば売るほど良かった時代」という、私もそのような感覚があったと聞いてはいますけれども、それが今の経営にどのように影響しているかというお話でしょうか。

鈴木 例えば、金融庁が全てコントロールしていたような、過去の自由化以前の風土を変えていかなければいけないという、そのような気持ちを持って当局が行っていきつつあるのかなという意味合いの質問でございます。

植村 確かに今の保険会社の経営陣のマインドとして、当時、最終利益として何をどこまで見ていたのかということはあるにせよ、売れば売るほど利益が得られるという時代で育っていて、「だから、どんどん売ればいいだろう」という発想が、もしかしたらあるのかもしれませんが。確かに、例えば損害保険会社のコマーシャル分野でのプライシング競争などを見ると、まだまだシェア重視の発想が強かったり、生命保険会社のチャネル戦略を見ても、第三者チャネルでは、もちろん売り手の力が強いということはあるにしても、驚くような手数料が出てきたりするようです。このようなことが起きているのは、当時のマインドがまだ根強く残っているのではないかと感じます。

ORSA に限った話かどうかは分かりませんが、私の知る限りでは、そのような自由化以前のマインドを、今の規制当局の皆さんは変えていきたいというか、それだと生き残っていけない、日本の中でだけでも無理だと考えているのではないかと思います。

鈴木 ありがとうございました。

市川 ありがとうございます。まだまだ鈴木さんの不満と怒りは抑え切れないとは思いますが、時間の関

係もありまして、いったん、怒りに震える鈴木さんには頭を切り替えてもらって「将来のリスク管理に向けて」というテーマに、ディスカッションの軸を移していきたいと思っています。

このパートでは、ストレステストやORSAなどに限らず、幅広くリスク管理、あるいはERMというものを対象に、将来に向けて有効に機能するリスク管理、ERMを作るためには、どのようにしていくべきか。既に前半の解説の中にもいろいろとご示唆はあったと思いますが、そのような視点で、次なる経済危機、あるいは、これからの事業環境の変化の中で、リスク管理を武器として活用していくためには何が必要なのか。そのようなことを探っていくパートとしたいと思っています。それでは、再び鈴木さんの方からお願いします。

鈴木 リスク管理を有効に活用していくためにはというテーマで、質問させていただきます。リスク管理の枠組みが導入された背景は分かってきたのですが、それが経営に活用できているかという点、まだ疑問なところがございます。例えば、VaRやストレステストなどで結果が悪かった、限度額を超過したといったときに、資本増強やリスク削減などに議論が行くのではなく、日和見的な、「ちょっと様子を見よう」など、臭いものに蓋をするような対応をしていることも往々にしてあるのではないかと。そのような使い方をしていく限り、リスク管理がどんどん発展して、フレームワークが良くなっていっても、有効に機能するとはいえないのではないかと。そのような観点から、経営にしっかり活用していくためにはどうしたらいいか、お二人に伺いたいと思っています。

藤井 では、私の方から。鈴木さんのお話の中で、ストレステストが何らかの閾値を超えたときに、アクションが起きない、あるいは「これはまずいから、シナリオをちょっと変えてくれ」とありましたけれども、少なくとも後者は論外だろうとは思いますが。前者についても、何もアクションが起きないというのはいけないのですが、そうならないためには、事前にルールを決めておくということだと思います。ストレステストがここまでになったら、例えば経営会議で議論する、さらにここまで行ったら、取締役会まで持っていくなど、会社形態はいろいろあるかもしれませんが、そのようなハイレベルで議論するというルールを決めてしまえば、ルールを違えることはできませんので、一定の縛りになると思います。これが、金融危機後にいわれるようになっていくリスクガバナンスという言葉に通じると思います。

今申し上げたことは上に対するアクションですけれども、一方で、リスク管理をやっている我々に対する注意点としては、アラーム自体が有効なのかどうか。改善すべきところはないのかという点については、常に改善していかなければいけないと思います。アラームは鳴ったのだけれども、「何で鳴っちゃったんだろうな」というような指標であれば、そこは直していく必要がある、ということです。私は昔、イギリスで働いたことがあるのですが、90年代のイギリスのオフィスは、頻りにファイア・アラームが鳴るので、週に2~3回も鳴るので、もうアラームが鳴っても誰も気にしていなくて、普通に仕事をしている。アラーム自体がそのような用途として使えないことをみんなが知っているから、「オオカミが来たぞ」状態なのです。そうだとすると、これはそもそもアラーム自体を変えないといけないわけですね。ストレステストが閾値を超えたときは、上部会議に持っていくということはルール化したり、「シナリオを直してくれ」と言われたら、そこはやはり「いや、部長、そこは違います」と戦うのだと思いますが、一方で鳴ってしまったこと自体がおかしいと思う場合には、手法の方も改善することが必要かと思っています。私からは以上です。

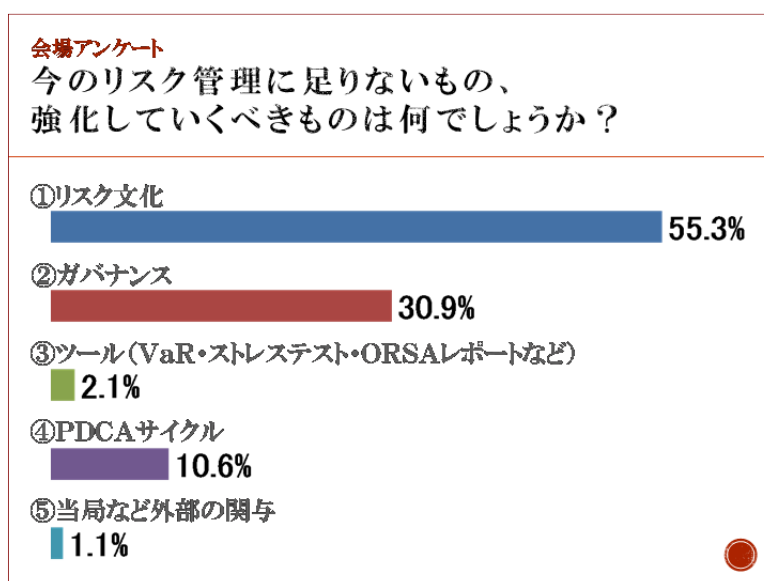
植村 私はこれまでのところ、ずっと規制当局の立場からの話をしてきたので、そうではなく、プレーヤ

一としての話ですね。過去に学ぶ必要があるのは規制当局だけではなく、プレーヤー自身もそうだと思います。国内の保険会社の破綻事例を見て、直接の引き金はいろいろとあるにしても、一番大きかったことは経営統治、ガバナンスですね。ガバナンスの欠如。これは、トップが暴走したケースもあれば、トップの取り巻きの人が、トップの威光をかさに着て動いてしまったケースもありました。また、ガバナンスの不在というのでしょうか。誰も責任を取らないのだけれども、何となく物事が決まっているのか、決まっていないのか、という感じで流れていく経営など、パターンは一つではなくて、いろいろですが、ガバナンスのところを何とかしないと、せっかくERMの枠組みを作っても、魂が入らないと思います。

10年前に私がERMに「飛びついた」と言うのも変ですけども、着目した時よりも前は、リスク管理はあったけれども、リスク管理をやるのはリスク管理部門の仕事だという意識が非常に強かったと思います。ところが、これがERMという話になると、目的が「企業価値の持続的な向上」となります。事業会社でERMがどのようにとらえられているかという話はさておき、少なくとも保険業界ではそのようにとらえられていると思うのです。企業価値の持続的な向上は経営のミッションそのものなので、経営者が自分のこととしてやらなければいけない。そうだとすると、ERMはガバナンス向上という観点からも有効ではないかとして、進めていった経緯があります。

本日は、リスク管理部門が重要視されすぎてしまっているのも、身動きが取れなくなってしまったという弊害も出ているというお話もありました。しかし、それ以前には、社内におけるリスク管理部門の地位が非常に低かった時代があって、そのような時代にはリスク管理の枠組みが経営として使われないということになってしまいます。今は使われるようにはなってきたが、それを本当に使うにはどうしたらいいのかを考える局面に移っている、ある意味で幸せな移り方ではあるのですが、やはりキーワードはガバナンスになると思っています。

市川 ありがとうございます。そろそろお別れの時間が近づいているのですが、皆さんに簡単なアンケートをお答えいただきたいと思います。今のリスク管理に足りないもの、強化していくべきものは何でしょうか。今日の話聞いて感じた感想でお答えください。お願いします。



ありがとうございます。結果を見てみましょう。やはり、ツールがなければならぬのだけれども、それ以上に、リスク管理の魂ともいえる文化や、あるいはガバナンスというところが大事という点を、皆さん、

今日の話の中で感じていただけたのだと思います。

それでは、最後に、各パネリストの皆さんにコメントをお願いしたいと思います。まずは藤井さんから、鈴木さんに対して、あるいは鈴木さんの後ろにいるたくさんの若手たちに対して、何かメッセージなどをお願いできますでしょうか。

藤井 ありがとうございます。リスクマネジャーをずっとやっていると、「あのとき、こうしておけばよかった」というようなことは、何度も経験しています。逆に言いますと、その積み重ね、それを改善しようとするのが、リスク管理の歴史だったということだと思います。

今日のテーマである、今後の金融危機をどのように抑えていくかということについて言うと、やはりその端緒や兆候などを、どこでどのように捉えるか、察知するかということだと思います。ここで僕がいつも考えていることは、「健全な懐疑心」を持つことです。もっと簡単に言ってしまうと、常識を働かせるということです。先ほどの植村さんの話の中に、日産生命のリスク値が、数年で3倍になった。これは、常識で考えたら、何かがおかしいということです。仮想通貨が、2017年の間に100倍になった。普通の常識で考えれば、何かの本源的価値が1年で100倍になるというのはおかしいので、常識から考えれば何かがおかしい。やはり人間の常識は最後は正しいので、それを働かせることです。いろいろな動きを見る中で、リスクマネジャーは、いろいろなシナリオを考えるということだと思います。僕は、リスクマネジャーの究極の姿は、シナリオを考えるシナリオビルダーだと思っています。いろいろな入ってくる情報をもって、常に様々なシナリオを考えていくということ、ぜひお願いしたいと思います。

一方で、常識というものは、どうしても経験に裏打ちされるものがあるということで、5歳の子供に「君は常識がない」と言っても仕方がないので、特に若手の方に「こうした方がいいのではないか」ということを3点お伝えしたいと思います。

一つは、「歴史に学ぶ」ことです。今日お話ししたような過去の経緯、「これがこうなって、こうなったんだ」ということは、将来を考えるための助けになると思います。私の本などを読んでいただくと、そのご参考になるかもしれません（笑）。

二つめは、「賢者に学ぶ」ということです。これは、誰でもいいです。自分が「この人が意見や見識が素晴らしい」と思う人を、フォローするということです。僕が実務をやっている時には、FRB議長だったアラン・グリーンズパンを、常に「賢者」としてフォローしていました。今で言うと、ユーラシア・グループのイアン・ブレマーなどを見ています。皆さんが「これはいいな」と思う人を、できれば違う見方の人を複数持って、追いかけていただきたいと思います。

最後は、「友に学ぶ」ということです。自分だけで考えていても答えは出ません。同僚の方、あるいは、他社のリスク管理を同じように悩んでいる方。前を向くのではなくて、横を向いてほしいと思います。このセッションで、皆さんは前（舞台）に向いている状態ですけれども、講演者の話を聞くだけではなくて、横を向いていただいて、隣で同じように悩んでいる方と悩みを分かち合って、答えを探してもらおうということをしていただければと思います。私からのアドバイスは、以上でございます。

市川 ありがとうございます。植村さん、お願いします。

植村 本日はありがとうございました。メッセージということですが、あくチュアリーの皆さんで

すので、「就社」ではなくて「就職」だということを、まずは強調したいと思います。もちろん、戦術はあると思います。常にノーと言っていたら首になるので、本当に大事な時に、5回に1回か10回に1回は絶対にノーと言えろという、このような気概でやる方がいいのかなと、僭越ながら考えています。

もう一つ、自分が担っている業務には、過去の経緯も影響しているはずとはいえ、何らかの意味はあると思うのですね。もし本当に意味がないのであれば、これは何か言った方がいいとは思いますが。例えば議事録など、記録を残すという業務があります。結構面倒ですよ。テープ起こしのような、今はテープとは言わないかもしれませんが、このような作業に何の意味があるのかと。これは、将来の人たちのためではなく、今の自分たちの役に立つことだと私は考えています。次に何かを決定する時に、それを明快に行うためには、記録に残すことが必要なのです。それがないと、結局は曖昧な形で何となく決まってしまうという世界になる。しかも、密室で決まる。このように、今の自分がやっている業務をできるだけ理解しましょう。

以上の二つを、僭越ながらメッセージとしてお伝えさせていただきます。どうもありがとうございました。

市川 ありがとうございました。鈴木さん、ちょっと時間が限られてしまうのですがお願いします。

鈴木 今日はありがとうございました。私が生まれる前から藤井さんは働かれていて、植村さんは生まれた時から働かれて、自分は非常に若いつもりでいたのですけれども、そんな私も気づいたらいつの間にかアラサー世代になってきました。最近、少しずつ仕事の役割も変わってきて、作業を中心に行っていた以前よりも、新しいリスク管理を作っていくような仕事も少しずつ増えているなど実感している頃です。今日お二人に教えていただいたことを踏まえながら、同世代の皆さん、また、その下の世代の皆さんともリスク管理を作っていくように、明日から頑張っていければと思います。

市川 ありがとうございました。最後は駆け足になってしまいましたが、お時間になりましたので、これで終了させていただきたいと思います。本日のプログラムが、皆さん、特に若手の皆さんにとって意味のあるものになることを、ERM委員会一同、期待しております。ご清聴ありがとうございました。