

損 保

## 第8章

# 資 産 運 用

2023年2月改訂

日本アクチュアリー会

このテキストは日本アクチュアリー会資格試験の第2次試験(専門科目)を受験する方のための教材です。

各項目について見識のある方をお願いして執筆いただきました。

受験生がこのテキストから幅広い理論的・実践的知識を取得し、あわせて応用能力を備えることを狙いとしており、テキストの内容自体が日本アクチュアリー会の公式見解を表すものではありません。

しかしながら、できる限り種々の考え方、意見を集約するよう努めており、受験生にとって適切な学習書としての役割を果たすものです。

#### テキスト部会(損保担当委員)

石黒 貴彦(個人会員)

大関 伸幸(あいおいニッセイ同和損害保険)

大友 貴人(三井住友海上火災保険)

片山 亮太郎(三井住友海上火災保険)

桑原 健太(損害保険ジャパン)

星野 吉孝(東京海上日動火災保険)

溝田 裕樹(東京海上日動火災保険)

安田 健造(損害保険ジャパン)

## 第8章 資産運用

8.1 損害保険会社における資産運用	8-1
8.1.1 損害保険会社における資産運用の意義	8-1
8.1.2 資産と負債・純資産の対応関係	8-2
8.1.3 資産運用の基本的事項	8-4
8.2 資産運用に係る業務と規制	8-10
8.2.1 保険業法による規制	8-10
8.2.2 資産運用関連業務と規制	8-14
8.3 運用対象資産と資金調達	8-19
8.3.1 総資産と運用資産の拡大	8-19
8.3.2 主な運用対象資産とその特性	8-21
8.3.3 資金調達	8-26
8.4 積立勘定	8-30
8.4.1 積立勘定の仕組み	8-30
8.4.2 積立勘定資産の運用	8-33
8.5 リスク管理とALM	8-35
8.5.1 損害保険会社の資産運用におけるリスク管理の重要性	8-35
8.5.2 ALM	8-36
8.5.3 リスクの種類	8-39
8.5.4 リスク指標	8-41
8.5.5 リスクのコントロール	8-45
8.5.6 ALMの実務	8-48



## 8.1 損害保険会社における資産運用

### 8.1.1 損害保険会社における資産運用の意義

製造業やサービス業等の一般の事業会社においては、原材料費や労務費、設備投資費用等、製品・サービスに係る費用(資金)が先に流出した後に、当該製品・サービスの売上げにより資金の回収が行われることから、銀行借入・社債発行・増資等、事業資金の調達(ファイナンス)が会社経営上、大変重要となる。一方で保険会社は、保険金支払の原資として事前に保険契約者から保険料を収受するため、一般の事業会社のように資金調達面での問題は比較的少ないが、保険契約者から預かった保険料を、将来の保険金や満期返戻金等の支払に備えて、安全に管理・運用しなければならない。とくにわが国の損害保険事業では、保険契約準備金の中で積立保険や1年超の長期契約に係る長期性の保険負債が一定の割合を占めており、これらの負債は対応する資産が予定利率で運用されることを前提として評価されているため、市場環境の変化等により最低限必要な利回りでの運用が行えない事態が生じた場合、会社全体の損益および健全性に影響を及ぼすこととなる。また、資産運用により収益を獲得して自己資本の充実を図ることは、保険会社としての健全性の向上につながるという側面がある。

かつて資産運用の損益は事業外(保険本業以外)の取扱いとされていたが、平成8年4月の保険業法改正において資産運用業務が保険会社の本来業務として明確化された(保険業法第97条)。これにより、財務諸表(損益計算書)の経常損益として保険引受損益とともに資産運用損益が表記されるようになり、損害保険会社の業績を評価する際の要素として、保険引受損益だけでなく、資産運用の損益も重要視されるようになった。また、近年の規制緩和による競

争環境の激化、自然災害の発生頻度の増加により、安定的な保険引受利益の確保が困難になっている中、資産運用による利益貢献がより期待される状況となっている。ただし、資産運用の安全性と収益性はトレードオフの関係にあることから、保険料を原資とする資金を保険金支払時まで安全に管理する目的と、一定のリスクを取って資産運用で収益を上げて資本の充実・株主への還元を図る目的との間でどのようなバランスを取るのかは、重要な経営課題である。

アクチュアリーは、保険負債(料率算出、責任準備金・支払備金)の評価について専門的な役割を担うことが期待されているが、資産運用との関係においては、積立保険や一般種目の長期係数に織り込む予定利率等の設定水準が、会社の損益や健全性に影響することを十分に意識する必要がある。さらに、保険会社の健全性(ソルベンシー)を評価する際、各種リスクのうち資産運用に係るリスクが相当な割合を占めており、かつ、運用資産と保険負債を統合したALMの観点でのリスク評価が求められていることから、直近の金利水準や中長期的な運用環境、資産運用リスクの考え方等について、アクチュアリーが一定の知識・見識を持つことが必要となっている。

### 8.1.2 資産と負債・純資産の対応関係

損害保険会社は、保険契約者から収受した保険料を原資とする資金を、将来の保険金等の支払いに備えて管理しているため、実際の資産運用の局面においては、それぞれの資金の性格を考慮した対応が求められる。例えば積立保険料として流入した資金は、満期時まで予定利率以上で運用され、満期返戻金や契約者配当金として契約者に還元されることが期待されているし、長期契約に係る保険料は、先に受け取った将来保険年度分の保険料について、その保険年度が到来するまでの間、予定利率で運用されることが前提となっている。また、事業投資を行う場合に、内部留保に加えて増資や社債発行等により資金調達を行うことがあるが、当該事業投資の実行可否の判断基準として、そ

の必要性や戦略性だけではなく、資金の源泉となる資本コストや借入コストに見合ったものとなっているかの観点も重要である。

貸借対照表は、ある一時点の資金の源泉とその滞留状況を表したものであるが、上記のように各種資金の性格を踏まえると、その資産と負債・純資産との対応関係は、概ね以下のとおりとなる。

#### (1) 保険契約準備金(除く払戻積立金および契約者配当準備金)に対応する資産

この資産は、将来の保険金や経費等の支払いに充当されるものであることから、その支払に支障をきたさないよう、安全に運用・管理することが求められる。さらに、自然災害のように突発的かつ巨額の保険金支払に備えて、流動性を確保(一時的な資金調達手段の確保を含む)しておくことも重要である。

なお、長期の火災保険や医療保険のような長期保険負債を有している場合には、その金利リスクへの対応を考慮した運用が必要となる。

#### (2) 払戻積立金<sup>1</sup> および契約者配当準備金に対応する資産

この資産は、積立保険料を原資として、積立保険の満期時に満期返戻金および契約者配当金を支払うことを目的として運用されているものであることから、予定利率の確保を考慮した安全性・確実性を優先しながらも、契約者への還元を意識した収益性への配慮が求められる。また、満期返戻金のキャッシュフローはある程度予測可能であることから、そのキャッシュフローに対応して、当座の資金繰りや中長期の金利リスク・コントロールといった、資産と負債の管理(ALM: Asset Liability Management)が重要となる。

---

<sup>1</sup> 積立保険以外にも払戻積立金を積み立てている保険種目があるが、ここでは積立保険を前提として記載している。

### (3) 純資産に対応する資産

損害保険会社の純資産(資本)に対応する資産としては、保険事業の遂行に必要な営業用不動産やシステム等の設備投資に加え、保険事業に関連する子会社等への出資(事業投資)がある。また、純資産は、あらゆる損失をカバーするための原資であることから、異常危険準備金でカバーしていない保険引受リスクや資産運用リスク、その他のリスクが発現し、何らかの支払いが必要となる場合に備えて、対応する資産の流動性をある程度確保しておくことも重要である。

なお、事業投資の是非に係る議論は、資金の源泉も含めて、一般的なコーポレートファイナンスに属する分野であるが、特に保険会社においては、その純資産は本業である保険制度の健全性、保険契約者への信頼性の源泉となっている点を踏まえる必要がある。

## 8.1.3 資産運用の基本的事項

### (1) 基本方針

損害保険会社の資産運用に係る基本方針として考慮すべき点としては、「安全性」、「収益性」、「流動性」が挙げられる。

たとえば、安全性は、高リスク資産への投資を回避して元本回収の確実性を高めることを、収益性は、可能なリスクを取ってより高い運用収益を求めることを、流動性は、保険金等の支払に備えて適宜換金できる資産を確保することをそれぞれ意味しているが、実際の運用の局面においては、これらがトレードオフの関係となり、同時には成立しないことが多い。したがって、資産運用の基本方針を定める際は、運用の目的に応じて安全性・収益性・流動性のバランスに



配慮する必要がある。また、レバレッジの著しく大きい取引<sup>2</sup>に多くの金額を投資するなど、どれか一つを極端に軽視した取引を行わないことや、収益性に見合わない余計なリスクは取らないなど、より効率的な投資に努めることが重要である。

## (2) 営業関連投資と純投資

一部の資産規模の大きい保険会社においては、投資先の決定が保険営業をサポートすること等を目的として行われることがあり、そのような投資は営業関連投資(または政策投資)と呼ばれる。代表的なものとしては銀行等への協力預金、取引先企業の株式等の購入がある。

営業関連投資の中でも株式の購入については、古くから相当規模で行われていたため、日本経済の発展や旧保険業法の第86条準備金の存在とも相まって含み益の醸成に結びつき、結果として多くの損害保険会社の健全性を支えてきたといえる。しかし、株式投資は資産運用の有力な手段の一つであるにもかかわらず、既存の保有額が大きすぎるため、業法による規制やリスク管理の観点から運用資金を新たに株式に投資することが困難であること、また、相手先との関係から機動的な売却による換金が難しく流動性に欠けることから、資産運用の効率性を損なっている面もある。

一方、営業関連投資に対して、安全性、流動性に留意しつつ純粋に収益の拡大を求める投資は純投資と呼ばれる。運用の効率性を高めるためには、営業関連投資を圧縮し純投資を拡大することが必要であろう。

---

<sup>2</sup> 取引対象物の価格(たとえば株価)の変動に対する当該取引の時価の変動率が大きい(すなわちリスクが大きい)取引のこと。このような取引に多くの金額を投資することは、安全性に反することになる。

### (3) 積立勘定と合同勘定<sup>3</sup>

積立勘定(8.4節参照)の導入は、損害保険会社の資産運用のあり方に大きな影響を与えた。

積立勘定で運用している資金は、損害保険会社の側から見れば、予定利率等のコストのある負債性の資金であり、それが積立勘定によって他の資金とは分別して管理され、運用されるようになったことから、資金の性格やコストが明確化され、これに応じて資産運用方法や管理手法の発達が促されることとなった。具体的には、まず従来の利息配当金収入の多寡にのみ着目するインカム利回り志向から、売却損益等も加えた総合利回り志向への変化が挙げられる。これは事業方法書の積立勘定財産運用細則において、積立勘定に属する財産の運用益の範囲が利息および配当金のほかに、償還損益、売却損益、為替差損益、貸倒関連損益等を含めたものとされていることが影響している。さらに、予定利率等のコストと期日のある負債性の資金を運用することから、過度のリスクや不要なリスクを取らないためのリスク管理手法の高度化や、負債の特性に応じた運用手法の選択、逆に運用環境を踏まえた積立保険の販売政策の決定といった、資産と負債を総合的に管理するALM的な管理手法が活用されるようになった。

一方、合同勘定には、様々な目的の資金が混在しているが、それ故に、長期火災等の長期保険負債が有する金利リスクへの対応や、保険金の支払いに備えた流動性の確保といった損害保険事業を遂行する上で必要な対応を行った上で、取得するリスクとリターンに見合った効率的な資産配分を行える管理体制を確立することが重要である。

---

<sup>3</sup> 全体勘定(総資産)から積立勘定を除いたもの。一般勘定という場合もある。

#### (4) 資産運用収益の管理

ここでは、資産運用の収益管理における視点の一例を挙げる。

##### ① インカムゲインとキャピタル損益

債券、貸付金、預貯金等から生じる受取利息、株式から生じる配当、投資信託から生じる収益分配金、投資用不動産から得られる賃料収入等を総称してインカムゲインと呼び、債券、株式、土地等の売却に伴って生じる売買差損益、および期末時点の評価替えに伴う評価損益、債券の償還時に生じる償還損益等をキャピタル損益(利益の場合はキャピタルゲイン、損失の場合はキャピタルロス)と呼ぶ。

インカムゲインは損害保険会社の損益計算書においては、利息及び配当金収入として計上され、キャピタル損益は有価証券売却損益、あるいは不動産売却損益等として区分して計上されるが、資産運用収益としては、それらを合算して総合的に管理することが重要である。例えば、インカムゲインは保有する有価証券の特性に応じて計画的に発生するものが多く、キャピタル損益は市場の変動(償還損益)や投資行動(売却損益)により生じるものが多いことから、相対的に確度の高いインカムゲインを基準とした計画を策定し、その実績に対して市場変動や投資行動に伴うキャピタル損益を反映させていくといった収益管理方法が考えられる。

##### ② 含み損益

保有している資産の時価額が帳簿価額(簿価)と異なるとき、その差額がプラスであれば含み益、マイナスであれば含み損の状態にあるという。

損害保険会社の保有する有価証券は、金融商品会計基準における「その他有価証券」に区分されることが多く、この場合、含み損益の増減は、損益計算

書の当期純利益には反映されずに、純資産に反映させる取り扱いとなる<sup>4</sup>。また、土地は購入時の価格を簿価とし、その後の地価の変動による含み損益の発生は会計上認識しない。貸付金についても、金利水準や相手先の信用度の変化に応じて実質的な時価変動が生じていると考えられるが、現在の会計基準では含み損益の認識は行わない<sup>5</sup>。

このように、運用資産の含み損益の増減は会計上の当期純利益に影響しない<sup>6</sup>が、これらは資産価格の変動により生じるものであり、経済価値ベースで見れば、実質的な純資産の増減、すなわち保険会社にとってのソルベンシーの増減が発生していることになる。そのため、含み損益については、運用資産の収益管理という観点のみならず、保険会社の資本管理の一環として把握する必要がある。なおこの場合、資産側だけでなく、負債の含み損益の増減についてもあわせて考慮することが重要である。

### ③ 貸倒関連損益

貸付金が債務者の倒産等により回収不能となり資産価値がなくなった場合には、当該貸付金を資産から落とし損失を損益計算書に計上する。また資産価値が一部残るが回収可能性に一定の懸念が生じた場合には、回収不能と見込まれる金額を貸倒引当金繰入額(損失)として計上する。更に不良債権を第三者に譲渡する場合には、帳簿価額と譲渡価格の差額が譲渡損失となる。

これらの貸倒関連損益もキャピタル損益の一部となる。

---

<sup>4</sup> 含み損については、当期の損失として処理することもできる。

<sup>5</sup> 上場企業では、平成22年3月期決算から、貸付金の時価開示が要求されている。

<sup>6</sup> 有価証券・土地は、著しく時価が下落した場合は強制評価減・減損を計上する。また、貸付金は自己査定の結果に基づき、必要に応じて個別引当金を計上する。いずれも、資産価値の大きな減少に対しては、実現(売却)していない段階で損失を認識するよう、保守的な取り扱いとなっている。

#### ④ ヘッジ取引の損益

債券や外貨建資産は、金利水準や為替レートにより時価が変動するが、そのリスクを避けるために当該資産を売却するのではなく、運用行動の一環として、金利スワップや為替予約といったデリバティブ取引によりヘッジを行うことで損益の変動を抑制することがある。運用収益を管理する上では、現物資産から発生する損益だけではなく、これらのヘッジ取引の損益を加味する必要がある。

## 8.2 資産運用に係る業務と規制

### 8.2.1 保険業法による規制

保険会社の資産は保険金や満期返戻金等の支払の原資であることから、その健全性を確保するために、保険業法、保険業法施行令、保険業法施行規則、金融庁・大蔵省告示および保険会社向けの総合的な監督指針等に、資産の運用方法および運用額等についての制限が規定されている。

#### (1) 資産運用方法の制限

保険会社の資産運用は、保険業法第97条第2項において「有価証券の取得その他の内閣府令で定める方法によらなければならない」とされており、保険業法施行規則第47条(資産の運用方法の制限)に次のとおり規定されている。

#### 保険業法施行規則

##### (資産の運用方法の制限)

**第47条** 法第97条第2項に規定する内閣府令で定める方法は、次に掲げる方法とする。

一 有価証券(金融商品取引法第2条第1項に規定する有価証券及び同条第2項の規定により有価証券とみなされるものをいう。)の取得(第3号、第3号の2、第6号の2、第8号及び第9号に該当するものを除く。)

二 不動産の取得

三 金銭債権の取得

三の二 短期社債等(法第98条第6項に規定する短期社債等をいう。以下同じ。)の取得

四 金地金の取得

五 金銭の貸付け(コールローンを含む。)

六 有価証券の貸付け

六の二 民法第667条第1項(組合契約)に規定する組合契約又は商法第535条(匿

名組合契約)に規定する匿名組合契約に係る出資

七 預金又は貯金

八 金銭、金銭債権、有価証券又は不動産等の信託

九 有価証券関連デリバティブ取引(金融商品取引法第28条第8項第6号に規定する有価証券関連デリバティブ取引をいう。以下同じ。)

十 金融商品取引法第2条第20項に規定するデリバティブ取引(前号に掲げるものに該当するもの及び暗号資産(同条第24項第3号の2に規定する暗号資産をいう。以下同じ。))又は暗号資産関連金融指標(同法第185条の22第1項第1号に規定する暗号資産関連金融指標をいう。第52条の2の2第3号、第52条の16第1項第4号ニ及び第56条第2項第1号において同じ。)に係る取引を除く。)

十一 法第98条第1項第8号に規定する金融等デリバティブ取引

十二 先物外国為替取引

十三 前各号に掲げる方法に準ずる方法

## (2) 資産の運用額の制限

保険会社の資産の運用対象が特定の債務者に偏ることは、経済・金融環境の変動や当該債務者が破綻した場合に多額の損失を被ることとなり、保険事業の運営に支障を来す可能性があることから、同一人に対する運用額の上限規制が設けられている。

同一人与信とは、同一の者(債務者)に信用を供与することで、保険業法第97条の2第2項、同条の2第3項、同法施行規則第48条の3、第48条の5および平成10年大蔵省告示第228号第6条第5項において、同一人に対する与信についての上限割合が規定されている。

<同一人に対する与信の上限割合>

資産区分		上限割合			
		合同勘定	積立勘定	総資産	
保険会社単体	同一人	社債、株式、貸付金、貸付有価証券、預金(除く当座・普通預金)、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	10%	10%	—
		貸付金、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	3%	—	3%
	保険主要株主	社債、株式、貸付金、貸付有価証券、預金(除く当座・普通預金)、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	6%	6%	—
		貸付金、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	2%	—	3%
保険会社グループ	同一人	社債、株式、貸付金、貸付有価証券、預金(除く当座・普通預金)、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	10%	—	—
		貸付金、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	3%	—	—
	保険主要株主	社債、株式、貸付金、貸付有価証券、預金(除く当座・普通預金)、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	6%	—	—
		貸付金、債務の保証およびリース投資資産(付随費用を含む)の合計	2%	—	—

- ・「同一人」は、個別の企業(または個人)単位と、当該企業とその子会社等(保険業法施行規則第48条の2で定める特殊な関係にある者)を合算した単位(同一人グループ単位)それぞれについて、この規定が適用される。
- ・「保険主要株主」<sup>7</sup>は、当該保険会社の主要株主基準値<sup>7</sup>以上の数の議決権を保

<sup>7</sup> 「保険主要株主」および「主要株主基準値」の定義は、保険業法第2条第13項およ



有する者で、当該保険主要株主単位と、当該保険主要株主とその子会社等を合算した単位(保険主要株主グループ単位)それぞれについて、この規定が適用される。

- ・ 当該保険会社の子会社等を有する場合は、当該子会社等の資産の運用の額と合算して、上記の上限割合を適用する(保険業法第97条の2第3項、同施行規則第48条の5第1項)。したがって、同一人と信限度額の管理を行う際は、保険会社・与信先とも、それぞれ単体ベースとグループベースでの与信額の把握を行う必要がある。

なお、これらの運用額の上限規定は、金融庁長官の承認を得た場合には、この限りでない。(保険業法施行規則第48条の3第2項ただし書および第48条の5第2項ただし書)

### (3) 信託による脱法行為の禁止

保険業法施行規則第49条では、保険会社が信託を利用して資産の運用を行う場合であっても、上記(1)、(2)の規制が適用され、制限をまぬがれることはできないことを規定している。これは、保険業法施行規則第47条に規定された資産運用方法以外の方法を信託を通じて行うことを禁止するとともに、信託されている財産についても、保険業法施行規則第48条の3および第48条の5に規定された各制限額に含める旨を定めたものである。

### (4) 資産の運用制限の例外

資産価格の変動、担保権の実行、代物弁済その他の当該保険会社の意思に基づかない理由により前述の制限(保険業法施行規則第47条から第49条)に反してしまった場合は、保険業法施行規則第50条の規定により、資産の運

---

び第14項に規定されている。

用制限の例外として認められるが、漸次、前述の規定の趣旨に従って、資産の運用方法または運用額を改めなければならない。

#### (5) 保険会社等による議決権の取得等の制限

保険会社またはその子会社は保険業法第107条の規定により、保険業法に定める子会社対象会社以外の国内の会社の議決権について、当該会社の総株主等の議決権の10%を超えて取得または保有することが禁止されている。これは「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」(いわゆる「独占禁止法」)第11条の規定と同じものであり、金融機関の一つである保険会社に他の会社に対する支配を制限する趣旨である。資産を株式で運用する際にはこの制限割合を超えないよう注意する必要がある。

### 8.2.2 資産運用関連業務と規制

保険会社は、保険制度を運営することを主たる目的とする認可事業であるため、他の事業の損失が保険事業に及ぶことを防止するために、業務範囲に一定の制限を設ける必要がある。そのため保険業法において、「固有業務(第97条)」「(保険引受業務、資産運用業務)の他に保険会社が行うことのできる「付随業務(第98条)」と「法定他業(第99条)」を規定し、これら以外の業務を行うことを禁じている(第100条)。

#### (1) 付随業務

付随業務とは、保険会社の固有業務に関連性・親近性があり、本業である固有業務に対してあくまで従たる限度を超えないように行うことが適当な業務であり、保険業法第98条においてその範囲等が規定されている。

#### 保険業法

**第98条** 保険会社は、第97条の規定により行う業務のほか、当該業務に付随する次に掲げる業務その他の業務を行うことができる。

- 一 他の保険会社(外国保険業者を含む。)、少額短期保険業者、船主相互保険組合(船主相互保険組合法(昭和25年法律第177号)第2条第1項(定義)に規定する船主相互保険組合をいう。)その他金融業を行う者の業務の代理又は事務の代行(内閣府令で定めるものに限る。)
- 二 債務の保証
- 三 国債、地方債若しくは政府保証債(以下この号において「国債等」という。)の引受け(売出しの目的をもってするものを除く。)又は当該引受けに係る国債等の募集の取扱い
- 四 金銭債権(譲渡性預金証書その他の内閣府令で定める証書をもって表示されるものを含む。)の取得又は譲渡(資産の運用のために行うものを除く。)
- 四の二 特定目的会社が発行する特定社債(特定短期社債を除き、資産流動化計画において当該特定社債の発行により得られる金銭をもって金銭債権(民法第3編第1章第7節第1款(指図証券)に規定する指図証券、同節第2款(記名式所持人払証券)に規定する記名式所持人払証券、同節第3款(その他の記名証券)に規定するその他の記名証券及び同節第4款(無記名証券)に規定する無記名証券に係る債権並びに電子記録債権法(平成19年法律第102号)第2条第1項(定義)に規定する電子記録債権を除く。以下この号において同じ。)又は金銭債権を信託する信託の受益権のみを取得するものに限る。以下この号において同じ。)その他特定社債に準ずる有価証券として内閣府令で定めるもの(以下この号において「特定社債等」という。)の引受け(売出しの目的をもってするものを除く。)又は当該引受けに係る特定社債等の募集の取扱い
- 四の三 短期社債等の取得又は譲渡(資産の運用のために行うものを除く。)
- 五 有価証券(第4号に規定する証書をもって表示される金銭債権に該当するもの及び短期社債等を除く。)の私募の取扱い
- 六 デリバティブ取引(資産の運用のために行うもの及び有価証券関連デリバティブ取引に該当するものを除く。次号において同じ。)であって内閣府令で定めるもの(第4号に掲げる業務に該当するものを除く。)
- 七 デリバティブ取引(内閣府令で定めるものに限る。)の媒介、取次ぎ又は代理
- 八 金利、通貨の価格、商品の価格、算定割当量(地球温暖化対策の推進に関する法律(平成10年法律第117号)第2条第7項(定義)に規定する算定割当量その他こ

れに類似するものをいう。次条第2項第4号において同じ。)の価格その他の指標の数値としてあらかじめ当事者間で約定された数値と将来の一定の時期における現実の当該指標の数値の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引又はこれに類似する取引であって、内閣府令で定めるもの(次号において「金融等デリバティブ取引」という。)のうち保険会社の経営の健全性を損なうおそれがないと認められる取引として内閣府令で定めるもの(資産の運用のために行うもの並びに第4号及び第6号に掲げる業務に該当するものを除く。)

九 金融等デリバティブ取引の媒介、取次ぎ又は代理(第7号に掲げる業務に該当するもの及び内閣府令で定めるものを除く。)

十 有価証券関連店頭デリバティブ取引(当該有価証券関連店頭デリバティブ取引に係る有価証券が第4号に規定する証書をもって表示される金銭債権に該当するもの及び短期社債等以外のものである場合には、差金の授受によって決済されるものに限る。次号において同じ。)(資産の運用のために行うものを除く。)

十一 有価証券関連店頭デリバティブ取引の媒介、取次ぎ又は代理

十二 機械類その他の物件を使用させる契約であって次に掲げる要件の全てを満たすものに基づき、当該物件を使用させる業務

イ 契約の対象とする物件(以下この号において「リース物件」という。)を使用させる期間(以下この号において「使用期間」という。)の中途において契約の解除をすることができないものであること又はこれに準ずるものとして内閣府令で定めるものであること。

ロ 使用期間において、リース物件の取得価額から当該リース物件の使用期間の満了の時ににおいて譲渡するとした場合に見込まれるその譲渡対価の額に相当する金額を控除した額及び固定資産税に相当する額、保険料その他当該リース物件を使用させるために必要となる付随費用として内閣府令で定める費用の合計額を対価として受領することを内容とするものであること。

ハ 使用期間が満了した後、リース物件の所有権又はリース物件の使用及び収益を目的とする権利が相手方に移転する旨の定めがないこと。

十三 前号に掲げる業務の代理又は媒介

十四 顧客から取得した当該顧客に関する情報を当該顧客の同意を得て第三者に提供する業務その他当該保険会社の保有する情報を第三者に提供する業務であつ

て、当該保険会社の行う保険業の高度化又は当該保険会社の利用者の利便の向上に資するもの

十五 当該保険会社の保有する人材、情報通信技術、設備その他の当該保険会社の行う保険業に係る経営資源を主として活用して行う業務であつて、地域の活性化、産業の生産性の向上その他の持続可能な社会の構築に資する業務として内閣府令で定めるもの

上記のうち、資産運用業務関連で実際に行われているものの事例としては、債務者の債務を保証することにより保証料を対価として得る「債務の保証」(第2号)と、天候デリバティブ取引や地震デリバティブ取引を含む「デリバティブ取引」(第6号)がある。

## (2) 法定他業

法定他業とは、本来的には他業であるが、保険会社のノウハウや経営資源を活用して、固有業務の遂行を妨げない限度において行うことができる業務であり、保険業法第99条においてその範囲等が規定されている。

### 保険業法

**第99条** 保険会社は、第97条及び前条の規定により行う業務のほか、第97条の業務の遂行を妨げない限度において、金融商品取引法第33条第2項各号(金融機関の有価証券関連業の禁止等)に掲げる有価証券又は取引について、同項各号に定める行為を行う業務(前条第1項の規定により行う業務を除く。)及び当該業務に付随する業務として内閣府令で定めるものを行うことができる。

2 保険会社は、第97条及び前条の規定により行う業務のほか、第97条の業務の遂行を妨げない限度において、次に掲げる業務を行うことができる。

- 一 地方債又は社債その他の債券の募集又は管理の受託
- 二 担保付社債信託法により行う担保付社債に関する信託業務
- 三 金融商品取引法第28条第6項(通則)に規定する投資助言業務
- 四 算定割当量を取得し、若しくは譲渡することを内容とする契約の締結又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行う業務(前条第1項の規定により行う業務を除く。)で

あって、内閣府令で定めるもの

五 資金決済に関する法律（平成21年法律第59号）第2条第2項（定義）に規定する  
資金移動業

3 生命保険会社は、第97条及び前条の規定により行う業務のほか、第97条の業務の  
遂行を妨げない限度において、信託業法の規定にかかわらず、その支払う保険金  
について、信託の引受けを行う業務（以下「保険金信託業務」という。）を行うことが  
できる。

（以下省略）

上記のうち、資産運用業務関連で実際に行われているものの事例としては、  
証券投資信託の募集の取扱い（第2項第1号）がある。なお、平成20年の業法  
改正により、投資助言業務（第2項第3号）と排出量取引（第2項第4号）が、平  
成21年の業法改正により、資金移動業（第2項第5号）が追加された。

## 8.3 運用対象資産と資金調達

### 8.3.1 総資産と運用資産の拡大<sup>8</sup>

#### (1) 総資産の推移

損害保険会社の総資産は昭和30年代には全社合計でも5,000億円に満たない規模であったが、平成19年度末には約30兆円の規模にまで達している。この間の伸び率の1年あたりの平均は約9%であるが、もう少し期間を分けると、昭和35年以降の15年間で平均21%、昭和50年以降の15年間で平均14%、平成2年以降の17年間で平均1.6%となっている。これは高度成長期におけるインフレーションの影響に加え、モータリゼーションの進展による自動車保険の増収や積立保険の販売状況等を反映した姿であるが、いずれの期間においても損害保険会社は、日本経済全体の成長率を上回るスピードで総資産規模を拡大させてきたことになる。

その後、リーマンショックなどの市場環境の変化で総資産規模が減少する局面もあったが、令和3(2021)年度末で、約33兆円となっている。

#### (2) 運用資産の拡大

総資産のうち、預貯金、コールローン、買現先勘定、債券貸借取引支払保証金、買入金銭債権、金銭の信託、有価証券、貸付金、土地・建物の合計を運用資産と呼び、有価証券報告書等において区分ごとの金額を開示している。

---

<sup>8</sup> 規制緩和による事業領域の拡大や、会計制度の変更(時価会計による株式含み益の反映、税効果会計等)により、統計上の資産規模だけでは損害保険事業全体の質的側面までを評価できない点、留意する必要がある。

また、総資産のうち、運用資産に含まれない資産(その他の資産)の主なものには、現金、動産、建設仮勘定、代理店貸、再保険貸、繰延税金資産、支払承諾見返等がある。運用資産も総資産の増加に合わせて、その規模を拡大してきた。運用資産の総資産に占める割合は、昭和40年代は80%前半であったが、近年では90%程度まで増加している。これは、機械化により代勘精算の効率化が進んだこと等が要因となっている。

＜損害保険会社総合資金運用状況(損保協会とりまとめ)＞

科 目		金額(百万円)	対総資産割合
預貯金		2,450,656	7.5%
コールローン		30,042	0.1%
買現先勘定		81,047	0.2%
債券貸借取引支払保証金		—	0.0%
買入金銭債権		96,401	0.3%
金銭の信託		41,725	0.1%
有 価 証 券	国 債	3,578,099	11.0%
	地方債	364,626	1.1%
	社 債	2,895,297	8.9%
	株 式	7,006,604	21.5%
	外国証券	9,803,116	30.1%
	その他の証券	699,208	2.1%
	計	24,346,983	74.8%
貸 付 金	保険約款貸付	16,786	0.1%
	一般貸付	1,414,519	4.3%
	計	1,431,309	4.4%
不動産		832,419	2.6%
計(運用資産)		29,310,634	90.0%
その他		3,253,606	10.0%
合 計		32,564,302	100.0%

- ・「その他」は、現金、建設仮勘定、その他の有形固定資産、無形固定資産、代理店貸、再保険貸、繰延税金資産、支払承諾見返等。
- ・金融商品会計基準。令和4(2022)年3月末、29社合計。



### 8.3.2 主な運用対象資産とその特性

#### (1) 債券

債券は、国や企業などが資金を調達するために発行する有価証券で、償還まで一定の利息が支払われる固定利付債、直近の金利水準等により定期的に利息が見直される変動利付債、利息がない割引債などの種類がある。債券の利回りは、償還までの期限が同じ国債等の金利水準に基づいて決定されるが、発行体の信用度が低い(デフォルトリスクが高い)ほど、高い利回り(上乗せ金利が必要)となる。

債券はごく一部の永久債を除き満期(償還)があり、残存期間が1～3年程度の短期債、3～7年程度の中期債、7～10年程度の長期債、10年超の超長期債におおむね分類される。この期間の多様性は、運用している資金の性格に応じたポートフォリオの構築を行うときに重要になる。

債券には、発行体がデフォルトした場合に、予定通りに元利金が支払われない可能性があるという信用リスクがある。ただし、債券は当該発行体の株式に優先して償還されるため、株式よりは低リスクの資産と考えることができる。また、固定利付債の利息は償還まで変更されないことから、金利の変動や発行体の信用度の変化による価格変動リスクも有しているが、損害保険会社の運用特性上、ALMの観点から満期まで保有する前提で債券を購入することが多く、この場合は価格変動リスクよりも発行体の信用リスクの方が重要となる。

債券は、貸付金や不動産等に比べて流動性が高く、資金が必要となった場合に売却して換金することが比較的容易であるため、流動性リスクは相対的に低いといえる。ただし、金利の変動や信用度の変化等により、換金時の価格が低下していることにより損失を被る可能性がある。なお、外貨建債券への投資は、上記の各リスクに加えて為替変動リスクが伴う。

## (2) 株式

株式は、株式会社の持分権を表した有価証券で、その持分割合に応じ、当該株式会社の利益の配分を受けたり、株主総会議案に対する議決権を行使したりすることができる。一般に償還期限がなく、企業の業績により配当が増減する可能性があることに加え、発行体がデフォルトした場合には社債や貸付金等の一般債務に劣後するなどの性質により、価格変動リスクが大きい資産である。

流動性の面では、取引所に上場している株式は、その発行体に各種のディスクロージャーが義務付けられ、日々の取引を通じて市場価格が形成されているため、比較的換金性が高い資産といえる。一方、非上場の株式は、第三者に売却するために適正な価格を評価するのに一定の時間を要することや、売却したくても買い手が現れない場合も考えられることから、流動性が低い資産に区分される。

## (3) 貸付金

貸付金は、資金需要者に対して利息を付して金銭を貸し付けることによる債権で、法人貸付と個人貸付に大別される。法人貸付の資金は主に設備投資資金や運転資金等の企業の事業資金に使用され、個人貸付の資金は主に住宅ローンや自動車ローン等の消費資金に使用される。企業そのものではなく、特定の事業(プロジェクト)に対して、その事業が生み出すキャッシュフローや資産担保能力を審査して融資を行う、いわゆるプロジェクトファイナンスもある。

貸付金は相対取引であるため、個々の貸付先との間で期間・金額・返済方法(元本一括・元利均等など)・適用金利(固定・変動)等の諸条件を自由に設定することができる点に特徴がある。適用金利は、貸付時の市場金利に対して、(社内格付に基づく)貸付先の信用度を加味して決定する。貸付金は、第三者に売却して換金することが一般に困難で流動性が低いことや、市場価格がな

いため信用リスクの変動を認識することが遅れがちになる点を踏まえ、貸付前の審査や期中の信用リスク管理を行う体制を整えた上で実行することが重要である。

損害保険会社の運用資産としての貸付金は、1980年代から90年代前半にかけての積立保険の販売拡大に伴って、その資産残高を増やしていったが、近年は、積立勘定資産の減少に伴い、運用資産に対するウエイトも減少(1995年度末:約24%、2021年度末:約5%)した。

#### (4) 短期運用

保険会社は保険事故の発生時に速やかに保険金の支払を行うために、常時一定の支払準備を確保しておかなければならない。そのため、資産の一部を短期運用の形で保有して、突発的な資金需要に備えておくことが一般的である。また、損害保険会社の運転資金残高は、保険料の入金、保険金の支払い、社費(給与等)の支払い等により、月次や年次で増減の波がある。この中で、運転資金残高をどの程度の水準に置くのかは、会社の財務方針により異なると考えられるが、例えば、資金が最も少ない時点を基準点(資金がゼロ)とおいた場合は、ほとんどの期間において運転資金が余る状態となり、収益性の観点から短期運用を行うことが効率的である。なお、資金残高の基準点を月次や年次の平均とした場合は、資金がマイナスとなる期間についての調達手段(8.3.3 参照)の確保が必要となる。

短期運用の主な手段には、国庫短期証券(T-Bill)、コールローン、コマーシャルペーパー(CP)、譲渡性預金(CD)などがある。

#### (5) 投資信託

投資信託は、信託報酬(コスト)を支払うことで、あらかじめ定めた投資戦略に基づいた運用を外部に委託する投資形態で、株価指数・債券指数等のベンチマークに沿った運用を行うパッシブファンドや、ベンチマークに対する超過

収益を目指すアクティブファンド等、様々な資産区分・投資戦略のものから選択することができる。いわゆるヘッジファンドは、特定のベンチマークを用いるのではなく、ファンドマネージャーのスキルにより絶対的な収益を目指す投資信託である。

損害保険会社においては、自社の運用体制では実行が困難な資産区分・投資戦略に資金を配分したい場合に、投資信託が利用されている。

## (6) 不動産

損害保険会社の所有する不動産は保有目的によって、本社ビルや営業所店舗・厚生施設等自社の使用に供する営業用不動産と、賃貸により収益を挙げる目的をもって運用する投資用不動産に分けられる。投資用不動産は、長期安定的なキャッシュフロー収入を確保でき、また賃料を物価動向に応じて見直すことでインフレヘッジ機能を持つ運用手段となる反面、価格変動リスクや空室リスクを負うこととなる。

投資用不動産を直接保有するのではなく、不動産投資信託(REIT)を購入することにより、資産ポートフォリオに不動産を加えることも可能となっている。

## (7) デリバティブ取引

損害保険会社では、主に資産や負債の価格変動リスクや金利変動リスクのヘッジのために、デリバティブ取引を利用している。主なデリバティブ取引には、次のようなものがある。

### ① 先物(フューチャー)取引

先物取引は取引所に上場されているデリバティブ商品で、将来の特定の時期に、特定の商品を、特定の数量、特定の価格で購入または売却することを約束する取引であって、受渡日までに当該商品を転売または買い戻したときには、差金の授受により決済することができる。金利変動リスクのヘッジには債券先物取引や金利先物取引が、株式ポートフォリオの価格変動リスクのヘッジには株

価指数先物取引が利用される。

## ② オプション取引

オプション取引は将来の特定の時期または期間内に、特定の商品（原資産）を、特定の数量、特定の価格で購入または売却する権利を売買する取引で、オプションの買手はプレミアムと呼ばれるオプション料を売手に支払う。先物取引では特定の時期が来れば売買が実行されなければならないが、オプションの場合にはオプションの買手に売買の実行に関する選択権がある。オプション取引は、有価証券や通貨の他に、各種のデリバティブを原資産としたオプション<sup>9</sup>も取引されている。

オプション取引は先物取引同様に価格変動リスクのヘッジに用いられるほか、ターゲット・バイイングのような運用戦略にも利用されることがある。

## ③ スワップ取引

### a. 金利スワップ

同一通貨のキャッシュフローを相互に定期的に交換する取引で、変動金利と様々な期間の固定金利を交換する。金利変動リスクのヘッジに利用される。

### b. 通貨スワップ

異なる通貨間でキャッシュフローを相互に定期的に交換する取引で、外債に投資した際の為替変動リスクのヘッジ等に利用される。

## ④ 為替予約(フォワード)取引

為替予約取引は、将来の一定時期に実行する外国為替売買取引の条件を約定することで、為替変動リスクのヘッジに利用される。

---

<sup>9</sup> 債券先物取引を原資産とする債券先物オプションや金利スワップ取引を原資産とするスワップションなどがある。

### 8.3.3 資金調達

保険会社における資金調達とは、保険料以外の方法で外部から資金を取り入れることをいい、当座借越、コマーシャルペーパー、社債発行といった負債による調達と新株発行による増資のような資本としての調達とがある。また、一時的な資金繰りを補完するために行う当座借越等の短期的な調達と、設備投資のための社債発行のような中長期的な調達とがある。資金調達を行う際は、保険会社向けの総合的な監督指針(Ⅱ-3-11 資産運用リスク管理態勢 Ⅱ-3-11-2 主な着眼点 (5) 資金の調達)に記載された事項に留意し、調達資金の使途、期間、自社の格付、金利情勢、自社の流動性資産の状況等を勘案しながら、その手段と金額、期間について検討する必要がある。

損害保険会社が行うことができる資金調達方法(増資以外)の主なものは、以下のとおりである。

#### (1) 当座借越

当座借越は、銀行等の当座預金口座にあらかじめ借入限度額を設定することにより、その範囲内で当座預金の残高を超えて借入を行うことをいう。資金が必要なときに即時に借入が可能であることから、一時的な資金繰りに対応することができる。

#### (2) レポ取引

レポ取引は、保有する有価証券を貸し出す代わりに、金銭を担保として受け取る取引で、短期の資金調達手段として広く利用されている。

#### (3) コマーシャルペーパー(CP)

コマーシャルペーパーは、割引形式で発行される無担保の約束手形で、1年未満の短期的な資金調達を行う場合の調達手段となる。

#### (4) 借入金

借入金は、銀行等の金融機関から直接金銭の借入を受けるものであり、銀行等との個別の交渉により条件を設定できることから、他の調達手段に比べて返済方法等の柔軟性が高いといえる。地震等の有事の際の緊急的な資金調達手段として、あらかじめ定めた条件・限度額について融資を受けられることを約す、コミットメントラインを設定することも有効である。

#### (5) 社債(普通社債、SB: Straight Bond)

社債は、事業法人が資金を金融市場から直接調達するために発行する債券で、1年超の中長期的な資金の調達を目的とする場合の手段となる。

#### (6) 新株予約権付社債<sup>10 11</sup>

新株予約権とは、会社が発行する株式をあらかじめ定めた価格で取得することができる権利で、新株予約権付社債とは、社債に新株予約権を付して発行するものをいう。投資家に新株予約権というオプションを売却することになるため、一般的には、普通社債よりも低いクーポンで資金調達ができる。新株予約権が行使されれば、発行株式が増加し自己資本の充実が図られることとなるが、その分既存株主の利益を毀損することになる。したがって、新株予約権発行の際は、当該調達資金による企業価値の向上と株主利益の関係等、資本政策の観点からも検討が必要となる。

---

<sup>10</sup> 平成14年の商法改正により、従来の転換社債(CB)は新株予約権を付した社債(転換社債型新株予約権付社債)として取り扱われ、従来の新株引受権付社債(ワラント債:新株引受権部分と社債部分の分離が可能)は、社債と新株予約権とが同時に発行されたものとして位置づけられるようになった。

<sup>11</sup> 保険会社が新株予約権を発行する場合、保険業法第127条、同施行規則第85条の規定により、内閣総理大臣への届出を要する。

## (7) 外貨建債務(インパクトローン)の取り入れ

インパクトローンとは、日本国内で外貨建てによる借入を行うことをいう。海外子会社への投資等、外貨建の事業投資を行う際には、為替リスクを軽減することが可能となるため、有効な調達手段となる。

## (8) 劣後債務の取り入れ<sup>12</sup>

劣後債務の取り入れとは、劣後特約付金銭消費貸借(劣後ローン)による借入および劣後特約付社債(劣後債)の発行により資金を調達することをいう。劣後特約付債権は、破綻等の劣後状態が生じた場合に、劣後債権者の支払請求権がいったん停止し、上位債権者の全額支払を受けることを条件に、劣後債権者の支払請求権の効力が発生するという条件付の債権となる。

なお、劣後債務を取り入れた場合は、一定の条件の範囲内で、ソルベンシーマージン比率算出の際のソルベンシーマージン(支払余力)に算入されることから、健全性の向上に寄与することとなる。

### 保険会社向けの総合的な監督指針

#### Ⅱ-3-11 資産運用リスク管理態勢

##### Ⅱ-3-11-2 主な着眼点

### (5) 資金の調達

外部資金の取り入れは、レバレッジ効果をもたらすこととなり、例えば、以下のようなものについて資産等の保有限度等の管理においては十分留意しておく必要がある。

#### ① 基金

基金の募集にあたって、基金利息の負担の影響、内部留保の充実、保険契約者等の保護が勘案されたものとなっているか。

<sup>12</sup> 保険会社が劣後債務(保険会社の保険金等の支払能力の充実に資するものとして金融庁長官が定めるものに該当するもの)を取り入れる場合、保険業法第127条、同施行規則第85条の規定により、内閣総理大臣への届出を要する。



② 社債

- ア. 発行目的、発行限度、収支に与える影響等が勘案されたものとなっているか。
- イ. 発行、償還等の適正な管理を行うための措置が講じられているか。

③ 劣後債務の取り入れ

- ア. 取入目的、限度、収支に与える影響等が勘案されたものとなっているか。
- イ. 返済計画等の適正な管理を行うための措置が講じられているか。

④ 当座借越

- ア. 資産運用に伴う、一時的な資金繰りに対応するものとなっているか。
- イ. 取入目的、限度等が勘案されたものとなっているか。

⑤ 外貨建債務の取り入れ

- ・取入目的、限度、収支に与える影響等が勘案されたものとなっているか。

⑥ CP

- ア. 発行目的、発行限度、収支に与える影響等が勘案されたものとなっているか。
- イ. 発行、償還等の適正な管理を行うための措置が講じられているか。

## 8.4 積立勘定

### 8.4.1 積立勘定の仕組み

#### (1) 積立勘定の導入

積立勘定は、積立保険の責任準備金の金額に相当する財産を、その他の財産と区分して管理・運用するために設置された勘定で、積立保険料等を原資とする資産の運用状況を明確化し、運用成果を積立保険の契約者に還元する際の公正性と衡平性の確保充実を図るという基本的な機能を持っている。

昭和61年に発売された積立普通傷害保険と積立家族傷害保険について積立勘定(第1号)が初めて導入<sup>13</sup>され、昭和63年には財形貯蓄傷害保険等について積立勘定(第2号)が設けられた。その後も多様な積立型保険商品が開発され、その運用上の性格に応じて複数の積立勘定が設置された。近年では、低金利環境に伴い、多くの損害保険会社において積立型保険商品の売り止めも行われており、ランオフ(run-off)契約のみとなっている勘定もある。

#### (2) 積立勘定に属する財産と収益・費用

保険業法施行規則第30条の3および同第63条により、損害保険会社は「公正かつ衡平な契約者配当を行うために、保険期間の満了後満期返戻金を支払う旨を約した保険契約に係る責任準備金の金額に相当する財産の全部又は一部をその他の財産と分別して運用するための勘定(積立勘定)を設けることができる」とされている。また、事業方法書においては、積立保険料とそ

---

<sup>13</sup> 当時の名称は「特別勘定」であったが、その後保険業法の改正に伴い「積立勘定」に変更された。

の運用益等に相当する財産を、その他の財産と区分して利用するために積立勘定を設ける旨を定めている。

### ① 財産の種類と評価の方法

保険業法施行規則第8条第3項第3号では、保険会社が積立勘定を設ける場合には、事業方法書に「積立勘定に属する財産の種類及び評価の方法」を記載することが求められている。

元々積立勘定が設置された背景の一つには、当該積立保険の責任準備金に対応する資産については株式運用を行わないことを基礎書類上明確化する目的があることから、事業方法書においては、積立勘定に属する財産の種類を下記以外のものとしているものが多い。

- a. 株式および出資（外国法人または人格のない社団等にかかわるものを除く。）
- b. 証券投資信託（公社債投資信託および法人税法第2条第27号（定義）に規定する外国投資信託を除く。）

なお、一部の積立保険では、その商品特性上、積立勘定に属する財産の種類を株式等以外のものに制限していないことがある。この場合、積立勘定において株式等での運用が可能となる。

また、積立勘定に属する財産の評価方法については、『原価法とし、保険業法施行規則第63条において準用する同規則第30条の3に定める「特に設けた帳簿」にその評価額を記載するものとする。』と事業方法書に定めていることが一般的である。

### ② 財産振替の禁止

保険業法施行規則第30条の3では、金融庁長官の承認または事業方法書に記載された方法により金銭を他の勘定に振り替える場合を除いて

- a. 積立勘定に属する財産を他の積立勘定またはその他の勘定に振り替えること

b. 積立勘定に属する財産以外の財産を積立勘定に振り替えることが禁止されている。

### ③ 運用益の範囲

積立勘定に属する財産の運用益の範囲については、事業方法書の積立勘定財産運用細則に規定されているが、一般的に以下のものが挙げられる。

- a. 利息
- b. 配当金(外国法人または人格のない社団等にかかわる株式または出資について生じたものに限る。)
- c. 収益分配金
- d. 償還損益
- e. 売却損益(不良債権の処理を目的とした譲渡以外の貸付債権の譲渡に伴って発生する収益または費用を含む。)
- f. 為替差損益(実現したものに限る。)
- g. 貸倒関連損益(貸倒引当金繰入額、貸倒引当金戻入額およびん補損をいう。また不良債権の処理を目的とした貸付債権の譲渡に伴って発生する収益または費用を含む。)
- h. 評価損(債券の元利金支払債務の不履行または株式発行体等(外国法人または人格のない社団等に限る。)の破産等に伴うものに限る。)
- i. その他積立勘定に属する財産の運用に伴う諸手数料収入

なお、株式等への運用が可能な積立勘定の場合には、bとhにおいて、外国法人または人格のない社団等に限る必要はない。

### ④ 投資経費等の取崩

事業方法書の規定により、毎年12月末日において、払戻積立金相当額、契約者配当準備金相当額および貸倒引当金相当額等の合計額を基礎に把握される積立勘定財産残高(必要残高)と、現存する積立勘定財産残高(実際残高)との差額を、投資経費等として積立勘定財産より控除し、合同(一般)勘定

に振り替える。

### (3) 区分経理

保険業法施行規則第30条の3第2項では、「積立勘定に属する財産は、他の積立勘定又は積立勘定以外の勘定に属する財産と経理を区分し、かつ、これを特に設けた帳簿に記載しなければならない」と定められている。前述のとおり、積立勘定の財産の評価には「原価法」を用いることから、実務的には財務会計とは別に管理を行う。

## 8.4.2 積立勘定資産の運用

### (1) 基本原則

積立勘定で運用する資金は、損害保険会社の側から見れば予定利率等のコストのある負債性の資金であり、積立勘定の運用利回りはまずこの負債のコスト水準を上回ることが求められる。また、積立勘定に属する財産は積立保険の契約者が負担した積立保険料がその原資であることから、運用にあたっては契約者利益のために最善を尽くすとともに、事業リスクを負担している株主の利益にも一定配慮する必要がある。

すなわち、積立勘定資産の運用にあたっては、安全性を維持しながら、収益性を高めていくことを基本原則とした運用スタンスが求められているといえる。

### (2) 実現利回りと含み損益の管理

積立勘定資産の収益は、債券や貸付金の利息収入を中心としたインカムゲインに、売却損益等のキャピタル損益を含めた実現利回りベースで評価を行うため、その成果が負債の予定利率を踏まえた目標利回りを上回るように運用する必要がある。また、金利水準や信用スプレッドの変動による含み損益の増減は、積立勘定の短期的な期間損益には反映しないが、中期的な視点からの

運営が求められる。例えば、含み損のある資産をそのまま留保し、含み益のある資産を選択的に売却することで目先の収益を底上げするような投資行動は、積立勘定の健全性や契約者間の公平性の観点で大きな問題がある。

### (3) リスクのコントロール

積立勘定では運用期間や目標利回り等の勘定ごとの性質に応じて、資産のリスクとリターンのバランスに配慮することで、リスクを適切にコントロールしたポートフォリオを構築する必要がある。仮に目標利回りを大きく上回るリターンを期待できる投資先があっても、それを積立勘定のポートフォリオに加えることによって勘定全体のリスク・リターンのバランスが望ましくない方向に変動するのであれば、その運用方法を採用するべきではない。また、リスクの大きさを十分に把握できない運用方法を採用することも避けるべきである。

### (4) ALM

積立勘定資産の運用に際しては、負債のコストを上回る運用利回りの達成とともに、保険契約が途中で解約されたり満期を迎えた際に積立勘定から資金が出ていくことにも注意が必要である。たとえば、流動性が低い資産や価格変動の大きい資産のウェイトを増やすことは、将来の資金流出時に必要な資金を手当できなくなったり、換金時に損失が発生したりする可能性がある。また、市場実勢に見合わない高い予定利率の資金を大量に集めてきても、コストを上回る運用は困難であることから、運用環境等の資産側の状況を踏まえて、負債性資金の集め方、つまり積立保険の予定利率設定や販売政策を考えなければならない。

このように、積立勘定資産の運用にあたっては、資金の源泉である負債の特性に対応した資産ポートフォリオを構築したり、運用環境を踏まえた予定利率を設定するといった、資産側と負債側の両面からの総合的な管理、すなわちALMがとくに重要となる。

## 8.5 リスク管理とALM

### 8.5.1 損害保険会社の資産運用におけるリスク管理の重要性

資産運用は、主に債券や株、貸付金等の金融資産で行われることから、損害保険会社は、これらの金融資産に内在する様々なリスクを抱えている状況にある。一般に、資産運用に係るリスクとリターンはトレードオフの関係にあるといわれ、高い収益を得るためにはリスクの高い運用を行う必要がある(ハイリスク・ハイリターン)、リスクの低い運用を行う場合は、高い収益は望めない(ローリスク・ローリターン)。言い換えれば、資産運用においてはリスクを取ることがリターンの源泉となっている。これは、収益率の平均値を期待リターンとし、期待リターンの変動性をリスクととらえる、いわゆる現代投資理論(MPT: Modern Portfolio Theory)に基づくもので、金融機関や投資信託等の運用機関が資産運用戦略を構築する際に、広く採用されている考え方である。

損害保険会社は、保険引受によって契約者より預かった資金を原資とし、将来の保険金や満期返戻金を確実に支払うことを前提として資産運用を行っていることから、負債側の状況を加味したALMの観点からの資産・負債ポートフォリオを構築し、自らの経営体力・経営方針に応じて、リスクを許容しうる範囲に抑えながら収益性を追求していくことが求められている。そのためには資産運用に係る適切なリスク管理態勢、すなわち、会社が保有する資産・負債ポートフォリオにどのようなリスクが存在し(リスクの認識)、どれだけのリスクがあり(リスクの測定)、どのような行動をとれば保有リスクや会社の損益にどのような影響を与えるかを把握(リスクの分析)した上で、これらの情報に基づき適切な対策を講じる意思決定をする(リスクのコントロール)、といった一連のプロセスの構築が必要となる。なお、ここでいうリスク管理には、上述の期待リターンが変

動するリスクと、一定額以上の大きな損失が発生するというリスクの両方を管理するという意味が含まれる。

損害保険会社において資産運用のリスクが顕在化した場合の保険契約者への影響を鑑みれば、資産運用リスク管理態勢の充実は、経営と密接に結びついた重要な事項である。

## 8.5.2 ALM

ALMとは、Asset Liability Management の略で、一般に、資産・負債を総合的に管理することをいう。前述のとおり、損害保険会社は予定利率を約した長期の負債を相当量保有していることから、金利が長期に低迷するような状況においては、必要な収益が確保できない可能性があるという金利リスクを負っている。また、金利の状況や大災害の発生時には、解約の増加などによって資金の予期せぬ流出を招くおそれもあり、流動性リスクを負っているといえる。したがって、資産運用の際にはこれら負債の性格に応じて適切な資産配分や期中管理を行い、保険契約上の責務を確実に果たせるように努めなければならない。さらに、資産側だけでなく、金融環境や資産運用の状況に対応した販売政策の検討や予定利率の設定といった、負債側のマネジメントも非常に重要な要素となる。すなわちALMの目的は、保険事業を健全に行うために、資産（投資行動）・負債（保険引受）の両面から、リスク・収益・キャッシュフローを適切にコントロールすることにある。

IAIS（保険監督者国際機構）が平成18年10月に採択した「Standard on Asset-Liability Management（ALM基準）」は、保険会社が資産負債管理において具備すべき要件についての基準を定めたものであるが、その中でALMは以下のように定義されている。

### ALMの定義

ALMとは、資産と負債に対して行われる決定と行動を調和させるための、事業経営



の実践である。ALMは、組織のリスク許容度やその他の制約を与えながら、組織の財務目的を達成するために資産と負債に関する戦略を立案し、実行し、モニタリングし、見直しを行う継続的プロセスと定義することができる。ALMは、将来のキャッシュフローの必要性と資本の要求を充足するために資産運用を行うあらゆる組織にとって、財務面における健全な経営のために関係があり、かつ、重要な概念である。(IAIS「ALM基準」より試訳)

また、IAISにおける上記のALM基準の採択を受け、「保険会社向けの総合的な監督指針」についても、平成20年3月の改正において、「(保険会社は)資産負債全体の状況を把握し管理するための効果的な態勢の整備」が求められる旨の記載が追加されている。

## 保険会社向けの総合的な監督指針

### Ⅱ-3 統合的リスク管理態勢

#### Ⅱ-3-8 資産負債の総合的な管理

##### Ⅱ-3-8-1 意義

資産及び負債、資産の運用方針及び負債の管理方針が、リスクの特性やソルベンシーの状況に適合していることを確保するためには、資産負債全体の状況を把握し管理するための効果的な態勢を整備し、資産負債全体を適切に管理することが求められる。

##### Ⅱ-3-8-2 主な着眼点

(1)資産負債全体を統合的に把握する部門を設置し、同部門の長及び担当役員を配置した上で、同役員、代表取締役、取締役会等に、資産負債全体の統合的な管理の状況を適時適切に報告する態勢が整備され、かつ、その態勢に則り適時適切な報告が行われているか。

また、資産負債全体を統合的に把握する部門は、例えば収益部門から機能的に独立しているなど、関連する部門との間で相互牽制機能が確保されているか。

(2)取締役会は、資産負債全体の総合的な管理に関する戦略目標を設定し、戦略目標の中でリスク許容度に関する方針を明確化しているか。

(3)同目標に基づき、資産運用と負債管理(既存の負債のみならず、新規商品開発等

により今後発生する負債の管理を含む。)が行われる態勢が整備されているか。

(4)資産負債管理は、経済価値、すなわち、市場価格に整合的な評価又は、市場に整合的な原則・手法・パラメーターを用いる方法により導かれる将来キャッシュフローの現在価値に基づいて行われているか。現時点において、例えば保険契約に含まれているオプションに起因するリスクの評価等は、将来キャッシュフローの分布を考慮する必要があるが、完全に確立された評価手法はなく、各社でとりうる最善の手法に基づいているか。

(5)資産負債を統合的に管理する際に、少なくとも、経済価値に対する潜在的な影響に関して重要と考えられるリスクは資産負債管理の枠組みにおいて評価されているか。

なお、そのようなリスクとしては以下のリスクが含まれる。

① 市場リスク

市場リスクは、資産運用リスクにとどまらず、負債の金利リスクを含めた資産負債全体に対する市場変動に伴うリスクをいう。従って、例えば、ア. 金利リスク(資産の金利リスクに加えて、負債の金利リスクを含む。)、イ. 株式、不動産その他の資産の価格変動リスク、ウ. 為替リスク、エ. 市場に関連する信用リスクが含まれる。

② 保険引受リスク

③ 流動性リスク

(6)資産負債全体の総合的な管理に関する戦略目標及び管理に用いられる評価手法について、部門長、担当役員を含めた関連する職員が、その役割に応じた十分な理解をしているか。

(7)経営方針、外部環境及びソルベンシーの状況の変化に応じて、同目標及び管理が適切であることを確保するための検証が適時に行われているか。

(8)資産負債管理の方針において、保険会社の全ての資産と負債の相互関係を認識し、異なる資産種類間のリスク相関関係、異なる商品及び保険種目間の相関関係を考慮しているか。

(9)長期のデュレーションの負債に合うような長期資産が少なく、デュレーション(又は感応度)にギャップが存在することもありうる。このような資産と負債のミスマッチから生じるリスクを考慮しているか。また、このようなミスマッチを、十分な資本を有する、あるいは適切なリスク削減等によって効果的に管理しているか。

### 8.5.3 リスクの種類

#### (1) リスクの分類

資産運用に関連するリスクは、一般的に次のように分類される。

##### ① 市場リスク

金利、為替、株価などの市場変動に伴うリスクであり、次のような種類がある。

##### a. 金利リスク

市場金利の変動によって、債券等の価格や変動貸付金などの利息が変動するリスク。ALMの観点では、長期保険負債の経済価値の変動リスクを勘案する。

##### b. 為替リスク

外国為替相場の変動によって、外貨建資産・負債の円ベースでの価値が変動するリスク。ALMの観点では、外貨建支払備金や外貨建資金調達手段等の経済価値の変動リスクを勘案する。

##### c. 価格変動リスク

株式市場や不動産市場等の変動により、保有している株式や不動産等の資産価値が変動するリスク。

##### ② 信用リスク

債務不履行により利息の延滞・不払が生じたり、予定された償還・回収が行われないことによって損失を被るリスク。与信先の財務状況の変化により、債券等の価格が変動するリスクもある。また、特定の企業グループや業種、国などに投融資が集中することにより、連鎖倒産等によって損失を被るリスク(与信集中リスク)も信用リスクの範疇としてとらえられる。

##### ③ 流動性リスク

保険金の支払いや債務の期限が到来した際に、負債の裏づけとなる資産に十分な流動性がなかった場合に、不利な条件で資産の換金や資金調達を行

わなければならないことにより損失が発生するリスク。

## (2) リスク分類に関する留意点

以上のように資産運用に係るリスクには様々な種類があるが、これらのリスクの性質もまた一律ではない。たとえば、市場リスクは主に市場における価格変動をリスクとしてとらえるため、変動の方向性によって収益が増大する場合と損失が発生する場合とがある。また、信用リスクには、経済全体の景気動向、産業構造の変化等により企業の信用度が変化することによる価格変動リスクの要素と、実際にデフォルトが発生することにより資産価値が著しく減少するイベントリスクの要素とがある。さらに、流動性リスクのように、資金不足という現象だけでは損失とはいえないが、それを解消するための行為によって初めて顕在化するものもある。

各種のリスクはそれぞれが単独に存在しているのではなく、金融市場が相互に関連し合っていることにも留意が必要である。たとえば、景気が悪化すると企業収益の減少により株価が低下・信用リスクが増大し、金融緩和政策により金利が低下すると自国通貨安となる<sup>14</sup>、というような形で、各市場は常に他の市場の動きと何らかの相関を持っている。しかも、これらの影響を明確に測定して数値化することは容易ではない。

資産運用のリスク管理においては、上記のようなリスクの多様性とリスク間の関連を考慮しながら、自社の実態に即した適切なリスクの分類を行うことが重要である。

---

<sup>14</sup> この連鎖は一般的な事例であり、他の要因も加重して市場が異なる動きをすることもありえる。

## 8.5.4 リスク指標

資産運用を実践するにあたっては、各種のリスク指標を定期的に測定し、その状況に応じて具体的な投資行動に結び付けていくことが重要となる。以下に、リスク指標の一例を挙げる。

### (1) 市場リスク関連

#### ① BPV(Basis Point Value)

BPVは、イールドカーブが全体に1ベーシスポイント(0.01%)変動した場合の債券等の現在価値(時価)の変動額であり、運用資産の金利感応度を表している。市場金利は時々刻々と変化しているため、時価ベースのポートフォリオ価値も常に変動している。そこで、ある時点における債券等の時価に対して、その同時点に市場金利が一定幅変動したと仮定した場合の時価の変動額をBPVとして測定し、その値が大きい程、価格変動リスクが大きいと認識するものである。ALMの観点では、積立保険や長期契約等の保険負債についてもBPVを測定し、資産BPVと合算(ネット)して評価する必要がある。また、BPVは特定の年限のみの金利(例えば10年金利)が変動した際の価値の変動を測ることができることから、資産と負債の期間構造の違いによるリスクの状況についても把握することが可能である。

BPVは金利変動リスクを測定する手法であるが、為替リスクや株価変動リスクについても同様の考え方をを用いて感応度を測定することができる。たとえば、ドル円レートが1円上下した場合の外国証券(ドル建)ポートフォリオの変化額や、日経平均株価が1,000円上下した場合の株式ポートフォリオの変化額を測定することにより、それぞれのリスクを計量化する手法が考えられる。

#### ② デュレーション

デュレーションは、BPVと同様に債券等の金利感応度を示す指標で、債券等から発生する「キャッシュフローの加重平均残存期間」として定義される。そ

の利用目的に応じて、若干定義の異なる「修正デュレーション」や「実効デュレーション」が用いられることもある。一般に、デュレーションが大きいほど金利リスクが大きくなる。

デュレーションは、キャッシュフローの平均年限と金利リスクの大きさを同時に表すことができるため、直感的に理解しやすいというメリットがある。しかしながら、ALMの観点においては、資産と負債のキャッシュフローの金額や期間構造が大きく異なる場合に、デュレーションのみでは実質的なリスクの状況を表すことができないことがあるため、管理指標として利用する際には注意が必要である。

### ③ VaR(Value at Risk)

VaRとは、あるポートフォリオについて、ある期間内に、ある確率の範囲内で起こりうる最大の損失額を表したもので、一定の条件の基で将来の資産価値(時価ベース)の分布を予想し、現時点の時価に対してどれだけ減少する可能性があるかを確率論的に計算したものである。たとえば「ポートフォリオAが、1日で1億円以上の価値を失う確率は1%である」または「ポートフォリオAから1日に発生する損失額は、99%の確率で1億円以内」というように表現する。

VaRの最大の特徴は、ポートフォリオがリスクの異なる色々な資産から構成されている場合でも、共通の尺度に基づいてリスク量を計算することが可能であるため、リスクの比較や合算が可能という点である。

VaRは、金利、為替など各種の変動要因(リスク・ファクターと呼ぶ)が、どのような変動性を持っているか、また各リスク・ファクター間の相関はどうかについての前提を置くことにより計算される。VaRの計算方法には、大きく分けて分散・共分散法、ヒストリカル・シミュレーション法、モンテカルロ・シミュレーション法がある。分散・共分散法は、各リスク・ファクターが多変量正規分布に従うものと仮定をして計算を行い、ヒストリカル法では過去の実際のデータを用いてシミュレーションを行う。モンテカルロ法は、乱数を用いて各リスク・ファクターを変

動させて将来ポートフォリオの評価を多数回繰り返すシミュレーションを行うものである。

VaRは、銀行のディーリング勘定等の市場リスク評価では、短期間(1日や10日)のタイム・ホライズンで計算するのが一般的である。しかし、損害保険会社の資産運用は、短期的な売買を繰り返すような運用よりも、比較的長期間の保有を前提としたポートフォリオ運用が主体であるため、6ヶ月や1年のようにホライズンを長くとったVaRを考える必要がある。この場合、当該期間中における実現損益(インカム・キャピタル)の変動も考慮に入れた計算を行うことがある。また、VaRと同様の確率論的アプローチを用いて、期間損益の変動を計測する指標として、EaR(Earning at Risk)がある。

## (2) 信用リスク関連

### ① 同一人与信管理

保険業法では、特定の与信先が破綻することで保険会社の健全性が毀損することを防止するために、同一人への与信額の上限が規定されている(第97条の2第2項および第3項)が、実際の資産運用にあたっては、保険業法の内法で別途与信限度額を定めた運営を行うことが一般的である。たとえば、格付機関の格付や財務諸表を参考にして各与信先の信用度に応じた社内格付を定め、当該社内格付ごとに与信限度額を規定する方法がある。さらに、与信先を業種や国といったカテゴリーに区分し、カテゴリーごとの与信額について限度を定める方法も考えられる。

### ② 期待損失額

信用リスクにおける期待損失額とは、債券や貸付等の与信行為から生じる損失の期待値をいい、一般的には以下の式で計算される。

$$\text{期待損失額} = \text{与信額} \times \text{デフォルト率}^{15} \times (1 - \text{回収率})$$

与信額とは社債や貸付債権などの信用供与額、デフォルト率はデフォルトの発生確率、回収率はデフォルトが起こったときに担保等の債権保全などによって回収されるであろう金額の割合を表している。基本算式は、上記のように簡単なものであるが、デフォルト率、回収率を案件ごと決定するのは困難であり、一定の推定手法を要する。たとえば、デフォルト率については、与信先を信用度に応じて何段階かにグルーピングして格付を付し、格付ごとにデフォルト率を設定する方法が一般的である。また、回収率については、債権の種類、担保の有無、担保の種類など、いくつかのパターンに分けて設定する方法が考えられる。

### ③ 信用VaR

上記のデフォルト率は、与信先の信用状態に応じて時間とともに変化するのであり、また経済情勢等によっても変化しうる。したがって、デフォルト率が一定という仮定を置くのは好ましくなく、リスク管理においては変動性をもつ指標としてとらえる必要がある。また、与信のポートフォリオは業種ごとに偏り(集中)があったり、与信額も大小様々であったりするため、ポートフォリオの信用リスクの計測はこれらの要素を織り込んで行う必要がある。

このようなことから、デフォルト率の変動性や業種相関等を織り込んだ様々な信用リスク定量化モデルが研究・開発されている<sup>16</sup>。これらは、市場リスクのVaRと同様に、確率的に起こりうる損失額(または変動額)としてリスクを計量化す

---

<sup>15</sup> 債券の元利支払の遅延、元本償還の不能、または借入金の返済不能等の事態が生じること。

<sup>16</sup> 代表的なものとして、RiskMetrics Group の Credit Metrics およびCSFP社の CreditRisk+が挙げられる。



るものであり、信用VaRと呼ばれている。

### (3) 流動性リスク

損害保険会社の資産運用においては、自然災害や巨大災害の発生により一時に多額の保険金を支払う場合にも、資金繰りに支障を来さないことが求められる。そのため、現預金や換金性の高い資産の割合(流動性比率)を一定以上に保つように管理することが望ましい。また、比率ではなく、実際に支払う保険金の額を想定し、一定期間内にその額の資金を確保できるかを定期的に確認する方法も考えられる。

### (4) ストレステスト

ストレステストは、過去に発生したイベント等に基づいたストレスシナリオを設定し、現在の資産・負債ポートフォリオに対して、当該シナリオが発生した場合の財務状況を確認することである。損害保険会社においては、ストレス発生時でも保険金の支払いに支障がないか、事業が継続可能なソルベンシーを維持できるか、という観点でのチェックを行うことが考えられる。

## 8.5.5 リスクのコントロール

損害保険会社の資産運用においては、上記のような様々なリスクが存在することから、各種のリスク指標に留意しコントロールしながら投資行動を実践することが求められる。具体的なリスクのコントロール方法としては、以下のような観点・手段がある。

### (1) 分散投資

一般に、資金を複数の投資案件に分散投資した場合、全体の期待リターンは投資案件ごとの期待リターンの加重平均値となるが、全体のリスクは、投資案件間の期待リターンの相関が1より小さければ、リスクの加重平均値より小さ

くなる。すなわち、複数のリスク・リターンの異なる資産を組み合わせたポートフォリオを構築することによって、リスクあたりの期待リターンを高めることが可能となる。これを分散投資によるポートフォリオ効果という。

分散投資には、資産種類(債券・株式・貸付金等)の分散、投資時期の分散、投資期間の分散、銘柄の分散、通貨の分散などが考えられるが、いずれも様々なリスク属性を有する資産に分散投資することによって、収益の安定化もしくはリスクあたりの収益最大化を図ろうとするものである。

また分散投資は、運用資産が特定の資産や与信先に偏らないようにすることで、市場環境の急変や特定の与信先の破綻が発生した場合に、多額の損失を被る可能性を排除するという面からも重要である。保険業法における資産運用額の制限規制は、この観点から定められている。

## (2) アロケーション

上記の分散投資を行う際には、どのように資産を配分してポートフォリオを構築するのか、すなわち具体的なアロケーション方法を検討する必要がある。アロケーションには、アセット・アロケーションとリスク・アロケーションの考え方がある。アセット・アロケーションは、文字どおり「資産配分」という意味であり、資産ごとのリスクとリターン、資産間の相関を加味しながら、運用目的に応じた最適なポートフォリオを検討し、各資産への資金配分割合を決定するものである。一方、リスク・アロケーションは、資産を配分するのではなくリスクを配分するという概念で、必ずしも一般的な手法が確立しているわけではないが、たとえば、許容可能な水準に全体のリスクが収まるように資産別や部門別にリスクの割当・配分を行い、そのリスクの範囲内で自由に運用を行わせる考え方がある。

いずれの手法においても、時間の経過とともに資産価格やリスクは変動することから、定期的にポートフォリオの状況を観測し、必要に応じてアロケーションの見直しを実施できる体制を構築することが重要である。

### (3) リミットの設定

リスクを一定範囲内にコントロールすることを目的として、リスクの許容限度額を設定して管理することをいう。投資金額等のリスク・エクスポージャーそのものにリミットを設定する方法と、BPVやVaR等のリスク量にリミットを設定する方法などがある。

### (4) マッチング

マッチングは、資産側と負債側における各種の指標を調和させることによって、金利リスクや為替リスク、流動性リスクをコントロールしようとするものである。(金利リスクのコントロールについては、後記「8.5.6 ALMの実務」)参照)

### (5) ヘッジ

ヘッジとは、保有している資産や負債と反対の値動きをするデリバティブ取引等を組み合わせることによって、実質価値の変動を抑えるような行動の総称である。たとえば、ヘッジ対象資産(または負債)をそのまま保有しながら、対応するデリバティブを組み合わせることで利益や損失を確定させたり、外国債券への投資を行う場合に、通貨スワップ取引を用いて為替変動リスクのみをヘッジ(信用リスクのみをテイク)するというようなことが行われる。

なお、ヘッジ取引は、それ自体がヘッジ対象から独立した取引であることから、当初の予測と異なる事態が生じた場合(ヘッジ対象債券の早期償還、ヘッジ先の破綻等)にはヘッジ効果を失う可能性がある点や、ヘッジ会計の適用可否といった点に留意する必要がある。

### (6) 担保・保証の取得

主に貸付において、与信先の債務不履行による損失を軽減するために、担保・保証の取得が行われる。また、デリバティブ取引や有価証券の貸付などに係る契約先の信用リスクを軽減するための担保の取得も行われる。なお、非精

算店頭デリバティブ取引については、BCBS(バーゼル銀行監督委員会)およびIOSCO(証券監督者国際機構)の「中央精算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する最終報告書」を踏まえ、本邦においても、証拠金規制が導入されている。

### 8.5.6 ALMの実務

ALMの実践において基本となるのは、適切なセグメンテーションを行った上で、資産・負債の将来キャッシュフローをできるだけ正確に把握することである。セグメンテーションとは、保険契約(負債)をその性格に応じて区分することを意味しており、損害保険会社のALMにおいては、積立勘定の各号および合同勘定に区分するのが一般的である。

ALM運営を行う上で留意すべき主な事項は、以下のとおりである。

#### (1) 将来キャッシュフロー

ALMの実践においてもっとも重要となるのは、資産・負債のそれぞれについて、評価モデル等を用いて、将来キャッシュフローを作成することである。

資産に関する将来キャッシュフローは、保有資産から生じる利息配当金、償還金、回収金等である。これらは、将来の金利・為替等の市場環境によって異なることはもちろん、デフォルトや繰上償還等の状況によっても異なってくる。

負債に関する将来キャッシュフローは、保有契約から生じる保険金、解約返戻金、満期返戻金・契約者配当金、経費の支出等である。これらは、保険事故発生率や解約率の状況等によって異なる他、契約者配当金については、資産の運用状況によっても異なってくる。

また、将来キャッシュフローを計算する際には、事業が今後も継続して行われることを前提に将来の新契約を考慮する場合と、今ある保有契約のみを前提とする場合の2通りがある。

## (2) 環境シナリオ

ALMにおける将来キャッシュフローの作成等の各種の評価は、将来の環境がどうなるかについて各種のシナリオを設定して行われる。市場環境については、金利の期間構造はもちろん、各リスク・ファクター間の相関が考慮される。シナリオを用いたシミュレーションには、想定されるシナリオをいくつか設定して行う場合と、各種のモデルを用いてシナリオを多数回発生させてモンテカルロ・シミュレーションを行う場合がある。また、新契約を考慮に入れた分析を行う場合には、将来の保険契約のシナリオ策定が必要となる。

## (3) 経済価値の評価

上記(1)と(2)より作成した資産・負債の将来キャッシュフローを、直近の市場金利で割り引くことにより、それぞれの実質的な価値(経済価値)を評価する。ただし、市場価格のある資産については、その時価額を用いる。これにより、貸付金などの非市場性資産や保険負債についても経済価値を評価することが可能となる。

経済価値ベースの資産から負債を差し引いたものをNAV(Net Asset Value)といい、実質純資産を表す指標として重要である。会社全体の資産負債から評価したNAVは、株主の立場から見れば企業価値そのものであり、保険契約者の立場から見れば保険会社の健全性を図る指標の一部となる。

## (4) リスクのコントロール

ALMで管理する金利リスクは、資産と負債のキャッシュフローのミスマッチから生じるNAVの変動に起因する。このリスクをコントロールするためには、資産・負債のキャッシュフロー・ラダーを描いたり、年限別の金利感応度(BPV)を測定したりすることで、ミスマッチの状況を把握し、その後の投資行動に反映させることが必要となる。

例えば、キャッシュフロー・ラダーに基づいて、資産のキャッシュフローが超

過している年限の債券を売却し、負債のキャッシュフローが超過している年限の債券を購入することで、キャッシュフロー・マッチングが図られると同時に、金利リスクを中立化することができる。また、NAVの変動を抑制するという観点からは、金利スワップ等のデリバティブ取引を用いることも考えられる。

#### (5) VaR

ALMの観点ではNAVの変動をリスクと捉えるが、VaRはそのダウンサイドリスクに着目した指標である。資産運用業務におけるVaRをどの水準に抑制するのかは、保険リスクやその他のリスクも加味したソルベンシーとの関係からERMの枠組みで決めるべきものである。実際の運営としては、例えば、VaRが資産運用業務に配分された資本(リスク量)の範囲内に収まっていることを定期的に確認する方法が考えられる。