

最終更新日：2012年3月26日

業種別格付方法

【生命保険】

※この格付方法は、格付方法明確化の一環として、2011年7月13日公表の格付方法について記述および重視する指標を重要性の高いものに絞り込むなどの修正を加えたものです。

本稿は、国内の生命保険会社を対象としている。海外の生命保険会社・保険グループなどについては、所在地の法・会計制度、金融行政のあり方などを踏まえ、分析指標などのあり方に関して、必要な調整を加えるなどした上で、本格付方法を準用する。

生命保険会社の格付は、生命保険事業の特性、事業基盤、経営陣・経営方針、業績、運用、流動性、資本の充実度、財務上の柔軟性、リスク管理に着目して行っている。

1. 事業基盤

(1) 産業の特性

国内の多くの生命保険会社において、保有契約高は減少傾向にあるものの、我が国の伝統的な生命保険会社では、旧来からの主力商品である死亡保障商品が、本業からの利益を下支えしている。死亡保障商品の保有契約については、保険負債特性に見合わない高い運用リスクを取らず、十分な引受基準に基づいて大数の法則が働く保有契約の規模を有することが、比較的安定的なキャッシュフローを享受することにつながる。一般的に、死亡保障商品のプライシングは、長期の契約にかかわる不確実性を十分カバーするために安全割増を織り込んでおり、危険差益などの観点から、大数の法則が働けば、相応の収益性は確保できる可能性が高い。

一方で、生命保険商品の多くは保証利回り（予定利率）を伴っている。金利リスクの管理態勢が不十分であるなど保険負債の特性と整合的でない運用が行われている場合においては、超長期生命保険商品に係る逆ざやが収益性を圧迫する可能性があり、各生命保険会社のALM態勢のあり方が、収益・キャッシュフローの水準や安定性に影響を与える。

旧来からの死亡保障商品の収益・キャッシュフローは比較的安定的であるものの、少子高齢化、消費者の選別志向の高まりなどの事業環境の変化を背景に、商品構成が変化している。商品構成の変化を背景に、一部の生命保険会社の収益のボラティリティは高まっている。従来の中核商品であった死亡保障商品のニーズは減少傾向にあり、事業モデルの改善・改革を行わなければ、将来収益の減少につながることも懸念される。また、生命保険業は免許制であることなど一定の参入障壁はあるものの、多くの生命保険会社が存在し、競争は激しく、商品による差別化が困難な中で、徐々にではあるが、収益性が圧迫されてきている。

高齢化が進む中で、第三分野や年金商品の市場には拡大の余地がある。一般的に投資性保険商品の収益性は低く、当該商品に伴う保険関係損益は限定的である。最低保証付変額年金などは、複雑なリスク・プロフィールを有しており、十分なリスク管理態勢が整備されていない場合には、市場リスクのボラティリティの急激な高まりにより、当該商品の将来にわたる収益の確保が容易ではな

い場合も想定される。第三分野商品については、社会的なニーズの増大などを背景に、一定の成長性が認められる。但し、医療技術の進歩などにより、保険事故の発生率が上昇する可能性があるため、将来、終身医療などの超長期商品にかかわるリスクが顕在化し、収益を圧迫する懸念がある。妥当なリスク管理に基づく商品設計が肝要である。

生命保険会社は、金融庁により監督され、リスク対比のバッファの充実度を示すソルベンシー・マージン比率（SM 比率）の算出が義務付けられ、SM 規制が生命保険会社のリスク管理を促進することに一定程度貢献しているものの、早期是正措置の発動基準である 200%を上回る SM 水準において破綻した生命保険会社が見受けられる。SM 比率の実効性を高めるべく、SM 比率の算出基準の厳格化が行われる方向性であり、経済価値ベースのリスク量の実態が掌握し易くなることが期待される。

救済保険会社が現れた場合、破綻保険会社の保険契約は、救済保険会社による保険契約の移転、合併、株式取得などにより、破綻後も、契約を継続できるが、責任準備金の削減が行われることがある。この場合、高予定利率契約を除き、破綻時点の責任準備金の 90%までは保険業法等に基づき、生命保険契約者保護機構によって補償され、残りの 10%については更生計画などにより決定されることになる。保険契約の移転などの際には、責任準備金の削減のほかに、予定利率の引き下げ等の契約条件変更が行われることがある。生命保険契約者保護機構の資金源の一部は各健全な生命保険会社からの資金拠出が伴うものであり、破綻生命保険が出現することが、健全な生命保険に一定の財務負担を課すことになる。

(2) 市場地位、競争力のポイント

生命保険会社の将来にわたる財務力を査定するのに際し、産業特性を踏まえた上で、各生命保険会社の事業基盤の特性を勘案し、個別の生命保険会社の基本的な特性や競争優位または競争劣位のあり方を評価する。生命保険会社の持つ競争力が維持可能なものかを判断し、各社の将来にわたる業績の予測につなげるために、顧客基盤、商品構成、市場の特性、販売チャネル体制、事業の多角化の状況、ニッチ市場のあり方などを分析の対象とする。競争力の源泉の例としては、顧客の信頼につながるブランド力、収益性を犠牲にせずに価格競争力を発揮することを可能とする高い事業効率、優良顧客へのアクセスを可能とする販売チャネルなどを有していることが挙げられる。

商品の分析に際しては、商品の付加価値は高いか、リスクは高いか、商品ポートフォリオは分散されているかなどの観点から分析する。一般的に、収益の変動が激しい商品よりも長期的に安定した収益が資本蓄積につながる商品の方をプラスに評価する。保険商品は特許の対象ではなく、リスク調整後リターンが確保できる売れ筋を開発すると競合他社に追随されることが多く、商品性で差別化することは容易ではない。

生命保険会社では、規模の利益が大規模な IT 投資を伴う事業基盤強化などを可能にする側面がある。競合する生命保険会社が同種類の商品を販売している場合、規模が大きければ規模の利益などに起因する他社より高い事業効率が競争力の源泉となりうることから、各保険会社のユニットコストも分析対象とする。

一方で、規模が成功を保証しているわけではない。特定市場において競合他社の攻勢を防御でき

るようなニッチプレーヤーが将来にわたり収益力を発揮する可能性もある。特定顧客基盤や特定販売チャンネルに訴求力のある高い保障内容・サービスを効果的かつ柔軟に提供することで、商品・サービスの付加価値を高め、リスク調整後リターンを犠牲にしないで特定のニーズを有した契約者を引き付けるケースも想定される。

販売チャンネルについては、チャンネル毎の特定生命保険会社との結びつきの強さ、多様化の状況、コスト効率などの観点から分析する。分析対象の生命保険会社が、十分な内部管理態勢の下で、各販売チャンネルから継続的に良質な保険契約を獲得しているか否かを評価する。

(3) 経営戦略・方針

経営陣・経営戦略に関する分析は財務力分析の基礎であり、経営陣による戦略策定・履行に関する分析を行う。経営戦略を理解することによって、単なる定量的な分析よりも踏み込んだ評価が可能となる。

生命保険会社の競争優位性の確立や収益性確保に繋がる経営資源配分などは経営陣がコントロールする内的要因であり、各社の戦略が財務力のあり方に影響を及ぼす。戦略の内容、事業の有効性、財務リスクへの耐久力などと言った観点から経営陣に質問をし、経営陣のビジョンの有効性や戦略履行能力などを分析する。

2. 財務基盤

(1) 業績・収益力

業績を評価するに際し、各保険会社の戦略に裏付けられた、競争力を利益に繋げる能力に着目する。JCRは、保険会社を、業績の実額、成長性、質などの観点から分析を行うが、成長自体を目的にした成長は、不十分な価格設定を伴う可能性もあり、収益性の向上や自己資本の強化につながらない場合もあることにも留意する。収益分析は過去の収益傾向と将来収益、さらに収益の安定性・質も対象とする。有配当保険に関しては、契約者配当は顧客獲得のためのコストと見なし、契約者配当後の利益を収益性の判断基準とする。最低保証付変額年金にかかわる責任準備金の繰入・戻入について調整／未調整の基礎利益の分析、三利源分析、EV（エンベディッド・バリュー：Embedded Value 生命保険会社の企業価値・業績を評価する指標の一つで、貸借対照表などから計算される「純資産価値」と保有契約から生じる将来利益の現在価値である「保有契約価値」を合計したもの）の増減要因分析とEVにかかわる感応度分析を含む付随情報も分析対象とする。

保険会社の収益力は、内部留保を介して資本強化にも繋がり、財務基盤評価の主要な指標の一つである。多くの経営陣は収益指標を主要な戦略目標としており、こうした目標の妥当性や戦略の履行能力、つまりは経営陣の能力が、収益に反映されていると考えられる。

格付には、将来的な業績も織り込むが、その際、過去の業績傾向に加え業界環境や経営戦略の変化が、保険会社の収益構造の変化をもたらす可能性も考慮する。また、競合他社より高いリスク・プロフィールをもって、足元では高収益を上げている保険会社も存在し得るので、リスク調整後のリターンに注目し、高リスク商品の収益・財務への影響についても考慮する。

収益力に関しては、決算状況表、将来収支分析などを基に、保障対象毎の収益を分析する。将来

収支分析に関しては、運用利回りをはじめとする諸前提の置き方の妥当性にも留意する。死差益に関しては、災害疾病関係と死亡関係など保険対象別の死差益の推移などを注視する。また、運用関係損益に関しては、利付債券などから派生する中核収益を中心に分析する。事業効率に関しては、費用構造の変化、継続率、価格政策などにも注目する。

収益性に関しては、昨今は伝統的な死亡保障商品に加え、終身医療商品の販売増加傾向も見られることから、保有契約高、年換算保険料、総資産など複数の指標をベースに分析する。

(重視する指標)

- 基礎利益
- 死差損益
- 費差損益
- 利差損益
- EVの増減要因・感応度（入手可能な場合は参考とする指標）
- 運用関係損益
- 保有契約高
- 年換算保険料
- 総資産

(2) 資産の質などのリスク・プロフィール

負債特性に合った運用を行うことで経済価値ベースの金利リスクを抑制しながら、管理可能なリスク・プロフィールの資産運用を実施し、リスク調整後のリターンを確保しているか分析する。運用スタイルあるいは運用資産のタイプによって、リスク・プロフィールと投資リターンが異なることを考慮し、ALM やリスク管理の技術、運用資産の構成、金融デリバティブなども分析対象とする。運用資産を資産の質だけでなく分散効果などの観点からも評価する。生命保険会社は、主力商品の保険金支払いが予測しやすい事業特性を生かし、一定の運用リスクを採っており、各生命保険会社によって、資産配分、各資産のリスク・プロフィール及びリターンのあり方は様々である。

価格変動リスクなどに関しては、格付カテゴリー毎のデフォルト率を基に、自己資本の充実度分析に織り込む。株式、不動産保有などから派生する価格変動リスク、外貨建資産保有による為替リスクなども、自己資本の充実度の分析に反映する。また、運用利益に関しても、対総資産などの指標を以って評価する。

金利リスクについても考察する。資産と負債のデュレーションや、EVの感応度分析を含め各社の提出する金利感応度分析も参考とする。規制当局が、生命保険会社に経済価値ベースの金利リスクを試算することを求めており、入手可能となれば、こうした数値も参考とすることも視野に入れている。

(3) 流動性

流動性に関しては、価格変動リスクも考慮しながら、ストレス・シナリオの下で、迅速な保険金支払いを可能とする流動性を確保しているかを分析する。流動性は、運用資産の構成、商品の解約

控除や時価調整機能の有無、販売チャネル、顧客基盤などにも影響される。各保険会社の ALM 体制も勘案した上で、金利上昇局面に係わるディスインターミディエーションの分析も考慮に入れる。

(重視する指標)

- (現預金・国債などの) 流動性水準、主要資産の構成比

(4) 資本の充実度

資本に関しては、保険会社が抱える多様なリスクを吸収するバッファーとして、現行規制会計上の指標だけでなく、資産リスク、保険リスクなどリスク総量対比の実質自己資本を考慮し、自己資本の充実度を評価する。ALM の質も、自己資本の充実度の評価に織り込み、各保険会社の内部モデルによる経済価値ベースの金利リスクなども参考とするなど、定量的、定性的な分析をもって、自己資本の充実度の分析に調整を加えている。安定的かつ強力な収益力をもって内部留保を進める力は自己資本の充実の評価にプラスに働く。資本のニーズが高い保険グループに関しては、それを考慮した上で、自己資本の充実度を評価する。EV なども、貸借対照表では掌握できない将来収益を示唆するものとして、自己資本の経済価値を考察する際に参考にする。各保険会社の資本の充実度に注目しているが、今後の連結ソルベンシー規制の導入や経済価値ベースの SM 比率の動向にも注目し、規制資本のあり方の変化にも留意している。

JCR では、独自の資本モデルによる資本の充実度の評価を行っている。このモデルにフィードする修正自己資本としては、(相互会社の場合は剰余金(社外流出控除後)、基金償却積立金)、(株式会社の場合は資本金、資本剰余金など)に加え、責任準備金の解約返戻金相当額超過部分、有価証券の評価差額の一部、基金償却積立金、価格変動準備金、危険準備金、未割当の配当準備金、その他法定準備金、一般貸倒引当金、税効果相当額の一部などを考慮する。また、有価証券の含み益などを除いた中核資本の水準にも注目している。さらに、株式の含み損益に関しては、単年度の実績値のみでなく、ストレス・テストを実施している。負債と資本の中間的な性質を有するハイブリッド証券についても、資本の充実度の分析に織り込んでいる。

株式に係わる価格変動リスクに関しては、長期にわたる株式の価格推移を考慮しボラティリティに基づいたリスク係数を設定している。また、銀行など他の金融機関との間で相互に永久性の高い資金を拠出しあっている場合、そうした金融機関に係わる集中度合いも考慮に入れている。不動産に関しては、過去の価格推移を考慮した上でリスク係数を設定し、外貨建て資産に関しては、為替リスクを考慮している。債券に関しては、簿価に対して信用格付カテゴリー毎のデフォルト率に回収率を加味したリスク係数を設定している。貸出金に関しては、リスク管理債権を除く一般貸付金、破綻先債権、延滞債権、3ヶ月以上延滞債権、貸出条件緩和債権といったカテゴリー別にリスク係数を設定している。

保険リスクに関しては、規制上の保険リスクに加え、各社の内部モデルに基づくリスク量も考慮している。予定利率別の責任準備金とその残存期間を考慮し、将来にわたる予定利率リスクも考慮するのに加え、経済価値ベースの金利リスクについても分析対象とする。

また、各生命保険会社が内部モデルによるリスク計測方法を含めたリスク管理の高度化を進めている。内部モデルに基づいた経済資本などの数値の信頼性が高まったと判断した場合は、各社の内

部モデルに依拠した数値をより織り込んで、分析を行っていく方針である。

(重視する指標)

■ 自己資本比率

(5) 財務上の柔軟性

大きな資金ニーズがある時に、機動的に種々の市場で資金調達できる能力を評価する。それに加え、多大な含み益を保有し、事業を毀損することなく売却益を実現できる能力にも着目する。

将来にわたる内部留保の創出能力も財務上の柔軟性として評価する。大きな資本投下を考慮しない場合、内部留保を以って、十分に資金ニーズに対応する能力があると評価する場合もある。

(6) リスク管理態勢

一体性のあるリスク管理態勢、新たに顕在化するリスクにかかわる管理態勢、リスク調整後リターンの最適化に向けた戦略などのあり方の諸観点から、収益・リスク経営管理を核とした経営戦略の全社への浸透度合いなどを評価する。具体的には、社内でのリスク許容量と統合的なリスク選好度の浸透・共有化の度合い、トップマネジメントによるリスク経営管理態勢の支援状況、リスク管理プロセスを組み込んだ社内体制、事業部門レベルでのリスク認識の取り組み方などを評価する。また、リスクガバナンスのあり方をリスク管理機能の統治および組織構造などの観点から分析する。さらに、リスク管理態勢の社内での一体性、リスクの測定／モニターの適切性、リスク種類ごとの警告水準とリスク上限のあり方についても評価する。新たに顕在化したリスクのタイムリーな掌握、新たに顕在化したリスクの抑制、新たなリスクの顕在化を受けた教訓の活かし方などの諸観点から、各保険会社の不測のリスクが顕在化した際の対応についても分析する。

所要資本と経済資本のリスク資産への配分、経済リスク・リターン指標に基づいた戦略面の施策、戦略面の施策の規制上の所要自己資本に与える影響の掌握、事前に定められたリスク許容範囲内での戦略的な資産配分、保険商品のリスク・リターンの考察に基づくリスク調整後の価格設定、リスク・リターン分析の結果の当初の想定との乖離を受けた保険契約の売り止め／価格の見直し、リスク・リターンに関する決定を最適化するプロセスに基づく資本計画などの諸観点から、リスク調整後リターンの最適化に向けた戦略についても評価する。

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

株式会社 **日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル