



PE ファンドの生命保険ビジネスへの参入と その潜在的なリスク

再保険取引の規制・監督の強化の必要性

2024 年 4 月



内容

1. イントロダクション	3
2. 国際的な議論の動向	4
2.1 保険監督者国際機構（IAIS）	4
2.2 国際通貨基金（IMF）	6
3. 各国・地域における議論の動向	7
3.1 英国	7
3.2 欧州	9
3.3 米国	10
4. 考察	11

1. イントロダクション

保険監督者国際機構（IAIS）は、2023年12月に公表した「グローバル保険マーケット・レポート」（Global Insurance Market Report : GIMAR）の中で、生命保険セクターにおける構造的な変化という文脈において、資産集約型再保険（asset-intensive reinsurance）とオルタナティブ資産投資を、マクロprudential監督におけるテーマとして取り上げた。同レポートは、資産集約型再保険を「保険負債のブロックに関連する資産運用および生体リスクを元受保険会社から他の保険会社もしくは再保険会社に移転する取決め」と定義し、「ファンド型再保険（funded reinsurance）、資産担保再保険（asset-backed reinsurance）、比例再保険（quota share reinsurance）などとも呼ばれる」と述べている。

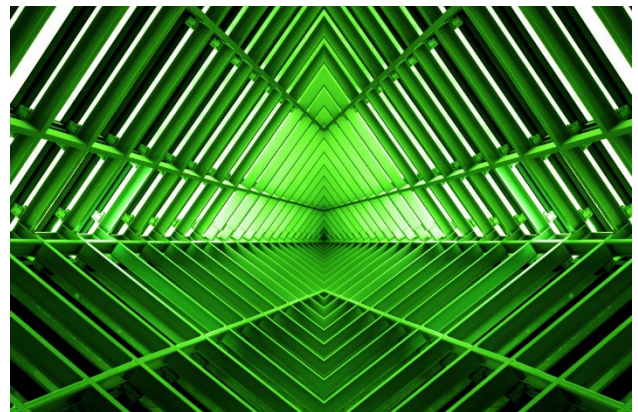
資産集約型再保険やオルタナティブ資産投資は、プライベート・エクイティ（PE）ファンド¹の生命保険ビジネスへの関与とも相互に関係する。資産集約型再保険を提供する再保険会社にとって、その利益の主たるドライバーは「追加的なスプレッド」を獲得する能力であり、それは、時に、非流動資産での運用を増加させることによって達成し得る。PEファンドの生命保険ビジネスへの関与について、IAISは、2022年のGIMARの中で、「投資、買収、パートナーシップ、再保険およびその他の取決めを通じたPEファンドの生命保険セクターへの関与は、生命保険セクターのトランスフォーメーションとも概ね一貫する、継続的なトレンドである」と述べ、その潜在的なリスクを分析する必要性を指摘している。

国際通貨基金（IMF）は、2023年12月に公表したレポート「グローバルな金融安定：PEと生命保険会社」において、生命保険会社とPEファンドの影響下にある再保険会社との間では、資産集約型再保険として知られる修正共同保険式再保険（modified co-insurance）や資産留保型共同保険式再保険（co-insurance with funds withheld）などの取引が行われており、また、そのような再保険会社の非流動性資産へのエクスポージャーは非常に高い、と述べ、「保険監督当局は、PEファンドの影響下にある保険会社や再保険会社が関与するポートフォリオの移転

や買収におけるトレンドについて、より踏み込んだ分析を行うべきである」と提言している。

近年、日本の生命保険市場においては、生命保険会社によるオフショア市場への出再のほか、生命保険会社と国外の投資ファンド（およびその傘下にある再保険会社）との戦略的な事業提携、生命保険会社と国外の再保険会社との間の資産集約型再保険取引など、様々な動きが出てきている。したがって、資産集約型再保険やPEファンドの生命保険ビジネスへの関与がもたらす機会とリスクについて、国際的な議論も踏まえ、日本国内での監督上の対応や保険会社自身によるリスク管理の高度化を検討することも必要になるものと考えられる。

本稿では、特に、規制・監督の観点から、資産集約型再保険やPEファンドの生命保険ビジネスへの関与にかかる国際的および主要な国・地域における議論の動向を整理し、監督当局による（再）保険会社および再保険取引の規制・監督の強化の必要性について論じる。



¹ 本稿の執筆に際して参照した文献では「private equity」、「private equity party」、「private equity investor」、「private equity firm」、

「private equity company」などの用語が用いられているが、本稿では「PEファンド」で統一する。

2. 国際的な議論の動向

2.1 保険監督者国際機構（IAIS）

PEファンドと生命保険ビジネス

IAISは、2021年のGIMARの中で、「PEファンドはこの10年間で生命保険会社のM&Aに積極的に参画するようになっており、その傾向は過去2年で大きく加速している」と述べ、マクロprudential監督におけるテーマの一つとして、「PEファンドの生命保険ビジネスの所有」を初めて取り上げた。同レポートは、①PEファンドに所有される生命保険会社のグループの構造は複雑なものとなり得ること、②保険契約者に損失をもたらすリスクテイクをPEファンドが行う可能性があること、③PEファンドと生命保険会社のパートナーシップが金融システムに対する重要性和相互関連性を高め得ること、の3点を、PEファンドによる生命保険ビジネスの所有がもたらす潜在的なリスクとして指摘している。

そうしたPEファンドによる生命保険ビジネスの所有の背景には、生命保険会社が、年金商品や予定利率保証型の商品などの資本負荷の高い商品から、ユニットリンクなどの資本負荷の低い（capital-light）商品へと、その商品ポートフォリオ、ひいては、そのビジネス・モデルを変化させていることがあると考えられている。

IAISの2022年のGIMARレポートは、PEファンドによる生命保険ビジネスの「所有」から「関与」へと、その分析の範囲を拡大している。その理由として、PEファンドの生命保険ビジネスへの関与が、①買収などのバランスシート集約型（balance sheet intensive）、②少数持分取得などのバランスシート節約型（balance sheet light）、③パートナーシップや外部委託の取決め、と多様化していることが上げられる。

このようなPEファンドの生命保険ビジネスへの関与は、2008年～2009年の金融危機にまで遡ることができる。金融危機の際、PEファンドが米国のいくつかの伝統的な保険会社からクロード・ブロックを購入している。その背景には、低金利環境の中、保険会社が、自身の収益性を改善し、資本管理を最適化するため、そのようなブロックを売却せざるを得なかったという事情がある。

オルタナティブ資産への投資

PEファンドが関与している生命保険会社は、そのリターンを最適化するため、①非流動的で複雑な資産への投資、②グループ内外の再保険会社との再保険取引、③資産運用や商品管理のアウトソーシングを通じたオペレーションの効率化、などの手法を用いている。そうした手法には、いくつかのリスクが伴う。例えば、非流動資産への投資の増加は保険会社の流動性リスクを高め得るし、再保険取引は集中リスクの増加につながり得る。また、PEファンドが関与する生命保険ビジネスは、組織形態やオペレーションの構造を複雑にすることが多く、そのことは、監督当局による監督の実効性を阻害する要因となり得る。さらに、PEファンドが短期的な利益を追求する場合、保険契約者との間に利益相反が生じる可能性がある。

オルタナティブ資産（非流動性資産）への投資について、IAISは、2023年のGIMARでさらなる分析を試みている。同レポートは、オルタナティブ資産への投資の増加の大きな要因の一つは、長期間にわたって続いた低金利環境下におけるイールドの追求であると言える一方、ソルベンシー規制における取扱いの差異も一つの要素である、と指摘している。なお、ソルベンシー規制の差異について、例えば、米国におけるローン担保証券（CLO）を含む証券化商品に対する資本要件は、欧州におけるそれよりも低く、他方で、無格付け社債の資本要件は、欧州においてより高く設定されている、という実態がある。

資産集約型再保険

IAISは、2023年のGIMARの中で資産集約型再保険に初めて言及し、生命保険セクターにおいて資産集約型再保険が多く利用されるようになってきている要因として、①長期間にわたって続いた低金利環境、②資本規制、の2つに言及している。具体的には、低金利環境下において、保険会社が保険負債を抱えるコストは増加し、レガシー・ポートフォリオにおける採算性は悪化し、また、新興国における成長は抑制されてきた。さらに、最低保証を付している保険商品の資本負荷が高まり、そのことは、長期的な収益性にも影響を及ぼしてきた。加えて、そうした保険負債の裏付けとして保有してきた伝統的な資産は、市場リスクや信用リスクにさらされ、収益や資本を変動させる要因となっていた。

資産集約型再保険は、目新しいものではなく、また、出再および受再とも、少数の国・地域に集中しているものの、ここ数年で大きく成長してきている。米国では、出再された生命保険および年金の責任準備金の額は、2017年の7,600億米ドルから、2022年には1.2兆米ドルにまで増加している。米国以外の国・地域を見ると、EUでは、移転された責任準備金の額は2017年から2021年までの間に700億ユーロ増加しており、また、英国では、年金のバルク購入（bulk purchase annuity）が2023年には2019年の430億ポンドの水準を超えている。その他、アジアでは、2021年以降、巨額の取引（日本では90億米ドル、中国・香港では60億米ドル）が行われている。

据置年金（deferred annuity）、ユニバーサル・ライフ、年金のバルク購入を主な対象として行われる資産集約型再保険は、再保険会社が資産運用リスクを多く引き受ける（したがって、再保険会社が資産を運用することとなることも多い）点において、他の再保険と異なる。また、資産集約型再保険では、出再者がカウンターパーティ・リスクを削減するため、担保が提供されることが一般的である。資産集約型再保険における重要な契約上の事項は、担保の取決め、資産運用の取決め、担保の評価および契約の終了事由の4つである。

資産集約型再保険を利用することにより、出再者である元受保険会社は、リスクの移転によって一定の責任準備金を積み立てないこととできるほか、（カウンターパーティ・リスクに対する資本要件と一定程度相殺され得るものの）資本要件を削減することができる。引き受ける再保険会社にとっては、自身の、もしくは、提携先である資産運用会社の運用能力を活かし、より高いスプレッドを獲得できる可能性がある。他方で、資産集約型再保険は、いくつかの監督上の課題も生じさせ得る（表1）。

表1. 資産集約型再保険にかかる監督上の主な課題

- 再保険会社が所在する国・地域における健全性監督の枠組みに対する理解の不足
- 監督当局間の情報交換における障壁（情報交換の取極め（MoU）の未締結など）
- （元受保険会社および）再保険会社とアセット・マネジャーが同一のグループに属する場合における両者の間の利益相反
- 引受ける再保険会社の数が限られることにより生じる集中リスク
- 取引の取決めの複雑化（再々保険や特別目的会社を利用したスキームなど）
- 責任準備金の積立ての適切性の検証の手法と頻度の理解の不足
- 出再解除（recapture）のリスク
- 出再者である元受保険会社が資産を留保する場合における資産の区分管理

金融安定（financial stability）の観点からは、資産集約型再保険取引の出再者と受再者が一部の国・地域に集中しており、今後もそのような形で同マーケットが拡大していくこととなれば、相互関連性や規模の観点から、それらの国・地域ならびに出再者および受再者の金融システムにおける重要が高まることも想定される。また、元受保険会社による「群衆行動」は、カウンターパーティ（＝再保険会社）の集中リスクをより一層増加させ、さらに、複数の再保険会社が似たような資産運用戦略を採用する場合には、資産エクスポージャーの集中が生じる可能性もある。その他、出再解除が立て続けに生じることとなれば、元受保険会社のポートフォリオのリバランスは、元受保険会社の健全性のみならず、他の市場参加者にも影響を与え得る。

こうしたことから、IAISは、2024年1月に公表した作業計画（ロードマップ）において、資産集約型再保険に関連する各国の資本規制や担保規制、責任準備金と資産の評価について分析し、必要に応じて、国際的な保険監督基準である保険基本原則（Insurance Core Principles）の改正を検討する旨を表明している。

2.2 国際通貨基金（IMF）

IMFは2023年12月、PEファンドによる生命保険ビジネスへの関与に関するレポートを公表し、その中で、①PEファンドの生命保険ビジネスへの関与の形態、②PEファンドが関与する生命保険ビジネスの特徴、③政策上の論点、を整理している。

PEファンドの生命保険ビジネスへの関与の形態

PEファンドによる生命保険ビジネスへの関与は、1980年代にまで遡ることができる。当初は、生命保険会社が伝統的なレバレッジド・バイアウト（LBO）のターゲットとされることが一般的であったが、最近では、PEファンドの関与の形態はより複雑なものとなっている（表2）。PEファンドは、生命保険ビジネスに関与することで、資産運用のための長期にわたる安定的な資金源を獲得することができるほか、資産運用にかかる手数料収入も得ることができるといったメリットを享受できる。

表2. PEファンドの生命保険への関与の形態

- **戦略的なアライアンス**：PEファンドが生命保険会社の少数持分株主（主要株主規制を回避できる10%未満であることが多い。）となり、資産運用サービスを提供する。
- **LBO**：PEファンドがアレンジしたLBOスキームが生命保険会社を買収し、所有する。
- **オン・バランスシート**：PEファンドの他の活動にとって戦略上重要な生命保険会社の持分のすべてもしくは過半数を取得する。
- **再保険**：生命保険会社が、PEファンドが所有するオフショア再保険会社に対してポートフォリオを出再する。

PEファンドが関与する生命保険ビジネスの特徴

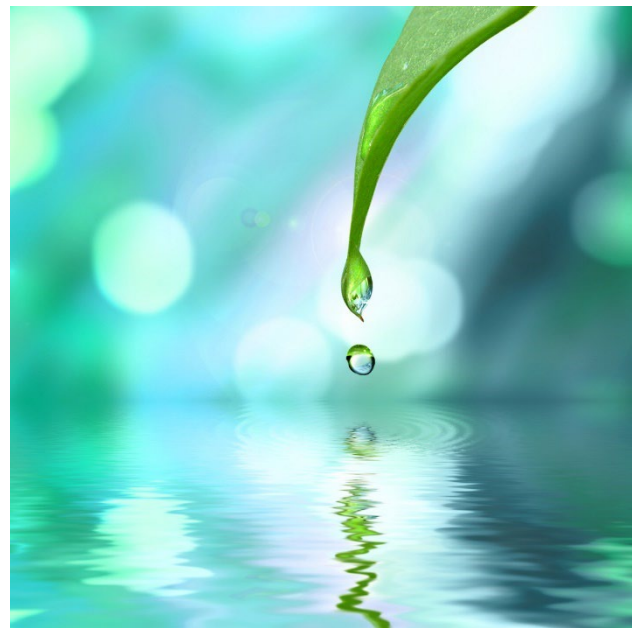
PEファンドが関与する生命保険ビジネスの特徴の一つは、非流動性資産での運用の割合が高いことである。PEファンドが関与している米国の生命保険会社は、一般的な生命保険会社と比べ、CLO（ローン担保証券）、住宅ローン、商業用／住宅用ローン担保証券などの非流動性資産に多く投資している。これにより、PEファンドは、より多くのスプレッド

と資産運用手数料を享受できることとなる一方、資産・負債の流動性のミスマッチの拡大や企業の破綻や格付の引下げなどのシナリオの下での脆弱性が高まることとなる。

PEファンドは、また、バミューダなどのオフショア地域に再保険会社を設立し、生命保険会社から生命保険や年金ビジネスを受再している。そのような再保険会社もまた、非流動資産での運用を多く行っている。

政策上の論点

検討を要する論点の一つは、規制上の（潜在的な）裁定の機会である。各国で資本規制が異なることがクロスボーダーでの再保険取引のドライバーとなっているのであれば、資本規制のグローバルなコンバージェンスが必要となる。それには、資産・負債の評価方法やリスクの所要資本のコンバージェンスを含み得る。その他、流動性リスク管理の強化や監督当局によるグループ監督の高度化なども検討に値する。



3. 各国・地域における議論の動向

3.1 英国

英国健全性監督機構（PRA）は、近年、英国の生命保険市場において、年金のバルク購入（bulk purchase annuity：BPA）との関係でファンド型再保険（funded reinsurance）に対する利用のニーズが高まっていることを受けて、その状況を分析した結果を2023年6月に公表した。PRAは、ファンド型再保険を「一般的に、資産運用リスクおよび長寿リスクの全部を再保険会社に移転する、担保付比例再保険」と定義している。

PRAは、ファンド型再保険取引の多くが、巨額の新ビジネス初期利益（day one new business gain。再保険会社に対して支払われる再保険料が年金スキームから受け取る保険料より低い場合に計上され、保険会社の規制資本を増加させる。他方で、カウンターパーティ・リスクのエクスポージャーはソルベンシー資本要件（SCR）を大幅に増加させない。）の計上につながっていると認識しているほか、ファンド型再保険の利用における潜在的なリスクとして、4つの事項を指摘している（表3）。

表3. ファンド型再保険の利用にかかる潜在的なリスク

- **出再解除の可能性**（probability of recapture：PR）：ファンド型再保険市場は、急成長を遂げている新規参入の再保険会社、もしくは、ビジネス・モデルの集中が大幅に高まっている既存の再保険会社によって構成されている。したがって、出再解除のリスクを評価する際、ヒストリカルなデフォルト・リスクを用いることは適切でない可能性がある。
- **相関性のあるPR**：ファンド型再保険のビジネス・モデルは、資産運用を通じて高いスプレッドを獲得することを目的としている。したがって、クレジット・サイクルのショックが複数の再保険会社に同時に影響を及ぼす可能性を高める。
- **出再解除時の損失**：クレジット・サイクルのショックが担保ポートフォリオと再保険会社の健全性を同時に損ない得るため、強い誤方向リスク（wrong

way risk）が存在する。

- **マネジメント・アクション**：出再解除にかかるいくつかのマネジメント・アクションは、実効的なものでない可能性がある。出再解除はクレジット・サイクルのストレス時に生じることが多く、したがって、代替契約を見つけることは困難であり、また、ヘッジやリバランスなどは想定したものとならない可能性がある。

PRAは、また、当該レビューからの主な発見事項を、①取引のストラクチャー、②リスク管理、③バランスシートと内部モデル、の観点から整理している（表4）。

表4. ファンド型再保険のレビューからの主な発見事項

- **取引のストラクチャー**
 - 担保の有効性：マッチング調整（MA）非適格資産、非流動資産、外貨建資産などを担保のプールに含めることで取引の経済性は高まり得るものの、リスクを軽減するという担保の有効性が大きく損なわれ得る。
 - 担保不足：初回保険料を下回る担保が設定されている事例が見受けられ、担保の水準は動的に変動し得るため、市況によっては担保不足となるリスクがある。
 - 資産と負債のミスマッチ：担保プールの資産と出再された負債との間のデレージョンのミスマッチや厳格なマッチング要件の欠如などが認められる。
- **リスク管理**
 - カウンターパーティ・エクスポージャーの評価：出再解除にかかるマネジメント・アクションについて、ストレス下において利用可能なアクションの範囲やコストの理解を深める必要がある。
 - エクスポージャーの制限：出再解除が内部管理目的のソルベンシー比率に抵触しない水準に出再のエクスポージャーを制限している場合、再保険会社のビジネス・モデルやストレス状況を勘案したものとなっていることを確保する必要がある。

- シナリオ分析とストレス・テスト：ファンド型再保険に特化したカウンターパーティ・リスクのシナリオ分析やストレス・テストを行っている事例は限定的である。

■ バランスシートと内部モデル

- 出再解除の可能性（PR）：過去のデフォルト確率（PD）を用いてPRを計算している保険会社がほとんどである。PDは、新たなビジネス・モデルに関連するリスクを正しく反映していない可能性がある。
- 出再解除のトリガー：再保険会社の破綻以外にも出再解除につながる事由がある。

PRAは、その後、2023年11月に「ファンド型再保険」と題する市中協議文書を公表した。PRAは、その背景として、①バルク購入年金（bulk purchase annuity：BPA）マーケットが今後10年で6,000億ポンドの規模にまで成長すると見込まれること、②ファンド型再保険によって、保険契約者の保護が損なわれる可能性があること、の2点に言及し、「出再保険会社によるカウンターパーティ・リスクの過小評価などにより、リスクが急速に積みあがる可能性がある」との懸念を示しつつ、ファンド型再保険に対する監督上のアプローチを提案した（表5）。

表5. ファンド型再保険の監督上のアプローチ（案）

■ リスク管理

- 出再保険会社は、カウンターパーティ・エクスポージャー（および内部のカウンターパーティ・リミットと担保の方針の組合せ）と財務リソースの効率的なリスク管理により、ファンド型再保険の解除に耐え得ることを確保するための基準を設けるべきである。

■ カウンターパーティに対する内部の投資リミット

- 保険会社は、ファンド型再保険のカウンターパーティに対するリミットを設定し、また、それに対するエクスポージャーを計測すべきである。
- 保険会社は、ファンド型再保険取引にかかるリスク管理の実効性を確保するため、「即時解

除（immediate recapture）」指標（※一つのカウンターパーティに対するすべての出再ビジネスが出再解除されるシナリオが保険会社のSCRに与える影響。）を用いるべきである。

■ 担保の方針

- 保険会社は、リスク管理方針の一環として、明確な担保（非流動性資産を含む。）の方針を設けるべきである。

■ 出再解除の計画

- 保険会社は、リスク・アパタイトを設定する際の中核となる、ファンド型再保険に対する実行可能な出再解除にかかる計画を作成すべきである。

■ ソルベンシー資本要件（SCR）

- SCRの計算に標準フォーミュラを用いている保険会社は、ORSAの中でその適切性にかかる評価を行うべきである。内部モデルを用いている保険会社は、デフォルト確率（PD）の設定においてフォーワードルッキングなリスクを捉えることの要否を検討し、デフォルト時損失（LGD）の前提条件の設定において、負債キャッシュフローの流動性にストレスをかけ、また、ストレス時における担保の回収可能性を勘案すべきである。

なお、PRAは、2024年1月に公表した「2024年の保険監督における優先課題」において、リスク管理、ストレス・テストに加えて、ファンド型再保険を生命保険セクターにおける優先課題として掲げている。また、PRAは、2025年に実施を予定している保険ストレス・テストにおいて、ファンド型再保険に関連するシナリオを設けることを検討している（Financial Times（2024））。

3.2 欧州

欧州大陸では、ランオフ保険会社およびポートフォリオの監督の観点から、PE ファンドによる生命保険ビジネスへの関与の議論が開始された。欧州保険・年金監督局（EIOPA）は 2022 年 4 月、「ランオフ保険会社の監督に関する監督上のステートメント」を最終化し、その中で、レガシー・ポートフォリオやランオフ状態の保険会社を積極的に買収するビジネス・モデルを有する者を「特別ランオフ（specialised run-off）会社」と定義し、特別ランオフ会社による保険ビジネスの買収に際して監督当局が留意すべき事項を示している（表 6）。

表 6. 特別ランオフ会社にかかる監督上の留意事項

■ リスクの特定

- 監督当局は、買収しようとする者の財務の健全性、買収の動機、（買収しようとする者および買収される者双方の視点からの）保険契約者への影響を評価しなければならない。また、監督当局は、買収しようとする者のビジネス・モデル、リスク・プロファイルの変化、ガバナンス、リスク管理およびソルベンシーの水準について包括的に理解している必要がある。
- 買収取引が（将来支払われる）保険金の額に影響する場合、監督当局は、買収しようとする者に対して、損失移転の取決めなど、保険契約者の利益を保護するための追加的なコミットメントを求めることができる。
- 監督当局は、買収しようとする者の買収後のリスク・プロファイルがそのリスク・アパタイトと整合していること、また、商品の監視やガバナンスの方針が適切であることなどを評価すべきである。
- 監督当局は、買収者による保険負債を管理する能力に注意を払うべきである。特に、①有配当保険について、保険契約者の持分が不当に削減されず、移転前の契約や保険契約者の合理的な期待と概ね沿ったものであること、また、②長期の保険商品について、保険

契約者に不利な状況を生じさせ得る事態が生じた場合、対策を講じることができる能力を有すること、をそれぞれ確保すべきである。

■ PE ファンドの関与

- PE ファンド等の投資家の時間軸は、伝統的な投資家のそれと比べて短いことから、買収される保険会社から資本が引き出され、保険契約者の保護に悪影響を与えるリスクがある。監督当局は、そうした事態を回避するため、投資家やそのオーナーのバックグラウンドを考慮するとともに、投資の早期引揚げがもたらす潜在的な影響を評価すべきである。
- PE ファンドは、①投資リターンを引き上げるための資産配分の変更、②コスト削減のためのオペレーションの変更、③責任準備金や資本要件の評価のためのメソッドロジーや前提条件の変更、などにより、株主に対するリターンを高める傾向がある。監督当局は、保険契約者を保護するため、必要な措置を講じるべきである。

■ ビジネス・コンダクトの監督

- 監督当局は、特に生命保険の場合、買収しようとする者が顧客本位のビジネス・モデルを有しているかどうかを評価すべきである。
- 監督当局は、買収しようとする者の商品の監督やガバナンスの方針を評価すべきである。それには、買収したポートフォリオの商品のモニターや定期的なレビュー、ランオフ・ポートフォリオの保険契約者の保護のために講じている施策の評価を含む。
- 顧客サービスの水準は、移転前の水準と大きく異なるべきではない。

EIOPA は、その後、2022 年下期の「金融安定レポート」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」をテーマとして取り上げ、①ポートフォリオの買収者は、買収したポートフォリオを出再する傾向が高く、そのことは、保険契約者の保護を損ない、また、カウ

ンターパーティ・リスクや流動性リスクを高め得ること、②ポートフォリオの買収者は、不動産などの非流動性資産により多く投資する傾向が強く、また、信用リスクや流動性リスクが相対的に高い原資産をベースとする集団投資スキームを通じた運用も行っており、潜在的なリスクが高いこと、③PE ファンドの生命保険ビジネスへの関与は、インフレーションや金利の上昇などに大きな影響を受ける可能性があり、持続可能なビジネス・モデルでない可能性が高いこと、等を指摘している。

なお、EIOPA は、2023 年 12 月に公表した「2024 年の監督上のコンバージェンス計画」において、ファンド型再保険（資産集約型再保険）の分析を開始する旨を表明している。



3.3 米国

全米保険監督官協会（NAIC）は、PE ファンドによる保険会社の買収等が増加している中、2021 年に規制・監督上の論点の整理を開始し、2022 年 6 月に「PE ファンドに所有される保険会社等に適用可能な規制上の 13 の論点」（表 7）として採択した。13 の論点のうち、2024 年 3 月時点では 4 つ（論点 6～9）は対応済みと整理されており、残りの論点について引き続き検討が行われている。

表 7. PE ファンドと生命保険ビジネスにかかる 13 の論点

1. **グループ構造**：複雑なグループ構造である場合、規制当局はリスクの全体像を把握できない可能性がある。
2. **所有と統制**：出資比率が低い場合でも利益相反が生じる可能性がある。
3. **資産運用の取決め（IMA）**：IMA には利益相反を生じさせる条項が存在し得る。
4. **所有目的**：保険会社の所有者の（短期的な利益の追求などの）所有目的が保険契約者の保護と整合しない可能性がある。
5. **オペレーションやガバナンスへの影響**：保険ビジネスの経験を有しない者が保険会社の経営に関与することで、オペレーション、ガバナンス、コンダクトがネガティブな影響を受ける可能性がある。
6. **PE ファンドの定義**：PE ファンドの定義が無く、規制上の対象範囲を特定することが困難である。
7. **資産運用における利益相反**：投資対象資産の組成者が特定できない場合、利益相反が生じる可能性がある。
8. **仕組債の透明性**：仕組債における関連会社による出資や担保を特定することが困難である。
9. **関連会社との関係**：関連会社であるアセット・マネジャーとの関係にかかる開示に考慮が必要となる。
10. **私募仕組債**：私募仕組債が増えることで、リスクの増大と透明性の欠如が生じ得る。
11. **格付機関への依拠**：格付機関への依拠の程度とその適切性が課題となり得る。
12. **年金リスクの移転**：生命保険会社が年金リスクの移転を行うことは、規制・監督上の課題を生じさせ得る。
13. **オフショア再保険**：保険会社によるオフショア再保険等の利用は、規制・監督上の課題を生じさせ得る。

NAIC は、また、資産集約型再保険について、保険契約者の保護の観点からの資産の十分性についても検討を行っている。生命保険会社が総資産要件（＝責任準備金と所要資本の合計額）を大きく減少させる再保険取引（出再）を行う場合、保険契約者の利益を損ない得る程度の資本が解放される可能性がある。NAIC は、そのようなリスクに対応するため、出再者である保険会社に対して、出再された保険負債に対応する資産を含めた資産十分性分析（asset adequacy analysis：AAA）の実施を義務付けることを検討している。

この点に関し、米国アクチュアリー学会（AAA）は、米国の生命保険会社がバミューダに所在する再保険会社に出再を増やしている理由の一つとして、両国における資本規制上の差異に言及している（バミューダの資本規制は概ね経済価値ベースであるのに対し、米国では保険負債はより保守的に評価される。）。

その他、米国において連邦レベルで金融安定に責任を有する金融安定監督評議会（FSOC）は、2023 年 12 月に公表した年次報告書において、大規模なアセット・マネジメント会社や PE ファンドの生命保険ビジネスへの関与、非流動資産への投資などの資産運用戦略の変化、オフショア再保険会社の利用の増加などを「生命および健康保険セクターにおいて生じている構造変化」とであると指摘している。

4. 考察

近年、日本の生命保険市場においては、生命保険会社によるオフショア市場への出再のほか、生命保険会社と国外の投資ファンド（およびその傘下にある再保険会社）との戦略的な事業提携、生命保険会社と国外の再保険会社との間の資産集約型再保険取引など、様々な動きが出てきている。こうした動きは、2025 年 4 月に予定されている経済価値ベースのソルベンシー規制（ESR）の導入が迫るにつれ、ますます活発になるものと思料される。

日本に限らず、リスクの最適化を図り、より効率的な資本配賦を行うことで株主等のステークホルダーの期待に応えて

いくという保険会社の行動は、経済合理性があると考えられる。他方で、保険事業は免許事業であり、保険会社には、その行動の経済合理性に加え、保険契約者の保護といった観点からの検討が求められることとなる。

また、監督当局には、保険会社の行動が金融安定に与える影響を分析し、必要な施策を講じることが求められるほか、規制の裁定の機会を利用した取引や活動が行われる可能性がある場合には、それらに対処していくことが期待されている。したがって、監督当局にとっては、そのような目線から、生命保険会社による出再や PE ファンドの生命保険ビジネスへの関与への規制・監督上の対応を検討していくことが重要になってくる。

保険契約者の保護を確保するための規制・監督上の対応として、一つには、生命保険会社の出再に何らかの規制を設けることが考えられる。例えば、（一定の閾値を超える）再保険取引について、認可もしくは事前・事後の届出を求めることで、出再の目的や出再先（再々保険先を含む。）および再保険取引の適切性にかかる透明性が高まり得る。また、出再によって実質的に資本が取り崩されることで保険契約者の保護が損なわれる可能性がある場合には、出再者に対して追加的な資本賦課を求めることも一つの施策として考え得る。さらに、出再者に対して再保険取引にかかるより一層の開示やシナリオ分析を含むリスク管理の高度化を求めることも検討に値する。

規制上の裁定の機会への対応として、IMF（2023）は、IAIS が開発中の保険資本基準（Insurance Capital Standard：ICS）を各国・地域で適用することを提言している。グローバルで資本規制のコンバージェンスを確保することは、規制上の裁定の機会を利用した行動を低減させる上で有効である。他方で、ICS の実施は、必ずしもすべての課題を解消することとはならない可能性があることに留意も必要である。例えば、金利が上昇している局面では、ICS ベースでのバランスシート上の保険負債の額が、保険会社が保険契約者に対して負っている債務の額を超えて減少する可能性があり、そのことは、保険契約者の保護の観点から検討を要する事項の一つとなり得る。

規制のクロスボーダーでのコンバージェンスに関し、例えば、欧州連合におけるソルベンシーII の枠組みの下での同等性評価の実施は、それを確保するためのアプローチの一つである。他方で、そうした特定の国・地域による評価には政治的な要素が大きく影響し得ることに留意が必要である。そのような影響を回避するためには、例えば、IMF による金融セクター評価プログラム（FSAP）や IAIS による基準の実施状況の評価（Implementation Assessment）などを通じて、規制の同等性の程度を検証するための国際的な取り組みを行っていくことも考えられる。

（再）保険会社の親会社や主要株主に対する規制の強化も検討に値する。PE ファンドやその他のアセット・マネジメント会社が（再）保険会社の親会社や主要株主となろうとする際、それらの者のビジネス・モデルやプラクティスが（再）保険会社のそれと大きく乖離するものでないかなどの観点から、規制・監督上のレビューを行うことは有効であろう。また、（再）保険会社の親会社や主要株主に対する立入検査

や行政処分 の権限などを監督当局が有するだけでなく、それらの行使可能性が担保されることも重要となる。

さらに、PE ファンドやその他のアセット・マネジメント会社が（再）保険会社を所有することによって実質的に保険事業や保険負債の裏付けとなっている資産の運用を行うことが可能となる場合、それらの者が保険会社と同等の規制に服することが適当であると考えられ、そうした議論が進展することも期待される。

加えて、上記のようなマイクロ・プルデンシャル規制の実効性を確保することに加え、金融安定に対する潜在的なリスクを事前に検知し、対処することができるようにするため、クロスボーダーでの監督当局間の協力と連携も不可欠である。

今後、本テーマの規制・監督のあり方にかかる議論が進展し、適切な水準での保険契約者の保護と金融安定が確保されることが期待される。

以上



注：本稿における意見は、執筆者の私見であり、執筆者が所属する組織の公式な見解を示すものではない。

参考文献

1. American Academy of Actuaries (2024) 'Issue Brief: Asset-Intensive Reinsurance Ceded Offshore From U.S. Life Insurers (With Focus on Bermuda)', https://www.actuary.org/sites/default/files/2024-02/risk-brief-bermuda-reinsurance_0.pdf
2. Bank of England/Prudential Regulation Authority (2023a) 'CP24/23 – Funded reinsurance', <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2023/november/funded-reinsurance-consultation-paper>
3. Bank of England/Prudential Regulation Authority (2023b) 'Feedback on the PRA's preliminary thematic review work on funded reinsurance arrangements', <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/letter/2023/june/thematic-review-work-on-funded-reinsurance-arrangements.pdf>
4. European Insurance and Occupational Pensions Authority (2023) 'Supervisory Convergence Plan for 2024', <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-12/Supervisory%20Convergence%20Plan%20for%202024.pdf>
5. European Insurance and Occupational Pensions Authority (2022a) 'Financial Stability Report: December 2022', https://www.eiopa.europa.eu/document/download/5a8a7067-98c3-497b-af91-9887366affa_en?filename=EIOPA%20Financial%20Stability%20Report%20December%202022_revised_0.pdf
6. European Insurance and Occupational Pensions Authority (2022b) 'Supervisory statement on supervision of run-off undertakings', https://www.eiopa.europa.eu/document/download/836b66c6-59ab-4bb6-a216-993c724627cf_en?filename=Supervisory%20statement%20on%20supervision%20of%20run-off%20undertakings.pdf
7. Financial Stability Oversight Council (2023) 'Annual Report 2023', <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2023AnnualReport.pdf>
8. Financial Times (2024) 'Bank of England plans to stress test insurers on exposure to reinsurance firms', <https://www.ft.com/content/cd8a972e-2f84-4cfa-a2c4-cd1114f83eab>
9. International Association of Insurance Supervisors (2024) '2023-2024 Roadmap: Updated January 2024', <https://www.iaisweb.org/uploads/2024/01/IAIS-Roadmap-2024.pdf>
10. International Association of Insurance Supervisors (2023) 'Global Insurance Market Report (GIMAR): December 2023', <https://www.iaisweb.org/uploads/2023/12/Global-Insurance-Market-Report-2023.pdf>
11. International Association of Insurance Supervisors (2022) 'Global Insurance Market Report (GIMAR): December 2022', <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/12/GIMAR-2022.pdf>
12. International Association of Insurance Supervisors (2021) 'Global Insurance Market Report (GIMAR)', <https://www.iaisweb.org/uploads/2022/01/211130-IAIS-GIMAR-2021.pdf>
13. International Monetary Fund (2023) 'Global Financial Stability Notes: Private Equity and Life Insurers', <https://www.imf.org/en/Publications/global-financial-stability-notes/Issues/2023/12/13/Private-Equity-and-Life-Insurers-541437>
14. National Association of Insurance Commissioners (2024a) 'Financial Stability (E) Task Force: Meeting Materials Attachment Two-A', https://content.naic.org/sites/default/files/national_meeting/Materials-FSTF_12.pdf
15. National Association of Insurance Commissioners (2024b) 'AAT Reinsurance Exposure 031724', <https://content.naic.org/sites/default/files/inline-files/AAT%20Reinsurance%20Exposure%20031724.pdf>
16. National Association of Insurance Commissioners (2021) 'Financial Stability (E) Task Force: Dec. 7, 2021, Minutes', https://content.naic.org/sites/default/files/call_materials/FSTF12-7min%20FINAL.pdf

執筆者



小林 晋也 / Shinya Kobayashi

マネージングディレクター

保険セクターリーダー /

デロイト アジア太平洋地域規制戦略センター (ACRS) 共同リード
金融サービス

デロイト トーマツ リスクアドバイザー合同会社

Shinya Kobayashi

Managing Director

Insurance Sector Leader /

Deloitte Asia Pacific Centre for Regulatory Strategy (ACRS) Co-lead

Financial Services

Deloitte Tohmatsu Risk Advisory LLC

Deloitte.

デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスクアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市に約 2 万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、www.deloitte.com/jp をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オーストラリア、バンコク、北京、ベンガルフル、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500® の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの革新と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をバース（存在理由）として標榜するデロイトの 45 万人超の人材の活動の詳細については、www.deloitte.com をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of

Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2024. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301