

日本船主責任相互保険組合

保険財務力格付け: **BBB+** / 安定的

自国通貨建て発行体格付け: **BBB+** / 安定的 / --

アナリスト:

恵村甲子朗、東京 電話 03-4550-8307

関根淑子、東京 電話 03-4550-8720

アンカー値と調整要素			スタンダードアローン評価			特別な支援			格付け	
アンカー値	bbb+	+	調整	0	=	bbb+	+	0	=	保険財務力格付け
事業リスクプロフィール	中位		ERMと経営陣	0		流動性	0	グループによる支援	0	BBB+ / 安定的
財務リスクプロフィール	適切・上位		総合分析	0		ソブリンリスク	0	政府による支援	0	

主な格付け要因

強み

- 日本関連船主との良好な関係に支えられ、国内組合員向けに強固な市場地位を持つ。
- 保守的な資産運用方針のもと、運用レバレッジは低い。

弱み

- 船主責任保険（Protection & Indemnity 保険、以下「P&I 保険」）に特化し、事業の大半を日本関連船主組合員向けが占めることから、事業の多様性が低い。
- 自己資本の絶対額が小さいことに制約され、自己資本と収益性の評価は「やや強い」。

格付け根拠

日本船主責任相互保険組合の格付けは、事業・財務面でみた同組合の信用力が、グローバルのP&I保険セクターの信用力の平均的水準の下方に位置するとS&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」）が評価していることを反映している。

日本船主責任相互保険組合は、国際 P&I グループの一員である国内唯一の船主相互保険組合である。収入保険料とフリーリザーブ（異常危険準備金と純資産の合計）でみると、同組合は国際 P&I グループに加盟する 13 の団体（以下「クラブ」）のそれぞれ平均の下方に位置する。P&I 保険に特化し、日本関連船主との長年の良好な関係に支えられ、強固な市場地位を持つ。一方、その事業ラインの多様性は低いほか、地理的にも顧客基盤は日本に集中している。

同組合は運用利益より保険引受利益に重点を置いている。現在、運用力の強化と内部リスク管理の高度化に取り組んでいるが、その保守的な運用方法は今後も変わらないと S&P はみている。また、同組合はソルベンシー II の枠組みに準拠した全社的なリスクのモニタリングを数年のうちに開始するため、エンタープライズ・リスク・マネジメント（ERM）も強化している。

2018 年 3 月期を最終年度とする 3 年間の前中期経営計画の下、同組合はフリーリザーブの積み上げにより安定的に自己資本を強化してきた。また、債務の残高もなく、発行予定もない。それにより、S&P の自己資本モデルに基づく同組合の自己資本は 2018 年 3 月末時点で「AA 格」の所要自己資本水準まで増加した。S&P はベースケース・シナリオでは、同組合の自己資本は引き続き強化され、今後 2 年間に「AAA」の水準近くまで増加すると想定している。しかし、自己資本の絶対額が依然小さいことは、同組合の自己資本の評価の制約要因となっている。「安定的」のアウトルックはこうした見解に基づいている。

アウトルック： 安定的

日本船主責任相互保険組合の「安定的」のアウトルックは、同組合が 1) 組合員の大半を占める日本関連船主との良好な関係に支えられ、現在のビジネスモデルを維持できると S&P がみていることを反映している。一方、同組合は引き続き、フリーリザーブの積み上げにより自己資本を強化すると S&P は予想しているが、自己資本の絶対額が小さい状況は続くとみている。

ダウンサイド・シナリオ

今後 2 年以内に、仮に以下のいずれかに該当した場合には、格下げとなる可能性がある。

- 保険事故（クレーム）の発生頻度が予想以上に高まる、またはリスクエクスポージャーが大きく増加するなどして、予想自己資本が大幅に悪化する。
- 収入保険料が著しく減少して事業競争力が低下し、かつ業績が継続的に同業他社を大幅に下回る水準で推移する。

アップサイド・シナリオ

今後 2 年以内に、仮にフリーリザーブの積み上げによって自己資本が強化され、自己資本の評価が上方修正された場合は格上げとなる可能性がある。

マクロ経済に関する S&P の想定

- 日本の市場金利は今後 2 年間、低水準にとどまる。
- 日本の実質国内総生産（GDP）は安定的に緩やかな成長を遂げる。

主要指標（単体ベース）						
	2016/3	2017/3	2018/3	2019/3*	2020/3*	2021/3*
収入保険料（十億円）	25	23	21	21	20	21
当期純利益（十億円）	0	2	1	0-1	0-1	0-1
固定金利負担ベースのカバレッジレシオ(倍)	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
財務レバレッジ(%)	N.A.	N.A.	N.A.	<20%	<20%	<20%
ROE(%)	-2.1	27.6	14.1	4-5	1-2	1-2
自己資本の十分性	非常に強い	非常に強い	非常に強い	非常に強い	非常に強い	非常に強い
運用利回り(%) 実現キャピタルゲイン(ロス)は含まず	1.3	1.8	2.3	1.6	1.6	1.6
コンバインドレシオ(%) (正味収入保険料ベース)	87.8	83.7	89.8	92-94	97-99	97-99
ROR(%)	9.7	15.8	17.2	3-4	1-2	1-2

*2019 年 3 月期、2020 年 3 月期、2021 年 3 月期は S&P のベースケース・シナリオに基づく予想。

N.A. : 該当なし N.M. : 算出不能

事業リスクプロフィール: 中位

日本船主責任相互保険組合は、組合員向けに船舶の運航に伴って生じる費用および責任を補償する P&I 保険を提供する相互扶助保険組織で、1950 年に設立された。1976 年に国際 P&I グループに加盟。1989 年に国際 P&I グループのプール再保険機構に加入したことにより、グループの再保険プログラムに参加できるようになった。グローバル P&I 保険事業を手がけるが、内航船向けの P&I 保険も提供する。

S&P は同組合の事業競争力を「適切」と評価している。同組合は、組合員である日本の船主との長年にわたる良好な関係に支えられ、グローバルの P&I 市場でニッチな地位を維持しており、国内船主向けを中心に安定した事業基盤を維持している。国内船主とは基本的に、仲介業者を使わずに直接、取引している。P&I 保険事業に特化しているほか、組合員の大半を国内の船主が占めることから、事業の多様性は低い。

コンバインドレシオ（正味損害率＋正味事業費率）を用いて他の格付け先国際 P&I グループに加盟するクラブとの比較で評価した同組合の業績は、他クラブの平均よりやや良好な水準にある。同組合のコンバインドレシオは、日本円と米ドルの為替変動の影響を受けており、2018 年 3 月期には円高の影響を除いたベースでは 100.5%と前の期の 84.4%から悪化したが、同影響を加味したベースでは若干の悪化にとどまった。悪化の主な原因は、同期のプールクレーム 1 件を含む保険金支払い請求額が微増となったことだが、請求額は絶対値では適正な水準を維持している。また、コンバインドレシオの悪化は損害の水準が比較的良かったため、追加保険料率を当初計画していた 40%から 30%に引き下げたことも反映している。追加保険料率の 30%への引き下げは、2017 年 3 月期と同様、組合員への還元も意図している。競争が非常に激しい近年の市場に鑑みると、2019 年 3 月期以降の料率設定動向を注視する必要がある。収入保険料の減少が続くならば、懸念要因となり得ると S&P はみている。同組合の株主資本利益率（ROE）は同業他社よりかなり高いように見えるが、日本の会計に特殊な異常危険準備金や、その

高い変動性を調整した後の同比率は、世界の同業他社の水準に近くなると S&P は考える。

同組合は中期的に、国内市場を中心に「適切」の評価に見合う事業競争力を維持できる可能性が高いと S&P ではみている。今後も必要時には保険料率の引き上げの実施が可能とみているが、収益性はクレームの頻度や規模によって変動する可能性があると考ええる。

財務リスクプロフィール: 適切・上位

S&Pは日本船主責任相互保険組合の自己資本と収益性を「やや強い」と評価している。S&P のリスクベース自己資本モデルに基づく同組合の自己資本は 2018 年 3 月期末にフリーリザーブの積み上げと、収入保険料の減少に伴う保険リスクの低減などにより改善したが、「AA 格」の信頼水準における自己資本必要額程度にとどまった。なお、自己資本の絶対額が小さいために、自己資本水準が大規模な保険事故の発生頻度に左右されやすいことが、自己資本と収益性の評価の制約要因となっている。S&Pは、同組合の新中期経営目標におおむね沿ったベースケース・シナリオでは、フリーリザーブの積み上げが進むことにより、同組合の予想自己資本が引き続き改善し、今後2年間に「AAA」の信頼水準における同必要額に近づくと想定している。

具体的には、S&Pは同組合の2019年3月期から2021年3月期のフリーリザーブの積み上げ（純利益と異常危険準備金の合計）は各期2億-8億円になると想定している。収入保険料は2020年3月期までは減少するが、それ以降は徐々に増加する一方、コンバインドレシオは単価の下落により若干悪化すると想定している。

S&Pは同組合の自己資本と収益性の変動性が潜在的に高いことを勘案し、そのリスクポジションを「リスクがやや高い」と評価している。同評価は、1) 自己資本の規模に照らして中・大規模の保険事故の発生頻度が高い保険種目に事業が集中している、2) 国際P&Iグループに加盟する他のクラブと比べて、資産運用方針が保守的であることをプラス要因と S&P がみている——ことを勘案した結果である。運用資産は日本国債、国内外公社債など、格付けが「A 格」以上の確定利付債券が中心である。同組合は株式などの投資信託への投資をやや増やしているが、投資にはリスク制限を設けている。同組合の保守的な運用方針は維持されると S&P はみている。

同組合が各保険年度において組合員から追加保険料を徴収可能であることや、保険契約の更改時に保険料率の引き上げが可能であることを勘案し、S&Pは同組合の財務の柔軟性を「適切」と評価している。同組合は追加保険料の徴収や更改時の保険料率引き上げの実績があり、組合員との良好な関係に鑑みて、今後も必要時にはこれらが実施可能と S&P は考える。さらに、同組合が金融負債を保有しておらず、今後も負債調達を実施する必要性や予定がないとみられることも、財務の柔軟性を支えている。

その他の評価項目

S&P は日本船主責任相互保険組合のエンタープライズ・リスク・マネジメント (ERM) を「適切」、経営陣とガバナンスを「やや弱い」と評価しており、いずれも格付けに見合った内容であると考えます。

S&P は同組合の ERM を「適切」と評価しており、おおむね格付けに見合うと考える。同組合の事業規模や、実質的に P&I 保険事業のみを運営していることに鑑みて、同組合の格付け分析上、ERM の重要性は低いと考える。同組合の ERM の「適切」の評価には、その主要なリスクコントロールが保守的であることや、リスク管理に対する企業文化が強化されつつあるとの S&P の見方が織り込まれている。同組合は 2018 年 3 月期に、潜在的なエマージンリスクに対する予防措置を取れるようストレステストを実施した。加えて、ソルベンシー II 基準のソルベンシー比率に基づいたリスク測定も導入する予定である。このような取り組みも「適切」の評価を支える要因である。

S&P は同組合の経営陣とガバナンスを「やや弱い」と評価している。同評価は、経営とガバナンスに特段の問題はないとの S&P の見方を反映している。経営陣は同組合での在籍歴が長く、P&I 保険市場における豊富な専門知識と経験を持つ。経営戦略の策定と遂行、および財務管理は同組合の能力とおおむね整合していると S&P は考える。同組合は 2019 年 3 月期に、具体的な財務・経営目標を掲げた新たな中期経営目標を設定した。S&P は同組合の新たな戦略の遂行状況を注視していく。

保険料収入と豊富な流動資産に支えられ、流動性の源泉が潤沢であることから、S&P は同組合の流動性を「極めて高水準」と評価している。仮に多額の保険引受損失が発生しても、対応可能と S&P は考えている。

格付けと評価スコア

保険財務力格付け	BBB+ / 安定的
アンカー値	bbb+
事業リスクプロフィール	中位 (Satisfactory)
保険業界のカントリーリスク評価	リスクは中程度 (Intermediate Risk)
事業競争力	適切 (Adequate)
財務リスクプロフィール	適切・上位 (Upper Adequate)
自己資本と収益性	やや強い (Moderately Strong)
リスクポジション	リスクがやや高い (Moderate Risk)
財務の柔軟性	適切 (Adequate)
調整	0
ERM と経営陣	0
ERM	適切 (Adequate)
経営陣とガバナンス	やや弱い (Fair)
総合分析	0
流動性	極めて高水準 (Exceptional)
ソブリンリスク	0

特別な支援	0
グループによる支援	0
政府による支援	0

関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

2013年7月24日付「格付け規準 | 保険会社 | 一般: 保険会社の格付け手法」

2013年8月27日付「格付け規準 | 保険会社 | 一般: ERM(エンタープライズ・リスク・マネジメント)の評価手法」

2013年1月9日付「一般格付け規準: 手法: 事業会社と保険会社の経営陣とガバナンスに関する信用力評価要因」

2010年6月24日付「格付け規準 | 保険会社 | 一般: リスクベース自己資本モデルを用いた保険会社の自己資本の評価: 手法と想定」

2009年12月8日付「格付け規準: クレジット・ウォッチとアウトルックの使用規準」

関連リサーチ

2018年2月20日付「P&I Sector Remains Strong Despite Market Pressure」

2018年1月31日付「The Global Marine Protection And Indemnity Industry」

S&P グローバル・レーティングの格付けについて:

S&P グローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けている S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（www.standardandpoors.co.jp）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2018 Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」といいます。）について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバーエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P 関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示

にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別ないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付けの承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付け会社に対して、他国で発行された格付けを規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.com および www.globalcreditportal.com で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfees に掲載しています。