

ソルベンシー・マージン比率と生保貸出

東京大学 福田慎一

東京大学 鯉淵 賢

報告要旨

借り手企業にとってみると、生命保険会社からの借入は、銀行（メインバンク）からの借入を補完する側面が強く、その役割は2次的であることが多い。しかし、生命保険会社の貸出は、伝統的に、金融引締めなどによって銀行貸出が減少した際に、貸出の不足分を補完する「限界的資金供給者」としての役割を担ってきた。また、資金量という観点から見た場合、その貸出規模は少なくなく、中小企業向けの貸出も有意なシェアを占めている。したがって、1990年代末以降、銀行の貸出量が低迷する中で、限界的資金供給者としての生命保険会社の貸出が果たす役割は無視できなかつたと考えられる。

本稿では、このような問題意識から、ソルベンシー・マージン比率に代表される生命保険会社のバランス・シートの劣化が、生命保険会社の貸出行動にいかなる影響を及ぼすかを考察した。これまでの研究では、銀行貸出に関しては、自己資本比率規制を通じて銀行の貸出量を減少させた可能性が示されている。しかし、生命保険会社の貸出行動に関しては、キャピタル・クランチの存在を検証した研究はほとんどなく、したがってそれがソルベンシー・マージン比率に関する規制によるものなのか、純粋な財務内容の健全性の低下によるものなのかは現在のところほとんど解明されていないのが実情である。

本稿における実証結果の主な結論は、生命保険会社のバランス・シートの劣化はその貸出量を有意に減少させていたというもので、1990年代末から2000年初頭における生命保険会社におけるキャピタル・クランチの存在を裏付けるものであった。特に、貸出量の動きを説明する上では、含み益や不良債権といった他の健全性の指標よりも、政策当局によって基準が定められたソルベンシー・マージン比率がより有意な説明力を持つことが示された。この結果は、製造業向け貸出、非金融機関向け貸出、いずれに対しても成立した。ただし、貸出先を規模別に見た場合、ソルベンシー・マージン比率が有意となったのは中小企業向け貸出のみで、キャピタル・クランチが深刻であったのは他の資金調達手段が限られている中小企業が中心であったことが明らかにされた。

討論者（大阪大学 筒井義郎教授）からのコメント

1. 推定式がアドホックに与えられていて、意味することが明らかでない。貸出の増加率

をソルベンシー・マージン比率を含む生保の健全性指標で説明している。これは貸出が通常のポートフォリオ選択でなく、規制などの要因の端点解として決まっていると想定しているのか？ 端点解と考えているなら、「貸出がポートフォリオ選択で決まる」という対立仮説よりも説明力が高いことを検定すべきでないのか？ 端点解でないなら、貸出金利や代替的資産の金利が説明変数に入るのが自然ではないか？

- 2 . ソルベンシー・マージン比率をその他の健全性指標と区別する理由が明確でない。ソルベンシー・マージン比率は規制の対象である点が違うように書いてあるところもあるが、一方で、規制である 200%より各社のソルベンシー・マージン比率は大きいので規制は binding でないとしている。
- 3 . 金融業、建設業、不動産業を特別と考えているのなら、それらをサンプルとした推定を何故しないのか？
- 4 . 大企業向け貸出（表 7a）で、ソルベンシー・マージン比率は有意でないものの、健全性指標の変数が有意であるのは、奇妙な結果ではないのか？

討論者からのコメントに対する回答

- 1 . 推定式は生保の通常のポートフォリオ選択が生保の財務状態を示すソルベンシー・マージン比率を含めた健全性指標に制約を受けている状況を表している。したがって、こうした健全性指標が全く説明力を持たないケースが制約のないポートフォリオ選択が成立しているケースと解釈できる。また貸出金利や代替資産の金利は説明変数に含まれていないのは、クロスセクションの金利は生保間で共通、時系列の金利の変動は Year ダミーが吸収すると想定されているためである。
- 2 . 1999 年 4 月から始まった生保に対する早期是正措置は、ソルベンシー・マージン比率が低下した生保に対し、業務停止命令を含めた金融当局の介入が暫時行われるシステムである。本研究でサンプルとなった日本の主要な生保は外資と比べてソルベンシー・マージン比率が著しく低く、ソルベンシー・マージン比率を制約としたポートフォリオ選択を行う傾向にあったと言える。この間、破綻した生保が、早期是正措置の発動基準である 200%を上回っていたにも関わらず破綻・業務停止命令に至ったという事実は、200%を上回るが相対的にソルベンシー・マージン比率の低い生保にとって、200%を越えていても、ソルベンシー・マージン比率をさらに改善させる要因になり、貸出の減少に強い影響を与えたと考えられる。
- 3 . 本研究はクレジットランチについての実証研究であり、借り手側の資金需要の低下

や財務状態の悪化から生じる貸出量の減少ではない、純粹に資金の供給側の要因によって貸出量の減少が生じる現象を検出しようとしている。銀行との劣後性負債の持ち合いがある金融業向け貸出、不良債権が集中的に発生していると考えられる3業種向け（金融・建設・不動産業向け）貸出を除いた回帰分析を行うことは、相対的に財務状態がいい製造業や非製造業向け貸出において、資金の供給側の生保の財務状態の悪化による貸出量の減少が起こっているかどうかを判断できる。

4. 生保の貸出先は基本的に大企業中心であり、多くの生保では、金額ベースで国内企業向け貸出の7割近くが大企業向けである。中堅企業向けや中小企業向けに比べて、大企業向け貸出において決定係数が大きく、生保の健全性指標が有意になる傾向が高いのはこのことを反映していると考えられる。それにもかかわらず、大企業向け貸出においてソルベンシー・マージン比率が有意になっておらず、中小企業向けにおいてのみ有意になっているのは、生保のキャピタル・クランチが主に中小企業をヒットしたとする見解をサポートすると考えられる。

フロアからの質問（専修大学・小藤康夫教授）

ソルベンシー・マージン比率と生保貸付が回帰分析から正の関係にあるとし、ここから貸し渋りを説明している。しかし過去のソルベンシー・マージン比率は株式含み益によってその動きが決定されている。そうすると計測期間の98年3月から01年3月まで景気が悪化し、企業からの生保への貸付需要も株価も下がったからではないだろうか？

フロアへの回答

時系列方向で株式含み益の変動は大きく各社のソルベンシー・マージン比率も大きな影響を受けているが、本研究のサンプルは20社について3年分のデータを取っており、回帰結果は主にクロスセクション方向の変動から大きく影響を受けている。また景気と連動した時系列方向の貸出の変動はYearダミーによって吸収されている。