

# ソルベンシー・マージン比率の見直しが 生保の株式投資に及ぼす影響

小 藤 康 夫\*

## 1. SM 比率の短期的見直し

### (1) 価格変動リスクの変更

生保の財務力に人々の関心が集まったのは1997年4月に起きた日産生命の破綻からであろう。それ以前は破綻と無縁であったため、わざわざ生保の健全性に注目する人は少なかったと思われる。だが、生保も一般企業と同様に経営内容が悪化すれば破綻する。そのことを知った契約者は生保の健全性に関心を示すようになったのである。

そうした契約者の要求に応えるかのように導入されたのがソルベンシー・マージン (SM=支払い余力) 比率であった。専門的知識のない一般の人にとって SM 比率は極めて利用し易い指標である。なぜなら、細かなことを知らなくても、この数値が200%以上あれば安心できる生保とすぐに判断できるからである。

しかし、有効な指標と思われながらも直前の SM 比率が200%を超えていた生保が連続的に破綻するなど、この比率に対する信頼が揺らいだ時期も過去にあった。これでは SM 比率そのものの存在意義を失ってしまう。そのため、金融庁は SM 比率の信頼性を高めようと様々な改正策を打ち出し続けている。

\* 専修大学商学部教授, E-mail: kofuji@isc.senshu-u.ac.jp

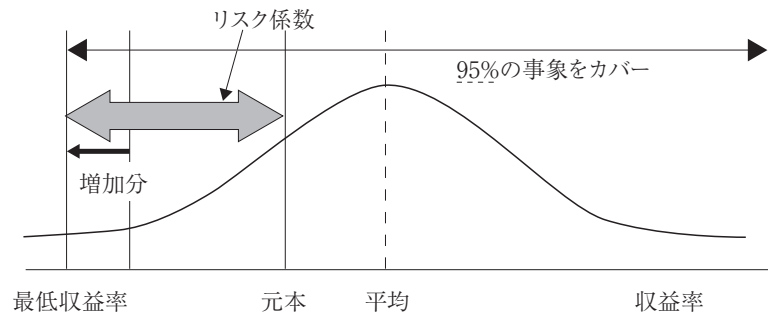
なかでも07年4月3日に金融庁から発表された「報告書」(「ソルベンシー・マージン比率の算出基準等について」)はかなりの修正を目指したものであった。そこでは検討チームによる議論から保険会社の SM 比率の計算方法を大幅に見直す内容が盛り込まれている。

「報告書」では広範囲にわたって修正すべき点が羅列されているが、大雑把に分けて2つの視点から SM 比率の見直しが指摘されている。ひとつは短期的見直しとしてのリスク係数の引き上げであり、もうひとつは中期的見直しとしての経済価値ベースによる評価である。

このうち資産価値と負債価値の差である純資産に注目する経済価値ベースへの移行は国際的な動向を観察しながら、ある程度の時間を掛けて検討しなければならないため、当面は短期的見直しであるリスク係数の引き上げのほうに注目が集まっていった。

実際、翌年の08年2月7日には「ソルベンシー・マージン比率の見直しの骨子(案)」(以後、「骨子」)が金融庁から発表され、広範囲にわたる SM 比率の短期的見直し案が具体的に示された。そのなかに国内株式等のリスク資産を対象にした項目が取り上げられ、資産価格の変動による元本割れリスクである価格変動リスクの計算方法の変更がまとめられている。

図表1 価格変動リスクの引き上げ



最低収益率と収益率0%（対前年度）との差をリスク係数と定義する。SM比率の見直しでは最低収益率の信頼水準を90%から95%に引き上げている。そのため、リスク係数は上昇する。  
 (注) 金融庁(2008)より。

図表1は価格変動リスクの変更内容を説明するために描かれたものである。従来の計算方法では90%の事象をカバーする最低収益率と収益率ゼロ（元本）との差をリスク係数としていたが、95%の事象をカバーする最低収益率と収益率ゼロ（元本）との差に変更している。これにより図からわかるように価格変動リスクが大幅に見積もられることになる。

当初はこの見直し案がそのまま実践される予定であった。ところが、08年10月10日に起きた中堅生保の大和生命の破綻がその案を部分的に修正させることになった。なぜなら、大和生命の直近のSM比率は200%をはるかに上回る555%であったからである。

健全性を保証するかのようなSM比率の数値が出されていたにもかかわらず、破綻したのは大和生命が株式や外国証券などリスク資産を積極的に運用していたからである。そのため、リーマンショックの影響もろに受け、人々の期待を完全に裏切ってしまったのである。

金融庁は大和生命の破綻を教訓にしながら、09年8月28日に「ソルベンシー・マージン比率の見直しの改定骨子（案）」（以後、「改訂骨子」）を発表している。そこではSM比率の計算方法をさらに厳格なものに修正している。

例えば、株式投資に関連する項目として有価証券の含み損が中核的支払余力を引き下げ、そのことが新たな制約となってSM比率を引き下げる仕組みが導入されている。ただし、価格変動リスクの見積もりについ

てはそれ以前と変わらず、最低収益率の信頼水準は90%から95%に引き上げたままである。

こうしてSM比率の短期的見直しが2度にわたって連続的に発表された。そして、11年3月期末の決算から参考指標として算出し、翌年の12年3月期末の決算からは早期是正措置の指標として適用されることも明らかにされた。これにより200%を下回る生保会社が現れれば、金融庁に経営改善計画を提出しなければならないことになる。

## (2) 生保の株式保有の変化

そうならないためにも生保は期限までに確実にSM比率対策を取る必要がある。そこで、にわかに注目を集めているのが国内株式の保有による価格変動リスクの扱いである。わが国の主要生保は純投資といった機関投資家が果たさなければならない本来の目的のほかに、関連企業とのつながりを深める手段としても株式を大量に保有している。いわゆる、政策投資としての株式保有である。

だが、大量の株式を保有したままでいれば、新しい計算方法からSM比率が下がってしまう。基準値の200%を下回る最悪の事態は絶対に回避しなければならないが、たとえ基準値を十分に上回っていたとしてもSM比率が下がれば、契約者をはじめとする様々な関係者に不安を抱かせる恐れがある。

それを取り除くには保有株を売却し、価格変動リスクを引き下げる必要がある。「日経新聞」ではそのこ

図表2 主要生保9社の資産構成

	2005年度末(%)	2010年9月末(%)
貸付金・不動産等	32.1	28.2
有価証券	67.9	71.8
うち 公社債	50.0	59.1
国内株	25.7	13.2
その他	24.3	27.7

(注1) 貸付金・不動産等、有価証券は総資産に対する割合(%)、公社債、国内株、その他は有価証券に対する割合(%)を示す。

(注2) 『日本経済新聞』2010年12月18日参照。

とを裏付けるかのように、生保の株式保有の変化について次のような記事を載せている。

「2012年3月期から資本規制が強化されるのを前に、生命保険各社が運用資産の内容を見直している。価格変動リスクが高い国内株式の圧縮が柱で、大手9社は4~9月に合計約3,200億円分を売却した。国内株式の残高は規制強化の具体的な議論が始まる直前の05年度末に比べてほぼ半減した。」(「生保運用 国内株離れ」『日本経済新聞』2010年12月18日)

この記事によると、SM比率の計算方法の見直しが議論された頃から今日に至るまで主要生保9社は国内株式を売却し、SM比率対策に動いていると報じている。しかも、具体的な数値を示しながら主要生保9社を対象にした資産構成の変化についても説明している(図表2)。

これを見ると、有価証券の割合が増えているが、それは公社債の保有が増えたからであり、国内株は減っている。そのことを数値から確認すると、国内株の有価証券で占める割合は主要生保9社全体で05年度末の25.7%からほぼ半減化し、10年9月末には13.2%になっている。

さらにわかりやすく表現するため全資産の割合に置き直すと、国内株は05年度末の17.45%(=67.9%×25.7%)から10年9月末の9.48%(=71.8%×13.2%)に低下している。このことからSM比率対策として株式を売却していると判断している。

だが、ここで注意しなければならないのは新聞紙上で取り上げた保有株のデータは決算時に発表された数値であり、それは時価で評価されたものに基づいてい

る。もし、生保がSM比率対策として株式の売却に走っていると主張するならば、時価ではなく、簿価から判断しなければならないであろう。

なぜなら、時価ならば生保が株式を売却しなくても、株価そのものが下落すれば保有株の金額も下がるからである。これでは必ずしも株式を売却したとはいえず、ましてSM比率対策を実施しているとはいえない。やはり、簿価に注目しない限り、生保の株式投資行動は正確に判断できないと思われる。

したがって、本論文では実際に決算のデータから保有株の簿価を推定し、その動きを正確に追っていきたい。これによりSM比率の見直しの議論とともにマスコミ等で報道されているような株式の売却が実際に実行されているかどうかを確認できるであろう。

確かに生保というミクロの視点から見れば、保有株の売却はSM比率対策上、合理的な行動のように見えるかもしれない。株式をそのままの状態を抱えていれば、計算方法の変更から価格変動リスクが高まり、SM比率が大幅に下落するからである。

だが、日本経済というマクロの視点から見れば、保有株の売却はプロシクリカリティ(循環の増幅効果)の問題を引き起こす懸念がある。なぜなら、生保が株式の売却に走れば株式相場の需給悪化から保有株だけでなく、他の株価にも波及し、日経平均株価そのものが下落するからである。

そのことは様々な経済主体に対して連鎖的に悪影響をもたらす。とりわけ、銀行をはじめとする金融機関の財務内容は一気に悪化し、積極的な投融資が進まず、景気を落ち込ませる恐れがある。もちろん、生保

の財務内容も悪化し、SM 比率が逆に低下するため、再び保有株の売却に向かう。このことが日経平均株価をさらに押し下げ、悪循環の繰り返しに向かわせる。

それゆえ、生保が株式売却に走っているかどうかは単に生保業界というミクロの問題だけでなく、日本経済というマクロの問題にとっても重大な関心事になっている。

## 2. SM 比率の計算方法とプロシクリシティ問題

### (1) SM 比率の計算方法

まず、金融庁（2008年）の説明資料「ソルベンシー・マージン比率とは？」に従いながら、SM 比率の計算方法について簡単に説明しよう。

保険会社は保険料を徴収し、保険事故が発生した場合に保険金を支払わなければならない。そのため「通常予測できる範囲のリスク」に対して、責任準備金（負債）を積み立てている。だが、それだけでは不十分である。

「通常の予測を超えるリスク」に対しても保険金を支払えるだけの準備をしなければならない。自己資本や準備金等はそのための役割を果たしている。

SM 比率はまさに通常の予測を超えるリスクに対して、マージン（支払余力）がどの程度あるかを具体的に数値で示した保険会社特有の健全性指標である。計算式は単純で、分母にリスク総額の1/2を置き、分子にマージン総額を取ったものである。そのことを式で示すと、次のようになる。

$$\text{ソルベンシー・マージン比率(\%)} = \frac{\text{マージン総額}}{\frac{1}{2} \times \text{リスク総額}} \times 100$$

リスクは保険リスク、予定利率リスク、最低保証リスク、資産運用リスク、経営管理リスクに分けられ、分母には5種類のリスクの総額が示されている。このなかで最も大きな割合を占めるのが資産運用リスクであり、このリスクはさらに細分化され、価格変動リスク、信用リスク等に分かれている。

例えば、07年3月期の全生保を対象にしたリスク項目を見ると、資産運用リスクはリスク総額の76.66%であり、圧倒的な割合を占めている。しかも価格変動

リスクは資産運用リスクのうち67.65%を占めている。すなわち、価格変動リスクはリスク総額の51.86%（=76.66%×67.65%）に達することがわかる。

SM 比率の見直しが発表されたことで人々の注目が保有株の価格変動リスクに集まっているが、リスク総額のなかで大きな割合を占めていることからこの種のリスクはもともと生保にとって無視できない要因であったことがわかる。

一方、分子のマージン総額もいくつもの項目から成り立っている。それらの項目を貸借対照表から取り上げると、負債の部に属する①責任準備金の解約返戻金相当額超過部分、②配当準備金中の未割当額、③価格変動準備金、④危険準備金、⑤負債性資本調達手段等、⑥一般貸倒引当金であり、さらに⑦純資産の部に属する資本金・基金等、⑧その他有価証券の評価差額、そして⑨オフバランスに属する土地含み損益、⑩税効果相当額、⑪将来利益、が加わる。

このうち有価証券の評価差額は含み益の90%、含み損の100%が反映され、マージン総額のなかで大きなウエイトを占めている。実際、07年3月期の全生保を対象にしたデータから有価証券の評価差額がマージン総額に占める割合を求めると、45%という高い数値が出てくる。したがって、マージン総額は有価証券の時価によって大きな変動を受ける傾向にあるのが確認できる。

### (2) 保有株の効果

生保にとって株式は代表的な有価証券なので、保有株の含み損益が悪化すれば、マージン総額が下がり、SM 比率も下がっていく。こうして見ていくと、株式の保有は2つの側面からSM 比率を動かすことがわかる。

このことをSM 比率の計算式に従って表現すると、ひとつは価格変動リスクを通した分母の要因であり、もうひとつは含み損益の変動による分子の要因である。したがって、生保が株式の保有割合を高め、同時に株価が下落すれば、分母が増大し、分子が減少するので、SM 比率は大幅に下がることになる。そうならないためにも保有株の売却は生保のSM 比率対策として絶えず関心が払われている。

金融庁が発表した08年の「骨子」では価格変動リスクの引き上げが盛り込まれ、そのことが生保の株式保有行動に影響を及ぼすであろうとマスコミ等で指摘されている。確かに株式をはじめとする有価証券の価格変動リスクの引き上げはSM比率を引き下げる要因となる。

その一方で、09年の「改訂骨子」では責任準備金の解約返戻金相当額超過部分は負債性資本調達手段とコア・マージンの合計額を限度とする新たな制約が打ち出されている。ここで言うコア・マージンとは純資産、価格変動準備金、危険準備金、配当準備金未割当部分、持込み資本金の合計額からその他有価証券評価差損と繰延税金資産を控除した金額を指す。

このことを式で示すと、次のようになる。

責任準備金の解約返戻金相当額超過部分

< 負債性資本調達手段 + コア・マージン

$$= \text{純資産} + \text{価格変動準備金} + \text{危険準備金} + \text{配当準備金未割当部分} + \text{持込み資本金の合計額} - \text{その他有価証券評価差損} - \text{繰延税金資産}$$

すなわち、この制約のもとでは有価証券の含み損が拡大すると、責任準備金の解約返戻金相当額超過部分を引き下げる恐れが生じる。そのため、有価証券の含み損はマージン部分を直接減少させると同時に、責任準備金の超過部分の制約を通して間接的に引き下げる要因も加わる。

したがって、株式を大量に保有したままで株価が大幅に下落した場合、価格変動リスクの上昇、含み損の増大、そして責任準備金の超過部分の引き下げという3種類の要因から、SM比率が急激に下がることになる。そうならないためにも生保は株式保有に対して慎重にならざるを得なくなる。

### (3) 金融機関の合理的行動が発端となるプロシクリカリティ問題

生保というミクロの側面から見れば、確かに株式を保有したままでいけばSM比率を下げるので株式の売却は納得のいく行動である。だが、その行動は日本経済というマクロの側面から見れば株価に対して下落圧

力を加え、その結果、景気そのものを悪化させることにもつながる。

もちろん、生保だけがこのようなプロシクリカリティの問題を引き起こすものではない。銀行を中心とする金融機関も同じような問題を抱えている。この場合はSM比率ではなく、監督機関による自己資本比率規制から同じような負の循環を生み出す恐れがしばしば指摘されている。特に、08年9月のリーマンショック後はそうした規制が強化される傾向にある。

例えば、景気が悪化すると不良債権が発生し、自己資本比率が下がるので、銀行は貸出額を抑えることで、自己資本比率の低下を食い止めようとする。ミクロの側面から見れば、合理的な行動である。だが、貸出額を抑えれば、景気はさらに悪化し、銀行が抱える貸出債権をさらに不良化させるという悪循環を繰り返すことにもなる。

このように生保や銀行に向けて健全性に関わる諸規制を強化するほど日本経済を悪化させる矛盾を孕んでいる。その一方で、対照的に正の循環を繰り返す側面も併せ持っている。

つまり、景気が拡大する局面では株価も上昇し、不良債権の可能性も低くなるので、生保のSM比率も銀行の自己資本比率も上昇する傾向が強まる。そうすると、生保は株式投資に積極的になるうえ、銀行も貸出を増やそうとするので、景気はさらに拡大し、正の循環を繰り返すことになる。

このように生保や銀行等の健全性を維持するための諸規制はマクロの視点から見ると、景気の振幅を拡大させる側面を持っている。それは決して国民経済にとって好ましいことではなく、生保や銀行等にとっても経営を不安定なものにする要因となっている。

したがって、監督機関による健全性規制は生保や銀行等にとっても、また国民経済にとっても単純に正しいとは言いきれないことがわかる。本論文の関心事である生保のSM比率を取り上げれば、リスク係数の引き上げは少なくとも株式を売却させる行動に結びつくかどうか、曖昧なところがある。

そこで、次に主要生保を対象にしながら、SM比率の強化が具体的に進められていくなかで、価格変動リスクを抑える手段として実際に保有株を売却している

図表3 主要生保全体の財務データ

	主要生保9社合計				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
<b>【①】財務データ(1)</b>					
総資産	157,630,549	152,133,136	160,349,911	168,795,965	165,011,629
株式時価	18,153,136	15,182,637	23,057,779	31,179,444	29,839,573
株式時価の対前年度比	19.6	▲34.2	▲26.0	4.5	39.1
株式保有割合	11.5	10.0	14.4	18.5	18.1
<b>【②】財務データ(2)</b>					
株式含み損益	3,493,758	542,293	6,879,112	14,728,206	13,699,576
基金等	2,840,780	2,725,780	2,680,780	2,630,780	2,420,780
SM比率	964.9	832.1	1,014.0	1,145.4	1,037.4
SM比率の対前年度増分	132.8	▲181.9	▲131.4	108.0	194.9
<b>【③】推定値</b>					
株式簿価	14,659,378	14,640,344	16,178,667	16,451,238	16,139,997
株式簿価の対前年度比	0.1	▲9.5	▲1.7	1.9	5.1
<b>【④】09年度の05年度に対する変化率</b>					
株式時価の変化率	▲39.2				
株式簿価の変化率	▲9.2				
SM比率の増分	▲72.5				

(注) 単位：百万円，％，▲はマイナス。SM比率は9社の平均値である。

かどうかを見ていくことにしたい。

### 3. 主要生保の保有株の動きとSM比率の関係

#### (1) 主要生保全体の株式投資行動

生保が実際にSM比率対策として株式の売却に向かって見ると、株式の保有状況から観察することにして、年度末の決算で発表される総資産と株式時価から「株式保有割合」(％)を求め、その動きを追うアプローチを採用したい。それは年度末の株式保有額が総資産に対してどれだけの割合を占めているかをパーセンテージで示したものである。

株式保有割合(％) = 株式時価 / 総資産 × 100

ただし、決算から得られる株式保有額は時価で表記されたものである。そうすると、たとえ株式保有割合が低下しているからといって生保が株式を売却していることにはならないであろう。なぜなら、先ほども指摘したように株価そのものが下落すれば、株式を売却

しなくても株式保有割合が下がるからである。

やはり生保が本当に株式の売却に積極的に取り組んでいるか否かを見るには時価ではなく、簿価で表記した株式保有額を求めなければならない。簿価で表記した株式保有額が減っていれば、それは明らかにSM比率対策を実施している証拠といえよう。

そこで、「株式簿価」を求めると、株式時価から国内株式の含み損益を差し引くことにしたい。これにより生保の真実の株式投資行動が判断できるであろう。

株式簿価 = 株式時価 - 株式の含み損益

図表3では主要生保9社の合計した数字に基づきながら、生保の健全性に関連する財務データが並べられている。ここで言う主要生保9社とは日本生命、第一生命、明治安田生命、住友生命、三井生命、朝日生命、太陽生命、大同生命、富国生命である。観察期間は金融庁から「報告書」が発表された年度の直前にあたる05年度末から09年度末までの5年間である。

早速、株式保有割合の動きから見てみよう。その動

きに多少の増減が見られるが、時間の経過とともにほぼ確実に数値が低下しているのがわかる。実際、05年度では18.1%であったのに対して、09年度では11.1%にまで低下している。(図表3【①】財務データ(1) 参照)

このことははじめのほうでも触れたように、すでに日経新聞の記事でも報告されている。確かに決算で発表された数値を扱えば、こうした結果が得られるのは事実である。

だが、保有株式の金額は時価で表記された数字である。生保自身が株式を一切売却しなくても、株価そのものが下落すれば保有株の金額が下がってしまう。これでは本当に生保がSM比率の見直しに対応しているかどうかを見分けたことにはならない。

そこで、株式時価から株式含み損益を差し引くことから株式簿価を推定し、対前年度比を求めると、生保の別の姿が浮かび上がってくる。なぜなら、5年間のうちたった2年間だけがマイナスであるからだ。しかも大幅なマイナスが生じた08年度はリーマンショックの影響が大きいからであろう。それゆえ、SM比率対策から保有株を売却しているとは必ずしも言えないのである。(図表3【②】財務データ(2) ならびに【③】推定値 参照)

このように時価と簿価ではまったく違った姿が描かれる。そのことを再度、確認するため、時価と簿価に

よる09年度の保有株式を対象にしながら、05年度に対する変化率を求めてみることにしたい。これにより1年間の変化率を並べて見るよりも4年間の変化率を見るほうがさらに特徴が捉え易いであろう。

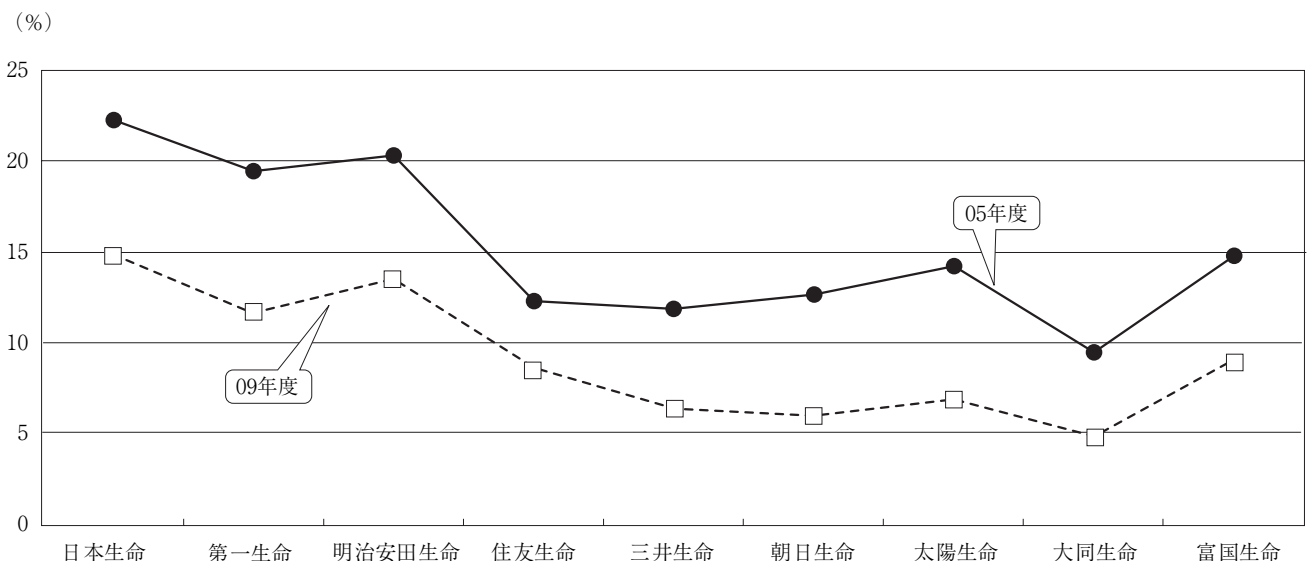
実際に計算すると、株式時価の4年間にわたる変化率が▲39.2%に対して、株式簿価のそれは▲9.2%である。どちらもマイナスの数値であるが、時価ならば株式をかなり売却しているように見えるかもしれない。だが、簿価で置き直すと、それほど株式の売却に走っていないことがわかる。(図表3【④】09年度の05年度に対する変化率 参照)

## (2) 個別生保の株式投資行動

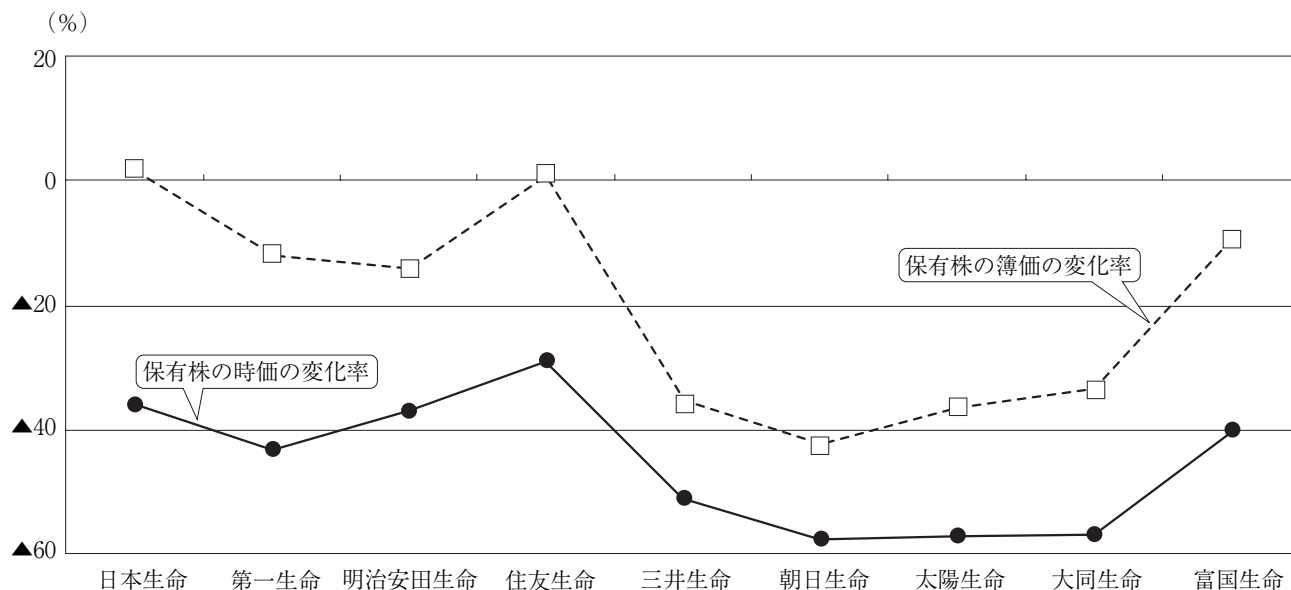
いままで主要生保の全体像から分析を進めてきたが、今度は個別生保を通してSM比率の見直しの影響を探ってみよう。巻末に収録されている「付録 主要生保の財務データ」では個別生保ごとに図表3と同じスタイルでまとめられている。ここに収められているデータに基づきながら、主要生保の株式投資行動を見ていくことにしたい。

まず、主要生保9社の株式保有割合から見ていこう。図表4はSM比率の見直しが生保の株式保有割合にどのような影響を与えているかを観察するため、05年度末と4年後の09年度末の数値を比較している。

図表4 主要生保9社の株式保有割合



図表5 主要生保9社が抱える保有株の時価と簿価の変化率  
—09年度の05年度に対する変化率—



この図から個別生保によって株式投資に対する姿勢の違いが感じられるが、全体を見渡す限りでは、主要生保9社すべてにおいて09年度のほうが05年度よりも株式保有割合が低いことでは一致している。これによりSM比率の見直しが検討されるにつれて主要生保は株式保有割合を確実に低めているのが確認できる。このことはすでに主要生保全体を扱ったデータでも確認している。

それでは簿価の株式保有額はどのような動きをしているのであろうか。図表5は株式保有額を簿価と時価に分けながら、09年度の05年度に対する変化率を個別生保ごとに比較したものである。

実線で示された「保有株の時価の変化率」を見ると、どの主要生保も株式保有額をかなり減らしていることがわかる。ところが、点線で示された「保有株の簿価の変化率」を見ると、違った姿が映し出されている。

例えば、ほとんどの主要生保は簿価で見ても株式保有額を四年前に比較して減らしているが、最大手の日本生命と業界2位の第一生命はわずかではあるが、株式を増やしている。SM比率の見直しの方向性が固まっていくなかで、必ずしも株式を積極的に売却していない生保も存在しているのである。しかも、それは

規模の大きな生保である。

それでも全体的にはマイナスの生保のほうが多く、三井生命、朝日生命、太陽生命、大同生命は簿価で見ても株式の売却を積極的に進めている。だが、どの生保も時価よりも簿価のほうがマイナスの変化率の幅が小さいのも事実である。

つまり、実際の株式の売却は決算の数字で表わされているよりも消極的であったことがわかる。これにより生保によって多少の取組上の違いが見られるが、全体的にはSM対策として株式を売却しているとは断言できないように思われる。

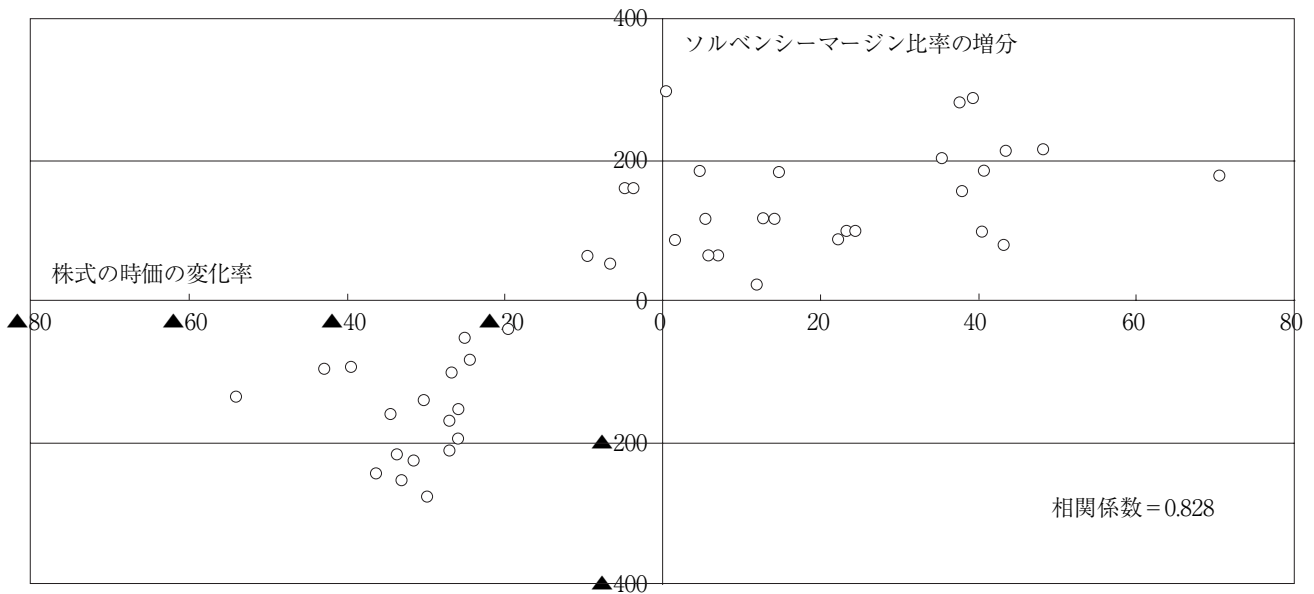
いままで保有株の動きを簿価に置き直しながら分析を進めてきたが、別のアプローチからも株式の売却がSM比率対策として積極的に利用していたわけではないことが理解できる。そこで、次にそのことを確認するため、保有株の動きが実際にSM比率を引き下げる方向に働いていたか否かを直接見ることにしたい。

図表6はそのために描かれたものである。ここでは05年度末から09年度末までの主要生保を対象にしながら、SM比率の増分と保有株の時価の変化率が年度末ごとにプロットされている。

全体的に眺めると、両者の間には正の相関が成立している。相関係数は0.828であり、極めて高い正の相



図表6 保有株の時価の変化率と SM 比率の増分



関を示している。だが、この関係は SM 比率対策としての株式売却と矛盾した結果になるかもしれない。

なぜなら、価格変動リスクを抑えるために株式の保有を減らしているならば SM 比率は下がらず、両者の間には正の相関が生じにくいと推測できるからである。むしろ、負の相関が描かれていれば SM 比率対策としての株式投資行動が位置づけられるであろう。

簿価の保有株もほぼ同じような結果が得られている。図表7は SM 比率の増分に対して保有株の簿価の変化率を同じ期間にわたってプロットしたものである。やはり、両者の間には正の相関が見られ、相関係数を求めると 0.552 と高い数値が現れている。

時価よりも簿価のほうが生保の株式投資行動が明確に判断できるので、この図のほうが実態を正確に表わすことになるが、これを見てもやはり本来の SM 比率対策としての関係が見出しにくい。簿価の株式保有額を減らすことで、SM 比率が確実に上昇すれば財務の健全性を意識した行動といえるが、そうした関係はこの図を見る限りでは明確に見出しにくい状態になっている。

#### 4. 経済価値ベースでの評価に取り組む生保

##### (1) 基金の積み増し

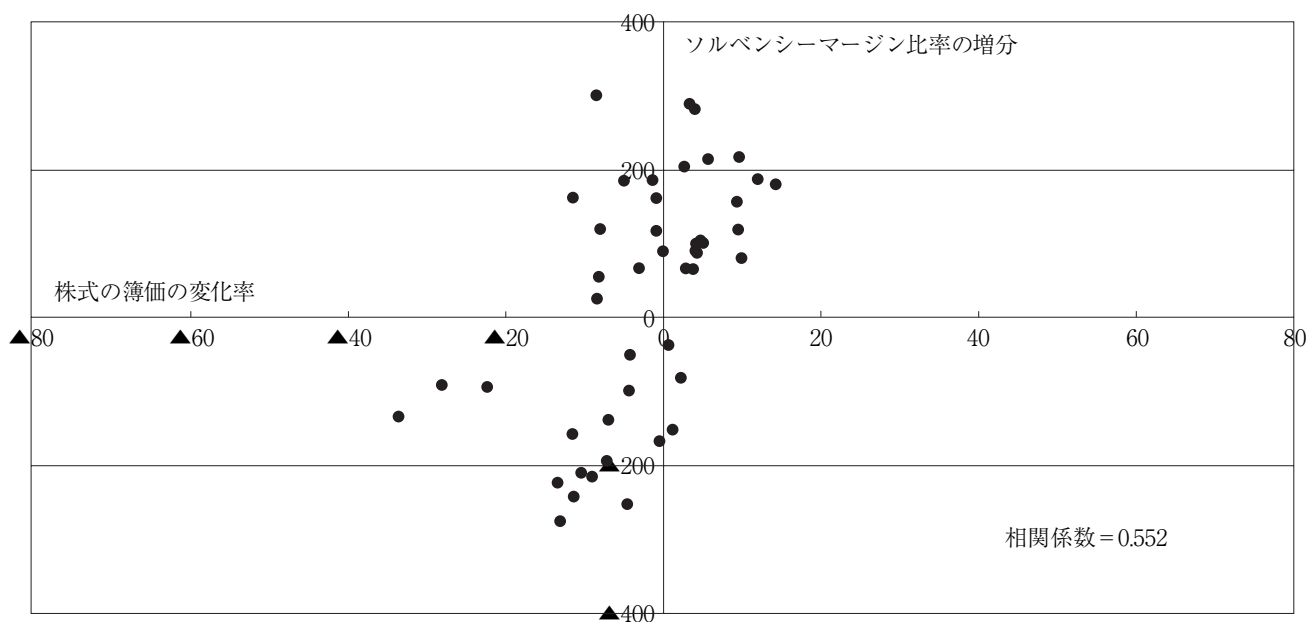
いままで主要生保の株式投資行動に注目しながら、SM 比率の見直しに対応した動きを展開していたかどうかを観察してきた。新聞等のマスコミでは価格変動リスクを抑える目的から株式の保有を減らしているように報じている。

しかし、それは日経平均株価の低迷を反映した結果から生じた現象であり、生保自らが積極的に株式の売却に向かっているわけではない。簿価で置き直して株式の保有状況を見れば、そうした動きが客観的に把握できる。

もちろん、主要生保のなかには株式をかなり売却している生保もあるが、それは個別の特殊事情が影響しているためであろう。やはり、全体的には SM 比率対策としての色彩はそれほど強くないように見える。それゆえ、生保による株式売却を引き金とするプロシクリシティ問題といった景気への悪循環もマクロ経済レベルで生じているとは言えない。

それでは生保はどのような形で SM 比率の見直しに対応しているのだろうか。それは基金の積み増しと

図表7 保有株の簿価の変化率とSM比率の増分



いう極めてオーソドックスな手段を確実に実施することで、問題を解決しようとしている。先ほどの主要生保全体の財務データをまとめた図表3を再び見るとわかるように、基金の金額が年度ごとに確実に積み上がっている。基金が増えることで、価格変動リスクだけでなく、生保に関わる様々なリスクを吸収し易くなる。(図表3【②】財務データ(2)参照)

こうした対応策を見ていると、生保は長期的視点からSM比率対策に向かっているように思える。すでに触れたように金融庁の「報告書」では短期的な見直しに向けた取組みと中期的な取組みの2段階に分けて提言がまとめられている。このうち保有株がもたらす価格変動リスクの引き上げは短期的な見直しに属する。

それに対して中期的な取組みとは国際的な動向である保険負債の時価評価を意識した行動である。資産側だけでなく負債側も時価で評価すれば、金利の動きによって両者の差額である純資産が大きく変動し、最悪の場合、マイナスに陥る恐れがある。

その問題を解消するには資産と負債の満期を調整するALM(資産負債総合管理)の開発を目指さなければならない。そのために生保は負債の満期に合わせるように超長期の国債を積極的に購入したりしている。

資産側の満期を調整する意味で国債は都合のよい金融資産であるが、生保有の超長期の負債に一致させ

るほどの満期を持つ国債は存在しない。あってもそれは不十分な量しかなく、資産と負債の満期を完全に調整するのは不可能な状態にある。そのため、外部から資金を注入することで純資産そのものを大きくするのが最も安全な手法となる。

したがって、基金の積み増しは価格変動リスクを吸収する短期的な対応策でもあるが、これからの国際的枠組みである経済価値ベースでの評価に対応した動きであるとも解釈できる。

## (2) 純粹の投資手段としての株式

過去において株式は生保にとって政策投資として位置づけられていた。つまり、保険契約に結び付けるための手段であり、株価の変動に関わらず、相手企業の株式を保有していた。だが、いまでは時価会計の導入から株価が下落すれば損失が発生するため、むやみに株式を保有する行動は控え、株価上昇の見込みがなければ相手企業の理解を得ながらも売却に向かう傾向にある。

SM比率の見直しが叫ばれるなかで生保は必ずしも株式を売却し続けているわけではない事実をすでに確認したが、その一方で株式を積極的に買い増しているわけでもない。年度によっては大量に売却している。それは株価が急激に下落した場合、保有しているだけ

でかなりの評価損を抱え込んでしまうからである。

今日の生保にとって株式は純粹の投資手段であり、そこから期待されるのは高い収益率である。ところが、日本経済は長期にわたって低迷し株価上昇の見込みが薄れるにつれて、国内株を保有する魅力がかなり失われつつある。

わが国は高度成長期の頃と違い、株式を保有するだけで大量の含み益が得られる経済環境にない。それゆえ、生保が国内株を増やそうとしないのはSM比率対策よりもむしろ純投資といった視点から判断しているように思われる。

機関投資家でもある生保は契約者から預かった資金をできる限り大きな利益を生み出すように効率的に投資しなければならない。運用益は利益益として契約者に還元されるが、一部は内部留保にとどまり、ソルベンシー・マージンの増大に結びつく。実現益だけでなく含み益も同様の効果を発揮する。

それゆえ、積極的な運用で大きな収益が得られればソルベンシー・マージンの絶対額が高まり、SM比率そのものも上昇する。今日の運用環境のもとでは株式にウエイトを置くのは難しいが、将来、高い収益が望めるような環境に変われば、生保の収益性だけでなく健全性にも貢献するであろう。

いまは負の側面が強調され、価格変動リスクからSM比率を引き下げる要因として株式をとらえがちであるが、運用環境が好転すれば別の見方が生保関係者の間で浸透すると思われる。その時は生保の運用だけでなく、日本経済も成長に向かう正のプロシクリカリティが展開すると期待される。

#### 参考文献

金融庁「ソルベンシー・マージン比率の算出基準等について」  
ソルベンシー・マージン比率の算出基準等に関する検討  
チーム 2007年4月3日

金融庁「ソルベンシー・マージン比率の見直しの骨子（案）」  
2008年2月7日

金融庁「ソルベンシー・マージン比率とは？」2008年2月7  
日

金融庁「ソルベンシー・マージン比率の見直しの改定骨子

（案）」2009年8月28日

金融庁「平成23事務年度 保険会社等向け監督方針」2011年  
8月26日

水口啓子「EU ソルベンシーⅡ導入を控えた欧州保険会社に見  
る現状と課題」『東洋経済臨時増刊 生保・損保特集 2011  
年版』2011年10月13日

三輪昌彦「ソルベンシーマージン比率の見直しが遅れれば生  
保にはマイナスの影響」『東洋経済オンライン』2009年12  
月9日

森本祐司・植村信保・花津谷徹・玉村勝彦・渡部仁「保険経  
済価値規制の是非を問う」『週刊金融財政事情』2011年4月  
18日

主要生保の財務データは「週刊東洋経済臨時増刊 生保・  
損保特集」（各年度版）に基づいている。なお、本論文は「財  
団法人かんぽ財団・平成23年度の助成」を受けている。

## 付録 主要生保の財務データ その1

<1>	日本生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	48,684,846	45,825,874	48,135,290	51,841,901	50,542,565
株式時価	7,214,491	5,855,101	8,762,375	12,025,649	11,250,725
株式時価の対前年度比	23.2	▲33.2	▲27.1	6.9	37.6
株式保有割合	14.8	12.8	18.2	23.2	22.3
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	1,685,869	568,048	3,220,762	6,455,007	5,837,792
基金等	1,050,000	950,000	900,000	900,000	900,000
SM比率	1,006.0	904.4	1,156.8	1,324.9	1,257.9
SM比率の対前年度増分	101.6	▲252.4	▲168.1	67.0	282.7
【③】推定値					
株式簿価	5,528,622	5,287,053	5,541,613	5,570,642	5,412,933
株式簿価の対前年度比	4.6	▲4.6	▲0.5	2.9	3.9
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲35.9				
株式簿価の変化率	2.1				
SM比率の増分	▲251.9				
<2>	第一生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	30,822,467	30,022,243	31,833,906	33,578,200	32,486,618
株式時価	3,598,019	3,139,601	4,939,522	6,674,631	6,315,120
株式時価の対前年度比	14.6	▲36.4	▲26.0	5.7	35.3
株式保有割合	11.7	10.5	15.5	19.9	19.4
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	522,575	▲96,794	1,287,706	3,063,738	2,830,002
基金等	420,000	420,000	420,000	420,000	360,000
SM比率	953.5	768.1	1,010.6	1,161.8	1,095.5
SM比率の対前年度増分	185.4	▲242.5	▲151.2	66.3	203.9
【③】推定値					
株式簿価	3,075,444	3,236,395	3,651,816	3,610,893	3,485,118
株式簿価の対前年度比	▲5.0	▲11.4	1.1	3.6	2.7
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲43.0				
株式簿価の変化率	▲11.8				
SM比率の増分	▲142.0				
<3>	明治安田生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	25,012,490	23,903,468	25,233,431	26,797,211	26,412,256
株式時価	3,388,511	2,775,223	4,193,532	5,608,122	5,360,332
株式時価の対前年度比	22.1	▲33.8	▲25.2	4.6	39.2
株式保有割合	13.5	11.6	16.6	20.9	20.3
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	959,600	345,059	1,521,278	2,817,535	2,531,464
基金等	410,000	410,000	410,000	410,000	350,000
SM比率	1,187.5	1,098.7	1,314.1	1,364.9	1,179.9
SM比率の対前年度増分	88.8	▲215.4	▲50.8	185.0	289.4
【③】推定値					
株式簿価	2,428,911	2,430,164	2,672,254	2,790,587	2,828,868
株式簿価の対前年度比	▲0.1	▲9.1	▲4.2	▲1.4	3.2
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲36.8				
株式簿価の変化率	▲14.1				
SM比率の増分	7.6				

(注) 単位：百万円，%，▲はマイナス。

## 付録 主要生保の財務データ その2

<4>	住友生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	23,018,316	22,609,749	23,382,567	23,286,436	22,409,210
株式時価	1,964,122	1,721,766	2,329,665	2,903,291	2,757,069
株式時価の対前年度比	14.1	▲26.1	▲19.8	5.3	40.6
株式保有割合	8.5	7.6	10.0	12.5	12.3
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	58,245	▲203,055	256,206	842,127	875,640
基金等	369,000	369,000	369,000	319,000	319,000
SM比率	955.1	837.2	1,030.7	1,068.6	949.6
SM比率の対前年度増分	117.9	▲193.5	▲37.9	119.0	186.5
【③】推定値					
株式簿価	1,905,877	1,924,821	2,073,459	2,061,164	1,881,429
株式簿価の対前年度比	▲1.0	▲7.2	0.6	9.6	12.0
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲28.8				
株式簿価の変化率	1.3				
SM比率の増分	5.5				
<5>	三井生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	7,498,866	7,382,915	7,821,585	8,145,605	8,140,721
株式時価	475,551	382,542	671,033	920,800	968,202
株式時価の対前年度比	24.3	▲43.0	▲27.1	▲4.9	43.1
株式保有割合	6.3	5.2	8.6	11.3	11.9
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	36,750	▲36,143	131,531	318,336	287,501
基金等	167,280	167,280	137,280	137,280	87,280
SM比率	702.1	602.0	696.1	906.6	744.3
SM比率の対前年度増分	100.1	▲94.1	▲210.5	162.3	80.4
【③】推定値					
株式簿価	438,801	418,685	539,502	602,464	680,701
株式簿価の対前年度比	4.8	▲22.4	▲10.5	▲11.5	9.9
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲50.9				
株式簿価の変化率	▲35.5				
SM比率の増分	▲42.2				
<6>	朝日生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	5,668,122	5,632,068	5,984,429	6,304,009	6,337,787
株式時価	340,447	304,498	503,986	770,518	801,616
株式時価の対前年度比	11.8	▲39.6	▲34.6	▲3.9	40.4
株式保有割合	6.0	5.4	8.4	12.2	12.6
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	5,327	▲61,677	▲5,596	194,729	220,485
基金等	166,000	166,000	261,000	261,000	261,000
SM比率	608.0	583.0	674.1	831.8	670.2
SM比率の対前年度増分	25.0	▲91.1	▲157.7	161.6	99.9
【③】推定値					
株式簿価	335,120	366,175	509,582	575,789	581,131
株式簿価の対前年度比	▲8.5	▲28.1	▲11.5	▲0.9	4.4
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲57.5				
株式簿価の変化率	▲42.3				
SM比率の増分	▲62.2				

(注) 単位：百万円，%，▲はマイナス。

## 付録 主要生保会社の財務データ その3

<7>	太陽生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	5,842,309	5,771,192	6,185,591	6,552,504	6,591,994
株式時価	403,487	292,808	638,532	873,267	936,417
株式時価の対前年度比	37.8	▲54.1	▲26.9	▲6.7	70.4
株式保有割合	6.9	5.1	10.3	13.3	14.2
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	92,837	8,677	210,571	425,699	448,816
基金等	62,500	62,500	37,500	37,500	37,500
SM比率	1,023.8	866.4	1,000.6	1,100.4	1,045.2
SM比率の対前年度増分	157.4	▲134.2	▲99.8	55.2	179.5
【③】推定値					
株式簿価	310,650	284,131	427,961	447,568	487,601
株式簿価の対前年度比	9.3	▲33.6	▲4.4	▲8.2	14.2
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲56.9				
株式簿価の変化率	▲36.3				
SM比率の増分	▲21.4				
<8>	大同生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	5,470,029	5,471,173	6,047,881	6,397,075	6,406,113
株式時価	263,496	262,803	375,682	550,053	609,122
株式時価の対前年度比	0.3	▲30.0	▲31.7	▲9.7	48.1
株式保有割合	4.8	4.8	6.2	8.6	9.5
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	56,046	35,991	114,751	248,534	298,149
基金等	110,000	110,000	75,000	75,000	75,000
SM比率	1,120.6	820.7	1,096.3	1,320.6	1,254.4
SM比率の対前年度増分	299.9	▲275.6	▲224.3	66.2	217.2
【③】推定値					
株式簿価	207,450	226,812	260,931	301,519	310,973
株式簿価の対前年度比	▲8.5	▲13.1	▲13.5	▲3.0	9.6
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲56.7				
株式簿価の変化率	▲33.3				
SM比率の増分	▲133.8				
<9>	富国生命				
	09年度	08年度	07年度	06年度	05年度
【①】財務データ (1)					
総資産	5,613,104	5,514,454	5,725,231	5,893,024	5,684,365
株式時価	505,012	448,295	643,452	853,113	840,970
株式時価の対前年度比	12.7	▲30.3	▲24.6	1.4	43.3
株式保有割合	9.0	8.1	11.2	14.5	14.8
【②】財務データ (2)					
株式含み損益	76,509	▲17,813	141,903	362,501	369,727
基金等	86,000	71,000	71,000	71,000	31,000
SM比率	1,127.6	1,008.4	1,146.9	1,228.8	1,139.6
SM比率の対前年度増分	119.2	▲138.5	▲81.9	89.2	214.6
【③】推定値					
株式簿価	428,503	466,108	501,549	490,612	471,243
株式簿価の対前年度比	▲8.1	▲7.1	2.2	4.1	5.6
【④】09年度の05年度に対する変化率					
株式時価の変化率	▲39.9				
株式簿価の変化率	▲9.1				
SM比率の増分	▲12.0				

(注) 単位：百万円，%，▲はマイナス。