

日本における普通社債消化と生命保険会社

松尾 順介

はじめに

近年国内公募普通社債発行が引き続き増加しており、一九九七年度は五五七銘柄八兆七九九五億円に達している。このような発行市場の拡大を支えている受け皿のひとつは、生命保険の社債投資であり、機関投資家の社債投資が拡大しているわけであるが、日本の社債消化を歴史的に概観すれば、社債投資が機関投資家によって積極的になされたことはほとんどなく、これは近年の変化であるといえる。したがって、近年社債消化先として生保をはじめとする機関投資家の比率が拡大していることは、国内普通社債が純粋な投資に耐えうるものとなりはじめてことを意味するものであると思われる。

そこで、本稿では、国内公募普通社債の消化が歴史的にどのように変化してきたかを概観した上で、生命保険会社の社債投資の歴史的变化を跡付け、最近の生命保険会社の社債消化について考察する。

1 戦前の社債消化構造

日本で社債発行が開始されたのは、一八九〇年の本邦初の商法公布以降であるといわれており、その後逐次社債関連の法整備がなされ、一九一一年の商法改正によって法的基礎は固められるが、この時期までの社債の消化については資料に乏しく、ほとんど明らかでない⁽¹⁾。したがって、社債消化に関する統計が利用可能となるのは一

九二二年以降（大正期以降）であるが（表1参照）、それによると、第二次大戦後の一九二〇年の反動恐慌による株式市場の低迷が契機となって、個人層が社債投資を拡大し、「債券の民衆化」が進展したといわれている。この背景として、金融逼迫による債券利回りの上昇、工業化の進展に伴い電灯・電力および鉄道など知名度の高い銘柄が起債の中心となったこと、引受機構が整備され公社債業者が進出してきたこと、などが指摘される⁽²⁾。しかし、一九二七年の金融恐慌以降は、金利が低下したため、個人の直接投資は減少し、その反面債券引受を行う大手の銀行および信託会社を中心とした金融機関の保有が拡大している。そして、この傾向は、公社債市場の活況期である一九三三〜一九三五年において、信託会社と保険会社の保有が拡大し、いっそう顕著になっている⁽³⁾。したがって、戦前期においては債券の引受者が同時に最大の保有者であったとされている。

そして、一九三七年の日中戦争突入を契機に、戦時統制期にはいるが、社債市場については一九三八年から発行調整が始まり、起債計画化が進展すると同時に、消化の計画化も推し進められた。とくに一九四〇年一〇月からは消化三分主義によって、官庁その他特殊筋、シ団親引けおよび公募によって消化されることとなったが、実際には公募は低調であり、預金部資金をはじめ簡易保険、鉄道等共済組合などの政府資金の比率が高く、この時期の社債消化は政府資金の動員によって支えられていた⁽⁴⁾。

(1) 小林和子「消化・流通・保有の構造」(志村嘉一編著『日本公社債市場史』、一九八〇年、東京大学出版会、第一章第

五節、所収)、三五ページ、参照。

(2) 小林和子「消化・流通・保有の構造」(志村嘉一編著『日本公社債市場史』、一九八〇年、東京大学出版会、第二章第

五節、所収)、七六ページ、参照。

(3) 前掲、小林和子、七八〜九ページ、参照。

表1 戦前の金融機関別社債(含金融債)保有状況

(單位：千円，%)

[illegible]

(出所) 志村啓一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年、29ページ。

(表1 続き)

(單位：千円，%)

年度	信託會社 (信託附記)	農林會社	商工組合中央金庫	產業組合中央金庫 (農林中央)	產業組合 (農業會)	保險		預金部	商品及雜留年金	金融機關以外	(備考) 注釋事項
						生命保險	損害保險				
1888											-
1889								23,690	346,909	62,78	-
1890								28,550	386,861	71,38	-
1891								59,195	404,177	95,55	-
1892						2,78	3,839	80,360	430,530	72,28	-
1893						2,26	3,893	82,330	460,566	76,66	-
1894						3,78	4,465	89,259	467,289	69,28	-
1895						4,26	5,571	100,177	483,388	67,16	-
1896						4,16	6,395	123,345	492,100	68,55	-
1897						4,16	11,518	166,909	507,866	90,52	-
1898						4,16	16,913	219,920	576,287	97,86	-
1899						4,16	20,001	260,200	620,120	107,14	-
1900						4,26	22,339	325,883	681,292	92,58	-
1901						4,26	23,739	360,847	720,415	92,58	-
1902						4,26	27,285	403,480	783,313	97,16	-
1903						4,26	38,971	432,531	807,541	100,54	-
1904						5,78	50,064	493,230	881,986	121,98	-
1905						6,78	67,824	606,643	1,000,000	150,00	-
1906						6,78	88,043	711,239	1,130,425	173,425	-
1907						6,78	108,165	809,847	1,261,141	196,141	-
1908						6,78	128,159	909,847	1,396,351	219,351	-
1909						6,78	150,856	1,043,480	1,530,541	243,541	-
1910						6,78	172,856	1,187,541	1,674,541	267,541	-
1911						6,78	194,856	1,331,541	1,819,541	291,541	-
1912						6,78	216,856	1,475,541	1,964,541	315,541	-
1913						6,78	238,856	1,619,541	2,109,541	339,541	-
1914						6,78	260,856	1,763,541	2,254,541	363,541	-
1915						6,78	282,856	1,907,541	2,399,541	387,541	-
1916						6,78	304,856	2,051,541	2,544,541	411,541	-
1917						6,78	326,856	2,195,541	2,689,541	435,541	-
1918						6,78	348,856	2,339,541	2,834,541	459,541	-
1919						6,78	370,856	2,483,541	2,979,541	483,541	-
1920						6,78	392,856	2,627,541	3,124,541	507,541	-
1921						6,78	414,856	2,771,541	3,269,541	531,541	-
1922						6,78	436,856	2,915,541	3,414,541	555,541	-
1923						6,78	458,856	3,059,541	3,559,541	579,541	-
1924						6,78	480,856	3,203,541	3,704,541	603,541	-
1925						6,78	502,856	3,347,541	3,849,541	627,541	-
1926						6,78	524,856	3,491,541	3,994,541	651,541	-
1927						6,78	546,856	3,635,541	4,139,541	675,541	-
1928						6,78	568,856	3,779,541	4,284,541	699,541	-
1929						6,78	590,856	3,923,541	4,429,541	723,541	-
1930						6,78	612,856	4,067,541	4,574,541	747,541	-
1931						6,78	634,856	4,211,541	4,719,541	771,541	-
1932						6,78	656,856	4,355,541	4,864,541	795,541	-
1933						6,78	678,856	4,499,541	5,009,541	819,541	-
1934						6,78	700,856	4,643,541	5,154,541	843,541	-
1935						6,78	722,856	4,787,541	5,299,541	867,541	-
1936						6,78	744,856	4,931,541	5,444,541	891,541	-
1937						6,78	766,856	5,075,541	5,589,541	915,541	-
1938						6,78	788,856	5,219,541	5,734,541	939,541	-
1939						6,78	810,856	5,363,541	5,879,541	963,541	-
1940						6,78	832,856	5,507,541	6,024,541	987,541	-
1941						6,78	854,856	5,651,541	6,169,541	1,011,541	-
1942						6,78	876,856	5,795,541	6,314,541	1,035,541	-
1943						6,78	898,856	5,939,541	6,459,541	1,059,541	-
1944						6,78	920,856	6,083,541	6,604,541	1,083,541	-
1945						6,78	942,856	6,227,541	6,749,541	1,107,541	-

2 戦後の社債消化構造

(1) 戦後復興から高度成長末期まで（金融機関中心の消化構造）

戦後再開された社債の発行市場は、日銀適格担保事前審査制度と公開市場政策（復興金融公庫債のオペレーション）による日銀信用の供給をその背景としていた。すなわち、日銀適格担保事前審査制度とは、銀行が買い入れた社債を担保とする日銀貸出の条件を、国債担保貸出並みに優遇する制度で、対象銘柄は日銀が事前に審査するというものであり、また復金オペとは、新発の社債ないし興業債券に対する投資資金を供給するために、銀行保有の復金債を日銀が買い上げる政策であるが、これによって社債消化は自ずから金融機関消化が中心となり、都長銀および地銀の消化比率は少なくとも七五%以上、時には九〇%近くを占めることとなった。この戦後復興期においては、起債そのものが金融機関の資金力に依存していたため融資の変形という性格をもっていたが、その消化は日銀の信用供給に大きく依存していた（表2参照）。

さらに、高度成長期では、日銀の直接的な起債調整は廃止され、民間の自主調整に委ねられることとなったが、低金利政策によって発行条件は低位に固定化されていたため、新発債利回りは全国銀行の貸出利回りを常に下回り、とくに中小金融機関や農林系金融機関にとってはほとんど採算のあわないものであった。したがって、その消化は都銀および地銀が中心であり、その消化はこれら銀行の資金状況に左右されていた。また、個人消化は、個人の側に預貯金の選好が強かったこと、発行会社もコスト面から本券印刷を要する個人消化を望まなかったこと、さらに証券会社も小口多数の個人販売体制を整えられていなかったことなどの理由から微々たるものにすぎ

表2 戦後復興期の事業債消化状況
(単位：%, 百万円)

年 度	都・長銀	地銀	その他 金融機関	農 協組	中 農協	個人	其他	資 運	金 用	合計 (発行額)
1949年	44.7	45.1	3.3	5.7	0.8	0.4	-	-	100	(28,145)
1950	36.6	39.0	6.0	16.6	0.9	0.9	-	-	100	(45,274)
1951	37.9	37.6	8.8	12.8	0.3	1.5	1.1	1.1	100	(36,958)
1952	37.0	41.9	8.1	9.3	2.0	0.7	1.0	1.0	100	(50,755)
1953	34.7	40.7	9.2	13.3	1.4	-	0.7	0.7	100	(42,016)
1954	36.6	41.0	10.3	7.6	2.4	-	2.1	2.1	100	(44,520)

(資料) 興銀「第54回全国公債社債明細表」。

なかった。そこで、一九五五年の金融緩和を契機に、大蔵省を中心に産業資金拡充という観点から起債促進策が打ち出され、個人消化が推進された。また、証券会社も起債に対する発言力強化を図るねらいもあって個人消化を促進し、個人投資家に対しては取得価格で買い取る約束も行い、さらに公社債投信を発足させ、銀行以外の消化拡大と自らの買い取り負担軽減を図った。その結果、個人消化が一〇%程度を占めるに至っている（表3A参照）。

(5) 加藤隼人「消化・保有・流通の状況」(志村嘉一編著「日本公社債市場史」、一九八〇年、東京大学出版会、第5章第5節、所収)、二四八ページ、参照。

(6) 前掲、加藤隼人、二四九ページ、参照。

(2) 高度成長末期から低成長期（個人消化の拡大期）

高度成長末期である一九七〇年代になると、全国銀行の消化は著しく減少し、一九七〇年以降は五〇%を下回り、他方で個人・その他の消化が拡大している。これは、一方では国債発行の開始によって、銀行の社債消化が削減を余儀なくされたためであるが、他方では個人金融資産および銀行外金融機関（系統金融機関・相銀・信金・農協・各種共済など）の資金力の増大による債券投資の積極化などを背景に、一九七〇年頃から起債市場の弾力化が進展したためである。この弾力化は、元々長期国債の低利発行によって成立している金利体系を前提に

表3 A 普通社債消化構造

(単位: 百万円, %)

年度	発行額	都市・短期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保険	農中・農協組合	商中・信用金庫	相互銀行/第二地銀	個人	投資信託	その他
1956	102,600	33,431	23,971	1,319	6,323	7,602	3,733	1,583	13,832	-	4,382
1957	77,400	37,293	22,820	1,392	1,222	1,702	1,092	1,431	13,832	-	1,915
1958	120,500	45,603	41,412	1,412	573	10,782	4,210	3,358	11,319	-	2,205
1959	180,800	67,916	51,723	1,412	3,188	16,738	4,466	4,706	19,777	-	2,687
1960	300,500	76,392	56,601	1,385	2,899	14,202	5,091	4,258	30,714	5,000	4,482
1961	187,500	67,300	52,416	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1962	171,000	50,841	44,381	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1963	269,100	135,063	99,231	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1964	274,800	135,063	99,231	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1965	415,800	199,231	147,231	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1966	415,800	199,231	147,231	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1967	549,800	274,800	200,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1968	453,200	229,000	165,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1969	453,200	229,000	165,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1970	688,500	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1971	688,500	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1972	655,200	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1973	854,000	414,500	297,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1974	956,200	464,500	327,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1975	1,504,200	727,000	527,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1976	1,504,200	727,000	527,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1977	1,504,200	727,000	527,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1978	1,504,200	727,000	527,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1979	1,504,200	727,000	527,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1980	993,500	500,000	344,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1981	1,250,000	614,500	414,500	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1982	1,067,200	527,237	344,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1983	682,000	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1984	720,000	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1985	945,000	464,500	327,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1986	945,000	464,500	327,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1987	945,000	464,500	327,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1988	720,000	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1989	720,000	344,237	247,237	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1990	2,060,000	1,067,200	727,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1991	4,620,000	2,472,000	1,648,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1992	2,970,000	1,648,000	1,067,200	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1993	3,630,000	2,060,000	1,385,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1994	3,265,000	1,704,173	1,260,827	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1995	5,719,154	3,093,045	2,226,109	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1996	5,636,000	3,093,045	2,226,109	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416
1997	8,799,400	4,788,403	3,311,000	1,385	1,984	12,138	4,131	3,980	21,491	2,500	2,416

(出所) 公社債引受協会「公社債年鑑」各号。

表3 B 普通社債消化構造(その他を除く)

(単位: 百万円, %)

年度	発行額	その他を除く発行額	都市・短期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保険	農中・農協組合	商中・信用金庫	相互銀行/第二地銀	個人	投資信託
1987	915,000	822,539	57,291	20,335	9,901	3,358	3,698	1,331	1,583	13,832	-
1988	720,000	660,019	25,369	19,836	3,663	2,135	4,656	3,726	5,700	3,980	-
1989	720,000	660,019	25,369	19,836	3,663	2,135	4,656	3,726	5,700	3,980	-
1990	2,060,000	1,804,941	13,802	13,336	5,565	5,135	740	0.75	17,200	16,656	-
1991	2,060,000	1,804,941	13,802	13,336	5,565	5,135	740	0.75	17,200	16,656	-
1992	2,060,000	1,804,941	13,802	13,336	5,565	5,135	740	0.75	17,200	16,656	-
1993	3,630,000	3,121,017	19,205	14,336	27,613	7,076	33,838	8,636	81,251	20,736	-
1994	3,265,000	2,830,000	19,205	14,336	27,613	7,076	33,838	8,636	81,251	20,736	-
1995	5,719,154	5,093,045	3,093,045	2,226,109	1,385,000	1,984,000	12,138,000	4,131,000	3,980,000	21,491,000	-
1996	5,636,000	5,093,045	3,093,045	2,226,109	1,385,000	1,984,000	12,138,000	4,131,000	3,980,000	21,491,000	-
1997	8,799,400	8,226,403	4,788,403	3,311,000	1,385,000	1,984,000	12,138,000	4,131,000	3,980,000	21,491,000	-

(資料) 公社債引受協会「公社債年鑑」各号。

しているという点で限界のあるものであり、石油危機に端を発した金融引締から起債調整が復活したことによって中断されたが、個人の消化比率は一九七二年に五〇%を超え、七〇年代の個人消化比率は年平均五・一・五%であり、以降八〇年代半ばまで高い水準で推移している(表3 A参照)。とくに、電力債と一般債の消化比率を分けてみると、七〇年代の年平均は電力債六五・八%であるのに対し、一般債二八・三%であり、電力債における個人消化比率が圧倒的に高い(表4 A、表5 A参照)。これは、電力債の知名度と安全性が高く、ロットの大きさゆえに流動性も高かったことから、個人投資家に選好され、また電力会社・証券会社も個人消化に注力したことが大きな要因となっている。その反面、一般債の消化は以前に比べると低下しているものの、都長銀・地銀の比率が高く、七〇年代の年平均消化比率は三八・七%であった。この理由は、都長銀にとっては、大口消化先であると同時に受託銀行を兼ねることで、受託手数料が取得できたこと、さらに預金歩留まりによって実質利回りの上昇が期待できたことが指摘されている。

表4A 一般債消化構造

(単位: 百万円, %)

年度	発行額	都市・民間信用銀行	地方銀行	信託銀行	保 険	農・林・漁業	商・信用金庫	相互銀行・第二地銀	債 人	投資信託	その他					
1956	55,900	19,319	19,319	1,058	1,838	3,388	6,936	1,771	3,175	1,011	1,585	5,621	9,936	-	840	1.5%
1957	57,390	15,634	14,335	37,936	1,184	1,740	4,636	1,422	3,876	1,659	2,836	1,266	3,375	-	595	1.6%
1958	62,150	19,104	30,611	44,336	2,016	1,740	5,188	2,349	3,476	2,420	3,536	3,130	4,436	-	943	1.6%
1959	118,380	38,103	41,225	3,322	2,776	2,944	2,536	14,520	12,336	3,287	2,256	3,939	3,376	1,450	1,976	1.7%
1960	124,400	46,775	47,626	4,213	1,776	2,935	1,276	13,222	5,336	3,556	1,656	3,557	2,256	101,432	4,436	1.7%
1961	109,670	31,832	29,036	2,612	2,136	2,820	2,616	5,994	5,276	3,594	1,585	3,112	2,256	11,118	4,436	1.7%
1962	92,470	35,886	32,552	4,355	4,436	1,120	1,276	6,774	6,836	3,099	3,112	3,112	2,256	36,990	33,776	1.8%
1963	146,330	55,886	49,410	34,776	4,436	1,120	1,276	6,774	6,836	3,099	3,112	3,112	2,256	1,688	1,688	1.8%
1964	167,390	51,593	47,558	8,320	5,276	8,890	5,936	5,056	5,276	3,524	4,476	4,476	3,524	1,262	65	0.1%
1965	243,570	74,159	71,421	13,956	5,276	27,382	11,336	16,024	6,056	7,284	3,056	5,213	3,056	13,323	11,701	8.0%
1966	249,690	72,402	68,426	19,081	7,076	29,382	12,076	13,547	5,076	6,526	2,656	25,544	10,376	1,629	1,800	0.7%
1967	333,310	100,383	85,782	28,577	8,076	31,783	9,076	13,459	3,576	8,778	2,256	45,996	13,076	656	2,891	0.3%
1968	320,310	87,819	80,357	26,676	7,976	33,825	8,576	10,899	3,576	6,910	2,256	45,996	13,076	653	2,891	0.3%
1969	287,120	83,977	69,006	24,036	7,756	32,823	8,276	12,812	4,476	4,476	1,576	46,804	15,376	463	2,891	0.3%
1970	330,050	88,979	77,556	22,833	6,276	32,552	9,376	20,872	6,376	20,414	6,276	53,322	16,376	3,483	5,197	1.7%
1971	465,430	97,244	102,188	30,631	6,676	14,733	3,276	29,121	6,276	47,352	10,276	10,914	2,256	3,688	7,617	2.7%
1972	220,750	52,287	48,725	16,639	7,276	12,159	2,276	29,257	7,076	40,956	12,776	5,976	1,476	4,801	1,200	1.6%
1973	220,000	60,077	59,429	20,136	8,176	10,078	3,376	38,684	5,776	32,963	9,976	6,491	2,076	1,720	4,554	2.0%
1974	332,700	71,256	61,101	24,289	7,276	10,975	3,376	38,684	5,776	32,963	9,976	6,491	2,076	1,388	4,554	1.9%
1975	324,700	70,125	61,101	24,289	7,276	10,975	3,376	38,684	5,776	32,963	9,976	6,491	2,076	1,194	4,554	1.9%
1976	324,700	70,125	61,101	24,289	7,276	10,975	3,376	38,684	5,776	32,963	9,976	6,491	2,076	1,194	4,554	1.9%
1977	420,800	74,312	69,479	25,333	7,276	12,159	2,276	29,257	7,076	40,956	12,776	5,976	1,476	468	2,901	0.1%
1978	438,800	83,419	76,719	28,151	6,476	15,657	3,576	35,532	8,176	34,611	7,976	6,351	1,576	20	2,901	0.6%
1979	421,100	39,011	39,917	13,836	6,256	25,721	11,976	18,387	8,976	3,340	1,576	39,797	19,476	800	2,901	0.2%
1980	205,300	43,100	32,176	16,130	7,876	22,665	11,076	15,792	7,076	3,340	1,576	39,797	19,476	400	2,901	0.2%
1981	338,000	67,393	53,052	15,776	7,976	33,658	10,176	42,376	9,976	4,539	1,476	54,207	16,076	22,216	46,512	10.8%
1982	338,000	57,611	56,479	16,176	6,176	33,658	10,176	42,376	9,976	4,539	1,476	54,207	16,076	46,512	46,512	13.5%
1983	147,000	30,833	15,832	10,838	7,276	3,340	2,276	14,717	9,876	11,076	7,076	1,476	1,476	29,551	6,836	1.7%
1984	101,000	22,121	17,679	7,676	6,776	14,717	9,876	11,076	7,076	1,476	1,476	81,008	22,576	20,112	12,588	2.5%
1985	95,300	26,260	21,576	7,476	5,476	10,065	9,476	11,519	11,476	6,976	0,676	19,511	20,076	20,395	19,511	2.5%
1986	180,000	32,971	11,885	7,476	12,512	5,032	3,176	5,032	3,176	12,119	5,376	19,111	20,076	18,467	18,467	20.4%
1987	27,000	1,900	1,166	2,200	3,476	5,890	9,136	3,256	8,219	1,617	2,276	1,124	1,876	68,096	68,096	62.9%
1988	6,000	4,417	6,000	2,200	3,476	5,890	9,136	3,256	8,219	1,617	2,276	1,124	1,876	18,059	18,059	44.5%
1989	36,000	800	5,890	1,176	1,776	2,738	7,776	3,599	6,576	1,200	1,776	2,997	8,076	47,562	47,562	74.3%
1990	155,700	1,860	17,880	1,276	1,076	11,575	4,076	11,575	4,076	2,056	0,176	19,232	13,376	31,083	31,083	90.1%
1991	145,000	1,860	17,880	1,276	1,076	11,575	4,076	11,575	4,076	2,056	0,176	19,232	13,376	85,376	85,376	85.3%
1992	145,000	1,860	17,880	1,276	1,076	11,575	4,076	11,575	4,076	2,056	0,176	19,232	13,376	68,553	68,553	82.6%
1993	145,000	1,860	17,880	1,276	1,076	11,575	4,076	11,575	4,076	2,056	0,176	19,232	13,376	776,671	776,671	51.3%
1994	1,580,000	2,990	2,990	12,876	1,276	57,190	3,876	44,800	11,476	64,105	18,176	192,650	18,176	607,429	38,595	38.5%
1995	394,154	21,000	18,730	12,876	1,276	57,190	3,876	44,800	11,476	64,105	18,176	192,650	18,176	1,739,095	44,456	44.4%
1996	409,100	33,700	33,700	12,876	1,276	57,190	3,876	44,800	11,476	64,105	18,176	192,650	18,176	1,980,488	44,456	44.4%
1997	649,320	3,721,710	68,400	1,876	2,276	38,580	10,376	11,519,910	30,076	916,600	21,876	890,450	45,900	2,772,780	42,776	42.7%

(資料) 表3に同じ。

表4B 一般債消化構造 (その他を除く)

(単位: 百万円, %)

年度	発行額	その他を収入・発行額	都市・民間信用銀行	地方銀行	信託銀行	保 険	農・林・漁業	商・信用金庫	相互銀行・第二地銀	債 人	投資信託									
1957	27,000	8,911	1,900	21,376	306	2,276	1,166	12,876	13,476	30	0,376	400	4,376	3,256	36,476	100	1.1%	1,900	21,376	
1958	64,000	16,438	4,447	27,176	-	-	2,200	-	-	-	-	5,890	35,676	1,617	9,876	-	-	1,900	21,376	
1959	6,000	592	-	-	-	-	-	-	-	100	15,976	200	33,576	100	16,976	26,476	-	-	1,900	21,376
1960	36,000	4,917	-	-	-	-	-	-	-	-	-	800	16,376	1,359	25,476	-	-	-	1,900	21,376
1961	53,700	9,982	80	0,076	5,890	6,576	5,515	6,176	12,965	14,276	22,738	26,176	33,919	39,576	-	-	860	0,076	1,900	21,376
1962	1,855,000	69,047	1,060	0,276	17,880	2,676	19,700	2,965	57,511	8,376	11,575	16,276	26,991	41,676	2,068	0,376	19,232	28,076	1,900	21,376
1963	1,429,000	63,329	4,600	0,776	14,435	2,276	80,345	12,876	83,469	12,876	11,575	16,276	26,991	41,676	2,068	0,376	19,232	28,076	1,900	21,376
1964	1,429,000	63,329	4,600	0,776	14,435	2,276	80,345	12,876	83,469	12,876	11,575	16,276	26,991	41,676	2,068	0,376	19,232	28,076	1,900	21,376
1965	1,560,000	92,521	2,900	0,376	18,730	2,200	57,190	6,576	110,830	11,676	28,650	29,776	192,644	20,276	18,300	1,196	269,117	28,376	1,000	0,076
1966	3,914,154	21,000	1,076	1,076	86,590	4,076	167,190	6,576	445,870	23,076	61,105	29,900	28,376	56,105	26,776	74,750	172,282	5,876	1,000	0,076
1966	4,091,100	33,700	33,700	1,076	79,690	4,076	172,882	8,276	445,870	23,076	59,900	28,376	56,105	26,776	74,750	2,676	172,282	5,876	1,000	0,076
1967	6,494,320	3,721,710	68,400	1,876	109,700	2,976	38,580	10,376	11,519,910	30,076	916,600	21,876	890,450	45,900	1,091,170	2,976	109,700	2,976	-	-

(資料) 表3に同じ。

第四節、所収、三〇七—三二五ページ、参照。

(8) 岩井宣章「消化・保有・流通の状況」(志村嘉一編著「日本公社債市場史」、一九八〇年、東京大学出版会、第六章

第五節、所収、三三二—三三三ページ、参照。

(3) 八〇年代後半以降(機関投資家の消化拡大期)

一九八六年一二月に出版された証券取引審議会報告「社債発行市場の在り方について」を契機として、いわゆる社債発行の「プロポーザル方式」が導入され、従来の起債会格付けを基準とした発行条件の一律的決定方式が廃止された。この方式は、起債に先立って発行会社は証券各社から発行条件などに関する提案書の提出を求め、発行会社はこの提案書およびその他の事情を勘案して主幹事を決定するというものであり、従来固定的であった主幹事決定に競争原理を導入させたという積極的な一面をもつものの、他方では主幹事獲得を企図した市場実勢無視の条件設定が広がり、募残が続出し、募集期間後の値引き販売が横行するに至った。さらには、募集期間後の

表5 A 電力償還化構造

(単位: 百万円, %)

年度	発行額	都市・農協信用銀行	地方銀行	信用銀行	保険	農中・農協組	商中・信用金庫	相互銀行/第二種	個人	投資比率	その他
1956	46,700	16,056	9,459	263	0.06	3,864	2,022	743	1,066	8,211	17,586
1957	50,550	22,339	8,465	148	0.06	349	457	559	1,476	6,222	15,536
1958	52,400	26,499	10,881	91	0.06	1,860	1,619	619	1,276	12,632	15,776
1959	62,500	28,813	10,697	138	0.06	2,178	1,210	767	1,276	12,632	15,776
1960	133,150	66,136	9,235	138	0.06	991	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1961	135,468	66,536	8,833	208	0.06	1,561	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1962	77,990	54,170	12,039	304	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1963	122,700	70,183	14,835	338	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1964	110,000	74,310	14,835	338	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1965	147,800	75,709	16,353	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1966	166,200	72,832	16,353	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1967	196,300	75,455	19,247	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1968	192,900	75,741	19,247	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1969	208,000	78,281	20,115	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1970	278,200	99,558	20,115	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1971	387,100	127,756	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1972	424,500	140,836	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1973	564,000	178,573	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1974	654,000	198,848	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1975	599,500	172,519	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1976	843,000	102,210	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1977	820,000	98,887	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1978	876,500	105,331	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1979	1,074,000	127,756	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1980	788,000	92,242	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1981	911,000	114,235	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1982	682,000	62,310	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1983	536,000	46,465	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1984	619,000	75,174	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1985	558,000	62,990	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1986	465,000	50,592	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1987	688,000	35,766	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1988	965,000	11,044	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1989	693,000	12,163	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1990	1,830,000	43,812	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1991	1,725,000	9,885	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1992	2,055,000	21,270	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1993	1,460,000	31,516	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1994	1,555,000	69,822	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1995	1,660,000	83,166	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1996	1,360,000	57,462	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776
1997	1,955,000	915,893	22,442	1,653	0.06	1,021	1,133	1,430	1,076	12,632	15,776

(資料) 表3に同じ。

表5 B 電力償還化構造 (その他を除く)

(単位: 百万円, %)

年度	発行額	その他を除く発行額	都市・農協信用銀行	地方銀行	信用銀行	保険	農中・農協組	商中・信用金庫	相互銀行/第二種	個人	投資比率
1957	680,000	201,563	35,756	17,476	9,248	4,536	4,238	2,136	2,636	1,436	10,512
1958	505,000	110,044	12,736	1,433	2,236	429	2,940	18,236	19,094	30,536	11,544
1959	693,000	92,918	12,163	4,055	5,476	240	16,910	18,236	36,956	38,636	11,544
1960	1,830,000	341,565	43,812	12,536	21,697	7,236	31,188	9,136	76,733	22,436	69,215
1961	1,725,000	353,240	9,685	2,976	12,700	3,736	15,344	4,636	47,722	13,336	74,171
1962	2,055,000	681,995	21,270	3,136	12,000	2,536	15,100	2,256	15,115	22,236	91,616
1963	1,460,000	31,516	14,330	2,636	11,210	2,136	16,335	8,636	133,950	24,736	60,080
1964	1,555,000	69,822	14,390	7,336	13,990	2,236	32,665	8,736	104,110	17,236	80,250
1965	1,660,000	83,166	68,430	8,236	21,490	2,636	28,000	3,436	256,760	31,236	188,725
1966	1,360,000	57,462	38,000	6,736	7,190	1,336	43,200	7,236	165,180	26,536	99,235
1967	1,955,000	915,893	65,140	7,236	3,990	0,436	49,190	3,436	331,595	33,436	283,900

(資料) 表3に同じ。

値引き販売を約束して売却することも広がった。いわば、値引き販売によってどれだけ引受手数料を吐き出せるかが、主幹事獲得競争のポイントとなったのである。その後、さまざまな改善が加えられるものの、プロポーザル方式のもとでは市場実勢無視の条件設定は改善されず、結果的には一九九一年二月の均一価格販売方式導入につながるべくことになる。

このような発行市場の変化の中で、社債償還も大きく変化したと考えられ、公社債引受協会の統計で見る限り、都長銀・地銀の比率がいつそう低下するとともに、また個人の比率も低下し、保険をはじめ、農中・農協、商中・信金の比率が高まっていることが分かる。しかし、「その他」項目の比率が著しく増加し、一九八九年には八五・八%に達しており、統計として利用しにくくなっている(表3 A、4 A、5 A参照)。このように「その他」項目が増加した最も大きな要因は、前述のようにプロポーザル方式による募残が募集期間明けに既発債として販売されたことによるものと思われる⁽¹⁰⁾、九一年の均一価格販売方式の導入以降徐々に減少している。しかし、なおも「その他」の比率が四〇%以上を占めていることについては、第一に銀行系証券子会社の参入以降主幹事獲得競争

表6 生保の運用資産内訳 (1910年-1980年)

(単位: 千円, %)

年度	現金・預貯金		コールローン		有価証券						貸付金			
					国債		社債		株式					
1910	18,328	25.2%	0	0.0%	27,408	37.7%	12,151	16.7%	3,755	5.2%	9,305	12.8%	18,606	25.6%
1915	38,486	22.0%	0	0.0%	60,949	34.8%	13,151	7.5%	19,726	11.3%	22,634	12.9%	57,873	33.1%
1920	102,579	25.6%	0	0.0%	179,451	44.7%	47,494	11.8%	63,188	15.8%	61,111	15.2%	79,370	19.8%
1925	181,675	20.7%	0	0.0%	415,315	46.6%	78,722	8.8%	182,644	20.4%	117,070	13.1%	210,065	23.5%
1930	217,812	14.0%	0	0.0%	791,208	50.7%	91,512	5.9%	375,054	24.0%	227,577	14.6%	416,682	26.7%
1935	287,741	11.5%	0	0.0%	1,429,856	57.0%	187,187	7.5%	578,278	23.0%	553,928	22.1%	626,410	25.0%
1940	250,855	5.1%	0	0.0%	3,479,083	70.8%	807,869	16.4%	909,830	18.5%	1,437,378	29.2%	956,204	19.4%
1945	1,450,760	11.7%	0	0.0%	7,633,007	60.0%	3,634,545	31.0%	961,865	7.8%	2,038,872	16.5%	1,531,421	12.4%
1950	2,835,229	7.7%	413,100	1.1%	13,444,216	36.7%	266,392	0.7%	2,169,328	5.9%	10,552,245	28.8%	11,062,068	30.2%
1955	7,174,656	3.7%	3,770,000	2.0%	61,215,128	33.3%	191,784	0.1%	5,801,762	3.0%	57,659,361	29.6%	93,896,115	48.7%
1960	9,939,630	1.3%	9,184,000	1.2%	185,269,233	24.6%	278,525	0.0%	7,561,284	1.0%	170,829,669	22.7%	463,829,665	61.6%
1965	25,331,653	1.1%	25,643,000	1.1%	539,101,100	24.0%	3,832,752	0.2%	46,502,686	2.1%	474,066,714	21.1%	1,388,992,674	61.9%
1970	59,239,635	1.0%	35,082,000	0.6%	1,274,530,489	21.8%	33,424,280	0.6%	85,315,149	1.5%	1,145,264,724	19.6%	3,928,999,583	67.1%
1975	161,598,193	1.3%	63,592,000	0.5%	2,791,890,035	21.7%	211,695,627	1.6%	199,641,569	1.5%	2,328,569,768	18.1%	8,757,215,761	67.9%
1980	445,218,599	1.7%	214,914,000	0.8%	7,976,014,533	30.4%	694,861,899	2.3%	1,422,733,569	5.4%	4,530,137,365	17.2%	15,685,085,027	59.7%

(資料) 山中宏著『生命保険金融発展史(増補版)』, 有斐閣, 1986年, 巻未付表。

表7 生保の運用資産内訳 (1986年以降)

(単位: 百万円, %)

年	現金・預貯金		有価証券		貸付金		その他		合計	
1986	3,651,782	14.4%	718,833	2.7%	3,266,875	12.2%	11,100,544	41.4%	7,525,278	28.1%
1987	4,495,667	12.9%	832,543	2.4%	3,597,017	10.3%	15,577,709	44.6%	9,802,955	28.1%
1988	5,635,853	13.0%	923,679	2.1%	3,959,460	8.6%	19,594,179	43.6%	13,555,630	30.4%
1989	4,581,329	8.4%	866,445	1.6%	4,573,640	8.3%	25,359,987	46.3%	17,790,474	32.5%
1990	4,795,609	8.3%	669,670	1.2%	4,756,950	8.2%	28,766,729	49.8%	16,984,591	29.4%
1991	5,951,740	9.5%	710,001	1.1%	6,460,562	10.3%	30,825,417	49.1%	17,507,902	28.0%
1992	11,151,369	16.2%	981,384	1.4%	7,199,107	10.4%	31,506,834	45.7%	16,891,988	24.5%
1993	12,243,060	17.3%	1,993,114	2.8%	8,035,010	11.4%	33,070,734	46.8%	14,047,207	19.9%
1994	19,558,229	24.6%	2,923,042	3.7%	9,589,578	12.1%	33,124,142	41.7%	13,060,212	16.4%
1995	26,545,412	29.6%	4,697,217	5.4%	10,597,563	11.8%	32,021,521	35.7%	13,653,012	15.5%
1996	27,650,361	28.3%	4,955,006	5.2%	12,111,160	12.7%	31,296,170	33.3%	17,659,726	18.5%

(資料) 保険研究所「インシュアランス」各号。

不動産					不動産					その他		合 計		
不動産	貸当	有価証券	保証証券	無担保その他	不動産	貸当	有価証券	保証証券	無担保その他	不動産	貸当	有価証券	保証証券	無担保その他
4,362	6.0%	4,212	5.8%	4,540	6.2%	1,872	2.6%	3,623	5.0%	3,837	5.3%	4,529	6.2%	72,710
9,825	5.6%	22,526	12.9%	8,945	5.1%	8,950	5.1%	7,624	4.4%	8,769	5.0%	8,915	5.1%	174,992
14,611	3.5%	17,831	4.4%	26,557	6.6%	12,660	3.2%	8,311	2.1%	19,533	4.9%	20,222	5.0%	401,208
30,229	3.4%	56,875	6.4%	46,228	5.2%	44,505	5.0%	32,106	3.6%	45,718	5.1%	36,943	4.1%	893,717
67,563	4.3%	71,753	4.6%	76,134	4.9%	153,994	9.9%	47,230	3.0%	33,588	6.0%	40,387	2.6%	1,559,679
68,276	2.7%	75,440	3.0%	109,037	4.3%	257,602	8.2%	116,053	4.6%	131,586	5.3%	33,991	1.4%	2,599,956
50,865	1.0%	82,118	1.7%	264,141	5.4%	317,806	6.5%	240,723	4.9%	170,785	3.5%	60,333	1.2%	4,917,264
25,270	0.2%	68,768	0.7%	30,131	2.7%	612,329	4.9%	167,371	1.4%	1,797,392	14.5%	12,379.51	1.2%	
2,165,965	6.0%	1,063,043	2.9%	1,356,999	3.7%	3,292,071	9.0%	3,151,988	8.6%	6,415,397	17.5%	2,484,491	6.8%	36,154,562
128,924.29	6.7%	22,916,228	11.9%	8,312,583	4.3%	15,759,733	8.2%	34,058,320	17.7%	19,788,765	10.3%	4,079,695	2.1%	62,922,569
25,634,697	4.7%	79,689,832	10.6%	40,640,740	5.4%	56,895,822	9.9%	250,778,583	33.3%	75,276,422	10.0%	9,295,338	1.2%	752,884,308
119,511,690	5.3%	278,055,159	12.4%	126,168,785	5.6%	176,801,558	7.9%	688,434,622	30.7%	212,837,079	10.8%	21,213,119	0.9%	2,224,108,625
1,099,938,567	18.8%	334,898,135	5.7%	383,569,963	6.7%	2,400,612,98	35.9%	516,073,306	8.6%	40,849,320	0.7%	5,854,784,333		
2,694,341,532	20.2%	634,304,821	4.9%	695,208,022	5.4%	4,823,361,268	37.4%	1,020,063,254	7.9%	88,675,721	0.8%	12,822,971,294		
3,338,399,784	12.7%	536,918,902	2.0%	1,117,382,067	4.3%	10,692,474,274	40.7%	1,547,753,530	6.3%	268,788,583	1.1%	26,257,774,962		

3 生命保険による社債保有

冒頭に述べたように、最近の社債消化の大きな受け皿として、生命保険会社が浮上しているわけであるが、日本の生命保険会社は、戦後の金融システムにおいて、「機関投資家ではなく金融機関として位置づけられた」⁽¹³⁾といわれるように、その資産構成は極めて貸出に偏したものであった。

ここで生命保険会社の社債投資について歴史的に振り返ってみよう(表6参照)。

まず、生命保険会社が金融機関としての地位を確立したのは、一九三〇年頃とされているが、すでにそれ以前の時期から生命保険会社の資金力は好調に増加しており、いわば機関投資家としての成長を遂げていたといえる。⁽¹⁴⁾したがって、この時期の生命保険会社の資金運用をみると、有価証券投資が貸付を相当大幅に上回っており、ほぼ一貫して二倍以上であることが分かる。また、有価証券に占める社債の比率も高く、国債や株式をほぼ上回っており、当時の生命保険会社にとって社債は中心的資金運用手段であったといえる。この背景として、社債の利回りが国債と比べて一%程度高かった(国債五・四%、社債六・四九%)⁽¹⁵⁾ことと、株式投資が不況の影響で大幅な評価損をもたらしたことが指摘されている。しかし、一九三三年から政府は公債主義財政を打ち出し、低金利政策を実施したため、公社債利回りは低下し、生命保険会社は社債投資から景気回復基調に向かいはじめた株式投資へと資金シフトを進めることになる。そして、一九三六年から株式保有が社債を上回りはじめ、さらに一九三七年以降の戦時統制期にはいると、生命保険会社も金融統制のもとに組み込まれ、国策投資を余儀なくされるが、その際運用資金を国債購入に向かわせる申し合わせがなされ、国債の比率が激増することとなる反面、社債のそれは減少をたどり、さらにその相当部分は戦時金融庫債であり、一般債への投資は消極的なものになってしまう。⁽¹⁷⁾

戦後の社債投資は、まず戦後発行市場の閉鎖と戦後インフレの下で低迷せざるを得なかった。そして、インフレ終息後は一九四九年から日銀による国債買いオペが実施され、生保資金は設備融資と株式投資に向かうことになるが、それでも社債投資はむしろ比率としては減少傾向をたどることになる。これは社債が貸付に比べて低利であり、また流通市場もなかったためであるが、また戦後復興による企業の資金需要拡大の中であつては生命保険会社が進出できなかった優良企業貸付の分野が開かれ、貸付が社債に代位するようになってきたことによるものである。したがって、社債投資は一九五五年や五六年のように金融緩和期の運用難の時期において、さらなる金利低下が予想される場合に運用余力の一部がまわされるという形で行われるようになった。⁽¹⁸⁾

さらに、高度成長期になると生命保険会社は、基幹産業への長期融資を拡大させていくことによって、本格的な長期設備投資資金供給機関としての位置づけがなされるようになると同時に、社債投資にはほぼ一貫して消極的であり、⁽¹⁹⁾低水準を推移している。しかし、いわゆる人為的低金利政策のもので、社債利回りが貸付に比して低位に固定されている以上、貸付にシフトせざるを得なかったといえる。

このような貸付中心のあり方が変化するのは、オイル・ショック後の低成長期であり、企業の資金需要減退と内外資金調達の多様化に対応を迫られたためである。その結果、債券投資が活発化するが、投資対象となったのは一九七五年以降大量発行され、発行条件が弾力化されるとともに流動性の高い国債であり、また国内債に比べて利回りの高い外国債である。このため国内社債投資は依然消極的なままであった。

したがって、生命保険会社の国内普通社債投資が活発化するのは、早くとも一九九〇年代以降といえるだろう。公社債引受協会の統計によると、一九八九年以降、国内公募普通社債消化のうち保険部門の比率が顕著に拡大し始めている。以下、節を改めて近年の生命保険会社の社債投資について考察しよう。

(13) 川北英隆「機関投資家としての生命保険」、公社債引受協会編『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社、一九九六年、所収、四六三ページ。

(14) 高橋亀吉著『日本金融論』、一九三二年、二六二ページ、参照。また、芝垣和夫著『日本金融資本分析』、一九九五年、東京大学出版会、では第一次大戦後、とくに一九二〇年代とされており(同書、三八二ページ、参照)、山中宏著『精兵保険金融発展史(増補版)』、一九八六年、有斐閣、もほぼ高橋説に同意している(同書、二三三ページ、参照)。

(15) 麻島昭一著『本邦生保資金運用史』、一九九一年、日本経済評論社、は一九三〇年頃に生命保険会社が金融機関としての地位を確立したことを承認しつつも、逆にそれまでの大正期において生命保険会社の資金力が増加しつつも、その地位が低かった理由を、当時は「銀行預金でも有価証券投資でも容易に高利の運用が確保されるため、リスクを内包する産業資金供給へ積極的により出す意欲を欠いていた」ためであると推測している(同書、一〇七六ページ、参照)。

(16) 山中、前掲書、二三七ページ、参照。

(17) 山中、前掲書、三〇三ページ、参照。

(18) 山中、前掲書、三三八ページおよび三五六―七ページ、参照。

(19) 総合政策研究会はこの点を批判して、機関投資の推進を呼びかけ、また保険会社が過当競争のために契約者配当率を釣り上げ、保険が長期貯蓄となっているために貸出に依存せざるを得ないと指摘している。これについては、総合政策研究会『資本市場対策への提言』、三五五ページ、参照。

4 近年の生命保険会社の社債投資

前述のように、公社債引受協会の統計によると、保険部門の消化率は一九八九年から拡大しており、「その他」項目を除外した比率で見ると、一九九七年には三〇%を超えている(表3B参照)。しかし、この統計では生命保険と損害保険を区別していないので、保険研究所の統計によって、保有社債残高をみると、一九九六年において生保約一二兆円であるのに対し、損保約三兆四〇〇億円であるので、ほぼ八対二である。もともと、この統計では、社債は国内のエクイティ関連債、金融債などを含んでおり、普通社債のみを抽出することはできないが、この比率を普通社債にも当てはめれば、一九九七年の消化率三二%のうち約八割が生保であり、生保の消化率は二五%となる。また、一般債と電力債を区別すると、一九九〇年代前半については、電力債の比率が一般債に比べてかなり高くなっているが、直近九六年および九七年についてはあまり差はないといえる(表4B、5B参照)。

さらに、保険研究所の統計によって、生命保険会社の運用資産構成(残高ベース)を見ると(表7参照)、有価証券の比率全体は、一九九三年以降高まっており、四二・四%から五一・五%へと増加しているが、有価証券のなかで最大シェアを占めている株式は、この間有価証券に占める比率を四六・八%から三三・三%へとかなり低下させている。また、貸付金全体の比率も一九九一年以降徐々に低下傾向にあり、四〇・一%から三五・二%へと低下している。したがって、かつて生命保険会社の運用の支柱であった貸付と株式がいずれも減少傾向にあることがわかる。その反面、国債、地方債の比率は上昇傾向にあり、一九九〇年から九六年にかけて、それぞれ八・三%から二八・三%、一・二%から五・二%へと上昇している。そして、社債の比率も、八・二%から一二・七%と上昇している⁽²⁰⁾。もともと、この統計にはエクイティ関連債および金融債も含まれているため普通社債

のみを抽出することはできないが、公社債引受協会の統計によると、この期間の保険部門の転換社債消化率は〇・九%から一・四%、割引金融債は恒常的に〇%、利付金融債は四・八%から七・七%とやや増加しているが、金額的にはほとんど変化がないことから、この上昇はもっぱら普通社債の増加によるものと考えられる。したがって、一九九〇年代において生保資産運用に占める普通社債の比率が傾向的に上昇しているといえる。

(20) 一九八〇年代後半も「社債」項目が高い水準を示しているが、前述のように、この統計にはエクイティ関連債が含まれているため、これは主に転換社債投資によるものであると考えられる。

まとめ

以上のように、本稿では国内普通社債市場における生命保険の比率が上昇していること、さらに生命保険会社の資産運用においても普通社債の比率が高まっていることを考察した。このことは社債市場が機関投資家の資産運用の場として定着しつつあることを意味するものであるが、それにともなって新たな課題も浮上しているといえる。また、他方米国社債市場と比較すると、さらに未熟な点も見られる。したがって、これらの点については稿を改めて検討する。