

# 米国における社債保有と生命保険会社

松尾 順介

はじめに

前回のレポートでも報告したように、日本でも生命保険会社の社債消化が増加傾向にあるが、米国では社債消化において生命保険会社は中心的な役割を果たしており、一九九七年の保有額は一兆ドルを超え、全体の比率でも約三〇%を占めている。米国では、このほかに非居住者（五三〇〇億ドル、一六%）、年金基金（一八〇〇億ドル、八%）、ミューチュアル・ファンド（一七〇〇億ドル、八%）、州地方政府退職年金基金（一〇〇〇億ドル、六%）、その他保険（一五〇〇億ドル、四%）、などが主たる保有部門であり、家計（四五〇〇億ドル、一三%）の保有も低くはないが、全体としては機関投資家を中心の保有構造となっているといえる。なかでも、生命保険会社の保有シェアは、いくぶん低下傾向にあるものの、ほぼ歴史的に一貫して高い比率で推移している。

本稿では、米国の社債保有の推移を歴史的に跡付けた上で、米国生命保険会社の社債保有の歴史的展開を考察する。さらに、八〇年代後半の過度のジャンク債投資によって、一部の生命保険会社が経営破綻するという事態が九〇年代初頭に生じたが、これにともなう生命保険会社の社債投資行動の変化も考察する。

## 1 米国の社債保有

米国の社債発行の拡大は、一八四〇年代、五〇年代急増した鉄道債であるといわれ、一八五六年当時の市場性

証券（株式・債券）発行額に占める鉄道債の比率は、二四・九%に達していた

が、当時の中心的な投資家層はヨーロッパ資本、とくにイギリス資本であり、

一八五四年当時の鉄道債の外国人比率は二六%であった。<sup>(2)</sup>しかし、この時期には国内の個人投資家層や商業銀行・貯蓄銀行・保険会社などの機関投資家層も成長しはじめており、これらの部門が社債保有を拡大していた。また、生命保険会社も保有資産を拡大していたが、法規制によって連邦債・州債などにその投資は限定されていたため、社債保有を本格的に拡大するのは、後述するよう

に一八八〇年代以降であり、証券引受け業務に積極的に参加しながら社債投資を

拡大していく。その結果、一九〇〇年の部門別社債保有シェアは、生命保険

会社一〇・六%、その他機関投資家・外国人二四・九%、個人信託基金を含む個人六四・五%となつておらず、この比率はその後一九二〇年代の証券市場拡大期においてもほとんど変わっていないが、一九三〇年代になると、後述するように一九三三年証券法による私募規定の明確化を契機に、大手生命保険会社の社債保有が拡大する一方、富裕層への所得の集中度が低下するとともに、個人税率が高率になつたことから個人投資家の社債保有は比率においても、金額的にも低減した。<sup>(3)</sup>その結果、一九四五年には個人信託基金を含む個人の比率は三三・六%まで低下し、逆に生命保険会社の比率が四〇・九%まで上昇するとともに、非保険型年金基金二・八%、州・地方政府信託基金〇・五%、投資会社〇・八%とそれわずかであるが比率を上げている（表1参照）。

このような機関化の進展は、戦後になってさらに著しく、他の証券に比べてもつとも早くから機関化が進展したといわれているが、その結果、個人の保有比率は、一九四八年には一〇%、一九五四年には一〇%をも下回る

表1 社債投資家種類別分布 1900-1945年(年度末)  
(単位: 100万ドル)

	1900	1929	1945
非保険型年金基金	0.0	0.8	2.8
生保会社	10.6	12.4	40.9
州・地方政府信託基金	0.0	—	0.5
投資会社	0.0	0.4	0.8
その他の機関投資家・外国人	24.9	22.3	21.4
個人(1)	64.5	64.1	33.6
合 計	100.0	100.0	100.0
既発行社債残高(10億ドル)	5.2	37.6	27.6

(注1) 個人信託基金を含む。  
(出所) Friend et al, *Investment Banking and the New Issue Market*, 1967, p. 60.

に至り、以降三・七%から一九・一%の範囲で推移していく。しかし、この家計部門には個人信託および非営利団体も含まれており、厳密な意味での個人保有は明らかに低くなっているものと考えられる。他方、機関投資家のうち保有比率の最も高いのは、後述するように生命保険会社であり、第二次大戦直後を除くと一九六三年まで一貫して五〇%を上回っていた。そして、年金基金、州地方政府退職年金基金がかなり生命保険会社とは格差があるものの、これは次いでおり、それぞれ一九五〇年代および一九六〇年代後半から保有を増加させ、一九六三年まで一貫して一〇%の範囲で保有していたが、いずれも一九八〇年代後半からはやや保有比率を低下させ、ほぼ一貫して一〇%を下回る比率に後退している。逆に、非居住者の保有は一九八〇年代から増加し、一〇%を上回る比率で推移し、これにやや遅れてミューク・コアル・ファンドも一九八〇年代末から比率を上昇させ、現在八%に達している。その他保険部門は生命保険会社に比べると、その比率は低いが、一九七〇年代から二・五%の範囲で恒常に保有している。また、銀行の保有は一貫して低い、商業銀行一・六%，財務金融機関一・七%および銀行信託部門〇・二%の範囲で推移している（表2参照）。このように商業銀行などの金融機関の社債保有が低い理由は、単一の発行体に対する法的な与信限度規定があることや、日本資本規制のめぐらしへ政府機関債やモーゲージ証券のほうが有利であるといふのはかに、資金調達コストに対する利輔が低いことが指摘されている。<sup>(4)</sup>

(1) J. E. Hedges, Commercial Banking and the Stock Market before 1863, 1938, p. 37, 参照。

(2) Willis and Bogen, Investment Banking, 1929, p. 220.

(3) Irwin Friend, "Over-All View of Investment Banking and the New Issues Market," in Irwin Friend, James R. Longstreet.

Morris Mendelson, Ervin Miller, Arleigh P. Hess, Jr., Investment Banking and the New Issues Market, 1968, p. 73, 参照。

(4) テッド・リー「米国の公社債市場」、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、  
1回目マニン、参照。

表2

米国の部門別社債保有

年	合計	州・地方政府	非居住者	商業銀行	貯蓄・金融機関	銀行信託部門	生命保険	その他
1945	8.4	31.2%	0.0	0.0%	0.5	1.9%	2.6	9.7%
1946	7.5	26.9%	0.0	0.0%	0.3	1.0%	2.6	9.3%
1947	6.5	18.8%	0.0	0.0%	0.3	0.8%	2.3	8.4%
1948	6.3	16.8%	0.0	0.0%	0.3	0.8%	2.3	6.5%
1949	6.0	14.7%	0.0	0.0%	0.3	0.7%	2.7	6.6%
1950	6.3	14.7%	0.0	0.0%	0.4	0.8%	2.3	4.6%
1951	6.0	12.4%	0.0	0.0%	0.4	0.7%	2.8	4.6%
1952	6.0	11.0%	0.0	0.0%	0.4	0.7%	2.3	4.0%
1953	6.9	8.5%	0.0	0.0%	0.4	0.7%	2.3	4.5%
1954	5.0	8.2%	0.0	0.0%	0.4	0.8%	1.6	3.4%
1955	6.1	9.3%	0.0	0.0%	0.5	0.8%	1.6	3.4%
1956	7.9	9.8%	0.0	0.0%	0.6	0.8%	1.7	2.4%
1957	8.2	9.9%	0.0	0.0%	0.6	0.8%	1.6	2.4%
1958	10.6	11.5%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.9%
1959	10.8	11.1%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.2	1.2%
1960	10.2	9.9%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.4%
1961	10.3	8.9%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.4	1.4%
1962	10.3	8.9%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.3	1.1%
1963	10.1	8.5%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.3	1.1%
1964	10.3	7.5%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.3	1.1%
1965	10.2	7.5%	0.0	0.0%	0.8	0.9%	1.3	1.1%
1966	11.9	8.5%	0.0	0.0%	0.6	0.6%	1.5	1.5%
1967	10.7	12.8%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.4%
1968	12.1	12.8%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.4%
1969	11.8	12.8%	0.0	0.0%	0.7	0.7%	1.4	1.4%
1970	29.5	14.4%	0.0	0.0%	0.9	1.0%	1.4	1.4%
1971	36.5	16.0%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	1.4	1.4%
1972	38.4	15.4%	0.0	0.0%	1.0	1.0%	1.4	1.4%
1973	41.3	18.0%	0.0	0.0%	1.1	1.1%	1.4	1.4%
1974	52.9	18.9%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1975	77.5	19.2%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1976	73.9	19.2%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1977	57.6	14.9%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1978	51.9	14.5%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1979	49.0	9.7%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1980	30.8	6.1%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1981	30.5	5.6%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1982	24.4	4.1%	0.0	0.0%	1.2	1.2%	1.4	1.4%
1983	26.7	4.2%	1.0	0.2%	4.6	1.4%	9.5	5.3%
1984	27.5	5.0	0.7%	0.2%	5.5	1.5%	9.2	4.8%
1985	27.5	8.8%	0.8	0.9%	27.7	5.9%	9.7	4.8%
1986	107.3	9.7%	100.0	100.0%	36.9	8.9%	10.8	2.3%
1987	125.9	8.9%	120.0	9.9%	47.9	10.8	10.7	2.3%
1988	121.2	8.9%	130.0	9.9%	11.5	11.1	11.1	1.9%
1989	155.3	9.8%	150.0	9.9%	11.5	11.2	11.2	1.9%
1990	30.8	11.8%	211.9	13.4%	21.2	12.7%	8.7	1.2%
1991	30.8	10.2%	233.4	12.4%	8.7	5.2%	7.5	1.2%
1992	14.9%	10.2%	257.3	12.4%	9.7	5.2%	7.2	1.2%
1993	14.9%	10.2%	319.3	12.4%	9.7	5.2%	7.2	1.2%
1994	14.9%	10.2%	319.3	13.1%	11.9	5.2%	7.2	1.2%
1995	14.9%	10.2%	390.7	14.3%	11.9	5.2%	7.2	1.2%
1996	14.9%	10.2%	449.7	14.3%	11.9	5.2%	7.2	1.2%
1997	13.0%	12.6%	428.7	15.5%	14.31	14.31	14.31	1.2%

表3 米国的主要生命保険会社の資産構成（1860年～1900年）  
(単位：%)

年度	現金勘定	不動産 担保貸付	不動産 投資	担保 貸付	公債	社債	うち 鉄道債	株式	うち鉄 道株式	その他
1860	6.9	59.2	2.7	1.6	5.9	0.9	0.8	2.3	0.5	20.0
1870	10.8	44.4	3.5	1.2	16.1	1.4	1.2	1.5	0.4	21.6
1880	7.0	38.6	12.4	5.7	23.4	4.7	4.7	1.5	0.4	5.3
1890	6.8	41.0	10.4	4.6	9.2	22.4	21.2	4.0	2.3	2.8
1900	6.9	28.0	9.0	4.3	8.6	32.4	28.2	5.5	2.5	4.6

(注) 主要29社についての数字。

(出所) L.W. Zartman, *The Investment of Life Insurance Companies 1906*.  
呉天降「アメリカにおける鉄道業の再建と銀行シングルートの形成」、  
立正大学「経済学季報」13巻第3・4合併号、128ページより転載。

年金基金	州政府基金	連邦年金基金	マネーマーケットファンド	マニュアルファンド	ミュー・チャーチファンド	エンド・ファンド	政府開発機関	ブローカーディーラー	ブリードイング・ゴーリー	合計
1.8	6.7%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.5%	1.9%	26.9
2.0	7.2%	0.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.4	1.5%	30.8
2.2	6.7%	0.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.5	1.6%	36.8
2.4	6.8%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.6	1.7%	40.9
2.6	6.8%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%	0.7	1.8%	44.9
2.8	6.7%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.8	1.9%	49.6
3.0	6.7%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.9	2.0%	54.4
3.2	6.7%	0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	1.0	2.1%	60.8
3.4	6.7%	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	1.1	2.2%	65.8
3.6	6.7%	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	1.2	2.3%	73.6
3.8	6.7%	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%	1.1%	0.0%	1.3	2.4%	80.0
4.0	6.7%	1.2%	1.2%	0.0%	0.0%	1.2%	0.0%	1.4	2.5%	84.5
4.2	6.7%	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%	1.5	2.6%	89.4
4.4	6.7%	1.4%	1.4%	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	1.6	2.7%	94.3
4.6	6.7%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%	1.7	2.8%	99.2
4.8	6.7%	1.6%	1.6%	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	1.8	2.9%	104.0
5.0	6.7%	1.7%	1.7%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	1.9	3.0%	109.0
5.2	6.7%	1.8%	1.8%	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%	2.0	3.1%	114.6
5.4	6.7%	1.9%	1.9%	0.0%	0.0%	1.9%	0.0%	2.1	3.2%	120.1
5.6	6.7%	2.0%	2.0%	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%	2.2	3.3%	125.7
5.8	6.7%	2.1%	2.1%	0.0%	0.0%	2.1%	0.0%	2.3	3.4%	135.7
6.0	6.7%	2.2%	2.2%	0.0%	0.0%	2.2%	0.0%	2.4	3.5%	147.1
6.2	6.7%	2.3%	2.3%	0.0%	0.0%	2.3%	0.0%	2.5	3.6%	167.1
6.4	6.7%	2.4%	2.4%	0.0%	0.0%	2.4%	0.0%	2.6	3.7%	187.1
6.6	6.7%	2.5%	2.5%	0.0%	0.0%	2.5%	0.0%	2.7	3.8%	204.3
6.8	6.7%	2.6%	2.6%	0.0%	0.0%	2.6%	0.0%	2.8	3.9%	224.3
7.0	6.7%	2.7%	2.7%	0.0%	0.0%	2.7%	0.0%	2.9	4.0%	244.3
7.2	6.7%	2.8%	2.8%	0.0%	0.0%	2.8%	0.0%	3.0	4.1%	264.3
7.4	6.7%	2.9%	2.9%	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	3.1	4.2%	284.3
7.6	6.7%	3.0%	3.0%	0.0%	0.0%	3.0%	0.0%	3.2	4.3%	304.3
7.8	6.7%	3.1%	3.1%	0.0%	0.0%	3.1%	0.0%	3.3	4.4%	324.3
8.0	6.7%	3.2%	3.2%	0.0%	0.0%	3.2%	0.0%	3.4	4.5%	344.3
8.2	6.7%	3.3%	3.3%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	3.5	4.6%	364.3
8.4	6.7%	3.4%	3.4%	0.0%	0.0%	3.4%	0.0%	3.6	4.7%	384.3
8.6	6.7%	3.5%	3.5%	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	3.7	4.8%	404.3
8.8	6.7%	3.6%	3.6%	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	3.8	4.9%	424.3
9.0	6.7%	3.7%	3.7%	0.0%	0.0%	3.7%	0.0%	3.9	5.0%	444.3
9.2	6.7%	3.8%	3.8%	0.0%	0.0%	3.8%	0.0%	4.0	5.1%	464.3
9.4	6.7%	3.9%	3.9%	0.0%	0.0%	3.9%	0.0%	4.1	5.2%	484.3
9.6	6.7%	4.0%	4.0%	0.0%	0.0%	4.0%	0.0%	4.2	5.3%	504.3
9.8	6.7%	4.1%	4.1%	0.0%	0.0%	4.1%	0.0%	4.3	5.4%	524.3
10.0	6.7%	4.2%	4.2%	0.0%	0.0%	4.2%	0.0%	4.4	5.5%	544.3
10.2	6.7%	4.3%	4.3%	0.0%	0.0%	4.3%	0.0%	4.5	5.6%	564.3
10.4	6.7%	4.4%	4.4%	0.0%	0.0%	4.4%	0.0%	4.6	5.7%	584.3
10.6	6.7%	4.5%	4.5%	0.0%	0.0%	4.5%	0.0%	4.7	5.8%	604.3
10.8	6.7%	4.6%	4.6%	0.0%	0.0%	4.6%	0.0%	4.8	5.9%	624.3
11.0	6.7%	4.7%	4.7%	0.0%	0.0%	4.7%	0.0%	4.9	6.0%	644.3
11.2	6.7%	4.8%	4.8%	0.0%	0.0%	4.8%	0.0%	5.0	6.1%	664.3
11.4	6.7%	4.9%	4.9%	0.0%	0.0%	4.9%	0.0%	5.1	6.2%	684.3
11.6	6.7%	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	5.2	6.3%	704.3
11.8	6.7%	5.1%	5.1%	0.0%	0.0%	5.1%	0.0%	5.3	6.4%	724.3
12.0	6.7%	5.2%	5.2%	0.0%	0.0%	5.2%	0.0%	5.4	6.5%	744.3
12.2	6.7%	5.3%	5.3%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	5.5	6.6%	764.3
12.4	6.7%	5.4%	5.4%	0.0%	0.0%	5.4%	0.0%	5.6	6.7%	784.3
12.6	6.7%	5.5%	5.5%	0.0%	0.0%	5.5%	0.0%	5.7	6.8%	804.3
12.8	6.7%	5.6%	5.6%	0.0%	0.0%	5.6%	0.0%	5.8	6.9%	824.3
13.0	6.7%	5.7%	5.7%	0.0%	0.0%	5.7%	0.0%	5.9	7.0%	844.3
13.2	6.7%	5.8%	5.8%	0.0%	0.0%	5.8%	0.0%	6.0	7.1%	864.3
13.4	6.7%	5.9%	5.9%	0.0%	0.0%	5.9%	0.0%	6.1	7.2%	884.3
13.6	6.7%	6.0%	6.0%	0.0%	0.0%	6.0%	0.0%	6.2	7.3%	904.3
13.8	6.7%	6.1%	6.1%	0.0%	0.0%	6.1%	0.0%	6.3	7.4%	924.3
14.0	6.7%	6.2%	6.2%	0.0%	0.0%	6.2%	0.0%	6.4	7.5%	944.3
14.2	6.7%	6.3%	6.3%	0.0%	0.0%	6.3%	0.0%	6.5	7.6%	964.3
14.4	6.7%	6.4%	6.4%	0.0%	0.0%	6.4%	0.0%	6.6	7.7%	984.3
14.6	6.7%	6.5%	6.5%	0.0%	0.0%	6.5%	0.0%	6.7	7.8%	1004.3
14.8	6.7%	6.6%	6.6%	0.0%	0.0%	6.6%	0.0%	6.8	7.9%	1024.3
15.0	6.7%	6.7%	6.7%	0.0%	0.0%	6.7%	0.0%	6.9	8.0%	1044.3
15.2	6.7%	6.8%	6.8%	0.0%	0.0%	6.8%	0.0%	7.0	8.1%	1064.3
15.4	6.7%	6.9%	6.9%	0.0%	0.0%	6.9%	0.0%	7.1	8.2%	1084.3
15.6	6.7%	7.0%	7.0%	0.0%	0.0%	7.0%	0.0%	7.2	8.3%	1104.3
15.8	6.7%	7.1%	7.1%	0.0%	0.0%	7.1%	0.0%	7.3	8.4%	1124.3
16.0	6.7%	7.2%	7.2%	0.0%	0.0%	7.2%	0.0%	7.4	8.5%	1144.3
16.2	6.7%	7.3%	7.3%	0.0%	0.0%	7.3%	0.0%	7.5	8.6%	1164.3
16.4	6.7%	7.4%	7.4%	0.0%	0.0%	7.4%	0.0%	7.6	8.7%	1184.3
16.6	6.7%	7.5%	7.5%	0.0%	0.0%	7.5%	0.0%	7.7	8.8%	1204.3
16.8	6.7%	7.6%	7.6%	0.0%	0.0%	7.6%	0.0%	7.8	8.9%	1224.3
17.0	6.7%	7.7%	7.7%	0.0%	0.0%	7.7%	0.0%	7.9	9.0%	1244.3
17.2	6.7%	7.8%	7.8%	0.0%	0.0%	7.8%	0.0%	8.0	9.1%	1264.3
17.4	6.7%	7.9%	7.9%	0.0%	0.0%	7.9%	0.0%	8.1	9.2%	1284.3
17.6	6.7%	8.0%	8.0%	0.0%	0.0%	8.0%	0.0%	8.2	9.3%	1304.3
17.8	6.7%	8.1%	8.1%	0.0%	0.0%	8.1%	0.0%	8.3	9.4%	1324.3
18.0	6.7%	8.2%	8.2%	0.0%	0.0%	8.2%	0.0%	8.4	9.5%	1344.3
18.2	6.7%	8.3%	8.3%	0.0%	0.0%	8.3%	0.0%	8.5	9.6%	1364.3
18.4	6.7%	8.4%	8.4%	0.0%	0.0%	8.4%	0.0%	8.6	9.7%	1384.3
18.6	6.7%	8.5%	8.5%	0.0%	0.0%	8.5%	0.0%	8.7	9.8%	1404.3
18.8	6.7%	8.6%	8.6%	0.0%	0.0%	8.6%	0.0%	8.8	9.9%	1424.3
19.0	6.7%	8.7%	8.7%	0.0%	0.0%	8.7%	0.0%	8.9	10.0%	1444.3
19.2	6.7%	8.8%	8.8%	0.0%	0.0%	8.8%	0.0%	9.0	10.1%	1464.3
19.4	6.7%	8.9%	8.9%	0.0%	0.0%	8.9%	0.0%	9.1	10.2%	1484.3
19.6	6.7%	9.0%	9.0%	0.0%	0.0%	9.0%	0.0%	9.2	10.3%	1504.3
19.8	6.7%	9.1%	9.1%	0.0%	0.0%	9.1%	0.0%	9.3	10.4%	1524.3
20.0	6.7%	9.2%	9.2%	0.0%	0.0%	9.2%	0.0%	9.4	10.5%	1544.3
20.2	6.7%	9.3%	9.3%	0.0%	0.0%	9.3%	0.0%	9.5	10.6%	1564.3
20.4	6.7%	9.4%	9.4%	0.0%	0.0%	9.4%	0.0%	9.6	10.7%	1584.3
20.6	6.7%	9.5%	9.5%	0.0%	0.0%	9.5%	0.0%	9.7	10.8%	1604.3
20.8	6.7%	9.6%	9.6%	0.0%	0.0%	9.6%	0.0%	9.8	10.9%	1624.3
21.0	6.7%	9.7%	9.7%	0.0%	0.0%	9.7%	0.0%	9.9	11.0%	1644.3
21.2	6.7%	9.8%	9.8%	0.0%	0.0%	9.8%	0.0%	10.0	11.1%	1664.3
21.4	6.7%	9.9%	9.9%	0.0%	0.0%	9.9%	0.0%	10.1	11.2%	1684.3
21.6	6.7%	10.0%	10.0%	0.0%	0.0%	10.0%	0.0%	10.2	11.3%	1704.3
21.8	6.7%	10.1%	10.1%	0.0%	0.0%	10.1%	0.0%	10.3	11.4%	1724.3
22.0	6.7%	10.2%	10.2%	0.0%	0.0%	10.2%	0.0%	10.4	11.5%	1744.3
22.2	6.7%	10.3%	10.3%	0.0%	0.0%	10.3%	0.0%	10.5	11.6%	1764.3
22.4	6.7%	10.4%	10.4%	0.0%	0.0%	10.4%	0.0%	10.6	11.7%	1784.3
22.										

会社が、その巨額の資金力を背景に不健全な不動産投資、株式所有による他事業参加、証券引受活動による創業者利得の取得などを行つてゐる」と批判が集中したために設置された委員会であり、その報告が保険法の改正を促し、以降生命保険会社の証券引受活動を禁止すると同時に、株式投資にも強き規制が敷かれ、社債の機関投資家としての側面を強めさせたわけである。<sup>(6)</sup> したがつて、これ以降一九三〇年代までは機関投資家、とくに鉄道債、そして鉄道業の衰退に伴つて電力、ガス、電話電話などの公用事業債、あるいは自動車、電気機械、石油、ガムなどの一般事業債の買取機関として社債市場に参加する」となる。そして、一九三〇年代からは社債投資における直接購入、すなわち私募引受けが拡大したが、これには一九三三年証券法制定による公募発行手続の厳格化がひとつの要因となつてゐる。

第一次大戦中は、アメリカの生命保険会社も国債保有の拡大を余儀なくされたが、戦後は再度社債投資を拡大させてくる（表4参照）。このよだな傾向は社債市場の拡大とともに持続し、同時に生命保険会社の私募債引受けも活発化する。すなわち、生命保険会社の社債取得額に占める私募債の比率は、一九四六年五九・五%から一九五六年九〇・一%に達し、一九六〇年代はほぼ九〇%台の水準で推移してくる（表5参照）。この間、大手商業銀行や大手の一般事業債の買取機関として社債市場に参加する」となる。そして、一九三〇年代からは社債投資ある証券引受け業者とも協力関係を強めながら私募債引受け業務を拡大していくが、その保有社債は長期固定金利であり、これがBuy-and-Holdを基本とする運用であったといふ。

しかし、このよだな私募債投資を中心とした方針は、一九七〇年代後半からの金融革命の進展の中で転換を余儀なくされる。すなわち、七〇年代以降の高金利・高インフレのもとで、伝統的終身保険の魅力が低下したため、生命保険会社は「ディスインターナーティーフォン対応」を迫られ、ヨーロッパ保険（死亡保険）

表4 アメリカの生命保険の運用資産内訳

（単位：百万ドル、%）

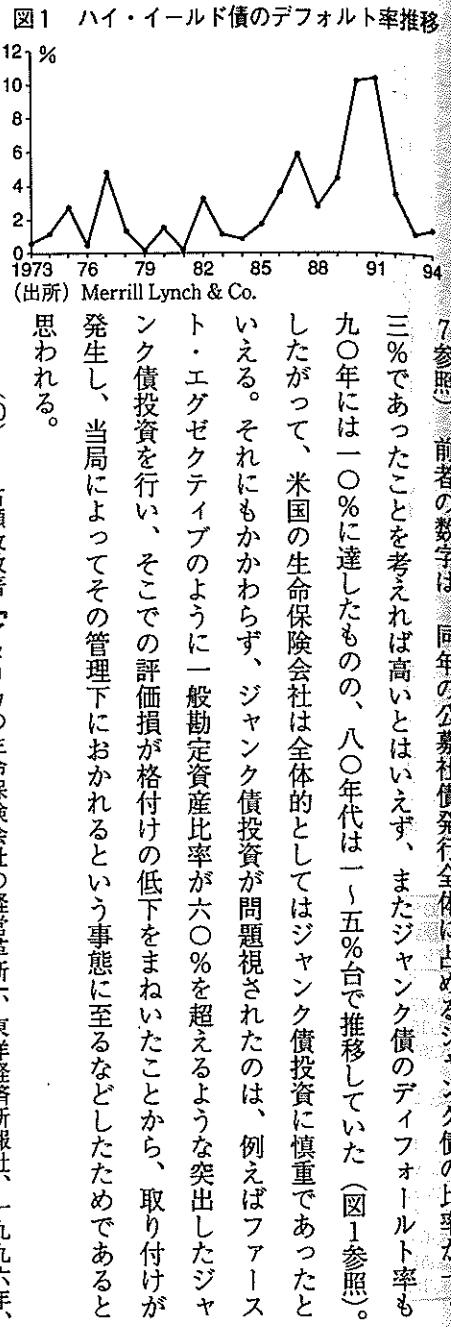
年	政府証券		社債		株式		モーゲージ		不動産		政策融資		その他資産		計
	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	額	比率	
1917	562	9.5%	1,975	33.2%	83	1.4%	2,021	34.0%	179	3.0%	810	13.6%	311	5.2%	5,941
1920	1,349	18.4%	1,949	26.6%	75	1.0%	2,442	33.4%	172	2.3%	859	11.7%	474	6.5%	7,320
1925	1,311	11.4%	3,022	26.2%	81	0.7%	4,808	41.7%	2,36	1.446	12.5%	604	5.2%	11,538	
1930	1,502	8.0%	4,929	26.1%	519	2.7%	7,598	40.2%	548	2.9%	2,807	14.9%	977	5.2%	18,880
1935	4,727	20.4%	5,314	22.9%	583	2.5%	5,357	23.1%	1,990	8.6%	3,540	15.2%	1,705	7.3%	23,216
1940	8,447	27.4%	8,645	28.1%	605	2.0%	5,972	19.4%	2,065	6.7%	3,091	10.0%	1,977	6.4%	30,802
1945	22,545	50.3%	10,060	22.5%	999	2.2%	6,636	14.8%	857	1.9%	1,962	4.4%	1,738	3.9%	44,797
1950	16,118	25.2%	23,248	36.3%	2,103	3.3%	16,102	25.2%	1,445	2.3%	2,413	3.8%	2,591	4.0%	64,020
1955	11,829	13.1%	39,512	39.7%	3,633	4.0%	29,445	32.6%	2,581	2.9%	3,290	3.6%	3,742	4.1%	90,432
1960	11,815	9.9%	46,740	39.1%	4,881	4.2%	41,771	34.9%	3,765	3.1%	5,231	4.4%	5,273	4.4%	119,576
1965	11,908	7.5%	58,244	36.7%	9,126	5.7%	60,013	37.8%	4,681	2.9%	7,678	4.8%	7,234	4.6%	158,884
1970	11,068	5.3%	73,098	35.3%	15,420	7.4%	74,375	35.9%	6,320	3.0%	16,064	7.8%	10,909	5.3%	207,254
1975	15,177	5.2%	105,837	36.6%	28,061	9.7%	89,167	30.8%	9,621	3.3%	24,467	8.5%	16,974	5.9%	289,304
1976	20,280	6.3%	120,666	37.5%	34,282	10.7%	91,552	28.5%	10,476	3.3%	25,834	8.0%	18,502	5.8%	321,552
1977	23,555	6.7%	137,889	39.2%	33,763	9.6%	96,848	27.5%	11,060	3.1%	27,556	7.8%	21,051	6.0%	351,722
1978	26,552	6.8%	165,044	40.0%	35,518	9.1%	106,167	27.2%	11,764	3.0%	30,146	7.9%	23,733	6.1%	389,924
1979	29,719	6.9%	168,990	39.1%	39,757	9.2%	118,421	27.4%	13,007	3.0%	34,825	8.1%	27,563	6.4%	432,282
1980	33,015	6.9%	179,603	37.5%	47,366	9.9%	131,080	27.4%	15,033	3.1%	41,411	8.6%	31,702	6.6%	479,210
1981	39,502	7.5%	193,806	36.9%	47,670	9.1%	137,747	26.2%	18,278	3.5%	48,706	9.3%	40,094	7.6%	525,803
1982	55,516	9.4%	212,772	36.2%	55,730	9.5%	141,989	24.1%	20,624	3.5%	52,961	9.0%	48,571	8.3%	588,163
1983	76,615	11.7%	232,123	35.4%	64,888	9.9%	150,999	23.1%	22,234	3.4%	54,063	8.3%	54,046	8.3%	656,948
1984	99,769	13.8%	259,128	35.8%	84,885	8.8%	156,699	21.7%	27,767	3.6%	54,505	7.5%	63,776	8.8%	722,979
1985	124,558	15.1%	286,848	35.9%	77,486	9.4%	171,797	20.8%	28,822	3.5%	54,369	6.6%	71,971	8.7%	828,901
1986	144,616	15.4%	341,967	36.5%	90,894	9.7%	193,842	20.7%	31,615	3.4%	54,055	5.8%	80,592	8.6%	937,551
1987	151,436	14.5%	405,674	38.8%	96,515	9.2%	213,450	20.4%	34,172	3.3%	53,626	5.1%	89,586	8.6%	1,044,459
1988	159,781	13.7%	480,313	41.2%	104,373	8.9%	232,863	20.0%	37,371	3.2%	54,236	4.6%	97,933	8.4%	1,166,870
1989	178,141	13.7%	538,063	41.4%	125,614	9.7%	254,215	19.6%	39,98	3.1%	57,439	4.4%	106,376	8.2%	1,299,756
1990	210,846	15.0%	582,597	41.4%	128,484	10.6%	270,199	19.2%	43,398	3.1%	62,603	4.4%	110,202	7.8%	1,408,208
1991	269,490	17.4%	623,515	40.2%	164,519	10.6%	265,258	17.1%	46,711	3.0%	66,364	4.3%	115,348	7.4%	1,551,201
1992	320,109	19.2%	670,206	40.3%	192,403	11.6%	246,702	14.8%	50,595	3.0%	72,058	4.3%	112,458	6.8%	1,664,551
1993	384,124	20.9%	729,729	39.7%	251,885	13.7%	229,061	12.5%	54,249	2.9%	77,725	4.2%	112,354	6.1%	1,839,127
1994	395,580	20.4%	790,559	40.7%	281,816	14.5%	215,332	11.1%	53,813	2.8%	85,499	4.4%	119,674	6.2%	1,942,273
1995	409,394	19.1%	869,112	40.5%	371,867	17.3%	211,815	9.9%	52,437	2.4%	95,939	4.5%	133,070	6.2%	2,143,544
1996	396,696	17.1%	951,729	41.0%	477,504	20.6%	207,779	8.9%	49,434	2.1%	100,460	4.3%	139,894	6.0%	2,323,546



社には適用しないこととなつたため、社債投資についてはほとんど規制がなくなり、ブルーデント・インディビデュアル・ルールに基づく限り自由な投資が認められることとなつた。<sup>(10)</sup>

しかし、このよだんな規制緩和によりて、過度のジャンク債投資に傾斜する生命保険会社が現れただとから、一九八七年ニユーヨーク州保険監督官は、①監督官の事前許可がない限り許容資産の二〇%以内に制限する」と、②取締役会はジャンク債の分散化基準を含む計画書を策定する」と、を定めた規則一三〇号を制定した。しかし、この規制にも関わらず、一九九一年全米一五位といわれたエグゼクティブ・ライフ・インシュアランス・カンパニーが過大なジャンク債投資のために破綻するという事態が発生し<sup>(11)</sup>、また一九九〇年末時点で分離勘定を除く生命保険会社運用資産に占めるジャンク債比率が六・八%に達したため、同年NAICは「中・低位格付け債券の投資モデル規制」を制定した（このでいう中・低位区分債券とは、NAICによる六段階の債券区分のうち区分三以下を指し、区分三を中心、区分四以下を低位とよんでいる。また、S&P社の格付けとの対応は、区分三：BB格、区分四：B格、区分五：CCC～C格、区分六：D格である）。この規制は、①許容資産に占める中・低位債券比率を五%以内とする、②区分四以下の債券比率は合計で一〇%以内とする、③区分五以下の債券比率は合計で二%以内とする、④区分六以下の債券比率は一%以内とする、⑤同一機関が発行する中位区分債券は一%以内は一%以内、同じく低位区分債券は〇・五%以内とする（ただし、同一機関の中・低位区分債券合計は一%以内であること）、などとなつている。<sup>(12)</sup>

ただし、この投資モデル規制の制定された一九九〇年の生命保険会社の運用資産に占めるジャンク債の比率をみると、一般勘定資産シェアで六・七%、一般勘定債券シェアでも一一・六%となつておらず、またデイフォールト社債の比率をみても、一般勘定資産シェアで〇・三一%、一般勘定債券シェアでも〇・五%となつていて（表



(12)

古瀬政敏著『アメリカの生命保険会社の経営革新』、東洋経済新報社、一九九六年、二二八ページ、参照。

(11) この事例のジャンク債投資について、Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Stuart C. Gilson, "The collapse of First Executive Corporation Junk bonds, adverse publicity, and the run on the bank, phenomenon," *Journal of Financial Economics*, 36, 1994, 参照。

(12) ジャンク債投資に関する規制については、古瀬政敏、前掲『アメリカの生命保険会社の経営革新』、二二二～四七七ページ、参照。

(11)

#### 4 最近の生命保険会社の社債投資

以上のような一九八〇年代の規制緩和と再規制を経て、九〇年代の生命保険会社の社債投資における変化は、主として次の三点である。

第一に、高格付け債への投資が相対的に増加している点である。表7に示されているように、AAA格からA格までを含む区分一の債券シェアは、一九九〇年六六・七%から、翌一九九一年には七〇・一%へと急増し、その後一九九六年には七一・八%となっている。また、BBB格に相当する区分二の同シェアは、一九九〇年一一・七%から一九九六年二二・九%へとわずかながら増加し、上位区分合計では、一九九〇年八八・四%から一九九一年九一・三%へと上昇し、一九九六年九四・七%に達している。逆に、中・下位債では、BB格に相当する区分三が、一九九〇年四・六%から一九九一年三・五%へと減少し、その後一九九六年には三・二%へと低下しているほか、B格に相当する区分四是、一九九〇年四・七%から一九九一年三・二%、さらに一九九六年〇・二%まで低下、またCCC格からC格までを含む区分五は、一九九〇年一・八%から一九九一年一・三%へと低下した後、一九九六年には〇・一%に低下しており、中・下位債券合計では、一九九〇年一一・六%から一九九一年八・七%へと低下した後、一九九六年五・三%まで低下している。米国

の社債発行に占めるジャンク債の比率が、一九九〇年一・三%と大きく低下した後、ほぼ一貫して回復傾向にあり、一九九六年六・三%に達していることを考えれば、このような生命保険会社の社債投資は相当慎重なものといえる。

第二に、私募債の比率の低下があげられる。表7に示されるように、私募債の債券シェアは、一九九〇年二八・一%から一九九六年二二・四%へと一貫して低下しており、逆に公募債が七一・九%から七七・六%へと上昇している。このことは二節で述べたように、より流動性の高い公募債シフトが依然として続いていると見ることができるが、他方米国の社債発行に占める私募の比率自体がこの間低下し、公募・私募債合計に占める私募債比率は、一九九〇年三一・五%から一九九五年一七・六%へとほぼ半減していることを考えれば、むしろ生命保険会社は私募債投資を積極的に行っているといえる。ただし、私募債市場に参加している生命保険会社は五〇社から六〇社程度で、单一銘柄に一〇〇〇万ドル以上投資するのは上位一五社であるといわれており、これらの大手生命保険会社が私募債市場の年間発行額の八五%程度を購入しているとされている。また、私募債の利回りが公募債に比べて相対的に高いことは、生命保険会社が銘柄に対する信用調査コストを負担する見返りと

表7 米国生命保険会社保有債券の区分別分布状況

区分	1990年			1991年			1992年			1993年			1994年			1995年			1996年		
	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア	金額	一般勘定 資産シェア	一般勘定 債券シェア
上位																					
区分1	486,847	39.0	66.7	569,822	42.3	70.1	644,930	45.3	71.0	726,789	47.6	71.3	782,951	49.2	71.9	839,463	49.9	72.1	883,817	52.3	71.8
区分2	158,658	12.7	21.7	172,278	12.8	21.2	196,225	13.8	21.6	233,970	15.4	23.1	248,282	15.6	22.8	264,229	15.7	22.7	281,769	16.7	22.9
上位合計	645,505	51.7	88.4	742,100	55.1	91.3	841,155	59.1	92.6	962,759	63.0	94.4	1,031,233	64.8	94.7	1,103,692	65.6	94.8	1,165,586	69.0	94.7
中位																					
区分3	33,352	2.7	4.6	28,244	2.1	3.5	27,997	1.9	3.1	30,558	2.0	3.0	34,857	2.2	3.2	36,929	2.2	3.2	39,950	2.4	3.2
下位																					
区分4	34,213	2.7	4.7	25,564	1.9	3.2	24,103	1.7	2.6	17,791	1.2	1.7	17,763	1.1	1.6	19,843	1.2	1.7	21,859	1.3	1.8
区分5	13,063	1.0	1.8	10,708	0.8	1.3	10,083	0.7	1.1	5,748	0.4	0.6	3,664	0.2	0.3	2,370	0.1	0.2	2,273	0.1	0.2
区分6	3,461	0.3	0.5	5,999	0.4	0.7	5,433	0.4	0.6	2,950	1.2	0.3	2,092	0.1	0.2	1,014	0.1	0.1	672	0.1	0.1
中・下位合計	84,089	6.7	11.6	70,515	5.2	8.7	67,616	4.7	7.4	57,047	4.8	5.6	58,376	3.6	5.3	60,156	3.6	5.2	64,754	3.8	5.3
合計	729,594	58.4	100.0	812,615	60.3	100.0	908,771	63.8	100.0	1,019,806	66.8	100.0	1,089,609	68.4	100.0	1,163,848	69.2	100.0	1,230,376	72.8	100.0
内公募	524,903	42.0	71.9	597,556	44.3	73.5	685,006	48.1	75.4	784,035	51.4	76.9	844,851	53.0	77.5	907,498	54.0	78.0	954,246	56.5	77.6
内私募	204,691	16.4	28.1	215,059	16.0	26.5	223,765	15.7	24.6	235,771	15.4	23.1	244,758	15.4	22.5	256,350	15.2	22.0	276,130	16.3	22.4

(出所) American Council of Life Insurance.

(単位：100万\$， %)

なつて いるとい う見方もなされて いる。<sup>(13)</sup> したがつて、大手生命保険会社では私募債投資をむしろ積極化して いると考えられる。

第三に、保有債券の年限の短期化である。表8でみると、一九九〇年から一九九五年にかけて一〇年超二〇年以下の社債が三七・五%から一五・四%へと顕著に低下し、逆に一年超五年以下が二四・〇%から二八・一%、また五年超一〇年以下が二八・四%から三四・〇%へとそれぞれ増加しており、年限の短縮化が見られるが、他方で一九九五年から二〇年超の項目新たに加わり、一三・五%を占めていることから、単なる年限の短縮化ではなく、むしろ多様化が進展しているといえる。同様に、この傾向は社債のみならず政府証券においてよりいつそう顕著なものとなつて いる。近年、米国 の社債市場では二五年から三〇年の長期債や一〇〇年債なども発行され、年限の多様化が進展して いるといわれているが、それを反映して いるものと考えられる。

(13) マーシャル・ギットラ「米国の私募債市場」、「公社債月報」、No.四九三、一九九七年一〇月、一九ページ、参照。

### まとめ

以上のように、米国の社債保有の歴史的变化のなかで、生命保険会社の社債保有の変化を考察した。これによると、日本では社債について、機関投資家主体の投資が行われるよつになつたのは一九八〇年代後半以降と考えられるのに対し、米国では遅くとも戦後時点で機関投資家主体の保有となつて いることがわかる。そして、このような機関化の中心となつてきたのが生命保険会社であり、生命保険会社の保有比率は長期的に低下傾向をたどつて いるものの、その比率が他の部門に比べて依然圧倒的に高いことには変わりない。さらに、一九八〇年代後半に問題となつたジャンク債投資については、ジャンク債に偏重した投資行動をとつたのは一部の生命保険会社であり、全体としては生命保険会社のジャンク債に対する八〇年代の投資姿勢は慎重であり、かつその慎重姿勢は九〇年代に入ってより強まつて いることもわかる。このような日米の社債投資および生命保険会社の投資行動の比較を踏まえた上で、次号では日本の生命保険会社の社債投資における課題を整理する。

種類	1年以内	1年超5年	5年超10年	10年超20年	20年超	合計
政府債券	5.3	12.6	13.7	68.5	—	100.0
1980	4.9	24.9	20.1	50.1	—	100.0
1985	7.0	12.6	15.6	64.8	—	100.0
1990	5.9	23.9	27.8	21.4	21.0	100.0
1995	8.1	19.7	24.3	47.4	—	100.0
社債	5.9	26.9	29.7	37.5	—	100.0
1980	10.1	24.0	28.4	37.5	—	100.0
1985	9.0	28.1	34.0	15.4	13.5	100.0
1990	7.7	18.6	23.1	50.5	—	100.0
1995	5.6	26.3	26.8	41.3	—	100.0
合計	9.3	21.0	25.1	44.6	—	100.0
1980	8.1	26.8	32.0	17.3	15.8	100.0

(出所) American Council of Life Insurance.