

日米における普通社債投資と生命保険会社

松尾 順介

要 旨

近年国内公募普通社債発行が引き続き増加しており、1997年度は557銘柄 8兆7,995億円に達している。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たことを意味するものであると思われる。

他方、米国の社債市場をみると、社債保有において生命保険会社は中心的な役割を果たしており、1997年の保有額は1兆ドルを超え、全体の比率でも約30%を占めている。米国では、このほかに非居住者(5,300億ドル、16%)、年金基金(2,800億ドル、8%)、ミューチュアル・ファンド(2,700億ドル、8%)、州地方政府退職年金基金(2,000億ドル、6%)、その他保険(1,500億ドル、4%)、などが主たる保有部門であり、家計(4,500億ドル、13%)の保有も低くはないが、全体としては機関投資家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おり、依然として社債投資に対する積極的な取り組みが見られる。

そこで、日米間における生命保険会社の社債投資上の相違点を考察すると、第一に米国の生命保険会社の私募債に対する取り組みが積極的であるのに対し、日本では消極的であること、第二に米国の生命保険会社が低格付社債に対しても全体的に慎重な姿勢を強めつつも投資を継続しているのに対し、日本では内規などによってBBB格以下の投資を自ら規制している場合が多いことが指摘できる。そして、これらの相違点の生じる要因については、生命保険会社側の要因および課

題と、社債市場に内在する要因および課題とがあると思われ、いずれの側の課題も急速には解消するものではないと思われるが、社債市場の側の課題については変化の可能性はあり、また生命保険会社側の課題も今後の生命保険会社の運用難の中で解消されていく可能性は大きいと思われる。

したがって、本稿では、まず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変化を跡付け、最近の生命保険会社の社債消化について考察する（Ⅰ章）。次に、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、80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90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（Ⅱ章）。最後に、これらの相違点を中心に考察した上で、これらの相違点の生じる要因と今後の課題について検討する。その際、生命保険会社側の要因および課題と、社債市場に内在する要因および課題とに分けて検討する（Ⅲ章）。

目 次

はじめに

Ⅰ. 日本における社債消化と生命保険会社

1. 戦前の社債消化構造
2. 戦後の社債消化構造
3. 生命保険による社債保有
4. 近年の生命保険会社の社債投資

小括

Ⅱ. 米国における社債保有と生命保険会社

1. 米国の社債保有
2. 生命保険会社の社債保有

3. 1980年代の生命保険会社の社債投資

4. 最近の生命保険会社の社債投資 小括

Ⅲ. 生命保険会社の社債投資の日米比較

1. 私募債に対する取り組みの差
2. 低格付け債投資に関する相違
3. 社債市場における意義と課題
4. 生命保険会社側の意義と課題

まとめ

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、1997年度は557銘柄 8兆7,995億円に達している。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たことを意味するものであると思われる。

他方、米国の社債市場をみると、社債保有において生命保険会社は中心的な役割を果たして

おり、1997年の保有額は1兆ドルを超え、全体の比率でも約30%を占めている。米国では、このほかに非居住者(5,300億ドル、16%)、年金基金(2,800億ドル、8%)、ミューチュアル・ファンド(2,700億ドル、8%)、州地方政府退職年金基金(2,000億ドル、6%)、その他保険(1,500億ドル、4%)、などが主たる保有部門であり、家計(4,500億ドル、13%)の保有も低くないが、全体としては機関投資家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おり、依然として社債投資に対する積極的な取り組みが見られる。

そこで、日米間における生命保険会社の社債投資上の相違点を考察すると、第一に米国の生命保険会社の私募債に対する取り組みが積極的であるのに対し、日本では消極的であること、第二に米国の生命保険会社が低格付社債に対しても全体的に慎重な姿勢を強めつつも投資を継続しているのに対し、日本では内規などによってBBB格以下の投資を自ら規制している場合が多いことが指摘できる。そして、これらの相違点の生じる要因については、生命保険会社側の要因および課題と、社債市場に内在する要因および課題とがあると思われる、いずれの側の課題も急速には解消するものではないと思われるが、社債市場の側の課題については変化の可能性はあり、また生命保険会社側の課題も今後の生命保険会社の運用難の中で解消されていく可能性は大きいと思われる。

したがって、本稿では、まず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(Ⅰ章)。次に、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、80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90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(Ⅱ章)。最後に、これらの相違点を中心に考察した上で、これらの相違点の生じる要因と今後の課題について検討する。その際、生命保険会社側の要因および課題と、社債市場に内在する要因および課題とに分けて検討する(Ⅲ章)。

なお、本稿では、普通社債投資に関する統計上の制約から、日本については社債消化とし、米国については社債保有としている。日本では、普通社債投資については、公社債引受協会の普通社債消化状況の統計しか発表されておらず、保有構造に関する統計はない(日銀の統計は事業債として転換社債などが含まれ、また保有部門も横断的であるため使いづらいものとなっている)。また、米国については消化状況に関する統計は入手できなかったが、FRBの発表している保有統計があり、これは転換社債なども含むが、これを利用した。

I. 日本における社債消化と生命保険会社

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、1890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、1911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

(単位：千円，%)

(表 I 続き)

年次	信託会社 (信託勘定)	無尽会社	商工組合中央会庫	産業組合中央会庫 (農林中金)	産業組合 (農協会)	保険		預金部	簡易保険郵便年金	金融機関以外	(参考) 社債現在高
						生命保険	損害保険				
1888											
1889						2,978	1,900	23,539			
1890						3,755	2,827	25,580			
1900						6,984	3,829	33,361			
1901						9,854	4,197	75,754	15.2%	346,549	68.7%
1902						12,047	3,883	88,330	14.5%	396,856	71.3%
1903						12,152	4,455	89,359	15.0%	430,520	72.2%
1904						19,726	5,571	100,177	13.2%	467,389	69.2%
1905						26,263	4,386	123,345	14.0%	483,388	67.4%
1906						31,345	11,548	166,909	16.4%	490,210	65.1%
1907						39,943	16,913	219,620	17.0%	577,866	58.9%
1908						50,820	20,001	310,526	17.9%	726,287	57.4%
1909						63,198	22,339	325,883	22.0%	728,141	51.8%
1910						80,438	23,789	309,847	18.6%	881,239	50.2%
1911						95,487	27,208	340,315	15.7%	1,065,351	54.1%
1912						103,598	36,971	403,169	15.0%	1,281,857	56.4%
1913						128,159	50,084	424,201	14.2%	1,588,287	57.4%
1914						182,944	57,824	452,534	13.5%	1,802,361	56.4%
1915						229,768	47,824	493,256	13.0%	1,881,980	50.8%
1916						263,168	42,777	637,889	14.6%	1,791,425	41.0%
1917						293,008	28,679	666,643	14.3%	1,830,054	39.2%
1918						375,034	37,077	771,539	15.5%	1,956,085	39.3%
1919						421,569	27,832	790,151	15.2%	2,017,123	38.9%
1920						446,886	29,536	867,367	16.3%	1,985,739	37.6%
1921						472,686	33,731	891,742	17.5%	1,751,856	34.5%
1922						539,858	18,513	865,717	16.7%	1,630,181	31.5%
1923						600,275	15,534	827,079	15.6%	1,507,818	30.3%
1924						640,075	19,546	781,076	10.6%	1,335,075	48.2%
1925						655,951	20,866	736,768	12.8%	1,969,670	34.7%
1926						681,356	26,729	708,144	12.0%	2,108,021	32.7%
1927						778,825	33,327	865,722	11.8%	2,296,136	27.6%
1928						884,825	40,971	1,420,773	15.2%	2,576,136	24.4%
1929						909,930	7,684	1,892,544	15.6%	2,982,008	24.4%
1930						920,571	9,836	2,660,001	16.9%	3,650,752	22.3%
1931						1,004,646	6,048	4,013,664	20.5%	4,270,840	22.3%
1932						982,886	5,008	5,793,924	21.8%	7,146,446	26.9%
1933						1,076,689	4,006	6,671,929	23.9%	12,689,191	38.5%
1934						951,986	2,298	6,671,929	23.9%	12,689,191	38.5%
1935											
1936											
1937											
1938											
1939											
1940											
1941											
1942											
1943											
1944											
1945											

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1912年以降(大正期以降)であるが(表1参照)、それによると、第一次大戦後の1920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、1927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1933~1935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。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³⁾。

そして、1937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1938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1940年10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⁾。

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75%以上、時には90%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。

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

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・中 農協組	個人	其他	資 金 運用部	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	100 (36,958)
1952	37.0	41.9	8.1	9.3	2.0	0.7	1.0	100 (50,755)
1953	34.7	40.7	9.2	13.3	1.4		0.7	100 (42,016)
1954	36.6	41.0	10.3	7.6	2.4		2.1	100 (44,520)

(資料) 興銀「第54回全国公債社債明細表」, 1957年。

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なかった⁵⁾。そこで、1955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をも行い、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⁶⁾。その結果、個人消化が10%程度を占めるに至っている(表2参照)。

(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1970年代になると、全国銀行の消化は著しく減少し、1970年以降は50%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、1970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⁷⁾が、個人の消化比率は1972年に50%を超え、70年代の個人消化比率は年平均51.5%であり、以降80年代半ばまで高い水準で推移している(表3A参照)。とくに、電力債と一般債の消化比率を分けてみると、70年代の年平均は電力債65.8%であるのに対し、一般債28.3%であり、電力債における個人消化比率が圧倒的に高い(表4A, 表5A参照)。これは、電力債の知名度と安全性が高く、ロットの大きき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、70年代の年平均消化比率は38.7%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⁸⁾。

表3A 普通社債消化構造

(単位：百万円，%)

年度	発行額	都市・長期国債	地方銀行	信託銀行	保険	農中・農協組	商中・信用金庫	相互銀行 /第二地銀	個人	投資信託	その他	
											4,362	4.2%
1966	103,600	35,419	28,997	1,319	6,323	7,802	3,793	1,753	13,832	-	4,362	4.2%
1967	77,440	37,983	22,820	1,332	1,822	1,770	1,072	1,618	7,499	-	1,515	2.0%
1968	120,550	45,603	41,142	1,436	573	10,182	4,210	3,039	11,379	-	2,987	2.5%
1969	180,880	67,916	51,723	3,386	3,138	16,758	4,496	4,706	19,277	5,000	4,482	2.5%
1970	380,550	76,362	56,861	4,351	2,969	14,202	5,091	6,987	30,174	17,407	9,146	2.4%
1971	187,570	67,300	32,446	3,028	984	5,850	2,138	3,980	4,944	63,249	3,650	1.9%
1972	171,040	92,184	44,581	4,559	1,142	7,398	5,053	5,534	6,349	337	3,905	2.3%
1973	269,130	135,068	67,534	7,242	2,045	9,902	7,231	7,072	27,453	101	5,484	2.0%
1974	247,890	126,040	59,821	10,163	1,776	8,962	6,541	7,171	25,073	4	2,339	0.9%
1975	391,370	149,868	89,756	16,216	2,805	31,918	23,400	9,134	59,359	2,088	6,828	1.7%
1976	415,890	147,254	90,799	24,766	7,621	35,471	19,322	8,787	75,264	983	5,642	1.4%
1977	549,840	175,838	105,029	35,882	20,372	34,618	16,005	11,405	122,167	19,165	9,360	1.7%
1978	495,210	163,560	100,715	31,438	15,846	28,340	14,037	9,874	114,173	8,556	828	0.2%
1979	495,120	162,978	89,121	31,797	14,761	20,525	16,268	6,613	136,120	6,516	10,420	2.1%
1970	608,250	144,297	96,695	29,773	14,903	22,043	26,521	8,812	243,883	3,728	17,596	2.9%
1971	853,530	157,513	125,630	38,876	16,985	31,218	64,598	17,081	382,439	1,966	17,227	2.0%
1972	655,250	111,683	71,373	24,899	9,239	12,930	30,660	10,605	370,882	2,482	10,477	1.6%
1973	854,000	144,650	86,647	34,115	12,643	22,171	41,774	12,056	462,762	2,474	34,708	4.1%
1974	986,700	161,784	93,420	36,740	14,381	23,060	71,443	13,980	516,079	836	54,977	5.6%
1975	1,304,200	247,045	179,969	71,247	35,657	61,354	110,743	20,473	682,857	468	94,379	6.3%
1976	1,166,400	172,336	72,057	37,384	15,186	33,678	69,494	11,853	635,712	20	118,680	10.2%
1977	1,240,800	172,999	90,812	39,215	16,190	31,249	42,760	12,787	699,384	-	135,404	10.9%
1978	1,313,300	188,982	100,792	42,935	19,715	36,919	46,300	13,185	710,359	800	153,314	11.7%
1979	1,298,100	166,767	74,401	31,251	11,088	32,706	30,508	11,001	736,218	400	203,761	10.2%
1980	983,500	140,402	62,642	29,342	11,535	25,086	28,964	8,387	552,049	-	135,094	13.6%
1981	1,269,000	181,888	91,458	39,545	16,395	37,589	55,923	11,457	644,598	-	190,148	15.0%
1982	1,047,500	139,791	84,247	32,977	12,035	57,555	43,027	10,250	526,611	-	141,007	13.5%
1983	683,000	96,348	33,913	19,156	5,786	19,332	16,226	4,378	374,371	-	113,491	16.6%
1984	720,000	97,295	28,845	16,591	4,987	14,441	19,061	5,474	413,889	-	119,407	16.6%

表3B 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・長期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保険	農中・農協組	商中・信用金庫	相互銀行/第二種	個人	投資信託					
1985	943,500	135,575	38,560	25,140	4,247	20,061	33,900	3.6%	10,787	1.1%	463,607	49.1%	-	-	211,623	22.4%
1986	960,000	148,503	53,683	30,829	9,703	28,349	35,388	3.6%	14,404	1.5%	361,578	36.9%	-	-	297,553	30.4%
1987	915,000	57,291	9,804	9,880	3,608	21,168	36,741	4.0%	10,586	1.2%	133,771	14.6%	-	-	632,151	68.1%
1988	749,000	28,569	3,053	4,625	5,740	43,549	41,291	5.5%	2,761	0.4%	16,385	2.2%	-	-	602,981	80.5%
1989	729,000	13,802	5,265	740	17,210	40,046	13,220	1.8%	1,575	0.2%	11,636	1.6%	-	-	625,506	85.8%
1990	2,065,000	58,350	27,613	33,898	81,363	80,537	83,360	4.0%	2,320	0.1%	26,037	1.3%	-	-	1,672,522	81.0%
1991	2,425,700	19,205	22,140	28,459	66,727	110,244	135,792	5.6%	6,660	0.3%	91,726	3.8%	-	-	1,945,747	80.2%
1992	3,820,000	33,230	39,680	78,480	244,016	229,613	519,320	13.6%	4,218	0.1%	372,460	9.8%	-	-	2,298,983	60.2%
1993	2,975,000	21,350	29,135	136,200	246,940	187,442	411,585	13.8%	16,750	0.6%	218,067	7.3%	-	-	1,711,531	57.5%
1994	3,265,000	65,180	34,540	118,715	271,070	399,710	336,774	10.3%	36,020	1.1%	442,164	13.5%	-	-	1,560,827	47.8%
1995	5,719,154	100,230	108,340	180,810	750,430	836,950	694,560	12.1%	97,490	1.7%	323,235	5.7%	1,000	0.0%	2,626,109	45.9%
1996	5,636,000	71,700	86,250	220,082	647,913	711,435	643,230	11.4%	60,850	1.1%	294,314	5.2%	-	-	2,900,226	51.5%
1997	8,795,500	137,340	115,620	444,530	1,492,105	1,261,100	971,230	11.0%	57,900	0.7%	308,578	3.5%	-	-	4,011,097	45.6%

(出所) 公社債引受協会『公社債年鑑』各号。

年度	発行額	その他を除く発行額	都市・長期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保険	農中・農協組	商中・信用金庫		相互銀行/第二種	個人	投資信託				
								36,741	13.0%							
1987	915,000	282,849	57,291	9,804	9,880	3,608	21,168	7.5%	36,741	13.0%	10,586	1.2%	133,771	47.3%	-	-
1988	749,000	146,019	28,569	3,053	4,626	5,740	43,549	29.8%	41,291	28.3%	2,761	0.4%	16,385	11.2%	-	-
1989	729,000	103,494	13,802	5,265	740	17,210	40,046	38.7%	13,220	12.8%	1,575	0.2%	11,636	11.2%	-	-
1990	2,066,000	383,478	58,350	27,613	33,898	81,363	80,537	20.5%	83,360	21.2%	2,320	0.1%	26,037	6.6%	-	-
1991	2,426,700	480,953	19,205	22,140	28,459	66,727	110,244	22.9%	135,792	28.2%	6,660	0.3%	91,726	19.1%	-	-
1992	3,820,000	1,521,017	33,230	39,680	78,480	244,016	229,613	15.1%	519,220	34.1%	4,218	0.1%	372,460	24.5%	-	-
1993	2,979,000	1,267,469	21,350	29,135	136,200	246,940	187,442	14.8%	411,585	32.5%	16,750	0.6%	218,067	17.2%	-	-
1994	3,265,000	1,704,173	65,180	34,540	118,715	271,070	399,710	23.3%	694,560	19.8%	36,020	1.1%	442,164	25.9%	-	-
1995	5,719,154	3,083,045	100,230	108,340	180,810	750,430	836,950	27.1%	694,560	22.5%	97,490	1.7%	323,235	10.5%	1,000	0.0%
1996	5,636,000	2,735,774	71,700	86,250	220,082	647,913	711,435	26.0%	643,230	23.5%	60,850	1.1%	294,314	10.8%	-	-
1997	8,795,500	4,788,403	137,340	115,620	444,530	1,492,105	1,261,100	26.3%	971,230	20.3%	57,900	0.7%	308,578	6.4%	-	-

(資料) 公社債引受協会『公社債年鑑』各号。

表 4 A 一般償消化構造

(単位：百万円，%)

年度	発行額	都市・長期信用銀行		地方銀行	信託銀行	保 険	農中・農協組		商中・信用金庫		相互銀行/第二債	個人	投資信託		その他		
		発行額	割合				発行額	割合	発行額	割合			発行額	割合		発行額	割合
1956	56,900	19,319	34.0%	19,319	34.0%	3,981	7.0%	3,938	6.9%	1,771	3.1%	1,011	1.8%	-	840	1.5%	
1957	37,880	15,634	41.3%	14,355	37.9%	1,740	4.6%	1,422	3.8%	635	1.7%	1,069	2.8%	-	595	1.6%	
1958	68,150	19,104	28.0%	30,161	44.3%	518	0.8%	8,182	12.0%	2,949	3.4%	2,420	3.6%	-	943	1.4%	
1959	118,980	39,103	33.0%	41,226	34.8%	2,944	2.5%	14,580	12.3%	3,287	2.8%	3,959	3.3%	1,450	1.2%	1,976	1.7%
1960	241,400	46,775	19.4%	47,626	19.7%	2,935	1.2%	13,222	5.5%	3,956	1.6%	5,557	2.3%	10,192	4.2%	4,068	1.7%
1961	109,670	31,832	29.0%	23,612	21.5%	984	0.9%	5,684	5.2%	1,996	1.5%	3,112	2.8%	12,121	1.1%	1,818	1.7%
1962	93,240	38,014	40.8%	32,552	34.9%	1,120	1.2%	6,374	6.8%	3,089	3.3%	4,129	4.4%	1,668	1.8%	1,975	2.1%
1963	146,430	55,886	38.2%	49,410	33.7%	1,948	1.3%	8,136	5.6%	5,055	3.5%	5,284	3.6%	36	0.0%	2,590	1.8%
1964	137,890	51,530	37.4%	43,558	31.6%	1,763	1.3%	8,090	5.9%	4,704	3.4%	5,213	3.8%	1	0.0%	1,180	0.9%
1965	243,570	74,159	30.4%	71,421	29.3%	2,781	1.1%	27,582	11.3%	16,034	6.6%	7,284	3.0%	25,544	10.5%	1,629	0.7%
1966	249,690	73,402	29.4%	70,604	28.3%	6,987	2.8%	29,898	12.0%	13,547	5.4%	6,596	2.6%	25,999	10.4%	686	0.3%
1967	353,540	100,383	28.4%	85,782	24.3%	18,271	5.2%	31,783	9.0%	13,459	3.8%	8,778	2.5%	45,906	13.0%	15,104	4.3%
1968	302,310	87,819	29.0%	80,357	26.6%	13,825	4.6%	25,659	8.5%	10,809	3.6%	6,910	2.3%	41,319	13.7%	6,634	2.2%
1969	287,120	88,697	30.9%	69,006	24.0%	12,579	4.4%	18,212	6.3%	12,090	4.2%	4,169	1.5%	46,804	16.3%	4,323	1.5%
1970	330,050	84,739	25.7%	77,956	23.6%	12,852	3.9%	20,872	6.3%	20,414	6.2%	5,332	1.6%	76,395	23.1%	3,488	1.1%
1971	466,430	97,294	20.9%	102,188	21.9%	14,733	3.2%	29,121	6.2%	47,932	10.3%	10,914	2.3%	123,097	26.4%	1,720	0.4%
1972	230,750	52,287	22.7%	49,725	21.5%	6,983	3.0%	10,792	4.7%	15,288	6.6%	4,794	2.1%	68,310	29.6%	1,368	0.6%
1973	290,000	66,077	22.8%	59,429	20.5%	10,078	3.5%	18,386	6.3%	22,175	7.6%	5,803	2.0%	75,922	26.2%	1,194	0.4%
1974	332,700	71,996	21.6%	61,101	18.4%	10,975	3.3%	18,864	5.7%	32,963	9.9%	6,491	2.0%	92,195	27.7%	-	-
1975	904,700	174,469	19.3%	154,084	17.0%	32,386	3.6%	59,139	6.5%	86,457	9.6%	14,780	1.6%	292,766	32.4%	468	0.1%
1976	323,400	70,126	21.7%	38,700	12.0%	10,924	3.4%	30,117	9.3%	40,966	12.7%	4,594	1.4%	82,297	25.4%	20	0.0%
1977	420,800	74,312	17.7%	60,479	14.4%	12,159	2.9%	29,257	7.0%	30,056	7.1%	5,978	1.4%	162,575	38.6%	-	-
1978	436,800	83,449	19.1%	67,251	15.4%	15,637	3.6%	35,523	8.1%	34,611	7.9%	6,351	1.5%	124,443	28.5%	800	0.2%
1979	224,100	39,011	17.4%	30,927	13.8%	6,255	2.8%	26,731	11.9%	15,792	7.0%	3,340	1.5%	56,763	25.3%	400	0.2%
1980	205,500	43,160	21.0%	32,176	15.7%	7,916	3.9%	22,605	11.0%	18,387	8.9%	3,084	1.5%	39,797	19.4%	-	-
1981	338,000	67,593	20.0%	53,052	15.7%	11,975	3.5%	34,068	10.1%	42,346	12.5%	4,539	1.3%	54,207	16.0%	-	-
1982	349,500	57,481	16.4%	56,409	16.1%	9,001	2.6%	55,109	15.8%	34,567	9.9%	4,900	1.4%	81,408	23.3%	-	-
1983	147,000	30,883	21.0%	15,892	10.8%	3,340	2.3%	14,471	9.8%	11,106	7.6%	1,449	1.0%	33,108	22.5%	-	-
1984	101,000	22,121	21.9%	7,679	7.6%	2,150	2.1%	10,025	9.9%	11,549	11.4%	609	0.6%	19,672	19.5%	-	-

1985	95,500	26,260	27.5%	5,413	5.7%	7,374	7.7%	935	1.0%	8,950	9.4%	7,660	8.0%	310	0.3%	19,111	20.0%	-	-	19,487	20.4%
1986	160,000	32,971	20.6%	11,895	7.4%	12,542	7.8%	2,623	1.6%	5,082	3.1%	8,419	5.3%	169	0.1%	17,943	11.2%	-	-	68,406	42.8%
1987	27,000	1,900	7.0%	205	0.8%	1,146	4.2%	30	0.1%	400	1.5%	3,256	12.1%	100	0.4%	1,903	7.0%	-	-	18,059	66.9%
1988	64,000	4,447	6.9%	-	-	2,200	3.4%	1,200	1.9%	5,850	9.1%	1,617	2.5%	-	-	1,124	1.8%	-	-	47,562	74.3%
1989	6,000	-	-	-	-	-	-	100	1.7%	200	3.3%	100	1.7%	-	-	192	3.2%	-	-	5,408	90.1%
1990	36,000	-	-	-	-	-	-	-	-	800	2.2%	1,250	3.5%	-	-	2,867	8.0%	-	-	31,083	86.3%
1991	551,700	840	0.2%	5,890	1.1%	5,515	1.0%	12,905	2.3%	23,738	4.3%	35,919	6.5%	860	0.2%	5,275	1.0%	-	-	460,738	83.5%
1992	1,455,000	1,060	0.1%	17,890	1.2%	19,700	1.4%	57,511	4.0%	111,575	7.7%	286,991	19.7%	2,098	0.1%	193,232	13.3%	-	-	764,953	52.6%
1993	1,429,000	4,500	0.3%	14,425	1.0%	80,345	5.6%	83,460	5.8%	117,362	8.2%	220,703	15.4%	13,500	0.9%	118,934	8.3%	-	-	775,671	54.3%
1994	1,560,000	2,900	0.2%	18,750	1.2%	57,180	3.7%	110,830	7.1%	282,650	18.1%	192,844	12.4%	18,300	1.2%	269,117	17.3%	-	-	607,429	38.9%
1995	3,914,154	21,000	0.5%	86,550	2.2%	147,190	3.8%	445,870	11.4%	641,105	16.4%	581,530	14.9%	74,650	1.9%	176,164	4.5%	1,000	0.0%	1,739,095	44.4%
1996	4,091,000	33,700	0.8%	79,060	1.9%	172,882	4.2%	485,333	11.9%	597,900	14.6%	564,105	13.8%	54,750	1.3%	122,782	3.0%	-	-	1,980,488	48.4%
1997	6,494,500	68,400	1.1%	109,700	1.7%	384,580	5.9%	1,115,910	17.2%	916,600	14.1%	890,450	13.7%	45,900	0.7%	109,170	1.7%	-	-	2,772,790	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	その他を除く発行額	都市・長期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保険	農中・農協組	商中・信用金庫	相互銀行/第二種		個人	投資信託
									割合	額		
1987	27,000	8,941	1,900	206	1,146	30	400	3,256	36.4%	100	1,983	-
1988	64,000	16,438	4,447	-	2,200	1,200	5,850	1,617	9.8%	-	1,124	-
1989	6,000	592	-	-	-	100	200	100	16.9%	-	192	-
1990	36,000	4,917	-	-	-	-	800	1,250	25.4%	-	2,867	-
1991	551,700	90,962	840	5,890	5,515	12,905	23,738	35,919	39.5%	860	5,275	-
1992	1,455,000	690,047	1,060	17,890	19,700	57,511	111,575	286,991	41.6%	2,098	193,232	-
1993	1,429,000	653,229	4,600	14,425	80,345	83,460	117,362	220,703	33.8%	13,500	118,934	-
1994	1,560,000	952,571	2,900	18,750	57,180	110,830	282,650	192,844	20.2%	18,300	269,117	-
1995	3,914,154	2,175,059	21,000	86,550	147,190	445,870	641,105	581,530	26.7%	74,650	176,164	-
1996	4,091,000	2,110,512	33,700	79,060	172,882	485,333	597,900	564,105	26.7%	54,750	122,782	-
1997	6,494,500	3,721,710	68,400	109,700	384,580	1,115,910	916,600	890,450	26.7%	45,900	109,170	-

(資料) 表3に同じ。

表5A 電力債消化構造

(単位：百万円，%)

年度	発行額	都市・長期信用銀行		地方銀行		信託銀行		保険		農中・農協組		商中・信用金庫		相互銀行/第二産業		個人		投資信託		その他	
		発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合	発行額	割合
1955	46,700	16,036	34.3%	9,679	20.7%	283	0.6%	2,341	5.0%	3,864	8.3%	2,022	4.3%	743	1.6%	8,211	17.6%	-	-	3,522	7.5%
1957	39,550	22,359	56.5%	8,465	21.4%	148	0.4%	82	0.2%	349	0.9%	437	1.1%	559	1.4%	6,232	15.8%	-	-	920	2.3%
1958	52,400	26,499	50.6%	10,981	21.0%	91	0.2%	55	0.1%	2,000	3.8%	1,860	3.6%	619	1.2%	8,249	15.7%	-	-	2,045	3.9%
1959	65,500	28,813	44.1%	10,497	16.8%	154	0.2%	194	0.3%	2,178	3.5%	1,210	1.9%	767	1.2%	12,632	20.2%	3,550	5.7%	2,506	4.0%
1960	139,150	29,587	21.3%	9,235	6.6%	138	0.1%	34	0.0%	981	0.7%	1,135	0.8%	1,430	1.0%	19,057	13.7%	72,475	52.1%	5,078	3.6%
1961	77,900	35,468	45.5%	8,835	11.3%	208	0.3%	0	0.0%	156	0.2%	542	0.7%	868	1.1%	3,732	4.8%	26,259	33.7%	1,832	2.4%
1962	77,800	54,170	69.6%	12,029	15.5%	304	0.4%	23	0.0%	1,024	1.3%	1,965	2.5%	1,405	1.8%	4,681	6.0%	272	0.3%	1,990	2.5%
1963	122,700	79,183	64.5%	18,125	14.8%	858	0.7%	97	0.1%	1,766	1.4%	2,175	1.8%	1,788	1.5%	15,751	12.8%	65	0.1%	2,893	2.4%
1964	110,000	74,510	67.7%	16,264	14.8%	1,633	1.5%	14	0.0%	872	0.8%	1,837	1.7%	1,958	1.8%	11,751	10.7%	3	0.0%	1,159	1.1%
1965	147,800	75,709	51.2%	18,335	12.4%	2,711	1.8%	24	0.0%	4,337	2.9%	7,366	5.0%	1,850	1.3%	33,815	22.9%	459	0.3%	3,194	2.2%
1966	166,200	73,852	44.4%	20,196	12.2%	5,685	3.4%	634	0.4%	5,573	3.4%	5,775	3.5%	2,191	1.3%	49,247	29.6%	297	0.2%	2,751	1.7%
1967	196,300	75,455	38.4%	19,247	9.8%	7,625	3.9%	2,101	1.1%	2,835	1.4%	2,546	1.3%	2,627	1.3%	76,261	38.8%	4,062	2.1%	3,541	1.8%
1968	192,900	75,741	39.3%	20,358	10.6%	7,658	4.0%	2,021	1.0%	2,681	1.4%	3,228	1.7%	2,964	1.5%	72,854	37.8%	2,322	1.2%	3,074	1.6%
1969	208,000	74,281	35.7%	20,115	9.7%	8,174	3.9%	2,182	1.0%	2,313	1.1%	4,178	2.0%	2,444	1.2%	89,316	42.9%	2,193	1.1%	2,804	1.3%
1970	273,200	59,558	21.4%	18,739	6.7%	6,890	2.5%	2,051	0.7%	1,171	0.4%	6,107	2.2%	3,480	1.3%	167,488	60.2%	240	0.1%	2,476	0.9%
1971	387,100	60,219	15.6%	23,442	6.1%	8,245	2.1%	2,252	0.6%	2,097	0.5%	16,665	4.3%	6,167	1.6%	259,342	67.0%	245	0.1%	8,427	2.2%
1972	424,500	59,396	14.0%	21,648	5.1%	8,270	1.9%	2,256	0.5%	2,138	0.5%	15,372	3.6%	5,811	1.4%	302,583	71.3%	1,124	0.3%	5,903	1.4%
1973	564,000	78,573	13.9%	27,218	4.8%	10,654	1.9%	2,565	0.5%	3,785	0.7%	19,599	3.5%	6,253	1.1%	386,840	68.6%	1,280	0.2%	27,223	4.8%
1974	654,000	89,848	13.7%	32,319	4.9%	12,371	1.9%	3,406	0.5%	4,136	0.6%	38,480	5.9%	7,489	1.1%	423,884	64.8%	836	0.1%	41,171	6.3%
1975	595,500	72,549	12.1%	25,885	4.3%	10,024	1.7%	3,270	0.5%	2,215	0.4%	24,286	4.1%	5,693	0.9%	390,092	65.1%	-	-	65,486	10.9%
1976	843,000	102,210	12.1%	33,357	4.0%	14,149	1.7%	4,262	0.5%	3,561	0.4%	28,528	3.4%	7,259	0.9%	553,416	65.6%	-	-	96,258	11.4%
1977	820,000	98,687	12.0%	30,333	3.7%	13,282	1.6%	4,031	0.5%	1,992	0.2%	12,704	1.5%	6,809	0.8%	536,809	65.5%	-	-	115,354	14.1%
1978	875,500	105,533	12.0%	33,541	3.8%	14,784	1.7%	4,078	0.5%	1,396	0.2%	11,690	1.3%	6,834	0.8%	585,916	66.8%	-	-	112,729	12.9%
1979	1,074,000	127,756	11.9%	43,474	4.0%	18,730	1.7%	4,833	0.4%	5,975	0.6%	14,716	1.4%	7,661	0.7%	679,455	63.3%	-	-	171,401	16.0%
1980	788,000	97,242	12.3%	30,466	3.9%	13,212	1.7%	3,619	0.5%	2,481	0.3%	10,577	1.3%	5,303	0.7%	512,252	65.0%	-	-	122,848	15.6%
1981	931,000	114,295	12.3%	38,406	4.1%	15,957	1.7%	4,420	0.5%	3,531	0.4%	13,577	1.5%	6,918	0.7%	590,391	63.4%	-	-	143,506	15.4%
1982	668,000	82,310	11.8%	27,838	4.0%	11,693	1.7%	3,034	0.4%	2,446	0.4%	8,670	1.2%	5,350	0.8%	445,204	68.8%	-	-	111,456	16.0%
1983	536,000	65,465	12.2%	18,021	3.4%	8,518	1.6%	2,446	0.5%	4,861	0.9%	5,120	1.0%	2,929	0.5%	341,263	63.7%	-	-	87,378	16.3%
1984	619,000	75,174	12.1%	21,166	3.4%	9,791	1.6%	2,837	0.5%	4,416	0.7%	7,512	1.2%	4,865	0.8%	394,227	63.7%	-	-	99,012	16.0%

表5B 電力債消化構造（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・長期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保 険	農 業		農中・農協組	商 中		相互銀行/第二義庫	個 人	投資信託							
							農中	農協組		商中	信用金庫										
1985	558,000	62,990	11.3%	19,667	3.5%	8,798	1.6%	2,412	0.4%	839	0.2%	8,244	1.5%	4,557	0.8%	359,111	64.4%	-	-	91,382	16.4%
1986	485,000	59,592	12.3%	19,623	4.0%	8,322	1.7%	2,108	0.4%	771	0.2%	5,274	1.1%	4,750	1.0%	292,730	60.4%	-	-	91,830	18.9%
1987	688,000	35,766	5.2%	9,248	1.3%	4,258	0.6%	2,878	0.4%	10,252	1.5%	16,063	2.3%	5,586	0.8%	120,912	17.6%	-	-	483,037	70.2%
1988	505,000	11,044	2.2%	1,433	0.3%	429	0.1%	2,940	0.6%	19,094	3.8%	14,644	2.9%	1,841	0.4%	11,083	2.2%	-	-	442,482	87.6%
1989	683,000	12,163	1.8%	4,975	0.7%	240	0.0%	16,910	2.4%	35,906	5.2%	11,940	1.7%	215	0.0%	10,582	1.5%	-	-	600,069	86.6%
1990	1,830,000	43,842	2.4%	24,697	1.3%	31,198	1.7%	76,363	4.2%	69,215	3.8%	70,844	3.9%	2,320	0.1%	23,066	1.3%	-	-	1,488,455	81.3%
1991	1,725,000	9,885	0.6%	12,370	0.7%	15,544	0.9%	44,722	2.6%	74,171	4.3%	89,073	5.2%	3,600	0.2%	86,075	5.0%	-	-	1,389,760	80.6%
1992	2,045,000	21,270	1.0%	17,000	0.8%	15,100	0.7%	151,715	7.4%	91,648	4.5%	211,509	10.3%	1,320	0.1%	172,434	8.4%	-	-	1,363,004	66.7%
1993	1,440,000	14,350	1.0%	11,210	0.8%	46,355	3.2%	133,560	9.3%	60,080	4.2%	175,622	12.2%	2,800	0.2%	97,543	6.8%	-	-	888,484	62.4%
1994	1,355,000	43,990	3.2%	13,990	1.0%	52,605	3.9%	104,110	7.7%	80,250	5.9%	123,340	9.1%	14,620	1.1%	171,917	12.7%	-	-	750,178	55.4%
1995	1,605,000	68,130	4.3%	21,490	1.3%	28,020	1.7%	256,760	16.0%	168,725	10.5%	110,130	6.9%	22,840	1.4%	146,771	9.1%	-	-	781,834	48.7%
1996	1,360,000	38,000	2.8%	7,190	0.5%	43,200	3.2%	146,180	10.7%	93,235	6.9%	68,025	5.0%	6,100	0.4%	171,132	12.6%	-	-	786,938	57.9%
1997	1,945,000	66,140	3.4%	3,920	0.2%	49,150	2.5%	324,555	16.7%	268,900	13.8%	72,780	3.7%	12,000	0.6%	118,408	6.1%	-	-	1,029,107	52.9%

(資料) 表3に同じ。

年度	発行額	その他を除く発行額	都市・長期信用銀行	地方銀行	信託銀行	保 険	農 業		農中・農協組	商 中		相互銀行/第二義庫	個 人	投資信託							
							農中	農協組		商中	信用金庫										
1987	688,000	204,963	29.9%	9,248	4.5%	2,678	1.4%	10,252	5.0%	16,063	7.8%	5,586	2.7%	120,912	59.0%	-	-	-	-	-	-
1988	505,000	62,518	12.5%	1,433	2.3%	2,940	4.7%	19,094	30.5%	14,644	23.4%	1,841	2.9%	4,750	23.4%	292,730	60.4%	-	-	-	-
1989	688,000	92,931	13.4%	4,258	5.4%	16,910	18.2%	35,906	38.6%	11,940	12.8%	215	0.2%	5,586	11.4%	120,912	17.6%	-	-	-	-
1990	1,830,000	341,545	18.6%	24,697	7.2%	76,363	22.4%	69,215	20.3%	70,844	20.7%	2,320	0.7%	1,841	6.8%	11,083	2.2%	-	-	-	-
1991	1,725,000	335,240	19.4%	12,370	3.7%	44,722	13.3%	74,171	22.1%	89,073	26.6%	3,600	1.1%	215	5.7%	10,582	1.5%	-	-	-	-
1992	2,045,000	681,996	33.4%	17,000	2.5%	151,715	22.2%	91,648	13.4%	211,509	31.0%	1,320	0.2%	2,320	2.3%	23,066	2.2%	-	-	-	-
1993	1,440,000	541,516	37.6%	11,210	2.1%	46,355	8.6%	60,080	11.1%	175,622	32.4%	2,800	0.5%	2,800	0.5%	97,543	6.8%	-	-	-	-
1994	1,355,000	604,822	44.6%	13,990	2.3%	52,605	8.7%	80,250	13.3%	123,340	20.4%	14,620	2.4%	14,620	2.4%	171,917	12.7%	-	-	-	-
1995	1,605,000	823,166	51.3%	21,490	2.6%	256,760	31.2%	168,725	20.5%	110,130	13.4%	22,840	2.8%	22,840	2.8%	146,771	9.1%	-	-	-	-
1996	1,360,000	573,062	42.1%	7,190	1.3%	43,200	7.5%	93,235	16.3%	68,025	11.9%	6,100	1.1%	6,100	1.1%	171,132	12.6%	-	-	-	-
1997	1,945,000	915,893	47.1%	3,920	0.4%	49,150	5.4%	268,900	29.4%	72,780	7.9%	12,000	1.3%	12,000	1.3%	118,408	6.1%	-	-	-	-

(資料) 表3に同じ。

(3) 80年代後半以降

一機関投資家の消化拡大期一

1986年12月に出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1991年12月の均一価格販売方式導入につながっていくことになる⁹⁾。

このような発行市場の変化の中で、社債消化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と、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、1989年には85.8%に達しており、統計として利用しにくくなっている¹⁰⁾ (表3A, 4A, 5A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¹¹⁾、91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40%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はいつそう激化し、依然として募残を前提としたような発行条件設定が行われていること、第二に起債案件によっては消化先を明らかにしたくない場合があること、第三に既出部門に属さない公的金融機関(郵便

表6 生保の運用資産内訳 (1910年-1980年)

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%	9,306	12.8%	18,608	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%	179,484	44.7%	47,494	11.8%	63,198	15.8%	61,111	15.2%	79,370	19.8%
1925	184,675	20.7%	0	0.0%	416,316	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%	375,034	24.0%	227,977	14.6%	416,682	26.7%
1935	287,741	11.5%	0	0.0%	1,429,806	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%	3,479,085	70.8%	807,869	16.4%	909,930	18.5%	1,437,378	29.2%	956,204	19.4%
1945	1,450,760	11.7%	0	0.0%	7,433,007	60.0%	3,834,545	31.0%	961,986	7.8%	2,038,872	16.5%	1,531,421	12.4%
1950	2,835,289	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%	64,215,128	33.3%	191,784	0.1%	5,801,762	3.0%	57,059,361	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%	7,564,284	1.0%	170,829,669	22.7%	463,839,665	61.6%
1965	25,321,653	1.1%	25,643,000	1.1%	539,101,100	24.0%	3,832,752	0.2%	46,502,686	2.1%	474,086,714	21.1%	1,388,992,674	61.9%
1970	59,239,635	1.0%	35,092,000	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%	199,644,569	1.5%	2,328,560,788	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%	604,861,890	2.3%	1,422,793,569	5.4%	4,520,137,306	17.2%	15,685,085,027	59.7%

(資料) 山中宏『生命保険金融発展史[増補版]』, 有斐閣, 1986年, 巻末付表。

貯金、簡易保険、共済保険など) 消化が増加していること¹²⁾、などが要因として考えられる。しかし、いずれにせよ、「その他」項目に計上されているものの相当部分は、既出部門に消化されているものと考えられる。したがって、1987年以降の「その他」項目分を除外して、既出の各部門だけで比率を計算すると、都長銀、地銀の比率が低下ないし低水準を推移している反面、保険、農中・農協、商中・信金の比率が著しく高まっている(表3B, 4B, 5B参照)。

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、1930年頃とされている¹⁴⁾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¹⁵⁾。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2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1%程度高かった(国債5.4%、社債6.49%)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¹⁶⁾。しかし、1932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、1936年から株式保有が社債を上回りはじめ、さらに1937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

(表6 続き)

(単位：千円，%)

不動産										その他		合計		
不動産相当		財団相当		有価証券担保		保険証券担保		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%	8,948	5.1%	8,950	5.1%	7,624	4.4%	8,769	5.0%	8,915	5.1%	174,992
14,011	3.5%	17,831	4.4%	26,557	6.6%	12,660	3.2%	8,311	2.1%	19,553	4.9%	20,222	5.0%	401,208
30,259	3.4%	56,875	6.4%	46,228	5.2%	44,595	5.0%	32,108	3.6%	45,718	5.1%	36,943	4.1%	893,717
67,568	4.3%	71,753	4.6%	76,134	4.9%	153,994	9.9%	47,230	3.0%	93,588	6.0%	40,387	2.6%	1,559,679
68,276	2.7%	75,440	3.0%	109,037	4.3%	257,602	10.3%	116,053	4.6%	131,986	5.3%	33,991	1.4%	2,509,936
50,865	1.0%	83,118	1.7%	264,141	5.4%	317,806	6.5%	240,273	4.9%	170,785	3.5%	60,333	1.2%	4,917,264
25,270	0.2%	88,768	0.7%	340,134	2.7%	464,918	3.8%	612,329	4.9%	167,371	1.4%	1,797,392	14.5%	12,379,951
2,185,965	6.0%	1,063,043	2.9%	1,368,999	3.7%	3,292,071	9.0%	3,151,988	8.6%	6,415,397	17.5%	2,484,491	6.8%	36,654,563
12,849,249	4.7%	22,916,228	11.9%	8,312,583	4.3%	15,759,733	8.2%	34,058,320	17.7%	19,788,065	10.3%	4,079,605	2.1%	192,923,569
35,634,697	6.7%	79,689,832	10.6%	40,840,740	5.4%	56,895,822	7.6%	250,778,583	33.3%	75,276,422	10.0%	9,295,358	1.2%	752,804,308
119,511,400	5.3%	278,055,159	12.4%	126,189,735	5.6%	176,801,558	7.9%	688,434,822	30.7%	242,837,079	10.8%	21,213,119	0.9%	2,243,108,625
1,099,938,567	18.8%			334,896,135	5.7%	393,569,983	6.7%	2,100,612,898	35.9%	516,073,306	8.8%	40,849,320	0.7%	5,854,784,333
2,604,341,532	20.2%			634,304,821	4.9%	695,206,022	5.4%	4,823,361,386	37.4%	1,020,063,254	7.9%	96,675,721	0.8%	12,892,971,964
3,338,309,784	12.7%			536,918,902	2.0%	1,117,382,067	4.3%	10,692,474,274	40.7%	1,647,753,530	6.3%	288,788,583	1.1%	26,257,774,292

表7 生保の運用資産内訳 (1986年以降)

年	有価証券													
	国債		地方債		社債		株式		外国証券		その他の証券		貸付有価証券	
1986	3,851,782	14.4%	718,833	2.7%	3,266,875	12.2%	11,100,544	41.4%	7,525,278	28.1%	328,584	1.2%		
1987	4,495,857	12.9%	852,543	2.4%	3,597,017	10.3%	15,577,709	44.6%	9,802,955	28.1%	607,599	1.7%		
1988	5,835,853	13.0%	925,679	2.1%	3,959,460	8.8%	19,594,179	43.8%	13,395,633	30.4%	838,601	1.9%		
1989	4,581,329	8.4%	866,445	1.6%	4,573,840	8.3%	25,359,987	46.3%	17,790,474	32.5%	1,270,868	2.3%	335,269	0.6%
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%	1,345,364	2.3%	416,906	0.7%
1991	5,951,740	9.5%	718,001	1.1%	4,660,602	10.3%	30,825,417	49.1%	17,607,902	28.0%	1,104,909	1.8%	158,698	0.3%
1992	11,151,989	16.2%	981,384	1.4%	7,199,107	10.4%	31,506,834	45.7%	16,891,988	24.5%	1,123,235	1.6%	88,884	0.1%
1993	12,243,060	17.3%	1,993,114	2.8%	8,035,010	11.4%	33,070,784	46.8%	14,047,207	19.9%	1,295,876	1.8%	25,985	0.0%
1994	19,558,229	24.6%	2,923,042	3.7%	9,589,978	12.1%	33,124,142	41.7%	13,060,242	16.4%	1,127,699	1.4%	17,980	0.0%
1995	26,548,412	29.6%	4,807,217	5.4%	10,597,563	11.8%	32,021,521	35.7%	13,855,012	15.5%	1,777,783	2.0%	33,449	0.0%
1996	27,050,364	28.3%	4,955,006	5.2%	12,111,160	12.7%	31,896,170	33.3%	17,659,726	18.5%	1,992,969	2.1%		

(資料) 保険研究所「インシュアランス」各号。

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在庫債であり、一般債への投資は消極的なものにすぎなくなっている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1949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、そこ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か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1955年や56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には、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が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1975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には、早くとも1990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、1989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。

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1989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、1997年には30%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

(表7 続き)

(単位: 百万円, %)

計	現金・預貯金		貸付金		その他						合計	
					コールローン	買入金銭債権	商品有価証券	金銭の信託	不動産	計		
26,791,896	41.9%	7,570,523	11.8%	25,536,644	40.1%	130,130			3,777,047	3,907,177	6.1%	63,906,240
34,933,680	45.0%	9,405,237	12.1%	28,563,231	36.8%	223,328			4,486,186	4,709,514	6.1%	77,611,662
44,749,464	47.1%	10,907,019	11.5%	33,482,840	35.3%	218,021	7,594		5,555,728	5,781,343	6.1%	94,920,666
54,778,276	48.2%	6,675,948	5.9%	41,067,060	36.2%	384,983	97,806		6,551,964	11,041,025	9.7%	113,562,309
57,735,885	45.2%	7,246,108	5.7%	49,868,367	39.1%	798,821	155,330		4,676,517	7,181,659	10.0%	127,662,684
62,827,347	44.8%	7,301,396	5.2%	56,287,145	40.1%	1,833,543	105,755		4,265,179	7,768,400	10.0%	140,388,765
68,943,495	45.0%	7,473,358	4.9%	61,147,923	39.9%	2,410,203	21,472		4,981,919	8,398,913	10.3%	153,377,283
70,711,119	42.4%	12,732,937	7.6%	64,167,060	38.5%	3,278,199	116,313		6,600,176	8,993,047	11.4%	166,598,851
79,401,385	45.3%	10,648,157	6.1%	66,984,482	38.2%	3,470,373	153,291		5,181,152	9,475,033	10.4%	175,313,873
89,641,032	48.5%	9,446,629	5.1%	67,334,911	36.4%	4,123,966	171,243		4,324,463	9,765,091	9.9%	184,807,335
95,665,480	51.5%	6,607,580	3.6%	65,295,405	35.2%	3,477,241	323,376	24,837	4,553,626	9,726,978	9.8%	185,674,523

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、1996年において生保約12兆円であるのに対し、損保約3兆4,000億円であるので、ほぼ8対2である。もっとも、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、1997年の消化率31%のうち約8割が生保であり、生保の消化率は25%となる。また、一般債と電力債を区別すると、1990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96年および97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、1993年以降高まっており、42.4%から51.5%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46.8%から33.3%へとかなり低下させている。また、貸付金全体の比率も1991年以降徐々に低下傾向にあり、40.1%から35.2%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、1990年から96年にかけて、それぞれ8.3%から28.3%、1.2%から5.2%へと上昇している。そして、社債の比率も、8.2%から12.7%と上昇している²⁰⁾。もっとも、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0.9%から1.4%、割引金融債は恒常的に0%、利付金融債は4.8%から7.7%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、1990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。

小括

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、顕著な相違点も見られる。したがって、

これらの点について章を改めて検討する。

- 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』, 1980年, 東京大学出版会, 第1章第5節, 所収), 35ページ, 参照。
- 2) 小林和子「消化・流通・保有の構造」(志村編著前掲, 第2章第5節, 所収), 76ページ, 参照。
- 3) 前掲, 第2章, 小林和子, 78~9ページ, 参照。
- 4) 『山一證券史』, 1958年, 285ページ, 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』, 1980年, 東京大学出版会, 第5章第5節, 所収), 248ページ, 参照。
- 6) 前掲, 加藤隼人, 249ページ, 参照。
- 7) 中島将隆「起債統制と自由化の動き」, (志村嘉一編著『日本公社債市場史』, 1980年, 東京大学出版会, 第6章第4節, 所収), 307~315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』, 1980年, 東京大学出版会, 第6章第5節, 所収), 322ページ, 参照。
- 9) プロポーザル方式は, 1987年5月発行のNTT債から実施され, 1988年4月から普通社債全般に実施された。また, プロポーザル方式については, 拙稿「社債募集の『新方式』とプロポーザル方式」, 『証研レポート』, No.1535, 1996年6月, 参照。
- 10) 小林和子「社債保有構造と流通市場要求」, 『証券経済研究』, 第4号, 1996年11月, は, 日銀の「資金循環勘定」を使って社債保有構造を推計しているが, このデータでは転換社債と新株引受権付社債も事業債に含まれており, 普通社債だけの保有を把握できないという難点がある。
- 11) この場合, 消化先は証券会社となるため, 「その他」に計上される。
- 12) また, このほかに海外部門および事業法人なども考えられるが, 海外および事業法人は, 普通社債を購入することは少ないものと思われる。
- 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, 1996年, 所収, 463ページ。
- 14) 高橋亀吉「日本金融論」, 1931年, 261ページ, 参照。また, 芝垣和夫「日本金融資本分析」, 1965年, 東京大学出版会, では第一次大戦後, とくに1920年代とされており(同書, 382ページ, 参照), 山中宏「生命保険金融発展史[増補版]」, 1986年, 有斐閣, もほぼ高橋説に同意している(同書, 223ページ, 参照)。
- 15) 麻島昭一「本邦生保資金運用史」, 1991年, 日本経済評論社, は1930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乗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, 1076ページ, 参照)。

- 16) 山中, 前掲, 237ページ, 参照。
- 17) 山中, 前掲, 303ページ, 参照。
- 18) 山中, 前掲, 338ページおよび356~7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」, 1968年, 35ページ, 参照。
- 20) 1980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。

II. 米国における社債保有と生命保険会社

1. 米国の社債保有

米国の社債発行の拡大は, 1840年代, 50年代急増した鉄道債であるといわれ, 1856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, 24.9%に達していた²¹⁾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, 1854年当時の鉄道債の外国人比率は26%であった²²⁾。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1880年代以降であり, 証券引受業務に積極的に参加しながら社債投資を拡大していった。その結果, 1900年の部門別社債保有シェアは, 生命保険会社10.6%, その他機関投資家・外国人24.9%, 個人信託基金を含む個人64.5%となっており, この比率はその後1920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, 1930年代になると,

表8 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.

後述するように1933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っ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²³⁾。その結果、1945年には個人信託基金を含む個人の比率は33.6%まで低下し、逆に生命保険会社の比率が40.9%まで上昇するとともに、非保険型年金基金2.8%、州・地方政府信託基金0.5%、投資会社0.8%とそれぞれわずかであるが比率を上げている(表8参照)。

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っ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、1948年には20%、1954年には10%をも下回るに至り、以降3.7%から19.2%の範囲で推移している。さらに、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さら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1963年まで一貫して50%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に次いでおり、それぞれ1950年代および1960年代から保有を増加させ、ほぼ一貫して10~20%の範囲で保有していたが、いずれも1980年代後半からはやや保有比率を低下させ、10%を下回る比率に後退している。逆に、非居住者の保有は1980年代から増加し、10%を上回る比率で推移し、これにやや遅れてミューチュアル・ファンドも1980年代末から比率を上昇させ、現在8%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、1970年代からは3~5%の範囲で恒常的に保有している。また、銀行の保有は一貫して低く、商業銀行1~6%、貯蓄金融機関2~7%および銀行信託部門0~3%の範囲で推移している(表9参照)。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自己資本規制のもとでは政府機関債やモーゲージ証券のほうが有利であることなどのほかに、資金調達コストに対して利鞘が低いことが指摘されている²⁴⁾。

2. 生命保険会社の社債保有

米国の生命保険会社による社債保有が歴史的に高い水準で推移していることを前節で確認したが、このような生命保険会社の社債保有はいかにしてなされていったかをここでは跡付ける。

米国の生命保険会社は1840年代に最初の発展期をむかえ、19世紀末までには世界一の規模に達したといわれているが、その資産運用に占める社債の比率を見ると、1890年時点で20%を上回り、1900年には30%を上回っていることがわかる(表10参照)。しかし、この時期の保有社債のほとんどは鉄道債であり、当時の生命保険会社は鉄道金融に積極的に参加しつつ、証券引

表9 米国の部門別社債保有

年	累計	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	その他保険
1945	84	0.0	0.5	2.6	0.9	0.0	11.3	0.5
1946	84	0.0	0.5	2.6	0.9	0.0	11.3	0.5
1947	62	0.0	0.2	2.6	1.5	0.0	13.1	1.8%
1948	67	0.0	0.2	2.6	1.9	0.0	16.1	1.9%
1949	63	0.0	0.3	2.5	2.1	0.0	20.4	2.0%
1950	63	0.0	0.3	2.7	2.1	0.0	22.9	1.8%
1951	63	0.0	0.3	2.5	2.2	0.0	24.8	1.7%
1952	60	0.0	0.4	2.3	2.5	0.0	27.5	1.8%
1953	60	0.0	0.4	2.4	2.8	0.0	30.6	2.0%
1954	49	0.0	0.4	2.3	2.9	0.0	33.3	1.9%
1955	50	0.0	0.4	2.1	2.6	0.0	35.4	2.0%
1956	51	0.0	0.5	1.6	2.6	0.0	37.1	2.0%
1957	72	0.0	0.6	1.7	2.7	0.0	39.3	1.6%
1958	81	0.0	0.6	1.7	3.2	0.0	41.0	1.6%
1959	82	0.0	0.6	1.7	3.6	0.0	44.0	1.5%
1960	106	0.0	0.7	1.4	3.8	0.0	46.4	1.9%
1961	108	0.0	0.7	1.2	3.6	0.0	48.1	1.7%
1962	102	0.0	0.7	1.4	3.5	0.0	50.6	2.0%
1963	101	0.0	0.8	0.9	3.2	0.0	53.1	2.1%
1964	103	0.0	0.8	1.4	3.0	0.0	55.9	2.0%
1965	92	0.0	0.8	1.3	2.9	0.0	58.2	2.4%
1966	119	0.0	1.4	1.3	3.2	0.0	61.0	2.4%
1967	163	0.0	1.3	2.3	3.2	0.0	63.4	2.7%
1968	214	0.0	1.3	2.3	3.2	0.0	67.2	2.6%
1969	243	0.0	1.5	2.5	3.2	0.0	70.7	3.3%
1970	265	0.0	1.7	3.0	3.2	0.0	74.1	3.2%
1971	384	0.0	3.0	3.9	4.8	5.5	79.6	3.9%
1972	384	0.0	3.1	3.2	14.8	7.2	86.6	3.2%
1973	413	0.0	3.1	5.2	17.4	8.5	92.5	3.4%
1974	529	0.0	4.0	6.6	14.4	9.7	96.4	3.0%
1975	639	0.0	4.6	6.6	14.2	11.2	92.5	3.4%
1976	721	0.0	5.5	9.5	16.5	11.3	105.5	3.6%
1977	618	0.0	5.5	10.1	22.0	11.8	122.4	3.3%
1978	515	0.0	22.1	8.9	20.8	13.1	141.2	4.3%
1979	456	0.0	24.7	9.7	23.2	16.1	158.5	4.8%
1980	308	0.0	36.9	10.8	21.4	16.4	170.1	5.0%
1981	303	0.0	46.3	10.8	21.3	17.1	182.9	4.8%
1982	264	0.0	54.3	11.7	20.7	17.0	182.9	4.8%
1983	264	0.0	54.3	11.7	20.7	17.0	182.9	4.8%
1984	275	0.0	54.3	11.7	20.7	17.0	182.9	4.8%
1985	275	0.0	54.3	11.7	20.7	17.0	182.9	4.8%
1986	107.3	9.9%	126.4	31.1	53.7	15.6	219.1	21.6
1987	125.9	9.9%	166.6	31.1	56.8	15.7	242.8	25.7
1988	121.2	8.5%	185.4	31.1	64.1	15.7	280.6	33.9
1989	155.3	9.8%	199.3	61.1	88.2	20.5	321.4	48.0
1990	200.8	11.8%	211.9	88.7	105.3	24.5	388.3	55.5
1991	304.7	16.2%	217.2	88.7	75.6	27.3	457.5	65.7
1992	353.7	14.4%	251.5	94.7	72.7	30.7	511.0	79.3
1993	373.7	14.2%	273.3	86.2	80.0	36.8	566.9	89.2
1994	446.3	14.9%	346.5	86.2	88.7	36.8	653.9	97.2
1995	446.3	13.3%	346.5	110.9	98.5	33.6	773.9	107.6
1996	447.7	1.6%	447.7	112.3	68.6	31.9	870.1	110.1
1997	445.8	13.0%	531.7	143.1	58.7	36.3	949.3	141.6
1998							1023.2	148.5

(資料) Flow of Funds Accounts

(単位：10億ドル，%)

(表9 続き)

年金基金	州属方政府 退職年金基金	マネーマネジメント ニューマーケット・ファンド	ミューチュアル ニューファンド	クロースト・ファン ド・ファンド	政府関連機関	プロカーディラー	コエンディンダ ン・コエンベシジョン	合計
1.8	6.7%	0.1	0.1	0.1	0.0	0.5	0.0	26.9
2.0	7.2%	0.2	0.2	0.2	0.0	0.4	1.9%	27.9
2.2	7.1%	0.0	0.1	0.2	0.0	0.4	0.7%	30.8
2.4	6.7%	0.3	0.2	0.2	0.0	0.4	1.3%	30.8
2.6	6.7%	0.4	0.2	0.3	0.0	0.6	0.0%	33.9
2.8	6.8%	0.6	0.2	0.3	0.0	0.5	0.0%	40.9
3.5	7.8%	0.7	0.3	0.4	0.0	0.4	1.1%	44.9
4.2	9.1%	0.3	0.3	0.4	0.0	0.5	1.0%	49.6
6.9	12.0%	1.5	0.4	0.7	0.0	0.8	0.0%	54.4
7.9	13.0%	2.7	0.5	0.9	0.0	0.7	1.2%	57.6
9.5	14.4%	3.2	0.7	1.1	0.0	0.8	1.3%	60.8
11.3	15.4%	4.0	0.8	1.1	0.0	0.6	0.9%	65.9
12.8	16.0%	5.1	0.9	1.1	0.0	0.7	1.0%	73.6
14.1	16.7%	6.0	1.1	1.3	0.0	0.4	0.5%	80.0
15.7	17.1%	7.1	1.2	1.3	0.0	0.5	0.5%	84.5
16.9	17.4%	8.9	1.6	1.6	0.0	0.4	0.5%	91.3
18.1	17.6%	10.7	1.6	1.6	0.0	0.4	0.5%	91.3
19.6	18.9%	12.8	1.9	1.9	0.0	0.7	0.6%	102.7
21.7	18.7%	14.9	1.9	1.9	0.0	0.7	0.6%	109.0
25.2	18.6%	20.2	2.1	1.8	0.0	0.6	0.5%	116.6
26.4	17.3%	23.9	2.6	2.1	0.0	0.9	0.7%	123.1
27.0	16.2%	26.6	2.6	1.7	0.0	1.0	0.7%	123.1
27.6	15.2%	30.6	2.0	1.2	0.0	1.4	0.9%	135.7
29.4	14.4%	35.1	2.9	2.0	0.0	1.6	0.9%	152.5
30.6	12.5%	39.0	3.7	1.7	0.0	1.7	0.8%	167.1
32.7	12.3%	48.4	4.2	1.6	0.0	1.8	0.8%	204.3
35.0	11.9%	54.5	4.3	1.7	0.0	2.0	0.8%	228.8
41.9	12.4%	61.0	5.0	1.7	0.0	2.0	0.8%	244.4
44.2	10.7%	71.3	6.0	1.7	0.0	1.8	0.6%	263.9
53.0	11.8%	80.0	7.0	1.7	0.0	2.1	0.6%	337.4
63.7	13.5%	92.2	6.4	2.3	0.0	2.2	0.5%	375.7
77.7	15.3%	100.8	8.5	2.4	0.0	1.5	0.3%	415.9
83.3	15.3%	102.5	10.1	2.4	0.0	1.6	0.3%	447.6
95.2	16.0%	102.5	13.0	2.8	0.0	2.0	0.4%	472.1
107.9	16.8%	93.0	14.2	2.6	0.0	3.4	0.6%	508.4
123.4	16.7%	122.8	14.2	2.6	0.0	5.9	1.0%	543.7
97.2	11.0%	107.4	22.2	3.2	0.0	13.9	1.6%	695.2
125.9	12.2%	119.7	42.2	3.9	0.0	15.7	1.6%	746.7
124.3	8.7%	134.9	46.5	3.9	0.0	22.9	2.1%	833.1
131.5	8.3%	166.5	49.8	16.5	0.0	19.4	2.0%	1105.6
146.3	8.3%	171.7	54.6	15.7	0.0	29.1	2.5%	1270.4
162.5	8.6%	129.3	59.3	16.7	0.0	32.9	2.1%	1432.5
185.6	9.0%	152.8	67.4	14.1	0.0	28.9	1.7%	1580.6
207.8	8.9%	166.5	118.7	4.7%	0.0	40.9	2.2%	1886.4
200.0	8.0%	167.7	169.3	28.2	0.0	50.9	2.5%	2065.6
227.0	8.0%	163.5	172.4	19.8	11.1	73.0	4.0	2340.8
250.3	8.0%	180.2	21.5	9.3	19.2	64.4	3.1%	2623.6
282.4	8.2%	193.5	273.3	28.9	30.5	90.9	2.7%	2923.3
				27.9	30.9	100.0	2.9%	3431.0

表10 米国の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ジケートの形成」, 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。

受業務にも積極的に参加していたことが、このような高い保有比率につながっていたと考えられる。つまり、米国では19世紀末ごろから急速に社債発行が拡大したことが知られているが、その大部分を占めていたのは鉄道債であり、その引受業者の中心は従来の個人業者であるモルガン商会やターン・ローブ商会であったが、同時に国法銀行、州法銀行、信託会社、生命保険会社の引受活動も活発化しており、シンジケート団幹事になることを規制されていた生命保険会社は、商業銀行や信託銀行を系列下に入れながら事実上幹事となっていた。すなわち、社債引受業者であると同時に機関投資家でもあったといえる²⁵⁾。しかし、1905年から6年にかけて行われたアームストロング調査とその結果行われた保険法改正は、生命保険会社のこのようなあり方に大きな影響を及ぼした。すなわち、アームストロング委員会とは、19世紀末に世界一の規模に達した米国の生命保険会社が、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っていることに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

にも強い規制が敷かれ、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²⁶⁾。したがって、これ以降1930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って電力、ガス、電信電話などの公益事業債、さらには自動車、電気機械、石油、ゴ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ことになる。そして、1930年代からは社債投資においては直接購入、すなわち私募引受が拡大したが、これには1933年証券法制定による公募発行手続きの厳格化がひとつの契機となっている。

第二次大戦中は、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いる(表11参照)。このよう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、1946年59.5%から1956年90.2%に達し、1960年代はほぼ90%台の水準で推移している(表12参照)。この間、大手商業銀行さえもしのぐ資金量を保有するに至った大手生命保険会社は、有力商業銀行と協力関係を結ぶ一方、その傘下にある証券引受業者とも協力関係を強めながら私募債引受業務を拡大していったが²⁷⁾、その保有社債は長期固定金利であ

表11 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
	562	9.5%	1,975	33.2%	83	1.4%	2,021	34.0%	179	3.0%	810	13.6%	311	5.2%	
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%	266	2.3%	1,446	12.5%	604	5.2%	11,538
1930	1,502	8.0%	4,929	26.1%	519	2.7%	7,588	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%	35,912	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%	4,981	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	20,260	6.3%	120,666	37.5%	34,262	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%	156,044	40.0%	35,518	9.1%	106,167	27.2%	11,764	3.0%	30,146	7.7%	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%	64,868	9.9%	150,999	23.1%	22,234	3.4%	54,063	8.3%	54,046	8.3%	654,948
1984	99,769	13.8%	259,128	35.8%	63,335	8.8%	156,689	21.7%	25,767	3.6%	54,505	7.5%	63,776	8.8%	722,979
1985	124,598	15.1%	296,848	35.9%	77,496	9.4%	171,797	20.8%	28,822	3.5%	54,369	6.6%	71,971	8.7%	825,901
1986	144,616	15.4%	341,967	36.5%	90,864	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%	51,236	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%	39,908	3.1%	57,439	4.4%	106,376	8.2%	1,299,756
1990	210,846	15.0%	582,597	41.4%	128,484	9.1%	270,109	19.2%	43,367	3.1%	62,603	4.4%	110,202	7.8%	1,408,208
1991	269,490	17.4%	623,515	40.2%	164,515	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%	1,664,531
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	408,304	19.1%	869,112	40.5%	371,867	17.3%	211,815	9.9%	52,437	2.4%	96,939	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%	49,484	2.1%	100,460	4.3%	139,894	6.0%	2,323,546

(出所) Life Insurance Fact Book, 各年号。

表12 米国の生命保険会社主要28社の社債新規取得状況 (1946年～1966年)
(単位:100万ドル)

	鉄道債			公益事業債			一般事業債			合計						
	私募引受 (A)	その他 (B)	A/B	私募引受 (A)	その他 (B)	A/B	私募引受 (A)	その他 (B)	A/B	私募引受 (A)	その他 (A)	A/B				
1946年	3.3	342.8	346.0	1.0	328.1	624.2	952.3	34.5	1,555.6	316.7	1,872.4	83.1	1,887.0	1,283.7	3,170.7	59.5
1947	2.0	241.3	243.3	0.8	509.5	1,186.1	1,695.6	30.0	1,747.3	262.0	2,009.3	87.0	2,258.9	1,689.4	3,948.3	57.2
1948	47.9	153.7	201.6	23.8	566.3	1,126.7	1,693.0	33.4	2,400.0	107.2	2,507.2	95.7	3,014.1	1,387.6	4,401.7	68.5
1949	23.0	80.6	103.7	22.2	592.6	588.2	1,180.8	50.2	1,801.0	661.9	2,062.8	87.3	2,416.6	930.6	3,347.3	72.2
1950	49.7	207.9	257.6	19.3	646.7	674.0	1,320.7	49.0	1,641.5	65.6	1,707.0	96.2	2,337.8	947.5	3,285.3	71.2
1951	183.0	65.6	248.6	73.6	600.9	277.5	878.3	68.4	2,687.7	179.5	2,867.2	93.7	3,471.5	522.5	3,994.1	86.9
1952	187.1	116.7	303.9	61.6	585.6	211.3	797.0	73.5	3,232.8	225.4	3,458.3	93.5	4,005.6	553.5	4,559.1	87.9
1953	73.7	92.4	166.2	44.3	672.4	230.3	902.7	74.5	2,768.3	174.2	2,942.5	94.1	3,514.5	496.9	4,011.4	87.6
1954	87.2	172.9	260.1	33.4	839.4	418.4	1,257.8	66.7	2,759.7	228.8	2,988.5	92.3	3,686.3	820.1	4,506.4	81.8
1955	48.4	265.6	313.9	15.5	511.4	156.2	667.6	76.6	2,943.5	188.2	3,131.7	94.0	3,503.3	609.9	4,113.3	85.2
1956	54.4	113.8	168.2	32.3	591.1	131.8	722.9	81.8	2,755.6	124.5	2,880.0	95.7	3,401.1	370.0	3,771.1	90.2
1957	42.1	17.5	59.6	70.6	458.5	181.5	640.0	71.6	3,182.1	117.9	3,300.0	96.4	3,682.6	316.8	3,999.6	92.1
1958	6.1	24.0	30.1	20.3	453.0	216.7	669.7	67.6	2,562.4	275.2	2,837.7	90.3	3,021.5	516.0	3,537.5	85.4
1959	46.6	7.6	54.2	86.0	731.0	90.4	821.4	89.0	2,993.1	54.7	3,047.8	98.2	3,770.7	152.7	3,923.4	96.1
1960	57.4	12.2	69.6	82.5	307.8	95.2	403.0	76.4	2,615.4	100.2	2,715.7	96.3	2,980.6	207.6	3,188.2	93.5
1961	27.1	11.4	38.5	70.4	420.5	97.7	518.2	81.1	3,286.6	113.3	3,399.9	96.7	3,734.3	222.4	3,956.6	94.4
1962	11.2	0.6	11.8	94.9	292.4	162.0	454.4	64.3	3,813.4	90.7	3,904.1	97.7	4,117.0	253.3	4,370.3	94.2
1963	34.2	15.3	49.5	69.0	323.5	163.9	487.4	66.4	4,638.4	107.1	4,745.5	97.7	4,996.1	286.3	5,282.4	94.6
1964	53.5	3.2	56.6	94.5	491.9	101.4	593.3	82.9	4,531.0	36.0	4,567.0	99.2	5,076.4	140.6	5,216.9	97.3
1965	30.4	10.7	41.1	74.0	241.2	110.3	351.4	68.6	5,472.6	117.8	5,590.4	97.9	5,744.2	238.8	5,983.0	96.0
1966	95.2	3.4	98.6	96.6	263.5	301.7	565.3	46.6	4,637.4	127.3	4,764.7	97.3	4,966.2	432.4	5,428.6	92.0

(資料) K. M. Wright and R. H. Parks, 1967 *Economic and Investment Report, A Report of the life Insurance Association of America*, December 1967, p. 25.

- (注) 1) 取得額は額面金額ではない。
2) 1956年以降の「鉱工業・その他」および「合計」には期間年未満の短期債を含む。
(出所) 堺雄一「アメリカ私募証券市場の発展と構造」, 有斐閣, 1993年, 193ページ。

表13 生保会社の保有債券の期間別内訳推移 (単位:%)

	1年以下	1年超 3年以下	3年超 5年以下	5年超 10年以下	10年超	合計
1979	7.0	8.1	9.6	22.9	52.4	100
1980	7.8	8.7	10.0	23.2	50.3	100
1981	10.1	10.0	10.7	23.8	45.4	100
1982	9.6	12.0	12.1	24.7	41.6	100
1983	5.0	13.0	12.6	26.5	42.9	100

(資料) *Best's Insurance Management Reports*, Jan. 21 1985, 他より作成。

(出所) 古瀬政敏「アメリカの生命保険会社」, 東洋経済新報社, 1985年, 128ページ。

り, いわばBuy-and-Holdを基本とする運用であったといえる。

しかし, このような私募債投資を中心としたあり方は, 1970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, 70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, 生命保険会社はいわゆる「ディスインターメディアーション対応」を迫られ, ユニバーサル保険(死亡保証

部分と貯蓄部分を切り離し, 市場金利を反映した商品設計で空前のヒット商品となった)に代表されるような新金融商品の開発に凌ぎを削るようになった²⁸⁾。その結果, 流動性を確保しながらALM戦略を構築することとなり, 社債投資においては, 償還期間の短縮化, 私募債から公募債への転換, さらには短期国債への転換が図られた。たとえば, 1979年から1983年にかけての保有債券の期間別構成をみると, 10年超が52.4%から42.9%へと低下する反面, 1年超3年以下が8.1%から13.0%, 3年超5年以下が9.6%から12.6%, 5年超10年以下が22.9%から26.5%とそれぞれ上昇している(表13参照)。また, 運用資産に占める社債の比率も, 1978年の40.0%をピークに1983年35.4%へと低下し, その反面政府証券が1975年5.2%から1986年15.4%へと上昇しており, これは短期国債の増加を反

映するものと思われる（表11参照）²⁹⁾。

3. 1980年代の生命保険会社の社債投資

このように生命保険会社の「ディスインターメディアーション対応」の進展は、その投資規制や業務範囲規制緩和につながり、ニューヨーク州では1983年、州保険法の債券投資規制が緩和された。すなわち、従来社債投資について、量的規制として1社の発行する社債は許容資産の5%以内とすることが定められており（ただし、許容資産に対する社債投資の総額規制は存在せず）、また質的規制として担保付き社債と無担保社債に分けた上での収益規制が敷かれていたが、1983年改正法では前者の量的規制が撤廃され、後者の質的規制も生命保険会社には適用しないこととなったため、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・インディビジュアル・ルールに基づく限り自由な投資が認められることとなった³⁰⁾。

しかし、このような規制緩和によって、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ことから、1987年ニュ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20%以内に制限すること、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こと、を定めた規則130号を制定した。しかし、これらの規制にも関わらず、1991年全米15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³¹⁾、また1990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6.8%に達したため、同年NAICは「中・低価格付け債券の投資モデル規制」を制定した（ここでいう中・低位

区分債券とは、NAICによる6段階の債券区分のうち区分3以下を指し、区分3を中位、区分4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3：BB格、区分4：B格、区分5：CCC～C格、区分6：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5%以内とする、②区分4以下の債券比率は合計で10%以内とする、③区分5以下の債券比率は合計で3%以内とする、④区分6以下の債券比率は1%以内とする、⑤同一機関が発行する中位区分債券は1%以内、同じく低位区分債券は0.5%以内とする（ただし、同一機関の中・低位区分債券合計は1%以内であること）、などとなっている³²⁾。

ただし、この投資モデル規制の制定された1990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6.7%、一般勘定債券シェアでも11.6%となっており、またデフォルト社債の比率をみても、一般勘定資産シェアで0.3%、一般勘定債券シェアでも0.5%となっているが（表14参照）、前者の数字は、同年の公募社債発行全体に占めるジャンク債の比率が1.3%であったことを考えれば高いとはいえ、またジャンク債のデフォルト率も90年には10%に達したものの、80年代は1～5%台で推移していた（図1参照）。したがって、米国の生命保険会社は全体的とし

図1 ハイ・イールド債のデフォルト率推移

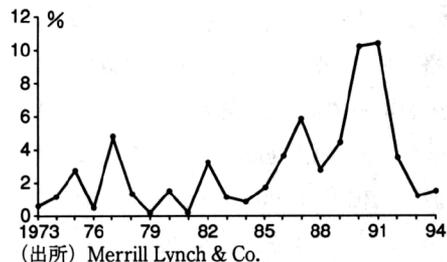


表14 米国生命保険会社保有債券の区分別分布状況

区分	1990年			1991年			1992年		
	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
区分2	158,658	12.7	21.7	172,278	12.8	21.2	196,225	13.8	21.6
上位合計	645,505	51.7	88.4	742,100	55.1	91.3	841,155	59.1	92.6
中位									
区分3	33,352	2.7	4.6	28,244	2.1	3.5	27,997	1.9	3.1
下位									
区分4	34,213	2.7	4.7	25,564	1.9	3.2	24,103	1.7	2.6
区分5	13,063	1.0	1.8	10,708	0.8	1.3	10,083	0.7	1.1
区分6	3,461	0.3	0.5	5,999	0.4	0.7	5,433	0.4	0.6
中・下位合計	84,089	6.7	11.6	70,515	5.2	8.7	67,616	4.7	7.4
合計	729,594	58.4	100.0	812,615	60.3	100.0	908,771	63.8	100.0
内公募	524,903	42.0	71.9	597,556	44.3	73.5	685,006	48.1	75.4
内私募	204,691	16.4	28.1	215,059	16.0	26.5	223,765	15.7	24.6

(出所) American Council of Life Insurance.

ではジャンク債投資に慎重であったといえる。それにもかかわらず、ジャンク債投資が問題視されたのは、例えばファースト・エグゼクティブのように一般勘定資産比率が60%を超えるような突出したジャンク債投資を行い、そこでの評価損が格付けの低下をまねいたことから、取り付けが発生し、当局によってその管理下におかれるという事態に至るなどしたためであると思われる。

4. 最近の生命保険会社の社債投資

以上のような1980年代の規制緩和と再規制を経て、90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3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14に示されているように、AAA格からA格までを含む区分1の債券シェアは、1990年66.7%から、翌1991年には70.1%へと急増し、その後1996年には71.8%となっている。また、BBB格に相当する区分2の同シェアは、1990年21.7%から1996年22.9%へとわずかながら増加し、上位区分合計では、1990年

88.4%から1991年91.3%へと上昇し、1996年94.7%に達している。逆に、中・下位債では、BB格に相当する区分3が、1990年4.6%から1991年3.5%へと減少し、その後1996年には3.2%へと低下しているほか、B格に相当する区分4は1990年4.7%から1991年3.2%、さらに1996年0.2%まで低下、またCCC格からC格までを含む区分5は1990年1.8%から1991年1.3%へと低下した後、1996年には0.1%に低下しており、中・下位債券合計では1990年11.6%から1991年8.7%へと低下した後、1996年5.3%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、1990年1.3%と大きく低下した後、ほぼ一貫して回復傾向にあり、1996年6.3%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14に示されるように、私募債の債券シェアは、1990年28.1%から1996年22.4%へと一貫して低下しており、逆に公募債が71.9%から77.6%へと上昇している。このことは2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

(表14続き)

(単位：100万\$, %)

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									
	(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)		(%)	(%)
726,789	47.6	71.3	782,951	49.2	71.9	839,463	49.9	72.1	883,817	52.3	71.8
235,970	15.4	23.1	248,282	15.6	22.8	264,229	15.7	22.7	281,769	16.7	22.9
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
30,558	2.0	3.0	34,857	2.2	3.2	36,929	2.2	3.2	39,950	2.4	3.2
17,791	1.2	1.7	17,763	1.1	1.6	19,843	1.2	1.7	21,859	1.3	1.8
5,748	0.4	0.6	3,664	0.2	0.3	2,370	0.1	0.2	2,273	0.1	0.2
2,950	1.2	0.3	2,092	0.1	0.2	1,014	0.1	0.1	672		0.1
57,047	4.8	5.6	58,376	3.6	5.3	60,156	3.6	5.2	64,754	3.8	5.3
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
784,035	51.4	76.9	844,851	53.0	77.5	907,498	54.0	78.0	954,246	56.5	77.6
235,771	15.4	23.1	244,758	15.4	22.5	256,350	15.2	22.0	276,130	16.3	22.4

て続いていると見る事ができるが、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、1990年31.5%から1995年17.6%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50社から60社程度で、単一銘柄に1000万ドル以上投資するのは上位15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85%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なっているという見方もなされている³⁰⁾。したがって、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15でみると、1990年から1995年にかけて10年超20年以下の社債が37.5%から15.4%へと顕著に低下し、逆に1年超5年以下が24.0%から28.1%、また5年超10年以下が28.4%から34.0%

表15 米国生命保険会社の保有債券の期間別分布状況 (単位：%)

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						
1980	5.3	12.6	13.7	68.5	—	100.0
1985	4.9	24.9	20.1	50.1	—	100.0
1990	7.0	12.6	15.6	64.8	—	100.0
1995	5.9	23.9	27.8	21.4	21.0	100.0
社債						
1980	8.1	19.7	24.8	47.4	—	100.0
1985	5.9	26.9	29.7	37.5	—	100.0
1990	10.1	24.0	28.4	37.5	—	100.0
1995	9.0	28.1	34.0	15.4	13.5	100.0
合計						
1980	7.7	18.6	23.1	50.5	—	100.0
1985	5.6	26.3	26.8	41.3	—	100.0
1990	9.3	21.0	25.1	44.6	—	100.0
1995	8.1	26.8	32.0	17.3	15.8	100.0

(出所) American Council of Life Insurance.

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1995年から20年超の項目新たに加わり、13.5%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っそう顕著なものとなっている。近年、米国の社債市場では25年から30年の長期債や100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。

小括

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うになったのは1980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っ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っ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っているものの、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、1980年代後半に問題となっ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っ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80年代の投資姿勢は慎重であり、かつその慎重姿勢は90年代に入ってより強まっ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、次章では日本の生命保険会社の社債投資における課題を、社債市場の側と生命保険会社側に分けて検討する。

- 21) J. E. Hedges, *Commercial Banking and the Stock Market before 1863*, 1938, p.37, 参照。
- 22) Willis and Bogen, *Investment Banking*, 1929, p. 220.
- 23) 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*, 1963, p. 73, 参照。
- 24) 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, 1996年, 所収, 145ページ, 参照。
- 25) この間の生命保険会社による社債引受活動については、堺雄一「アメリカ私募証券市場の発展と構造」, 有斐閣, 1993年, 46~58ページ, 参照。
- 26) アームストロング調査については、呉天降「アメリカ金融資本成立史」, 有斐閣, 1971年, 385~390ページ, 参照。

- 27) この間の主要生命保険会社の証券投資と私募引受については、堺雄一, 前掲, 第4章第2節, 206~291ページ, に詳しい。
- 28) これについては、古瀬政敏「アメリカ生命保険会社の新経営戦略」, 東洋経済新報社, 1989年, 2~17ページ, 参照。
- 29) この時期の生命保険会社のALM戦略については、古瀬政敏「アメリカの生命保険会社」, 東洋経済新報社, 1985年, 127~132ページ, および古瀬政敏「アメリカの生命保険会社の新経営戦略」, 162~180ページ, 参照。
- 30) 古瀬政敏「アメリカの生命保険会社の経営革新」, 東洋経済新報社, 1996年, 28ページ, 参照。
- 31) この事例とジャンク債投資については、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。
- 32) 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」, 32~47ページ, 参照。
- 33) マーシャル・ギットラ「米国の私募債市場」, 『公社債月報』, No.493, 1997年10月, 19ページ, 参照。

Ⅲ. 生命保険会社の社債投資の日米比較

I章では、日本における社債消化構造を概観した上で、生命保険会社の社債投資の歴史的推移を考察し、さらにII章では米国における社債保有構造を概観した上で、同様に生命保険会社の社債投資の歴史的推移を考察したが、日米間における生命保険会社の社債投資上の相違点として、第一に米国の生命保険会社の私募債に対する取り組みが積極的であるのに対し、日本では消極的であること、第二に米国の生命保険会社が低格付社債に対しても全体的に慎重な姿勢を強めつつも投資を継続しているのに対し、日本では内規などによってBBB格以下の投資を自ら規制している場合が多いことが指摘できる。

そこで、本章ではこれらの相違点を中心に考察した上で、これらの相違点の生じる要因と今後の課題について検討する。その際、生命保険会社側の要因および課題と、社債市場に内在す

る要因および課題とに分けて検討する。

1. 私募債に対する取り組みの差

前章でもみたように、アメリカの生命保険会社の社債保有の特徴のひとつは、私募債投資の比重が高かったことである。アメリカの生命保険会社は、1930年代から私募債投資を拡大し、戦時期には低下するものの戦後さらに活発化させ、1960年代には社債投資額のうち私募債投資額が90%以上の水準で推移している。その後、1970年代後半からの高金利・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、いわゆる「ディスインターメディアーション対応」を迫られ、ユニバーサル保険（死亡保証部分と貯蓄部分を切り離し、市場金利を反映した商品設計で空前のヒット商品となった）に代表されるような新金融商品の開発に凌ぎを削るようになった。その結果、流動性を確保しながらALM戦略を構築することとなり、社債投資においては、償還期間の短縮化、私募債から公募債への転換、さらには短期国債への転換が図られた。1990年代以降も運用資産に占める私募債投資のシェアは低下傾向にあり、私募債の債券シェアは、1990年28.1%から1996年22.4%へと一貫して低下しており、逆に公募債が71.9%から77.6%へと上昇している。このことは、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、1990年31.5%から1995年17.6%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50社から60社程度で、単一銘柄に1,000万ドル以上投資するの

は上位15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85%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なっているという見方もなされている。したがって、最近では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。

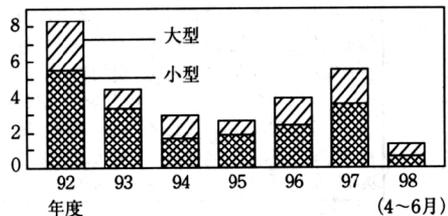
それに対し、日本では生命保険会社の私募債に対する取り組みをみると、かつて銀行および証券会社に限定されていた私募債斡旋業務が、1988年1月から生命保険会社に対しても解禁されたことに伴い、生命保険会社もこの業務への進出を積極的に進め、とくに大型私募債といわれる発行額100億円以内の私募債の主幹旋については、生命保険会社が大きなシェアを占めるにいたり、1991年には104件の主幹旋（29%）を獲得している（表16参照）。しかし、この拡大の背景には、私募債斡旋業務を手がかりに企

表16 大型私募債の主幹旋状況の推移

	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年
長期信用銀行	1(2)	0(0)	4(5)	31(9)	14(9)
都市銀行	26(47)	22(44)	36(46)	192(54)	53(33)
信託銀行	0(0)	0(0)	5(6)	16(4)	8(5)
地方銀行	0(0)	2(4)	6(8)	13(4)	14(9)
生命保険	28(51)	26(52)	28(35)	104(29)	69(43)
農林中金	0(0)	0(0)	0(0)	1(0)	1(1)
合計	55	50	79	357	159

(注) 単位：件、カッコ内はシェア：%
(出所) 『日経公社債情報』, 1993年1月25日。

図2 私募債発行額の推移（千億円）



(出所) 『日経公社債情報』, 1998年7月13日, 2ページ。

業財務へ接近し、総合的な金融取引関係を結ぶという経営戦略があると同時に、当時保険審議会で検討されていた保険会社の証券業務参入にむけての実績作りという意味合いもあったことが指摘されている³⁰⁾。したがって、その後保険審議会で論議されていた証券参入が見送りになったため、生命保険会社の私募債斡旋業務への取り組みは積極性を失ったといわれ、私募債市場自体も92年をピークに低下を続けている(図2参照)。現在、大手生命保険会社の私募債投資状況は、年間数十億円程度であるとされ、また運用資産に占める割合も著しく小さく(表17参照)、アメリカの生命保険会社とは比べ物にならないのが実状である³⁵⁾。以上のように、日本の生命保険会社が私募債投資に対する姿勢が消極的であるのは、信用リスクの分析・管理体制が不備であることなど生命保険会社側の要因と、プライシングや売却の自由度、さらには情報開示など社債市場の側の要因があるものと考えられるが、他方でリスク・リターンに見合った条件設定がなされれば、私募債は生命保険会社にとって魅力的な投資対象でもあり、また生命保険会社資金の流入は私募債市場の拡大にとって好ましい影響を与えうるものと思われるが、これについては後節で検討する。

2. 低格付け債投資に関する相違

前章でも触れたように、1870年代後半からアメリカでは、生命保険会社の「ディスインターメディエーション対応」が進展し、その投資規制や業務範囲規制が緩和されたが、ニューヨーク州では1983年、州保険法の債券投資規制が緩和され、従来社債投資について、量的規制として1社の発行する社債は許容資産の5%以内とすることが定められており(ただし、許容資産に対する社債投資の総額規制は存在せず)、また質的規制として担保付き社債と無担保社債に分けた上での収益規制が敷かれていたのが、1983年改正法では前者の量的規制が撤廃され、後者の質的規制も生命保険会社には適用しないこととなったため、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・インディビジュアル・ルールに基づく限り自由な投資が認められることとなった。

そして、このような規制緩和によって、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ことから、1987年ニュ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20%以内に制限すること、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こと、を定めた規則130号を制定した。しかし、こ

表17 主要生命保険会社の私募債投資状況(単位:億円)

社名	運用資産額	社債保有額(%)	私募債投資額	(%)	私募債投資担当部署
日本生命	392,984	31,106	7.9%	年間平均数十億から多くても100億円程度	N.A 融資総務部
第一生命	276,100	15,148	5.5%	年間数十億円程度	N.A 市場金融部
住友生命	230,953	10,953	4.7%	年間数十億円程度	N.A 市場金融部融資企画課
明治生命	164,560	10,049	6.1%	213億円(96年度), 194億円(97年度)	2.1 財務部融資業務グループ
朝日生命	118,767	2,839	2.4%	78億円(96年度), 59億円(97年度)	2.7 財務部
三井生命	100,973	4,303	4.3%	年間数十億円程度	N.A 融資部
大同生命	49,967	8,034	16.1%	8億円(97年度)	0.1 市場金融部
東京生命	14,294	370	2.6%	6億円(97年度)	1.6 証券投資部

(注) 運用資産額および社債保有額は、1996年度決算。また、社債は金融債などを含む。
(出所) 『インシュアランス生命保険特集号』, 1997年版および『公社債情報』, 1998年7月13日。

これらの規制にも関わらず、1991年全米15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、また1990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6.8%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。この規制は、①許容資産に占める中・低位債券比率を5%以内とする、②区分4以下の債券比率は合計で10%以内とする、③区分5以下の債券比率は合計で3%以内とする、④区分6以下の債券比率は1%以内とする、⑤同一機関が発行する中位区分債券は1%以内、同じく低位区分債券は0.5%以内とする（ただし、同一機関の中・低位区分債券合計は1%以内であること）、などとなっている。

ただし、この投資モデル規制の制定された1990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6.7%、一般勘定債券シェアでも11.6%となっており、またデフォルト社債の比率をみても、一般勘定資産シェアで0.3%、一般勘定債券シェアでも0.5%となっているが、前者の数字は、同年の公募社債発行全体に占めるジャンク債の比率が1.3%であったことを考えれば高いとはいえず、またジャンク債のデフォルト率も90年には10%に達したものの、80年代は1~5%台で推移していた。したがって、米国の生命保険会社は全体的としてはジャンク債投資に慎重であったといえる。それにもかかわらず、ジャンク債投資が問題視されたのは、例えばファースト・エグゼクティブのように一般勘定資産比率が60%を超えるような突出したジャンク債投資を行い、そこでの評価損が格付けの低下をまねいたことから、取り付けが発生し、当局によ

ってその管理下におかれるという事態に至るなどしたためであると思われる。

その結果、1990年代では高格付け債への投資が相対的に増加している。AAA格からA格までを含む区分1の債券シェアは、1990年66.7%から、翌1991年には70.1%へと急増し、その後1996年には71.8%となっている。また、BBB格に相当する区分2の同シェアは、1990年21.7%から1996年22.9%へとわずかながら増加し、上位区分合計では、1990年88.4%から1991年91.3%へと上昇し、1996年94.7%に達している。逆に、中・下位債では、BB格に相当する区分3が、1990年4.6%から1991年3.5%へと減少し、その後1996年には3.2%へと低下しているほか、B格に相当する区分4は1990年4.7%から1991年3.2%、さらに1996年0.2%まで低下、またCCC格からC格までを含む区分5は1990年1.8%から1991年1.3%へと低下した後、1996年には0.1%に低下しており、中・下位債券合計では1990年11.6%から1991年8.7%へと低下した後、1996年5.3%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、1990年1.3%と大きく低下した後、ほぼ一貫して回復傾向にあり、1996年6.3%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。

このように米国の生命保険会社が、慎重な投資姿勢を保ちつつジャンク債投資を行っているのに対し、日本の生命保険会社は低格付け債投資を忌避する傾向が強い。もっとも、日本の普通社債市場ではジャンク債は現在のところ発行されておらず、投資対象とはならないことはいうまでもないが、たとえば投資適格債の最下位であるBBB格ですら、社内規定によって投資しないという生命保険会社が多いといわれる。こ

のことは主要生命保険会社12社アンケート調査においても、BBB格投資に前向きな姿勢を示しているところはほとんどなく、多くが慎重ないし消極的姿勢を示していることでも明らかである。また、このことはA格以上の投資に対して、前向きな姿勢が見うけられることと対照的な結果となっている(表18参照)。

以上のように、日本の生命保険会社がBBB格以下の社債投資に対する姿勢が消極的であるのは、信用リスクの分析・管理体制が不備であることなど生命保険会社側の要因と、プライシングやマーケットメイク、さらには格付けの信頼性など社債市場の側の要因があるものと考えられるが、他方生命保険会社側においても今後運用効率を高めていくためにはBBB格社債投資を行う意義はあり、また社債市場の拡大にとっても生命保険会社資金の流入が好ましいことであることは言うまでもない。そこで、この点について、節を改めて検討する。

3. 社債市場における意義と課題

前節でも述べたように、私募債投資も、BBB格投資もリスク・リターンに見合った条件設定がなされれば、魅力的な投資対象であり、また生命保険会社資金の流入は市場拡大に貢献するという点において意義もあるが、課題もあると思われる。ここではその課題について考察する。

まず、私募債市場の課題としては、第一にプライシングが指摘できる。私募債は公募債に比べ流通性に欠ける点、通常利回りは高く設定されるが、現状では公募債に対する上乗せはあまり厚くない場合が多いといわれている。この要因としては、銀行系証券子会社が私募債の取扱に積極姿勢を強めていることから、過当競争が

条件の悪化を引き起こしていることも考えうるが、次節で述べるように、生命保険会社側の投資姿勢にも課題があると思われる。

第二に、転売については、従来日本では大蔵省の規制によって規制されていた。大蔵省の規制は公募市場とのバランスを考慮したものであり、私募債の投資家は取扱金融機関に対して発行後2年以内は転売しない旨の確認書を提出していた。これに対し、米国では1990年に規則144Aの導入によって、転売規制が緩和され、144A私募が拡大したが、日本でも98年6月転売制限が撤廃され、さらにこの転売制限撤廃は小人数私募にも適用されるため、適格機関投資家にも転売が認められている米国以上に転売の自由度が高まり、個人や事業法人でも私募債を購入できることとなった。もっとも、この規制緩和の影響を検討するにはまだ十分な時間が経過していないが、このような転売制限の撤廃によって情報開示の問題がより大きく浮上してくることはいうまでもない。

そこで、第三に情報開示についてであるが、私募債の発行には証券取引法上の届出書および目論見書は必要とされないため、今回の転売制限撤廃にともない証券業協会が情報開示ルールを定めたが、それによると私募債は勧誘を行う際、「発行体の作成する発行者情報及び証券情報を記載した資料を当該顧客又は他の協会の求めに応じて交付する等の方法により、発行者情報及び証券情報の説明に努めること」とされている(証券業協会自主ルール)のみで具体性に欠けていることが指摘されている³⁶⁾。したがって、今回の転売制限撤廃によって、制度上売却の自由度は高まったが、実際に私募債が売買されるためには、米国の144A私募で行われているように、直近の監査済み財務諸表を投資家に

表18 主要生命保険会社のBBB格社債投資

社名	社債投資の基準	BBB格以下の投資姿勢	BBB格以下の市場拡大条件	A格以上の投資姿勢
日本生命	BBB格以上	現在は消極的、景気動向に変化があれば再開	企業の情報開示、適切な格付け、私募集債の流通制限撤廃	スプレッド、年限等の条件があれば継続投資
住友生命	社内格付けを基準	社内格付けに基づき銘柄ごとに判断	証券会社のマーケットメイク	魅力的だが流動性の面で国債に劣る
明治生命	独自の定量・定性分析を加え投資銘柄選定	BBB格以下は時期尚早で極めて限定的	時価ベースの情報開示	スプレッドはタイトになり勝ちで現在は魅力的でない
大同生命	BBB格以上を投資対象とし独自の審査基準で選別格付け別の保有限度内	低格付け債ほど収益率は高いが発行市場が麻痺しており十分取り組めない	スワップスプレッドの銘柄間格差が大きき銘柄選択 能力が一番発揮できるクラス	
朝日生命	規模・発行体・格付け別に保有限度額あり	BBB格以下は投資対象にあらず、保有なし	証券会社のマーケットメイク	国債とのスプレッドがあれば魅力的
千代田生命	BBB格以上は金額によって上位者の決済が必要 A格未満は審査部門の合議が必要	BBB格以下は残高制限があり慎重に対応	流通市場拡大、格付け会社の信頼性向上、外国社債との裁定	制約条件が少なく利回りは魅力的で徐々に残高を増やす
富国生命	海外格付け会社を含めBBB以下の格付けが1社でもある銘柄には投資せず	予定なし。社債の償還に関するIRがなく、慎重にならざるを得ない	発行体のIRの充実	発行体の財務内容などによってリスクリミアムが享受できるときは積極投資
三井生命	運用細則でBBBか九以上を投資対象としている	個別の信用リスクを分析し、将来に格上げが見込まれる銘柄について一定のスプレッドを確保できるときを前提に投資の可能性はあるが、BBBは対象外	発行体の情報開示の充実、投資家の信用リスク体制整備	A格以上は相対的に魅力的で、今後も投資 銘柄は流動性を重視
東京生命	BBB格相当以上	BBB格以下への投資は当面見送りハイターボンであっても信用リスク重視	流通市場の整備	利回り格差拡大局面では業種を考慮して選別投資
協栄生命	BBB格以下は投資対象とせず	流通市場が小さくリスクが高いだけで魅力的でない	損保保証付きなど信用補完、流通市場の整備	条件設定に課題はあるが、流通市場も整備されつつあり今後も選別投資
第百生命	原則A格以上	信用リスクを考え投資は考えていない	流通市場の整備と拡大	信用リスクはとりづらくA格でも投資しにくい
太陽生命	BBB格以上。格付け別にラインあり	銘柄ごとに判断。ポートフォリオの一部として保有する意味あり	徹底した情報開示、IR実施した上で起債	スプレッドの押し目買い

(資料)「日経公社債情報」、1998年6月8日、3～5ページ、より作成。

提出するような明確なルール作りが必要なのではないかと思われる。

次に、BBB格社債について、第一にプライシングであるが、現在BBB格企業が起債するとすれば、スワップ金利とのスプレッドで見た場合、かなり高い水準で金利が決定される可能性が高く、投資家としては魅力的な利回りが得られる可能性も高いが、現実にはBBB銘柄は1997年12月発行のミノルタ債以来発行が途絶えたままになっている。この要因として、BBB格企業の場合、銀行借入の方が社債発行よりも資金調達コストが低いことが指摘されている³⁰⁾。すなわち、スワップ金利とのスプレッドで見た場合、銀行借入が0.5～6%であるのに対し、社債発行は1.5～2.0%、さらに場合によっては2%以上の場合もありうるといわれているが、このような格差の生じる要因として、次の二点が挙げられる。まず、BBB格企業は、直接金融の部面では格付けの低さのために社内規定などによって機関投資家の投資対象とされない場合が多いが、他方銀行にとっては、今後貸付を拡大したい優良貸付先である場合が多く、むしろ貸出競争が生じているといわれている点である。すなわち、AAA格ないしAA格の超優良企業への貸付の場合、銀行の格付けが低下しているために貸出は逆ザヤになる可能性があり、またCCC格以下の企業は、早期是正措置や自己査定導入によって、「貸し渋り」の対象となるため、銀行はBBB格企業への貸付にシフトすることによって総資産利益率の改善を図っているとされている。次に、現在の貸出レートが低すぎるという点である。最近、銀行はデフォルト率に基づく独自の信用格付けを行っており、リスクに応じた融資レートを算出しているが、それに比べて現実の融資レートは低いといわれている。これは、

普通社債の利回りは、例えば信用不安を背景に急激に上昇しうるのに対して、融資レートは相対交渉によって設定されるために契約更改時にしか引き上げられず、さらに前述のような貸出競争も加わって、引き上げはより一層難しいといわれている。したがって、これらBBB格企業の資金調達には銀行借入にシフトし、社債発行がこの間途絶えているわけだが、BBB格企業の中には、長期安定的資金調達という観点から起債を検討する企業もあり、また98年度は転換社債の償還が相次ぐため、その償還資金需要によるBBB格の起債も予想されている。

第二に、マーケットメイクについては、もともと社債の売買は低調で、最近でも公募社債の回転率(片道計算)は0.3程度であり、マーケットメイクを行う証券会社は在庫リスクを負担せざるを得ないのが実状である。その意味では、機関投資家の社債投資がBuy-and-Hold中心であるために、売買が低調であることが証券会社のマーケットメイクを消極的にしているという側面も強い。しかし、その一方で低格付け債ほど証券会社にとって収益機会が大きいことから、アナリストを配して信用リスク分析を強化し、きめこまかくマーケットメイクを行おうとする証券会社の動きもあり、マーケットメイクのみならず引受をも含めて、今後BBB格社債に対する証券会社側の取り組みが注目されている。

第三に、現在格付けの信頼性が低いとされている点については、例えば日系格付け機関の場合、AAA格～A格に比べて、BBB格の利回りの標準偏差が大きく、同じBBB格銘柄でも相当な利回り格差があり、かなり幅広い銘柄がBBB格に格付けされているものと見受けられることが指摘できる³⁰⁾。この要因については、よく言われるように、日系格付け機関の格付けが緩いた

めに、本来BB格以下に格付けされるべき銘柄がBBB格に格付けされているという可能性と、反対に格付け機関の格付け基準は一定しているにもかかわらず、国内機関投資家が同じBBB格社債でも個別銘柄によってきわめて選別的な投資判断を行うために利回り格差が生じているという可能性が考えられ、現時点ではいずれとも断定できないが、いずれにせよ格付け機関の信頼性が低いことを反映しているものと考えられる。しかし、格付け機関の信頼性が高まらなかった要因は、社債市場の内部に求められるべきであると考えられる。すなわち、格付けとは社債デフォルトの可能性についての客観的表示であり、米国で社債の格付け機関の評価が高まったのは1930年代の大恐慌期であるとされているが、これに対して日本では最近まで適債基準があり、そもそも起債市場に参加できるのは優良銘柄に限定されていたのみならず、いったんデフォルトが発生しても受託銀行一括買取りによって処理されたため、投資家はデフォルト・リスクを負担することなく社債投資を行ってきたという背景があり、いわば日本の格付け機関はデフォルトの可能性を評価する状況にそもそも置かれていなかったといえる。しかし、1997年のヤオハン社債のデフォルトの際には社債管理会社は買取処理を行わず、一般投資家も実損を被る事態となり、今後はデフォルトの可能性の評価がより切実に要求されるようになってきている。したがって、市場が格付け機関を評価する事態になり、そのことが格付け機関の信頼性向上の契機となりうるものと思われる。

4. 生命保険会社側の意義と課題

株安・低金利という運用難のなかで、生命保

険会社にとって私募債投資およびBBB格投資は、前節で考察したような社債市場の側の課題が克服されれば、収益性の高い投資機会が期待される市場であり、運用効率性を高める上で意義あるものと思われるが、これらの分野の取り組みが遅れていることについては、生命保険会社側にも要因があり、課題があるものと思われる。

まず、私募債市場については、生命保険会社の多くが私募債投資を融資担当部署で行い、融資案件同様の審査を行っているため、私募債の利回りが貸出金利とほぼ同じ水準になっていることも指摘されている。とくに、前述のように公募のBBB格の利回りは、融資金利に比べてかなり高くなっているが、私募の場合、生命保険会社は融資担当部署で審査するため、貸出金利と競合関係が生じ、貸出金利の水準で決定される場合が多いといわれている³⁹⁾。その意味では、生命保険会社の取り組みにも課題があるものと考えられるが、今後運用競争が激化する中で、このようなあり方が維持されにくくなっていく可能性は大きいと思われる。

次に、BBB格社債については、生命保険会社の多くが社内規定などによって投資に消極的であるが、このような一律的な規定が設けられる背景には、低格付け銘柄に対する個別的な信用リスク分析・管理体制が未整備であることが指摘できる。もっともこのような体制を整えるには十分な時間が必要だが、今後BBB格以下の社債のリパッケージ債などが表れる可能性はあり、多数の銘柄をリパッケージすることによってリスク分散を図る商品となるが、このような商品に取り組むことから低格付け投資に対応していくことは可能であると思われる。

- 34) 拙稿「わが国私募債市場の制度的位置づけと拡大の背景」,『証研レポート』, No.1496, 1993年3月, 11~12ページ, 参照。
- 35) 「私募債の研究」, 『日経公社債情報』, 1998年7月13日, 2~7ページ, 参照。
- 36) 前掲「私募債の研究」, 『日経公社債情報』, 1998年7月13日, 4ページ, 参照。
- 37) 「BBB格社債の研究(上)」, 『日経公社債情報』, 1998年6月15日, 2~3ページ, 参照。
- 38) これについては、厳密に分析したわけではないが、例えば『日経公社債情報』では、各号巻末に格付マトリックス表が掲載されており、直近の1998年7月6日号のデータによると、日本格付投資情報センターの格付けでは、AAA格の利回りの標準偏差が各年限で0.1程度であるのに対し、BBB格のそれはほぼ0.5から0.7となっており、BBB格の利回りが広い範囲にばらついていることがわかる。これは、もう一社の日系格付け機関である日本格付研究所でも同様である。しかし、ムーディーズ社では、AAA格のそれはほぼ0.1程度であるのに対し、A格は0.2から0.3、Baa格でも0.2から0.3程度と、格付けが低くなるにつれ若干ばらつきが大きくなる傾向があるものの、日系2社に比べるとより小さくなっている。
- 39) 前掲「私募債の研究」, 『日経公社債情報』, 1998年7月13日, 3ページ, 参照。

まとめ

以上のように、日米の生命保険会社の社債投資を比較した場合、私募債投資の取り組みと低格付け社債投資への広がりという2つの分野において著しい相違があり、日本の生命保険会社はこの2分野における取り組みが消極的であることが確認され、今後これら分野への取り組みを積極化させていく上での課題を、社債市場の側と生命保険会社の側から考察した。その結果、いずれの側の課題も急速には解消しないと思われるが、社債市場の側の課題については変化の可能性はあり、また生命保険会社側の課題も今後の生命保険会社の運用難の中で解消されていく可能性は大きいと思われる。

(謝辞) 本稿を作成するに際し、簡易保険文化財団より研究助成を賜りましたことを感謝いたします。

(当所大阪研究所主任研究員)