

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

中浜 隆

(小樽商科大学専任講師)

1. はじめに
2. 商品改革の進展
 - (1) 団体年金
 - (2) 団体年金の展開
 - (3) 普通生命保険
3. 負債構成と収益構造
 - (1) 責任準備金の構成変化
 - (2) 収支構成の変化
 - (3) 収益構造の変化
 - (4) 剰余金・資本金比率の低下
4. おわりに

1. はじめに

近年、アメリカの生命保険業は、その構造に変化が生じている。それは、生命保険会社の資産・負債構成の変化だけでなく、その子会社や関連会社の設立、買収による多角的な業務の展開となって現れてい

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

る。生命保険業の構造変化は、第二次大戦後、数回にわたって到来した高インフレ・高金利、とりわけ70年代末に到来した史上空前の高インフレ・高金利とその後の大きな金利の変動、またいわゆる金融革新のもとで進展した金融の証券化(securitization)や企業の合併・買収運動(M&A Movement)などによってもたらされたものである。近年取り上げられている生命保険会社の支払い能力(solvency)の確保や自己資本(剰余金・資本金)規制問題は、こうした生命保険業の構造変化に基づくものであるといえるであろう。

上述した生命保険業をとりまく環境変化のもとで、生命保険会社は、1960年代前半以降、年金・生命保険商品の改革を行ってきた。それは、まず生命保険会社の保険部門(line of business)のなかの団体年金部門において行われ、さらには個人年金部門や普通生命保険部門においても展開された。こうした商品改革は、直接的には生命保険会社の負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。しかしそれは同時に、資産側における金融業務としての資産運用の展開と関わりながら進展してきたものである。

本稿では、生命保険会社の負債構成と収益構造の変化について考察する。それは、60年代前半以降、進展してきた生命保険会社の年金・生命保険商品の改革の進展にともなってもたらされたものである。そこで以下では、まず、生命保険会社の商品改革について述べておきたい。次に、こうした商品改革の進展のもとで、生命保険会社の負債構成と収益構造にどのような変化が見られるかについて検討することにする。

2. 商品改革の進展¹⁾

(1) 団体年金

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

生命保険会社の団体年金業務は、1920年代末における団体年金契約の締結に始まる。第二次大戦後のいわゆるペンション・ドライブのもとで発展した企業年金制度において、保険型年金として生命保険会社が提供する団体年金商品は、おもに団体据置年金契約と団体預託管理契約であった（保険型年金準備金に占める団体据置年金契約と団体預託管理契約（直接参加預託管理契約を含む）の準備金の割合はそれぞれ、50年73.7%、4.0%、55年70.0%、9.5%、60年61.9%、17.9%）²⁾。

団体据置年金契約では、年金掛金は、年金購入料率に基づいて決定される。年金掛金は、年金加入者のために、据置終身年金の単位の購入によって積み立てられる。そして年金給付は、一定の期間が経過したのちに開始される。

団体預託管理契約が普及したのは、使用者が年金制度の規定や基金積立て手続き、投資政策における柔軟性を求めはじめた第二次大戦後の50年代初めである。この契約では、使用者による年金掛金は、年金加入者が退職するまで一つの勘定（現職者基金などと呼ばれる）で保有される。そして退職した年金受給者のために、その勘定から即時開始年金が購入される。その場合、年金掛金は、年金購入料率に固定される必要はない。もっとも、年金受給者が退職した時点で、妥当な金額の即時開始年金が購入できる基金を積み立てるのに、年金掛金総額が十分でなければならない。また年金掛金は、初めは当該契約の経験を反映しうる推定年金費用に基づき、その後、実際経験にしたがって調整される。それは、配当あるいは料率付与によって行われる。

1950年代から60年代にかけて、生命保険会社の貸借対照表上の負債側における責任準備金に占める団体年金の割合は増大している（55年17.5%、60年19.6%、65年21.3%）。しかし保険型年金の伸び率

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

は、非保険型年金のそれに対して低下していた（私的年金資産に占める保険型年金資産と非保険型年金資産の割合はそれぞれ、50年49.5%、50.5%、55年44.1%、55.9%、60年33.1%、66.9%、65年26.9%、73.1%）³⁾。それは、各州の保険法や規制によって、年金資産の運用を含む生命保険会社の資産運用に対する量的な投資制限と、年金掛金に付与される金利に対する全資産合同方式の採用が規定されていたためであった。

保険型年金の伸び率の低下に対処するために、生命保険会社は従来の団体預託管理契約（直接参加預託管理契約を含む）に対して二つの対応措置を採っている。団体年金商品に対する対応措置は、年金資産の運用面に対するそれとして、したがって上述した二つの規定に対するそれとして採られることになる。一つは、量的な投資制限規制に対する対応措置として、それが比較的緩やかな分離勘定を導入する（さらにそれによって変額年金を創設する）⁴⁾ことである。もう一つは、全資産合同方式に対する対応措置として、それに代わって投資年度別方式を採用することである。⁵⁾

分離勘定では、使用者による年金掛金は、積立期間中、その勘定で運用され、投資成果が年金資産額に直接、反映される。そして退職した年金受給者のために、その勘定から即時開始年金が購入される。その場合、年金購入資金は現金で分離勘定から一般勘定に移転され、年金給付期間中、その勘定で運用される。変額年金は、年金掛金が積立期間と年金給付期間のいずれも分離勘定で運用され、したがって投資成果が積立期間中の年金資産額だけでなく年金給付期間中の年金給付額にも直接、反映されるものである。

投資年度別方式とは、一般勘定資産の投資収益の割当にさいして、年金掛金にその投資年度に応じて実勢金利（利回り）を付与するもの

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

である。この方式は、おもに長期債と抵当貸付に対して用いられている。それは、長期債と抵当貸付が明確な満期と返済計画のためにこの方式に適していることによるものである。

この方式では、投資年度の設定方法として、二つの方法が採用されている。一つの方法 (prospective basis) は将来の年金掛金を、もう一つの方法 (retrospective basis) は以前のそれを対象とするものである。60年代半ば時点では、大部分の生命保険会社は後者の方法を採用している。

この方式では、ある年度に帰属する資産の構成は、その資産の満期や返済、償還、売却、交換によって毎年変化する。こうした資産の回転から生じる再投資と投資収益の再投資によって取得された資産の投資年度の帰属方法として、二つの方法が採用されている。一つの方法 (declining index method) は、ある年度に帰属する資産の回転から生じる再投資と投資収益の再投資によって取得された資産は、再投資された年度に帰属する。したがってその年度の資産額は、こうした資産の回転によって毎年逓減する。もう一つの方法 (fixed index method) は、ある年度に帰属する資産の回転から生じる再投資によって取得された資産は、その年度に帰属する。投資収益の再投資によって取得された資産は、再投資された年度に帰属する。したがってその年度の資産額は、毎年一定となる。しかしその年度の資産のこうした回転から生じる再投資によって、その年度の資産の利回り (加重平均利回り) は変化することになる。したがって金利の上昇局面では、その年度の加重平均利回りは上昇することになる。したがってこの方式は、新規投資利回りが全資産利回りよりも高く、しかも金利の上昇局面において、年金資金の獲得にとって全資産合同方式よりも有利に作用するものである。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

生命保険会社は、こうした分離勘定の導入と投資年度別方式の採用によって、費用保証契約である団体据置年金契約や団体預託管理契約を補うために、直接参加預託管理契約をその年金部門に追加することができるようになってきている。費用保証契約は、生命保険会社の死亡リスクの引き受けを強調するものである。それに対して直接参加預託管理契約は、生命保険会社の投資機能を強調するものである。直接参加預託管理契約は、年金掛金の投資成果を含む当該契約の実際経験による年金数理上の利益が直接、その勘定に反映されるように従来の団体預託管理契約を修正したものである。したがってこの契約は、実際経験が平均的なそれよりも良好な結果を示す企業年金に有利に作用するものである。

分離勘定では、それが導入された時期には、その資産のほとんどが普通株に投資されている（次節の第1表参照）。インフレ率（消費者物価対前年上昇率⁶⁾は、1950年代末に低下し、60年代前半は安定的に推移していたが、60年代後半になると上昇していった。また株価（ダウ工業平均）は、50年代から60年代にかけて、その間のリセッションによる低迷をとめないながらも傾向的に上昇していた。それにもかかわらず、従来の勘定（一般勘定）では普通株投資が保険法によって厳しく規制されていた。例えばニューヨーク州では、60年代前半には、生命保険会社の普通株投資は、認容資産の5%あるいは剰余金の50%のうちの少ないほうに制限されていた。それが生命保険会社の年金資産の運用に対する桎梏となっていたのである。それに対して非保険型年金は、こうしたインフレ率と対価の動向のもとで普通株に積極的に投資していた（非保険型年金資産に占める普通株（時価）の割合は、61年48.9%、67年58.6%）。

他方、一般勘定では、同時期には、その資産の大部分が投資年度別

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

方式に適している社債と抵当貸付で保有されていた（本章第(3)節の第2表参照）。そして新規投資利回りが全資産利回りよりも高く、金利（残存10年物国債）は1960年代前半はわずかに上昇する程度であったが、60年代後半になると急速に上昇していた。

分離勘定の導入（さらにそれによる変額年金の創設）は、一般勘定に対する投資制限規定による資産運用上の桎梏を回避するためであった。そしてそれによって普通株に積極的に投資し、その投資成果を将来の年金給付額に直接的に反映させるためであった。

また投資年度別方式の採用は、一般勘定に対する投資制限規定とそれに基づく資産構成の枠内において、新規投資利回りが全資産利回りよりも高く、金利の上昇局面に対応して各年度の実勢金利（利回り）を提供するためであった。

注1) 本章で述べる商品改革の具体的な事実関係については、拙稿「米国生命保険会社の商品改革の進展」【経済学研究】（九州大学）第56巻（深町郁彌教授還暦記念論文集）、近刊、を参照。

2) American Council of Life Insurance (ACLI), *Life Insurance Fact Book* 各号、による。なお、本稿であえて出所を明記していない年金・保険に関する統計数値はすべて、同文献に基づくものである。

3) 50年代における公的年金と私的年金の資産額と非保険型年金の資産構成の推移については、Securities and Exchange Commission, *Statistical Bulletin*, Vol.19 No.6 (June 1960), pp.5-7., を参照。

また同時期における保険型年金と非保険型年金の利回りについては、Schultz, Raymond G., "Trends in Life Insurance Company Competition for Pension Funds", *The Journal of Risk and Insurance*, Vol.XXXI No.2 (June 1964), pp.194-195., を参照。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

- 4) 大部分の州の保険法は、分離勘定に対して一般勘定と同じ質的な投資制限を規定している。しかし一般勘定に対する大部分の量的な投資制限は撤廃されている。
- 5) また生命保険会社は、60年代後半には個人年金部門にも変額年金を導入している。
- 6) 本稿で言及するインフレ率、金利、株価は、U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business* 各号、Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin* 各号、に基づくものである。

(2) 団体年金の展開

1973年-74年に到来した高インフレ・高金利、さらに70年代末に到来した史上空前の高インフレ・高金利のもとで、企業部門や家計部門の金利選好は一段と高まった。

こうした状況のもとで生命保険会社は、団体年金部門において、生命保険会社の投資機能を強調する直接参加預託管理契約からさらに進んで、元本・利率保証契約を創設した。この契約は、元本と一定期間、投資時点の実勢金利が付与、保証されるものであり、したがって各投資年度の実勢金利が付与される投資年度別方式が修正されたものである。

この契約は、73年-74年と76年-78年における株価の下落と70年代末における史上空前の高金利の到来のもとで、1974年従業員退職所得保障法の制定によって掛金建て制度が選好されたことにもない、70年代後半以降普及していった。

この契約には二つの基本型がある。一つ（一時払型）は、一括して払い込まれた預託金の運用にあたり、一定期間、元本と投資時点の金利が保証され、満期時に元利金が一括償還されるものである。この契

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

約では、預託金額や償還期間、金利の支払い方法に弾力性が付与されている。また一定の条件のもとで、期限前償還が認められている。もう一つ（定期的払込型）は、元本と投資時点の金利が保証されるが、定期的な預託金の払込みが行われるものである。この契約でも、期限前償還が認められている。またこれらの契約のほかに、預託金の払込みや償還方法に柔軟性が付与された契約もある。

元本・利率保証契約に基づく資産の運用は、通常、一般勘定で行われるが、分離勘定で行われる資産の運用にも対応が示されている。75年末時点において、分離勘定のもっとも主要な形態は、合同普通株勘定であった。しかし先に述べた株価と金利の動向のもとで、合同普通株勘定のほかに、合同公募債勘定や合同普通株・公募債勘定、合同私募債勘定、合同不動産勘定、短期投資勘定などが設定されている。またこうした合同分離勘定のほかに、特定の企業年金基金を保有する単一顧客分離勘定も設定されている。分離勘定資産全体に占める、これらの勘定で保有されている団体年金資産の割合は、普通株勘定（78年60.0%、83年29.5%）、公募債勘定（78年5.2%、83年5.5%）、普通株・公募債勘定（78年5.2%、83年3.3%）、私募債勘定（78年6.3%、83年2.7%）、不動産勘定（78年6.2%、83年13.6%）、短期投資勘定（78年4.2%、83年7.0%）¹⁾である。

こうした普通株以外のものに投資する勘定の設定とそれらの保有は、分離勘定資産の構成変化（第1表参照）と対応するものである。また分離勘定資産の運用に対しては投資制限規定は比較的緩やかであり、大部分の分離勘定資産は生命保険会社だけでなく、商業銀行信託部や投資顧問会社との間でもはげしい競争を展開している団体年金に基づいている。そのために、分離勘定資産の構成変化は、生命保険会社の弾力的な資産運用をよく反映したものとなっている。²⁾

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

第1表 分離勘定資産構成比

年	公社債	優先株	普通株	抵当貸付	不動産	現金	その他	合計
1967	9.4%	0.7%	87.4%	1.2%	0.0%	1.0%	0.2%	1,207
1968	10.3	1.4	84.4	0.9	0.0	2.1	0.9	2,269
1969	17.6	1.3	75.8	1.0	0.0	1.4	2.7	3,619
1970	17.3	1.7	78.1	0.7	0.0	1.4	0.7	5,061
1971	10.1	1.1	85.3	1.2	0.3	1.2	0.8	7,523
1972	9.4	0.7	86.2	1.2	1.0	0.7	0.8	10,058
1973	15.8	0.5	78.8	1.7	1.9	0.6	0.7	10,030
1974	25.1	0.4	66.4	2.2	4.0	0.6	1.4	9,276
1975	19.7	0.4	71.5	1.5	4.3	0.4	2.2	12,973
1976	17.0	0.4	74.9	1.3	4.0	0.3	2.1	16,223
1977	26.3	0.3	63.1	1.5	4.6	0.2	3.9	17,358
1978	32.3	0.2	56.3	1.5	5.6	0.2	3.9	20,426
1979	35.8	0.1	50.2	1.6	3.2	0.2	3.9	25,644
1980	34.6	0.1	49.3	1.9	9.3	0.9	3.7	35,772
1981	41.4	0.1	38.3	3.2	11.4	0.8	4.8	44,094
1982	42.9	0.1	35.9	4.5	9.9	0.8	5.9	57,281
1983	40.2	0.4	36.6	6.4	9.5	0.8	6.0	67,856
1984	41.0	0.3	34.6	4.8	11.2	0.9	7.2	69,680
1985	38.8	0.3	38.5	5.0	9.7	0.7	7.1	88,101
1986	36.2	0.2	39.0	5.4	8.4	0.7	10.2	108,576
1987	32.9	0.2	42.3	3.7	8.3	0.6	11.9	112,129

(注) 「合計」の単位は百万ドル。

(出所) ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号より作成。

注1) ACLI, *Pension Facts*, (1978-1979) p.19, (1984/1985) p.15., による。

2) また分離勘定の取支において、収入に占める純投資収益の割合については、次章第(2)節を参照。

(3) 普通生命保険

生命保険会社は、これまでに述べた団体年金部門とともに、60年代後半に普通生命保険部門にも対応を示していた。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

同時期には、すでに50年代から進展していた普通生命保険保有契約高における定期保険の比重が増大する（54年16.2%、62年24.4%、70年28.5%）とともに、契約者貸付も増大した（総資産（70年は一般勘定資産）に占めるその割合は、60年4.4%、65年4.8%、70年7.9%）。定期保険の比重増大は、家計部門が死亡保障としての定期保険を購入し、その余裕資金で高金利を提供する金融商品を購入することによって、また契約者貸付の増大は、終身保険などのキャッシュ・バリューに基づく契約者貸付金でそのような金融商品を購入することによってもたらされたものであった。

家計部門の金融資産構成比¹⁾によると、60年代末と73年-74年の高金利期に信用市場証券（政府債、免税債、社債、オープンマーケット・ペーパー）や預金の割合が高くなっている。またミューチュアル・ファンドも、わずかではあるが、60年代後半から70年代初めにかけて伸びてきている。

こうした事態に対して生命保険会社は、ミューチュアル・ファンド業務に参入した。それを生命保険商品とともに販売することによって資金吸収力を回復し、またシナジー効果によって生命保険商品の販売を促進しようとしたのである。

それにもかかわらず、次章第(1)節の第3表に見られるように、責任準備金に占める普通生命保険準備金の割合は、傾向的に低下していった。それは、普通生命保険保有契約高に占める定期保険の比重増大（70年28.5%、77年33.3%、81年38.5%）と、終身保険・その他終身保険（養老保険と退職所得付き保険を含む）の比重低下（両者はそれぞれ、70年64.3%、7.2%、77年60.9%、5.8%、81年58.0%、3.5%）によるものであった。そのために、家計部門の金融資産に占める生命保険準備金の割合は、70年代後半から80年代にかけて低下して

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

いる。他方で、ミューチュアル・ファンドやMMFの割合が70年代末から80年代にかけて伸びている。

また70年代末に到来した史上空前の高インフレ・高金利によって、普通生命保険の解約や失効、契約者貸付がドラスティックに増大することになった。

普通生命保険全体の解約・失効率は、70年代を通じて6%台であったが、79年には7%を超え、82年以降は10%を上回っている。さらに契約経過年数が2年未満のそれは、70年代は20%弱で推移していたが、79年以降20%を上回り、83年まで急速に上昇した。こうした解約・失効率の上昇は、生命保険会社の支出に占める解約返戻金の割合が80年代に急速に増大していることにも現れている（次章第(2)節の第4表参照）。

また契約者貸付は、一般勘定資産に占める割合は70年に7.9%であったが、73年と74年に9%に、81年と82年には10%に上昇した（一般勘定資産に占める契約者貸付の割合については第2表参照）。

そのために生命保険会社は、普通生命保険商品をも改革しなければならなくなった。先に述べた団体年金商品における商品設計の柔軟性、なかでも投資成果の直接的反映や実勢金利の付与が普通生命保険にも取り入れられたのである。従来の終身保険を改良したカレント・アサンプション終身保険などやユニバーサル保険、変額保険がそれである。

カレント・アサンプション終身保険は、従来の終身保険の枠組みのなかで、一定期間ごとに、保険料算定の基礎となる予定率の変更によって保険料の改定を行うものである。変額保険は、変額年金のコンセプトが従来の終身保険に用いられたものである。ユニバーサル保険では、保険料はまずキャッシュ・バリューとして一つの勘定で積み立

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

てられ、そこから死亡保障としての定期保険が毎月購入される。キャッシュ・バリューは一般勘定で運用され、それに実勢金利が付与される。このことは、従来の生命保険商品における貯蓄部分と死亡保障部分が分離されながらユニバーサル保険としての生命保険商品のなかに存在しているものである。それは、上述した60年代後半の時期と対比すると、定期保険と金融商品が別々に存在していたのが、両者が組み合わされ、一つの生命保険商品になったものとみなすこともできよう。

第2表 一般勘定資産構成比

年	公社債	優先株	普通株	抵当貸付	不動産	契約者貸付	その他	合計
1967	42.8%	1.7%	3.8%	38.2%	2.9%	5.7%	4.8%	177
1968	42.5	1.7	4.3	37.5	3.0	6.1	4.9	186
1969	41.9	1.7	3.9	37.2	2.9	7.1	5.1	194
1970	41.2	1.7	3.9	36.8	3.1	7.9	5.3	202
1971	41.7	1.7	4.8	35.1	3.2	8.0	5.4	215
1972	42.0	2.2	5.7	33.5	3.1	7.8	5.7	230
1973	41.9	2.6	4.8	33.5	3.1	8.3	5.7	242
1974	41.8	2.7	3.5	33.9	3.1	9.0	6.0	254
1975	42.9	2.8	4.0	32.2	3.3	8.9	6.0	276
1976	45.3	2.8	4.4	29.9	3.2	8.5	5.9	305
1977	46.9	2.9	3.9	28.9	3.1	8.2	6.1	334
1978	47.6	2.8	3.7	28.6	2.9	8.2	6.2	369
1979	46.6	2.8	3.8	29.0	2.7	8.6	6.5	407
1980	45.2	2.7	4.0	29.4	2.6	9.3	6.8	443
1981	44.6	2.5	3.8	28.3	2.8	10.1	7.8	482
1982	45.9	2.5	4.1	26.3	2.8	10.0	8.4	531
1983	47.9	2.2	4.6	25.0	2.7	9.2	8.4	587
1984	50.6	1.7	4.3	23.5	2.7	8.3	8.9	653
1985	52.5	1.4	4.5	22.7	2.7	7.4	8.8	738
1986	54.0	1.1	4.7	22.7	2.7	6.5	8.3	829
1987	55.8	1.0	4.2	22.5	2.7	5.8	8.1	932

(注) 「合計」の単位は10億ドル。

(出所) ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号より作成。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

なお、83年以降に株価が上昇するとともに、87年には金利も上昇している。この時期に、変額ユニバーサル保険が大きく伸びてきている。変額ユニバーサル保険は、変額保険とユニバーサル保険を組み合わせたものである。こうした変額ユニバーサル保険の導入は、上述した金融市場の動きに対する生命保険会社の対応を示していると考えられる。

このように60年代前半以降、進展してきた生命保険会社の年金・生命保険商品の改革は、生命保険会社が保険〔引受〕業務の拡大をはかるために採った負債側での対応措置であった。しかしそれは同時に、生命保険会社がインフレや金融市場の動きに対応しながら、金融業務としての資産運用を展開し、投資収益を増大させる（生命保険会社の収入に占める純投資収益の割合については次章第(2)節の第4表参照²⁾）ことによって進展してきたのである。換言すれば、こうした年金・生命保険商品は、契約者に高金利を提供するものであった。

注1) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities, Year-End, 1962-1985 (September 1986)*、による。

2) 1960年代後半から持株会社を設立することによって金融業務を多角的に展開している大生命保険会社のプルデンシャルやメトロポリタン、エクイタブルの収入に占める純投資収益の割合については、次章第(2)節の第5表を参照。

3. 負債構成と収益構造

(1) 責任準備金の構成変化

生命保険会社の商品改革は、まず1960年代前半の団体年金部門で

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

行われ、さらに個人年金部門や普通生命保険部門にも展開されてきた。それは、直接的には負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。生命保険会社の負債の大部分は、年金・保険契約に基づく将来の支払い約束を履行するために積み立てられる責任準備金によって構成されている。しかもその責任準備金の大部分は、上述の保険部門に属する年金・生命保険契約に基づいている。では、その責任準備金は、こうした商品改革の進展のもとでその構成にどのような変化が生じているであろうか。

第3表は、責任準備金構成比を示したものである。それによると、年金準備金の割合は、65年には19.2%にすぎなかったが、75年26.5%、85年には49.2%とほぼ半分を占めるまでに増大し、80年代初めには生命保険準備金の割合を上回っている。年金準備金の割合増大は、団体年金と個人年金の準備金の双方の割合増大によるものである。なかでも団体年金準備金の割合は、1982年にそれまで最大の割合を占めていた普通生命保険準備金を上回り、それ以降、最大になっている。それに対して生命保険準備金の割合は、65年には57.1%とかなりの部分を占めていたが、75年51.9%、85年には65年の半分の28.6%に減少している。

年金準備金の割合増大は、前章で述べた分離勘定の導入(さらにそれによる変額年金の創設)と投資年度別方式の採用による団体預託管理契約(直接参加預託管理契約を含む)、さらには元本・利率保証契約の増大によるものである。

1960年代前半の分離勘定の導入以降、生命保険会社は年金・保険契約に基づく資産や負債、収支を区別し、分離勘定と一般勘定の二つの勘定でそれらを経理している。分離勘定で経理される年金・生命保険商品(分離勘定商品)の増大は、分離勘定資産の増大に示されてい

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

る。分離勘定資産と、総資産に占めるその割合は、分離勘定が導入された当初の67年¹⁾には12億ドル、0.7%にすぎなかったが、75年130億ドル、4.5%、80年358億ドル、7.5%、85年881億ドル、10.7%、87年²⁾には1,121億ドル、10.7%に増大している。

第3表 責任準備金構成表

年	生命保険					健康保険	年金				合計	
	普通	団体	簡易	信用	合計		個人	団体	補足契約	合計		
1965	48.4%	1.3%	7.5%	— %	57.1%	0.9%	3.2%	14.0%	2.1%	19.2%	128	80.3%
1966	48.4	1.3	7.2	—	56.9	1.1	3.2	14.3	2.0	19.6	135	80.4
1967	48.3	1.3	6.7	—	56.3	1.2	3.2	14.7	2.0	19.9	142	80.1
1968	47.9	1.4	6.4	—	55.6	1.3	3.3	15.1	1.9	20.3	150	79.7
1969	48.2	1.6	6.2	—	56.0	1.5	3.2	15.7	1.9	20.7	159	80.4
1970	48.3	1.5	5.9	—	55.7	1.7	3.4	16.4	1.8	21.6	168	81.0
1971	47.6	1.5	5.6	—	54.7	1.8	3.4	17.3	1.8	22.5	180	80.9
1972	46.7	1.7	5.2	—	53.5	1.8	3.6	18.1	1.6	23.4	193	80.4
1973	46.9	1.6	4.9	0.2	53.6	1.9	3.8	18.5	1.6	23.8	205	81.0
1974	47.4	1.7	4.7	0.2	54.0	2.1	4.0	18.9	1.6	24.5	217	82.2
1975	45.6	1.7	4.3	0.2	51.9	2.2	4.3	20.7	1.5	26.5	237	82.0
1976	43.3	1.8	3.9	0.2	49.2	2.2	4.8	22.8	1.4	29.0	263	81.7
1977	41.9	1.8	3.6	0.2	47.6	2.4	5.4	24.0	1.3	30.6	288	81.9
1978	40.2	1.9	3.2	0.3	45.6	2.5	5.9	25.3	1.2	32.4	318	81.7
1979	38.4	1.9	2.9	0.3	43.5	2.4	6.3	26.9	1.2	34.4	352	81.3
1980	36.6	1.8	2.6	0.2	41.3	2.3	6.6	29.3	1.1	37.0	390	81.5
1981	35.0	1.8	2.4	0.2	39.4	2.3	7.4	30.6	1.0	39.0	428	81.4
1982	32.3	1.7	2.1	0.2	36.3	2.2	8.7	32.6	1.0	42.3	479	81.5
1983	30.1	1.5	1.9	0.2	33.7	2.3	9.9	33.9	0.9	44.6	532	81.3
1984	28.0	1.3	1.8	0.2	31.2	2.3	10.6	35.2	0.8	46.7	584	80.8
1985	25.6	1.2	1.5	0.2	28.6	2.3	11.7	36.7	0.7	49.2	665	80.6
1986	24.2	1.1	1.4	0.2	26.9	2.3	12.9	37.9	0.7	51.5	762	81.3
1987	24.0	1.0	1.2	0.2	26.5	2.3	14.9	37.6	0.6	53.1	862	82.5

(注) (1) 各項目の%は対総負債比。責任準備金の「合計」の単位は10億ドル。

(2) 信用生命保険は貸付期間が10年以下の貸付に対する保険のみ。1973年以前の信用生命保険はすべて普通生命保険と団体生命保険に含まれる。

(3) 補足契約とは保険金の終身年金払契約である。なお、この補足契約には保険金の有期年金払契約を含めていないが、責任準備金の「合計」には含まれている。

(出所) ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号より作成。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

年金資産（団体年金資産と個人年金資産）は、分離勘定と一般勘定の双方で保有されている。上述した総資産に占める分離勘定資産の割合のもとで、分離勘定資産のほとんどは年金資産であり、しかもその大部分は団体年金資産である。分離勘定資産に占める、分離勘定で保有されている団体年金と個人年金（個人変額年金のみ）の資産の割合はそれぞれ、78年87.1%、5.7%、83年86.7%、6.8%である。³⁾

年金準備金を年金商品別にみると、前章で述べたように、第二次大戦後のいわゆるペンション・ドライブのもとで発展した企業年金制度のもとで、生命保険会社が提供する団体年金商品はおもに団体据置年金契約であった。しかし60年代前半の分離勘定の導入と投資年度別方式の採用にともない、団体預託管理契約（直接参加預託管理契約を含む）はその後、大きな伸びを示している。生命保険会社の年金準備金に占める団体据置年金契約と団体預託管理契約（直接参加預託管理契約を含む）の準備金（括弧内はその割合）はそれぞれ、60年は117億ドル(61.9%)、34億ドル(17.9%)であったが、65年142億ドル(52.0%)、80億ドル(29.1%)、70年には128億ドル(31.1%)、206億ドル(50.1%)になっている。⁴⁾また、資産が分離勘定で保有されている変額年金については、全団体年金と全個人年金の準備金に占める団体変額年金と個人変額年金のその割合はそれぞれ、78年3.3%、7.0%、83年2.4%、9.4%、85年2.5%、9.5%である。なお変額保険の資産も分離勘定で保有されているが、わずかである。分離勘定資産に占めるその割合は、78年0.0%、83年0.8%である。⁵⁾

資産が通常、一般勘定で保有されている元本・利率保証契約（直接参加預託管理契約の形式で引き受けられ、それに属する）も近年、大きく伸びている。上位200の年金基金における元本・利率保証契約の資産と、生命保険会社の年金準備金（一般勘定）に対するその比率

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

はそれぞれ、80年51億ドル、38.5%、83年99億ドル、49.5%、86年105億ドル、30.6%である。⁶⁾

前章で指摘したように、年金・生命保険商品の改革は、商品設計の柔軟性、なかでも投資成果の直接的反映や実勢金利の付与を特徴とするものであり、したがって契約者に高金利を提供するものであった。年金準備金の割合増大のもとで、年金準備金に占めるこうした高金利商品の準備金の比重はかなり高くなっている。

こうした年金準備金の割合増大は、生命保険会社の保険〔引受〕業務における年金業務の比重の増大を示すものである。生命保険会社の年金業務が近年増大している要因の一つとして、超過積立てとなっている年金基金の年金スポンサーの多くが年金制度を終了させていることがあげられている。「債券・株式市場における最近のブームによって、多くの年金制度の年金数理上の債務を超えた年金資産の価値が増大してきている。多くの年金スポンサーは、給付建て制度を終了させることにし、超過資産を取得するために掛金建て制度に乗り換えている。そのような年金スポンサーは、一般的に、退職した年金受給者や年金受給権取得者に約束された年金給付を提供するために、生命保険会社から年金を購入している。生命保険業の役員は、近年における大部分の年金業務はそのような終了から生じていることを報告している。例えば、年金給付保証公庫(Pension Benefit Guarantee Corporation)によると、1984年-85年の期間において、企業はおよそ460の制度を終了させ、940億ドルの資産が生命保険会社から年金を購入するために使われている。⁷⁾ こうした方法による超過資産の取得は、⁸⁾ 企業の合併・買収にともなってしばしば行われている。⁹⁾ 企業年金の超過資産が企業の合併・買収における一つの対象となっているのである。生命保険会社の保険〔引受〕業務に対する企業の合併・買収運動

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

の影響として指摘しておきたい。

他方、生命保険準備金の割合減少は、その大部分を占める普通生命保険準備金の割合減少によるものである。普通生命保険準備金は、65年には48.4%とほぼ半分を占めていたが、75年45.6%、87年には65年の半分の24.0%に減少している。減少率は、70年代が9.9%、80年代(87年まで)が11.0%であり、したがって80年代のほうが大きくなっている。80年代においては、一方で既存の普通生命保険の解約・失効率が上昇し、他方で普通生命保険における高金利商品である新商品の新契約高が大きな伸びを示している。普通生命保険新契約高(年払い換算保険料に基づく)に占めるカレント・アサンプション終身保険やユニバーサル保険などの新商品の割合は、81年には3%にすぎなかったが、83年に23%、85年には56%に増大した。なかでもユニバーサル保険の伸びが著しく、81年2%、83年18%、85年には38%¹⁰⁾になっている。したがって生命保険準備金においても、それに占める高金利商品の準備金の比重は高くなってきているといえる。¹¹⁾

注1) ACLI, *Life Insurance Fact Book* では、1962年以降における生命保険会社の資産の統計数値には分離勘定資産のそれが含まれている。しかし分離勘定資産そのものの統計数値は、67年以降のものしか掲載されていない。そのために、それ以前における分離勘定資産の統計数値は把握できない。

2) 87年における最大手の生命保険会社の分離勘定資産(括弧内は総資産に占めるその割合)はそれぞれ、プルデンシャル206億ドル(18.9%)、エクイタブル127億ドル(25.8%)、エトナ・ライフ104億ドル(22.8%)、コネティカット・ジェネラル83億ドル(31.0%)、メトロポリタン36億ドル(4.1%)、トラベラーズ27億ドル(9.4%)、ジョン・ハンコック24億ドル(8.8%)であり(各社の分離勘定資産は *Best's Insurance Management Reports (Life/Health, On-Line Reports, (December*

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

19, 1988)による)、これら7社の分離勘定資産は全分離勘定資産の54.1%を占めている。

- 3) 分離勘定の負債内容については、統計上の制約のために、ここではその資産の内訳から把握することにする。
- 4) ACLI, *Pension Facts* (1987), p.8., による。なお同文献では、75年以降における両者の統計は「団体年金(Group Annuities)」に含められて計上されているために正確には把握できない。75年と85年における生命保険会社の団体年金の準備金とそのうちの分離勘定準備金(括弧内はそれらの割合)と、そのほかの年金制度の準備金とそのうちの分離勘定準備金(括弧内はそれらの割合)は、以下のとおりである。

〔団体年金制度〕

- ・団体年金(預託管理契約と直接参加預託管理契約を含む)

75年 552億ドル(76.4%)、109億ドル(87.1%)

85年 2,721億ドル(73.3%)、727億ドル(90.7%)

- ・最終積立方式(Terminal Funded Group Plans)

75年 20億ドル(2.7%)、0.6億ドル(0.5%)

85年 140億ドル(3.8%)、0.6億ドル(0.1%)

- ・個人保険年金信託(Individual Policy Pension Trusts) (団体長期生命保険(Group Permanent plans)と利潤分配制度(profit-sharing plans)を含む)

75年 56億ドル(7.7%)、4億ドル(3.5%)

85年 96億ドル(2.6%)、10億ドル(1.3%)

〔個人年金制度〕

- ・自営業者退職年金制度(H.R.10(Keogh)Plans)

75年 13億ドル(1.8%)、2億ドル(1.2%)

85年 33億ドル(0.9%)、4億ドル(0.5%)

- ・節税年金(Tax-Sheltered Annuities)

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

75年 32億ドル(4.4%)、8億ドル(6.3%)

85年 287億ドル(7.7%)、37億ドル(4.7%)

・個人退職積立勘定(Individual Retirement Accounts)

75年 3億ドル(0.5%)、0.4億ドル(0.3%)

85年 170億ドル(4.6%)、19億ドル(2.4%)

・その他

75年 48億ドル(6.6%)、1億ドル(1.1%)

85年 267億ドル(7.2%)、3億ドル(0.3%)

5) 分離勘定で保有されている団体年金や個人年金、変額保険の資産と、団体変額年金と個人変額年金の準備金は、ACLI, *op.cit.*, (1978-79) pp.17-18, (1984/1985) pp.13-14, (1987) p.12., による。

6) 各年の資産額は、正確には、年度別(10月1日-9月30日)であり、*Pensions & Investment Age*, (January 19, 1981) p.9., (January 23, 1984) p.32., (January 26, 1987) p.16., による。

また86年初における最大手の生命保険会社の元本・利率保証契約に基づく資産額(括弧内は総資産に占めるその割合)はそれぞれ、メトロポリタン140億ドル(17.5%)、エクイタブル136億ドル(26.5%)、エトナ・ライフ117億ドル(27.5%)、トラベラーズ80億ドル(26.2%)、プルデンシャル73億ドル(8.0%)、ジョン・ハンコック59億ドル(22.2%)、ニューヨーク・ライフ40億ドル(12.6%)である(各社の元本・利率保証契約の総資産は *Pensions & Investment Age* (May 19, 1986), p.52., による)。

7) Curry, Timothy and Mark Warshawsky, "Life Insurance Companies in a Changing Environment", *Federal Reserve Bulletin*, Vol.72 No.7 (July 1986), p.454.

近年における年金制度の超過積立資産額や年金制度終了件数、年金制度の終了によって取得された資産額については、Regan, Patrick J. and Steven D. Bleiberg,

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

“Overfunded Pension Plans”, *Financial Analysts Journal* (November/December 1985), pp.10-12., Alderson, Michael J. and K. C. Chen, “A Survey on Current Practice in Defined Benefit Plan Terminations”, *Financial Analysts Journal* (November/December 1986), pp.14-15, p.18., Wiley, Carol, “Fewer firms replacing folded plans”, *Pensions & Investment Age* (July 25, 1988), p.1, p.37., を参照。

8) 給付建て制度のもとでの超過資産を取得するとともに年金制度を継続する場合、二つの方法が採用されている。

一つの方法は、“reestablishment termination” と呼ばれるものである。この方法では、それまでの年金制度が終了され、年金加入者や年金受給者に対するすべての債務をみとすために年金が生命保険会社から購入される。そして残りの資産は使用者によって取得される。同時に、新しい年金制度が採用されるが、それは通常、年金給付額算定方式に基づいて決定される給付額は年金制度の終了によって購入された年金額によって相殺されることが規定されていることを別にすれば、それまでの年金制度と同一である。

もう一つの方法は、“spin-off termination” と呼ばれるものである。この方法では、それまでの年金制度が二つのそれに分割される。一つは退職した年金加入者と年金受給者のための年金制度であり、もう一つは現職の年金加入者のためのそれである。そして両者のもとでのすべての既発生年金給付を保証するために、年金が購入される。その場合、初めにすべての超過資産は前者に移され、それからそれが終了され、超過資産が使用者によって取得される。

こうした二つの方法では、年金加入者や年金受給者は、一般的に年金制度が終了されなかった場合に受け取るであろう年金給付額と同じそれを受け取ることになる。しかし年金制度の終了時点で、すべての既発生年金給付に受給権が付与され、それらに対して年金が購入される。したがって受給権が付与される以前に退職するかもしれない年金加入者に給付金の支払いが行われることになる。(McGill, Dan M. and

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

Donald S. Grubbs, Jr., *Fundamentals of Private Pensions* (Sixth Edition), Homewood, Ill., 1989, pp.580-581.)

- 9) 年金給付保証公庫は、企業年金の超過資産の回収とLBO (leveraged buyout)との関係についての広範囲の調査を行っている。その調査は、同公庫の年金制度の終了のデータと労働省のフォーム5500からの企業年金のデータを、証券取引委員会によって編集された、1980年から87年までの間にLBOを行った企業のリストと照合することによって行われたものである。それによると、超過資産の回収はLBOによる資金調達5%未満にすぎないが、LBOと関係のなかった企業と比較するとそれと関係のあった企業で多く発生している。

また会計検査院 (General Accounting Office) の報告によると、1982年から87年までの間にLBOで買収された190の企業のほぼ40%は、買収後、年金制度を終了させている。給付建て制度を終了させた43の年金制度では、既存のあるいはスピノフ (spin-off) の方法 (この方法については上掲(注)(8)を参照-引用者) による新しい年金制度で年金加入者を保護することになっている。新しい年金制度の多くは掛金建て制度である。(Popa, Mary, "Role of Pension Plans In Leveraged Buyouts Debated", *Employee Benefit Plan Review* (October 1989), pp.50-51.)

- 10) Goldberg, Irwin W., "What's Hot and What's Not", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, February 1987), p.25, Table 2 (Life Insurance Marketing and Research Association's *Monthly Survey of Life Insurance Sales in the United States*), による。

普通生命保険の保有契約件数と保有契約高に占めるユニバーサル保険のそれらの割合はそれぞれ、83年1.1%、5.2%、85年4.8%、17.4%である。

- 11) 生命保険準備金の割合減少にともなう生命保険業の特徴について、以下のことが指摘されている。「このこと (生命保険準備金の割合減少 - 引用者) は、生命保険業が死亡保障業務から年金と資産運用管理業務に変化してきているというドラマティックな証拠を提供するものである。この変化は、比較的短期間に生じており、将

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

来の生命保険の収益性にとっての分岐になっている。生命保険業は、伝統的な保険業者でなくなり、資産運用管理者という特色をもつようになってきているので、投資運用管理者が資産に対して0.25%から0.5%までの(費用控除前の)粗収益 — たぶん生命保険業が現在得ているものよりも少ないであろう — を受け取るという事実に対処しなければならないであろう。(団体年金が準備金の大部分を占めており、団体年金が個人年金よりも急速に増大してきているという事実は、生命保険業におけるダイナミックな変化という特徴を変えるものではない。)(Matison, Raymond A., "As the Big Ship Turns", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, May 1989), p.28.)

(2) 収支構成の変化

こうした年金準備金の割合増大と生命保険準備金の割合減少は、収支構成の変化と対応するものである。

第4表は、生命保険会社の収支構成比(ただし支出は年金・保険金の支払い分のみ)を示したものである。それによると、まず収入面では、生命保険料の割合は、65年には48.5%で収入のほぼ半分を占めていたが、75年37.6%、87年には24.4%と65年のほぼ半分にまで減少している。それに対して年金掛金の割合は、65年には6.8%で生命保険料の割合の約7分の1にすぎなかったが、70年代と80年代を通じて増大し、86年には生命保険料の割合を上回っている。また純投資収益(キャピタル・ゲイン/ロスを除く)の割合も傾向的に増大しており、80年代半ばには生命保険料、年金掛金とほぼ同じ比重を占めるようになってきている。

生命保険会社の収入に占める純投資収益の割合は、1965年以降傾向的に増大し、83年-85年には生命保険料や年金掛金などの割合を上回って最大の項目になっている。生命保険会社のなかでも、1960年

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

第4表 収支構成比

年	〔収入〕					〔支出〕					生命保険			年金	健康	合計
	生命保 険料	年金掛 金	健康保 険料	純投資 収益	その他	合計	死亡	高度障 害	満 期	解約返 戻金	契約者 配当	小計	年 金			
1965	48.5%	6.8%	18.9%	20.4%	5.4%	33	30.5%	1.0%	5.9%	12.2%	14.3%	63.9%	8.2%	27.9%	16	
1966	47.4	6.7	20.0	20.3	5.4	36	30.1	1.0	5.7	12.2	14.0	63.0	8.3	28.7	17	
1967	46.8	6.9	20.4	20.5	5.3	39	30.4	0.9	5.5	12.0	13.9	62.7	8.6	28.7	19	
1968	46.3	7.1	20.9	20.6	5.2	42	30.3	1.0	4.7	12.0	13.7	61.7	8.6	29.8	20	
1969	44.9	8.2	21.4	20.5	5.0	46	30.2	0.9	4.3	12.2	13.2	60.7	8.6	30.7	22	
1970	44.2	7.6	23.2	20.7	4.4	49	28.5	0.9	4.0	11.7	13.0	58.1	8.6	33.3	25	
1971	42.3	9.1	23.8	20.4	4.5	54	28.3	1.0	3.8	11.0	12.6	56.6	8.9	34.5	26	
1972	41.9	9.4	24.3	20.6	3.8	59	28.3	1.0	3.5	10.7	12.9	56.4	9.3	34.2	28	
1973	40.7	10.5	24.0	21.1	3.7	65	28.0	1.0	3.3	11.2	12.9	56.4	9.9	33.6	31	
1974	39.6	11.1	24.5	21.6	3.2	70	26.5	1.1	3.0	10.9	12.5	53.9	10.0	36.1	34	
1975	37.6	13.0	24.4	21.1	3.8	78	24.9	1.2	2.6	10.2	12.3	51.2	9.9	38.9	37	
1976	35.4	15.8	23.8	21.2	3.9	89	23.5	1.1	2.4	10.2	12.3	49.5	10.8	39.6	41	
1977	34.5	15.3	24.1	22.2	4.0	98	23.2	1.1	2.1	9.8	12.0	48.2	12.0	39.8	44	
1978	33.8	15.1	23.9	23.4	3.8	108	23.5	1.1	1.9	9.5	12.0	48.0	12.4	39.6	47	
1979	32.8	15.1	23.4	24.8	3.9	119	22.2	1.0	1.7	10.3	11.6	46.9	14.2	38.9	53	
1980	31.2	17.1	22.4	25.9	3.3	131	21.1	1.0	1.5	10.9	11.1	45.6	16.7	37.7	61	
1981	30.5	18.2	20.9	26.2	4.3	152	20.8	0.9	1.3	11.7	11.5	46.3	17.7	36.0	68	
1982	29.9	20.4	20.6	26.8	2.4	170	20.3	0.8	1.1	14.6	10.7	47.5	17.3	35.2	74	
1983	28.6	17.4	21.7	28.9	3.5	176	19.9	0.7	1.0	16.0	11.0	48.6	17.2	34.2	79	
1984	24.9	20.8	19.7	28.7	5.9	206	19.1	0.6	0.9	16.8	11.1	48.6	20.5	30.9	88	
1985	25.7	23.0	17.9	29.0	4.4	234	19.4	0.6	0.8	16.6	10.8	48.2	22.7	29.1	94	
1986	23.5	29.7	15.6	26.7	4.5	282	20.0	0.6	0.8	15.1	10.4	46.9	23.3	29.8	97	
1987	24.4	28.2	15.1	26.4	5.9	314	19.3	0.5	0.7	14.0	9.8	44.3	22.9	32.8	106	

(注) (1) 収入・支出の「合計」の単位は10億ドル。
 (2) 収入項目の「その他」は補足契約の留保保険金。
 (3) 収入項目の「年金掛金」が1986年に急増しているのは、NAICへの報告方法の変更によるものである。
 (4) 支出項目の「年金」は死亡給付金、高度障害給付金、解約返戻金、配当を含む。

(出所) ACLI, Life Insurance Fact Book 各号より作成。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

代後半から持株会社を設立することによって金融業務を多角的に展開している大生命保険会社のプルデンシャルやメトロポリタン、エクイタブルでは、収入に占める純投資収益の割合は、第4表で示したそれよりもかなり高いものとなっている（第5表参照）。

第5表 3社の純投資収益の割合

年	プルデンシャル	メトロポリタン	エクイタブル	年	プルデンシャル	メトロポリタン	エクイタブル
1965	23.9%	22.6%	25.4%	1977	26.8%	29.7%	24.9%
1966	24.0	23.2	25.6	1978	26.7	30.8	25.2
1967	24.5	23.9	26.4	1979	27.9	33.2	27.4
1968	25.5	24.6	26.6	1980	30.0	39.1	30.8
1969	25.1	26.0	27.1	1981	29.9	48.0	44.1
1970	25.7	26.4	27.1	1982	31.9	49.3	47.8
1971	25.4	27.4	25.1	1983	34.6	47.7	62.2
1972	25.7	27.4	26.8	1984	25.5	43.9	53.3
1973	26.3	27.0	26.2	1985	26.7	44.7	48.4
1974	26.4	28.4	25.1	1986	25.4	33.8	31.9
1975	25.7	27.9	21.4	1987	32.4	31.1	30.8
1976	25.9	28.4	22.6	1988	32.7	30.4	38.1

(出所) Moody's Investors Service, *Moody's (Bank & Finance Manual)* 各号、
Best's Insurance Reports (Life/Health) 各号より作成。

また前章で述べたように、大部分の分離勘定資産は他の金融機関との間でもはげしい競争を展開している団体年金に基づいている。そのために、分離勘定資産の構成変化は生命保険会社の弾力的な資産運用をよく反映したものとなっている。またそれは、分離勘定の収支において、収入に占める純投資収益の高さにも示されている。近年における純投資収益（ただしキャピタル・ゲイン/ロスを含む）の割合は、1978年48.2%、79年59.4%、80年57.3%、81年17.5%、82年55.9%、83年61.8%、84年48.7%、86年50.7%¹⁾である。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

次に支出面では、収入と対応するかたちで、年金の割合が増大し、逆に生命保険のそれが減少している。支出に占める生命保険の割合と収入に占める生命保険料のそれを比較すると、生命保険の割合が生命保険料のそれをかなり上回っており、しかも両者の差はしだいに大きくなってきている。このことは、前節で述べた生命保険準備金の割合減少となって現れている。生命保険の割合減少は、おもに死亡保険金や満期保険金のそれによるものである。また契約者配当の割合も、わずかではあるが減少してきている。それに対して解約返戻金の割合は、70年代にはほぼ横ばいで推移し、80年代になると急速に増大している。80年代における解約返戻金の割合の急速な増大は、前章で述べた普通生命保険の解約・失効率の上昇を反映したものとなっている。

注1) *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, October, 1979), p.40., *Best's Insurance Management Reports* (Life/Health), Statistical Studies, September 22, 1980., Statistical Studies, September 14, 1981., Statistical Studies, August 9, 1982., On-Line Reports, August 29, 1983., On-Line Reports, September 17, 1984., On-Line Reports, September 23, 1985., On-Line Reports, October 5, 1987., による。なお81年に純投資収益の割合が減少しているのは、大幅なキャピタル・ロス(145社で粗投資収入38億ドルに対してキャピタル・ロス19億ドル)が生じたためである。

(3) 収益構造の変化

(a) 保険部門別

本章第(1)節で述べたように、責任準備金に占める年金準備金の割

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

合増大と生命保険準備金の割合減少のもとで、両者に占める高金利商品の比重増大は、生命保険会社の収益構造にも変化をもたらしているといえるであろう。

第6表 保険部門別純収益構成比

年	生命保険				健康 保 険	年 金			その他	合 計	
	普 通	団 体	簡 易	信 用		個 人	団 体	補足契約			
1976	67.1%	12.4%	11.3%	6.3%	6.0%	-3.8%	-4.3%	2.2%	2.7%	2,472	100.0%
1977	59.9	9.9	8.2	5.6	15.0	-2.0	-0.9	1.5	2.9	3,388	100.0
1978	51.8	8.8	7.4	5.4	20.1	0.6	1.4	1.5	3.0	4,242	100.0
1979	51.8	10.7	5.8	5.5	16.2	0.7	2.5	1.8	4.6	4,821	100.0
1980	62.2	10.7	6.6	5.0	4.6	-0.1	3.5	1.7	5.8	5,085	100.0
1981	77.8	12.4	8.5	5.4	-4.3	-4.4	-4.1	2.3	6.4	4,688	100.0
1982	71.5	13.4	7.7	4.4	5.0	-7.0	-4.6	1.8	7.8	4,708	100.0
1983	66.0	12.7	4.7	4.2	21.2	-6.6	-10.7	1.6	6.9	4,791	100.0
1984	46.8	9.1	6.4	3.2	30.2	-2.2	-1.5	2.2	5.8	6,901	100.0
1985	44.2	8.1	5.7	2.4	31.5	3.3	-5.8	1.2	9.4	7,211	100.0
1986	45.7	11.7	7.6	2.9	19.2	3.9	-3.2	1.9	10.7	6,714	100.0
1987	55.1	16.3	6.8	5.0	-4.6	1.9	8.1	1.6	9.8	6,127	100.0
1988	43.8	12.4	5.2	3.2	-1.5	7.9	18.8	1.6	8.6	8,005	100.0

(注) 「合計」の単位は百万ドル。

(出所) *Best's Insurance Management Reports (Life/Health, On-Line Reports, January 30, 1984)* ,

Best's Aggregates & Averages Life-Health, 1989, p.46. , より作成。

第6表は、1976年-88年における生命保険会社1,357社（相互会社114社、株式会社1,243社）の保険部門別の純営業収益（契約者配当と連邦所得税（ただしキャピタル・ゲインへの課税は除く）控除後）を示したものである¹⁾。それによると、本章第(1)節で述べたように、普通生命保険は、責任準備金に占める割合は減少してきているにもかかわらず、純営業収益に占める割合は一貫して最大になっている。そして団体生命保険や簡易保険、信用生命保険、健康保険が年によって入れ代わりながら普通生命保険に続いている。それに対して団体年金

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

は、責任準備金に占める割合は増大し、82年以降には保険部門のなかで最も大きな割合を占めているのにもかかわらず、純営業収益に占める割合はかなり低位にとどまっており、年によっては損失さえ示している。むしろ損失を示している年のほうが多くなっている。個人年金は、責任準備金に占める割合は大きくはないが、収益面では団体年金と同じ傾向を見せている。

普通生命保険の純営業収益の割合が一貫して最大であり、しかもその比重が高いことは、年金準備金の割合増大、生命保険準備金（なかでも普通生命保険準備金）の割合減少という責任準備金の構成変化にもかかわらず、生命保険業の純営業収益がおもに普通生命保険のそれに依存している状況を示すものである。このことは同時に、責任準備金が安定的に増大しているにもかかわらず、純営業収益の伸びが責任準備金のそれと直接的に結びつかなくなっていることをも示している（責任準備金と純営業収益の対前年伸び率はそれぞれ、77年9.6%、37.1%、78年10.6%、25.2%、79年10.4%、13.7%、80年11.0%、5.5%、81年9.7%、-7.8%、82年12.0%、0.4%、83年11.1%、1.8%、84年9.7%、44.0%、85年13.9%、4.5%、86年14.5%、-6.9%、87年11.6%、-8.7%）。

年金部門の収益面でのこうした状況は、生命保険会社が生命保険会社間だけでなく、商業銀行信託部や投資顧問会社との間でもはげしい競争を展開していることを反映したものとなっている。

純営業収益に占める割合が最も大きい普通生命保険では、保有契約高は70年代と80年代を通じて一貫して増大している（70年7,772億ドル、75年11,532億ドル、80年20,866億ドル、85年40,960億ドル、87年51,414億ドル）。もっとも保有契約件数は、新商品の新契約高の伸びが既存の終身保険からの乗り換え(replacement)によるとこ

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

ろが大きいこともあって、²⁾83年以降低下している(70年1.2億件、75年1.4億件、80年2.2億件、85年2.0億件、87年1.8億件)。または普通生命保険でも、82年と84年以降には純営業収益の伸びが責任準備金のそれを下回って推移している(普通生命保険の責任準備金と純営業収益の対前年伸び率はそれぞれ、77年5.8%、22.5%、78年6.4%、8.2%、79年5.9%、13.7%、80年5.5%、26.6%、81年4.9%、15.4%、82年3.5%、-7.8%、83年3.5%、6.0%、84年2.9%、2.2%、85年4.6%、1.3%、86年7.0%、3.7%、87年10.8%、9.9%)。

(b) 利潤源泉

また年金準備金と生命保険準備金に占める高金利商品の比重増大は、生命保険業の利潤源泉からみた収益構造にも変化をもたらすものであることを示唆するであろう。

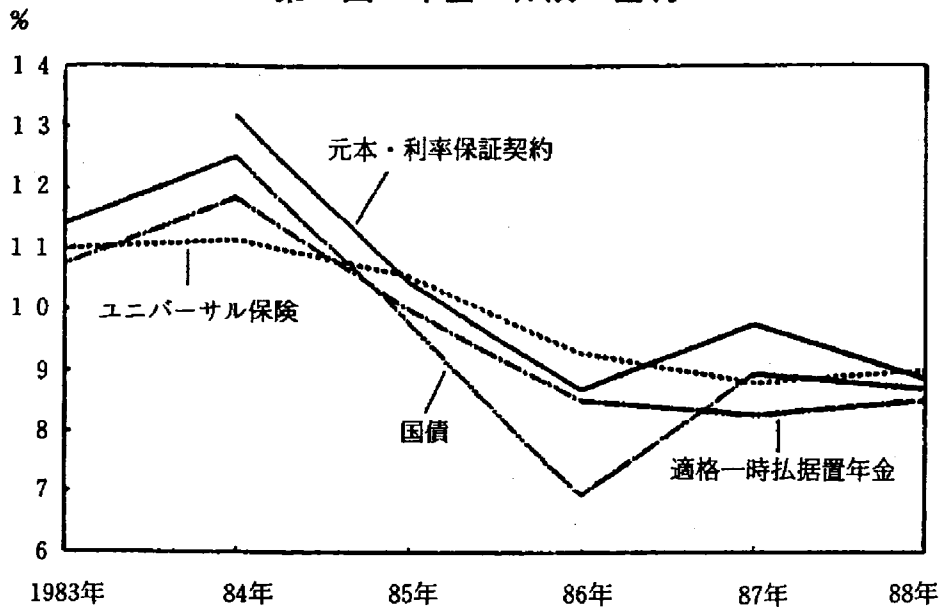
生命保険会社の金融業務を保険〔引受〕業務との関わりでみた場合、その意義として以下の点をあげることができる。まず第一に、年金掛金や保険料があらかじめ予定利率³⁾で割り引かれているために、年金や保険金の支払いを履行しうるためには、責任準備金の運用によって、予定利率以上の投資収益を獲得することが要請されていることである。これは、生命保険業において保険〔引受〕業務と金融業務を有機的に結びつける基底的な要因である。第二に、上述した予定利率を超える投資収益が利差益として、死差益と費差益とともに生命保険業の利潤源泉を構成することである。第三に、こうした利潤は、さらに契約者配当(あるいは料率付与)として年金・保険契約の獲得に大きな影響を与えることである。

変額年金や変額保険は、投資成果が直接、契約者にもたらされるものである。それは、一方で生命保険会社が契約者に投資リスクを転嫁

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

するものであるが、他方で生命保険会社の利差益の放棄につながるものである。また元本・利率保証契約の預託金やユニバーサル保険などのキャッシュ・バリューに付与、保証される実勢金利は、利差益の減少をもたらすであろう。投資成果の直接的反映や実勢金利の付与、保証は、株価の上昇期や高金利期には契約者に有利に作用するが、株価の下落期や低金利期には逆に作用することになる。しかし生命保険会社は、競争上、とりわけ後者の時期に収益の確保にせまられることになる。

第1図 年金・保険の金利



(出所) *Pensions & Investment Age*. (November 26, 1984), p. 8., (October 28, 1985), p. 46., (October 27, 1986), p. 74., (November 16, 1987), p. 80., (November 14, 1988), p. 38., *Best's Insurance Management Reports* (Life/Health, On-Line Reports, December 14, 1987., On-Line Reports, April 17, 1989)., *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, September 1988), pp. 112-114., *Federal Reserve Bulletin* 各号より作成。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

第1図は、団体年金契約である代表的な元本・利率保証契約（契約期間5年、預託金一括払込み、単利、100万ドル）の金利（84年と85年は各社の平均、86年-88年はニューヨーク・ライフ（1987年に総資産額で6位）の場合、いずれも9月末時点⁴⁾）、個人年金契約である適格一時払据置年金の中位の金利（各年8月⁵⁾）およびユニバーサル保険の金利（ただし各年とも同年6月-翌年5月における55社の年平均⁶⁾）を示したものである（国債の金利は、契約期間が5年である代表的な元本・利率保証契約の金利と対比するために示した残存5年物国債の金利（各年9月）である）。それによると、70年代末から80年代初めにかけての高金利期に対応して付与された金利は、82年後半からの金利低下局面や85年から86年にかけての低金利期にも、競争上、比較的高く設定されたままにされざるをえなくなっている。こうした高金利の設定、付与は、生命保険会社の利差益の減少をもたらすことになる。^{7) 8)}

生命保険会社は、こうした元本・利率保証契約やユニバーサル保険などの金利に対応するために、いわゆるジャンク・ボンド(junk bond)に投資している。ジャンク・ボンドとは、格付け機関によって投資適格(investment grade)⁹⁾とされない低格付け、高利回りの公募債である。生命保険会社のジャンク・ボンド保有（債券占有率）上位36社において、債券保有額に占めるジャンク・ボンドの割合は、1983年と84年には約6%にすぎなかったが、85年7%、86年9.2%、87年には11.4%に増大している。87年にその割合がもっとも高い生命保険会社は、エグゼクティブ・ライフ（87年に総資産額で57位）の65.8%であり、最大手ではエクイタブル（同3位）20.8%、プルデンシャル（同1位）15.4%、ジョン・ハンコック（同8位）13.6%、エトナ・ライフ（同4位）8.9%、トラベラーズ（同7位）6.3

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

%、ニューヨーク・ライフ（同6位）3.9%、メトロポリタン（同2位）3.4%である^{10) 11)}（これら最大手7社は、本章第(1)節の〔注〕(6)で述べたように、1986年初における元本・利率保証契約の資産額上位7社を占めている）。

ジャンク・ボンドの保有は、一方で生命保険会社の収益の増大をもたらすことになるが、他方で生命保険会社の投資リスクの増大を、したがって支払い能力(solvency)の低下をもたらす要因となる。ジャンク・ボンドは、1980年代の企業の合併・買収においてさかんに利用されているLBO (leveraged buyout; 買収予定の企業の資産を担保にして借り入れをし、その借入金でその企業の株式を買い占めて買収する方法。借入金は買収後、その企業の資産の売却などによって返済される) にともなってしばしば発行されている。また企業のLBOによる資金調達¹²⁾は、その企業の債券を保有する生命保険会社にその債券の格付けの低下だけでなく、債券価格の下落をもたらしている。生命保険会社の投資リスクに対する合併・買収運動の影響と、合併金融に対する生命保険会社の関わりとして一言しておきたい。

しかし利潤源泉としての利差益の放棄あるいは減少は、生命保険業における金融業務の役割、重要性を低下させるものでないことは言うまでもない。生命保険会社は、利潤の取得を動機として、保険〔引受〕業務としての年金・生命保険契約を獲得するのであり、したがってそれらの獲得は、利潤の取得の可能性を内包するものである。そして金融業務の成果は、それらを獲得、増大させるうえで一層大きな要因となってきている。それは、生命保険会社の年金・生命保険商品の改革が金融市場の動きに対応しながら金融業務を展開し、投資収益を増大させることによって行われてきていることに示されている。生命保険業における金融業務の役割、重要性、提言すれば保険〔引受〕業

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

務の金融業務への依存は、ますます高まってきているといえる。生命保険会社の金融業務は、本稿で対象としている時期において、伝統的な資産運用業務の枠を超えた、多角的な業務の展開として行われていることもあわせて指摘しておきたい。

注1) 生命保険会社 1,357 社 (相互会社 114 社、株式会社 1,243 社) は、会社数では 1976 年末時点で全生命保険会社の 77.8% (相互会社 81.4%、株式会社 77.6%) を占めており、資産額では 1976 年-88 年を通じてほとんどすべてを占めている。

1981 年-88 年における相互会社、株式会社別の保険部門別純営業収益については、*Best's Aggregates & Averages, Life-Health, 1989, p.46.*, を参照。また 1986 年における各生命保険会社 (純保険料収入上位 100 社) の純営業収益については、“Despite Premium Income Surge, Net Gains Dip Slightly”, *Best's Insurance Management Reports (Life/Health, On-Line Reports, November 16, 1987)* を参照。

2) 「最近の見積もりによると、その幅は大きいですが、現在までに販売された 30% から 60% の金利感応型生命保険は、既存のキャッシュ・バリュー保険から乗り換えたものである。」(Dutter, Philip, “Now for the Really Tough Times”, *Journal of the American Society of CLU & ChFC, Vol.XLI No.3 (May 1987), p.52.*) また、83 年 5 月-84 年 5 月の 13 か月間における終身保険からの乗り換えについての調査結果については、“Follow-up Consumer Attitude Survey Shows 84% Kept Whole Life In Force”, *Insurance Advocate (May 18, 1985), p.26.*, を参照。

3) 第二次大戦後における年金・保険商品の最高予定利率 (少なくとも 26 州で年金・保険契約に対する準備金を計算するさいに使用されている支配的州予定利率) の変遷については、Ernst & Whinney and Richard S. Antes, et al., *Federal Income Taxation of Life Insurance Companies (Second Edition), Vol.1, Chapter 6 A, Figure 6 A-1.*, を参照。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

- 4) そのほかの種類元本・利率保証契約の金利と、ニューヨーク・ライフ以外の生命保険会社の代表的な元本・利率保証契約の金利については、第1図の文献 (*Pensions & Investment Age* 各号)、を参照。
- 5) 1981年-88年における適格・非適格一時払据置年金(qualified and non-qualified single premium deferred annuities — SPDAs) と適格・非適格保険料支払自在型退職年金(qualified and non-qualified flexible premium retirement annuities — FPRAs) の金利については、第1図の文献 (*Best's Insurance Management Reports* 各号) のほかに、*Best's Insurance Management Reports (Life/Health)* に掲載されている以下の文献を参照。“Highest Interest Rates Offered by Leading Writers of Annuities”, (Statistical Studies, April 13, 1981., Statistical Studies, September 28, 1981., Statistical Studies, April 5, 1982)., “Annuity Interest Rates February-August 1982”, (On-Line Reports, October 11, 1982)., “Annuity Interest Rates”, (On-Line Reports, April 4, 1983., On-Line Reports, September 26, 1983)., “Annuity Interest Rates Up Slightly”, (On-Line Reports, April 2, 1984)., “Annuity Interest Rates Climb Again”, (On-Line Reports, November 5, 1984)., “Annuity Interest Rates Fall Slightly”, (On-Line Reports, April 22, 1985)., “Annuity Interest Rates Fall For Second Six Month Period”, (On-Line Reports, November 4, 1985)., “Annuity Interest Rates Continue to Decline”, (On-Line Reports, April 21, 1986)., “Annuity Rates Decline One Point in Past Six Months”, (On-Line Reports, October 27, 1986)., “Decline in Annuity Rates Lessens”, (On-Line Reports, April 27, 1987)., “Median Annuity Interest Rates Continue Rise”, (On-Line Reports, May 2, 1988).
- 6) 同期間における各生命保険会社の月別の金利については、Gold, Andrew, “A Five-Year History of Universal Life”, *Best's Review (Life/Health Insurance Edition, September 1988)*, pp.112-114., Blease, Roger and Gary Pallay, “A

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

Five-Year History of UL Policies”, *Best’s Review* (Life/Health Insurance Edition, September 1989), pp.132-139., を参照。

- 7) 元本・利率保証契約に対する高金利の設定、付与は、損失さえもたらしている。
- 「エクイタブル生命保険会社は、1983 年末に約 30 億ドルの元本・利率保証契約に対する、予定を下回る投資収益をカバーするために、3 億ドルを準備金に加えた、と述べた。準備金の増加によって、エクイタブルの剰余金は 1 億 660 万ドル減少することになり、1982 年末の 12 億 7,000 万ドルと比較して 1983 年末には 11 億 7,000 万ドルになった。／3 億ドルの準備金の増加は、一部分はそのほかの商品の基礎となっている他の準備金の積み増しによって埋め合わされた。全部で準備金は 2 億 5,220 万ドルほど増加した。その数字は、1983 年の 1 億 4,560 万ドルの営業収益によって埋め合わされ、エクイタブルの剰余金が 1 億 660 万ドル減少することになった。／エクイタブルの元本・利率保証契約に基づく全準備金は現在、120 億ドルであり、同社の全準備金 435 億ドルの 4 分の 1 以上である。」(Smith, Randall, “Equitable Life Adds \$ 300 Million Reserve Due to Shortage in Returns on Contracts”, *The Wall Street Journal* (Friday, March 2, 1984), p.6.) 上記記事の内容を *Moody’s* (Bank & Finance Manual), Vol.2, 1984., によって補足すると、3 億ドルの準備金のうち、5,337 万ドル積み増しされた「そのほかの商品の基礎となっている他の準備金」とは法定有価証券評価準備金(Mandatory Securities Valuation Reserve)である(これについては次節で述べる)。なお、剰余金 1 億 660 万ドルの減少によって、剰余金は約 10%減少することになった。エクイタブルの準備金積み増しについては上記記事のほかに、Burr, Barry B., “Equitable boosts reserves for GICs”, *Pensions & Investment Age* (March 19, 1984), p.51., も参照。
- また、同契約の収益性については、Clark, Stephen, “Rethinking GICs”, *Institutional Investor* (January 1989), pp.119-122., を参照。
- 8) ユニバーサル保険の収益性については、Hill, Norman E., “UL Profitability

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

Without Pain”, *Best’s Review* (Life/Health Insurance Edition, February 1988), pp.24-30., を参照。

- 9) 投資適格とは、ムーディーズ社またはスタンダード・アンド・プアーズ社による格付けがそれぞれ BBB 以上あるいは Baa 以上とされている。したがってジャンク・ボンドの格付けは、BB 以下または Ba 以下に該当することになる。
- 10) Williams, Fred, “Surge in buy-outs is trickling down into GIC activity”, *Pensions & Investment Age* (November 28, 1988), p.3, p.42.

なお、ニューヨーク州では、1983年に保険法が改正された時にはジャンク・ボンド投資の規制は行われなかったが、87年に「レギュレーション 130 (Regulation 130)」が發布され、それによって6月24日以降、同州保険局長の事前認可なしに認容資産の20%以上をジャンク・ボンドに投資することが禁止された。(Brenner, Lynn, “Insurers in N.Y. Divided over Proposal to Limit Investments in Junk Bonds”, *American Banker* (February 26, 1987), p.2, p.42., “Insurers Disagree on Limiting Junk Bond Investment”, *National Underwriter* (Life & Health/Financial Services Edition, March 2, 1987), p.1., Ness, Immanuel, “Insurers Clash Over Junk Bonds”, *National Underwriter* (Life & Health/Financial Services Edition, March 9, 1987), p.4, p.34., “Reg. Capping ‘Junk’ Bond Content Of Life Insurer’s Investment Portfolio Adopted”, *Insurance Advocate* (June 20, 1987), p.33.)

- 11) また1987年における債券保有額上位10社において、一般勘定資産に占める債券の割合と、その債券に占める投資適格債の割合はそれぞれ、メトロポリタン 56%、96%、プルデンシャル 43%、85%、ニューヨーク・ライフ 51%、96%、米国教職員保険・退職年金組合 47%、89%、エトナ・ライフ 31%、91%、エクイタブル 37%、90%、マサチューセッツ・ミューチュアル 48%、92%、ジョン・ハンコック 34%、85%、エグゼクティブ・ライフ 80%、34%、ノースウェスタン・ミューチュアル 37%、94%である (“1987 Bond Holdings : Non-Investment Grade Plays

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

a Larger Role”, *Best's Insurance Management Reports*, (Life/Health, On-Line Reports, August 29, 1988.)). したがって各社の一般勘定資産に占める非投資適格債の割合は、メトロポリタン 2.2%、ブルデンシャル 6.5%、ニューヨーク・ライフ 2.0%、米国教職員保険・退職年金組合 5.2%、エトナ・ライフ 2.8%、エクイタブル 3.7%、マサチューセッツ・ミューチュアル 3.8%、ジョン・ハンコック 5.1%、エグゼクティブ・ライフ 52.8%、ノースウェスタン・ミューチュアル 2.2% になる。

- 12) 「生命保険業にとって非常に重要な懸案 — 「イベント・リスク(event risk)」に 対処しなければならないこと — は、よく取り上げられた R J R ナビスコをめぐる L B O 合戦にともなって 1987 年に生じた。生命保険会社はこの問題を処理しようとしているにもかかわらず、それはいまだに解決されていない。イベント・リスクの 「イベント」とは、L B O を意味する。より正確には、イベント・リスクとは、生命保険会社が保有している投資適格債の発行企業が以下のように行動することによって生じるであろう危険である。・株式を買い占めて非上場化するために巨額の借入をすることによって L B O を実行し、それによってその企業の既存の上位債券 (senior debt) に関する信用リスクがかなり増大する危険。・敵対的買取に対抗するために、一度に巨額の配当を支払うために資産を売却するか自社株を買い戻すために長期債を発行することを通じて負債比率を増大させ、それによってその企業の上位債券の信用格付けが下がる危険。R J R ナビスコの買取合戦当時、メトロポリタン生命保険会社はナビスコの上位債券 3 億 4,000 万ドルを保有していた。(メトロポリタンは、1986 年に経営陣の交替に対する制限条項の付加を要求し始める前にその債券を購入していた。) R J R ナビスコの買取が発表されるとともに、これらの投資適格債の市場価格は下落し、それによってメトロポリタンは一瞬のうちに 4,000 万ドルの損失をこうむったのである。/生命保険業にとっての L B O の危険は、生命保険業がイベント・リスクにさらされていることにある。生命保険会社は、そのほかのどんな投資部門よりも多くのアメリカ企業の債務を債券形態で保有してお

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

り、したがってもっとも大きな危険にさらされている。／

1988年12月から1989年2月にかけて、ACLIの投資調査・統計サービス部は、LBOに関するタスク・フォースのために、イベント・リスクに関する特別調査を行った。・・・この調査に答えた生命保険会社120社が保有している、イベントの影響を直接受けた事業債の市場価格は、イベントの発売前日は37億ドルであった。イベント後には市場価格は合計4億1,700万ドル下落し、平均11.1%の下落であった。その価格下落分の61%は公募債によるものであり、それは12.6%の下落であった。この調査に答えた生命保険会社の78%は、1986年1月から1988年11月までの期間におけるLBOの発表のために、事業債の価格が下落したことを報告している。」(Reardon, Paul A., "Life Companies Confront LBOs "Event Risk" at Center of Storm", *Council Review* (November 1989), pp.9-10.)

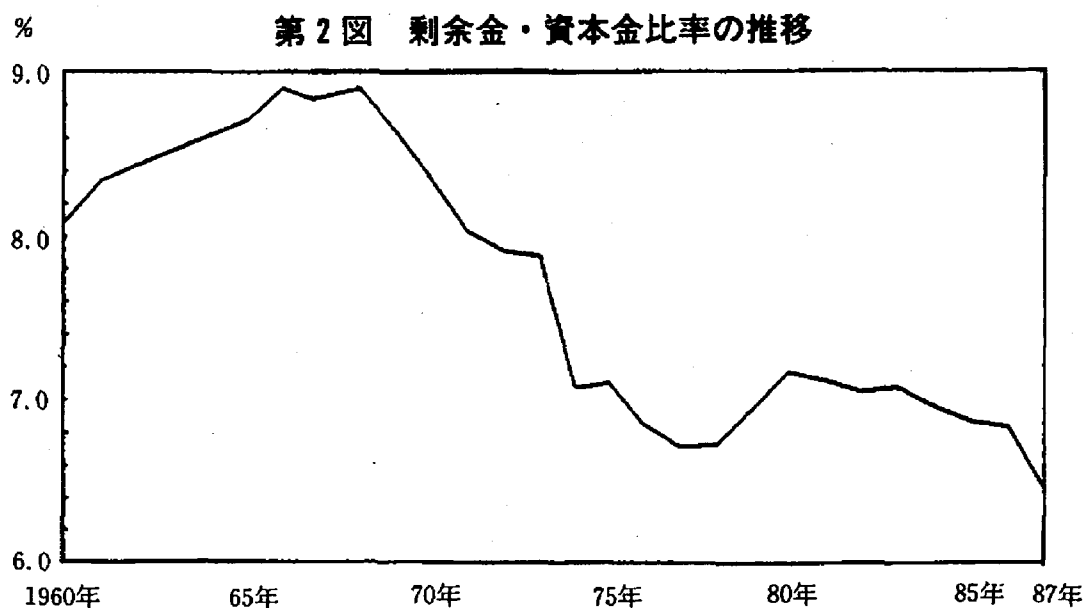
(4) 剰余金・資本金比率の低下

生命保険会社の貸借対照表上の負債側は、責任準備金などの負債と剰余金・資本金によって構成されている。本章第(1)節では、生命保険会社の負債の大部分を占める責任準備金の構成変化について考察しておいた。最後に本節では、生命保険会社の貸借対照表上の負債側全体の構成変化について検討しておきたい。

第2図は、総資産に対する剰余金・資本金の比率を示したものである。それによると、剰余金・資本金比率は、¹⁾1960年代後半から70年代後半にかけて大きく低下している。そして70年代末に若干上昇したものの、80年代にはしだいに低下しており、60年代と比較すると低位にとどまっている。²⁾近年取り上げられている生命保険会社の自己資本規制問題は、直接的にはこうした剰余金・資本金比率の低下に基づくものである。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

こうした近年における剰余金・資本金比率の低下は、言うまでもなく負債側における負債の割合増大と対応するものである。では、剰余金・資本金の割合減少にともなって、負債の構成にどのような変化が生じているであろうか。



(出所) ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号より作成。

第7表は、負債と剰余金・資本金の構成比を示したものである。それによると、負債の大部分を占める責任準備金の割合はほぼ一定の水準で推移している。据置配当積立金（据置配当として生命保険会社に積み立てられているものであり、それには利子が付与される）の割合は、1960年代後半から70年代前半にかけて傾向的に増大しているが、70年代後半以降は逆に傾向的に減少してきている。契約者配当準備金（次年度の契約者配当の支払いのために積み立てられるもの）の割合は、1960年代後半から70年代にかけて一定の水準で推移していたが、70年代末以降は傾向的に減少している。つまり、責任準備金や据置配当積立金、契約者配当準備金の割合は、一定の水準あるいは傾向的な増大、減少を、換言すれば安定的な推移を示している。そ

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

第7表 負債と剰余金・資本金の構成比

年	負債				剰余金・ 資本金	合計	
	責任準備 金	据置配当 積立金	契約者配 当準備金	その他			
1965	80.3%	2.7%	1.7%	6.6%	8.7%	100.0%	159
1966	80.4	2.7	1.7	6.2	8.9	100.0	167
1967	80.1	2.7	1.7	6.6	8.6	100.0	178
1968	79.7	2.8	1.7	6.9	8.9	100.0	189
1969	80.4	2.9	1.7	6.4	8.7	100.0	197
1970	81.0	2.9	1.7	6.1	8.4	100.0	207
1971	80.9	2.9	1.7	6.6	8.0	100.0	222
1972	80.4	2.9	1.7	7.3	7.9	100.0	240
1973	81.0	3.0	1.7	6.7	7.9	100.0	252
1974	82.2	3.1	1.7	6.3	7.1	100.0	263
1975	82.0	3.0	1.7	6.2	7.1	100.0	289
1976	81.7	3.0	1.6	6.8	6.9	100.0	322
1977	81.9	3.0	1.7	6.8	6.7	100.0	352
1978	81.7	2.9	1.6	7.1	6.7	100.0	390
1979	81.3	2.8	1.7	7.3	6.9	100.0	432
1980	81.5	2.7	1.6	7.1	7.2	100.0	479
1981	81.4	2.5	1.6	7.4	7.1	100.0	523
1982	81.5	2.3	1.5	7.6	7.1	100.0	588
1983	81.3	2.1	1.5	8.0	7.1	100.0	655
1984	80.8	2.0	1.5	8.8	7.0	100.0	723
1985	80.6	1.8	1.4	9.4	6.9	100.0	826
1986	81.3	1.6	1.2	9.0	6.8	100.0	938
1987	82.5	1.5	1.2	8.3	6.5	100.0	1,044

(注) 「合計」の単位は10億ドル。

(出所) ACLI, *Life Insurance Fact Book* 各号より作成。

米生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

れに対して上述した剰余金・資本金とその他の割合は、変動的、不安定的な推移を示しているといえる。

その他の項目には、未払費用や前納保険料、法定有価証券評価準備金が含まれる。そして剰余金・資本金比率は、生命保険会社が保有する有価証券（債券・株式）の評価方法と、その評価方法のもとでの法定有価証券準備金の設定と関わっている。

ニューヨーク州の保険法では、保険監督官(superintendent of insurance)は、均等利回り評価法(amortization)に適した投資対象に対する価額設定方法を決定する権限を与えられている。そのほかの投資対象はすべて、保険監督官の自由裁量によって、時価あるいは評価額(appraised value)で評価される。普通株は、時価が利用できる場合にはそれで、それが利用できない場合には保険監督官によって決定された価額で評価される。しかし保険監督官は、全米保険監督官協会(National Association of Insurance Commissioners — NAIC、以下NAICと表記する)によって承認された要件に従う評価を要求することができる。NAICの要件では、債務不履行になっていない債券と優先株は、均等利回り評価額で評価される。

こうした債券と株式の評価方法のもとで、生命保険会社は法定有価証券評価準備金(Mandatory Securities Valuation Reserve — MSVR、以下MSVRと表記する)を設定しなければならない。このMSVRは、確定利付き債券の債務不履行によって生じる損失と普通株の時価の変動を吸収することによって剰余金を保護するために1951年に創設されたものである(なお、ニューヨーク州では、同年は1906年以来禁止されていた普通株投資が改めて認可された年である)。MSVRの究極の目的は、生命保険会社がNAICによって決定された均等利回り評価額を継続的に用いることができるようにし、投

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

資運用資産の債務不履行と損失に対処するために十分な準備金を設定することである。

MSVRの最大限は、NAICの決算報告書式(convention blank)のスケジュールDに掲載されているそれぞれの有価証券に対して設定される。それぞれの有価証券に対する最大限の準備金の範囲は、債券が評価額の2%から20%、優先株が5%から20%、普通株が20%から33.3%である。こうした最大限の準備金の範囲は、主要な格付け機関による証券の格付けをもとにして設定される。格付けのうち、上位4格は2%であり、それ以下の格付けは10%あるいは20%である。したがって低格付け証券を保有すると準備金の最大限は高く設定されることになる。そしてこのように設定される準備金の最大限に達するまで、各生命保険会社はMSVRの状態に応じて一定の期間内に積み立てなければならない。

それぞれの有価証券に対して積み立てられるMSVRは、二つの部分の準備金、すなわち債券・優先株部分と普通株部分によって構成される(両者が区分されたのは65年になってからであり、それまでは一つであった)。債券・優先株部分では、毎年、剰余金からこの部分の準備金に繰り入れが行われる。それに加えて、この部分の準備金はその最大限を下回る場合には、純実現・未実現キャピタル・ゲインがその準備金に付与される。純実現・未実現キャピタル・ロスはこの部分の準備金がなくなるまでそれに対して、準備金がなくなった場合にはさらに剰余金に対して課される。債務不履行になっていない債券と優先株は均等利回り評価額で評価されているので、未実現キャピタル・ゲイン/ロスはおもに債務不履行になったそれらの再評価から生じる。

普通株部分でも、毎年、剰余金からこの部分の準備金に繰り入れが

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

行われる。その繰り入れ額は、12月31日時点における普通株の時価総額の1%である。それに加えて、この部分の準備金はその最大限を下回る場合には、純実現・未実現キャピタル・ゲインがその準備金に付与される。この部分の準備金の最大限を上回るキャピタル・ゲインは、通常、剰余金に付与される（債券・優先株部分と普通株部分の二つの準備金のうち、一方の部分の最大限を上回る純キャピタル・ゲインは他方の部分に付与することができる。しかし純キャピタル・ロスの場合には、一方の部分がなくなったとしても、いかなる状況のもとでも他方の部分に課すことはできない）。純実現・未実現キャピタル・ロスは、この部分の準備金がなくなるまでそれに対して、準備金が多くなった場合にはさらに剰余金に対して課される。³⁾

金利の上昇と株価の下落は、有価証券の純実現・未実現キャピタル・ロスをもたらす要因となっている。また最近では、前節で述べた企業の合併・買収にともなう債券価格の下落も要因として加わっている。債券と優先株の債務不履行や格付けの低下にともなう債券価格の下落、低格付け債券の保有増大、普通株の株価の下落によって生じる実現・未実現キャピタル・ロスは、場合によっては剰余金をも減少させる要因となる。また剰余金に繰り入れられる内部留保も、剰余金比率に影響を与える要因となる。利差損⁴⁾は言うまでもなく、利差益の放棄あるいは減少は、内部留保を減少させ、したがって剰余金比率を低下させる。

1980年代における剰余金・資本金の割合は、60年代と比較すると低位にとどまっており、しかもだいに減少してきている。他方、その他の割合は80年代前半に増大し、80年代後半は減少しているが、このその他に含まれるMSVRの割合（生命保険会社1,357社による）は、1980年1.4%、81年1.0%、82年1.1%、83年1.2%、84年1.0

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

%、85年1.3%、86年1.6%、87年1.5%、88年1.5%⁵⁾と、80年代後半になると高くなっている。上述した状況は、80年代後半におけるこうしたMSVRの実際の割合増大がその最大限のそれと対応するであろうことを示唆するものである。

そして生命保険会社の持株会社を用いた子会社・関連会社の設立、買収による業務の展開は、剰余金に対する上述の要因に影響を与える作用をもっている。このことは、子会社、関連会社を含む生命保険会社総体としての生命保険業の構造変化と自己資本規制に関わる論点である。

注1) 剰余金・資本金比率は、ニューヨーク州保険法では、無配当保険株式会社（無配当保険(nonparticipating insurance)のみを販売している会社)を除く州内会社に対して、責任準備金とそのほかの負債の10%以下に制限されなければならないことが規定されている。それは、保険[引受]・資産運用業務から生じる大部分の超過収入は毎年配当の形態で契約者に分配されなければならないという見解を反映するものである。剰余金比率は、それに影響を与える要因によって変動する。こうした剰余金比率に対する制限規定は、他方でその要因による剰余金比率の変動を大きくすることになっている。

2) 上位25社の剰余金・資本金比率は、82年4.4%から87年3.7%に低下している(Arndt, Sheril, "Industry 'Impoverished' By New Products. Analyst", *National Underwriter* (Life & Health/Financial Services Edition, March 13, 1989), p.3.)。また1980年代における剰余金・資本金比率については、Stern, Lawrence, "The Ratio of Liabilities to Capital and Surplus", *Best's Review* (Life/Health Insurance Edition, July 1989), pp.10-11., "An Overview of Capital and Surplus", *Best's Insurance Management Reports* (Life/Health, On-Line Reports, March 19, 1990)., を参照。

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

- 3) Bishop, George A., "Perspectives on the Valuation of Securities Held by Life Insurance Companies", *The Journal of the American Society of Chartered Life Underwriters*, Vol.XXX No.4 (October 1976), pp.30-40., Hershman, Mendes, "The Impact of Life Insurance Company Investment Regulation", *Investment Activities of Life Insurance Companies*, edited by J. David Cummins, Homewood, Ill., 1977, pp.331-332., Gold, Melvin L., "Mandatory Security Valuation Reserve—Protection or Illusion?", *Best's Insurance Management Reports* (Life/Health, Perspectives, December 15, 1986).
- 4) 利差損による剰余金の減少の事例については、前節の(注)(7)を参照。
- 5) *Best's Aggregates & Averages*, Life-Health, 1987. p.15, 1989, p.15.

4. おわりに

生命保険会社の年金・生命保険商品の改革は、まず団体年金部門で行われ、さらに個人年金部門や普通生命保険部門にも展開されてきた。それは、商品設計の柔軟性、なかでも投資成果の直接的反映や実勢金利の付与を特徴とするものであり、したがって契約者に高金利を提供するものであった。こうした商品改革は、直接的には生命保険会社の負債側における保険〔引受〕業務の対応措置として行われたものである。しかしそれは同時に、生命保険会社が金融市場の動きに対応しながら資産側における金融業務としての資産運用を展開し、投資収益を増大させることによって進展してきたものであった。

しかしこうした商品改革の進展は、生命保険会社の主要な利潤源泉である利差益を放棄あるいは減少させることになった。しかしこのことは、生命保険業における金融業務の役割、重要性が低下したことを意味するものではない。金融業務の成果が年金・生命保険契約を獲

米国生命保険会社の負債構成と収益構造の変化

得、増大させるうえで一層大きな要因となってきた。金融業務の役割、重要性、換言すれば保険〔引受〕業務の金融業務への依存はますます高まってきているといえる。

商品改革の進展にともなう資産・負債構成や収益構造の変化のもとで、生命保険会社の資産側における金融（資産運用）業務と負債側における保険〔引受〕業務の関係は、団体年金商品の改革のもとで採用された投資年度別方式がそのほかの保険部門にも採用され、さらにそれはセグメンテーション(segmentation)へと展開している。生命保険会社の資産・負債総合的管理(Asset/Liability Management—ALM)の手法としてのそれである。

また生命保険会社の金融業務は、投資（資産運用）行動の変化にとどまらない。それは、伝統的な資産運用業務の枠を超えて、1960年代後半における保険持株会社の設立を通じてその子会社、関連会社の設立、買収による多角的な業務の展開として行われている。近年取り上げられている生命保険会社の支払い能力の確保や自己資本規制問題は、本稿で述べた生命保険会社の資産・負債構成の変化だけでなく、その子会社、関連会社を含む生命保険会社総体としての生命保険業の構造変化を論定することによって解明されるべきものである。