

米国生保の業務展開と金融保証

中 浜 隆

(九州大学大学院)

I. はじめに——対象と課題——

II. 保険業務と金融業務の展開

(1) 1960・70年代

(2) 1970年代末以降

III. 金融保証業務の展開

(1) 金融保証業の発展

(2) 生命保険会社の金融保証

(3) 生命保険業の史的展開と金融保証業務

IV. 結び

I. はじめに——対象と課題——

近年、進展している金融革新のもとで、先進資本主義諸国、とりわけアメリカでは、生命保険会社の保険業務と金融業務に¹⁾大きな変化が生じている。

生命保険会社の保険業務と金融業務に大きな変化が生じたのは、第2次大戦後、二つの時期においてである。第1の時期は、1950年代に始まり、1960年代後半から70年代初めにかけて本格化する。第2の時

期は、1970年代末以降である。本稿では、第2の時期における保険業務と金融業務の展開のなかで行われるようになった金融保証業務について考察する。生命保険会社は、その子会社に対して金融保証を行うとともに、さらに子会社や他の保険会社などと共に設立した新会社を通じて第三者に対して金融保証を行っている。本稿では、生命保険会社が業務の展開として行っている後者を対象にする。また前者も、生命保険会社の金融業務にかかわりをもっているもので、それにもふれることにしたい。本論を論じるにあたって、二つの時期における生命保険会社の保険業務と金融業務の展開を対比するとともに、金融保証業務が生命保険会社に入り込んできたルートを示すために、まず第1の時期における保険業務と金融業務の展開を述べることから始めよう。

注

- (1) 筆者は、生命保険会社が遂行している業務を保険業務と金融業務に大別している。前者には、生命保険や年金、損害保険業務が含まれる。これを生命保険会社の収入源泉としてとらえるならば、保険料が対応する。後者には、伝統的な資産運用業務だけでなく、後にふれるミューチュアル・ファンドや不動産投資信託、さらには証券ブローカー・ディーラー、ノンバンク・バンク業務など伝統的な資産運用業務の枠を超えた業務が含まれる。これを収入源泉としてとらえるならば、投資収益（利子・配当、手数料）が対応する。

II. 保険業務と金融業務の展開

(1) 1960・70年代¹⁾

第1の時期における保険業務の変化は、まずホールセール部門である団体年金のシェア低下であった。第2次大戦後、公的年金、私的年

金ともに大きな伸び率を示したにもかかわらず、1950年代以降、生命保険会社が受託する保険型年金の伸び率は、商業銀行などが受託する非保険型年金のそれに対して低下していった。それは、保険型年金には投資に対して厳しい制限が規定されており、しかも投資収益に対して所得税が課せられていたためである。²⁾ そのために保険型年金は、おもに安全性の高い社債や抵当貸付に投資していたのに対して、非保険型年金は、普通株に積極的に投資し、戦後の経済成長に基づく株式の高配当やキャピタル・ゲインを得ることによって、年金掛金の軽減をはかったのである。

ホールセール部門である団体年金に生じた変化は、リテール部門である個人生命保険にも波及することになった。個人可処分所得の伸び率は、1950年以降、一貫して上昇したにもかかわらず、個人生命保険の新契約高のそれは、1955年から70年まで低下し、さらに1965年以降には個人可処分所得のそれを下回ることになった。また保険種類別による個人生命保険の新契約高では、高貯蓄性保険の比重が低下し、非貯蓄性保険の比重が上昇した。すなわち、保険契約の定期化が進展したのである。これらは、生命保険会社の資金吸収力の低下をもたらした。さらに1960年代後半における高金利の時期には、契約者貸付が増大した。保険契約者は、生命保険会社から貸付を受け、それを短期自由金利商品に投資したのである。つまり、契約者貸付という形態でディスインターミディエーションが発生したのである。これは、生命保険会社の投資可能資金の減少をもたらした。

このように1960年代後半には、個人生命保険の新契約高の伸び率が個人可処分所得のそれを下回り、さらに契約者貸付が増大することになった。したがって保険業務で大きなウェイトを占める個人生命保険に対する対応は、この時期に採られることになる。

米国生保の業務展開と金融保証

上述した事態に対して生命保険会社が採った対応策が、保険業務と金融業務の両面にわたる業務の展開であった。金融業務では、資産運用において資産の大半を占める社債や抵当貸付のエクイティ参加を積極化するとともに、従来の資産運用の枠を超えて、子会社を通じてミューチュアル・ファンドや不動産投資信託、証券ブローカー・ディーラー、消費者信用などの業務に進出した。これらによって資金吸収手段を多様化し、投資収益（利子・配当、手数料収入）の増大をはかった。これは、上述した保険契約における伸び率の低下や定期化の進展によって、保険業務から生じる死差益や費差益の相対的な減少を補うために、金融業務を展開することによって投資収益を増大させ、利差益を拡大させることをめざしたものであったと考えられる。

保険業務では、ホールセール部門である団体年金に対して、エクイティ・ファンディングや変額年金を創設することによって、団体年金のシェアを改善し、資金吸収力の回復をはかろうとした。リテール部門である個人生命保険に対しては、まず損害保険業務に進出することによって、多様化した家計の保険需要に対応しようとした。アメリカでは、1950年代以降、家計の所得が上昇し、また消費者信用や信用生命保険が発展するのに伴って、住宅や自動車などの耐久消費財が家計部門に急速に普及していった。これによって火災保険や自動車保険などの家計損害保険が発展することになった。つまり、生命保険と損害保険が家計保険市場として同質化していったのである。こうした状況のもとで生命保険会社は、上述した個人生命保険に生じた事態に対応するために、1960年代後半には損害保険商品を生命保険商品と並売することによって、生命保険商品の販売を促進しようとした。しかしそれだけではない。上述したミューチュアル・ファンドや不動産投資信託業務への進出は、それらによって投資収益の増大をはかるとともに、

ミューチュアル・ファンドや不動産投資信託といった金融商品をも生命保険商品と並売することによって、生命保険商品の販売を一層促進しようとしたのである。つまり、リテール部門で保険契約における伸び率の低下や定期化の進展に対して採られた措置が、損害保険商品や金融商品の販売であった。実際、生命保険会社の外務員が生命保険商品だけを販売することは、困難になってきたことが言われていたのである。³⁾このことは、とくに金融商品の販売とかがわっている。1960年代には、非金融法人部門や家計部門に大量の金融資産が存在していた。そしてそれら両部門が、とくに高インフレ・高金利の時期に高収益を求めて資産を活発にシフトさせることになった。金利選好意識の高まりである。それは、金融機関が保有する資産のシェアに大きな影響を与えることになる。被保険者の死亡に対する保障が定期保険によって得られるとともに、余裕資金が高収益を提供する金融商品に向かうことになる。このことは、「定期保険を買って、その残りは投資しよう（“Buy term and invest the difference”）」という言葉に端的に表現されている。ミューチュアル・ファンドや不動産投資信託業務への進出という金融業務の展開は、一方で家計の貯蓄を吸収することによって資金吸収力の回復をはかり、他方で生命保険商品の販売を促進することによって保険業務の拡大をはかるためであった。こうした事態は、保険業務の拡大が金融業務を展開することなしには行われえなくなってきたことを意味する。それは、非金融法人部門や家計部門に大量に蓄積された金融資産と高インフレ・高金利に伴う金利選好意識の高まりが保険業務を変えていく過程である。そしてそれらは、1970年代末以降、さらに生命保険商品の金融商品化へと向かわせたのである。

(2) 1970年代末以降

1970年代末に到来した高インフレ・高金利によって、家計部門の金利選好意識は一段と高まり、失効や解約、契約者貸付がドラスティックに増加することになった。こうした事態に直面して生命保険会社は、上述した金融商品を生命保険商品と並売するだけでなく、生命保険商品そのものを変革しなければならなくなった。いわゆるニューウェーブ商品の創設や伝統的な終身保険の改良である。⁴⁾それは、変額保険の導入を端緒とする。これは、すでにホールセール部門である団体年金に導入されていた変額年金の概念が、リテール部門である個人生命保険にも導入されたものである。変額保険は、投資成果を死亡保険金や解約返戻金に直接反映させるものである。その場合、営業保険料から付加保険料と危険保険料を控除した貯蓄保険料は変額年金と同じく分離勘定で運用されるが、保険契約者が普通株勘定のほかにTBやCD、CPなどの短期自由金利商品を対象としたマネー・マーケット勘定などの投資勘定を自由に選択できるという投資の自在性を有している。

ユニバーサル保険は、従来の終身保険における死亡保障部分と貯蓄部分が分離されており、営業保険料から付加保険料を控除した純保険料は、キャッシュ・バリューとして積み立てられ、そのなかから危険保険料が定期保険のために支払われる。そしてキャッシュ・バリューは、TBやCD、CPなどの短期自由金利商品に投資され、キャッシュ・バリューに対してTBレートなどにスライドした実勢金利が付与されている。またユニバーサル保険は、保険契約者が保険料額や保険金額、保険料払込方法を自由に変更でき、しかもキャッシュ・バリューを自由に引き出すことができるという柔軟性をもっている。したがってそれは、生命保険商品における貯蓄部分が従来のそれから分離するとともに、同じ生命保険商品のなかに存在している姿であると

米国生保の業務展開と金融保証

言ってよい。それは上述した時期と対比すれば、生命保険商品（定期保険）と金融商品（ミューチュアル・ファンド）が別々に存在していたものが、両者が結合し一つの生命保険商品になったものと見ることができる。さらに、ユニバーサル保険に変額保険の投資の自在性を取り入れた変額ユニバーサル保険も開発されている。

またこれまでの伝統的な終身保険の改良も行われ、保険料率算定の基礎を一定期間ごとに変更する不確定保険料終身保険、平準保険料方式を修正し、契約締結当初は保険料を極めて低く設定し、その後一定期間に保険料を段階的に通増させていく修正保険料式終身保険、保険料を定期的に払い込む点とキャッシュ・バリューに対して付与される超過利息が定期保険の買増しに充当されるなどの点を除いてはユニバーサル保険と同じ内容をもつ金利感应型保険などが開発されている。

表1 普通生命保険新契約高構成比（年払換算保険料ベース）（単位：％）

	ユニバーサル 保 険	変額保険	変額ユニバー サル保険	カレント・ア サンプション 終身保険	伝統的なキャ ッシュ・バリ ュー型の保険	定期保険
1980	*	*	**	*	82	18
1981	2	1	**	*	78	19
1982	9	2	**	1	70	18
1983	18	2	**	3	62	15
1984	33	3	**	12	43	12
1985	38	3	1	14	33	11
1986	35	6		16	31	12

* 1％未満、** 販売実績なし。

（出所）Life Insurance Marketing and Research Association

こうしたニューウェーブ商品や改良版終身保険は、一般に低い付加保険料と高い実勢金利の付与を特徴としている。したがって、前者によって伝統的な終身保険と比較して費差益が減少することになり、また後者によって利差益も減少することになった。しかも上述した新商品の成長は、既存の保険契約からの乗り換えによるところが大きいこともあって、保険業務の拡大が収益のそれに直接結び付かなくなっている。

またユニバーサル保険や金利感応型保険は、金利リスクや流動性リスクをもたらすことになった。そのために、これまでは貸借対照表上で負債を所与とし、資産だけを管理する資産管理から資産と負債の双方を管理する、資産・負債総管理（ALM）⁵⁾を必要とさせるにいたった。

こうした事態に直面して、生命保険会社は、セグメンテーションやイミュナイゼーションなどの手法によってALMを遂行し、金利リスクや流動性リスクを回避しながら、投資収益の拡大をはからなければならなくなった。すなわち、貸借対照表上の資産側（資産運用）では、TBやCPの保有によって短期資産の割合を上昇させ、長期資産についてはこれまで資産の大半を占めていた社債や抵当貸付の割合を低下させるとともに、市場性のある国債のそれを上昇させることによって資産構成を変化させている。また社債については、その償還期間を短縮化し、直接引受による購入の割合を低下させており、その直接引受による金利リスクをヘッジするために、金融先物やオプションを利用している。⁶⁾他方、負債側では、わずかではあるが、CPや一括登録制のもとで社債を発行することによって、キャッシュ・フローの調整をはかっている。

このように生命保険会社は、ニューウェーブ商品や改良版終身保険

米国生保の業務展開と金融保証

という新商品の販売によってもたらされた金利リスクや流動性リスクを回避するために、資産側で資産構成や満期構成を変化させている。こうした資産側での対応は、セキュライゼーションの進展と金融保証の発展に伴って、長期・固定低金利の貸付債権を証券化し、金融保証を付けて売却することによって流動化させ、短期・高金利の資産と入れ換えることによって行われるようになる。そしてさらに生命保険会社は、子会社や他の保険会社などと共同で新会社を設立することによって金融保証を提供するまでに展開している。こうした背景には、1982年後半以降の金利低下局面の到来にもかかわらず、新商品のキャッシュ・バリューに対して付与される金利が生命保険会社間の過当な競争によって高く設定されたために、スプレッドが急激に縮小したという事態がある。そのために生命保険会社は、保有している貸付債権を証券化し、金融保証を付けて流動化するとともに、さらには収益機会の拡大を求めて金融保証業務を展開するようになったと考えられる。

注

- (1) この時期における生命保険会社の保険業務と金融業務の展開についての詳しい事実関係については、拙稿「米国生命保険業の業務多様化——1960・70年代を中心として——」『経済論究』（九州大学）第71号（昭和63年7月）の第II章と第III章を参照。
- (2) 生命保険会社の投資収益に対する課税は、1959年生命保険会社所得税法（Life Insurance Company Income Tax Act of 1959）が制定されるまでは投資収益全体に対して課税されていたが、同法制定以後は利差益に対してのみ課税されることになった。

米国生保の業務展開と金融保証

- (3) 例えば、「疑いなく、われわれの販売代理人は、もし生命保険商品のみを提供しているならば契約できないであろう顧客を獲得している。」
(“Soon: Thousands of New Salesmen for Mutual Funds”
U.S. News & World Report, Vol.LXIV No.11 (March 11 1968),
p.98.)ということが言われていた。
- (4) これらについては、古瀬政敏『アメリカの生命保険会社』東洋経済新報社、昭和60年、第2章の2を参照。
- (5) これについては、Tilley, J.A., “The Matching of Assets and Liabilities”, *Transactions*, Vol.XXXII (1980), pp.263—300, Tilley, J. A. and Jacob, D.P., “Asset/Liability Management for Insurance Companies”, *Morgan Stanley*, November 1983, Weinberger, Alfred, “New Solutions to Investment Management Problems”, *The Emerging Financial Industry*, edited by Arnold W. Sametz, Lexington, Massachusetts, 1984, pp.102—103.、小松原章「米国生保会社の資産・負債管理」【保険学雑誌】第505号（昭和59年9月）、薮美紀・木村孝之・山口賢二「米国における生保会社のALMと銀行版ALMについて」【文研論集】（生命保険文化研究所）No.76（1986年9月）、古瀬政敏「米国生保会社における収益およびリスク管理」【文研論集】（生命保険文化研究所）No.78（1987年3月）を参照。
- (6) Curry, Timothy and Warshawsky, Mark, “Life Insurance Companies in a Changing Environment”, *Federal Reserve Bulletin*, Vol.72 No.7, July 1986, pp.455—457.

Ⅲ. 金融保証業務の展開

(1) 金融保証業の発展

金融保証とは、証券の発行者の債務不履行に対して、証券の保有者に元本と利子の支払いを保証することによって証券の発行者の信用力を高め、証券の発行者の金利コストを軽減させ、また証券の市場性を高める手段である。したがって金融保証は、事実上、自身の信用格付けが低い証券の発行者に、保険業者がそのすぐれた信用格付けを『賃貸する』手段である。¹⁾ 金融保証業務は、保険会社のほかに商業銀行や投資銀行、事業会社などが行っており、また金融保証が付けられる証券も、地方債やモーゲージ担保证券、社債、CP、リース債権証券、企業の売掛金債権証券など、さまざまな証券に及んでいる。こうした民間レベルによる金融保証の提供は、1970年代以降に展開されるが、政府金融機関による金融保証の提供は、モーゲージの分野ですでに1930年代から行われていた。まず1934年にFHA (Federal Housing Administration—連邦住宅局) が政府保証債の発行による資金調達によって設立された。FHAの業務は、生命保険会社や貯蓄貸付組合などがモーゲージ貸付を行って取得したモーゲージの保証を行い、借手の債務不履行に対して貸手の損失を補償することであった。FHAの役割は、モーゲージに対して保証を提供することによってモーゲージ発行市場の育成をはかることにあった。FHAにつづいて1938年にはFNMA (Federal National Mortgage Association—連邦住宅抵当金庫) がFHAと同じく政府保証債の発行による資金調達によって設立された。FNMAの業務は、当初はFHAによって保証されたモーゲージを購入することであったが、後には保有しているモーゲージの売却も行うようになった。FNMAの役割は、モーゲージを売買

米国生保の業務展開と金融保証

することによってモーゲージ流通市場の育成をはかることにあった。モーゲージ流通市場の育成は、1968年に設立されたGNMA (Government National Mortgage Association—政府抵当金庫) によって一層はかられることになる。GNMAの業務は、保証が付けられたモーゲージを購入するとともに、保証が付けられたモーゲージを担保にして発行されるモーゲージ担保証券 (mortgage-backed securities) に対して保証を提供することであった。こうしたモーゲージやモーゲージ担保証券に対する金融保証は、モーゲージの貸手・モーゲージ担保証券の投資家のキャッシュ・フローをそれぞれの借手の元利返済に対する依存から切り離すものとなっている。1970年代以降に展開する民間レベルによる金融保証の提供は、こうした政府金融機関による金融保証の発展に伴って行われることになる。

民間レベルによる最初の金融保証は、1970年代初めの地方債の保証に始まる。まず、AMBAC (American Municipal Bond Assurance Corporation) が地方債の保証を含め、モーゲージ以外のものすべてに対して保証を行う会社として1971年に Mortgage Guaranty Insurance Company によって設立された。AMBACは、さまざまな地方債に対して保証を提供している。ただAMBACは、投資適格証券だけを保証しており、AMBACによって保証された証券はすべて、Standard & Poor's からトリプルAの格付けを与えられている。つづいて1974年には、マルチプル・ラインの損害保険会社の合同会社としてMBIA (Municipal Bond Insurers Association) が設立されたが、この会社は1987年に独立の会社になっている。この会社に出資したのは、Aetna Casualty and Surety (48%)、Fireman's Fund Insurance (25%)、CIGNA (17%)、Continental Insurance (10%) である。MBIAによって保証された証券もすべて、

米国生保の業務展開と金融保証

Moody's と Standard&Poor's からトリプルAの格付けを与えられている。²⁾しかし1970年代末までは、地方債の保証を提供したのは、これら二つの会社にすぎなかった。しかし1980年代に入ってから、地方債の保証とともに、モーゲージ担保证券や社債、CPなどの保証も行われるようになり、金融保証市場が著しく発展していった。それは、

表2 保証料（元受）（単位：百万ドル）

年	保証料	対前年伸び率
1976	589.6	—
1977	696.4	18.1
1978	835.9	20.0
1979	902.6	8.0
1980	1,000.7	10.9
1981	1,088.8	8.8
1982	1,216.6	11.7
1983	1,488.6	22.4
1984	1,911.2	28.4
1985	2,454.6	28.4

（出所） Hirtle, Beverly, "The Growth of the Financial Guarantee Market", FRBNY, *Quarterly Review*, Spring 1987, p.11.

金融保証料の著しい増大にもっともよく示されている。表2は、全保険会社が州保険監督官に提出する年次報告書に掲載されている保証料（surety premium）を示したものである。この年次報告書では、金融保証料と非金融保証料の区別がなされておらず、両者を合計したものとなっている。そのために、前者の正確な統計は把握できないが、金融保証料の増大傾向を概観することはできる。これによると、保証料は1980年に10億ドルを超えるとともに、1983年以降には著しく増大

米国生保の業務展開と金融保証

表 3 種類別保証料 (元受)

					金 融	
	地方債保証		商業投資貸付保証・事業債保証		その他商業貸付保証	
1980	13.0	—	n.a. ¹⁾	—	n.a.	—
1981	46.3	257.8%	n.a.	—	n.a.	—
1982	76.6	65.2	n.a.	—	n.a.	—
1983	95.7	24.9	n.a.	—	n.a.	—
1984	150.9	57.8	2.3	—	12.4	—
1985	123.5	-18.2	43.7	1836.5%	53.9	334.0%

(1) n.a. は「その他金融保証」に含まれる。

(2) %は対前年伸び率を示す。

(出所) Hirtle, *op.cit.*, p.12より作成。

しており、1985年の保証料は、1976年のそのほぼ4倍になっている。表3は、金融保証業協会 (Surety Association of America—S A A) が公表している金融保証料と伝統的な保証料 (非金融保証料) を示したものである。これは、金融保証業協会に加入している保険会社だけについての統計であるが、これによると、非金融保証は1桁の伸び率にとどまっているのに対して、金融保証は、合計で1984年まで著しい伸び率を示している。種類別では、地方債保証が1981年に増大しているが、それ以降は1984年を除いて低下傾向にある。他方、商業投資貸付保証・事業債保証とその他商業貸付保証を含むその他金融保証の伸び率は、1982年から84年まで地方債のそれを大きく上回っている。とくに1985年に統計上明らかになった商業投資貸付保証・事業債保証

米国生保の業務展開と金融保証

(単位：百万ドル)

保 証		非金融保証	
その他金融保証	合 計	合 計	
12.3 —	25.3 —	813.6 —	
17.8 44.6%	64.1 154.0%	890.8 9.5%	
32.2 81.1	108.8 69.6	887.1 -0.4	
95.4 196.3	191.1 75.7	966.9 8.3	
182.5 91.3	348.1 82.2	1,054.0 9.0	
137.0 -25.0	358.0 2.3	1,156.6 9.7	

表 4 金融保証料 (推定)

(単位：百万ドル)

	全保証料	非金融保証料	金融保証料	
1980	1,000.7	813.6	187.1	—
1981	1,088.8	890.9	198.0	5.8% ⁽¹⁾
1982	1,216.6	887.1	329.5	66.4
1983	1,488.6	966.9	521.7	58.3
1984	1,911.2	1,054.0	857.1	64.3
1985	2,454.6	1,156.6	1,298.0	51.4

(1) %は対前年伸び率を示す。

(出所) Hirtle, *op.cit.*, p.12 より作成。

とその他商業貸付保証は、地方債保証とその他金融保証のそれがマイナスになっているのとは反対に、きわめて大きな伸び率を示している。表4は、表2の保証料から表3の非金融保証料を控除したものである。これによると、金融保証料の伸び率は、1982年以降低下基調にあるが、1985年の金融保証料は、1980年のその7倍に増大しており、ほぼ13億ドルに達している。

1980年代における金融保証市場の発展は、こうした金融保証料の増大とともに、いくつかの新たな保証会社の設立となって現れている。地方債では、1983年に F G I C (Financial Guarantee Insurance Company) が、Sheason Lehman/American Express、Merrill Lynch、General Reinsurance Corporation の出資によって設立されている。また84年には、B I G (Bond Investor's Guarantee Insurance) が、American International Group、Bankers Trust New York Corp.、Phibro—Salomon、Xerox Credit Corp.の出資によって設立されている。さらに86年には、地方債の保証を専門に行う C G I C (Capital Guaranty Insurance Corporation) が設立された。C G I C には、U S F & G のほかに Constellation Investments、Fleet Financial Group、Norstar Bancorp.、Safeco Corporation、Sibag Financial が出資しており、U S F & G の子会社が³⁾行っていた保証業務を引き継いでいる。

(2) 生命保険会社の金融保証

生命保険会社は、第II章で述べたように、新商品の販売によってもたらされた金利リスクや流動性リスクを回避するために、ALMの一環として、貸付債権を証券化しそれに金融保証を付けて流動化している。それはアメリカの国内市場にとどまらず、ユーロ市場においても

行われている。例えばプルデンシャルは、1984年12月に、ヨーロッパの機関投資家に対して、商業用モーゲージを担保にした13億ドルの固定レートのユーロボンド債を、ソロモンブラザーズと合併で設立した Prudential Realty Securities III, Inc. を通じて発行した。そのユーロボンド債に対する保証は、プルデンシャルがその子会社 Prudential Funding Corp. を通じて行っている。⁴⁾ またプルデンシャルは、1984年1月にアメリカ国内市場において、Prudential Realty Securities II に住宅用コンベンショナル・モーゲージを売却し、Prudential Realty Securities II はそれをプールし2億7150万ドルの CMO (Collateralized Mortgage Obligation) を発行した。同年トラベラーズも、子会社の Travelers Mortgage Securities が CMO を発行している。^{5) 6)}

さらに生命保険会社は、上述した金融保証業の発展に伴って、収益機会の拡大を求めて子会社や他の保険会社などと共同で新会社を設立することによって金融保証を提供するまでに展開している。1985年には、モーゲージ担保証券や社債、CPなどの保証を専門に行う F S A (Financial Security Assurance) が、Ford Motor Credit のほかにエクイダブルやジョン・ハンコック、ニューイングランド・ミューチュアルといった大手生命保険会社の出資によって設立された。F S A の主要な商品は、structured financings や securitized debt に対する保証である。F S A の保証のうちおよそ75%は、商業用モーゲージ担保証券や bank-backed obligation のような資産をベースにした取引に対して提供されている。F S A はまた、クレジットカード担保証券や自動車ローン担保証券のような受取勘定を担保にした取引も専門に扱っている。またプルデンシャルは、1986年に金融保証を専門に行う子会社として Dryden Guaranty Trust を設立している。

米国生保の業務展開と金融保証

プルデンシャルが金融保証を専門に行うこの会社を設立した意図は、プルデンシャルの格付けの変化が Dryden に影響しないようにすることとプルデンシャルが金融保証業務を行うことによって受けるかもしれない大きな損害を子会社に限定しプルデンシャル本体に及ばないようにすることにある。Dryden の主要な商品は、商業銀行が保有している事業貸付債権に対する保証であり、これによって商業銀行は、モーゲージの保証によってそれをプールし証券化できるのと同じく、貸付のプールの売却が可能になっている。⁷⁾

こうした生命保険会社などによる金融保証の提供は、先に述べたように貸手・投資家のキャッシュ・フローを、第1次の借手のそれから切り離すものとなっていた。こうした金融保証の提供は、借手の債務不履行に対して貸手・投資家に元利の返済を行うという、信用供与の一形態としての貨幣信用の付与である。生命保険会社は、こうした信用供与の一形態としての貨幣信用の付与を、損害保険業務の一つとしての保証業務として、保証証券によって提供している。次節では、こうした保証証券による金融保証の提供を生命保険業の歴史的な展開から見ることによって、生命保険会社に金融保証業務が入り込んできたルートを示すとともに、保証証券による金融保証がもつ新たな側面を考察することにしたい。

(3) 生命保険業の史的展開と金融保証業務

保険は、14世紀、イタリアにおいて海上保険として生成した。海上保険の母胎は海上貸借である。海上貸借とは、貸手が借手に海上貿易に必要な資金を貸し付けるものであるが、もし海上危険によって損害が生じた場合には、貸付金の返済を免除するという条件を有するものであった。したがって海上貸借は、信用供与と海上危険負担という二

つの機能をもつものであった。つまり海上貸借という海上保険の原始的な形態では、海上危険負担は貸付資本の運動と結び付いていたのである。海上保険は、海上貸借の二つの機能のうち、後者が分離独立したものである。それは、海上保険による海上危険の負担が、貸付資本の運動から分離したことを意味する。貸付業務と保険業務の分離である。海上保険の生成期においておもにそれを引き受けたのは、マーチャント・バンカーであったが、マーチャント・バンカーは、海上保険を引き受けることによって海上危険に対する保証を提供するとともに、為替手形や小切手の支払いで生じる信用危険に対しても保証を提供したのである。後者の保証も、マーチャント・バンカーが行っていた信用供与を基礎としている。つまり、信用危険であれ、海上危険であれ、それらの保証は、マーチャント・バンカーがすでに行っていた信用供与を基礎としていたのである。ただ海上保険業務は、マーチャント・バンカーが商品取引業務や金融業務とともに、一つの業務として遂行していた。それは、一面で保険業の不安定性を示しており、したがって保険業が保険資本という特殊な資本によって担われえなかったことを示している。それは、前資本主義社会における低い生産力のもとで、再生産過程の外部に自立した商業資本によって担われた商品流通の少量性、間歇性に基づいている。そのために商品流通は、不連続的、不規則的になり、保険業自立化に必要な技術的条件を満たすことができなかった⁸⁾のである。しかし近代資本主義社会における生産力の発展は、商品生産・流通の量的な増大をもたらし、それが保険業に大量の保険需要を規則的に与えることになる。これによって保険業は、大数の法則が適用できるようになり、保険の技術的な基礎が形成される。それは同時に、保険料収入に対する保険金支払いの時間的、金額的な把握が可能となることでもある。保険資本が保険業務を遂行する

過程で、企業や家計によって支払われた保険料がそのもとに集積され、いわゆる保険資金を形成する。保険資本はそれを貸付資本として運動させることによって利潤の拡大をはかることになる。ここに保険資本において、保険業務を基礎とした金融業務（信用供与）が展開されることになる。そして保険資本、なかでも保険契約が長期的で貯蓄要素を有する生命保険商品を提供する生命保険資本は、一方で家計の所得が上昇し、他方でそれに伴って金融市場において資本信用の有力な供与者となるにしたがって、貨幣資本を吸収する重要な機関となり、保険業務を資金吸収手段に転化させてゆく。第II章で述べたように、保険契約における伸び率の低下や定期化の進展による資本吸収力の低下に対する対応は、こうした生命保険資本における保険業務の意義の変化に基づくものであった。

他方で保険資本は、利潤の拡大を求めて、企業や家計などに存在するあらゆる危険に対して、保険技術が適用できる危険に保険業務を拡大していく。本稿で対象としている保証業務も、その一つである。歴史的に保証業務を行う会社が初めて出現したのは、近代的な保険が生成したイギリスにおいてである。1840年に設立された British Guarantee of Trust Company と Guarantee Society of London がそれである。アメリカにおいても、すでに1865年に Fidelity Insurance Company が最初の保証会社としてニューヨークに設立された。この会社は、身元保証 (fidelity bond) を行ったが、まもなく業務を停止している。しかしその後、さまざまな保証を行う会社がつぎつぎに設立されている。例えば、1876年に裁判保証 (court bond) と免許可保証 (license and permit bond) を最初に行う会社として Fidelity and Casualty Company が、1884年には契約保証 (contract bond) を最初に行う会社として American Surety Company が

ニューヨークに設立された。この会社は、当初身元保証を専門に行っていたが、後に契約保証や法事保証 (judicial bond) も行うようになった。さらに1890年には公務員保証 (public official bond) を最初に行う会社として Fidelity and Deposit Company がメリーランドに設立されている。⁹⁾

こうして19世紀後半に生成、発展した保証業務は、20世紀に入ってアメリカ社会に定着していくことになった。またアメリカでは、こうした保証業務とともに、傷害保険や自動車保険などの新たな保険業務が行われるようになった。これらの保険事業は災害保険事業と呼ばれたが、ニューヨーク州では、すでに1853年に火災保険、海上保険、生命保険事業相互間の兼営を禁止する、いわゆるモノライン・システムが確立していたために、災害保険事業は新たな会社によって行われていた。しかし先に指摘しておいた保険資本による保険業務の拡大は、こうした法規制の緩和・撤廃に伴い、他の保険事業兼営の方向へと進展していく。まず1940年に保険法が改正され、火災保険会社、海上保険会社、生命保険会社、災害・保証会社がそれぞれ行うことができる保険事業の種類が定められた。これによって火災保険会社と海上保険会社は、火災保険と海上保険の兼営が認められたが、災害・保証保険との兼営は認められなかった。また生命保険会社と災害・保証会社は、傷害・健康保険の兼営が認められた。つづいて1947年には、NAICのマルチプル・アンダーライター委員会、いわゆるディーマント委員会 (Diemand Committee) が、火災・海上保険と災害保険の兼営を認めるマルチプル・ラインへの移行を勧告したのを受けて、49年に保険法が改正され、損害保険会社がマルチプル・ラインに移行することが認められた。しかし、ニューヨーク州を含め大半の州では、同一会社による生損保の兼営は禁止されていた。ところが1950年代後

半以降、損害保険会社は生命保険会社を別会社として所有することによって実質的に生損保を兼営し、オール・ライنزへの移行を積極的に推進するようになった。これに対して生命保険会社が損害保険会社を所有することについては、ニューヨーク州保険局は保険法の解釈にあたり、禁止の立場を採っていた。しかし1962年には保険法が改正され、生命保険会社は損害保険会社を一定の条件のもとで所有することが認められた。さらに1968年には、保険持株会社に関する特別委員会 (Special Committee on Insurance Holding Companies)、いわゆるループハウゼン委員会 (Ruebhausen Committee) が提出した報告書のなかで、保険会社所有の緩和が勧告され、これを受けて69年に保険持株会社および保険子会社に関する法改正が行われるにいたった。¹⁰⁾

第II章で述べたように、アメリカでは、1950年代以降、家計の所得が上昇し、また消費者信用や信用生命保険が発展するのに伴って、住宅や自動車などの耐久消費財が急速に普及していった。これによって火災保険や自動車保険などの家計損害保険が発展することになった。つまり、生命保険と損害保険が家計保険市場として同質化していったのである。生命保険会社による損害保険業務への進出は、損害保険商品を生命保険商品と並売することによって、生命保険商品の販売を促進することにあつた。しかし生命保険会社による損害保険業務は、先に述べたモーゲージ発行市場の拡大に伴って、モーゲージ貸付における貸手からさらに進んで、モーゲージ証券を発行する際に必要な火災保険やタイトル・インシュアランスへと展開している。モーゲージ流通市場にかかわるモーゲージ担保証券に対する金融保証なども、こうした損害保険業務の展開としてとらえることができる。しかしそれだけではない。すでに指摘しておいたように、生命保険会社はこうした

米国生保の業務展開と金融保証

金融保証を保証証券によって提供している。この場合には、伝統的な保証証券による保証と異なって、貸付資本の運動に対する保証を提供するものとなっている。さきに筆者は、金融保証を信用供与の一形態としての貨幣信用と規定していた。しかもそれは、商業銀行などが金利リスクや流動性リスクを回避するために、ALMの一環として行っている貸付債権の証券化・流動化を支える役割を果たしているのである。つまり、保証証券による金融保証は、貸付資本の運動に対する保

表5 信用生命保険保有契約件数・保有契約高

	保有契約件数	保有契約高		保有契約件数	保有契約高
1930	0.4	0.1	1974	105.2	136.8
1935	0.6	0.1	1975	101.7	140.4
1940	2.6	0.4	1976	98.1	151.2
1945	2.1	0.4	1977	100.1	168.8
1950	11.0	3.9	1978	106.8	199.5
1955	33.0	17.1	1979	106.6	217.3
1960	55.7	34.8	1980	101.6	210.0
1965	82.2	64.6	1981	100.8	211.8
1970	101.8	96.5	1982	92.1	210.2
1971	97.7	101.4	1983	85.2	219.6
1972	101.8	116.2	1984	90.0	246.3
1973	99.4	125.7	1985	94.7	278.0

(1) 単位：保有契約件数＝百万件、保有契約高＝10億ドル。

(2) 米国所在全生命保険会社の数値。貸付期間が10年以下の貸付に対する保険契約のみ。再保険契約を含む。

(出所) American Council of Life Insurance, *Life Insurance Fact Book* より作成。

証として、信用供与の一形態としての貨幣信用の付与という性格をもつものとなっている。それは、損害保険業務としての保証業務の質的な変化であり、生命保険会社の側から見れば、保険業務としての保証業務が新たに信用供与としての金融業務の側面をももつものとしてとらえることができる。しかし、こうした保険業務がもつ金融業務の側面だけではなく、生命保険会社の本来の保険業務である生命保険業務においても、第II章で述べたニューウェーブ商品や伝統的な終身保険の改良といった生命保険商品の金融商品化とともに、債務者の死亡や疾病によって生じる債権者のキャッシュ・フローの中断を補償する保険が近年成長してきている。信用生命保険がそれである¹¹⁾（表5）。これらの生命保険の成長は、生命保険業務が貸付資本の運動とのかかわりを強めていることを示すものである。

注

- (1) Hirtle, Beverly, "The Growth of the Financial Guarantee Market", FRBNY, *Quarterly Review*, Spring 1987, p.10.
- (2) Hawthorne, Fran, "The Boom in financial guarantees", *Institutional Investor*, February 1985, pp.119—124., Milligan, John W., "The insurance industry's new pot of gold", *Institutional Investor*, *Ibid.*, pp.125—127., Morris, John, "It Pays to Insure Debt", *Euromoney*, March 1985, p.107., Hoey, Peter E. and Buerger, Theodore V., "Financial Guarantee Insurance : No Guarantee of Security", *Trust & Estates*, December 1985, p.43., Hirtle, *op. cit.*, p.20.
- (3) Morris, *op.cit.*, p.107., Freedman, Marian, "Financial Guarantees : Too Hot to Handle?" *Best's Review* (Property/Casualty

米国生保の業務展開と金融保証

Insurance Edition), October 1985, p.132., Milligan, John W., "A One-man Assault on the Muni Guarantee Business" , *Institutional Investor*, June 1986, p.242.

- (4) Marton, Andrew, "Mortgage mania circles the world" , *Institutional Investor*, May 1985, p.108.

- (5) 生保協会・財務委員会金融調査団報告「欧米各国の生保金融業務」118ページ。同文献では、これらのCMO発行に際して保証が付けられているかどうかについては述べられていない。従来、モーゲージ・バンカーなどのCMOの発行者は、CMO発行に際し売却したものとして会計処理を行っていた。ところが、1985年3月にFASB (Financial Accounting Standards Board—財務会計基準審議会) は、CMOの発行は原則としてモーゲージを担保にした借入に該当するというCMOの会計処理に関する告示を公表した。CMOは、子会社を通じて発行されることが多く、その場合CMOの債務はその子会社にかぎられ、親会社には遡及しない。ただしそのままでは信用力に欠けるので、CMO発行に際してMoody's やStandard&Poor's などの格付け機関から格付けを受ける。そこで生命保険会社は、子会社がCMOを発行する際に高い格付けを得るために、保証を行っていると思われる。

- (6) また生命保険会社は、子会社が業務を拡大する際に資金を調達する場合や、生命保険会社がジョイント・ベンチャーとして出資している企業が銀行から貸付を受ける場合にも、債務を保証している。

- (7) Hirtle, *op.cit.*, p.22.

- (8) 拙稿「保険業の生成について」『経済論究』(九州大学)第68号(昭和62年8月)、69—92ページ。

- (9) Morgan, Wills D., "The History and Economics of Suretyship" , *The Cornell Law Quarterly*, Vol.XII(1926—27), pp.153—171, pp.

米国生保の業務展開と金融保証

487—499., Long, John D., and Gregg, Davis W., *Property & Liability Insurance Handbook*, Homewood, 1965, p.807. 保証証券の種類については、『損害保険実務講座』第8巻 新種保険（下）、有斐閣、1984年、199ページを参照。

(10) 拙稿「米国生命保険業の業務多様化」、83—84ページ。

(11) 金融革新の進展に伴う信用生命保険の展開については、別稿で詳しく論じることにはしたい。

IV. 結び

アメリカの生命保険会社は、第2次大戦後、二つの時期において業務の多様化をはかっている。第1の時期は、1960年代から70年代にかけてであり、第2の時期は、1970年代末以降である。まず第1の時期では、保険業務のホールセール部門で団体年金のシェアが低下し、リテール部門でも個人生命保険の伸び率が低下するとともに定期化が進展した。さらに1960年代後半における高金利の時期には、契約者貸付が増大した。これらは、生命保険会社の資金吸収力や投資可能資金の減少をもたらすことになった。こうした事態に対して生命保険会社が採った対応策が、金融業務と保険業務の両面にわたる業務の展開であった。金融業務では、社債や抵当貸付のエクイティ参加を積極化するとともに、ミューチュアル・ファンドや不動産投資信託業務に進出することによって、投資収益の拡大をはかった。保険業務では、団体年金に対してエクイティ・ファンディングや変額年金を創設し、個人生命保険に対しては上述したミューチュアル・ファンドや不動産投資信託といった金融商品や、損害保険業務に進出することによって損害保険商品を生命保険商品と並売し、それによって生命保険商品の販売

を促進したのである。

しかし1970年代末に到来した高インフレ・高金利によって、家計部門の金利選好意識は一段と高まり、失効や解約、契約者貸付がドラスティックに増大することになった。こうした事態に直面して生命保険会社は、上述した金融商品や損害保険商品を生命保険商品と並売するだけでなく、生命保険商品そのものを変革しなければならなくなった。いわゆるニューウェーブ商品や伝統的な終身保険の改良がそれである。こうした新商品は、一般に低い付加保険料と高い実勢金利の付与を特徴としており、しかもこれらの商品の成長は既存の保険契約からの乗り換えによるところが大きいこともあって、保険業務の拡大が収益のそれに直接結び付かなくなったのである。こうした実態に直面して生命保険会社は、ALMによって金利リスクや流動性リスクを回避しながら投資収益の拡大をはからなければならなくなった。資産構成の変化や保有証券の償還期間の短縮化、また金融先物やオプションの利用による金利リスクのヘッジがそれである。さらに生命保険会社は、セキュライゼーションの進展と金融保証の発展に伴って、子会社を通じて貸付債権を証券化・流動化する際に金融保証を行うとともに、子会社や他の保険会社などと共同で新会社を設立することによって、第三者に対してモーゲージ担保証券、社債、CP、リース債権証券、企業の売掛金債権証券など、さまざまな証券に対して金融保証を提供するまでに展開している。その場合生命保険会社は、信用供与の一形態としての貨幣信用を保証証券によって提供している。

保険は、14世紀、イタリアにおいて海上保険として生成する。海上保険の母胎は海上貸借であるが、それは信用供与と海上危険負担という二つの機能をもつものであった。つまり海上貸借という海上保険の原始的な形態では、海上危険負担は貸付資本の運動と結び付いていた

米国生保の業務展開と金融保証

のである。海上保険は、上述した海上貸借の二つの機能のうち、後者が分離したものである。それは、海上保険による海上危険負担が貸付資本の運動から分離したことを意味する。貸付業務（信用供与）と保険業務の分離である。しかし、保険業務は社会的に分離するまでにはならず、マーチャント・バンカーの一つの業務として行われていたのである。しかし資本主義社会の生成、発展によって、保険業は自立し、保険資本という特殊な資本によって担われるにいたる。保険資本は、保険業務によってそのもとに集積される保険資金を貸付資本として運動させることによって利潤の拡大をはかる。ここに保険資本において、保険業務を基礎とした金融業務（信用供与）が展開される。他方で保険資本は、利潤の拡大を求めて、保険業務の拡大をはかる。本論で述べた保証業務もその一つである。

保証業務は、近代的な保険が生成したイギリスにおいて初めて行われた。アメリカでも、すでに19世紀後半には保証業務を行う会社が出現している。保証業務は、20世紀に入って一層発展し、アメリカ社会に定着していく。しかしニューヨーク州では、すでに19世紀中葉に確立されたモノライン・システムによって、損害保険事業に属するものとされた保証業務は、新たな会社によって行われていた。上述した保険資本による保険業務の拡大は、法規制の緩和・撤廃に伴い、他の保険事業兼営という方向に進んでいく。生命保険会社による損害保険業務への進出も、それにほかならない。生命保険会社は、第II章で述べたように、第1の時期における業務の展開において、火災保険や自動車保険といった家計損害保険を対象とする損害保険業務に進出していた。そしてそれはさらに、モーゲージ発行市場の拡大に伴って、モーゲージ証券の発行に必要な火災保険やタイトル・インシュアランスへと展開する。モーゲージ流通市場にかかわるモーゲージ担保証券に対

米国生保の業務展開と金融保証

する金融保証なども、こうした損害保険業務の展開としてとらえることができる。しかしそれだけではない。この場合には、伝統的な保証証券による保証の提供とは異なって、貸付資本の運動に対する保証を提供するものとなっている。しかもそれは、商業銀行などが金利リスクや流動性リスクを回避するために、ALMの一環として行っている貸付債権の証券化・流動化を支える役割を果たしているのである。つまり、保証証券による金融保証の提供は、信用供与の一形態としての貨幣信用の付与という性格をもつものである。それは、損害保険業務としての保証業務の質的な変化であり、生命保険会社の側から見ると、保険業務としての保証業務が新たに信用供与としての金融業務の側面をもつものととらえることができる。また生命保険会社の本来の保険業務である生命保険業務においても、ニューウェーブ商品や伝統的な終身保険の改良といった生命保険商品の金融商品化だけでなく、債権者のキャッシュ・フローの中断を補償する信用生命保険が成長してきている。これらは、生命保険業務が貸付資本の運動とのかかわりを強めていることを示すものである。

こうした保険業務の貸付資本の運動との結び付き、かかわりの強まりは、現代における米国生命保険業の特徴を示していると言うことができよう。