

環境変化と生命保険会社

—アメリカにおける経営危機と生保会社の対応—

紫藤 潤一

(慶應義塾大学大学院)

序 研究の目的

- I 米国生保の経営危機 I : 1960 年代
- II 米国生保の経営危機 II : 1970-80 年代
- III 新たなる経営危機 : 1991 年以降
- IV 結び : 今後の生保経営

序 研究の目的 (問題の所在)

平成4年6月に出された保険審議会の答申では、「新しい保険事業の在り方」と題して、全般的な金融制度改革を念頭に置きつつ、利用者の立場、国民経済的見地、国際性という3つの視点から、これまでの保険事業の在り方を抜本的に見直す姿勢が表明された。

答申の内容は、①業務範囲、②商品の販売、③経理とディスクロージャー、④会社形態、⑤監督の5つからなり、随所に問題点・疑問点が見られるものの、現在進行中の金融制度改革の中で、今後引き起こされるであろう環境変化に、いかに保険会社が対応すべきかの指針が示されている。

一方アメリカにおいても、財務省によって金融制度改革案が進めら

環境変化と生命保険会社

れ、生保会社を取り巻く環境が変わりつつある中で、ソルヴェンシー確保の観点から、NAICを中心に、保険会社の財務の健全性についての論議がなされている。¹⁾そこで本報告では、アメリカの事例を参考にして、生保会社の今後の経営の在り方についての問題点を考察したい。

アメリカでは第2次大戦後、数度にわたって生保会社は経営危機に直面した。²⁾そこでまず第1章と第2章で、1960年代から80年代にかけて、アメリカの生保会社が経験した経営危機（いわゆる金融仲介閉塞＝資金流出による危機等）を取り上げて、その一般的傾向と業界の対応について論じる。

それを受けて第3章では、1991年に倒産した比較的に規模の大きい生保会社を例に取り（エグゼクティブ・ライフ社やミューチュアル・ベネフィット社等）、80年代までの経営危機との差異について考察したい。

さらに、現在進行中の生保会社を取り巻く環境の変化は今後ますます進展して行くと考えられることから、第4章において、アメリカの生保会社がこれまでに体験した数度にわたる経営危機を足がかりに、今後の健全なる生保経営の在り方の指針について論究したい。

注1) ここでは詳細に列挙できないが、1990年以降NAICは、ソルヴェンシー確保のためのモデル法の検討・作成を行ってきた。また生保会社による低価格付債券投資や長期の不動産抵当貸付、および不動産投資の実態を調査している。一方、NAILやGAO等もソルヴェンシーに関するレポートを提出している。

2) 以下の論稿において、“Best’s Insolvency Study Life/Health Insurers 1976-1991”, *Best’s Review*, June 1992, A.M. Best Company. および “Managing Financial Crises:How Insurers Found Solutions at Times of Trouble”,

Council Review, March 1991, ACLI. 等を参考にした。

I 米国生保の経営危機 I : 1960 年代

(1) 経営危機 1. (1966-67 年：契約者貸付と金融仲介閉塞 1)

1966 年から 67 年にかけて、アメリカでは市場金利が急上昇した。当時は銀行預金金利規制（いわゆるレギュレーション Q）により、預金金利の上限が定められていたために、預金者は銀行預金よりも高利回りの有価証券に資金を回す一方で、市場調達による高利の借り入れコストを軽減するために、相対的に低利の銀行定期預金を解約した。³⁾ いわゆる金融仲介閉塞 (Disintermediation) である。⁴⁾

生命保険会社における金融仲介閉塞は、契約者貸付への急激な資金流出という形で現れた。アメリカでは当時、大半の州が州法で契約者貸付の利率を 5-6% と定めていたため、市場金利が記録的な高水準となった 1966 年の下半期、それまで月平均 5 万ドルに満たなかった契約者貸付の月間増加額が、一挙に 2 億ドルにまで増大した。一方で、生保会社が銀行から融資を受ける場合の借り入れ金利は、生保の契約者貸付の利率を上回っていたのである。⁵⁾

もしこの時、生保会社が資金調達等のために保有する債券を売却していれば、高金利市場の中、巨額の有価証券売却損を計上することになっていただろう。もちろんそうした売却行動が一般化していれば、さらに債券価格は下落し、経営に深刻な影響を与えていただろう。

この危機に直面して LIAA (アメリカ生命保険協会・現 ACLI) は、生保会社に契約者貸付のための早期報告システム (Rapid Reporting System) を設けるとともに、保険契約に関する問題の対策を講じる特別調査委員会 (Special Task Forces) を設置した。この

環境変化と生命保険会社

委員会の決定した措置の1つは、生保会社に対して契約者貸付に支払い猶予を与えるもので、最終手段として州法で認めるという手段であった。第2の措置は、新規保険契約については、契約者貸付の利率を変動型とするように州法を改正すべきというものであった。しかしながら生保会社は、うま味をアピールできなくなるというマーケティング上の問題から、両措置ともその採用に躊躇した。

この当時、貯蓄貸付組合 (Saving And Loans : 以下 S&L) は、連邦住宅貸付銀行制度 (Federal Home Loan Bank System) から貸付勘定を通じて救済融資を受けることができた。また商業銀行は、連邦準備理事会 (以下 FRB) の割引窓口を利用する手段があった。しかしながら生保会社には、資金流出に対処するための貸し手がいなかったのである。

この金融仲介閉塞=流動性危機に際して、生保会社は FRB に詰めより、もし貸し手のいない生保会社が、資金流出を補うために手持ちの巨額な有価証券を投げ売りすれば、証券価格は暴落し、市場は混乱することになるとして、FRB から直接融資を受けられるように請願した。この結果、生保会社は FRB からの直接融資は受けられなかったものの、深刻な資金流出に悩んでいる生保会社にとっては、万一通常の銀行融資を受けられない場合には、FRB の加盟銀行が融資をし、直ちに割引窓口で証券の再割引をすることが認可された。こうして最悪の事態にいたった場合の対応策が講じられたのである。⁶⁾

この第1の経営危機は、1967年初頭、市場金利が景気の後退とともに低下し、契約者貸付が通常の水準に戻ったことで一段落した。⁷⁾ 生保会社はこの経験から、契約者貸付の法定利率を全州で6パーセントに引き上げることを申し入れ、全米保険監督官協会 (以下 NAIC) もこれを支援し、短期間のうちに各州で認可された。しかし急激な金

利の変化が生じた場合、固定的な契約者貸付利率でそのような状況を克服でき得るかという、生保会社の経営における根元的な問題にまでは立ち入れず、先送りされたのである。

(2) 経営危機 2. (1969-71年：契約者貸付と金融仲介閉塞 2)

第2の経営危機は、1969年の初頭から始まったインフレーションによる金利上昇に起因する。⁸⁾ 前回の時と同様、今回も契約者は生保会社の契約者貸付を利用して、高利回り商品にその資金を向けたのである。その結果生保会社の資金流出は1966-7年次を上回った。⁹⁾ そこで生保業界は再度特別委員会を設置し、この第2の危機に際しての解決策を講じることになった。

委員会は、まず第1に、契約された保険商品に見合うべき貸付限度額を決定するために、既契約の額面保険金額や解約の際に支払うべき返戻金額、また解約および失効の発生率、さらに契約者貸付の実績等をつぶさに調査・研究した。第2に、個人預金者が保有する金融資産に関する調査を行うことで、生保会社からの契約者貸付の利用目的を調べたのである。これにより1969年契約者貸付の25%は、生活費もしくは教育費よりも、高利回りの有価証券の購入に回されていたことが分かった。¹⁰⁾

この調査の結果、第2の経営危機に直面した生保会社は、危機脱出の対策として、新規契約分の契約者貸付の利率を7-8%に引き上げるか、あるいは市場金利に連動して変動利率にするかという二者択一の結論を出した。後者の変動利率という対抗手段は、第1の危機の時には見送られたが、今度の場合、貸付利率を上げるだけでは実効的な解決策にはなり得ず、どうしても金利調整を行わなければならない状況であった。

環境変化と生命保険会社

1971年8月、アメリカの経済界ではインフレ懸念が急速に高まり、ニクソン大統領は賃金・物価安定策を発表したものの、市場金利は第二次大戦直後の一時期以上に不安定であり、とりわけ69年には高水準を維持していた。ムーディーズ社 (Moody's Investor Service) によるAaa格付けの社債の利回りは、70年の6月には9%に達しようとしていた。¹¹⁾

このような状況の中で、最終的に生保会社は、契約者貸付の利率を市場金利変動型に切り替える手段を取った。この際生保会社は、変動利率の決定の拠るべき金利を、前述のムーディーズ社のAaa格付け社債利回りに連動させることにした。まずNAICがモデル法案を作成し、その後大半の州でこの法案が採択されるにいたった。¹²⁾

ところで、第1の経営危機および第2の危機において発生した、金融仲介閉塞=契約者貸付による生保会社の資金流出で、生保会社がどの程度損失を被ったかは、実のところ詳らかにはなっていない。しかしながら、生保会社の資産構成比における契約者貸付の占有率は、1965年12月の4.8%から、70年末には7.8%に上昇したのである。¹³⁾

この契約者貸付による生保資産の侵食もしくは資金流出は、たしかに70年代に入ってその速度を緩めはしたものの、市場金利の上昇とともに再び増加し、1979年の末には8.1%にまで達した。さらに後述するように、1980-81年にかけての超高金利 (いわゆるハイパー・インフレーション) 期に、契約者貸付の伸びは一段と加速した。¹⁴⁾ しかしながらその時は、新種の保険商品の出現、とりわけ年金商品への消費者選好のシフトという時代の要請もあり、81年を境に契約者貸付の伸びは落ちつき、その後は次第に減少、現在にいたるまで大きな資金流出の危機には陥っていない。

環境変化と生命保険会社

- 注3) 当時、貯蓄預金金利の上限は4%であったが、Aaa格付けの社債は5-6%の間を推移していた。これにより「銀行離れ」が生じたのである。
- 4) Disintermediation については「金融機関離れ」、「資金流出」等の訳語がある。しかしながら、専門分野の違いから、複数の訳語が使用され統一されていない。ここでは、金融論の方面で使用されている「金融仲介閉塞」という直訳的な用語を用いた。
- 5) *Council Review*, 1991. p.9.
- 6) *op.cit.*, pp.9-10.
- 7) *ACLI, Life Insurance Fact Book*, Annual.
- 8) 1970年には公定歩合は5.5-6%に上昇し、TB3Mは6.39%の利回りであった。
Department Census, Statistical Abstract of the U.S., Annual.
- 9) *Council Review*, 1991. p.10.
- 10) *ibid.*
- 11) *Statistical Abstract of the U. S.*, Annual
- 12) *Council Review*, 1991. p.10.
- 13) *Life Insurance Fact Book*, Annual.
- 14) *Life Insurance Fact Book*, Annual.

II 米国生保の経営危機II：1970-80年代

(1) 経営危機3. (1973-75年：株価暴落にともなうMSVR危機)

周知の通り、財務会計においてアメリカでは、日本の場合と異なり、生保会社の勘定資産に含まれる株式(普通株)は市場価額で計上されている。このため株式の市場価格の変動に対する緩衝の必要から、各州では生保会社に対して、法定有価証券評価準備金(Manda-

tory Securities Valuation Reserve：以下 MSVR) の計上を義務づけていることは説明を要さない。これにより生保会社は、株式のキャピタル・ゲインを普通株株式保有額の 33.3%まで MSVR に積み立てなければならず、こうしておくことにより、保有株式の市場価額が下落した場合 MSVR で補い、万一 MSVR での準備金が底をついた時には剰余金で負担するというシステムを採っている。

戦後 1950-60 年代には、アメリカでは普通株の収益率が債券や抵当(担保)貸付のそれを上回っており、¹⁵⁾ 生保会社は格付けの高い株式に投資し始めていた。そこで生保会社は、主として株式への投資比率が高いことを望む年金契約者に対する便宜をはかるために、60 年代初頭に分離勘定を設けたのである。

しかしながら 1973 年に、株式市場は大恐慌以来の暴落を記録し、スタンダード・アンド・プアーズ社の株式指数(普通株 500 銘柄)は、17%も下落した。¹⁶⁾ この時の評価損は MSVR で穴埋めされたが、徐々に景気の後退が進む中で、1974 年には MSVR の積立が急減する一方で、MSVR の中に占める普通株による積立部分が底をつく危険も生じたのである。

2 年間に亘って株式市場が下落するという大恐慌以来の事態に直面した生保会社は、1974 年末の決算において、市場価額で評価される普通株資産部分で巨額の損失を記録した。アメリカ生命保険協会(以後 ACLI)によれば、この時全米で 118 社に上る生保会社が、すでに MSVR を放出してしまっていることが判明した。さらにこれらの会社の中には、剰余金で損失を負担していたものもあり、その負担額は剰余金総額の 11%に及んでいることも分かった。¹⁷⁾

財務会計上の原則により、普通株からの収益はまず MSVR のための準備金に充当され、前述したように規定の 33.3%に達しなければ、

環境変化と生命保険会社

剰余金に回すことはできない。75年3月に ACLI は、このままの状況が続くと、MSVR が規定の割合に到達し株式収益が剰余金に充当されるようになるには4-5年かかると判断したため、MSVR および剰余金問題を最優先課題としたのである。

この ACLI の提案した MSVR ・剰余金再構築プランにより、74年決算時点で MSVR を払底してしまっていた 118 社も、翌 1975 年末までには、47 社が剰余金全額を、また 35 社が剰余金取り崩し分の 50%以上を回復するにいたった¹⁸⁾。こうして生保会社は、第 2 の経営危機 = MSVR 危機から脱却したものの、市場が混乱もしくは異常事態に陥った場合、生保会社の MSVR システムだけでは対処しきれないことを白日の下に晒すことになったと言えよう。

(2) 経営危機 4. (1979-80 年：流動性危機)

1979 年 10 月、おりからのハイパー・インフレーションを抑える目的で、FRB はマネー・サプライの伸び率を厳しく抑制する旨を発表した。ところがその結果は FRB の意図するところに反して、市場金利は長期金利・短期金利の金利逆転という事態を伴いつつ、急激に上昇してしまったのである。もはや金利水準は FRB の管理能力の限界を超えてしまい、金利上昇はこれまでの記録を次々に塗り替え、歴史上未曾有の暴騰となった¹⁹⁾。

こうした状況下で、生保会社は年金基金の流出、いわゆる流動性危機に陥ったのである。第 1 および第 2 の経営危機の時と同様、契約者貸付が一挙に増加した。年金契約を締結している企業の財務担当者が、生保会社からの貸付資金を利用して、当時 15%にまで利回りが跳ね上がった政府財務省証券（主に TB 3 M）に投資したため、各生保会社は貸付による年金基金の流出とともに、商品の販売における不

環境変化と生命保険会社

振による年金資金そのものの流入不足に陥ったのである。²⁰⁾

短期金利・契約者貸付占率・解約率の推移 (%)

	短期金利	契約者貸付占率	解約率
1965	3.95	4.8	5.1
66	4.85	5.5	5.2
67	4.30	5.7	5.2
68	5.33	6.0	5.5
69	6.67	7.0	5.6
70	6.39	7.8	5.9
71	4.33	7.7	5.8
72	4.07	7.5	6.0
73	7.03	8.0	6.3
74	7.84	8.7	6.5
75	5.77	8.5	6.7
76	4.97	8.0	6.6
77	5.27	7.8	6.6
78	7.19	7.8	6.6
79	10.07	8.1	7.2
80	11.43	8.6	8.1
81	14.03	9.3	8.9
82	10.61	9.0	10.0
83	8.61	8.3	11.0
84	9.52	7.5	11.9
85	7.48	6.6	12.3
86	5.98	5.8	11.1
87	5.77	5.1	10.2
88	6.67	4.6	9.3
89	8.11	4.4	8.3
90	7.50	4.4	8.7

Life Insurance Fact Book, Annual. およびStatistical

Abstract of the U.S. Annual. より作成。

実のところ、前述の第2の危機の際に契約者貸付の利率を変動型にした生保会社ではあったが、あくまでもそれは新規契約に関するものであり、低利の貸付を約定している過去の既契約を大量に保有する生保会社にとって、この急激な金利の暴騰という事態は深刻な問題とならざるをえなかった。

というのは、マーケティング面での不振 (=キャッシュ・インフローの減少) を伴う契約者貸付の増加 (=キャッシュ・アウトフローの増加) に応じるためには、30-40%価格を下げて手持ちの有価証券

環境変化と生命保険会社

を売却するか、さもなければ銀行から年率20%以上という高い利率で資金を調達しなければならなくなったからである。

1980年3月、一部の生保会社の幹部は ACLI に赴き、生保会社全体を圧迫しているこの金利問題について協議し、第1の資金流出危機の際に検討した FRB の割引窓口利用策を受け入れるように申し入れた。

この請願を受けた ACLI は早速 FRB に出向いて、議長ポール・ヴォルカー (Paul Volcker) と会見した。しかしながら、ACLI 側は、今回の極度の危機的状況はもともと FRB の金融政策が招いたものであるとして、FRB 議長に詰めよったものの、ヴォルカーは前回の危機における割引窓口利用策という特別措置についてなんら関知していなかったため、結果は芳しいものとはならなかった。すなわち、せっかく ACLI が、生保会社の最高経営責任者 (以下 CEO) 代表団を交えて、ヴォルカーと会合する準備まで進めていたにもかかわらず、彼は、インフレーションの鎮静化のために貨幣と信用の膨張を抑制しているのであるから、その政策目標に反するような金融機関への救済策は取れないとして、割引窓口利用の特別措置は認められないと反発したのである。²¹⁾

当時 (1980年3月)、アメリカの生保会社は以下の3つの点を恐れていた。まず第1は、このままの状況が以後も続けば、たとえ支払能力を脅かすほどの損失を伴うことになっても、資産売却を行わなければならない事態が生じてくること。第2に、契約者貸付による資金の流出を抑えるために、低利の貸付をストップさせた場合、契約者から損害賠償請求の訴訟を起こされるかもしれないということ。そして第3に、もし上記のように契約者貸付の支払停止条項を発動する生保会社が出た場合 (アメリカでは一部の州で認められている)、それは単

環境変化と生命保険会社

に他州での契約者貸付を増大することになるだけで、根本的な解決になるどころか、逆に生保会社全体からすると火に油を注ぎかねない状況を生み出してしまうことであった。

そこで ACLI は、多数の CEO に対して危機脱出を検討する特別委員会の設立を要請したのである。窓口割引の利用を認めなかったヴォルカーであったが、CEO が FRB と会合を持つことには同意し、両者の接近が図られた。CEO は、契約者貸付による資金の流出額、年金基金の不足額、銀行融資利用状況等を内容とする流動性状況レポートを毎月作成し、それをすぐに FRB に送付することになった。これにより ACLI は、加盟の生保会社に対して、万一流動性の逼迫から経営危機等の厳しい状況に立たされたときは、進んで報告するように²²⁾ 通達した。

このようにして、CEO の特別委員会は長期的な展望に立って危機打開策を検討する会合を重ねたものの、結局のところ、具体的な解決案を出せず仕舞いであった。しかしながら急騰した金利は、皮肉にも 1980 年の春になると景気の後退とともに急速に低下し始め、流動性危機は 4 月を境に徐々に鎮静化し、ACLI は実際は無為無策であったにもかかわらず、生保会社は危機を乗り越えることができたのである。

生保会社は、一部では有価証券の売却を余儀なくされたり、支払不能寸前の状況に追い込まれた会社があったものの、全体としては大きな損失もなく、1979-80 年の経営危機を脱却した。結局契約者貸付に応じなかった会社は 1 つもなく、業界は契約者からの信頼を落とすことなく、困難な状況から回復できたのである。

しかしこの経験から、固定金利商品に対する消費者の信頼が揺るがされたために、生保会社としても契約者のニーズに答えられるよう

の高利回りを実現する必要から、過度の投資推奨等級外の低格付け債券（いわゆるジャンク・ボンド）への投資を行ったためと主張されてきたが、後半部分の投資自体は事実としても、GIC→ジャンク・ボンド→支払不能という図式はあまりにも単純化し過ぎている。過度にGICを利用・販売したのは、なにもEXEに限らなかったからである。

それでは何故EXEは支払不能になったのか。要はGICを売るというマーケティング面ではなく、資産投資に絡む負債側の財務政策に問題があったと言えよう。

1980年まで市場金利が急騰していたアメリカでは、81年からようやく市場金利が低下したために、生保業界全体としては、総資産に占める契約者貸付の占率が減少した。²⁷⁾したがって生保会社は市場金利が低い以上、高利率を保証するGICを強力に販売促進する訳にはいかなかった。したがって一般に言われているほどEXEはGICに拘泥していなかった。

GICの中でEXEが主力商品としたのは、ミューニ（MUNI-GIC）と呼ばれるもので、企業年金における一時払型元本利率保証投資契約であった。²⁸⁾しかし1986年に年金契約が収入保険料の60%であったEXEは、市場金利が上昇しつつあったにも関わらず、マーケティングのターゲットを、その後急激に個人普通保険部門に変更し、年金部門から退いたのである。すなわち、通常指摘されているほどGICに拘っていた訳ではない。²⁹⁾

現在まだ係争中ということもあって、それでは何故の過剰投資なのかは明白になっていないため、今後の研究を待たねばならないが、いずれにせよ、数字の上からは先に述べた支払不能の単純化図式は事実誤認と言えよう。そこで、以下において、事実たる数字のみを挙げて

置きたい。

GICの販売を抑えていたにも関わらず、EXEは1989年末に65億ドルにも上るジャンク・ボンドを抱え、さらに90年の春には、その保有額は80億ドルに達する。当時、81年から低下していた市場金利は86年を底に再び上昇し始めていた（例えばTB3Mは同年5%台であったが88年には8%台に到達する）。しかしこの程度では生保の資金流出はほとんど考えられないため、EXEがあえてジャンク・ボンドを購入する必要性は低かった。³⁰⁾

たしかに生保会社はジャンク・ボンドの最大の保有機関であり、89年にはその発行残高の3割以上を有していた。しかし度重なる危機を克服してきた生保会社が、同年後半からのジャンク・ボンド市場の急落を予期していなかったでは言い訳にならない。EXEは資産の63%をジャンク・ボンドに投じており、89年末での統計では、同社のジャンク・ボンドの対自己資本比率は、620%という通常では考えられない資産状況であった。³¹⁾ あきらかに負債側を無視した財務政策上の失敗、すなわち資産と負債の mismatching である。

このEXEが自ら生みだした経営上のハザードに、ジャンク・ボンド市場の暴落という事態が重なる。EXEは5億ドルを超える評価損を計上した。なお、あくまで概算であるが、この時の含み損は30億ドルにも達している。³²⁾ このような状況の中、マスコミにも煽られて、多数の契約者が解約を申し出て40億ドル以上という途方もない契約解除が発生したのである。契約者から振り降ろされたこの鉄槌により、ついにEXEは支払不能状態になり、1991年4月11日、EXEはその本拠のあるカリフォルニア州保険庁によって、監督下に置かれたのである。

ここまでEXEの例を見てきたが、1991年以降起こった新たな生保

環境変化と生命保険会社

経営危機は、ほとんどが上述したような資産と負債のミスマッチングから発生したと言っても実は過言ではない。例えば MBL 等は、その経営破綻の起因となったのが不動産投資という、生保会社にとってはいわゆる伝統的な資産運用部門であったにもかかわらず、³³⁾破綻はやはり資産・負債のミスマッチングから生じている。

MBL においても EXE と同様、GIC の影が忍び寄ってはいたが、つまるところ資産の 40% 近くを、高利回りとはいえ、リスクの高い商業用不動産投資ならびに不動産抵当（担保）貸付に振り向けたために、負債側が資産側とマッチングせず、その結果、州の保険庁の監督下に置かれるにいたったと考えて差し支えなからう。MBL はたしかに支払不能にまでは陥っていないものの、収入保険料で全米 18 位、総資産で第 21 位の伝統を誇る会社でも、³⁴⁾ミスマッチングは命取りになるという格好の実例と言えよう。

このように、1991 年以降発生した経営危機は、生保業界全体に関わる危機というのではなく、あくまである特定会社の財務政策上の失敗に起因する危機という点で、従来のもとは性質を異にしている。そこでその点につき以下詳しく論じてゆきたい。

（2）従来の経営危機との差異

第 1 章および第 2 章で記述した通り、第 2 次大戦後、アメリカにおける生保会社の 4 回にわたる経営危機は、おおむね生保会社全体に関与するものであった。またどちらかと言うと、市場金利や株式市場に起因するものであり、生保会社自体が経営上で失敗を犯し危機を招いたとは必ずしも言えないものであった。

例えば市場金利の高騰のため、相対的に低利となった固定利率の契約者貸付を利用し、保険契約者が資金を借り受け、それを高利回りの

環境変化と生命保険会社

有価証券投資に向かったため発生した資金流出危機等は、当時としては、生保会社の経営上の大きな失敗たりえない。またこれらの事態は生保業界全体に影響を及ぼすものであったため、業界全体が一丸となって、これら危機に対する対応策を講じたのである。さらに80年代までの経営危機は、生保会社を取り巻く周辺環境との調整を行うことで、もっとも60年代には必ずしも実行にいたらなかったものの、危機克服の手段（例えば契約者貸付の利率を市場金利連動型にすること等）になり得た。

ところが1991年以降に発生した経営危機は、ある特定の生保会社が、何らかの経営の失敗により、なかんずく資産・負債のミスマッチングにより、支払不能に陥ったり、州の保険庁の管理下に置かれたりという種のものと言えよう。しかしながら、そういう特定の会社の破綻・倒産は、ただ単に1社の問題にとどまらず、アメリカ生保業界に大きな波紋および問題点を突きつけることになった。すなわちソルヴェンシー（支払能力）問題がそれである。財務政策からのアプローチによる経営の健全性が議論されるようになった。

上述のEXEの破綻した直接の原因が、ジャンク・ボンドへの過度の投資によるものであることは、たしかに疑い得ない事実である。しかしながら、そのジャンク・ボンドに巨額の投資を行うにいたった過程を考察しなければ、生保会社の支払不能問題がかくも大きな波紋を投げかけた真の理由は掴み得ない。残念ながら、現在保険庁の監督下にあるEXEについて、この過程を深く検討することはできないが、せめてこの新しい経営危機についての筆者なりの分析をしてみたい。

アメリカでは1960年代の後半から、とりわけ77-8年以降によりいっそう顕著になるが、金利の急騰とともに、保険契約者が投資家的傾向を帯びるようになっていた。このことは、これまで述べてきた金

環境変化と生命保険会社

融仲介閉塞＝資金流出危機に見られる消費者行動から容易に類推できることである。このために生保会社は従来の商品では契約が伸び悩み、収入保険料の確保が難しくなっており、そこで生保会社も高利回り・高配当の新商品を開発しなければ、他の金融機関等と対抗できなくなっていた。こうして生まれたのが企業年金等における利率保証契約 GIC である。

GIC 自体は EXE の開発した商品ではなく、すでに 1980 年代の前半に、エクイタブル・ライフ社が販売を開始していた。当初、同社は 5 年ないしは 10 年という期間で、10% を超える利回りを保証して積極的に販売に乗り出し、一時はプルデンシャル社やメトロポリタン社に匹敵するほどの成長を見せた。³⁵⁾ このエクイタブル社の成功により、生保各社も GIC の販売に積極的に着手したのである。

しかしながら、84 年から 87 年にかけて金利が大きく低下してくると、高利の固定利率の欠陥が浮き彫りになってきた。10% を超える GIC の固定利回りと、市場金利との乖離が限界を超えてしまったのである。³⁶⁾ たしかにこのころになると GIC の積極的な販売はもはや行っていなかったものの、時すでに遅く、この GIC から発生した損失額は、1990 年だけを取り上げても、生保全社で 4 億ドルにも達している。³⁷⁾

ただ、このような GIC という商品のみを、ことさら親の仇のように捉えて非難しているだけでは、問題の本質に迫ることができない。GIC は 91 年に破綻した EXE や MBL を含め、大規模・小規模を問わず多数の生保会社で販売された。たしかに当時の GIC が欠陥商品であったことは疑い得ないが、歴史的に見ても、これまで欠陥商品が無数にあったことは周知の通りである。³⁸⁾ そしてもちろん当然のことながら、欠陥商品 GIC の販売を積極的に推進した生保会社のすべて

環境変化と生命保険会社

が、EXEのように支払不能になった訳ではない。

例えば、GICによる生保会社の支払不能・倒産が顕著になりだした1987年以降を見た場合、破綻した生保会社の数は、87年が20件、88年が19件、89年が42件、90年が41件と、毎年10件から20件程度の数の倒産会社を出しているアメリカにあつては、これは必ずしも大きい数字ではない。また倒産した会社の資産を、生保業界全体の総資産に占める割合で見た場合でも、この期間で一番割合の高かった90年でさえ、全体の0.14%程度であり、資産ベースから判断しても、GICの販売=支払不能とはなっていないことが分かる。³⁹⁾

ところが1991年になると、倒産件数では58件とやや増加した程度であつたにもかかわらず、生保会社総資産に占める破綻会社の資産割合は、一挙に3.18%へと急上昇したのである。⁴⁰⁾まさにこの年こそ、前述のEXEとMBLが州保険庁の監督下に置かれた年である。しかしながら、この2社を含む数社を除いて資産ベースを計算し直すと、前年の0.14%とほとんど変わっていないのが分かる。つまりこれら数社の倒産は、比較的規模の大きい会社であつたことが数字にも明確に現れており、このため消費者に与える影響が大きかつたことから、ソルベンシー問題が誘発されたのである。

実のところ、1960年代から80年代までに倒産した生保会社は、ほとんどすべて小規模なものであり、消費者の注目度もきわめて低かつたし、また自己の契約している生保会社の支払能力に対し、契約者自身関心が薄かつた。⁴¹⁾ところが、EXEやMBLという大型生保の破綻により、契約者はもとより、州および連邦の行政レベルでもソルベンシーの重要性を認識することになった。この点で新しい第5の経営危機は、今後の重要な研究課題となろう。

環境変化と生命保険会社

- 注 25) EXE については、Gary Schulte, *The Fall of First Executive*, Harper Business, 1991. 以降にも様々な文献が出来したが、大浜正彦「米国生保の経営危機と資産運用の問題点について」【生命保険経営】第 59 巻 第 6 号 平成 3 年 を参照した。
- 26) *Best's Insurance Report-Life/Health*, 1991 Edition.
- 27) *Statistical Abstract of the U.S.*, Annual.
- 28) National Underwriter L/H, March 2, 1992.
- 29) *Best's Insurance Report-Life/Health*, 1991 Edition.
- 30) 大浜 前掲論文 186-7 頁と、*Statistical Abstract of the U.S.*, Annual.
- 31) *ibid.*
- 32) *ibid.*
- 33) MBL は、マイアミ海岸の南端に、一戸あたり 700 万ドルという超豪華な大規模コンドミニアムを建設して、商業用不動産業務に手を出したが、結局成功せず、これがもとで経営上行き詰まったと言えよう。
- 34) *Best's Insurance Report-Life/Health*, 1991 Edition.
- 35) 大浜 前掲論文 185-6 頁。
- 36) *Statistical Abstract of the U.S.*, Annual.
- 37) 大浜 前掲論文 185-6 頁。
- 38) 例えば、1905-6 年のアームストロング調査で発売禁止となった一連のトンチン保険等、欠陥商品の代表といえよう。
- 39) *Best's Review*, 1992, pp.21-22.
- 40) *ibid.*
- 41) *ibid.* & *Council Review*, 1991. pp.9-12.

IV 結び：今後の生保経営

昨今、アメリカでは生保会社のソルヴェンシーに関する議論および

研究報告が続出している。本論稿では紙幅の都合で割愛したが、1971年に登場したMMF（扱いは証券会社とファンド会社）から始まる新種の高利回り商品の登場により、⁴²⁾生保会社は銀行や証券会社との対抗上、経営上無理なマーケティングを行ったり、無謀な投資戦略を取ったりしたために、90年以降、経営破綻に陥る会社が頻発する。その結果、保険契約者が自己の契約の有効・安全性に疑念を抱くようになり、ソルヴェンシー議論がいつそう加速されたといえる。

たしかに保険経営史を繙いてみると、生保会社のソルヴェンシー問題は歴史的に幾度となく噴出しており、アメリカでは近代的な生保会社が創成された19世紀半ば以降、この議題はある意味ではつねに古くて新しいものであった。

しかしながら、今般のソルヴェンシー問題は、従来のそれとは異なり、いわゆる金融変革の進むアメリカにあっては、生保会社の死活問題に直結している感がある。これまで絶対安全と見なされてきた大規模生保会社も、金融・経済環境の変化の時代にあっては、契約者にとって、もはや神の社ではなくなってしまった。ことさら安全・健全性が今回のソルヴェンシー議論では叫ばれている。⁴³⁾

前述の第1の危機から最近の新しい危機（第5の危機）を通じて、これまでアメリカの生保会社には、大別して3つの問題が投げかけられた。すなわち市場金利急変の問題、準備金積立の問題、資産運用の問題である。生保会社はこれらについて、例えば金利の問題については、契約者貸付の利率を固定型から変動型に変更する策を取った。また高利回りを保証する新商品GICの再検討を行った。一方資産運用に関しては、分離勘定を導入する等の対策を取った。しかしながら、これだけでは生保会社のソルヴェンシーはなんら確保されていないことは自明である。

生保会社のソルヴェンシーを確保するには、まず第1に、各社に固有なリスクを調査し発見することが肝要である。その次に、発見された諸リスクの測定を行った上でそれを評価・分類し、それぞれ如何なる手法を用いてリスク管理を行うかを決定するという手順を踏むことが、最低必要なことになろう。⁴⁴⁾

リスクの分類に当たっては、1979年から85年にかけて、米国アクチュアリー会が分類したいわゆるC₁~C₄リスクの分類が、⁴⁵⁾日本では金科玉条のように捉えられているが、そもそもリスクとは各社固有であるからリスクなのであり、この分類はあくまで目安であることを忘れてはならない。

本論稿は、第2次大戦後、経営危機に直面した際の生保会社の対応を主眼にまとめたものであるため、将来に向けてのソルヴェンシー確保の諸要件について詳述するものではないが、その1つの基盤となる負債側に着目して、計理および財務政策からのアプローチにより、今後の生保会社の経営の在り方を探るべきであることは強調しておきたい。その際に、①ソルヴェンシー・マージン（支払余力）の問題、例えば自己資本の概念およびその意義と、自己資本比率の的確なる水準についての議論は欠かせないし、⁴⁶⁾②ALM（資産・負債管理）の問題、これも例えば、責任準備金を考慮した（負債側からみた）資産運用の議論をしなければならないであろう。⁴⁷⁾さらに加えるならば、生保会社を超えたところで、③実効性のある支払保証基金の確立や、⁴⁸⁾④格付け基準の再考等を討議してゆく必要がある。

ただ、これらの観点はおのおの独立したものではないことに、十分留意しなければならない。この点に関しては、生保業界ばかりでなく、行政レベルでの論議も必要不可欠であるが、それ以上に、生保会社内部での、アクチュアリーと財務担当者との今までにない接近

環境変化と生命保険会社

が、将来に向けてのソルベンシー確保には、もっとも重要なことであると筆者は考える。

注 42) 注 23) 参照。

43) 注 1) および注 2) 参照。

44) C. A. Williams, Jr. & R. M. Heins, *Risk Management and Insurance*, 5th ed., McGraw Hill, pp. 16-17.

45) 米国アクチュアリー会のトロブリッジ委員会と、その下部組織の特別委員会が示したリスクの4分類による。なお、古瀬政敏氏が、その著『アメリカ生保会社の新経営戦略』の中で、米ア会自体は指摘していないが、C₃リスクの中に為替リスクを含めるべきだとしているが(125頁)、外貨建て資産の大きい日本の生保会社にあっては、為替リスクを考慮することは当然のことである。このように各国(各社)ごとの固有のリスク発見が、今後のソルベンシー確保の基盤となろう。

46) ソルベンシー・マージンを考える際の出発点となる自己資本問題については、【生命保険相互会社における自己資本】生命保険文化研究所 平成4年参照。

47) ALMについては本論稿の埒外であるが、金利の変動の予測にのみ立脚しない、キャッシュ・フローをベースとしたALMが妥当であると思う。この点についてはアクチュアリーによる研究に委ねたい。

48) アメリカでは保険支払保証制度が進んではいるが、実のところ大型倒産については必ずしも実効的ではない。金融・経済環境等の急変によって、EXEやMBLを上回る大型倒産の危機に直面した場合、現在のシステムではまったく対応できない。この問題も今後の研究課題である。