

Title	世紀転換期における米国生命保険会社の資金力に関する考察： ビッグ・スリーの投資政策からのアプローチ
Sub Title	Capital accumulation of American life insurance companies at the Turn-of-the-century
Author	紫藤, 潤一(Shito, Junichi)
Publisher	三田史学会
Publication year	1994
Jtitle	史学 (The historical science). Vol.64, No.1 (1994. 9) ,p.87- 110
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00100104-19940900-0087

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

世紀転換期における米国生命保険会社の資金力に関する考察

——ビッグ・スリーの投資政策からのアプローチ——

紫 藤 潤 一

〈目次〉

- 序 問題提起
- I 一九世紀後半におけるマーケティングの革新
- II 生保会社の資産運用の変遷
- III 投資収益率とビッグ・スリーの動向
- IV 結び

序 問題提起

「我が国の生命保険会社は、巨大な金融機関へと変貌しつつある一方で、国民に対する危険の源泉になる可能性もある。というのも、きわめて大きい資金力がごく少数の掌中に握られているためである⁽¹⁾」。一八九二年に開

催された全米保険監督官協会の大会席上で、あるアクチュアリーが語ったこの一言は、世紀転換期におけるアメリカ生命保険業界の実態を見事に言い表している。

周知の通り、第一次大戦によりアメリカは債権国となったが、単一年度を取り上げてみた場合、すでに一九世紀の末には、資本純流出額はマイナスに転じていた⁽²⁾。一方、一八七三年から九七年にかけてのいわゆる「大不況期」に、主要幹線の営業を行っていた大規模な鉄道会社が破綻をきたし、倒産した鉄道会社の更正・再建はアメリカ国内経済の最重要課題となっていた。

当時、これら内外での経済活動において指導力を発揮していたのは、モーガン商会やクーン・ローブ商会などの個人投資銀行家であったが、実際に背後から資金を供給したのは国法銀行と生命保険会社である。わけても生

保業界でビッグ・スリーと呼ばれたミューチュアル・ライフ社 (Mutual Life Insurance Company of N. Y.)、ニューヨーク・ライフ社 (New York Life Insurance Company)、エクイタブル・ライフ社 (Equitable Life Assurance Society of America) の三社による資金提供は、国内経済の動向に大きく影響を及ぼすことになる。

一九〇〇年に国法銀行は約三七〇〇行が営業しており、その資産総額は五〇億ドルであったのに対して、ビッグ・スリー三社の総資産は九億ドルに達していた。⁽³⁾ この事実からも、当該期における生保会社とりわけビッグ・スリーの資金力が窺い知れる。実際、当時のビッグ・スリーの最高経営者は、契約者への補償を目的とした保険業務を行っているというよりも、むしろ自分達は合衆国の金融・経済の一翼を担う存在であると考えており、工業化の進展しつつあったアメリカ経済の動向に、進んで参画していくことを望んだ。⁽⁴⁾

アメリカでのアクチュアリアル (保険計理的) な基盤を持った生保会社の誕生は、一八四二年に設立 (営業開始は翌年) されたミューチュアル・ライフ社に始まる。⁽⁵⁾ それ以前にもたしかに生命保険業務を営む会社はあったが、保険料率算出に関しての科学的基礎を持っておらず、

また活動領域もコミュニティもしくはソサエティといった、外部とは閉ざされた「共同体」内での営業が中心であったため、現在の生保会社の本源を求めることはできない。

そのミューチュアル・ライフ社以後、科学的経営基盤を有した米国生保会社は文字通り飛躍的な成長ぶりを示し、保有契約高で比較した場合、一八七〇年には四〇年代におけるその四〇〇倍以上にまで業績を伸ばすことになる。その後七三年の経済恐慌により、多数の泡沫会社の破綻や契約締結の減少および解約の増加などにより、一時生保業界は沈滞を余儀なくされるものの、経済の復興とともに再び順調な発展を遂げた。⁽⁶⁾

一八四〇年代に本格的にスタートしたアメリカの生命保険会社が、わずか半世紀足らずでこのように拡大・成長した影には、当然のように経営理念や経営倫理の点で多くの問題点があった。その結果として、一九〇五年にはニューヨーク州議会において、生保会社への徹底的な調査 (いわゆるアームストロング調査) ⁽⁷⁾ が行われ、不健全経営にメスが入れられることになる。

そのためにこれまでの研究では、契約者の利益を無視した経営に対する批判に焦点が当てられてきた。しかし

ながら、世紀転換期におけるアメリカ経済の膨張の実態を考察するには、不健全な成長といえども事實は事實として捉え、経済の動向に多大な影響を与えた資金が、なにかんづくビッグ・スリーの資金が、いかに調達され移転していったかを見極めることがアメリカ経済史上必要であろう。そこで本論稿では、当該期の米国生保会社の発展を再考し、そこからビッグ・スリーの保有することに⁽⁸⁾なった巨大な資金力発生⁽⁸⁾のメカニズムを明らかにしたいと考へる。

I 一九世紀後半におけるマーケティングの革新

(1) 保険料手形制度の採用

そもそも生保会社の資金の源泉は、保険契約者 (policy holder) から領収する収入保険料に他ならない。生保会社は一定額の保険金を支払うために、最低必要な保険料率を統計計算に基づいて算出し保険料を決定する。こうして収入された保険料を会社は、将来の保険金支払のために責任準備金⁽⁹⁾として蓄積しておかなければならぬが、流動性を保持するために一部を現金勘定にしておくものの、残り大部分は投資運用され、各社が予め設定

しておいた予定利率を達成することで、定額の保険金が滞りなく支払われることになる。したがって生保会社の資金力を考察する際には、マーケティング (保険商品の開発・販売) の観点から出発しなければならぬ⁽¹⁰⁾。

当該期における生保会社発展の要因は様々上げられるが、とりわけ影響の大きかったマーケティング面での要因は、以下の三点に絞られる。すなわち保険料手形制度の導入、総代理店制度の採用、そして据置配当保険の販売⁽¹¹⁾である。そこでまず第一の保険料手形から考えてみた

保険料手形 (premium notes) 制度とは、契約者が保険料を支払う際に、その一部を現金の代わりに手形で支払うというシステムで、手形支払分に関しては一定の利子が課せられるものの、その利子は、契約者が生保会社から将来受け取るべき配当により相殺されるために、実質的には保険料の引き下げとなった制度である。

一八五〇年代の生保創成期にあつては、医学的な見地から死亡率が高く見積もられており、そのため保険料も割高であつたから、生命保険を契約できたのは貿易商や工場経営者、医師や法律家、技師、官吏 (clerks) などの所得の高い階層に限られていた⁽¹²⁾。したがって、保険料

の負担を實質的に軽減する手形システムの導入は、中間所得層との契約を含め、生保契約増進の起爆剤となり、五〇年代における生保会社発展の要となった。

しかしながら、この保険料手形は「手貸し」であり、また特別な手形割引市場があったわけでもなく、失効・解約率の高かった当時としては、⁽¹³⁾必ずしも生保会社はそれを「手割り」できなかつたため、認容資産には組み入れられなくなった償還不能の手形が無数に手元に残存するようになる⁽¹⁴⁾、各社はこのシステムの欠陥を認識し、七三年恐慌以後ほとんど採用されなくなった。したがって、保険料手形の導入によりたしかに保有契約を著しく伸ばした生保会社ではあつたが、七〇年代以降、保険料手形に代わる新しいマーケティング戦略を考案する必要が生じた。

(2) 総代理店制度の導入

一九世紀後半、とくに七〇年代に始まる「大不況期」には、もはや保険料手形での販売はほとんど行われなくなつていたため、当該期に驚異的な生保会社の発展を支えたマーケティング戦略は、総代理店制度 (general agency system) の採用・進展であつたと言えよう。もつとも、保険料手形を利用しての商品販売に限界を感

じた生保会社が、手形販売に代わつて新たに総代理店制度 (いわゆる外務員による販売システム) の導入に踏み切つたというわけではない。総代理店制度は四〇年代の終わり頃からすでに採用され始めていたが、当初は代理店募集の広告を出しても、生保会社の代理店となることを希望する人材が僅少であつたため、なかなか募集広告に呼応する者がなかつた。このシステムが販売促進の基盤になつて行つたのは、六〇年代の後半、生命保険そのものが根付くようになった南北戦争後からである。⁽¹⁵⁾

総代理店 (general Agent) とは、一定の地域において会社を代表し、その業務を代行する者のことを指す。総代理店の職務は、①新契約の獲得、②既契約の管理、③保険料の集金、④営業職員・外務員 (solicitor) の採用および監督である。総代理店の報酬は、新契約を締結した際に手数料 (commission) という形で会社から与えられるため、⁽¹⁶⁾彼らは一種の請負業者の性格を帯びていた。

この手数料は、契約高とその時々の手数料率とに応じて決定されるため、総代理店は自己の担当地域での販売を増進させるために多数の外務員を採用した。しかしながら、外務員と生保会社との間には直接の雇用関係がなかつたので、総代理店は自らの手数料収入から外務員の

報酬を捻出しなければならず、本社が総代理店に支払う手数料の料率の上昇を誘発したことは否めない。

ところで当時の生保マーケットは、事実上本社の近隣や一部の大都市に限定されていたが、これは州の法規制もあったが、むしろそれよりも現実には販売担当員が不足していたためであった。したがって、この総代理店制度がひとたび導入され定着してくると、全国に散在する外務員が、契約者開拓のための個別訪問によって生保契約を締結するようになったため、一挙に生保マーケットが合衆国中に拡大されるにいたった。⁽¹⁸⁾

さらに市場自体の拡大とともに重要なことは、この制度がそもそも総代理店に対して能力に基づく出来高給制を採っていたことであり、そのために総代理店には販売促進のための大きな刺激となったことである。また生保会社から責任の一切や販売権限を委譲されているという意識も相俟って、総代理店はいっそう販賣増進に務めたのである。こうして総代理店制度は、広大な未開拓市場を求めていた生保会社にとって、格好のマーケティング戦略となったと言えよう。

しかしこの総代理店制度は諸刃の剣でもあった。生保業界の発展とともに次第に悪弊が顕在化してくる。第一

に、生保会社の支配力が直接の雇用関係のない外務員には及ばなかったために、彼ら（後には総代理店も）の会社に対する忠誠心が徐々に薄れてしまったことである。外務員や代理店の間では、契約者に対してトウイステイング（外務員が虚偽の説明などによって別契約に乗り換えさせる行為）やリベーターティング（受け取った手数料の一部を契約者に返還することで保険料を割り引く行為）といった行為が平然となされ、生保各社においても業績を上げた代理店や外務員の引き抜きが敢行されて、生保市場が混乱をきたしてしまったのである。⁽¹⁹⁾

第二に、生保各社が激しい販賣競争を繰り広げている間に、総代理店の待遇改善要求などにより、代理店手数料が急騰してしまい、それが生保会社の事業費の増加に直結してしまったことである。ミューチュアル・ライフ社の例を取ると、代理店手数料は一八五三年には新契約初年度保険料の一〇%と約定されていたが、六三年には一五%、六九年には三〇%、さらに八〇年になると四五%、八〇%にまで上昇してしまい、その結果、事業費率も一八六〇年をひとした場合、七〇年→二四、八〇年→一九、九〇年→五九、一九〇〇年→一三二となり、経営を⁽²⁰⁾ 圧迫するにいたったのである。

そのため生保各社は総代理店制度を見直すとともに、手数料のからまらない支店制度の導入を考へることになる。しかしながら多くの弊害はあつたものの、総代理店制度は生保資金を生むマーケティングの一つの支柱であり、これにより生保会社が飛躍的に成長したことは事実である。⁽²¹⁾そして全国に広げられたこの販売網を利用して、生保会社発展の原動力になつた革新的新商品が市場に出現することになった。

(3) 据置配当保険の販売

全国に張り巡らされた生保マーケットが軌道に乗つた七〇年代は、アメリカの全産業を覆う恐慌が襲つた時期でもあつた。生保会社にとつても新契約高の伸び悩みに加え、不況の影響により既契約の失効・解約が増大し、経営危機の波が押し寄せて来る。このような中でマーケティングにおける商品開発面での革新が起こつた。

一八五九年にミューチュアル・ライフ社は、設立間もないこととあつて剰余金も少なく、この不況期に他の生保会社と競争して生き抜くことは至難の技であつた。そこでエクイタブル・ライフ社の最高経営者たちは、他社に打ち勝つための新商品を開発したのである。それがいわゆる

据置配当保険（トンティン・ポリシー）であり、六九年から販売が開始されることになつた。⁽²²⁾

エクイタブル・ライフ社の販売用パンフレットに、「この契約から生ずる剰余金は……二〇年の期間を過ぎたときに確定し・公表される。期間満了以前に契約者が死亡したる場合、保険金が支払われ、契約は消滅する。しかし配当は支払われず、生存している契約者のために積み立てられる。……保険料の払込を中止したる場合には……解約金は支払われず、これを没収して、配当と併せて契約の継続者のために積み立てられる……」⁽²³⁾と記されている。据置配当保険は、ある意味で欠陥商品であつたものの、当時の消費者の目には革新的な商品として映つてしまつた。

据置配当保険は、期間途中で脱退する契約者（死亡者）が多ければ、その分継続者（生存者）の利益が増大するといふ賭博的性格を有しており、また同時に、契約者が配当を期待すればするほど、当然のことながら解約・失効は減少するであろうから、契約者の利益は減額されることになるという矛盾した性格を帯びていた。しかしながら、当時の消費者は「自分に限つて中途で死ぬことはない」というモラル・リスク（Moral Risk）

心理的危険)の認識がなく、生命保険そのものに対する知識が乏しかったために、この据置配当保険に飛びついてしまったのであろう。こうして恐慌から脱却した七〇年代の後半以降、アメリカの生保会社はほとんど例外なく据置配当保険を発売し、⁽²⁴⁾保有契約高を激増させるにいたった。

このことは、据置配当保険を積極的に採用した生保会社、なかでも後年ビッグ・スリーと呼称されることになった前述の三社と、最後まで導入しなかった会社との契約高増伸の差異を比較すれば一目瞭然である。ビッグ・スリーは発売開始の年度に多少の違いはあったものの、⁽²⁵⁾最終的にはこの据置配当保険を主力商品にし、総代理店制度を駆使して販売を行った。一方あくまで生保経営上の倫理から、その販売をかたく拒んだ会社コネティカット・ミューチュアル社との業績の違いは著しい。

ビッグ・スリーは据置配当保険の積極的販売により、一八七五年には生保業界における市場占有率を三一%に、さらに九〇年には五三%に伸張させることになったが、コネティカット・ミューチュアル社は、六〇年代まで業界第三位の保有契約高を有していたにもかかわらず、それ以後はピークの七三年の業績を抜くことはなかったの

⁽²⁶⁾である。総代理店制度については果敢に採用したコネティカット・ミューチュアル社であったが、据置配当保険という商品を販売しなかっただけで、契約高、については資金力に、格段の差がついてしまったのである。

本論稿の研究主題であるビッグ・スリーの巨大な資金力の発生は、このようにまずマーケティングの面から開始された。しかし収入保険料だけではアメリカ経済の動向に影響を与えるほどの資金力にはなり得なかったであろう。すなわち領収した収入保険料を投資運用しなければ生保資金の著しい膨張はありえない。そこで章を改めて、生保会社の資産運用の観点から、この問題に迫ってみた。

II 生保会社の資産運用の変遷

(1) 不動産抵当貸付

アメリカの生命保険会社の資産構成内訳の推移をたどると、世紀転換期、とりわけ「再建期」以後にあっては、著しい特徴が看取される。すなわちそれは不動産抵当貸付と債券投資における占率の変遷に象徴⁽²⁷⁾されている。

まず不動産抵当貸付であるが(以下表1を参照)、実のところ一九世紀の半ば頃には、生保会社の資産運用先

表1 アメリカ生保会社の資産構成内訳 (%)

資産項目	1860年	1870	1880	1890	1900
現金	3.5	4.0	4.7	4.1	4.3
保険料手形	19.4	22.5	6.2	2.6	0.9
不動産	3.1	3.6	11.8	10.6	8.8
不動産抵当貸付	55.9	39.9	38.6	41.2	27.8
契約者貸付	0.0	0.1	0.1	1.6	3.7
有価証券担保貸付	4.5	1.9	7.0	4.9	8.2
債券(計)	7.9	16.8	28.4	31.7	45.9
国債	3.2	8.5	8.7	0.8	0.4
地方債	2.1	6.6	14.7	6.6	5.1
鉄道債	2.2	1.1	4.3	21.2	32.7
公共事業債	-	0.3	0.4	1.2	2.2
その他	0.1	0.3	0.3	1.9	5.5
株式(計)	1.9	1.2	1.4	3.9	5.6
鉄道株式	0.3	0.4	0.3	2.4	3.2
金融株式	1.3	0.8	1.1	1.3	2.1
その他	0.3	0.0	0.0	0.2	0.3

と言え、この不動産抵当貸付が唯一のものであったといつても過言ではない。それは第一に、一八五〇年代には証券市場がまだまだ未発達であったことに起因する。わずかに州債および市債、それに若干の銀行株式があったが、投資先が限定されていたことと、これらの証券投資

Pritchett, B. M., "A Study of Capital Mobilization", 1977, pp, 94-95 より作成。

はしばしば投機の対象になっていたりして、必ずしも安定していなかったことによる。⁽²⁸⁾ また第二に、州の保険法により、生保会社の資産運用に関しては厳しい規制があったことにも原因がある。⁽²⁹⁾ このため生保会社の投資といえばほとんどがこの不動産抵当貸付であった。

ところが一八八〇年に総資産の三八・六%を占めていた不動産抵当貸付は、一九〇〇年には二七・八%にまで減少してしまう。詳細に検討すると、この二〇年間、資産構成の割合においても、各社の貸付実額においても、不動産抵当貸付は減している。⁽³⁰⁾ 七三年の経済恐慌の煽りを受けたために、不動産価額が大幅に減価し、このような事態が発生したのである。

すでに一八七三年恐慌以前に、ニューヨーク州などでは土地投機が盛んに行われており、恐慌が襲ってきた時には、抵当貸付の対象となっていた土地の多くが、その価額の五〇%でも売却できないという有り様に陥っていた。実はこの五〇%という割合は、生保会社(31)がそれらの土地を担保に貸付を行っていた数字そのものでもあった。

周知の通り、当時の抵当貸付の対象不動産はおおむね農場であり、こうした農場にも当然のことながら恐慌の波が押し寄せる。この結果、生保会社の債務者（＝農場所有者）は資金繰りに貧して農場受戻権を流すことになり、手持ちの農場の所有権を喪失したのである。生保会社としては、こうした不動産は収益性どころか安全性の点でも低格付けであることを十分認識していたが、結局のところ相当の農場が抵当流れとなり、債務者から生保会社に所有権の移転がなされた。この状況は数字にも現れており、生保会社の総資産に占める不動産占率は、一八七〇年に三・六%であったのに対して、八〇年には一・八%にまで急増する⁽³²⁾。

しかしながら、国内の経済の復興とともに、とりわけ一八八一年以後、こうした抵当流しはほとんどなくなつて行く。一方で、資産運用に関する州の法規制は、必ずしも経済の動向とは関係なく緩和の方向に向かつていた。例えばニューヨーク州では、一八六八年と七五年の州保険法の改正によって、それまで州内に限定されていた不動産抵当貸付が、ニューヨーク市から五〇マイル以内に位置する不動産に対しても許可がおり（六八年）、さらにニューヨーク州の隣接州にも対しても認可された

（七五年）⁽³³⁾。

このような法規制の緩和と経済の復興により、不動産抵当貸付は九〇年まで微増を続ける。しかしながら、八〇年代以降の市場金利の低下にともない、資金の調達が比較的到低利率で行われるようになると、不動産抵当貸付はその重要性を徐々に失って、貸付実額では逡増しつつも、資産構成比に占める割合は逡減することになった⁽³⁴⁾。こうして主柱であった資産運用先に手詰まりを感じていた生保会社は、次第に成熟しつつある証券市場に目を向け始めたのである。

（2）合衆国連邦政府債投資

証券市場の確立とともに生保会社も市場に関心を持つようになるが、生保会社の有価証券投資項目の中で、まず最初に触れておかなければならないのは合衆国連邦政府債（以後、国債）投資であろう。国債は周知のごとく、南北戦争の際の戦費調達のために発行されたものであるが、他の投資対象より利回りが良かったので、一八六〇年代前半には、生保会社各社により購入された⁽³⁵⁾。

しかしプリチエットによる詳細な研究によると、総資産に占める国債保有率は六四年をピークに急激に減少していることが分かる。彼はこの研究成果に対して何のこ

メントもしていないため、それまでの経済史家が論究したように、戦費調達を求める連邦政府に寄与するという目的のみで、生保会社が国債購入行動を起こしたという考察を、消極的ながら認めてしまっている。

しかしながら、彼の研究の中でも示されているが、実際は生保会社による国債の保有額は六四年以後も伸び続け、七九年まではほぼ直線的に増加しているのである。たしかに当該期のアメリカの生保会社の総資産が、四九〇〇万ドルから四億ドルに増加しているのに比較すると、国債の保有割合の増加率はそれほどの伸びとは言えないものの、上記の期間における国債保有額の伸張は、時代的に見てもすでに終結してしまつた南北戦争に帰すことはできない⁽³⁶⁾。

一方この保有額増加の事實は、生保会社の会社数の増加に帰すことも不可能である。合衆国の生保会社の数は、六四年が五三社、七〇年が当該期におけるピークで二二九社、その後は長引く不況の影響により毎年平均一〇社程度が倒産し、七九年には六一社にまで減少してしまつており、会社数は増加どころか七〇年以降はむしろ遞減傾向にある⁽³⁷⁾。これらのことから、この期間に生保各社が国債への投資額を増加させたのは、不動産抵当貸付に代

わる収益性の高い運用先として、国債に関心を抱き始めたからと考えるのが妥当と言えよう。国債の購入により政府を助けるという説明は、あまりにも生保会社の投資政策を美化し過ぎている。さらに極論すれば、収益性の面で有利な投資対象が国債以外になかったとも言えよう。しかしその国債は八〇年を過ぎると、保有額においても急速に低下して行く。アメリカでは、七〇年代から八〇年代にかけて、鉄鋼業を中心とした諸産業の成長により、工業製品の輸入が遞減していく一方で、農業部門の著しい発展の結果、農産物輸出の拡大が見られるようになった。これにより一八七六年以後は、アメリカの貿易収支が恒常的に黒字を計上していくことになり、多額の国庫剰余金が累積することになった⁽³⁸⁾。

この剰余金の使途に関しては政府内でも様々な論議がなされたが、結局は国債の償還に充当させることになった。当初は償還に当たつて満期国債のみを対象にしていたが最終的には満期末了の国債についても償還認可されたために⁽³⁹⁾、市場価格が暴騰し、この機とばかりに生保会社は手持ちの国債の売却に走つたのである。このため生保会社の資産構成に占める国債の比率が激減したと言えよう。その結果国債という利回りの高い投資対象のなく

なった生保会社は、発達しつつあった証券市場に、持てる資金をつぎ込んだのである。

(3) 社債(鉄道債)投資

アメリカでは八〇年代の末頃から、ようやく証券市場が成熟しつつあり、工業証券(industrial securities)という言葉も使用され始めてきた。たしかに安全性を念頭におかねばならない生保会社は、かならずしも成熟したとは言い切れない証券市場では、直ちに資産運用を行うという訳には行かなかつた。しかしながら重要なことは、八〇年以前には度々投機の対象となつて倒産を繰り返してきた鉄道会社も、証券市場の安定化とともに、その債券の安全性および収益性が、アメリカ国民に認められるようになったことである。⁽⁴⁰⁾

国債に有利性を感じなくなった生保会社は、証券市場において安全性が高まつてきた社債に、それも鉄道債に投資対象を絞るようになる。実はこの鉄道債投資に関しても、当該期には特徴のある資産運用の推移を示している。再度表1を見ると、一八六〇年の鉄道債保有率は総資産のわずか二・二%に過ぎなかつたが、九〇年には二一・二%、一九〇〇年には三二・七%へと急増したことが見て取れる。⁽⁴¹⁾

世紀転換期における米国生命保険会社の資金力に関する考察

以前には、生保会社により保有されていた鉄道証券が、投機による鉄道会社本体の倒産で単なる紙切れとなつてしまったことも度々あつた。その結果、以後生保会社は鉄道債および鉄道株式の購入を極力避けてきたが、既述したように証券市場が安定してくると、かつて投機の代名詞であつた鉄道債も、いわゆる「値がさ証券」と見なされるようになり、⁽⁴²⁾生保各社にとって良好な投資対象に変容したのである。ただ、鉄道債以外の工業証券にあつては、いまだ格好の資産運用対象には成熟していなかつたため、当該期における生保会社の社債投資先は、その九割以上が鉄道債であつた。

ところが、九〇年代に入るや長引く不況の影響、なかでも九三年恐慌の打撃を受け、鉄道会社には史上類を見ないほど大規模な倒産が発生した。例えば、九三年にはエリー鉄道会社(Erie Railway Co.)を始め、レディング鉄道(Reading Railroad Co.)、リッチモンド・ターミナル鉄道(Richmond & West Point Terminal Railway & Warehouse Co.)、ユニオン・パシフィック鉄道(Union Pacific Railroad Co.)、ノーザン・パシフィック鉄道(Northern Pacific Railroad Co.)、およびアティソン・トピカ・サンタファイ鉄道(Atchison Topeka & Santa Fe

Railroad Co.)などが、さらに九六年になるとボルティモア・オハイオ鉄道 (Baltimore & Ohio Railroad Co.) といった大幹線鉄道会社が倒産してしまつた。⁽⁴³⁾

しかしながら、この時期の鉄道会社の倒産は、以前におけるものとは異なり、投機の対象になつたため経営不振に陥つたというのではなく、あくまでも恐慌の影響および競争の激化による倒産であつたことと、加えてこの九三年恐慌を契機とする鉄道会社の破綻は、規模の小さい地方線よりも、むしろ大規模な鉄道網を持つた幹線(いわゆる大陸横断鉄道)に集中してゐたことから、アメリカ経済の維持のために、企業レヴェルでも行政レヴェルでも、会社更正の要請が噴き出たのである。

一九八〇年代以降、鉄道債の購入を積極的に推進してきた生保会社にとって、債券が紙切れになるか、利を生む証書に留まるかは、会社自体のソルヴェンシー(支払能力)にも影響する大きな問題であつた。いやそれ以上に、企業の成長・拡大を至上の目的と考へてゐた生保会社経営陣にとっては、まさに死活問題とならざるを得なかつた。

そのために、個人投資銀行家を中心として、倒産鉄道会社更正のための証券引受シンディケート団(以下シ団

と略)が結成されたさい、生保会社は自己の傘下にある信託会社などを通じてそのシ団に参画し、資金面から鉄道会社の再建に参加したのである。⁽⁴⁴⁾ これまで言われてきたようなアメリカ経済の維持という目的でのシ団参加は、当時の生保会社の経営方針を見た場合、実のところほとんど考えられないことと言へる。⁽⁴⁵⁾

しかし目的はいずこにあつたにせよ、生保会社は鉄道会社再建の証券引受シンディケート団に参加したことにより、鉄道債の保有額を大幅に増大させ、一九〇〇年には、資産構成比において不動産抵当貸付を抜き、三二・七%もの保有率を占めるようになった。⁽⁴⁶⁾

なおこの頃の鉄道債がどれほどの投資収益率を上げていたかは、史料の不足もあつて定かではないが、一九〇六年六月二〇日付のニューヨーク・ライフ社の財務諸表から算出すると、アメリカおよびカナダの国債・地方債の投資収益率は全体の平均で三・五四%であり、一方同地方の鉄道債は四・二七%の収益率を上げていたことが算出される。⁽⁴⁷⁾ もちろん一社の記録だけで断定はできないが、再建以後しばらくの間安定してゐた鉄道会社の債券は、この財務諸表からもある程度「値がさ証券」であつたと類推することは無謀なことではないと考えられる。

こうして前述したように、市場金利の低下にともなつて、徐々にうま味のなくなつてきた不動産抵当貸付は、安全性ではなく収益性の面から、資産運用におけるその中心的地位を奪われ、社債なканずく鉄道債に取つて代われることになった。そこで章を改めて投資収益率の問題を考察してみたい。

Ⅲ 投資収益率とビッグ・スリーの動向

(1) ビッグ・スリーの資産運用

これまで一八五〇年から一九〇〇年にかけて、アメリカ生保会社全体としての資産運用の変遷を見てきたが、生保会社は収益性と安全性の原則にしたがつて、投資政策を変更して行ったことが特徴として上げられる。

すなわち、安全性志向に関しては、七〇年代における保険料手形の激減に象徴されており、一方収益性の点では、八〇年代までについて言えば、国債の購入および売却に、また八〇年代以降については、市場金利の低下にともなつて、不動産抵当貸付を減少させたことと、有価証券投資（主として債券投資）を増加させて行ったことに、それぞれ象徴されている。

しかしながら、八〇年代以降の生保業界の発展の中で、

各社間の資産運用動向には、徐々に差異が出始めていたのである。ザートマンやプリチエツトによるこれまでの研究では、合衆国全体での趨勢にしか注意を払つていなかったため、当該期にビッグ・スリーと他の生保会社との間に、投資政策において大きな相違が生じてきたことが見過ごされてしまつて⁽⁴⁸⁾いる。かろうじて不動産投資についてのみ、一九〇〇年における合衆国上位二九社の保有総額の三分の二が、上位五社により占められていたことが論究されていたのみである⁽⁴⁹⁾。

たしかに表2からも分かる通り、ビッグ・スリーの不動産保有価額は大きい⁽⁵⁰⁾が、ここで注意すべきことは、総資産に占める割合（資産構成比）で見た場合、コネティカット・ミューチュアル社に比べて、ビッグ・スリーの不動産保有比率は、はるかに少なかったという事実である。

一八八三年のニューヨーク州保険法により、州の生保会社は本社家屋以外の不動産についても、その所有が認可されるようになってはいたが、ビッグ・スリーは純粋な投資対象として多額の不動産を所有していた訳ではない。契約者に対して会社の安全性と契約の保証の確実性を訴え、それにより商品販売の推進を狙うという経営戦

表2 主要四社の資産構成内訳 (%)

資産項目	ミューチュアル社 ^a	ニューヨーク・ライフ社 ^a	エクイタブル社 ^b	コネティカット・ミューチュアル社 ^a
現金	4.3	4.5	5.0	2.8
未収保険料	1.3	1.7	1.4	--
利子・賃貸料	0.8	0.6	1.0	--
不動産	8.4	3.4	6.9	16.2
不動産抵当貸付	24.5	6.0	20.0	37.3
契約者貸付	5.6	10.0	5.6	2.1
有価証券担保貸付	2.7	--	0.1	--
公社債・株式	52.1	73.5	56.6	41.5
その他	0.4	--	1.8	--

North, D. C., "The Large Life Insurance Companies Before 1906", 1952, p. 99 および p. 129より作成。

a : 1904年12月31日付。

b : 1905年9月30日付。

略から、いわば広告の意味で壮大な本社家屋の所有を行つたと考える方が妥当である。そのために保有不動産価額が大きくなつていたに過ぎない。

このようなことから、一九世紀後半においては、高い収益性を狙つた投資対象という項目から、不動産投資は除外されるてしかるべきである。もつとも実際に、当該期における不動産投資の収益率は、⁽⁵¹⁾ 抵当貸付や証券投資のそれより大幅に低かつたことも事実である。したがつてこの章では、純粹に高い収益性を狙つて行われた投資活動について、ビッグ・スリーとコネティカット・ミューチュアル社およびミューチュアル・ベネフィット社とを比較しながら、その差異を掴み、ビッグ・スリー形成の原因についても言及してみたい。

これまで生保会社の収益性の問題に関しては、多数の研究者が検討を重ねてきた。当該期における生保会社の資産運用およびその収益性についても、D・C・ノース(Douglass C. North)やM・ケラー(Morton Keller)などがすでに論究を行つている。そこで、彼らが下している結論を簡単に要約してみると、以下の通りになる。⁽⁵²⁾

一九世紀後半の全般的利率低下傾向の中で、生保会社も保険料設定上の予定利率の引き下げを余儀なくされ、

六〇年代には七%だった予定利率は、七〇年代の末頃から六%に下がり、一九〇〇年を迎える頃には四・五%に落ち込んでしまっていた。⁽⁵³⁾ ザートマンの研究によると、当該期にあれば保有資産を伸ばしたビッグ・スリーは、他社と比較してみても、それほど高い収益率を上げておらず、かえって八〇年代には上位一九社の平均値五・六一%を下回っていた。九〇年代になっても、全社平均値が五・四七%であったのに対して、エクイタブル・ライフ社が四・五二、ニューヨーク・ライフ社が四・六五%と、かなり平均値を下回っており、ミューチュアル・ライフ社にしても、五・五%と多少平均を上回っていたに過ぎなかった。さらに、一九〇〇年から一九〇四年にかけての投資収益率も、ビッグ・スリーは一九社平均値四・九五%を割ってしまった。⁽⁵⁴⁾

このような結果から、従来の研究では、「大手生保会社は（「ビッグ・スリー」訳者）、全体として生保業界の動向と一致していない」とか、「多くの小さな生保会社、例えばコネティカット・ミューチュアル社とかミューチュアル・ベネフィット社とかの方が、投資収益率ではビッグ・スリーに優っていた」という結論が下され、ビッグ・スリーは高収益率を計上していなかったと

されてきた。⁽⁵⁵⁾

またノースも、一九〇三年の合衆国の四七の生保会社の投資収益率を調査して、その中でニューヨーク・ライフ社は三八位、ミューチュアル・ライフ社は四三位、エクイタブル・ライフ社にいたっては最下位であったとして、これを根拠にビッグ・スリーの収益率の低さの論証を行った。⁽⁵⁶⁾

しかしながら、上記の結論のように、実際にビッグ・スリーの投資収益率が平均値をはるかに下回るほど低かったとしたら、八〇年代以降の保有資産額におけるビッグ・スリーの急激な伸張は、どのように考えても説明がつかなくなってしまう。前章で考察したマーケティング面の功績ばかりでは妥当な解答が出せない。なぜならば総代理店制度にしる据置配当保険にしる、ビッグ・スリーのみが採用した訳ではなかったからである。

ビッグ・スリーと、あくまで「倫理上」据置配当保険の導入を拒んだ⁽⁵⁷⁾ミューチュアル・ベネフィット社やコネティカット・ミューチュアル社との保有資産額の差は、とりわけ八〇年代後半以降に歴然となってくるのであるが、しかしそれならば、総代理店制度や据置配当保険というマーケティング上の革新を採用した他の生保会社も、

ビッグ・スリー同様に著しく成長したはずである。

しかし実際にはそうはならなかった。したがって、マーケティングの革新を巧みに利用したというだけでは、ミューチュアル・ライフ社、エクイタブル・ライフ社、ニューヨーク・ライフ社の三社のみが、ビッグ・スリーとしてアメリカ生保業界に台頭・君臨したことへの説明にはなり得ない。そこでもう一度、投資収益率の問題を再検討する必要があるのである。

(2) ビッグ・スリーの実質投資収益率 (従来の研究の問題点)

実のところ、投資収益率に関してはノースもケラーもまったく触れていなかった点があった。それは実際の投資にかかる投資経費の問題である。従来の研究はすべて総資産ベースの収益率を考えていたが、その結果、たとえ投資収益率が高くても投資自体に多大な経費がかかるために、実質的には高い収益率を上げていない場合も考えられるということを考慮しなかったのである。資産運用について「規模の経済学」がどれほど働くかは別としても、収益率と経費率を同時に考慮しなければ、実質的な投資収益率の高低の比較は無意味となる。

ところが、ほとんど理解しがたいことであるが、これまでの研究ではいっさいこの点について論究されたことがなかった。おそらくノースにしてもケラーにしても、ビッグ・スリーの事業規模があまりに大きくなり過ぎたことに批判的であったがために、この問題にはあえて目を向けなかったであろう。

残念ながら実質投資収益率を各社ごとに扱った史料および文献は非常に乏しいが、幸いにしてごく僅かではあるが、ザートマンの論文の中で、それも投資収益率の問題を扱ったところとは別の節で、若干この投資経費について触れているので、本論稿ではとりあえず⁽⁸⁸⁾それを利用して、実質投資収益率の問題を考察して行きたい。

表3はビッグ・スリーならびにコネティカット・ミューチュアル社について、一八九六年から一九〇四年までの、投資収益率、投資経費率、さらにそれを基に算出した実質投資収益率を示したものである。ここで(a)の投資収益率を見ると、たしかに当該期間には、コネティカット・ミューチュアル社の方がビッグ・スリーよりも投資収益率が高かったことは一目瞭然である。

しかしながら、(b)の投資経費率に注目すると、コ

表3 主要四社の投資収益率(a)・投資経費率(b)・実質投資収益率(c)

	ミューチュアル社			ニューヨーク社			エクイタブル社			C・ミューチュアル社		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
1896年	1.7	.45	0.94	4.5	.22	3.5	4.1	.48	2.1	5.1	.62	1.9
97	5.1	.34	3.4	4.6	.23	3.5	5.1	.37	3.2	5.5	.85	0.83
98	6.3	.33	4.2	4.8	.24	3.6	6.1	.31	4.2	5.3	.88	0.63
99	6.3	.33	4.2	5.1	.22	4.0	5.1	.35	1.8	4.6	.74	1.2
1900	5.1	.35	3.3	4.9	.29	3.5	3.2	.31	3.6	5.3	.77	1.2
01	5.5	.46	3.0	4.2	.41	2.5	4.8	.42	2.8	4.6	.77	1.1
02	4.5	.38	2.8	4.3	.63	1.6	4.3	.27	3.1	3.8	.73	1.0
03	2.3	.36	1.5	3.1	.36	2.0	3.2	.29	2.3	3.2	.84	0.51
04	6.7	.34	4.4	4.2	.38	2.6	5.3	.28	3.8	5.5	.84	0.88
平均	4.8	.37	3.0	4.4	.33	3.0	4.6	.34	3.0	4.8	.78	1.04

Zartman, L. W., *The Investment of Life Insurance Companies*, 1907, pp. 74-76, pp. 116-117より算出・作成。

ネティカット・ミューチュアル社はビッグ・スリーよりもはるかに投資経費がかかっていることが読み取れる。この全期間の経費率の平均値を見ても、前者は〇・七八%なのに対して、後者は〇・三三〇・三七%であり、前者コネティカット・ミューチュアル社は後者ビッグ・スリーの倍以上の経費率であったことが分かる。

この差異を生んだ原因・理由の究明については今後の課題であるが、両者間の資産運用における投資対象の相違にも一因はあろう。ともあれ、一八九六年から一九〇四年までの平均値から、「ビッグ・スリーより高い投資収益率を上げていた」と前出のノースが論究したコネティカット・ミューチュアル社より、ビッグ・スリーの方が投資に経費がかからなかったことが明白に読み取れる。

その結果として、総資産と純益から得られた収益率に投資経費を加味して実質投資収益率を算出してみると、従来の研究とはまったく異なる結論がはじき出されてくるのである。こうして求めた(c)の実質投資収益率を四社比較・検討してみると、ビッグ・スリーはこれまでの研究で述べられてきたほどには、投資収益率は低くなかったと結論し得ることになる。

ここで再び表2に目を向けてみよう。これは一九〇四年一月二日付のビッグ・スリーならびにコネティカット・ミューチュアル社の資産運用内訳を、項目別にその保有額（元帳価額）と資産に対するその占有割合を示したものである（ただしエクイタブル・ライフ社については一九〇五年九月三〇日付）。

この表2から、ビッグ・スリーは総じて公社債投資が資産構成比の五〇%以上を占め、三社とも合衆国上位二九社平均値四六・一%を大幅に超えた割合であり、とりわけニューヨーク・ライフ社は七三・五%という高い保有率を占めていることが分かる。これに対しコネティカット・ミューチュアル社は四一・五%と、平均値をかなり下回る割合しか保有していなかった。

一方それとは逆に、不動産および不動産抵当貸付に関しては、ビッグ・スリーが三社とも（不動産三・四一・八・四%、不動産抵当貸付六・〇一・二四・五%）、平均値（それぞれ九・六%、二八・八%）をはるかに下回っているのとは対比的に、コネティカット・ミューチュアル社は、同様に一六・二%、三七・三%と、平均値を大きく上回る資産構成状況となっている。

同社は、総資産においてはビッグ・スリーの六分の一

以下しか保有していなかったものの、不動産に関しては、後のビッグ・ファイヴ（ビッグ・スリーに加えて、簡易保険商品の発売により成長・台頭してきたプルデンシャル・ライフ社とメトロポリタン・ライフ社を含む⁽⁶⁰⁾）に次ぐだけの価額を保有していたために、資産構成比上高い数値になっていた。

また不動産抵当貸付については、七〇年代以降、ビッグ・スリーがその資産構成比に占める割合を減少させていくなか、コネティカット・ミューチュアル社はかたくなにそれを保守しようとする経営方針を貫いたため、一九〇四年になっても、資産構成比率をそれほど低下させていなかった。

実のところ、これまでの研究では、八〇年代以降における不動産抵当貸付は、有価証券投資よりもむしろ収益性が高かったとされてきた。たしかに合衆国上位二九社のそれぞれの年度別収益率を取り上げて、その加重平均を算出すれば、そういう結果になることも否めない。例えば、一八九〇年における二九社の投資収益率の平均値は、不動産抵当貸付の収益率が六・三八%であるのに対し、有価証券の投資収益率は三・七三%であり、またかなり大規模な経済恐慌が襲った九三年においては、それ

ぞれ五・九七%、三・五一%であった。⁽⁶¹⁾

しかしながら、従来の研究者が好んで用いてきたこの数値は、前述した通り、各社の投資収益率を加重平均しただけであつて、ビッグ・スリーの投資収益率がいかに低かつたかを示そうという意図で算出された「平均値」に過ぎない。なぜならば、大切なことであるにもかかわらず、上述したような投資経費率の問題をまったく考慮していなかつたからである。したがつて、しばしば引用されるこの「平均値」を比較の論拠に使うことはできない。

むしろ、史料の少ない当該期においては、投資行動に明確な特徴を示していたビッグ・スリーと、あくまで「倫理的」経営を貫いたコネティカット・ミューチュアル社およびミューチュアル・ベネフィット社の五社に絞つて、その資産項目別の投資収益率を考察し、相対的に収益性の差異を比較・検討した方が、少なくとも二九社の「平均値」と比べるよりも意味がある。アメリカの生保会社全体の総資産の五割以上を、たった三社のみで有していたビッグ・スリーにあつては、「平均値」などほとんど意味を持たないのである。

そこで前出のザートマンの研究結果より、一八八〇年

から一九〇四までの上記五社の投資収益率の平均値を算

出してみると、不動産抵当貸付が五・五九六%、公社債・株式投資が五・六二六%となり、後者の方が収益性が良かつたことが判明する。⁽⁶²⁾ さらにこのことに加えて、公社債・株式投資は不動産投資や不動産抵当貸付よりも投資経費がかからなくてすむという点も見過ごす訳には行かない。したがつて、有価証券投資はたしかに経済変動、例えば市場金利の変化などの影響を強く受けるため、アメリカ経済史上大不況期にあつた当該期においては、必ずしも安全性の高い投資対象ではなかつたが、収益性では、通常言われているほどには悪い投資対象ではなかつたと言明できる。

加えて、ビッグ・スリーは個人投資家と結んだり、数多くの商業銀行や信託会社を自己の傘下に置くことで、さらに有利に投資政策を進めることができた。⁽⁶³⁾ したがつて、前章で述べたマーケティング上の革新により急激に増大した収入保険料を、こうした実質的に収益性の高い投資対象に運用することで、文字通り雪だるま式に拡大・成長を遂げ、アメリカの生命保険業界に三社寡占体制を打ち立てたと結論できる。

IV 結び

アメリカでは、ヨーロッパ資本、とりわけイギリス資本の流入と株式会社制度の導入により、南北戦争前から国内産業の成長がみられたが、一八七三年の経済恐慌に始まる「大不況期」に、イギリス資本の本国引き上げも影響して、諸々の産業部門で企業の破綻が生じた。こうした状況の中で、当時アメリカの基幹産業であった鉄道会社や鉄鋼会社を中心に、数多くの企業間で集中及び集積運動が生起し、プールやトラストが形成された。

一方、政府は一九七六年以降国際収支が黒転したのを契機に、国庫剰余金の蓄積がなされ始めると、南北戦争遂行の目的で発行した国債について、その償還を取り決めたのである。これにより、当時国債の引き受けに積極的に参加していた生保会社は、債券償還により蓄積された巨額の資金の新たな投資先を模索することになった。このような状況下で発生した一八九三年恐慌は、その後四年間、合衆国をかつて経験したことのない大不況に陥れることになった。物価の低落が続く、工業生産も大幅に減退し、その結果として株価も下落、金融市場は大混乱をきたしたのである。企業は不況の進行により競争

が激化し、史上未曾有の企業倒産が発生し、上述のプールもその多くが崩壊した。

アメリカにおいて歴史上最初の大企業である鉄道会社も例外ではなかった。幹線路線を有す大規模な鉄道会社のほとんどが経営不振に追い込まれた。「西部」開拓にもなつて、それを追うように拡大した鉄道網は、今や合衆国経済の支柱になつており、鉄道会社の破綻はアメリカ経済の破綻さえ意味するものであった。それゆえに倒産鉄道会社の更正は、国内経済の再建と同義であつたと言える。こうして個人投資銀行家を中心とする鉄道証券引受シンディケート団が結成され、国債の償還により新たな投資先を求めていた生保会社の巨額な資金が、再建・更正計画を結果的にバック・アップすることになつたのである。

「一八九三年の恐慌を終結させるために必要な資金を銀行に供給するに当たつて、相当重要な役割をはたしたのは、生命保険会社の資金であつた」⁽⁶⁴⁾ことは周知の事実である。しかしながら、設立されてから五〇年と経つていない生保会社が、いかにしてそれほど巨額の資金力を保持し得たのかに関して、アメリカ経済史の視座から⁽⁶⁵⁾の研究は、これまでほとんどなされてこなかつた。本論

稿がそれに対して一つの指針を示すことができたとしたら、まさに幸甚の至りである。

注

- (1) Morton Keller, *The Life Insurance Enterprise, 1885-1910*, 1963, p. 136. なお、米国生保会社資金が「小数の掌中に握られ」た経緯については、拙稿「一九世紀後半におけるアメリカ生命保険会社の『経営支配』」保険学雑誌第五三四号（平成三年九月）参照。
- (2) U. S. Department of Commerce, Bureau of the Census, *Historical Statistics of the United States: From Colonial Times To 1970*, Washington D. C., 1975.
- (3) *ibid.*
- (4) Keller, *op. cit.* p. 134.
- (5) *Charter of the Mutual Life Insurance Company of New York*, 1842. アメリカにおける生保会社の起源は、一七五〇年に設立された長老派教会牧師基金（Corporation for the Relief of Poor and Distressed Widow and Children of Presbyterian Ministers）まで遡れるが、この基金団体が担保する危険集団は牧師およびその家族であり、教会の信徒からの喜捨により運営されていた。したがって「保険料」も当然賦課式であり、「大数の法則」に基づいた危険選択がなされていた訳でもなく、死亡率に則った統計的な保険料率の算出なども行われておらず、生保会社と言うよりも互助会のような組織であった。

世紀転換期における米国生命保険会社の資金力に関する考察

- (6) 米国生保会社のマーケティング面での発展を研究した文献としては、以下のものが上げられる。J. O. Stalson, *Marketing Life Insurance*, 1942, F. L. Hoffman, "Fifty Years of American Life Insurance Progress", *Journal of American Statistical Association*, No. 95, 1911. また当時の生保会社の業績を扱ったものとしては、Spectator Company, *Life Insurance History, 1843-1910*, 1911. がある。我が国におけるこの分野の研究では、田村祐一朗「近代生命保険業の成立」千倉書房 昭和五四年と、同「経営者支配と契約者主権」千倉書房 昭和六〇年が最も詳しい文献である。

- (7) アームストロング調査とは、一九〇五年にニューヨーク議会が行った生保会社の経営に関する調査であり、上院議員 W・W・アームストロングが議長を行っていたことからこの名で呼ばれる。調査内容は広範におよび、取締役の選挙問題から代理店手数料の制限にいたるまで、経営上のあらゆる問題を洗いだした。またこの調査により、後述の据置配当保険の販売が禁止された。New York, the State of, *Testimony Taken Before the Joint Committee of the Senate and Assembly of the New York State to Investigate and Examine into the Business and Affairs of Life Insurance Companies Doing Business in the State of New York*, 1906. (以下 Armstrong Investigation と略)
- (8) 生保会社の資金力を比較・検討するには、収入保険料等のフロー・ベースの指標と、総資産額等のストック・ベースの指標がある。本稿の主旨から言えば流動性を考

慮した上での認容資産を取り上げるべきではあるが、史料上収入保険料や保有契約高も適宜採用した。

(9) 生保会社はこの責任準備金を負債側に計上し、これを種々の形で運用して資産側に計上するという会計システムを採用している。

(10) 生保会社の資金力は、まず保険契約の締結により収入される保険料が基盤となることは言うまでもない。したがって、商品の開発・販売・管理というマーケティングが考察の第一歩となる。その後収入保険料をベースとした資産運用の検討となる。

(11) マーケティング面以外の生保会社発展要因としては、当該期における国民所得の増大、都市化・工業化の進展にともなう危険の増加、生保会社独特の会社形態である相互主義の採用、不可没収法などに見られる法規性の確立、生命保険に対する倫理・道徳感の変化、南北戦争による死生感の変化などが考えられる。またマーケティングに関する点でも、後述する三点の他にも簡易保険の発売などが上げられる。詳しくは、前掲 Stalson, *op. cit.*, V. A., R. Zelizer, *Morals and Markets: The Development of Life Insurance in the United States*, 1983. を参照。

(12) B. M. Pritchett, *A Study of Capital Mobilization: The Life Insurance Industry of the 19th Century*, 1970, (以下 *Mobilization* と略) pp. 32-39.

(13) 当該期における解約・失効率は三二・四%の間を推移しつつあった。Hoffman, *op. cit.*, p. 75 Table XXIIIa.

(14) Pritchett, *Financing Growth: A Financial History of*

American Life Insurance Through 1900, 1985, pp. 34-37.

(15) Stalson, *op. cit.*, p. 159, pp. 244-5, & p. 234.

(16) S. B. Clough, *A Century of American Life Insurance, A History of the Mutual Life Insurance Company of the New York 1843-1943*, 1970, pp. 163-4.

(17) *ibid.*

(18) *ibid.*, pp. 158-63.

(19) このような総代理店制度の欠陥については、上記 Stalson や Clough を始め、Keller や後述の L. W. Zartman、D. C. North もその著作・論文の随所で指摘している。

(20) Clough, *op. cit.*, pp. 165-8.

(21) Stalson, *op. cit.*, pp. 260-1 & p. 383.

(22) エクイタブル・ライフ社の社長ハイド(Henry B. Hyde)は、もともとニューチュアル・ライフ社の社員であり、当時著名な代理人 J・C・ジョンストンの教育を受けていた。しかしながら、保険金額の上限を一万ドルとしていたニューチュアル・ライフ社の経営方針と合わず、会社から独立、そのニューチュアル・ライフ社二階で新会社エクイタブル・ライフ社の営業を行った。そのため、以後両社の間で「三十年戦争」と呼称された確執が続いた。この点については、Stalson, *op. cit.*, ch. 21 参照。

(23) R. C. Buley, *The Equitable Life Assurance Society of the United States, 1859-1959*, 1959, pp. 27-28.

(24) いわゆる据置配当保険(deferred dividend policy)は各社で固有の商品名で販売していたが、ここでは据置配当保険として統一した。この商品以前は年次配当方式が一

般的であった。ミューチュアル・ライフ社における当時の主流商品とその後の据置配当保険に関しては、Clough, *op. cit.*, p. 50 & p. 145. 参照。

(25) エクイタブルは一八六八年に据置配当保険を開発し、六九年に販売を開始した。ミューチュアルも翌七〇年にいったんは導入したものの、その後販売を中止した。これは同社が六五年に採用した年次配当保険の販売に重点を置くためであったが、エクイタブルの新規契約高の激増に刺激されて、八六年から再度販売を始めた。こうして八〇年代の後半には、マーケティングの主力は年次式から据置式に完全に移行した。

(26) Spectator Co., *op. cit.*, pp. 28-9.

(27) 以下の既述に關しては Pritchett, *Mobilization*, 及び L. W. Zartman, *The Investment of Life Insurance Companies*, 1906. を参照。

(28) Navin & Sears, "The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902", *The Business History Review*, XXIX, 1955, p. 106.

(29) Zartman, *op. cit.*, p. 151.

(30) *ibid.*

(31) *op. cit.*, pp. 28-9.

(32) Pritchett, *Mobilization*, pp. 106-27.

(33) Zartman, *op. cit.*, pp. 164-6.

(34) Pritchett, *Mobilization*, *ibid.*

(35) この時の国債の利回りは一〇%であり、当時比較的収益率の高かった不動産抵当貸付でも、平均収益率は七・

〇%であった。Zartman, *op. cit.*, pp. 89-91.

(36) Pritchett, *Mobilization*, *ibid.* 及び U. S. Department of Commerce, *op. cit.*

(37) Stalson, *op. cit.*, pp. 751-2, Appendix 9, Table A.

(38) A. D. Noyes, *History of the National Bank Currency*, 1910, p. 10.

(39) *ibid.*

(40) Navin & Sears, *op. cit.*, p. 106.

(41) Pritchett, *Mobilization*, pp. 146-64.

(42) Zartman, *op. cit.*, p. 40.

(43) 当該期における破綻鉄道会社の更正・再建については、E. G. Campbell, *The Reorganization of the American Railroad System 1893-1900*, 1968. が最も詳しい。また再建をめぐるこの金融グループの形成に關しては、吳天降『アメリカ金融資本成立史』有斐閣 昭和四十六年がある。

(44) 生保会社を中心とした金融グループについては、D. C. North, "The Large Life Insurance Companies Before 1906", Unpublished Dissertation, University of California, Berkeley, 1952, pp. 74-82. 参照。

(45) 一八九四年の金恐慌を鎮静化させるために計画された国債発行に際して、「連邦政府の信用を維持するために当社が最大の援助をした」とミューチュアル・ライフ社の社長が表明しているが、これはあくまでも結果であつた目的ではなかつた。Keller, *op. cit.*, p. 137.

(46) Pritchett, *Mobilization*, pp. 146-64.

(47) North, *op. cit.*, p. 100.

- (48) かるうじてノースが小規模生保会社の資産運用について若干記している。North, *op. cit.*, p. 127-8.
- (49) North, *op. cit.*, p. 99 & 129, Zartman, *op. cit.*, p. 14 & 34, および Hoffman, *op. cit.*, p. 63. を参照。
- (50) Zartman, *op. cit.*, p. 159.
- (51) Zartman, *op. cit.*, pp. 83-85, pp. 89-91, & pp. 97-99. また「たいていの場合、壮大な本社家屋は生保会社の強さの碑としてではなく、経営破綻した会社の墓石を象徴していた」という表現に見られる通り、不動産所有は収益性の高い投資対象ではなかった。Zartman, *op. cit.*, p. 33.
- (52) 以下の既述は、前出のザートマン、ノースおよびケラーに拠っている。
- (53) Zartman, *op. cit.*, pp. 77-82.
- (54) *ibid.*, pp. 74-76, より算出。
- (55) North, *op. cit.*, p. 122.
- (56) *ibid.*, pp. 219-20. 当然のことながら、投資収益率を考察するに当たっては、少なくとも五年から一〇年に亘つての業績を観察しなければならない。一九〇三年という一年を取り上げて収益率を問題にするのは、あまり意味のないことである。
- (57) 据置配当保険は「生命保険の悪用」であるとしたコネティカット・ミューチュアル社の社長グリーン (Jacob Greene) の批判に「Stalson, *op. cit.*, pp. 492-3. 参照。」
- (58) Zartman, *op. cit.*, pp. 74-76, pp. 116-117.
- (59) 一九〇四年末における合衆国全社の平均値に関する正確なデータがないので、ここでは一九〇〇年末における上位二九社のデータを参照する。詳しくは *op. cit.*, p. 14.
- (60) 当該期、とりわけ一八九〇年以降、プルデンシャル・ライフ社とメトロポリタン・ライフ社は、低廉でしかも週払いの簡易保険 (industrial insurance) の販売により保有契約高を伸ばした。しかしこの二社については、本稿で考察中の時期よりも遅れて発展したため、ここでは論究を行わない。
- (61) Zartman, *op. cit.*, pp. 74-76, より算出。
- (62) Zartman, *op. cit.*, pp. 89-91, 97-99, および pp. 116-7, より算出。
- (63) 注(43)参照。
- (64) Keller, *op. cit.*, p. 137.
- (65) 巨大な資金力を持ったビッグ・スリーが、アメリカ経済の動向に影響を与えるようになるためには、「権力への挑戦 (Keller, *op. cit.*, p. 134)」を試みるような、幹部役職員による「経営の支配」が前提であった。この「経営の支配」下においてこそ、ビッグ・スリーによる様々な証券引受シンディケートの形成も可能になったのである。この問題に関しては、拙稿「前掲論文」参照。