

戦間期日本資本市場における 生命保険会社の投資行動

たけだ はるひと
武田晴人

要 旨

本稿は、両大戦間期の資本市場の発達に関する実証的研究の一環として、生命保険会社（以下、生保会社）が果たした役割を、その資産運用のあり方を通して検討する。

まず制度的な規制を確認したうえで、生保会社間の規模別格差やその所有構造を考慮した3類型（四大生保、財閥系生保、その他）を設定し、生保会社の資産運用の変化を1928～32年、1932～37年、1937～40年の3期に分けて考察した。

その結果、(1) 生命保険の普及による資金量の増大は、資本市場における生保会社の地位を急速に高めることを通じて資本市場に対する資金動員の新しいチャンネルを開き、投資家の構成を多様化させ、市場に「厚み」を与えたこと、(2) 各生保会社は資本市場の状況に対応しながら同一の資金供給先に対してもその媒介手段（株式か、社債か、貸付かなど）の選択的運用を試みていたこと、(3) 中期的には毎期の収益を基盤に評価損を計上して運用収益率を高めるとともに、必要に応じて時価売却によって収益を確保し、これを原資に再び資産評価を切り下げるといった投資行動をとっているが、その具体的なあり方については3類型間に相違点が観察されること、(4) 1930年代に財閥系生保が株式公開の受け皿となって安定株主の役割を担い長期保有が期待されるようになったことに加えて、有力生保会社はその運用規模の大きさ故に市場への影響を考慮した「慎重な」投資行動をとるような大口投資家という特質をもつようになったことなどの点が明らかにされる。

キーワード：生命保険、資産運用、資本市場、内部資本市場、財閥、機関投資家、戦間期

本稿は、2008年7月16日に開催された日本銀行金融研究所・金融史ワークショップ「資本市場の制度設計と投資家・企業行動の効率性（I）」において筆者が報告した「戦間期日本における資本市場と生命保険会社の投資行動」を、当日のコメント・議論を踏まえて改稿・改題したものである。有益なコメントをいただいた寺西重郎氏（日本大学）、岡崎哲二氏（東京大学）をはじめワークショップに参加された諸氏に心より感謝したい。本稿は、筆者が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿に示されている意見は日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは筆者個人の責任に帰する。なお、データ等の整理については宮崎忠恒氏（茨城大学）の助力を得たことを付記し謝意を表しておきたい。

武田晴人 東京大学大学院経済学研究科教授（E-mail: takeda@e.u-tokyo.ac.jp）

1. はじめに

(1) 課題

この研究は、両大戦間期の資本市場に関する実証的研究の一環として、生命保険会社（以下、生保会社）が戦前期の日本の資本市場の発展に果たした役割を、生保会社の資産運用のあり方を通して検討することを課題としている¹。

こうした問題関心については、小野清造の古典的な研究『生命保険会社の金融的發展』や山中宏の『生命保険金融發展史』が、先行業績として重要な位置にあることは、周知のことであろう²。これらの研究は、第一次大戦以降、特に1930年代に保険会社の資金力が急速に充実し、有力会社への集中を伴いながら、その資産運用が有価証券市場に重要な役割を果たすようになったことを指摘している。山中宏の表現を借りれば、生保会社の「金融的地位が上昇」し、「資金運用の積極化」がみられ、1930年頃から、有力生保会社は、資金運用業務を重視し、「従来会計課、経理課などの一部でやっていた資金運用業務を独立させ相前後して財務課を新設し、またこれまで一部重役の判断によって行われていた投資計画の樹立、投資対象の選択などの仕事を、科学的な調査にもとづいて行わせようとする傾向が一般化してきた」のである³。こうした変化の背景には、1927年の金融恐慌後の金利低下による銀行預金の不利化、1929年からの昭和恐慌による株式の暴落などの金融情勢の激動があったことが指摘できる。

また、志村嘉一の『日本資本市場分析』ですでに指摘されているように、この生保会社の株式投資の増大は、1930年代に進行する株式所有構造の変化の主要な要因の1つであった⁴。すなわち、志村によれば、個人投資家中心の株式所有構造は、この時期に法人所有の増大によって大きく変化したが、その理由は、第1に財閥の株式公開の進展によって、財閥本社が持株会社として株式所有者の上位に位置するようになっていったこと⁵、第2に、生命保険などの機関投資家の進出がみられたことによっていたのである。しかも、この2つの要因は、株式公開に際して財閥が、その系列保険会社を中心に、有力生保会社を公開による株式分譲の相手として安定株主を確保しようとしていたことによって密接に関連していた。この点は、さらに財閥を中心とした系列企業間の株式持合いの増大と連なって、法人所有を一段と増加さ

1 本稿は、戦間期日本における企業の資金調達という視点から資本市場の歴史的変化を明らかにすることを企図している実証研究の準備作業の1つである。そのため生保会社の投資行動に焦点を当てた本稿でも当該期の資本市場の変化との関連が焦点となる。包括的な検討は後日に譲らざるをえないが、このような論点については、できる限り本稿中で言及することとしたい。

2 小野 [1936]、山中 [1966]。

3 山中 [1966] 163～165頁。

4 志村 [1969] 第7章参照。

5 同前、412頁。なお、この財閥本社の進出と関連して、志村も指摘している同族会社の地位とその実態については、粕谷・武田 [1990] を参照。

せる条件でもあった。このような観点から生保会社の資本市場における地位の上昇を論じたものに、上記の小野、山中、志村のほかには野田〔1962〕があり、また、財閥系生保に限ってその株式・社債所有について検討した杉山〔1983〕がある⁶。しかし、志村の場合には、生保会社の資産運用についての詳細な分析はその主題からはずされており、野田の場合には株式に限定されて社債・貸付金の分析を欠き、杉山の場合には財閥系の4社に対象が限定されているなど、生保会社の資産運用の検討としては、それぞれの分析が部分的なものにとどまっている。

このうち、杉山の視点は、麻島昭一の研究によってより詳細な実証研究に結実した。すなわち、麻島〔1991〕は、1913～41年の期間について財閥系4社（三井生命、明治生命、住友生命、安田（共済）生命）および四大生保（日本生命、第一生命、千代田生命、帝国生命）などを含む12社の資産運用を対象として詳細なデータの整理を行い、とりわけ財閥系生保の系列内と系列外を区別した資産運用について貸付金なども含めて検討することで、杉山の研究の限界を完全に克服するとともに、これまでの研究で漠然と指摘されてきた財閥内での生保会社の役割についての認識を改めさせることになった⁷。

これらの共通する観点は、資本市場における機関投資家の地位の増大を生保会社に注目して明らかにすることであるが、それは、一方で、この変化に現代的な資本市場のあり方（後述）の端緒をみるというものであり、他方で、戦間期における財閥の支配構造を補完する役割を生保会社の地位上昇に認めるものであった。

このうち、後者については、志村と野田が補完機能を強調しており、株式公開において一般公募が少なく、生保会社が受け皿の1つとなったことは、この時期の生保会社の地位を考えるうえで重要な指摘であろう。しかし、財閥系4社の所有有価証券を詳細に検討した麻島の研究は、生保会社の株式・社債所有が財閥系企業の株式の分散を防止する役割を果たしたことは認められても、生保会社の株式所有が財閥の支配網の拡大に寄与していたという点では否定的である。したがって、この問題をさらに検討するためには、具体的な資産運用に関連して財閥系生保に関して、財閥本社を中核とする財閥組織内部において、本社・子会社間でどのような資金の配分が行われたのかを検討することを通して、生保会社の株式所有の拡大の意味が改めて問われることになる。そこで、財閥内部での資金配分の仕組みを「内部資本市場」と捉え⁸、そこでの財閥系生保の役割と財閥組織外での証券などの長期資金の供給（外部資本市場）への関与の仕方とは区別しつつ検討する必要がある。

6 なお、生保会社の株式投資の増大と財閥の株式公開との関係については、武田〔1987〕で論じたことがある。

7 このほか、視点を異にする最近の注目すべき研究に、横山〔2007〕がある。

8 内部資本市場という概念は、鈴木〔1991〕によるものであるが、財閥本社を中核とする組織内の意思決定に基づいて「カネ」という資源を配分するという限りで、それは市場というよりは組織化された資金割当てである。しかし、他方で、各子会社は自らの事業計画に不足する資金を調達するために、子会社間で競合する資金需要の中で本社を説得する必要があり、それを一種のコンテストとしてみれば競争的な枠組みを内包し、「カネ」の取引が行われる場という意味で市場と共通する側面をもった。この点に関連して武田〔近刊〕を参照。なお、財閥に関連して本稿とは異なる問題関心からではあるが、「内部資本市場」の概念を用いた研究として岡崎〔1999〕が内部資本市場での株主（本社）のモニタリングの有効性を強調する問題提起を行っている。

前者の現代的資本市場の端緒的形成については、論点は必ずしも十分には整理されていない。ここでやや強引に整理すれば、「現代的」特徴として強調されている論点は、零細な経常貯蓄資金を株式を介して企業部門に動員することが可能となるような市場の条件が整備されることであり、その結果として①株式所有の分散が進むこと、②機関投資家が保険掛金や信託資金などを集めて株式投資の主体として重要な役割を果たすようになることなどである⁹。戦間期、とりわけ満州事変期以降の資本市場については機関投資家の影響力の増大が重要な特徴であることは否定できないが¹⁰、その意義は、生保会社の役割に引きつけていえば、零細な保険掛金が保険会社の資産運用を通して資本市場で無視しえぬ役割を果たすようになり、社会的資金の集中——あるいは伊牟田 [1980] が強調した資金の社会化——を実現することであった。この論理で想定されているのは、株式発行による資金吸収と株式所有の分散に代表される巨大企業の社会的資金の吸収が、生保会社の資金仲介によって補完されているという事態であろう¹¹。

この社会的資金の吸収（資本市場に対する資金提供）という点から考える場合、資本市場の機能は、一面では、所有と経営の分離による経営者資本主義の時代の基礎条件を形作るものと理解されてきたと同時に、他面で社会的資金を吸収した巨大企業の経済的支配力の増大を実現するものとも考えられていた¹²という限りで、財閥に関連する論点と共通する基盤をもっていた。そして、問題意識が異なるとはいえ、この経済的支配力を問題にする捉え方は、株式会社制度の機能に即して、企業統治の構造に株式所有構造がどのような意味をもち、資本市場がどのような役割を果たしうるか、という最近の企業研究・資本市場研究の問題意識と共通する側面をもつ

9 注意すべきは、本文で示した①②はいずれかといえば現象的な特徴であり、それが必要十分な条件ということではないことである。零細な資金を株式投資に誘導するための条件の第1は、投資主体と企業間に発生する情報の非対称性を緩和するような企業情報の開示や企業の格付けなどの諸制度の整備が進むことであろう。その点では戦前期の企業情報の開示は不十分であった。「端緒的」と呼ぶざるをえない理由のいったんはこのような事情にある。第2の条件は、投資家のリスクを緩和するような「仲介機能」が発展することであり、それは投資信託業務、持株会社の証券発行、そして金融機関の証券投資などが拡大することである。これらの仲介機能は、間接的に株式市場を介して企業金融に重要な意味をもつことになる。そうした変化は、企業部門への資金供給に関して、直接金融か間接金融かという簡明な図式では説明することが難しい現実的な変化がチャンネルの多様化というかたちで資本市場で発生していることを意味しているが、それがどのような形態をとるかは論理的には明快ではなく、ここでの指摘も現象的な特徴の記述にとどまっていることは認めざるをえない。なお、資本市場の発展に関する著者の見方については、武田 [2007] を参照。

10 第二次大戦後の株式所有構造を見通して考えてみた場合、現実には生じた事態として特徴的な点は、機関投資家である生保会社や年金基金（あるいはその運用を委託された信託部門）の所有比率の顕著な増大であった。第二次大戦後の日本、アメリカの株式所有構造については、個人株主の株主数での圧倒的優位とその増大に対して、持株数の構成比でみた法人とりわけ機関投資家の地位の増大が認められており、所有の分散というよりは集中というべき側面をもっていたのである。

11 この点では同じく保険会社といっても、この時期の生保会社と損害保険会社を同列に扱うことには問題があることに注意すべきであろう。損害保険の資金の多くは、企業が所有資産——工場設備、船舶、商品——に付保することによって支払われる保険料を基礎にしているからである。損害保険が大衆性の高い保険種目に移っていくのは、自動車保険や積立性のある損害保険が発売され普及する第二次大戦後、1960年代以降のことだからである。

12 同様の視点からの日本についての研究に増地 [1936] などの研究がある。

ている。このような関心に即してみても、生保会社の株式保有の性格と資本市場での資産運用のあり方が問題になっているからである。

この問題の包括的な解答を与えることは、本稿ではできないが、とりあえず、ここでは、株式所有構造を中心に資本市場についての若干の検討を続けてきた作業の一環として、戦間期に対象時期を絞り込み、生保会社の資産運用の実態からやや迂回的に、この問題に接近する手がかりを探ることにしたい。生保会社はその資金力の増加を背景に、機関投資家として市場に進出し、株式持合いの増大なども含めて、現代的な資本市場の特質が端緒的に形成されていくのがこの時期だと考えるからである¹³。

(2) 分析対象の限定

戦間期の生保会社は、徴兵保険会社を含めて40社前後に達する。そのすべてを詳細に検討することは難しいため、本稿では、分析対象とする生保会社を、四大生保（日本生命、第一生命、千代田生命、帝国生命）と財閥系4社（明治生命、三井生命、住友生命、安田（共済）生命）の8社を中心とすることにしたい。通常、この時期の生命保険業史に関する記述では、上記四大生保に明治生命を加えた五大生保とそれ以外という捉え方が一般的である。しかし、ここでは資金量の大きい大生保会社がどのような投資行動をとるのかを明らかにするとともに、麻島 [1991] を利用しつつ、生保会社が資本市場で果たした役割を、内部資本市場と外部資本市場との双方に面する財閥系生保の投資行動に留意しつつ明らかにするため、このような類型化を前提にして分析を進めることにしたい¹⁴。

念のため財閥系を独立の類型とする意味について付言しておく、既述のように財閥系生保が財閥の「外延的な拡大」に寄与していないとしても、その内部資本市場における位置を貸付、証券投資、預金などの運用に即して明らかにするとともに、一般の資本市場における投資行動がそれによってどのような影響を受けたのかを考慮する必要がある。志村が指摘しているように、「既成総合財閥という日本資本主義のもっとも中核的な資本がその特殊な資本蓄積形態に原因して少なくとも第一次大戦から二〇年代をつうじてほとんど資本市場に関係しなかった」という事情が1930年代に大きく変わったとき¹⁵、その変化の重要な担い手の1つとなったのが生保会社であった。したがって、財閥系生保の資金運用を他の有力生保会社と区別して論じることによって、このような財閥の資本蓄積形態の変化が資本市場にどのような関

13 しかも、1930年代のいわゆる高橋財政期から以降馬場財政期に至って一段と国債発行増大の圧力が強まり、低利の国債と株式投資との競合が生保会社の資産運用に大きな影響を及ぼすようになった。安易な対比は慎むべきではあるが、この点も現代的な状況に類似した事態として、この時期の検討の必要性を示唆していると考えられる。

14 麻島 [1991] は大財閥系の4社のほか、帝国生命も古河系として財閥系の生保会社という視点からも検討している。その成果については、必要に応じて言及する。

15 志村 [1969] 467頁。

連を有していたのかも明らかにしうると考えられる。

また、生命保険には、通常生命保険と徴兵保険とがあるが、このうち徴兵保険については対象から原則的には除外した。「原則的には」というのは、先行研究では、両者を合算して集計した調査報告があり、分離が不可能なものについては、これを利用する可能性があるからである。徴兵保険は、一般的には、誕生間もない男子を被保険者としてその親が一定の掛け金を一括ないしは分割で納付し、被保険者が成人して徴兵検査を受けたときに甲種合格の場合には保険金額を受け取ることができるというのが基本的な契約内容であった。それ故、期間の制約や保険金支払いを要する契約の発生率などが、一般の生命保険とは異なると考えられることから、こうした契約によって生まれる資金の運用方針が異なる可能性が高い。これが徴兵保険を主たる契約保険とする徴兵保険会社を対象から除外するのが適当と考える理由である¹⁶。

対象の期間としては、継続的に『保険年鑑』（農商務省商工局・商工省保険部）からのデータが得られる1912年以降を対象時期とするが、後述するように、生保会社が資本市場において存在感を示し始めるのは1920年代後半であること、この時期には、三井、住友による買収が完了して、財閥系4社の帰属が明確になることなどから、主として1927～37年の時期を取り扱い、データからうかがい知る限り、その前後の時期との差異にも言及する。なお、終期については1940年までとしたが、これは各種の資料がそろるのがこの時期までであるという理由とともに、1941年8月の株式価格統制令以降に本格化する証券市場統制を考慮したからである。したがって、本稿では戦時統制の初期段階に言及するにとどまることとなる。

2. 財産運用の制度的枠組み

生保会社が、その資産の運用に関して保険業法上の規制を受けていることは、よく知られているところであるが、本稿が対象とする期間の規制の内容は次のようなものであった¹⁷。

保険業法は、第5条において、財産の利用方法についての書類を事業の認可に要する書類として定めていた。その具体的な内容は、保険業法施行規則第13条によれば、

保険業法第5条第5号の書類には第16条の範囲内において左の事項を定めることを要す。

- 一 所有すべき財産の種類及び制限
- 二 貸付の種類及びその期間

16 生保会社の会社形態の違い、すなわち相互会社であるか、株式会社であるかという点にも注意を払うべきかもしれない。この点について、相互会社においても運用収益の改善は保険契約者である社員に還元され、その面だけをみれば、出資者への配当と差はない。したがって、本稿では、これについては、特にこれ以上言及しなくとも分析に支障はないと考えている。

17 「保険業界の合理化」[1930] 56頁。

- 三 担保貸付にありてはその担保物件の種類及び制限
- 四 信託すべき財産の種類及びその制限並びに信託の期間

生命保険会社にありては責任準備金及び責任準備以外の財産に分けて前項の事項を定めることを要す

と規定されていた。つまり、生保会社は免許申請の際には財産の利用方法を明確に定めて事業開始に当たり主務官庁の認可を得なければならなかったが、この利用方法に関しては、同規則第 16 条に次のような規定があった。

保険会社はその財産を利用するには国債証券の所有及びこれを担保とする貸付を除くの外左の各号につき、その財産（未だ払いをなさざる株金または基金を除く）の五分の一を越えることを得ず。

- 一 公共団体に対する無担保貸付
- 二 第一号に該当せざる無担保貸付
- 三 同一人に対する貸付もしくは預金または同一人に対する債権を担保とする貸付
- 四 同一会社の株券もしくは債権の所有またはこれを担保とする貸付
- 五 同一公共団体の債権の所有またはこれを担保とする貸付
- 六 同一物件の所有またはこれを担保とする貸付
- 七 不動産の所有
- 八 同一信託会社に対する信託

前項第三号第四号及第八号または第三号及第五号の方法により利用する金額はこれを通算す

したがって、国債証券の所有およびこれを担保とする貸付についてはまったく制限がない反面で、投資の集中を制限し、投資先の一事業の破綻によって保険会社の基礎を破壊し、多数の加入者に損害を及ぼすことのないように法的規制のもとに厳重な監督が行われていた。

もっともこの規制は、生保会社の資産運用が、「同一の」という限定に示されるように、特定企業への投資に集中することを制限することに主眼のある規定であったから、現在のような運用区分による運用比率の制限については、特定の項目について一率に 5 分の 1 という定めがあるだけで（ただし、一部の項目の通算の規定があったが）、各種の有価証券への投資比率などについては制限がなかった。

このような制限が加わるのは、1939 年に実施された保険業法の大幅改正においてである。すなわち、問題の財産利用方法書に関する規定について、この改正に伴って新施行規則が制定され、旧規則の第 16 条が、第 18、19 条に分割されて次のように規定されることとなった¹⁸。

.....
18 北沢 [1940] 102~103 頁。

第18条 保険会社ハ左ノ方法ニ依ルノ外其ノ財産ヲ利用スルコトヲ得ズ

- 一 国債、地方債、特別ノ法令ニ依リ設立シタル法人ノ債券、社債又ハ株式ノ所有
- 二 外国ノ国債、地方債、社債又ハ株式ノ所有
- 三 前二号ニ掲グル有価証券ヲ担保トスル貸付
- 四 不動産ノ所有
- 五 不動産又ハ法令ニ依リ設定シタル財団ヲ担保トスル貸付
- 六 海上保険事業ヲ営ム会社ニ在リテハ船舶ヲ担保トスル貸付
- 七 公共団体ニ対スル貸付
- 八 生命保険会社ニ在リテハ保険約款ノ規定ニ依ル貸付
- 九 郵便貯金又ハ銀行預金
- 十 信託会社ニ対スル金銭又ハ有価証券ノ信託
- 十一 其ノ他商工大臣ノ認可ヲ受ケタル方法

第19条 保険会社ガ其ノ財産ヲ利用スルニハ総資産（未払込株金又ハ未払込基金ヲ除ク）ニ対シテ左ノ割合ヲ超ユルコトヲ得ズ 但シ特別ノ事情ニ依リ商工大臣ノ認可ヲ受ケタル場合ハ此ノ限ニ在ラズ

- | | |
|----------------------------|-------|
| 一 株式ノ所有 | 十分の三 |
| 二 不動産ノ所有 | 十分の一 |
| 三 同一会社ノ社債及株式ノ所有竝ニ之ヲ担保トスル貸付 | 十分の一 |
| 四 同一人ニ対スル貸付 | 十分の一 |
| 五 同一銀行ニ対スル預金又ハ同一信託会社ニ対スル信託 | 十分の一 |
| 六 同一物件ヲ担保トスル貸付 | 二十分の一 |

前項ノ規定ノ適用ニ付テハ第三号乃至第五号ノ方法ニ依リ利用スル金額ハ之ヲ通算ス

保険会社ガ所有シ又ハ貸付ノ担保トシテ受入ルル同一会社ノ株式ハ当該会社ノ総株式ノ五分ノ一ヲ超ユルコトヲ得ズ 但事業上ノ必要ニ依リ商工大臣ノ認可ヲ受ケタル場合ハ此ノ限ニ在ラズ

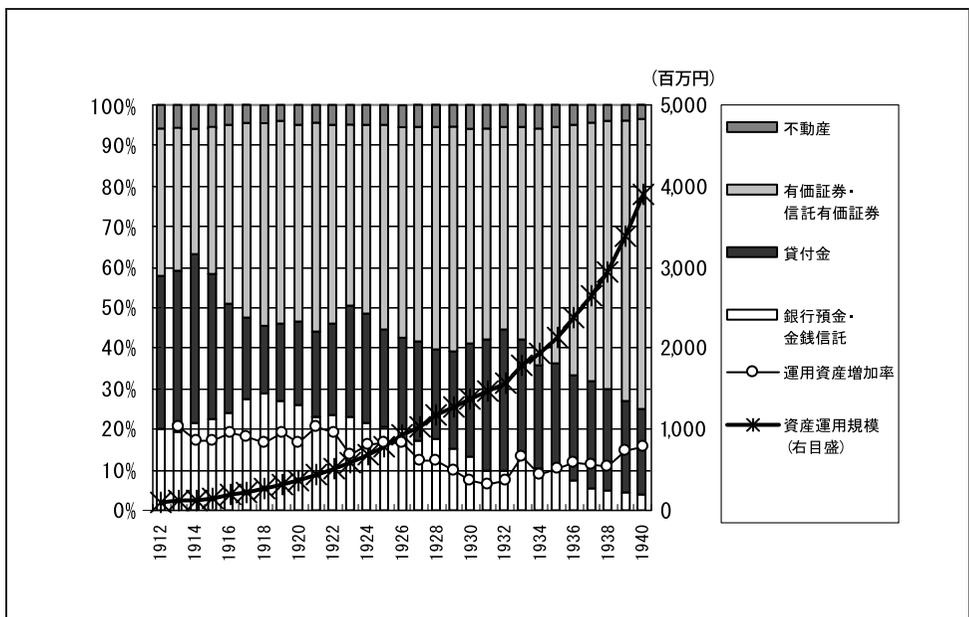
以上のような区分運用の規制は、保険会社の資産運用について契約者保護の観点からリスク分散を重視したためであると同時に、保険業法第5条の兼業禁止の規定の徹底を図るため、株式の所有を通じた他企業支配によって実質的な兼業が発生することを防止するためであった。生保会社の株式所有が増大し、持株比率が上昇して経営に発言力をもちうるような状況が作り出されていたことを背景としていたのである。いうまでもなくこの改正が生保会社の資産運用に与えた影響は極めて大きかったが、この措置は5年間の経過期間をおいて実施されることになっていたから、とりあえず本稿が対象とする期間に限ってみれば、原則としてゆるやかな制限だけの時代であったと考えてよいであろう。

なお、この改正で注目される点は、このほか、新保険業法第 84 条において、公社債の評価について均等利廻評価法の採用を明示し、時価評価を原則とした商法等の規制の例外としたことであった。この点は、社債の評価については商法の例外規定であり、国債については、昭和 7 (1932) 年法律第 16 号「国債の評価額に関する件」の例外規定であった¹⁹。また、第 86、87 条において、評価益、売却益準備金の制度を新設したことも重要であった。これらの改正については、必要な範囲で後にふれることにしよう。

3. 資産運用の拡大と構成変化 —— 時期区分 ——

第一次大戦後の生保会社の運用資産構成の変化をみると、図 1 のとおりであるが、先行する第一次大戦期に預金と証券の増加・貸付金の減少がみられた後、1919～30 年に預金の顕著な減少がみられたこと、預金減少に対して 1928 年までは証券の増加がこれを補い、1928～32 年には貸付金が増加し、その結果 1932 年にまでに、1920 年代には 50% 前後の比率を占めていた有価証券の構成比が減少した。その後 1932～40 年には有価証券の一方的な増加が続き、貸付・預金とも比重を次第に低下

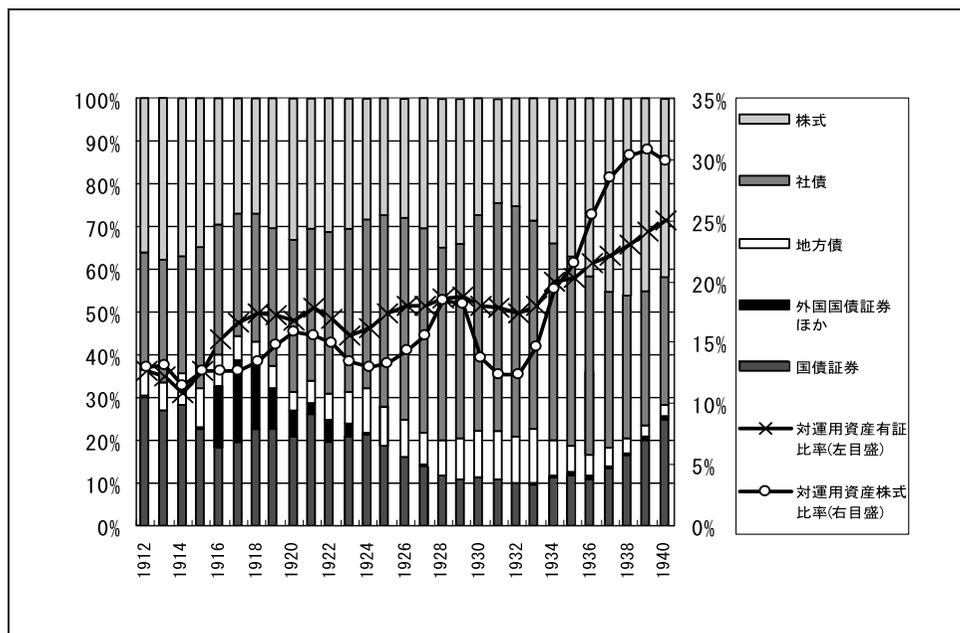
図 1 生命保険会社の運用資産構成 (1912～40 年)



資料：『保険年鑑』（農商務省商工局・商工省保険部）、以下、本稿掲載図は、特に断らない限り同じ。

¹⁹ この改正の要点については、山口 [1939] を参照。

図2 有価証券の構成（1912～40年）



させた。

変動の幅が大きかったとみられる有価証券について、その内訳を示したのが図2である。これによると、第一次大戦後半期に国債・地方債に代わって株式の比率が増加したものの、1920年代には社債の占める地位が大きくなり、これがこの時期の証券投資増加の主因となっていたことが推測される。株式が持続的な増加に転じるのは、1930年代にはいつてからであり、運用資産における証券の比重の増加と、証券投資における株式の比重の増加とによって、運用資産に占める株式比率は図2の折れ線グラフのように、1930年代にはいつて鋭角的に上昇した。これが一段落するのは、日中戦争期であり、その時期になると1936年頃から目立ち始めた国債が証券投資の中での重要性を増したと考えられる。運用資産の総資産比率は97～98%でほぼ総資産と同額であるから、図2において運用資産中の株式比率が3割に近づいていることは、新保険業法（1939年）制定直前の時期には、同法が規制することになる総資産の3割という限度一杯まで、株式比率が高まっていたことになる。この比率がこの時期以降には停滞し、国債の保有が増大することを考えると、新法の規制には、生保会社の運用に安全性を図るという政策意図とは別に、国債の消化を図るために、増加しつつある生保資金を国債に振り向ける意図があったのではないかと考えざるをえない。

それはともかく、以上の概観から、生保会社とその金融的力量を増大させた1930年代を中心に時期を区分すると、次のようになる。第1は、1928～32年の恐慌期で、この時期には貸付金および、有価証券中の社債の増加がみられ、株式が

構成比を落とした。第2は、1932～37年の満州事変期で貸付金・社債の減少、株式の増加が特徴的であった。第3は1937～40年の日中戦争期でこの時期は国債の顕著な増大によって特徴づけられていた。「株式、社債、貸出し等、企業金融の主要な資金源泉について」検討した志村嘉一は、「全体として社債金融の未発達が顕著で、それにたいして銀行貸出しが重要な部分を占めているが、しかし、傾向としては社債は二〇年代の不況過程＝金融市場の緩慢化の過程で急激に増加し貸出しに代わりつつあること、これにたいして株式は景気変動に直接影響されて、企業金融上の資金源泉としては大きく変動しつつ、大戦期と三〇年代後半を除いては相対的にその地位を後退させている」と指摘している²⁰。この企業金融の推移に生保会社の投資行動の変化は大勢的には対応しているといつてよい。

この3つの時期への区分の意味を別の指標によって確認しておくことにしよう。表1は、この時期の貸付金・有価証券の期末残高と構成比を、表2は、これを基礎として対前年増減額を示したものである。

第1期と第2期とを区分する主要な特徴の1つである貸付金の動きは、1928～32年に2倍を超える増加をみせた後、1933～34年の2年間続いて実額で減少していた。この間に貸付担保別では、財団抵当貸付が大きく減少していたから、生保会社は、財団抵当貸付を回収し、回収資金を含めて増加資金を有価証券等に振り向けたものと考えられる。その後、貸付金の内訳では、保険証券担保が、第1期から第2期にかけて順調な増加をみせ、不動産抵当、財団抵当が第3期まで漸減していたのである。また、1937年頃を境にして、保険証券担保貸付と有価証券担保貸付が構成比を大きく変化させていたことも目立っており、主として地方公共団体向けの無担保貸付を内容とする貸付の増加も顕著であった。後者についてはやや時期がずれるが、貸付金の構成変化からも、1937年頃にもう1つの時期区分を設けることに意味があると推定される。

他方、有価証券については、1929～30年に株式から社債へと運用が大きくシフトしたことが示されているが、この間、年々の増加額は貸付金に大きく水を開けられていた。第2期にはいると、1933年に株式および地方債の際立った伸びがみられ、1934年からは主として株式中心の運用増加が進み、1937年から急増する国債が、1939年には株式と並ぶ増加寄与率を記録し、1940年からは首位に躍り出ることになった。こうして国債保有残高は、1940年には約7億円の規模となり、株式・社債等を合わせた有価証券残高は、1932年には貸付金の1.5倍程度であったが、1940年には3.4倍に達した。第3期に株式投資が停滞したわけではないが、国債の急増を第3期の特徴とみることが可能なことは間違いなさであろうから、社債中心の第1期、株式中心の第2期、国債急増の第3期と区分することができる。

以下、時期に分けてもう少し詳しく資産運用の変化の内実とその要因を探っていくことにしよう。

20 志村 [1969] 128～129 頁。ただし、この分析は、減価償却を含めた企業金融の実態に迫ったものではないから、この点を含めた検討が今後の課題となる。これについては別稿を準備している。

表 1 貸付金担保別・有価証券種類別期末残高 (1912~40年)

(単位：千円、%)

年次	貸付金										有価証券					計
	不動産 抵当	財団抵当	有価証 券担保	保険証 券担保	公共団 体貸付	その他	計	国債証券	外国 債証券	地方債	社債	株式	計			
1912	7,229	12,975	7,708	3,308	1,437	3,080	35,738	10,390	2,123	9,442	12,487	100	34,542			
1917	7,788	13,433	9,130	10,404	1,844	1,876	44,475	20,860	6,289	30,280	28,255	19,880	105,563			
1922	31,488	16,404	28,421	19,133	12,210	10,051	117,706	50,414	12,729	15,294	94,817	77,804	251,057			
1927	38,039	61,678	44,450	77,502	27,543	7,895	257,106	75,360	611	39,808	258,215	162,704	536,698			
1932	57,471	108,413	97,472	196,065	61,006	4,232	524,659	77,055	739	86,701	424,415	196,519	785,429			
1937	47,345	71,084	130,912	283,543	156,368	11,750	701,002	224,487	8,191	73,678	621,383	760,174	1,687,914			
1940	34,286	74,222	192,483	287,422	197,779	38,541	824,733	696,677	25,817	73,117	839,829	1,171,339	2,806,778			
1912	20.2%	36.3%	21.6%	9.3%	4.0%	8.6%	100.0%	30.1%	6.1%	27.3%	36.2%	0.3%	100.0%			
1917	17.5%	30.2%	20.5%	23.4%	4.1%	4.2%	100.0%	19.8%	6.0%	28.7%	26.8%	18.8%	100.0%			
1922	26.8%	13.9%	24.1%	16.3%	10.4%	8.5%	100.0%	20.1%	5.1%	6.1%	37.8%	31.0%	100.0%			
1927	14.8%	24.0%	17.3%	30.1%	10.7%	3.1%	100.0%	14.0%	0.1%	7.4%	48.1%	30.3%	100.0%			
1932	11.0%	20.7%	18.6%	37.4%	11.6%	0.8%	100.0%	9.8%	0.1%	11.0%	54.0%	25.0%	100.0%			
1937	6.8%	10.1%	18.7%	40.4%	22.3%	1.7%	100.0%	13.3%	0.5%	4.4%	36.8%	45.0%	100.0%			
1940	4.2%	9.0%	23.3%	34.9%	24.0%	4.7%	100.0%	24.8%	0.9%	2.6%	29.9%	41.7%	100.0%			

資料：『保険年鑑』（農商務省商工局・商工省保険部）、以下、本稿掲載表は、特に断らない限り同じ。

表2 貸付金担保別・有価証券種類別増減額（1928～40年）

年次	貸付金対前年増減額										有価証券対前年増減額					
	不動産 抵当	財団抵当	有価証 券担保	保険証 券担保	公共団 体貸付	その他	計	国債証券	外国国 債証券	地方債	社債	株式	計			
1928	2,235	△5,542	△12,118	18,409	18	187	3,189	△1,356	△23	9,671	24,822	54,644	87,758			
1929	7,629	3,167	8,775	21,140	6,292	△34	46,970	1,678	△6	16,932	33,385	17,857	69,846			
1930	5,229	12,059	18,144	33,655	7,686	△3,895	72,878	6,922	76	10,620	46,886	△43,446	21,058			
1931	9,166	24,980	17,535	34,966	6,843	791	94,280	△1,458	△96	6,065	38,369	△9,202	33,678			
1932	△4,826	12,070	20,687	10,393	12,625	△711	50,236	△4,092	178	3,606	22,737	13,963	36,392			
1933	2,685	△30,206	2,157	19,126	△4,597	3,961	△6,874	12,930	854	31,790	24,333	64,893	134,799			
1934	△4,721	△13,476	△13,798	10,642	△2,185	△33	△23,571	37,679	195	△24,934	64,383	114,383	191,705			
1935	△6,592	6,645	7,878	15,250	54,670	443	78,294	20,807	4,718	△17,251	37,717	85,161	131,152			
1936	△2,849	2,457	916	18,554	22,416	939	42,433	13,974	2,137	1,556	60,271	149,567	227,505			
1937	1,351	△2,749	36,287	23,906	25,058	2,208	86,061	62,042	△451	△4,183	10,264	149,652	217,323			
1938	△3,245	△6,343	1,646	10,351	11,792	11,751	25,952	94,514	△378	113	24,621	135,422	254,292			
1939	△5,380	△1,394	46,374	△3,146	△4,437	8,009	40,026	147,257	7,399	△4,220	85,236	148,172	383,845			
1940	△4,434	10,875	13,551	△3,326	34,056	7,031	57,753	230,419	10,605	3,545	108,588	127,571	480,728			

(単位：千円)

4. 第1期（1928～32年）——社債の急増——

1927年の金融恐慌の影響は、銀行の資金力の後退と、零細資金の郵便貯金・貯蓄銀行・生命保険等への移動をもたらした。この点は表3のとおりであるが、1927年に7.4%、普通銀行の9分の1程度であった生命保険の資金量は、1931年には、9.6%、6分の1強となり、1935年には、11.1%、9分の2に増加した²¹。この間、年々の増加額を算出した表4によると、1927年、1929～31年に普通銀行の激しい減少がみられる一方、郵便貯金、貯蓄銀行、信託、簡易保険が増加基調の中で大きな振幅を記録したのに対して、生命保険資金が安定的な増加をみせた。金融恐慌から昭和恐慌にかけての経済の激動期にあって、他の金融機関がその影響から資金量を目立って変動させていたのに対して、生命保険は一貫して安定的な成長部門として資金を吸収していたのである。しかし、そのことは、恐慌期の投資の停滞、有価証券価格の低落などの外的環境の中で、生保会社がその資金運用に慎重な対応を迫られたことをも意味していた²²

この時期の初め、生保会社の資産運用は、どのような特徴をもっていたであろうか。

他の金融機関との対比でみると（表5）、貸付金の比重の高い銀行・信託に対して、生命保険・損害保険は有価証券比率が高く、また、損害保険で預金比率が際立って高いことも特徴であった。本稿が主たる関心を払う時期の起点となる1920年代半ばにおいて、有価証券投資への傾斜が日本の生保会社を特徴づけていたといつてよい。それは、資金供給者としての生保会社の位置を特色づけるものであった。銀行は、有価証券投資における国債・地方債と社債の比率が高く、反対に生命保険は社債・株式、損害保険は国債・地方債と株式の比重が大きかった。しかも、銀行・信託に比べて、有価証券投資への運用比率が保険会社で格段に高かったから、両者の資金力の大きな差にもかかわらず、表6のように、生保会社の株式市場における役割は、金融機関の中では相対的に大きかった。

社債はともかく、株式比率が高いことは、安定的な資産運用を要請される生保会社としては、やや特異な現象であり、日本の生保業界の特徴として当時から指摘されてきた²³。ただ、金融恐慌までは銀行預金が安定した高金利を保証し、また株式投資が集中していた銀行株、電力株、鉄道株も比較的安定した配当を続けていたという条件によってもたらされたものにすぎなかったことに注意すべきであろう。それだけに、2つの恐慌を画期に生保会社は「資金運用の積極化」を図り、社債発行や大口貸付金など新分野へと進出しようとしたのである。

1930年5月の「保険業界の合理化」という記事は、資産運用について「注意を引く諸点」として、「生命保険会社の資産は独りこの間急激なる増加の傾向を示したこ

21 この表現については通例に従っているが、銀行については預金、信託については金銭信託、郵便貯金については貯金、保険については責任準備金を基準としている。

22 恐慌の影響については、信託業について麻島昭一がこの時期について「資金運用難の基調が続いた」と表現しているが、同様の事情は生命保険についても当てはまったといつてよい。麻島 [1969] 348～351 頁参照。

23 高橋 [1931] 270～272 頁参照。

表3 金融機関別資金力（1920～38年）

（単位：百万円、%）

年次	普通銀行	貯蓄銀行	信託	郵便貯金	簡易保険	生命保険	合計
1920	5,826	1,834		847	15	349	8,881
1927	9,028	1,101	710	1,523	201	1,007	13,571
1931	8,269	1,636	1,232	2,610	562	1,512	15,820
1935	9,874	2,045	1,738	3,112	1,006	2,218	19,993
1938	15,190	2,571	2,046	4,374	1,463	3,140	28,784
1920	65.61%	20.75%		9.54%	0.17%	3.97%	100%
1927	66.53%	8.12%	5.23%	11.22%	1.48%	7.42%	100%
1931	52.26%	10.34%	7.78%	16.49%	3.55%	9.55%	100%
1935	49.39%	10.23%	8.69%	15.56%	5.03%	11.10%	100%
1938	52.77%	8.93%	7.11%	15.20%	5.08%	10.91%	100%

資料：小野 [1936] 98～99頁、1938年は『経済年鑑』（東洋経済新報社）。

表4 金融機関別資金力の対前年増加額（1927～35年）

（単位：千円）

年次	普通銀行	貯蓄銀行	信託	郵便貯金	簡易保険	生命保険	合計
1927	△150,905	33,922	258,726	366,623	61,480	109,102	678,948
1928	302,898	148,460	322,052	319,744	178,208	121,620	1,292,982
1929	△38,501	171,953	165,056	308,344	△22,274	147,838	732,416
1930	△553,006	117,365	9,909	286,390	100,065	112,032	72,755
1931	△469,252	96,371	53,102	272,162	105,139	122,865	180,387
1932	50,083	530,177	△5,846	94,804	95,969	131,795	418,982
1933	496,733	133,212	152,370	96,918	101,938	130,117	1,111,128
1934	537,840	60,226	191,817	148,788	121,182	213,372	1,273,224
1935	519,993	163,340	159,801	162,269	125,060	231,382	1,361,845

資料：小野 [1936] 197頁

表5 金融機関別資産運用比率（1929年末）

（単位：%）

	銀行	信託	生命保険	損害保険	合計
貸付金	59.0	62.7	25.7	13.1	55.4
預金・金銭信託	5.4	2.9	17.0	31.4	6.8
有価証券	35.6	34.4	57.3	55.4	37.8
国債・地方債	19.0	11.8	11.3	25.8	17.7
社債	12.5	19.3	25.1	8.7	14.2
株式	4.1	3.3	20.8	20.9	5.9

備考：原表の計算の誤りは訂正した。

資料：高橋 [1931] 49頁

表 6 生命保険会社の金融的位置

(単位：%)

	貸付金	有価証券	外国債	地方債	社債	株式
1921年	1.1	6.0	3.5	5.3	9.0	18.3
1927年	2.2	8.6	3.2	5.1	13.4	22.3

備考：数値は、生保、損保、銀行、信託、預金部、信用組合、無償の各金融機関勘定合計額（市場の規模）に対する比率。

資料：高橋 [1931] 269 頁

と」を基盤に、「生命保険会社はその資力の充実と共に、其の資産運用において、利回りの低い消極的放資に甘んぜず、利回りの高い積極的放資を目標として、投資市場に進出し、金融経済上に一分野を獲得するに至った」と指摘している²⁴。しかし、「資金運用の積極化」という状況が直ちに生じたわけではない。この記事は、1930年に株式の大幅な減少が生じたことなどを捉えられなかった。昭和恐慌期に資本市場の予測を超えた変化によって、資金運用の積極化は、ここで指摘されているような長期的な趨勢とはやや異なる道筋を歩いたのである。

そこで次に、この時期の株式・社債にかかわる資産運用の変化を知るために、その業種別・資本類型別の動向に注目することにしよう。

まず株式では、高橋亀吉による1928年調査を基準にすれば、表7のように、1928～32年に金融株の増加、電力・ガス株の急減が目立ち、その他の製造業株への投資の分散がいくぶん進展したことがうかがわれる。これに対して社債では、金融・電力・鉄道の3部門が社債投資の増加をリードしていた。

この時期金融債の発行は堅調であったから（表8）、生保会社は恐慌による株価の低落の中で所有株式を整理する一方、新規発行の金融債等への運用を増大させた。もっとも事業債の発行は低調で、産業資金の供給という点でも社債中心の資金供給が行われたわけではなかった（表9）。しかも1930年前後の社債市場では、償還不能社債が問題化しており、社債浄化運動が試みられるようになっていた。その中で生保会社が資金運用を社債にシフトさせたことが注目される。つまり、発行状況と保有額とを対比すると、1930～32年においては、表8のように金融債の発行が優勢であり、電力債、鉄道債はこの時期に発行額を減少させていたが、生保会社の保有額でみるとむしろ電力・鉄道の増加が目立っていた。したがってこの間に生保会社は、これらの社債を市場から積極的に買い入れ、運用資産の安定性と収益性の確保に努めていたと推測することができる。それは、大蔵省・日本銀行・日本興業銀行が「信託・保険に対してもなるべく担保付社債に優先的に投資し、無担保社債の買入れは見合わせる事」を申し合わせていたこと²⁵を考慮すると、このような条件に

24 「保険業界の合理化」[1930] 60 頁。

25 志村 [1969] 297 頁。社債浄化運動を推進するためのこの申合せは、有力銀行と有力生保会社7社（明治、日本、帝国、第一、千代田、安田、愛国）との間で両者の協調を目指した懇談組織として結成された五日会によるものであった。

表7 株式・社債の業種別推移（1928年、1932年度）

	株式						社債					
	1928年度		1932年度		増減額		1928年度		1932年度		増減額	
	金額	構成比										
銀行	23,193	11.0%	31,561	13.2%	8,368	31.1%	40,503	14.6%	69,453	16.2%	28,950	19.1%
信託	2,931	1.4%	3,001	1.3%	70	0.3%						
保険	6,138	2.9%	7,730	3.2%	1,592	5.9%						
証券・その他			12,915	5.4%	12,915	48.0%			853	0.2%	853	0.6%
小計	32,262	15.2%	55,207	23.1%	22,945	85.3%	40,503	14.6%	70,306	16.4%	29,803	19.7%
交通	44,270	20.9%	50,331	21.1%	6,061	22.5%	55,749	20.0%	106,088	24.7%	50,339	33.2%
電灯電力	58,320	27.6%	52,622	22.1%	△18,872	△70.1%	85,830	30.9%	145,796	33.9%	57,369	37.9%
ガス	13,174	6.2%					2,597	0.9%				
汽船海運	1,474	0.7%			△1,474	△5.5%	10,239	3.7%			△10,239	△6.8%
小計	117,238	55.4%	102,953	43.2%	△14,285	△53.1%	154,415	55.5%	251,884	58.6%	97,469	64.3%
紡績	19,137	9.0%	26,083	10.9%	6,946	25.8%	5,418	1.9%	12,809	3.0%	7,391	4.9%
製糖・食品	10,131	4.8%	15,541	6.5%	5,410	20.1%	7,273	2.6%	11,723	2.7%	4,450	2.9%
製紙	5,872	2.8%	12,305	5.2%	6,433	23.9%	20,970	7.5%	45,169	10.5%	14,064	9.3%
化学	2,122	1.0%					10,135	3.6%				
鉱業	4,056	1.9%	6,839	2.9%	2,783	10.3%			8,792	2.0%	8,792	5.8%
セメント	1,351	0.6%	2,521	1.1%	1,170	4.3%	4,071	1.5%	5,637	1.3%	1,566	1.0%
機械工作			4,959	2.1%	4,959	18.4%			2,888	0.7%	2,888	1.9%
その他	19,415	9.2%	12,080	5.1%	△7,335	△27.3%	35,335	12.7%	20,421	4.8%	△14,914	△9.8%
小計	62,084	29.3%	80,328	33.7%	18,244	67.8%	83,202	29.9%	107,439	25.0%	24,237	16.0%
合計	211,584	100.0%	238,488	100.0%	26,904	100.0%	278,120	100.0%	429,629	100.0%	151,509	100.0%

資料：高橋 [193] 付録 34 頁

表 8 事業分野別の社債発行高（1927～40年）

（単位：百万円、％）

	1927～29年		1930～32年		1933～36年		1937～40年	
工業	528	13.6%	160	8.6%	766	12.4%	1,105	15.8%
金属	27	0.7%	13	0.7%	76	1.2%	437	6.2%
機械	29	0.7%	0	0.0%	24	0.4%	237	3.4%
化学	220	5.7%	113	6.1%	251	4.1%	325	4.6%
繊維	152	3.9%	11	0.6%	288	4.7%	77	1.1%
その他	101	2.6%	24	1.3%	129	2.1%	29	0.4%
交通業	661	17.0%	213	11.5%	1,450	23.5%	934	13.4%
鉄道	533	13.7%	212	11.5%	1,368	22.2%	872	12.5%
通信他	128	3.3%	1	0.1%	82	1.3%	62	0.9%
電力ガス	1,040	26.7%	297	16.0%	1,548	25.1%	969	13.9%
鉱業	44	1.1%	1	0.1%	91	1.5%	195	2.8%
農林水産業	7	0.2%	0	0.0%	10	0.2%	20	0.3%
拓殖	0	0.0%	22	1.2%	204	3.3%	410	5.9%
商業他	170	4.4%	52	2.8%	85	1.4%	678	9.7%
小計	2,450	62.9%	745	40.2%	4,154	67.4%	4,311	61.6%
金融債	1,443	37.1%	1,106	59.8%	2,011	32.6%	2,682	38.4%
合計	3,893	100.0%	1,851	100.0%	6,165	100.0%	6,993	100.0%

備考：データは各期間の累計金額と構成比。

資料：日本興業銀行 [1957] 278～281、396～399頁

見合う銘柄を選別し、電力債や鉄道債を投資対象とした結果とみることができよう。

社債投資に対する生保会社の動きは、1930年11月に三越社債発行に対する第一、千代田、愛国、明治4社の共同引受、翌12月に東武鉄道社債に対する日本、明治、千代田、愛国の共同引受などの社債引受において協調が進められたことなどにも影響されていたと考えられる（高橋 [1931] 264～265頁）。

この社債市場の変化に対応して、株式市場でも生保会社の活動はその組織性を高めた²⁶。具体的には、1930年10月に生保32社が共同で生保証券を設立し、保有株式の価格維持を行うこととなったことが重要であった。恐慌期の株式価格の下落に対処した生保証券の設立は単に価格維持を目的としたものではなく、「第一に、暴落した株式に投資することによって将来の値上がり期待できること、第二に、主要株式の買い支えによって、生保各社が投資資産として所有する株式の値下りを防ぎ、評価損を防ぐこと、第三に、生保証券という別会社を設立することによって、各生保会社はさまざまな経理上の操作をつうじて自社の損失を隠蔽できること」などの

26 この時期の特徴となる生保会社の活動が組織性を高めたことに関連して、注25の五日会の結成とともに、電力会社などへの融資連盟が結成されて成果を上げたことも指摘できる。同前。

表 9 産業資金の供給状況（1930～41年）

（単位：百万円）

年次	外部資金				内部資金			合計
	株式	社債	貸出金	小計	減償	社内留保	小計	
1930	198	117	130	445	297	△168	129	574
1931	183	128	49	360	255	△173	82	442
1932	△115	8	△287	△394	380	△34	346	△48
1933	417	△56	△328	33	585	181	766	799
1934	1,205	237	△279	1,163	599	317	916	2,079
1935	819	256	357	1,432	626	350	976	2,408
1936	1,030	181	634	1,845	690	366	1,056	2,901
1937	2,087	105	1,754	3,946	841	626	1,467	5,413
1938	2,308	588	1,955	4,851	1,020	570	1,590	6,441
1939	2,308	1,866	3,850	8,024	1,290	640	1,930	9,954
1940	2,970	1,823	4,104	8,897	1,331	1,221	2,552	11,449
1941	3,561	2,729	3,293	9,583	1,547	1,781	3,328	12,911

資料：日本興業銀行 [1957] 276～277、392～393 頁

利害を反映したものであったといわれている²⁷。

こうして生保会社は、社債・貸付金などの分野へと組織的な対応も含めながら、進出していったのである。

これに対して、相対的に地位を落とした株式投資では、特に電力株が大きく比重を落としていたが、それは、生命保険資金が電力業への資金供給の役割を後退させたということではなかった。すでにふれたように、電力債の保有増加等がこれを補っていた²⁸。貸付金を含めた運用事業別では、徴兵保険を含めた1930年以降のデータしか得られないのでこれまでの数値との比較が難しいが、表10のように、1930～32年に、電力の比重はむしろ増大していた。すなわち、表7の1932年の電力にはガスが合算されているが、ガスの比重はそれほど大きくないから2業種合計値で比較すると、1928～32年に株式の減少分は2,000万円弱、社債の増加は6,000万円弱であった。これに対して1930～32年の運用増加は7,000万円であったが、この差額3,000万円相当額が貸付金による増加と推定されるからである²⁹。

株式・金融債・預金を含むと考えられる銀行業への投資に対して、電力投資は1932年には4ポイントほど上回り、鉄道に比べればその規模は2倍に達していた。同年の株式・社債の業種別保有額の変化からはこの差を説明することはできないから、こ

27 志村 [1969] 353 頁。ここで指摘されている経理上の操作については、生保証券への貸付の実行とこれによる保有株の買取りなどが推測されていた。

28 この点は、財閥系生保では一様ではなく、三井が自系企業の社債の保有を増加させ、電力債の相対的な比率を低下させたのに対して、明治・安田では全体としてバランスのとれた増加がみられた。住友は電力債の保有額が絶対的に減少し、この分野から明確に後退していた。杉山 [1983] と同付表2を参照。

29 ただし、この変化は、電力業の資金調達からみた場合には、生保会社による株式の整理（売却ないしは評価損の計上）は直接に影響を与えるものではなく、間接的なものととらえられる。したがって、この動きは生保会社が電力業に対する追加的な資金供給において、その媒介形態を選択的に変化させたことを意味することに注意すべきだろう。

表 10 生命保険・徴兵保険の資産投資種別 (1) (1930~32年)

(単位:千円、%)

	1930年	1931年	1932年	増加額	1930年	1931年	1932年
国債	111,689	111,880	103,034	△8,655	7.0%	6.5%	5.5%
地方債	126,442	141,108	159,475	33,033	8.0%	8.2%	8.5%
銀行	233,631	231,550	258,819	25,188	14.7%	13.4%	13.8%
信託・保険	50,735	48,070	49,576	△1,159	3.2%	2.8%	2.6%
勸業拓殖	132,770	150,272	150,500	17,730	8.4%	8.7%	8.0%
電気ガス	261,549	295,769	329,870	68,321	16.4%	17.2%	17.6%
鉱業	15,572	15,771	20,116	4,544	1.0%	0.9%	1.1%
鉄道	157,871	151,862	165,995	8,124	9.9%	8.8%	8.8%
船舶倉庫	14,403	21,778	28,756	14,353	0.9%	1.3%	1.5%
紡織	40,950	40,010	48,513	7,563	2.6%	2.3%	2.6%
製紙	28,457	31,619	36,629	8,172	1.8%	1.8%	2.0%
肥料	18,528	27,813	27,913	9,385	1.2%	1.6%	1.5%
食品	23,553	21,076	33,754	10,201	1.5%	1.2%	1.8%
セメント	9,206	6,060	10,717	1,511	0.6%	0.5%	0.6%
その他工業	17,623	20,016	21,859	4,236	1.1%	1.2%	1.2%
雑口投資	34,179	46,384	40,886	6,707	2.2%	2.7%	2.2%
保険証券担保貸付	157,642	191,714	220,419	62,777	9.9%	11.1%	11.7%
所有不動産	93,639	98,730	99,658	6,019	5.9%	5.7%	5.3%
その他	62,274	68,126	71,376	9,102	3.9%	4.0%	3.8%
合計	1,590,713	1,722,608	1,877,865	287,152	100.0%	100.0%	100.0%

備考: 1. 有価証券は簿価による。

2. 貸付金は担保物件当により分類されている。

3. 雑口投資には外国債のほか、各種のサービス業等への投融資を含む。

4. その他は、未払込株金、現金、未収金等のその他資産の合計。

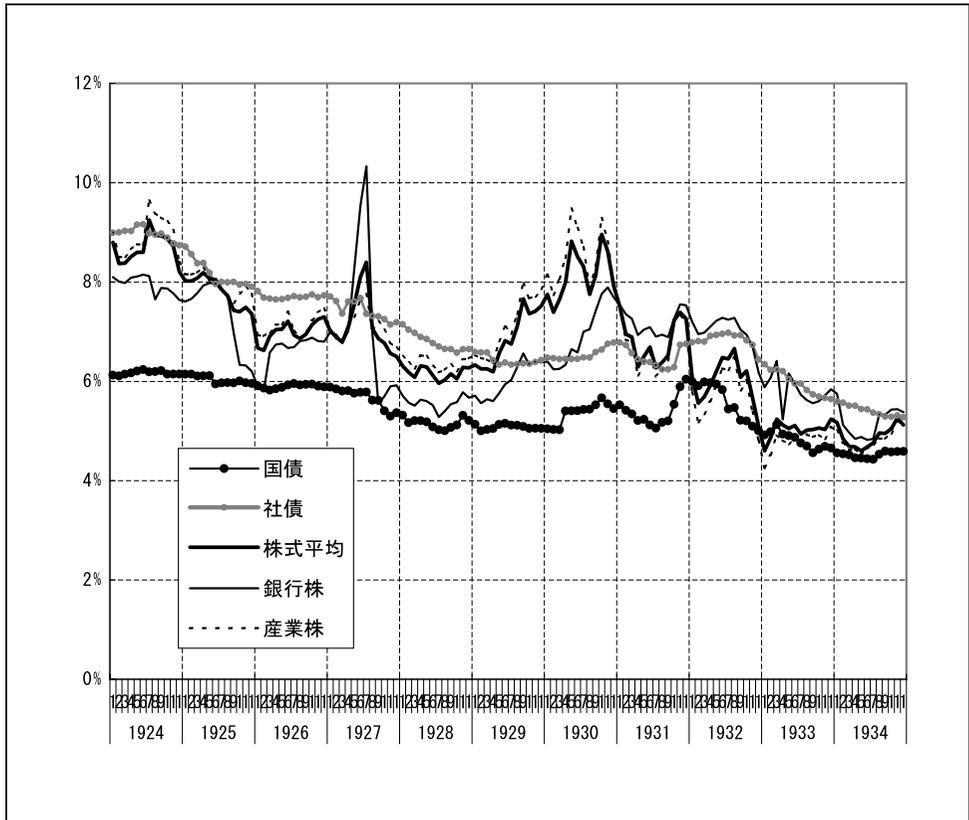
資料: 『生命保険事業成績概況』(生命保険協会)

のことは、生保会社の資産運用において、この時期には貸付金が相当多額に電力会社への貸付に運用されていたと推定することが可能であろう。それは証券市場の動揺による投資利回りの変動に応じて、生保各社が資金供給の回路を選択的に変更することによって収益性を保とうとしていたことを示唆する。

そこで、資産運用の変化をもたらした要因として、恐慌下の証券利回りの相対的变化を確認しておこう。1928~32年には、図3のように社債利回りの有利さが目立っており、1929~31年に表面的には株式利回りの顕著な改善がみられたものの、その理由は配当の向上ではなく、株価の低落にあったからである³⁰。この点は、1930年

30 図示されているのは月次の平均収入率(金利、配当率など)と証券の市場価格から算出された利回りであり、新規投資に際して市場で証券等を購入する際に基準となるものであるから、額面での引受や既保有証券の収益率を示すわけではない。

図3 有価証券種類別利回りの推移 (1) (1924～34年)



資料：『金融事項参考書』（大蔵省理財局）

を例にとって生保各社の運用資産利回りと、運用資産中の株式比率および社債比率を対比した図4、図5によって確認することができる。若干の例外はあるものの、株式比率の高い会社では運用利回りが低いか、マイナスであり、反対に社債比率の高い会社にはマイナスを記録したものはほとんどいなかったのである。

1931～33年に社債が有利化する中で、銀行株の利回りは、株式の中では高く、社債に匹敵する高水準であったことにも注目する必要がある。株式における金融株の増加が生じたのは、こうした投資利回りとそれに敏感な投資内容の調整が行われていたことを示している。なお、貸付金については、この時期には有価証券担保貸付か保険証券担保貸付が中心であったが（前掲表2参照）、前者では、南満州鉄道（満鉄）・日本産業（日産）などへの貸付が主力であり、後者は保険契約者向けの貸付などが多かったといわれている。また、このほか財団抵当貸付も大きかったが、これは主として電力企業向けの貸付であった³¹。

31 貸付金の運用先については、麻島〔1991〕による。また、この時期の貸付金の増加については、『昭和生命保険資料』に次のような記事が残っている。「生命保険会社の保険証券担保貸付は契約者の金融上の便宜

図4 収益性と株式比率（1930年）

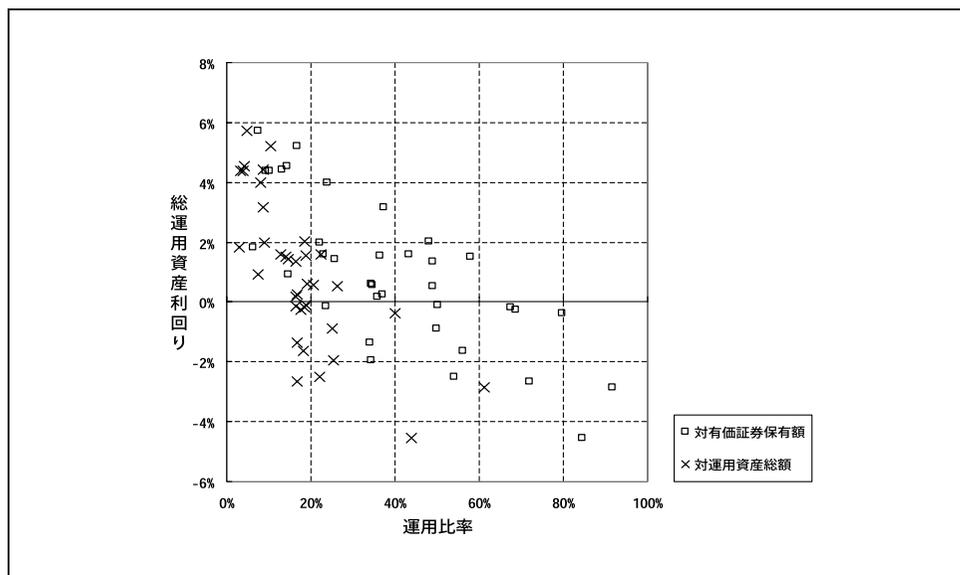
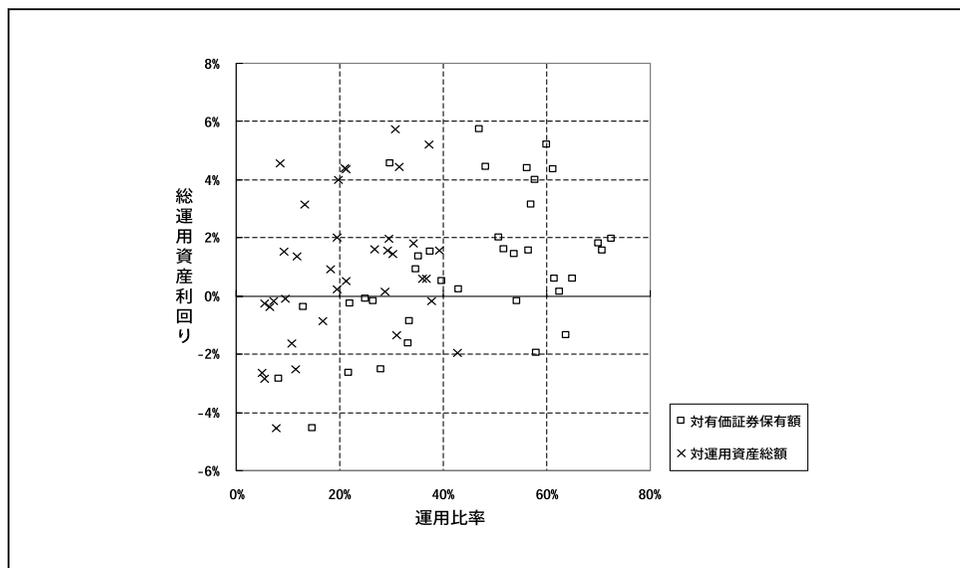


図5 収益性と社債比率（1930年）



こうした資産運用の変化は、生保各社に一樣であったわけではない。限られたデータであるが、株式の業種別分布を資本類型別に分類して示すと、表11のとおりであ

を計るため保険証券の解約価格に対し九かけ十かけの範囲まで年利最低七分最高九分で貸付を行うものであるがここ数年来の不景気で契約者側の中小商工資金用あるひは消費用保険金の立替へ又は解約の手段として利用するものも多く年々増加の結果最近では総額一億円に達し総貸付の三割五分を占む」(麻島 [1991] 474頁からの再引用)。

表 11 株式投資業種別・類型別 (1) (1929 年、1932 年)

(単位：千円、%)

	合計		四大生保		財閥系 4 社		その他	
	1929 年	1932 年	1929 年	1932 年	1929 年	1932 年	1929 年	1932 年
電灯電力	59,765	28,429	29,762	13,072	5,225	1,813	24,778	13,544
ガス	11,670	15,984	4,803	5,390	214	591	6,653	10,003
鉄道軌道	52,881	39,109	16,834	12,156	3,766	2,264	32,281	24,689
金融	29,715	28,576	5,202	6,077	11,833	9,999	12,680	12,500
信託	3,901	2,432	389	422	1,798	1,107	1,714	903
保険	6,750	7,093	613	748	2,722	2,381	3,415	3,964
鉱業	7,195	4,499	1,430	767	773	478	4,992	3,254
繊維工業	22,878	20,180	7,777	5,767	954	729	14,147	13,684
製紙業	5,060	4,704	1,481	896	233	375	3,346	3,433
食料品工業	4,815	6,229	1,415	893	224	221	3,176	5,115
化学工業	3,050	4,367	705	1,062	409	435	1,936	2,870
窯業	1,243	1,577	435	606	0	33	808	938
機械器具	6,204	4,884	3,963	2,980	0	0	2,241	1,904
土地建物	2,519	2,856	187	151	1,104	1,155	1,228	1,550
その他	17,857	25,257	3,159	5,688	598	2,961	14,100	16,608
合計	235,503	196,176	78,155	56,675	29,854	24,542	127,494	114,959
電灯電力	25.4%	14.5%	38.1%	23.1%	17.5%	7.4%	19.4%	11.8%
ガス	5.0%	8.1%	6.1%	9.5%	0.7%	2.4%	5.2%	8.7%
鉄道軌道	22.5%	19.9%	21.5%	21.4%	12.6%	9.2%	25.3%	21.5%
金融	12.6%	14.6%	6.7%	10.7%	39.6%	40.7%	9.9%	10.9%
信託	1.7%	1.2%	0.5%	0.7%	6.0%	4.5%	1.3%	0.8%
保険	2.9%	3.6%	0.8%	1.3%	9.1%	9.7%	2.7%	3.4%
鉱業	3.1%	2.3%	1.8%	1.4%	2.6%	1.9%	3.9%	2.8%
繊維工業	9.7%	10.3%	10.0%	10.2%	3.2%	3.0%	11.1%	11.9%
製紙業	2.1%	2.4%	1.9%	1.6%	0.8%	1.5%	2.6%	3.0%
食料品工業	2.0%	3.2%	1.8%	1.6%	0.8%	0.9%	2.5%	4.4%
化学工業	1.3%	2.2%	0.9%	1.9%	1.4%	1.8%	1.5%	2.5%
窯業	0.5%	0.8%	0.6%	1.1%	0.0%	0.1%	0.6%	0.8%
機械器具	2.6%	2.5%	5.1%	5.3%	0.0%	0.0%	1.8%	1.7%
土地建物	1.1%	1.5%	0.2%	0.3%	3.7%	4.7%	1.0%	1.3%
その他	7.6%	12.9%	4.0%	10.0%	2.0%	12.1%	11.1%	14.4%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

資料：「生命保険会社所有株式分析表」『生命保険会社の批判』（東洋経済新報社）各年

る。同表では徴兵保険を除く生保会社の保有金額を示しているため合計額が表7と異なっており、その点に注意が必要であるが、表11によれば、電力株の整理の規模は、四大生保が56%に達したのに対して、財閥系4社では65%、その他の会社では45%であった³²。この結果、四大生保では、1929年に株式の38%を占めていた電力株は1932年には全体の23%ほどに比重を落とし、鉄道21.4%と肩を並べる水準となった。これに対して、財閥系4社でも電力株の構成比は17.5%から7.4%に低下したが、財閥系では、もともと四大生保ほどには電力の地位は高くなく、金融株中心の株式投資が展開し、その状態は1932年においても大きくは変化がなかった。財閥系の金融（銀行・信託・保険の合計）株式比率は保有株の過半を超え、四大生保とはその投資分野に大きな差異があったというべきであろう。その点では、四大生保が繊維工業株を他の生保会社に比べて多数持っていたこと、製造業全体でみると、その他生保の保有比率が高く、鉄道とともに中小生保の運用の中心となっていた。また、以上の資本類型別の動向から、電力株の減少、金融株のウエイト増加が、主として四大生保の動きによって説明しうることも明らかであり、財閥系4社もこの変化に追随していた。

5. 第2期（1932～37年）——株式投資の積極化——

金輸出再禁止を前提とした高橋財政は、財政支出の拡大による有効需要の創出をてこに恐慌からの脱出を図るものであった。為替市場への介入を放棄した円安放任と満州開発投資に誘導された重工業品需要の拡大とによって輸出が拡大し、財政支出拡大による内需拡大と輸入の不利化とによって、国内産業は大恐慌に喘ぐ世界各国に先駆けて回復基調にはいり、投資拡大による資金需要の増大と株価の回復をもたらした³³。他方、財政支出の積極化を図るために、日本銀行引受けによる国債発行が進められ、財政負担を軽減するために低金利が金融政策の基調となった。

このような経済環境の大きな変化は、当然のことながら生保会社の資産運用にも際立った変化をもたらした。すでに指摘したような株式投資の積極化がそれであった。小野清造が報告している、ある証券会社のデータによると、同社の対保険会社株式売買高は、表12のとおりであった。1931年下期の著しい低迷の後、1933年には明確に回復基調にはいり、口数では、1933～34年に1931年上期の1.6倍、株数では、1933年に5倍前後、1934年に9倍前後となり、さらに1935年からは爆発的に取引高が増加し、1935年上期には、取引高で銀行を凌ぐ規模に達した。しかも、口数の増加率と株数の増加率の乖離からも知られるように、この間に1回当たりの取引高も早いテンポで増加し、取引全体が大口化していた。

32 後述するように、この株式の減少の相当部分は評価損の計上による簿価の切下げであったと考えられることから、「株式の整理」と表現している。

33 この間の事情については、差し当たり橋本 [1982] を参照。

表 12 A 証券会社の株式売買高指数

		対保険会社株式売買高指数		対総販売高比率 (%)	
		口数	株数	銀行	保険会社
1931 年	上	100.0	100.0	3.4	1.2
	下	22.9	66.4	3.7	1.0
1932 年	上	48.2	123.4	3.3	1.2
	下	100.0	240.3	5.7	2.9
1933 年	上	166.6	513.3	5.6	4.1
	下	151.7	486.7	7.4	2.9
1934 年	上	166.6	983.6	5.6	3.9
	下	137.9	879.3	7.5	7.1
1935 年	上	471.2	1434.3	11.0	12.9
	下	538.1	5316.1	8.5	25.2
1936 年	上	586.2	5310.7	8.4	19.8

資料：小野 [1936] 166～167 頁

以上の変化は、図 6 によって説明可能であろう。1933 年から利回りの全般的低下が生じる中で、1934 年には株式利回りの上昇が認められ、社債・国債・地方債などの公社債利回りの差異が縮小する中で、キャピタル・ゲインの大きい株式投資の有利性が明確化したからである³⁴。

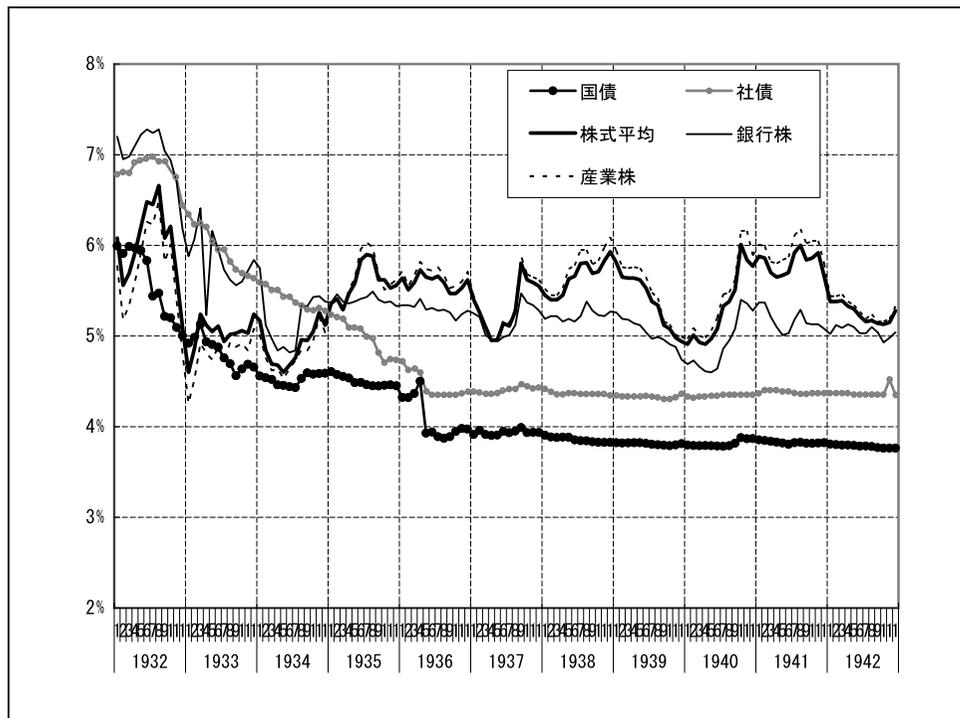
投資の拡大は、すでによく知られているように、株式市場では満鉄中心の運輸部門での拡張投資と子会社投資³⁵、さらに電力部門での借入金返済のための増資によって先導された (図 7)³⁶。産業別・目的別が判明する 1933～36 年の払込額合計に対して、運輸部門は拡張投資 8.0%、子会社投資 4.3% など 15.5%、電力部門は拡張投資 7.2%、借入金返済 9.7% など 20.2%、化学工業では拡張・新設投資中心に 6.9%、機械金属部門でもすでに 7.1% を占めていた。機械金属における増資は 1936 年から活発化することになるが、以後重化学工業中心の株式市場の拡大が続き、1937 年からは鉱業部門の活況も重なって株式発行市場の好調が続いていた (図 8)。なお、四半期別の動向でみると、転機は 1936 年第 3 四半期であり、これ以降、1934～36 年前半期とはレベルを異にする株式発行が行われることになった。この拡大をリードしたのは拡張資金を目的とした増資であったから、この間に既存の重化学工業企業

34 昭和恐慌後の状況については、千代田生命 [1955] 144 頁が、「従来貸付金を資産運用の主体とした当社は、貸付金の返済を受けて一時銀行預金の著増を来した反面、低利借換によって利息収入は低減し、いきおい有価証券投資への転換を余儀なくされるようになった」と書いている。また、同様の指摘は、帝国生命 [1939] 39 頁にも見出しうる。

35 野田の調査によると、1933～34 (昭和 8～9) 年に設立された満州関係の企業 11 社の「創業資本の 10～30% を内地の証券業者の手を通じて調達した」といわれている (野田 [1962] 144 頁)。

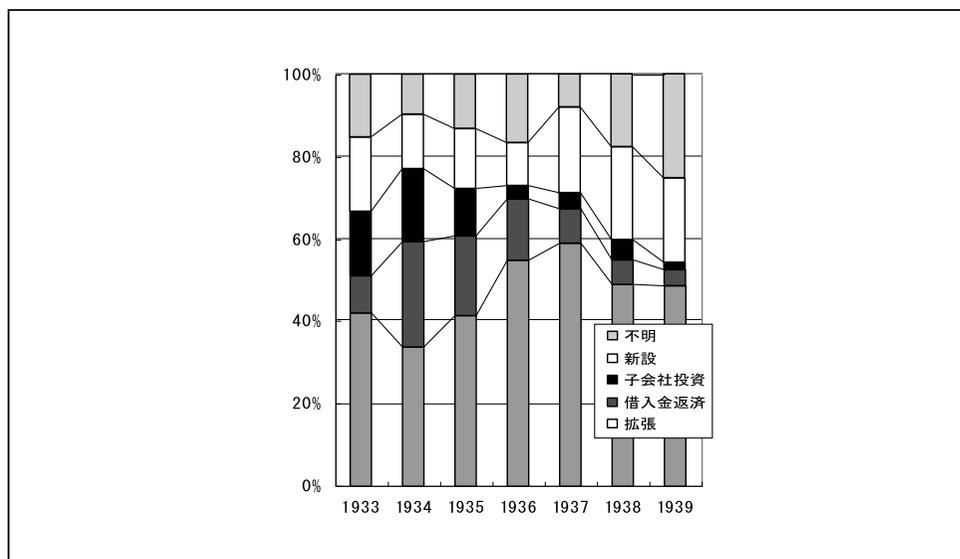
36 なお、株式市場の活況について、樋口 [1941] によると、1932 年から 1939 年にかけて会社新設、増資、株式公開の 3 種合計で発行株合計金額 4.4 億円に対して、株式公開は 2.9 億円弱と約 3 分の 2 に達したから、「財閥の転向」に伴う株式公開が株式市場の活況に与えた影響は重視されなければならない。そして、そうであるが故に、この公開株に対して、財閥系生保がどのような対応を示したかが興味深い論点となるのである。これについては、武田 [1987] 245～246 頁参照。

図6 有価証券種類別利回りの推移 (2) (1932~42年)



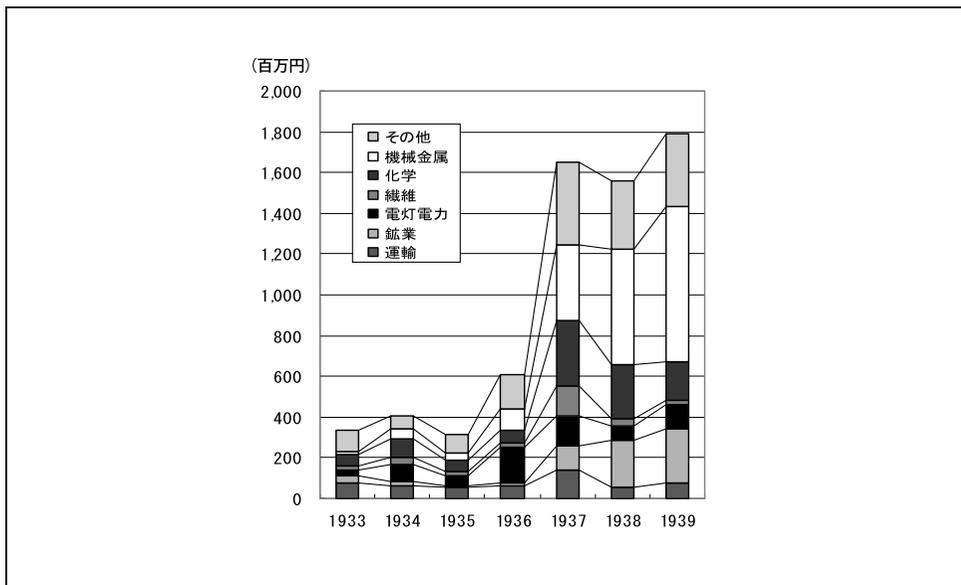
資料：『金融事項参考書』（大蔵省理財局）

図7 株式払込金目的別推移 (1933~39年)



資料：『経済年鑑』（東洋経済新報社）

図 8 株式払込金産業別推移（1933～39年）



資料：『経済年鑑』（東洋経済新報社）

での投資が急伸したことが、生保会社の株式中心の資産運用をもたらす資金需要面での条件であった。

これに対して、社債については前掲表 8 に示されているように 1933～36 年に鉄道部門の社債発行が増加し、その後 1937～40 年には金融債の発行が増加して大きなウエイトを占めていた。しかし、起債の規模からいうと 1930～32 年の 6 億円規模から 1934 年には 19 億円近くにまで達したものの、その後 1937 年には再び 10 億円台に落ちるなど一進一退を続けていた。したがって、すでにふれた利回りの逆転もあって、社債保有を増加させる要因は少なかったといえてよい。全体としてみれば、高橋財政下の国債発行増加によって社債発行に制約が加わっていたとみてよいであろう。

株式・社債を含めた産業資金需要の動向は、以上の有価証券発行市場の状況に対応して、外部資金では 1935～37 年には株式が 3 分の 1 強であり、社債の比重が極端に低下し、貸出金が増加傾向にある反面、内部資金の比重が投資の拡大に伴って次第に低下していたのである（前掲表 9）。

以上のような資金需要の特徴を、生保会社の資産運用との関連でみると（前掲図 1、図 2）、すでにふれたようにこの時期に社債から株式への有価証券内部での転換がみられ、環境変化への対応を示していた。これに対して、次第に増加しつつある貸付金需要に対応した変化は認められず、貸付金への運用の比重は低下傾向にあった³⁷。

37 前掲表 2 によって貸付金について補足しておく、①電力向け融資が中心であった財団抵当、満鉄などへの融資が目立っていた有価証券担保が停滞的であり、②不動産抵当は一貫して減少傾向にあった。これに

生保会社の資産運用は、株式市場の拡大に依存した変容を示すという意味で、当該期の長期資金供給構造の特徴とはずれをみせていたのである。

さて、この時期の生保会社の資産運用の特徴となる株式投資の拡大についてももう少し詳しくみておくことにしよう。まず、第1期と同様に、四大生保、財閥系4社と「その他」に区分して業種別の株式投資動向をみると（表13）、全体では、①1932年に主軸部門であった電力・鉄道・金融の3部門のうち、電力投資が顕著に増大した反面で、②鉄道・金融株の伸びが小さく、3者の拮衡状態から1937年には電力が5分の1を超え、③これに加えて繊維・機械器具などの製造工業株の地位が高まっていた。このような変化は、資本類型別にみると、①四大生保が電力株については構成比をほぼ維持し、鉄道・金融などで顕著な後退を示し、繊維・機械器具などに進出したこと、②財閥系4社は、電力投資の比率を高める一方で金融株からの大幅な後退の中で製造業関連の投資を拡大したこと、③「その他」では鉄道株の保有比率が半減するとともに、ほかと同様に製造業株が増加したが、四大生保や財閥系4社の製造業株式への投資増大によって、生保業界での製造業企業の株主としての「その他」の相対的な地位は低下した。類型別の変化を含めて株式市場の変化と生保会社の株式投資とを対照すると、株式ブームの一翼を担った満州関係の投資に関して、その中核機関となった満鉄への投資への消極性が見出される。電力投資は順調に伸びたのに対して鉄道株の保有がそれほど目立って増加しなかったからである。国内の重化学工業化にはそれなりの対応を示したことと合わせて、生保会社の株式投資には市場の趨勢とは微妙な差が存在したということになる³⁸。この点は後に別の角度から検討することにしよう。

この結果、1932年には「その他」が機械器具を除くすべての分野で四大生保、財閥系4社よりも投資額が大きかったのに対して、1937年には電灯電力、ガス、繊維、製紙、食料品、化学、機械器具の7部門で四大生保の投資額が、また、金融、信託、保険、窯業、土地建物では財閥系4社の投資額がそれぞれ優位に立つようになった。

その背景には、四大生保を中心に有力生保会社が資金量で中小生保を圧倒しつつあったことがあった。後に改めてふれるが、運用資産規模でみたとき、徴兵保険を含まない生保会社の総運用額は、1932～37年に15.7億円から26.5億円と1.7倍で

対して、③増加が著しかったのは保険証券担保であり、これらは個人ないし中小企業者向けであり、これに④1930年代半ばから地方公共団体向けの貸付が増加することで、全体のバランスが保たれたにすぎなかった。総じて産業向けの資金供給において貸付形態での生保資金の役割は積極的な意味をもたなかったと考えられるのである。

38 このような相違が発生した理由の1つは、電力業と満鉄の増資にかかわる市場行動の差異にあるように思われる。すなわち、電力業における増資では、1930～37年において、金額ベースで78%が株主割当て、20%が合併に伴うもので、公募による増資はわずかに2.1%にすぎなかった。したがって電力株を多額に保有していた生保会社は株主割当てに応じて受動的にその保有額を増加させる可能性が高かったといえる。それに対して満鉄では1928～29年に引き続いて1933～36年に連続的に増資が行われたが、いずれもプレミア付き公募が主体となった。したがって、これらの公募に応ずるとはいえなかったと利回りが低い投資となり、値上がりによる譲渡利益を目的としない限り必ずしも有利とはいえなかったと考えられる。同様の事情は、製造業株の中で、「時局産業」ではないにもかかわらず比較的堅調に伸びた紡績業が割当て増資中心であったことなどにも見出される。以上の増資方法に関する産業別の相違については、志村 [1969] 153、160、176～179 頁参照。

表 13 株式投資業種別・類型別 (2) (1932 年、1937 年)

(単位：千円、%)

	合計		四大生保		財閥系 4 社		その他	
	1932 年	1937 年	1932 年	1937 年	1932 年	1937 年	1932 年	1937 年
電灯電力	28,429	166,420	13,072	81,591	1,813	37,131	13,544	47,698
ガス	15,984	39,656	5,390	14,492	591	11,715	10,003	13,449
鉄道軌道	39,109	54,626	12,156	22,390	2,264	6,373	24,689	25,863
金融	28,576	43,876	6,077	13,119	9,999	19,329	12,500	11,428
信託	2,432	2,567	422	412	1,107	1,356	903	799
保険	7,093	13,279	748	3,936	2,381	4,978	3,964	4,365
鉱業	4,499	50,239	767	16,452	478	11,742	3,254	22,045
繊維工業	20,180	101,376	5,767	56,106	729	16,493	13,684	28,777
製紙業	4,704	37,375	896	19,100	375	10,990	3,433	7,285
食料品工業	6,229	44,817	893	19,984	221	11,251	5,115	13,582
化学工業	4,367	40,171	1,062	16,939	435	8,935	2,870	14,297
窯業	1,577	12,660	606	3,957	33	6,372	938	2,331
機械器具	4,884	103,919	2,980	50,835	0	17,836	1,904	35,248
土地建物	2,856	1,577	151	80	1,155	1,273	1,550	224
その他	25,257	47,367	5,688	12,613	2,961	9,917	16,608	24,837
合計	196,176	759,926	56,675	332,005	24,542	175,692	114,959	252,229
電灯電力	14.5%	21.9%	23.1%	24.6%	7.4%	21.1%	11.8%	18.9%
ガス	8.1%	5.2%	9.5%	4.4%	2.4%	6.7%	8.7%	5.3%
鉄道軌道	19.9%	7.2%	21.4%	6.7%	9.2%	3.6%	21.5%	10.3%
金融	14.6%	5.8%	10.7%	4.0%	40.7%	11.0%	10.9%	4.5%
信託	1.2%	0.3%	0.7%	0.1%	4.5%	0.8%	0.8%	0.3%
保険	3.6%	1.7%	1.3%	1.2%	9.7%	2.8%	3.4%	1.7%
鉱業	2.3%	6.6%	1.4%	5.0%	1.9%	6.7%	2.8%	8.7%
繊維工業	10.3%	13.3%	10.2%	16.9%	3.0%	9.4%	11.9%	11.4%
製紙業	2.4%	4.9%	1.6%	5.8%	1.5%	6.3%	3.0%	2.9%
食料品工業	3.2%	5.9%	1.6%	6.0%	0.9%	6.4%	4.4%	5.4%
化学工業	2.2%	5.3%	1.9%	5.1%	1.8%	5.1%	2.5%	5.7%
窯業	0.8%	1.7%	1.1%	1.2%	0.1%	3.6%	0.8%	0.9%
機械器具	2.5%	13.7%	5.3%	15.3%	0.0%	10.2%	1.7%	14.0%
土地建物	1.5%	0.2%	0.3%	0.0%	4.7%	0.7%	1.3%	0.1%
その他	12.9%	6.2%	10.0%	3.8%	12.1%	5.6%	14.4%	9.8%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

資料：「生命保険会社所有株式分析表」『生命保険会社の批判』（東洋経済新報社）各年

あったのに対して、四大生保と財閥系4社の運用額は2倍に伸びていた。これにより四大生保だけで1937年には運用資産の51.9%（1932年は43.8%）と過半を占めるようになった（後掲図11も参照）。しかも、運用資産中の株式投資についてみると、全体の伸びが4倍弱であったのに対して四大生保は5.9倍、財閥系4社は7.2倍と急増し、株式投資への傾斜を強めていたから、有力生保会社の株式投資における地位の上昇は際立つことになった。

以上の変化を通して、株式市場での生保会社の地位はこの時期に格段に上昇し、1934年には銀行の株式保有額を超えるまでになったといわれている。表14は、1935年を基準にして有力企業を対象として、銀行・保険・信託の保有する業種別の株式保有数の分布を示したものである。これによると、合計274社の総発行株数1億4,020万株に対して、10.7%に当たる1,500万株を3種の金融機関で保有し、しかもその半分が生保会社によって保有されていた。

金融機関別の投資分野では、普通銀行が鉄道・電力・造船・信託・金属機械、損害保険が損害保険・電力・信託・金属機械・鉄道、信託が鉄道・金属機械・銀行・電力であったのに対して、生命保険は鉄道・電力・金属機械・鉱業・ガスの順になっていた。各機関によって順位に微妙な変動があり、全般的には総株数の分布に対応していたということが出来るが、総株数でのウエイトの高い鉱業、紡績、運輸通信、化学などの株式では各金融機関保有額が少なかったこと、損害保険における持株支配の進展を反映した同業種株式の保有率が高いこと、これと対照的に相互会社制度の普及していた生命保険における同業種株保有が少なかったことが目につく特徴であろう。

生保会社の産業別の投資の特徴を示すために、表15に「特化度」（表15の備考参照）を示した。運用可能な資金量の増加とともに、市場での資金需要に対応した変化がみられたことは事実であろうが、それでも、生保会社では、証券・ガス・製糖・製紙などで投資比率（特化度）が高く、金融機関・運輸通信・造船などでは低いなど、全体の構成と比べても、また他の金融機関と比べても特徴的な投資行動をとっていたということが出来る³⁹。

こうした中で、表14に戻って、改めて注目しておきたいのは、特殊銀行、普通銀行、貯蓄銀行、生命保険、損害保険、信託の5つの金融機関種別でみたとき、その中では生命保険の持株数が第1位になる業種（表中の網掛け部分）が27業種中17業種と圧倒的に多かったことである。これに対して、普通銀行では銀行・生命保険・信託・造船・倉庫の5業種、損害保険では損保・運輸通信の2業種、特殊銀行が取引所・証券の2業種にすぎなかった。上場企業274社の株主に関する集計にすぎないが、対象となる大企業の株主としては生保会社の地位が他の金融機関に比して極めて大きくなっていった。つまり、この時期の生保会社は有力な企業の中でかなり広い

39 金融機関相互の相違点に関しては、株式や社債の引受業務において、「保険会社は（信託会社とは）対照的であり、とくに生保会社のように、いわゆる株式引受業務はもとより募集業務にも直接関係することではなく、ほとんどの場合、株式の公開・売出しに際し、投資を目的とした株式の引受け＝買取りを行うにとどまった」と指摘されていることも重要であろう。志村〔1969〕276頁。

表 14 金融機関別株式投資（1935 年下期末）

業種	社数	(単位：千株)									
		総株数	特殊銀行	普通銀行	貯蓄銀行	銀行小計	生命保険	損害保険	保険小計	信託	合計
銀行	15	⑤ 8,812	49.5	236.4	73.3	359.1	175.8	81.8	257.6	③ 79.6	696.4
生命保険	5	220		14.0	7.2	21.2	1.4	9.4	10.7	1.0	32.9
損害保険	15	3,450		266.3	9.9	276.2	124.7	① 422.8	547.6	5.2	829.0
信託	9	2,780	119.9	④ 365.6		485.5	99.5	③ 96.5	196.0		681.5
運輸通信	10	6,009	2.3	23.0	5.0	30.3	71.7	79.3	151.0	3.4	184.6
鉄道軌道	35	② 21,214	310.2	① 920.0	412.2	1,642.4	① 1,476.0	⑤ 85.8	1,561.8	① 232.4	3,436.6
電灯電力	34	① 31,029	34.2	② 608.5	244.2	886.9	② 1,414.5	② 155.7	1,570.2	④ 73.3	2,530.4
ガス	7	4,706		129.1	161.0	290.1	⑤ 499.7	54.7	554.4	17.3	861.9
紡績	23	④ 8,893	8.4	46.2	32.7	87.3	413.6	5.8	419.4	5.8	512.5
人絹	10	4,410	174.0	54.9	24.9	253.9	222.3	3.3	225.6	12.0	491.4
製糸毛織製麻	7	1,865		19.7	9.3	28.9	60.6		60.6	2.9	92.4
取引所	3	322	1.8	1.5		3.3				1.0	4.3
証券	3	460	129.7	1.0		130.7	52.0		52.0	0.6	183.3
製糖	8	4,889	70.5	46.0	78.3	194.8	373.8	49.7	423.4	8.6	626.8
鉱業	10	③ 12,850		67.5		67.5	④ 520.0	33.8	553.9	8.6	629.9
金属機械	30	7,714	47.3	⑤ 245.2	10.3	302.8	③ 539.7	④ 86.1	625.8	② 109.6	1,038.2
造船	3	1,860		③ 540.1	12.8	552.9	9.1	1.4	10.4	2.0	565.4
製紙	1	1,883	18.2		32.0	50.2	215.1	15.0	230.1		280.2
飲料製氷	3	2,149	12.3	7.3	18.8	38.4	106.2	6.0	112.2		150.6
製菓製粉	3	930			7.9	7.9	60.4		60.4		68.2
化学工業	14	6,165		66.7	8.8	75.4	334.6	20.0	354.6	18.2	448.2
窯業	9	4,072		122.0		122.0	155.8	2.4	158.1	2.4	282.5
倉庫	2	300		138.5		138.5					138.5
加工業	2	110		4.3		4.3				0.5	4.8
ゴム	2	310					17.4		17.4		17.4
商業	3	850		1.3		1.3	68.1	1.2	69.3	4.7	75.2
土地建物拓殖	8	1,950		25.5	10.5	35.9	79.5	15.9	95.4		131.3
合計	274	140,201	978.3	3,950.5	1,158.9	6,087.7	7,091.4	1,226.4	8,317.8	589.1	14,994.6

備考：金属機械は、冶金工作と原資料では表記されている。丸数字は列内の順位。

資料：小野 [1936] 194 頁

範囲で上位株主に進出しており、機関投資家としての地位を揺るぎないものにつつあったと考えられる。

これは、すでに指摘されている株式所有構造の「法人化」をもたらした要因の一つであったが⁴⁰、この点を確認するために、1919 年の同様の集計と比較しておこう

40 志村 ([1969] 408~409、430~431 頁) によれば、有力企業のうち (1919 年 379 社、1937 年 477 社) の大株主が保有する株数は、1919 年に 21.0%、1937 年に 37.4%であったが、このうち 1919 年には個人が 15.5%、銀行 0.8%、法人会社 3.1%、保険・信託・証券 0.5%、であった。これが、1937 年には個人比率が 5.9%に低下し、法人会社 20.7%、銀行 2.1%、保険等 4.8%となった。志村はこのデータに基づいて株主の「法人化」を指摘しているから、発言力をもつ大株主の中では、保険会社の地位は大きく上昇したとみられる。信託・証券などと合わせた数値ではあるが、生命保険の資金量が圧倒的に大きかったから保険等の株主の中心は生保会社であったとみてよい。なお、法人会社の中心となっていたのは持株会社および資産保全会社である。これについては、粕谷・武田 [1990] 参照。

表 15 金融機関別株式投資業種別構成比と特化度（1935 年下期末）

業種	社数	総株数の 構成比	普通銀行		生命保険		損害保険		信託		合計	
銀行	15	6.3%	6.0%	0.952	2.5%	0.394	6.7%	1.061	13.5%	2.150	4.6%	0.739
生命保険	5	0.2%	0.4%	2.258	0.0%	0.126	0.8%	4.885	0.2%	1.082	0.2%	1.398
損害保険	15	2.5%	6.7%	2.739	1.8%	0.715	34.5%	14.010	0.9%	0.359	5.5%	2.247
信託	9	2.0%	9.3%	4.667	1.4%	0.708	7.9%	3.968		0.000	4.5%	2.292
証券	3	0.3%	0.0%	0.077	0.7%	2.235		0.000	0.1%	0.310	1.2%	3.726
運輸通信	10	4.3%	0.6%	0.136	1.0%	0.236	6.5%	1.509	0.6%	0.135	1.2%	0.287
鉄道軌道	35	15.1%	23.3%	1.539	20.8%	1.376	7.0%	0.462	39.5%	2.607	22.9%	1.515
電灯電力	34	22.1%	15.4%	0.696	19.9%	0.901	12.7%	0.574	12.4%	0.562	16.9%	0.762
ガス	7	3.4%	3.3%	0.974	7.0%	2.099	4.5%	1.329	2.9%	0.875	5.7%	1.712
紡績	23	6.3%	1.2%	0.184	5.8%	0.919	0.5%	0.075	1.0%	0.155	3.4%	0.539
人絹	10	3.1%	1.4%	0.442	3.1%	0.997	0.3%	0.086	2.0%	0.648	3.3%	1.042
製糸毛織製麻	7	1.3%	0.5%	0.375	0.9%	0.642		0.000	0.5%	0.370	0.6%	0.463
製糖	8	3.5%	1.2%	0.334	5.3%	1.512	4.1%	1.162	1.5%	0.419	4.2%	1.199
鉱業	10	9.2%	1.7%	0.186	7.3%	0.800	2.8%	0.301	1.5%	0.159	4.2%	0.458
金属機械	30	5.5%	6.2%	1.128	7.6%	1.383	7.0%	1.276	18.6%	3.381	6.9%	1.258
造船	3	1.3%	13.7%	10.305	0.1%	0.097	0.1%	0.086	0.3%	0.256	3.8%	2.842
製紙	1	1.3%		0.000	3.0%	2.258	1.2%	0.911		0.000	1.9%	1.391
飲料製氷	3	1.5%	0.2%	0.121	1.5%	0.977	0.5%	0.319		0.000	1.0%	0.655
製菓製粉	3	0.7%		0.000	0.9%	1.284		0.000		0.000	0.5%	0.686
化学工業	14	4.4%	1.7%	0.384	4.7%	1.073	1.6%	0.371	3.1%	0.703	3.0%	0.680
窯業	9	2.9%	3.1%	1.063	2.2%	0.756	0.2%	0.067	0.4%	0.140	1.9%	0.649
加工業	2	0.1%	0.1%	1.387		0.000		0.000	0.1%	1.082	0.0%	0.408
ゴム	2	0.2%		0.000	0.2%	1.110		0.000		0.000	0.1%	0.525
商業	3	0.6%	0.0%	0.054	1.0%	1.584	0.1%	0.161	0.8%	1.316	0.5%	0.827
倉庫	2	0.2%	3.5%	16.384		0.000		0.000		0.000	0.9%	4.317
取引所	3	0.2%	0.0%	0.165		0.000		0.000	0.2%	0.739	0.0%	0.125
土地建物拓殖	8	1.4%	0.6%	0.464	1.1%	0.806	1.3%	0.932	0.0%	0.000	0.9%	0.630
合計	274	100.0%	100.0%	1.000	100.0%	1.000	100.0%	1.000	100.0%	1.000	100.0%	1.000

備考：特化度とは、総株数の構成比に対する当該投資機関の構成比の相対比率で、1であれば、集計対象となって企業の総株数の分布に見合った投資配分を示し、1より大きければ、その産業への投資比率が高いことを表現する。

資料：小野 [1936] 194 頁

(表 16)。

1919 年には銀行、保険とも金融機関の株式保有は 1935 年に比べて極端に金融株に偏っており、これに発行株数の多い電力と鉄道が加わる構成であった。

それ以上に際立った差異は、金融機関の保有株数が発行株数に占める割合が極めて小さいことであろう。生保会社の保有比率は 1.1%、4 機関計でも 3.8% にすぎず、4 機関計でみると損害保険株の 12.5%、電力株の 5.9%、鉄道およびガス株の 4.8% がやや大きいだけであり、金融機関が主要企業の株主として占める地位は極めて低かったのである。

表 16 1919 年の金融機関別保有株数

(単位：千株、%)

	1919 年								1929 年	
	発行株数	普通 銀行	貯蓄 銀行	生命保険		損害 保険	4 機関計		生保会社株数	
特殊銀行	3,080	175	69	26	3.4%	8	278	9.0%	494	8.6%
普通銀行	6,563	93	64	107	13.9%	49	313	4.8%		0.0%
生命保険	343	0	10	3	0.4%	12	25	7.3%	223	3.9%
損害保険	2,005	45	59	60	7.8%	86	250	12.5%		0.0%
信託	1,500	9	4	3	0.4%	3	20	1.3%	210	3.7%
小計	13,491	322	206	199	25.9%	159	886	6.6%	927	16.2%
紡織	8,725	67	35	58	7.5%	2	161	1.9%	364	6.3%
製糖	3,256	20	38	13	1.7%	4	75	2.3%	104	1.8%
製紙	2,153	5	21	24	3.1%	1	51	2.4%	181	3.2%
窯業	1,075	2	1	4	0.6%	0	7	0.6%	66	1.2%
化学	2,709	16	26	5	0.7%	1	47	1.7%	87	1.5%
造船	1,680	6	4	2	0.3%	2	14	0.8%	114	2.0%
機械金属	3,766	15	9	17	2.2%	0	40	1.1%		0.0%
鉱業石油	5,282	9	17	21	2.7%	2	48	0.9%	181	3.2%
鉄道	6,522	119	43	135	17.5%	15	312	4.8%	1,437	25.1%
海運	4,784	31	24	26	3.4%	23	105	2.2%	51	0.9%
電力	10,703	313	128	141	18.3%	44	627	5.9%	1,576	27.5%
ガス	1,622	28	20	26	3.3%	5	78	4.8%	220	3.8%
その他	6,123	107	58	99	12.8%	29	293	4.8%	428	7.5%
合計	71,891	1,059	630	770	100.0%	286	2,745	3.8%	5,737	100.0%
	100.0%	1.5%	0.9%	1.1%		0.4%	3.8%			

資料：武田 [1986b] 69 頁

この中で、金融機関の中では株式保有が相対的に大きかった生保会社の特徴は、ほかに比べて金融株の比重が小さく、鉄道株への投資が大きかったことであった。金融・公益部門以外には紡績が目立つ程度で、製造工業株式への投資はほとんどなかった。このような特徴が 1930 年代の半ばにもかなりの程度残っていたことはすでに指摘してきたところから十分に理解されるであろう。ただし、同表に参考表示した 1929 年の生保会社の保有株式数を含めてみると、1920 年代に鉄道部門と電力部門への投資が大きく前進し、両者の株式が株数では 1929 年に 50% を超えていたことが判明する。したがって、1919 年からの業種別の投資分野の変化については、1929 年までに公益部門への投資が拡大基調にあったのに対して、1930 年代にはいってそれへの集中から脱却する方向に転換していたことが注意されなければならない。

1930 年代に生保会社の投資分野が多様化していった理由の 1 つは、投資リスクの分散の追求という面があったことは事実であろう。しかし、ここで注目しておきたいのは、すでに紹介した取引の活発化という事実である。これまでみてきた残高ペー

表 17 生命保険会社の事業外収支と当期利益

(単位：千円、%)

年次	事業外収入				事業外 損益 B	当期 損益 C	A/B	A/C
	収入利息	売却益 A	評価益	小計				
1928	77,271	8,362	6,178	91,811	76,491	50,571	10.9	16.5
1929	82,312	6,064	4,950	93,326	52,891	30,733	11.5	19.7
1930	87,302	1,213	4,799	93,314	31,653	28,849	3.8	4.2
1931	92,203	2,809	11,449	106,461	77,278	40,794	3.6	6.9
1932	105,014	5,733	18,242	128,989	104,255	53,403	5.5	10.7
1933	109,142	15,244	12,729	137,115	122,290	74,025	12.5	20.6
1934	115,075	24,665	12,983	152,723	128,961	70,571	19.1	35.0
1935	125,005	21,993	9,426	156,424	129,608	75,824	17.0	29.0
1936	136,659	32,983	5,570	175,212	147,760	96,638	22.3	34.1
1937	154,586	32,099	7,109	193,794	161,705	104,360	19.9	30.8
1938	174,412	15,982	28,632	219,026	159,724	101,024	10.0	15.8
1939	194,284	41,897	10,443	246,624	227,955	114,303	18.4	36.7
1940	189,077	23,893	24,454	237,429	167,383	113,463	14.3	21.1

スの推移では必ずしも明確ではないが、生保会社は、この時期の株価の上昇によってかなりの売却益を取得するようになっていたからである。その点は、表 17 によって明らかであろう。

この表から、1934～37年に売却益が2,000万円から3,000万円台に達し、事業外収入の主要な部分を構成するようになったことが判明する（評価損・売却損などを含めた検討は後述する）。事業外損益に対する貢献は、1933年に10%台に回復し、1936年には22%に達した。また、総合した当期損益と売却益を対比すると、その比率は1934年に35%を記録し、その後も1937年まで30%前後となっていた。これほど大きな売却益を計上しうるような株式売買操作が実施されていたことになる。

このような操作が可能になった基盤には、景気回復による株価上昇があったが、それは重化学工業部門に主導されたものであったから、売却益の取得のためには、これらのそれまであまり多くの投資が行われていなかった業種の株式を取得していくことが必要であったと考えてよい。こうして生保会社は株式投資へと傾斜した資産運用を行う中で、その利得の機会を株式取引による譲渡利益の獲得にも見出し、これに積極的に乗り出していった⁴¹。その結果が、すでにふれたような重工業株を中心とした投資分野の多様化に結びついたのである。換言すれば、投資分野の分散化は、リスクの分散による収益の安定性確保を誘因としたのではなく、収益性の向上を目的として、それまでの安定性を重視した公益事業部門中心の運用の殻を打破ることによって実現されたのであった。

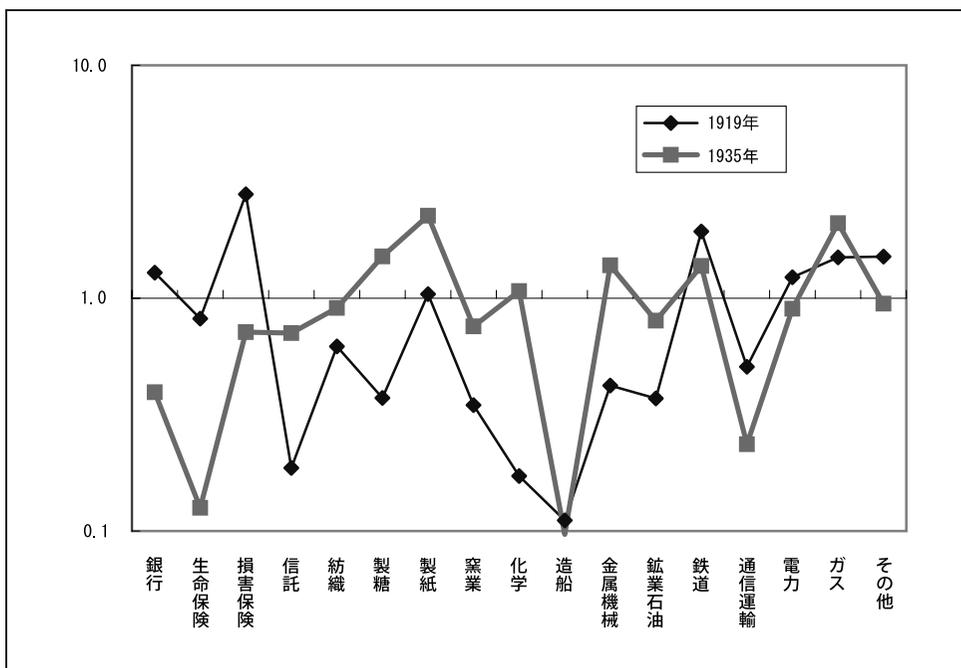
このような変化が株式市場の動向とどのような関係をもったかを示すために、前

41 竹森 [1937] は、1936年にかけての売却益の増大について、各社の経営事情によるところが大きいと留保しながら、「多くの社においては、売却益の多額を以て、直に利益捻出に焦慮した結果、狂奔した結果、そして偶然にも、或いは幸運にもそれが成功した結果と見て、あやまらぬものはないだろう」とし、生保各社の運用が投機化していると指摘していた。

掲表 15 と表 16 を利用して 1919 年と 1935 年の 2 時点における産業別の株式保有の特化度を比較したのが図 9 である。金融株への特化がみられた 1919 年に対して 1935 年にはこれが大きく後退し、紡績から鉱業石油までの造船を除く鉱工業部門への特化度が大きく変化した。安定的な金融商品と考えられていた金融株や公益事業株では、これらとは逆の動きを示しているから、この時期の生保会社の投資行動が市場拡大の趨勢に順応しつつ、これに積極的に対応していたと評価することは無理ではないだろう。

売買の活発化は、野田（[1962] 162～171 頁）によると、生保会社と株式市場の関係を変化させたという。その 1 つは、取引の大口化に伴って清算取引を利用する必要が生じたこと、第 2 は、生保会社の株式操作の市場への影響力が強まり、「羅針盤に等しい作用をもつ」といわれるようになったことである。このことは、小野清造の表現を借りれば、「生保会社が其所有株式を売放すと云ふことは、特に市場が行悶え乃至下降傾向をとってゐる場合に於ては意外の衝撃を与えやすい。結果は生保会社自身の株売却を困難ならしめぬ迄も著しく不利に導くと云ふことであり場合によっては一般投資家にも不測の損害を与えると云ふことである」という制約をもたらした⁴²。つまり、有力な生保会社にとっては、その豊富な資金量にものをいわせて

図 9 投資の産業別特化度の変化（1919 年と 1935 年）



42 小野 [1936] 196 頁。なお、第一生命 [2004] 171 頁によれば、同社石坂専務は、1936 年 9 月の支部長会議の席上、「現在、証券界では当社は大手筋になっています。おこがましい話ですが、株のことは第一生命に開けといわれる位で、第一生命の行動は株界に注視せられ、ある程度市場を左右しうる。(中略) それだけに慎重を要します」と述べたという。これも同様の事態を示している。

活発な取引を行うことは難しい市場環境が形成されたのである。機関投資家としての生保会社の動きが市場関係者の注目を浴びるようになるという現代的な状況が生れつつあった。その結果、有力生保会社は、その資産内容の相対的な優越性もあって、株式取引による譲渡利益の獲得について、中堅以下の生保各社に比べて慎重にならざるをえなかった。このことは、運用面では規模の経済性がむしろ制約されていたことを示唆しており、後述する売却益などにかかわる運用方針に資本類型別の差異をもたらす要因の1つであった。

一方、社債投資については、1932年には有価証券中の比率が50%を超え、株式の2倍以上に達していた。しかし、その後の株式の急激な増加は、社債の相対的位置を低下させた。すでにふれたように社債発行が資金調達方法として1936~37年に極端に地位を落としたことが理由であったが、その反面で、株式ブームにのることが困難な公益部門を中心に社債による資金調達も堅調に推移していたから、生保会社の有価証券投資残高でみたとき、社債が株式に首位の座を明け渡すのは、1937年になってからである。分野別では、金融債・鉄道債・電力債が中心であることに大きな変化はなく、この3部門が株式同様にいくぶん比重を低下させていた。

株式とは異なって、各社別の保有社債の業種別集計値は得られないので資本類型別の検討は同一基準ではできないが、麻島昭一による整理に従って1927年と1937年の四大生保、および財閥系4社の社債保有額を示すと、その地位が株式以上に大きかったことがわかる(表18)。すなわち、四大生保の社債保有額は1927年には全生保会社保有社債(1928年末)の40.6%に相当し、財閥系4社は19.6%、両者を合わせた8社合計で60.2%であった。これが1937年には四大生保のシェアは55.7%、財閥系4社は28.9%、合計は実に84.6%に達したのである。保有の中心は四大生保も財閥系4社も電力・鉄道・金融の3分野が中心で、財閥系4社が電力への傾斜が強かったのが、1937年には金融債の保有増加で鉄道と同規模となり、他方四大生保では鉄道債が増加して電力債と同規模となった。このうち鉄道債の中心は、南満州鉄道社債であり、生保会社の資金運用が急激に展開する満州国建設にかかわる資金調達に満鉄債を通して大きく貢献していたことが示されている。製造業関係の社債は1927年には大合同前の王子製紙、樺太工業などの製紙会社債が目立っていたが、1937年にかけて製造業分野に対する社債市場経由の資金供給は絶対額では増加したものの、そのウエイトを低下させたのである。

株式における有力生保会社(四大生保および財閥系4社)のシェアの拡大と、社債における有力生保会社の地位の圧倒の高さから、有価証券投資において「その他」の中小生保が、資金量の絶対的劣位の中で株式への依存度を高めていたことを推定することが可能であろう。有価証券中の株式の比率を1928年と1937年で対比して示すと表19のようになる。

もともと、生保会社が、すべて一様に株式に傾斜した資産運用を行っていたわけではなく、そのため、1928年時点の株式比率は最高の大正生命91%から最低の寿生命9%(表掲出外)まで大きな開きがあり、しかも、規模との相関が考えられるものの、50%前後の第一・千代田と、10%台の明治・日本のように、有力生保会社でも

表 18 社債投資残高事業別

(単位：千円、%)

年次	1928 年		1932 年		1934 年		1937 年	
金融債	40,503	14.6%	70,306	16.4%	66,751	12.2%	79,697	12.3%
鉄道	55,749	20.0%	106,088	24.7%	150,849	27.6%	171,578	25.2%
電力	85,830	30.9%	145,796	33.9%	204,840	37.5%	204,032	31.5%
紡績	5,418	1.9%	12,809	3%	23,102	4.2%	31,779	4.9%
食品	7,273	2.6%	11,723	2.7%	9,768	1.8%	7,880	1.2%
化学・製紙	31,105	11.2%	45,169	10.5%	30,409	5.6%	44,710	6.9%
セメント	4,071	1.5%	5,637	1.3%	6,016	1.1%	10,460	1.6%
機械金属	0	0.0%	2,888	0.7%	21,763	4.0%	13,254	2%
鉱業	0	0.0%	8,792	2%	12,659	2.3%	20,014	3.1%
その他	48,171	17.3%	20,421	4.8%	20,131	3.7%	65,269	10.1%
合計	278,120	100.0%	429,629	100.0%	546,288	100.0%	648,673	100.0%

年次	1927 年				1937 年			
	四大生保		財閥系 4 社		四大生保		財閥系 4 社	
金融債	21,087	18.7%	5,165	9.4%	38,848	10.8%	34,699	18.5%
鉄道	18,509	16.4%	10,769	19.7%	98,592	27.3%	35,067	18.7%
電力	33,280	29.5%	20,183	36.9%	101,310	28.0%	69,968	37.3%
紡績	5,847	5.2%	2,239	4.1%	28,974	8.0%	10,823	5.8%
食品	3,799	3.4%	2,239	4.1%	9,139	2.5%	2,443	1.3%
化学・製紙	14,816	13.1%	6,015	11.0%	19,602	5.4%	7,178	3.8%
セメント	1,054	0.9%	226	0.4%	7,833	2.2%	1,684	0.9%
機械金属	1,054	0.9%	328	0.6%	9,903	2.7%	1,803	1.0%
鉱業	1,250	1.1%	1,939	3.5%	0.0%	0.0%	4,021	2.1%
その他	12,124	10.7%	5,614	10.3%	47,173	13.1%	19,889	10.6%
合計	112,820	100.0%	54,717	100.0%	361,374	100.0%	187,575	100.0%

資料：小野 [1936] 182～183 頁、および『生命保険会社の批判』（東洋経済新報社）各年、麻島 [1991]。

ばらつきが大きく、低率の明治では全体の 3 分の 1 が国債に、また日本では同じく 3 分の 1 が地方債に運用されるという差異があった。こうした差異は、各生保会社の資本的関係による面があると同時に、資金運用そのものが「一部の重役の判断」に依存するといわれたように、資産運用にかかわる調査・意思決定機構が未熟であった時代の制約による面が少なくなかった⁴³。

43 例えば、四大生保の 1 つである第一生命では、大正時代には投資案件の意思決定は、「従来同様、大橋新太郎、服部金太郎などの社外重役に負うところが大きく、投資先の経営者の器量を重視する『徹底した人物本位』の投資であった」とされている。そして、同社の資産運用にかかわる事務と金銭出納・経理事務のすべてを、1920 年から 10 年以上にわたって会計課長が一人で取り仕切っていたという（第一生命 [2004] 168 頁）。資産運用が軽視されていたこと、運用にかかわる情報やノウハウの蓄積がないために、社外重役という情報源に依存したのである。

表 19 対有価証券株式比率

		1937 年						
		80%以上	70%以上	60%以上	50%以上	40%以上	30%以上	30%未満
1928 年	80%以上	大正、 日本教育						
	70%以上		片倉、 日本共立	第一徴兵、 日本徴兵				
	60%以上		仁寿	有隣				
	50%以上	富士		福德		第一		
	40%以上	太平、富国	愛国		千代田		大同	
	30%以上		日清	常盤、福寿			住友	
	20%以上					帝国、三井	安田	
	20%未満	太陽					明治	日本

もちろんこのような状態は、昭和恐慌前後にすでにふれたように部分的には改善された⁴⁴。比較的早くに財務運用の重要性に注目したのは日本生命であるが、同社では、それまでの資産運用のチェック機能が不十分であるとの反省のもとに、1929年に財務局を再編成し、精査課を新設して財務の実態分析手法を導入することを試みたという（日本生命保険 [1992] 535 頁）。これに対して、本格的な財務機構の着手に先鞭をつけたのは帝国生命であった。同社では 1928 年 6 月に「財務会議を開設し、以後毎週一回、社長以下七人により会合を開き、調査課の調査に基づいて投資について協議し、そのうえで、月二回の重役会議にかけ満場一致の場合に限り実行することになった」⁴⁵。

このような帝国生命の取組について、同社の名取夏司専務は、1930 年の雑誌『ダイヤモンド』新年号において、次のように説明している。

単に生保投資は利回を良くするといふことだけに止まるならば、問題は比較的簡単でありおそらく本年度の利回は昨年度より幾らか良くなる可能性を予想し得るが、利回と共に危険分散及び個々の投資物件が良好でなければ、決して優れたる投資管理とは云へない。

生保会社の財産運用は確実性と収益性の調和が必要条件であり、ただに投資の時に当って慎重なる考慮を要するのみならず、一旦投資したる後に於いても、継続的に適当なる監視を要するのである。

44 小野 [1936]、山中 [1966]。

45 麻島によれば、「昭和初期になって大生保では一定の財務機構が整備された」。これは山中の指摘（前掲注 1 参照）と同趣旨であるが、さらに具体的に帝国生命に関して、1928 年 6 月から「財務会議を開設し、以後毎週一回、社長以下七人により会合を開き、調査課の調査に基づいて投資について協議し、そのうえで、月二回の重役会議にかけ満場一致の場合に限り実行することになった」ことが示されている（麻島 [1991] 1088 頁）。しかし、麻島は、このような帝国生命の取組は、日本生命を除けば例外的で先駆的であったという。

こうして帝国生命では投資調査機関を常設して専門的な研究を行い、それに基づいて、財務会議と重役会に諮って総合的に投資を決定する体制が整えられた⁴⁶。

収益性とともな確実性が重視され、「危険分散」に言及されている貴重な証言であるが⁴⁷、このような考え方がようやく明確に意識され始めたのがこの時代であったということができる。

こうして財産運用にかかわる個々の経営の模索が続く中で、1937年になると、有価証券投資中の株式比率は全般的に上昇し、1928年には50%以下であった多くの生保会社が、60~90%という高率の領域にシフトしていった。この間、第一生命が株式比率を低めたこともあって、千代田生命を除く四大生保は株式比率の低いグループにまとめられ、公社債と株式にリスクを分散し、運用の効率化を図っていたことがわかる。また、四大生保以外では、財閥系4社と大同生命が社債比率が高く、四大生保に類似した有価証券構成をもっていた。このように、株式投資の増大は、上述の9社を除く中規模以下の生保会社の株式投資への傾斜を伴って進展し、他方で、大口増資の共同引受や、大量に発行された国債や満州開発に関連する社債の消化にも組織的な対応をとった有力生保会社との規模別の差異を生み出していったのである⁴⁸。

そのことは当然のことながら、各社の収益構造にも影響を与えた。

1932年と1939年について、各社の運用資産額と運用資産額に対する売却益の比率を算出して図示すると図10のようになるが、1930年代末にかけて運用資産額で1億円以下のグループが売却益の比率を高めていたことが明らかであろう。四大生保と類似した有価証券構成をもつ中堅生保のうち大同生命と安田生命が売却益比率が低いなどの例外もあるが、中堅以下の生保会社の多くは、その運用資産に対する利息配当とともに、売却操作による利益を求めて行動していた。その結果、図11のように、運用資産の利回りは、売却益の比率が高いほど概して高い領域に位置することになったが、そのこと自体は収益構造の安定性の欠如という問題を生じさせることにもなったのである。

ところで、株式における多様化と社債における公益部門中心の運用との結果、生保会社の投資分野はどのような構成になったであろうか。この点は前期と同様に徴兵保険を含めた数値であるが、表20に示されている。1932~37年に増加が著しかったのは、国債、電気ガス、化学、鉱業の順であった。国債発行の増大という高橋財政

46 資料引用も含め朝日生命 [1990] 上巻 709 頁。このような試みが業界の注目を浴び、そのために「他社幹部の参観者も少なくなかった」といわれているから、この時期まで、生保会社の資産運用方針にかかわる意思決定機構は未熟であったと評価することが妥当であろう。

47 その一方で、第一生命では 1932 年に従来の会計課から資産運用事務を分離して財務課を新設し、その担当者として矢野社長の長男で三菱銀行に勤務していた矢野一郎を迎えたとはいえ、その運用の判断基準は「事業の経営の中心となる人物」の評価に重きを置くというものであった（第一生命 [2004]）。

48 この場合、重要な点は生保会社の規模の格差が格段に大きかったことであった。研究の視点として、財閥系であるかどうか注目した杉山の研究を軽視すべきではないが、運用資産で 1 億円に満たない多くの中小生保と五大生保との差は拡大しつつあったからである。このような規模別格差を第 1 の基準として、中規模会社の中で財閥系生保 3 社（明治生命は五大生保に含まれている）が、上位グループに類似した運用を行っていたのである。

図 10 運用資産と売却益比率

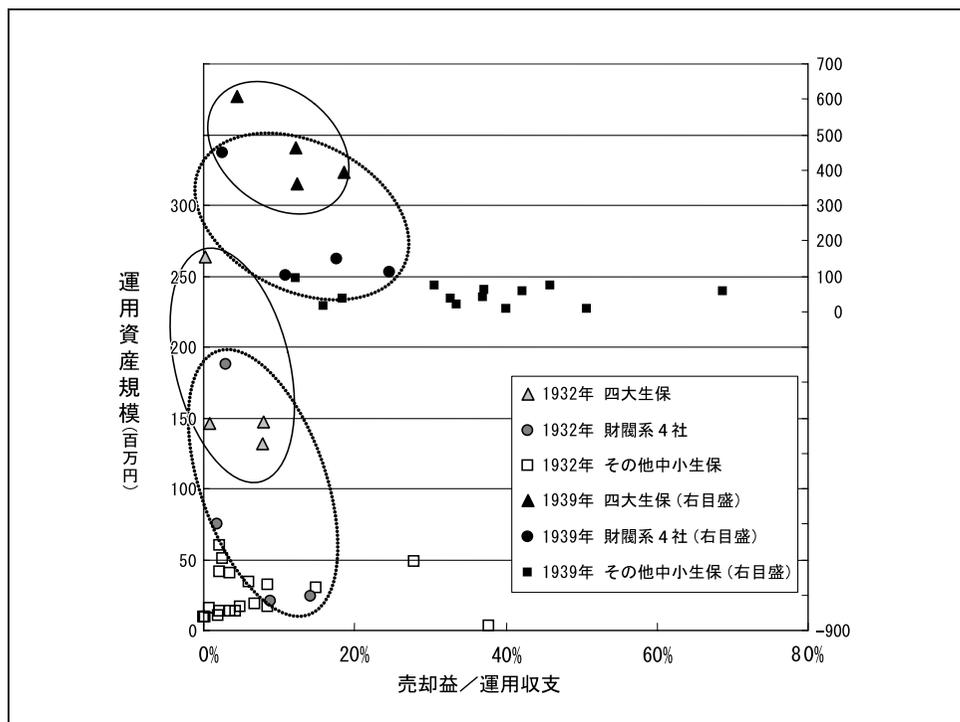


図 11 運用資産利回りと売却益比率

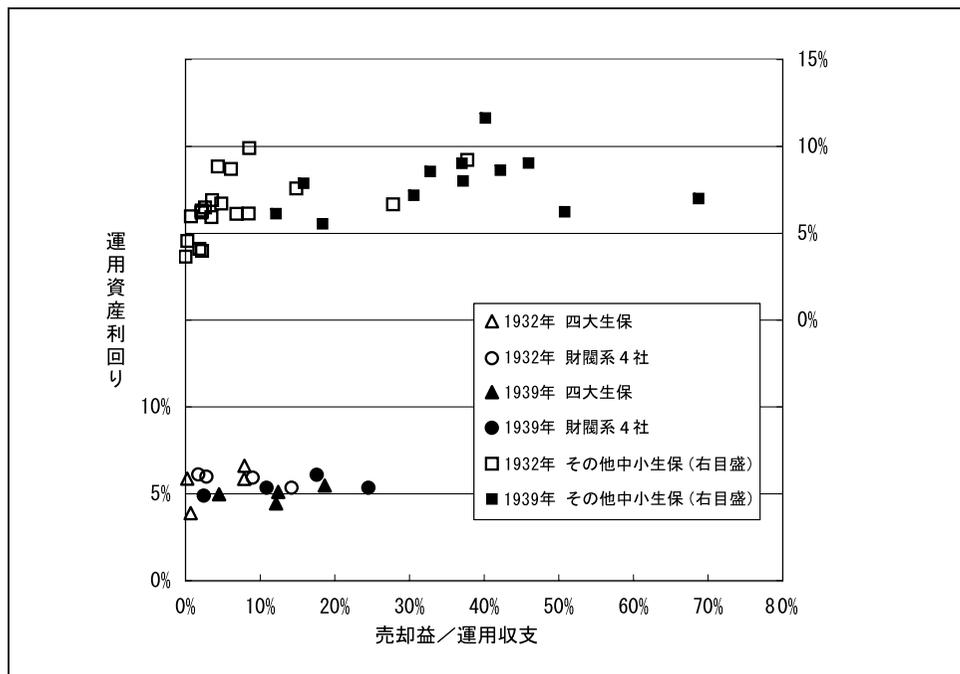


表 20 生命保険・徴兵保険の資産投資種別 (2) (1932~37年)

(単位：千円)

	1932年	1933年	1934年	1935年	1936年	1937年	増加額
国債	103,034	117,204	165,408	208,142	259,572	363,625	260,591
地方債	159,475	184,238	152,967	193,337	214,810	239,741	80,266
銀行	258,819	295,651	304,789	310,876	430,674	387,398	79,003
信託・保険	49,576	52,893	50,828	54,861			
勸業拓殖	150,500	152,882	147,596	157,502	107,170	123,593	△26,907
鉱業	20,116	33,759	62,013	68,400	82,495	118,319	98,203
電気ガス	329,870	332,786	375,344	446,173	496,655	507,322	177,452
鉄道	165,995	183,230	216,560	223,293	253,141	274,990	80,239
船舶倉庫	28,756	28,108	23,623	28,672			
紡織	48,513	64,705	91,920	111,956	96,730	119,002	70,489
製紙	36,629	42,052	35,053	35,239	153,567	197,663	133,121
化学(肥料)	27,913	32,628	39,078	44,149			
食品	33,754	44,929	61,451	66,868	73,206	89,423	55,669
窯業(セメント)	10,717	14,562	16,409	18,314	26,603	37,704	26,987
金属	不明				73,982	88,833	—
機械器具	不明				46,104	90,712	—
その他工業	21,859	40,633	67,067	83,411	8,303	6,557	164,243
保険証券担保貸付	220,419	230,439	242,695	259,766	280,644	307,969	87,550
雑口投資	40,886	40,168	41,802	45,657	54,030	64,826	23,940
所有不動産	99,658	109,055	128,325	131,986	137,388	147,670	48,012
その他	71,376	56,036	55,899	54,771	58,744	59,804	-11,572
合計	1,877,865	2,055,958	2,278,827	2,543,373	2,853,818	3,225,151	1,347,286

備考：1. 有価証券は簿価による。

2. 貸付金は担保物件当により分類されている。

3. 雑口投資には外国債のほか、各種のサービス業等への投融資を含む。

4. その他は、未払込株金、現金、未収金等のその他資産の合計。

5. 1936年以降の国債には、外貨建国債を含む。

6. 種別の()内は1932~35年の分類種別。

資料：『生命保険事業成績概況』(生命保険協会)

期の事情を読み取ることができるが、ただ、このうち1億円は1936~37年に増加したもので、むしろ2.26事件以降の歯止めを失った軍備拡張と赤字財政に原因を求めべき点があることに注意しなければならない。その点を別にすれば、化学や、金属・機械を含む「その他工業」など製造工業部門への投資の拡大にこの時期の特徴を見出すことが必要であろう。それは、繰り返しになるが、本来長期の安全性を重視した運用が行われるべきだといわれている生命保険資金が、収益性を重視して重工業化の進展に対応した新分野に進出していったことを示していた。

6. 第3期（1937～40年）——国債の増加——

1937年以降は、それまで株式ブームによって潜在化していた国債発行の圧力が、軍備拡張による財政赤字の本格化によって一挙に表面化した時代であった。産業資金の供給からみると（前掲表9）、株式は1937年の21億円から1940年に30億円近くに達し、金融債・事業債の発行も高い水準を維持していた。しかし、1937年に15億円まで一度は圧縮されていた国債発行高は、1938年には43億円、1939年には53億円、1940年には67億円と急増し、1940年の発行残高は373億円で金融債・事業債の発行額合計の3.8倍となった。

この国債の大量発行に対応したその消化、保有のために生命保険資金も動員されることになった。有価証券中の国債比率は、1935年の14.5%、1937年の17.9%から1940年には28.7%となり、運用資産総額に対する比率でも、1935年の6.8%から1937年に8.1%、1940年に17.0%と大きな比重を占めるようになった。

他方、前期の主役であった株式は、1937～42年に7.6億円から15.7億円と2倍強の増加を記録した。その内容は、表21のように依然として四大生保が相対的に高い伸びを示し、増加額8.1億円のうち4.4億円を占め、次いで財閥系4社が2.6億円であった。事業別でみると、電力・繊維・銀行など従来からの投資分野が停滞気味であったのに対して、機械器具・金属・鉱業・化学などの部門が急速に拡大していた。戦時経済化とともに進展する重化学工業化に対応した変化が一気に進んでいたのである。この傾向は、四大生保、財閥系4社、その他の類型別にみても大きな差は認めがたく、株式発行の急増に対応して生保会社も資金提供者としての地位を保ちつつ、市場の急拡大に対処していた。

この傾向は、株式ほどドラスティックではなかったが社債でもみられた。社債では、電力・運輸の公益部門が1941年でもまだ50%近くを占めていたが、1937～41年にかけて金属・機械器具工業の社債保有額が増加していた（表22）。前掲表8で事業分野別の社債発行額をみると、1937～40年には金融債発行が大きく（年次別に詳細にみると、1937～38年が特に大きい）、また、工業債の発行高が高まっていた（同、1938～39年）。この発行状況との対比でみれば、生保会社の社債保有では金融債が1937～39年に減少するなど、新規発行債への対応が鈍かったことが注意されなければならないであろう。

なお、この時期については株式・社債ともに満州向けの投資額を分離したデータが得られるが、表22に示したように、社債では保有比率で国内投資の1937年3月末の1割強から1941年3月には18%近くまで増加し（増加額の約3分の1）、日中戦争開始後にそれまでとは比べものにならないほど満州向け社債投資が積極化した。これに対して、株式については、この間の投資比率は5%前後で、増加資金の比率でも6%にすぎなかったから、前節でみたような満州向け投資に対する消極的な姿勢には変化がなかったのである⁴⁹。

49 株式についての満州向け投資額については、『生命保険会社の批判』（東洋経済新報社）各年による。

表 21 株式投資業種別・類型別 (3) (1937 年、1942 年)

(単位：千円、%)

	合計		四大生保		財閥系 4 社		その他	
	1937 年	1942 年	1937 年	1942 年	1937 年	1942 年	1937 年	1942 年
電灯電力	166,420	211,301	81,591	124,414	37,131	51,388	47,698	35,499
ガス	39,656	44,267	14,492	21,747	11,715	13,075	13,449	9,445
鉄道軌道	54,626	85,470	22,390	43,764	6,373	18,153	25,863	23,553
運輸通信		15,030		4,984		4,634		5,412
金融	43,876	165,313	13,119	62,918	19,329	51,482	11,428	50,913
信託	2,567		412		1,356		799	
保険	13,279	16,131	3,936	3,540	4,978	9,031	4,365	3,560
鉱業	50,239	107,391	16,452	53,170	11,742	28,618	22,045	25,603
繊維工業	101,376	98,417	56,106	49,693	16,493	22,236	28,777	26,488
製紙業	37,375	66,738	19,100	39,125	10,990	18,197	7,285	9,416
食料品工業	44,817	69,450	19,984	34,160	11,251	19,683	13,582	15,607
化学工業	40,171	93,115	16,939	43,052	8,935	25,759	14,297	24,304
窯業	12,660	22,206	3,957	10,212	6,372	10,062	2,331	1,932
機械器具	103,919	311,010	50,835	159,387	17,836	81,048	35,248	70,575
金属		179,606		90,273		49,600		39,733
土地建物	1,577		80		1,273		224	
その他	47,367	89,097	12,613	29,724	9,917	32,670	24,837	26,703
合計	759,926	1,574,573	332,005	770,187	175,692	435,638	252,229	368,748
電灯電力	21.9%	13.4%	24.6%	16.2%	21.1%	11.8%	18.9%	9.6%
ガス	5.2%	2.8%	4.4%	2.8%	6.7%	3.0%	5.3%	2.6%
鉄道軌道	7.2%	5.4%	6.7%	5.7%	3.6%	4.2%	10.3%	6.4%
運輸通信		1.0%		0.6%		1.1%		1.5%
金融	5.8%	10.5%	4.0%	8.2%	11.0%	11.8%	4.5%	13.8%
信託	0.3%		0.1%		0.8%		0.3%	
保険	1.7%	1.0%	1.2%	0.5%	2.8%	2.1%	1.7%	1.0%
鉱業	6.6%	6.8%	5.0%	6.9%	6.7%	6.6%	8.7%	6.9%
繊維工業	13.3%	6.3%	16.9%	6.5%	9.4%	5.1%	11.4%	7.2%
製紙業	4.9%	4.2%	5.8%	5.1%	6.3%	4.2%	2.9%	2.6%
食料品工業	5.9%	4.4%	6.0%	4.4%	6.4%	4.5%	5.4%	4.2%
化学工業	5.3%	5.9%	5.1%	5.6%	5.1%	5.9%	5.7%	6.6%
窯業	1.7%	1.4%	1.2%	1.3%	3.6%	2.3%	0.9%	0.5%
機械器具	13.7%	19.8%	15.3%	20.7%	10.2%	18.6%	14.0%	19.1%
金属		11.4%		11.7%		11.4%		10.8%
土地建物	0.2%		0.0%		0.7%		0.1%	
その他	6.2%	5.7%	3.8%	3.9%	5.6%	7.5%	9.8%	7.2%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

備考：空欄は該当年に該当項目の分類が示されていない個所。

資料：『生命保険会社の批判』（東洋経済新報社）各年

表 22 社債投資事業別 (1937~41 年)

(単位：千円)

	国内投資分				対満州投資分			
	1937年 6月末	1939年 12月末	1941年 3月末	1937~41年 増加額	1937年 6月末	1939年 12月末	1941年 3月末	1937~41年 増加額
保険会社数	33	32	?		33	32	?	
農業、水産業	5,143	6,939	6,519	1,376				
鉱業	14,958	20,274	27,462	12,504	2,914	7,450	10,162	7,248
紡織工業	32,195	32,220	32,002	△193				
金属工業	7,708	30,070	60,497	52,789	4,546	13,428	18,038	13,492
機械器具工業	862	38,863	54,981	54,119				
窯業	10,603	8,137	8,557	△2,046				
化学工業	49,050	54,756	71,102	22,052		294	294	294
食料品工業	8,149	6,724	8,517	368				
ガス電気水道業	213,502	228,127	247,868	34,366	6,257	13,113	25,836	19,579
雑工業								
金融業	79,644	71,059	89,030	9,386		2,068	6,301	6,301
保険業								
拓殖土地建物業	34,708	42,036	46,527	11,819		3,641	3,085	3,085
運輸、倉庫業	124,733	115,668	111,829	△12,904	53,083	63,697	79,519	26,436
その他	7,525	13,142	14,857	7,332	6,921	18,533	23,190	16,269
総計	662,502	790,238	946,173	283,671	73,722	122,223	166,424	92,702

資料：前表と同じ

ところでこの国債の発行増加は、新たな問題を浮上させた。発行利率の低下とともに国債市場価格の低落が生じ、運用資産中の国債の増加とともに各期末の決算において市場価格での評価換えを行うと、多額の評価損を計上しなければならない危険が増大したのである。そのため国債の消化を進める必要に迫られていた政府は、前述のように保険業法の抜本的改正に際して、均等利廻評価法を導入し、時価評価を原則とする商法等の規定の例外を認めたのである。このような制度改正が国債の保有額増加を促そうとしたものであったことは、明瞭であろう。

国債の増加が、生保会社の資産運用にどのような影響をもたらしたかについては、表 23 によってある程度知ることができる。1936~40 年の投資増加額のほぼ 36% が国債に投入されていた。株式等の市場取引も依然として続けられていたが、運用の自由度はますます制限され、硬直化の危険を孕むものであったといえることができる。運用資産額との対比でも、四大生保など資金量が豊富な有力生保会社ほど株式比率を引き続き低下させており、国債保有を通して国策への協力を求められる時代になっていったのである。

表 23 生命保険・徴兵保険の資産投資種別 (3) (1936~40年)

(単位：千円)

	1936年	1937年	1938年	1939年	1940年	増加額
国債	259,572	363,625	516,847	730,801	1,024,351	764,779
地方債	214,810	239,741	195,920	81,828	77,962	△136,848
金融	430,674	387,398	409,602	412,723	442,559	11,885
勸業拓殖	107,170	123,593	127,030	150,623	82,746	△24,424
鉱業	82,495	118,319	135,025	169,083	147,189	64,694
電気ガス	496,655	507,322	524,075	571,933	602,897	106,242
運輸倉庫	253,141	274,990	283,253	306,954	336,008	82,867
紡織	96,730	119,002	114,489	120,094	124,901	28,171
化学(製紙)	153,567	197,663	216,263	254,195	285,355	131,788
食品	73,206	89,423	95,925	106,025	97,193	23,987
窯業	26,603	37,704	37,704	39,537	39,810	13,207
金属	73,982	88,833	122,218	195,171	258,835	184,853
機械器具	46,104	90,712	158,134	227,772	271,893	225,789
その他工業	8,303	6,557	5,529	2,276	6,289	△2,014
保険証券担保貸付	280,644	307,969	322,651	322,425	319,316	38,672
雑口投資	54,030	64,826	137,532	277,949	567,603	513,573
所有不動産	137,388	147,670	167,622	168,822	174,830	37,442
その他	58,744	59,804	67,182	55,244	79,957	21,213
合計	2,853,818	3,225,151	3,637,001	4,193,455	4,939,694	2,085,876

資料：表 21 に同じ

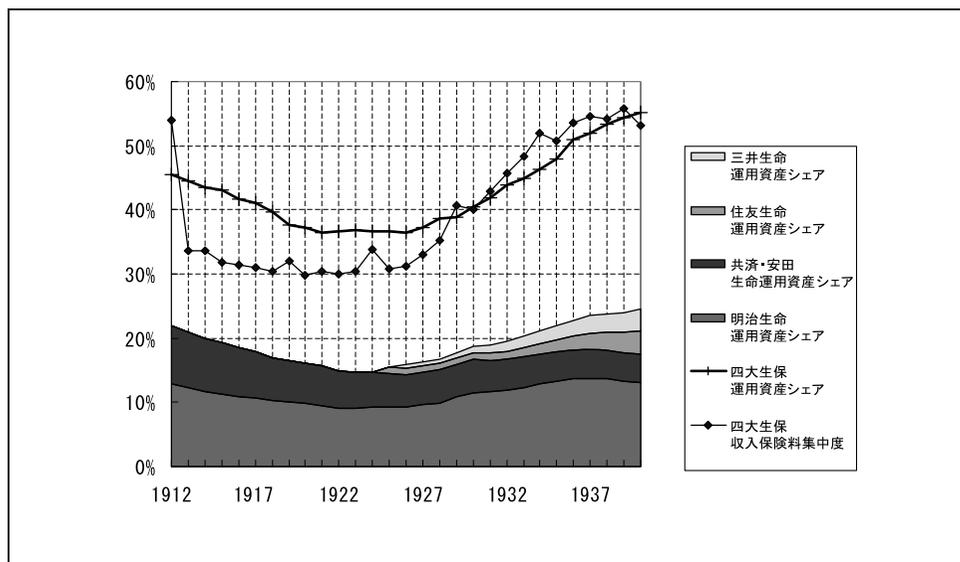
7. 生命保険経営と資産運用

以上のように1930年代は、景気の動向と資本市場の諸条件に影響されながら、生保会社が機関投資家として成長していった時代であった。その中で、生保会社は規模による類型差を伴いながら、事業の発展のためにさまざまな対応をみせた。こうした対応が各社の収益にどのような影響を与えたかを見据え、資本類型別の差異に留意しつつ、最後に論点をまとめておこう。

(1) 企業規模と経営条件——保険市場における有力生保会社の優位

第1に、金融恐慌後の四大生保、財閥系生保の生命保険市場での地位をみると、四大生保の収入保険料および運用資産のシェアが急上昇し、日中戦争期にはともに55%程度までになった。また、財閥系生保については、1920年代半ば過ぎの住友、三井の参入によって、1927~37年に10%ポイントほどシェアが上昇し、8社の合計シェアは1937年には8割を超えていた(図12)。

図 12 運用資産の上位集中度



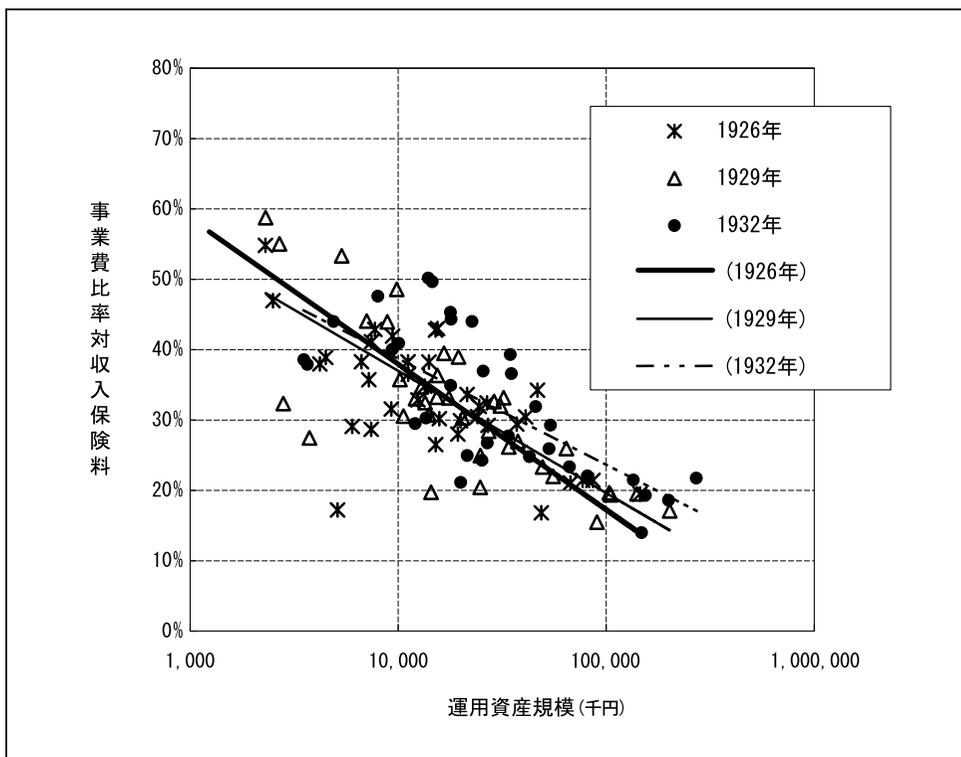
第2に、有力生保会社が急成長した要因の1つとして、運用規模の拡大が収入保険料に対する事業費（経費）の比率を相対的に小さくし、経営の効率性が高まっていたと推測できることを指摘しておこう。収入保険料に対する事業費比率は、図13のように規模に対して明確に逓減傾向を示している。この規模の経済性については議論があるところであるが、それがどのように説明可能であるかどうかはともかくとして、有力生保会社は規模拡大によって収益性を高めることのできる条件をもっていたと考えておきたい。

その結果、第3に、資本類型別にみると、事業費率は有力生保会社と中小生保間で大きな格差があった（表24）。四大生保の事業費率は平均で20%を切る水準で安定しており、1920年代後半に30%台であった財閥系4社も、昭和恐慌後は23%前後の水準に事業費率を低下させていた。これに対してその他の中小生保は、30%を大きく上回る水準であり、収入保険料から得られる運用原資そのものが小さいという状況にあった⁵⁰。

第4に、これを反映して契約内容についても、類型間に大きな格差があった。「解約失効率」（契約の解除、契約に従った保険金の支払いなどによる契約の失効数が保有する契約数に対する比率）は、一般に逆選択などの影響なども反映して契約の質を示す指標となるが、この点では、財閥系生保と四大生保との差は小さく、有力生保会社が着実な企業成長を遂げていた基盤がこのような保険契約市場における優位性にあったことをうかがい知ることができる。中小生保では、平均値が高いだけでなく、かなり大きな範囲にばらついており、有力生保会社並みの良質な契約を保持し

50 財閥系生保については内部資本市場における募集や運用にかかわるメリットがこのような財閥系生保の優位性を説明するかは検討すべき課題であろう。これについては横山〔2007〕を参照されたい。

図 13 運用資産規模と事業費比率



ている企業が存在する一方で、保有契約の3割ほどが解約されるという不安定な契約基盤をもつにすぎない生保会社もあった。これは収入確保のために強引な勧誘を行っていた結果ではないかと推測される。このような契約基盤の質的な差異は、資産運用における流動性の確保、安定的な収益の確保などの運用方針に影響を与える要因であったと考えてよいだろう。

そのためもあって、第5に、平均料率にも中小生保では大きなばらつきがあった。類型間の格差もこの面でも見出され、四大生保、財閥系生保、その他中小生保の順で平均料率は高くなる傾向的には変わらなかったが、財閥系生保と中小生保間の差は小さかった。結果的には高い料率で集めた契約は、前述のように解約失効率が高いものであり、このような不利をカバーするために、中小生保では実質的な契約保険料の引下げを図るために配当予定利回りを高めに設定し、そのために運用益を稼ぎ出すなどの方策をとることも少なくなかった。それは、資産運用面において短期的な収益を拡大する方向に、これらの中小生保の関心を向ける要因となった。

表 24 資本類型別保険事業成績

		1926年	1928年	1929年	1930年	1931年	1932年	1933年	1934年
事業費比率（対収入保険料）（%）									
財閥系	平均	32.53	31.00	27.12	23.87	22.66	22.48	23.02	23.51
	最高	41.93	37.52	32.47	28.95	25.89	24.96	26.37	25.37
	最低	21.43	20.87	19.50	17.91	18.12	18.61	18.87	20.79
四大生保	平均	19.25	19.40	17.90	19.39	19.74	19.12	19.20	17.67
	最高	21.43	23.34	19.67	25.76	22.89	21.73	23.10	21.38
	最低	16.82	15.99	15.48	15.09	14.84	14.00	13.88	13.83
その他	平均	37.55	36.22	34.45	32.78	33.34	36.03	36.92	41.27
	最高	99.98	71.28	58.75	61.14	67.87	50.16	49.73	63.83
	最低	26.51	20.32	19.72	19.79	20.84	21.13	24.11	24.42
経過契約に対する解約失効率（%）									
財閥系	平均	7.64	7.30	8.08	9.23	9.60	8.70	6.35	5.70
	最高	9.50	8.10	11.00	11.90	11.50	10.20	9.00	7.80
	最低	5.04	5.20	5.20	6.60	8.70	7.40	4.70	4.70
四大生保	平均	6.87	7.30	7.13	7.25	8.60	9.45	7.68	5.60
	最高	9.27	8.30	10.10	9.20	10.10	11.70	8.60	6.60
	最低	5.49	5.90	5.70	5.90	7.60	7.70	5.90	4.60
その他	平均	15.63	17.97	18.68	19.12	19.28	19.61	16.48	16.43
	最高	51.17	62.10	62.10	38.50	40.40	34.60	28.90	29.50
	最低	8.36	6.40	7.80	7.00	7.50	9.90	8.30	7.70
保険金 1,000 円に対する平均料率（円）									
財閥系	平均	42.40	43.65	44.60	43.03	42.34	41.82	41.29	41.07
	最高	45.70	46.76	47.04	46.21	45.07	42.27	43.73	42.45
	最低	39.96	41.01	42.64	41.56	40.61	40.55	39.33	38.30
四大生保	平均	38.55	38.40	42.97	37.61	37.39	37.68	37.89	41.21
	最高	39.32	41.03	57.76	40.07	40.11	39.77	40.17	51.60
	最低	37.28	36.58	35.82	36.09	35.53	36.34	36.27	36.32
その他	平均	45.77	45.05	44.91	44.49	43.99	42.22	42.00	40.86
	最高	56.94	64.74	67.90	68.49	61.36	62.63	60.11	59.11
	最低	27.82	21.41	20.02	14.62	36.36	34.84	33.66	32.78

(2) 資産運用の特徴

こうした経営条件の中で、生保会社全体としてみると、本稿で述べたように、特定産業部門に対する投資・運用の集中という昭和初期の株式投資の状況は大きく様変わりしつつあった。つまり、運用面の特徴としては、第1に、生保会社保有株式の分散傾向が指摘できる。各社の保有株式について、産業分類別に特定産業分野への集

中度（上位3業種の占める比率）をみると、図14-(1)、(2)のようになる⁵¹。資本類型別に差異があるが、1930年代に進んでいた分散化によって、集中度は1937年までに大きく低下し、しかも企業間の格差が縮小し平準化した。1929年には半数が3業種合計70%を上回っていたが、1932年には半数が60%以上となり、1937年から1942年にかけて半数が50%以上となった。

集中度が低下し、投資が分散化していく中で、資本類型別にも分散化が進んでいるが、いずれの時期をとっても四大生保、財閥系生保では概して特定事業への集中の度合いが高く、平均以上の集中度を示していたことであろう。製造業投資などが進むにつれて、有力生保会社も投資の分散化が進んでいたが、中小生保の中にはそれ以上に特定部門への集中を避け、多様な分野への投資を行う企業も目立っていたということになる。

第2に、この株式投資の分散化に典型的に現れる資産運用の多様化がどのように進んだかについてであるが、これについては、有力生保会社の運用方針には個体差があることに留意する必要があるとはいえ、1932年以降、図15のように運用資産の株式投資への傾斜が進んだことが確認できる。このうち、四大生保では、第一生命が当初から株式比率が高かったこと、日本生命が株式への傾斜が弱かったことなどを指摘できるものの、財閥系生保も含めて有力生保会社の中で、1920年代後半まではかなりばらついていた株式投資への運用比率は、昭和恐慌期におしなべて大きく低下した後、1932年頃から日本生命をやや例外として急速に上昇した。増加する資金を株式投資に積極的に振り向けたと考えられる。

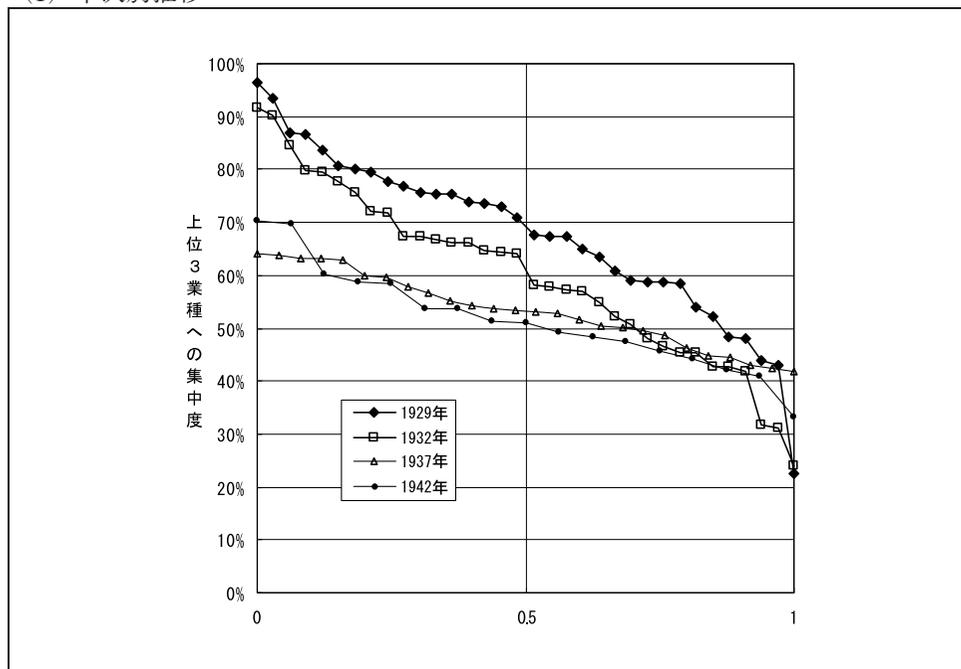
第3に、有力生保会社の株式投資の拡大は、四大生保が電力ガス・鉄道、財閥系生保が金融に偏っていた投資分野を拡張し、それを通して彼らの株式市場での地位を高めた。本稿ですでに論じたが、表25は、前掲表11、13を用いて、産業別の株式投資の資本類型別構成比を示したものである。みられるとおり、四大生保の保有率は合計では1929年の33.2%から1937年には43.7%に、財閥系4社は12.7%が23.1%となり、それまで過半を保有していたその他の中小生保の地位は3分の1の水準に低下した。それは、有力生保会社が重化学工業部門での投資を拡大したことの結果であった。

財閥系生保について系列運用比率を明らかにした麻島昭一の研究によって、以上の点について補足しておこう（表26）。系列運用比率は、資産運用の分散化の傾向が明確化した時期に低下した。金融中心の財閥系生保の株式保有は、同一財閥集団企業の金融株を中心に保有するというものであった。その比率は1920~27年にかけて低下傾向にあったが、昭和恐慌期に株式投資が大きく後退した時期に、系列比率が再度高まり、1932年以降に改めて系列比率が低下するという波動を描いていた。つまり、昭和恐慌期にはそれまで徐々に進んでいた系列運用比率の低下が一時的に中断

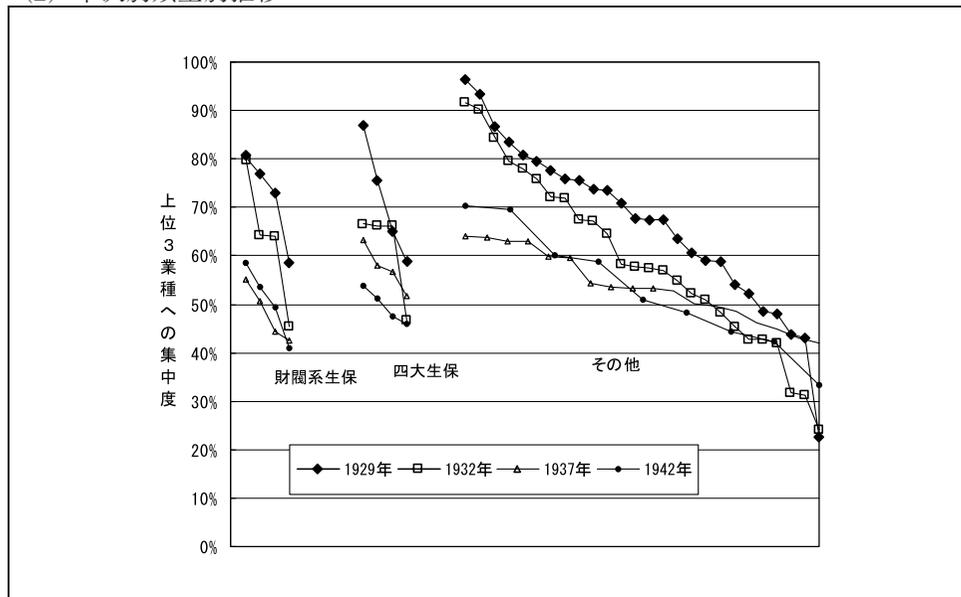
51 図14の作図方法を簡単に説明しておく。 (1)については、各年度集中度の高い企業順に並べ、それが0から1までの間に均等に分布しているとみなして散布図を描き、各年ごとに直線で結んだものである。また、(2)は同様に財閥系生保、四大生保、その他に分けて同様にそれぞれグループごとに同様の手法で作図している。

図 14 株式投資の特定産業への集中度別分布

(1) 年次別推移

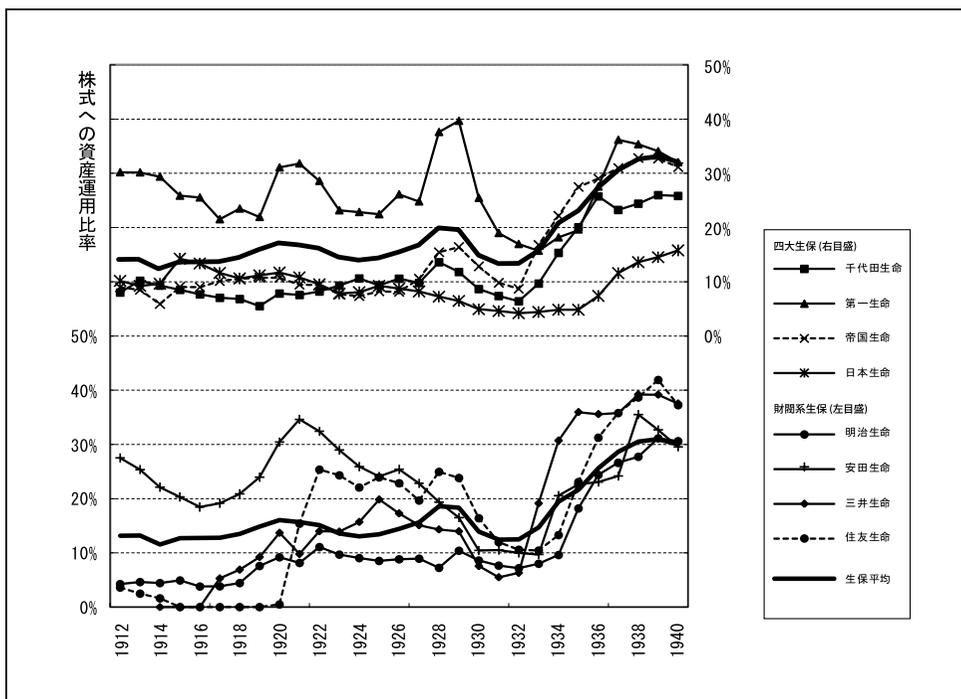


(2) 年次別類型別推移



備考：作図方法については注 51 を参照。

図 15 有力生保会社における株式への資産運用比率



した。恐慌の影響があって株式投資を抑え込んだこの時期の財閥系生保の系列融資比率の上昇は、系列企業株の保有が長期保有を前提とし、内部資本市場での株式の分譲が所有の分散を防止する意図があったと指摘されてきたことと整合的である⁵²。

もともと、1930年代における系列比率の低下は、財閥系4社の中でも資金量の大きい明治と安田の動きによって生じたものであり、三井と住友はむしろ系列比率を高めていた。したがって、系列比率の低下傾向が財閥における内部資本市場の機能低下を意味するわけではないことには注意しておく必要がある⁵³。

52 なお、1930年代前半において系列内運用比率が低下していく中で、株式について他財閥系企業株式に対する相互保有関係、つまり財閥の枠を超えた株式保有が進展したかについて付言すると、他財閥系企業株式の取得は全般的には増加した。系列比率がもともと低かった住友では、1937年には三井・三菱・安田の財閥傘下企業株式が保有額の19.1%となり、系列比率の10.5%を上回り、その他の財閥系企業株式も3.0%保有した。もともと同社では1941年にかけて系列比率が上昇し、3財閥の保有比率は反対に低下している。これに対して、明治生命では、1937年に系列比率27.5%に対して、三井・住友・安田の財閥傘下企業株式が12.2%、その他財閥が1.1%、安田生命では、系列比率33.8%に対して、三井・三菱・住友財閥傘下企業株式10.5%、その他財閥10.2%であった。このように、財閥系生保の四大財閥傘下企業株式保有は、自社系ほどでないにしても増加したと考えられるが、例外的なのは三井生命で、同社は系列比率が1937年で42.9%と高いうえに、他の財閥系企業株式の比率は、三菱・住友・安田系3.0%、その他財閥系4.0%であった。企業間の違いが際立っていたというべきかもしれない。以上のデータは麻島〔1991〕所載の各表から筆者が再集計した。

53 安田生命〔2002〕96頁は、1930年代前半の株式投資の動向を分析したうえで、「安田浅野系と目される株式は意外に少なく」と指摘し、その理由として「関連会社の持株会社機能よりも資産運用に重点を移したといえよう」と述べている。

表 25 産業別・資本類型別の株式投資構成（投資の分散と重化学工業株）

	四大生保		財閥系 4 社		その他	
	1929 年	1937 年	1929 年	1937 年	1929 年	1937 年
電灯電力	49.8%	49.0%	8.7%	22.3%	41.5%	28.7%
ガス	41.2%	36.5%	1.8%	29.5%	57.0%	33.9%
鉄道軌道	31.8%	41.0%	7.1%	11.7%	61.0%	47.3%
運輸通信						
金融	17.5%	29.9%	39.8%	44.1%	42.7%	26.0%
信託	10.0%	16.0%	46.1%	52.8%	43.9%	31.1%
保険	9.1%	29.6%	40.3%	37.5%	50.6%	32.9%
鉱業	19.9%	32.7%	10.7%	23.4%	69.4%	43.9%
繊維工業	34.0%	55.3%	4.2%	16.3%	61.8%	28.4%
製紙業	29.3%	51.1%	4.6%	29.4%	66.1%	19.5%
食料品工業	29.4%	44.6%	4.7%	25.1%	66.0%	30.3%
化学工業	23.1%	42.2%	13.4%	22.2%	63.5%	35.6%
窯業	35.0%	31.3%	0.0%	50.3%	65.0%	18.4%
機械器具	63.9%	48.9%	0.0%	17.2%	36.1%	33.9%
金属						
土地建物	7.4%	5.1%	43.8%	80.7%	48.7%	14.2%
その他	17.7%	26.6%	3.3%	20.9%	79.0%	52.4%
合計	33.2%	43.7%	12.7%	23.1%	54.1%	33.2%

第 4 に、株式だけでなく他の運用形態も視野に入れた運用資産構成と運用収益に注目すると、資本類型別の資産構成変化の趨勢には大きな差はなく、四大生保では貸付金の比率が相対的に高く、預金比率が低いこと、財閥系生保では貸付金の比率が低く有価証券の比率が高いこと、その他では 1920 年代まで預金の比率が高水準であったが、その後は有価証券投資の増加によって大きな差は見出しにくくなった。

また、収益率については、利息収入を収益額としてみた運用資産の利回り（図 16 中の対収入利息で示された折れ線グラフ）と、「売買等に伴う収支」や「評価変更に伴う収支」を加えた「運用収支戻」に対する運用資産の利回り（同じく、対運用収支戻の折れ線グラフ）に示されるように、後者が昭和恐慌期に大きな谷を形成していること、全般に 1920 年代半ば頃から収益率は 2 つの指標とも低下傾向にあることがわかる。

その中で、四大生保では 2 つの収益指標がほとんど一致するのに対して、財閥系 4 社では、後者がやや上回ることが多かったこと、そしてその他の中小生保では、1930 年代にかけての運用収益率の低下傾向が見出されず、しかも、売買益、評価益などによって有力生保会社よりもかなり高い資産運用収益を実現していたのである。

第 5 に、このような運用資産構成と収益率をもたらした要因を検討するために、運用資産別の収益率（運用資産に対する運用収支戻）をみておこう（図 17）。残念なが

表 26 財閥系生保会社の系列運用比率

		1915 年末	1920 年末	1927 年末	1932 年末	1937 年末	1941 年末
12 社合計	貸付	0.3%	1.8%	1.7%	0.6%	0.2%	0.4%
	社債	7.6%	8.9%	1.6%	3.1%	1.6%	4.2%
	株式	17.5%	22.9%	13.2%	14.7%	9.2%	11.3%
	合計	3.9%	6.9%	3.2%	2.8%	3.2%	4.3%
四大財閥系合計	貸付	1.3%	0.0%	1.7%	0.6%	0.1%	0.0%
	社債	27.8%	29.5%	5.4%	10.0%	4.9%	12.1%
	株式	72.6%	76.6%	45.6%	60.8%	27.9%	31.3%
	合計	14.8%	23.9%	9.9%	9.8%	10.2%	13.2%
三井	社債			31.0%	33.3%	12.3%	38.5%
	株式			21.3%	30.5%	42.9%	42.3%
	合計			10.4%	16.6%	20.6%	25.8%
明治	社債	0.0%	18.3%	2.6%	8.6%	3.9%	7.2%
	株式	58.3%	67.2%	30.9%	64.1%	27.5%	34.7%
	合計	3.2%	12.9%	4.1%	8.6%	9.3%	12.7%
住友	社債			0.0%	0.0%	0.0%	11.4%
	株式			0.6%	0.5%	10.5%	14.7%
	合計			0.2%	0.1%	3.9%	7.3%
安田	貸付	5.6%	0.0%	11.3%	2.0%	0.5%	0.0%
	社債	64.7%	65.2%	9.3%	9.2%	7.6%	1.7%
	株式	77.5%	82.6%	66.6%	78.4%	30.9%	27.1%
	合計	36.1%	46.4%	23.7%	13.6%	10.6%	9.3%

備考：合計は貸付・社債・株式の運用合計額に対する系列運用比率。

資料：麻島 [1991]

ら有価証券の種別では収益性を知りえないが、四大生保では、有価証券の収益率が第一次大戦期のピークと昭和恐慌期の鋭い谷とを記録する中で、全体としてみると、貸付金よりも有利で、預金として運用するよりも 2~3% 程度高収益であった。しかし、1930 年代に進む金利の低下の中で、いずれの資産も収益率は低下した。

これに対して財閥系 4 社では資産種別での収益性の差が小さかった。四大生保でみられた第一次大戦期の有価証券の高収益や昭和恐慌期の低落もなく、全体に極めて安定的な投資収益率であったといえる。

中小生保の動向は全体としてみると、四大生保の動向と類似しているが、有価証券の収益率の振幅が大きく、1938 年を除くと 1932 年以後には極めて高い収益率を記録していたといえる。

このような差異は、それぞれが直面する市場環境と、すでに指摘したような経営的な条件の中で、固有の運用方針によって資産を選択していった結果であった。そのため、運用資産別の収益率を類型別に比較すると、運用収益が資本類型間でかな

図 16 資本類型別運用資産構成と収益率

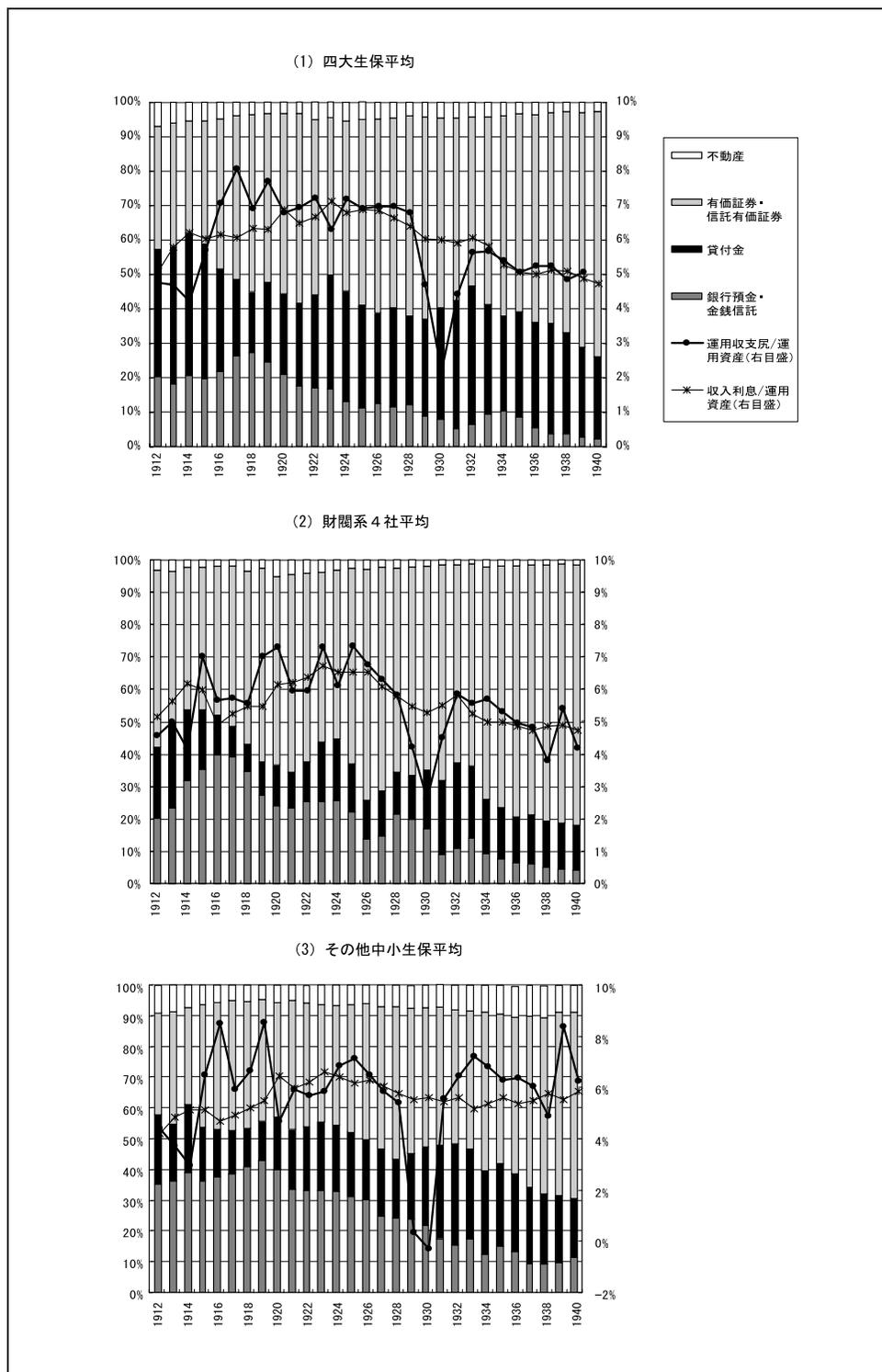
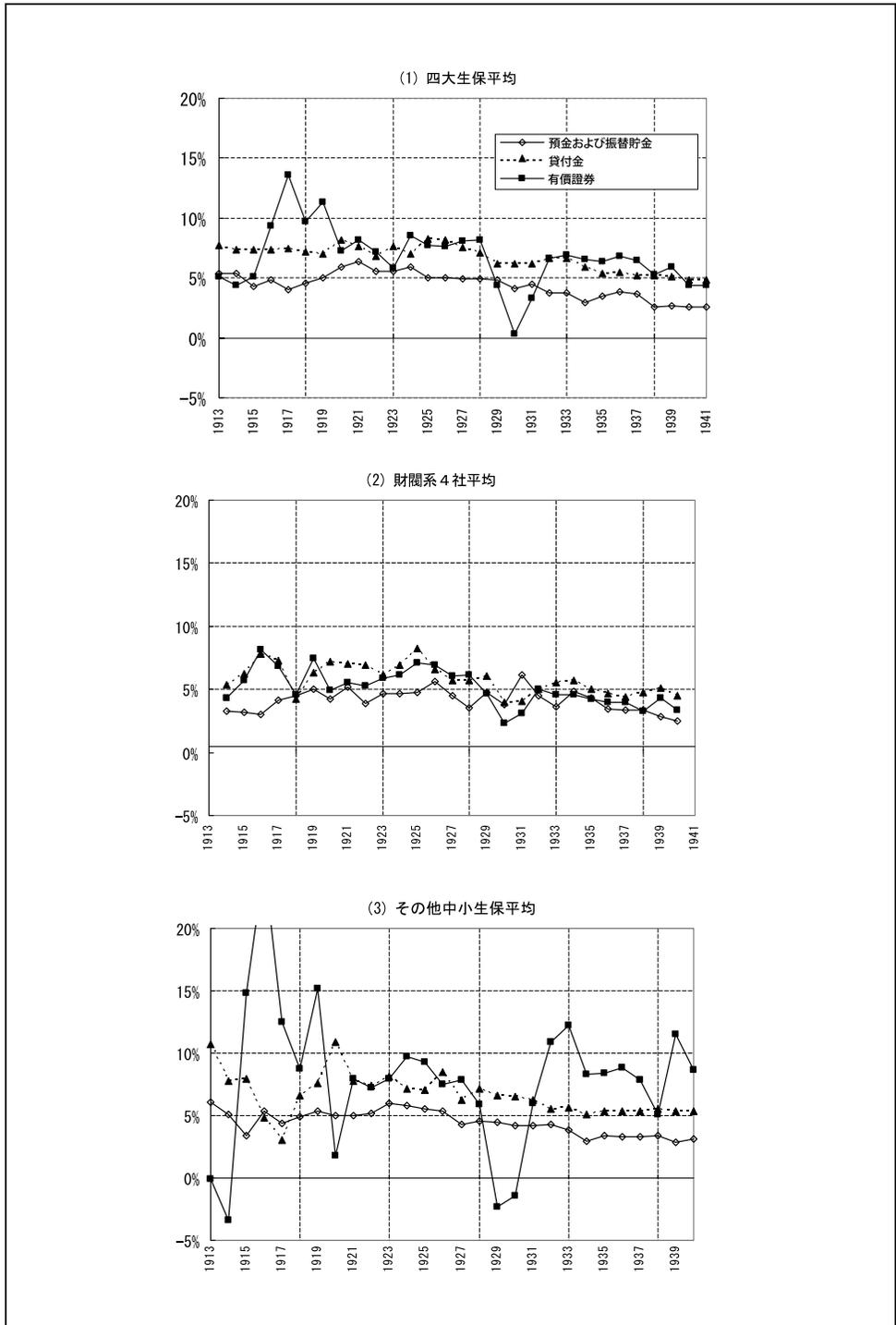


図 17 資本類型別・運用資産別収益率



りの開きがあったことが明らかとなる。

この点を示したのが図 18 であるが、ここから、預金金利において、財閥系 4 社が 1930 年代前半にやや有利な条件を享受していたことがまず明らかとなる。他の運用資産に比べれば、預金の利回りに類型間の格差は小さいというべきであろう⁵⁴。しかし、財閥内の金融機関への預け入れが中心の財閥系 4 社預金は、社会的資金を吸収して内部資本市場に資金を提供することを意味するから、その結果から判断する限り、そうした役割を内部資本市場で果たす生保会社に対して、相対的には優遇された金利による預金が認められていた可能性が高いというべきであろう。

貸付金では、これとは反対に財閥系 4 社の収入金利水準が低いという特徴が見出される。麻島 [1991] が明らかにしたとおり、貸付金に関しては系列融資比率がほとんどゼロに等しい状態であったから、財閥系 4 社の貸付金利回りの低さは、内部資本市場で預金のような有利な運用の機会を与えられなかったこと、そして外部資金市場では必ずしも十分な競争優位を確立しえなかったことを示唆している。もっとも、このような評価を下すためには、貸付金についてのより一層立ち入った検討が必要であり、株式を中心とした本稿の分析の範囲を超えている⁵⁵。

有価証券については、配当・利払いに基づく資産収益率（図 18-(3) の有価証券 1）と、売買損益・評価損益を加えた運用収支戻の収益率（図 18-(4) の有価証券 2）が示されているが、これによると、有価証券 1 については、①財閥系 4 社の収益率が他の 2 者と比べて明確に低いこと、②1930 年代に四大生保では利回りの低下がみられたのに対してその他生保はこれをむしろ改善したこと、また、有価証券 2 では、③財閥系 4 社の低収益には変化がなく、④四大生保が昭和恐慌期に多額の売却損・評価損を計上したために大きく収益性を悪化させていたこと、⑤その他生保が振幅の大きい動きの中で、1930 年代に有価証券で高い収益を確保して、有力生保会社を運用収益率という点では圧倒していたことが知られる。

この最後の事情がすでにみたように、その他の中小生保が、全般的な金利の低下にもかかわらず、総合的な運用収益において収益率を維持するような好成績を取っていた最大の理由であったといつてよい⁵⁶。

もしそうだとすれば、そこでは市場での証券取引の巧拙、投資対象企業・証券の選択、長期保有か短期保有かなどの保有期間の選択などにおいて、少なくとも資本類型間に差が発生していたと考えざるをえない。

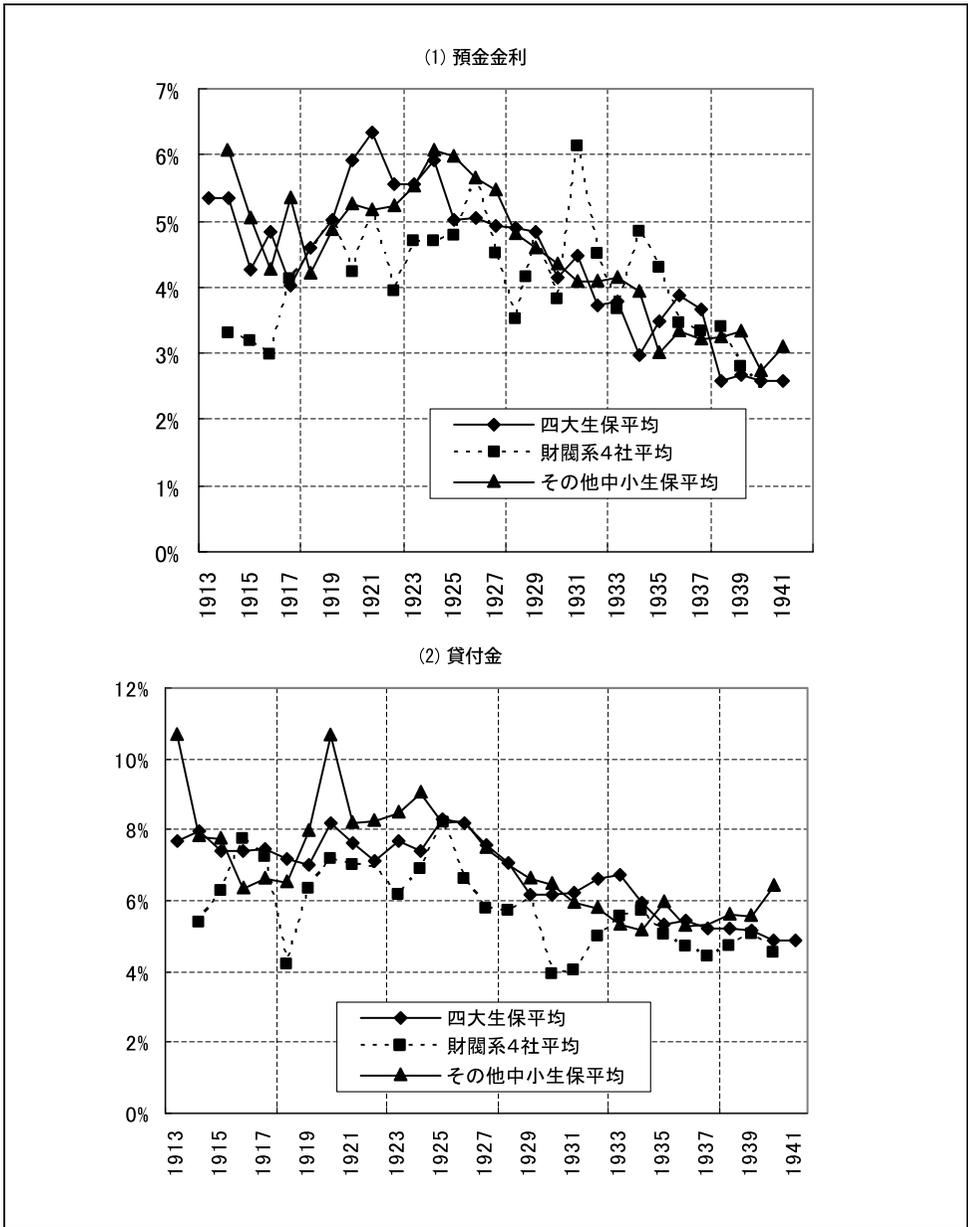
このうち、まず四大生保を中心に 1930 年代半ば以降に株式の運用先は重工業株へと重心を移したから、その内部での企業の選択に差があるかどうかの問題にな

54 日産生命（[1989] 64 頁）は、「当社の資産運用の特徴は、定期預金の占める割合が大きかったことであるが、このことが金融恐慌時には裏目に出て多額の回収不能金が発生し、経営主権の移動の因をなした」と書いている。預金といえども安全な資産ではなかったことについては、留意が必要であろう。

55 貸付金については、いくつかの統計を組み合わせることで特定の複数の年次について、その業種別分布などを推計することが可能であり、これについての推計作業は完了しているが、本稿では、紙幅の関係もあり、これについての分析は省略した。

56 ただし、中小生保が 1930 年の 28 社から 1936 年には 21 社に減少したことに示されるような経営的な不安定性が、既述の保険契約市場での不利や経営条件の差異によって生じていたことも見逃しえない。

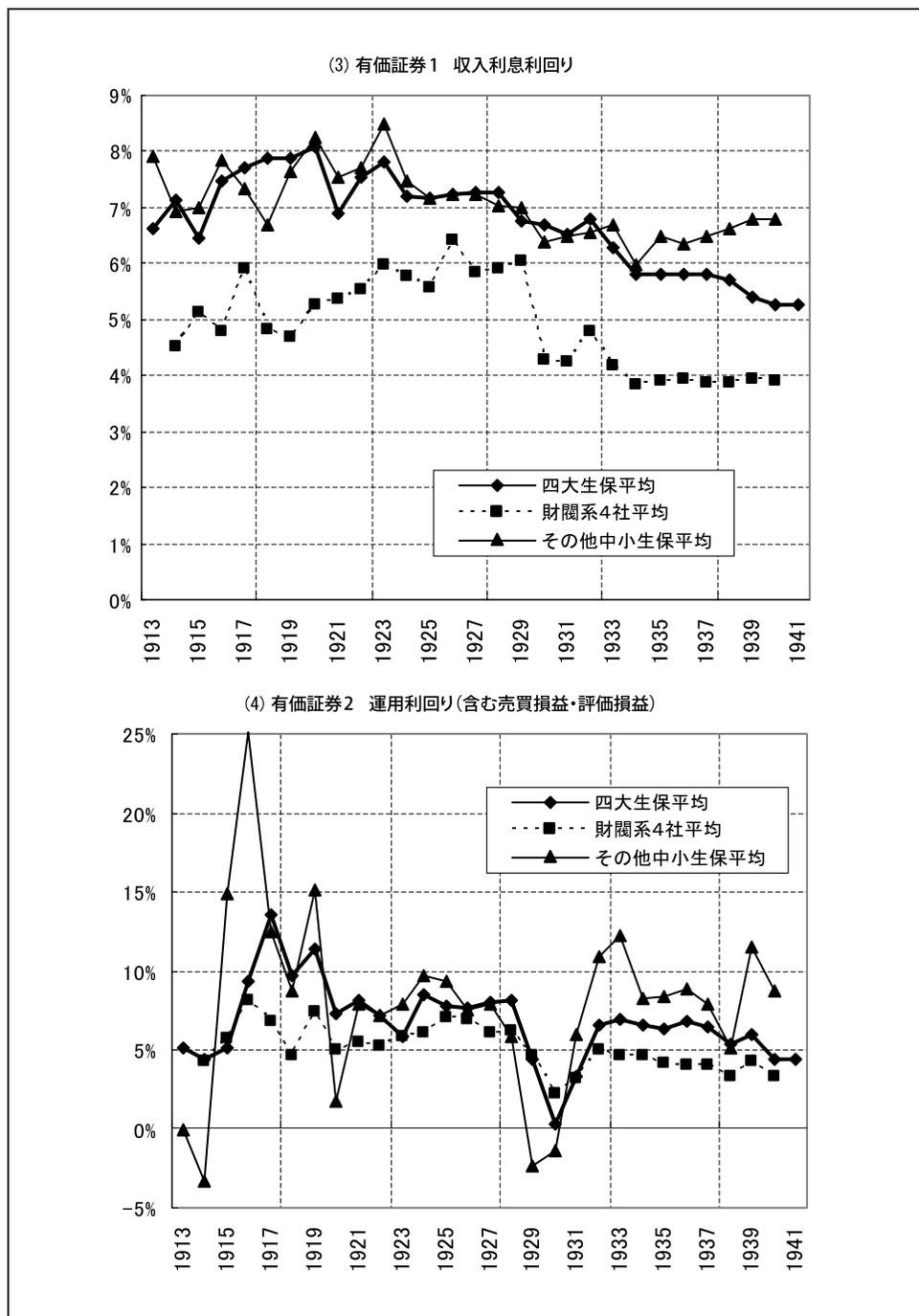
図 18 運用資産別・資本類型別収益率



る⁵⁷。また、有価証券中で国債保有率が相対的に高かった四大生保が、株式比率が高い財閥系生保に比べると高い収益性を保持しえたことから、保有証券の構成からだ

57 これについては、すでにふれたように帝国生命や日本生命のような専門的な財務分析などに着手している企業と、第一生命のように社外重役の意見を徴しながら、投資先の経営者の人物を重視するという判断基準を持ち続けた企業など、それぞれに多様な投資決定の基準があったと考えられるから、企業の個性的な取組を考慮する必要がある。

図 18 運用資産別資本類型別収益率（続き）



けでは、財閥系生保の収益性の低さを説明できないということになろう。財閥系生保については、昭和恐慌期の運用収支尻が堅調であったことから推測された長期保有の傾向が第1に指摘されるべきであろうが、これに加えて、証券の取得価格が高かったのではないかという問題を検討する必要がある。別稿ですでに検討したように、1930年代の三井財閥では、株式の公開を進める中で系列内企業の株式を生保会社などに分譲するケースがかなりみられ、これが第二次大戦後の株式持合いに類似する保有構造の端緒として注目されてきているが、この分譲に際しての価格は分譲時の市場価格を基準に行われていた（武田 [1987]）。また、明治生命が保有する三菱株の利回りは、保有株式の配当率よりもかなり低く、同社の簿価が少なくとも三菱系企業について高めに設定されていたことが示されている（武田 [1993]）。これによって財閥系生保が運用資産の取得において他の生保会社に比べて不利を蒙ったということではできないが、株式公開に際しての譲渡益を財閥本社に集中させるような内部資本市場の取引のあり方に、財閥系生保は制約されていた可能性は高いというべきだろう。

運用の巧拙という点では、売買および評価にかかわる収益計算にも注目しなければならない。この点では、すでにふれたように資金量が多くなった四大生保が市場価格への影響が大きくなっていったために、取引に慎重にならざるをえないという事情が生じていた。つまり、保険契約市場では優位に立っていた有力生保会社は、資産運用面では市場での行動が次第に制約を受けるようになった。運用面では規模の経済性が認めがたかったといってもよいが、その一方で、中堅以下の生保会社が多額の売却益を取得し、収益性の向上に努めていた。

資本類型別の運用収支は、表27のとおりで、基本的な構成は、四大生保でみられるように売却益と評価損による収支であり、評価益、売却損の比率は極めて少なかった。つまり、ここから知られる運用のあり方は、あらかじめ評価損を計上して簿価を引き下げておいた証券等を、事後的に時価で売却することによって含み益を利益に計上することを基本的な収支構造とするものであった。

このうち、四大生保ではかなり多額の評価損が計上されたことが恐慌期の運用収支の悪化の要因であったが、1930年代にはいると、1938年までは評価損と売却益が収支両建てで同規模で計上されるために、運用収支に与える影響は小さくなった。言い換えると、売却によって実現される利益は、株主や契約者に還元されることなく、資産の評価損の計上に費やされることで資産内容が改善された（含み益が大きく、将来の証券価格の下落に対する実質的な準備金が積み立てられている）状況が意図的に作られていた。それは、市場価格に強い影響を与えずに資産を売却し利益を獲得するうえで好都合であったと考えられる。

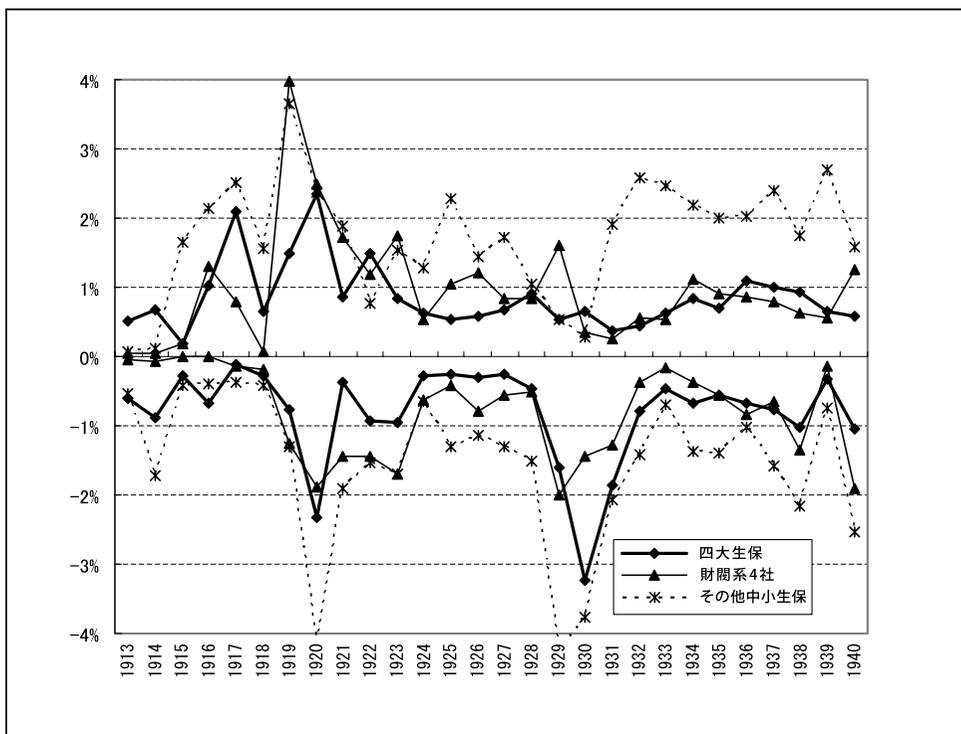
これに対して、財閥系4社では同様に每期大きな金額の評価損が計上されていたが、差引収支でみると、運用収益が改善されるように売却益や評価益が計上されており、配当利回りの相対的な低さをカバーしようとしていたとみられる。また、その他中小生保では評価益のウエイトも大きく、不足する収入利息をこうした資産操作によって補っていた。

表 27 資本類型別の運用収支（1927～40年）

（単位：千円）

	収入 諸利息	財産売却益・ 償還益	財産 評価益	財産 評価損	財産 売却損	差引運用収支	
四大生保平均	A	B	C	D	E	F=A+B+C+D+E	F-A
1927年	6,393	581	57	△296	△2	6,734	341
1928年	7,048	938	17	△597	△7	7,399	351
1929年	7,440	655	0	△1,990	△11	6,093	△1,347
1930年	8,180	226	622	△4,393	△570	4,065	△4,115
1931年	8,951	111	448	△2,575	△261	6,674	△2,277
1932年	10,388	363	357	△1,351	△78	9,679	△709
1933年	11,550	818	0	△1,030	△43	11,294	△255
1934年	11,699	1,784	0	△1,668	△3	11,812	114
1935年	12,768	1,649	255	△1,891	△1	12,779	11
1936年	14,987	3,065	1,264	△3,574	△15	15,727	740
1937年	17,498	3,270	575	△3,455	△13	17,875	377
1938年	19,629	2,228	1,209	△4,001	△6	19,059	△570
1939年	21,975	2,555	250	△1,968	△2	22,811	836
1940年	25,020	1,837	1,776	△5,638	△0	22,994	△2,026
財閥系4社平均							
1927年	2,629	206	166	△243	△1	2,757	128
1928年	2,963	279	180	△259	△1	3,162	200
1929年	3,195	131	737	△1,103	△0	2,960	△235
1930年	3,559	38	183	△948	△133	2,698	△861
1931年	3,956	88	87	△876	△15	3,240	△716
1932年	4,490	172	232	△288	△30	4,575	86
1933年	4,873	370	86	△152	△0	5,176	303
1934年	5,267	963	124	△485	△12	5,857	590
1935年	6,000	802	208	△711	△0	6,299	299
1936年	6,660	1,185	191	△1,081	△67	6,888	228
1937年	7,488	969	213	△1,056	△1	7,613	125
1938年	8,549	256	788	△2,326	△0	7,266	△1,282
1939年	9,916	1,041	0	△377	△1	10,579	663
1940年	11,321	1,263	1,513	△4,296	△0	9,802	△1,520
その他中小生保平均							
1927年	1,164	72	199	△270	△4	1,161	△3
1928年	1,209	128	166	△367	△3	1,132	△76
1929年	1,283	128	53	△1,056	△32	376	△907
1930年	1,354	5	68	△1,367	△110	△50	△1,404
1931年	1,351	58	335	△367	△35	1,341	△10
1932年	1,434	124	415	△363	△22	1,588	154
1933年	1,654	395	486	△357	△36	2,142	488
1934年	1,737	536	327	△430	△7	2,163	427
1935年	1,888	407	322	△527	△38	2,052	164
1936年	1,937	627	182	△486	△18	2,242	305
1937年	2,061	657	203	△636	△9	2,276	214
1938年	2,202	277	651	△1,105	△30	1,994	△207
1939年	2,512	1,276	139	△362	△30	3,535	1,023
1940年	2,820	821	630	△1,819	△28	2,424	△396

図 19 有価証券売買・評価損益額の対運用資産残高



備考：プラス側は売却益 + 評価益/運用資産残高、マイナス側は売却損 + 評価損/運用資産残高。

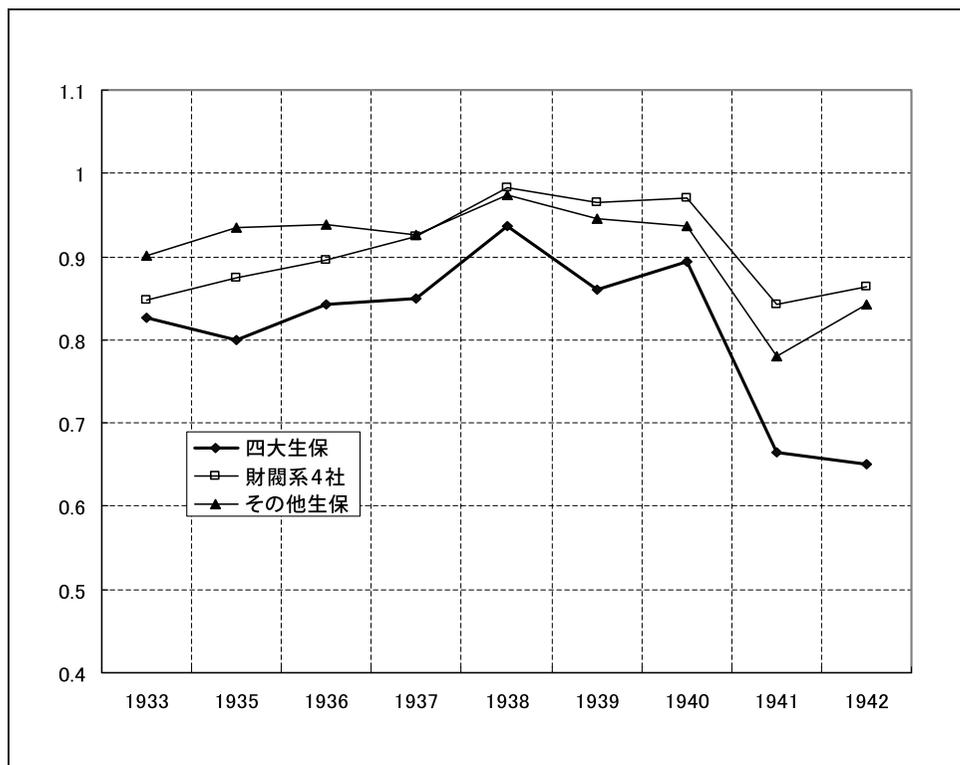
こうした資産操作の影響もあって、運用資産に対する売買・評価などの操作による金額の比率はその他中小生保において大きく、これらの企業がその運用規模に比べれば証券市場においてよりアクティブなプレーヤーであったことを示しているように思われる（図 19）。

また、有力生保会社による資産評価額の切下げは、保有資産の簿価に対して図 20 に示すような市場価格との開きを発生させた。この表は、各社が保有する主要株式の簿価を期末の時価と比較して指数化し（時価を 1 とする）、その企業別の平均値を資本類型別に単純に平均したものである。

この図によれば、資産評価額は四大生保において低く抑えられており、財閥系 4 社やその他の生保会社とは明確な開きがあった。全体に評価損の計上による評価の切下げにもかかわらず、売却による回収によって評価水準は 1933～38 年に含み益をはき出す方向に動いており、財閥系 4 社およびその他の生保会社ではほとんど余裕を失っていた⁵⁸。簿価の切下げはそれ自体として運用資産収益率の改善に資するもの

58 財閥系 4 社の簿価評価額の相対的な高さは、四大生保と比べたときの証券投資利回りの低さが取得価格の高さによるものではないかとの推測と整合的な事実であるが、仮に簿価が 5% 程度高ければ 10% の配当では収益率を 0.5% 程度は引き下げざるはずであり、両者の収益率の格差はこれよりは大きく、さらに検討が必要であろう。

図 20 保有主要株式の平均評価額指数



であったが、総合収益の確保のためにその経営的な余地は小さくなっていったといっ
てよいであろう。

こうした事情は、1939年に保険業法の改正が実施され、第2節でふれたように、
各種の証券の評価方法が改められたこと、これを契機に1940年代初めにかけて図20
のように平均評価額が大きく切り下げられたことに対応している。もちろんこの時
期にはすでに指摘したように、運用面では国債の保有量を増加させるような圧力が
強まっていたから、有力生保会社がこのような市場環境の変化に対応するためには、
さらに運用方法などを改めていく必要があったことはいうまでもない。

8. むすびにかえて

以上のように、生命保険の普及によってもたらされた資金量の増大は、資本市場
における生保会社の地位をますます高めていき、その結果、生保会社の資産運用に
さまざまなかたちでの制約を課すようになってきた。市場の有力なプレーヤーとし
ての力量を備えたと認められるようになることによって、有力生保会社（四大生保
および財閥系4社）が株式市場での行動に慎重にならざるをえなかったことは、こ

うした問題の所在を明らかにしている。

そして、そのような中からこの時期の生保会社が選び取った対応策は、第1に恐慌期の電力向け資金運用にみられたような、資本市場における資金供給者として同一産業に相対しながらも、社債や株式、そして貸付金という運用の形態を選択することによってより有利な運用を試みることであった。

第2に、中期的にはこれが最も重要な点であるが、毎期の収益を基盤に評価損をあらかじめ計上して運用収益率を高めるとともに、必要に応じて時価で売却することによって収益を確保し、これを原資に再び資産評価を切り下げるといふ投資行動であった。もちろん、そうした中でも中小の生保会社は保険契約市場での基盤の弱さを資産運用によってカバーするために市場の価格変動に敏感な運用方針をとるものがあつたことも事実であろう。それは、保険契約市場と資産運用市場とでは、有力生保会社とその他の中小生保が異なる条件によって企業行動を制約されていたこと、それ故に運用方針に相違点が生じたということである。もちろんのことであるが、ここでの資産運用方針の検討は、専ら運用資産の収益率の高低にのみ着目しての評価を行っており、収益率の変動に伴う運用上のリスクを十分には考慮していないこと、また、運用原資として、将来の満期返戻金や保険金支払いに備えて留保すべき資金を中心として生保各社の自己資本にかかわる検討を捨象しているなどの限界があるから、このようなやや単純な類型化は仮説的に提示されるものであり、今後の検討に委ねられるべき点が多いということになる。

したがって、類型的な把握については、個々の事実発見にとどめたうえで、最後に次の点を強調しておきたい。それは、これまでも繰り返し指摘されてきたことであるが、その量的な規模からみて資本市場のあり方に大きな影響を与えたのは有力生保会社の成長であつたということである。ことさらにこの点を強調するのは、この変化が、第二次大戦後までを見通した日本の資本市場の発展において、重要な意味をもつと考えるからである。有力生保会社の成長は、有力企業の大株主に列するような地位を生保会社に与えるとともに、資本市場に対する資金動員の新しいチャンネルを開き、それによって投資家の構成を多様化する要因となつた。生保会社の地位向上は市場に「厚み」を与えたのである。しかも、1930年代の生保会社は、その規模の増大とともに、財閥系生保における株式公開の受け皿となつて安定株主の役割を与えられ、長期保有が期待されるようになった。そして、そのような状況の中で、有力生保会社はその規模故に「慎重な」投資行動をとるような大口投資家——類型差が大きいことは認めたい——であることを基本的な特質とすることになつたと考えられる。

参考文献

- 麻島昭一、『日本信託業発展史』、有斐閣、1969年
——、『本邦生保資金運用史』、日本経済評論社、1991年
朝日生命保険、『朝日生命百年史』、1990年
伊牟田敏充、「日本金融構造の再編成と地方銀行」、朝倉孝吉編『両大戦間における金融構造』、御茶の水書房、1980年
大蔵省理財局、『金融事項参考書』、各年
岡崎哲二、『持株会社の歴史—財閥と企業統治—』、筑摩書房、1999年
小野清造、『生命保険会社の金融的発展』、栗田書店、1936年
粕谷 誠・武田晴人、「両大戦間期の同族持株会社」、『経済学論集』42巻1号、1990年4月
簡易保険局、『全国生命保険会社ノ資金運用ニ関スル調査』（積立金運用資料第23輯）、1930年
北沢宥勝、「新保険業法施行規則に就て」、『損害保険研究』6巻1号、1940年、85～132頁
熊田克郎、「生命保険会社の有価証券投資批判」、『保険経済』120号、1931年4月、21～31頁
柴 官六、「保険資産貸付論」、『保険評論』24巻1号、1931年、28～49頁
志村嘉一、『日本資本市場分析』、東京大学出版会、1969年
末高 信、『生命保険とその経営』、巖松堂、1935年
杉山和雄、「昭和戦前期における財閥生保会社の株式・社債所有」、『成蹊大学経済学部論集』14巻1号、1983年、19～46頁
鈴木良隆、「イギリスの大企業と内部資本市場：両大戦間期を中心に」、『東北大学研究年報経済学』第53巻第2号、1991年、1～20頁
生命保険協会、『生命保険事業成績概況』、各年
第一生命保険相互会社、『第一生命百年史』、2004年
高橋亀吉、『日本金融論』、東洋経済出版部、1931年
武田晴人、「大正九年版『全国株主要覧』の第一次集計結果」(1)、『経済学論集』51巻4号、1986年1月、38～59頁、1986年a
——、「大正九年版『全国株主要覧』の第一次集計結果」(2・完)、『経済学論集』52巻3号、1986年10月、55～73頁、1986年b
——、「資本蓄積(Ⅲ) 独占資本」、大石嘉一郎編『日本帝国主義史 2 世界大恐慌期』東京大学出版会、1987年、217～253頁
——、「財閥と内部資本市場」、大河内暁男・武田晴人編『企業者活動と企業システム』、東京大学出版会、1993年
——、「資本市場の発展とその意義に関する覚書」、『経済論叢』180巻1号、2007年、1～20頁
——、「財閥の組織構造」、『日本経営史講座』、ミネルヴァ書房(近刊)

- 竹森一則、「売却益激増は何を意味するか」、『保険銀行時報』1825号、1937年4月29日、4～7頁
- 橘木俊詔・中馬宏之編、『生命保険の経済分析』、日本評論社、1993年
- 茶野 努、『国際競争時代の日本の生命保険業』、東洋経済新報社、1997年
- 千代田生命保険相互会社、『五十年史』、1955年
- 筒井義郎、『金融業における競争と効率性』、東洋経済新報社、2005年
- 帝国生命保険株式会社、『帝国生命保険株式会社五十年史』、1939年
- 東洋経済新報社、『生命保険会社の批判』（昭和2年版～16年版）
- 、『経済年鑑』、各年
- 日産生命保険相互会社、『日産生命80年史』、1989年
- 日本興業銀行、『日本興業銀行五十年史』、1957年
- 日本生命保険、『日本生命百年史』、1992年
- 農商務省商工局・商工省保険部、『保険年鑑』、生命保険会社協会、各年
- 野田正穂、「満州事変以後におけるわが国株式市場の構造変化について」、『経済志林』30巻2号、1962年、127～182頁
- 橋本寿朗、『大恐慌期の日本資本主義』、東京大学出版会、1982年
- 樋口 弘、『計画経済と日本財閥』、味燈書屋、1941年
- 保険経済社、「生保会社の証券投資」、『保険経済』102号、1929年4月、41～43頁
- 、「保険業界の合理化」、『保険経済』109号、1930年5月、42～79頁
- 、「長期金融機関としての保険会社」、『保険経済』110号、1930年6月、40～51頁
- 増地庸次郎、『我が国株式会社に於ける株式分散と支配』、同文館、1936年
- 安田生命保険相互会社、『安田生命123年史』、2002年
- 矢野恒太、「インフレ下を行く本邦生命保険事業の近況」、『保険銀行時報』1706号、1935年1月、16～17頁
- 山一証券株式会社調査部、『生命保険経営に於ける投資情勢』、1935年
- 山口 喬、「保険業法の主要改正事項について」、『損害保険研究』5巻2号、1939年、1～25頁
- 山中 宏、『生命保険金融発展史』、有斐閣、1966年
- 横山和輝、「1930年代における生保株式運用の現代的意義」、『金融経済研究』16号、2000年1月、42～54頁
- 、「戦前日本における財閥系生保の経営効率」、『オイコノミカ』44巻2号、2007年、105～120頁

