

戦前における生保資産運用と投資原理

小 藤 康 夫

第1節 はじめに

明治10年代に近代的科学的生保会社として明治生命が設立されて以来、次々と生保会社が出現した。当然ながら生保会社の発展は生保資金の拡大につながり、徐々に金融機関としての側面も注目されるようになった。その結果、明治期には「銀行の集金機関」としてしか位置づけられなかった生保会社も、大正期にはいと生保資金増加の恒常性を発揮し有価証券投資や貸付を通して積極的に産業資金を供給するようになった。しかも昭和にはいと不況の中で銀行預金が減少しているにもかかわらず生保資金は着実に増加したため、金融界における相対的地位も上昇し、それに応じて生保会社の資産運用は著しく積極化していった。

このような生保金融の発展の中で次第に生保会社特有の資産運用パターンが形成されるようになった。そのパターンとは景気拡大期に株式保有が増大し財務貸付が低下するのに対して、反対に景気後退期には株式保有が低下し財務貸付が増大するというものである。しかもこのパターンは明治、大正、昭和と時代が進むにつれて鮮明な姿を現している。

言うまでもないことであるが、このような資産運用パターンを説明するにはそれぞれの資産の収益率に注目しなければならない。すなわち、それぞれの金利や利回りの動きをみるのである。したがって、通常の見解にしたがうならば株式と財務貸付の動きを説明するには株式利回りと貸付金利の動きに注目しなければならないことになる。だが、実際に両者の動きをみると、後に示す図か

ら明らかかなようにほぼ同方向に動いている。そのため、先ほど指摘したような株式と財務貸付の反対方向への動きが説明できないことになる。

それに対して株式の収益率として株価値上がり率を採用し貸付金利と比較すると、株式と財務貸付の運用パターンが説明可能となる。なぜなら株価値上がり率は貸付金利とほぼ反対方向に動いているうえ、しかも景気と密接なつながりをもっていることが後に示す図から確認できるからである。

ところで、このような説明は従来の生保会社による株式保有の動機と大きく食い違うことになる。なぜなら、生保会社が株式を保有するのは契約者配当からわかるように配当の獲得と考えられているからである。確かに株価の値上がりを目的に株式を保有する考えは株式と財務貸付の運用パターンを説明するうえで納得のいくものである。だが、なぜ生保会社が株価の値上がりを目的に株式投資を行うのか、その理由が曖昧である。そこで、このことを明らかにしなければならぬと思われる。

したがって、本小論ではまず戦前における生保会社の特徴として株式と財務貸付の運用パターンを見い出し、次にそのパターンを説明するうえで重要な株式投資の目的について生保会社の投資原理の立場から明らかにしていきたい。

分析の進め方は次のとおりである。まず第2節では戦前を明治・大正・昭和前期の3つの期間に分けながら生保会社の資産運用の推移を観察し、そこから生保会社特有の株式と財務貸付の景気に対応した運用パターンを見い出す。そして第3節ではこの運用パターンを整理すると同時にそのメカニズムを明らかにする。その場合、株式投資の目的が運用パターンを説明するうえで重要な位置を占め、株式投資の目的は株価値上がり益にあることを指摘する。そこで第4節ではこのことをデータによって確認し、次に第5節ならびに第6節でその意味を生保資産運用に関する経営原則の中で説明していく。そして最後の節では結論を述べることにする。

第2節 生保資産運用の特徴

(1) 明治期

まず明治期における生保会社の資産運用からみていくことにしよう。だが、残念なことに資産運用に関する統計は明治41年度から始まっているため、それ以前の統計を利用することが困難である。したがって、われわれは山中(1966)にしたがって、明治期の3大会社である明治生命、帝国生命、日本生命の3社による合計数字によって当時の運用の特徴を捉えることにする。

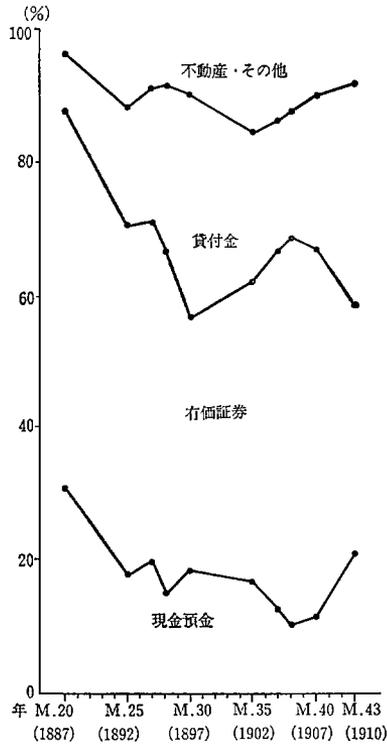
図1はそのような3大生保会社の合計数字から資産運用の状況を預金・有価証券・貸付・その他に分け、それぞれの資産の構成比(%)を明治20年から43年にわたって示したものである。そこで、この図を用いて明治期の特徴を捉えていくことにする。

まず、第1に生保資産のうち銀行預金の占める割合が一般に主張されているほど大きくないことがあげられる。通常、明治期の生保会社は銀行の集金機能的役割を果たしていたと言われるが、実際に生保資産の中で銀行預金の占める割合をもとめるとほぼ20%前後であり、それほど大きな割合を占めていないことがわかる。もちろん、後に示す大正・昭和前期に比較すればその値は大きいですが、しかし生保会社が銀行の集金機関として位置づけられるほどの大きさではない。したがって、このことから明治期の生保会社は単に生保資金を銀行に預け入れるといった消極的な姿よりもむしろ生保資金を積極的に運用するといった姿のほうが近いと言える。

次に第2の特徴として有価証券と貸付の特徴的な運用パターンが指摘できる。そのパターンとは両者が反対方向に動いていることである。すなわち、生保資金のうち有価証券の割合が低下しているときには貸付の割合が上昇し、逆に有価証券の割合が上昇しているときには貸付の割合が低下している。このことは明治期を20年代、30年代、40年代に区切ってみると一層明らかになる。

例えば20年代は有価証券の割合が低下しているのに対して貸付の割合は上昇し、30年代は反対に有価証券の割合が上昇しているのに対して貸付の割合

図1 明治期の生保資産構成



(資料) 山中 (1966) による。

が低下している。そして40年代は再び有価証券の割合が低下し貸付の割合が上昇している。このように明治期の特徴として有価証券と貸付が反対方向に動くことが指摘できる。

この中で有価証券の種類別内訳に注目しなければならないが、詳しいデータが無いためその構成は不明である。しかし明治期全体にわたって国債が有価証券の中で重要な投資対象であったことは明らかであろう。なぜなら生保会社の創業当初はほとんどが国債に投資し、そして明治20年代の日清戦争そして30年代の日露戦争では戦時国債発行に応募しているうえ、40年代には鉄道の国有化によって国債の割合はさらに増えているからである。

だが、一方では有価証券の中で株式投資の果たした役割も無視できない。もちろん創業時の株式投資はわずかな割合しか占めていなかったが、わが国の経済が成長していくにつれて株式投資も積極的に行われ、とくに日清戦争後、生保会社の株式投資は激増している。したがって、このことより有価証券の動きを捉えるうえで株式投資の動きは国債と同様に無視できないことが窺われる。

このようにして明治期の生保資産運用の特徴を2点指摘した。そこで、次にこの2つの特徴がその後どのように展開していくかをみていくことにしよう。

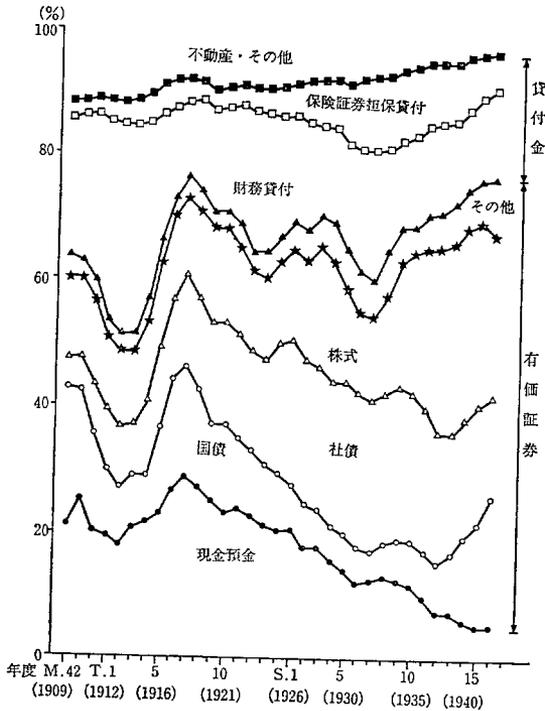
(2) 大正期

明治期では生保資産運用に関する詳細なデータが欠如していたため、3大生保会社のデータを用いてその特徴を指摘した。しかし明治42年度から生保業界全体のデータが整備されたため、今度はそのデータから生保資産運用の特徴を見出すことにする。図2はそのようなデータを用いて生保資産構成の推移を明治42年度から昭和16年度にわたって描いたものである。そこで、次にこの図を用いながら大正期における生保資産運用の特徴をみていくことにしよう。

最初に生保資金に占める預金の割合からみていくと、その割合は明治期に比べてやや上昇していることがわかる。だが、それは生保会社が銀行の集金機関と言われるほどの大きさでないうえ、大正7年度をピークにその後減少傾向にある。したがって、このことから大正期の生保会社は明治期と同様に生保資金を積極的に運用していることが窺われる。それではそのような積極的態度で臨む生保会社の資産運用にはどのような特徴があるのであろうか。

そこで、次に有価証券と貸付の動きに注目すると、やはり明治期と同様の運用パターンが形成されていることがわかる。すなわち、有価証券と貸付が反対方向に動いているのである。例えば明治末期から大正初期の不況期をみると生保資金に占める有価証券の割合が低下しているのに対して貸付の割合は上昇している。また第1次大戦後の好況期には有価証券の割合が上昇し貸付の割合は低下している。その後、大正9年に株式大暴落が始まり不況期に突入すると、再び有価証券の割合が低下し貸付の割合は上昇している。

図2 大正期・昭和前期の生保資産構成



(資料) 山中 (1966) による。

このように大正期においても明治期と同様の運用パターンが確認できる。しかし先ほどの図と違って図2では単に有価証券と貸付といった分類だけでなく、それらを構成する資産も示されている。そこで、今度は有価証券と貸付を構成する資産について注目することにした。

まず、この図から明らかなように有価証券は国債・社債・株式の3種類によってほとんどが占められている。このうち国債は明治末期から第1次大戦終了の頃までその割合が上昇しているが、その後は低下傾向にある。それに対して社債と株式は次第にその割合を高める傾向にあり、しかも第1次大戦後には国債の占める割合を共に上回る状態になっている。したがって、有価証券を構成

する3種類の資産のうち社債と株式がとくに重要な投資対象であったことがわかる。他方、貸付は保険証券担保貸付とそれ以外の貸付である財務貸付の2種類に分けられているが、この図から明らかなように財務貸付が圧倒的な割合を占めていることがわかる。したがって、以上のことから有価証券と貸付の大部分は社債・株式・財務貸付の3種類の資産によって形成されていることになる。

ところで、われわれは先ほど有価証券と貸付が互いに反対方向に動くことを指摘したが、このことに留意するならば有価証券と貸付の動きを決定づけているのはこれら3種類の資産であると推測できる。そこで、次にこれらの資産が実際に有価証券と貸付の動きを決定づけているかどうかをみることにしたい。もちろんいまままでと同様に生保資産構成を示した図2によって3種類の資産の動きを捉えることができるが、ここではその動きを一層明確に捉えるためその保有額を対数表示した図3でみていくことにする。

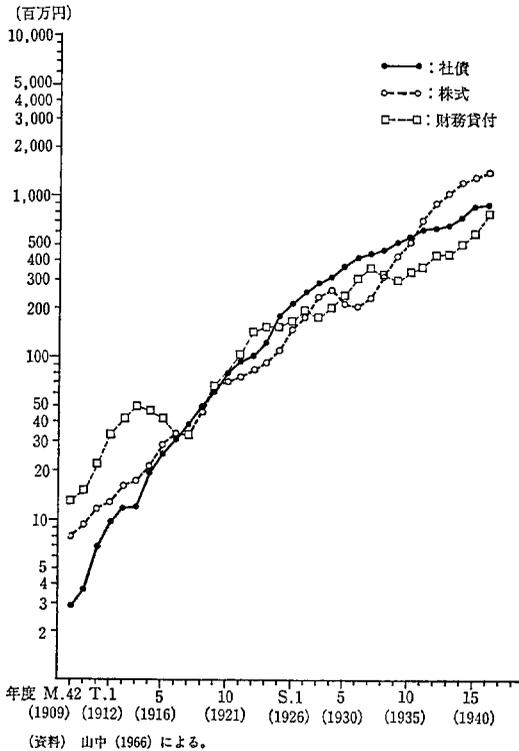
まず有価証券を構成する社債と株式の動きをみると、明治末期から大正期全体にかけてその動きは小さく着実に増大していることがわかる。だが、その動きは小さいながら大正初期・末期の不況期には増加傾向がやや低下し、大戦後の好況期には増加傾向が高まっていることが確認できる。それに対して財務貸付は社債や株式に比べてその動きがはっきりと反対方向に動いていることがわかる。つまり、明治末期から大正初期の不況期には増加傾向にあり、その後景気回復を迎えると減少傾向に転換し、そして大正後期にはいと経済界の不況にもかかわらず増加傾向に向かっている。

このように社債・株式そして財務貸付の動きを観察し、このことより両者は好況・不況の局面でその動きがほぼ反対方向に動いていることが確認できた。したがって、先ほど有価証券と貸付がほぼ反対方向に動いていることをみだが、この動きは社債・株式・財務貸付の動きによって決定づけられていることがわかるのである。

(3) 昭和前期

次に昭和前期における生保資産運用の動きをみることにしよう。そこで、再

図3 大正期・昭和前期における生保資産運用の推移



び生保資産構成比を表した図2を用いると、次のような特徴が指摘できる。

まず第1の特徴として生保資金に対する預金の割合が確実に低下していることがあげられる。この傾向は大正期からすでに始まっているが、昭和にはいってその低下傾向は著しい。これは生保会社が低金利のもとで生保資金を積極的に運用しようとしたからだと考えられる。すなわち、明治・大正期の金利は高水準であったため銀行預金が重要な投資対象として選択されたが、その後金利は低下し続け銀行預金に対する魅力も落ち、生保会社自身が自ら投資対象を広げ積極的に資産運用を展開するようになったのである。

それでは他の投資対象についてはどのような特徴がみられるのであろうか。

いままでと同様に有価証券と貸付の動きに注目することにしよう。

そこで、生保資金に占める有価証券の割合と貸付の割合の動きをみると、明治・大正期と同様にほぼ反対方向に動いていることが確認できる。例えば、昭和2年の金融恐慌ならびに昭和5年の金解禁により日本経済が不況の真っ只中に突入した頃の両者の動きをみると、有価証券は急速に低下しているのに対して貸付は反対に上昇している。その後、金再禁止そして積極的財政政策により昭和7年以降景気が上昇すると、有価証券は上昇し貸付は低下するという動きに変わっている。

また、この期間も大正期と同様に社債・株式・財務貸付の3種類の資産が有価証券と貸付の大部分を占めている。もちろん、いままでと違った点としていくつか指摘できる。例えば昭和12年度以降に国債の占める割合が急激に上昇している点や不況期に保険証券担保貸付が増大している点などがあげられる。しかし、これらのことを考慮しても依然として3種類の資産が大部分を占めている。それゆえ、有価証券と貸付の動きはこれら3種類の資産の動きによって決定づけられていると言える。

そこで、再び図3を用いてこれらの資産の動きをみることにしよう。まず最初に気づく点であるが、それは社債の動きである。明治期ではあまり社債保有が活発でなかったが、大正そして昭和にはいって確実に増大し続け、昭和前期をみる限りではほとんど変動をみせず着実な動きを示している。それに対して株式と財務貸付は絶えず反対方向へ動いていることが確認できる。すなわち、昭和初期の不況期では株式が減少しているのに対して財務貸付は増大しているし、またその後の好況期では株式が激増しているのに対して財務貸付はそれほど伸びを示していない。したがって、以上のことから社債は生保会社にとって重要な投資対象であったが、有価証券と貸付の動きを主として決定づけていたのは株式と財務貸付であったことがわかる。

われわれはいままで戦前における生保会社の資産運用の動きを明治・大正・昭和前期に分けながら観察してきた。そこから得られた特徴をまとめると、まず第1に銀行預金の占める割合が低下傾向にあったことが指摘できる。このこ

とは生保会社が自己の発展と共に生保資金を積極的に運用していったことを示していると言える。次に第2の特徴として生保資金の運用は主として有価証券と貸付によって行われ、しかも両者は互いに反対方向に動いていたことが指摘できる。そして、このような動きを一貫して決定づけていたのは株式と財務貸付であることも明らかになった。

このようにして戦前における生保資産運用の特徴をみてきたが、この中でわれわれが関心を持つことは有価証券と貸付を決定づけていたと考えられる株式と財務貸付の動きである。明治期はデータ欠如のため明らかでないが、大正そして昭和前期では先ほど確認したように株式と財務貸付が相互に反対方向へ動く姿を現している。しかも、このパターンは大正期よりも昭和前期のほうが一層鮮明であり、生保会社の発展と共にその特徴が強まっていることがわかる。したがって、このことから株式と財務貸付のこのような動きは生保会社特有の動きとして捉えることができる。

そこで、次にわれわれは株式と財務貸付の動きに注目し、なぜこのような運用パターンを展開するのか、この問題について考えていくことにしたい。

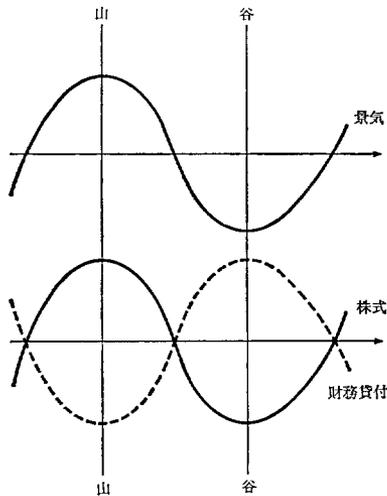
第3節 景気変動と生保資産運用

(1) 株式と財務貸付の変動

われわれは前節において有価証券と貸付が主として株式と財務貸付によって決定づけられていたことを指摘し、その結果、有価証券と貸付が相互に反対方向に動くのは株式と財務貸付が反対方向に動くためであることを明らかにした。

そこで、このような株式と財務貸付の動きを振り返ってみると両者が単に反対方向に動いているだけでなく、景気の局面に対しても規則性を有していることがわかる。その規則性とは好況期に株式が上昇し財務貸付が低下するのに対して、不況期には反対に株式が低下し財務貸付が上昇する動きである。図4はこのような関係をわかりやすく示したものであり、景気が谷から山に向かう景気拡大の局面では株式が上昇し財務貸付が低下するのに対して、景気が山から谷に向かう景気後退の局面では株式が低下し財務貸付が上昇している。そこで、

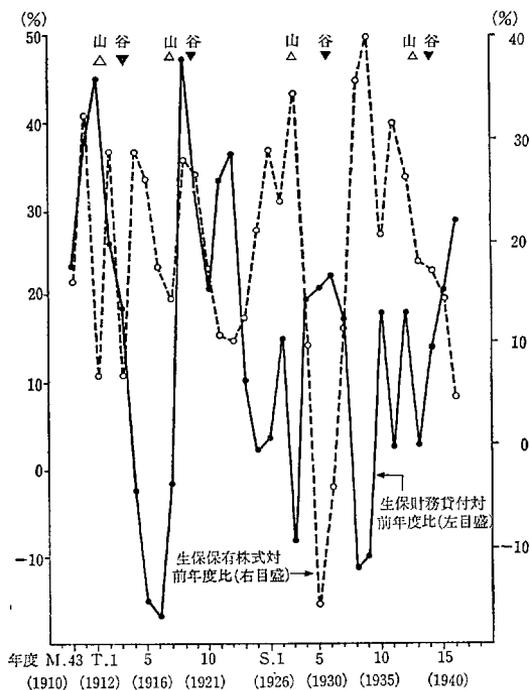
図4 景気変動と生保資産運用



実際にこのような関係が成立しているか否かをみるため、景気変動とこれら資産の関係を図で捉えることにする。

図5はこのような関係をみたものであり、ここではディフュージョン・インデックスからもとめた景気の山と谷、そして保有株式と財務貸付の対前年度比(%)が描かれている。この図をみると最初に気がつくように株式と財務貸付がほぼ反対方向に動いていることが確認できる。そして、これら資産の動きは景気変動に対応し、景気拡大の局面では株式が上昇し財務貸付が低下するのに対して、景気後退の局面では株式が低下し財務貸付が上昇している。したがって、このことより株式と財務貸付による運用パターンは景気に対して密接な関係にあることがわかる。しかも、このような景気との関係は明治末期から大正前期までの期間よりもむしろ大正後期から昭和前期までの期間のほうが一層明確である。それゆえ、生保会社が時代と共に発展してきたことを考えると、このような運用パターンは生保会社の本質的特徴とみなすことができるように思える。

図5 景気変動に対応した生保有株式と生保財務貸付



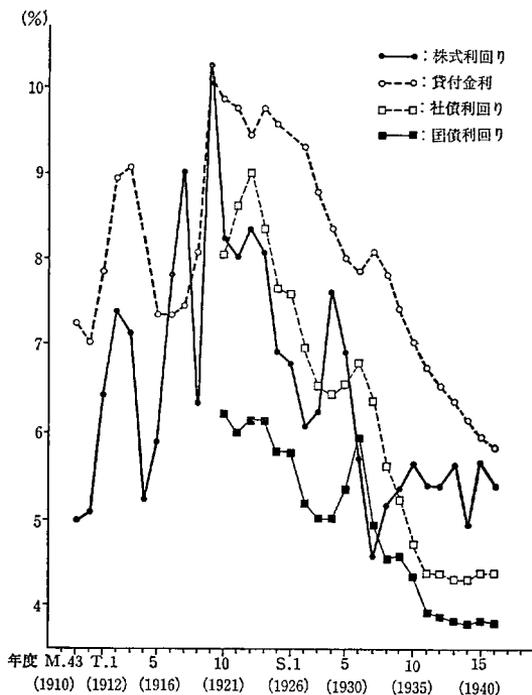
(資料) 株式と財務貸付については山中(1966)、景気の山と谷については藤野(1963)による。

(2) 金利と株価の変動

先ほど株式と財務貸付が景気の局面で規則性を持ちながら相互に反対方向へ動くことを確認した。次になぜこのような動きが生じるのか、その理由を明らかにするため金利と株価の動きに注目することにしたい。

まず生保会社が有価証券や貸付といった資産を保有する動機は当然のことながらそこから生み出される収益の獲得にあると考えられる。したがって、生保資産運用の動きを決定づけるのはそれぞれの資産の収益率となる。そこで、明治末期から昭和前期までの貸付金利、社債利回り、国債利回り、そして株式利回りの動きをみると、図6のようになる。この図をみるとわかるように全体的

図 6 株式利回りと各種金利



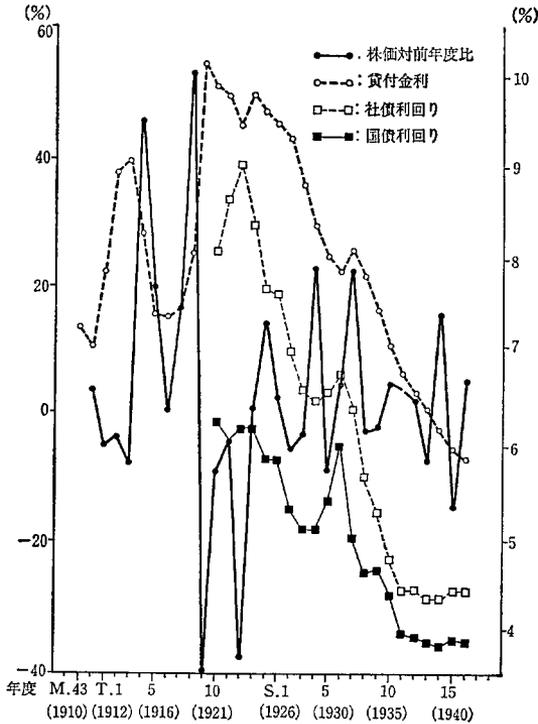
(資料)『東洋経済年鑑』(東洋経済)、『重要経済統計』(神戸商業大学商業研究所)、『本邦経済統計』(日銀)、『日本経済統計集』(大内兵衛監修・日本評論社)、『日本の金融統計』(後藤新一著・東洋経済)。

にこれらの金利と利回りはほぼ同じ方向に動いていることが確認できる。

また、この中で株式利回りと貸付金利の動きをみると、昭和7年以降の好況期に貸付金利が低下し株式利回りが上昇する過程がみられるが、全体的には両者は同じ方向へ動いていると判断できる。このことは注目すべきことであろう。なぜなら、いままで観察してきた株式と財務貸付の動きを説明できないからである。つまり、株式利回りと貸付金利が株式と財務貸付を決定づける変数ならば、両者は絶えず反対方向に動かなければならないからである。

一方、一般の投資家にとって株式保有の動機は単に利回りに代表される配当の獲得だけでなく株価の値上がりもある。そこで、今度は生保会社の株式保有

図7 株価上昇率と各種金利



(資料) 図6の資料と同じ。

の動機を株価の値上がりがあると仮定し、株価値上がり率の動きをみることにする。ただし、ここではその値を直接観察できないため、代理変数として株価対前年度比(%)を用いることにする。図7はこうしてもとめた株価上昇率と先ほど示した貸付金利・社債利回り・国債利回りを比較したものである。この図からわかるように先ほどの株式利回りをを用いた図6と違って、この図は株価上昇率だけが他の3種類の金利・利回りと異なった動きを示している。すなわち、株価上昇率は他の金利・利回りとはほぼ反対方向に動いているうえ、しかもその変動が激しいことがわかる。

そうすると、こうした中で株価上昇率と貸付金利に注目すれば、生保会社の

保有する株式と財務貸付の動きが説明可能となる。なぜなら、株価上昇率と貸付金利がほぼ反対方向に動いているため、この動きによって株式と財務貸付の反対方向への動きが説明されるからである。

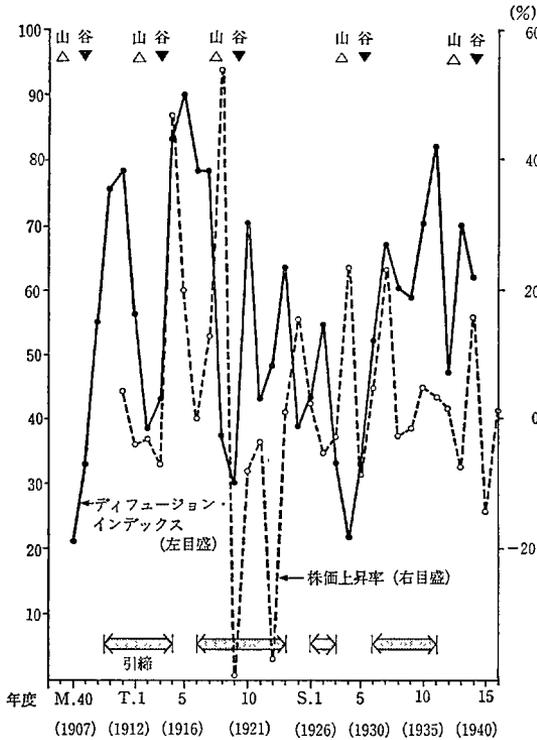
しかし、ここで注意しなければならないことは株価上昇率と貸付金利がただ単に反対方向に動いているだけでなく、変動の程度が異なっていることにも注意を向けなければならない。例えば明治末期から大正前期までの期間をみると貸付金利も株価上昇率も同じように大きな変動を描いているが、大正後期から昭和前期までの期間は貸付金利の変動が小さく確実に低下しているのに対して、株価上昇率の変動はたいへん大きいことが確認できる。

したがって、株式と財務貸付の動きが株価上昇率と貸付金利の相対的大きさによって決定づけられることを踏まえるならば、両者の動きを説明するにあたってとくに株価上昇率の動きに注目しなければならないことがわかる。すなわち、貸付金利の変動が相対的に小さいことから株価上昇率の動きによって両者の大雑把な動きが決定づけられることがわかるのである。

そこで、資産運用パターンを捉えるうえで重要な株価上昇率の動きについてその特徴を調べてみることにする。一般に知られているように株価は景気変動の影響を受けやすい。図8はそのことを示したものであり、そこには株価上昇率とディフュージョン・インデックスが描かれている。ここでディフュージョン・インデックスからもとめた景気の山・谷と株価上昇率の関係をみると、全体的に景気の谷から山に向かう景気拡大の局面では株価上昇率は上昇傾向にあり、景気の高から谷に向かう景気後退の局面では反対に低下傾向にある。

もちろん株価上昇率は景気変動以外の要因として例えば金融引締・緩和に対しても影響を受けるため、必ずしもうえで述べたような景気との対応関係が成立していない局面もあるが、全体的にはほぼこのような関係が成立していると言える。そこで、次にこのような株価の性質に注意しながら生保会社特有の資産運用パターンを説明することにしよう。

図8 景気変動と株価上昇率



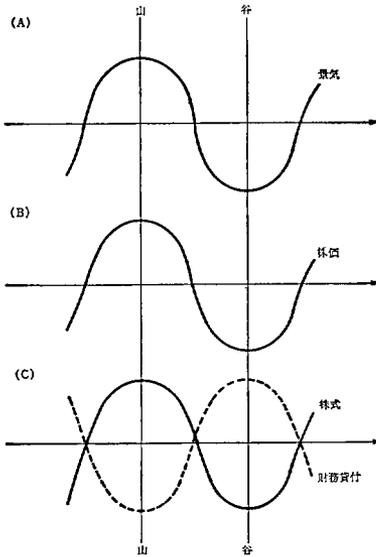
(資料) 図6の資料と藤野(1965)による。

(3) 生保資産運用と株価

いままで金利・利回りと株価上昇率の動きを観察し、そこから株式と財務貸付の動きを説明するにはとくに株価上昇率の動きに注目しなければならないことを指摘した。いまやこのことは先ほど確認した景気変動と株価上昇率の關係に注目すれば説明可能となる。図9(A)(B)(C)はそのために描かれたものである。

まず図9(A)は景気変動を示し、図9(B)はそれに対応した株価の動きを示している。つまり、景気の谷から山にかけて株価は上昇し、逆に景気の高から谷にかけて株価は低下することになる。したがって、景気拡大の局面では株

図9 株価と生保資産運用



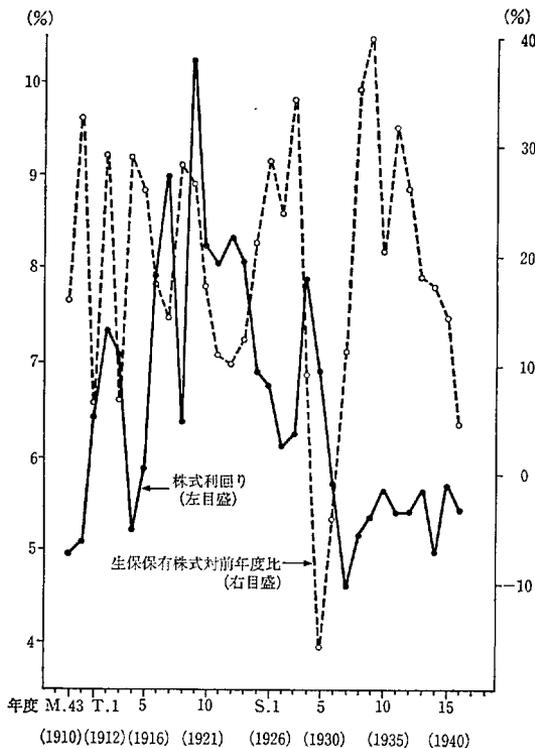
価値上がり益の魅力が高まるため株式のほうが財務貸付よりも相対的に増加し、反対に景気後退の局面では株価値上がり損の可能性が生じるため財務貸付のほうが株式よりも増加することになる。図9(C)はこのような関係を示したものである。したがって、以上のことから株式と財務貸付による資産運用パターンは株価が景気変動と密接な関係にあることから説明されると言える。

だが、このような説明は生保会社の株式投資の目的が主として株価値上がり益にあるため、株式保有動機に関して一般の主張と著しく異なることになる。なぜなら、通常考えられているように配当を目的とするならば契約者配当につながるが、株価の値上がりではそうならないからである。そこで、次の問題として生保会社はなぜ株価値上がり益を目的に株式投資を行うのか、その理由を考えていくことにしたい。

第4節 生保会社の株式投資行動

株式と財務貸付の動きを説明するうえで株価が重要な役割を果たしているこ

図 10 生保有株式と株式利回りの推移

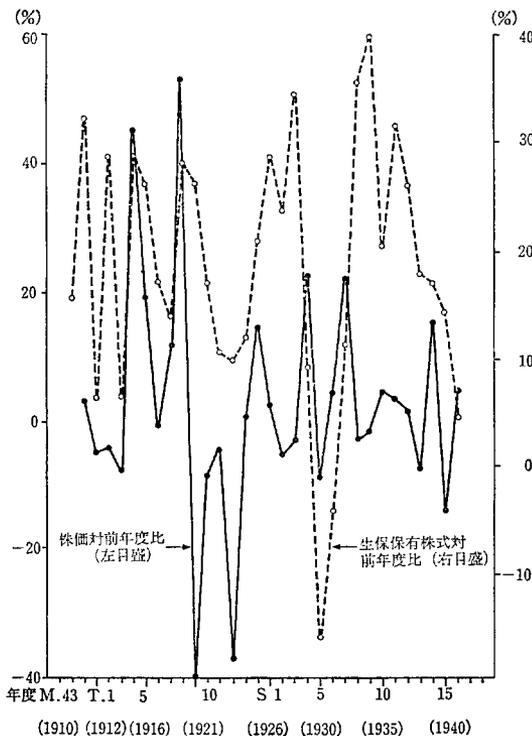


(資料) 図 6 の資料と山中 (1966) による。

とを指摘し、そこから株式投資の目的を株価値上がり益にあると考えてきた。以下の節でその理由を説明するが、その前にそのことが実際に成立しているかどうかを、今度は直接調べてみることにする。

図 10 と図 11 はそのために描かれたものであり、明治 43 年度から昭和 16 年度にわたって生保有株式残高対前年度比 (%) が表されている。一般に主張されているように生保会社の株式投資の目的が配当収入にあるならば保有株式増加率と株式利回りは同じ方向に動くことになる。だが、両者の関係を示した図 10 をみると、その関係は曖昧であり、むしろ反対方向に動いているようにみえる。一方、保有株式増加率と株値上昇率を示した図 11 をみると、この図

図11 生保保有株式と株価上昇率の推移

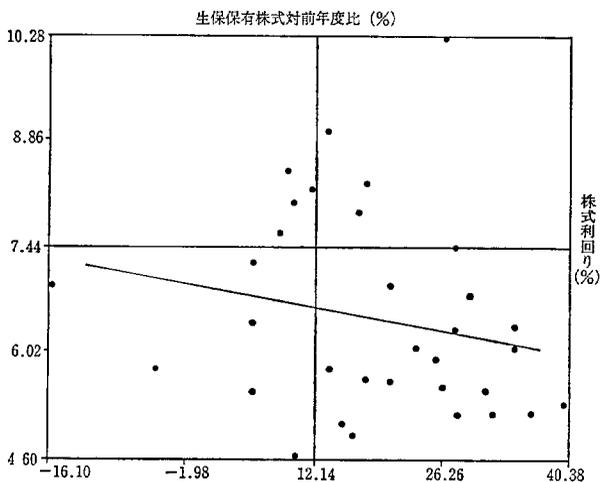


(資料) 図6の資料と山中 (1966) による。

も明確な形で表れていないが、全体的にみるならば両者は同じ方向に動いているようにみえる。

ここで図10と図11でみた保有株式増加率と株式利回りおよび株価上昇率の関係を一層明確に捉えるため相関図を描いてみることにする。図12は先ほどの図10に基づき保有株式増加率と株式利回りの関係を示したものである。この図から明らかなように両者の関係は弱く、しかも負の相関にあることがわかる。実際、両者の相関係数をもとめると-0.196である。一方、図13は先ほどの図11に基づき保有株式増加率と株価上昇率の関係を示したものである。この図は先ほどの図12に比べれば明確であり、相関係数は0.213で正の相関にあ

図12 生保有株式と株式利回りの相関図



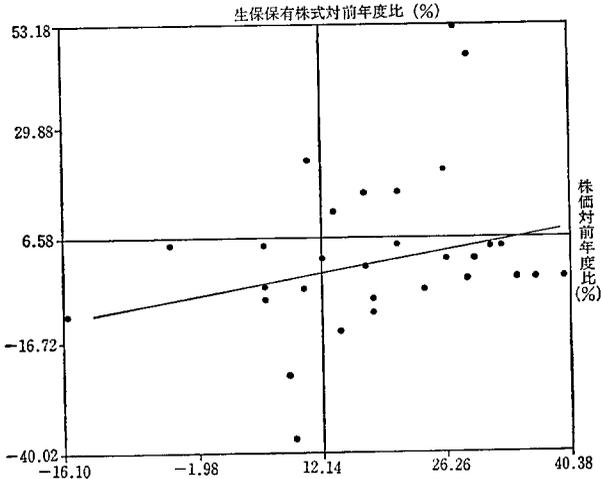
(注) 株式利回り = $6.9082 - 0.022228 \times$ 生保有株式対前年度比 $R = -0.196$
 (資料) 図10の資料と同じ。

ることがわかる。

こうして利用可能な戦前のデータを用いることから生保会社の株式投資は一般に主張されている内容と異なり、株価値上がり益を目的としていることが見出しされる。だが、株価値上がり益を目的とした投資行動と言っても生保会社の場合、一般の株式投資家のように売却益を目的とした行動とは違うであろう。それは含み益を目的とした投資行動である。つまり、生保資金は長期資金であるため、株価が上昇していく局面で株式を積極的に購入し株価の値上りを目的に保有し続けるのである。その結果、先ほど確認したように生保会社の保有株式増加率と株価上昇率は正の相関となって表れることになる。

このようにわれわれの観察した結果では生保会社の株式投資は配当収入を目的とした行動よりもむしろ含み益を目的とした行動として捉えることができる。それではなぜ生保会社は含み益を目的とした投資行動をとるのであろうか。配当収入を目的とした株式投資ならばそのまま契約者配当につながりその行動も理解できるが、含み益は契約者配当につながらないためその意味がなかなか理

図13 生保保有株式と株価上昇率の相関図



(注) 株価対前年度比 $= -4.8742 + 0.32442 \times$ 生保保有株式対前年度比 $R = 0.213$
 (資料) 図11の資料と同じ。

解しにくいように思われる。そこで、次にこの問題を明らかにしていくことにしよう。

第5節 生保資産運用の経営原則

(1) 経営の3原則

まず、生保会社の資産運用に関する経営原則から触れていくことにしよう。通常、それは安全性、収益性、流動性の3原則としてまとめられている。このうち安全性の原則とは運用にあたって生保資金そのものの安全性を重視することである。言うまでもなく生保資金はほとんどが責任準備金によって形成され、将来の保険金支払のために積立てられたものである。それゆえ、保険金支払が確実に行われるようにその運用にあたって安全性が重視されることになる。もしこの原則が軽視されるならば生命保険そのものが機能しなくなるため、極めて重要な原則と考えられる。

それに対して収益性の原則とは生保資金の運用によって収益をできる限り獲

得しようとする行動である。保険料は一定の予定利率で割引かれ、さらに競争上できる限り多くの配当をあげる必要がある。それゆえ、生保資金は予定利率を上回り、そのうえで可能な限り高い運用利回りをあげるよう積極的に運用されなければならない。

次に流動性の原則がある。この原則は保険金の支払などが円滑に行われるよう十分な流動性を保持することである。しかし、この原則は他の2つの原則に比較してあまり重視する必要がない。なぜなら、生命保険は損害保険などと違い偶発的・突発的な支払が少ないうえ、収入が長い期間にわたって入るため、十分な流動性を保持する必要性がないからである。したがって、生保資金運用の経営原則を考える場合、この流動性の原則はほとんど考察の対象からはずしてよいと考えられる。

(2) 資産選択モデルによる安全性と収益性の原則^{注)}

このようにして資産運用に関する3原則を示し、その中でとくに重要なものは安全性の原則と収益性の原則であることがわかった。そこで、次にこの2つの原則に注目し、その内容を簡単な資産選択モデルの中で表すことにしよう。

まず、モデルの枠組みとして生保会社が選択する資産の対象は A, B という2種類の危険資産で、これら資産の収益率の期待値 (μ) と標準偏差 (σ) はそれぞれ表1のようになっているとする。そして生保会社は自己の保有する初期

表1 危険資産の性質

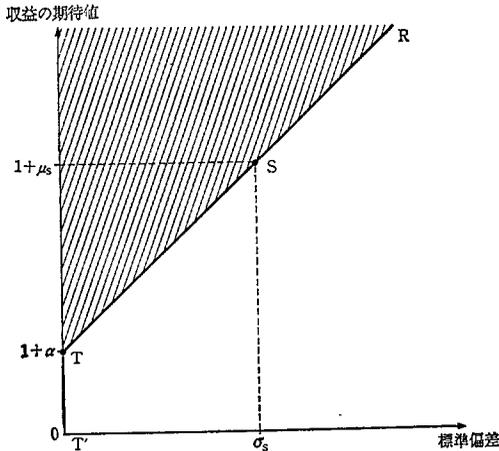
	収益率の期待値	収益率の標準偏差
危険資産 A	μ_A	σ_A
危険資産 B	μ_B	σ_B

ただし、 $\mu_A < \mu_B, \sigma_A < \sigma_B$

富1をもって、この2種類の危険資産の組合わせを決定するとしよう。

このようなモデルの中で最初に安全性の原則からみていくことにする。この原則は生保資金の運用にあたって予定利率を含めた収益をできる限り達成することである。もしこの大きさの収益が達成できないならば保険金の支払に支障

図 14 資産選択モデルによる安全性の原則



をきたすため、生保会社にとっては必ずこの大きさの収益を確保しなければならない。だが、危険資産に運用している限り予定利率を含めた収益を絶対的に確保できる保証はない。そこで、ここでは安全性の原則を確率の立場から表すことにする。

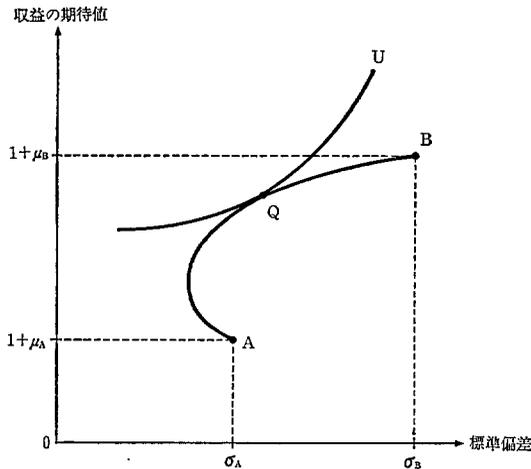
先ほどのモデルからわかるように生保資金を危険資産に運用するため、その収益は確率変数 X として捉えられる。そうすると、この枠組みの中で安全性の原則を表すならば、生保資金の収益 X が予定利率 α を含めた収益 $1+\alpha$ 以下となる確率 $P(X \leq 1+\alpha)$ に注目することになる。そこで、われわれはこのような確率の中で生保会社が許容する確率を定め、その確率以下となる資産の組合わせを安全性の原則を満たす組合わせと解釈することにする。

このことをわかりやすくするため図示したものが図 14 である。例えば、この図の点 S で示される資産の組合わせを選択した場合、その収益の期待値を $1+\mu_s$ 、標準偏差を σ_s とすると、チェビシェフの不等式から

$$P(X \leq 1+\alpha) \leq \sigma_s^2 / (\mu_s - \alpha)^2$$

が成立する。つまり、運用収益が $1+\alpha$ 以下となる確率の上限は $\sigma_s^2 / (\mu_s - \alpha)^2$ となる。

図15 資産選択モデルによる収益性の原則



ここで生保会社がこの確率を安全性の原則を満たす基準とすると、点Tから点Sに向かう直線Rの上の斜線の領域が安全性の原則を満たす領域といえる。なぜなら生保会社が基準とする確率の上限の値 $\sigma_S^2/(\mu_S - \alpha)^2$ は直線Rの傾き $(\mu_S - \alpha)/\sigma_S$ の逆数の自乗に等しいため、点Tを中心として時計の針と反対方向に動いた領域は運用収益が $1 + \alpha$ 以下となる確率の上限が小さくなっていくからである。このようにしてわれわれは安全性の原則を確率の立場から定義づけ、その内容を図で表すことができた。そこで、次に収益性の原則について触れることにしよう。

収益性の原則とはできる限り大きな収益を獲得することであった。ここでは収益によって生み出される効用に注目し、最大の効用をもたらす資産の組合わせを見出す行動として収益性の原則を捉えることにする。

図15は先ほどの資産選択モデルを用いて収益性の原則を表したものである。そこでは無差別曲線Uならびに危険資産A、Bの可能な組合わせのうち有効点を表した有効曲線ABが示されている。生保会社は収益性の原則から最大の効用をもたらす資産の組合わせを見出そうとするため、無差別曲線Uと有効曲線ABが接する点Qを選択することになる。こうして生保会社は最大の効用を

得る資産の組合わせを選択することになる。

第6節 株式投資による含み益の役割

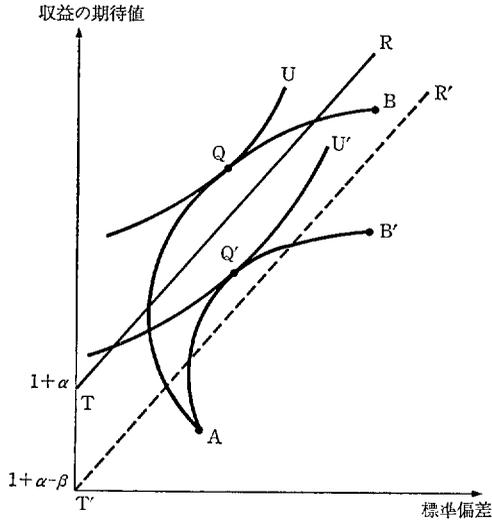
われわれは簡単な資産選択モデルを用いて安全性の原則と収益性の原則を表した。次にこのことを踏まえて株式投資による含み益の役割について明らかにしたい。そのためには含み益が存在しないケースをとりあげ、そこから生じる問題を指摘し、次に含み益の存在によってその問題が解消されるならば、その役割も自ずと明らかになると思われる。したがって、ここではこのようなアプローチを進めていくことにする。図16はそのために描かれたものであり、先ほどと同じ資産選択モデルを用いることにする。

(1) 含み益が存在しないケース

まず、含み益が存在しないケースから考えていくことにしよう。そこで、最初に有効曲線 AB が存在し、そして安全性の原則を満たす領域は $1+\alpha$ から伸びた直線 TR の上方であるとする。そうすると、生保会社にとって好ましい資産の組合わせは図から明らかのように点 Q を満たす組合わせとなる。なぜなら、点 Q は無差別曲線 U と有効曲線 AB の接点であることから収益性の原則を満たし、また直線 TR の上方に位置しているため安全性の原則も満たしているからである。したがって、このような状況のもとでは何ら問題が生じないことになる。

だが、有効曲線 AB が AB' に変化した場合にはどうなるであろうか。先ほどと同様に生保会社は無差別曲線 U' と有効曲線 AB' が接する点 Q' を選択するように思えるかもしれない。確かに点 Q' は無差別曲線 U' と有効曲線 AB' が接するため収益性の原則を満たすが、点 Q' は直線 TR の下方に位置しているため安全性の原則を満たさないことになる。それゆえ、このような状況のもとでは安全性の原則と収益性の原則を同時に満たすことが困難である。それゆえ、生保会社は投資原理にあった運用を見出すことができないことになる。このことは資産運用上極めて重要な問題と思われる。

図 16 含み益の役割



しかしながら、このような局面でも過去の株式投資によって蓄積された含み益が存在するならば、この問題は解決される。そこで、次に含み益が存在するケースについて考えていくことにしよう。

(2) 含み益が存在するケース

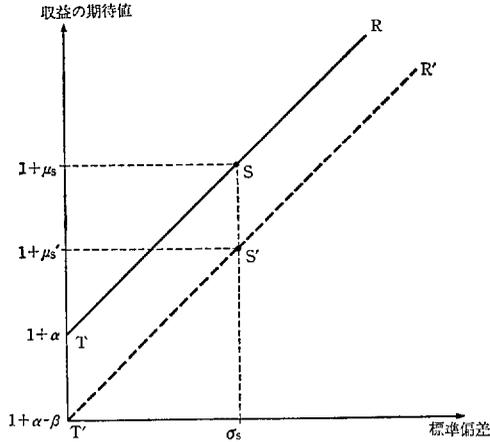
一般に含み益が存在しても保険契約者にとって、それが配当につながらないため意味のないものと考えられる傾向にある。だが、それは収益性の側面からみたためであって安全性の側面から捉えるならば極めて重要な役割を提供している。そのことを示したものが図 17 である。

この図の直線 TR はいままでと同じ安全性の原則を満たす領域の境界線を表している。したがって、例えば点 S の組み合わせの場合、資産の運用収益が $1 + \alpha$ 以下となる確率の上限は

$$P(X \leq 1 + \alpha) \leq \sigma_S^2 / (\mu_S - \alpha)^2 \tag{1}$$

から $\sigma_S^2 / (\mu_S - \alpha)^2$ となり、この値は生保会社が許容する確率の上限となる。

ところで、含み益は生保会社が資産運用に失敗した場合、それ自身をはき出

図17 安全性の原則を表わす直線 TR のシフト

すことによって収益の減少を補うことができる。そうすると、含み益 β が存在する場合、資産の運用収益が $1+\alpha$ 以下となるのではなく、 $1+\alpha-\beta$ 以下となる確率に注目しなければならない。そこで、先ほどの(1)式と同じ確率の上限を満たす境界線を求めると、直線 TR から下方に β だけシフトした点線 $T'R'$ のようになる。

このことは点線 $T'R'$ 上の点 S' をとりあげ、その点の組み合わせから生み出される確率の上限から明らかであろう。ただし、点 S' の標準偏差 $\sigma_{s'}$ は点 S のそれと同じであり、期待値 $1+\mu_{s'}$ は $1+\mu_s-\beta$ となる。そこで、確率の上限を求めると、

$$P(X \leq 1+\alpha-\beta) \leq \sigma_{s'}^2 / (\mu_{s'} - \alpha + \beta)^2 \quad (2)$$

より $\sigma_{s'}^2 / (\mu_{s'} - \alpha + \beta)^2$ となる。すなわち、この値は $\mu_{s'} = \mu_s - \beta$ から

$$\sigma_{s'}^2 / (\mu_{s'} - \alpha + \beta)^2 = \sigma_s^2 / (\mu_s - \alpha)^2 \quad (3)$$

となり、(1)式の右辺の値と同じになる。このことは安全性の原則を説明した際に指摘したように確率の上限が直線の傾きと対応づけられることから明らかであろう。

このようにして含み益が存在する場合、直線 TR が下方にシフトするため

安全性の原則を満たす領域が広がっていくことになる。そこで、再び図 16 に戻ることにしよう。先ほど指摘したように有効曲線 AB が AB' に変化した場合、資産運用上困難な局面が生じた。だが、それは含み益が存在しなかったからであって、それが存在する場合にはこのような問題は解決できる。

なぜなら、図 17 で明らかにしたように含み益が存在する場合には安全性の原則を満たす領域が広がるため、収益性の原則ばかりでなく安全性の原則も同時に満足するからである。すなわち、図 16 において有効曲線 AB が AB' に変化しても含み益が存在する場合には直線 TR が $T'R'$ にシフトするため、無差別曲線 U' と有効曲線 AB' が接する点 Q' の組合わせが選択されることになるのである。

一般に投資対象として株式を選択することは資産の運用を不安定なものにすると考えられている。それに対して生保会社の株式投資はいままでの説明から明らかのように生保資金の運用を安定的なものにする働きを果たしていると考えられる。このような相違が生じるのは株式を収益性の対象として捉えるのか、あるいは安全性の対象として捉えるのかに存在していると言えよう。

通常、生保会社の株式投資は配当収入の獲得をその目的としていると言われる。このような主張は収益性の側面を重視し、株式投資の持つもうひとつの側面である安全性についてはほとんど無視されたためであると思われる。したがって、本節ではこのような見方を変え、株式投資の持つ安全性の側面に重点を置きながら含み益の役割を明らかにしたことになる。

第7節 結論

本小論では戦前の生保資産運用を観察し、そこから生保会社特有の資産運用パターンが形成されていることを見い出した。それは有価証券と貸付が景気循環に対応しながら反対方向に動いていくパターンである。しかも、このような動きを決定づけていたのは株式と財務貸付であることも明らかにした。それゆえ、生保会社特有の資産運用パターンは景気循環に対応した株式と財務貸付の動きとして表すことができる。

このような資産運用パターンを説明するにあたって、当然のことながら株式収益率と貸付金利の動きに注目しなければならない。一般に主張されているように生保会社にとって株式保有の目的が配当にあるならば株式利回りに注目しなければならない。しかしながら、株式利回りと貸付金利の動きをみる限りではそのパターンを説明できなかった。そこで、株価値上がり率を用いると、景気循環に対応した資産運用パターンが説明可能となった。

だが、このような説明は株式投資に関する生保会社の常識を打ち破るものである。それゆえ、その理由を説明する必要がある。そこで、本小論では投資原理の立場からその理由を明らかにした。すなわち、生保会社にとって株式投資の目的は含み益の獲得にあり、安全性の見地から容認されることが説明されたのである。

《脚注》

《注》 以下の分析は Blair and Heggestad (1978), Markowitz (1959), Roy (1952), Stowe (1978), 玉田 (1978) を参考としている。

《参考文献》

- [1] 石坂泰造 『保険会社金融論』, 1935年, 改造社。
- [2] 小野清造 『生命保険会社の金融的發展』, 1936年, 栗田書店。
- [3] 小藤康夫 『生命保険の發展と金融』, 白桃書房, 近刊。
- [4] 堺雄一 「金融機関としての生保会社 (上) (中) (下)」, バンキング, 217号 1966年4月, 218号 1966年5月, 219号 1966年6月。
- [5] 高垣五一 『生保コンツェルン読本』, 1938年, 春秋社。
- [6] 高橋亀吉 『日本金融論』, 1931年, 東洋経済。
- [7] 玉田巧 「生命保険会社の資産選択と「安全第1原理」」, 所報 (生命保険文化研究所), 第44号 1978年9月。
- [8] 藤野正三郎 『日本の景気循環』, 1965年, 勁草書房。
- [9] 保険研究所編 『日本保険業史』, 1968年, 保険研究所。
- [10] 山中宏 『生命保険金融發展史』, 1966年, 有斐閣。
- [11] Blair, R. D. and A. A. Heggestad, "Bank Portfolio Regulation and the Probability of Bank Failure" *Journal of Money, Credit and Banking* Vol. 10, No. 1, February, 1978.
- [12] Markowitz, H. M. *Portfolio Selection*, Cowles Foundation Monograph 16,

1956. (鈴木幸夫監訳『ポートフォリオ選択論』, 1969年 東洋経済)

[13] Roy, A. D. "Safety First and Holding of Assets", *Econometrica*, Vol. 20, No. 3, July, 1952.

[14] Stowe, J. D. "Life Insurance Company Portfolio Behaviour", *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 45, No. 3, September, 1978.

(専修大学教授)