

昭和恐慌と生保経営（Ⅱ）

－生保証券(株)設立を中心として－

小川 功

(滋賀大学教授)

- I. はじめに
- II. 金融恐慌による預金等の損失
- III. 生保による信託会社設立構想
- IV. 生保証券設立までの経緯 (以上前号)
- V. 生保証券の成立
- VI. 生保証券の評価

V. 生保証券の成立

1. 生保証券の第一回協議会

(1) 各社への呼び掛け

生保証券への各社の参加状況は当初の4生保均等出資案に参加した第一、愛国、帝国、安田を中心に、契約高1億円以上の規模の各生保に「原邦造社長がこの案を提げて各社を歴訪」(S.5.9.6. 東朝)し、参加を呼び掛けたところ、各社とも株価値下がりであろうした株価対策を待望していたためか千代田、太平、日本医師共済の各生保がまず賛同し(S.5.8.27. 保銀)、9月4日までに東洋、太陽、日清、共保、福徳が参加を表明し、仁寿、大同、日華万歳、国光、三井も多分賛同するものと見られ(S.5.9.4. 中外)、明治も近く重役会を開いて決定す

昭和恐慌と生保経営（II）

る予定であるが(S.5.8.29. 大朝)、日生には前号記載の通り難色があり「当分参加見合わせ」(S.5.9.3. 東朝)と報じられている。

(2) 第一回協議会

昭和5年9月5日午前11時から東京丸ノ内の日本倶楽部で生保証券の第一回協議会が開催された。当日の出席者は**第一**(×矢野恒太社長)、**愛国**(×原邦造社長)、**帝国**(×朝吹常吉社長)、**安田**(×四条隆英社長)、**太平**(×石井徹社長)、**日本医師共済**(×八木逸郎社長)、**東洋**(大原万寿雄専務)、**太陽**(×清水文之輔専務)、**日清**(×望月軍四郎社長)、**共保**(×山田敬亮専務)、**福德**(有村丈次郎専務)、**仁寿**(千葉断一取締役)、**日華万歳**(×河合良成専務)、**国光**(岩間六郎専務)のほか当日までに参加を表明した**有隣**(×宇井孝三常務)、**明治**(×藤田讓専務)を加えて合計16社であった。**千代田**は賛成ながら代表者である社長、常務がともに旅行中で欠席⁹⁰⁾、さらに**住友**、**大同**、**大正**も参加を表明、**徴兵保険**からは**第一徴兵**、**富国徴兵**も参加を決めたので、残るは日生、三井のほか**常磐**、**中央**、**片倉**、**富士**、**福寿**、**東海**、**横浜**、**大安**、**蓬萊**、**日本教育**、**東華**、**寿**、**日本共立**、**戦友共済**、**国華徴兵**などの比較的規模の小さい生保だけとなった。(太字は昭和3年決算の対有価証券・株式比率40%以上の生保、下線を施した8社は9月27日現在でなお未加盟、×印は個人として生保証券に100株出資)⁹¹⁾

(3) 設立趣意書案

発起人による「設立趣意書案」には「近年引続く財界不振の為め証券市価の変動極りなく遂に最近に於て未曾有の一大暴落を見るに至りました。此の際有力なる証券投資機関の出現は財界一般の要望であることは疑いなき所であります。茲に於て巨大なる資金を有する生命保

昭和恐慌と生保経営（II）

險会社が其資金の一端を割き専ら優良なる事業会社の株式の所有を目的とする本会社を設立経営することは国家經濟の振興、産業の發展に寄与する所大なるものあるのみならず、保險会社が銀行信託等の他の金融投資機関との間に本会社に依りて密接なる關係を保持するの便を得べく又出資会社としては其資金の一部を協同的に堅実且有利に運用することを得べく当に所謂一挙兩得の成果を収むるものである事と信じます。是れ下名等が本会社の設立を企画し生命保險会社諸社の賛成を乞ふ所以であります⁹²⁾とある。

エコノミスト誌はこれを「勿体ぶった設立趣意書と、その要項なるものを捏ち上げて『サア御覧じろ』とばかり天下に発表してしまった」(S.5.9.15. E)と茶化している。

2. 事業内容

(1) 「事業要綱仮案」の内容

「事業要綱仮案⁹³⁾」では名称、資本金、住所、存続期間がなお空欄(定款案でも名称、資本金、株式総数等は空欄)のままで、「目的 本会社の營業範圍は株式の所有売買並に之に付帶する業務に限ること」(定款案でも「第一条 当会社ハ左ノ業務ヲ営ムヲ以テ目的トス 一 有価証券ノ(所有並ニ)売買 二 第一号ニ付帶スル業務」としている。

〔()内はその後の追加部分〕

因みに第二次生保証券の「設立要綱⁹⁴⁾」では「一、株券以外の有価証券の応募、引受、買入。二、株券公社債の払込又は元利金若くは配当金払渡の取扱、三、貸付金並に金融の仲介」(原案の「不動産の取得及売買の仲介等」は削除)を営むこととし、「生保団の投資を目的とするもの限り従て単に差額の利得のみを目的とする投機取引の如きは行はざること⁹⁵⁾」と定めていた。

昭和恐慌と生保経営（II）

最終的な「事業要綱案」では「存続期間 設立の日より十年」が追加された。

「発起人 本会社の発起人は生命保険会社現重役(注 最終的には取締役に変更)たること」(定款案でも「第二十二条 取締役及監査役ハ当会社ノ株式一百株以上ヲ有スル株主中ヨリ之ヲ選任ス」とある。)

「株主 本会社の株主(注 最終的には株式引受人に変更)は発起人を除く外生命保険会社たること 発起人に限り本会社の株式一百株を引受けしむること」(会社設立上の法的な必要から個人として100株づつ出資することとしたもの)

「株式の移転 本会社の株式の売買譲渡は取締役会の承認を要すること」(定款案でも「第十二条 [当会社ノ] 株式(ノ譲渡)ハ取締役会ノ承認ヲ得ルニ非サレハ [譲渡] (之)ヲ為スコトヲ得ス」[()内はその後の追加部分、[]内はその後の削除部分]としており、これが生保証券の特徴である排他性を担保するもので、「生命保険会社以外には一切売買譲渡を禁ずる」(S.5.9.13洋経)趣旨と解されていた。)

「重役会 本会社の重要な業務の執行に付ては予め重役会一致の決議を要すること」

生保証券の唯一の業務である証券投資については、銘柄選定に関する全役員的一致を要件としたが、新会社に役員を派遣しない生保にとっては「新会社の役員のみ全く資金の運用を一任することは危険」(S.5.9.17中外)との認識から、さらに生保証券に役員を派遣していない生保の代表者から構成された共同の諮問機関を社外に設置して新会社の投資を監視することとなった。

「出資会社 出資会社に対しては毎月一回必ず本会社の財産並に営業の状況を報告すること 出資会社より本会社の業務に関し随時其希望を提し得ること 出資会社の社長、専務、常務又は取締役、支配人の

昭和恐慌と生保経営（II）

職にある者は本会社の重役会に出席して本会社の業務に関し其意見を述ぶことを得ること」

買入の採算については全役員的一致を要件としたほか格別の規定は設けてはいないが、「買付ハ外部ニ漏洩ヲ惧レテ仲買店員ヲ通過セズ直接其店主ニ対シ注文ヲ発スルノ策⁹⁶⁾」を取ったほどであった。

(2) 発起人会での原の報告

原は発起人会で次のように開会の挨拶及び報告を行った。

「当会社設立の目的は巨大なる運用資産を有する保険会社が其株式投資資産の一部を拠出して協同の団体を作り其団体を通じて堅実にして安全なる株式を買入れて之れを保有せんとするにある、而して此団体の形式は株式会社とすることを最も妥当と思ふ

此会社は優良株式の買入保有を為すの外何等の仕事もしない、重役会の組織の如きも専ら協同の精神に基づいて常に一致の態度を以て進み社長とか専務取締役とか云ふ名称を付せず只だ外部に対して会社を代表する重役を一人置く位にしたい

此会社発起に関しては毫も不純の動機なきは勿論其主旨に於ても決して投機的行為をなさんとするものにあらざることは言を要せざる処である 只だ之れによって保険会社資産の運用を安全有利になすことを得又同業者間の財的協調の一助とならんことを希ふのみである⁹⁷⁾」

原があえて「優良株式の買入保有を為すの外何等の仕事もしない…毫も不純の動機なきは勿論其主旨に於ても決して投機的行為をなさんとするものにあらざる…」と言い切った背景には商工省の「動機が不純だとか、スベくる危険がある」(S.5.9.15. E)との懸念を打ち消すとともに、「金融界への一般的な積極的進出を意識的に企画したもの⁹⁸⁾でない」ことを内外に表明して、業際問題の発生を抑制したものと考

昭和恐慌と生保経営（II）

えられる。（この点は文末で言及）

「事業要綱仮案」の段階では空欄のままであった名称、資本金、住所、存続期間に関して、原は次の議案を提出し、社名は生保証券株式会社とすること、資本金は金五千万円（但し四分の一払込、因みに後年の第二次生保証券の資本金は1/10の500万円）、発起人は当会社の株式（一株百円）一万株以上を引受ける参加会社の取締役1名を以てすることとし、創立実行委員を第一生命の矢野恒太社長、安田生命の四条隆英社長、愛国生命の原邦造社長の3名に委嘱し、創立事務所は当分愛国生命内に置くこと、「従来の有力生保のみを網羅する方針より進んで徴兵保険をも加へたほとんど生保界全部の証券会社とする」（S.4.9.6. 東朝）ため、生保全社を網羅するとの方針の下に未交渉会社全部に対して参加を勧誘すること、「当初参加ニ付積極的ノ勧誘ヲ控ヘタル⁹⁹⁾徴兵保険に関しても「富国徴兵ノ自発的加入申出ヲ動機トシテ」¹⁰⁰⁾徴兵保険会社の参加希望を承認すること等を決定した。当初の一時的な機関から「出来れば将来的に永続せしめる方針に変更」（S.4.9.6. 東朝）された。定款案でも「第五条 当会社ノ存立期間ハ会社成立ノ日ヨリ滿三十ケ年トス 但株主總會ノ決議ヲ以テ延長スル事ヲ得」としている。（但し最終の定款では「滿三十ケ年」が「十ケ年」に短縮されている。）

このほか付帯決議として、本日の出席会社の引受株式は1万株以上とし、今後参加する会社の株数は制限しないこと、応募額が未達の場合の不足額は引受申込額に按分して増額すること、出席会社は引受株数、発起人に指定する重役の指名を原まで申し出ることを決議した。¹⁰¹⁾

(3) 経過説明会

昭和5年9月8日生保証券の創立委員に就任した原、矢野、四条の

昭和恐慌と生保経営（II）

3氏は商工省に出頭し、設立に対する内意を得たので(S.5.9.13. 保銀)、翌9日正午から東京丸ノ内の生保協会で未加盟の生保代表者を招いて生保証券の経過説明会を開催し、生保証券への参加を勧誘した。当日の出席者は未加盟の常磐、中央、片倉、富士、福寿、東海、横浜、大正、大安、蓬萊、日本教育、東華(寿、日本共立、戦友共済3社は欠席)の各生保の代表者であった。このうち片倉、大正2社は当日加入を言明した。(S.5.9.10. 中外)

17日までに日生、三井、第一徴兵、蓬萊が参加を表明したが、徴兵保険のうち日本徴兵だけは「徴兵三社と兎角逆を行かうとする同社のことだから今回の参加も危まれている」(S.5.9.13. 保銀)とされたものの結局参加した。

3. 生保証券の成立

昭和5年10月1日、[表-6]の発起人および生保29社、徴兵保険3社、合計32社が現金にて1250万円(資本金5000万円の1/4払込)50万株の払込を完了した。

[表-6]以外に仁寿(18400株、第一回協議会は千葉断一取締役出席)、国光(1万株、第一回協議会は岩間六郎専務出席)、第一徴兵(1万株)、日本徴兵(5千株)、大正(4万5千9百株)、蓬萊(3千株)、東海(3千株)、常磐(3千株)、横浜(3千株)、三井(2千5百株)、住友(2千5百株)、富士(2千株)、福寿(2千株)は賛成会社の位置付けにとどまった。ただし仁寿、国光は発起会社となったとの報道もある(S.5.9.27. 保銀)。

各社の申し込み累計が予定より800万円も超過したため、第一など1万株以上引受としていた発起会社6社の分を削減した結果、第一、¹⁰²⁾愛国、明治、帝国、千代田は4万5千9百株となった。

昭和恐慌と生保経営（II）

【表－6】生保証券の役員・発起人

役職／氏名	年齢	出資関係・経歴・兼務等
【取締役会長】		
×原 邦造 # 48	(* 45900株出資の愛国社長)	M40京大経済学科卒、東京貯蔵銀行頭取、高砂生命社長、東上鉄道取、東武鉄道取、第百銀行頭取、明治製糖監、朝鮮殖産銀行監事、
【取締役】		
×矢野恒太 # 66	(* 45900株出資の第一社長)	M22第三高等学校医学部卒、日生社医、共済支配役、ゴータ生命、農商務省保険課長、M35第一生命創立、第一相互貯蓄銀行頭取、三井信託取、東京横浜電鉄社長、目黒蒲田電鉄社長、田原都市社長、第二次生保証券創立委員長
×藤田 讓 # 67	(* 45900株出資の明治専務)	慶応卒、渡米、米国商館勤務後明治入社、生保証券以外の兼務をし、第二次生保証券取、
×朝吹常吉 # 54	(* 45900株出資の帝国社長)	慶応中退、ロンドン大学留学、日銀、三井物産、千代田組を経て三越専務、T12帝国取、T13専務、T14社長、台湾製糖取、日本電気取、都ホテル取、留萌鉄道取、東芝、王子製紙役員、千代田組相談役、三井財閥の朝吹英二次男
×堀井卯之助 # 60	(* 45900株出資の千代田専務)	慶応卒、時事新報記者、東京興信所理事、T4千代田理事、T6取、S2常務、第二次生保証券取
×四条隆英 # 55	(* 18300株出資の安田社長)	M37東大法卒、農商務省入省、工務局長、農商務次官、商工次官、S4退官、安田保養社理事、S5安田生命監、東京火災社長、帝国製麻社長、第一次火災取、男爵四条隆平の養嗣子、
【監査役】		
×木村雄次 # 57	(* 18300株出資の東洋社長)	M32東大卒、第一銀行入行、副支配人から朝鮮銀行理事兼営業局長、T11東洋専務、T14社長、不二興業会長、東京運河土地取、金剛山電気鉄道取、城東電気軌道取、朝鮮貯蓄銀行監、第二次生保証券取
×弘世助太郎 # 60	(* 9900株出資の日生社長、生保協会理事)	山口銀行監査役、百三十三銀行取、近江貯蓄銀行取、関西信託取、日本無線電信取、都ホテル取、新大阪ホテル監、日本生済生会理事長、
×河合良成 # 45	(* 13800株出資の日華専務)	M44東大法卒、農商務省、東京株式取引所常務理事、満洲紡績取、中央毛糸取、S4日華専務、福徳生命専務、帝国火災取、留萌鉄道監、菊池電気軌道取、東京汽船監、中央ビルディング取、日本商事監、S9日華辞任（実弟鉄二が川崎八右衛門女婿で第百銀行常務・川崎定徳会取締役）
×清水文之輔 # 63	(* 9900株出資の太陽専務)	一高英法科を経て東大法卒、二高教授、十八銀行ソウル支店長、M44太陽専務、生気嶺粘土石灰取締役、
【役員以外の100株個人株主】		
今井五介（9900株出資の片倉生命社長） 片倉製糸紡績副社長、信濃鉄道社長、日本共立火災取締役、片倉殖産代表取締役ほか片倉系各社重役多数、片倉兼太郎実兄		
石井徹 #（9900株出資の太平洋生命社長、第一回協議会出席） 29年東大法卒、日本郵船副社長、井上準之助が同窓の石井を太平洋生命社長として推挙		
根津嘉一郎（18300株出資の富国徴兵社長、根津財閥総帥、根津合名出資社員） 昭和火災社長、愛国生命取締役、東武鉄道社長、南海鉄道会長ほか多数		
宇井孝三（9900株出資の有隣生命常務）		
山田敬亮（9900株出資の共保生命専務、第一回協議会出席） M37東京専門学校卒、藤田合名理事、S2共保生命専務、日本硫黄取、戸畑鋳物監、中央火災傷害監、共立企業監、日本産業監、東京藤田合名理事		
八木逸郎（9900株出資の日本医師共済社長、第一回協議会出席） M19 東大医学部卒、奈良で医師開業、奈良県医師会長、日本医師会理事、M41代議士、T8 日本医師会を背景に日本医師共済創立、羽田調帯社長、渡良瀬水電監査役		
松方正雄（9900株出資の福徳生命社長、S6 10辞任）第一回協議会は有村次次郎専務出席		
平沢 真（5000株出資の大同生命常務） M33東北大農卒、護国生命勤務、合併後大同社長秘書役、		
望月寛四郎 #（13800株出資の日清生命社長、太平生命監、第一回協議会出席） 村上太三郎商店勤務、株式仲買望月商店主、T12田口銀行頭取、望月同族社長、S3第三銀行専務、京浜電気鉄道会長、九曜社社長、湘南電気鉄道取、新高製糖取、太平火災監、報国製作所会長		

(注) #印は昭和5年6月27日の井上蔵相との懇談に出席、×印は100株の個人株主となった発起人（第一回協議会出席メンバーを中心に9名で、その所属会社が発起会社（大同以外は個人名義を併せて1万株以上引受）、×印は9900株以上引受けた発起会社

(資料) 『銀行会社事業興信録』昭和8年版、各社社史、紳士録、新聞、経済雑誌の報道等により筆者が作成

昭和恐慌と生保経営（II）

1250万円の出資額は昭和4年度の生保全社の株式総額2億7170.8万円の4.6%に相当する金額であるが、各社ごとの生保証券出資額の株式総額に対する比率は愛国16.56%、安田10.85%、千代田9.27%、明治7.86%、帝国6.79%など役員を出した生保では概して高く、住友0.72%、日生1.53%、大同1.90%など関西系各社では際だって低いなど、出資の程度には大きな濃淡があった。10月7日生保協会において生保証券の創立総会を開き、矢野が議長に就任、原が経過報告を行った後、[表-6]の通り各社のトップで構成する役員を選任した(S.5.12.13. 洋経)。(因みに後年の第二次生保証券では各社とも社長クラスではなく、愛国の曄道文芸(生保証券会長)、第一の石坂泰三(同監査役)、日生の成瀬達(同監査役)など専務クラスによる実務型重役会であった。)

18300株も出資した富国徴兵の社長根津嘉一郎ほどの大物が役員になっていないのに、9900株出資の太陽専務清水文之輔が役員に入っているのは、清水が長く生保協会でも共同投資に関与し、留萌町債のデフォルトに際して法解釈上の私見を公表するなど「社会学、経済学を研鑽し造詣深く、常に該切なる論議を公にして令名頗る高い」¹⁰³⁾、「英法出身の保険学者」(S.5.12.13. 洋経)の評があるほどの碩学で実務面に通じているため、中小生保の代表として就任したものと見られる。

4. 生保証券の業務開始

(1) 開業後の状況

生保証券の事務所は丸ノ内1-6の東京海上ビル新館8階に置かれ、役員以外のスタッフとしては営業主任(総秘書支配人)糸井仙之助(元横浜正金銀行調査係勤務)、書記四谷亮、タイピスト宮下ふく子というささやかな陣容で出発した。糸井仙之助は「正金銀行から、この人ならばと、引っこ抜かれて来た人」(S.5.12.13. 洋経)である。

昭和恐慌と生保経営（II）

生保証券は設立後、当面は払込資本金1250万円の約半額を興銀に担保付コールとして放出し、残りを三井銀行、三菱銀行に100万円余、第一、安田、川崎第百、三十四、山口、住友、興銀等へ通知預金とした。

昭和5年10月9日最初の重役会(以後毎週木曜日に開催)を開催、15日の第二回の重役会で「堅実株の買入方針につき種々協議」(S.5.10.20.保銀)して株式の買付を開始し、東京電灯、東京瓦斯などの優良株式・社債の買付で昭和5年中に投資額は700余万円に達した。生保証券の第一回営業報告書によれば、昭和6年5月31日現在の資本金は5000万円(うち払込は1250万円)で、有価証券の残高は758万円、一時貸付金は500万円、銀行預金は35.6万円その他であった。¹⁰⁴⁾

758万円の有価証券の残高は株数ではせいぜい13万株程度と推定され、全国の株式時価総額の117億6904万円¹⁰⁵⁾に対しては僅か0.064%に過ぎず、果たしてどの程度の買支え効果があったのか数字では判然としない。しかし市場へのアナウンスメント効果としては生保証券の資本金5000万円を投下して買い支えるという発表であったから、これなら時価総額の0.42%に相当する。また日銀調査局の作成した『金輸出解禁史(其二)』も「保険会社ノ運用資金ハ五億円ニモ達スベシト称セラレ単ニ生保証券ノ買付ノミヲ見テ其背景ノ活動ヲ無視スルコト能ハザル事情」¹⁰⁶⁾があったとしている。

第1期(昭和6年上期)「配当金ハ当初年九分ノ予定ナリシガ配当金未払諸経費嵩ミタル等諸事情ノ発生ニ著減」¹⁰⁷⁾したものの、資産の利息配当金により資本金の5%超の34.6万円の利益を計上し、2千円を積立て、年4%の配当を実施した。

第2期(昭和6年下期)は「値下りの償却を行はねばならなかった」¹⁰⁸⁾ため無配、第3期(昭和7年上期)、第4期(昭和7年下期)は年5%の

昭和恐慌と生保経営（II）

配当を実施した。¹⁰⁹⁾なお『第一生命55年史』には「資金は六年九月には枯渴したので投資余力造出のため第二回の払込を徴収した¹¹⁰⁾」としている。「近く重役会に計った上機を見て第二回一千二百五十万円の払込徴収を行ふものと見られてゐる」(S.6.9.3. 東朝)との報道もあり、当初の要綱にあるように「必要に応じて増資を行ふ」(S.5.9.3. 東朝)「積極的投資の要ある場合には払込又増資を行ふ¹¹¹⁾」方針にそった資金調達を検討した可能性がある。(また後年、現実には第二次生保証券は昭和12年9月に第2回払込125万円を実施して、株価暴落に対処した事実がある。)

しかし8月末決算である第一生命の営業報告書でも昭和7年8月期の生保証券の簿価は昭和6年8月期の簿価114.8万円と不変で、払込があった事実は示していない。『帝国生命五十年史』でも解散時の払込資本金は1250万円(25円払込)のままとなっており、主要生保の営業報告書でも簿価は変化していないので、新聞の予想記事に基づいた記述と考えられる。

(2) 生保証券の買入銘柄

『金輸出解禁史(其二)¹¹²⁾』によれば昭和6年5月31日現在の有価証券の残高758万円の具体的内訳としては[表-7]の上半分の銘柄であった。これは例えば日生が解散時に現株で引取った銘柄Bとも下半分を除けば大半が一致しており、投資先の株主名簿で部分的に判明した生保証券持株数Aに日生の生保証券出資比率(2%)を乗ずれば、ほぼ解散時の日生引取株数Bに近い数字となる。このことは以後の追加買入があまり実施されなかったことを示していよう。

また昭和3年度現在の33生保の持株数の多い銘柄のリストCともごく一部(日清製粉、矢作水力、参宮急行電鉄など)を除いてほぼ一致し

昭和恐慌と生保経営（II）

ている。不一致のうち「十株未満の端数株式は之を愛国生命に於て引受、清算した¹¹³⁾」部分もあろう。生保証券の持株数は平均すれば33生保持株数の数%程度となっているが、一部にはA/Cが高い特殊な銘柄も見られる。

[表-7] 生保証券の買入銘柄

買入銘柄	時点	生保証券A 持株数	(参考) B 解散時日生引取分	(参考) C 33生保の持株合計	B/A	A/C
鐘ヶ淵紡績		NA ^株	0 ^株	21077 ^株	—%	—%
東洋紡		NA	0	32004	—	—
大日本麦酒		NA	⑩ 43	48780	—	—
麒麟麦酒		0	0	3950	—	—
明治製糖	6上	17410	② 348	⑨ 35740	2.0	48.7
台湾製糖	7	9240	④ 170	17430	1.8	53.0
横浜正金銀行		NA	⑤ 81	28910	—	—
日本勸業銀行		NA	⑦ 74	⑩ 35338	—	—
宇治川電気	6/3	2390	⑨ 57	34090	2.4	7.0
九州水力電気		NA	33	③ 59390	—	—
京都電灯	7/4	11160	③ 222	⑦ 44378	2.0	25.1
大阪瓦斯		NA	10	⑧ 42648	—	—
東京瓦斯	6/6	8900	① 475	① 88455	5.3	10.1
大阪電気軌道	7/9	3300	⑧ 66	23230	2.0	14.2
阪神電気鉄道	7/9	1100	22	30778	2.0	3.6
日本窒素肥料	7/11	500	10	② 72298	2.0	0.7
王子電気軌道	6/5	1820	42	④ 57800	2.3	3.1
目黒蒲田電鉄	7/5	2100	41	⑥ 47495	2.0	4.4
日本無線電信	7/9	1110	22	25354	2.0	4.4
京浜電気鉄道	6/5	3330	⑤ 81	25200	2.4	13.2
京成電気軌道	7/11	1230	23	23975	1.9	5.1
東京電灯社債		NA	37千円	21406千円	—	—
東武鉄道		NA ^株	<以下は日生引取分> 149 ^株	72094 ^株	—	—
東邦電力		NA	93	173776	—	—
南満洲鉄道		NA	91	112840	—	—
南海鉄道	7/9	4000	80	40498	2.0	9.9
京都瓦斯	8/1	3470	69	11100	2.0	31.2
大同電力		NA	68	155800	—	—
王子製紙	7/11	3320	66	29950	2.0	11.1
日清製粉	6上	3030	60	NA	2.0	—
京王電気軌道		NA	28	48255	—	—
東京電灯		NA	27	240812	—	—
矢作水力	7/9	1175	23	NA	2.0	—
玉川電気鉄道	7/5	600	11	50226	1.8	1.2
参宮急行電鉄	7/3	330	6	NA	1.8	—

(資料) 各社営業報告書、【全国生命保険会社ノ資金運用ニ関スル調査】(昭和3年度)等により作成
B, C欄の○内の数字は上位10銘柄の順位

(3) 生保証券と各社の証券投資の関係

具体的な生保証券買上銘柄の例を[表-8]から[表-10]に示した。まず持株数が多く、大株主となったケースとして東京の鉄道株から目黒蒲田電鉄、王子電気軌道、京浜電気鉄道をとれば、[表-8]のように目蒲では少なくとも7生保、王電では9生保、京浜では10生保が生保証券の投資銘柄と重複して投資している。

また[表-9]のように東京瓦斯では25生保もが投資している反面、台湾製糖では日本徴兵1社、明治製糖では日本徴兵、帝国生命2社が17位までの大株主となっているにすぎない。

また京都の公益企業株から京都電灯、京都瓦斯をとれば[表-10]のように京都電灯では少なくとも4生保が保有している反面、京都瓦斯では仁寿生命1社が18位までの大株主になっているにすぎない。

生保証券が買上げを行った銘柄の多くは、鉄道、電力、瓦斯等の公益企業であり、当然ながら多数の生保が投資するような銘柄が優先的に選択されたが、日本徴兵による台湾製糖や仁寿による京都瓦斯のような、特定生保の集中銘柄も恐らく当該生保からの「会社の業務に関し随時其希望を提し得る」出資会社の権限に基づくプッシュによって買入銘柄に追加されたものであろう。生保証券買上前後の間の大株主の株数増減を見ると、明治製糖における日本徴兵、京都電灯における日生など持株減少の例も一部に見られるが、台湾製糖では日本徴兵が、京都瓦斯でも仁寿がともに大幅に持株を増大させており、東京瓦斯でも25生保のうち3生保以外は増加ないし不変で、京都電灯でも4生保のうち3生保は増減がない。

したがって生保証券の買いは必ずしも生保の売りを意味するわけではなく、目蒲における東洋、日華の売却等を別にすれば単純な生保証券と生保間の直接取引ではなく、市場から売り物を拾うか、増資時の

昭和恐慌と生保経営（II）

失権株を引き受けた場合等が多かったのではないかと考えられる。なお京都電灯で昭和9年に各生保が微増したのは生保証券解散に伴う現引きの結果であろう。

[表一8] 主要生保の株式投資状況（昭和5年～7年） 単位 株

社 名	目 蒲 電 鉄			王 子 電 軌			京 浜 電 鉄		
	S 5	S 7	増減	S 5	S 7	増減	S 5	S 7	増減
愛国生命#×									
第一生命#×	49115	50015	900						
明治生命#×									
帝国生命#×	3700	3700	0						
千代田生命×									
安田生命#×									
東洋生命×*	3900	0	-3900						
日華生命×*	2000	0	-2000	1000	700	-300	400	300	-100
太陽生命×*									
片倉生命*	1130	1130	0	900	900	0	500	500	0
太平生命#*							20000	22950	2950
富国徴兵*									
有隣生命*									
共保生命*									
医師共済*				1500	2000	500	1500	1500	0
日本教育生命				10080	10080	0			
福寿生命				1600	1600	0	2000	2000	0
日清生命#*	10000	9450	-550				2500	2500	0
常磐生命				1000	1000	0	4000	4000	0
国光生命				2500	2500	0	1000	1000	0
第一徴兵									
日本徴兵									
大正生命				38580	38580	0	2000	2000	0
蓬萊生命				1050	1050	0			
東海生命		100					200	200	0
三井生命									
住友生命									
日本生命#×									
生保証券	-	2100	2100	-	1820	1820	-	3330	3330

(資料) 各私鉄営業報告書、「株式年鑑」昭和6～8年度版

(注) #印は昭和5年蔵相懇談に出席、×印は生保証券へ役員派遣会社、*印は生保証券株を9900株以上引受けた発起会社

昭和恐慌と生保経営（II）

〔表一〕 主要生保の株式投資状況（その2）（昭和5年～7年） 単位 株

社名	東京瓦斯			台湾製糖			明治製糖		
	S5	S7	増減	S6	S7	増減	S4	S6	増減
愛国生命#×	12007	12007	0						
第一生命#×	10075	10075	0						
明治生命#×									
帝国生命#×	26650	26650	0	4950	3950	-1000	6299	6299	0
千代田生命×	13690	13690	0						
安田生命#×									
東洋生命×*	5050	3050	-2000						
日華生命×*	11868	11868	0						
横浜生命		1000							
片倉生命*	3730	4330	600						
太平生命#*	3500	3500	0						
富国徴兵*	20900	20900	0						
有隣生命*	6765	6765	0						
共保生命*	500	1000	500						
医師共済*	2550	3550	1000						
日本共立生命	500	500	0						
福寿生命	600	600	0						
日清生命#*	8500	8500	0						
常磐生命	1350	300	-1050						
国華徴兵	4980	4980	0						
第一徴兵	5000	5000	0						
日本徴兵				6760	17190	10430	10440	9120	-1320
大同生命	5000	6000	1000						
仁寿生命	4600	4600	0						
東海生命	1525	0	-1525						
富士生命	1435	1435	0						
福徳生命	550	550	0						
中央生命	500	500	0						
生保証券	3270	8900	5630		9240	9240	-	17410	17410

（資料）東京瓦斯営業報告書、『銀行会社の実質』昭和6年、『株式年鑑』昭和6～8年度版製糖会社の持株は17位までの大株主のみを記載（但し帝国は『朝日生命百年史』資料編で補充）

（注）#印は昭和5年蔵相懇談に出席、×印は生保証券へ役員派遣会社、*印は生保証券株を9900株以上引受けた発起会社

昭和恐慌と生保経営（II）

〔表-10〕 京都電灯、京都瓦斯の大株主の変化（昭和5年～7年）

	京 都 電 灯				京 都 瓦 斯		
	S9.4	S5下期	S7.4	5→7増減	S5下期	S7.7	5→7増減
生 保 証 券	-		11160	11160		3470	3470
第 一 生 命	16030	15000	15000	0			
松 居 庄 七	10000	10955	10955	0			
日 本 生 命	10176	10885	10085	-800			
中 江 龍 二	10000	10000	10000	0			
大 沢 善 助	7216	8800	8800	0			
芝原嘉兵衛	6154	6954	6954	0			
百三十三銀行		6900	6000	-900	1000		
大橋本会社		6282	2892	-3390			
日本共立生命	5614	5304	5304	0			
松居久右衛門		5280	5280	0			
仁 寿 生 命	5350	4950	4950	0	5000	14400	9400
藤 井 保 全	4824	4828	4828	0			
那 須 と め	4640	4640	4640	0			
田 中 博	5020	4510	5020	510			
平 井 同 族					7000	10000	3000
豊 島 半 七					6000	12000	6000
津 田 三 郎					5000	10000	5000
京 都 殖 産					4200	4400	200
六 鹿 清 治					3420	NA	-
津 田 合 資					3000	6000	3000
奥 主 一 郎					2420	4940	2520
昭 和 銀 行					2000	1350	-650
津 田 栄 太 郎					2000	4000	2000
山 口 玄 合 資					2000	4300	2300
山 口 ユ キ コ					2000	NA	-
山 中 松 治 郎					1940	3880	1940
白 崎 栄 次 郎					1760	3540	1780

〔資料〕 各社営業報告書およびS5「銀行会社の実質」、S6「株式年鑑」、S7「株式社債年鑑」、S9「大株上場株詳覧」等で補充
 日本共立生命の投融資については拙稿「近江商人による生保支配—入止期の日本共立生命の資本的連携を中心に—」『滋賀大学経済学部研究年報』第1巻、平成7年3月参照。

昭和恐慌と生保経営（II）

愛国、安田、千代田、明治、帝国など株式総額に対する生保証券出資金額の割合が相対的に高い生保では、株式を圧縮すれば直接保有する上場株式の時価評価から免れ、生保証券という非上場株式に転換できるという効果はかなり高かったと推定される。

たとえば安田の昭和4年度の株式総額は1059.9万円、昭和5年度は生保証券出資が115万円あったにもかかわらず、736.9万円に減少しているので、生保証券以外では評価減を含めて488万円も純減している。この結果安田の昭和5年度の株式総額のうち15.6%を占める生保証券部分は非上場株式として時価評価を免れたことになる。また千代田の昭和4年度の株式総額は1237.5万円、昭和5年度は生保証券出資が114.8万円あったにもかかわらず、1021.4万円に減少しているので、生保証券以外では評価減を含め330.9万円も純減している。この結果千代田の昭和5年度の株式総額のうち11.2%を占める生保証券部分は時価評価を免れたことになる。

同様に帝国の昭和4年度の株式総額は1692.5万円、昭和5年度は生保証券出資が115万円あったにもかかわらず、1412.7万円に減少しているので、生保証券以外では評価減を含め394.8万円も純減している。この結果帝国の昭和5年度の株式総額のうち8.14%を占める生保証券部分は時価評価を免れたことになる

この間、東株の株価大指数¹¹⁵⁾は昭和4年12月の71.8から昭和5年12月の52.7へ約26.6%（公益企業の株価指数は昭和4年12月の108.6から昭和5年12月の63.8へ約41.3%）大幅下落したから、仮に安田、千代田、帝国の持ち株が公益企業の株価指数並に下落したと仮定すれば、少なくとも115万円の出資額の41.3%に相当する47万円程度（さらに出資額と同額の株式を売却しておればその倍）は評価減を免れた計算になる。（昭和5年の安田、千代田、帝国三生保の現実の評価損はそれぞれ42.

昭和恐慌と生保経営（II）

0万円、267.5万円、410.3万円であり、47万円程度の増減は上下でかなりの意味を持っていた。）

（4）生保の社債引受

現代の保険と銀行・証券分野との垣根問題とも絡む課題であるが、生保証券の株式・公社債等の引受業務についても言及しておきたい。

明治初期から株式投資を開始した大手生保では老舗の株式仲買人との長い取引関係を有していた。しかし情報面の諸サービスの享受・出資・金融仲介等を契機に次第に公社債専門の有力証券業者と出資等を通じて絆を強めていき、こうした専門業者なしには円滑な資産運用が遂行できないほど、業務上不可欠なものとして緊密な協調関係を築いていった。¹¹⁶⁾

しかし一面では同じくフィナンシアとして、証券の発行体から受領する引受手数料の配分を巡って利害が対立することもあり、生保は銀行や証券業者等を排除した直接引受分野への参入を〔表-11〕の日生の例にみるように模索し続ける。

麻島氏は興銀『社債一覧』等により「大正期では六年の札幌水力電気（愛国生命引受）が初出」の「生保の社債引受」一覧表を作成されたが、〔表-11〕の日生の例はいずれも『社債一覧』に注記等がなく、また氏が前掲書で生保による総額引受であるとされた野上軽便鉄道（大正5年第1回担保付社債、帝国生命）、鶴見埋築（大正8年第3回社債、共済生命）、東京湾埋立（大正12年第3回社債、共済生命）なども『社債一覧』にはその旨の表示がなく、『社債一覧』の網羅性への信頼を失なわせる結果となっている。¹¹⁷⁾

昭和恐慌と生保経営（II）

〔表－11〕大正期の生保による社債直接引受（日生の例）

[九州電気軌道] 大正4年10月7%の第2回社債（期間10年）を@99.5円で総額200万円発行した。日生は総額の25%に相当する50万円を「当社より既ニ為シタル貸付金ヲ振替フル事」により、50銭割引の@99円で直接引受。
[九州水力電気] 大正4年九州水力電気への日生、明治生命ほか数社による生保共同貸付を九水からの申込により、翌5年5月1日「貸金ヲ特殊ノ条件ノ下ニ社債券ニ振替ヘ…弊社（日生）外二三社ノミニテ引受け」た。
[大分水力電気] 大正5年5月1日「元大分水力電気株式会社に対する工場財団担保の貸金なりしを社債に変更せしもの」「九州、大分両水力電気へ貸付タル金合計百万円ヲ両社合併ニ由リ九州水力電気会社ノ担保付社債ト振替」
[日本麻絲] 大正8年12月総額100万円発行した7%第1回社債を「弊社（日生）一手ニ引受けシモノニシテ市場ニ於テ時価ノ概ルヘキモノナキ」
[近江帆布] 大正9年「社債トセバ年八朱」「償還期限ハ…先方ノ依頼ヲ容レテ年半」で社債発行総額100万円を日生1社単独で100%総額引受。
[南海鉄道] 昭和3年5月の第4回5.5%南海鉄道社債を「右安田信託株式会社ト共同シテ引受けクルモノトス 但本社ノ引受額ハ三百万円乃至四百万円迄ノ見込」と総額の30～40%に相当する直接引受を発行の2ヵ月以上前に事前決議。

（資料）『日本生命百年史資料編』および日生の主務省報告、同社取締役会決議録等により作成

大正11年11月16日『東京朝日』の記事はこの間の事情を次のように報じている。

「（保険業者は）今日では到底単純なる応募者ではなく殆んど引受者の立場に立って居る…或る銀行が地方債なり社債なりの引受をなす場合先づ之が保険業者各自なり保険業者団体なりへ内交渉を開き大体其了解を得るに至って初めて正式に受託契約を行ふと云ふ 此の結果は保険業者は単に其公社債に対する応募者としてのみでなく一面相当の引受手数料を該銀行から分配を受け…」

生保証券発足直後の昭和5年11月に三越呉服店の6.2%社債500万円を帝国・千代田・第一・明治の4社で引受け、12月には東武鉄道第6回社債（次項参照）、東京電灯第11回6%社債1500万円を保険会社で総額引受するなど、数社の大口起債・貸付に生保が介在した背景には当時の金融状態に加えて、銀行など社債受託機関に対して「法律上形

昭和恐慌と生保経営（II）

式上担保権の保存の衝に当るのみにして、経済上、実質上事業金融の指導媒介者として、投資家の資金保護に発行会社と共に負う一半の責任に関して物足らない」「担保付社債に…不祥事があった場合、何らの責任がなく、社債管理機関として不親切極まるものが多かつた」¹¹⁸⁾等、生保側の積年の不満があげられよう。

従来は単に「何れも自己投資会社の社債…目黒蒲田、成田鉄道、豊川鉄道」(S.5.8.11.D)を引受けていたにすぎないと軽く考えられてきた「有力生保会社数社が過般三越の社債五百万円を銀行の手を経ず直接全額を引受け金融業者を驚かしめ」(S.5.10.27.保銀)だが、こうした社債投資の際、仲介者たる引受業者(元受及び下引受)を排除せんとする傾向を示すに至った。この結果銀行等との間に社債の引受競争、手数料競争が起り、三越の例では三井銀行提示の2円50銭に対し生保側は1円50銭(S.5.10.7.東日)にディスカウントし、東武鉄道の例では銀行が背負込を免れないと引受を拒絶したのに対して、生保側は期間を5年から3年に短縮して引受けた(S.5.10.24.東日)。「銀行業者が警戒的態度を厳にして社債引受を見送りつつありしに対し生保会社は昨冬来その資産の安定性を利用して盛に社債の直接引受を行」(S.6.3.25.大朝)った生保の攻勢に、銀行・信託や証券会社等の引受業者は脅威を感じて「生保会社の採算関係からすれば、非常に有利であるが、社債引受業者にとっては従来のお手筋を失ふ結果となる」(S.8.9.6.保銀)と困惑の色を見せた。当時の銀行は「さきには有力保険会社共同で三越の社債を引受け、今また東武鉄道に次いで二、三交渉中の社債を同様保険会社のみ資力をもって直接取扱はんとする情勢」(S.5.10.24.東日)に大手顧客の喪失を警戒、事業金融を整理するという時勢に逆行するものと非難した。たとえば「会社の内容を知悉するを得ない保険会社が一般公衆^(ママ)对手的社債引受の衝に当ること

昭和恐慌と生保経営（II）

は不穩当…最後まで背負込む気であるならば、貸付の形式を取るの
いいので、なにも社債発行には及ばない」「万一の場合積極的に会社
に対し、金融的後援力のない保険会社が金融に関係することは、全く
大勢逆行で…整理されんとする事業金融界に混乱をもたらす」（S.5.
10.26. 中外）といった昨今の金融改革論議でも散見された全く同趣
旨の業際的主張であった。

秩父セメント150万円貸付、秩父鉄道150万円貸付、日本海電気200
万円財団抵当貸付（帝国、千代田生命ほか。S.5.11.6.保銀）などの生
保共同貸付は時期的には生保証券設立の直前であり、生保証券が昭和
5年末に設立してから8年2月の解散までの約2年間に直接間接を問
わず関与した可能性のある社債引受としては、設立直後の三越第10回
社債500万円をはじめ東武鉄道6回社債1000万円（次項参照）、東京電
灯第11回社債1500万円、白木屋5回社債（織田信託受託）100万円、博
多湾鉄道汽船6回社債（興銀受託）400万円、東京湾汽船い号社債20万
円、地方債では岩手県債200万円引受（次々項参照）、金融仲介業務と
しては、帝国人造絹糸8万株等の株式引受、南満州鉄道170万円貸付、
庄川水力電気1000万円貸付、諏訪電気500万円貸付（千代田生命ほか。
S.5.11.6.保銀）、昭和肥料600万円貸付、東京湾埋立150万円貸付、
その他東邦電力、広島瓦斯電軌などが挙げられている。¹¹⁹⁾

また昭和8年5月以降の満州電信電話株式、日本鋼管貸付、山陽電
気鉄道社債等の仲介（詳細は後述）はいずれも時期的には生保証券の
後身である生保投資団によるものである。¹²⁰⁾「帝人株式の生保団引き受
けなどに関係」¹²¹⁾し、「生保団に確実有望なる投資物を所有せしむるこ
と対し多年相当の竭尽をして…帝人株引受前後に於て満州電信電話株
式会社社債の引受、財団貸付等の御世話も相当致した」¹²²⁾と自負する日
華生命専務で生保証券監査役をも兼務した河合良成は生保証券や生保

昭和恐慌と生保経営（II）

団による証券引受の実例として「軍部の一部の方から頼まれまして、満州電信電話株式会社と云ふ会社を満州で作りました。其時に十三万株を保険団に持たせて居ります。是は保険団二十幾社かに持たせて居ります¹²³⁾」として「生保証券会社なり、生保シンジケートなりで寄合ひをします。例へば私の実際の例を申しますと、満州電信電話株式会社の株を今度引受けようと思ふと云ふことを、私が一寸説明します、さうして御希望の方があつたら、何日までに書記まで御申出を願ひたいと云ふ御話をしますと、それで五千株とか、七千株とか申込まして、それを集めて割当てると云ふのが実状です¹²⁴⁾」と生保証券や生保団の証券引受の仕組みを説明している。すなわち生保証券なり生保団なりは単に「寄合」の場所であつて、法人格の有無や社名の如何はほとんど意味がなく、生保証券の解散後も同一の引受機能が連綿として継続していたと考えられる。これらのうち本稿ではとりあえず生保証券存続期間内の事例のサンプルとして東武鉄道社債、岩手県債について触れるにとどめたい。

(5) 東武鉄道第6回社債の生保共同引受

昭和5年当時花川戸線および浅草の東武ビル建設に着手していた東武鉄道は日光線等の線路増設のため起債した社債の借替と多額の単名手形整理のため社債発行を計画した。銀行、信託に交渉したが、総裁更迭後の興銀が350万円の救済融資に応じたものの市中銀行は昭和恐慌という「目下の債券界の情勢では背負込を免れない」として起債を拒絶した。そこで東武は「千代田、第一、愛国等の有力保険会社に持込」み、折衝の結果、「会社側が希望した年限五ヶ年が三ヶ年に短縮」(S.5.10.24.東日)されたものの、昭和5年12月20日6%の無担保社債総額1000万円が日生(20%)、明治、愛国の3生保と東京海上によつ

昭和恐慌と生保経営（II）

て総額引受された。据置期限はなく、元利支払場所は東武鉄道本店、発行価格は額面、券面種類は1万円、5万円、10万円の高額3種のみ¹²⁵⁾で手数料は1円50銭であった。(S.5.11.6.保銀)

『東武鉄道六十五年史』は「新たな資金の必要から、昭和5年10月25日の定時株主総会において、設備資金および借入金の返済に充当するため、社債1,500万円以内を1回若しくは数回に発行することを決議した。この決議に基づいて取締役会を開き、1,000万円の発行を決定したので、同年12月15日に社債を発行し、同日その全額の払込を完了した¹²⁶⁾」と記載している。

この東武社債の大口引受は当時生保の財務関係者自身も「生保証券の手にて一手引受致候東武鉄道第六回社債壱千万円…¹²⁷⁾」と認識しており、一般にも先の三越社債とならんで「相当大口の起債に生保証券が介在し、生命保険をして銀行、信託と並んで金融界の第一線に華々しく乗り出」(S.6.4.8.東日)した最初の例として注目された。

当の生保証券は昭和5年10月9日最初の重役会を開催、株式の買付を開始したばかりであった。小野清造も東武社債引受を「生保証券会社設立の意識的な目的であったと否とに拘らず生保資力の量的又質的發展が必然的に要求する過程¹²⁸⁾」と認めるが、現実には10月21日には既に「東武鉄道一千万円の社債を一流生保数社のみで消化せんとしてつつある」(S.5.10.21.東朝)状態で、起債交渉は「愛国生命を通じて着々進捗中」(S.5.11.6.保銀)と報じられたように、実質的には生保証券の仲介というより、愛国が東武鉄道の大株主であり、愛国社長の原邦造が大正9年以降東武鉄道の取締役(先代の根津嘉一郎没後の昭和15年からは会長)に就任していたという人的関係がバックにあったと考えられる。生保証券会長でもある原は養父の原六郎(横浜正金銀行等のほか山陽、九州、北海道炭礦、総武、東武など13社の鉄道に関係)

昭和恐慌と生保経営（II）

の死後その財界での地位を継承した結果、東武等の取締役を兼ねることとなり、根津コンツェルンにとって「根津氏とは共同戦線を張る立場」「根津財閥の外郭の後援資本家」「根津事業の外郭的人物」¹²⁹⁾と形容されている。また総額の20%を引受けた日生もすでに昭和3年2月15日発行の東武第5回6%社債(総額1000万円、期間7年、@100円、山一証券引受)¹³⁰⁾でも総額の10%に相当する100万円を取得するなど、東武とはある程度緊密な関係にあったと考えられる。

日生は当時社債の直接引受等の業務拡充に応じて資産運用組織の整備充実にも乗り出していた。すなわち昭和4年1月には松原並枝財務局長の下に財務課(課長弘世巖)、有価証券課、精査課(課長村岸寛三)の3課体制に拡充して、精査課は従来検察課で担任してきた財務関係の現物監査、登記簿の閲覧等に加えて、財産利用に関する諸般の事項調査を独立の1課で専管することに改めた。精査課の具体的業務としては電気、鉄道、紡績、毛織、人造絹糸等の業界調査、個々の貸付先の調査として会社の資産内容、営業実績力、同業会社数社平均の実績表作成等を掲げていた。¹³¹⁾

取締役に代わる機動的な投融資委員会ともいうべき日生の常務委員会が昭和5年10月27日開催され、「東武鉄道株式会社社債引受ニ関スル下協議」が上記の精査課作成の『東武鉄道株式会社概況』調書(昭和5年10月23日付、曾根印)を参照しつつ行われた。調書の概評欄には東武の長所、短所が箇条書きに要約されているが、「一千五百万円ヲ投ジタル日光線ガ省線ノスピードアップノ為メ予想ノ収益ヲ挙げ得ザルコト。資金関係ノ香バシカラザルコト。株金ヨリ負債ノ多キコト等。無理決算ノ弊アルコト。」などの問題点を指摘した上で「前途ヲ樂觀スルコトハ余程警戒ヲ要ス」と結論付けている。これらの調書は村岸精査課長が4年11月15日から1年余、社債の直接引受等の研究

昭和恐慌と生保経営（II）

を目的としたニューヨーク証券市場視察で長期渡米中のため曾根和一（名古屋高商卒、22年5月東京総局財務部長就任）ら大学・高商を卒業したばかりの若手職員が村岸から送られてきた財務分析の原書を片手に計算機も駆使して作成されたという。¹³²⁾

生保は「従来当業者が社債を買入る場合には相当信用のある引受銀行なり、ブローカーが介在して保険会社はいはば一顧客として発行会社の信用等を調査する必要もなかった」（S.2.3.15.中外）ものと見做され、社債引受業者からも「会社の内容を知悉するを得ない保険会社」（S.5.10.26.中外）などと決め付けられる中で、興銀、野村等には遅れ、多分に試行錯誤的なものであるにもせよ、当時既に独立した審査組織を設置して、専門職員によって社債引受等に必要な財務分析等を開始していたものと考えられる。

昭和8年3月1日東武は5.5%第8回社債750万円（2年据置、期間5年、@100円）を山一証券・野村証券の引受けて発行した。生保ではたとえば日生は総額の6.7%に相当する50万円を取得した。東武は昭和8年11月20日に生保引受による第6回社債全額を繰上償還したが、¹³³⁾生保側には証券会社の背信的行為と映ったようだ。例えば昭和8年12月20日付の帝国生命調査課長宛の前掲文書に「二ヶ年以前生保証券の手にて一手引受致候東武鉄道第六回社債壹千万円を先般生保シンジケートの先手を打って繰上償還せしめたる者も亦瀬尾氏の由に聞及び居候」とあるように生保側には東武鉄道社債の繰上償還、静岡県債引受時等に「度々煮え湯を吞まされてゐる」との被害者意識があった。このため所謂「市内乗入」建設のための3生保の京成電気軌道への共同貸付金が期限前の昭和8年11月同じく野村の仲介で三井・住友信託による起債により繰上償還の予告を受けた際には、生保団では種々相談の結果3社協調して、両方のファイナンスの斡旋をした野村証券東京支店

昭和恐慌と生保経営（II）

に対して抗議の意味で年末から年始にかけてあえて不便を忍んで公社債引受面での取引量削減を実行したほどであった。この間に例えば日生では東邦電力、王子製紙、大日本製糖、京都電灯、神戸市、名古屋市などの引受を野村以外の証券会社を経由したため、野村の営業サイドでは「次々に発行される債券に一つもご用がない」と心配した。しかし前々年の昭和6年3月には山一証券、野村証券、小池証券、藤本ビルブローカー証券、共同証券、日興証券の6社が公社債の引受活動を円滑にする目的のもとに地方債関係のカルテルとして「六三会」を組織していたため、野村への発注を削減しても他社発注分が六三会経由で野村へ流れ、さほどボイコットの実効があがらなかったものと考えられる。

（6）岩手県債の生保共同引受

岩手県では昭和6年末現在県下に普通銀行4行、貯蓄銀行1行が存在したが、金融恐慌に続く東北地方の大凶作の追い討ちにより、盛岡銀行、岩手銀行、第九十銀行は回収不能の不良貸付が激増して営業停止に追い込まれ、県内の本店所在銀行が事実上全滅に近い惨状を呈した。昭和7年5月石黒「知事ノ努力ニ依リ、内務・大蔵両省ノ完全ナル同意ノ下ニ」¹³⁵⁾「経済界における多少の変動には耐え得られる強力な大銀行」として、県指定金庫であり県が4.5万株中2.95万株65.6%出資し「県ハ当行株式ノ過半ヲ所有シ其実権ヲ掌握スル」「所謂県立銀行」たる岩手殖産銀行が資本金210万円で盛岡市に設立された。¹³⁶⁾

ほぼ同様な趣旨の銀行救済目的の県債500万円によって、県主導の金融統制に準拠した新銀行設立の例としては、7年9月群馬県96.6%出資によるより完全な県立銀行ともいべき群馬大同銀行がある。¹³⁷⁾また3年2月8行の新設合併による宮崎中央銀行も県知事の主導により、

昭和恐慌と生保経営（II）

県下の中小銀行を統合して空前の大銀行となったものの、7年5月休業に追込まれ、宮崎県は県債300万円を起してさらに「県是銀行」日向興業銀行を設立した。¹³⁸⁾これらの県立銀行は平成7年の日銀出資による東京共同銀行設立のモデルとなったともいわれる。

岩手殖産銀行の開業と同時に業務停止となった岩手銀行(6千株出資)は和議法による整理を開始し、同じく盛岡銀行(6千株出資)も8年6月免許取消により解散した。さらに岩手・盛岡両行との対立感情から合併に反対した第九十銀行も岩手殖産銀行の支援の下に整理を開始した。後藤新一氏の『昭和期銀行合同史』には預金者から告訴された“背任横領”頭取として盛岡銀行の金田一国土が登場する。金田一も預金者の抗議の最中に独自の銀行再建策を井上蔵相に陳情したといわれるが、大蔵省と岩手県の“職権”に基づく岩手殖産銀行新設が進行中でてんで相手にされなかった。時の内務大臣安達謙蔵は自分の政敵・原敬に近く、一時は「金田一閥ならずんば人ならず」とまで権勢を誇った東北有数の“金田一財閥”を「徹底的にやっつしまえ」¹⁴⁰⁾と憎しみを込めて豪語したとも伝えられる。また金田一の岳父勝定が発起し初代社長を兼ね、自身も大正10年以来社長を兼ねていた“金田一財閥”の岩手軽便鉄道(昭和11年に169.8万円で国鉄が買収)の国有化がもっと早く実現していたら盛岡銀行の取付も回避されたかもしれないとまでいわれた。その大口融資先の「岩手軽便鉄道の国有化のために政界にばらまかれた工作資金は盛岡銀行から出た」「巨額の運動費を提供した」¹⁴¹⁾との嫌疑で拘束された金田一に同情する立場からは新銀行設立で出番を失って失脚した金田一こそ「ときの政治権力のえじきにはめられた」¹⁴²⁾「岩手開発の雄」と惜しむ見方もあった。「全岩手の産業開拓者」として金田一の逝去を悼む地元紙の弔文にも「無謀にも競争にもならぬ人達と対立して銀行争いに浮身をやつすとは…ついに銀行と運

昭和恐慌と生保経営（II）

命を共にした」(S.15.2.16.岩手日報)とあるほど当時の岩手県銀行界とりわけ岩手・盛岡・九十各銀行の間には熾烈な競争が繰り返られ、根強い対立感情、相互不信が満ち満ちていたといえるのであろう。

昭和7年3月17日に石黒知事は新銀行のために必要な「県担当の五百万円につきは、簡易保険局と保険協会とに交渉を了し…」と声明し、3月27日の臨時県会で新銀行の予定資本金250万円の60%に相当する株式引受150万円、営業資金としての貸付金350万円で「岩手県産業資金特別会計」として合計500万円の県債を発行することが可決された。一般には「三百万円は簡易保険局、二百万円は生保証券の引受と決定せり」(S.7.4.20.B通)と報じられたが、正確には7年4月16日発行の6.5%岩手県へ号産業資金県債200万円(償還年月昭和19年3月)は一部不参加のある生保証券ではなく、全生保加盟の生命保険会社協会があっせんする形で全社が共同して額面で引受け、¹⁴³⁾通信省は簡易保険積立金で284.25万円(@94.75円)を引受け、合計484.25万円の産業資金が調達された。

生命保険会社協会はさらに一連の対応として7年6月発行の6.0%岩手県ヌ号産業資金県債100万円(償還年月昭和25年3月)も引受けた。¹⁴⁴⁾

その結果岩手殖産銀行への出資147.5万円を除いた残りの336.75万円が第九十銀行など休業銀行債権の肩代り資金(8年以降は一般産業資金にも転用)として岩手殖産銀行へ貸付けられた。¹⁴⁵⁾

岩手県作成の説明資料によれば「簡易保険局の援助と生命保険会社協会の絶大なる義侠的同情とに依り漸く県債総額の引受を得、以て岩手殖産銀行設立の計画を遂行し得たる次第にして…関係者一同の感謝措く能はざりし所とす」¹⁴⁶⁾とある。

これらの背景には例えば宮城県農会の「農村自力更生実施要領」にある「営利本意の社債、株券の応募及び生命保険会社との保険契約、

昭和恐慌と生保経営（Ⅱ）

其他農村資金を大都市に集中せしむる金融網より脱却する様心掛くること」等に典型的にみられる中央の金融機関への根強い不信感をやわらげ、根底にある生保資金の地方還元要求にある程度応えようという性格のものといえよう。なお個々の生保ではこれ以前にも、たとえば日生の場合 5 年 9 月発行の 6.2% 岩手県ゆ号公債（期限昭和 19 年 3 月）額面 60 万円を @99.7 円で引受けている。

また昭和 7 年 5 月 25 日生命保険会社協会は凶作と金融難に苦しむ青森県の契約者救済の一環として 6.5% 青森県乙号産業資金公債 167.2 万円を引受けた。青森県は経済力に比して普通銀行数が多く、小規模な銀行が多かったため昭和恐慌では岩手県と同様に大手の第五十九銀行を始め、尾上銀行、三戸銀行などの銀行が相次いで支払停止に追い込まれ、県下の金融界はほぼ機能を停止し、青森県も救済・再建に努力した。そこで岩手と同様に「青森県当局から凶作地救済資金として発行さるべく予想されてゐる同県債に対しては生保協会がその斡旋の労を取り極力全生保会社でこれを引受け」（S.7.1.14.中外）ることとなり、償還年月は昭和 18 年 3 月であったが、結局途中で繰上償還となった。

なお昭和 5 年 5 月の 6.2% 青森県第二回事業公債（期限昭和 19 年 3 月）の場合もたとえば日生は額面 12 万円余を @99.8 円で応募している。

5. 生保証券の解散

昭和 6 年 12 月 13 日の金再禁止以後は株式市場が急速に回復し「手持株式が金解禁前の低落時に安値を以て買付けられたものであるため市価高騰に伴ひ多額の含みを保有するに至った」¹⁴⁸⁾結果、設立当初の目的が一応達成されたとして、昭和 7 年 3 月頃から解散説が唱えられた。昭和 7 年 12 月に株価が昭和 6 年 11 月に比して 9 割の高騰を示したので、¹⁴⁹⁾

昭和恐慌と生保経営（II）

解散説が重役間で再び支配的となり、全然解散するか、別の形の共同投資会社に衣替えするか各社で意見が分かれた。

結局、一任を受けた会長の原が「多忙のため会長を辞任したがその後任に適當の者なきこと」（S.8.1.26.東朝）を理由として一応解散することに決定した。しかし生保証券重役間において毎月第2金曜に加入会社が集合して懇談会を持って「生命徴兵保險会社の共同投資を為す」¹⁵⁰⁾生保各社の共同投融資シンジケート・生保投資団を新たに組織することとして、昭和8年2月7日の臨時総会で生保証券の解散を決議¹⁵¹⁾し、生保証券は設立後わずか2年4カ月で「形式上一応解消」¹⁵²⁾した。

昭和7年11月末時点における総資産は1300万円、有価証券756万円、銀行預金46万円、一時貸付金495万円、その他3万円であった。株式は電力、鉄道、食品など47銘柄に分散され、1銘柄の最大株数16,000株、最小株数250株であった。¹⁵³⁾昭和8年2月の解散時点における銀行預金496.7万円、現金20万円、「鐘ヶ淵紡績新旧株、東京瓦斯株、明治製糖株、麒麟麦酒株等一流株を網羅した」¹⁵⁴⁾有価証券766.7万円等の資産の清算手続きとしては、電話機、図書などの小額の什器備品が生保協会に寄贈されたほかは、解散に際し「八年二月中に持株の内端株を除き有価証券は時価で株主に按分売却」¹⁵⁵⁾するという現物償還の形態即ち、「現物で株主に分配されることになった」（S.8.2.8.東朝）結果、「八年四月二十三日現在の時価を以て出資各社に按分せられ」¹⁵⁷⁾昭和8年4月20日の臨時総会で清算報告を了した。『清算報告』によれば清算費、税金、陸海軍献納金12万円、その他の支出を差引き、残余財産分配額は払込資本金1250万円に対し1429.4万円余で、25円払込に対して27.7円であった。¹⁵⁸⁾

なお、後身の生保投資団は発足当初メンバーが10社に過ぎなかったが、昭和8年4月には旧生保証券(第一次)に代わる共同投資機関とし

昭和恐慌と生保経営（II）

て愛国生命(その後千代田、明治、帝国、愛国、東洋の5社)を幹事として16社(11月には32社に拡大)で結成された。メンバーは「共同投資に付き別段の義務を負うものにあらず」(若干の会費負担)、銀行、信託を経由せず生保数社が共同して社債を直接に引受け、手数料収入分の利回り向上を可能にした。昭和8年5月～昭和10年初の生保証券(第二次)設立までに満州電信電話11万株、王子製紙新旧各5万株、昭和肥料10万株、東洋高压工業3.25万株、三池窒素工業1.75万株、東洋レーヨン15万株、東京高速鉄道19万株、日本曹達2.5万株、三菱鉱業10万株ほかの株式、山陽電気鉄道1000万円、東邦電力1125万円、神戸製鋼所、東京モスリン350万円、参宮急行電鉄500万円の社債、日本鋼管900万円(帝国、愛国、千代田など14生保)、日本産業(2000万円、1250万円の2回)、南満州鉄道(1200万円2回)の貸付など20数件の公社債・株式の引受、売買、募集、貸付とその仲介を実施するなど、生保全社を網羅する完全な生保共同投資機関として積極的に資本市場に進出した。¹⁵⁹⁾しかしながら数社で共同貸付をなす場合、この生保投資団では担保管理等に種々の不便があり、統制のとれた共同投資のためには会社組織による常置機関を必要としたため、昭和10年8月、生保投資団を常設の機関とすべく、公社債・株式の引受、売買、募集、貸付とその仲介、その他付帯業務を目的とする第二次の生保証券を資本金500万円(日生、第一、千代田、安田、愛国の5生保が各10%、その他が計50%を出資)で設立し昭和18年2月まで存続した。

注90) 91) 92) 『代表者協議会の報告書』[生保協会資料](『昭和生命保険史料』第一巻初期(1) p.82～83所収)

93) 『生命保険会社協会会報』第一九巻二号(『昭和生命保険史料』第一巻初期(1) p.93～94所収)

昭和恐慌と生保経営（II）

- 94) 『生命保険会社協会会報』第二四卷三号(『昭和生命保険史料』第一巻初期(1) p. 110所収)
- 95) 『帝国生命五十年史』 p.389
- 96) 前掲『金輸出解禁史(其二)』 p.87
- 97) 前掲『代表者協議会の報告書』
- 98) 小野清造『生命保険会社の金融的發展』昭和11年、p.198
- 99) 100) 前掲『金輸出解禁史(其二)』 p.87
- 101) 前掲『代表者協議会の報告書』
- 102) 『第一生命55年史』 p.353
- 103) 『銀行会社事業興信録』昭和8年版、p.1002。留萌町債は注161参照
- 104) 前掲『金輸出解禁史(其二)』 p.88
- 105) 『東京株式取引所史』第3巻、p.462。13万株は日生の引取株数2,591株を出資比率2%で逆算
- 106) 107) 前掲『金輸出解禁史(其二)』 p.87~8
- 108) 109) 『帝国生命五十年史』 p.370
- 110) 『第一生命55年史』 p.355
- 111) 『帝国生命五十年史』 p.389
- 112) 前掲『金輸出解禁史(其二)』 p.87所収、33生保の持株数は簡易保険局編『全国生命保険会社ノ資金運用ニ関スル調査』昭和5年、p.40~による。
- 113) 小野前掲書、p.199
- 114) 『株式年鑑』昭和6~8年度版、『銀行会社の実質』、『株式社債年鑑』、『大株上場株詳覧』等の各種会社年鑑類による
- 115) 『東京株式取引所史』第3巻、p.452以下
- 116) 平成4年8月1日の経営史学会関西部会大会で「明治・大正期における生保と証券会社の協調と競合」として報告済
- 117) 麻島前掲書、p 1070~1071、208~209、217

昭和恐慌と生保経営（II）

- 118) 昭和11年9月18日『保険資料日報』（『昭和生命保険史料』第一巻初期(1) p.156)
- 119) 小野前掲書、p.205～209、252。この他昭和6年9月の重役会で東京瓦斯社債引受を決定。
- 120) 石坂泰三『保険会社金融論』昭和10年、p.171～172。石坂は東大卒、大学院、早大講師、通信省を経て、大正4年6月第一生命の矢野社長秘書役として入社、取締役支配人、専務等歴任したが、現実の執筆者は石坂の部下であった西山雄一といわれている。
- 121) 前掲『明治の一青年像』p.370～377
- 122) 123) 前掲『帝人心境録』p.363～364
- 124) 前掲書、p.288
- 125) 野村証券『公社債年鑑』昭和8年版、p.501
- 126) 『東武鉄道六十五年史』昭和39年、p.561
- 127) 昭和8年12月20日付帝国生命調査課長宛日生財務課長文書、(『財務課長重要書類』)
- 128) 小野前掲書、p.200
- 129) 勝田貞次『大倉根津コンツェルン読本』昭和13年、p.245、262、289
- 130) 『社債一覧』p.599
- 131) 132) 『日本生命百年史・上巻』p.535～536
- 133) 野村証券『公社債年鑑』昭和8年版、p.501、『社債一覧』p.599
- 134) 前掲『東武鉄道六十五年史』p.561
- 135) 『岩手県史』第10巻、近代編5、昭和40年、p.100
- 136) 『岩手殖産銀行二十五年史』昭和36年、p.347～349。勸銀から頭取、取締役各1名派遣
- 137) 渡辺佐平・北原道貫編『現代日本産業発達史 第26巻 銀行』昭和41年、p.261～263
- 138) 後藤新一『昭和期銀行合同史』昭和56年、p.576～585
- 139) S 15.2.16.岩手日報(佐々木幸夫『花巻温泉物語』昭和63年、p.28所収)

昭和恐慌と生保経営（Ⅱ）

- 140) 佐々木幸夫前掲書、p.24
- 141) 佐々木幸夫『花巻電鉄』平成元年、p.92、清水啓次郎『私鉄物語』昭和5年、p.319
- 142) 佐々木前掲書『花巻温泉物語』p.23
- 143) 『生命保険協会70年史』昭和53年、p.186
- 144) 小野前掲書、p.207
- 145) 後藤前掲書『昭和期銀行合同史』p.133
- 146) 岩手県「岩手殖産銀行の業態に就て」昭和8年5月（『昭和生命保険史料』第一巻初期(1) p.166所収）
- 147) 『昭和生命保険史料』第一巻初期(1) p.172所収
- 148) 『帝国生命五十年史』p.370
- 149) 『第一生命55年史』p.355
- 150) 『生命保険協会70年史』p.247
- 151) 『帝国生命五十年史』p.370
- 152) 小野前掲書、p.199
- 153) 『千代田生命五十年史』昭和30年、p.462。投資先の株主名簿で判明した最多は明治製糖17,410株、最少は参宮急行電鉄330株
- 154) 小野前掲書、p.199
- 155) S.8.4.5『生保協会会報』
- 156) 『帝国生命五十年史』p.370
- 157) 小野前掲書、p.199。日生引取分は〔表-7〕B参照
- 158) 『帝国生命五十年史』p.370
- 159) 石坂前掲書『保険会社金融論』p.171~172、小野前掲書、p.252、東京高速鉄道株式の生保引受は拙稿「民間活力論と生保創業者の実践活動—湖東鉄道、東京高速鉄道による民間代行—」『生命保険経営』第54巻2号、昭和61年3月参照

VI. 生保証券の評価

1. 生保証券設立に関する新聞雑誌の論調

日銀調査局の作成した『金輸出解禁史(其二)』も「事業ノ性質上投機的目的其他ニ濫用セラルルハ容易ニシテ然ル場合ニ於テハ生命保険会社自体ヲ危険ニ導クト共ニ証券界ヲ攪乱スルノ虞ナキニ非ズ」として「世上ニ注目セラルル処多カリシ¹⁶⁰⁾」と述べているが、生保証券に対する当時の新聞の論調は「これには共同的悩みの解決といふ動機がなければ設立し得なかつたもので…従来個々に分れていた生保各社が共同で資産運用策を樹つるに至ったことは喜ばしいこと」(S.5.9.6.東朝)と比較的好意的な記事が多いように見受けられるが、批判的な新聞記事としては「証券下落の甚しい所が先達となって急いである」(S.5.9.6.保銀)といった業界内部の中傷や「世人をして資産内容に就て、疑問を抱かせはしないか…資産内容を幾分にてても不透明にするは、好ましいことではない」(S.5.9.11.D)「保険会社は証券を買ふことを知って売ることを知らぬ…果して巧妙に売抜け得るかどうか」(S.5.9.11.D)「参加会社全部の承諾を得ると云ふ様な条件付で何として生馬の眼でも抜く様な証券市場を左右出来るものか」(S.5.9.5.大時)「謂ふ所の共同調査共同選択がうまく行くかどうか…完全なる協調は大いに疑問」(S.5.9.11.D)「共同投資の困難なことは北海道の留萌投資¹⁶¹⁾で充分味噌をつけた一事で立派に証明されて居る」(S.5.9.5.大時)「関東の実業家は何かあると直ぐ政府を利用し他力本願で行かうとする傾向がある実に悪い癖だ」(S.5.9.5.大時)などの鋭い批判も見られる。

『東洋経済』は「市場を有する有価証券のすべてが大暴落を告げるも、市場をもたざる生保証券株は1厘1毛の値下がりを見ないでよい」(S.5.9.13.洋経)として値下り損の回避目的を強調する。『ダイヤモンド

昭和恐慌と生保経営（Ⅱ）

ンド』も「生保事業に協調的分子は微塵もない」として、生保証券の本質を「証券シンジケートの短期法人化」さらには「有価証券の評価に関する商法の合法的脱法行為、体のよいボロ隠し」と断じて「証券会社の存続期間を三年、五年、或は十年といはれてゐる。恐らく事実上、三五年に落着くであらう。詰り、『環境の悪い間だけ』互に手を取り歩調を揃へるといふことにならう」(S.5.9.11.D)と短命を予言している。

2. 生保証券に対する諸評価

矢野の評伝『矢野恒太と第一生命』は「株式買出動の消極的目的、即ち有価証券の値下がり防止の目的は十二分の効果を収め、且つ一般経済界の整理回復を促進する側面的役割をも演じた…翁の提唱尽力せる生保証券の結成が、如何に我生保界の金融的地位を向上せしめしかを窺ふに足る」¹⁶²⁾と評価し、生保の社史の中にも「この会社の出現に対し市場は好人気をもって迎え、十月十三日の株式は目立って奔騰した。すなわち生保証券が一流株を買い入れるというので諸株は上進、市場は久しぶりに喜色をとり戻した」¹⁶³⁾とか、「結果は株価下落防止に著しい効果をあげ、その後の有価証券市場において生保会社の動向が絶大な影響をおよぼす契機となった」¹⁶⁴⁾と自画自賛するものもあるが、第二次生保証券の監査役でもあった第一生命専務石坂泰三は著書の中で「生命保険各社の証券値下り損を、或る程度で防止する事に成功したばかりではなく、証券市価の安定に役立つ所も大であった」¹⁶⁵⁾との評価に止めている。

山一証券調査部によれば「生保証券会社は…十月七日創立総会を経て優良株式の買入に着手したのであるが、此の如きは、何等の経済的根柢なく、只管恐怖人気の捕虜となれる弱気売方を狼狽せしめたるこ

昭和恐慌と生保経営（II）

とは尠少ではなかった…兎も角も之に依って…財界混乱懸念が著しく緩和せられたることも事実である。現に株式市場は十月初旬の暴落後人気著しく安定し、中旬頃より紡績株、砂糖株、麦酒株、製粉株等の有力株には微温的乍ら買気を見つつ、傍ら電力株の急騰は諸株に踏買を誘ひ、商勢漸く好転…¹⁶⁶⁾と評価する。

また当時刊行された小沢福三郎『株界五十年史』では昭和5年8月「諸株は再び安値低迷を繰返へすに至れり。其間生命保険の証券投資会社設立の計画ありしが多少人気に好感を与へたるのみにして頽勢を支ふる力なく¹⁶⁷⁾、「この月六月惨落の後に研究せられたる唯一の実効的計画たる生命保険の証券投資会社の設立は最も好感を与へたるも、未だ頽勢挽回の力を軽視せられたり¹⁶⁸⁾と設立自体は部分的な評価にとどめるものの、昭和5年10月「中旬以後興銀の事業会社に対する積極的救済は愈々具体化せると、生保証券の買出動、事業会社外債成立説等人気改善に資する事情漸く多く」、「中旬に興銀の事業金融に対する積極的救済の具体化、生保証券の優良株の買出動に漸く金融途絶会社の安定、優良株の提灯買を呼び…」、昭和5年12月「発会は不勢に甫まりしも…生保証券の活躍、東京取引員に対する興銀の融資七百六十万円の成立あり…十日には新東先物は百十二円八十銭の本年中の新高値を示せり¹⁶⁹⁾」などと生保証券を概ね肯定的に評価し、業界紙の「生保証券会社が一流株を買入れるといふので人気も悲観から樂觀に変わって諸株は上進」（S.5.10.20.保銀）したとの記事や、「生保証券は事業を開始して以来半年間花々しい活躍を示した¹⁷⁰⁾」という生保社史の自画自賛をある程度まで裏付けている。

この間、東株の株価大指数は昭和5年10月の44.6から昭和5年12月の52.7へ約18.2%上昇した。なかでも生保持株が圧倒的に多く生保証券も買入れた鉄道、電力株などの公益企業株価指数は昭和5年10月の

昭和恐慌と生保経営（II）

50.3から昭和5年12月の63.8へと、平均株価を超える約26.8%もの上昇を示し、生保持株が相対的に少ない金融保険株価指数の約3.4%（昭和5年10月139.1から昭和5年12月143.9へ）、繊維工業株価指数の約14.6%（昭和5年10月35.0から昭和5年12月40.1へ）、海運株価指数の約15.1%（昭和5年10月19.2から昭和5年12月22.1へ）、当所株として仕手性の強い取引所株価指数の約17.3%（昭和5年10月73.4から昭和5年12月86.5へ）などを上昇率では上回っていた。¹⁷¹⁾このほか日銀が東株の各年1月の平均をとった「日銀株価指数」でも、大正10年1月＝100として、4年1月は104.5、6年1月は53.0、7年1月は72.7にまで回復している。麻島昭一氏も「株価上昇のうち、どれだけが生保証券の働きであったのか、明確な説明は寡聞にして知らない」¹⁷²⁾とされるが、志村嘉一氏は「生保証券の株式市場への影響が同社単独の作用によったものではないことはいうまでもない。その規模からしてもその限界は明らかで、…一連の救済措置と相まって作用したものであるべき」と限界性を強調する。¹⁷³⁾

日銀調査局の作成した『金輸出解禁史(其二)』も「設立後一時株価ノ高騰ニ逢着シ買付意ノ如クナラザリシガ、結局前記ノ如ク七百万円ノ買入ヲ行ヒタリ…株式強調化ニ当社ノ活動幾分ナリトモ基因ヲ為シタル処アリシハ否ミ難カルベシ。更ニ当社設立ヲ略発端トシテ金融市場ニ忌避セラレタル社債発行ニ対シ生命保険会社ノ進出ヲ見タルコトハ間接ノ影響トシテ見逃シ難キ現象ト謂フヘシ…生保証券会社ノ成立ハ金融界就中長期金融ニ保険会社活躍ノ切掛ヲ与ヘ当時銀行、信託会社方面ニ於テ極度ニ警戒セラレ居タル起債市場ニ幾分ノ生色ヲ与フル処アリタリ」¹⁷⁴⁾と株価のみならず、閉塞した起債市場への寄与をも評価している。

商工省の石井保険部長は第二次生保証券設立の内申請に際して、昭

昭和恐慌と生保経営（II）

和10年1月に「従来生保投資団は株式の大口引受けをなして兎角の非難あるので、新会社は人為的に株価吊上げをなす目的を以て株式界に出動するが如きことは可及的避けられたい」（S.10.1.23.中外）と語り、従来からの商工省の生保証券への懐疑的態度を踏襲するものの、反面では当局も第一次生保証券以来の買出動の威力をそれなりに認めているともいえる。

3. 生保証券の性格

高橋亀吉は政府の意図とある程度は共通の関心を持つ生保が「一方においては株価買支えの機関として、一方には生保各社の手持株値下り隠蔽の機関として、一石二鳥の効果を狙って…井上蔵相側の要求と、生保会社の要求とを、同時に巧妙に達成せん¹⁷⁵⁾」と意図して生保証券を設立したと解釈している。

高垣五一は昭和13年発行の『生保コンツェルン読本』の中で、生保証券を「実質的には生保会社の手持証券の値下りを防止するための機関であり、従ってその機能は消極的たるを免れなかつた¹⁷⁶⁾」とするが、小野清造は昭和11年発行の『生命保険会社の金融的發展』の中で、生保証券存在の意義を「当面の而して消極的な使命を遂行し所期の目的を果したと云ふこと以上に生保会社の投資方針にさらに根本的な而して画期的な動機を与へた点¹⁷⁷⁾」にあると積極的機能にも注目する。小野は「生保会社は共同投資と云ふ新しい投資様式を採ることに依て金融機関としての一層の重要さを獲得」したとして「それは生保証券会社設立の意識的な目的であつたと否とに拘らず生保資力の量的又質的發展が必然的に要求する過程」であると断定している。そして第一次生保証券解散の直後に代替機関として設置された共同投資機関と対比して、「生保証券会社が専ら手持株式の値下り防止と云ふ消極的機能に

昭和恐慌と生保経営（II）

重きを置いたのに反し、生保投資シンジケートに於ては投資難の悩みを解決すべく積極的に資本市場に進出¹⁷⁸⁾したとする。

第一生命取締役支配人の石坂泰三も昭和10年に「生保証券会社は、かかる証券値下がり防止の外に、共同投資機関としても相当有力なる働きをなした。即ち、数会社の起債並びに貸付に介在して、恐慌後の長期金融の逼迫した当時、生命保険会社資金の威力を発揮¹⁷⁹⁾したと共同投資機関としての今一つの生保証券の意義を強調している。

当時のダイヤモンド誌も「もともと生保業者の間には…共同投資機関設置を常に企図しつつあったが…此時は業務範囲を株式の所有売買並にその付帯事務に限ったものであって、固より業者年来の計画とは別個に生まれたところの、一時的な証券価格調節機関」(S.10.10.1. D)と両者を別々に解している。

山中宏氏もこうした諸説を踏まえて「生保証券会社は株価テコ入れ機関であり、したがって設立の当初においては金融界への積極的進出の機関たる意義をもつものではなかった。しかし生保証券会社の設立によって、生保会社の共同投資の気運がいちじるしく高まり、数社が共同して大口貸付ないし社債引受を行うことが促進され、第1次の生保証券会社が生保会社の産業金融進出に少なからず寄与した¹⁸⁰⁾とあくまで積極性は結果論であるとの立場をとっている。

野田正穂氏は先行研究において生保証券の性格を「しばしばいわれるように株価値下りの防止を目的とした株価挿入れ機関としてよりも、消極的な共同投資機関としての性格を持つもの¹⁸¹⁾と断定されている。

筆者は小野説や野田説を更に進めて、中心人物である原らの設立前後の言動や、設立趣意書案の「保険会社が銀行信託等の他の金融投資機関との間に本会社に依りて密接なる関係を保持するの便を得べく」との文言の存在などから考えて、生保証券の構想段階では明確に業際

昭和恐慌と生保経営（II）

問題としての金融・証券業進出の積極的意欲を秘めた共同投資機関ではなかったかと解する。なぜなら法人としての生保証券の解散後も共同投資機能を強化した生保投資団として存続し、再度法人格を取得・復活したことからも、建前は別としても生保証券の本質が共同投資機関であったことが裏付けられよう。

こうした原らの真の狙いを察知した日生の弘世助太郎は、前年の加島信託買収とのあまりの類似性の故にその焼き直しを警戒して、前年同様に参加をためらったのではないかと考えられる。また三井、住友等の財閥直系の生保が概して生保証券への参加を渋った理由も、財閥本社、財閥系受託銀行への配慮から、単に国策に沿った株価挺入れ機関への参加に躊躇したのではなく、底流にあった社債の直接引受等、受託銀行、信託、証券を排除する動きへの加担をためらった結果とも説明できよう。

その後原が発起人会等では積極性を意図的に後退させて「優良株式の買入保有を為すの外何等の仕事もしない」といった怠惰とも見える異例の消極的ポーズをあえてとった上、わざわざ「此会社発起に関しては毫も不純の動機なきは勿論…」とことわらざるをえなかった背景には前年の加島信託買収とは内容・目的が違うという弘世ら不参加会社への原の個人的な勧誘メッセージを含んでいたと考えるべきではないか。

前項の「生保証券に対する諸評価」の中で、生保証券の機能をことさらに後向きないし消極的に評価する論者は当時の新聞雑誌にも盛んに掲載・引用された原の「何等の仕事もしない」「不純の動機なき」との異例の発言を筆者のように勧誘メッセージと解さず、額面通り受取ったためではないかとも想像される。

著書『本邦生保資金運用史』で大正期から昭和戦前期の共同投資の

昭和恐慌と生保経営（II）

ほぼ全貌を明らかにされた麻島昭一氏は「生保が金融機関として銀行、信託と並列するのは…昭和期のことであり、資力を拡充した財閥系生保が財閥傘下で地位を向上させるのも昭和期」を「常識的な生保認識¹⁸²⁾とし、結論でも先行研究の大正期の「低評価の結論に変わりがない¹⁸³⁾」と通説を踏襲した上で、生保証券を含む共同投資全般に関しても「貸付能力に自信を持ち得なかった¹⁸⁴⁾」生保が「非力をカバーするため」の銀行等への対抗措置と位置付け、先行研究のように過大評価すべきでないといわれる。

生保が法的に担保付社債受託資格を欠く結果、受託実績が極めて限られた範囲にとどまるなど、生保による社債の直接引受の質的・量的限界を筆者も充分承知しつつも、財閥系の受託銀行等を幾分でも刺激した明治・大正期以来の生保共同投資・社債の直接引受等の必然的な延長上に、金融恐慌、昭和恐慌時におけるエポックとして生保証券の先駆形態ともいべき生保による加島信託買収構想と、本稿の主題たる生保証券設立を意義付けたい。原邦造という得難いキャラクターの持ち主が、これまで纏まりの悪さで定評のあった生保業界の中で大手でも中小でもない絶妙のポジションに、この時期たまたま存在したという僥倖にも恵まれ、一部の財閥本社、財閥系銀行等の意向に反しても、「非力をカバーするため」結果的に財閥系をも含む殆どすべての生保を集結し得て、設立の副次的効果として、単に銀行や財閥本社への追従ないし従属的態度に終始することなく、先発の銀行、信託等と鼎立すべき独自の金融勢力としての生保の自覚や認識が「銀行等への対抗措置」たる生保証券を中核として業界各社・各層に急速に高まった点にこそ、むしろ金融機関としての相対的な位置付けにおいては評価すべき点があると考えたい。

昭和恐慌と生保経営（II）

注160) 前掲『金輸出解禁史(其二)』p.87

161) 留萌町債の生保共同引受に関しては拙稿「地方債のデフォルトと土地会社方式による解決」『彦根論叢』第293号、平成7年2月、参照

162) 前掲『矢野恒太と第一生命』p.276～277

163) 『第一生命55年史』p.354

164) 『安田生命百年史』昭和55年、p.147

165) 石坂前掲書、p.169

166) 全国経済調査機関連合会編『昭和五年度日本経済年鑑』p.511～512

167) 168) 169) 小沢福三郎『株界五十年史』昭和8年1月、春陽堂、p.612～678

170) 『第一生命55年史』p.354

171) 『東京株式取引所史』第3巻、p.459

172) 麻島前掲書、p.340

173) 志村嘉一「日本資本市場分析」昭和44年、p.353

174) 前掲『金輸出解禁史(其二)』p.87～91

175) 高橋前掲書(中)、p.1113

176) 高垣五一『生保コンサルティング読本』昭和13年6月、p.48

177) 小野前掲書、p.199

178) 小野前掲書、p.203

179) 石坂前掲書、p.169

180) 山中宏『生命保険金融発達史』初版、昭和41年、p.171

181) 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』昭和37年4月、p.166

182) 麻島前掲書、p.278

183) 麻島前掲書、p.1076

184) 麻島前掲書、P.1074～1076