

# 戦前期の株価維持機関の活動

——生保証券を中心に——

深見泰孝

## 要 旨

株価維持は、現在の株式市場でもその方法や実施主体は異なるものの、依然として行われている。その淵源は、戦前期まで遡ることができる。本稿で取り上げた第二次生保証券は、昭和10年代前半に活動した。当時は、準戦時体制から戦時体制へ移行する時期で、日中戦争勃発とともに、株価維持は生産力拡充計画を遂行する上でも、重要な役割を担うようになる。そこで、本稿では、監督官庁の生保業界による株価維持への態度の変化に留意しつつ、国策遂行と営利性の相克にも注目しながら、第二次生保証券の事例を中心に、戦前期の株価維持機関の活動の一端を明らかにすることを課題に考察を行った。

第二次生保証券は、昭和10年に設立された。設立準備段階では、株価維持機関として設立することが目論まれたが、商工省の反対によってこれを断念し、第二次生保証券は、共同投資機関として設立された。設立以来、日中戦争勃発まで株価維持は一切行われなかったが、日中戦争勃発とともに商工省の生保業界による株価維持への態度が軟化。むしろ、その後は商工省が第二次生保証券に買出動を要請するなど、日中戦争を契機にその態度は大きく転換した。第二次生保証券は、このような監督官庁の態度が変化したことを受け、株価維持活動を実施した。ただ、生保証券の買入銘柄は、生産力拡充には直接関係しない、生保各社の決算対策の側面を見せるものもあり、その点で国策遂行支援のみならず、生保各社の利潤動機に基づいた買出動も行われていたことを明らかにした。

## 目 次

- |                              |                          |
|------------------------------|--------------------------|
| I. はじめに                      | V. 第二次生保証券の業務分析          |
| II. 昭和初期における生保会社の資産運用の変化について | VI. 第二次生保証券の活動分析         |
| III. 第一次生保証券の設立と活動           | 1. 日中戦争以前の活動             |
| IV. 第二次生保証券の設立について           | 2. 日中戦争勃発直後における株価維持活動の実施 |

3. 日中戦争勃発以後の活動

I. はじめに

わが国の株式市場では、株価が大幅に下落し、回復の兆候が見えなくなると、株価維持、安定のために市場に介入する政策や機関が、そのつど設置されてきた。戦後のそれを振り返ってみても、昭和39年の日本共同証券設立に始まり、日本証券保有組合の設置、バブル崩壊後は、公的資金を利用した株価 PKO が行われた。最近でも、銀行等保有株式取得機構が、市場外で銀行や企業の保有株を買い取り、日本銀行（以下、日銀と略記）も ETF の買い入れを行っている。これも一種の株価維持と言えよう。

こうした公的資金や株価維持機関による、政策的な株価維持、安定に対しては、市場の需給への安易な介入、市場での自由な価格形成を歪めるといった批判もある。ただ、わが国ではこれまで、その都度当然のようにこうしたことが行われてきた<sup>1)</sup>。わが国の株価維持機関の歴史は、戦前期にまで遡る。戦前期に設立された株価維持機関は、第一次生保証券（活動期間は昭和5年8月～8年2月）と第二次生保証券（昭和10年8月～18年1月）、大日本証券投資（昭和12年9月～13年4月）、日本証券投資（昭和15年9月～16年3月）、日本協同証券（昭和16年3月～17年4月）があった。また、戦時金融金庫、日本証券取引所も株価維持を行っていた。

こうした戦前期に活動した株価維持機関に関しては、いくつかの先行研究がある。先行研究

VII. むすびにかえて

としては、株価維持機関を直接取り扱ったものとして、小林 [2010]、小川 [1994, 1995] が挙げられ、資本市場史や保険業史の一環として、これに触れたものとして、志村 [1969]、山中 [1986] が挙げられよう。まず、これらの先行研究を概観し、本稿の課題を明らかにしておきたい。

小林 [2010] は、株価維持・安定政策の淵源を分析した。その嚆矢は第一次生保証券であり、それは業界が自己の利害の上に始めたものであったとする。それ以後、銀行が主導する機関が生まれ、さらには株式価格統制令に代表されるように、株価維持が国家の政策として打ち出されていくが、その過程を明らかにしている。次に、小川 [1994, 1995] は、第一次生保証券の設立過程と、その活動をかなり詳細に分析している。第一次生保証券の設立は、参加各社が当初から賛同していたわけではなく、株式投資に消極的な会社を中心に会社設立に消極的だったことを明らかにしている。また、買出動は設立当初に行われた以外あまり行われず、その本質は明治・大正期以来、行われてきた生命保険会社（以下、生保会社と略記）の共同投資、社債直接引受の延長線上に位置づけられるべき共同投資機関であったと評価する。また、同社の設立は、生保会社に自身の金融機関としての地位向上を自覚、認識させており、そのことこそ評価すべきと結論づけている。

また、志村 [1969] では、生保会社は1920年代後半からの資産増加に伴い、資本市場への積極的な進出を果たしたが、株価下落が決算に大きな影響を与えたため、「インヴェスト・トラ

スト」<sup>1)</sup>として第一次生保証券を設立したと指摘。ただ、株価維持への貢献は同社の規模からも、単独のものとは言えず、むしろ、日本興業銀行（以下、興銀と略記）の救済融資の発表や銀行融資連盟の活躍など、一連の救済措置と相まって作用したと評価している。最後に、山中[1986]では、第一次生保証券はあくまでも株価維持機関として設立されたが、同社の設立が生保会社の共同投資を引き起こし、当初予定のなかった貸付や債券引受を通じて、結果として生保会社の産業金融進出に一定の寄与があったと結論づけた。

これらの先行研究では、第一次生保証券を取り上げるものの、第二次生保証券については存在が指摘される程度に留まっている。小川[1995]が、第一次生保証券を分析する上で、役員構成、資本金規模の比較を行っているが、その活動については触れていない。したがって、本稿では、第二次生保証券を中心に取り上げ、戦前期の株価維持機関の活動の一端を明らかにすることを課題としたい。また、第二次生保証券は、準戦時体制から戦時経済下で運営されていた。当時、株価維持は生産力拡充計画を遂行する上でも、重要な役割を担っていた。その意味では、国策企業ではないが、それに近い使命を持っていたとも言えなくない。当時の国策企業を取り扱った経営史論文では、国策遂行と営利性との関係、この両者の相克が注目される。そこで、本稿でも、国策遂行と利潤動機という対立する動機の狭間で、生保証券はどのような活動をしたのか。さらには、監督官庁である商工省の係わりも含め、検討することにした。

## II. 昭和初期における生保会社の資産運用の変化について

第一次生保証券設立の背景について、志村[1969]は、昭和初期から生保会社の総資産が急増し、特に1930年以降、株式投資を積極的に進めたことを指摘している。それゆえに、株価暴落が生保各社の経営を直撃、これを緩和するため、生保証券が設立されたと指摘し、つまり、その設立が市場救済を直接的な目的とせず、生保会社自体の利害関係を契機とすることを指摘している。また、生保会社の株式投資急増が、株式市場に与えた影響として、戦前期の株式市場に、実株取引の拡大を促したとも指摘している。そこで、最初に生保会社の総資産および株式投資額、有価証券評価損の推移を確認しておきたい。

図表1によれば、生保会社の総資産額は、昭和元年以降、毎年、前年比約10%増加しており、昭和14年以降、一層増加している。同時期、生保会社は他の金融機関よりも総資産を増加させ、金融市場における地位を高めていた。特に、普通銀行は昭和金融恐慌を境にその地位を下げ、資金は郵便貯金や生命保険へ移動していた<sup>2)</sup>。これは、銀行が昭和金融恐慌で信用を失ったのに対し、生保会社はそういったことがほとんどなく、保険商品の貯蓄性が高かったことも大衆の支持を集めたためと思われる。また、昭和14年以降、生保会社の総資産額が急増するが、それは国債消化と軍事産業資金への国民資産の重点投資を目的とする国民貯蓄運動が行われ、生保会社全社で達成目標額を定め、募集活動を強化したためであった。

一方、資産運用に目を向けると、昭和初期に

図表1 生保会社の総資産および資産運用の状況

(単位：千円)

	総資産	現預金	有価証券			貸付金	不動産	その他	評価損額	
			国債	社債	株式					
昭和元年	1,036,473	20.4%	49.1%	7.5%	22.2%	14.6%	22.1%	5.7%	2.8%	8,209
昭和2年	1,166,430	17.9%	49.9%	6.6%	22.7%	16.0%	23.6%	5.9%	2.7%	12,444
昭和3年	1,315,212	18.0%	52.4%	5.9%	22.3%	19.0%	21.2%	5.8%	2.6%	14,857
昭和4年	1,446,403	15.5%	53.1%	5.6%	22.6%	18.8%	23.2%	5.9%	2.3%	39,156
昭和5年	1,559,679	14.0%	50.7%	5.9%	24.0%	14.6%	26.7%	6.0%	2.6%	56,706
昭和6年	1,699,455	12.3%	49.1%	5.4%	24.8%	12.8%	30.2%	5.8%	2.6%	26,317
昭和7年	1,853,706	12.3%	47.6%	4.7%	24.1%	13.0%	32.2%	5.6%	2.4%	18,931
昭和8年	2,036,746	13.4%	51.3%	5.1%	23.2%	16.1%	27.7%	5.6%	2.1%	44,551
昭和9年	2,246,893	12.2%	56.3%	6.7%	24.0%	20.5%	24.3%	5.7%	1.5%	23,388
昭和10年	2,509,936	11.5%	57.0%	7.5%	23.0%	22.1%	25.0%	5.3%	1.4%	26,910
昭和11年	2,830,531	9.6%	60.8%	7.3%	22.6%	25.7%	23.5%	5.0%	1.0%	31,603
昭和12年	3,202,280	7.2%	63.2%	8.2%	20.5%	28.7%	23.8%	4.5%	1.3%	34,140
昭和13年	3,613,914	6.8%	65.5%	10.0%	18.9%	29.9%	21.9%	4.0%	1.8%	58,699
昭和14年	4,171,461	6.0%	68.7%	13.1%	18.7%	30.2%	20.5%	3.9%	0.9%	17,972
昭和15年	4,917,264	5.1%	70.8%	16.4%	18.5%	29.2%	19.4%	3.5%	1.2%	93,433

〔出所〕 山中 [1986] 505-524頁より作成

は現預金、社債、貸付金を中心に運用が行われていたが、現預金の比率は年々下がる。昭和8年頃までは社債、貸付金で50%以上の資産を運用していたが、その両者の比率は下がり、株式投資や国債投資の比率が上昇していた。そして、株式投資額に注目すると、昭和4年から6年までは低迷するものの、その後はほぼ一貫して増加し、その増加速度は総資産のそれを上回り、高橋財政期から日中戦争勃発まで、ハイペースで投資額を増加させていた。これは、満州事変後の重化学工業化に伴い、財閥系企業の増資に応じたこともその要因であった。

こうした運用資産の変化には、生保資金の特質と運用環境が影響している。生命保険は長期契約であり、保険料は平準保険料で徴収されている。この方式では、自然保険料のようにリス

クに比例して保険料を上げるのではなく、保険期間中の年齢ごとの死亡率を平準化した保険料が徴収される。そのため、収入保険料の多くは、後の保険金支払いのために積み立てられ、それが運用に回される。また、保険料はその運用益を見積もった予定利率で割り引いた額が徴収される。これらの特質から、生保資金は長期固定的な投資が行えるのと同時に、予定利率を上回る運用収益を上げる必要に迫られるのである。しかも、予定利率は、銀行預金のように金融情勢に応じて、金利を変動させることは難しく、固定的である。そのため、資産運用は予定利率の制約を受けることとなる。因みに、当時の予定利率は概ね4%が中心であった<sup>3)</sup>。

ところが、昭和恐慌以降、政府が低金利政策を行ったことを受け、預金は言うまでもなく、

貸付金も貸付金利の低下を招いていた<sup>4)</sup>。また、国債投資も利回りの低さと、銀行預金より流動性を重視する必要がないことにより、投資比率は低かった。だが、日中戦争勃発後、生保各社は政府の要請を受けて、戦争協力の観点から業界で申し合わせて、戦時国債を大量保有した<sup>5)</sup>。ただ、戦時国債の利回りは予定利率よりも低く、そのことも株式投資が拡大する一因となった。

最後に、評価損に注目すると、金解禁問題が再燃した昭和4年から5年にかけて、急拡大しているが、その後は運用資産が急増しているにもかかわらず、昭和13年、15年を除けば評価損は比較的低位で安定していたと言えよう。

### Ⅲ. 第一次生保証券の設立と活動

#### 1. 生保証券設立前の株価維持機関設立運動

わが国最初の株価維持機関の創設は、第一次生保証券であった。しかし、それまでにも株価維持機関の設立は、何度か試みられていたが、設立には至らなかった。本節では、東京株式取引所（以下、東株と略記）関係者を中心に、設立が計画された証券投資シンジケートについて見ていきたい。

昭和初期は、昭和金融恐慌に昭和恐慌と2度の恐慌に見舞われ、株価もこれに呼応し、低迷を続けた。東株株価大指数（大正10年1月を100とする。以下、株価大指数と略記）は、昭和金融恐慌前（昭和2年4月）の133.3から、金解禁問題が再燃した昭和4年4月には109.7へと下がり、2年間で約18%の下落をみた。さらに金解禁実施に伴い、株価大指数の下落は続

き、底をつけた昭和5年10月のそれは44.6を記録し、わずか1年半で約60%下落している。いかに、金解禁問題が株式市場に大きく影響したかが理解できよう。

金解禁問題の再燃した昭和4年5月頃、株価維持機関の設立が東株関係者を中心に計画された。それは、根津嘉一郎が証券界、実業界から参加者を集めた自邸での園遊会で、証券投資のシンジケートを作ってはどうかと提案したことに始まる。電力会社では、大正末年から証券保有会社を通じて、自社株を保有し、自社株相場を操縦していた<sup>6)</sup>。園遊会に参加していた岡崎国臣（東株理事長）は、翌日、東株関係者を集めて、資金規模2億円の証券投資シンジケート設立計画を作った<sup>7)</sup>。しかし、これは結成には至らなかった。それは、資金調達に失敗したからである。

東株関係者は、シンジケートメンバーに有力銀行、信託会社、有力資産家を想定し、その信用力を基に、日銀からの資金調達を目論んでいた。しかし、日銀は、東株関係者からの融資要請に対し、その趣旨は国家的立場から見ても有意義であるが<sup>8)</sup>、資金融通は不可能として興銀からの資金供給を斡旋した<sup>9)</sup>。ただ、興銀も無条件での融資には応じず、その条件として根津に個人保証を求めたが、これを根津が拒否したため、資金調達の途を絶たれたのであった。その後も岡崎は、保険会社や日本経済連盟会員の有力資本家にも、資金援助を求めたが、事態を打開するには至らず、この計画は水泡に帰したのであった。

#### 2. 第一次生保証券の設立とその活動

昭和4年5月に始まった株価下落は、生保会社経営にも影響を与えていた。すなわち、評価

損の増加である。生保会社は、保有有価証券の時価評価が義務付けられており、株価下落の痛手は大きかった。生保全社の保有有価証券は、昭和4年度に7億6,800万円計上され、図表1に示したとおり、評価損として3,915万円の計上に迫られた。これは前年と比較して2,430万円の増加であった。生命保険会社協会（以下、生保協会と略記）は、株価が業績に与える打撃を軽減すべく、昭和4年12月14日と昭和5年1月24日に、商工大臣に対し、所有財産の時価評価主義の緩和と責任準備金積立率の緩和を求めた<sup>10)</sup>。

また、金解禁は物価の低落、商況不振、失業者の急増など、経済界に深刻な影響を与えていた。そのため、第58特別議会では、失業対策や糸価安定、輸出奨励に向けた財政出動が講じられたが、予算編成方針は緊縮方針が維持された。さらには世界恐慌がわが国にも深刻な影響を及ぼす一方で、銀行が貸出回収方針を採ったため、財界不安は益々高まり、株価は下落を続けた。

こうした状況に井上蔵相は、昭和5年6月末、財界有力者にも不況対策への協力を求めた<sup>11)</sup>。銀行に対しては、融資シンジケートの結成と堅実な会社への新規融資の実施や回収猶予を求め<sup>12)</sup>、生保会社には商工大臣も同席させ、各社に優良株への投資を奨励した<sup>13)</sup>。生保関係者はこれに対し、株式の買入は株価低迷が業績に与える影響が大きく、むしろ有価証券の評価方法見直しを要望した<sup>14)</sup>。

一方で、井上と昵懇の関係にあった愛国生命の原邦造は<sup>15)</sup>、株式投資に積極的だった第一生命の協力を得て<sup>16)</sup>、株価維持機関の設立準備を進めた。しかし、株式への投資比率が低い日本生命や明治生命などは、株価維持機関への参加

には消極的で、原とその部下の暁道文芸、そして井上は、何度も書簡や懇談を通じて、これらの会社に参加を要請していた<sup>17)</sup>。こうしてようやく32社が会社設立に同意した。ただ、生保業界による株価維持機関設立に対し、商工省保険部は否定的で、大臣の意向を受けた次官が、保険部長に認可を命令したとも言われている<sup>18)</sup>。

第一次生保証券は、昭和5年10月7日に設立された。同社の資本金は5,000万円（払込1,250万円）で、業務は定款で、有価証券の所有並びに売買とそれに付随する業務と規定された。また、投資銘柄の選定は、役員の手前一致で決定され<sup>19)</sup>、買付資金には借入金を用いず、資金不足の場合は、未払込資本金の徴収が予定された<sup>20)</sup>。

第一次生保証券は、設立2日後から株式や社債の買入を開始し、その買付銘柄は東京電灯や東京瓦斯、阪神電鉄といった公益企業株をはじめ、明治製糖、鐘紡、横浜正金銀行株など、昭和5年中に株式、社債合わせて22銘柄、700万円余りに及んだ<sup>21)</sup>。高橋財政が始まると株価は急上昇し、以後、生保証券による買い入れはあまり行われず<sup>22)</sup>、むしろ社債引受や共同貸付金の斡旋、仲介などが主に行われた<sup>23)</sup>。このことから先行研究では、第一次生保証券は株価維持機関というよりも、むしろ共同投資機関という評価を与えている。

以上、第一次生保証券について整理しておけば、設立は参加生保の全てが最初から賛同していたわけではない。株式投資に消極的だった会社はそれの設立に消極的で、設立の推進役となった第一生命も、むしろ当初は消極的であった。それにもかかわらず、第一次生保証券が設立されたのは、愛国生命の原と井上の参加要請によるところが大きかった。他方、生保各社の

事情としても、株式評価損が多額に上っており、その軽減が求められていた。株価維持活動は、設立当初こそ700万円余りの規模で行われたが、その後は株価の回復もあってあまり実施されず、社債引受や共同貸付金の斡旋、仲介を中心に活動が行われたが、それも資金集中によって交渉力を高め、利回りを高めるためであった。すなわち、生保側の生保証券の設立動機や、その活動を振り返ると、その基底には利潤動機があったと言えよう。

#### IV. 第二次生保証券の設立について

高橋財政が始まると、財政拡張政策と輸出の拡大を好感し、株価大指数はほぼ一貫して上昇した。ところが、昭和9年3月でピークアウトし、7月の帝人事件による政局不安、8月には増税論が台頭し、株価の低落が始まった。一旦は、岡田首相の増税反対声明や藤井蔵相の高橋財政踏襲声明を受けて、株価は下げ止まったものの、昭和9年10月末、藤井蔵相が臨時利得税創設を打ち出すと、株価は一斉に崩落した。第二次生保証券設立のきっかけは、ここにはじまる株価暴落にあった。

東株関係者は、11月8日に市場対策について協議し、興銀へ総額5,000万円の救済資金供給を要請するとともに、生保投資団<sup>24)</sup>に救済買入を要請した。これが、第二次生保証券設立の発端となった。生保投資団は、東株からの要請に対し、自身が生保各社の共同投資を斡旋、仲介する協議機関であるために、要請には応えられないと回答したが、一部生保会社から、今後の株価暴落に備えて、株価維持機関を設立すべきとの意見が出された<sup>25)</sup>。

一部生保から、こうした意見が出された背景には、昭和恐慌後の低金利政策により、大口貸付金の期限前償還が相次いだこと。図表1に示したとおり、昭和恐慌時と比べて、生保会社の運用資産に占める株式投資の比重は1.5倍以上となり、株価暴落が生保経営に与える影響が拡大していたこと。そして、新会社の設立を目論んだのは、非上場の株価維持機関を設立することにより、株価維持のために買い入れる株式の時価評価の問題から解放されることにあった。それゆえ、この意見はさっそく採り上げられた。第一次生保証券設立の際は、設立に消極的な会社もあったが、第二次生保証券設立に関しては、そうした会社はなく、株価維持機関創設に向けた試案作りが開始された。

しかし、生保業界のこうした動きに対し、商工省が反対した。それは、生保資金は多数の契約者による掛金の集積であり、その運用は慎重に行うべきであるとの理由からであった<sup>26)</sup>。商工省は、第一次生保証券の設立の際も、保険部がこれに否定的で、大臣の意向を受けた次官が保険部長に認可を命令したとされる。このように、監督部局は一貫して、生保会社による株価維持機関設立には否定的であった。

商工省が株価維持機関設立に反対のため、生保投資団は、株価維持機関設立を止めるか、もしくは計画を変更する必要に迫られた。そこで、生保投資団が選択したのは後者で、基礎案と呼ばれた新たな設立計画をまとめた。最初に作られた試案では、同社の営業目的を「株式の売買取得」、「公社債の引受」および「前二項の付帯業務」と規定していたが<sup>27)</sup>、基礎案では、商工省の姿勢を踏まえて、同社の業務から株式や公社債の引受、売出を削除し、生保各社に対する証券投資の仲介機関にとどめたのであ

た。

生保投資団は、営業目的を変更することによって、商工省から会社設立の了解を得られたが、その際、石井保険部長は株価維持を事実上禁じることを再確認した<sup>28)</sup>。また、会社設立を優先するあまり、営業目的を変化させたことにより、従前の生保投資団を法人化したに過ぎない組織となり、そのことが生保各社に不満を残した。当初、会社設立に積極的だった会社も、株価回復を理由に再度抜本的な検討を求め、設立準備は1ヶ月近く棚上げを余儀なくされた<sup>29)</sup>。

3月に入り、準備委員会が再開され、業務内容も再検討された。その結論は、基礎案から再度、業務内容を変更し、「公債、社債又は株式の引受売買及び募集」を再度業務に含め、新たに「金銭貸付およびその仲介に関する業務」と、これらに付帯する業務が同社の業務と規定された。また、資本金が第一次生保証券の10分の1であるが、それは第二次生保証券が、同社自身が有価証券の保有売買や金銭貸付を行うことを企図していないことを示すため、生保業界における資産運用の統制役として、同社を位置づけるためであった<sup>30)</sup>。この案は3月15日開催の生保投資団例会で承認され、以後、株式の割当や役員人事など会社設立に向けた準備が始められた。

ただ、生保証券の業務内容に、各社の希望した株価維持がなかったためと思われるが、株式の割当や役員人事は思うように進まなかった。株式は、生保投資団加盟32社に、各社1,000株ずつ割り当て、残りを希望者へ割り当てることとしたが、希望者は皆無に等しかった。そのため、生保協会の玉木専務理事が、各社との個別交渉により株式を引き受けさせ、生保証券はよ

うやく資金調達の方法が立ったのであった。また、役員人事も思うように進まず、最終的には第一生命の矢野恒太に一任し、何とか設立にこぎつけたのであった。

## V. 第二次生保証券の業務分析

第二次生保証券の創業総会は、昭和10年8月16日に行われた。役員構成は、朝吹常吉（帝国生命社長）、木村雄次（東洋生命社長）を除く役員は各社取締役が務め、各社社長が役員を務めた第一次生保証券とは異なり、実務面を重視した構成となっていた。また、業務が生保各社に対する資産運用の仲介にあったため、投資銘柄の選定には専門家が用いられた。意思決定方法も、第一次生保証券とは異なり、第二次生保証券では、役員が所属する会社の財務部長（9名）を事務嘱託に任命し、彼らが投資適格と判断した銘柄を、重役会での討議を経て各社へ仲介、斡旋することとし、運用成績の向上が図られた<sup>31)</sup>。業務内容、役員構成、投資銘柄のどれにおいても、第二次生保証券は、第一次生保証券とは似て非なるものと言えよう。

そこで、最初に、第二次生保証券の決算から、同社がどのような業務を行っていたのかを明らかにしたい。図表2に各期決算書から収支状況をまとめた。図表2で注目すべき点は、手数料収入が毎年安定的に入っていること、昭和16年に見られる利息収入と支払利息の急増、そして、昭和11年以降有価証券売却益や評価益、売却損、評価損が計上されていることである。すなわち、設立以来、第二次生保証券は有価証券を保有していたことになる。

そこで、貸借対照表の資産の部を図表3にまとめた。これによれば設立以来、有価証券が保

図表2 生保証券の収支状況

(単位：円)

収入		収入利息	収入手数料	証券売却益	証券評価益	その他	合計
	昭和10年	14,568	13,803	0	0	6,003	34,374
	昭和11年	68,308	71,854	20,300	12,445	6,165	179,072
	昭和12年	89,122	65,730	473	0	8,076	163,401
	昭和13年	139,010	73,766	0	42,600	9,241	264,617
	昭和14年	165,860	95,619	124,896	0	110,325	496,700
	昭和15年	181,343	103,667	0	0	52,380	337,389
	昭和16年	2,039,020	162,373	0	0	41,321	2,242,713
	支出		営業費	証券売却損	証券評価損	支払利息	その他
昭和10年		1,945	0	0	0	6,814	8,759
昭和11年		9,607	0	103,084	0	5,206	117,897
昭和12年		9,531	0	41,965	0	20,280	71,776
昭和13年		11,073	0	154,970	0	25,716	191,759
昭和14年		18,735	9,078	121,420	6,050	69,696	224,979
昭和15年		12,224	0	110,400	1,097	45,650	169,371
昭和16年		28,211	0	235,815	1,700,288	266,543	2,230,857

※会計年度は12月から11月である

〔出所〕 生保証券株式会社「各年度事業報告書」より作成

有されている。さらに、その内訳を財産目録により確認すると、昭和10年の内訳は、国債が49万2,500円、株式が28万8,500円であった。ただ、昭和11年には国債保有がなくなり、全ての保有有価証券が株式へと変化した。これに図表2を併せて見ると、昭和11年に計上されている有価証券売却益は、国債売却によるものと推測できる。

また、図表3から昭和12年、16年に増資が行われ、一方で昭和12年、13年、16年には有価証券保有額が各年約100万円の増加が見られる。併せて営業報告書に付属の財産目録を確認すると、所有有価証券は全て株式であった。つまり、増資目的が株式投資資金の調達であったことが分かる。また、図表2では、昭和14年に有価証券売却益と売却損、支払利息が計上され、

他方、図表3では有価証券保有額が30万円余り増加している。このことから、昭和14年に借入れによって有価証券投資を行い、その一部株式は売却したと推測でき、昭和12年、13年、14年、16年の会計年度内に、株式などを購入したことが推測できる。

株式の買出動は、株価下落局面に実施されるので、図表4に生保証券の営業期間における、株価大指数の推移を示した。図表4によれば、生保証券の営業期間中に起きた株価下落は5度と確認できる。すなわち、その時期と下落幅は、①が昭和11年3月(8.7)、②が昭和12年5月から9月(29.9)、③が昭和13年4月から7月(24.8)、④昭和13年10月から12月(12.5)、⑤が昭和15年6月から12月(39.7)である。生保証券の決算期は、11月末であり、保有有価証

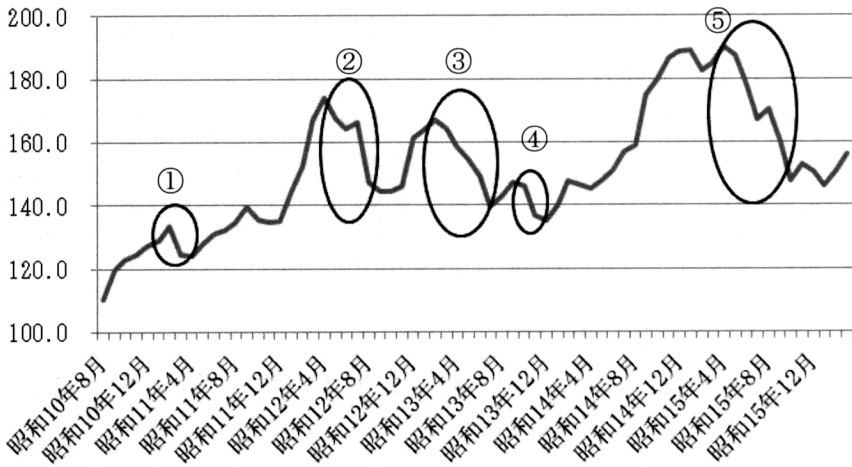
図表3 生保証証券の資産内容の推移

(単位：円)

	未払込株金	銀行預金	貸付金	有価証券	現金	その他	合計
昭和10年	3,750,000	451,921	40,000	781,000	190	2,504	5,025,615
昭和11年	3,750,000	260,608	126,000	924,520	18	1,329	5,062,476
昭和12年	2,500,000	1,096,197	103,000	1,395,600	65	1,163	5,096,025
昭和13年	2,500,000	365,322	75,400	2,142,130	47	1,059	5,083,958
昭和14年	2,500,000	238,297	18,400	2,470,044	81	1,058	5,227,880
昭和15年	2,500,000	186,306	15,200	2,596,194	43	775	5,298,518
昭和16年	0	348,897	0	49,135,438	75	1,447	49,485,857

〔出所〕 生保証証券株式会社「各年度事業報告書」より作成

図表4 株価大指数の推移 (昭和10年8月～昭和15年末)



〔出所〕 東京株式取引所 [1938] 453-454頁, 証券引受会社協会編 [1942] 1212-1217頁より作成

券の増加した年と、図表4で見られた株価下落局面がほぼ合致している。そこで、以下では日中戦争以前、日中戦争勃発時、日中戦争勃発以後に分けて、生保証証券の活動を見てみよう。

## Ⅵ. 第二次生保証証券の活動分析

### 1. 日中戦争以前の活動

第二次生保証証券は、設立時に商工省から株価維持の実施を事実上禁じられ、生保各社の当初

の思惑とは異なり、共同投資機関として設立された。したがって、業務は有価証券引受や融資案件の仲介、斡旋にとどまらざるを得なかった。日中戦争勃発前に、第二次生保証証券が仲介、斡旋した案件を図表5にまとめた。これによれば、中には朝鮮、満州関係の銘柄も含まれていた。利率の判明するものは、全て当時の生保の標準的な予定利率を上回っており、また、政府や政府関係機関による利回り保証のついたものや、満州での独占企業も含まれていた。

また、図表5によれば、昭和11年に仲介、斡

図表5 第二次生保証券の有価証券引受、融資仲介案件

引受時期	銘柄、貸付先	引受額、貸付額など	備考
昭和10年12月5日	南満州瓦斯株	引受株数：3万株（株：60円）	10年9月期：配当8%
昭和11年4月17日	東京モスリン社債	引受額：350万円	利率：4.5%
昭和11年4月30日	鮮満拓殖株	引受株数：3～4万株	設立当初の利息配当を政府が保証
昭和11年5月7日	帝国ホテル株	引受株数：増資株（2万株）のうち一部	11年2月期：配当6%
昭和11年5月7日	朝鮮金融組合連合会債	引受額：500万円	利率：4.3%， 朝鮮殖産銀行保証
昭和11年7月9日	松竹興業	融資額：300万円	利率：7%
昭和11年7月	日本人造羊毛	融資額：150万円	
昭和11年7月23日	満州電業株	引受株数：104,000株（株：55円）	10年12月期：配当6%
昭和11年12月	日本産業手形貸付	融資額：404万円	
昭和12年2月	京浜地下鉄道株	引受株数：28,000株	開業まで5%の建設利息配当付
昭和12年4月	日本産業手形貸付	融資額：932万円	貸増
昭和12年4月	日本産業手形貸付	融資額：1,225万円	新規
昭和12年5月	昭和飛行機工業株	引受株数：31,000株	

〔出所〕 生保証券株式会社 [1937]、生命保険協会 [1970] 119頁、証券引受会社協会 [1941] 264-1199頁、「保険銀行時報」1936年4月23日、7月16日、1937年1月21日、「保険評論」1935年12月12日、1936年7月30日、「東京朝日新聞」1936年5月1日、5月8日より作成

旋された案件は8件、その金額は明らかになるものだけで2,052万円に上る。これに対し、手数料収入は71,854円と少額である。このことは、共同投資が利回りの向上を目的としており、手数料率を低率に設定していたことが推測できよう。

他方、図表2、3によれば、第二次生保証券は、設立直後から有価証券を保有していたことが明らかになる。また、昭和11年には国債を売却して保有有価証券を全て株式にしているが、その理由は買出動を行ったためだろうか。図表4から本節で対象とする時期に起きた株価下落局面は、2・26事件をきっかけとする昭和11年3月にある。当時の業界誌によれば、各社の所有株に評価損は出ておらず、生保証券としては

特に何も活動をしていないと報じられており<sup>32)</sup>、買出動による資産構成の変化ではないと考えられよう。

では、保有銘柄から何か示唆することがないだろうか。図表6に、生保証券の昭和10年から12年における保有有価証券の銘柄をまとめた。これによれば、生保証券は、電力、砂糖株を中心に株式を保有していたことが分かる。これらの株式は図表6からも明らかだが、当時、利回りが相当よかったと評価されていた銘柄であった<sup>33)</sup>。

ここで、忘れてならないのは、生保証券の出資金も、生保各社の保険契約者が納付した保険料が原資となっていることである。すなわち、運用にあたって予定利率の制約を受ける資金で

図表6 生保証券の保有有価証券 (昭和10年~12年)

(単位:円)

昭和10年		昭和11年			昭和12年		
銘柄 (保有株数)	評価額	銘柄 (保有株数)	配当率	評価額	銘柄 (保有株数)	配当率	評価額
国債 株券	492,500	日本電力株 (5,000株)	7.0%	235,000	日本電力株 (5,000株)	7.0%	230,000
	288,500	同新株 (2,500株)	7.0%	29,250	同新株 (2,500株)	7.0%	25,000
		大日本製糖株 (2,000株)	12.0%	194,600	大日本製糖株 (2,000株)	12.0%	194,000
		東京電燈株 (4,500株)	8.0%	239,850	東京電燈株 (5,000株)	8.0%	260,000
		東邦電力株 (3,500株)	8.0%	184,800	東邦電力株 (4,000株)	8.0%	200,000
		満州電業株 (700株)	6.0%	41,020	満州電業株 (700株)	6.0%	33,600
					同新株 (350株)	6.0%	3,500
					日本石油株 (500株)	8.0%	40,000
					北海道炭坑汽船株 (800株)	8.0%	56,000
					王子製紙株 (1,300株)	10.0%	117,000
				日立製作所株 (2,200株)	12.0%	198,000	

〔出所〕 生保証券株式会社「各年度事業報告」、証券引受会社協会編 [1941] 222-1077頁より作成

ある。生保証券は、昭和10年には5%、11年には4%の株主配当を実施している。この配当原資を得るには、手数料率が低い仲介業務だけでは不十分と判断し、高配当な株式で運用したと考えられよう。ただ、保有株式が約9%の評価損を計上しており、それが配当収入を超えている点に、問題がなかったわけではない。

## 2. 日中戦争勃発直後における株価維持活動の実施

生保証券に転機が訪れたのは、日中戦争勃発後の株価暴落であった。昭和12年7月7日深夜、盧溝橋で日中両軍が衝突、長期に亘る戦争の発端となった。日中戦争が全面化した8月中旬以降、株価は暴落した。8月だけで株価大指数は15ポイント以上下落した。大正10年の指数算出以来、1ヶ月で15ポイントもの下落をみたのは、昭和金融恐慌時と金解禁が噂された昭和

4年5月だけであり、そのことから、昭和12年8月の暴落がいかに激しかったかが確認できよう。盧溝橋事件勃発後、東株に対して、内閣と商工省、大蔵省から戦争協力の要請がされた。内閣は、政府の方針への協力を求め、商工省、大蔵省は、取引所本来の使命、そして国家的見地からも立会休止しないよう要請をした<sup>34)</sup>。

8月になると、戦争の見通し難から、銀行は株式担保金融を抑制し始め、株価は急落した。その後も政府が不拡大方針を一擲すると、軍費拡大とそれに伴う増税、経済統制が噂され始めて株価は低迷し、さらに、資金統制実施が新聞で報じられると、いよいよそれは暴落した。東株は、8月上旬から、受渡資金に窮しないよう日銀と興銀に資金援助を交渉し、一方で、資金統制実施が報じられると、市場対策をまとめた。その内容は、①興銀からの資金援助に加

え、取引員有志30名による買出動、②これとは別に取引所も取引員組合、東株代行、東株共栄とともに積立金や留保金で買出動を行うこと、また、③生証券にも株価維持を要請することであった。そして、この対策は商工大臣にも報告された<sup>35)</sup>。

東株が市場対策をまとめた翌23日も、株価は暴落した。そのため、杉野東株理事長は、生証券へ株価維持に向けた協力を要請した。しかし、生証券は国債引受を理由にこれに同意しなかった。生証券の回答を受けて、杉野は同日午後8時、結城日銀総裁を訪ね、生証券に買出動実施を懇請するよう要請した。結城は、日銀も対処を考慮するが、政府当局に同様の懇請をするよう回答した。東株側は、結城からの回答に従い、同日午後10時に、坂専務理事が商工大臣を訪ねて、日銀への要請と同じ内容の要請を行った。そして翌日、杉野は再び生証券を訪ねて、買出動を実施するよう要請した。生証券は、直ちに生保協会の玉木専務理事を商工省へ派遣し、東株の要請により買出動実施に関する役員会を開催することを、後藤保険局長に事前了解を求めた<sup>36)</sup>。この協議の後、生証券は役員会を開催して、買出動実施を決定した。そして、再度、商工省村瀬次官、後藤保険局長を訪ね、この決定に了解を求めた。生証券は翌日、株主懇談会を開催して、買出動の実施を最終決定した<sup>37)</sup>。こうして、商工省は従来事実上禁じていた、生証券による買出動の実施を了解するのであった。

東株が株価維持を打ち出したのは、戦争遂行のために政府の示した三原則の一つである生産力拡充の必要性が高まる中、株価暴落により株式の払込が困難になることが予想されたためであろう。当時、増資の多くは株主額面割当に

よって行われるのが一般的であった。その理由は、時価との差額を株主に帰属させることで、株式担保で銀行から融資を受けやすくし、発行会社が失権株の続出するリスクを回避するためであった。そのために、額面と時価には差額が必要であった。また、社債発行条件の決定や、募集を有利にするためにも株価は重要な要因であり<sup>38)</sup>、軍需企業への資金供給を円滑に進めるには、株価を維持せざるを得なかったからであろう。

生証券は、生保各社と呼応して9月上旬から買出動を始めた<sup>39)</sup>。生証券は、未払込株金の徴収(125万円)により、生保各社は自社の余裕資金と、保有社債を興銀に売却してその資金を調達した。そして、生証券の買付銘柄は、図表2で昭和12年に売却益が計上されているため、全てとは言えないが、図表6によればその一部は、大日本精糖新株、満州電業新株、日本石油、北海道炭坑汽船株、王子製紙株、日立製作所株であった。他方、東株側の買出動では、鐘紡株、三菱重工株、日本鋼管株、日本石油株、日立製作所株、昭和肥料株、日本鋳業株、日本曹達株などを買い付けており、買付銘柄は一部重複しており、その一貫性が確保されていたと推測できる。また、この他にも証券界が大日本証券投資を設立、東株共栄株式会社も80万円を限度として買出動を行い、ようやく10月に株価大指数は上昇に転じた。

### 3. 日中戦争勃発以後の活動

日中戦争の全面化による株価暴落を契機に、商工省は生証券による株価維持の実施を了解し、これまでの方針を転換させた。ただ、昭和12年に生証券が行った買出動は、9月上旬の1回だけで、依然として、生証券の業務は、

有価証券引受や融資仲介が主であった。日中戦争勃発前の仲介案件は、図表5に示したが、その後も生保証券は、朝鮮林業開発株(45,000株)、帝国燃料株(100,500株)の引受、日本産業への手形貸付(合計4回、16,640,000円)、南満州鉄道(12,200,000円)、日本人造羊毛(1,200,000円)への融資仲介を行った<sup>40)</sup>。

昭和13年は、図表4によれば、株価大指数が4月から7月に24.8ポイント下落した。この時も生保証券は、東株からの要請を受け買出動を行った。その資金は、まずは生保証券の自己資金で賄い、必要に応じて生保各社からの借入れが予定されていた。これまでの2度の買出動は、東株の要請に応じて実施されたものであった。

昭和13年は、年末にもう一度株価下落局面がある。この時の株価大指数の下落幅は、これまで買出動を行った時のそれより明らかに小さいが、生保証券は買出動を行った。この買出動は、生保各社からの要請に基づくもので、その目的は、「第五回事業報告書」によれば、決算対策のためであった。

当時、生保会社の経営は、厳しさを増していた。それは、低利国債の保有増による運用利回りの悪化と、戦死保険金支払いの増加によるもので、既に経営合理化では吸収できないほどに、経営状態は悪化していた。この苦境は、商工省も契約者配当の引下げを勧奨するほどであった。また、同年は暦年ベースで昭和5年以来8年ぶりに、株価大指数が下落した年で、このことも株式保有額が既に総資産の30%近くに達していた生保各社の決算を直撃した。有価証券評価損も前年の1.7倍余りに増え(図表1)、生保各社が決算対策を必要としていたことが分かる。こうした事情を背景に、買出動が行われ

た。つまり、これまでの国策支援とは異なり、生保各社の利潤動機がその基底にあった。買付銘柄は史料の制約から明らかではないが、こうした背景を考えると、買入銘柄は生保各社が保有した株であったと思われる。

昭和14年は、ヨーロッパで第二次世界大戦が勃発し、第一次世界大戦の連想買いの影響や戦時インフレの影響もあり、株価大指数はほぼ一貫して上昇した。ところが、昭和15年には、第二次世界大戦の拡大、会社経理の全面的統制、日独伊三国軍事同盟の締結、経済統制の強化などを理由に、再び暴落した。証券界は再び株価維持機関を設立した。それは、昭和15年7月に設立された日本証券投資である<sup>41)</sup>。同社は、9月5日以降買出動を行ったが、9月、10月と株価大指数は10ポイント以上の下落を続けた。

他方、生保証券は、日本証券投資が買出動した時期には、それを行っていない。それには、生保側の事情があった。それは、昭和15年1月に保険業法施行規則が改正され、生保会社の株式投資額は、総資産の3割以内に制限されたことであった。既に、生保各社の株式投資額は上限に達していた。生保証券は資金力の乏しさから、単独の出動では効果が期待できず、生保各社と同時に買出動の実施を目論んでいたため、対応が遅れたのであった<sup>42)</sup>。株価大指数は、5月から10月の半年だけで42.3ポイントも下落し、ついに大蔵、商工両省は生保証券に株式市場への買出動を要請した<sup>43)</sup>。生保証券は、「第七回事業報告書」によれば、11月から買出動準備を始め、12月初旬から買出動を実施した。

それまで株価維持は、証券界、生保業界が国策支援を目的に、自主的な活動として実施されてきたが、この段階で国が直接要請するようになり、明らかに株価維持は国策となったので

あった。そのため、政府は生証券に対して、これまで認めていなかった無担保借入による株式買入も許可した。生証券は、株主各社に貸出可能額を調査し、調達可能額を把握するとともに<sup>44)</sup>、未払込資本金（250万円）を徴収し、借入金、さらには自己資本も加えて買出動を行った。その購入株式は、生保各社の保有高の多いもの、値下がりの著しいもの、堅実優良株と決算対策の一面も見せつつ<sup>45)</sup>、長短期実物合計で57万4,210株、金額にして4,209万3,000円に上った<sup>46)</sup>。しかし、株価は回復をみせることはなかった。戦争の長期化、拡大が株式市場に与えた影響は、それほど大きなものであった。

もはや、生保資金での株価維持には限界があった。生証券は、昭和16年1月6日の役員会で、「株価の適正価格保全に関する陳情」を申し合わせ、商工大臣と大蔵次官へ陳情した<sup>47)</sup>。内容は、株価維持を目的とする国策会社の設立と、生証券の買出動に対する政府資金の融資を求めるものであった。同時期には証券界も、政府に新たな株価維持機関の設立を要望し、また、東京商工会議所も同様の動きを見せたことから、興銀および日銀が主体となって、大規模な株価維持機関設立の検討が始まった。

新会社の設立準備過程で、生証券の株価維持機能は、新たに設立される株価維持機関へ統合されることとなった。証券界の株価維持機関である日本証券投資の持株は、会社ごと吸収されることとなったため、生証券も機能統合に合わせて、前年末の買出動で買い入れた株式（特別有価証券勘定で保有）の肩代わりを興銀に求めた<sup>48)</sup>。興銀との交渉は難航を極めたため、生証券は、大蔵、商工両省にもそれを要望した<sup>49)</sup>。この問題は昭和17年1月に、ようやく日本協同証券がそれを取得価額で買い取るこ

ととなり、解決したのであった<sup>50)</sup>。

株価維持機能の日本協同証券への統合、所有株式の肩代わりが解決し、生証券は再び共同投資機関として活動することとなった。だが、大蔵省が生保会社の金融活動を、生保統制会の下に入れることを命じたため、生証券はその使命を終えた。生保統制会では昭和17年9月16日、緊急金融委員会を開催して生証券統合を承諾し、生証券はその歴史に幕を閉じた。

## Ⅶ. むすびにかえて

本稿では生証券の活動、特に国策遂行と利潤動機の狭間でどのような活動がされたのか、また、監督官庁のこれに対する姿勢に注目して、戦前期の株価維持機関の活動の一端を明らかにすることを課題とした。

本稿を通じて明らかになった点は、次の諸点である。それは、第二次生証券も第一次生証券同様、株価下落に伴う評価損軽減を目的に設立準備が進められた。だが、第一次生証券とは異なり、商工省の反対により、証券売買の仲介機関として設立されることとなった。これに関連して商工省保険部は、第一次生証券設立の際もこれの設立に否定的であった。保険部は否定的であったものの、政治的圧力の下に設立を許可したという事情があった。すなわち、商工省保険部は一貫して生保資金による株価維持には否定的な考えであった。しかし、日中戦争の勃発によって、生産力拡充の必要性が高まると、円滑な生産力拡充資金の調達のために、株価維持が必要となったのであった。その背景には、わが国資本主義の資本蓄積の低位性による、株式担保金融での未払込資本金や増資払込資金の調達があった。だからこそ商工省は、従

来の態度を一転し、生保証券による株価維持の実施に肯定的な態度をとるようになった。さらには、昭和15年末になると、むしろ、大蔵省、商工省が生保証券に株価維持の実施を要請し、株価維持が明らかに国策となったのであった。

生保証券の業務は、決算から明らかになるところでは、証券引受やその販売、融資案件の仲介が主たるものであった。しかし、商工省が生保証券による株価維持への態度を変化させると、生保証券は買出動を実施した。その動機は、当初2回の買出動に関しては、東株からの要請に伴う、生産力拡充という国策の支援であった。しかし、昭和13年末の株価維持は、経営の悪化に苦しむ生保各社の利潤動機に起因するものであり、昭和15年のそれも商工、大蔵両省の要請に起因したものであるが、生保各社の保有高の多い銘柄も買入れており、利潤動機が全くなかったわけではなかった。その意味では、第二次生保証券の設立動機である「株価下落に伴う評価損の軽減」のための株価維持は、昭和13年末以降に実施されるのであった。

また、証券界、生保業界に設立された株価維持機関間での買入銘柄の調整は、少なくとも昭和12年時点では行われていた。ただ、証券界、生保業界それぞれに株価維持機関を設けて株価維持を行ったが、経済統制の本格化と第二次世界大戦の拡大には抗しきれず、その限界が露呈した。そこで日銀、興銀が主体となって従来以上の資金力をもつ日本共同証券が設立された。さらに、株式価格統制令が制定され、法律によって株価維持が実行できるようにされたのであった。

以上を踏まえて最後に、第二次生保証券に対する評価をしておきたい。第一次生保証券は株価維持を目的として設立されたが、その実態は

共同投資機関であったというのが、先行研究の評価である。一方の第二次生保証券は、株価維持を目的として設立準備が進められたものの、商工省の反対からそれは実現せずに共同投資機関として設立された。ただ、日中戦争の勃発が、生保証券の性格を変えた。生保証券による株価維持に対する態度を、商工省が一転させたことをきっかけに、生保証券は株式市場での買出動を行う。しかも、当初は東株の要請に応じて、生産力拡充という国策を支援するために行われたが、その後は生保会社の決算対策という色彩を濃く持ち合わせるようになった。このことを踏まえると、基本的には共同投資機関であると評価できるが、その後、生保会社の決算対策機能を持ち合わせた機関へと姿を変えたと評価すべきではなかろうか。

#### 注

- 1) 日本協同証券に関与した中山素平氏は、日本協同証券設立の経緯を証言される中で、戦後の証券恐慌時に、大蔵省が省議で株価テコ入れ策を決め、生保に買出動を要請したことや、東証の吉野議長からプール機関を設立したいと要請されたことなどを歴史証言されている(日本証券経済研究所 [1996] 18-19頁)。
- 2) 小野 [1936] 98-99頁
- 3) 小野 [1936] 115頁
- 4) 麻島 [1991] 374-438頁
- 5) 業界の申し合わせは、戦争の激化に伴い次のように保有比率の拡大がされた。すなわち、昭和12年7月には、総資産に対する国債の業界平均保有率(7%)以上を保有し、増加資産の25%以上を、13年には増加資産の3分の1以上もしくは年始資産の1割以上へ、さらに14年には増加資産の40%以上へと、年々保有比率は拡大された。
- 6) 志村 [1969] 418-420頁
- 7) 「大阪毎日新聞」1929年5月21日
- 8) 「中外商業新報」1929年5月23日
- 9) 「報知新聞」1931年3月4日
- 10) 生命保険協会編 [1978] 179頁
- 11) 大蔵省昭和財政史編集室編 [1955] 249-250頁
- 12) 大蔵省百年史編集室編 [1969] 114-121頁
- 13) 生保保険協会編 [1978] 183頁
- 14) 生命保険協会編 [1978] 183頁
- 15) 昭和金融恐慌時、日銀総裁だった井上は、原が頭取の第百銀行と川崎銀行の合併を成功させ、それ以来の特殊

- の因縁とされていた（報知新聞経済部編 [1931] 57頁）。
- 16) 第一生命の矢野恒太は、当初生保証券設立に乗り気ではなく、原の二度に亘る説得で設立に同意したとされた（報知新聞経済部編 [1931]）
- 17) 小川 [1994]
- 18) この経緯については、小川 [1994] に詳しい。
- 19) 生命保険協会 [1970] 92頁
- 20) 「大阪時事新報」1930年9月21日
- 21) 日本銀行調査局 [1968] には、以下の史料が残されている。
- 当初ハ、設立勾々払込金千二百五十万円ノ裡、取込ズ約半額ヲ興業銀行ニ対シ担保付コールトシテ放出シ、残額中更ニ約半額ハ三井、三菱ニ百万円余ヲ、第一、安田、川崎第百、三十四、山口、住友、興業銀行等へ通知預金トセリ・・・十月九日ヨリ之ガ買付ニ着手セリ。其後、鐘紡、東洋紡、日本麦酒、キリンビール、明糖、澆糖、正金、勸銀、宇治電、九州水力、京都電灯、大阪瓦斯、東京瓦斯、東武鉄道、大軌、阪神、日窒、王子電鉄、目蒲電鉄、日本無電、京浜電鉄、京成電軌等ノ買入ヲ行フ外、東電整理方法トシテノ減資ニ対シ、援助ノ位置ニ立チ保険会社所有ニ係ル東電株ヲ生保証券ノ買入ヲ行フト同時ニ、新規東電債ト振替ヘ旧株ニ応ジ保険会社側ニ新規社債ヲ分配スル等、相当積極ニ進出ヲ試ミタリ。之等株式、社債ノ買付額ハ五年中ニ於テ七百余万円ニ上リタリ。
- 22) 小川 [1995] 11-12頁
- 23) 「東京日日新聞」1931年4月8日と生命保険協会 [1970] によれば、東京電燈、三越、東武鉄道、昭和電力の社債引受の斡旋<sup>23</sup>や南滿州鉄道への共同貸付金の仲介を行っていたようである。
- 24) 生保投資団は、第一次生保証券解散後、生保会社の共同投資機関として設けられた。なお、法人組織ではなく懇談会方式によって運営が行われていた。
- 25) 「保険銀行時報」1934年11月15日
- 26) 「保険銀行時報」1935年1月17日
- 27) 生命保険協会 [1970] 108頁。生保証券の業務では引受が規定されていたが、実際に行われていたのは、引受というより募集であった。
- 28) 生命保険協会 [1970] 108頁
- 29) 生命保険協会 [1970] 109頁
- 30) 生命保険協会 [1970] 113-116頁
- 31) 「保険銀行時報」1935年8月29日
- 32) 「保険銀行時報」1936年3月26日
- 33) 「保険評論」1936年1月30日
- 34) 東京株式取引所 [1938] 318-323頁
- 35) 東京株式取引所「北支事変ト東株市場ニ於ケル対策」（証券史資料編纂室所蔵史料）。なお、以下、特に注記がない場合は、本節は本史料に基づいている。
- 36) 「保険銀行時報」1937年9月2日
- 37) 「保険銀行時報」1937年9月2日
- 38) 志村 [1969] 220-228頁
- 39) 生保証券株式会社 [1937]
- 40) 生保証券株式会社 [1937]

- 41) 同社は、昭和15年7月12日の株価から暴落の恐れがある株式を買い入れ、市場安定を目指した。ただ、同社には国債消化と生産力拡充が求められ、資金を50%ずつ割り振られねばならず、買付規模は大きくなかった。なお、生保証券も日本証券投資株を5,000株保有していた（日本証券経済研究所 [2010] 1006-1008頁, 1024-1032頁）。
- 42) 「保険銀行時報」1940年11月7日
- 43) 「東京日日新聞」1941年2月26日
- 44) 「保険銀行時報」1940年11月7日
- 45) 「中外商業新報」1940年11月30日
- 46) 生保証券株式会社 [1941]
- 47) 生命保険協会 [1972] 255頁
- 48) 生保証券では、商工、大蔵両省からの要請により買入れた株式を、新たに特別有価証券勘定という勘定項目を作り、そこで管理していた。
- 49) 「東京朝日新聞」1941年2月28日
- 50) 生保証券株式会社 [1942]

## 参考文献

- 麻島昭一 [1991] 『本邦生保資金運用史』日本経済評論社
- 大蔵省昭和財政史編集室編 [1955] 『昭和財政史 第10巻 金融（上）』東洋経済新報社
- 大蔵省百年史編集室編 [1969] 『大蔵省百年史』大蔵財務協会
- 小川功 [1994] 「昭和恐慌と生保経営（Ⅰ）—生保証券（株）設立を中心として—」『文研論集』109号、生命保険文化研究所、12月
- 小川功 [1995] 「昭和恐慌と生保経営（Ⅱ）—生保証券（株）設立を中心として—」『文研論集』110号、生命保険文化研究所、3月
- 小野清造 [1936] 『生命保険会社の金融的發展』栗田書店
- 小林和子 [2010] 「戦前期市場における株価維持機関」『証券経済研究』第70号、日本証券経済研究所、6月
- 志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』東京大学出版会
- 証券引受会社協会編 [1941] 『株式会社年鑑』昭和16年版
- 証券引受会社協会編 [1942] 『株式会社年鑑』昭和

17年版

生命保険協会 [1970] 『昭和生命保険史料』 第1巻

初期 (1)

生命保険協会 [1972] 『昭和生命保険史料』 第3巻

戦争期 (1)

生命保険協会編 [1978] 『生命保険協会70年史』

東京株式取引所 [1938] 『東京株式取引所史』 第3

巻

日本銀行調査局 [1968] 『日本金融史資料 昭和編

第20巻』 金輸出解禁・再禁止関係資料 (1)

日本証券経済研究所 [1996] 『統戦後証券史を語る』

日本証券経済研究所 [2010] 『日本証券史資料』 戦

前編 第7巻

報知新聞経済部編 [1931] 『財界を牛耳る人々』 千

倉書房

山中宏 [1986] 『生命保険金融発展史』 有斐閣

## 史 料

生保証券株式会社 [1935] 『第一回事業報告書』

生保証券株式会社 [1936] 『第二回事業報告書』

生保証券株式会社 [1937] 『第三回事業報告書』

生保証券株式会社 [1938] 『第四回事業報告書』

生保証券株式会社 [1939] 『第五回事業報告書』

生保証券株式会社 [1940] 『第六回事業報告書』

生保証券株式会社 [1941] 『第七回事業報告書』

生保証券株式会社 [1942] 『第八回事業報告書』

東京株式取引所「北支事変ト東株市場ニ於ケル対  
策」(日本証券経済研究所所蔵史料)

(当研究所研究員)