

## 戦前日本における財閥系生保の経営効率性

横 山 和 輝<sup>†</sup>

### 1 はじめに

金融機関に規律 (discipline) を与えるにはコストがかかる。ある預金者が規律づけを試みようとしても、他の預金者によるフリーライド (free-ride) を嫌がるために結果として誰も規律づけしないという問題が生じうる。このフリーライド問題を解決するためには、預金者にかわって規律づけを行なう主体が必要となる。金融機関に対する規制が正当化されるのはこのためである (Dewatripont and Tirole 1994)。ただし、配当を通じて規律づけのコストを回収できるほど過半の配当請求権を持つ大株主、もしくはそれだけの株式を取得しようとする買収主体が存在するならば、フリーライド問題は解決できる (Stiglitz 1985; Shleifer and Vishny 1986)。近年の日本のように金融業の規制緩和が進行する経済においてはとりわけ大株主の規律づけに対する関心が高まる。

2002年、大同生命保険会社は契約者の社員権と引き換えに株券を配布するかたちで株式会社化を実現させた。これを皮切りに株式会社化する生保、さらには金融持株会社の傘下に入る生保が次々と現れた。とりわけ金融持株会社傘下への加入に際しては、同一持株会社の他の傘下企業の従業員に保険商品を販売することで保険業務の固定費用が削減できるというメリットも期待できる (福田=張 1993)<sup>1)</sup>。このメリットは、生保に対する規律づけよりも、傘下企業グループ全体に対する持株会社の統括能力によるところが大きい。株式会社化に際しては、契約者配当に加えての株主への配当支払い、株主総会のためのコスト負担などのデメリットも伴う。もしも経営再建能力のある大株主がいなければ、あるいはグループを統括する統括能力が発揮する大株主が存在しなければ、上述のメリットを享受することは難しくなる。その1つの裏づけとして、近年の株式会社生保においては小規模な生保は大規模な生保に比べて経営が非効率であることを示す実証結果も報告されている (マッケンジー 2005)。

<sup>†</sup> 名古屋市立大学大学院経済学研究科 (kazky@econ.nagoya-cu.ac.jp)

1) もう1つのメリットとしては同一傘下金融機関との情報交換や業務提携を通じてマーケティング戦略が多様化できるという効果も期待できる (原 2003)。ただしこれは、例えば相互会社である第一生命保険とアフラック (Aflac) との業務提携のように、資本的結合関係を必要とするものではない。

本稿の課題は、戦前日本の生保業を対象に持株会社傘下の生命保険会社（以下、財閥系生保）が他の生保会社（以下、非財閥系生保）に対して経営効率性が良好であったかどうかを検定することである。本稿でいう戦前とは、1920年代から日中戦争勃発前年の1936年までの局面を指す。戦前の生保会社の組織形態は株式会社組織が主流であり、財閥系生保もまた株式会社であった。明治生命（三菱）や日本生命（山口）は日本生保業の黎明期ともいえる時期から創業していたが、三井や住友は1920年代に中小生保を買収することで生保業に進出した。これらをはじめとする財閥系生保の経営効率性を他の生保と比較する際に、本稿は収益性パフォーマンスおよび費用構造の2側面からの評価を行なう。前者の側面についてはROA（return on assets）を用いて評価する。後者の側面について着目するのは固定費用の削減効果である。福田＝張（1993）は、戦後日本の企業系列集団に属する生保が固定費用を削減されていたことを示す費用関数の推定結果を報告している。これと同様に、財閥系生保が固定費用削減という契約募集でのメリットを教授していたことが観察できるかどうかが本稿の費用関数推定における関心事となる。

本稿の貢献は2つの方向性をもつ。1つは現代の生保業分析に対するものである。マッケンジー（2005）は、株式会社生保については大規模であるほど経営効率性が良好であるという事実発見を提起している。その場合、生保の規模が、生産規模そのものを直接指しているのか、それとも大多数の企業と長期的な関係を保持できるという側面を示すものなのか、必ずしも判断できない。この点についての判断材料を提起できることが本稿第1の貢献である。本稿第2の貢献は経済史研究に対するものである。戦前日本の財閥家族・持株会社については、岡崎（1999）が傘下企業の規律を通じて良好な収益性パフォーマンスを達成していたという側面を明らかにしている。本稿は、生保会社の固定費用に関する分析を射程におくことで、傘下企業への単線的な規律としてのみならず傘下企業グループ全体の統括という側面にも視野を広げて財閥家族・持株会社を位置づけるものである。

本稿の結論を要約しておく。財閥系生保は収益性という面では他の生保に勝るものでも劣るものでもなかった。しかしながら費用最小化行動の側面においては財閥系生保は良好なパフォーマンスを呈していた。戦前日本の財閥系生保の経営効率性は、生保経営そのものに対する規律としてのみならず、財閥家族・持株会社による傘下企業全体を統括する能力の強さが現れた結果として把握できる。

以下の構成であるが、第2節では歴史的背景として生保業ビジネスの発達過程を概観しつつ財閥系生保の進出について説明する。第3節では財閥系生保と非財閥系生保の比較分析を行なう。第4節では実証結果の解釈について整理かつ議論を行なう。第5節ではまとめと展望について述べる。

## 2 歴史的背景

### 2.1 生保業ビジネスの発達

1881 年明治生命開業を機に日本における生命保険業がスタートした<sup>2)</sup>。当初は同社が生保業を独占していたが、1888 年帝国生命保険が創設されたのを契機として生保会社の創設が相次ぐ。1900 年に生保会社数は戦前で最大の 43 社に達する。

1900 年制定保険業法は、株式会社か相互会社のいずれかの形態をとること、資本金（もしくは基金）10 万円以上を有すること、あるいは会社設立に際して許認可制とすること、といった規定を盛り込んだ<sup>3)</sup>。1925 年と 1933 年に保険業法は改正されるが、1939 年に抜本的改正がなされるまで保険行政に大きな変化はない（米山 1997）。

図 1 は生保会社（外資系除く）の保有契約高の対名目 GNP 比の推移を示している。この指標は当該年次における平均的日本人が最適と考える所得保障の水準とみなせる。1920 年代以降、その水準は上昇局面にあり、ここに生保業ビジネスの発展を捉えることができる。

保有契約高をもとにハーフィンダール指数（Herfindahl index）を計算すると、1926 年では 0.054、1936 年では 0.102 となる<sup>4)</sup>。生保市場が拡大する一方で市場の寡占化が進行していたの

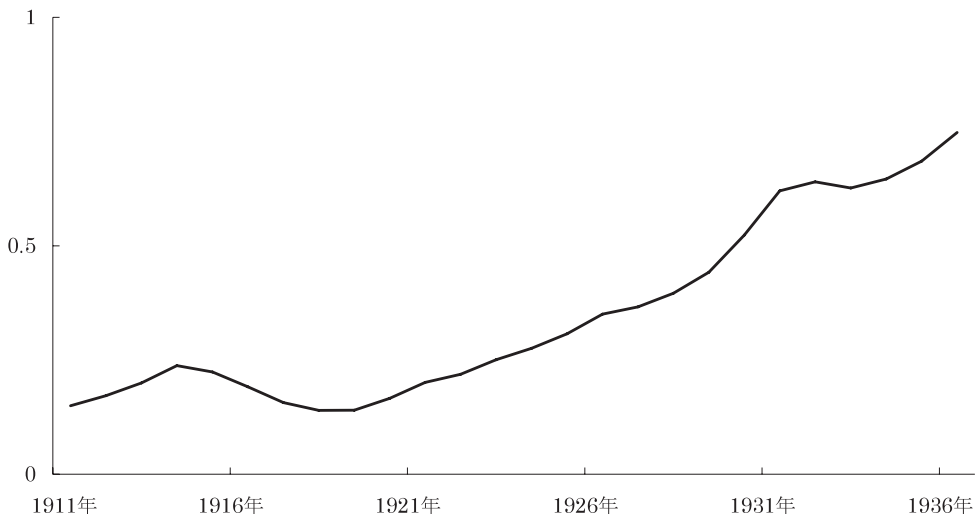


図 1 名目 GNP に対する内国生保会社の保有契約高の比率：1911 年から 1936 年  
資料出所：山中（1986）、大川 et al. (1974)

2) 1874 年に福沢諭吉が創設した丸屋商社は死亡請合の名で共済制度を実施していた（山中 1986）。

3) 頼母子講もしくは無尽講といった在来の相互扶助的な集団の多くが類似保険会社とよばれるものを創設するが、これらの多くは責任準備金も設定していないなどの欠陥があった。1900 年制定保険業法により、100 社を超えるほど乱立していた類似保険会社は大々的に整理された（高垣 1938；金子 1968）。

である。このことは生保市場の拡大が一部の大規模な生保によって担われたことを示唆する。保険商品の販売戦略は、低保険料戦略（契約当初の負担軽減）と、高配当戦略（配当支払いによる実質的な負担軽減）との2つに大別できる。1920年代から1930年代にかけての金利低下局面での被保険者のニーズは後者に向けられており、各社は高配当戦略をとるようになる（茶野 1997；筒井 2005）。この動向が結果として生保各社の明暗を分けた。中小規模の生保が配当支払いに苦しむ一方で、五大生保（日本生命、明治生命、帝国生命、第一生命、千代田生命）による市場開拓が進んだのである（茶野 1997）。

## 2.2 財閥の生保業進出

五大生保に名を連ねていた明治生命は三菱の傘下であるが、三菱と肩を並べていた他のいわゆる三大財閥、三井および住友は生保業への進出が遅れた。双方とも新規に生保会社を設立するのではなく、既存企業の買収というかたちで生保業に乗り出すこととなった。1925年に住友が日之出生命を、1926年に三井が高砂生命を買収する。図2は保有契約高純増の面で住友（旧日之出）と三井（旧高砂）が生保全社平均に対してどの程度の大きさであるのか、その数値の推移を示す（買収時点で黒地、その他の時点で白地マーク）。買収以後、数値が1を上回るようになり契約実績が平均以上へと好転した様子が伺える。

三井生命と住友生命が経営パフォーマンスを改善させた理由として、岡崎（1999）は財閥家族・持株会社による規律づけを指摘する。買収後、日之出生命には住友傘下の企業経営者が、

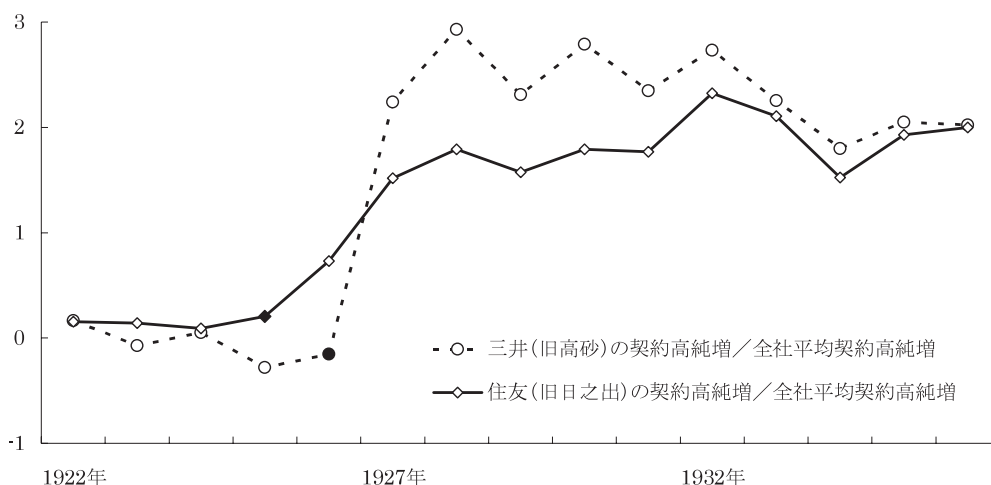


図2 対全社平均にみる三井・住友の契約実績：1922年から1936年  
資料出所：『保険年鑑』各年度版。

4) 『保険年鑑』各年度版による（いずれも徴兵保険、日本団体保険は含まない）。

高砂生命には三井傘下の企業経営者がそれぞれ派遣されている。これを株主による経営介入が経営効率化を実現させた典型例とみなした上で、岡崎（1999）は資本市場における財閥の買収行動を積極的に評価している。

財閥家族・持株会社による規律づけはもちろん整合的な理由といえるが、もう1つのより重要な側面もまたクローズアップされてくる。次に示す三井生命の社史にある記述は、財閥傘下生保が複数のグループ企業との長期的取引関係の構築が可能となったことを受けて成長を実現したことを物語る。

「当時の三井家は、三井銀行、三井物産、三井鉱山、三井信託、東神倉庫の直系会社、芝浦製作所、日本製鋼所、北海道炭坑汽船、王子製紙、東洋綿花、大正海上、東洋レーヨンなどの傍系諸会社のほか、三井家が大株主として関係している有力会社として鐘紡、電気化学、台湾製糖、郡是製糸など多数の会社を擁していた。信用が第一である生命保険事業にとって、これら、直系、傍系、関係諸会社を背景とした顧客の層は有力な後援者であり、その協力援助による当社の前途は洋々たるものがあつた」<sup>5)</sup>

戦前日本では団体保険は販売されていなかった<sup>6)</sup>。ただし団体保険に類似するものとして、1933年に集団募集制度が創設されている<sup>7)</sup>。この制度は、生命保険会社協会が官民大合同で開催した協議会の結果を受けて発せられた商工省「生命又ハ徴兵保険団体特別取扱詮議要項」によってスタートしたものである。そもそも業界団体による協議会が開催されたのは、「従来団体を対象とした契約の取扱は各社区々であつたため、同一団体内で生保各社間の競合が現れるにつれて、顧客との間にトラブルが生じるようになったことが一因であつた」<sup>8)</sup>。企業との固有の長期的関係性を確保できるかどうかが生保業ビジネスにとって無視できない要素となっており、さらに1930年代にはその制度的環境が改善されたことで財閥系生保には一層有利な条件が整えられたものと推察できる。

固有の長期的関係を構築する手段の1つとして政策投資とよばれる株式運用がある（橘木 *et al.* 1993；川北 1995）。これは保険商品の販売プロモートを意図した株式取得のことである。次の記述は戦前日本における政策投資を説明しているものである。

「投資に当つて保険事業に役立つやうに心掛けることは、投資収入の外に新契約の募集などの副産物をも考慮することであつて、生保資産の力を二重に活用せんと企図せるものである。元より之によつて資産に損害を与へる様なことは絶対に許されないのであるから、「出来得る程度で」と云ふ条件付きであつて、飽く迄も投資が主であり、その本

5) 『三井生命四十年史』（1968年）、3頁。

6) 生保各社は団体保険の販売を政府に嘆願していたが、1934年創業の日本団体生命保険のみが販売を許可されるにとどまり、他の生保では1948年明治生命の販売まで待たねばならなかった（大林 1961）。

7) 官公庁、会社、組合など何らかの団体に属し給料を支給される保険契約者が30人を超える場合に手数料割引などの優遇的な措置がとられるという制度である。

8) 『安田生命百年史』（1980年）、148頁。

旨を没却しない程度で出来るだけ営業部面の活動を援助せよとの謂である<sup>9)</sup>

麻島（1991）は主要生保のポートフォリオ組成を整理し、特に 1933 年以降で生保各社が非財閥系企業の株式所有を拡大させていることを指摘している<sup>10)</sup>。同年創設の集団募集制度を機に政策投資が実施された可能性は十分に指摘できる。

ただし引用文にも記載されているように、政策投資とはいえ株式投資である以上、生保にとってはリスクをどのようにコントロールするのが問題とされてこよう。この点では生保は概して政策投資を実行するとしても慎重姿勢を貫いていたというのが本稿の見解である。表 1 は 1935 年時点での金融機関の株式ポートフォリオについて収益率とリスクの関係を整理したものである。生保の組成する株式ポートフォリオの期待収益率は 0.098 である。これは特別銀行の 0.119 に劣るとはいえ比較的良好といえる。株式ポートフォリオの収益率と市場ポートフォリオの収益率との相関係数を 1 から差し引いた数値を非組織的リスクの大きさとすると、生保は 0.016 となり他の金融機関よりも小さい。したがって上述の引用文については、政策投資を積極的に展開したということではなく株式保有そのものが契約募集につながる可能性を見出していたものと解釈すべきであろう。

表 1 1935 年時点における株式ポートフォリオのパフォーマンス

この表は次の手順で作成されている。山一証券（1936）が各金融機関の産業ごとの所有株式数を記載している。各金融機関ごとに産業別構成比からポートフォリオ組成を把握しておく。三菱経済研究所『本邦事業成績分析』より各産業企業の ROE（return on equity）が判明する。この ROE を各産業（銘柄）の株式投資の収益率の代理変数とみなす。これにより各期における各金融機関の株式ポートフォリオの収益率を算出できる。この収益率について、1931 年上期から 1936 年下期までの平均値を「期待収益率」の列に記載している。なお「市場ポートフォリオ」の行には上場株式会社の発行株式すべてを取得して組成した場合の数値を記載している。市場ポートフォリオの収益率と各金融機関の株式ポートフォリオとの収益率の相関係数 R を算出し、1-R を「非組織的リスク」の列に記載している。

	期待収益率	非組織的リスク
生保会社	0.098	0.016
特別銀行	0.119	0.102
普通銀行	0.072	0.029
貯蓄銀行	0.090	0.097
損保会社	0.092	0.062
信託会社	0.096	0.023
市場ポートフォリオ	0.072	0.000

9) 上田次郎「生保投資の原則と最近の実状」『生命保険経営』、第七巻第四号、1935 年。

10) 1933 年血盟団事件（三井合名理事長ら殺害）以降、財閥系生保の株式ポートフォリオにおける同一財閥傘下企業株式のウェイトが著しく低下する（杉山 1983；麻島 1991）。



### 3 実証分析：財閥系生保と非財閥系生保

#### 3.1 フレームワーク

本稿は収益性パフォーマンスおよび費用構造という2つの側面から財閥系生保と非財閥系生保とを比較する。

生保経営の収益性は、ROA すなわち資産1単位あたり何単位の利益が獲得できるのかを示す指標を用いて測定する。生保を識別する添え字を  $i$ 、 $ROA_i$  を被説明変数とし、生保の属性を説明変数とする推定式 (1) を考える。

$$ROA_i = \alpha_0 + \alpha_1 Divid_i + \alpha_2 Za_i + \alpha_3 Mu_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$\alpha_1$  は定数項である。説明変数  $Divid_i$  は責任準備金と配当支払い準備金の和に占める配当支払準備金の比率である。これは生保が高配当重視の販売戦略をとっているかどうかを示す変数であり、生保の販売戦略の違いが収益性に与える効果を捉えるために組み入れた変数である。説明変数  $Za_i$  は該当生保が財閥系生保である場合に1、非財閥系生保である場合を0とする定数項ダミー変数である。もしも財閥系生保が収益性の面で非財閥系生保よりも優れているならば、係数  $\alpha_2$  は有意に正の推定値が得られるものと考えられる。第3の説明変数  $Mu_i$  もまた定数項ダミー変数であり、生保  $i$  が相互会社形態である場合に1、株式会社形態である場合に0と定義する。係数  $\alpha_3$  について有意に正の推定値が得られた場合、相互会社が収益性の面で株式会社より良好だったということになる。なお  $\varepsilon_i$  は平均値ゼロの誤差項である。推定式 (1) は OLS (ordinary least squares) により推定できる。

費用構造については財閥系生保が固定費用を削減できたかどうかの主たる関心事とされる。固定費用に関して議論するためには費用関数を推定する必要がある。金融機関の費用関数を推定する作業においては変数の選択が問題となるが、生保業の費用構造を把握する際には、概して、費用として事業費、生産量として収入保険料が用いられる<sup>11)</sup>。茶野 (1997) および筒井 (2005) は、生産量が1%増加する場合に費用の増加率が1%以下となることを示す実証結果を得ている。そのことは戦前日本の生保業では生産規模の拡大によって費用がより節約的となっていたこと、すなわち規模の経済性 (economies of scale) が存在していたことを意味する。なお筒井 (2005) は平均費用の分布形状を探りつつ費用曲線が生産規模に関してあらゆる年次で非線形となっていることを示している。そこで本稿では費用と生産規模を総資産で規準化するという方法をとる。この方法は、系列に属する生保の固定費用について考察した福田=張 (1993) にならったものである。本稿の関心事は、規模の経済性の有無ではなく、財閥系生保か非財閥系生保かによって固定費用が異なるかどうかという点であるため総資産による規準化を導入する

11) 粕谷 (1993)、中馬, *et al.* (1993)、井口 (1996)、堀 (1998)、松浦 (2001)、筒井 (2005) など参照。

こととした。

生保会社  $i$  の事業費を  $C_i$ 、収入保険料を  $Y_i$  さらに総資産を  $Assets_i$  とした上で次のような費用関数を考える。

$$\log \frac{C_i}{Assets_i} = \beta_0 + \beta_1 \log \frac{Y_i}{Assets_i} + \beta_2 Divid_i + \beta_3 Za_i + \beta_4 Mu_i + v_i + \mu_i \quad (2)$$

定数項  $\beta_0$  は定数項である<sup>12)</sup>。生保が単一の財を生産しているものと考えれば、説明変数  $Y_i$  の係数  $\beta_1$  のみで規模の経済性について議論できる。ただし生保各社は様々な保険商品を販売している。生保の生産財が単一でない以上、説明変数  $Y_i$  だけで費用関数を想定することには無理が生じる。そこで生保  $i$  の販売商品構成の違いを推定式に盛り込む必要がある。岩本＝古家（1998）は、保険契約高に対する責任準備金の比率を用いて各社の貯蓄性商品への依存度の違いを考慮している。本稿では説明変数  $Divid_i$  を用いる。これは責任準備金と配当支払い準備金の和に占める配当支払い準備金の比率であり、生保が高配当重視の販売戦略をとっているかどうかを示すものと考えられる。

説明変数  $Za_i$  は生保  $i$  が財閥系生保である場合に 1、非財閥系生保である場合を 0 とする定数項ダミー変数である。もしも財閥系生保が固定費用の面で非財閥系生保よりも優れているならば、係数  $\beta_3$  は有意に負の推定値が得られるものと考えられる。説明変数  $Mu_i$  もまた定数項ダミー変数であり、生保  $i$  が相互会社形態である場合に 1、株式会社形態である場合に 0 と定義する。係数  $\beta_4$  について有意に負の推定値が得られた場合、相互会社が固定費用の面で株式会社よりも優れているものとみなす。

推定式 (2) は確率的フロンティアモデル (stochastic frontier model) として描かれており、 $v_i$  は平均値ゼロの誤差項、 $\mu_i$  は費用面での非効率性を表わす。このうち  $\mu_i$  は正の値  $\mu$  を平均値とし半正規分布 (half-normal distribution) にしたがうものとする。非効率性  $\mu_i$  の合計値  $\sigma(\mu)$  がゼロである場合には OLS を用いた推定を行なってもよいことになる。そこで  $\sigma(\mu)$  が統計的にゼロであるかどうかは GLR 検定 (generalized likelihood-ratio test) によって行なう。

### 3.2 データ

対象となる年次は 1926 年度および 1936 年度の 2 時点である。1926 年度は、三井が高砂生命を買収することで財閥の生保業進出が一段落を終えた時点である。と同時に、第 2 節で説明したように、昭和金融恐慌発生前年であるので市場が寡占化する以前の局面でもある。その 10 年後にあたる 1936 年は日中戦争前年すなわち戦時統制がスタートする直前であるし、集団保険制度が定着した局面とみなすことができる。

生保各社の財務データは商工省『保険年鑑』各年度版から得られる。

12) 各社とも同一市場で生産するため、価格に関する情報は定数項に含まれる (茶野 1998 ; 筒井 2005)。



サンプルは1926年度では40社、1936年度では28社の生保会社となる<sup>13)</sup>。財閥系生保は、麻島（1991）の分類に依拠して、明治（三菱）、帝国（古河）、日本（山口）、共済（1936年度では安田生命）、大同（広岡）、三井（三井）、日華（川崎）の8社とする。なお相互会社生保は、1926年度では、千代田、第一、国光、東海、日本医師共済および中央の6社であり、1936年度では千代田、第一および昭和の3社である。

表2は用いる変数のうち連続変数の平均値、標準偏差ならびに95%信頼区間（confidence intervals）の下限と上限について整理したものである。戦前日本の財務データの中にはとりわけ利益金について検閲されたデータ（censored data）が存在する場合があるが、当該データではそのような事態は生じていない<sup>14)</sup>。また、いずれの変数の95%信頼区間のなかにゼロが含まれないことから、統計的にゼロとみなされる変数はないものと判断できる。

表2 基本統計量

パネルAには1926年度、パネルBには1936年度について、商工省『保険年鑑』各年度版から得られる各変数の記述統計量（平均値、標準偏差、95%信頼区間下限および上限）を整理している。変数ROAは（利益金または剰余金）/総資産、変数 $\ln(C/Assets)$ は $\log$ （事業費/総資産）、変数 $\ln(Y/Assets)$ は $\log$ （収入保険料/総資産）、そして変数Dividは配当支払い準備金/（責任準備金+配当支払い準備金）をそれぞれ示している。

パネルA：1926年度					
	観測数	平均値	標準偏差	95%信頼区間	
				下限	上限
ROA	40	0.015	0.038	0.003	0.027
$\ln(C/Assets)$	40	-2.580	0.445	-2.722	-2.437
$\ln(Y/Assets)$	40	-1.491	0.298	-1.587	-1.396
Divid	40	0.033	0.041	0.020	0.047
パネルB：1936年度					
	観測数	平均値	標準偏差	95%信頼区間	
				下限	上限
ROA	28	0.014	0.018	0.008	0.021
$\ln(C/Assets)$	28	-2.982	0.368	-3.124	-2.839
$\ln(Y/Assets)$	28	-1.831	0.507	-2.028	-1.635
Divid	28	0.039	0.039	0.024	0.054

13) 日本団体生命および徴兵保険は除外している。

14) 例えば戦前の大蔵省『銀行局年報』各年度に掲載の銀行の利益金はこれに該当する。

### 3.3 推定結果

表3は推定式(1)について1926年度ならびに1936年度を対象とするクロスセクション分析それぞれの結果を整理したものである。1926年度についてみると、配当重視戦略をとっていたことを意味するDividは有意ではない。財閥系生保ダミーZaは有意とはいえ、その有意水準は低い。相互会社ダミーMuは5%有意水準で有意に正である。1936年度については、Dividは5%有意水準で有意に正であるが、定数項ダミーはいずれも有意ではない。

表4は推定式(2)について1926年度ならびに1936年度を対象とするクロスセクション分析それぞれの結果を整理したものである。まずGLR検定によって非効率性の和がゼロであるとする仮説は棄却されている。このことからフロンティア費用関数の推定結果を用いた議論が可能となる。1926年についてみると、生産規模を示す $\ln(Y/Assets)$ が正に有意である。商品販売戦略の違いを示すDividは有意ではない。財閥系生保ダミーZaならびに相互会社ダミーMuはともに有意に負である。1936年度ではやはり生産規模は正に有意であるとともにDividが有意に負である。財閥系生保ダミーZaは有意に負であるが、相互会社ダミーMuは有意に正の推定値を得ている。

表3 推定結果：収益性パフォーマンスの比較

被説明変数はROA（利益金または剰余金）／総資産である。説明変数であるが、Dividは配当支払い準備金／（責任準備金＋配当支払い準備金）、Zaは財閥系生保を1としその他をゼロとする定数項ダミー、そしてMuは相互会社を1、その他をゼロとする定数項ダミーである。1926年度および1936年度ともにOLSの推定結果を示す。Adjusted R2は自由度修正済み決定係数である。データ出所はいずれも商工省『保険年鑑』各年度版。

説明変数	1926年度：サンプル数40		1936年度：サンプル数28	
	推定係数	標準誤差	推定係数	標準誤差
Divid	-0.212	0.160	0.240**	0.094
Za	0.030*	0.017	-0.003	0.008
Mu	0.034**	0.016	-0.003	0.010
Constant	0.010	0.008	0.006	0.005
Adjusted R2		0.084	Adjusted R2	0.151

注) \*\*および\*はそれぞれ5%、および10%有意水準で有意であることを示す。

表 4 推定結果：固定費用の比較

被説明変数は  $\log$ （事業費/総資産）である。説明変数であるが、 $\ln(Y/Assets)$  は  $\log$ （収入保険料/総資産）、 $Divid$  は配当支払い準備金/（責任準備金＋配当支払い準備金）、 $Za$  は財閥系生保を 1 としその他をゼロとする定数項ダミー、そして  $Mu$  は相互会社を 1、その他をゼロとする定数項ダミーである。1926 年度および 1936 年度ともに半正規分布による確率的フロンティアモデルの推定結果を示す。なお LR は GLR 検定の統計量を示す。データ出所はいずれも商工省『保険年鑑』各年度版。

説明変数	1926 年度：サンプル数 40		1936 年度：サンプル数 28	
	推定係数	標準誤差	推定係数	標準誤差
$\ln(Y/Assets)$	0.852***	0.010	0.553***	0.175
$Divid$	0.830	1.509	-4.805***	1.117
$Za$	-0.567***	0.007	-0.149***	0.040
$Mu$	-0.553***	0.115	0.089***	0.033
Constant	-1.491***	0.005	-2.064***	0.388
	LR 15.47***		LR 13.85***	

注) \*\*\*, \*\* および \* はそれぞれ 1 %, 5 %, および 10% 有意水準で有意であることを示す。

## 4 解釈および議論

### 4.1 推定結果の解釈

まず収益性パフォーマンスについていえば、1926 年については財閥系生保も非財閥系生保もともに他の生保（非財閥系の株式会社生保）に比べて良好な収益性パフォーマンスをとっているといえる。これに対し、1936 年ではこれらの企業属性は収益性には全く影響を与えていない。財閥家族・持株会社が規律づけを行なうことで他の企業よりも良好なパフォーマンスをとるようになったとする仮説はここでは棄却されることになる。むしろ 1936 年時点では保険商品販売戦略が収益性に影響するようになっている。

これに対し費用構造の面においては、財閥系生保は 1926 年度においても 1936 年度においても固定費用を削減できていたことを示唆する結果が得られたといえる。相互会社については 1926 年時点では固定費用の削減に成功していたことを裏付ける結果が得られたものの、1936 年度時点ではむしろ固定費用が他の生保よりもかかりすぎているという意味で非効率な経営に陥っている。

財閥系生保の固定費用を節約的とさせるには、傘下企業の従業員を被保険者として加入させ

ることを可能にさせる仕組みが必要である。ここにおいて財閥家族・持株会社が傘下企業全体を1つの成果にめがけてまとめさせるだけの影響力を推察することができよう。

岡崎（1999）の実証結果は1930年代において財閥の傘下企業がようやく他の企業よりも良好な収益性パフォーマンスをマークすることを強調したものである。生保業についてはこの仮説はあてはまらない。ただしそのことは生保各社の経営効率性が一律化したことを意味するのではない。商品戦略の違いが収益性に無視し得ない違いをもたらしていたことはその1つの傍証ではある。しかしながら生保の経営効率性をさらに費用構造という側面から考察すると、財閥家族・持株会社の傘下にあったことの意味を再確認することができる。固定費用の削減という点ではむしろ財閥系生保は充分にそのメリットを享受していたものと考えることができる。このことを傘下企業全体を統括する能力が充分に発揮されていたことの傍証と捉えるならば、財閥家族・持株会社のコントロールが1930年代を1つの頂点としていとする岡崎（1999）の議論と整合的な実証結果が得られたものと捉えることもできる。

本稿における費用関数の推定は、費用および生産規模を企業規模で規準化している。にもかかわらず財閥系生保において固定費用の削減効果が検出されている。株式会社生保の費用面での効率性は、その規模によってのみ依存するものではなく、財閥傘下という、まさに複数の企業と固有の長期的関係を保持できるという条件が整備されるかどうかという点にも大きく依存するものと考えられる。

財閥傘下に属するかどうかということは生保の費用構造に無視できない影響を与えていたものといえる。固定費用が節約的であったという財閥系生保の姿は、福田＝張（1993）の強調した系列に属する生保の姿そのものである。この点で、戦後日本の金融システムの特徴ともいえる現象が株式会社組織の生保を主流とする戦前日本においても確認できた。さらにいえば、財閥系生保は昭和金融恐慌によるドラスティックな変化を前後してそのようなメリットを享受できたのである。

茶野（1997）ならびに筒井（2005）は、低保険料重視の戦略をとっていた生保各社が戦略を転換して高水準の配当支払いを通じて実質的な負担軽減を図る高配当重視の戦略へと足並みを揃えるようになったと指摘している。いわゆる高橋財政下の低金利政策のもと、金利低下に直面していた被保険者のニーズに合わせて生保各社とも高配当重視という協調的な行動をとるようになった。茶野（1997）は低保険料重視の戦略をとっていた生保として明治・日本・安田・住友をあげ、これら財閥系生保がいずれも高配当重視へとシフトしたことを示している。従来よりも配当支払負担を増やすということにはリスクが伴ったとも考えられる。財閥系生保は平均費用ならびに固定費用が節約的であったというメリットがあればこそリスクを負担して販売戦略の転換を図ることができたのだと再解釈できる。

## 4.2 推定結果の再検証

前節の推定結果がどの程度ロバストであるのかを検討するため、本節では推定式(1)と推定式(2)について、これらを連立させてSURモデル(Zellner's (1962) seemingly unrelated regression model)によって推定するという作業を行なっておく。

$$\begin{cases} \log \frac{C_i}{Assets_i} = \gamma_0 + \gamma_1 \log \frac{Y_i}{Assets_i} + \gamma_2 Divid_i + \gamma_3 Za_i + \gamma_4 Mu_i + \pi_i \\ ROA_i = \delta_0 + \delta_{01} Divid_i + \delta_{02} Za_i + \delta_{03} Mu_i + \eta_i \end{cases} \quad (3)$$

SURモデルは連立方程式を構成する各々の方程式の誤差項の相関を利用する推定方法である。人的資本の蓄積水準、契約募集に関する広告宣伝活動などのように生保各社の収益性ならびに費用構造の双方に対して無視しがたい影響を与える共通要素が存在する場合、各式の誤差項が相関する。SUR推定によって各々の誤差項の相関を情報として盛り込むと、このようなバイアスを防止できる<sup>15)</sup>。連立方程式(3)は収益性と固定費用に関しての共通要素を計算上捉えるという意味で、利潤極大化行動に関する情報と費用最小化行動に関する情報とをワンセットで用いて推定するための方程式体系となっている。

表5は推定式体系(3)について1926年度ならびに1936年度を対象とするクロスセクション分析それぞれのSUR推定ならびに各方程式のOLS推定の結果を整理したものである。誤差項の相関の検定(Breusch-Pagan test)により誤差項が無相関であるとする仮説が棄却されることからSUR推定の結果を確認しておく。1926年度ではSUR推定とOLS推定について推定係数の有意性および符号に関して一致した結果が得られている。すなわち収益性に対しては財閥系生保ダミーと相互会社ダミーが有意に正である。また固定費用についていえば、いずれのダミー変数も有意に負である。1936年度では収益性に対するダミー変数の効果はSUR、OLSともに有意ではない。また、固定費用についていえばSUR推定の結果において財閥系生保ダミーが10%有意水準でかろうじて負に有意となっているが、相互会社ダミーは有意ではない。

SUR推定ならびに確率的フロンティアモデルの推定結果からすれば、1926年度においては財閥系生保は固定費用削減に成功していたといえることができるし、1936年度においてもかろうじてそれを裏付けることができたことになる。

15) ただし、当然ながら共通要素ではないものの真のモデルには含まれる要素については観察できない。この点の克服については今後の課題としておく。



表5 推定結果：収益性と固定費用

被説明変数はROA（利益金または剰余金）／総資産およびlog（事業費／総資産）である。説明変数であるが、ln（Y/Assets）はlog（収入保険料／総資産）、Dividは配当支払い準備金／（責任準備金＋配当支払い準備金）、Zaは財閥系生保を1としその他をゼロとする定数項ダミー、そしてMuは相互会社を1、その他をゼロとする定数項ダミーである。1926年度および1936年度ともにSURおよびOLSの推定結果を示す。SURについてはBreusch-Pagan testの統計量、およびOLSについては自由度修正済み決定係数（Adjusted R2）を表示している。データ出所はいずれも商工省『保険年鑑』各年度版。

パネルA：1926年度					
説明変数		SUR推定（3）		OLS推定	
		推定係数	標準誤差	推定係数	標準誤差
(1) 被説明変数 ROA	Divid	-0.212	0.152	-0.212	0.160
	Za	0.030*	0.016	0.030*	0.017
	Mu	0.034**	0.015	0.034**	0.016
	Constant	0.010	0.008	0.010	0.008
				Adjusted R2	0.084
(2) 被説明変数 ln（C/Assets）	ln（Y/Assets）	0.917***	0.141	0.929***	0.177
	Divid	-0.472	1.282	-0.463	1.372
	Za	-0.368***	0.134	-0.367**	0.143
	Mu	-0.313**	0.128	-0.315**	0.138
	Constant	-1.068***	0.219	-1.050***	0.271
				Adjusted R2	0.515
Breusch-Pagan test		11.01***			
パネルB：1936年度					
説明変数		SUR推定（3）		OLS推定	
		推定係数	標準誤差	推定係数	標準誤差
(1) 被説明変数 ROA	Divid	0.240***	0.087	0.240**	0.094
	Za	-0.003	0.007	-0.003	0.008
	Mu	-0.003	0.009	-0.003	0.010
	Constant	0.006	0.004	0.006	0.005
				Adjusted R2	0.151
(2) 被説明変数 ln（C/Assets）	ln（Y/Assets）	0.593***	0.106	0.500***	0.127
	Divid	-2.898*	1.639	-2.473	1.822
	Za	-0.239*	0.132	-0.225	0.146
	Mu	0.048	0.168	0.071	0.186
	Constant	-1.719***	0.234	-1.912***	0.278
				Adjusted R2	0.580
Breusch-Pagan test		4.14**			

注) \*\*\*, \*\* および \* はそれぞれ 1 %, 5 %, および 10 % 有意水準で有意であることを示す。

## 5 まとめ

戦前日本の生保会社は、株式取得を通じて保険商品の販売プロモートを促進するという政策投資の効果を見出すことは可能であったし、企業向け生保商品の販売が許可されるようになったという点では戦後の生保業ビジネスのプロトタイプがすでに形成されていたものといえる。ただし、財閥系生保にしてみれば、他の生保よりも株式取得に対して消極的であろうと、財閥という特定の資本グループに属することで政策投資にとってかわるメリットを十分に活用できた。

株式会社が主流であった戦前において、戦後日本の相互会社が主流である時代と類似の側面が見出されたことになる。したがって生保会社が株式会社化するという近年の傾向はそのこと自体が新たな局面をもたらすものではないというのが本稿の見解である。むしろ複数の企業と固有の長期的関係をどの程度幅広く保持するかが重要なポイントとなってくるものと思われる。いわゆる第3分野とよばれる医療保険など保険商品の新機軸、あるいは外国資本の進出など様々な新潮流のなかでもそのような関係性を保持することができれば、それは生保経営にとって捨てがたい武器となるものと思われる。

## 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。
- 井口富夫（1996）『現代生命保険業の産業組織』、NTT出版。
- 石坂泰三（1935）『保険会社金融論』現代金融経済全集第二十三巻、改造社。
- 岩本康志・古家潤子（1998）「生命保険業の産業組織の検討」『郵政研究レビュー』第8号。
- 大林良一（1961）『団体保険論』、有斐閣。
- 大川一司・高松信清・山本有造（1974）『国民所得』長期経済統計1、東洋経済新報社。
- 岡崎哲二（1999）『持株会社の歴史』、ちくま書房。
- 笠原長寿（1968）「金融資本系列化の促進と保険会社の役割」日本保険業史編集委員会『日本保険業史・総説編』保険研究所。
- 粕谷宗久（1993）『日本の金融機関経営』、東洋経済新報社。
- 川北英隆（1995）『日本型株式市場の構造変化』、東洋経済新報社。
- 杉山和雄（1983）「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』第14巻第1号。
- 高垣五一（1938）『生保コンツェルン読本』、春秋社。
- 橘木俊昭・牧寛久・井藤徹也（1993）「生命保険会社の資産運用と株式保有行動」橘木俊昭・中馬宏之編『生命保険の経済分析』、日本評論社。
- 茶野努（1997）『国際競争時代の日本の生命保険業』、東洋経済新報社。
- 中馬宏之・橘木俊昭・高田聖司（1993）「生命保険会社の効率性の計測」橘木俊昭・中馬宏之編『生命保険の経済分析』、日本評論社。
- 筒井義郎（2005）『金融業における競争と効率性』、東洋経済新報社。
- 寺西重郎（1982）『日本の経済発展と金融』、岩波書店。
- 原浩一（2003）「米国個人生命保険市場の動向と大手生保の対応」、『生命保険経営』第71巻第2号。
- 福田慎一・張愛平（1993）「固定費用と生命保険業における規模の経済性」橘木俊昭・中馬宏之編『生命保険の経済分析』、日本評論社。
- 堀敬一（1998）「銀行業の費用構造の実証研究」『金融経済研究』第15号。
- マッケンジー、コリン（2002）「生命保険相互会社の

- 株式会社化について」林敏彦・松浦克己編『金融  
変革の実証分析』，日本評論社。
- 山一証券（1935）『生命保険経営に於ける投資情勢』。
- 山中宏（1986）『生命保険金融発達史 増補版』，有斐  
閣。
- 米山高生（1997）『戦後生命保険システムの変革』，同  
文館。
- Dewatripont, M. and J. Tirole (1994), *The Prudential  
Regulation of Banks*, Massachusetts: The MIT  
University Press.
- Shleifer, A., and R. Vishney (1986), Large Sharehol-  
ders and Corporate Control, *Journal of Political  
Economy*, 94: 461-488.
- Stiglitz, E. J. (1985), Credit Markets and the Control  
of Capital, *Journal of Money, Capital and Bank-  
ing*, 17: 133-152.
- Zellner, A. (1962), An Efficient Method of Estimat-  
ing Seemingly Unrelated Regressions and Tests  
of Aggregation Bias, *Journal of the American  
Statistical Association*, 57: 500-509.

(2007 年 8 月 14 日受領)