

## Modern Insurance Science : the New Interpretation of Traditional Insurance Science

小川, 浩昭  
西南学院大学商学部 : 教授

<https://doi.org/10.15017/22097>

---

出版情報 : Kyushu University, 2011, 博士 (経済学), 論文博士  
バージョン :

権利関係 : (c)2008 九州大学出版会 : 文献の利用は非営利目的に限ります。無断での転載、内容の変更を禁止します。引用する際は必ず出典元を明記してください。

## 第7章

# 保険金融論

### 1. 問題意識

わが国の保険学における戦前の研究において、保険の金融的考察が見られた<sup>1)</sup>。保険会社の資金運用が重要となってきたことを背景として考察がなされてきた面があり、また、資金運用の重要性という点では損害保険会社よりも資金量が圧倒的に多かった生命保険会社のほうがより重要とされ、金融的考察が盛んとなったからである。小川 [1996] では、こうした点から、実務家の研究を中心とした専門誌『生命保険経営』における保険金融に関する論文を取り上げ、戦前のわが国保険金融論について考察した。また、保険会社の資金量の増大を背景として保険金融の研究がなされてきたことをみながら、それらの研究に保険の二大機能を別々に扱う分断的資金運用論と言える戦後の保険金融論の研究の特徴の萌芽が見られるとした。

一方、戦前の研究において、保障業務の執行過程の一過程として金融機能を営むといった把握がみられ、その点で単なる保険者の資金運用論ではない、保険における保障と金融の一体的把握を志向したものがみられるとして評価する見解もある(庭田 [1985] p. 224)。確かに、それまでの研究に対して、保険資金の量的拡大を背景に保険金融に対する研究の必要性を意識したという点で保険学の発展上意義があると言える。しかし、こうした一体的把握で保険金融分析の前提が整ったとされ、生命保険資金は長期安定的、損害保険資金は短期不

---

1) わが国の保険の金融的分析の流れについては、庭田 [1985] pp. 223-236 を参照されたい。

安定的といった資金の性格規定をした上で、保障業務と分断したような形で資金運用業務を考察する、戦後支配的となった分断的資金運用論の土台とされた観がある。この点において、保障業務の執行過程の一過程として金融機能を営むといった把握をもって保険における保障と金融の一体的把握と言えるか疑問であるが、いずれにしても、保障業務そのものに対する金融的把握ではなかった点に注意が必要である。そのような中で、保障業務そのものを金融と捉え、保険の本質を金融とする米谷隆三博士の「相互金融説」が注目される（米谷[1960]）。

米谷博士は、保険の保障機能に関わる貨幣の流れを対内的金融、金融的機能に関わる貨幣の流れを対外的金融とし、また、他人の資金を運転するものを真の金融機関とする。そして、保険を相互金融として把握しつつ、保険会社を真の金融機関とする（同 p. 264）。すなわち、保険の本質は相互金融にあり、保険会社を真の金融機関とするものである。これは、保険会社と他の金融機関との同質性を強調する主張と言え、今日の金融論的保険把握あるいは新しい金融論に依拠した保険学の先駆的形態との位置づけを与えることができよう。

相互金融説に対しては、金融の捉え方が単に通貨の移動または交換といった最広義の捉え方となっているため、金融性を問題にする意義が乏しいとする批判（印南 [1956] pp. 367-373）や、単なる貨幣の移動では金融とすることはできない（庭田 [1985] p. 228）、といった批判がある。金融をあまりに広く捉える、あるいは、あまりに広すぎる定義のために、金融という積極的意味を有しないような捉え方になっており、いずれにしても、肝心の金融の捉え方に批判が向けられていると言えよう。前述の通り、保険は特有の貨幣の流れを形成しているという点で金融と言える。しかし、単なる貨幣の流れを金融とすれば保険をも包摂できるが、それでは金融の意味がなくなるので、相互金融説に向けられた批判は、当然であろう。

従来の金融論が保険会社を特殊な金融機関としたのは、金融を過度に抽象化していないからではないか。特殊な保険をも包摂する金融概念は、過度な抽象化がなされていると言えよう。この点から、新しい金融論は、肝心要の金融概念を過度に抽象化させていると言え、そのような考察が従来の金融論に対していかなる意義を有するかが明らかにされていない。この点から、新しい金融論

は先行業績を乗り越え学問が発達した結果とは言いがたい。そのような新しい金融論に依拠して保険を金融に包摂したり、保険と金融が融合しているとしたりする主張も、新しい金融論同様、先行業績を乗り越える学問発達の成果とは言いがたい。保険学において、相互金融説を乗り越えるといった研究が見られないどころか、相互金融説が顧みられることすらないことが問題である。相互金融説は、保険会社を金融機関と把握するという点で貢献したが、金融を過度に抽象化しながら保険自体を金融とすることにその根拠を求めたところに限界があった。まさに、金融をどう捉えるかということが、問われたのである。

戦後は、保険会社の資金運用論として、資金運用業務を保険金融と捉えて保障業務とは別個に把握するような研究が進められた。こうした研究動向に対して「保険の保障と金融の両機能の融合一体化把握の面では、逆に後退現象すら見られるのである」(同 p.229)との批判もなされた。戦後の保険学における保険の金融的分析は、もっぱら保険の金融的機能・保険者の資金運用に関わる側面についてであって、保険会社の資金運用論が主たるものであった。保険の本来的機能である経済的保障機能を金融的に捉えるものは、例外的なものであった。しかも、保険会社の資金運用論も実務家によるものが主で、保険研究者による研究は大変少なかった。このような保険学における保険の金融的分析の状況は、便宜的に保険会社を金融機関と捉えんとする当時の金融論の状況と整合的であったと言えよう。すなわち、保険学にとっては、あくまで保険は経済的保障制度であるからその経済的保障機能の考察が中心であり、付随的機能である金融的機能についての資金運用論は軽視されたものの、蓄積される保険資金は巨額となり、むしろ利潤の源泉としては中心を占めるようになったので実務家の関心は高まり、実務家主導での研究が進められたということであろう。金融論にとっても、保険会社を特殊な金融機関として便宜的に金融機関に含める程度であり、マクロ経済全体からみるとその資金量は重要なので無視できない、といったものであろう。

こうした保険の金融分析の動向に対して、庭田範秋博士の経済的保障説は特異な位置に立つと言える。第2章で考察したように、経済準備説に対して保険と金融を一体的に捉えるという形で保険の二大機能を捉えた経済的保障説は、保険と金融の融合的定義とされる。それまでの学説のほとんどが、もっぱら保

險の保障機能に注目し、保障を行う仕組みに着目しながら保険の本質把握に努め、金融面を無視してきたのに対して、金融を包摂させた点に従来の学説に対する経済的保障説の意義がある。それはまた、保険利潤の把握において金融利潤を重視することとなり、保険本質論争のみならず、保険利潤源泉論争においても庭田博士が中心的な役割を果たすことになった。庭田博士の保険利潤学説は、保険利潤を「貸すよりも安く借りること」に求めるということから「利差説」と呼ばれた。利差説に対しては、銀行資本のアナロジーとの批判があったが(笠原 [1963])、庭田博士は「(保険の…筆者加筆) 本質的機能は保障、決定的利潤源泉は金融」としてもなんら誤りではないと反論する(庭田 [1985] pp. 233-234)。なるほど、利差説の批判者は、暗黙のうちに、「主たる業務—主たる利潤の源泉」なる図式で利潤の源泉を把握しているようであるが、新聞社の利潤の源泉が新聞販売よりも広告にあるように、このような図式が常に成立するとは限らない。保険資金の絶対量が巨額となり、金融利潤の重要性が高まってきた傾向を考えると、主たる利潤源泉を金融としても正当であろう。

保険利潤の主たる源泉としては、保険の二大機能・二大業務に対応して保障利潤と金融利潤と二元的に捉えるべきである。そして、実際の保険利潤の源泉がどのようになるかは、損害保険におけるキャッシュ・フロー・アンダーライティングに象徴的なように、保険市場の競争状況や金利状況によるのであろう。しかし、保険資金が増大したもとは、金融利潤のみでも保険経営が可能となる場合があり、実際にそのような保険経営がなされる傾向を説明したのが利差説と言えよう。保険利潤については、主たる源泉を保障利潤と金融利潤の2つと把握し、実際の利潤の構成は保険市場に規定されるとしつつ、保険事業が発展した下では金融利潤一本になる傾向があるとすべきである。異常事態とは言えるが、わが国の生命保険危機における逆鞆状態なども理論として視野に入れるならば、必ず金融利潤一本になるとも言い切れないからである。以上から、保険利潤の源泉は、あくまで保障利潤と金融利潤の二元的に捉えるべきであるが、利差説は保険事業が発展した下では金融利潤のみで保険利潤が形成される傾向があることを示し、金融利潤の重要性を示したという意義があると言えよう。

ところで、庭田博士が、保険学説としての経済的保障説、保険利潤学説とし

ての利差説を展開したのは、それまでの保障と金融を分断して把握する捉え方や保障と金融との一体化を志向しつつもそれができていないとする理論や、保険自体を金融としてしまう保険学説に対して、保障と金融の一体的・融合的把握を可能とすることこそ正当であると考えたからと思われる。この点において、それまでの理論、学説に対して庭田博士の学説は卓越していると考えられる。また、この点から、その後の保険の金融分析も、庭田保険学を乗り越えるということが求められるのではないかと。しかし、この庭田保険学を乗り越える形でその後の保険の金融分析が進められたのではなく、実務家の分断的資金運用論に経済学や投資理論を援用した形で保険研究者の研究も加わり、保険金融の分析がなされていったと言える。分析手法としては洗練され、高度化した観があるが、保障との分断の上に精緻な議論を展開しても、結局機械的な議論に終わり、必ずしも保険金融の分析が進化したとは言えないのではないかと。こうした保険金融論の動向に並行しながら、米谷博士の研究を先駆的研究とするような保障自体を、したがってまた保険自体を金融と捉える分析が行われるようになったのである。これを新しい保険分析の動向として指摘することができるであろう。この傾向は金融論において顕著であり、それが第5章で取り上げた金融論的保険論であるが、金融論の影響を受けながら保険学にも当てはまる。

以上の保険の金融分析に関する過去の流れをまとめると、次の通りである。戦前に見られる保障業務の執行過程の一過程として金融機能を営むといった把握は、保険金融の発生契機に対する認識とすることはできても、それをもって保障と金融の一体的把握とするのは困難であり、むしろ、戦前に萌芽が見られ、戦後支配的となる分断的資金運用論の土台の役割を果たしたと言える。こうした流れに対して、保障と金融の一体的把握の志向が庭田博士による経済的保障説であり、利差説と言えよう。一方、保険自体に対する金融的分析が戦前の米谷博士の相互金融説であり、これを新しい保険分析の先駆的形態と考えることができる。分断的資金運用論自体に新しい金融論の中心である投資理論が適用され、また、保険を金融に包摂させる流れが重ね合わされ、保険と金融の融合を重視した考察が盛んとなってきている。こうして、投資理論を駆使している点で装いが新たではあるが中身は分断的資金運用論と変わらない保険会社の資金運用論の研究が散発的にみられ、資金運用論自体が保険そのものの金融

分析に埋没していきそうな方向にあると考える。本格的な保険金融論が必要とされる。

## 2. 保険金融論の課題

### (1) 問題の所在

わが国の保険の金融分析の中心は、生命保険会社の資金運用論であると言え、業界人主導で進められた。海外の研究の紹介やどのような運用が行われてきたのかといった歴史的な考察が多かったが、単なる紹介や歴史的考察に終わるのではなく、考察を現実の問題に役立たせようという理論と実践の一体化に向けた並々ならぬ努力が感じられる。この点から、生命保険業界人による業績は、量・質を圧倒し、わが国の保険学にも貢献したと言えよう。しかし、一方では基本的な理論さえ実務的関心に埋没し、十分な研究がなされていない。また、生命保険会社の資金運用の自画自賛に終わっている観がある。そのような弱点が分断的資金運用論として現れたのであろう。

保険の金融的機能に関する研究を保険金融論とすれば、わが国の保険金融論は、長らく生命保険業界人による生命保険金融論であったと言えよう。そのような中で、わが国の高度成長期に当たる時期に明確となってきた見解を生命保険金融に対する通説とし、それを「限界供給者説に補完された『貸手の選択』論」と呼ぶことにする。一方、この見解を否定する見解が1990年代に登場した。前述の経済学や投資理論を援用した保険研究者の研究であり、小藤[1991]があげられる。小藤[1991]の見解を「限界供給者否定説」と呼ぶことにする。これらを取り上げて、保険金融の分析が高度化、洗練されたようにみえながら、ほとんど進展していない点を明らかにし、保険の金融分析の課題を明確にしたい。

### (2) 「貸手の選択」論

「貸手の選択」とは、資金の貸手が運用対象の利子率相互の相対的關係から、比較的有利なものに移ろうとする態度のことである。生命保険会社が資金運用において、運用対象相互の相対的格差に注目してより有利なものへと資産構成

を変化させているとするならば、生命保険会社の運用に「貸手の選択」が働いていたと考えられる。生命保険金融において「貸手の選択」が働いていたとする見解を「貸手の選択」論<sup>2)</sup>と呼ぶことにする。

さて、戦後長らく生命保険会社の主たる運用対象が貸付金と株式であったことから、両者の動きを中心に分析を進めた研究が多い。運用対象を貸付金と株式とすると、「貸手の選択」論からするならば、貸付金が株式に対して有利なときは貸付金の資産比率が増加して株式の資産比率が減少し、株式が貸付金よりも有利なときはこの逆となるはずである。ところが1955年（昭和30年）、1965年（40年頃）の金融緩和期において、株式配当利回りが貸付金利を相当下回っておりかつ低下傾向にある局面で、貸付金の比率が低下し、株式の比率が上昇するという「貸手の選択」論に反する現象が生じた。これについては一般的に、「生保会社が限界供給者の立場を露呈した」<sup>3)</sup>と言われる。これが限界供給者説である。すなわち限界供給者とは、金融逼迫期には他の金融機関から溢れた資金需要が向かい資金需要の増加が最後に現われる資金供給者であり、金融緩和期にはもとの金融機関に資金需要が戻り資金需要の減退が最初に現われる資金供給者のことである。限界供給者説は、生命保険会社を限界供給者とし、生命保険会社が貸付金を増加させたくても増加させることができず、運用難に陥って株式投資を増加させたと考える。これは生命保険会社が銀行のように企業との日常の取引関係がなく、企業との結びつきが弱いためとされる（山中 [1986] p. 354）。実際生命保険会社の貸付金増減率と銀行貸出増減率をみる

---

2) 「貸手の選択」論としては、安井 [1963 a, b]、伊藤 [1975] がある。「貸手の選択」論は、景気循環と生命保険金融の関係を主たる分析対象としている。

3) 山中 [1986] において、「生保会社の資産運用は、30年代、40年代を通じて、貸付を中心に展開され、株式投資については、抑制方針が堅持されてきた。もっとも、産業界の資金需要が減退した41年度（1966年度…筆者加筆）には、増加資産の43.4%が株式に向けられた。生保会社は、30—31年度（1955—56年度…筆者加筆）の金融緩和期に増加資産の40%以上を株式に配分したが、それから10年目にして、再び同様な事態に遭遇したのである」（山中 [1986] p. 435）。また、同書 p. 354 において「金融梗寒期には生保にも貸付需要が殺到するが、金融が正常化し、緩慢化してくると、生保はまっ先に貸付分野から脱落するという限界供給者の現象がはっきり出てきたわけである」（同 p. 354）。



とおおむね逆に動いているので、銀行貸出が減ると生命保険会社の貸付金が増え、銀行貸出が増えると生命保険会社の貸付金が減っている。限界供給者説と「貸手の選択」論は、前者が後者を補完する関係にあると言える。すなわち、貸付金利が恒常的に株式利回りに対して相当程度高かったことから、貸付金中心の生命保険金融の展開に「貸手の選択」が働いていたとし、金融緩和期にみられた「貸手の選択」論に反する現象を限界供給者説で補うというものである。したがって、「貸手の選択」論は貸付金を基軸に株式を貸付金のバッファーとして生命保険金融が展開されていたとの見方になる。さらに、「貸手の選択」論は利子率の相対的格差を考えるにおいて、貸付金利と株式配当利回りを比較していることから、生命保険会社の株式投資目的を株式配当としている。

以上の考察から、限界供給者説に補完された「貸手の選択」論の特徴は次のとおりである。

- ① 有利な貸付金に資金を移そうとしていることから、生命保険会社は収益最大化を目指して、積極的な運用を展開していると考えている。
- ② 生命保険会社の貸付金増減率と銀行貸出増減率の逆相関から、生命保険会社を金融市場において従属的に位置づけ、限界供給者と考えている。
- ③ 貸付金比率と株式比率との逆相関および貸付金利が株式配当利回りを恒常的に上回っていたことから、貸付金が生命保険金融の基軸であり、株式がそのバッファーであると考えている。
- ④ 生命保険会社の株式投資目的は株式配当であると考えている。

このような特徴を有する「限界供給者説に補完された『貸手の選択』論」を通説とするのは、次の理由からである。

限界供給者説に補完された「貸手の選択」論として直接的に想定しているのは、伊藤 [1975] である。伊藤 [1975] において、「こうした観点からの（「貸手の選択」論からの…筆者加筆）生保会社の資産運用についての論証は数少なく、筆者の知る限りでは安井信夫教授による昭和 26 年から 36 年に至る期間についての分析（安井 [1963 a, b] …筆者加筆）があるのみで、その後まったくおこなわれていないといってよい」（伊藤 [1975] p. 23）と言われるように、「貸手の選択」論によるアプローチは数少ないのかもしれない。ましてや「限

界供給者説に補完された『貸手の選択』論』を生命保険金融の通説とする筆者の見解については、偏見との批判がなされるかもしれない。しかし、高度成長期の生命保険金融についての常識的な見解を整理すれば、①生命保険会社は運用利回りを向上させるべく積極的に運用している、②運用の中心は貸付金である、③株式投資目的は株式配当利回りである、④生命保険会社は貸付市場において限界供給者である、といった特徴をあげることができるのではないか。こうした特徴を理論化した場合には、筆者の主張する「限界供給者説に補完された『貸手の選択』論』となってくるのではないかと考える。すなわち、以下の通りである。

生命保険会社では運用利回りを向上させるべく保険資金を積極的に運用するにあたって、主たる運用対象である貸付金、株式の利回りが比較される。その際比較される利回りは貸付金利と株式配当利回りであり、前者が後者を恒常的に相当程度上回っていたことから、貸付金中心の運用が積極的な運用を意味し、これをもって「貸手の選択」が働いていたとする。しかし、金融緩和期には株式配当利回りが貸付金利を下回り、しかも低下傾向にあるにもかかわらず株式投資が増加し、「貸手の選択」では説明できない現象が生じた。「貸手の選択」論を否定することなく、この現象を説明するのが限界供給者説である。なぜならば、生命保険会社は常に「貸手の選択」を行使したいが、貸付市場において限界供給者であるために金融緩和期には十分にこれを行使できなかったからであるとする。このように限界供給者説が「貸手の選択」論を補完していると捉え、「限界供給者説に補完された『貸手の選択』論』を通説として把握することによって、上記の特徴を矛盾なく整理することができる。以上から、「限界供給者説に補完された『貸手の選択』論』をもって、生命保険金融の通説と捉えるわけである。なお、ここで安井信夫博士の見解について言及したい。

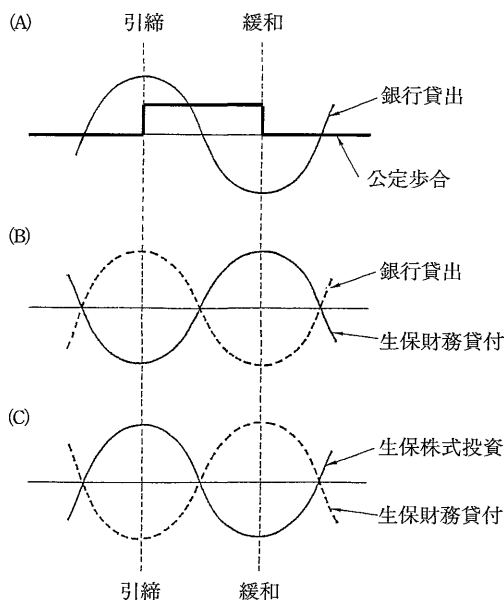
安井 [1963 a, b] からすると、この見解は極めて独特と思われる。安井博士は「オーバー・ローンの状態にあり、日銀に依存せざるを得ない銀行が金融引締政策によって貸出を抑制する結果、資金需要が生保会社の資金に向かう」（安井 [1963 b] p. 434）、また、「生保会社の貸付金の減少は、株式の保有に廻される」（安井 [1963 a] p. 33）としていることから、生命保険会社の限界供給

者的立場を認めているようであるが、このことをあまり重視していないようである。それは「金利が上がる時保険会社の貸付が増大するのは、資金の需給、公定歩合の引上げによって、金利が上昇するとき止むなく保険会社の資金が需要されるという、かかる消極的理由のほかに、金利が上昇するとき貸付を増大させるという貸手、すなわち保険会社側の意向を反映したものであろう。生命保険会社は他の金融機関に比べて、貸手の選択を行使する制約が少ないのである」(安井 [1963 b] p. 434) としているからである。すなわち、生命保険会社の限界供給者の立場よりも、金融引締期に貸付を増加させることができる生命保険会社の貸手の態度に注目し、この点を積極的に評価して限界供給者の立場をほとんど問題視しない点に、安井博士の見解の特徴があると考えられる。

### (3) 限界供給者否定説

小藤 [1991] は生命保険資産の大半を占めるのが貸付金と有価証券であり、貸付金では財務貸付が、有価証券では株式が大きな割合を占めるので、財務貸付と株式の動きに注目する。これまで一般的に指摘されてきた財務貸付と株式投資の動きに関して、図 7.1 のように整理する。また株式配当利回りと生命保険会社保有株式残高対前年度比の関係をみると、全体的には両者が反対方向に動いていることから、株式投資目的として株式配当利回りは不相当とする(図 7.2 参照)。株式配当利回りの代わりに、株価上昇率と生命保険会社保有株式残高対前年度比の動きをみると、両者がほぼ同方向に動いていることから、株式投資目的は株価値上がり益とする(図 7.3 参照)。そして、貸付金利が硬直的であることから、「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」(小藤 [1991] p. 129) とし、財務貸付ならびに株式投資は株価値上がり率によって決定づけられていたとする。したがって、生命保険金融においては貸付金が基軸で株式がそのバッファーではなく、むしろその逆であり、株式投資目的は株式配当にあるのではなく、値上がり益にあるのであり、生命保険会社のこの運用パターンは生命保険会社がより高い収益を求めて積極的に運用した結果であり、生命保険会社は限界供給者ではないとする。「本来、生保会社の資産運用

図 7.1 金融引締・緩和と生保資産運用パターン



(出所) 小藤 [1991] p. 150, 図 5-1。

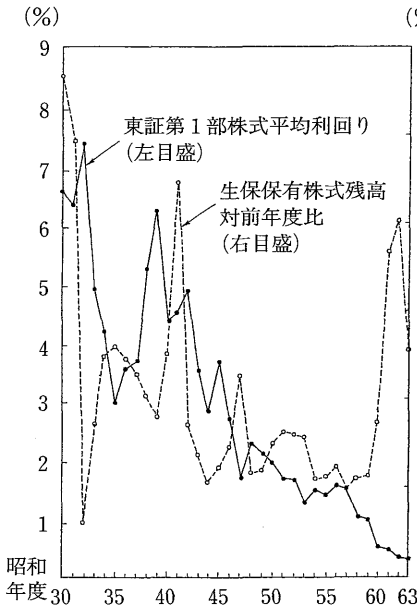
行動を説明するうえで「銀行貸出は無関係なもの」(同 p. 170) であり、限界供給者説の根本的な問題点を、収益最大化行動から資産運用パターンを説明しない点に求めているようである<sup>4)</sup>。

以上の考察から、限界供給者否定説の特徴は次のとおりである。

- ① 生命保険会社は収益最大化を目指して積極的に運用していると考えている。
- ② 株式投資が生命保険金融の基軸であり、貸付金はそのバッファーである

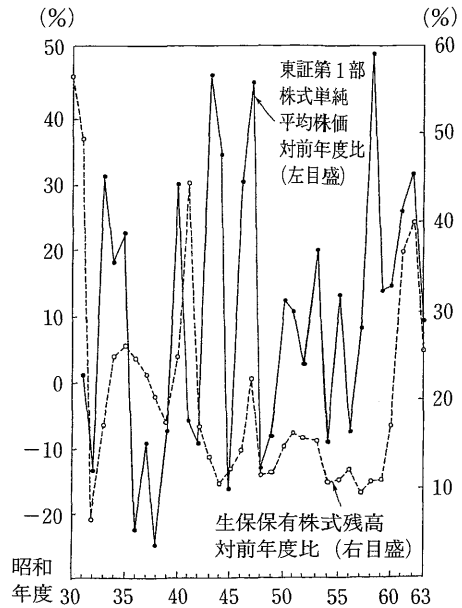
4) 小藤 [1991] において「このような生保会社特有の資産運用パターン(金融緩和期には財務貸付が低迷し株式投資が増加するのに対して、逆に金融引締期には財務貸付が増加し株式投資が低迷するというパターン…筆者加筆)について一般に生保会社が限界供給者であるために生じたものであると解釈されている。…中略…(それに代わる説明として…筆者加筆)生保会社を限界供給者と位置づけるのではなく、収益最大化行動から資産運用パターンを説明する」(小藤 [1991] p. 177)。

図7.2 保有株式と株式平均利回り



(出所) 小藤 [1991] p. 159, 図5-6。

図7.3 保有株式と株価



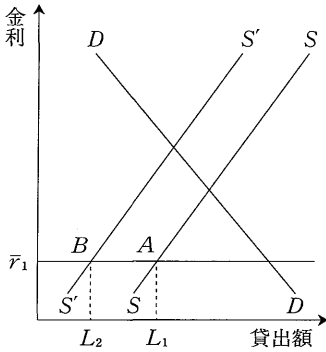
(出所) 小藤 [1991] p. 160, 図5-7。

と考えている。

③ 生命保険会社の株式投資目的は値上がり益であると考えている。

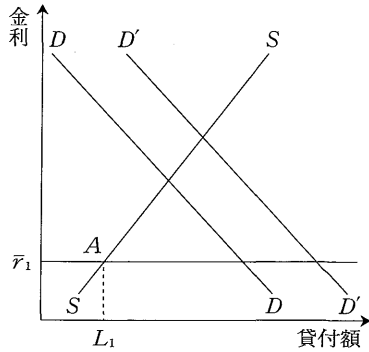
さらに小藤 [1991] は簡単な需要・供給分析を通じて、限界供給者説を否定する (同 pp. 163-176)。図7.4は銀行貸出市場を示し、 $DD$  曲線は需要曲線を、 $SS$  曲線は供給曲線を示す。高度成長期の特徴である低位硬直的金利  $r_1$  を仮定するため、初期銀行貸出額は  $A$  点から  $L_1$  で示されることになる。このような状況で金融が引き締められると、 $SS$  曲線は左にシフトし  $S'S'$  曲線となり、貸出額は  $L_2$  に減少する。一方図7.5で生命保険財務貸付市場を考えると (記号は銀行貸出市場に同じ。ただし、 $L_1$  は生命保険財務貸付額である)、このとき限界供給者説は銀行貸出市場から溢れた資金需要が生命保険財務貸付市場に向かい  $DD$  曲線が  $D'D'$  曲線にシフトすると考える。しかし  $DD$  曲線がシフトしても貸付額が  $L_1$  で変わらず、それゆえ限界供給者説では生命保険会社特有

図 7.4 銀行貸出市場



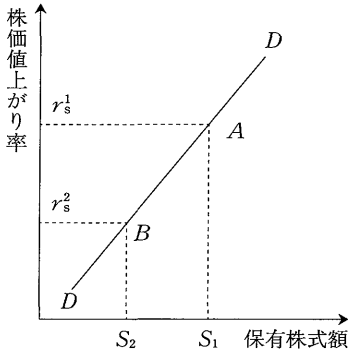
(出所) 小藤 [1991] p. 164, 図 5 - 10。

図 7.5 生保財務貸付市場



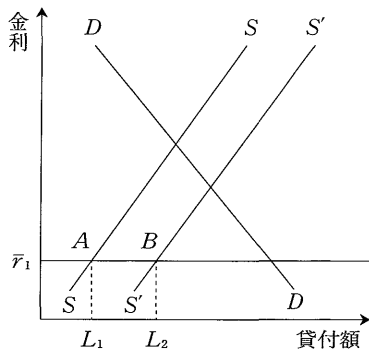
(出所) 小藤 [1991] p. 164, 図 5 - 11。

図 7.6 株価値上がり率による  
保有株式の変動



(出所) 小藤 [1991] p. 167, 図 5 - 13。

図 7.7 株価値上がり率による  
財務貸付の変動

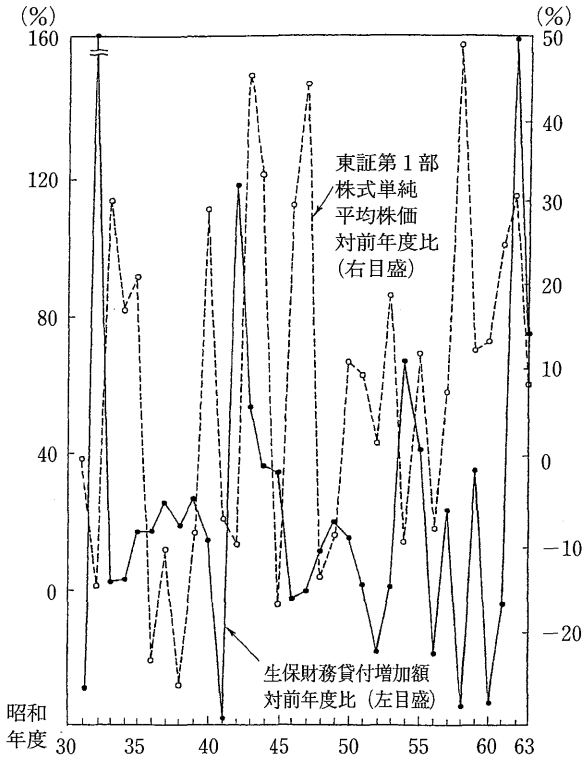


(出所) 小藤 [1991] p. 167, 図 5 - 12。

の運用パターンを説明できないとする。

小藤 [1991] は限界供給者説に代わる説明として株価値上がり率に注目し、次のように説明する。すなわち、金融引締期には株価が低下傾向にあるため、株式投資に対する魅力が減り財務貸付の供給が増大することになる。図 7.6 は保有株式額と株価値上がり率の関係を示したものであり、株式投資目的を株

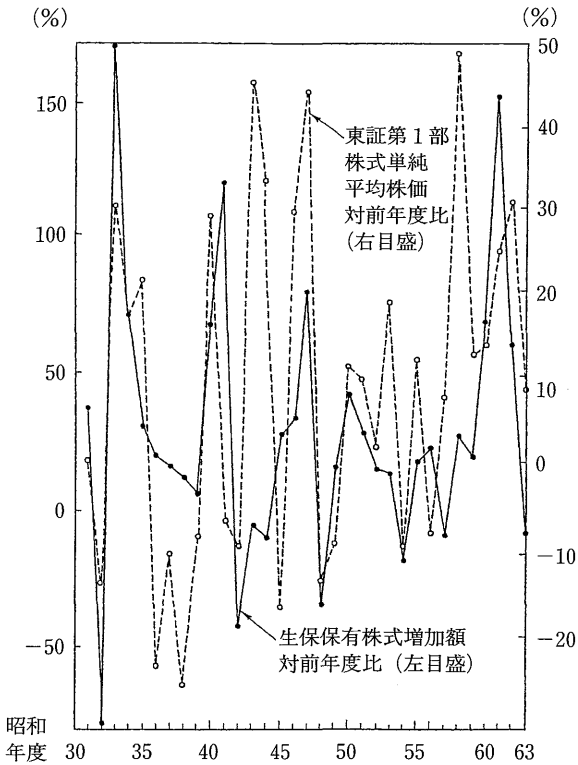
図7.8 株式収益率と生保財務貸付増加額（フロー）



(出所) 小藤 [1991] p. 185, 図6-5。

価値上がり率とすれば、右上がりの曲線で表わされることになる。初期における株価値上がり率を $r_s^1$ 、保有株式額を $S_1$ とし、その交点をA点とする。この状況で金融引締政策が実施されると株価値上がり率が $r_s^1$ から $r_s^2$ に低下し、B点より保有株式額は $S_2$ へ減少する。この保有株式額の減少から財務貸付が増加し、図7.7で考えると、SS曲線が $S'S'$ 曲線へと右にシフトし、貸付額が $L_1$ から $L_2$ へと増加する。「このようにして金融引締期に財務貸付が増加し保有株式が減少するメカニズムは低位硬直的貸付金利のもとで株価値上がり率が財務貸付額と株式投資に影響を与えた結果であると考えられる」(同 p. 167)

図 7.9 株式収益率と生保有株式増加額（フロー）



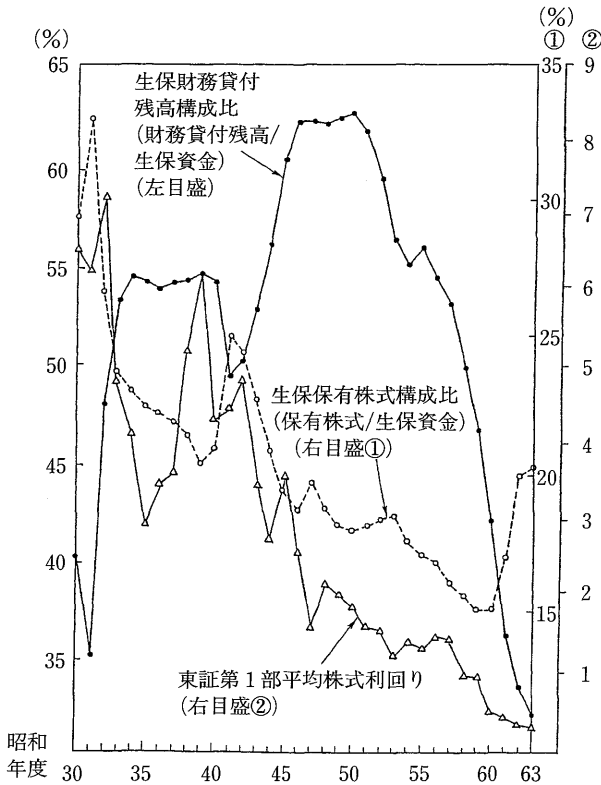
(出所) 小藤 [1991] p. 186, 図 6-6。

とする。限界供給者説は生命保険資金が積極的に運用されているとは考えないので、生命保険財務貸付市場において需要曲線に着目するが、供給曲線に着目すべきとする。

小藤 [1991] は限界供給者説を否定することによって、従来生命保険金融において常識的な見方が否定されると考えているようであり、しかも常識的な見方との根本的な相違点は生命保険会社の運用姿勢を積極的とみるか、消極的とみるかという点にあるとしているようである。さらに、小藤 [1991] の株式重視の姿勢は徹底している。増加資産をベースとしたフロー・ベースでは株式収



図7.10 生保資産構成比(ストック)と株式利回り



(出所) 小藤 [1991] p.192, 図6-7。

益率(ここでは株価値上がり率)と財務貸付の間に逆相関, 株式収益率と株式投資に正の相関がみられるのであるが, 保有残高をベースとしたストック・ベースでみると株式保有構成比は減少傾向にあり, 株式収益率では説明できない(図7.8, 7.9, 7.10参照)。これを矛盾なく解釈するために総合利回りを導入し, 生命保険会社は株式の総合利回りによって資産運用を決定づけるとし, 短期では株式収益率が, 長期では株式配当利回りがより重視されるとする(同 pp. 195-197)。

#### (4) 「貸手の選択」論と限界供給者否定説

小藤 [1991] は限界供給者説を否定することによって常識的な見解が否定されたとするが、限界供給者説は「貸手の選択」論を補完するものと捉えるべきであろう。「貸手の選択」論自体は生命保険会社が収益最大化を目指して運用を行っていると考えているのであり、この点で限界供給者否定説とは異ならない。ただ貸付市場における生命保険会社の従属的立場を前提として、限界供給者説によって「貸手の選択」論を補完している。ここで注意しなければならないことは、生命保険会社が収益最大化を目指して行動していることと、実際に行動できるかどうかということを混同してはならないということである。すなわち、生命保険会社を貸付市場で従属的に位置づけることが、生命保険会社の収益最大化の行動を否定するとは限らないということである。生命保険会社は社会経済に超然と存在しているのではなく、さまざまな制約を受けている。生命保険金融の展開は当然土台である金融構造に規定されている。高度成長期の金融構造が銀行なканずく都市銀行中心の間接金融であったことからすれば、こうした金融構造に生命保険会社も規定されていたと考えるべきである。限界供給者説が前提としている生命保険会社の貸付市場における従属的位置づけは、高度成長期の金融構造の反映であり、生命保険会社が置かれていた社会経済的条件を示すものではあっても、生命保険会社の収益最大化の行動を否定するものではない。否、銀行と生命保険会社の支配力の相違という点では生命保険金融にとって本質的ということができよう。「貸手の選択」論はあくまで生命保険会社の収益最大化を前提としているのであり、限界供給者説自体も生命保険会社の収益最大化行動を否定するものではない。収益最大化を前提とするならば、貸付金が増加してよいにもかかわらず、貸付金が増加せず株式が増加するのは何故か、という問題意識が限界供給者説の出発点となっているからである。さらに、限界供給者否定説の誤りは、詳しくは後述するが、収益最大化を単に運用利回りの観点のみで把握していることである。

次に、「貸手の選択」論と限界供給者否定説の主要な相違点は、運用の基軸を前者は貸付金とし後者は株式としている点である。「貸手の選択」論は貸付金利が恒常的に株式投資目的である株式配当利回りより相当程度高かったことから、貸付金を基軸とする運用は「貸手の選択」が働いた結果であるとし、限

界供給者否定説は、株式投資目的は株式配当利回りではなく株価上昇率であるとする。「貸手の選択」論が株式投資目的を株式配当利回りとするのは、契約者配当金に回せるのはインカム・ゲインのみで売却益は旧保険業法第86条準備金に積み立てなければならぬからであり、運用に対する規制上キャピタル・ゲインが積極的な意義を有しないからである。これに対して限界供給者否定説は株価上昇率の意義を売却益の確保ではなく含み益の蓄積に求めて、株価上昇率を株式投資目的とすることの正当性を主張する(同pp.132-143)。含み益の増大は資金運用の安全性(安定性)に寄与するとし、この点を積極的に評価する。なぜならば、「含み益は生保会社が資産運用に失敗した場合、それ自身をはき出すことによって収益の減少を補うことができる」(同p.141)からであるとする。

しかし、ここで問題なのは収益の中身である。小藤[1991]の説明からすると予定利率以上の収益を意味すると思われる<sup>5)</sup>。予定利率以上という意味での収益となれば契約者配当金の対象になる収益と把握していると言え、そうであるならば、問題となる収益は利差益であり、その原資はインカム・ゲインに限られる<sup>6)</sup>。しかし、含み益が資金運用の安全性を高めるといえるとき、それは利差益がマイナスになるという危険性に対して安全性を高めると言えるのであろうか。含み益が資金運用の安全性を高めるといえるのは、資金運用における巨額な損失といった異常事態という危険性に対して安全性を高めていると言えるのではないか。換言すれば、投下元本の果実である収益(インカム・ゲイン)の減少というよりも、投下元本自体の減少(キャピタル・ロス)という危険性に対する安全性ということになろう。やはり保険会社の運用においては、旧保険業法第86条準備金などの制約もあり、インカム・ゲイン志向がみられるとすべきであり、貸付金利と株式配当利回りとの間に恒常的な格差があったこ

5) 小藤[1991]において、「この原則(安全性の原則…筆者加筆)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ければ保険金の支払に支障をきたすため、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」(小藤[1991] p.138)。

6) 1972年より特別配当が実施されているが、ここでの考察期間は高度成長期とする。もっとも、特別配当を勘案しても、本質的な問題は変わらないと考える。

と、しかも株式配当利回りは低下傾向にあったこと、増資形態も株主額面割当増資から時価公募増資へと変化していったことも考慮すると、貸付金を基軸としたという見方が妥当なのではないか。高度成長期の金融構造が間接金融であったことから、生命保険会社は貸付金主体の運用を余儀なくされたと言え、しかもそのような運用が収益最大化行動を否定するものではなかったと考えるべきであろう<sup>7)</sup>。小藤 [1991] は高度成長期の貸付金の持つ意味を過小評価しているようであり、それが株式を過大評価するという誤りに結びついたと思われる。高度成長期の金融の特徴である人為的低金利政策は、市場の需給で決まったであろう金利よりも人為的に低水準に金利が規制されていたということであり、金融機関の運用利回りは規制がなかった場合に比べてその分低くなったのではあるが、必ずしもそのことが金融機関にとって不利な関係にあることを意味するわけではない。むしろその逆である。金利規制は企業に低コストの資金を供給すると同時に、金融機関に一定の利鞘を安定的に確保させ、貸せば貸すほど儲かる仕組みだったのではないか。だから企業支配力が強く、貸付先を多く抱えていた都市銀行はオーバー・ローンの状態にあったのである。もちろん日銀信用がオーバー・ローンを可能とした点を忘れてはなるまい。したがって、貸付金は各金融機関に極めて重要な役割を果たしていた。このように高度成長期における貸付金の重要性、金融構造や運用に関する規制などの諸条件を考慮すると、生命保険金融は貸付金中心と言えよう。それでは限界供給者説に補完された「貸手の選択」論という通説が正しいのであろうか。

「貸手の選択」論は、株式投資目的を株式配当利回りと考えるが、株式投資目的を株式配当利回りに求めるといことは、いかなる意味を持つのであろうか。株式はそれを所有することによって、利潤の分配である配当を取得することができるので利潤証券であり、同時に、議決権を行使することができるので支配証券でもある。さらに株式価格は変動するから、価格変動差を取得できる

7) 山中 [1986] において、「戦後一貫して貸付中心の運用が展開されたのは、基本的には高設備投資のもとにおける間接金融方式の進展で、生保会社に対する産業界の借入需要が旺盛をきわめたためだが、同時に貸付の高収益性が、資産運用の高利回りを保証し、契約者の実質的保険料負担を軽減しえたことも、貸付重点運用の背景として見逃し得ない」(山中 [1986] p. 426)。

可能性があるという点で、投機証券でもある（奥村 [1992] pp. 36-37）。「株式にはいろいろな使用価値があって、主観的にはそのいずれを目的として株式を購入しようとも随意であること、別言すれば、各人は多様な動機から株式を買うことができることを意味する」（川合 [1981 a] p. 18）。したがって、株式投資目的を株式配当利回りとするのは、利潤証券として株式投資が行われているということの意味する。しかし、生命保険会社の株式投資を単なる利潤証券としての株式投資とすることができるであろうか。

高度成長期の過程は企業集団形成の過程でもあり、企業間の株式持ち合いが進展し、株式所有構造において法人化現象が生じた<sup>8)</sup>。昭和40年代は資本の自由化を背景として外資による買い占め防止の観点からも安定株主工作が進められ、法人化現象が進展した。株式相互持ち合いの仕組みは、お互いが安定株主になることでそれぞれの企業を支配するために必要な株数を節約させ、支配の安定を得るための仕組みであると言える。したがって、その所有は支配証券としての所有となり、法人化現象の進展は支配証券として株式が買われることであり、ひとたび買われたならば、市場には特別な事情が発生しない限りは出てこないで、需給を逼迫させ、株価を上昇させる。利潤証券としての買いではないから株式配当利回りが確定利付き債券を下回ろうが株式は買われ、こうして株式配当利回りは著しく低下し、もはや利潤証券としては買えなくなってしまった<sup>9)</sup>。特に増資形態が株主額面割当増資から時価公募増資へ移行したことの影響は決定的である。

生命保険会社も安定株主としての株式所有を要請されたと思われ、これに営業政策的投資として応えたのではないか。営業政策的投資は直接企業経営に支

8) 法人化現象は高度成長期以前の昭和20年代からみられる。法人化現象およびその進展については奥村 [1991] pp. 75-78、鈴木 [1979] pp. 190-192を参照。

9) 川合 [1981 a]において、「支配的な動機からする取引は総需要の中においても支配的な比重を占めるから、ほかの動機からする需給は、それに埋没させられてしまって、大勢に影響を与えることができない」（川合 [1981 a] p. 17）。また奥村 [1992]において、「配当と株価の関係を切断させた最大の犯人は『法人買い』だったのであるが、株式所有の法人化現象が定着したことによって日本ではアメリカやヨーロッパと比較して考えられないほど利回りが低い、ということは株価が高いという結果をもたらしたのである」（奥村 [1992] p. 55）。

配力を及ぼすものではないが、企業の保険政策に対して影響を与えているであろうから、本質的に支配証券としての株式投資となろう<sup>10)</sup>。生命保険会社の株式投資において利潤証券としての側面があることは否定できないが、支配証券としての把握も必要不可欠である。高度成長期の株式配当利回りの低下傾向は、法人化現象の進展にともない株価が利潤証券としての価格形成から、支配証券としての価格形成へ移行したためである。株式配当利回りと株価との関係が断ち切れ、支配証券としての買い以外は投機証券の買いとなり、株式配当利回りは著しく低下した。利潤証券として株式を保有し続けようとする株主にとっては、株式配当利回りの低下は株式保有の意義を減少させるが、株式を相互保有している法人にとっては、時価公募増資の定着により、高株価（＝低配当利回り）が低コストの資金調達を可能にするので、必ずしも不利な関係ではない。株式の相互持ち合いにおいて法人は他の企業の株主であると同時に、自らも株式発行者であるという二面性を有するからである。株主としてのデメリットが株式発行者としてのメリットで相殺されるわけである。むしろ高株価経営が指向されたと言える。こうしたなかで生命保険会社の株式所有は、単に金融機関による株式所有という点からではなく、特異な地位にある。それは、高度成長期の生命保険会社はその多くが相互会社形態であることから、高株価経営による資金調達のメリットを享受することができないことである。このため「同じく法人株主ではあっても、株式発行者としての利得機会をもたない相互会社である生命保険が終始時価発行に反対した」（川合 [1981 b] p. 155）のであろう。

いずれにしても、株式所有構造において大きな割合を占める生命保険会社の株式投資に支配証券としての側面があったことを無視しては高度成長期の生命保険金融の解明は不可能であり、生命保険会社の株式投資において支配証券の側面が欠落している見解は、致命的な誤りを犯していると言えよう。生命保険会社の株式投資を利潤証券としてのみ把握している「貸手の選択」論、投機証券としてのみ把握している「限界供給者否定説」（ただし、総合利回りを株式

10) 奥村 [1991] において、「日本では生命保険会社の所有は機関投資家としてよりも、むしろ法人所有として考える方が現実的である。損害保険会社についても同じである」（奥村 [1991] p. 76）。

投資目的とする場合は、利潤証券と投機証券の統一としての把握となろう) いずれもが、致命的な誤りを犯していると考える。

#### (5) 保険金融の史的分析の方法論

保険会社は収益最大化を目指して行動しているが、保険は経済的保障機能と金融的機能を果たしているので、保険会社の収益最大化の行動は両機能の統一として現れる。両機能は相互に予定し合って絡まっているものとして把握するべきであるが、この絡み合いの条件は固定的ではなく、社会・経済の変化、保険企業間・隣接他産業間の競争を通じて変化するものである(笠原 [1977] pp. 355-356)。保険の固有の機能である経済的保障機能の側面が形式化し、金融的機能の手段と化していく可能性を否定できず、現に生命保険における一時払い養老保険、変額保険、変額年金、損害保険における積立保険などのように、保障が金融の手段と化しているような保険も見られる。しかし、高度成長期においては、団体保険、年金保険の登場を背景として、その契約をとるための営業政策的投融資という形で、むしろ金融が保障の手段と化していたと言えるのではないか。さらに株式所有については営業政策的側面に加えて、有利な運用対象であった貸付金を増加させるために、貸付先確保の意味合いもあったと思われる。いずれにしても、「貸手の選択」論、限界供給者否定説のように運用利回りの観点から単純に収益最大化を前提とした考察は、景気循環と生命保険金融の関係に関する考察として意義なしとしないが、十分な保険金融の分析はできないのではないか。保険金融の史的分析の方法論としては、保険会社の収益最大化の行動原理を前提としつつも、収益最大化の行動が社会経済に規定されつつ経済的保障機能と金融的機能の統一としてどのように現れたかを分析するのが適切なのではないか。以上のような方法論に基づき、高度成長期の金融構造、生命保険金融を要約してみよう。

高度成長期の金融構造の特徴としては、都市銀行のオーバー・ローン、企業のオーバー・ボロウイング、資金偏在が指摘できる。大企業の旺盛な資金需要が都市銀行に集中し、都市銀行は恒常的に日銀から巨額の借入れを行うという資金偏在が起り、都市銀行はオーバー・ローン、企業は他人資本過多でオーバー・ボロウイングとなった(天利ほか [1980] pp. 51-52)。高度成長過程は戦

後の産業再編成の過程でもあり、銀行を中心とした企業集団が形成されていった。企業集団形成にあたっては、株式所有、貸付金、社長会が楨杆となり、また企業を結合する紐帯となる。以上のような状況の下で、生命保険会社は金融市場において、特に銀行に対して従属的な位置づけとなっていた。また規制色の強い金融市場は同時に金融機関に安定的な収益を確保するシステムであったために、さしたる運用の工夫をせずとも運用収益をあげられた。加えて、生命保険業界内における運用競争も激しくなく（田畑 [1989] p.90）、これらが金融的機能が経済的保障機能に従属する条件となっていた。昭和30年代に団体保険、企業年金が登場し、これらも資金運用業務が保障業務に従属する条件となった。生命保険会社に対する資金需要が高度成長期の金融構造を反映して貸付金を中心に生じ、生命保険会社の資金供給は企業集団形成に寄与した。すなわち、生命保険会社にとって個別経済的には生命保険金融は保障業務に対して従属的に位置づけられながらも有利な貸付金を基軸に展開され、社会経済的には生命保険会社の株式投資、貸付金が企業集団形成に寄与したと考えられる。

限界供給者説は、生命保険会社の金融市場における従属的位置づけを前提とした点において生命保険金融と金融構造との関わりを考慮していると言えるが、それは「貸手の選択」論を肯定するための譲歩であって、むしろ金融構造との関わりを都合良く取り入れたに過ぎない。限界供給者否定説に至っては、生命保険会社があたかも社会経済から超然とした存在であるかの如く捉えている。生命保険会社は収益最大化を行動原理としている、だから有利な運用対象に資金を配分している、といった単純な視点では、生命保険金融の動向は解明できないであろう。収益最大化ということが常に運用利回りの観点から捉えられるのであろうか。保障と金融との一体的把握こそ重視するべきであり、収益最大化の行動原理にのっとりながらも、生命保険金融の展開は社会経済的に規定されて現象するとすることこそ重要である。

高度成長期から安定成長期への移行により、保険金融に一番大きな影響を与えた変化は、さしたる運用の工夫をせずとも十分な運用収益が確保できた運用環境の崩壊ではなかろうか。高度成長期の生命保険会社の貸付金は銀行保証や協調融資なども多く、審査能力が十分であったとは思われず、また有価証券投資にしてもいわゆる営業政策的投資が中心だったのではないか。それでも十分



な運用収益をあげられたのが高度成長期の運用環境であり、その崩壊として安定成長期を捉えるべきではないか。こうした流れを踏まえ、保険会社の収益最大化の行動が経済的保障機能と金融的機能あるいは保障業務と資金運用業務の統一として現れるとするならば、生命保険会社の資金運用業務面における収益最大化行動は常に運用利回りの観点から論じられるものではなく、「貸手の選択」論、限界供給者否定説いずれにも賛同しがたい。両業務の統一において、高度成長期には資金運用業務の保障業務への従属がみられたが、安定成長期への移行により資金運用業務の重要性が増してきた。しかも、保障業務が資金運用業務に従属する現象も見られる。

さらに、高度成長期から安定成長期への移行による金融構造の劇的な変化として、間接金融から直接金融への移行あるいは金融の証券化を指摘できよう。特に債券市場の発展には目ざましいものがあり、流通市場が整備されてきたのみならず、債券先物市場や債券現物・先物オプション市場も登場し、活発に売買されている。また、外国有価証券への投資も盛んである。貸付金と株式に注目して生命保険会社の資金運用パターンを考察するのみでは、もはや生命保険金融の解明はできない。高度成長期の運用環境の崩壊、金融の証券化から、生命保険会社が機関投資家として自立化し、積極的に収益を求めなくてはならなくなっている。一部で生じている保障業務が資金運用業務に従属するという現象をどのように評価し、経済的保障機能と金融的機能の両機能の統一としての収益最大化行動がどのように展開されているか、生命保険会社間のみならず隣接諸産業間との競争の激化は両機能の關係に、そして生命保険金融にいかなる影響を与えるか、解明すべき問題が山積している。運用利回りによる収益最大化行動で、これらの問題を解明していくのは困難であろう。

なお、補足として小藤 [1991] と同様に簡単な需要・供給分析により限界供給者説について考察してみよう。図 7.11 で銀行貸出市場を考える。高度成長期の金融構造は人為的低金利政策をとって金融機関に安定的利鞘を確保させる間接金融優位のシステムであるから、銀行はできるだけ貸出額を増加させたい。したがって金利水準を  $r_1$  とすると、 $r_1$  の水準で貸したいだけ貸そうとするから、供給曲線である SS 曲線は横軸と平行になる。しかし窓口規制によって貸出総量が規制されているから、その貸出額を  $L_0$  とすると、そこからは供

図 7.11 銀行貸出市場

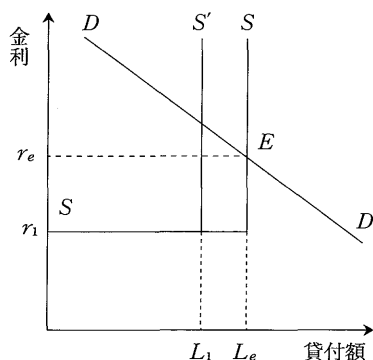
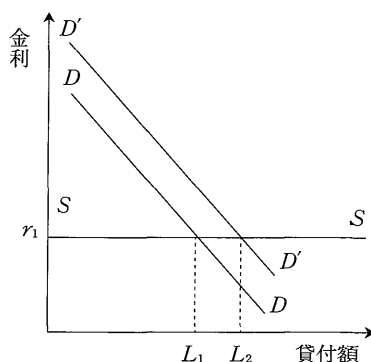


図 7.12 生命保険貸付市場



給量が増加しないので  $SS$  曲線は折れ曲がり、結局図のような逆L字型となる。 $DD$  曲線は需要曲線を示し、 $DD$  曲線と  $SS$  曲線の交点を  $E$  点とすると、 $E$  点は需給均衡を示す。 $E$  点に対応する金利を  $r_e$  とすれば、 $r_e$  は市場が決定する金利を意味し、 $r_e - r_1$  分の金利が人為的に低く抑えられていることになる。この状態で金融引締政策がとられると、 $SS$  曲線は  $SS'$  曲線にシフトし、 $L_1$  に貸出額が減少する<sup>11)</sup>。限界供給者説は銀行の貸出額減少にとまない、銀行貸出市場から溢れた資金需要が生命保険貸付市場に向かうと考える。

次に図 7.12 で生命保険貸付市場を考えてみよう。貸付金が有利な運用対象であることは生命保険会社にとっても同じことであり、生命保険会社も  $r_1$  の金利でできるだけ貸出額を増加させようと行動をすると考えると、 $r_1$  の金利水準で生命保険会社の  $SS$  曲線は横軸と平行になる。銀行のように窓口規制がないから逆L字型とはならない。 $DD$  曲線は需要曲線であり、生命保険会社の貸付額は  $L_1$  となる。金融引締めにより銀行貸出市場から溢れた資金需要が生命保険会社に向かい、 $DD$  曲線が  $D'D'$  曲線にシフトすると、貸付額は  $L_1$  から  $L_2$  に増加する。逆に  $D'D'$  曲線の状態で金融緩和政策がとられると、 $D'D'$  曲線が  $DD$  曲線にシフトし、貸付額が  $L_2$  から  $L_1$  に減少し、その分生命保険

11) 単純化のために、金利を変化させていない。金利を上昇させても、結論は変わらない。

会社は運用難に陥ることになる。

以上から、人為的低金利政策を金融機関に安定的な利鞘を確保する政策と捉え、間接金融優位の下で貸付金の増加を最優先させたのが生命保険会社を含めた金融機関の行動原理であったとするならば、簡単な需要・供給分析を通じて限界供給者説が否定されることはない。

### 3. 保険金融論の埋没

保険金融論の歴史的分析の方法論として、保険会社の収益最大化の行動原理を前提としつつも、収益最大化の行動が社会経済に規定されつつ経済的保障機能と金融的機能の統一としてどのように現れたかを考察するとしたが、これは歴史的分析に限らず、保険金融論の方法論とすべきである。このような方法論に基づいて保険金融論の体系化が期待されたところであったが、保険と金融の融合が声高に叫ばれるような流れが形成されてくると、金融論の基本スタンス自体において保険を特別視することから保険を積極的に包摂する姿勢がますます強くなり、保険学のほうも金融論を適用した保険の分析を行うようになって、資金運用論の金融論的把握や新しい金融論を駆使した保険自体の金融分析がなされるようになる。こうして徐々に保険金融論が金融一般の分析に埋没していつている観がある。たとえば、第5章で取り上げたガーレイ＝ショーの枠組みを使った資金運用についての議論もある。保険を金融に含めるという点で、新しい金融論を適用しているとも言える堀田 [1993] を取り上げてみよう。

堀田 [1993] では、次のような指摘がなされる。「保険企業は、経済的保障機能を提供することを保証する保険証券（間接金融という）を発行して調達した資金を、保険契約者から融資先企業へ、貸手から借手へ、資金供給者から資金需要者へ、移動させることになる（このように金融仲介機関を通して資金移動が行われる方法を間接金融という）。保険企業は融資先の企業には貸付にともなう貸倒リスクを負うことになり、他方保険契約者に対しては、経済的保障を提供するという一種の債務を負うことになる。これに関していえば、保険企業の金融仲介機能は、銀行におけるそれと本質的に相違は見られない。金融仲

介機関としてのいま1つの機能として、資産変換機能 (transmutation) がある。資金余剰主体 (保険契約者) の運用期間は異なるのであるが、保険企業はこれを変換して資金不足主体 (企業) が需要する資金形態で融資することを可能にする」(堀田 [1993] p. 61)。

これは、金融論の保険への機械的適用とでも言うべきものであり、いくつもの無理な理解がある。たとえば、保険会社が蓄積した保険資金を投資運用することを、「貸手から借手へ、資金供給者から資金需要者へ」の資金移動と捉えられるであろうか。保険契約者は資金の貸手と言えるか。こうした批判は、すでに保険金融説に対する印南博士の批判 (印南 [1956] p. 368) にみられることから、理論的妥当性のみならず、保険学における先人の業績を軽視していることになりはしないか。銀行との類推によって、保険をわかりやすく理解するための一つの方眼としてこのような理解は許されるかもしれないが、理論的には問題があり、「保険企業の金融仲介機能は、銀行におけるそれと本質的に相違は見られない」との指摘は、無理があると思われる。この場合の本質とは、金融仲介機能のことであると思われるが、金融仲介機能の本質とは何か。それは資金余剰主体から資金不足主体への資金の流れを仲介することであり、この機能を果たす金融仲介機関が間接証券を発行して資金を調達し、その資金で本源的証券を購入することを意味しよう。確かに、保険証券を間接証券とすれば、保険会社は間接証券を発行して本源的証券を購入していると言えるが、その資金の流れは資金余剰主体から資金不足主体への流れといえるか。言うまでもなく、保険契約者は資金が余っているから資金を供給するのではなく、経済的保障を得ようとして、保険料を払っているのである。第5章で考察したように、この点の違いを従来の金融論は把握しているから、「預金または借入金を一般の金融機関が受け入れるのとは性質が異なる」(堀家 [1967] p. 73) としているのである。従来の金融論が把握していた保険の特殊性が、新しい金融論では失われ、それを機械的に適用したための誤りと言えよう。新しい金融論を適用したことによって、保険における金融の捉え方が後退しているのではないか。

また、金融が社会の制度として定着していることを背景として、保険は経済的保障機能発揮の過程で形成される貨幣の流れから付随的に金融的機能を発揮するのであるから、本源的証券と間接証券の利鞘ないしは金融利潤を理論的に

は前提としない。しかし、銀行は利鞘確保を目的に、すなわち、本源的証券と間接証券の利鞘を前提としているのである。この点において、保険会社と銀行は本質的に異なる。金融の定着によって、前払保険料に利子を支払うというのが常態化し、保険金支払いに不足が生じないようにするために保険会社も利鞘を意識せざるを得ないと言えるのであって、銀行のような利鞘確保目的の資金調達とは本質的に異なる。保険の発展によって、金融利潤が保険利潤の中心を占めてきたのに過ぎない。したがって、保険者の金融機関または金融仲介機関としての把握は、従来の金融論におけるのと同様に、一般の金融機関と違う特殊性を前提とした上での把握でなければならない。

保険の金融分析および金融論的分析の意義と限界を明確にしながら、保険金融論の体系化が必要とされていると考える。それでは、どのように体系化されるべきであろうか。

#### 4. 保険金融論の体系

保険金融プロパーの研究は、若干の例外を除いて、これまでは「生命保険会社の資金運用論」であったが、近年は保険の貨幣そのものの流れを金融と捉える傾向にある。しかし、生命保険以外の損害保険や協同組合保険においても保険資金の蓄積はみられ、社会保険においてでさえ、金融との関係が無視できない。保険そのものの貨幣の流れに注目しても、保険金融の発生契機が保険資金の蓄積にある限り、保険資金運用論を中核とした保険金融論が必要とされる。

このような認識に基づくならば、生命保険金融論の他に損害保険金融論、協同組合保険金融論、公的保険金融論などが必要とされよう。また、規制緩和で保険会社の資金調達も自由化されてきているので、資金調達面も含めた総合的な保険金融論が求められる。各種保険は経済的保障制度として経済的保障機能を果たしているが、一方で金融的機能も果たしているため、保険現象を両機能が複雑に絡み合ったものとして把握する必要がある。保険の金融現象について、金融そのものとして把握するのではなく、その根底に横たわる保障との関係を探る視点が重要である。以上のような点を踏まえながら、保険金融論はどのように位置づけられるであろうか。

保険は経済的保障制度・経済制度であるから、保険学は保険経済学であらねばならない<sup>11)</sup>。保険学=広義の保険経済学とするならば、広義の保険経済学は、狭義の保険経済学、保険経営学、保険学学理から構成される。保険は経済的保障機能と金融的機能の二大機能を果たし、それは保険者の保障業務と資金運用業務から発揮されることからすれば、保険経営学は保険マーケティング論と保険金融論によって構成されると言え、ここに保険金融論は保険経営学の一分野と位置づけることができよう。保険金融論は、各種保険に共通する金融現象およびその比較分析を行う保険金融総論と保険の運営主体別・経営主体別の保険の金融現象を分析する保険金融各論とに分けられる。さらに、保険金融総論は、理論と歴史に分けられ、理論では、保険金融発生契機である保険資金の蓄積要因、保険資金の性格、保険資金運用論などについて、経済学、経営学、金融論・金融工学・投資理論なども使って分析される。また、歴史では、保険金融の発展過程が、資本主義社会の動向や経済的保障機能との関連から跡付けられ、それぞれの時代における保険金融の歴史的意義が考察される。そして、経営経済学的には、保障業務と資金運用業務が時代ごとにいかに位置づけられ、両者の関係がどうであったのか、そして、社会経済学的には、両業務の展開がいかに社会経済的に位置づけられ、いかなる意義を有したかが明らかにされなければならない。保険金融各論は、各運営主体別・経営主体別の金融現象が考察される。

実物経済に対する金融の肥大化が言われて久しい。金融デリバティブ化でますます金融は肥大化していると言える。保険においても保障に対する金融の肥大化とも言うべき現象が生じている。保険・保障のデリバティブ化が進んでいるとも言えよう。こうした保険経済における金融の肥大化は、保険現象の発展と矛盾の表れとも言えよう。「保険現象の発展と矛盾は不断に保険学の新しい展開を要請する」(真屋 [1991] p. 20) とするならば、その新しい保険学の展開として、保険金融論の構築があげられよう。

11) ここでの保険学の体系については、庭田 [1966] pp. 1-31, 石田 [1989] pp. 3-5, 石田 [1992] pp. 1-5 を参照。