

山一証券と外部ガバナンス

——大蔵省検査報告書を手がかりに、1960–1980——

鄭

文 瑄

1 はじめに

1990年代以降、ベアリングズ、エンロンの経営破綻を契機として、コーポレート・ガバナンスの議論が活発に行われている。内部牽制向上のため企業で執行役員制が導入されたものの、内部昇進者からなる日本的な取締役会の特徴はこれまでのところ変化していないようである¹⁾。金融機関の場合、ワンマン経営の弊害、様々な不祥事防止などに関わる議論が行われている²⁾。本稿が対象としている証券会社の外部ガバナンスに関しては、大蔵省、日本銀行による検査が定期的に行われ、証券会社の経営の健全性をチェックしている³⁾。鄭（2014）ですでに内部ガバナンスに関する議論を行ったので、本稿では外部ガバナンスに焦点をあわせる。

山一証券の内部ガバナンスに関しては、橋本寿朗、佐賀卓雄、服部泰彦、小林襄治、山一証券百年史などの先行研究がある。橋本寿朗（1999a）では1965年の山一証券の経営破綻について、間接金融・長期雇用システムとの関係から分析していて、山一証券は業績が悪化しても、雇用の削減を回避してきたと主張している⁴⁾。

そして、橋本寿朗（1999b）では山一証券の企業再建活動を軸にして、大蔵省、日本銀行、メインバンクがいかなる救済活動をしたかを検討し、根本的な問題は先送りされたと主張している。佐賀卓雄（2009）は山一証券のガバナンス構造の欠陥は植谷社長が就任した時に始まったとし、その時代から続いたガバナンス構造の欠陥によって1997年に破綻したと結論付けている。服部泰彦（2002）では1997年に山一証券が破たんする原因を分析している。服部によれば、証券大衆化の時代に山一証券が乗り遅れ、そして、植谷社長時代に確立する社内主流派によって社内チェック機能が喪失し、これらの原因により山一証券は破綻したと主張している。小林襄治（2009a, 2009b, 2010）は1997年の山一証券の経営破綻の直接的な原因は巨額な簿外債務であるとし、損失の隠蔽・先送りを図った経営幹部の無責任さや決断力の欠如、思い込み（株価回復、メインバンクや当局の救済）、ガバナンス構造の欠陥等々の問題が含まれていたことは重要な議論ではあるが、1980年代の法人営業、バブル崩壊後の経営戦略（自主営業など）の失敗にも焦点を当てるべきとしている。社史レベルの先行研究では山一百年史があげられる。山一証券百年史は高度成長期の山一証券の経営状況を詳細に分析しているが、社史としての性格上限界がある。

外部ガバナンスに関する研究は、小林和子、日向野幹也が挙げられる。小林和子（1994）は

1) 宮島英昭・河西卓弥（2010）pp. 128–131.

2) 中村裕昭（2008）p. 17.

3) 中村裕昭（2008）pp. 23–24.

4) 橋本は明言していないが、史料によれば、労働組合のとの協約によりリストラを実行できなかったようである。

明治期以降の証券不祥事が証券行政を方向づけていると主張している。小林和子(1995)は日本型証券行政⁵⁾の成立過程を証券恐慌と関連付けて分析している。日本型証券行政が初めて出来上がったと論じたうえで、日本型証券行政の特徴を述べている。そして、証券恐慌が証券行政の転換を強化したと分析している。日向野幹也(1993)は1985年までの証券行政の原型がどのように形成されたのかを明らかにした。日向野によれば、証券部から証券局の独立、免許制の導入、山一証券に対する日銀特融について田中角栄大蔵大臣のリーダーシップが強調されることが多いが、田中が強引に手続きをしただけと分析している。そして、山一証券に対して日銀が乗り出さざるを得なかった要因は、業者保護が市場の育成につながるという行政の方針であり、その方針からして、証券不況の最中に大手業者の清算は採れなかったとしている。

続いて、先行研究と本研究の関係について述べる。橋本の先行研究では、明示的に70年代以降の大蔵検査を分析していないにもかかわらず、65年の経営破綻の時点で97年の経営破たんが胚胎されていたと結論付けている。この点で分析が不十分であったように思われる。小林、日向野の先行研究に関してだが、証券行政を取り上げているが、法整備などの枠組みの分析に止まっており、これらの先行研究では、本研究の対象としている外部ガバナンスの実態を明らかにすることができない。従って、大蔵検査の外部ガバナンスが山一証券の経営をなぜ改善できなかったのかも検討することができない。

これらの先行研究をふまえ、本稿では、1960～80年代の大蔵検査を分析し、山一証券と外部ガバナンスとの関係性を明らかにすることを課題としたい。ところで、大蔵検査は1963年に始まり、1965年以降に本格化した。本稿は

ある程度経営姿勢にモラルがないと外部検査は機能しないという特性にも配慮しつつ⁶⁾、具体的には、1960年から80年までの山一証券の外部ガバナンスの実態と山一証券との関係を検討することとする。結論をやや先取りすると、1960～64年、1972～80年は山一証券の従来型の経営姿勢により外部ガバナンスはほとんど機能しなかった。他方で、山一証券が経営再建中の期間(1965～72年)は日高社長の銀行家的な姿勢⁷⁾により、外部ガバナンスはある程度機能していた。

なお、利用史料は大蔵省検査報告書、検査講評などの内部史料である⁸⁾。

2 高度成長期から安定成長期の証券行政

2-1 理財局の下での証券行政

日本の証券業は証券民主化、投資信託の開始、朝鮮特需による企業の発展と幾多の成長要素に支えられつつ、次第に、その規模を大きくし、またその内容を近代化してきた。特に、所得倍増の掛け声とともに異常な伸びを示した日本経済の成長性の中であって、高度成長期における証券業の発展は驚異的であった⁹⁾。しかし、登録制であったために、高度成長期には証券業者の6割が抹消され、投信勧誘態度の不適切により投資家が被害を受けるなどの問題が発生していた。以下では、これらの問題点について詳しく見ていきたい。

①決算指導

大蔵省は1956年の「証券業者の経営について」の通達で決算指導の基本理念を明らかにし

6) 大蔵省銀行局検査部長の山本菊一郎は、金融行政は乗馬と似ていて、相互の信頼関係があった上で成り立つものとしている。山本菊一郎(1952) p. 194。

7) ここでの銀行家的姿勢とは、経営に対する慎重さ及び大蔵検査に対する協力が強いことを意味している。

8) 『山一証券資料 40年不況』第4集及び『山一証券資料 国の機関』第8集所収。

9) 理財局証券年報編集委員会編(1963) p. 261。

5) 日本型証券行政とは、市場の拡大に対する後追い型行政から、主導型・牽引型行政に転換したことを指す。

ている。その内容は以下の通りである。①収支の健全化、②自己資本の充実、③資金の効率的な運用が基本理念となっている。①については経常収支の確立を期するため、経営の基盤を手数料におき、均衡ある収支の確立につとめる。特に、証券業者の収入は市況に左右される不安定なものであるから、広告宣伝費、人員の採用、支払利息等の金融支出、支店出張所等の店舗拡大等の経費を極力適正にとどめる必要がある。また、一般投資者を相手とする証券業者が多額の有価証券（とくに株式）を所有することは、その価格変動により経営の基盤を危険にさらすばかりでなく、さらには不況の場合に資金の逼迫を招く最大の要因ともなるので、有価証券の所有は営業上必要最小限にとどめる必要がある。

②については資産の健全性を確保し、内部蓄積の充実をはかるためには、原則として有価証券の評価は低価法を採用し、さらに価格変動準備金、貸倒準備金、減価償却引当金、退職給与引当金等企業経営の合理化のため認容される税法上の特典は全面的に利用し、それらの許された限度額まで積立てを行う。また、不良資産については一定具体的計画のもとに、その償却を促進する。賞与、配当等の社外流出は極力切り詰め、社内蓄積の充実を図る。また、企業の安定性を阻害するような長期借入金等の固定負債については、経営の安定を期する観点から極力資本金に振り替えるよう指導する。③については、経営の健全化を期するために、立替金が長期化しないよう留意し、また、役員や役員の兼営するほかの事業や、同一資本系統にある会社、その役員等に対する立替金、貸付金、出資金等で資金の長期固定化を防ぐ。さらに、不動産の取得を制限し、営業用不動産を必要最小限にとどめる。

以上のような諸点はその主なものであるが、これは要するに証券業経営の基本は、陥りがちとなる証券売買益依存の経営方針を捨て手数料中心の健全なブローカー業務に専念すべきこ

と、第二に、内部留保を厚くして不況にも耐える安定経営を行うこと等が趣旨である¹⁰⁾。

②最低資本金引上げ

証券取引法は、証券業者の登録拒否要件の一つに、「資本の額が公益又は投資者保護のため必要且つ適当であると認められる金額で政令で定めるものに満たない会社」を定めている（法第31条第1項第2号）。これが証券業者の最低資本金の制度であって、証券取引法の制定当初には法定されていなかったが、1950年の法律改正で採用されたもので、その趣旨は登録拒否要件を厳格化することにより証券界の整備政策を推進するところにあったとされている。この証券業者の最低資本金は、具体的には「証券業者の登録、資本の額、純財産額及び営業用純資本額等に関する政令」の第4条に定められている。この政令が1963年6月25日に改正されて、証券業者の最低資本金が引き上げられた。アンダーライター、セリング業を営む業者は、最低資本金が1億円から2億円に引き上げられ、会員業者（東京・大阪）は5,000万円から1億円に、会員業者（名古屋）2,500万円から5,000万円に引き上げられている。最低資本金引上げは、証券業者の自己資本を充実して企業としての経営基盤を強化し、もって投資家保護をしようとするところにその狙いがあった。

証券業者については登録制が採用されているため、その開業は比較的自由であるが、証券取引法の施行以来今日までの間に、登録された証券業者の約6割が登録抹消されているというのが実情である。証券業者の経営が不安定となっている理由は、株式を主力商品としているため、価格の変動の影響を受けやすいことにある。そこで、望まれる経営の安定策としては手数料を中心とした安定収入の確保、固定資産の減少と資金の流動化、負債の減少等があげられるが、

10) 理財局証券年報編集委員会編（1963）pp. 280-281.

自己資本の充実も当然のことながら、重要な施策の一つである。

③投信勧誘態度

投資勧誘態度の是正は、証券業界の体質改善の一環として重要なウエイトを占める事項である。従来の証券行政では、その中心が証券業者の財産・経理の内容等におかれていたが、検査結果や投資家からの直接の陳情、外部からの間接の譲歩からすると、証券業者の投資勧誘態度が適切さを欠いたために投資家が被害を受けている事例が多かった。証券取引法第1条にいう投資家保護には、いろいろな面があるはずであるが、投資勧誘態度の是正もその一面をなすものであり、健全な投資家を育成し、善良な投資家を資本市場から離散させないためにも、十分に反省、検討しなければならない問題である。このため、この1963～1964年、行政指導もこの点に相当のウエイトを傾注し、通達、勧告、個別指導においてもこの種のものがかなり多くなっている¹¹⁾。

④店舗行政

1962年度が店舗の新設、移転について当該業者の財産経理の状況に照らし、節度を求めた年であったのに対し、1963年度は、店舗の新設、規模を拡張する移転等を抑制するのみならず、証券業界の業況の推移に対応して、合理化のために、積極的な店舗の整理統合計画の検討の着手要請にまで、行政指導をさらに一歩進めた年となった。その結果、店舗数は、2933店から2895店に減少している¹²⁾。

このように、証券会社に対する監督は強化されつつあったが、それでも、多くの問題が発生しているため、証券行政は免許制に移行することとなる。

2-2 証券行政の転換

1964年新設独立した証券局は、その最初で

した最大の仕事としては、証券取引法の改正(免許制)を進めたことであった¹³⁾。証券恐慌のさなかに証券取引法改正案は成立した。「無担保、無制限」と宣伝された日銀特融(形式的には有担保、実質的には無担保)が決定されたのは、改正案成立の数日後で、証券取引法改正法(1965年法第90号)公布と同日、時間的には公布された日の深夜であった。したがって、証券業免許制そのものは証券恐慌より浮上した性格を持ったわけではないが、証券恐慌は証券局の免許行政の実際の運営方法に多大な影響を与えた。

免許制転換をベースに、証券恐慌に至る過程で問題になった諸現象に行政がどう対応したかは、以下のようにまとめることができる¹⁴⁾。第1に、証券業営業の基本的な規制理念を登録制から免許制に変更するにあたって、非常に厳しい基準を課し¹⁵⁾、その結果、1962年度601社あった証券会社は、1968年には277社に減少した。第2に、免許制による事前予防的取締り行政を徹底するとともに、ブローカー業務に比重を移すように指導していた。第3に、証券行政自体が自覚を持って、市場の拡大に対する後追い型行政から、事前予防型行政に転換した。営業免許制とは裏を返せば免許責任が行政当局にあり、破綻を極力回避する義務があることを意味した。第4に、投資家保護の問題が取り上げられた。株価がピークに達した後の低迷局面では繰り替えされることであるが、60年代も堅実な投資家の市場離れという事態が生じた。零細資金を証券市場に注入する個人・大衆投資

13) 1968年に証券業は登録制から免許制へ移行するが、後でみるように、検査方針に変化は見られなかった。

14) 小林和子(1995) pp. 124-127.

15) 最低資本金はブローカー、ディーリング、アンダーライター、セリングを営む業者の場合は2億から30億になり、アンダーライター、セリングのみ営む業者の場合は2億から10億へと大幅に引き上げられた。

11) 理財局証券年報編集委員会編(1964) p. 198.

12) 理財局証券年報編集委員会編(1964) p. 212.

家を適切に保護するために、証券会社に所属する外務員の登録規制を一步進め、顧客・取引関係の事務処理を厳正にした。それでもなお証券会社側の過失で顧客に損害を与えた場合に備えて寄託証券補償基金が設立された（1969年）。

このほか、企業情報の開示とその適切性の確保（公認会計士規制の強化）が進行した。企業情報の適正な開示（ディスクロージャー）と公認会計士規制が強化される背景には、1962、1963年の証券会社による粉飾決算、1964年のサンウエーブ、1965年の山陽特殊鋼の倒産が粉飾決算による倒産、その影響による証券会社の関連倒産（証券会社も粉飾決算）が起きているためである。1966年の商法改正によって監査法人制度が導入され、公認会計士協会への強制加入が実施された¹⁶⁾。

2-3 証券市場に対する監視機構

①取引所検査

証券市場において株価が公正に形成されているかどうかを監視する機構として、証券取引所は市場部、売買審査室および考査室を設けている。1960年代後半から1970年代前半の東証理事長は日銀（井上敏夫）、大蔵省事務次官（森永貞一郎、谷村裕）の出身となっているため、証券取引所の監視も証券行政の一環として見なすことができる。証券取引所の監視機構は、①時価発行増資期間中および時価転換社債の発行期間中の銘柄の価格形成、②仮装売買、馴染み合い売買および相場操縦、③内部者取引（インサイダー取引）など¹⁷⁾を監視している。その方法として、市場部は各ポストにおいて全銘柄を常時監視し、不適正取引の疑念があると認められたものについては執行会員の担当者から事

情を聴取し、実体に応じて当該会員の市場責任者に注意を喚起するか、さらに詳しい調査を売買審査室に依頼することとしている。

売買審査室は、監視の過程で不自然な価格形成あるいはインサイダー取引等売買内容に疑念があるものについて、会員から売買内容報告書を徴して書面審査し、さらに必要に応じて事情を聴取し、その結果、規程等違反の取引が認められたときは、この種取引の再発防止のための措置をとるとともに大蔵省に報告することとしている。考査室は、会員に対する臨店調査の際に、相場操縦、インサイダー取引、一律集中的推奨販売等の疑いのある取引が発見された場合は、売買審査室に連絡する。また、売買審査室の調査の過程で、臨店調査が必要になった場合には、考査室が機動的に会員の特別考査を行うなど相互に協力する体制をとっている。

以上のほか、市場部、売買審査室および考査室は、定期的に売買管理に関する情報交換、相互研究を行うため連絡会議をもち、3者間の有機的連携の徹底・強化を図っている。なお、東京証券取引所以外の各証券取引所においてもほぼ同様の監視機構を設けている。

②大蔵省の市場に対する検査

また、大蔵省は、取引所監理官および流通市場課市場監視班を設け、上記取引所および証券会社の市場監視活動を注視するとともに、大蔵省と財務局の証券検査に際し株価形成の実態把握に努めている。これら監視機構は、1972年以降整備充実されたものが多く¹⁸⁾、証券取引所は売買審査部門の人員を1973年度中に8名増員するとともに、考査部門との関係強化を図っている。総合証券会社は1973年6月監視機構の整備充実を申し合わせるとともに、各社独立した審査部門を設けた。また、大蔵省では、

16) 大蔵省財政史室編（1991）p. 640.

17) このほか、大口の対当売買（クロス取引）、一律集中的推奨にかかる売買取引、安定操作可能期間中における売買取引、その他各種情報に基づく不正取引等も監視している。

18) 1972年以降に整備が充実にされる原因は、定かではないが、1971年のニクソンショックの際、株価の乱高下があり、その際に証券会社が株を買い支えたことが考えられる。

1972年4月証券局総務課に市場監視班を設け、その後、これが1973年7月新設された流通市場課に移された際に人員も2名から3名に増員した¹⁹⁾。

大蔵省の証券市場に対する監視機構について見ると、取引所監理官および流通市場課市場監視班は、証券取引所および証券会社における監視機構の活動状況の報告を受け、これらが十分に機能するよう指導している。また、各種情報に基づいて取引所または証券会社に対し調査を指示し、これら監視機構を補完している。このほか、大蔵省・大蔵省財務局の証券会社に対する定期検査においても株価形成の実情を把握するため、①時価発行増資または時価転換社債発行に際し、証券会社、発行会社等による相場操縦等の有無、②発行会社、証券会社の関係者の計算による価格操作の有無、③証券会社による特定の銘柄の大量販売の際の価格操作の有無、④特異顧客の取引に関連した価格操作の有無、⑤作為的な情報ないし適正を欠く情報開示を利用した価格操作の有無等を重点項目としている。また、特定の銘柄について異常が認められた場合には、当該銘柄の株価変動原因、売買内容、価格形成の実態等をすみやかに把握するため、随時機動的に特別検査を実施することとしている²⁰⁾。

このように、証券市場に対する監視は、証券取引所及び大蔵省による二重のチェック体制となっていた。

3 山一証券に対する大蔵検査

3-1 大蔵検査の概要

本節は、60～70年代の検査方針について検討することとしたい。60年代の検査方針は、証券市場の激動を反映して、目まぐるしく変

化した。理財局証券年報によれば、1962年の検査方針は、財産状態、不公正取引の有無などをチェックしていた。特に、簿外経理、簿外負債に重点をおいて検査を実施した²¹⁾。そして、1963年度の証券市場は、景気の回復と企業の業績向上を期待した前年度末からの異常な株式市場の活況に始まったが、アメリカのドル防衛策の具体化、ケネディ大統領の暗殺等の海外の事件を契機として数年来証券市場に内在してきた諸問題が改めて表面化することとなり、結局、年度を通じて株式市況は低迷を脱することはできず、証券業者の業績も著しく悪化したため、1963年の検査方針は、簿外経理及び内部管理体制に重点をおいて検査を実施した²²⁾。

証券局年報によれば、1964年度の株式市場は、日本共同証券の買い出動を契機として、年度当初の2～3カ月間やや明るさを取り戻したかに見えた、その後年度を通じて低迷を脱することができず、株価は低位に終始したため、証券業者の売買高は激減し、業績の悪化が一般化することとなった。このような経済情勢の下で、証券検査は、営業態度、投資勧誘態度の監視に重点をおいて実施した²³⁾。1965年度は年初の市況低迷とその後の株価回復の状況の下で、財産経理及び対顧客取引に問題がないかを検査の重点項目とした²⁴⁾。1966年度検査は、いざなぎ景気の影響により、証券会社の経営は著しく改善していたため、財産状態、営業状況、経営全般にわたる実体把握などに重点をおいて検査を実施した²⁵⁾。

1970年代の検査方針は、①証券会社の顧客に対する営業態度が適切か、②証券市場における価格形成が公正か、③証券会社が健全な財産内容および収支基盤を有しているか、④証券会

21) 理財局証券年報編集委員会編(1963) p. 341.

22) 理財局証券年報編集委員会編(1964) p. 265.

23) 大蔵省証券局年報編集委員会編(1965) p. 220.

24) 大蔵省証券局年報編集委員会編(1966) pp. 213-214.

25) 大蔵省証券局年報編集委員会編(1967) pp. 187-188.

19) 大蔵省証券局年報編集委員会編(1976) pp. 121-123.

20) 大蔵省証券局年報編集委員会編(1976) pp. 121-123.

社の内部管理は厳正に行われているか、の諸点の把握に重点をおいて実施していた。

こうした検査方針がとられた背景には、証券会社の過当勧誘、頻度の高い乗換売買、不当な株価形成が発生しているからである²⁶⁾。

大蔵検査の範囲に関しては、60年代は4社一括の検査(1961)から2社単位の検査(1964)へ、最終的には1社個別検査(1966)となっている。このように60年代の検査は次第に精密な検査となっていた²⁷⁾。

3-2 60年代の大蔵検査²⁸⁾

3-2-1 1964年の大蔵検査

まず、証券危機前における経営体制について述べる。1964年の経営体制は小池会長・大神社長体制であった。大神の経営方針は強く株式に依存する経営方針を採っている。1962年以降、株価が下落過程に入っても、積極的に株式を買い付けていた。そのため、証券不況の過程で経営不振に陥り、山一証券は経営破たんの道を歩むこととなった。

続いて、1964年の大蔵検査はどのような状況であったかを見ていきたい。検査では以下のようなことが指摘された²⁹⁾。

①経理状況

人員、店舗の過剰投資を行った結果、固定経費の急増を招いている。借入金が増加の一途を辿って膨大な金融損失を招く半面、経済情勢の変化に対応する経営の転換を怠り、収入が激減

したことにより、経理内容が悪化している。自己資本は64億円の負債超過であり、担保繰りの悪化と運用預かりの保有率の制限が超過している(7%)。そして、決算には不正がみられた。1962年及び1963年決算において、実際損失52億円及び81億円を、公表利益17億円及び3百万円にするための決算工作を行っていた。

②営業状況

株式においては、大量販売に際しての買廻り、空バイカイ、相場操縦、差金決済取引、債券の買戻し条件付売買が認められる。投信においても、立替入金、設定日以後の募集、自己設定分の元本買取が認められる。以上のように営業姿勢並びに法令違反が見られた。社長書簡、部長通達等には立派な営業方針が明示されているが十分組織の末端にまで徹底されていない。

③経営全般について

会社の経営が組織的、合理的に行われていない。機構は立派であるが、人のために作られている。各職位の職責が明確でなく、責任の所在はあいまいなものとなっている。未公開の2部銘柄を数多く抱えているが、不十分な調査のまま、組織的未調整のうちに取得されている。このほか、業者としての限界を超え、企業育成の責任があるかの如き錯覚を犯している。総じて、経営のルールは確立されているが、問題はそれが十分守られていない、かつ、守れない理由を糾そうともしないのが問題である³⁰⁾。

以上のような指摘に対して、山一証券は以下のように反論を試みている。

①負債倍率超過

営業用純資本額は310億円の負債超過となっていた。負債倍率超過の要因は積極営業路線の失敗、市況によるものがある。その要因を見ると、第一に、収支不足と経費増があげられる。山一証券によれば、1959、60年の好況時以来証券貯蓄運動の強力な推進を行うため人員

26) 大蔵省証券局年報編集委員会編(1976) pp. 194-196と大蔵省証券局年報編集委員会編(1978) pp. 212-214。

27) 大蔵検査講評要旨(1966年3月) p. 37。

28) 本節が1960年代の中で、1964年及び1966年を分析対象としているのは、65年の経営破綻が山一証券の内部ガバナンスに変化をもたらしたかどうかを検証するためである。

29) なお、本検査では、大蔵省による推問書と山一証券の答申書が対応していない形となっている。推問書の枚数は24ページ、答申書は34ページとなっている。

30) 大蔵検査(1965年1月) pp. 1-5。

の拡充、店舗諸施設等の大幅増設拡張を行い経費増にもかかわらず、1961年以降市況は概して不振の一途を辿り、それがために収支が悪化した。経営の失敗及び市況の不振にその原因を求めているといえる。第二に、手持有価証券の増大による評価損と売買損が発生したことが影響していた。山一証券によると、高度成長政策進展に伴う産業界の増資盛行と第二部市場開設は山一の長所たる法人関係取引の優位を高度に発揮させ、増資、新規公開共に累年東証上場扱量の35-38%のシェアを占め業容拡大と収益の増加をもたらした。しかしながらその反面公開、未公開の手持株を著増させた。これが圧縮を期したにもかかわらず1962、63年は機会を逸し、漸く損切をも覚悟しての圧縮強行を決意した1963年後半以降は、株価安定あるいは市場対策上の諸措置、協力等、その進行は意に任せず、これが実現見るに至らないまま値下がりによる大幅な評価損を生じ、そのため一部は売却損として経常収支を悪化させた。市況が不振なため損失が発生したと反論している。第三に、設備投資増大に伴う固定資産増と資金の固定が経営の悪化をもたらした。山一証券によれば、急速な店舗の新增設あるいは社宅その他福利厚生施設の新改築、事務合理化による機械化等一連の設備投資及び関係会社への投資等固定資産の増大は負債倍率超過の主たる原因となっている。ここでは、経営の失敗があったことを認めている。

山一証券は改善策として経常収支の均衡化、所有不動産の売却処分による売却益の資本勘定繰入、増資の実行、固定資産の流動化などを実施し、これにより、負債超過はなくなり、負債倍率は20倍以内と答申した。

②決算工作

1962年及び1963年、実際損失52億円及び81億円を公表利益18億円及び3百万円にするための決算工作を行っていた。1962年は52億円の損失を株式移動による売却益で相殺、1963年は81億円の損失を土地売却益、株式移動に

表1 決算工作項目

年	項目	金額 (百万円)
1962	株式移動による売却益	5,261
1963	土地売却益	2,126
〃	株式移動による売却益等	5,184
〃	価格変動準備金繰入不足	598
〃	賞与繰延計上分	214

出典：大蔵検査答申書（1965年1月）p. 1.

による売却益、価格変動準備金繰入不足、賞与繰延計上分と相殺している（表1）。山一の説明によると、たまたま株価に波乱があり、その結果大きな評価損と同時に銘柄によっては評価益が生じた。そこで、利潤の均衡を図るため株式移動により売却益に還元する処理を行った。また、不動産については固定比率の改善と企業採算の明確を期するため売却した³¹⁾。確かに、利益平準化は法律違反ではないが、平気で利益平準化を行う経営姿勢に問題があるといえる。

3-2-2 1966年の大蔵検査

まず、1964年に経営不振の影響を受けて、山一証券の経営体制が変化した。小池会長・大神社長体制から大神会長・日高社長体制に変わった。日高社長は興銀出身で、その関係で経営方針は大神社長時代と大きく異なる。大神社長時代の株式に積極的な経営方針から保守的で大量推奨販売をしない経営方針にシフトする。銀行出身であることが関係し、大蔵検査では後述するように、受検態度も大神社長時代と異なり、真摯なものへと変化した。ところで、日高輝は、①東大法学部出身、官僚志望、②日産化学の経営立て直しに成功、③三菱、富士、興銀の頭取から説得され、山一証券の社長に就任の経歴の持ち主で、政府による検査に対して協力的な態度を採ると考えられる。

さて、大蔵検査では以下の問題点が指摘され

31) 大蔵検査（1965年1月）p. 1.

た³²⁾。

①内部ガバナンスの改善と限界

大蔵検査講評要旨では、受検態度については、社長通達によって、検査の目的が円滑かつ速やかにされるようとの指示があったため、非常によくなっていた。しかし、末端においては社長の意図が十分に徹底されていなかった。

続いて、組織及び運営について見ると、1964年7月の検査以降17ヶ月を経過し、その間、新経営陣の下に鋭意再建に着手し、その努力は顕著なものであるが、なお未だ組織的な運営の面に欠けるところがあり、経営合理化の効果が発揮されていなかった。具体的には、健全化方策を打出して、積極的に前進体制に移ったのは1965年春になってからのことで、それまでは全く過去の惰性に推移していて、現在漸くその緒についた。従来は、種々な美名の下に社内における責任の所在が曖昧にされがちで、責任不在の経営であったが、1965年6月の機構改革により、各職位の責任権限が明確化されたことは確かに大きな進歩である。しかし、適正な人事配置が十分されていないため、職責を発揮しえない現状にある。一方、支店の営業態度を見ると、各店まちまちで、社長の意図する「本支店の一体感」の方向に進んでいない。「営業姿勢の正常化」についても机上プランに終わっているという問題が残されている³³⁾。

②財産経理

財産経理状況においては、純財産額は－61億円となっており、負債倍率の超過も無限大となっている。今回の大蔵検査でも決算工作が指摘されて、1964年及び1965年の実際損失99億円、51億円を、損失34億円と41億円に見せかけていた。

32) なお、本検査では、大蔵省による推問書と山一証券の答申書が対応していない形となっている。推問書の枚数は20ページ、答申書は39ページとなっている。

33) 大蔵検査講評要旨（1966年3月）pp. 1-2.

③関係会社の資産処分、対顧客関係

関係会社の資産処分においては、合理化対策として極めて重要であるのに拘らず、遅々として進まず、その内容の実態把握、管理、整理等について改善する必要があった。このほか、顧客立替金、保証金の預託不足、自己融資の減少、貸付金の回収も改善する余地があった。営業面では、対一般顧客の株式売買にあたっては、従前の安値による決め商いの習性から脱却しえず、依然として株式部による営業体援助のための株価操作が行われている。見込バイカイも量的には減少したが未だ解決に至っていない。対法人顧客関係では、株価維持、値付けバイカイ、バイカイ直後の株価操作、自己関与のバイカイ等株価工作の勧奨容認、あるいは法人筋の債券放出時に不適正の処理があった³⁴⁾。

これら大蔵省の指摘事項に対し、山一証券は以下の通り答申した。

①経営合理化

経営陣交代前後の山一証券は、前回検査時（1964.7）にも大蔵省が指摘したような資産状態のうえに、なおかつ毎月の経常損益は金融損失を含めて数億円に及ぶ欠損が生じていた。従って早急に出血を止め、収支の均衡を図ることが重要であった。1964年12月に健全化委員会を中心に総合収支均衡計画の立案推進に着手した。店舗網の統廃合、遊休不動産などの処理を断行した。これにより、営業経費は、25期上半期（1964/10～1965/3）月平均10億円から8億円台へと大幅な縮減が進み、期中を通じて山一の体質は大幅に改善された。

営業姿勢の正常化については、法の厳しく要請するところであるが、山一としては法によって他律されるまでもなく、むしろ自律的に法の精神に遵うことが山一の信用を維持し、新しい投資層を誘引する道であることを痛感している。従来ややもすれば収入との兼ね合いにおいて、正常化の推進が阻まれる面もあったが、本

34) 大蔵検査（1966年9月）pp. 1-21.

来的には両者背反するものではなく同時に解決すべきと認識している。今後はかかる認識の下に積極的に新規開拓を行い、客層の量的、質的な充実に努め手数料収入の基盤強化を図る。なお、今回の検査講評に関連して、去る3月17日全国部店長会議を開催して、全社的に問題点の検討を行ったが、4月下旬にはブロック別部店長会議を開催、改正証取法下における正常な営業体制の確立につき真剣に検討を行った³⁵⁾。このように山一証券は新規開拓や正常な営業体制の確立に向けた努力を行っていて、トップの経営姿勢は大幅に改善されていると見てよいだろう。

②純財産額

純財産額喪失の主たる原因は、1959～1960年の好況時以来の人員、店舗施設等の拡充により経費増を招いた反面、1961年以降の市況不振により収入が伴わなかったため及び増資盛行と第二部市場開設等に伴い手持株式が増大し、圧縮に努力したにもかかわらず、市況反落により処分機会を逸した。このため大幅な評価損を生じ、一部では圧縮強行による売買損が生じた³⁶⁾。

そして、健全化政策でこれらを改善する方策を実施した。1965年5月に至り、図らずも山一再建案の公表を契機として証券界に対する不安が増大し、借入有価証券、投資信託等の返還請求、解約等の激増を招き、信用不安防止のため日銀法第25条の発動に至ったものの、1965年7月以降の市況好転も幸いして純財産は逐次回復の方向に向かっているが、過去の赤字及び今回の検査において関連会社における純資産の不足状態があるため、今回検査時点では純財産の回復、負債倍率の是正は僅少にとどまった。今後なお一段の企業努力を重ねることはもちろんであるが、さらに抜本的な総合対策が必要のため、新会社設立について目下準備を進めてい

る。山一証券は増資によって、経営を改善するという具体策を打ち出すことができています。

③決算工作

1964年及び1965年の実際損失99億円、51億円を、損失34億円と41億円にするための決算工作を行っていた。1964年は99億円の損失を株式売買益、評価損の隠蔽、不動産売却益で相殺、1965年は51億円の損失を不動産売却益で相殺している(表2)。山一によれば、1964年9月期は前期に引き続き市況不振の状態にあり、評価損、売買損等の発生は依然として大きく、これらをカバーして利益の平準化を図る必要に迫られ、やむを得ず手持株式を関連会社に譲渡して売買益を実現させた。不動産売却益は上記理由のほか、固定比率の改善、採算の明確化等を目的として不動産の譲渡を行った結果生じた。いずれも法令上許容される範囲の評価額をもって譲渡を行ったものであるが、このようなことを行わざるを得なかったことは誠に遺憾であった。次に、1965年9月期の不動産売却益については、健全化計画に基づく固定資産売却にあたり、山一を当事者として売却成約したため、関連会社から物件を買戻し、山一が売却にあたり、その結果差益が生じた³⁷⁾。前回の検査と同様利益の平準化を行っているが、「誠に遺憾」という言葉にみられるように反省している姿勢も見せている。

3-2-3 小 括

1964年の大蔵検査からは、山一証券が大神社長体制の下で、概して経営悪化の要因を市場に求めており、ほとんど自己責任を認めていなかったことがわかる。すなわち、受検態度が悪く、負債倍率も超過し、株価安定策の失敗に経営不振の原因があるとし、積極営業路線への反省はほとんど見られなかった。このほか、職務の責任の所在もあいまいであり、会社自体が組織的になっていなかった。こうした経営体質が

35) 大蔵検査(1966年9月) pp. 1-3.

36) 大蔵検査(1966年9月) p. 5.

37) 大蔵検査(1966年9月) pp. 6-7.

表2 決算工作項目

年	項目	金額（百万円）
1964	株式売買益	3,944
〃	評価損の隠蔽	1,157
〃	不動産売却益	1,413
1965	不動産売却益	1,039

出典：大蔵検査答申書（1966年9月）p. 6.

山一証券を戦前の四大証券の筆頭から業界第4位に転落させ、経営破綻させた大きな要因となったのではなかろうか。

さて、経営破綻した山一証券は、日高社長体制の下で経営再建を取り組むこととなった。1966年の大蔵検査をみると、経営姿勢の改善が見られ、山一自身が増資によって経営改善の努力を行っていることが見受けられた。決算工作に対しては、1964年と同様に利益平準化を行っているが、反省の姿勢を見せている。内部ガバナンスも日高社長体制の下でかなり改善されている。例えば、職務の責任の所在が明確になっていることがあげられる。このように、内部ガバナンスが改善されている中で、なぜ山一証券は1997年に経営破たんするのか。次に、70年代の大蔵検査を分析することでその手がかりを探してみよう。

3-3 70年代の大蔵検査³⁸⁾

3-3-1 1974年の大蔵検査

60年代後半に経営再建の道を歩んだ山一証券は、70年代前半には経営再建が一段落し、経営体制も刷新された。1972年にはプロパーの植谷社長が就任した。植谷社長は山一出身であるため³⁹⁾、日高社長時代の政策を次々と変更

していった。具体的には、株式営業を中心とする従来型の大量推奨販売の路線を採ることとなった。

1974年10月24日の大蔵検査では、大蔵省は山一証券に対して以下のようなことを指摘している⁴⁰⁾。

①経理状況

山一証券の財産状態については、純財産額703億円、負債倍率2.0倍と特に問題はないが、1972年の後半から、営業力および経営体質の弱体化により、業績の低下が著しく、経営収支が悪化している。また、資金繰りは、事業法人等の金融クロスの要請及び顧客の預かり金の減少等により余裕資金が極度に減少している。

②営業

一般営業面では、三菱鉱業セメント等に代表されるように、予約販売方法による大量販売を推進しているが、大量販売の銘柄のなかには、他社の推進している銘柄を追従的に取り上げる傾向がみられ、推進の時期が高値圏となっていた。このため、大口顧客中心である信用取引顧客において、多数の顧客が取引中止または休止していた。このほか、過度の回転売買、売買一任取引等手数料収入を上げるための過当勧誘がみられた。

③内部ガバナンス

内部管理は、一応管理体制が整えられているかにみえるが、大口顧客や特定社員等に対する管理が形式的になっている等、管理上の不備が多数みられた。内部管理の不徹底により不祥事件等の事故発生 の件数も増加した。

以上のような大蔵省の指摘に対して山一証券は以下のように答申している。

38) 本節が1970年代の中で、1974年及び1977年を分析対象としているのは、日高社長からその座を引き継いだ植谷社長の経営方針の下で、山一証券の内部ガバナンスと外部ガバナンスとの関係を検討するためである。

39) 山一出身者には、大神社長のように大量推奨販売をするという特徴がある。

40) なお、本検査では、大蔵省による推問書と山一証券の答申書が対応している形となっている。答申書の枚数は133ページとなっている。推問書は大蔵省から山一証券に出されたと思うが、残念ながら史料に残されていない。

①経理状況

1972年9月期に12%配当を実施(1970年9月期6%:1971年9月期8%),また前後2回の公募増資によって純財産額の増加をはかるなど,その業績,財務体質,営業力は漸く4社並みの水準まで回復するに至った。しかし,1973年以降の内外経済環境の激変とりわけ同年秋の石油危機を契機に一段と高騰した異常物価,更にはこの間一貫してとられた強力な金融引き締め政策は,株式市場の不振を招く等証券会社の経営にかなりの影響を与え,これによって山一証券の1974年の9月期の業績は大幅に低下した。特に,このような厳しい環境下にあつて,債券の販売力の劣勢は山一証券の業績低下を増幅させる大きな要因となったことも事実である。ここでは,営業不振の原因を市況に求めている。

②営業

山一証券は,経営基盤の強化充実に基本方針とし,特に株式営業の質的改善に注力した。具体的には,顧客層の拡充,営業資産の拡大を推進するとともに,営業の正常化に対し特段の配慮を払ってきた。一例として,株式の銘柄選定につき,1973年2月の前回検査以降,いわゆる全店一律方式を極力排し,投資勧誘に行き過ぎが生じないように十分留意したことなどがあげられる。日本経済は成長力鈍化の時代を迎え,証券会社の経営環境は,証券営業に対する社会的諸制約及び損益分岐点の上昇等によって一段と厳しさを増している⁴¹⁾。ここでも,営業不振の原因を市況に求めている。

③内部ガバナンス

内部検査を年2回から随時重点方式,社員の株式売買ルール of 徹底をはかることとした⁴²⁾。山一証券は,改善すると答申しているが,具体策が出されておらず,形式的なものとなっている。

3-3-2 1977年の大蔵検査

1977年1月19日の大蔵検査では,大蔵省は以下のような問題点を山一証券に指摘した⁴³⁾。

①株式営業

株式営業では,特定少数の銘柄に売買が集中する度合いが比較的低く,一見穏やかな営業が行われているように認められるが,富山化学などにみられるように,増資等の有力な情報と幹事競争等を背景として強力な営業推進が行われる場合には全店的に継続して集中販売が推進されている。その推進に当たっては,一般顧客に成行買いを強力に奨め,これを寄付きまたは大引けに集中して株価を高騰させ,さらに,ザラ場においては,法人顧客を動員して下値支えと買上りによる高値形成を行って相場を形成している。

また,一般顧客に買付を勧誘するに当り,他銘柄の乗換えが目立っており,過度の回転売買が認められる。このような集中販売は,時価発行増資の発表直前に行われている事例が多くみられ,意図的に増資等の情報を提供して買付を集中し株価を上昇させて幹事競争を有利にしようとしている疑いがある。このほか,山一証券は,低位株の取扱いが多く,無配株や興人などの倒産株を大量販売で推進するなど目先に迫る営業が目立っている。そして,法人営業は,媒介を利用して,法人顧客の損益調整または資金調達を目的とした株式の条件付き売買や,自社株売買を媒介によって大量に継続して取引を行い,市場集中義務に反し適正な価格形成をゆがめている。また,公募株の取扱いについても発行会社の要請により,親引け枠を超えた売先指定の取扱いをするなど,取引関係維持のため法

41) 大蔵検査(1975年8月)p.2.

42) 大蔵検査(1975年8月)p.3.

43) 山一証券の財務状況は好転し,純財産額は961億円となり,純財産額比率377.9%,法定負債比率2.0倍となっている。なお,本検査では,大蔵省による推問書と山一証券の答申書が対応している形となっている。答申書の枚数は194ページである。推問書は大蔵省から山一証券に出されたと思うが,残念ながら史料に残されていない。

人の無理な要請を安易に受入れて営業を行っている傾向が強い。

②債券営業

債券営業は、営業体制の整備が遅れ、債券取引の拡大に伴って山一証券の支配するマーケット内における稼働商品が不足気味で、法人顧客の要請に応じられない状況が生じており、特定歩合外務員や信託銀行をダミーとして積極的な品集めが行われている。投信営業は、買取率は4社中最も高く、また、新ファンドの設定に当たっては現金入金率が低い。投信からの乗換率も相当高くなっているにもかかわらず、これについて大蔵省に対し行政指導の枠内にあるよう虚偽の報告をしている。内部管理は、営業強化のため営業部門への配置転換が積極的に行われていて、管理部門での人材不足が生じ、管理の徹底を欠いている。このため、社員の自己売買についてのチェックや歩合外務員など営業員に対する管理がずさんとなっているほか、顧客管理、事務管理等全般にわたり不備が多く認められる⁴⁴⁾。

以上のような大蔵省の指摘に対し、山一証券は以下のように答申している。

①株式営業

山一証券では、顧客層を拡大し、営業資産の拡充を図り、持って経営基盤の強化充実を図ることを目的として営業活動を展開している。具体的には、①投資勧誘に際しては、顧客の投資意向、資力投資経験等に適合するよう十分配慮する。②顧客の投資判断に資するための株式投資情報は、客観的かつ正確を旨として、タイムリーかつ公平に提供する。③株価の形成に関しては、特にそれが公正に行われるよう留意することとしている。この結果、営業部門においては過当勧誘等による顧客とのトラブルは、著しく減少した。一方、オイル・ショック以降の投資家の株式投資態度には低成長経済下という現実を踏まえて、比較的短期間の売買を指向する

傾向となっている。このような傾向はやむを得ないと考えている。ここでは、山一証券は、顧客の短期間売買の原因を市況及び顧客に求めている、反省は見られなかった。

山一証券によれば、富山化学については、たまたま、富山化学が新薬の開発を契機として業容に飛躍的拡大が見込まれ、さらに株主への利益還元も期待されたため、一部の営業店が顧客層の拡大を図るため顧客に紹介し、株価操作をする意図はなかった。しかし、結果的にせよ売買高及び株価の急伸を招いたことは誠に遺憾であった。ここにおいては、山一証券は一応反省の姿勢を見せている⁴⁵⁾。

無配株の販売に関しては、大鳥繊維工業は無配が続いていたが、業績が回復し、復配の見込みが立ったので推進した。興人については、購入客の大部分は投機客で、一部は資金の性格、顧客の投資意向に沿わないことが見られ、これらに関しては今後改善する⁴⁶⁾。ここでは、山一証券は改善する態度をとっているが、一部購入客の性格に合わない株式の大量販売が見られ、内部ガバナンスに問題があったと言える。法人営業では、オイル・ショックによる影響で資金調達を目的とした株式売買の媒介、自社株の媒介⁴⁷⁾が発生し、媒介が乱発気味であり、今後はかかることがないように慎重に対処することとした⁴⁸⁾。このように、山一証券は発生原因を市況に求めている、一応反省の姿勢も見せている。

②債券営業

70年代に入り、債券の流通市場は公共債の流動化の進展、機関投資家による債券運用の活発化を背景として、売買高の急拡大を見る一方、売買態様も多様化してきた。もともと債券は顧客との相対による店頭売買が中心であり、

44) 大蔵検査 (1977 年 10 月) pp. 1-2.

45) 大蔵検査 (1977 年 10 月) pp. 3-9.

46) 大蔵検査 (1977 年 10 月) p. 48.

47) 株価の暴落を防ぐため、市場を通さず、相対取引で処理している。

48) 大蔵検査 (1977 年 10 月) pp. 61-63.

44) 大蔵検査 (1977 年 10 月) pp. 1-2.

その取引方法が必ずしも定型化されていないのが大きな特徴であり、このような市場の急激な変化のなかで取引仕法、単価設定あるいは受渡方法等のルール、慣行が必ずしも定着しないまま、もっぱら現実の売買が先行するのが実情である。従って、日常の売買面においては、内規を設けるなど行きすぎが生じないよう配慮して運用している。ここでは、山一証券は適切な取引慣行の確立をするとはしているが、その中身については明らかにしていない。このような取引が発生していることはやむを得ないと考えているようである⁴⁹⁾。

内部管理については、管理部門のチェック等が十分でなく、管理に徹底を欠いていると指摘されている。また、従業員の株式売買等に関しては、「従業員有価証券取引規則」を定め、改善を図ると答申した⁵⁰⁾。

3-3-3 小 括

1974年の大蔵検査を見ると、66年の日高社長時代の答申と比べれば、植谷体制の下での答申は経営不振の原因を基本的に市況に求める。改善すると答申しているものもあるが、それらも改善策が乏しく、形式的なものとなっている。74年の答申は、66年の答申と比較すると、形式面では大蔵省に指摘された問題に個別的に回答している点で、日高社長体制での遺産がまだ残っているように見える。

一方で、1977年の答申を見ると、答申書の枚数は133ページから194ページに増加しているものの、答申が形式的となっている。象徴的には、答申書で「たまたま」という言葉が多用されていることがそれを示している。そして、有価証券の預り証の未交付が18店、3,041件と多数に上っている。1977年の経営体制も植谷社長体制であり、変化していない。この体制は82年まで続く。

この状況から考察すると、山一証券の内部ガバナンスは1974年の時点で崩壊が始まっていたことは間違いないだろう⁵¹⁾。また、大蔵省の側でも検査が形骸化し始めていたのではなかろうか。このように、1970年代には、山一証券の内部ガバナンス及び大蔵省による外部ガバナンスの双方が弱まっていた点は注意すべきであろう。

4 おわりに

高度成長期において、日本の証券行政は大きく変貌した。証券会社に対する決算指導、最低資本金引上げ、投信勧誘態度の是正、店舗行政にみられるように、証券行政は、証券業者に対する影響力をもっていた。しかし、登録制の下でも問題が続発したため、証券業は登録制から免許制に移行することとなった。免許制への移行により、証券会社数は601社から277社に減少した。

山一証券に対する大蔵検査については、64年の大蔵検査では、大神社長体制の下で検査をしているため、経営不振の原因を市場に求め、反省が見られないという特徴が見られた。66年の検査を見ると、経営再建中及び社長が日高に変わったこともあり、反省及び改善策の提示などの受検態度の改善が見られた。全般的に、日高社長に変わったことにより山一証券の経営改善が見られた。具体的には、大量推奨販売を廃止する経営方針のシフトなどがみられるようになった。

74年の大蔵検査は、社長が植谷に変わり、経営姿勢が従来型のものに戻ったように見える。植谷社長はプロパーであるため、大量推奨販売を復活させた。74、77年の答申のページ数は多いものの、形式的なものとなっていた。このように、山一証券の内部ガバナンスは、74年から欠陥が現れたと断言していいだろう。また、

49) 大蔵検査(1977年10月)p.88.

50) 大蔵検査(1977年10月)p.157.

51) 検査後の実効性を担保する示達書は、2回の検査の後には出されていないようである。

外部ガバナンスの大蔵省もその頃から検査の形骸化が始まっているように見える。

ところで、植谷久三以降の社長はみな企画室出身である。つまり、1970年代以降の山一証券では、外部の出身者が社長になることも、営業、国際課など他セクション出身者が社長になることもなかった。マネジメントの内部牽制という点であまり望ましい体制ではなかったといえる。しかも、当時の大蔵検査は内部による悪質な隠蔽工作に対応しうる体制となっていなかった。外部ガバナンスのもう1つの担い手である日本銀行については、79年に日銀考査を導入したにもかかわらず⁵²⁾、それによって山一証券の経営姿勢が変化したようには見えない。1980年代、リスクベースに進化した日銀考査、外部ガバナンスが改革されていくにもかかわらず、山一証券の経営姿勢（内部ガバナンス）が改善しない要因、そして、97年の経営破綻については、今後の研究に委ねられなければならない。

参考文献

- 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社、1978年。
 石井寛治ほか編『日本経済史5 高度成長期』東京大学出版会、2010年。
 石原定和『戦後証券市場の構造分析—高度成長期よりスタグフレーション期へ—』千倉書房、1981年。
 伊藤正直ほか編『金融危機と革新—歴史から現代へ』日本経済評論社、2000年。
 伊牟田敏充ほか編『証券経済論』有斐閣、1970年。
 小川功ほか編『大和証券百年史』大和証券、2003年。
 大蔵省財政史室編『昭和財政史—昭和27～48年度 第10巻 金融(2)』東洋経済新報社、1991年。
 大蔵省証券局年報編集委員会編『第3回大蔵省証券局年報（昭和40年版）』金融財政事情研究会、1965年。
 大蔵省証券局年報編集委員会編『第4回大蔵省証

- 券局年報（昭和41年版）』金融財政事情研究会、1966年。
 大蔵省証券局年報編集委員会編『第5回大蔵省証券局年報（昭和42年版）』金融財政事情研究会、1967年。
 大蔵省証券局年報編集委員会編『第14回大蔵省証券局年報（昭和51年版）』金融財政事情研究会、1976年。
 大蔵省証券局年報編集委員会編『第16回大蔵省証券局年報（昭和53年版）』金融財政事情研究会、1978年。
 小汀利得監修『日本の証券業と野村証券』展望社、1959年。
 加治木俊道「証券問題の行きづまりをどう打開するか」『東商』第213号、東京商工会議所、1965年、pp. 22-25。
 粕谷誠ほか編『金融ビジネスモデルの変遷—明治から高度成長期まで—』日本経済評論社、2010年。
 加藤俊彦『証券経済講座（第3巻）』東洋経済新報社、1968年。
 熊倉修一『日本銀行のプルーデンス政策と金融機関経営—金融機関のリスク管理と日銀考査—』白桃書房、2008年。
 小林和子『証券 産業の昭和社會史10』日本経済評論社、1987年。
 小林和子「不祥事と証券行政」『季刊経済研究』第17巻2号、大阪市立大学経済研究会、1994年、pp. 46-69。
 小林和子「証券恐慌がもたらした証券行政の転換」『証券研究』第112号、日本証券経済研究所、1995年、pp. 99-128。
 志村嘉一『日本資本市場分析』東京大学出版会、1969年。
 志村嘉一・野田正穂『証券経済講座（第5巻）』東洋経済新報社、1968年。
 首藤恵『日本の証券業』東洋経済新報社、1987年。
 佐賀卓雄「証券会社のガバナンス構造の欠陥と破綻処理—三洋証券と山一証券の事例を中心に—」首藤恵監修『金融サービス業のガバナンス—規律付けメカニズムの再検討』金融財政事情研究会、2009年、pp. 40-87。
 陳麗卿ほか編『證券市場—理論與實務』中華民國證券暨期貨市場發展基金會、2009年。
 鄭文瑄「1965年証券危機前後における山一証券の経営実態」『横浜国際社会科学学会研究』第19巻第1・2号、横浜国際社会科学学会、2014年、pp. 15-32。
 中村孝俊『証券経済講座（第1巻）』東洋経済新報社、1968年。
 中村裕昭『金融機関の経営管理（ガバナンス）体制』金融財政事情研究会、2008年。
 二上季代司・代田純『証券市場論』有斐閣、

52) 熊倉修一（2008）p. 183.

- 2011年.
 日興証券株式会社50年史編纂室『日興証券株式会社50年史』日興証券, 1970年.
 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史(第六巻)』日本銀行, 1986年.
 日本経営史研究所『東京証券取引所50年史』東京証券取引所, 2002年.
 日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編 第9巻 証券恐慌』日本証券経済研究所, 1994年.
 日本証券経済研究所『続 戦後証券史を語る』日本証券経済研究所, 1996年.
 日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編 第10巻 証券史談(二) 補遺他』日本証券経済研究所, 1996年.
 日本証券経済研究所『金融システム改革と証券業』日本証券経済研究所, 2008年.
 日本証券経済研究所証券経営研究会『証券会社の組織と戦略』日本証券経済研究所, 2001年.
 野村證券50年史編纂委員会『野村證券株式会社50年史』野村證券, 1976年.
 野村證券社史編纂委員会『野村證券史 1976-1985』野村證券株式会社, 1986年.
 橋本寿朗「証券会社の経営破綻と間接金融・長期雇用システム—1965年証券危機と山一證券—」『証券経済研究』第19号, 日本証券経済研究所, 1999年, pp. 11-43.
 橋本寿朗「山一證券の経営破綻と銀行管理下の再建—1965年証券危機と山一證券—」『証券経済研究』第21号, 日本証券経済研究所, 1999年, pp. 63-92.
 服部泰彦「山一證券の経営破綻とコーポレート・ガバナンス」『立命館経営学』第40巻6号, 立命館大学経営学会, 2002年, pp. 89-124.
 ハワード・デイビス, デイビッド・グリーン著, 五味廣文監訳, 野村総合研究所訳『金融監督規制の国際的新潮流—変革の道標』金融財政事情研究会, 2009年.
 遼英治「大蔵省検査体制の形成とその実態—1920年代を中心として」『金融経済研究』第20号, 日本金融学会, 2003年, pp. 128-154.
 遼英治「戦後復興期における大蔵省検査・日本銀行考査の改革」『東京大学経済学研究』第47号, 東京大学経済学研究会, 2005年, pp. 25-38.
 松井直行「証券市場再建の道—この人と1時間」『エコノミスト』第43巻3号, 毎日新聞社, 1965年, pp. 54-57.
 松井直行ほか編「官界と民間(役人時代と大蔵省のこと, 金融機関の将来を論ず)」『ファイナンス』第8巻3号, 財務省, 1972年, pp. 22-33.
 三浦寛也・新井喜太郎『現代証券市場の諸問題』千城書房, 1971年.
 宮島英昭・河西卓弥「金融システムと企業統治—日本型企业システムの多元的進化—」橋川武郎・久保文克編『グローバル化と日本型企业システムの変容—1985~2008—(講座日本経営史第6巻)』ミネルヴァ書房, 2010年, pp. 105-156.
 山一證券株式会社社史編纂委員会『山一證券の百年』山一證券, 1998年.
 山本菊一郎「金融行政」『農林金融』第5巻3号, 農林中金総合研究所, 1952年, pp. 192-195.
 理財局証券年報編集委員会編『第1回理財局証券年報(昭和38年版)』金融財政事情研究会, 1963年.
 理財局証券年報編集委員会編『第2回理財局証券年報(昭和39年版)』金融財政事情研究会, 1964年.
 一次史料
 『山一證券資料 40年不況』第4集, 極東書店, 2007年.
 『山一證券資料 国の機関』第8集, 極東書店, 2009年.

[テイ ブンセン 横浜国立大学大学院国際社会科学研究所博士課程後期]