

学位論文及び審査結果の要旨

横浜国立大学

氏名	鄭 文瑄
学位の種類	博士(経済学)
学位記番号	国社博甲第281号
学位授与年月日	平成28年9月16日
学位授与の根拠	学位規則(昭和28年4月1日文部省令第9号)第4条第1項及び 横浜国立大学学位規則第5条第1項
研究科(学府)・専攻名	国際社会科学研究所 グローバル経済専攻
学位論文題目	高度成長期における証券業の発展と限界 ―山一証券を中心に― Development of Securities Business in the 1960s and 1970s -Focusing on Yamaichi Company Limited-
論文審査委員	主査 横浜国立大学 大門 正克 教授 横浜国立大学 石山 幸彦 教授 横浜国立大学 松永 友有 教授 横浜国立大学 邊 英治 准教授 横浜国立大学 西川 輝 准教授

論文の要旨

一. 問題関心

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。近年の企業不祥事(野村証券のインサイダー取引、カネボウの粉飾決算)を検討すると、経営のチェック機能や内部統制に問題があるケースが多い。そこで、経営の執行をより厳密にチェックする役割として監査委員会の強化が検討されたり、委員会設置会社では監査委員会委員を全員社外取締役とするなどの措置が導入されたりした³。

内部ガバナンスを検討するのにあたって、まず、経営者の道德観が検討すべき事項となる。会社の機関として経営をあくする取締役、同様に機関として経営の監視を行う監査役などが、道德的経営者であること、さらに、その行いが倫理的なものに基づかなければならない。なぜなら、倫理的欠如の状態では内部ガバナンスは機能しないからである。

経営はストレスの連続であり、リスクとの対峙であり、多くの場合、素早い対応、具体的な結果が求められる。平時に倫理を逸脱する場合は少ないが、これらのプレッシャーに直面する経営者の倫理的コミットメントが高くない場合、いつかは道德的でない判断を行う可能性は大きい。「収益をあげなければ負けてしまう」「どうしても一定のシェアをとらなければ名声が落ちる」などのケースでは、一線を越え、コンプライアンス違反ぎりぎりの行為または違反をしてしまうケースもある。ここで、経営者が新機軸を打ち出して悪循環を断つ努力を行ったり、互いに諫め合いによって問題行動を踏み止まったりすることができるかは、経営者の道德観、倫理のコミットメントがポイントとなる。

しかし、経営者も生身の人間であることから、組織としての牽制機能が必要である。金融機関の

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.20-21.

経営組織には厳しい監視システムがビルトインされている必要があるが取締役がしっかりと互いの業務を監視していない場合や、馴れ合いが高じて指摘すべき点が適切に指摘されないなどの場合が問題となる。特に、社内から選出された取締役はかつての同僚や上司・部下の関係にあるため、互いの監視が甘くなる可能性がある⁴。

次に、内部ガバナンスで検討すべき事項として、経営者のリーダーシップがあげられる。ガバナンスを有効に遂行し、全組織にしっかりと根付かせるためには、経営者のリーダーシップが必要である。リーダーシップの定義はさまざまであるが、「集団の目的達成、および、集団の維持強化のために成員によってとられる影響力行使の過程」や「組織された集団の活動が目標設定と目標達成に向けて努力する影響するプロセス」と定義される。有効とされるリーダーシップ論によれば、リーダーは、まず、フォロアー（リーダーに従う立場の者たち）によって効果的なリーダーシップを発揮する人として認知されなければならない。したがって、もしフォロアーが有能なリーダーとして認知せず、リーダーシップを受け入れることがなければ、いかにリーダーが影響力を行使しても高い効果は望めない⁵。

続いて、内部ガバナンスで焦点となるのは、経営者のリスク感覚である。とりわけ、重要なのが変化への組織的対応力があげられる。成功体験があり、社風が硬直的な、まとものよい集団が切迫的状況に直面したときに起こりやすい現象に集団思考がある。自社の論理に凝り固まって社会が見えなくなってしまう、世の中の変化や社会のニーズの応えなくなることがある⁶。

さて、証券会社は社会性という性質を有しているため、証券会社が経営破綻すれば、金融システム及び経済全体に影響を及ぼすため、外部からのガバナンスは必要である。しかも、現代においては情報の非対称性が非常に大きいため、大企業と個人投資家の投資の平等性の確保及び個人投資家を保護するという観点から大蔵省や東京証券取引所の外部ガバナンスも必要不可欠となる。

本稿では、経営者の道德観、組織の牽制、経営者のリーダーシップ、経営者のリスク感覚、外部ガバナンスの視点で山一証券の経営破綻を検討することとしたい。

二. 本稿の課題

本稿と関わる先行研究に関しては、橋本寿朗、杉浦勢之、小林和子などがあげられる。橋本寿朗の研究が特に注目すべきであろう。橋本寿朗（1999a）では1965年の山一証券の経営破綻について、内部資料も参照しつつ、間接金融・長期雇用システムとの関係から分析し、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⁷。

本稿では、これらの先行研究に学びつつも、従来研究が手薄であった1960～80年代の山一証券の内部における経営状況を主に分析する。具体的には、委員会及び社員の組織牽制、外部ガバナンス、経営者のリーダーシップの視点から山一証券の経営破綻を検討する。

野村証券では、営業を重視し社長の人事を決めていた。山一証券は社長の構造が東大出身という構造になっているが、日高社長は外部から就任したため、単純に東大出身ということで経営業績に与えた影響を論じることはできない、従って、本稿は経営者のリーダーシップという視点で社長が経営に与えた影響についても分析する。

山一証券の経営破綻は、当時のジャーナリズムでは、「“投機への熱中”のしこりが、会社へ根深くしみ渡っていた⁸」とすでに指摘されている。しかし、本稿は史料に基づき山一証券の経営破綻を分析することでより具体的な経営問題を明らかにすることができると考えている。本稿の分析手法は史料に基づくナラティブアプローチのスタイルを採用する。具体的には、証券会社の健全化委員会の議事録、常務会の議事録、大蔵省証券検査の答申書などを使用して分析する。

なお、利用史料は『山一証券資料 トップマネジメント』第2集、『山一証券資料 トップマネジメント』第3集、『山一証券資料 40年不況』（マイクロフィルム）第4集及び『山一証券資料 国の

⁴中村裕昭(2008)pp.41-42.

⁵中村裕昭(2008)p.120.

⁶中村裕昭(2008)pp.125-126.

⁷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。

⁸朝日新聞 1965年5月23日朝刊, 12(7).

機関』第8集である。本史料は山一証券経営マネジメントに係わる内部史料である。これらの史料は、マイクロフィルム化以前、橋本寿朗（1999a）、（1999b）がある程度参照しているが、本稿は山一証券百年史や先行研究が参照していない史料の部分にも光を当てる。

三. 各章の構成

まず、第二章では、証券業全体について概観している。証券業は1955年から1961年までは順調に成長していた。1962年以降は不況により、証券業は停滞することになった。1962年からの不況により証券業は経営合理化をする企業が相次ぎ、経営合理化に成功した企業は経営破たんを免れた。経営合理化に失敗した企業は、経営合理化のスピードが遅く、そのため経営破綻した企業が山一証券であった。具体的に、大手4社の経営戦略を見ると、日興証券の経営戦略は事務の効率化を行い、経営合理化に重点を置いた。野村証券においては信用取引管理規定などを制定して合理化を行った。そして、大和証券は人事・経費削減・資産売却を行い、経営合理化を実施した。山一証券は3社と同時期に経営合理化に取り組むが経営合理化のスピードは他3社よりかなり遅れていて、不動産処分を除いて経営合理化は進まなかった。

1966年以降は、いざなぎ景気により証券業は回復に向かった。大手4社の経営戦略を見ると、日興証券は遊休不動産の処分、20店舗の閉鎖を実施するなど経営合理化を引き続き行っていた。野村証券は海外展開を積極的に行った（国際合同銀行への参加、ロンドン駐在員事務所の支店への昇格、フランクフルトの駐在員事務所の設置など）。大和証券は株式売買に重点を置く（選択と集中）政策をとった。山一証券は証券危機前とくらべて本格的に合理化に取り組む。そして、国際化にも対応しようとしたが、海外支店の展開という面で野村に遅れをとった。

次に、第三章では証券危機前後の山一証券の内部ガバナンスについて検討している。証券危機前の山一証券の経営合理化は、不動産処分において、42億円の利益を上げていた。店舗問題については、店舗数を79店にすることとした。雇用調整については、集金係については、1,900名から300～500名までに減らすこととした。正社員の雇用調整については、集金係のように大規模な雇用調整は進まなかった。結局、山一証券の経営合理化は不動産処分を除いて進まなかった。

証券危機後は、不動産処分では、不動産価格の低迷もあって、売却損1,400万円が生じた。雇用調整においては、従業員数は9,000人から5,400人に減少した。男子だけで2,000人弱減少した。比較的若い世代が退職したため、勤続年数は年に1年ほど伸びた。

山一証券の個人営業の問題点について検討すると、証券事故の面からみると証券危機前の事故は売買損の損失補てん、友人への貸し付けをするための無断出金が多いという特徴があり、個人投資家志向があまりされていなかった。そして、こうした個人投資家保護の弱さは山一証券が個人営業を伸ばすことができない大きな要因となっていた。証券危機後では、事例1及び事例2では競馬等の遊興費欲しさに無断出金している、事例3では帰省費用の欲しさに横領していて、社員のモラル低下がうかがわれる。このような個人営業では野村に個人営業で差をつけられるのは自明であり、それと同時に経営破たん後も事故の件数が多いのも非常に問題である。事故件数をみると、証券危機前の1年間では13件だったのに対し、証券危機後は15件に増加している。野村、大和では処罰の厳罰化により証券事故は減少した。こうした証券事故の減少は後の野村の個人営業の伸展につながったと思われる。

そして、事故が多いだけでなく事故の性質も変わった。証券危機前は信用取引でのトラブル、友人への貸借などが事故の原因であったのに対し、証券危機後は遊興費欲しさに不正出金する事故が多発するようになった。証券危機後にも改善されず、むしろ悪質になっている点は問題があるといえよう。

続いて、第四章では証券行政について検討している。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、証券会社の数は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見ていいだろう。また、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。

第五章では、山一証券および野村証券の社長が証券会社の経営に与えた影響についてリーダーシップの視点から検討している。証券会社はワンマン経営が多いため、社長の経営方針や経営戦略は経営に多大な影響を与える。この時期の野村証券と山一証券の経営について述べると、野村証券は大衆化に成功し、山一証券は大衆化に乗り遅れ、業界第一位の座を野村に明け渡してしまった。野村証券の成功と山一証券の失敗について見ると、野村証券が成功した要因は、第一に奥村社長の時代からいち早く投資信託に力を入れたことである。戦後の山一証券は、戦前の業界第一位主義で安心し、投資信託で野村証券の業績が上昇したのを受け、個人営業に力を入れるようになる。第二に、早期に国際化を推進したことがあげられる。野村証券は瀬川社長のときから積極的に国際化を図った。その経営戦略は成功し、北裏社長のときには世界の野村の土台ができあがった。一方、山一証券においては、1965年に経営破綻したため、海外進出が制約され、出遅れてしまった。

第三に、野村証券が成功した要因は、経営戦略の首尾一貫性があげられる。野村証券は奥村社長から北裏社長まで投資信託に重点を置く経営戦略を採っており、経営戦略が一貫している。大企業、そして、大規模で働く社員も行動しやすかったと思われる。それに対して、山一証券は、大神社長の経営戦略は大量販売であったが、日高社長は、経営再建期間中ということもあり、株式保有額を自己資本比率の一定水準を超えないようにする保守的な経営であった。しかし、植谷社長が就任すると、再び経営戦略は大量販売に戻った。このように、山一証券においては経営戦略の首尾一貫性がなかったため、経営が失敗したと思われる。

四. 結論

本稿の目的である山一証券の経営実態の解明は4大証券を簡単に比較した結果、経営合理化のスピードが山一証券の場合、他社よりかなり遅いこと、経営合理化の再検討では不動産処分を除いて経営合理化が進まなかったことが明らかとなった。さらに、内部史料に基づいて検討した結果、個人営業にはらんでいた問題点、証券危機後の事故がむしろ悪質になっていること、最後に、オペレーショナルリスクの管理体制に不備があったことなども明らかとなった。

山一証券に対する大蔵省証券検査については、内部史料に基づいた分析の結果、日高社長以外の大蔵省証券検査は、検査に非協力的な態度を採っており、外部ガバナンスが働かない状況が明らかになった。

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。健全化委員会で新谷委員⁹の発言が封じ込まれたようにガバナンスはあまり機能しなかったとみてよいだろう。

野村証券と山一証券の経営を概観的に比較した結果、野村証券の成功した要因は、第一に奥村社長の時代からいち早く投資信託に力を入れたこと、第二に、早期に国際化を推進したこと、第三に、経営戦略の首尾一貫性があげられる。野村証券は奥村社長から北裏社長まで投資信託に重点を置く経営戦略を採っており、経営戦略が一貫している。野村証券で働く社員も行動しやすかったと思われる。それに対して、山一証券は、大神社長の経営戦略は大量販売であったが、日高社長は、経営

⁹新谷委員は取締役兼本店長であるため、山一証券の営業によい影響を与えた可能性があった。

再建期間中ということもあり、株式保有額を自己資本比率の一定水準を超えないようにする保守的な経営であった。しかし、植谷社長が就任すると、再び経営戦略は大量販売に戻った。このように、山一証券においては経営戦略の首尾一貫性がなかった。

高度成長期は、神武景気、岩戸景気、東京オリンピックと好景気が続いた時代であり、積極経営が主流の時代であり、山一証券においてもその時代の雰囲気に沿う積極営業路線をとっていった。しかし、1962年以降市況が悪化しても積極営業を継続したため65年に経営破綻した。その後は、いざなぎ景気、資本自由化の時代であった。ここで、注目すべきは日高社長が保守的路線を採ったことである。前述したように、日高社長が興銀に入行した当時、興銀の業績は悪く、株価は額面を割り、24、5円まで下がっていた。しかも、銀行員は「株に手を出すな」と戒められていた。そのような時代を経てきたので、保守的な経営に徹したと思われる。日高社長は興銀進駐軍と呼ばれることがあるが、日興の経営合理化においても興銀から湊守篤が派遣されているので、これについて注目するより、日高社長の山一証券に与えた影響について言及したい。日高社長は保守的経営に徹することで山一証券の経営再建を進めていった。しかし、山一証券の組織風土を変えることはできず、植谷社長の時代になると積極営業路線へと回帰するに至った。

山一証券の経営破綻の原因は学術的にはシステム論的に把握されてきた。特に、橋本寿朗は高度成長期特有の終身雇用を1つのキーとして、経営再建の難しさを指摘した。こういった先行研究に対し、本稿のガバナンスに重点を置いた分析を通じて、不動産処分を除いて経営合理化があまり進まなかったうえ、証券危機後における山一社員の事故の悪質さ、個人投資家保護の不徹底、オペレーショナルリスク管理の不備が証券危機を経てもなお山一証券に内包されていたことが明らかになった。このように、内部史料に基づく検討の結果、山一証券の経営破綻の原因はやはり山一自身にあったと言わざるを得ない。確かに、高度成長期は積極経営の時代であり、終身雇用の時代であったので、経営再建は困難であったかもしれない。しかし、山一証券は、日高社長の保守的な経営路線を貫徹できなかった。本稿は高度成長期特有の構造を否定するものではなく、こうした構造の上で、山一証券においてはガバナンスの機能不全により経営破綻したと結論づける。

本稿の残された課題として、1965年の証券危機で、メインバンクがモニタリング機能を果たさなかったこと、植谷社長以降の積極営業路線が97年の破綻まで継続された理由を分析することができなかった。メインバンクのモニタリングを分析できなかったのは、興銀の史料を取得することは困難なため、山一証券の史料分析に止まった。これらの課題は、今後の研究の課題としたい。

審査結果の要旨

戦後日本を対象とする金融史研究は間接金融優位の状況を反映して銀行を中心に進められてきたが、高度成長期後半以降の時期を対象とすれば、証券恐慌・資本自由化・国債大量発行など証券業も重要性を増してくる。2007年、山一証券の膨大な経営内部資料が公開された。本論文は当該一次史料を駆使しつつ、1960～70年代における「山一証券の特徴」を主にガバナンスの観点から解明しようとするものである。具体的には、以下の課題を検討している。第1の課題は、昭和40年恐慌に際して山一証券が日本銀行から特別融通を受けるに至る経営悪化の要因についてである。第2の課題は、日銀特融受入れ後も山一証券の経営が根本面で改善されなかった構造についてである。特に、史料の制約ゆえ先行研究ではほとんど分析されることのなかった大蔵省検査に着目することで、ガバナンス不全の実態に迫っている。ところで、いくら優れた経営戦略が策定されたとしても、それを現場で実行する社員の行動が伴ってこなければ、良い経営には帰結しない。この点を念頭におきつつ、山一証券の社員の意識を探求することが、第3の課題である。

先行研究の整理と課題設定（第一章）、高度成長期における証券業全体の動向の俯瞰（第二章）に続けて、第三章では、1965年証券危機前後の山一証券の内部ガバナンスについて検討している。「健全化委員会」の議事録によって、不動産処分・店舗削減・雇用調整について、危機の前と後でどのような方策が採用されたか検討し、例えば、雇用調整に関して、若手中心の退職によって正社員の平均勤続年数が1年ほど伸びてしまった一方、新卒採用は低調だったことを明らかにしている。また、議論のスピードそのものが緩慢としていることや積極的な発言をする委員の封じ込めと

いった問題点を指摘している。加えて、役員会の議事録を参照することで、山一証券の個人営業における事故の実態に迫るとともに、証券危機後の方が証券事故の質・量ともに悪化したことを明らかにしている。第四章では、証券業の登録制から免許制への移行という証券行政の変化を概括した上で、大蔵省証券検査について詳しく検討している。具体的には、1964・66・74・77年という4つの時点で実施された大蔵省検査について分析を進めている。64年の検査では、大神社長体制下、経営不振の原因を市場に求めるといった特徴が見られた一方、66年の検査では、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受検態度の改善が見られた。しかし、74・77年の検査では、検査自体が形式主義に陥っており、植谷社長体制下、大量推奨販売の復活など従来型に戻るといった経過をたどったことを明らかにしている。第五章では、山一証券の歴代社長がその経営に与えた影響について、野村証券と比較しつつ検討している。野村証券がいち早く投資信託に力を入れた一方、山一証券は後追いで個人営業に力を入れ始めたこと、野村証券は大衆化と国際化という経営戦略が首尾一貫していた一方で、山一証券は経営戦略が二転三転したことを明らかにしている。さらに、後者の点に関わって、社内報「山びこ」をもとに、社員の困惑や不満の様子を浮き彫りにしている。

本論文は、次の3点で従来の研究に重要な貢献をはたした。第1に、1965年前後の時期において山一証券が抱えていた経営内部の問題を明らかにした。特に、健全化委員会のあり方そのものの問題点については、内部資料を参照しなければ分からなかった。第2に、1970年代において、山一証券に対する大蔵省検査が有効に機能しなかったことを明らかにした。その要因として山一証券の受検態度の変化を著者は強調している。第3に、山一証券の社長がプロパーの大神→日本興業銀行の日高→プロパーの植谷と変遷する中で、トップの方針が二転三転し、その結果山一証券の社員が困惑させられたことを明らかにした。特に、社内報を活用して、右往左往させられる社員の様子を浮き彫りにし、現場のモチベーション低下を示唆した点は、従来の研究にはない新たな知見をもたらしたといえる。以上3つの貢献を総合すると、山一証券の「限界」が経営内部のガバナンスにあったことが史的に示されており、構造面を重視する先行研究とは異なる視座が提供されている。また、金融機関経営を外部的に規律づける大蔵省検査＝外部ガバナンスの70年代における形骸化という新たな発見は、80年代以降の分析を欠くとはいえ、1997年の自主廃業に至る問題の進行を金融当局が止められなかったという興味深いストーリーを示唆している。

以上のことから、本論文審査委員一同は、本学府の博士号審査基準③に照らし、鄭文瑄氏の学位請求論文「高度成長期における証券業の発展と限界—山一証券を中心に—」が博士（経済学）の学位授与に値するものと判断する。