

博士論文

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—

Development of Securities Business in the 1960s and 1970s

-Focusing on Yamaichi Company Limited-

横浜国立大学大学院

国際社会科学研究科

グローバル経済専攻

鄭文瑄

論文題名：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-

鄭文瑄

目次

第一章 先行研究の整理と課題設定.....	6
第一節 問題関心 .....	6
第二節 先行研究 .....	7
第三節 本稿の課題 .....	11
第四節 各章の構成 .....	12
第二章 日本の証券業の発展動向 .....	16
第一節 1955年～1965年までの証券業.....	16
第二節 1965年の証券危機.....	20
第三節 証券恐慌後の証券業の回復.....	25
第四節 証券業務の国際化 .....	31
第三章 証券危機前後の山一証券の実態 .....	37
第一節 経営会議・常務会・健全化委員会の概要.....	37
第二節 証券危機までの山一証券—1962～1965— .....	38
一. 経営の行き詰まり .....	38
二. 経営合理化への取組み.....	38
第三節 業績回復期の山一証券—1965～1968—.....	45
一. 経営戦略の変化と実態.....	45

二. 経営合理化への取り組み.....	46
第四節 個人営業面でもみた山一証券の限界.....	49
一. 証券危機前の事故と事故者処分.....	49
二. 証券危機後の事故と事故者処分.....	52
三. 個人営業の問題点.....	56
第四章 証券行政と山一証券.....	58
第一節 証券行政の変遷.....	58
一. 理財局の下での証券行政.....	58
二. 大蔵省証券局の設置.....	60
三. 証券市場に対する監視機構.....	61
第二節 山一証券に対する大蔵検査.....	63
一. 大蔵省証券検査の概要.....	63
二. 60年代の大蔵検査.....	64
a.1964年の大蔵検査.....	64
b.1966年の大蔵検査.....	67
c.小括.....	71
三. 70年代の大蔵検査.....	71
a.1974年の大蔵検査.....	71
b.1977年の大蔵検査.....	73
c.小括.....	76
第五章 山一証券・野村証券の経営姿勢の比較.....	78
第一節 山一証券.....	78
一. 大神一社長.....	79

二. 日高社長 .....	82
三. 植谷社長 .....	84
第二節 野村証券 .....	86
一. 奥村綱雄社長 .....	87
二. 瀬川美能留社長 .....	90
三. 北裏喜一郎社長 .....	92
第三節 山一・野村証券のトップ・マネジメントの比較 .....	93
第六章 総括と展望 .....	96
参考文献 .....	102
初出一覧 .....	110

## 図表一覧

- 表 2-1 全国証券会社の収支状況（1961年9月期～65年9月期）
- 表 2-2 全国証券会社の人件費の推移（1961年9月期～65年9月期）
- 表 2-3 株式・公社債売買の4社間シェアの変化
- 表 2-4 期別月平均株式売買額
- 表 2-5 全国証券会社の収支状況および財政状態（1965年9月期～70年9月期）
- 表 2-6 野村証券の投資信託元本状況
- 表 2-7 1975年における大手4社の海外拠点数
- 表 2-8 1984年における大手4社の海外拠点数
- 表 2-9 全国証券会社損益（1972年9月期～1977年9月期）
  
- 図 3-1 山一証券の意思決定機構の変遷
- 表 3-1 山一証券の健全化委員会の議題リスト
- 表 3-2 山一証券の支店の削減計画
- 表 3-3 総合収支均衡計画の収入の部
- 表 3-4 総合収支均衡計画の支出の部
- 表 3-5 証券事故の概要（1964～1965年）
- 表 3-6 証券事故の概要（1966年）
  
- 表 4-1 決算工作項目
- 表 4-2 決算工作項目
  
- 表 5-1 歴代社長経歴
- 表 5-2 経營業績
- 表 5-3 経營業績
- 表 5-4 経營業績
- 表 5-5 歴代社長経歴
- 表 5-6 経營業績
- 表 5-7 経營業績
- 表 5-8 経營業績

表 5 - 9 山一・野村証券の公社債投信顧客数 (1961.6)

表 5 - 10 財形口座数・寄託残高 2 社比較 (1977.9)

表 5 - 11 1970-1990 年の企業, 個人預金の変遷

図 6 - 1 山一証券におけるガバナンスの実態 (日高社長時代)

## 第一章 先行研究の整理と課題設定

### 第一節 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<sup>1</sup>。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<sup>2</sup>。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<sup>3</sup>。

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ずかる取締役、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

---

<sup>1</sup>宮島英昭・河西卓弥(2010)pp.128-131.

<sup>2</sup>中村裕昭(2008)p.17.

<sup>3</sup>中村裕昭(2008)pp.20-21.

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<sup>4</sup>。

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っ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<sup>5</sup>。

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、まとまり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もある<sup>6</sup>。

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。

## 第二節 先行研究

本稿は山一証券を対象とするが、先行研究の中で、1965年の山一証券を専門的かつ学術的にとりあげているのは橋本寿朗の論文があげられる。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、

---

<sup>4</sup>中村裕昭(2008)pp.41-42.

<sup>5</sup>中村裕昭(2008)p.120.

<sup>6</sup>中村裕昭(2008)pp.125-126.

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<sup>7</sup>。証券会社は新規の労働市場、とりわけ、大卒新規採用市場では他の産業の大企業と競争していたから、人材を確保しようとするれば、初任給、その後の昇進、昇給システムに関しても一般的に成立している相場としての大企業の雇用慣行から乖離した雇用者にとって不利かリスクの高いシステムは採用できない。また、新卒者は個々の企業の事業内容を事前に知っているわけではないから、立派な本社の建設に人材を引きつけ、長期勤続のインセンティブを与える面があったと思われる。

山一証券の人事管理には長期雇用を人材育成に活用する点で不十分な点が見られるが、長期雇用を前提としてみると、営業活動において長期的で持続的な売上高の増大が1つの選択肢になったとみられる。手数料が固定されているという条件の下で、株式の売買高の変動は激しかったから、ブローカー業務は営業規模が不安定になりがちとなるため、安定的に固定経費を支払うのは難しい。従って、事前に大量に株式を買い入れて、セールス・プロモーションのキャピタル・ゲインの期待を材料にして顧客を説得する株価上昇のシナリオを作り、それを実演しながら販売を継続的に拡大しようという推奨販売採用され、ブローカー・ディーラー業務を中心とした営業活動となった。

すなわち、山一証券に見られる証券業の事業内容は、人為的に長期金利を引き下げるという間接金融中心の金融システムと長期継続雇用という2つの与件からすれば、1つの蓋然性の高い選択であり、したがって大手4社に共通であったと見ることができる。しかし、山一証券はシェア第2位に位置し、第3位であった日興証券とともにブローカー・ディーラー業務を積極的に展開する誘因が大きかった。シェアの大きさは企業規模の大きさと同義であり、それは安定的成長の可能性の指標だと考えられていた。ブローカー・ディーラー業務が証券不況の過程で危機に直面したとき、拡大のテンポの速かった2、3位企業において困難が深刻になったが、いち早く深刻な事態に直面した日興証券は合理化策の採用で先行した。しかし、山一証券のトップはすでに行った投資に徹底的に固執するとともに、メインバンクからの監視を回避する行動をとり、大蔵省の監視、行政指導もできる限り回避して、ブローカー・ディーラー業務の拡張ないし維持を図った<sup>8</sup>。

続いて、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、日本銀行、

---

<sup>7</sup>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。

<sup>8</sup>橋本寿朗(1999a)pp.11-43.

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。山一証券の再建過程においては自主再建計画に大枠を埋めて、再建案の作成過程で大蔵省のチェックが試みられた。証券行政の免許制に基づく事前的監視、検査、指導の体制への転換にあたって山一証券再建はその最初の実験であった。しかし、大蔵省も望ましい証券業経営のモデルを考案できず、現実の事業展開を容認せざるを得なかった。

他方、日本銀行は証券会社に対する救済行動を支援することには慎重であり、基本的には救済はメインバンクの単独責任で実施されるべきことと判断していた。そして、運用預かりなどの解約が殺到した時点で証券業にリスクが集中して金融のシステミック・リスクが発生したと判断したが、金融不安が沈静化してからは債権回収を厳格に実行した。

メインバンクはその融資先の監視機能の弱さを露呈した。メインバンクは経営悪化の実態の把握に手間取った。また、救済行動を実施する際には、メインバンクの位置をめぐる競争で敗北し、並行メインバンクになった銀行が消極的な態度を採り、不十分な監視に対する協調銀行の批判もあって、銀行団の利害調整に時間がかかった。さらにメインバンクの不十分な監視に対しては大蔵省、日本銀行にもメインバンク責任論があった。このことは経営不振企業の経営再建に関してメインバンクが果たすべき役割について、金融当局、金融機関の間に広く暗黙な合意が存在したと言えよう。

大蔵省、日本銀行の支援下で主力3行が再建策を実施するに際して、事業内容に関しては不介入であった。これは事業内容を変更するような専門的経営能力をメインバンクが保有していなかったとみられる。従って、山一証券を再建するという方針が確定すると山一証券の雇用調整を最少化した事業継続という志向が活かされた。しかも、山一証券は予想を上回って短期に日銀特融を返済したから根本的な事業内容の見直しは図られず、従来のブローカー・ディーラー業務をより慎重に運営するにとどまった。そして、改正証券取引法の下でブローカー・ディーラー、引受業務等の免許が山一証券に与えられたことは、山一証券の事業戦略が認められたことを示している<sup>9</sup>。

次に、1965年の経営破綻には直接的には関係ないが、1997年の経営破綻と1965年の経営破綻を関連付けながら、1997年の経営破綻を分析した研究として、小林襄治、佐賀卓雄、服部泰彦などの先行研究がある。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)、

---

<sup>9</sup>橋本寿朗(1999b)pp.63-92.

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。佐賀卓雄（2009）は植谷社長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）は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たことにより山一証券は破綻したことを明らかにしている。なお、社史としては『山一証券100年史』があり、高度成長期の山一証券の経営状況を詳細に紹介している。

証券危機に関しては杉浦勢之の研究があげられる。杉浦勢之（2000）では証券危機が金融危機に発展する可能性があった（日銀特融により銀行業にまで大きな影響を与えるまでの金融危機にはならなかったが）と主張している。証券危機の本体は、戦後金融システムの最も脆弱な環であった証券市場が、特殊な歴史的条件に規定された高度成長前半の企業の資金調達を支えられなかったという制度的、構造的問題の現れであることを明らかにした。

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（1995a）は日本型証券行政<sup>10</sup>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。

経営戦略論、組織論に関する先行研究は、高橋伸夫があげられる。高橋（2016）によれば、戦略と組織づくりの関係は、戦略が先行し、その後、組織づくりが始まる。そして、戦略が成功した後、組織づくりがされないのは、経営者が日常業務に熱中しすぎて、ある

---

<sup>10</sup>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。

いは受けてきた教育訓練に問題があって、長期の組織づくりの必要性を認識・理解できないためとしている。

これまでの先行研究は、山一証券を取り囲む高度成長期の金融システムの構造、証券法制を着目したものが多く、社員、委員会といった内部ガバナンスや大蔵検査の外部ガバナンスを分析したものはほとんどないように思われる。

### 第三節 本稿の課題

まず、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、人為的低金利政策（間接金融中心）という政府の政策により、山一証券における株式の大量推奨販売は経営戦略の妥当な選択としている。そのため、山一証券が経営破綻するのはシステムの原因があるとしている。しかし、日興証券の経営合理化が成功し、経営破綻を免れたことを見れば、1965年の経営破綻は山一自身に何らかの（固有あるいはガバナンス）問題があったと言わざるを得ない。そして、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。

杉浦の先行研究は、間接金融中心のシステムであったため、証券危機が発生したと分析している。杉浦説を敷衍すれば、証券危機の発生原因については、実際に他の証券業者も経営状況が悪かったことから、金融市場の構造に問題があるということになる。しかし、後で詳しく論じるが、ほかの証券会社が経営合理化で経営危機を乗り切ったのに対し、山一証券は経営合理化をしたが、スピードが遅く、そのため、経営破綻し、証券危機に発展したと思われる。

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年代の山一証券の内部における経営状況を主に分析し、山一証券の真の経営破たん原因が内部ガバナンスにあることを明らかにすることを課題としたい。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だけ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<sup>11</sup>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。

#### 第四節 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

---

<sup>11</sup>朝日新聞 1965年5月23日朝刊, 12(7).

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。

高度成長期は証券業の国際化が進行した時期であった。証券会社の国際化について検討すると、ヨーロッパにおいては、外国人投資家の活発化を背景に、大蔵省は69年10月、ヨーロッパ大陸への駐在員事務所の設置を認可した結果、野村証券がアムステルダム、日興証券はチューリッヒ、大和証券、山一証券はフランクフルトにそれぞれ駐在員事務所を新設し、ヨーロッパからの対日投資情報の収集、欧州預託証券（EDR）、外債発行に伴う引受業務の拡充を図った。

アメリカにおいても、営業基盤の強化・拡充の動きが活発化した。同国には、1953年における野村証券のニューヨーク支店開設を皮切りに、すでに大手4社と新日本が進出し、海外業務の拡大とともに営業基盤のさらなる強化が必要となり、このため野村証券は、1969年11月に在米支店を統合して現地法人野村証券インターナショナル（資本金150万ドル）を設立した。これに呼応して、大和証券、日興証券、山一証券も、69年12月から70年1月にかけて、それぞれ現地法人であるアメリカ大和証券、日興証券インターナショナル、ニューヨーク山一証券の増資を行い、いずれも資本金を150万ドルとした。

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っていいだろう。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。

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。

最後に、第六章では本論文の総括と展望を論じている。

## 第二章 日本の証券業の発展動向

本章では、1955年～1980年までの証券業の経営状況について検討する。具体的には、大手4社がどのような経営状況にあったのかを分析する。この時期、証券会社は、まず、投資信託に大きく力を入れた。その代表格が、野村証券であった。野村証券はこうした経営戦略により、業界第1位の会社となった。そして、証券恐慌に関しては、株式不況の状況で山一証券が強気の経営をしたため、経営破綻し、証券恐慌が勃発した。証券恐慌が発生したことにより、証券会社の経営手法は転換を迫られ、保守的な経営手法となった。国際化の面では、野村証券が他3社より先行し、大きく成功した。

### 第一節 1955年～1965年までの証券業

証券業の発展を検討する前に、高度成長期の日本の経済発展及び日本経済史の重要な論点について述べる。まず、産業構造の重化学工業化がこの時期に進んだ。重化学工業化をリードした業種は、大きく3つに大別することができる。①鉄鋼、造船、②自動車、家電などの耐久消費財、③石油化学、合成繊維、テレビ、電子工業である。重要なのは、こうした日本の重化学工業が大規模な技術革新やエネルギー革命を伴っていたことである。鉄鋼業では、1956年度から第2次合理化計画に入り、多数の大型高炉の建設が進められる一方、純酸素上吹転炉の新設が活発化した。純酸素上吹転炉の新設によって鋼の生産体制は高転炉方式へと大きく変わった。自動車工業では、この時期にトラックや特需に依存する体制からようやく抜け出し、大手メーカーはいっせいに乗用車量産工場の新設に踏み切った。トランスファー・マシンに代表される加工組立工場の設備近代化が展開され、さらに、プレス工程の流れ作業方式の採用や塗装設備の合理化が進められた。

電気機械工業では、家庭用電気器具及び電子機器それに重電機の旺盛な需要を背景として、活発な設備投資が行われた。家電では、トランジスタ・ラジオなどの電子応用機器や、洗濯機、冷蔵庫などモーター応用機器の需要の急増によって、量産体制整備のための設備の増設拡充、あるいは専用工場の新設が行われた。重電機関係では、電力をはじめとする投資ブームによって大きく市場が拡大し、大容量火力発電機生産のための大型横中ぐり盤、大型ラジアルボール盤などの設置が進められた。化学工業では、無機部門から有機成分部門に重点が移り、石油化学工業中心への構造変化が進んだ<sup>12</sup>。

日本の重化学工業化を担った経済主体は企業集団であった。企業集団の特徴は、①銀行

<sup>12</sup>森武麿ほか編(2002)pp.127-130.

を中心とした系列融資，②ワンセット主義，③同系企業間の株式相互持合い，④同系企業の人的結合である。同系企業の株式相互持合いについて見ると，1960年上期における三菱銀行，住友銀行，三井銀行の株式所有・被所有の構造は，三菱銀行は，三菱系企業によって発行済み株式数の19.97%を所有されていると同時に，三菱地所を除く三菱系企業22社の株式を所有している。また，住友銀行は，住友系企業によって発行済み株式数の15.93%を所有されていると同時に，住友信託，住友不動産を除く住友系企業11社の株式を所有している。同じように，三井銀行も，三井系企業によって発行済み株式数の14.07%を所有されていると同時に，三井信託銀行，三井造船，東洋レーヨンを除く三井系10社の株式を所有している。こうした株式相互持合いは製造業においても存在していた<sup>13</sup>。

以上のように，この時期における企業の行動は積極的に設備投資を行う積極営業路線であった。証券会社においても，積極営業路線を展開するのは当時の時代としては自然なことであった。

これから，証券業の発展について検討する。1955年以降，証券市場の立ち直りとともに，証券会社の営業基盤は飛躍的に拡大していくことになった。全国証券会社の株式売買高は，逐年，拡大を続けたが，56年に市場が活況を呈するようになると，様変わりに売買高を急増させた。その後やや停滞ぎみとなったものの，59年を境に売買高は再度激増し，61年には1,000億株の大台を突破した。この間，大手4社の売買高も急拡大し，そのシェアを伸ばした。61年からシェアが停滞するのは，岩戸景気後の不況が急成長を遂げた大手4社にダメージを与えたことに加え，同年に新規参入会社が急増したためである。この時期における大手4社の売買取引の特徴は，一貫して自己取引が委託取引を超えていたことにある。これは，この時期に大手4社が大量推奨販売によるマス・セールス体制を確立したことが大きく影響した。これと並行し，株式のバイカイ取引が急増したことがこの時期の特徴であった。その中でも，大手4社の東証取引におけるバイカイ比率は70%に及んでいる。バイカイは，同一の会員の売付と買付とを他の会員の競争売買によって成立した約定値段で付け合わせ，売買契約を締結させる方法であったが，証券会社はバイカイを利用し委託注文と自己注文とを付け合わせることによって，市場価格に影響を与えずに一定値段で大量に推奨株を売り出すことができた。このように，証券業は不健全な構造を抱えていたと言える。

取引高の増大は，営業の積極化とともに，証券会社数の増大と営業規模の拡大によって

---

<sup>13</sup>森武麿ほか編(2002)pp.132-134.

支えられた。1950年以後減少し続けてきた証券会社数は、59年を底として、60年から増加する。証券会社増加の要因は大型好況を背景とした新規参入の増加によるものである。この間、資本金総額は着実に増大しており、証券会社数が純増に転じても1社当たり資本金額はさらに増大した。これは、同年、大蔵省によって証券会社の最低資本金引上げが実施されたためである。市場が活況を呈するようになり、証券会社の営業積極化が目立ち始めたことから、59年7月、投資家保護の徹底と証券会社の資産充実を目的として、大蔵省は全国財務局長宛に通達を発し、証券会社の投資勧誘の適正化、内部留保の充実、広告宣伝の行き過ぎの抑制などを指示するとともに、11月「証券業者の登録、資本の額、純財産及び営業用純資本額等に関する政令」ならびに「証券取引法の証券業者に関する省令」を改正し、最低資本金の引上げ、負債倍率の実質的強化を図った<sup>14</sup>。

次に、全国証券会社の収支状況について概観しておく。損益状況については、1961年9月決算期では1億4500万円の黒字であったが、1964年9月決算になると、2億7200万円の赤字となる（表2-1）。つまり、証券恐慌前の段階で、証券会社の経営は著しく悪化しているのである。また、証券会社の人件費についてみていくと、総経費中人件費率は1961年9月決算期から1965年9月決算期までの間増大傾向にあった（表2-2）。

表2-1 全国証券会社の収支状況（1961年9月期～65年9月期）（単位：百万円）

決算期	1961.9	62.9	63.9	64.9	65.9
a 手数料収入	1,353	1,355	1,542	1,057	1,018
委託手数料	960	874	1,006	582	594
b 販売費	366	402	446	316	279
c 一般管理費	740	806	954	861	742
d 差引(a-b-c)	247	147	142	-120	-3
e 金融収支	-131	-177	-163	-124	-46
f 経常収支(d+e)	116	-30	-21	-244	-49
g 有価証券損益	143	136	-58	-105	-54
h その他収支	-9	15	105	85	-9
i 法人税	105	67	36	8	5

<sup>14</sup> 日本経営史研究所(2002)pp.279-281.

j 当期損益(f+g+h-i)	145	54	-10	-272	-117
-----------------	-----	----	-----	------	------

出典：日本経営史研究所(2002) p.358.

表 2 - 2 全国証券会社の人件費の推移 (1961 年 9 月期～65 年 9 月期)

決算期	1961.9	62.9	63.9	64.9	65.9
給与総額(億円)	287	322	390	379	336
役職員 1 人当たりの給与(千円)	336	331	392	440	553
役職員 1 人当たりの手数料収入(千円)	1,585	1,393	1,552	1,227	1,509
総経費中人件費率(%)	26.0	26.7	27.9	32.1	32.8
人件費対手数料比率(%)	22.5	27.1	28.2	32.6	36.6

出典：日本経営史研究所(2002)p.359.

具体的な証券会社の状況について見ると、山一証券の場合は、1961 年 11 月の時点において資金繰りは厳しかった。そして、1963 年の会社全体の収支は 29 億円の赤字となり、証券恐慌の前年の 1964 年には赤字は 53 億円に拡大した。経営悪化の要因は、商品株式のうち二部企業と店頭・非上場企業の株式を多く持っていたことによる。これは二部市場への公開ラッシュのなかで、山一が「法人の山一」の本領を発揮して、多くの企業の主幹事となったことを反映する。成長途上の無名の企業を資金調達の面から積極的に支援することは、戦前からの山一の伝統的な方針であった。問題は組織的なチェックが十分でないままに玉石混淆の企業の株式が取得されたことで、このことも市況の悪化とともに山一の経営に打撃をもたらす要因となった<sup>15</sup>。

また、野村証券について見ていくと、証券市場の不振は、野村証券の営業にも著しい制約を与えることとなった。とりわけアンダーライター業務及び募集部門でそれが顕著であり、株式の引き受け募集高は、1961 年 9 月をピークに 1965 年 9 月期まで毎期一貫して減少を続け、また投資信託募集高も水準を低めた。しかし、株式および公社債の売買は比較的好調であり、1961 年 9 月期との対比で見ると、1964 年 9 月期の株式売買高がそれを下回っただけで、他はすべて、それを上回る実績を収めたのである。これは悪環境の下で、野村証券の販売力が強力に発揮されたことを意味している。この結果、手数料収入は、1961 年 9 月期の 192 億円から 1962 年 9 月期には 215 億円、1963 年 9 月期には 251 億円と拡

<sup>15</sup>山一証券株式会社社史編纂委員会(1998)pp.184-188.

大、1965年9月期でも1961年9月期を上回る198億円をあげた。また売買益の増加はほとんど見られなかったが、有価証券利息および受取り配当金をあわせた自己売買部門の収益が、有価証券の評価損の水準を下回ることがなかった。さらに金利支払いは、1962年9月期こそ前期の64%増に急増したが、1963年9月期にははやくも減少に転じた<sup>16</sup>。

## 第二節 1965年の証券危機

1965年の証券危機は1960年代初からの証券不況によってもたらされた。1965年の証券不況は証券業の問題点を出現させた。「第一に投資信託に問題があった。投信の販売と運用については1960年代に大手4社を始め、合計14社が本体から分離していた。しかし、証券投資信託委託会社は運用手数料だけでは経営が厳しく、ほとんどが赤字経営という状態であった。そのうえ、投信で集めた資金の一部は受託会社である信託銀行を通じてコール市場に放出され、それを親会社である証券会社がひも付きコールとして取り入れた。つまり、投信は証券会社の資金調達手段としても利用されていたのである。…第二に、戦前から慣行として行われていた運用利回りにも難点が生じた<sup>17</sup>」。

次に、証券危機前後の山一証券の経営状況を見ていく。山一証券の業務内容は悪化していた。山一証券の株式売買シェアの変化を示すと、表2-3の通りである。野村証券を上回って業界第1位を記録したのが第21期であったが、以後2期連続シェアを大幅に落とした。しかも、21期でも自己売買が売買額、株数とも2/3に近かった(表2-4)。そして、株価暴落が生じた22期にはシェア低下を伴って売買が大きく落ち込んだ。23期には売買は伸ばしたもののシェアダウンは大きかった。24期には市場が急縮するなかで、2期前のシェアに戻したが、売買額は半減に近かった。どん底の第25期にはピーク時に比べて金額で70%弱、株数で30%弱の減少であり、シェアは6.9ポイント低下した。戻り高値の局面でシェアを伸ばせず、山一証券は競争劣位を明確にしていたのである<sup>18</sup>。

---

<sup>16</sup>野村証券50年史編纂委員会(1976)pp.553-554.

<sup>17</sup>橋本寿朗(1999a)pp.16-17.

<sup>18</sup>橋本寿朗(1999a)pp.21-22.

表 2-3 株式・公社債売買の4社間シェアの変化 (単位 %)

期末	山一		野村		日興		大和	
	株式	公社債	株式	公社債	株式	公社債	株式	公社債
1960.9	27.7	18.0	30.5	25.0	24.3	28.8	17.4	28.2
1961.9	29.2	19.5	24.8	25.8	24.7	32.7	21.4	22.0
1962.9	26.1	23.0	31.3	30.4	22.4	23.8	20.2	22.8
1963.9	24.6	25.6	30.0	30.3	26.0	22.9	19.5	21.1
1964.9	26.4	25.2	30.7	28.0	23.2	22.3	19.6	24.6
1965.9	22.3	27.7	35.5	24.5	24.6	25.2	17.6	22.7
1966.9	18.7	20.0	33.6	31.7	28.1	24.9	18.4	23.3

出典：橋本寿朗 (1999a), 一部筆者修正.

表 2-4 期別月平均株式売買額 (単位 百万株, 百万円)

期	期 間	有価証券市場内				合 計	
		受託		自己		(証券市場内外)	
		株数	金額	株数	金額	株数	金額
20	59.10-60.9	248	52,281	624	126,419	1,219	248,590
21	60.10-61.9	366	89,179	679	159,028	1,448	342,354
22	61.10-62.9	303	57,880	538	110,208	1,097	218,451
23	62.10-63.9	435	64,298	786	112,295	1,557	226,132
24	63.10-64.9	286	34,266	537	63,051	1,027	122,321
25	64.10-65.9	494	53,923	392	41,867	908	98,513
		326	36,616	377	40,565	908	98,513
26	65.10-66.9	579	83,476	469	69,153	1,064	155,594

注) 25期については2つの数値がある.

出典：橋本寿朗(1999a).

1965年5月21日の西日本新聞の報道により,証券恐慌が勃発した.報道の内容自体は,山一証券再建計画が大詰めに入ったことを告げる地味なものであった.このとき,山一証券の社長である日高輝が,メインバンクであった興銀,三菱銀行,富士銀行の3行と利子

棚上げについて折衝しており、これを受けて3行が中心となって取引銀行18行間で話し合われていた。3行はこれとは別に、日銀に特別の資金援助を依頼していた。これに対して日銀は、いずれ何らかの特別措置を講ずる必要性を感じながらも、個別企業救済のための特別措置を実施することはできない事情を説明、市中銀行レベルでの一層の努力を要望した。一方、大蔵省銀行局長であった高橋俊英は、関係各行に対し、山一証券の再建計画への協力方を依頼していた。1965年5月19日、日銀、大蔵省を含めて18行は利子棚上げについての協議の場をもった。この席上で銀行の中には、3行による利子棚上げ案は過重であるとして、承服しない向きも現れていたから、取引銀行間の足並みの乱れが公になれば、山一証券に対する経営不安が一気に広がる懸念があった。

このような状況の下で、山一証券の経営状況が明るみに出ると、同社のみならず他の証券会社の信用不安に波及する恐れがあったことから、加治木財務調査官は大手7社と話し合い、報道協定を結んでいた。たまたまこの7社協定に入っていなかった西日本新聞の記者が山一証券宮崎支店閉鎖の情報をつかみ、同社の経営内容の悪化を知った。同紙はこの報を5月21日の朝刊に掲載するのを決めた。大蔵省事務当局は同紙に対する説得を試みたが、掲載中止にはならなかった。証券取引法改正案が参議院本会議で5月24日に可決する寸前までこぎつけていた段階である。免許制が実現するかどうかが決まるまさに重要な日、最悪の事態と予想していた国会審議中のパニックの可能性が突然浮上したのである。

1965年5月21日、田中蔵相は特別記者会見を行い、この問題によって大衆投資家が迷惑を受けることはないと強調した。これに加え大蔵省事務当局からは、①関係金融機関の足並みは完全にそろっている、②日銀に対しては関係金融機関につき弾力的な配慮をして再建計画を促進するよう確約をとってある、③業界再建の山は越えた、との説明がなされた。同日、宇佐美日銀総裁も記者会見を行い、取引銀行から相談があれば同行としても市場混乱防止という面で好意的に協力するとの談話を発表した。さらに井上東証理事長は、ここで再建策がはっきりと世間に出ることによってむしろ証券会社間に流れていた暗い影が一掃されると思うが、一般投資家の動揺が気になりなので、証券会社はあくまでブローカー業務を主体とした健全経営を進めるべきであるとの談話を明らかにした。

すでに、このころには、証券局—銀行局—日銀間で、いざという場合の救済スキームが固められつつあったと思われる。しかし、関係金融機関の足並みは必ずしもそろってはいなかった。1965年5月21日、平均株価はむしろ若干上昇した。事態はうまく收拾されたかに見えた。翌22日、大蔵省は主要在外公館に対し、山一証券の再建策は軌道に乗って

おり、証券市場全般に不安と動揺ないことを海外の投資家など関係筋に周知徹底させるよう訓令を発した。しかし週明けの24日に事態は暗転した。5月22日土曜日に漸落へと転じていた平均株価は24日から急落し、山一証券の運用預かりは両日だけで38億円余の解約となり、投資信託の解約33億円余と合わせて71億円が流出した。24日以降29日まで、山一証券からは毎日20~30億円の資金が流出したのである。明らかに事態は取付けの急増によってパニック化しつつあった。1965年5月27日平均株価は1,101円00銭まで低落、翌28日にはついに1,100円台を割り、1,081円51銭（TOPIXは83.40）を記録した<sup>19</sup>。

以上のような深刻な事態を受けて、日銀・大蔵省・興銀・三菱銀行・富士銀行は5月28日に対応策を協議した。その結果、日銀は前記主力3行を通じて山一証券に特別融通を行うことを決定し、同夜11時半、宇佐美日銀総裁及び田中蔵相から特別発表を行った。日銀の発表文は以下である。「政府及び日本銀行は、現段階において証券界の必要とする資金については、関係主要銀行を通じて日本銀行が特別融資を行うことを決定した。差当り山一証券については主要銀行3行がこの融資を行うことを決定した。特別融資の措置を含めて、証券金融については抜本的対策を早急に講ずることとする<sup>20</sup>。」以上の発表に続く、記者団の質疑応答の中で、宇佐美総裁は、この措置が日本銀行法第25条の規定に基づき、信用制度の保持育成のために行われるものであること、②特別融通は無担保・無制限であること等を明らかにした。後述のように、この融資には形式上、担保は付されていたし、また金額についても内部的には一応のめどを持っていたが、この宇佐美総裁の「無担保・無制限」という説明はこの融資の実質的内容を述べたものであった。翌日の新聞各紙朝刊は、このニュースを大きく報道し、その日の株価は反発を示した。

5月29日日銀は臨時政策委員会を開いて前日協議した措置を正式に付議した。またこの措置は前述のように日本銀行法第25条に基づいて行われるものであり、したがって大蔵大臣の認可を要件としていたので、直ちにその手続きがとられた。こうして決定された措置の内容は次のようなものであった。日銀は富士銀行、三菱銀行及び日本興業銀行が山一証券に対し融通するための所要資金を、次の要領により上記3行に貸し出す。①貸出金額は240億円（各行80億円）の範囲内、②貸出方式は手形貸付（特殊貸付）、③担保は貸付金額の2割相当額以上の担保価額を有する債券（日銀手形貸付担保適格）を差し入れさせるほか、この貸付に関し山一証券が融資銀行あて振り出した手形を徴求する。④貸付期

---

<sup>19</sup>日本経営史研究所(2002)pp.364-366.

<sup>20</sup>日本銀行百年史編纂委員会(1986)p.154.

間は日銀が適当と認める期間、⑤金利は日銀基準貸付利子歩合、⑥この貸出については貸出限度額適用制度を適用しない。

以上の貸出方式の中で最大の問題点は、担保の主体が山一証券振出手形であったことであつた。この手形は担保価値の乏しいものであることは明らかであり、従つてこの融資は形式上、担保が付されているとはいえ、実質的には無担保に近いものであつた。ここに日銀がこの措置を決定することにあたり、これを通常の貸出供与という方式を避けて日本銀行法第 25 条による特別融通とした理由があつた。なお、日銀は第 1 回の融資を実行した 6 月 7 日、融資銀行 3 行に対し、3 行の山一証券に対する貸付利子歩合は日銀の 3 行に対しする貸付利子歩合と同一にすること、山一証券振出手形には日銀の指定する傍系会社をして手形上の保証を行わせること、山一証券および日銀の指定する傍系会社が現に所有し、また将来所有するすべての資産のうち、担保として徴求し得るものを調査し、本件融資の担保として徴求・管理することを指示した。また日銀は山一証券に対して 5 月 29 日付で、山一証券および傍系会社の資産負債の処理については通常の営業活動に伴うものを除き、日銀の承認を受けること、経営上の責任を明らかにする趣旨から 1964 年 11 月の社長更迭前 3 か年間に於いて代表取締役であつた者についてその私財を提供させるよう取り計らうことなどを指示した。

この融資については、6 月 7 日第 1 回分 (45 億円) を続き、6 月中にさらに 5 回の融資が実施され、6 回分の合計は 234 億円に達した。この間、山一証券の運用預り有価証券等の解約請求は、一時に比べればかなり落ち着きを取り戻したものの、当時なお持続しており、早急に終息するとは期待しえない状況であつたので、7 月上旬、日銀はやむなく、さきに決定した貸出限度 240 億円を 390 億円に増額した。しかし、7 月に入ると、そうした解約の動きは次第に沈静化し、7 月中における日銀融資の実行は 2 回、金額 48 億円にとどまり、8 月以降追加が行われることはなかつた。したがつて、山一証券に対する日銀特別融通は総額で 282 億円となつた。

最後に、ほかの証券業者が取り組んだ証券不況対策について述べる。日興証券は、証券危機の前から経営合理化に取り組んだ。具体的には、機構の簡素化、高性能電子計算機の導入による事務の効率化を実施した。野村証券は 1963 年 1 月に「信用取引管理規定」を制定、営業姿勢の健全化をはかつた。すなわち、(1) 口座開設にさいしての事前管理、(2) 取引開始にさいしての事前管理、(3) 取引運営に際しての管理、(4) 客先連絡についての管理、各般にわたり、取引所以上に厳重な規定を制定、実施した。このため、信用取引

に適した顧客だけが信用取引を行うこととなって、その数もしぼられた<sup>21</sup>。大和証券は人事・経費削減・資産売却で対応した。人事面での対応は、人員の増加抑制、更には削減策が講じられた。職員減少分の外部からの補充は行わないこととする一方、管理部門から収益に直結する営業部門への人員の配置転換が大規模に行われた<sup>22</sup>。経費削減においては、放送番組の単独広告の中止、全国屋外の広告（西宮球場の鉄塔広告や後楽園球場右翼フェンスの社名広告を除く）を撤去した。資産売却では、杉並グラウンドの売却を実施した<sup>23</sup>。

### 第三節 証券恐慌後の証券業の回復

まず、この時期の日本の経済発展について論じる。高度成長期後半は資本自由化に直面した。1964年4月、日本はOECDに加盟し、これに伴い、「資本取引の自由化に関する規約」に調印した。この結果、対内直接投資などの18項目を留保しつつも、漸次、それをも実施していく資本の自由化を義務付けられた。その後、日本の経済力の高まりとともに、資本自由化を求める国際的圧力、特にアメリカの圧力が強まった。これに対し、政府（通産省）、財界ばかりでなく、野党や多くの学者も消極的ないし反対の立場にあった。その根底には、日本と欧米、とりわけ、アメリカの圧倒的な経済力の前に、日本企業の経営権の移転や経済秩序・市場の混乱など、総じて日本経済が外国資本によって支配される、という不安があった。「外圧」とか「第2の黒船」論が高唱されたのも、資本の自由化に対する当時のそのような雰囲気を表していた。

国際的圧力の前に、政府は1967年6月6日、資本自由化基本方針を閣議決定し、7月1日から第1次資本自由化が実施された。ビール、鉄鋼など17業種が100%自動認可、33業種が外資出資比率50%まで自動認可となった。その後、第2次（69年3月）、第3次（70年9月）、第4次（71年8月）、第5次（73年5月）と段階的に資本自由化が急速に進められた。しかし、第3次までは、100%自由化業種は一部にとどまり、多くが外資出資比率、50%までの自由化にとどまっていた。71年以降本格的自由化に踏み切り、同年4月に自動車産業の自由化が実施され、第4次自由化では、それまでの自由化した業種をリストアップするポジティブ・リスト方式から非自由化業種だけを掲げるネガティブ・リスト方式に転換した。そして、第5次自由化では、外資出資比率の原則100%自由化が実施された。

---

<sup>21</sup>野村証券50年史編纂委員会(1976)p.556.

<sup>22</sup>小川功・大塚融・大和百年記念プロジェクト編(2003)p.367.

<sup>23</sup>小川功・大塚融・大和百年記念プロジェクト編(2003)p.370.

資本自由化の段階的实施は、国際競争力のある業種非基幹部門業種を先行させ、その間に重要な戦略的基幹産業の国際競争力を高め、資本自由化に対応するという方法で行われた。この資本自由化をてこに、1960年代後半には大型化投資、大型合併が進展した<sup>24</sup>。66年には日産自動車とプリンス自動車、69年には、ニチボーと日本レーヨンが合併（ユニチカ）した。70年代では、70年3月には八幡製鉄と富士製鉄（新日本製鉄）、71年には、第一銀行と勸業銀行（第一勸業銀行）などが合併をした<sup>25</sup>。このように金融機関の大規模化が進んだわけだが、当時の山一証券は保守的な経営にとどまっていた。日高社長が興銀に入学した当時、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<sup>26</sup>。

これから、1966年以降の証券会社の状況について検討する。1966年以降の証券会社の状況は、1965年から1968年までは免許制への準備期間であり、免許されるための基準を満たすため、各証券会社は財務状態や経営の安定化に迫られた。それまでの期間に中小証券の合併も盛んに行われた。また、大手証券との提携で資本と人的構成の業者が少なくなき、東一証券は野村証券の系列に入り、福山証券は日興証券から、三栄証券、更栄証券、山吉証券は大和証券から、大七証券は山一証券からそれぞれ役員を受け入れた<sup>27</sup>。

1968年4月1日に証券業は免許制に移行した。1968年9月期証券会社決算は、免許制移行後最初の決算であった。証券各社の業績は株式市況の好調と経営合理化の徹底による効率の向上から戦後最高の好決算となった（表2-5）。株式売買高の大幅増加と委託売買比率の上昇によって、委託手数料収入は前期比1.8倍の1,401億円、借入金縮小と運用預りの廃止による金利負担の軽減から、金融収支黒字は前期比50%増の52億円を記録し、この結果、経常収支では前期比3.6倍の590億円を計上したのである。さらに株価の上昇によって、前期には56億円の赤字であった有価証券売買損益が、81億円の黒字となったことも収益の向上に寄与した。この結果、税引後の当期損益は286億円と戦後最大の黒字を記録し、しかも全証券会社が利益を計上するという好決算となった。翌1969年の業績も、前期を上回る好調を示し、税引後の当期損益は411億円という空前の黒字を計上した

---

<sup>24</sup>森武麿ほか編(2002)pp.199-201.

<sup>25</sup>森武麿ほか編(2002)p.175.

<sup>26</sup>日本経済新聞社編(2004)pp.23-24.

<sup>27</sup>大蔵省財政史室編(1991)pp.653-654.

表 2-5 全国証券会社の収支状況および財政状態 (1965年9月期~70年9月期)

(単位:億円)

決算期	1965.9	66.9	67.9	68.9	69.9	70.9
手数料収入	1,018	1,349	1,264	1,900	2,378	2,645
委託手数料	594	942	793	1,401	1,766	1,925
有価証券売買損益	31	112	-56	81	154	100
有価証券評価損益	-85	-23	-4	-3	-1	-1
販売費	279	397	282	357	469	570
一般管理費	742	729	854	1,004	1,357	1,545
給料	335	351	407	476	635	781
金融収益	369	392	405	455	617	807
金融費用	415	312	370	402	460	559
支払利息	329	200	256	224	222	261
当期損益	-116	207	62	286	411	488
経常収支	-48	302	163	590	708	778
商品有価証券	1,077	1,354	1,221	1,190	1,164	1,399
投資有価証券	619	184	208	422	464	485
短期借入金	2,579	2,301	2,098	2,072	2,344	2,712
長期借入金	753	556	438	378	318	322
借入有価証券	3,142	3,400	2,647	2,358	2,183	2,043
資本合計	897	1,188	1,255	1,489	1,837	2,294

出典：日本経営史研究所(2002) p.414.

こうした好決算が続く中で、山一証券、和光（旧大井）証券の再建も順調に進展し日銀特融の返済も予想をはるかに上回るテンポで進んだ。例えば、山一証券については当初の特融残高 282 億円が、1969 年 9 月末には 49 億 8,000 万円と、50 億円を割るまでになった。返済額 232 億円の内訳は、定額返済が約 42 億円、随時返済が約 158 億円、追加のれ

---

<sup>28</sup> 日本経営史研究所(2002)pp.413-414.

ん代による返済分が約 42 億円であった。このうち随時返済の過半は、日本証券保有組合利益の還付によるもので、山一証券への還付配分額は 90 億 1,100 万円余であった。

好調な業績の中で山一証券は、日銀特融を完済して再建計画の総仕上げを行うことを企図し、1969 年 7 月 14 日に東証記者クラブで再建計画の総仕上げの記者会見を行った。その概要は次のとおりである。①1969 年 9 月末現在の特融残高については同額を興銀・富士銀行・三菱銀行 3 行から均等に市中ベースで借入、特融の一括返済に充当する。3 行に対しては 3 年以内に分割返済する。②旧会社である「株式会社山一」は 5 対 3 の株式合併を行って、資本金を 80 億円から 48 億円に減資する。この株式併合分 32 億円と 3 行分減免利息 4 億円で累積赤字を一掃する。③旧会社が商法上の存続会社となり、1969 年 10 月 1 日に新会社（資本金 90 億円）を吸収する形で対等合併して「山一証券」と改称する。旧会社が保有していた新会社の株式 40 億円は全額消却し、合併会社の資本金は 98 億円とする。④ 3 行分および関係 15 行分の棚上げ利息 28 億 400 万円については、1969 年 9 月末に一括現金払いで返済し、ほぼ同額を運転資金として借り入れる。日銀特融の返済は、特融実施の 1965 年 6 月から数えれば 4 年 3 か月で完了した。当初、完済には 18 年 7 か月を要するといわれていたことを考えると、信じられないくらいの早期完済であった。山一証券に先立って和光（旧大井）証券も、1969 年 7 月末に日銀特融を完済していた<sup>29</sup>。

これから、ほかの大手証券会社の業績について見よう。まず、大和証券の経営戦略について検討する。この時期における証券会社の最大の収益源は、株式委託手数料だった。従って大和証券においても、株式業務に対してはとりわけ深い関心が払われた。銘柄の発掘、適切な情報提供から、七・五・三運動<sup>30</sup>、七色作戦<sup>31</sup>、Z 開拓運動<sup>32</sup>等さまざまな営業上のキャンペーンも、その大部分は株式投資家の獲得を目指すものであった。そしてこうした努力が結実し、著しい市場規模の拡大の中で、大和証券の株式売買実績は概ね業界全体の伸びを上回った<sup>33</sup>。

経營業績について見ると、厳しい経費削減、資産圧縮を経て、1965 年 9 月決算期ではわ

---

<sup>29</sup>日本経営史研究所(2002)p.415.

<sup>30</sup>昭和 39 年 4 月開催の部店長会議で提唱された株式キャンペーン標語。現物七、買付五、信用三の割合で株式営業を推進していこうとするもの。

<sup>31</sup>昭和 42 年 7 月 7 日に提唱された営業キャンペーンの名称。『税金読本』申込葉書送付→名刺送付→『税金読本』持参など、一連のダイレクトメールの送付から訪問への順序を踏むことにより見込客の顧客転化を図ろうとする試み。

<sup>32</sup>昭和 44、5 年から始まったオーナー・未上場企業の顧客転化を目的とする運動。

<sup>33</sup>小川功・大塚融・大和百年記念プロジェクト(2003)p.410.

ずかながら利益を計上することができた大和証券は、1966年9月決算期には20億円を超える利益を計上、一株当たり三円復配を実現した。無配の時期は2年で終了した。一時は会社の危機が噂されたほどの業界不況の後にしては、早い復配だといえる。大和証券のみならず、証券各社は苦しみながらも不況の時代を乗り越えることができたのであるが、大和証券の場合は相対的に未上場株式の保有が少なかったことも結果的に幸いした。大和証券は前身の藤本ビルブローカー、日本信託銀行時代に大阪を本拠としていたうえ、旧財閥関係等との繋がりも稀薄であったことなどもあって、この時代においても依然引受け関係の東京における営業基盤が相対的に弱体で、新規公開や増資に伴う手持株が比較的少なかった<sup>34</sup>。4社を中心とする上場幹事獲得競争は熾烈を極めており、各社は上場予備軍と言うべき未上場会社の株式を抱えていたが、株式評価額の減少に伴い、これを保有する証券会社の財務状況は、悪化を余儀なくされた。大和証券は前述の理由でこの種の株式を他3社ほど保有しておらず、身軽であったことが、この時期には有利な要因として働いたのである。

翌1967年9月決算期では減益とはなったものの一株あたり三円の配当は継続、同年末にはテレビ広告も再開された。低迷を続けていた大和証券の株価も1966年4月には65円と上場開始の1961年に次ぐ水準にまで戻った<sup>35</sup>。

続いて、日興証券の経営業績について論じる。日興証券の株式売買高は、1966年前期末からの積極営業が奏功し、株数では、前々期を76%、前期を52%上回る191億株と、好調の1963年に匹敵する売買高をあげ、また、金額では、同じく前々期を99%、前期を97%上回る2兆5,800億円を記録した。この間、3月の委託手数料収入は18億9,500万円と日興証券創立以来の最高を記録し、また、7月の東証売買高シェアは18.6%とトップを占め、9月には22.1%と、これまでの最高記録である1959年12月21.9%を更新、東京・大阪・名古屋の3市場の合算でも第1位を占めるなど、株式部門は積極的な営業を展開した。一方、発行市場においては、流通市場の回復に伴い、1965年10月払込み分から、暫定基準に基づき増資が再開されるに至ったが、当期中の増資額は、金融緩和も手伝って低水準に推移したため、日興証券の株式引受募集取扱高も、前期を株数で57%、金額で24%下回った。

---

<sup>34</sup>一方、山一証券は新規公開会社の3割以上で主幹事証券であったため、株価の暴落に当り買い支えを行わざるを得ず、これが山一証券経営破たんを招く一因となった。

<sup>35</sup>小川功ほか編(2003)pp.374-375.

債券市場は、金融緩和の進展によって市場環境が大幅に好転し、発行市場・流通市場とも、かつて例をみないほどの活況を呈した。この結果、日興証券の債券引受募集高は 3,792 億円と、前期を 54% 上回る好成績を収めた。また、売買高も取引の活況を背景として 7,860 億円と、前期を 95% 上回る躍進を示した。

株式投資信託は株価上昇の機会をとらえて、積極的な募集活動を展開した結果、設定額においては、前期をかなり上回る成績を収めたが、解約は高水準を続け、結局、残存元本の減少を余儀なくされた。すなわち、ユニットにおいては、外枠手数料の実施、運用面にバランス方針を加味するなど、改善を加えつつ募集努力を重ねた結果、359 億円と前期を 8% 上回る設定額をあげ、オープンにおいても、積極営業が実って、前期を 167% 上回る 88 億円の追加設定を行なった。しかし、株価の上昇は、基準価額回復による換金売りと、直接株式投資への移行をもたらしたため、解約はこれを上回り、加えてユニットは、1960～1961 年の大量設定分の償還と重なったこともあって、期末の残存元本は、前期に比べ、ユニットは 14% 減の 1,128 億円に、オープンは 8% 減の 387 億円という結果に終わった。一方、公社債投信については、募集手数料の新設、金利低下に伴う収益分配率の引下げなどに加えて、株式・債券両市場の活況も影響し、設定額は前期を 43% 下回り、期末残存元本も 542 億円と前期比 4% のわずかな減少となった<sup>36</sup>。

次に、野村証券の経営動向について述べる。証券市場が低調を脱したのと並行して、野村証券の営業活動もふたたび活発化に転じる。株式の売買高は 1965 年 9 月決算期には前期比 28% 増となったあと、1966 年 9 月決算期にはさらに 27% 増となった。公社債部門の拡大はさらに顕著であり、売買金額では 1965 年 9 月期決算の 54% 増のあと、1966 年 9 月決算期には 156% 増となり、引受高においても 1966 年 9 月決算期に前期比 82% 増という急拡大を示した。このような拡大は、もちろん、市場のスケール・アップを一因にしているとはいえ、野村証券が積極的な営業活動を通じて市場シェアを高めたことも、重要な要因として働いていた。例えば、株式売買高で野村証券の占めるシェアは、1964 年 9 月決算期 16.7%、1965 年 9 月決算期 21.0%、1966 年 9 月決算期 21.5% と上昇したのである。

営業収入で拡大のあとをみると、1964 年 9 月決算期の 197 億円（1965 年 9 月期以降の決算処理方式に統一）から、1965 年 9 月決算期には 214 億円、1966 年 9 月決算期には 300 億円急速な拡大を示した。つれて税引き利益も、1964 年の 9 月決算期の 5 億 7,000 万円から 1965 年 9 月決算期には 6 億 4,400 万円となり、1966 年 9 月決算期には一挙に 41 億

<sup>36</sup>日興証券株式会社 50 年史編纂室(1970)pp.372-374.

6,300 万円へと増加した<sup>37</sup>。また、投信に動きについては、株式投信では、1965 年から減少し、1969 年から増加に転じた。残存額を見ると、1965 年が 9,600 億円、66 年 8,000 億円、67 年 6,700 億円、68 年 5,200 億円、69 年 5,600 億円となっている（表 2－6）。公社債投信は、1965～69 年の間は純増していた。残存額は、1965 年が 2,200 億円、69 年は 4,900 億円となっている<sup>38</sup>。

表 2－6 野村証券の投資信託元本状況

単位：百万円

	株式投信	公社債投信
1965	966,329	219,569
1966	800,811	232,008
1967	670,494	275,188
1968	515,389	372,600
1969	560,075	489,193
1970	731,699	583,624
1971	900,841	717,674
1972	1,240,403	881,757
1973	1,519,174	1,007,727

出典：野村証券 50 年史編纂委員会(1976)p.724.

#### 第四節 証券業務の国際化

高度経済成長期になると、証券業務の国際化が始まる。1967 年からの資本自由化の開始に対応して、一方で外国人投資家の対日投資が急増するとともに、他方で、日本企業の海外資金調達も盛んになってきた。こうした状況の中で、立ち直りをみせた証券会社において、海外業務を拡充・強化しようとする動きが活発化してきた。

ヨーロッパにおいては、これまで 1964 年に大和証券、日興証券、野村証券、山一証券の 4 社がロンドンに駐在員事務所を設置したのにとどまっていたが、外国人投資家の活発化を背景に、大蔵省は 69 年 10 月、ヨーロッパ大陸への駐在員事務所の設置を認可するこ

<sup>37</sup>野村証券 50 年史編纂委員会(1976)pp.630-632.

<sup>38</sup>野村証券 50 年史編纂委員会(1976)p.724.

ととした。この結果、野村証券がアムステルダム、日興証券はチューリッヒ、大和証券、山一証券はフランクフルトにそれぞれ駐在員事務所を新設し、ヨーロッパからの対日投資情報の収集、欧州預託証券（EDR）、外債発行に伴う引受業務の拡充を図ることとなった。

アメリカにおいても、営業基盤の強化・拡充の動きが活発化した。同国には、1953年における野村証券のニューヨーク支店開設を皮切りに、すでに大手4社と新日本が進出し、海外業務の拡大とともに営業基盤のさらなる強化が必要となり、このため野村証券は、1969年11月に在米支店を統合して現地法人野村証券インターナショナル（資本金150万ドル）を設立した。これに呼応して、大和証券、日興証券、山一証券も、69年12月から70年1月にかけて、それぞれ現地法人であるアメリカ大和証券、日興証券インターナショナル、ニューヨーク山一証券の増資を行い、いずれも資本金を150万ドルとした。この間、野村証券インターナショナルは69年11月にボストン証券取引所の会員権を取得し、これに続いてほかの3社も、翌70年1月に同会員権を取得した<sup>39</sup>。

そして、1971年に自由化された対外証券投資の本格化、証券市場の活況による外国人による投資の増加などを背景に、日本の証券会社の海外進出も本格化した。まず、1970年12月には大手4社のロンドン駐在員事務所の支店昇格が認可されるとともに、新日本証券のロンドン駐在員事務所の開設が認められ、海外業務が新しい段階に移行する起点となった。海外進出のテンポが加速するのは72年からで、72年には野村証券がパリに、日興証券がフランクフルトに、山一証券がモンテリオールに、大和証券がパリに、大手4社がそれぞれ1か所ずつ海外拠点を設置したほか、新日本証券と日本勧業角丸証券がニューヨーク、和光証券がロンドンに海外拠点を設置した。73年には大手4社がそれぞれ2か所ずつ、新日本証券、和光証券などが1か所ずつ海外拠点を設置した。

なかでも大手4社は、ユーロ債市場の活況や対日証券投資の活発化などを背景に、従来からの海外拠点において本格的な営業活動を行うために、1973年度末までに、ロンドン、アムステルダム、フランクフルトなどの支店・駐在員事務所を、それぞれ2～3か所現地法人化した。さらに大手4社は、日本の都銀、現地金融機関、欧米その他の有力銀行との合弁会社の設立を一斉に図り、香港、シンガポール、バンコク、ジャカルタなどの東南アジア諸地域、ペイルートなどの中東への進出を果たした。

---

<sup>39</sup>日本経営史研究所(2002)pp.415-416.

その後、1973年における狂乱物価、同年10月末からの第1次石油危機の中でとられた総需要抑制政策によって、金融機関に対する国内店舗行政は当面凍結となり、これに照応して、日本の証券会社の海外進出は停止された<sup>40</sup>。

第一次オイル・ショック後不振に陥っていた証券会社の国際関連業務は、1970年代後半から再び活況に転じた。とりわけ、80年代に入ると、日本企業の証券発行総額に占める海外発行比率がスイスフラン建てを中軸に高まり、国内においても、円建て外債の引受け、海外機関投資家の株式委託業務の比率が急テンポで上昇したことなどを反映して、大手4社を中心に証券会社の国際関連業務は急激に拡大した。すでに70年代前半までに主だった海外拠点を配置し終えていた大手4社の場合、こうした国際関連業務急拡大への対応は、国内本社における国際関連セクションの強化、海外現地法人の増資、現地法人・その支店・駐在員事務所の再配置、海外拠点への人員配置の計画的増員、外国企業・合併企業への出資といった形で進められた。

1975年から84年の10年間に、証券各社は海外拠点を増設・強化した。国内本社の海外支店、駐在員事務所、海外現地法人（出資比率50%超）の本支店、事務所は、75年3月末の52から、80年3月末の70、84年3月末の101と10年間で倍増している。地域別では、75年の北アメリカ20、ヨーロッパ26、その他6から、80年の北アメリカ24、ヨーロッパ35、アジア他11、84年の北アメリカ26、ヨーロッパ43、アジア・オセアニア・中東ほか32と推移しており、拠点作りという点に限定すれば、1970年代後半にはヨーロッパに注力し、80年代前半にはアジア、中東、オセアニアなどに注力して、海外拠点を展開している。証券会社別では、70年代後半は大手4社が圧倒的比重を占めていたのに対し、80年代前半には準大手証券の海外進出が目立つようになっている（表2-7、2-8）。

---

<sup>40</sup>日本経営史研究所(2002)pp.466-467.

表2-7 1975年における大手4社の海外拠点数

	店	全証券会社に占める比率(%)
野村証券	10	19.2
日興証券	10	19.2
大和証券	9	17.3
山一証券	10	19.2
計	39	75.0

出典：日本経営史研究所(2002)p.525.

表2-8 1984年における大手4社の海外拠点数

	店	全証券会社に占める比率(%)
野村証券	20	19.6
日興証券	15	14.7
大和証券	16	15.7
山一証券	15	14.7
計	66	65.0

出典：日本経営史研究所(2002)pp.525-526.

こうした大手4社及び準大手による海外拠点の拡大は、以下のような特徴を持っている。第一に、大手4社のヨーロッパ地域での拠点再編、準大手のロンドン、スイス進出の背景には、日本企業の外債発行のスイス市場集中と欧米年金基金やオイルマネーによる対日証券投資の増大があった。まず、前者については、スイス市場はアメリカ市場やドイツ市場に比べ、開示手続が簡便でコスト、金利が低いという発行企業にとっての有利性、利便性が存在していた。しかし、スイス市場は他面で、通貨当局の規制下にあり、引受機構も主幹事をスイス3大銀行が独占するという一種のカルテル組織であって、必ずしも自由なユーロ市場ではなかった。そのため、スイス現地法人が幹事として参加し、スイス3大銀行との調整や互惠取引を確保することが必要であった。後者については、1980年代に入ってからロンドン市場の役割の増大があった。すなわち、オイルマネーのリファイナンスや欧米企業年金基金の運用は、ロンドンを介在することが極めて多かった。アラブ産油

国の証券投資の窓口は、多くがロンドンにおかれ、アメリカ企業年金の国際証券投資も、多くはロンドン経由で行われていた。大手4社及び準大手による支店のロンドン現地法人化はこうした状況に対応するためであったし、大手4社のバーレーンへの一斉進出も、ロンドン現地法人化に照応するものであった。

第二に、アジア・オセアニア地域では、それまでの日本の銀行や現地資本との合弁形態から、主導権確保の自社現地法人への転換が進行した。アジアダラー市場の2大中心地の1つというだけでなく、東南アジア全域の華僑資産の介在拠点としての香港の地位は、円証券取引の国際化とともに重要度を増し、アジア地域の統括拠点と位置付けられるようになった。こうしてこの時期、大手4社の香港現地法人に対する出資比率の引上げ、100%子会社化が進み、準大手の香港現地法人も相次いで設立された。また、オフショア市場としてのシンガポールの地位も、アジアダラー債発行からユーロ債発行へとといったユーロ市場との連動関係の強まりによって高まり、野村証券、大和証券の現地法人の設立、日興証券、山一証券の事務所開設を生み出した。さらに、円建て外債の起債奨励などを目的に、シドニー、バンコク、北京、ソウルでの拠点作りもこの時期に開始された。

第3に、北アメリカ地域では、1974年のアメリカにおける利子平衡税その他の対外投資融資規制の撤廃、80年の日本における外為法改正などを契機に、対日証券投資の活発化が進行し、日本の機関投資家によるアメリカ国債投資も始まっていた。また、ニューヨーク証券取引所は、77年に外国証券会社にも会員権を開放していた。もっとも、アメリカの機関投資家の投資対象は国内を主力とし、対外投資の場合もロンドンを介在することが多く、この時期北アメリカ現地法人の業務、ドル証券ビジネスという従来業務の延長戦にあった。大手4社の現地法人の増資は、こうした新しい事態に対応しつつ、ドル証券ビジネスを拡張することを主目的に進められた<sup>41</sup>。

次に、全国証券会社の損益について見よう（表2-9）。委託手数料収入は、1972年9月期の3,313億円から、1977年9月期には4,118億円に増加しているが、手数料収入に比べれば、それほど増えていない。営業収支は、低迷している。当期損益は、ばらつきが大きく、損益が低い状態が続いている。

---

<sup>41</sup> 日本経営史研究所(2002)pp.525-527.

表2-9 全国証券会社損益 (1972年9月期～1977年9月期)

(単位:億円)

	72.9	73.9	74.9	75.9	76.9	77.9
手数料収入	4,064	5,185	3,711	4,257	5,760	6,441
(委託手数料)	3,131	3,763	2,440	2,695	3,875	4,118
販売費, 一般管理費	3,175	4,242	3,993	4,572	5,609	6,484
営業収支	889	942	-282	-314	151	-43
金融収支	314	545	582	630	667	766
経常収支	1,203	1,487	300	316	818	723
有価証券売買損益	847	554	2	554	785	1,404
その他収支	-571	-227	176	72	-110	251
法人税額	760	782	210	546	761	1,247
当期損益	719	1,032	268	396	732	1,132

出典：大蔵省証券局年報編集委員会編(1978)p.171.

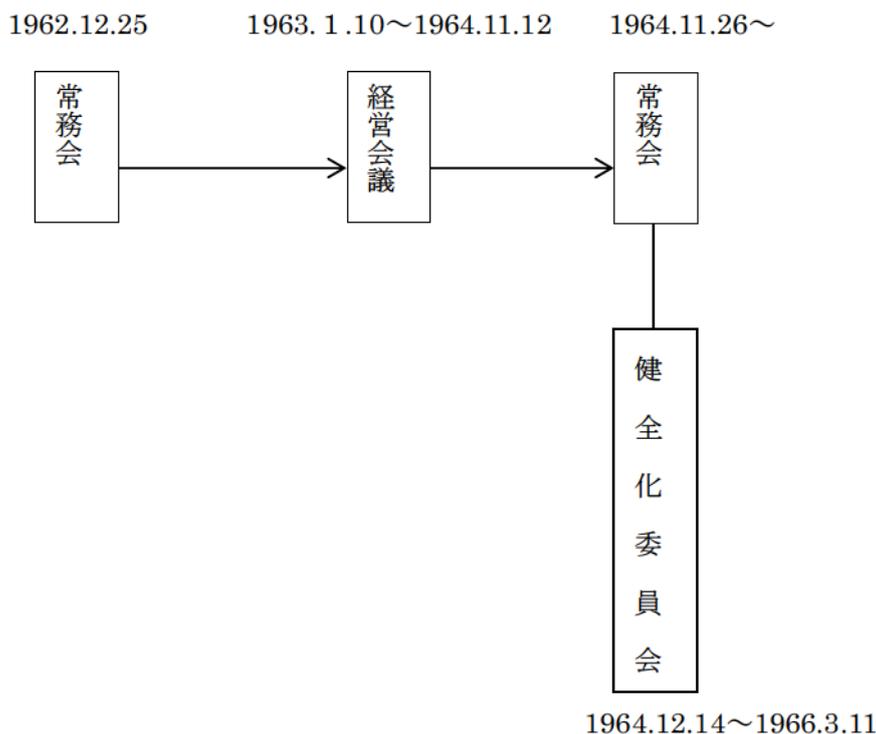
### 第三章 証券危機前後の山一証券の実態

本章では、常務会、健全化委員会の議事録を使用して、山一証券の経営再建の取り組みについて検討する。史料分析の結果、山一証券は1965年の経営破綻までは、経営合理化には消極的で、経営破綻を得てようやく、積極的に経営合理化をするようになった。

#### 第一節 経営会議・常務会・健全化委員会の概要

山一証券の意思決定機構の変遷を示したのが図3-1である。経営会議は常務会を代替する会議として1963年に始まり、1964年に常務会が再開されるまで存続した。常務会は山一の実質的な意思決定会議となっている。そして、健全化委員会は常務会での決定を受けて設置された経営合理化を進めるための検討委員会である。健全化委員会で合理化をすると決定したものは常務会に上程され、常務会で合理化するかどうか決定される。

図3-1 山一証券の意思決定機構の変遷



出典：常務会(1962.12.25)p.136, 経営会議(1963.1.10)p.141, 経営会議(1964.11.12)p.223, 常務会議事録(1964.11.26), 健全化委員会(1964.12.14)p.6, 健全化委員会(1966.3.11)p.418.

## 第二節 証券危機までの山一証券—1962～1965—

### 一. 経営の行き詰まり

1961年に始まる株式不況を背景に山一の経営は行き詰まったが、積極経営路線に固執し続けた。役員会の内部で積極路線あるいは保守路線の議論が行われることはあった。しかし、山一証券が1964年に積極営業路線を採ったのは、「過般指示された方向において作業中であった計画は、その間の状況の急激なる悪化によって予測を若干修正した。……以上の次第で審議を得ずして事務当局において状況が状況であるだけに勝手に決定した事をお詫びしたい」となっている<sup>42</sup>。1965年の積極営業方針については、「私（中島専務）は、16億円収入は勿論のこと14億5,000万円も困難であり、現在では13億円のペースが精一杯と考える。……以上のような意見に対し、基本的な見通しについては異論はないが……」となっている<sup>43</sup>。

経営が行き詰まった山一証券は、業務合理委員会を設置し、経営合理化に取り組み始めた。合理化の目標は経費節減、営業戦力の増強、業務合理化であった。具体的には、大阪店で株式部、計算部、経理部などから15名を営業に転出させた。そして、1962年には事実上の意思決定機関である常務会を経営会議に変更した。さらに、1964年12月に健全化委員会を設置して経営合理化に取り組むこととなった。

### 二. 経営合理化への取組み

第1回健全化委員会は1964年12月14日に開催された。社長は冒頭で、「委員会は資金収支、営業収支で相当出血が続いている現在の事態をよく把握し、全体的な施策というより、まず逐次問題を取り上げ、結論のでたものから実施していくという行き方が必要だろう。積み上げから出発し、全体をつくり上げていくという方向でお願いしたい。」と述べた。構成メンバーについては、固定的なものではないと述べている。委員会の問題は当面支出削減に重点をおいていた<sup>44</sup>。

健全化委員会で採り上げられた問題は多岐にわたっており（表3-1）、重要だと思われるのは集金係問題、不動産関係、店舗問題、総合収支均衡問題であった。この中で、山一証券は集金係問題を非常に重視していた。以下詳しく見よう。

<sup>42</sup> 『山一証券資料 トップマネジメント（第3集）』常務会議事録(1963.12.17)p.85.

<sup>43</sup> 『山一証券資料 トップマネジメント（第3集）』常務会議事録(1964.8.27)pp.18-20.

<sup>44</sup> 『山一証券資料 40年不況（第4集）』第1回健全化委員会議事録(1964.12.14)pp.6-7.

表 3 - 1 山一証券の健全化委員会の議題リスト

	議題
第 1 回健全化委員会議事録	委員会設立の趣旨及び運営方針について
第 2 回健全化委員会議事録	全山一の連結財務状況
第 3 回健全化委員会議事録	24 期実績と 25 期計画
第 4 回健全化委員会議事録	1. 各部長に業務簡素化及び全社的な合理化案提出を求める件 2. 関連会社について
第 5 回健全化委員会議事録	累積投資業務と集金係制度について
第 6 回健全化委員会議事録	1. 店舗問題について 2. 健全化委員会 当面のスケジュールについて 3. その他
第 7 回健全化委員会議事録	1. 関連同業会社について 2. 投資有価証券について
第 8 回健全化委員会議事録	集金係関係
第 9 回健全化委員会議事録	集金係減員について～最終まとめ～
第 1 0 回健全化委員会議事録	1. 人員の現状について 2. 販売会社対策について
第 1 1 回健全化委員会議事録	関連会社対策について
第 1 2 回健全化委員会議事録	不動産関係
第 1 3 回健全化委員会議事録	1. 自動車関係の合理化 2. 電子計算部門の分離について
第 1 4 回健全化委員会議事録	1. 各部長提出意見に対する検討 2. 顧客管理要領の改訂について
第 1 5 回健全化委員会議事録	大支店収入増大策について
第 1 6 回健全化委員会議事録	店舗問題について

第17回健全化委員会議事録	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 電計問題について</li> <li>2. 第2次自動車削減計画について</li> <li>3. 総合収支均衡策の基本的考え方</li> </ul>
第18回健全化委員会議事録	総合収支均衡策の検討
第19回健全化委員会議事録	総合収支均衡計画について
第20回健全化委員会議事録	本社屋集約化案について
第21回健全化委員会議事録	店舗問題について
第22回健全化委員会議事録	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 稟議制度について</li> <li>2. (臨時)組織について</li> </ul>
第23回健全化委員会議事録	集金係報酬料率改訂案について
第24回健全化委員会議事録	組織問題
第25回健全化委員会議事録	昇進基準について
第26回健全化委員会議事録	組織について
第27回健全化委員会議事録	組織について～特に株式, 調査, 大阪店の問題～
第28回健全化委員会議事録	債券部門組織について
第29回健全化委員会議事録	組織について ①債券引受部 ②外国部 ③支店組織
第30回健全化委員会議事録	経過説明及び今後採り上げるべき諸問題について
第31回健全化委員会議事録	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 当面の課題について</li> <li>2. 自動車削減計画, 自動車任意保険の自家保険化, 本社屋集約化, 電計合理化状況報告</li> </ul>
第32回健全化委員会議事録	外務員規定について
第33回健全化委員会議事録	<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 商品別事務コスト</li> <li>2. 組織</li> </ul>
第34回健全化委員会議事録	組織
第35回健全化委員会議事録	組織改訂
第36回健全化委員会議事録	組織改訂

第37回健全化委員会議事録	組織規程
第38回健全化委員会議事録	組織規程
第39回健全化委員会議事録	1. 電計経費節減策～UⅢ1台返還に関して 2. 外務員規程 3. 職務権限規程～分掌事項
第40回健全化委員会議事録	職務権限（本社、本店、大阪店、地区における共通事項）
第41回健全化委員会議事録	委員の一部交代に関し、新委員の顔合わせ、旧委員への慰労
第42回健全化委員会議事録	1. 累積投資申込コースの統合と入金単位引上げについて 2. モラル昂揚のために、トップ幹部はいかにあるべきか。営業と本社の一体感を強化するにはどうしたらよいか。 3. 収入の確保のために営業努力の配分はいかにあるべきか。収入を確保し、増大させるためにはどの商品を重点とすべきか。改正証取法の施行にどう対処すべきか。
第43回健全化委員会議事録	営業推進運動について
第44回健全化委員会議事録	支店管理体系について
第45回健全化委員会議事録	1. 第二次総合収支均衡計画（案）の概要説明 2. 支店管理体系（第2回目）
第46回健全化委員会議事録	第2次収支均衡計画について
第47回健全化委員会議事録	①地区長・支店長の職務権限について ②総合収支計画（案）の修正について ③支店管理体系（支店口銭、対内家賃）について
第48回健全化委員会議事録	①第2次総合収支均衡計画 ②営業収入増大策
第49回健全化委員会議事録	支店管理体系「業績評価、分担金」について
第50回健全化委員会議事録	①研修部昇格について ②営業手当の改訂について
第51回健全化委員会議事録	第26期収入計画
第52回健全化委員会議事録	①第26期（上期）収支計画について ②12億収入達成のための具体策について

第53回健全化委員会議事録	①営業手当について ②支店管理体系～最終まとめ～
第54回健全化委員会議事録	顧客層拡充についての諸問題～支店長会議の議題と関連して～
第55回健全化委員会議事録	第26期（下期）収支計画
第56回健全化委員会議事録	26期下期計画～支出面～
第57回健全化委員会議事録	26期下期計画～総括まとめ～
第58回健全化委員会議事録	電子計算 新システム導入について
臨時健全化委員会議事録	組織（管理本部関係）について

注：第46回は合宿会議である。

出典：第1回健全化委員会議事録～第58回健全化委員会議事録，臨時健全化委員会議事録より。

#### ①不動産処分

不動産処分については、すでに1963年大蔵省より経営内容改善の為不動産を処分するよう指示されていた。経営会議（常務会）での対応を進めた結果、1963年に31億円の不動産処分、1964年に68億円の不動産処分を行い、合計で42億円の利益が出た<sup>45</sup>。

#### ②店舗問題

店舗問題が検討され始めたのは、1965年2月9日の健全化委員会であった。その後、店舗閉鎖問題、人員規模問題に関する常務会で結論が出た。結論として、都内支店に関しては、池袋東武、中野、目黒、千住、立川、鉄鋼ビル、巣鴨の閉鎖が決定された。大阪地区は本町、上六、九条を閉鎖したいと考えていた。地方支店は、合計で12店舗閉鎖することとなった（表3-2）<sup>46</sup>。

<sup>45</sup> 『山一証券資料トップマネジメント（第3集）』常務会議事録(1965.1.27)pp.124-126.

<sup>46</sup> 『山一証券資料 40年不況（第4集）』店舗閉鎖問題，人員規模問題に関する常務会記録(1965.2.13)pp.122-123 と pp.127-129.

表3-2 山一証券の支店の削減計画

(単位：店)

	1965.2	閉鎖数	残存数
東京	32	7	25
大阪	11	3	8
地方	58	12	46
計	101	22	79

出典：店舗閉鎖問題，人員規模問題常務会記録 p.128.

### ③雇用調整

まず、山一が非常に重視していた集金係について触れる。第5回健全化委員会議事録では、累積投資業務と集金係制度について議論していた。添付資料の集金係制度の沿革を紹介すると、集金係制度は1958年6月減税月掛投資契約申込者よりの払込資金を効率的に集金することに端を発し、1960年4月以降はこれを継承した現行累積投資の集金体制として整えられた。即ち、①営業マンが集金に当たることは、その営業活動を妨げること、②山一証券のイメージを売り込むことによって将来の販売契機を発見すること等が主たる根拠となった。従って、当初は集金係の積極的な募集活動を予定せずMIクラブ普及員が営業マンに代るとしてこれにあたっていた。しかし、1961年10月、その前年4月発足の投信販売会社の営業戦力補充のため、1,500人の普及員（総勢の75%）と累積投資申込者の7万件（25%）を山一証券に移管するに及び、集金係の業務内容も大きく変貌することになった。つまり、累積投資の維持拡大は専ら普及員が担当していた訳であるからこれが激減し、一方、営業マンは多量の割当を抱えて、手が回らず、結局、集金係に代らせねばならず、その業務内容も質的变化を遂げざるを得なくなったのである。また、当時集金係の勢力はわずか184人であり、募集についての実力も伴わなかったから、累積投資の停滞が著しくなるにつれて人員の増強が急務とされた。1963年1月よりの集金係大增員方針の具体化は以上を背景としており、以後人員は急テンポに拡大するところとなった。結論としては、集金係を1,900名から300～500名に減らす、集金係の業務内容を明確にすることとなった<sup>47</sup>。集金人は本来集金業務のみに従事するはずであったが、山一では集金係はほ

<sup>47</sup>『山一証券資料 40年不況（第4集）』第5回健全化委員会議事録(1964.12.24)p.21 と第5回健全化委員会議事録付属資料(1964.12.24)pp.436-437.

かの業務も行っていた。

そして、第9回健全化委員会議事録では、集金係の減員について最終まとめに入った。その添付資料1の内容を一部引用すると、「当社の集金係制度は37/2の集金係運営要領により再発足して以来、38/1大量増員方針が打ち出され、事実上外務員化した。全社の収益に対する寄与は予期に反してあがらず、且つ集金業務に対する考え方にも混乱を生ずるに至っている。そこでこの際集金係の業務のあり方を確認すると共に、その新しいあり方に基いて一挙大幅に削減することが必要である」と方針が示されている。集金係制度の問題点は、従来の集金係運営要領は、集金係に集金業務のほか、募集・情報収集などという業務も要求しているため、性格があいまいとなり、支店では混乱を起こしていた。第二に、集金係が外務員行為を行っているため証券取引法違反となり、大蔵省検査でも指摘を受けた。第三に、累積投資自体が5,000円未満の小口件数で、約50%を占め、また、休眠客が2/3も居り管理量が増大しているため、その合理化をはからねばならない段階に達した。その上集金サービスを行っているため、さらに採算の悪化を招いている。とりわけ、集金係による募集は採算の悪いサイケンオープンに集中しているため、その傾向に一層拍車をかけていた<sup>48</sup>。

第23回健全化委員会議事録では、集金係の報酬料率改訂を議論した。結論は、基本報酬は1ヶ月10,000円、1年経過ごとに500円増額し、業務手当は在籍5年未満のもの6,000円以内、在籍10年未満のもの7,000円以内、在籍10年以上のものは8,000円以内とし、特別手当は年2回、最高10,000円～最低5,000円となった<sup>49</sup>。

次に、正社員の雇用調整について見ると、正社員の雇用調整は少ししか行われなかった。定昇、ベアについては名目17%、実質11%案を考えたが、労組幹部が地方支店を全部廻り説得に当たったが、支援が得られず、以下の条件で山一は妥協を図った。第一に、健康保険料0.6%は現行通りとし、来年度から外す。第二に、残業の夕食代は現行7時以降を8時以降に改める。ただし、次回のベア時点で残業夕食代会社負担は全廃する。以上の妥協により、ベースアップは実質12%に達した<sup>50</sup>。このように正社員については集金係のような大規模なリストラは行われなかった。

---

<sup>48</sup>『山一証券資料 40年不況(第4集)』第9回健全化委員会議事録添付資料1(1965.1.11)pp.499-500。

<sup>49</sup>第23回健全化委員会議事録 p.154。

<sup>50</sup>『山一証券資料 トップマネジメント(第2集)』常務会議事録(1965.4.17)pp.567-569。

なお、高度成長期の大企業は就職後の女性には結婚退職制を慣行としていた<sup>51</sup>。しかも、女性は性別職務分離で補助的に雇用する労使関係が一般的であり<sup>52</sup>、男女間の給与格差が大きい。山一証券では、「給与面では女性と男性の差は大きいですね。仕事内容は殆ど同一でも……（女性社員）<sup>53</sup>」と発言しているように男女の給与格差が大きかった。男性の正社員の雇用調整が難しかったことは当然とみてよいだろう。

#### ④総合収支均衡計画、合理化の結果

第18回健全化委員会議事録（1965.1.30～1.31）によると、収入は12億円必要と考えていた。第19回健全化委員会議事録でも、第18回と同様総合収支均衡策について議論した。議論の内容を紹介すると、「前回の討議結果では、収入増に見合う販売費を考えると、営業経費は8.75億円から9億円になり、収入も12億円を見込んでいたが、企画室案としては11億円にした。…二次案は、不動産売却、店舗閉鎖、人員整理、一般管理費の4割減ということで、圧縮の幅は極限と考えられるが、それでもなお且つ1億円は、政治的な交渉で金利を引下げてもらわねばならない状況となっている」<sup>54</sup>。

結局、山一証券の経営合理化は、不動産処分を除いて、店舗問題、人件費の削減では進まなかった。人件費の削減を大幅に削減出来なかったのは高度成長期特有の雇用慣行（終身雇用）があったからに他ならない。

### 第三節 業績回復期の山一証券—1965～1968—

この時期の山一証券の概要について説明すると、まず、前述したように、1965年5月21日、西日本新聞の「山一証券、経営難乗り切りへ 近く再建策発表」と題する記事の発表を受けて、経営破綻した。そして、経営破たんの影響で、経営合理化の方針は支出削減から収入増大に転換した。

#### 一. 経営戦略の変化と実態

1965年6月からの経営戦略は、①自己売買は顧客の維持その他業務遂行上必要かつ適正な規模を保ち、商品有価証券については銘柄の偏向を避け、流動性に留意し、とりわけ、

---

<sup>51</sup>大門正克(2015)p.156.

<sup>52</sup>大門正克(2015)p.169.

<sup>53</sup>山びこ新聞 1965年4月27日 p.3.

<sup>54</sup>『山一証券資料 40年不況(第4集)』第19回健全化委員会議事録(1965.2.6)pp.105-106.

株式保有は一定額を限度とする，②過度な引受を避け，会社保有の株式は資本額の一定比率を超えないようにする，③運用預りの縮減，④販売費，一般管理費は手数料収入の範囲内に留める，⑤推奨販売その他不適正な販売方法はとらない，となった<sup>55</sup>。この日高社長体制と大神社長体制を比較すると，①，②，⑤は明らかに日高社長体制で採られたものである。大神社長は常に強気の経営方針であったから，大量推奨販売などに積極的であった。このように，山一証券の経営戦略は大神社長体制の大量推奨販売から保守的な経営戦略に変化した。

## 二. 経営合理化への取り組み

### ①不動産処分

経営合理化の一環として引き続き不動産処分が行われた。1965年1～9月に94件の不動産処分を行い，29億3,400万円の売却益を計上した。しかし，1965年10～12月に行われた18件の不動産処分では不動産価格の低迷もあって，かえって，売却損1,400万円が生じた<sup>56</sup>。

### ②雇用調整

1965年10月の社長書簡では，「山一の資産の根幹は人にあり，人材を養成し，適材を適所に配し，意欲を昂揚することが山一のすべてを決する」と指摘していた。雇用調整を最少化しようとする以上，人材の育成は決定的重要事である。雇用調整は支店閉鎖に伴って生じたが，65年6月までに77店舗になっており，閉鎖店限従業員157名の退社は完了していた。

西日本新聞に発する経営破たんが人員に与えた影響を見ると，従業員数では1963年9月末には9,000人を超えていたものが，66年9月には5,400人に減少した。男子だけで2,000人弱減少した。これによって平均勤続年数は年に1年ほど伸びた。比較的若い世代が自発的に退職したためである。課長以上を対象に若干名に関して事実上の勧奨退職は行ったものの，希望退職は行わなかった。

「年と功」によって賃金が決定される仕組みがあると，上記のような人員構成の変化は平均給与を上昇させて労働コスト上昇の一因になる。事実，「有価証券報告書」の月額平均

---

<sup>55</sup> 粕谷誠ほか編(2011)pp.380-381.

<sup>56</sup> 粕谷誠ほか編(2011)p.354.

給与ベースでみると、男子のそれは63年9月の3万円から66年9月の4万5,000円へと実に50%の上昇であった。また同期間に女子では1万5,000円から2万3,000円に上昇している。

この間、1965年から、定昇は従来1月であったのを4月に改めることについて山一従組との間で合意が成立し、7月には申し出により管理職手当を1年間10%減額することとした。しかし、給与ベースは基本的にはそれぞれの業界の標準があり、大幅に引き下げれば人材のリクルートは困難になる。従って、既存の従業員の能力を最大限に引き出すことに注力せざるを得ない。採用数を抑制し、人材育成が重視された。

他方で、新卒採用は抑制された。1966年度採用に関しては、大卒は幹部要員として10名程度の採用を考慮するが、優秀な人材の確保が困難であれば取りやめる。高卒者は男女とも採用しない方針であった。日高社長は「昨年管理者の一部に退職勧告をしたことを思えば、新規採用には慎重を期さねばならない」とブレーキをかけていた<sup>57</sup>。

以上のように、1965年の証券危機以降、さまざまな問題を抱えつつも一定の雇用調整は進んだと言えよう。

### ③総合収支均衡計画

第48回健全化委員会(1965.8.13)において、第2次収支均衡計画は、第1次収支均衡計画の手直し案ではなく、前向きに発展し、黒字を上げていく計画であると性格を規定した。

証券危機前の総合収支均衡計画は支出削減に重点を置いたのに対し、証券危機後は収入増大に重点を置いた。1965年6月の営業収入の実績(8億円)と一次計画(11億円)を見れば、増収に重点においているのが分かる(表3-3)。その中で、とりわけ、株式収入に重点をおきたいと考えられていた。そして、11億円収入案でいいと企画室長の伊藤委員などが主張した<sup>58</sup>。支出については、1965年6月の8.51億円から一次計画の8.20億円、そして、1966年3月の7.72億円、1966年9月の7.52億円というように、次第に削減していくということであった(表3-4)。

以上のような収支計画の下、実績は15億円収入となり、支出は9億円となった。総損益は4.6億円であった。収入と総損益において収支計画通りの結果となっている。他方で、

<sup>57</sup> 粕谷誠ほか編(2011)pp.385-387.

<sup>58</sup> 『山一証券資料 40年不況(第4集)』第48回健全化委員会議事録(1965.8.13) p.346.

支出は収支計画よりも 1.3 億円増えた。総合収支均衡計画は達成したとはいえ、支出削減は達成できなかった。しかも、第 41 回の健全化委員会で委員の一部が交代し、新谷という委員が登場したが、この新谷委員という人は前にいた委員と比べて、鋭い発言をするため、この新谷委員の発言を封じるために、山一証券はこの新谷委員をこの委員会の副委員長に昇格させる。忙しくさせることで、発言を封じこむ。このような組織風土の問題もあり、経営合理化が進まなかった。

表 3-3 総合収支均衡計画の収入の部 (単位:百万円)

	実績				計画		
	64/10~65/3 月平均	65/4	65/5	65/6	一次計画	二次計画案 66/3	二次計画案 66/9
株式収入	488	384	316	274	524	377	378
債券収入	223	215	212	209	210	269	288
投信収入	375	336	439	329	366	324	319
営業収入 (小計)	1,086	935	967	812	1,100	970	985

出典：第 48 回健全化委員会議事録付属資料(1965.8.13)p.103.

表 3-4 総合収支均衡計画の支出の部 (単位:百万円)

	実績				計画		
	64/10~65/3 月平均	65/4	65/5	65/6	一次計画	二次計画案 66/3	二次計画案 66/9
販売費	247	240	208	150	190	177	179
一般管理費	820	719	728	701	630	595	573
営業経費 (小計)	1,066	959	936	851	820	772	752

出典：同上 p.102.

#### 第四節 個人営業面でみた山一証券の限界

まず、人事（事故者処罰）を採り上げる理由について述べる。事故者処罰が頻繁に行われれば、事故の件数が多いことを意味する。そこで、問題となるのが個人投資家保護の問題である。事故が多いと個人投資家保護がされているかどうか疑問視される。以下では事例を通じて個人投資家が保護されているかどうかをみていく。

##### 一. 証券危機前の事故と事故者処分

表3-5 証券事故の概要（1964～1965年）

日付	氏名	事故金額(円)	概要
1964.12.24 事例1	HA	3,495,473	売買損を負担するような印象並びに保証を顧客に与え、また、損失挽回のため、一任売買取引を行った結果、約定の否認を受け、山一に損害を与えた。
事例2	SB	966,182	顧客の否認を受け、その損失補填のため、個人貸借並びに無断出金をした。
1965.3.25 事例3	HC	1,751,371	事故者 HC は 1963 年 12 月 6 日より 1964 年 3 月 14 日迄、30 回にわたり M1 立替金を不正出金の上、知人 YA(東洋通信社長)に貸付けていた。
事例4	SD	1,434,362	SD は 1963 年 5 月頃より遊興費欲しさに友人より借金、顧客 HD 外 5 名の口座より預り金及び預り証券の無断流用、顧客 HD より 555,000 円の個人貸借を行い、これらをすべて遊興費に費消した。

出典：常務会議事録付属資料より。

個別の事例の検討に入る前に、事例を選択した基準について説明する。事例を選定した基準は、事故金額の大きさを対象にしている。事故金額が大きければ山一証券に与えた損失が大きくなるので、これを事例の選定基準にした（表3-5）。選定された事例の処分パターンを見ると、減給、都合解雇、解雇となっており、全体的に処分が甘い傾向にある。そして、証券危機前の事故件数は13件であった。

## 事例1

1964年12月24日にHA<sup>59</sup>（大阪店営業部主事）が減給，KA（心齋橋支店営業代理心得主事）が譴責，TA（浅草支店主事補）が訓戒，SA（岐阜支店長参事）が戒告された。これは心齋橋支店における対客紛争に関する事故である。処分理由は，売買損を負担するような印象並びに保証を顧客に与え，また，損失挽回のため，一任売買取引を行った結果，約定の否認を受け，山一に損害を与えた。損害金額は3,495,473円であった。事故の内容としてはHAが1963年6月14日買付のドリーム観光5,000株，信用取引の決済損金の入金方をMAに要請していたが，入金を得られなかった。1963年9月末KAと同行し，客は東洋工業2,000株を売却して損に充当する。しかし二人の責任で取り戻してほしい。それを承諾するならば整理に応じる。KAが東洋工業は将来返すが，そのためには一任売買を行う約束を取り交わしている。1963年9月末より1964年3月までの半年間，信用取引の一任売買などを行い約170万円の売買損が生じ，MAに請求したが売買全部を否認される。別件ではHAがOAとの取引において，一任売買取引で84万円の損失を出していたが，このうち60万円1963年10月以降の売買によって取り戻すことが可能であるからと，如何にも約束するが如き印象を与えて入金を得た。ところが1963年10月より1964年6月までの取引によって逆に162万円の売買損を生じたが，OAは約束違反を理由に入金を拒否した。その後，内容証明書を送り，代用を処分し，一部損金に充当したが，残金107万円は入金困難となった。

そして，TAは心齋橋支店在勤中1963年4月15日信用取引にて，買付の協和醗酵5,000株の約定を同年9月に否認された。TAは当時上司ではなかったが，何事も相談しやすいHAにこの間の事情を説明し，顧客との交渉にあたって貰った協和醗酵5,000株の欠損金約25万円を補填する意味で，TA，HA両名が一札をSAに差し入れ，同顧客より損金の入金をもたらっていた。この念書による損金約25万円を捻出するため，1963年11月下旬より1964年3月，TAが転勤するまでの間，HAはSA口座で無断売買を行い，かえって約24万円の上塗りをした。顧客が一部負担をしたが，約44万円の損失を山一に与えた<sup>60</sup>。

## 事例2

続いて，同日の別の事故者処罰を見ることとする。前橋支店の事故者SB（前橋支店主

---

<sup>59</sup>個人情報保護のため，人名は記号で表している。

<sup>60</sup>『山一証券資料 40年不況（第2集）』常務会付属資料(1964.12.24)pp.494-498。

事)が都合解雇された。処分理由として顧客の否認を受け、その損失補填のため、個人貸借並びに無断出金をした。責任者の処罰としてKB(大阪店事業法人部長)が訓戒、OB(横浜支店長)が訓戒、MB(目黒支店長)が訓戒、IA(前橋支店長)が訓戒、TB(前橋支店長代理)が訓戒を命じられた。損害金額は966,182円であった。

事故内容はSBが前任地池袋支店在任中、一任取引客KC口座において、1962年4月より同年10月までの間に250万円の損失を被った、SBは顧客KCに対し、気弱な性格から事実を言えず、損金は100万円位であると虚偽の報告を行い同顧客を欺いていた。然るにSBは250万円の損失金を補填すべくJAが一任的取引客である事を奇貨とし、同の預り証券第118回ユニット投信を売却し、代金を損失金に充当した。1963年2月顧客より前記投信券面(300口)の請求があったので、SBは上記事情を説明し、その諒解を乞うたが客は損金概算100万円であり、その他は一切否認すると主張するのでやむなく、第118回ユニット投信300口を買い戻すに至る。その代金1,528,200円は顧客NAより400,000円、顧客HBより718,506円、友人(池袋支店社員)SCより300,000円夫々個人貸借し(顧客NAへ借用証を差し入れている)、不足分180,878円をSBが負担して損金に充当した。

その後、顧客HBより300,000円の返済要求があったため、SBは顧客WAより400,000円個人貸借形式で借入、HBへの返済を行った。1963年8月前橋支店転勤となり、前任支店における借財返済の方途もつかず、やむを得ず、SBは顧客HC外2名の口座より1,091,693円を無断出金し従来の借財の一部に充当した。内訳として池袋支店顧客NA430,000円、SC70,000円、WA340,000円、前橋支店顧客KD10,000円及び自己資金141,011円である。こうした事故への返済措置については、KEを保証人として1965年1月末より毎月3,000円以上を1984年12月末までに割賦返済する旨の弁済契約公正証券を1964年11月19日に作成調印を行った。顧客WA及び池袋支店社員SCについては、全て個人貸借であるため、山一は関知しないこととなった<sup>61</sup>。

### 事例3

西神戸支店の事故について見ていきたい。事故者のHC(神戸支店書記)は都合解雇、責任者のHD(西神戸支店事務主任主事)は減給および10日間の出勤停止となった。損害金額は1,751,371円であった。事故の内容として、事故者HCは1963年12月6日より

<sup>61</sup> 『山一証券資料 40年不況(第2集)』常務会付属資料(1964.12.24)pp.486-492.

1964年3月14日迄、30回にわたりM1立替金を不正出金の上、知人YA（東洋通信社長）に貸付けていた。HCがYAに貸付けた理由は会社自体及び自分自身の将来性に疑問を持ちつつあった矢先、偶然同が新会社設立に当り、優遇すると甘言し、貸付金返済の確実性を信じて、職務を悪用したものである<sup>62</sup>。

#### 事例4

次に、同日の事故者処罰、立川支店の事故について検討する。事故者のSD（立川支店主事補）は解雇、責任者のIB（立川支店長）は譴責、SE（立川支店長代理）は戒告、KE（立川支店事務主任）は譴責、KF（立川支店受渡係主事）は戒告となった。損害金額は1,434,362円である。事故の内容は、SDは1963年5月頃より遊興費欲しさに友人より借金をし、費消していたが、数回にわたる借金も返済に窮し、友人より高利貸を紹介され、120万円におよぶ借入を受け、遊興費として費消した。高利貸よりの借入返済と遊興費に費消するため、立川支店社員IC外4名及び徒兄より1964年4月から同年11月までの間に合計2,378,700円の個人貸借を行い、また、顧客HD外5名の口座より預り金及び預り証券合計1,867,326円を無断流用し、かつ、顧客HDより555,000円の個人貸借をも行い、これらもすべて遊興費に費消した。すべての個人貸借については、山一としては関知しないものとし、実父もこれを承諾したので、無断流用分買戻し金額が2,037,214円となり、一時金として実父及び事故者より給料等合計592,852円の弁済を受けているので、3月1日現在差引計1,434,362円が損害金となっている。残りの損害金の弁済金については実父の土地を担保として3年年賦弁済となった<sup>63</sup>。

## 二. 証券危機後の事故と事故者処分

証券危機を経て、山一証券の経営合理化はある程度進んだが、個人営業では改善が見られたらどうか。以下順にみよう。

表3-6 証券事故の概要（1966年）

日付	氏名	事故金額(円)	概要
1966.1.31	IE	1,146,040	伝票の不正起票、預かり証券の無断売却、預り金及び住所不明客の

<sup>62</sup> 『山一証券資料 40年不況（第2集）』 常務会議事録付属資料(1965.3.25)pp.256-258.

<sup>63</sup> 『山一証券資料 40年不況（第2集）』 常務会議事録付属資料(1965.3.25)pp.261-265.

事例1			投信分配金等を不正出金し、その流用金を遊興費に費消する等の不正行為をした。
1966.2.18 事例2	KG	821,158	顧客の預り金を無断出金し、または仮証にて預かった株式買付代金を競馬等遊興に費消した。
事例3	SF	すべて弁償したため0	売買損の自己負担並びに帰省費用欲しさのため、顧客の売買代金の一部を横領した。

出典：常務会議事録付属資料より。

これらの事例を選定した基準として、経営破綻後、事故の性質が悪質化しているかどうか注目した（表3-6）。着目した理由は、事故の性質が悪質化していれば、経営再建に影響が出るからである。事故者処分のパターンは基本的に減給ではなく、解雇となっている。処分の厳罰化が行われた。証券危機後の事故件数は15件であった。

#### 事例1

まず、1966年1月31日の大手町ビル支店に関する事故を見ていく。事故者IE（本社経理部主計課主任参事）は不都合解雇、処分理由として伝票の不正起票、預り証券の無断売却、預り金及び住所不明客の投信分配金等を不正出金し、その流用金を遊興費に費消する等の不正行為をしたからである。責任者のMB（大手町ビル支店長副参事）は譴責された。損害金額は1,146,040円であった。

事故の内容は、IEが1964年7月より1965年9月までの約1年2か月の間、住所不明客分投信分配金の流用や預り金の無断出金、不正立替金による現金の着服及び顧客よりの預り証券を無断売却して費消する等の不正行為を行い、流用金を遊興費に費消した。自供によれば、1963年12月頃より競馬、博打を覚え、当初のうちは自己資金にて賄っていたが、遊興の回数が重なるにつれ、資金も不足となり、その資金源を友人、知人に求めたが、その返済に窮したため、職務を悪用して、住所不明客の投信分配金の不正流用及び不正立替金の操作より出金し、友人等の返済に充てるほか、競馬、博打に費消したと申し立てているが、その用途については信憑性に乏しい。調査の結果、IEは支店の一般経費拮出流用のため住所不明客の投信分配金に目をつけ、1964年7月より1965年7月までの約1か年の間、数次に亘り延1,491,288円を無断出金し、1か月平均4万～5万円程度の支店交際費及び雑費を賄っていたが、一方、この間IEは友人等よりの借入金の返済に充てるため、この分配金より962,500円を便乗、着服していた。尚分配金を不正流用する際に分配金整

理講座を破棄し、一旦本店勘定で起票をしたものを取消、現金出金とする仕訳日記票の改ざんも行っている。

支店長はこれらの交際費等は IE を過信しているため、一般経費の流用で賄われているものと解釈していたため、投資分配金よりの不正流用については関知していない。他方 IE は 1965 年 3 月 6 日顧客 NB が住所不明客となっていることを奇貨とし、同口座より投信の償還金 360,000 円を無断出金し、遊興に費消していたが、これの補填のため、同年 27 日、28 日の両日に計 1,028,983 円の架空立替金を水増し起票し、同月 30 日、この間より 860,000 円を顧客 NB 口座へ戻し、残金 168,983 円を着服費消した。架空の顧客への立替金 1,028,983 円の穴埋め整理のために、別の立替金勘定を数回にわたり、水増し起票をして最終立替金勘定は 1,900,000 円となった。その間立替金勘定計上の都度、着服した金額は計 871,017 円である。そこで、決算期も間近の際とて、このままでは自己の不正行為が表面化することは必然であるので、隠ぺいするために当分券面返却の請求のなさそうな顧客 OC の 922 ユニット、400 口及び顧客 KF630 ユニット、100 口を同年 9 月 3 日無断売却し、同月 7 日売却代金 2,054,415 円をもって、前期立替金 1,900,000 円を相殺し、残 154,415 円を再度着服、遊行費に費消した。

債務の弁済については IE より 1966 年 1 月 30 日現在 1,226,765 円の入金があり、また、流用資金残高 594,595 円を損害金の一部に充当したため、山一の実損額は 1,146,040 円となる。依って、この弁済について IE の家族、親戚、縁故者及び保証人と目下折衝中である<sup>64</sup>。

## 事例 2

1966 年 2 月 18 日の大阪店第 1 営業部の事故について検討する。事故者 KG（大阪店第 1 営業部第 2 課主任主事）は不都合解雇、処分理由として顧客の預り金を無断出金し、または仮証にて預かった株式買付代金を競馬等遊興に費消した。責任者の TB（大阪店第 1 営業部第 2 課長副参事）は戒告、SD（大阪店第 1 営業部長参事）は戒告、SE（大阪店第 1 営業部次長参事）が訓戒された。損害金額は 821,158 円であった。事故の内容は、KG は 1965 年 10 月 23 日より同年 11 月 22 日までの約 1 か月間にわたり、下記の不正を行っていた。KG は妻と性格が合わないため、料亭の女性と親しくなり、これが交際費に窮し、1965 年 10 月 23 日顧客 YB の株式売却代金 179,618 円を出金着服した。預り証は 9 月 6

<sup>64</sup> 『山一証券資料 40 年不況（第 2 集）』常務会議事録付属資料(1966.1.31)pp.313-317。

日売却内金 7 万円を支払った時に回収済みである。顧客 MB については大阪セメント 6,000 株の売却代金 536,181 円が顧客口座に預り中であったので、KG は持出の手続きにより現金 100,000 円と領収書 (436,181 円) を持出し、現金 100,000 円を着服した。領収証も客に渡さず見返の預り証を回収決済した。顧客 OC については 11 月 6 日仮証にて預かった 1 年オープン 1,000 口を売却、ユニットに乗り換え、11 月 8 日乗換差金 353,988 円を出金着服していた。

顧客 AA については預り証が郵送され、売却依頼のあった株式を売却 11 月 20 日に郵送すべき売却代金 97,152 円を着服した。顧客 HE については 11 月 22 日にて買付代金 290,400 円を預り着服した。着服した金 1,021,158 円の使途は競馬の損約 80 万円、飲食、遊興費約 10 万円、女性に渡したものの約 10 万円であると自供している。

損害金の弁済については、本人より 1966 年 3 月末までに 35 万円、爾後、1966 年 4 月より毎月 4,000 円以上割賦弁済し、1974 年 3 月末までに完済する<sup>65</sup>。

### 事例 3

次に、同日に行われた岡山支店の事故について述べる。事故者 SF (岡山支店営業主任主事補) は都合解雇、処分理由としては、売買損の自己負担並びに帰省費用欲しさのため、顧客の売買代金の一部を横領した。責任者の MC (岡山支店長参事) は戒告、OD (岡山支店長代理副参事) は訓戒された。事故金額は 150,000 円であったが、すべて弁済したため、損害金額は 0 円であった。事故の内容としては、SF は 1965 年 8 月 3 日より、同年 12 月 7 日に至る約 4 か月の間、下述の通り不正行為を行っていた。動機については 4 年ぶりに家族と郷里松本へ帰省の為の資金手当並びに家計費欲しさの為との申し立てであるが、使途については全額家計費に充てているわけではなく、無断乗換差損金に充当しているものもある。顧客 YC については同に支払う株式売却代金 336,908 円のうち 100,000 円を着服した。なお、その際、顧客に渡す計算書記載金額 336,908 円を 236,908 円と改ざんしている。また、11 月 13 日に HF に支払う 65 年 10 号の礼金を拮出するため、株式清算代金 50,000 円も同へ渡さず、横領している。顧客 HF については 65 年 10 号募集に当り、10 月 6 日同顧客より 500,000 円を借用し、ユニット 100 口を購入したが、11 月 13 日にこれを転売し、差損金 34,299 円と借用に対する謝礼金 10,000 円を自弁で支払った。これらの資金は YC よりの横領金で賄われている。顧客 OE については 8 月 3 日不二越鋼材を顧客より充

<sup>65</sup> 『山一証券資料 40 年不況 (第 2 集)』 常務会議事録付属資料(1966.2.18)pp.256-259.

分な諒承を得られぬまま、買付けたが、これに異議を申し込まれたので、差損金 12,291 円を負担せざるを得なかった。顧客 KH については 11 月 2 日 181 割興 200 万円を 65 年 11 号ユニット 380 口に乗換えた際、差損金 16,600 円をほかに流用押したが、12 月 7 日に顧客に支払っている。12 月 7 日公社債投信 50 万口より 65 年 12 号ユニットに乗換えた際の差損金 1,401 円は自己負担している<sup>66</sup>。

### 三. 個人営業の問題点

以上のように、証券危機前に発生した 4 つの事故は、事例 1 では一任売買取引で失敗し、山一に損失を与えた。事例 2 では損失補填のために無断出金し、事例 3 では無断出金し、知人へ貸付けた、事例 4 は遊興費欲しさに横領をしたというように無断出金が多いという特徴がある。このように、個人投資家志向があまりされていないのが明らかとなった。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考えられる。

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。そもそも、このような不正を行えることができる事務体制が問題であり、例えば、事例 3 では、顧客に渡す計算書記載金額 336,908 円を 236,908 円に改ざんできてしまっている。当時の山一証券はオペレーショナルリスク（事務リスク）対応に不備があったのは明らかとなった。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<sup>67</sup>。常務会の記録によれば、「責任罰は、野村、大和は厳しいようで、そのせいもあってか事故は減少してきていると聞いている山一はどちらかといえば甘いようだ（人事）」<sup>68</sup>とある。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

<sup>66</sup> 『山一証券資料 40 年不況（第 2 集）』常務会議事録付属資料(1966.2.18)pp.268-272.

<sup>67</sup> 『山一証券資料 40 年不況（第 2 集）』常務会議事録付属資料(1964.5～1966.5)より。

<sup>68</sup> 『山一証券資料 40 年不況（第 2 集）』常務会議事録付属資料(1965.11.4)p.182.

ている点は注目される.

## 第四章 証券行政と山一証券

本章では、大蔵省の証券行政と山一証券に対する大蔵省の証券検査について検討する。大蔵省の証券行政は、登録制から免許制に移行する転換期にあった。当時の大蔵省の山一証券に対する証券検査は、不備事項の指摘が行われており、投資家保護を最大の課題としていた。

### 第一節 証券行政の変遷

#### 一. 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にあつて、高度成長期における証券業の発展は驚異的であつた<sup>69</sup>。しかし、登録制であつたために、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业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

<sup>69</sup>理財局証券年報編集委員会編(1963) p.261.

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うる安定経営を行うこと等が趣旨であった<sup>70</sup>。

## 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。

## 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

---

<sup>70</sup>理財局証券年報編集委員会編(1963)pp.280-281.

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かり多くなっている<sup>71</sup>。通達「証券業者の投資勧誘の適正化について（蔵理第5181号、1959年7月1日）」では、誇大宣伝をしないように求めている。

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。

## 二. 大蔵省証券局の設置

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<sup>72</sup>。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<sup>73</sup>。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<sup>74</sup>、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

<sup>71</sup>理財局証券年報編集委員会編(1964) p.198.

<sup>72</sup>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。

<sup>73</sup>小林和子(1995a) pp.124-127.

<sup>74</sup>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。

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<sup>75</sup>。

### 三. 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<sup>76</sup>を監視していた。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なっていた。

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

---

<sup>75</sup>大蔵省財政史室編(1991) p.640.

<sup>76</sup>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公正取引等も監視している。

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なっていた。審査室は、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、審査室が機動的に会員の特別審査を行うなど相互に協力する体制をとっていた。

以上のほか、市場部、売買審査室および審査室は、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・強化を図っていた。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た。

## 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た。これら監視機構は、1972年以降整備充実されたものが多く<sup>77</sup>、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、審査部門との関係強化を図っていた。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のと同時に、各社独立した審査部門を設けた。また、大蔵省では、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<sup>78</sup>。

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た。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た。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

<sup>77</sup>1972年以降に整備が充実される原因は、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。

<sup>78</sup>大蔵省証券局年報編集委員会編(1976) pp.121-123。

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た。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た<sup>79</sup>。

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。証券取引所及び大蔵省によるチェック体制は，以下に見る山一証券の証券検査の事例からもわかるように，インサイダー取引に効果はあったが，相場操縦，大量推奨販売に効果をもたなかった。そして，海外市場は監視の対象外という限界をはらんでいた。

## 第二節 山一証券に対する大蔵検査

### 一. 大蔵省証券検査の概要

本項は，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<sup>80</sup>。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<sup>81</sup>。

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，大蔵省は，営業態度，投資勧

<sup>79</sup>大蔵省証券局年報編集委員会編(1976) pp.121-123.

<sup>80</sup>理財局証券年報編集委員会編(1963)p.341.

<sup>81</sup>理財局証券年報編集委員会編(1964)p.265.

誘態度の監視に重点をおいて検査を実施した<sup>82</sup>。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<sup>83</sup>。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<sup>84</sup>。

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たからである<sup>85</sup>。

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った<sup>86</sup>。

## 二. 60年代の大蔵検査

本節は1960年代の中で、1964年及び1966年を分析対象とする。1965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。

### a.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た。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<sup>87</sup>。

---

<sup>82</sup>大蔵省証券局年報編集委員会編(1965)p.220.

<sup>83</sup>大蔵省証券局年報編集委員会編(1966)pp.213-214.

<sup>84</sup>大蔵省証券局年報編集委員会編(1967)pp.187-188.

<sup>85</sup>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.

<sup>86</sup>大蔵検査講評要旨(1966年3月)p.37.

<sup>87</sup>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。

### 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。借入金は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煽り、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、本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<sup>88</sup>。

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

<sup>88</sup>大蔵検査(1965年1月)pp.1-5.

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 4-1）。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<sup>89</sup>。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。

---

<sup>89</sup>大蔵検査(1965 年 1 月)p.1.

表4-1 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.

### b.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った。それを示す発言として「山一の実態をありのままに見てもらい、検査に協力することによって、われわれのこんごの運営の指針にするという考え方で、みなさんに協力していただきたいです。(山びこ新聞)<sup>90</sup>」と社員に発言していた。

さて、大蔵検査では以下の問題点が指摘された<sup>91</sup>。

#### 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

<sup>90</sup>山びこ新聞 1966年3月26日 p.1.

<sup>91</sup>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。

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<sup>92</sup>。

## 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。

## 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勸奨容認、あるいは法人筋の債券放出時に不適正の処理があった<sup>93</sup>。

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

---

<sup>92</sup>大蔵検査講評要旨(1966年3月)pp.1-2.

<sup>93</sup>大蔵検査(1966年9月)pp.1-21.

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<sup>94</sup>。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の機会を逸した。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<sup>95</sup>。

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

---

<sup>94</sup>大蔵検査(1966年9月)pp.1-3.

<sup>95</sup>大蔵検査(1966年9月)p.5.

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なため、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る。

### 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4-2)。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<sup>96</sup>。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。

表4-2 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.

<sup>96</sup>大蔵検査(1966年9月)pp.6-7.

### c.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。

## 三. 70年代の大蔵検査

本節は1970年代の中で、1974年及び1977年を分析対象とする。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。

### a.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<sup>97</sup>、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<sup>98</sup>。

---

<sup>97</sup>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。

<sup>98</sup>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

### 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。

### 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って、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。

---

たと思うが、残念ながら史料に残されていない。

## ②営業

山一証券は、経営基盤の強化充実を基本方針とし、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<sup>99</sup>。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の徹底をはかることとした<sup>100</sup>。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。

### b.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<sup>101</sup>。

#### 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

---

<sup>99</sup>大蔵検査(1975年8月)p.2.

<sup>100</sup>大蔵検査(1975年8月)p.3.

<sup>101</sup>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。

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<sup>102</sup>。

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、

<sup>102</sup>大蔵検査(1977年10月)pp.1-2.

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<sup>103</sup>。

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<sup>104</sup>。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<sup>105</sup>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慎重に対処することとした<sup>106</sup>。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、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に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

<sup>103</sup>大蔵検査(1977年10月)pp.3-9.

<sup>104</sup>大蔵検査(1977年10月)p.48.

<sup>105</sup>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。

<sup>106</sup>大蔵検査(1977年10月)pp.61-63.

ることはやむを得ないと考えているようである<sup>107</sup>。

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<sup>108</sup>。

### c.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<sup>109</sup>。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。こうした背景には、1971年のニクソン・ショック、1973年のオイル・ショック、国債の大量販売による影響が大きい。国債の銀行窓口販売問題は証券業が大幅に反発し、その結果、大蔵省は証券検査で証券会社を厳しく追及できなかったと思われる。そして、大蔵省の証券検査の人員が減少していることも、検査が形骸化する一因となっている。具体的に見ると、人員は1975年が218名だったのが、1977年には215名に減少している<sup>110</sup>。さらに、1974年に要監視会社制度が設けられ、中小証券会社の検査に重点を置いた結果、山一証券は十分に検査されなかっただろう<sup>111</sup>。このように、1970年代に

---

<sup>107</sup>大蔵検査(1977年10月)p.88.

<sup>108</sup>大蔵検査(1977年10月)p.157.

<sup>109</sup>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。

<sup>110</sup>大蔵省証券局年報編集委員会編(1976)p.195と大蔵省証券局年報編集委員会編(1978)p.213.

<sup>111</sup>財務省財務政策研究所財政史室(2003)pp.416-417.

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。

## 第五章 山一証券・野村証券の経営姿勢の比較

本章では、山一証券、野村証券の経営姿勢を検討する。野村証券を例に取り上げるのは、業界第一位の証券会社および本稿が対象としている時期に山一証券と業界の1, 2を争う会社であったためである。そして、高度成長期において、野村証券は投信信託で大きく成長し、業界第一位の不動の地位を築いていった。一方、山一証券は、戦後業績が悪化し、1965年には経営破たんした。なぜ、このような違いが生じたのだろうか。本章では、1955～1980年までの山一証券・野村証券の社長の経歴・性格が経営姿勢にどんな影響を与えたかを検討する。

山一証券では、役員会は一応機能していたが、社長の意向が強いワンマン経営であった。野村証券も実力主義の下、社長の意向の強いワンマン経営を採っていた。このように、両証券会社では、社長の経営方針が内部ガバナンスに与える影響が非常に大きく、基本的にワンマン経営とされる。したがって、両社社長の経営姿勢が両者の経營業績に大きな影響があったと考えられる。大手証券会社の社長の経歴、性格が経営姿勢にどのような影響を与えたかを明らかにした先行研究は、直接的にはない。ただし、日本銀行の金融方針、戦略（公開市場操作、金利操作など）について分析している『歴代日本銀行総裁論』、渋沢栄一や安田善次郎などの財閥系銀行のトップを分析した『日本の銀行家—大銀行の性格とその指導者たち』は、証券会社の社長の経営方針、経営戦略を分析する際において、大いに参考となる。なお、本章の利用資料は私の履歴書、人事興信録、社史などである。

### 第一節 山一証券

表5-1 歴代社長経歴

	経歴	社長就任時の年齢	在任期間	性格
大神一	1897年長崎県長崎市生まれ。1921年に東京大学経済学部を卒業し、山一証券に入社。1935年取締役となり、常務専務副社長を歴任。1954年に社長に就任。	57歳	1954-1964	清貧、人情主義、責任感が強い、国家的使命感
日高輝	1905年東京生まれ。1929年に東京大学法学部を卒業し、日本興業銀行に入社。1948年に理事に	59歳	1964-1972	保守的、運命論者

	就任. 1950 年に取締役, 1951 年に常務に就任. 1960 年から日産化学工業副社長になる. 1962 年 日産化学工業社長に就任. 1964 年 11 月に山一証 券社長に転任.			
植谷久三	1911 年三重県生まれ. 1935 年に東京大学経済学 部を卒業し, 山一証券に入社. 投資信託, 株式引 受, 営業, 企画, 調査課長, 調査部次長, 部長な どを歴任し, 1954 年に取締役就任. 1958 年に常 務株式本部長に昇任. 1966 年専務に昇進. 1968 年に副社長となり, 1972 年 5 月社長に就任.	61 歳	1972-1980	overconfident(自 信過剰)

出典：人事興信所編(1966)p.お 105, 人事興信所編(1983)p.う 58, p.ひ 4, 東洋経済編(1976)pp.208-218, 日本証券経済研究所編(1996)pp.33-44, 粕谷誠ほか編(2011)pp.233-234.

山一証券では, 1955 年～1980 年に大神, 日高, 植谷社長の下で, 経営をしていた(表 5-1). 各社長の経営戦略は山一証券の業績に多大な影響を与えた. そして, その性格も山一の経営戦略に多大な影響を及ぼしていた. 具体的にどんな影響を与えていたかは次項から検討することとしたい.

## 一. 大神一社長

表 5-2 経營業績

単位：百万円

期間	1955.9	56.9	57.9	58.9	59.9	60.9	61.9	62.9	63.9	64.9
営業利益	-147	1,324	494	935	2,667	5,376	10,059	7,875	3,378	-1,455
営業外益	-	-	-	-	-	2,378	3,694	4,795	6,650	7,421
営業外費	-	-	-	-	-	4,168	10,871	10,922	12,291	11,332
当期純利益	198	523	548	561	1,712	3,579	2,459	1,227	-2,950	-5,366

出典：粕谷誠ほか編(2011)pp.292-293, p.428.

まず, 大神社長の経營業績を検討する(表 5-2). 営業利益はばらつきが大きく, 増加したり減少したりしている. 営業外益は順調に増えている. 営業外費はほぼ 11,000 百万円で推移している. 当期純利益は 1955 年から徐々に増加し, 1960 年にピークに達し, それ

以降減少の一途を辿っている。1955年～1962年までは当期純利益は黒字であり、1963年から当期純利益が赤字となっている。60年頃までは経営実績は順調のように見える。しかし、58年から始まった大衆化路線が61年になってもうまくいかず、大量採用もしていたため、経営が悪化することとなった。

これから、大神社長の性格について見ていきたい。大神社長の性格は清貧、人情主義、責任感が強い、国家的使命感が特徴である。清貧については、副社長時代には借家暮らしをしていたし、身銭を切ったの付き合いに、いつも借金だらけだった。部下を連れて飲みに行っても、懷中に飲み代がないことも間々あったらしい。もし大神が本気で私財を作ろうとしたら、簡単に巨億の私財を作りえた。会社の売買方針に沿って思惑してもよかったし、公開会社と結びついて、公募株で儲けることも思いのままのはずだった。しかし、大神は私財らしい私財を作らなかった。大神死後、大神が家族に残した私財といえば、山一が大神の功績に対し好意的に取り計らったために大神のものとなった松涛の家と、1,000株単位の数銘柄の株券と、現金500万円だった<sup>112</sup>。人情主義については、不振の証券会社を救ったことがそれを示している。具体的に救済した証券会社は、大東、小柳、山種などである<sup>113</sup>。責任感が強いことは、小池会長が戦前もっていた業界第一位の座を死守しようとしたことがそれを示している。国家的使命感が強いことについては、山一が多くの中小企業を上場させようとしていることがその現れである。しかし、その結果、1962年以降の不況過程において、多額の手持株が生じ、大きな評価損を出すこととなった。

次に、経営方針について述べる。大神社長の経営方針は業界第一位主義、顧客層拡大、であった。戦前、山一証券は業界第一位の証券会社であった。しかし、戦後になると、いくつかの指標で野村に先行を許していた。そのため、山一証券の業界第一位主義を守るため、業界第一主義を経営方針としている<sup>114</sup>。1958年の年頭挨拶の社長の言葉を引用すると、「今年こそは、総力を結集して投信、株式、債券のいずれにおいても業界第1位に立ち、立たねばならぬ年である」とし、1961年の年頭訓辞「今年こそ業界第1位という年来の宿願を達成したい。各自が権限を越える意気込みで仕事に当たってほしい」と述べている<sup>115</sup>。顧客層の拡大はMIクラブ（積立貯蓄）、すなわち、投資信託を毎月させる組織を設立し、顧客層の拡大を図ろうとした。こうした背景には、野村との投資信託の劣勢があったから

---

<sup>112</sup>東洋経済編(1976)p.215.

<sup>113</sup>東洋経済編(1976)p.214.

<sup>114</sup>粕谷誠ほか編(2011)pp.234-236.

<sup>115</sup>粕谷誠ほか編(2011)p.234.

である。社長の発言を見ると、「委託手数料において野村との格段の開きがあります。この原因は投資信託残存元本の差の大きさによることがその1つであり、募集力の劣勢、ひいては顧客の質量の劣弱にもとづくものと考えられますので、広汎強力なる顧客層の拡大が急務なのであります。」としていた<sup>116</sup>。経営方針を達成するための戦略として大量販売、組織改革、大量採用をした。

その実績を見ていくと、業界第一位主義は前述の社長の発言が繰り返されていることから見れば、達成できなかったことは明らかであろう。顧客層拡大は、失敗に終わっている。MIクラブの販売実績をみると、営業員 1,400 人 (396 億円)、普及員 (歩合制外務員) 1,800 人 (101 億円) であり、普及員の販売実績が営業員の 1/4 となっている<sup>117</sup>。この普及員の販売不振が顧客層拡大、大量販売の失敗を招き、それと同時に、集金係の販売実績も好ましくないため、大衆化路線及び大量販売が失敗に終わった<sup>118</sup>。

そして、組織改革は 1955 年 8 月に始まり、業務本部の株式部を株式本部に独立させ、1958 年 1 月には債券部が独立して債券本部となる。また、1960 年 3 月には、経営上の重点に沿って、投資信託本部と累積投資本部を統合し、投資信託・累積投資本部とした。このほか、必要に応じて委員会制度も整備された。1955 年 1 月、事務合理化と事故防止を担当する業務改善委員会、1957 年 2 月、経営の総合的・基本的な企画立案のための総合企画委員会が設けられ、同年 2 月には従来の営業委員会が営業・管理の両委員会に分けられた。この時期、店舗網の拡大も急速に行われた。1953 年の 55 店から 1961 年の 109 店となり、1962 年には 112 店となった。53 年と 62 年の店舗数を比較すると 2 倍以上増加している<sup>119</sup>。

人材の大量採用について見ていくと、山一の従業員数は、1955 年の 2320 人から 1962 年の 9114 人に増加し、この時期に約 4 倍人員が増加した<sup>120</sup>。しかし、これは経費の増加を招き、1963 年以降の経常利益の赤字幅を拡大させることとなった。

---

<sup>116</sup>粕谷誠ほか編(2011)p.236.

<sup>117</sup>後述するように、野村証券では、公開株式討論会、百万両貯金箱を先に導入し、山一証券は法人の山一と呼ばれているように、その導入が遅れ、大衆化路線が遅れた。

<sup>118</sup>粕谷誠ほか編(2011)pp.236-242.

<sup>119</sup>粕谷誠ほか編(2011)p.255.

<sup>120</sup>粕谷誠ほか編(2011)pp.257-258.

## 二. 日高社長

表5-3 経營業績

単位:百万円

期間	1965.9	66.9	67.9	68.9	69.9	70.9	71.9	72.9
営業利益	190	5,180	908	4,210	2,224	3,669	6,365	21,246
営業外益	7,278	5,885	3,068	4,333	4,869	6,301	6,818	6,729
営業外費	8,422	6,933	3,576	4,571	3,485	5,126	5,966	4,914
当期純利益	-953	4,132	401	3,971	3,608	4,843	7,187	23,061

出典：粕谷誠ほか編(2011)p.428 及び付属資料.

日高社長の経營業績を見ていくと、営業利益はばらつきが大きいことがわかる（表5-3）。営業外益と営業外費は赤字幅が縮小し、69年9月期に黒字化し、山一の正常化は完了した。日高社長が経費削減をしたことがうかがえる。当期純利益は、1965年以外は当期純利益が黒字で、68年9月以降は黒字で安定している。黒字が安定していることから、日高社長の経営再建は成功したと評価できる。

次に、日高社長の性格について述べる。日高社長の性格は保守的、運命論者である。保守的な性格は日高社長が興銀に入行していたこととも関係していた。日高社長は興銀に入行当時貸付課に配属された。その後も融資関係の部署で経験を積んだ。特に重要なのは興銀の審査部で経験を積んだことが保守的な性格にさせた。審査部で貸付の調書を作成するにあたり、いろいろな細かい作業をしなければならなかった。中小企業用の調書は1ページで簡単だったが、大企業のそれは煩雑なものだった。財務分析を土台にして、仕入れ先、販売先、取引銀行、その他関係先をまわり、技術、業績などの過去の動き、現況、将来の見通しについて、傍証しなければ結論が出ない（中山喜久松理事らが開発した興銀の融資システム）<sup>121</sup>。

そして、保守的な性格は、山一証券再建時にも大きく表れていた。支店長会議の改革がそれである。日高社長はヒアリングにおいて、「それまではいまと同じように103カ店もある支店長会議を一堂に集めて、ワッワッワッとやって、ご苦労だった、一杯飲めやというようなものでね。僕はそんな支店長会議は意味がないと思ったから、そのころは全国が

<sup>121</sup> 日本経済新聞社編(2004)pp.23-42.

五地区に分かれていたので、ブロック別に支店長会議をやりました。」と述べている<sup>122</sup>。

続いて、日高社長の経営方針を論じる。日高社長の経営方針は総じて経費削減であった。経費削減を実現させるための経営戦略として、具体的には、第一に、自己売買は顧客の維持その他業務遂行上必要かつ適正な規模を保ち、商品有価証券については銘柄の偏向を避け、流動性に留意し、特に株式の保有は一定とし、過度な引受は避け、会社保有の株式は資本額の一定比率を超えないようにする。第二に、運用預かりの縮減、販売費、一般管理費を手数料収入の範囲内に留める。第三に、推奨販売その他不適正な販売法は採らない<sup>123</sup>。

その実績を見ると、有価証券市場内の自己売買の株数ベースでは、66年9月期に469百万株から68年の402百万株と一定に推移し、商品有価証券の株式保有額も66年9月期の3,168百万円から68年の4,084百万円と一定に推移していた<sup>124</sup>。ここでは、日高社長の経営戦略は達成されていた。販売費、一般管理費を手数料収入の範囲に収めることについては、1966年9月期では、販売費、一般管理費が11,263百万円に対し、手数料収入は16,443百万円となっている。そして、68年9月期には販売費、一般管理費が13,480百万円に対し、手数料収入は21,224百万円となっていた。ここにおいても、日高社長の経営戦略は達成されている。推奨販売については、社内報の山びこ新聞「商品関係四部長と営業マンの座談会」において次のような記述がある。「株式については従来のような株式部の推奨販売はなくなり、支店独自で銘柄を探すようにということですが、われわれは大量推奨販売に慣らされていて、自分で銘柄を選択するよう教育されていませんでしたので、この辺はじゅうぶん考慮していただきたいと思います（営業マン）<sup>125</sup>」。このように、大量推奨販売もやめていた。日高社長は保守的な経営に徹していることがうかがえる。

---

<sup>122</sup>日本証券経済研究所編(1996)p.37.

<sup>123</sup>粕谷誠ほか編(2011)pp.380-381.

<sup>124</sup>粕谷誠ほか編(2011)pp.420-423.

<sup>125</sup>山びこ新聞 1965年7月30日 p.2.

### 三. 植谷社長

表5-4 経營業績

単位：百万円

期間	1973.9	74.9	75.9	76.9	77.9	78.9	79.9	80.9
営業利益	23,401	434	3,321	12,806	21,783	23,688	21,676	22,293
営業外益	449	892	795	740	254	813	826	913
営業外費	446	416	195	206	198	312	141	525
当期純利益	23,404	910	3,921	13,340	22,239	24,189	22,361	22,681

注：1972年9月期と比べて営業外益、営業外費の部分で数字はかなり大きく変動しているが、これは有価証券報告書の数値そのものである。

出典：粕谷誠ほか編(2011)付属資料。

まず、植谷社長の役員人事の決定に着目すると、服部泰彦によれば、「社内では山一はこれで独り立ちをしたと熱気に包まれた。社内には銀行経営に対する感情的な反発が強かった。植谷は銀行からの独立志向を強め興銀、三菱銀行、富士銀行から派遣されていた役員たちを日高を除き、山一証券本体からほぼ一掃した。」としている<sup>126</sup>。

次に、植谷社長の業績は、営業利益は21,000～23,000百万円が多い(表5-4)。営業外益は800～900百万円で推移している。営業外費はばらつきが大きい。当期純利益は、1974～76年を除けば、22,000～24,000百万円の利益を計上している。74～75年の当期純利益の減少は、オイル・ショックに伴う経済の不況の影響によるものである。そして、1977年9月期以降の当期純利益は安定的に推移している<sup>127</sup>。77年以降の植谷社長の経營業績は成功しているように見える。

これから、植谷社長の性格について見ていきたい。植谷社長の性格はoverconfident(自信過剰)である。それを示す言葉として、「バランスのとれた営業体制が整備された今日のわが社においては、他社の人間にできることが、この伝統ある優秀な山一マンにできないはずはない」がある。

続いて、経営方針について述べる。植谷社長の下での基本方針は顧客層の拡大である。具体的には、①新規客の導入、②大手客・機関投資家の開拓、③活動顧客数の増強をする

<sup>126</sup>服部泰彦(2002)p.97.

<sup>127</sup>ここで、注意しなければならないのは、利益平準化操作をしている可能性があることである。

こととしていた。

1973年10月の新営業年度にあたっては、植谷社長は、新たな経営方針として、営業体制の改善と基盤拡大、業務分野の拡大、国民福祉への積極的に参画を掲げ、特に業務分野の拡大に関して、「証券営業の充実、拡大と同時に周辺業務についても、今のうちから先行投資を行い、業務分野の拡大を図るべき」であり、「従来は、証券に直接関係する情報なり、サービスの提供で足りてきたものが、今後は、証券の周辺業務についてのサービス提供を同時に求めてくると予想される。業務分野の拡大による経営の多角化は、将来の証券営業の安定化を図ることになるとともに、周辺業務からの情報提供、顧客の紹介などによって、証券営業の基盤をさらに強化することにも通ずる」と「顧客層拡充」に加え、証券周辺分野への進出の必要性を強調した。

1977年からは株式営業の重視が新たに打ち出され、その後も山一のあらゆる機能を結集した株式営業の遂行が繰り返し強調された。同年9月22日の部店長会議において植谷社長は、「創業80周年を迎え営業・財務両面の基盤はほぼ確立した」として、あらたな飛躍のためには営業の飛躍的スケール・アップを図ることを要請した。そして、「バランスのとれた営業体制が整備された今日のわが社においては、他社の人間にできることが、この伝統ある優秀な山一マンにできないはずはない」、「営業に対する自己革命意識により考え方の物差しを倍にせよ」と訴え、具体的な課題として、営業資産の拡大、営業第二軍（店頭サービス係・証券貯蓄係という新しい営業集団）の有効活用、株式のシェア・アップ、債券ブローカーの定着、拡大を提示した。

続いて、経営戦略について論じる。1974年11月から、営業資産増加自主目標の設定、地区指導並びに地区長評価での営業体制改善の重視、人事考課における営業資産の重視、特任営業制の実施、営業基盤店強化店の設置を打ち出した。特任営業制の実施とは、営業専任職の社員が、転勤の際に顧客の引継ぎを受けないで、顧客層の拡充に重点を置いた営業活動を行うというもので、特任営業期間は1年間とされた。また、営業基盤強化店の設置とは、営業戦略的な視点からいくつか視点を選んで、中堅営業マンの増員やきめ細かな支援策を行うものである。いずれも、顧客層拡充と営業資産増加を結合して推進するという措置である。

最後に、経営方針と経営戦略の実績を検討したい。経営方針を実現させるための体制として、73年8月には本社に全面的な本部制を採用することを決定した。同年10月1日をもって、従来の引受、国際、法人、営業の各本部に加えて、企画、株式、証券貯蓄、管理、

財務の各本部を新設、さらに、人事、研修、検査、売買監査、調査の各部室を社長直属とするという大規模な組織改革を実施した。また、こうした本社組織の改革に対応し、従来数か所に分散していた本社組織を集約するために、翌74年春に本社を東京駅八重洲口の日本興業銀行本店ビル移転することも決定した。この本社移転は、興銀ビルの賃貸条件の変更等のため、賃貸予定面積を6割弱に縮小して、74年4月8日に実施された。

さて、1974年度の営業目標について見ると、必ずしも十分には達成できなかった。1974年9月期の業績は、「受入手数料は…前年度の60%の水準にとどまるという大幅な減収を余儀なくされ、経常損益に至っては、わずか数億足らずの利益を計上できるのにすぎない」という不振に陥った。この業績不振は石油危機以降の長期にわたる総需要抑制政策で、株式・公社債市場が極めて低調に推移していたことも関係しているが、山一証券自体の販売力、シェアの低下が4社中最も著しかったことにも起因していた。

そして、植谷社長が奮起を促した77年9月期決算では、営業収益・当期利益で過去最高を記録し、78年9月期決算では、株式・債券・投信各部門とも前期を上回る順調な伸びを示し、営業収益・営業利益・経常利益及び当期利益すべてで過去最高を達成、株式委託シェアも業界第2位を確保した<sup>128</sup>。植谷社長の株式営業重視の方針は日高社長の経営路線との決別を示しており、基本的に大神路線を引き継いでいる<sup>129</sup>。

## 第二節 野村証券

表5-5 歴代社長経歴

	経歴	社長就任時の年齢	在任期間	性格
奥村綱雄	1903年滋賀県生まれ。1926年に京都大学経済学部を卒業し、野村証券に入社した。1932年に名古屋支店長代理になった後、業務・証券・株式・調査各部長代理となる。調査・企画部長なども歴任した。 1945年取締役役に就任し、1947年専務に	45歳	1948-1959	楽観的、行動派、豪放磊落な生き方、積極進取

<sup>128</sup>粕谷誠ほか編(2011)pp.24-30.

<sup>129</sup>次の横田社長も植谷社長の経営路線を引き継いでいる。

	昇任した。1948年4月に社長に就任した。			
瀬川美能留	1906年奈良県生まれ。1929年に大阪市大商学部を卒業し、野村証券に入社。株式課長、東京支店次長、支店長を経て、1946年に取締役就任。常務、専務を歴任したのち、1956年に副社長に昇任。1959年に社長に就任。	51歳	1959-1968	学閥、門閥嫌い、合理的経営主義
北裏喜一郎	1911年和歌山県生まれ。1933年神戸大学経済学部を卒業し、野村証券に入社。1949年に取締役大阪支店支店長に就任。本店支配人を経て、1952年に常務に昇任。その後、専務へ進み、1959年副社長、1968年に社長に就任。	57歳	1968-1978	堅実経営主義

出典：人事興信所(1961)p.お222, 梶原一明(2001)pp.110-113,, 日本経済新聞社編(2004)pp.468-469, 人事興信所編(1983)p.せ6, き95, 日本経済新聞社編(2004)pp.172-229.

1955年～1980年の野村証券は奥村、瀬川、北裏社長体制の下で、経営していた（表5-5）。野村証券の場合も山一と同様ワンマン経営の場合が多い。戦後、野村証券の経営戦略は投資信託に重点を置いたものであり、この戦略は成功した。そして、1970年代以降の国際化の時代にも対応し、世界の野村になった。

#### 一. 奥村綱雄社長

表5-6 経營業績

単位：百万円

期間	1955.9	56.9	57.9	58.9	59.9
収入	4,200	6,800	7,500	8,800	13,240
支出	4,000	6,245	6,828	8,097	11,181
利益	200	555	672	703	2059

注：資料の制約により、営業利益、営業外益、営業外費、経常利益という形で表を作成できないため、収入、支出、利益という形で作成した。

出典：野村証券50年史編集委員会編(1976)付属資料 pp.88-89.

まず、経営業績について検討する（表5-6）。収入は順調に拡大している。支出は、拡大の一途を辿っている。利益は、1955年9月期200百万円から1959年9月期には2059百万円となり、4年間で10倍の利益増加となっている。奥村社長の経営は成功しているといえる。

続いて、奥村社長の性格について述べる。奥村社長の性格は楽観的、行動派、豪放磊落な生き方、積極進取である。楽観的、行動派を示す例として、戦後の投資信託の復活に貢献したことがそれを示している。奥村社長 GHQ を納得させるため、半年以上も毎日 GHQ のアリソン次長（経済科学局）に投資信託をやらせてくれと懇願していた。その結果、アリソン氏は国会に投資信託法案が出たとき、ノーコメント、ノーサインの状態で通過させた。奥村社長の努力により、投資信託は復活した<sup>130</sup>。また、興銀の中山素平は奥村社長を次のように評している。「……一言で言えば大型の人物、大型の経営者だった、男性的で闊達な大型人間、遊びの達人だが、それはそのまま人生の達人でもあった。あの呵呵大笑も常人は真似できないだろう。もともと調査畑の出身だから、地道な勉強家だが、それは表に出さなかったんです<sup>131</sup>」。

豪放磊落な生き方という面では、マツダとフォードの提携話にその性格が表れている。資本自由化騒動が終わった直後に奥村社長が住友銀行の堀田庄三頭取に電話したことである。「堀田さん、東洋工業（現マツダ）の件でお願いしたいことがあります。アッハハ。いや、悪い話やない、一度お目にかかりたいですな。アッハハハ……」。そして、マツダとフォードの提携話を持ち掛けた。「堀田さんも自動車再編成を心配なさっている。当面は住友銀行が主力行である東洋工業が対象でしょう。そこで国際化時代には外資との資本提携も必要です。野村証券ではフォードと東洋工業の組み合わせが最高だという調査の結論が出た……」「ほう、可能性はどうです」「それは堀田さんの情熱次第ですな。ワッハハハ……」。その結果、住友銀行の主導の下で、フォードとマツダの資本提携話が始まった<sup>132</sup>。

続いて、奥村社長の経営方針について検討する。奥村社長の経営方針は大衆化である。その手段として、新しい営業活動、組織改革、事務機械化の推進をした。新しい営業活動の展開では、1955年1月、野村証券は対顧客知的サービスの一環として、調査部を主体とする、公開株式討論会を実施した。これは、野村証券の日ごろの調査・研究の成果を一般

---

<sup>130</sup>日本経済新聞社編(2004)pp.468-469.

<sup>131</sup>梶原一明(2001)p.112.

<sup>132</sup>梶原一明(2001)pp.111-112.

発表しようという趣旨のものであった。1955年1月8日、本社講堂で実施された同討論会は、瀬川専務取締役のあいさつに始まり、調査部長、株式部長による1955年経済の見通し、株式の動向についての講演後、参加者から寄せられた質問事項に、調査部、株式部の社員が応答する形式であった。1957年からは毎年新春早々の野村証券における代表的行事となり、全国主要都市に広がっていった。

一方、株式投資に関して、野村証券が新しい理念としたのは「成長株」の概念であった。これは、企業の利益成長を評価し、成長性の高い企業の株式を成長株（グロウス・ストック）として位置づけようとするものであり、当時、ウォール街で脚光を浴びつつあった。野村証券はいち早く、この考え方にに基づき、銘柄研究を行い、積極的に営業活動を展開した。こうした観点から「成長株」として野村証券が推奨した銘柄には、石油化学グループでは、三井化学、三菱化成、住友化学、合成繊維グループでは、東洋レーヨン、東洋紡績、エレクトロニクス・グループでは、松下電器産業、東芝、日立、その他グループでは、トヨタ自動車、新三菱重工業、旭硝子、王子製紙などであった。

次に、経営戦略の実績を見ることとする。新しい営業展開により、株式売買におけるシェアの向上は著しく、全国取引所売買高に占める野村証券のシェアは1954年9月期の13.8%から、1955年9月期には18.7%と急上昇し、1956年9月期には20.0%へとさらに地位を高めた。この結果、野村証券の営業収入は、手数料を中心に飛躍的な増加を記録するに至った。1954年9月期をベースとした1957年9月期の水準を見ると、手数料収入は135.7%増となり、この間有価証券売買損益が、赤字から黒字に転換したこともあって、営業収入は20億5,000万円から53億4,200万円へと、160.6%の増加となった。この3年間で、東京証券取引所正会員全体では、手数料収入が117%の増加、営業収入が120.4%と比較すると、野村証券の営業面での拡大は非常に大きかった。

野村証券の利益は、営業収入の拡大と歩調を合わせて、急速に増加した。1954年9月期に3億1,200万円の損失をこうむったが、1955年9月期には、一転して2億4,600万円の利益を計上、以後、1956年9月期、1957年9月期と増益を続けた。もっとも配当については、1954年、1955年の2決算期において無配を余儀なくされ、1956年9月期には15%配当を復活したものの、1957年9月期には12%への減配を行わざるを得なかった。損失計上の1954年はともかく、1955年9月期の無配及び1957年9月期の3%の減配は、大蔵省の行政指導によるものであった。この行政指導は、主として、金融機関としての公共性を一層高めるため、内部留保に専念することを趣旨とするものであった。

組織改革では、市場部、通信販売部、連絡部、資料部、主計部、代行企画部を創設した。また、従来の企画部を業務部と名称変更したほか、企画本部を解消し、営業関係各部を営業本部の統轄下に置くとともに、業務部、管理部、検査部をもって業務本部を、調査部、連絡部、宣伝部、資料部をもって調査本部を、代行企画部、証券代行部をもって、それぞれ新たに組織した。

そして、保護預り有価証券の増加に対応するため、1955年4月から、日本で初めて電子計算機ユニバック 120 を実用に供したのをはじめ、一連の統計会計機システム、マイクロフィルム等、高性能事務機械の導入により、業界に先駆けて事務の高度機械化を推進した。こうして、株式、公社債、投資信託、証券代行業務等、日常業務の全般にわたる多岐大量の事務は、これら機械化により迅速、確実に処理され、事務能率は飛躍的に向上した<sup>133</sup>。以上みてきたように、奥村社長の経営方針は大衆化の推進であった。特に、公開株式討論会、「成長株」、電子計算機ユニバック 120 を導入したところには、奥村社長の積極進取な性格が反映されていると見てよいだろう。

## 二. 瀬川美能留社長

表 5-7 経營業績

単位：百万円

期間	1960.9	61.9	62.9	63.9	64.9	65.9	66.9	67.9	68.9
営業利益	7,586	11,241	9,386	10,281	5,306	3,752	6,088	1,435	10,853
営業外益	1,455	2,101	3,281	3,663	4,181	5,924	8,662	9,937	6,664
営業外費	3,941	10,428	11,542	11,585	4,993	9,577	5,248	7,648	4,934
当期純利益	5,100	2,914	1,125	2,359	-506	99	9,503	3,725	12,582

出典：有価証券報告書。

瀬川社長の経營業績（表 5-7）を見ると、営業利益は、ばらつきが非常に大きい。営業外益は、1967年9月期まで順調に増加している。営業外費は、ばらつきが大きい。当期純利益は、1964年に赤字を計上している以外、黒字を維持している。

次に、瀬川社長の性格について述べる。瀬川社長の性格は学閥、門閥嫌い、合理的経営主義という特徴がある。学閥嫌いは、それを象徴する言葉として、「学閥、門閥があつては企業は発展しない。派閥は企業のがんである」。そして、1953年に現役役員の子弟の入社

<sup>133</sup> 野村証券 50 年史編纂委員会編(1976)pp.421-425.

を認めないのもそれを表している<sup>134</sup>。合理的経営主義の面については、社長時代の話ではないが、1936年8月1日の静岡支店の開設がそれを示している。「支店は開いたものの、商売の対象は少なく仕事はやりづらい時期であったが、静岡市債の引き受け、売り出しを中心に得意づくりを始め、業務を進めていった。さいわい、静岡銀行の故酒井常務をはじめ、地元のみなさんのお世話になって、仕事は順調に発展した。特に、静岡銀行が外債投資に進出してくれたのが大きく、昭和十二年には、野村としては減配して五分配当という未曾有の危機であったにもかかわらず、静岡支店だけは唯一の黒字店として気を吐いていた<sup>135</sup>」。

続いて、瀬川社長の経営方針について検討する。瀬川社長の経営方針は奥村社長を引継いで、さらなる大衆化路線を推進することであった。具体的には、営業網の充実、事務近代化の推進、国際化を推進した。

次に、その経営実績について論じる。証券界が厳しいときにも、山一証券と比べると、当期純利益は高い（表5-2、表5-7）。営業網の充実では、営業所数の推移をみると、1959年9月期に89店、1960年9月期に102店、1961年9月期に115店と着実に増加している。事務近代化の推進では、1959年から1960年にかけて、カナタイプ、バロース会計機、卓上計算機、マイクロフィルマー、コピーなどが順次本支店に配置され、ペンとそろばんによる手作業事務組織は、様子を一変するに至った。しかし、業務の急速な拡大により、パンチ・カード・システムには量的にも質的にも限界が生じ始めた。そこで、より多くの量をより速くこなすとともに質の向上を図る新しい方式の研究が開始された。そして、アメリカで大記憶容量の磁気テープ付電子計算機が開発されるにおよび、これを利用して事務機械化方式に新しい次元を画すべく、磁気テープ付電子計算機USSCの導入に踏み切った。1960年9月から1961年にかけて、本社に3台、大阪支店に1台の設置を見たUSSCを中心とする新システムにより、継続投資の集中管理方式が軌道に乗り、株式・投資信託・公社債等の事務処理も一段と充実した。さらに一步前進し、顧客口座管理システムの確立、経営管理情報提供の迅速性、経営採算の有利性を目指して、より大型の電子計算機が必要とされるに至ったため、世界最大級ユニバックⅢが導入された。

国際化の面では、1957年4月からメルル・リンチ社に、1958年9月にはバンカーズ・トラスト社にそれぞれ社員を派遣し、海外業務の経験を積ませるとともに、1961年より海

---

<sup>134</sup>日本経済新聞社編(2004)p.185.

<sup>135</sup>日本経済新聞社編(2004)p.187.

外留学生制度を実施した。1960年5月7日に、ハワイホノルルに営業所を開設した。日本においては、1960年10月に外国部を拡充し、海外調査企画部を新設、従来の外国部を外国営業部と改称し、この2部を統合する外国本部を設けた。さらに1961年7月には、2部に加え、外国総務部を新設、国際業務の拡大に備えた<sup>136</sup>。

以上みてきたように、瀬川社長の経営方針は、奥村社長を引継ぎ、合理的な経営に則っていた。しかし、国際化の道を開いた。大企業の一流社員の海外派遣や海外留学生制度を実施した。外国部の新設には、瀬川社長の国際化の革新性が見える。

### 三. 北裏喜一郎社長

表5-8 経營業績

単位：百万円

期間	1969.9	70.9	71.9	72.9	73.9	74.9	75.9	76.9	77.9	78.9
営業利益	14,003	12,031	19,018	46,678	59,289	13,655	31,830	48,682	64,353	71,358
営業外益	9,891	10,823	11,090	647	845	550	749	943	1,365	1,628
営業外費	4,170	4,638	5,704	499	885	264	907	1,052	1,299	1,838
当期純利益	19,724	18,216	24,404	46,820	59,299	13,941	31,672	48,573	64,419	71,148

注：1971年9月期と比べて営業外益、営業外費の部分で数字はかなり大きく変動しているが、これは有価証券報告書の数値そのものである。

出典：有価証券報告書。

まず、北裏社長の経營業績について検討する（表5-8）。営業利益は、1973年9月期までは概して増加し、1974年9月期にはオイル・ショックの影響で落ち込むものの、1975年9月期以降は順調に増加する。営業外益と営業外費は、1971年9月期までは増加傾向、それ以降は低位で推移している。当期純利益は、営業利益と同じ傾向の推移をしている。

次に、北裏社長の性格について述べる。北裏社長の性格は堅実経営主義である。それを示すものとして、「野村証券の経営の本質は、平地に波乱を起こさないことであり、世間に目立たないようにすることであると思っている」。これは1939年に片岡音吾（野村証券社長）に株式業務をやる心得として言われた言葉で、肝に銘じていた<sup>137</sup>。

続いて、北裏社長の経営方針を見ると、奥村、瀬川社長と同様に大衆化路線を採っていた。そして、経営戦略は送金サービスの利便性の向上、財形貯蓄の推進、国際化であった。

<sup>136</sup>野村証券50年史編纂委員会編(1976)pp.486-491.

<sup>137</sup>日本経済新聞社編(2004)p.243.

経営実績を検討すると、送金サービスの利便性の向上は、1969年1月、通帳化された用紙を用いて、顧客が手数料ゼロで郵便局から野村証券に送金できるメール・サービスを開始した。1970年には、同じシステムによりバンク・サービスを開始、三和、三井、大和銀行などから野村への送金の道を確立し、大衆投資家との結合を一段と強化させた。財形貯蓄の推進では、1969年12月持株制度部新設、1971年11月営業推進の中に、財形推進課新設、1973年6月財形制度部新設、1974年財形制度部を財形部に改称した<sup>138</sup>。1975年の財形貯蓄の普及状況を見ると、実施事業所数が全証券会社で、12.2万であり、野村証券は5.1万と4割を占めている。加入労働者数では、全証券会社で174万人、野村証券は89万人であり、5割を占めている。財形貯蓄残高は、全証券会社で2,231億円、野村証券は1049億円で4割を占めている<sup>139</sup>。ここに、北裏社長の堅実経営主義が表れている。

国際化については、1972年11月、野村証券はロンドン、アムステルダム支店を改組し、野村ヨーロッパを設立した。同社はアムステルダムに本拠を置き、ロンドンに支店を持つ資本金1,000万ギルダの現地法人で、会長は村田副社長、社長は公文国際本部付部長とした。同社の業務内容は、①中長期ローン、シンジケート・ローンへの参加及び斡旋、②ユーロ・カレンシーによる預金の受入、③外国為替、投資銀行、証券業務であり、広く中長期金融業務実施を意図したものであった。すでに、野村証券は国際合同銀行を通じ中長期金融業務に一步を踏み出したが、それは設立の過程からしても銀行の主導になるものであった。したがって、野村ヨーロッパの設立は、世界の野村の先駆けとして大きな意義を持っている。

北裏社長の経営方針は、基本的に奥村、瀬川両社長の経営方針を引継ぐものであったが、バンク・サービス、財形貯蓄の推進、野村ヨーロッパの設立に新しい側面が見られる。

### 第三節 山一・野村証券のトップ・マネジメントの比較

表5-9 山一・野村証券の公社債投信顧客数 (1961.6)

	顧客数(万人)	一人当たり金額(万円)
山一証券	2.1	25.8
野村証券	11.8	8.9

出典：粕谷誠ほか編(2011)p.288.

<sup>138</sup>野村証券50年史編纂委員会編(1976)p.750.

<sup>139</sup>野村証券50年史編纂委員会編(1976)p.754.

表5-10 財形口座数・寄託残高2社比較 (1977.9)

	口座数(千口)	寄託残高(億円)
山一	147	390
野村	728	1,731

出典：粕谷誠ほか編(2011)p.109.

山一証券と野村証券の経営姿勢を比較すると、野村証券は時代にマッチした経営姿勢で大きく成長し、山一証券は時代にマッチした経営に失敗し、業界第一位の座を野村に明け渡してしまった。

本章のまとめとして、野村証券の成功要因と山一証券の失敗要因について検討しよう。まず、戦後は証券大衆化の時代であり、大衆投資家の時代にマッチした経営をしなければならない。この点、野村証券は、歴代社長が投資信託に重点を置いた経営戦略を採り、成功したといえる。野村証券と山一証券の公社債投信の顧客数を比較すると(表5-9)、山一証券は2.1万人、野村証券は11.8万になっており、公社債投信の合計金額でみれば、山一証券は約52億円、野村証券は108億円となっている。公社債投資額は合計で50億円の差をつけられていた。そして、1977年9月期の財形口座数を見ると(表5-10)、山一証券は14.7万口、野村証券は72.8万口になっており、合計金額でみると、山一証券は390億円、野村証券は1,731億円になっている。顧客数、合計金額において圧倒的に野村証券に差をつけられていた。これらのデータは、野村証券が大衆化の推進に成功し、山一証券が失敗したことを示唆している。また、歩合制外務員、委託集金人も野村証券の業績に大きく貢献していた。「野村では、集金人が実によく働いている。株の出来高よりも累積投資と投信を獲得することに努力しているように見える、そのやり方は生保勧誘員の指導教育とそっくりで強力である。集金人には固定給もあり(山一はない)、額も多い」(山一証券全国支店長会議記録)となっているように、野村証券の待遇が良かったため、集金人のモチベーションが高く、営業成績が良い<sup>140</sup>。歩合制外務員の部分では、集金人の待遇はよかったことから、待遇はよかったと思われる。

次に、野村証券が成功した要因は、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

<sup>140</sup>粕谷誠ほか編(2011)p.239.

したため、海外進出が制約され、出遅れてしまった。

野村証券が成功したほかの要因として、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。表5-11 企業、個人預金の金額が増加していることからわかるように、野村証券の投資信託に重点を置いた戦略が時代にマッチしていたとみてよいだろう。また、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、山一証券の社員も右往左往させられた。それを示す例として若手社員の座談会では、「健全化委員会は何をしているかどうもわからない。(社員E)」、「山一証券はどう進んでいるのかさっぱり分らない。(社員A)」、「それから現状を正直に伝えてもらいたい。決算書に出てくる数字と、新聞、雑誌に出ているとが違うので迷ってしまう」と現場では混乱が生じていた<sup>141</sup>。

表5-11 1970-1990年の企業、個人預金の変遷 (単位:億円)

年	一般法人預金	個人預金
1970	430,489	343,157
1980	2,998,854	3,168,619
1990	7,438,762	7,500,899

出典：日本銀行ホームページ

<sup>141</sup>山びこ新聞 1965年2月23日 p.2.

## 第六章 総括と展望

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<sup>142</sup>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。

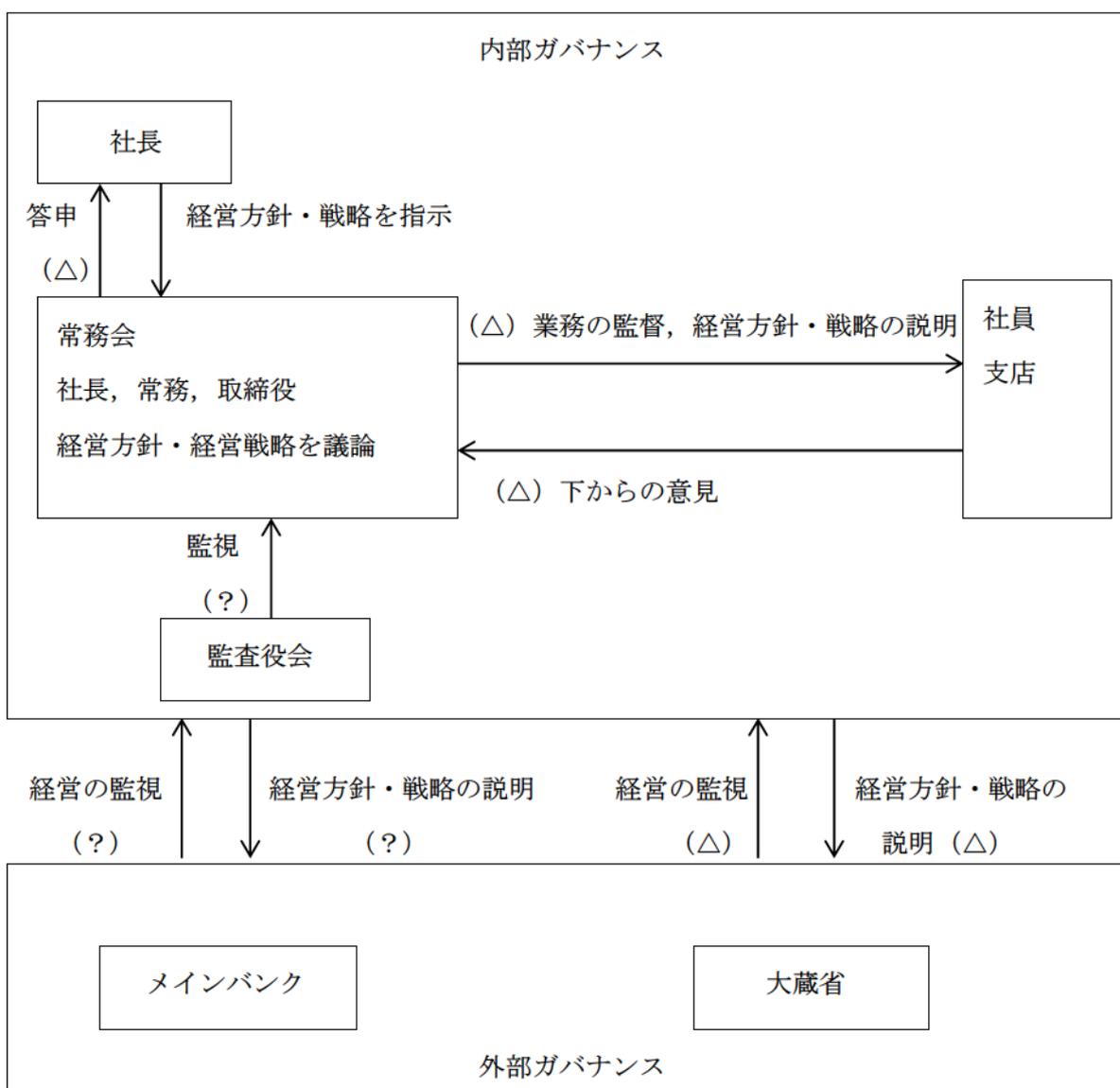
高度成長期は、神武景気、岩戸景気、東京オリンピックと好景気が続いた時代であり、積極経営が主流の時代であり、山一証券においてもその時代の雰囲気に沿う積極営業路線をとっていった。しかし、1962年以降市況が悪化しても積極営業を継続したため65年に経営破綻した。その後は、いざなぎ景気、資本自由化の時代であった。ここで、注目すべ

---

<sup>142</sup>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り影響を与えた可能性があった。

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。

図6-1 山一証券におけるガバナンスの実態（日高社長時代）



出典：筆者作成

1965年頃における山一証券のガバナンス構造を示したのが図6-1である。内部ガバナンスにおいては、社長から経営方針・戦略が指示され、常務会で議論を経て決定され、社員、支店に説明をする。外部ガバナンスにおいては、大蔵省が監視をし、経営方針・戦略説明を受けていたと思われる。

本稿の冒頭で述べたように、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。

最後に、1997年の山一証券の経営破綻についてふれる。山一証券の社内調査報告書によれば、1987年9月のタテホ・ショック（タテホ化学が債券現先取引に失敗し、大きな損失を被り、金融市場が混乱）による債券価格の下落によって営業特金に多額の損失が発生し、この損失の一部を、山一証券が引取り、海外の現地法人の口座や新たに設立したペーパー・カンパニーに飛ばしたのが最初である。もっとも、この簿外損失はそれほど大きな金額ではなかった。しかし、追い打ちをかけるように、翌10月にニューヨーク市場でブラック・マンデーが起き、今度は株価暴落によって大きな損失が発生した。この両者によって生じた損失のうち、山一証券が責任を負わされた損失額は1,000億円前後まで膨らんだといわれる。

事態の深刻さを気付いた横田社長は、ひそかに行平副社長にをトップとした「業務連絡調整委員会」という社内組織を設置し、処理に当らせた。1989年12月の「角谷通達」は営業特金を解消する絶好の機会であり、山一証券も「小松委員会」を設置し、その処理に当らせた。しかし、他の大手証券と比べて極めて不徹底であり、先送りによって際限のない簿外債務の累積という悪循環にはまり込むことになることになるのである。

1989年12月の大納会に3万8,915円の最高値を記録した日経ダウは、翌年大発会からつるべ落としのように下落し続け、4月には2万8,000円、10月には2万円近くにまで下落した。この結果、山一証券の営業特金は多額に含み損を抱え、顧客企業との間での「にぎり（利回り保証）」の履行が問題になった。さらに、1991年6月に証券取引法が改正され、事後の損失保補填が禁止された。これによって、飛ばし先がなくなった含み損のある証券を証券会社が引き取ることは明らかに補填行為に当たることになる。この結果、山一証券は含み損を抱えた営業特金の処理を際限のない「飛ばし」によってしのぎ、ひたすら株価の回復を待つほかなくなった。

1991年8月に、山一証券は事態に対処するために、営業特金の運用額、飛ばしの経緯と山一証券が引き取らざるを得ない損失などを検討した。その結果、法人部門の運用総額は1兆円を超え、含み損は5,000億円近いことが明らかになった。そのうち、山一証券が最終的に引き取らざるを得ないものが7社、その含み損の総額は1,207億円とされ、それがペーパー・カンパニーに飛ばされた。

頼みの綱の株価は一向に回復しないどころか、日経ダウは1992年8月には1万4,309円、その後、次々ととられた景気対策により一時的に2万円台に戻すものの、1993年11月には1万6,078円に低下した。そのたびに、山一証券は決算期の違う企業に利益を加えた価格で買い戻す条件で「飛ばし」を続けたから、含み損は膨らみ続けた。飛ばしが繰り返されると、そもそも当該ファンドの出発点の企業がどこかもわからなくなった。このような状況は社内では「宇宙遊泳」と呼ばれた。また、山一証券自体の業績も悪化し、1991年3月期から1997年3月期までの7年間に4回の赤字決算となった。この原因は、市況の低迷による収入の激減に経費の削減が追いつかなかったことによる。1989年からの3年間、1,500人前後の大量採用が続き人件費が増加したほか、第三次オンラインの稼働に伴うコンピュータ関係費の増加、そして塩浜ビルの新築、新川本社への移転が行われ、経費の削減は行われなかった。

1992年9月からは山一証券本体で特定金銭信託を設定し、その特金で国債の貸し債を繰

り返し、ペーパー・カンパニーの資金繰りをつけていた。その結果、有価証券報告書に記載された特金の残高は1992年3月期の744億円から1993年3月期の2,909億円に急増した。この頃から、山一証券の「飛ばし」疑惑は市場で噂され、マスコミで取り上げられるようになった。

1996年12月に、山一証券は1,500億円を投入して、山一ファイナンスの不良債権を一括処理した。これには、山一本体の簿外債務を優先的に処理すべきという反対意見もあった。しかし、野村証券に続いて、大和証券、日興証券も系列ノンバンクの不良資産の一括処理を打ち出したために、大手4社の一角のプライドから、それ以上に経営陣が自らの責任問題が表面化するのを恐れて、一括処理の方針を決定した。これにより、1997年3月期の株主資本は4,434億円に急減し、自己資本規制比率120%を維持しながら、含み損を処理する最後のチャンスを失ってしまった。

1997年に入っても株価は一向に回復の気配を見せず、1月13日には1万7,000円すれすれの水準まで落ち込み、その後、少し戻したものの、3月末まで1万8,000円前後で推移した。売買も細り、山一証券の業績はほかの大手3社と比べて大きく見劣りするものであった。さらに、9月17日に総会屋への利益供与疑惑で三木前社長が逮捕され、10月23日には昭和リースへの損失補填に関連して、三木氏が再逮捕されるの及んで、山一証券への信頼は地に落ちた。1997年9月の中間決算は、機関投資家からの売買発注停止が相次ぎ、4大証券の中では唯一経常赤字になった。

自立再建が難しくなった山一証券は、10月6日にメインバンクである富士銀行に支援を要請した。この中で、山一証券は初めて約2,600億円に及ぶ簿外債務の存在を告白し、財務改善策を提示した上で800億円の再建資金が必要であると訴えた。それまで「飛ばし」の疑惑が報道されるたびに、富士銀行は真相を問いただしてきたが、山一証券の経営陣は一貫して否定してきた。このため、富士銀行は山一証券に対して不信感を抱いており、検討のためにより詳細な資料の提出を求め即答を避けた。

約1か月後の11月11日に、山一証券側の劣後ローン800億円の要請に対して、富士銀行は、他行が同調するのが前提で、富士はそのうち250億円しか応じられない、また過去に無担保で融資してきた分についても早急に差し入れてほしい、と回答した。14日に野澤社長は再度の要請のため富士銀行を訪問するが、富士銀行自体が厳しい状況にあるためこれ以上の支援はできないことを告げられた。

富士銀行への要請から回答までの約1か月の間に、山一証券は外資系金融機関との提携

も検討していた。しかし、メインバンクが本命という意識が強く、山一証券との資本提携に強い関心を示していたクレディ・スイスとの資本提携は実現しなかった。富士銀行による資本支援の拒否、クレディ・スイスとの資本提携の失敗により、三洋証券に続いて北海道拓殖銀行の破綻が報じられるにつれ、マーケットは次のターゲットを山一証券に向け始めた。時間が無くなった山一証券はメリルリンチに叩き売りのような売却提案をするが、当然ながら失敗し、すべての切り札を使いい尽くし、自主廃業の道を進むことになった<sup>143</sup>。

本稿の検討を踏まえると、山一証券が生き残るには、法人の山一に徹するべきだったかもしれない。山一証券が目標としていた業界第一位主義は、野村証券と1980年時点で個人営業の差があまりにも大きかったため、不可能であった。山一証券が生き残れないのは、ガバナンスの機能不全が大きく影響していたとみて間違いないだろう。山一証券は、1965年の証券危機を経て、うまく再生できなかったのは、経営陣のガバナンスの機能不全に加え、経営戦略が二転三転し、社員にも混乱が生じていたからである。このような内部ガバナンスの欠陥を抱えた山一証券が97年に破綻するのは必然であったのではなかろうか。

日本の証券会社は数字的には発展しているが、その内容には大きな限界を抱えていた。山一証券は最も象徴的な事例であり、他の証券会社も学ぶ必要があるといえよう。

---

<sup>143</sup>佐賀卓雄(2009)pp.69-73.

## 参考文献

- 相沢幸悦『平成金融恐慌史—バブル崩壊後金融再編—』ミネルヴァ書房，2006年。
- 朝倉孝吉『新編 日本金融史』日本経済評論社，1988年。
- 天谷知子『金融機関のガバナンス』金融財政事情研究会，2013年。
- 有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社，1978年。
- 井汲卓一・今井則義『日本経済分析』至誠堂，1963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。
- 板倉譲治ほか編「金融情勢の変化と公社債市場のあり方」『経団連月報』第21巻3号，経済団体連合会，1973年，pp.14-30。
- 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。
- 伊部恭之助ほか編「国債大量発行をめぐる問題点」『経団連月報』第23巻12号，経済団体連合会，1975年，pp.726-744。
- 伊牟田敏充『戦時体制下の金融構造』日本評論社，1991年。
- 伊牟田敏充・志村嘉一・野田正穂ほか編『証券経済論』有斐閣，1970年。
- 植谷久三「金融引締めと公社債市場の正常化」『経団連月報』第22巻3号，経済団体連合会，1974年，pp.2-5。
- 植谷久三「公社債市場の当面する課題と今後の展望」『経団連月報』第26巻2号，経済団体連合会，1978年，pp.31-35。
- 梅本剛正『現代の証券市場と規制』商事法務，2005年。
- 江口行雄『投資信託発展史論』ダイヤモンド社，1961年。
- 小川功ほか編『大和証券百年史』大和証券，2003年。
- 王耀鐘ほか編『証券化の進展と課題』関西大学経済・政治研究所，1997年。
- 大門正克ほか編『高度成長の時代1 復興と離陸』大月書店，2010年。
- 大門正克「「生活」「いのち」「生存」をめぐる運動」『シリーズ戦後日本社会の歴史3』岩波書店，2012年，pp.168-197。
- 大門正克「高度経済成長と日本社会の変容」『岩波講座 日本歴史第19巻』岩波書店，2015年，pp.149-186。
- 大蔵省金融資本市場問題研究会『（便覧）日本の金融資本市場』財経詳報社，1986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.

大塚義治「公社債流通市場の現状と問題点」『財経詳報』第 1178 号, 財経詳報社, (1977a), pp.16-22.

大塚義治「望ましい公社債市場の在り方—証取審・基本問題委員会報告の要旨」『ファイナンス』第 13 巻 9 号, 財務省, (1977b), pp.31-38.

戸恒東人「最近の国債発行と国債に関する諸問題」『ファイナンス』第 13 巻 5 号, 財務省, 1977 年, pp.20-30.

岡崎哲二・奥野正寛『現代日本経済システムの源流〈シリーズ・現代経済研究 6〉』日本経済新聞社, 1993 年

岡崎守男・濱田博男『日本の証券市場』有斐閣, 1990 年.

岡田有引・武田清「変化する公社債流通市場」『財界観測』第 42 巻 8 号, 野村証券金融経済研究所, 1977 年, pp.38-68.

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, p.22-25.

粕谷誠・伊藤正直・齋藤憲『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.

粕谷誠ほか編『山—証券 100 年史 (上巻)』日本経営史研究所, 2011 年.

粕谷誠ほか編『山—証券 100 年史 (下巻)』日本経営史研究所, 2011 年.

梶原一明「決断の経営史 奥村綱雄の巻—豪放磊落な生き方で, 証券業界の近代化に努めた

不世出の巨星(前編)『経済界』第36巻2号, 経済界, 2001年, pp.110-113.

加藤俊彦『証券経済講座(第3巻)』東洋経済新報社, 1968年.

加藤俊彦『日本の銀行家—大銀行の性格とその指導者たち』中公新書, 1970年.

上川孝夫・藤田誠一・向壽一『現代国際金融論〔第3版〕』有斐閣, 2007年.

川北博『〔私本〕会計監査業務 戦後史』日本公認会計士協会出版局, 2008年.

川口弘・川合一郎『日本の金融 金融論講座(第5巻)』有斐閣, 1965年.

菊一岩夫「最近の公社債市場」『経団連月報』第27巻5号, 経済団体連合会, 1979年, pp.29-33.

協和銀行「国債発行をめぐる諸問題」『協和銀行調査月報』第19号, 協和銀行, 1979年, pp.10-22.

楠本博『金融制度改革で変わる銀行・証券業務』東洋経済新報社, 1990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.

黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』神戸大学研究双書刊行会, 2002年.

公社債引受協会編「公社債市場当面の諸問題について—証券取引審議会意見書」『ファイナンス』第15巻6号, 財務省, 1979年, pp.6-13.

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「証券危機がもたらした証券行政の転換」『証券研究』第112巻, 日本証券経済研究所, (1995a) pp.99-128.

小林和子『株式会社の世紀:証券市場の120年』日本経済評論社, (1995b).

吳明珊『アジア諸国の金融・証券市場』日本経済評論社, 1992年.

西條信弘『金融制度の改革と証券業—自由化・グローバル化時代の証券市場』中央経済社, 1994年.

財務省財務政策研究所財政史室編『昭和財政史:昭和49~63年度 第6巻』東洋経済新報社, 2003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.

里見昭「新しい局面を迎えた公社債発行条件の弾力化」『財経詳報』第 1211 号, 財経詳報社, 1978 年, pp.4-7.

資本市場研究会編『転換社債の理論と実務』公社債懇話会, 1980 年

島村高嘉「戦後わが国の「護送船団行政」の風土」『麗沢学際ジャーナル』第 13 卷 2 号, 麗沢大学経済学会, 2005 年, pp.85-98.

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『現代日本公社債論』東京大学出版会, 1978 年.

志村嘉一・野田正穂『証券経済講座 (第 5 卷)』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.

人事興信所編『人事興信録 第 18 版 (上)』人事興信所, 1961 年.

人事興信所編『人事興信録 第 23 版 (上)』人事興信所, 1966 年.

人事興信所編『人事興信録 第 32 版 (上)』人事興信所, 1983 年.

人事興信所編『人事興信録 第 32 版 (下)』人事興信所, 1983 年.

高橋伸夫『経営の再生 = Managerial Renaissance : 戦略の時代・組織の時代』有斐閣, 2016 年.

辰巳憲一『日本の銀行業・証券業』東洋経済新報社, 1984 年.

陳麗卿ほか編『証券市場—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」『横浜国際社会科学研究所』第 19 卷第 1・2 号, 横浜国際社会科学学会, 2014 年, pp.15-32.

鄭文瑄「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—」『横浜国際社会科学研究所』第 20 卷第 1・2 号, 横浜国際社会科学学会, 2015 年, pp.13-28.

東海銀行調査部「国債発行下の資金偏在とその問題点」『東海銀行調査月報』第 377 号, 東海銀行調査部, 1978 年, pp.2-19.

東京証券取引所「拡大した公社債市場」『証券』第 274 号, 東京証券取引所, 1972 年, pp.28-35.

東京証券取引所「公社債市場流通整備について」『証券』第 290 号, 東京証券取引所, 1973 年, pp.36-41.

東京大学社会科学研究所 戦後改革研究会『戦後改革 7 経済改革』東京大学出版会, 1974 年.

東京大学社会科学研究所 戦後改革研究会『戦後改革 8 改革後の日本経済』東京大学出版会, 1975 年.

東洋経済編『相場師列伝:株界で生命を燃やす男8人の物語』東洋経済新報社, 1976年.

長倉行雄・重吉博右「国債大量発行の企業金融に与える影響」『経済月報』第294号, 住友銀行, 1975年, pp.29-48.

中村孝俊『証券経済講座(第1巻)』東洋経済新報社, 1968年.

中村隆英『日本経済—その成長と構造〔第3版〕』東京大学出版会, 1993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『日本の証券会社経営』東洋経済新報社, 1990年.

二上季代司・代田純『証券市場論』有斐閣, 2011年.

西川輝『IMF自由主義政策の形成』名古屋大学出版会, 2014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(第五巻)』日本銀行, 1985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.

日本経済新聞社編『私の履歴書:経済人 4』日本経済新聞社, 2004年.

日本経済新聞社編『私の履歴書:経済人 13』日本経済新聞社, 2004年.

日本経済新聞社編『私の履歴書:経済人 16』日本経済新聞社, 2004年.

日本経済新聞社編『私の履歴書:経済人 18』日本経済新聞社, 2004年.

日本証券協会連合会『戦後証券市場の発展と日証連の動向—日本証券業協会連合会10年の歩み—』日本証券業協会連合会, 1961年.

日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編 第2巻 証券関係国会審議録(2)』日本証券経済研究所, 1982年.

日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編 第3巻 証券関係国会審議録(3)』日本証券経済研究所, 1983年.

日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編 第8巻 証券市場の成長と拡大期(二)』日本証券経済研究所, 1993年.

日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編 第9巻 証券危機』日本証券経済研究所, 1994年.

日本証券経済研究所『データでみる証券・金融市場の構造変化証券資料 No.125』日本証券経済研究所, 1995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『アジア証券市場と日本—Asiazationの繁栄をめざして』金融財政事情研究会, 2007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『図説 アメリカの証券市場 2009年版』日本証券経済研究所, 2009年.

日本証券経済研究所『図説 日本の証券市場 2010年版』日本証券経済研究所, 2010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.

野田正徳・谷田庄三『講座 日本の金融機構 上』新日本出版社, 1984年.

野村証券50年史編纂委員会『野村証券株式会社50年史』野村証券, 1976年.

野村証券社史編纂委員会『野村証券史 1976-1985』野村証券株式会社, 1986年.

狭間源三ほか編『講座・日本資本主義発達史論 第5巻』日本評論社, 1969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年証券危機と山一証券—」『証券経済研究』第19号, 日本証券経済研究所(1999a) pp.11-43.

橋本寿朗「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建—1965年証券危機と山一証券—」『証券経済研究』第21号, 日本証券経済研究所(1999b) pp.63-92.

橋本寿朗『現代日本経済史』岩波書店, 2000年.

服部泰彦「山一証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.

浜内繁義「国債大量発行と公社債市場の動向」『佐賀大学経済論集』第13巻1号, 佐賀大学経済学会, 1980年, pp.1-32.

浜野潔ほか編『日本経済史 1600-2000—歴史に読む現代—』慶応義塾大学出版会, 2009年.

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.

平和経済計画会議「国債大量発行下の金融市場と金利自由化問題について」『資料平和経済』第201号, 平和経済計画会議, 1978年, pp.17-31.

日向野幹也「証券不況前後の証券行政」『戦後日本の社会・経済政策』近代日本研究会,

1993年, pp.101-125.

平岡崇「公社債市場の論点と争点一上一」『財経詳報』第1234号, 財経詳報社, 1978年, pp.36-39.

平岡崇「公社債市場の論点と争点一下一」『財経詳報』第1235号, 財経詳報社, 1978年, pp.9-13.

Eiji Hotori, “Japanese financial elites for banking supervision in the Ministry of Finance, 1927-98”, Economic History Society, Annual Conference 2015, 29 March.

Eiji Hotori, “The role of financial elites in banking supervision in Japan from 1927 to 1998”, *eabh papers*, No.16-1, The European Association for Banking and Financial History, March 2016, pp.1-22.

邊英治「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.

邊英治「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.

邊英治「わが国における銀行規制体系の形成と確立--1920年代を中心に」『歴史と経済』第182号, 農林統計協会, 2004年, pp.1-20.

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.

三菱銀行調査部「国債大量発行後の金融環境の変化」『三菱銀行調査』第261号, 三菱銀行調査部, 1976年, pp.1-14.

水野繁「転換期の公社債市場」『ファイナンス』第8巻1号, 財務省, (1972a), pp.8-13.

水野繁「公社債市場の現状と問題点」『経済人』第26巻6号, 関西経済連合会, (1972b), pp.31-37.

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.

三和良一『概説日本経済史 近現代〔第2版〕』東京大学出版会, 2002年.

- 森武磨ほか編『現代日本経済史〔新版〕』有斐閣，2002年。
- 村田宗忠「公社債市場の現状と課題」『経団連月報』第28巻5号，経済団体連合会，1980年，pp.42-46.
- 山一証券株式会社社史編纂委員会『山一証券の百年』山一証券，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.
- 山本正雄著，小汀利得監修『日本の証券業と野村証券』展望社，1959年。
- 有限責任監査法人トーマツ 金融インダストリーグループ『金融機関の内部監査—金融監査マニュアル対応と実践的スキルの要点』中央経済社，2011年。
- 吉野俊彦・鈴木淑夫『歴代日本銀行総裁論—日本金融政策史の研究—』講談社学術文庫，2014年。
- 米澤康博『証券市場読本（第2版）』東洋経済新報社，2006年。
- 理財局証券年報編集委員会『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『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。

## ホームページ

日本銀行ホームページ

## 一次史料

- 「証券民主化の仮決算〈1〉」1965年5月23日朝日新聞朝刊，12（7）。
- 『山一証券資料トップマネジメント』第2集 極東書店 2007年。
- 『山一証券資料トップマネジメント』第3集 極東書店 2007年。
- 『山一証券資料 40年不況』第4集 極東書店 2007年。
- 『山一証券資料 国の機関』第8集 極東書店 2009年。

## 初出一覧

本論文は次の諸論文を基としており、いずれも加筆、訂正などを施している。

### 第2章・第3章

「1965年証券危機前後における山一証券の経営実態」『横浜国際社会科学研究』第19巻第1・2号，横浜国際社会科学学会，2014年8月，所収

### 第4章

「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—」『横浜国際社会科学研究』第20巻第1・2号，横浜国際社会科学学会，2015年8月，所収