

大蔵省証券検査と山一証券の経営危機 —1960年代と80年代における検査の機能をめぐって—

佐藤 秀 昭*

I はじめに

1 研究の背景

本稿では、1960年代から80年代において山一証券株式会社を対象に実施された大蔵省証券検査を分析する。同検査は、2020年現在、証券会社に対して証券取引等監視委員会によって行われている証券検査の前身である。1991年に臨時行政改革推進審議会が検査監督機関の大蔵省からの分離を答申するまでは、証券会社に対する検査は大蔵省証券局が担っていた¹⁾。

大蔵省証券検査（以下、証券検査²⁾）に関する実証研究は、山一証券の社史編纂事業、および、東京大学経済学部図書館所蔵『山一証券株式会社第一期資料』（以下、「山一証券資料」）の公開によって進展した³⁾。同事業の開始以前にも、草野 [1998] が証券局検査官の回想録を用いて山一証券に対する証券検査の様子を描いていたが⁴⁾、同社の社史編纂に参加した橋本寿朗氏が、橋本 [1999b] のなかで1964年における同社に対する証券検査を分析したことで、その検査結果の内容が一次資料に基づく形で明らかとなった。

橋本 [1999b] は、大蔵省が1964年の証券検査を通してのちに山一証券の経営危機の原因となった同社の経理上・経営上の実態を把握し、問題点を指摘していたことを明らかにした。この橋本 [1999b] の成果を引きながら、粕谷ほか [2011] は新たに1958年・1964年・1966年における山一証券に対する証券検査の講評と、その講評に対する同社内の反応（会議での発言要旨、組織機構の改編）を紹介した⁵⁾。さらに、伊藤・小林 [2011] では、山一証券の取締役（藤橋忍氏）に対するヒヤリング記録から、1980年代後半から90年代初めにおける証券検査が、同社の顧客に対する損失補てんを発見していたことを示唆した⁶⁾。

山一証券に対する証券検査のうち、同社の社史に記載されていない証券検査の内容については、「山一証券資料」の公開によって研究が進展した。鄭 [2015] は、証券検査の結果を記した「推問書」および「講評」と、推問書の指摘に対して山一証券が回答した「答申書」の内容について、

* 住友史料館研究員。

1) 日本証券経済研究所 [2018], 29頁。

2) 「大蔵省検査」という略称も考えられるが、本稿では、大蔵省銀行検査との区別をはかる便宜のため、「証券検査」という呼称を用いる。

3) 同資料の公開については矢野 [2008]、伊藤 [2010] が詳しい。

4) 草野 [1998], 91頁。

5) 粕谷ほか [2011], 240, 345-347, 351, 385頁。

6) 伊藤・小林 [2011], 221-222頁。

1964年・1966年・1974年・1977年の証券検査を丹念に整理した。その分析の結果として、鄭[2015]は、「山一証券が経営再建中の期間（1965～72年）は日高社長の銀行家的な姿勢により、外部ガバナンスはある程度機能していた」としたうえで、「1970年代には、山一証券の内部ガバナンス及び大蔵省による外部ガバナンスの双方が弱まっていた」と結論を下した⁷⁾。また、齊藤・佐藤[2019]は、鄭[2015]が言及しなかった1980年代における山一証券に対する証券検査の検査結果を示し、1980年代前半の時点で、証券検査が同社の利回り保証・損失補てんを発見していたことを一次資料に即して示した。利回り保証・損失補てんとは、山一証券が自主廃業した直接の原因である簿外債務を生んだとされる取引である。齊藤・佐藤[2019]の成果は、1980年代後半には大蔵省が証券会社による損失補てんを認識し、一応の対応を試みていたとする芝[1999]の主張や、伊藤・小林[2011]によるヒヤリング記録から読み取れる事実（大蔵省が証券検査を通じて1980年代後半には山一証券の損失補てんを発見していたという事実）を裏付けるものであった⁸⁾。

以上の先行研究が抱える問題点は、証券検査が山一証券の「外部ガバナンス」として機能したか否かについて、その評価に混乱が見られることである。この問題点は、次の3点に細分化できる。

第一に、山一証券に対する証券検査がいつから開始されたのかという評価が定まっていない。鄭[2015]が「大蔵検査は1963年に始まり、1965年以降に本格化した」と明記した一方で⁹⁾、粕谷ほか[2011]は、1964年検査の検査結果を紹介する記述の中で「61年の前回検査」という表現を用いている¹⁰⁾。

第二に、1980年代の証券検査がそれ以前の証券検査と比較する形で位置づけられていない。鄭[2015]の分析の通り1972～80年には大蔵省による「外部ガバナンス」がほとんど機能しなかったとすれば、その直後の1980年代において大蔵省が山一証券の利回り保証・損失補てんを発見していたという史実（齊藤・佐藤[2019]）はどのように位置づけられるのだろうか。

第三に、証券検査が証券会社の「外部ガバナンス」として機能したか否かを判断する基準がはっきりしない。鄭[2015]は、1964年における証券検査の答申書に書かれた山一証券の回答は「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」と評価し、同年の証券検査が山一証券の「外部ガバナンス」として「ほとんど機能しなかった」と結論を下している¹¹⁾。しかし、上記の評価（山一証券の回答は「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」とする鄭[2015]の評価）の根拠となる箇所を読めば、山一証券の回答には①「経営の失敗及び市況の不振にその原因を求めているといえる」、②「市況が不振なため損失が発生したと反論している」、③「経営の失敗があったことを認めている」という記述があり¹²⁾、鄭[2015]が示した山一証券の答申書の3つの回答のうち2つについて、同社は自社の経営の失敗あるいは「経営の失敗及び市況の不振」を原因として認めていたことがわかる。したがって、上記①～③の根拠から山一証券が「概して経営悪化の要因を市場に求めており、ほとんど

7) 鄭[2015], 26頁。

8) 芝[1999]が大蔵省の認識の証左としてあげたのは、新聞報道、議会での発言、証券年報編集委員会『証券年報』内の記述などであった（芝[1999], 158頁）。

9) 鄭[2015], 14頁。

10) 粕谷ほか[2011], 345頁。

11) 鄭[2015], 14, 22頁。

12) 同上論文, 20頁。

自己責任を認めていなかった」という評価を導くのは無理があるように思われる¹³⁾。

この混乱（証券検査が山一証券の「外部ガバナンス」として機能したか否かに関する評価の混乱）は、鄭 [2015] が「外部ガバナンス」という用語に定義を与えておらず、また、外部ガバナンスとしての証券検査が有すると考えられる諸機能の種類を示さなかったために、証券検査が外部ガバナンスとしてどの程度機能したのかを評価することが困難になった点に起因すると考えられる。そこで本稿では「外部ガバナンス」を「証券行政当局・株主・消費者・取引先・債権者による証券会社に対する経営監視機能」と定義したうえで、外部ガバナンスの一形態と考えられる証券検査の主な機能として、証券会社の経営の「実態把握と問題点の指摘」と「問題点の解決」の2つを挙げ、両者を区別することで上記の混乱を解消したい。

このように定義した場合、鄭 [2015] が行ったような証券検査の推問書・答申書の分析によって明らかにできるのは、「外部ガバナンス」のうち、証券行政当局による証券会社に対する経営監視機能の一端であり、かつ、証券検査の2つの機能のうち、証券会社経営の「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かに限られると考えられる。証券局による推問書の受け渡しから証券会社による答申書の提出まで1、2か月程度しかないことから、証券検査を通じた証券局の証券会社に対する経営監視機能によって証券会社の経営の問題点が改善されたか否かは、推問書・答申書の分析だけでは必ずしも明らかにしえないためである。もちろん、証券検査の推問事項と、当該証券検査後の証券会社の経営指標を照らし合わせることで、証券会社の経営の問題点が改善されたか否かを推察することは可能だが、当該経営指標の変化が果たして検査の影響によるものなのか、あるいは別の諸要因（市況・企業戦略・規制の変化など）によるものなのかを判別することが困難なうえ、果たしてどの程度まで経営指標が変化していれば「問題点の解決」が果たされたといえるのかという評価が極めて難しい。

このような慎重な姿勢は、上述のとおり橋本 [1999b] にみられるものである。橋本 [1999b] は、1964年における証券検査によって、同年8月には、のちに山一証券の経営危機の原因となった同社の経理上・経営上の難点を大蔵省が把握・指摘していたことを明らかにしている。しかしながら、橋本 [1999b] が行った証券検査の分析では、証券検査の結果が山一証券の「トップを事実上解任」という大蔵省の対策につながったことを示しつつも、その結果として山一証券の企業戦略（「四社の地位を守る」という方針など）に決定的な転換があったか否かについては断定を避け、山一証券の経営に「規律を課したのは株主でも債権者でもなく、大蔵省であった」という評価を下すにとどめている¹⁴⁾。すなわち、証券検査の分析では、証券検査によって証券会社の経営の問題点が明らかになったか否かを示すことが可能である一方で、証券検査によって証券会社の経営の問題点が改善されたか否かを示すためには、より慎重な分析が求められると言えよう。

以上を踏まえて、本稿では、証券検査の2つの機能のうち、証券会社経営の「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かという議論に焦点を絞って分析を行うことで、上記の混乱（証券

13) なお、1964年検査を受けて、山一証券は全国支店長会議の場で「大蔵省の検査は、全支店について行われたわけではありませんが、一部の支店において起きていることは、やはり他の支店においても同様なケースで起きていると思うのであります」と述べている。山一証券の受検態度も必ずしも悪かったとはいえないのではないか（vol. 5, 全国支店長会議綴, 19640410, 138頁）。

14) 橋本 [1999b], 65-66頁。

検査が山一証券の「外部ガバナンス」として機能したか否かに関する評価の混乱)を解消することを試みる。本稿が「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かを判断するために用いる基準は、証券検査が「のちに証券会社の経営危機につながる原因となった取引・財務構成を、証券検査によって発見・指摘することができていたか否か」という基準である¹⁵⁾。この評価基準によって、1964年検査、ならびに、1980年代の証券検査を評価し、上記の先行研究に見られる混乱を解消したい。

2 使用する資料と本稿の構成

本稿で主な資料として使用するの、「山一証券資料」のうち¹⁶⁾、①実地検査終了後に大蔵省が証券会社に提出する「推問書」、②証券会社が大蔵省に提出する「答申書」、そして、③山一証券の「常務会議事録」、「常務会記録」、「全地区支店長会議関係綴」、「大蔵省定期検査」関連資料である。これらの資料が利用できる期間は、主として1961年から1985年までである。

このほかに本稿は、大蔵省証券局年報編集委員会『理財局証券年報』、『大蔵省証券局年報』、証券年報編集委員会『証券年報』を用いる。これらの年報には、証券会社の経営に対する当局の見解や、「証券検査の実施状況」が記録されている。

本稿の構成は以下の通りである。第II節では、1965年における山一証券の経営危機に関して、証券検査による「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かを検討する。第III節では、1997年における山一証券の経営危機に関して、1980年代の証券検査による「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かを検討する。第IV節では、本稿の分析結果を要約した上で結論を示し、本稿に残された課題を示す。

II 1960年代における証券検査

1 1960年代前半における証券行政の変化と証券検査の位置づけ

証券検査の体制は、1960年代半ばまでにその基礎を整えた。「山一証券資料」によれば、1961年検査は四社一斉検査（以下、四社とは、野村証券・大和証券・山一証券・日興証券のことを指す）であり、「それまでの検査と同じく、総じて形式的なもの」であったという¹⁷⁾。しかし1964年に

15) この基準には、次のような限界がある。検査による指摘によって経営の改善が達成され、経営危機を未然に防いだケースについて、その検査を積極的に評価することができない。しかしながら、山一証券に関する先行研究（石井 [1998]、草野 [1998]、小林 [2009a, 2009b, 2010, 2013]、佐々木 [1998]、鈴木 [2008]、鄭 [2014]、橋本 [1999a, 1999b]、読売新聞社会部 [2001]）が特に同社の2度の経営危機（1965年の経営危機では、日銀特融等の救済措置によって再建した。1997年の経営危機では、自主廃業に陥った）に関心を集中させていることを鑑みれば、同社の経営危機と証券検査の関係性を明らかにすることができる課題設定は一定程度有用であると考えられる。

16) 本稿で用いる「山一証券資料」の出典は、次の通り表記する。例えば、DVDの「第11巻 vol. 004」に収録された資料で、大分類「トップマネジメント 常務会議事録」、小分類「常務会議事録」のうち、4頁から5頁を引用する場合、DVDのボリュームナンバー、小分類、資料の作成年月日、頁数のみを記載し、「vol. 4, 常務会議事録, 196604, 4-5頁」と表記する。なお、この頁番号は、資料の下部に記載されている整理番号にあたる。

17) 本段落の記述は、鄭 [2015], 19頁、および、vol. 17, 大蔵省検査・本店答申書、推問書、他, 19660304, 37頁による。

は、野村・大和および山一・日興に分かれて二社ずつの検査となり、「検査態様も次第に具体的、全般的なものに変化」した。山一証券の記録では、1964年以來、証券局による行政指導は「画一的、形式的行政から、個別的（具体的）行政に変化」したと所感が述べられている。

1960年代前半における証券検査の変化（四社一斉検査から二社ずつの検査への変化・検査様態と行政指導の個別具体化）は、大蔵省の証券行政の変化とその時期を一にしていた。日本経営史研究所〔2002〕によれば、「大蔵省の証券行政の変化は1962年に始まった」¹⁸⁾。これは、理財局証券部証券第二課長・坂野常和が、1960～61年における証券会社の運用預り業務の急激な膨張を危険視したためであった。運用預り業務とは、「証券会社が一定の品借料を支払い、不特定多数の顧客から有価証券を預かる制度」（1949年承認）に基づいた業務である¹⁹⁾。証券会社はこの制度を利用して、預かった有価証券（主に割引金融債）を担保にしてコール市場から資金を借り入れている²⁰⁾。しかし、顧客が運用預りを解約し有価証券の返却を求めれば、証券会社は借入担保を失うことになり、借入資金を返金する必要に迫られた。したがって、運用預りに大量の解約が生じた場合、証券会社は返金に行き詰まる可能性があった。坂野は、この可能性を危険視したのである。

まず、行政機構の強化が行われた。証券行政を管轄する部署は、従来、大蔵省理財局証券一課、二課であったが、1962年に同省理財局証券部に移管されたのち、1964年には同年に新設された大蔵省証券局へと移管された。

行政機構の強化と並行して、1963年7月5日の理財局長通達によって、証券会社経営の健全性の基準を財務比率によって初めて明示した。同通達は、負債比率、純財産額に対する保有商品有価証券残高の比率、経常収支率等の数値によって、証券局が証券会社の財務管理を行う旨を示した。特に、同通達では「運用預りにかかわる有価証券については、おおむね純財産額の倍額程度以内とする」ことを定め、運用預りの増加を抑えた²¹⁾。同通達に基づく証券行政は、比率監督行政と呼ばれる。さらに、1965年改正証券取締法によって、証券会社の登録制から免許制への移行が果たされた。免許制は、銀行行政にならって導入された²²⁾。

上記の比率監督行政・免許制に代表される証券行政を推し進める際に、証券局は証券検査をその重要な調査手段と捉えていたと考えられる。なぜなら、『大蔵省証券局年報』は、「証券会社の実態を把握し、予防的行政を行なうためには、検査を通じてこれを知る」必要があったと明記しているためである²³⁾。証券検査は、証券会社の経営の実態を把握し、「証券行政の運営に資すること」を基本方針として明示していた²⁴⁾。

18) 日本経営史研究所〔2002〕、361頁。

19) 同上書、288頁。

20) 同上書、274頁、粕谷ほか〔2011〕、310頁。この資金借入方法は、製造業等とは異なり、担保となる不動産・工場等を持たなかった終戦後の「証券会社が苦心して編み出した独特のファイナンス方法であった」（日本経営史研究所〔2002〕、288頁）。

21) 日本経営史研究所〔2002〕、354、361-362頁。

22) 同上書、361-364頁。

23) 大蔵省証券局年報〔昭和44年版〕、27頁。予防的行政とは、免許制に代表される事前的育成行政と同様の意味で用いられることが多い。なお、事前的育成行政は、比率監督行政に代表される事後的懲罰行政と相補う関係にあった。

24) 大蔵省証券局年報〔昭和40年版〕、220頁。

2 証券検査の実施プロセス

証券検査はおよそ次のようなプロセスを通じて実施された。まず、実地検査（あるいは臨店検査）と呼ばれる立ち入り検査によって、本省あるいは財務局の検査官が証券会社の本店および支店から「確認事項」を抽出した。「確認事項」とは、実地検査によって発見された問題点を本店および支店ごとに「確認書」にまとめたものである。「確認事項」のうち特に重要な事項が、証券局の主導のもと、「推問事項」として「推問書」にまとめられた。実地検査終了後には検査講評が執り行われ、その場で検査官から証券会社へ推問書が提出された。証券会社は推問事項に答えるための答申書を作成し、大蔵省へ提出した。

「山一証券資料」に即して、山一証券に対する証券検査の実施プロセスを全社的に概観できるのが1969年検査である²⁵⁾。表1に示した通り、本社・本店および12の支店に対して5月19日から一斉に検査が開始され、4つの支店（秋田・木戸・前橋・福井）に対する検査が終了したあと、新しく4つの支店（京都・神戸・岡山・新潟）に対する検査を開始していることがわかる。また、検査終了から講評（推問書の提出）まではおよそ2週間であり、講評から答申書の提出までは7週間の猶予があったことがわかる。

表1 1969年大蔵省検査日程表

	本社・本店	京都	神戸	岡山	新潟	新宿	八重洲	大阪	札幌	秋田	水戸	前橋	横浜	名古屋	福井	徳島	広島	福岡	熊本	八王子	北九州	
5/19	開始							開始	開始	開始	開始	開始	開始	開始	開始	開始	開始	開始	開始			
5/20																						
5/21																						
5/22																						
5/23																						
5/24										終了	終了	終了			終了							
5/25																						
5/26		開始	開始	開始	開始								終了									
5/27																終了						
5/28																						
5/29																		終了				
5/30			終了	終了				終了						終了								
5/31	中断		終了		終了																	
6/1																						
6/2																						
6/3																				終了		開始
6/4																						
6/5									終了													
6/6	懇談																					開始
6/7																						
6/8																				終了		
6/9																						
6/10	懇談																					
6/11																						
6/12	懇談																					終了
6/13	懇談																					終了
6/14																						
6/15																						
6/16	懇談																					
6/17	懇談																					
6/18	懇談																					
6/19																						
6/20	検査終了																					
7/4	講評																					
8/22	答申書																					

(注) 検査期間中は毎日、監査役および関係部課長が検査官と会食を行った。

(出所) vol. 17, 大蔵省検査日程表 企画室総務課, 81頁から筆者作成。

25) vol. 17, 大蔵省検査日程表 企画室総務課, 81頁。

さらに、「山一証券資料」に収録された記録の中で、最も詳細に検査の様子を描写している高松支店の事例（1964年検査）を四つの段階に整理して示せば次の通りである²⁶⁾。第一段階では、高松支店は検査に必要な資料の提出を求められ、「あらかじめ、準備せるものを逐次提出」という²⁷⁾。第二段階では、提出した資料について聴取が行われたが、高松支店では「適宜速答し、事なきを得た」と本社に伝えている。

しかし、検査がほとんど終了したと思われた第三段階に至って、「今迄の検査を一応御破算にし、本日午後を以て本店合同の大蔵省検査に切換わる旨」が伝達された。「本省から検査官派遣されるとの連絡」があったためか、地元財務局の検査官は、検査の密度を上げるとともに一段と掘下げる形でもって、あらゆる角度から検査を再開した。このような突然の再検査について、高松支店は「局側の不手際の事情を釈明された」としている²⁸⁾。再検査では、「主として検査の焦点は同支店の営業態度に絞られ」、検査官は支店長および支店長代理に聴取を行い、ようやく2つの確認事項を抽出した。その後、本省検査官による最終確認（第四段階）を経て検査終了となった。

高松支店は検査経過を本店に報告する際、検査の「確認事項」となるだろう点をあらかじめ推測して伝えていた²⁹⁾。実際の「確認書」に照らしてみると、支店による推測と実際の「確認事項」が一致している。例えば、投資信託の入金状況について、「帳簿面では、調査前号数共、完全入金なる為か、受託売付立替金、顧客への立替金にて売付代金の四日目前立替入金分を未入金と拡大解釈された…（中略）…この項は確認事項になるものと思われまします」と伝えていたが、実際に投信の「架空（未入金）設定」が確認事項として確認書に記載されていた。また、「⑤預り証の未切替について印紙、社印を捺印せざる未発行預り証未切替で作成日付六月中のもの数件、七月中のもの十数件あり、二週間以上経過分について指摘を受けた…（中略）…これも確認事項として挙げられる可能性があります」と伝えていたが、実際に確認書では「預り証の未交付」という確認事項が挙げられていた。したがって、支店の実地検査の終了後、いずれ「確認を求められるかと推断」される事項を本店に報告することによって、講評での適切な対応や答申書の手早い作成に役立っていたのだと考えられる。

3 証券検査の開始時期

山一証券に対する証券検査の開始時期について、鄭 [2015] は、「大蔵検査は1963年に始まり、

26) 以下の描写は、vol. 17, 大蔵省定期検査 高松支店, 262-265 頁による。なお、提出を求められた資料は以下の通り。「事務代理、営業代理の机の引出に入っている書類全部」「現金、未済証券、本店大阪店よりの到着■の内容（当日、翌日分）」「記録、社規類集、通達綴、支店長引継書、顧客よりの書簡等」「保管庫に入庫中の代用証券の全部を記録」「保護預りを銘柄別明細簿に依り、品調べ」「保護預り明細簿に依り、顧客別にも照合」「諸明細表」「投信サービス募集の有無、集金係の勧誘行為の有無、元本保証の有無、設定後募集行為の有無、仕切り売買の有無」「備付帳簿」。

27) 後述するように1960年代後半に抜き打ち検査が導入されるが、1964年検査ではまだ予告的な検査だった可能性が高い。

28) 高松支店は同年検査において、最も確認事項が少ない支店であった。再検査に切り替わるまで、検査官は確認事項を一つも抽出できていなかった。本省からの連絡は、財務局の検査官に発破をかける意味が含まれていたのかもしれない。

29) 本段落の記述は、vol. 17, 大蔵省定期検査 高松支店, 262-265 頁による。

1965年以降に本格化した」と述べているが³⁰⁾、鄭 [2015] や粕谷ほか [2011] が紹介している1966年検査の講評では、すでに1961年には山一証券に対する証券検査が行われたことが明記されている³¹⁾。そこで、「山一証券資料」をみれば、1961年4月15日から行われた証券検査の内容と検査講評、および、答申書の内容が明らかになる。したがって、山一証券に対する証券検査は遅くとも1961年から開始されていたといえよう³²⁾。本節では、1961年検査の内容を見ることで、鄭 [2015] の時期区分を検討したい。鄭 [2015] は、1960～64年に行われた証券検査について、「山一証券の従来型の経営姿勢により外部ガバナンスはほとんど機能しなかった」と結論付けているが³³⁾、鄭 [2015] は1961年検査を参照していないことから、改めて検証する必要がある。

1961年検査の推問事項は、「第1問 仮装売買について」「第2問 投資信託の借入金及び立替金等による仮装入金について」「第3問 無登録営業所について」「第4問 その他法令違反について」という4つであった³⁴⁾。このうち、第1問の仮装売買について見れば、具体的に「空バイカイ」「値付バイカイ」といった取引が挙げられていた。バイカイとは、「同一の会員の売付けと買付けとを、他の会員の競争売買によって成立した約定値段によって付け合わせて、売買契約を締結させるという方法」³⁵⁾で、「同一銘柄について仮装的に同数量の売付けと買付けを行」うことから、仮装売買の一種とされていた³⁶⁾。

1961年検査による指摘が証券会社の経営の問題点の改善にどれだけ効果的であったか（証券検査の「問題点の解決」機能）を明らかにすることは困難であるが、参考までに大手四社によるバイカイによる仮装売買の東証総売買高に占める割合を見れば次のとおりである。同割合のピークとなる1960年には、バイカイによる仮装売買は東証の総売買高の76%（28,673百万株）を占めていたが、上記の1961年検査（四社一斉検査）後の同年末には、バイカイによる売買は東証総売買高の74.1%（29,824百万株）、1962年には68.6%（29,237百万株）へとその割合を低下させた。また、山一証券が行ったバイカイによる売買をみるために、同社の株式売買額のうち自己売買額の変化を見れば、同売買額は、山一証券の経営第21期（1960年10月～1961年9月）の159,028百万円（679百万株）をピークとして、第22期は110,208百万円（538百万株）、第23期は112,295百万円（786百万株）、第24期は63,051百万円（537百万株）と減少傾向にあったことがわかる³⁷⁾。

したがって、1961年検査は東証総売買高に占める仮装売買の割合増加の抑制を促したと推測できる。なお、1961年時点において、山一証券の社長を務めていたのは大神一であり、同社の再建に貢献したとされる日高輝社長の就任は1964年11月24日のことであった。

1961年検査（および、1966年検査）では、推問事項を発生させた支店・地域を担当する社員が

30) 鄭 [2015], 14頁。

31) 同上論文, 19頁, 粕谷ほか [2011], 345頁。

32) なお、1961年6月1日の常務会記録によれば、同年5月27日をもって証券検査は終了したようである。

33) 鄭 [2015], 14頁。

34) vol. 17, 大蔵省検査関係, 150.1-150.29頁。なお、証券検査は、山一証券の全ての支店を見たわけではなかった。また、1961年6月27日に開催された常務会では、「推問書に出したものは非常に重点的で、実際は3倍以上である」という検査課長の講評を共有している（vol. 6, 常務会記録, 196104, 358-359頁）。

35) 日本経営史研究所編 [2002], 423頁。

36) 同上書, 56頁。

37) 粕谷ほか [2011], 421頁。

社内処分を受けたという事実があった³⁸⁾。例えば、1961年検査があった後の常務会では、「今回の検査に関連して受益証券元本保証について大阪支店が摘発された事について坂本部長より詫状がきているが、これは不問にし、社長より注意しておく事について了承があった」と報告されている³⁹⁾。このとき大阪支店が摘発され、社長より注意が与えられたのは、上記の1961年検査の推問事項のうち、「第4問 その他法令違反について」の項目で示された「受益証券の元本及び利率保証について」という事項であると考えられる。

以上から、証券検査の開始は遅くとも1961年であり、証券検査はその推問事項に現れた指摘どおり山一証券（ひいては四社）の仮装売買の抑制を促した可能性があることがわかった。したがって、「大蔵検査は1963年に始まり、1965年以降に本格化した」という鄭[2015]の時期区分には修正が加えられるべきだろう⁴⁰⁾。

4 1964年検査に関する評価

1964年検査について、証券検査による「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かを検討する。鄭[2015]は、1964年における証券検査の答申書について、山一証券の回答は「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」と評価し⁴¹⁾、同年の証券検査は山一証券の外部ガバナンスとしてほとんど機能しなかったと評価している。その一方で、橋本[1999b]は、大蔵省が1964年検査を通じて、同年8月時点において山一証券の経理上・経営上の難点を把握していたことを明らかにしたうえで、1964年検査を通じて山一証券の経営に「規律を課したのは株主でも債権者でもなく、大蔵省であった」という評価を下した⁴²⁾。両者の評価が異なるのは何故かを明らかにするために、1964年検査について、本稿の評価基準に基づいて検討する。

1965年における山一証券の経営危機の直接の原因は、同年5月に西日本新聞が「独自取材で山一再建を報道」したことによって、運用預りや投資信託の解約が激増し資金ショート of 危機に陥ったことであったが、その「山一再建」（1965年2月以降における大蔵省と日本銀行、山一に關係する銀行16行による再建救済措置）が強いられた原因は、1964年12月以降における山一証券の自主再建（経営業績の改善策を検討・立案するため健全化委員会の設置と合理化施策の実施）にも関わらず同社が債務構成の改善を果たせなかったことであった⁴³⁾。したがって、1965年における同社の経営危機の原因は、同社の債務構成にあったといえよう。

橋本[1999b]が示した通り、1964年検査は翌65年の山一証券の経営危機の原因となる債務構成を、推問書・講評のなかで指摘していた。同検査は、「自己資本に対して負債が64億円超過し、

38) vol. 4, 常務会議事録, 196510, 5頁, 18頁, vol. 17, 大蔵省検査関係, 285, 289頁。

39) vol. 6, 常務会記録, 196104, 359頁。

40) 鄭[2015], 14頁。ただし、山一証券に対する証券検査の開始時期として、四社一斉検査が開始された年ではなく、二社ずつの検査や一社個別検査が開始された年を採用する場合、その開始時期は1961年以降であると考えられることもできる。鄭[2015]は二社ずつの検査が開始された年（1964年頃）を証券検査の開始時期として採用している可能性がある。

41) 同上論文, 22頁。

42) 橋本[1999b], 66頁。

43) 粕谷ほか[2011], 361-363頁。

資産1605億円に対して負債は1920億円であるから、『営業用純資本額』はマイナス315億円になり、担保繰りが悪化し、運用預りの保有率はわずか7%で制限率20%をはるかに下回り『財産構成は極めて不健全な状況に移行しつつあり、まことに憂慮に堪えない』と指摘⁴⁴⁾していた。この講評は、推問書の冒頭に記載された推問事項「負債倍率超過について（証取法第34条及び同法第40条該当）」に基づいたものである⁴⁵⁾。

証券検査の2つの機能のうち、「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かに限定して評価するという本稿の分析視角に基づけば、1964年検査を通じて大蔵省が山一証券の経営に規律を課したとする橋本[1999b]の評価は、証券局がのちに山一証券の経営危機の原因となる財務構成上の問題を証券検査を通じて指摘していたという点で妥当であることがわかる。1964年検査に対する橋本[1999b]の評価と鄭[2015]の評価が異なるのは、鄭[2015]が山一証券の経営の改善を含めた証券検査の「問題点の解決」機能に関心を寄せて評価しているのに対して、橋本[1999b]は、のちに山一証券の経営危機の原因となった同社の経理上・経営上の難点を証券検査を通じて大蔵省が把握していたか否かという証券検査の「実態把握と問題点の指摘」機能に焦点を当てて検討しているためであると整理できよう。

Ⅲ 1980年代における証券検査

1 1980年代前半の推問事項と1997年における山一証券の自主廃業

1980年代の証券検査による「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたか否かを検討する。本稿が1997年の経営危機に関して1990年代の検査を対象とせずに1980年代の検査を対象とするのは、資料上の制約に加えて、山一証券がすでに1980年代において1997年の自主廃業につながる取引を行っていたとする齊藤・佐藤[2019]の成果を受けたものである。

同社の自主廃業の直接の原因は、1997年に簿外債務が明らかとなり負債超過したためであるが、その簿外債務がどのような取引によって生まれたのかについては草野[1997]が詳しい。山一証券が顧客に対して利回り保証に基づいた商品販売を行ったものの、株価の下落によって顧客に保証していた利回りの利益が実現出来なくなったとき、国債等の債券を売買しその差益によって当該顧客に対する損失補てんを行った後、含み損が発生した有価証券を山一証券が買い取りそのまま抱えたことが、簿外債務発生の直接の原因であった⁴⁶⁾。したがって、同社が行った利回り保証・損失補てんの事実を大蔵省が証券検査を通じて把握していたのか否かが、証券検査を評価する際の一つの目安となろう。

1980年代について、「山一証券資料」から判明する限りで示せば表2の通りであった。すでに1985年検査において「2. 特金信口座における不適正な取引」の項目で、「(1)利回り保証をした売買」「(2)運用成果改善のための損失補てん」という推問事項がある⁴⁷⁾。1997年における山一証券の自主廃業につながる利回り保証・損失補てんの事実について、1985年に大蔵省が証券検査を通じ

44) 橋本[1999b], 65頁。

45) vol. 17, 大蔵省検査・本店答申書他, 「答申書」, 1-29頁。

46) 草野[1997], 279-280頁。

47) vol. 9, 推問書, 19850715, 136-163。

て指摘していたことがわかる⁴⁸⁾。したがって、1980年代の検査のうち、少なくとも1985年検査では、「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたと評価出来る。

表2 1981～85年における山一証券に対する証券検査の推問事項

1981	I. 株式営業について	(1)最近の市場環境・投資動向および株式営業方針について
		(2)三菱レイヨン(55年12月16日)の事例について
	II. 支配下債券と含み損について	(1)支配下債券について
		(2)含み損について
1983	1. 新規公開株の不適正な割当て及び上場後の株価操作の疑いが認められる	(1)新規公開株の不適正な割当て (2)上場後の株価操作の疑い
	2. 法人顧客に対する過当サービスが認められる	(1)信用取引等に伴う損失の補填 (2)決算対策のための株式現先の疑いのある取引の媒介
	3. 債券の着地取引における差金決済取引等が認められる	
	4. 現地法人において不適正な行為が認められる	(1)委託手数料の割引き (2)現地法人におけるディーリングと株式の過大保有 (3)ペメックス(メキシコ石油公社)債に係る不明朗な取引
1985	1. ファイナンス銘柄にかかる不適正な株価形成等	(1)日貿信
		(2)関東精器
		(3)森永製菓
		イ、ファイナンス期間中の買上り買付等 ロ、海外現地法人の不適正な売付 ハ、(株)ビデオセラーの売却時における一般営業体への売捌き
	2. 特金信口座における不適正な取引	(1)利回り保証をした売買
		(2)運用成果改善のための損失補てん
		(3)既発債売買による差金決済取引
	3. 特定法人に対する利益供与	(1)現先利回り以上の利回りを約した債券売買
		(2)大倉商事に対する利益供与
		(3)同和鉱業に対する利益供与
		(4)ワコール転換社債処分のためあらかじめ利益を約した一時保有の依頼
	4. 岡山県信連役員個人との不適正な債券取引	
5. 海外ファイナンスにかかる無理な引受		
6. 外貨建転換社債発行後の不適正な国内販売	イ、あらかじめ国内での販売を計画した海外での転換社債発行	
	ロ、国内顧客への不適正な販売	

(出所) vol. 17, 大蔵省検査推問書答申書, 33-61頁, vol. 9, 答申書, 19830714, 63-79頁, vol. 9, 推問書, 19850715, 136-163頁。

48) 齊藤・佐藤 [2019], 160-161頁。

2 1980年代前半における証券検査の体制の変化

1985年検査で「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われたとすれば、「1970年代には、山一証券の内部ガバナンス及び大蔵省による外部ガバナンスの双方が弱まっていた」という鄭 [2015] の評価にもかかわらず⁴⁹⁾、証券検査が1980年代に入って上記の通りの確な問題点の指摘を行うことができたのはなぜなのか。『理財局証券年報』『大蔵省証券局年報』『証券年報』に各年毎に示された検査方針を、1960年代から80年代まで振り返ることで検討しよう(表3)。

表3 大蔵省検査方針の時期区分

	第1期		第2期		第3期
	1961~68年	69~73年	74~77年	78~81年	82~85年
検査方針の変遷	不定	3本柱の確立	4本柱の確立	5本柱の確立	3本柱への回帰
	財務内容 営業態度 資産・負債 内部管理面等	財産内容 営業態度 内部管理	3本柱 + 価格形成	4本柱 + 債券取引	3本柱 + (前回検査との比較)

(注) 検査方針の「3本柱」とは財務内容、営業態度、内部管理の3つの観点を指し、「4本柱」とは3本柱に価格形成の観点を加えたものを指す。

(出所)『大蔵省証券局年報』各年版より筆者作成。

同年報(昭和37年版以降)では、1961年以降の証券検査の方針を示している。例えば1961年において同年報は、「財産状態の悪化しているもの、不公正な取引を行っているものを的確に把握し、早期にこれらの改善をはからせること」を方針として示した⁵⁰⁾。この方針に則り、同年の山一証券に対する検査では、不公正な取引として仮装売買(バイカイ)が推問事項として第一に挙げられていたことはすでに見た通りである。また、1964年には同年報は「証券検査は、証券業者の対顧客取引の実情と財産状態の真実の姿を的確につかんで、その欠陥と法令違反等の不備事項を指摘するという基本的な性格に変わりはない」と方針を示した⁵¹⁾。実際に同年の山一証券に対する証券検査では、「財産状態の真実の姿」といえるような負債構成を捉えていたこともすでに見た通りである。

証券局は、1966年までに証券検査の検査対象の社個別化をはかり、検査内容の範囲を拡大し、抜き打ち形式の検査を開始した。1966年3月には、山一証券は証券検査について次の通り所感を記している⁵²⁾。証券検査は、1960年代前半以来、「画一的、形式的行政から、個別的(具体的)行政に変化」し、1966年には、「かゝる傾向が、より一層徹底」され、いよいよ社個別検査となって、「検査範囲も(…)経営態度、従業員のモラルにまで拡大」した⁵³⁾。そして、「従来予告的ですらあった検査実施の予知は不可能となる傾向」が現れたと記されているから、1966年頃には抜き打ち形式の検査が開始されたと思われる⁵⁴⁾。

証券検査の検査方針は、免許制が導入された1968年までは不規則に変化していたが、翌1969年

49) 鄭 [2015], 26頁。

50) 大蔵省証券局年報 [昭和37年版], 341頁。

51) 大蔵省証券局年報 [40年版], 220頁。

52) 本段落の出典は、vol. 17, 大蔵省検査・本店答申書、推問書、他, 19660304, 37頁。

以降は「財務内容」・「営業態度」・「内部管理」という3つの項目が毎年およそ同じように示されるようになる。しかし、1970年代には「価格形成」・「債券取引」の項目が繰り返し現れるようになった。

この検査方針の多様化を反映したためか、山一証券に対する大蔵省検査の日程は長期化した。1960年代から70年代前半には、実地検査の開始日から答申書提出までの期間は74日～111日程度であったのに対して、70年代後半には255日～297日程度までに長期化した⁵⁵⁾。また、検査官が本店・支店に足を運ぶ形で行われた実地検査（臨店検査）の実施率は、1960年代後半の30%超から70年代後半にはおよそ25%未満にまで下落した⁵⁶⁾。

検査期間および検査実施率から伺える1970年代における証券検査の変化は、証券会社の総店舗数の増加が直接の原因と考えられるが、二つのコクサイ化（国債化および国際化）によって、証券会社経営における業務内容が拡大したことが背景にあると考えられる。1974年には2兆円弱にとどまっていた国債発行額は、75年には5兆2800億円、78年には10兆円の大台を越えた。このとき発行された国債は、従来通り銀行が引き受けたものの、あまりの大量の国債を前に、日銀の買いオペによる国債の吸収という従来の慣行が限界に行き当たり、処分しきれなかった国債について、銀行がそれらを市場へ大量に売却したのである。この「国債化」によって、債券流通市場における証券会社の債券関連業務は増加した。

山一証券に対する検査では、1970年代後半に債券取引に関する推問事項が急増した。1974年ま

53) これに伴って、証券検査に関する経費は増大した。その参考となる指標として、検査旅費を取り上げると次の通りである（大蔵省主計局編『一般会計予算』各年版）。まず、「証券業社等検査旅費」は、要求額ベースで1965年に約1600万円であったものが、66年には2100万円、67年には2500万円にまで増加する。これに対して、予算額ベースでは、1965年に1400万円程度だったものが、66年は2000万円にまで増加している。なお、これを、銀行検査に用いられた「金融機関検査旅費」と対比させてみると、予算額ベースで1964年におよそ2：1であった関係が、1966年までには、7：4にまで差が縮まっていることがわかる。

54) 山一証券の常務会では、証券検査が抜き打ち形式へと変化したことを受けて、その対策を次の通り述べている。「（今後の態度）証取法改正に伴う免許制以降を前に、今後の検査は、その頻度、徹底度合も一層高くなっていくものと推察される。また前述のとおり検査を予知して、対策を講ずるようなことは不可能であり、また許さるべくもないと考える。要は今後のあり方としては、大蔵検査に対処するために行なうのではなく、企業自身のために正常化を推進してゆくことが基本と考える」（vol. 17, 大蔵省検査・本店答申書、推問書、他、19660304, 37頁）。それ以降は、山一証券は検査中に検査官の意向を常務会で共有していた。すなわち、「企画室の得た情報では、証券局首脳部は、今回の検査の結果、山一の営業態度が一向に改善されておらず、かつ、その実情を果してトップが掌握しているのかどうかについて強い不満と関心をもっており、時期をみてトップからの事情聴取を行ないたい意向」を持っている旨について推測し、常務会で伝達した（vol. 4, 常務会議事録（4）, 37頁）。山一証券の営業態度のうち特に改善されていなかったのは「大量販売促進のための不適正売買」であったと推測される（vol. 17, 大蔵省検査・本店答申書、推問書、他、19660304, 37頁）。

55) 計算に際しては、各年の推問書・答申書を使用した。1977年および1979年については、日付の記載がなく、提出した年月までしか判明しなかったため、各月の第1日を推定値として使用した。また、証券検査の実施プロセスに関する記述（表1など）で示した通り、検査は中断をはさんだり、支店を順番に回っていた可能性が考えられる。なお、1969年検査については、検査官の人数も記録されている。検査官は本社・本店14名、大阪店8名（本省より4名）、名古屋7名、その他各支店3～5名、合計65名であり、検査主任は前回の検査と同一人物が務めた（vol. 17, 大蔵省検査日程表 企画室総務課, 84頁）。

56) 出典は『大蔵省証券局年報』各年版による。

での証券検査では、債券取引に関する推問事項は0～3個に限られていたが、1975年以降は4～8個の項目が立てられた⁵⁷⁾。これは上述の通り、検査方針に「証券会社の債券取引が適正か」を問うための「債券取引」の項目が新たに付け加えられたことの反映であると考えられる。

また、1974年の検査以降「はじめて行われた本邦証券会社の海外支店の検査が含まれ」たことをはじめとして、証券会社経営の業務内容の拡大を受け、証券検査の国際化が進められた⁵⁸⁾。

二つのコクサイ化を受けた推問項目の増加によって、大蔵省から証券会社に提出される推問書の頁は急増した。鄭[2015]は「1977年の答申を見ると、答申書の枚数は133頁から194頁に増加しているものの、答申が形式的となっている」とともに⁵⁹⁾、「大蔵省の側でも検査が形骸化し始めていたのではなからうか」と推測している⁶⁰⁾。何をもちて検査が「形骸化」したかを計るのは難しいが、例えば、証券検査官の実員数が1969年の29人（専任25人、兼任4人）をピークとして、1975年には23人（専任20人、兼任3人）、1980年には22人（専任20人、兼任2人）と漸減していることから⁶¹⁾、証券検査の方針の多様化や証券会社の業務の多様化も相まって、証券検査にかけられる人員が足りなくなった可能性はあるだろう。

以上のような検査方針の多様化・推問書や答申書の頁数の膨張・検査実員数の減少を受けて、いよいよ1980年初頭において、証券局長通達による検査方式の修正が行われた⁶²⁾。この通達は、「証券会社の免許制移行後10年余を経過し、証券会社の業務の容態、業態が激しく変化している」ことを受けたものであった。同通達は、①「報告書の構成の改正」、②「検査に関し提出を求める資料は必要最小限度のものとする」、③「報告書の一部の写しを被検査会社に交付する」等、「報告書制度の改正を打ち出し、証券会社検査報告書の様式を定める通達を改正することを前提に55年（1980年 引用者註）11月から暫定的に実施に移した」。同時に、「前回検査結果との比較」については、「改善状況を検討するとともに、改善状況が良好と認められない場合は、その原因等について検討」を行うことを定めている⁶³⁾。

この結果として、1983年には検査方針のなかに、証券会社の債券営業に関して「利回り保証等、特定の利益を提供することを約して資産運用を一任された取引はないか検討する」という文言が加

57) 計数には各年の推問書・答申書を使用した。例としては「国債の募集期間中の低調な販売」（1975検査）、「新発国債の短期間ハネ返り」（1979検査）が挙げられる。

58) 大蔵省証券局年報[昭和50年版]、190頁。

59) 鄭[2015]、26頁。

60) 同上論文、26頁。

61) 内閣官報編[各年版]『職員録』。

62) 本段落の出典は、大蔵省証券局年報[昭和56年版]、244頁。

63) ただし、これ以前に検査結果に対する改善状況が度外視されていたわけではない。すでに1971年、野村証券および日興証券、そして山一証券は、大蔵省証券局長宛に、それぞれ「改善状況報告」、「検査結果に対する改善状況報告」、「大蔵省検査指摘事項に関する改善推進について」と題する文書を提出している。しかし、これら方針転換以前の改善状況報告と、方針転換以後の改善状況報告を比べると、量的・質的な変化が見受けられる。山一証券について比較すれば、1971年の「大蔵省検査指摘事項に関する改善推進について」は5頁の簡単な文書であるのに対して、1983年の「大蔵省検査指摘事項に対する改善対策について」は19頁にわたる詳細な文書になっている。また、例えば1968年12月25日には、同年「6月の大蔵省検査結果に関し、行政指導の立場にある証券業務課のアフター・ケア」として、山一証券常務取締役および企画室長が証券局証券業務課長に招致されている。

えられ⁶⁴⁾、判明する限り、1985年までこの文言が検査方針に明記された。1985年検査において、山一証券の利回り保証・損失補てんを推問事項としての的確に挙げていたことはすでに見た通りである。「1970年代には、山一証券の内部ガバナンス及び大蔵省による外部ガバナンスの双方が弱まっていた」という評価にも関わらず⁶⁵⁾、証券検査が1980年代に入って上記の通りの確な問題点の指摘を行うことができたのは、証券局の検査体制の変化によると考えられる。

3 山一証券の受検態度の変化

1980年代において、山一証券の社内における証券検査の検査結果がどのように取り扱われたのかは明らかではない。1970年代（特に、1972年の日高輝社長の退任）を区切りとして、証券検査に対する山一証券の受検姿勢に変化が見られたためである。

従来、同社では証券検査に対し、社長以下取締役によって構成された常務会が先導するかたちで対応していた。1966年検査では、山一証券は検査開始の当日に臨時常務会を開催し、受検態勢を整えた⁶⁶⁾。受検の総括責任者には日高社長自ら就任し、補佐として専務・常務・取締役・監査役を充てた。企画室が事務局となり、大蔵省に対する折衝には企画室長・経理部長があたった。検査が1日終了するごとに、本社で連絡調整のための関係部長会を開いた。1970年代に入っても、日高社長の退任以前は、1971年5月13日の企画室通達によって大蔵省検査の「答申書抜粋を全営業部店に配布し、次長以上の必読」を図るなど、「営業部店の幹部の方々が確実に精読されるよう徹底」する動きが見られた⁶⁷⁾。

ところが、1975年検査よりも後の検査について、山一証券の常務会の議題として証券検査が挙げられたことを確かめることが出来なくなる。「山一証券資料」に収録された記録によって判明する限りで、証券検査について議題にあがった最後の例は、1975年検査終了後の1975年8月22日開催の常務会における記録である⁶⁸⁾。

「山一証券資料」に収録されていない資料に証券検査に関する記述が残されている可能性は高いが、1975年9月以降の常務会議事録に同検査に関する記述が見られないことは、山一証券の社内における同検査の扱いが変化したことを示すものと考えられる。

したがって、管見の限り1980年代の山一証券の受検態度については答申書の記述に依る以外ない。利回り保証・損失補てんの指摘に対する山一証券の答申は表4の通りであった⁶⁹⁾。

64) 大蔵省証券局年報 [昭和58版]、199-200頁。

65) 鄭 [2015]、26頁。

66) 本段落の出典は、vol. 17、大蔵省検査・本店答申書、推問書、他、19660304、33頁。

67) vol. 17、推問書・答申書、135頁。ただし、検査結果の全社的な伝達は、常務会によって保留されることがあった (vol. 4、常務会議事録 (4)、37頁)。

68) vol. 4、常務会議事録 (17)、119頁。

69) 推問事項については、齊藤・佐藤 [2019]、160-161頁。

表4 山一証券の利回り保証・損失補てんに関わる推問と答申

(推問) 貴社は、59年5月に顧客(株)東芝に対し、年率8%の利回りを約して特金信運用(25億円)の勧誘を行い、一任的に運用していたが、利回りが60年2月末現在6.5%であったために運用最終月の60年3月に国債等14億円の債券売買を行い、不足額相当(27,679千円)の利益を供与することにより、8%の利回りを確定している
(答申) 当社は有力取引先である同社からの要請に応じて鋭意努力するにあたり、いわゆる単価調整を安易に利用いたしました事実は否み得ず、このためご指摘のように当初より、一定の利回りを保証いたしましたような疑念を受けたことは誠に遺憾であり、この点を深く反省いたすとともに今後の運用に当たりましては、ご指摘のご趣旨を社内に口頭にて、周知徹底いたすとともに、9月に開催の全国部店長会議においても厳しく注意いたしました。
(推問) 顧客ニチイクレジット(株)は59年3月、日本ビクター(株)は59年9月に特金信口座を開設し、それぞれ70億円及び20億円の運用を行っていたが、両口座とも運用成績が悪く、多額の売買損又は評価損が発生していた。このため貴社は、国債等の債券売買を利用して、ニチイクレジット(株)に対しては60年1月に162百万円、日本ビクター(株)に対しては60年3月に143百万円の利益供与を行うことにより損失の一部を補てんしている
(答申) 「利益供与による損失補てん」と見なされ、今回のご指摘となった点は誠に遺憾に存じます。当社はあくまでも運用による利益確保ととらえて居りましたが、その内容につき、過当サービスであった点是否み得ず、早速担当者に厳重に注意いたしますとともに、今後この様な対応を厳に慎むようよう関係部店への徹底を図りました。顧客に対する配慮の余り、サービスに行き過ぎた点が見られるなど、これが結果的には「利益供与による損失補てん」と見なされ、今回のご指摘となりましたことは誠に遺憾に存じます。早速担当者に対し、厳重に注意いたすとともに、今後は、かかる安易な対応は慎むよう関係各部店へこの趣旨の徹底を図りました。

(注) 文中の年は、西暦ではなく和暦で表記されている(昭和)。

(出所) vol. 9, 推問書, 19850715, 136-163頁。

これ以降、同社が利回り保証・損失補てんをやめることがなかったのは周知のとおりである⁷⁰⁾。1991年7月には、1988年9月期～90年3月期における証券会社の損失補てん額が発表されたが、この発表の対象とされた証券会社17社のうち、山一証券の損失補てん額は456億円と最大であった。大蔵省は7月8日に四社に対して全法人部門の4日間の営業自粛指導を行った⁷¹⁾。

1985年検査で指摘された利回り保証・損失補てんの問題は、バブル崩壊の直前となる1989年12月26日の証券局長通達(蔵証第2150号、営業特金の廃止)まで本格的な対応はみられなかった。1985年検査における妥当な推問事項の抽出にもかかわらず、山一証券は利回り保証に基づく損失補てんによる負債を抱え、この負債が簿外債務として明るみになったことで、1997年に自主廃業に陥ったのである。1980年代の証券検査において「実態把握と問題点の指摘」が適切に行われながらも、「問題点の解決」まで果たし得なかったのは、山一証券の受検体制が変化したことが一因として挙げられるのではないかと考えられる。

Ⅳ おわりに

本稿では、証券検査が、のちに山一証券の経営危機につながる原因となった取引・財務構成を発見・指摘することができていたか否かを検討することによって、証券検査が山一証券の「外部ガバナンス」として機能したか否かをめぐる先行研究の混乱を解消することを課題として検討した。

70) この事例からみれば、「誠に遺憾」という答申書の記述をもって、山一証券が「反省している姿勢」を見せていた(ひいては、同社に対する外部ガバナンスが機能していた)と評価することは難しいことは明らかであろう(鄭[2015], 22頁)。

71) 伊藤・小林[2011], 220頁。

第一に、山一証券に対する証券検査がいつから開始されたのかという評価が定まっていないという問題を検討した。本稿では、1963年から山一証券に対する証券検査が始まったとする鄭 [2015] の評価とは異なり、山一証券に対する証券検査は少なくとも1961年から始まっていたことを示した。

第二に、証券検査が証券会社の「外部ガバナンス」として機能したか否かを判断する基準がはっきりしないという問題を検討した。本稿では外部ガバナンスの一形態と考えられる証券検査の主な機能として、証券会社経営の「実態把握と問題点の指摘」と「問題点の解決」の2つを挙げ、両者を区別することで上記の混乱を解消した。すなわち、1964年検査に対する橋本 [1999b] の評価と鄭 [2015] の評価が異なるのは、鄭 [2015] が証券検査について山一証券の経営の改善を含めた「問題点の解決」機能に関心を寄せて評価しているのに対して、橋本 [1999b] は、のちに山一証券の経営危機の原因となった同社の経理上・経営上の難点を証券検査を通じて大蔵省が把握していたか否かという「実態把握と問題点の指摘」機能に焦点を当てて検討しているためであると整理した。

第三に、1980年代の証券検査がそれ以前の証券検査と比較する形で位置づけられていないという問題を検討した。1985年になって初めて、1997年の自主廃業に繋がる利回り保証・損失補てんが行われていた事実を証券検査が発見していたこと（すなわち、1981年・1983年検査では、利回り保証・損失補てんが推問事項として上がらなかったこと）を明らかにした。また、証券検査の検査方針の変遷・山一証券の受検体制の変遷について1960年代から80年代まで辿ることで、1980年代の同社に対する証券検査がなぜ「実態把握と問題点の指摘」を適切に果たし得たのかを検討した。その結果として、「1970年代には、山一証券の内部ガバナンス及び大蔵省による外部ガバナンスの双方が弱まっていた」という評価にも関わらず⁷²⁾、証券検査が1980年代に入って「実態把握と問題点の指摘」を果たし得たのは、検査体制の変化によるものではないかと示唆しつつ、1980年代の証券検査が「問題点の解決」を果たし得なかったのは、山一証券の受検体制が変化したことが一因として挙げられるのではないかと示唆した。

本稿では、分析対象を証券検査の2つの機能のうち、「実態把握と問題点の指摘」機能に限定したことにより、次のような問題点が課題として残った。まず、経営危機が現れなかった1970年代における山一証券に対する証券検査について、その位置づけを明らかにすることができなかった。また、1980年代において証券検査が常務会で検討されなくなったことについて、それでは一体どこで証券検査に関する協議が行われていたのかを明らかにすることができなかった。そして、証券検査のもう一つの機能（「問題点の解決」）について十分に検討することができなかった。検査による問題の発見・指摘と、指導・規制等による行政の働きかけあるいは証券会社の自主努力による問題の解消がセットとなってはじめて、証券検査が効果的であった（実効性のある検査であった）と評価することができるはずであるが、本稿では「実態把握と問題点の指摘」機能を評価するにとどまった⁷³⁾。

これら本稿に残された課題を解消するためには、証券検査に関するさらなる資料の発掘、事例の拡充などが必要になるが、それは今後の課題である。

72) 鄭 [2015], 26頁。

謝辞

本研究はJSPS 科研費 16J09733 の助成を受けたものである。本稿の作成に際しまして、経営史学会第51回全国大会にて粕谷誠先生より貴重なコメントをいただきました。さらに編集委員・匿名レフェリーの先生方より貴重なコメントをいただきました。ここに記して感謝申し上げます。

参考文献

- 阿部康二、内田茂男 [1995] 『日本証券史』日本経済新聞社。
- 石井茂 [1998] 『決断なき経営』日本経済新聞社。
- 伊藤正直・小林襄治 [2011] 『山一証券100年史〈下巻〉』日本経営史研究所。
- 伊藤正直 [2012] 「企業資料の保存と活用 山一証券資料を中心に」『情報管理』第54巻第11号。
- 伊牟田敏充 [1972] 「『証券恐慌』後の証券業経営〔昭39～46〕」『証券経済』。
- 大江清一 [2011] 『銀行検査の史的展開』時潮社。
- 大蔵省主計局編 [各年版] 『一般会計予算』大蔵省印刷局。
- 大蔵省証券局年報編集委員会 [各年版] 『大蔵省証券局年報』金融財政事情研究会。
- 大蔵省証券局年報編集委員会 『理財局証券年報』金融財政事情研究会。
- 粕谷誠、伊藤修、橋本寿朗 [2011] 『山一証券100年史〈上巻〉』日本経営史研究所。
- 川合一郎 [1972] 「戦後わが国の証券政策」『証券経済』第115号。
- 川北英隆 [1995] 『日本型株式市場の構造変化——金融システムの再編成とガバナンス』東洋経済新報社。
- 草野厚 [1998] 『山一証券破綻と危機管理 1965年と1997年』朝日新聞社。
- 小林和子 [1999] 「証券会社のコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第19号。
- 小林和子 [2012] 『日本証券史論——戦前期市場制度の形成と発展』日本経済評論社。
- 小林襄治 [2009a・2009b・2010] 「山一証券の破綻（上・中・下）」『証券経済研究』第67, 68, 69号。
- 小林襄治 [2013] 「山一証券の蹉跌と環境変化（第78回全国大会）——（共通論題 現代の証券業——再生と展望）」『証券経済学会年報』第48号。
- 齊藤直・佐藤秀昭 [2019] 「第3章 証券業」伊藤修・齊藤直編『産業経営史シリーズ11 金融業』日本経営史研究所。
- 佐々木信二 [1998] 『山一証券突然死の真相』出窓社。
- 志村嘉一 [1969] 『日本資本市場分析』東京大学出版会。
- 証券年報編集委員会編集 [各年版] 『証券年報』金融財政事情研究会。
- 白鳥圭志 [2011] 「高度成長前半期における証券市場一大衆化の促進とオープン型投信制度の改革」『金融経済研究』第33号。
- 杉浦勢之 [2000] 「4社体制確立過程における証券金融問題——戦後証券市場の展開過程（石川操名誉教授記念特集号）」『青山経済論集』第51巻第4号。

73) 以下は私見にとどまるが、本稿の検討から、外部ガバナンスとしての証券検査が「問題点の解決」機能を果たすためには、受検会社の検査に対する協力が重要になると考えられる。ただし、「問題点の解決」を追求するあまり、問題点が発覚した受検会社に対する懲罰を重くするだけでは、山一証券の「飛ばし」の例にみられたように問題点の隠蔽方法が高度になり（草野 [1998], 277-283頁）、証券検査による「実態把握と問題点の指摘」すら困難になる可能性がある。したがって、検査によって問題点が露見することが、むしろ受検会社にとって同業他社との競争上で利得が大きくなるような仕組みが理想であろう。本稿が対象とした時期における証券会社の経営では、「ある種の取引について、同業他社は実行しており、自社だけが実行しない場合に競争上の損失が大きくなるため、リスクにかかわらず実行せざるを得ない」という実情があったと推測できる。この実情を踏まえて、ある受検会社におけるある種の取引の問題点の発覚が、短期間のうちに同業他社の当該取引の抑止・規制につながる仕組みを整えることができたとすれば、高リスクの量的競争を避けたい証券会社が、証券検査の受検により協力的になる可能性がある。

- 鈴木隆 [2008] 『滅びの遺伝子 山一証券興亡百年史』 文藝春秋。
- 芝園子 [1999] 「証券取引における「公正」と「損失補てん等の禁止」(一) ——証券取引法四二条の二の再検討」『名古屋大学法政論集』第177巻。
- 大和証券株式会社 [1963] 『大和証券60年史』大和証券。
- 大和証券グループ本社 [2003] 『大和証券百年史』大和証券グループ本社。
- 辰巳憲一 [1984] 『日本の銀行業・証券業——金融行政と産業組織の実証分析』東洋経済新報社。
- 鄭文瑄 [2014] 「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号。
- 鄭文瑄 [2015] 「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号。
- 二上季代司 [1990] 『日本の証券会社経営——歴史・現状・課題』東洋経済新報社。
- 二上季代司 [1991] 「中小証券経営について」『証券経済』第175号。
- 日興証券株式会社 [1970] 『日興証券株式会社五十年史』日興証券。
- 日本経営史研究所編 [2002] 『東京証券取引所50年史』東京証券取引所。
- 野村証券50年史編纂委員会、野村証券株式会社 [1976] 『野村証券株式会社五十年史』野村証券。
- 橋本寿朗 [1999a] 「証券会社の経営破綻と間接金融・長期雇用システム—1965年証券恐慌と山一証券」『証券経済研究』第19号。
- 橋本寿朗 [1999b] 「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建—1965年証券恐慌と山一証券」『証券経済研究』第21号。
- 邊英治 [2003] 「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。
- 邊英治 [2004] 「大蔵省検査と不良債権の処理過程—昭和初期、埼玉県西武銀行を題材に」『地方金融史研究』第35号。
- 邊英治 [2005] 「戦時体制下における大蔵省銀行検査——プルーデンス規制としての側面を中心に」『社会経済史学』第70巻第6号。
- 邊英治 [2007] 「大正バブル期における大蔵省銀行検査——成立の背景と初期の実態」『エコノミア』第58巻第1号。
- 邊英治 [2007] 「明治維新时期における大蔵省銀行検査——日本の銀行業の近代化」『エコノミア』第58巻第2号。
- 邊英治 [2009] 「草創期における第十五国立銀行と大蔵省銀行検査—1877~82年」『地方金融史研究』第40号。
- 矢野正隆 [2008] 「東京大学経済学部図書館所蔵「山一証券資料」のマイクロ化と公開について」『月刊IM』第47巻第2号。
- 読売新聞社会部 [2001] 『会社がなぜ消滅したか 山一証券役員たちの背信』新潮社。