

証券会社のコーポレート・ガバナンス

小林 和子

要 旨

アメリカでは1970年代からコーポレート・ガバナンスについて議論されてきたが、日本においてはアメリカ法律協会の最終研究報告が翻訳出版されたのが1994年、経済各分野で議論されるようになったのは90年代後半である。これまでに議論されてきたのは、主として製造業等を中心とするコーポレート・ガバナンスの一般論であり、金融・証券業のような個別の産業論の一環としてはほとんど論じられてこなかった。

しかし、1991年の金融・証券不祥事、1997～98年の総会屋への利益供与事件不祥事等、バブル崩壊後の経済界の大不祥事の生じた場所の1つは金融・証券業株式会社である。その結果、すでに複数の大小金融機関が破綻しているが、これらの原因事由解明にあたり、遅ればせながら証券業株式会社のコーポレート・ガバナンスを考える際の条件というべきものを検討しておきたい。

そもそも設立・営業が自由である近代的株式会社において、一部にはその自由に制約が加えられた分野がある。金融・運輸等、公衆保護と国民経済的見地から営業の開始には免許が必要と考えられた少数の分野である。証券業は歴史的に見て、必ずしもここにいう金融の分野には含まれなかったが、1965年証券恐慌直前の危機的状況に鑑み、証券会社を立て直すことによって証券市場そのものの基盤を強力にする目的で、それまでの登録制から免許制に転換させられた。この免許制証券業株式会社に認められた「自由」はどの程度のものだったのか。営業の独自の、創造的展開が行いうるのはきわめて限られた領域に止められたのが実態である。

そのうえで、上場証券会社の大株主（上位10株主）には上場会社一般と同じく、あるいはそれ以上にメインバンクおよび系列企業が登場し、役員構成においても若干のメインバンク出身者があることを見る。しかしこの事実が実際にはどの程度、証券会社のガバナンスに影響を及ぼしたかは判断できない。メインバン

クとそのグループの中に証券会社が明確に組み込まれていない多くの例では、証券会社の現経営陣の経営方針を支持する安定株主としての役割が相対的には大きかったと思われる。むしろ、今後重視すべきは、証券会社のステイクホルダーの章でみた債権者の範囲がそっくり証券会社の金融取引を反映していること、および一般事業会社における「消費者」概念が証券会社にとっては発行・流通市場における取引対象だけでなく、証券市場一般と考えなければならない点であろう。今後、登録制証券業においては、これを先取りして、社内のコンプライアンスの質、水準を上昇させることが肝要であろう。

目 次

はじめに

- I. コーポレート・ガバナンス概論と各論としての証券業
- II. 免許制証券業株式会社のガバナンス論
- III. 証券会社のコーポレート・ガバナンス
 - 1. 証券会社の株主構成とメインバンク

2. 証券会社の役員構成

3. 有価証券報告書に見る証券不祥事の記述

4. 証券会社のステイクホルダー

5. 山一証券自主廃業決定と株主総会

IV. 登録制証券業株式会社のガバナンス論

はじめに

企業の経営統治をいかに行うかという意味で「コーポレート・ガバナンス」の語はアメリカでは1970年代から使われてきた。日本ではその当時法律家を除いてはほとんど問題にされず、バブル崩壊後、さまざまな企業経営上の不祥事の露呈によってようやく問題として認識されるようになったといえる。しかしここまでのところ、企業一般に係わるコーポレート・ガバナンスの概論としての認識がようやく確立されたとはいえるが——受け入れられたかどうかは別として——、個別の産業について、それぞれの産業論に基づいた各論としてのガバナンス論が十分に展開されているとはいえない。とりわけ不祥事の多発した金融・証券業業種について、本来なら個別業種のガバナンス議論がもっとはや

くにあって良かったと思う。本小論は遅ればせながら、証券業について考え方の枠組みを提出する試みである。

I. コーポレート・ガバナンス 概論と、各論としての証券業

コーポレート・ガバナンス議論は商法会社法に基づく会社経営の把握の領域から出発している。アメリカで議論が始まり、すでに30年近い歴史を持つことから、アメリカ法律協会の1992年「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」¹⁾の認識を共通のものとするところから始めたい。「分析と勧告」は以下の8編にわたり、第1.01条から第7.21条までの99条を含む。

第1編 定義

第2編 会社の目的と行為

第3編 会社の構造：取締役及び役員の職務

と権限；大公開会社における監査委員会

第3 A編 取締役会及び主要な内部監督委員

会に関する会社実務慣行のための監督

第4編 注意義務及び経営判断の原則

第5編 公正取引義務

第6編 支配取引及び公開買付けにおける取締役及び株主の役割

第7編 救済

最後の「救済」とは、会社のガバナンスにおいて大きな問題が生じ、株主の利益が害されたときに、株主代表訴訟の権利、義務違反に対する損害の回復、損失に対する補償及び保険、反対株主の株式買取請求の救済、等を指す。

第1編は「定義」であるが、ここには「コーポレート・ガバナンス」の定義はなく、「意味内容がまだ完全には定まっていないとして、定義をしないままこの語を用いた」とされている²⁾。邦訳を付けるとすれば当然に日本語で定義を考えねばならないが、そもそもアメリカで定義が固まっていないものを日本語で定義しても仕方がないこともあり、証券取引法研究会国際部会訳編の『「分析と勧告」研究』では、「コーポレート・ガバナンス」の片仮名書きを用いている。定義が確立されていないとはいえ、この言葉を用いて論じられる分野には当然一定の共通の対象が浮かび上がる。「企業、とくに大規模な公開会社が、どのような機構を備え、どのような基準に則って行動すれば、株主その他の関係者の利益を程よく調整し、社会の要請に答えることができるか。企業の所有と支配・経営が分離している状況の下で、ともすれば無制約になりがちな経営陣の、選任・組織・義務・責任などが中心だが、株主に対する救済の方法や、企業の社会的責任論をも含む」³⁾。

拡大解釈すればいかようにも考えられることになるが、「分析と勧告」は、対象を(1)株式会社に限り、(2)すべての企業にかかわる環境・消費者問題等は除き、(3)銀行や公益事業その他特殊な事業に特有の問題を含めず、(4)連邦と州との管轄、多国籍企業、企業の政治活動等に触れない、と限定し、「一つは企業活動の原動力と法的正義のための手段との接点、もう一つは経営者の権限と裁判所等の権限との接点を明確にし——、同時に企業の自由と法の下における責務という——価値観の間に調和をもたらすことを目標とした」⁴⁾。対象の限定の(3)銀行その他——特殊な事業、にこれまでの日本の証券業、いや金融業一般は該当するであろう。

さて日本でバブル崩壊後の金融・証券不祥事が起こったのは1991年、まだアメリカの「分析と勧告」は完成していなかった。しかし、第2次証券不祥事というべき利益供与事件が摘発され始めた1997年3月以後の時点には、いわば教科書としての「分析と勧告」が存在し、その上に日本の研究者達の蓄積が加わっていた。政治・経済の分野から、これらを利用した提言が出やすい状況になっていたわけである。97年秋に出された3つの提言を次にみたい。

1) 自由民主党法務部会・商法に関する小委員会「コーポレート・ガバナンスに関する商法等改正試案骨子」(97・9・8)⁵⁾ 株主主権の観点から、監査役の独立性の確保、株主代表訴訟の見直し・明確化を求める。

2) 経済団体連合会コーポレート・ガバナンス特別委員会「コーポレート・ガバナンスのあり方に関する緊急提言」(97・9・10)⁶⁾ 実効性あるガバナンスを実現する観点から、監査役(会)機能の強化を中心にした監査体制の強化、株主代表訴訟制度の見直し、企業の自主的

対応、を求める。

1) と 2) はほぼ同時に出され、主たる関心事項は共通である。2) の、企業の自主的対応は、提案者が経団連という企業団体であるため付加されたもので、内容的には(1)個別企業における行動指針の策定と徹底、(2)取締役会活性化の方策検討、(3)監査役の求めにより主要役員会への出席を認める、と、リストラ企業の多くが現実に要求されている性格のものである。

3) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム(コーポレート・ガバナンス原則策定委員会)「コーポレート・ガバナンス原則—新しい日本型企业統治を考える—」中間報告(97・10・30)⁷⁾「株主とその長期的利益を代表する取締役の機能に軸を据えた企業統治システムを通して、すべてのステイクホルダーへの便益の実現を図るための日本型枠組みを提示することを目的」として、アカウントビリティとディスクロージャー、および統治構造を焦点に、達成目標を策定している。中間報告に続いて98年5月26日に出された最終報告の内容は以下の通りである。

- (1) 企業統治システムの課題 受託者責任
経営(マネジメント)の
品質管理
本原則の上場基準化
- (2) アカウントビリティとディスクロージャー 遵法内規の公表
- (3) 統治構造 取締役と取締役会
監査役と監査役会
株主総会

核心は「取締役会に意思決定機能と監視監督機能を一元的に委ねる」「その方法として独立した社外取締役を選任する、取締役会を効率的な人数とし、執行役員会と明確に分離する」

「証券取引所上場基準に何らかの形でこの原則を反映し、その定着に力を持たせる」にある。監査役と株主代表訴訟に重点を置いた前掲1) 2) とはかなり性格が異なるものである。

これらの一般論に対して、金融・証券業はいくつかの点で特殊性を持っていると思われる。すなわち、一般論、概論を当てはめることはできるが、それで必要にして十分というわけにはいかない。株式会社としての存立基盤が異なるからである。

第1の、かつ最大の相違点は、金融・証券業は免許制である、あるいは(証券業については)あったことである。銀行業は明治期以来、条例による認可制で、昭和3年の銀行法によって明確に法的に免許制になり、現在に至っている。保険業は、そもそも旧来型の大生命保険会社は1939年の保険業法で法的に明確な相互会社形式を採り、免許制になって、現在に至っている。戦後、遅くに開業した会社は株式会社制を採るが、やはり免許制である。損害保険会社は株式会社制で免許制である。短資業者は大蔵大臣告示で指定され、大蔵大臣の直轄である⁸⁾。証券業は、戦前期は個人営業と会社(合資、株式)が混在し、業務別に免許制と無規制(自由)があったが、戦後は基本的には株式会社に限られ、会社の設立・開業・廃業の登録制か免許制に、業務別の認可制・免許制が加えられてきた。本稿の主たる対象である1965年～1998年は、証券業は、株式会社制で、設立・開業・廃業の免許制と業務別免許制、さらに兼業業務の認可制が加わる⁹⁾。株式会社の形式であっても、行政による制約でがんじがらめというしかない。

第2に、金融・証券業を一般的に「免許業種」として括ったが、銀行業、保険業等と証券

業は拠って立つ基盤が基本的に異なる。証券業は証券市場における取引の仲介業を基本的な存立の基盤とし、これに自己売買が加わり、一般の不特定多数の参加者が恒常的に参加する証券市場の維持を目的とする。貯蓄性、保険性の資金の大量吸収は本来は目的にしない。この点では短資市場、マネー・マーケットの仲介に徹する短資業者に相通じるところがあるが、短資市場は個人を含む不特定多数の一般参加者が自由に参加する市場ではない。証券市場の維持という性格があるために、証券業株式会社には「市場」あるいは「市場参加者」を——法的には別として——陰に陽にステイクホルダーとして意識しなければならないところがある。もう一歩進めれば、「市場の維持」こそが最大の目的で、証券業株式会社の浮沈はどうでもよいと思われる。こうした「世論」は他の業種にはないといえる。

Ⅱ. 免許制証券業株式会社の ガバナンス論

商法会社法にのみ立脚して設立された株式会社は、商取引行為一般について商法によって規制され、取引の性格によっては独占禁止法その他の法律によって規制され、製造あるいは流通仲介する商品の性格によってはそれぞれの法律によって規制されるが、開業・廃業に関しては自由である。行政の関与を受けることはない。しかし、免許制の株式会社は行政の関与を受ける。本来、事業意欲を持つ民間の者が自由に設立して開業し、市場の中で自由に営業して利益をあげて大きくなるか、利益をあげられずに廃業するか、すべて事業者の自由であるのが近代的株式会社に基盤を置く資本主義経済の基本理

念である。その基本理念を曲げて免許制にするのは、市場経済全体のためには「自由な営業は禁止する」のが基本であるが、全面禁止ではなく、市場経済の維持発展に有効であるように管理監督しつつ営業させるべき業務があると考えられるからである¹⁰⁾。その主たる分野は、これまで金融と運送・輸送であった。ここには個別会社のための特別法による免許会社と、個別の産業のための特別法による免許会社が含まれる。

金融の分野は前章でみたように、考え方の上だけでなく現実に免許、認可、承認、もっとも緩い場合であっても登録の対象になってきたが、以下にみるように免許の根拠法にも各業種によって濃淡はある。

銀行	特別法による中央銀行
	特別法による銀行
	長期信用銀行法他
	銀行法による銀行
保険会社	保険業法による保険会社
	生命保険（相互会社、株式会社）
	損害保険（株式会社）
証券会社等	旧証券取引法による証券会社
	旧外国証券業者法による外国証券会社
	旧証券投資信託法による証券投資信託委託会社

銀行業は特別法による中央銀行制度を持ち、その他の特別法による政策的銀行制度が消滅したとしても、銀行法による免許が無くなることはない、最も強力な免許制が存在する分野である。一般大衆の零細資金を預金の形で吸収し、これを産業各分野に日常的に供給して経済活動を円滑に進行させるべき銀行の役割からして、けだし当然といえる。保険業には個別の特別法

による保険会社はないが、保険業法による免許制が登録制に転換される可能性は大きくない。同じく一般大衆の零細資金を保険掛金の形で吸収し、長期資金を産業貸し付け、あるいは証券投資に振り向ける生命保険、および短期資金を短期運用に振り向ける損害保険の場合も、「巨額の一般大衆資金」の「資産運用」責任という点で、やはり免許制が相応しいといえる。これらに対して証券業は歴史的には「無規制」から「厳しい免許制」まで何段階かの規制方式を経験し、絶対的な規制方式が存在しない分野である¹¹⁾。このような証券業に、銀行業や保険業と同じレベルの厳しい免許制が採用されたのが、1968（昭和43）年から1998（平成10）年の30年間であった。

免許制の免許は証券業営業の包括的規定であると同時に証券業務開始時の業務別営業免許であるが、免許制の営業を継続的に維持するに際して、営業免許を与えた大蔵大臣による全面的な管理監督を受ける。1965年、免許制転換を決めた当時の改正証券取引法における管理監督の概要は以下のとおりである¹²⁾。

基本事項の変更等の認可 第33条 商号変更、資本の額の変更、業務の方法の変更、支店その他の営業所設置、本店その他の営業所の位置の変更、本店以外の営業所の支店への変更

合併等の認可 第34条 証券会社の合併又は営業の全部若しくは一部の譲渡若しくは譲受け、証券業の廃止又は証券会社解散の決議

免許の取消し等 第35条 （一定の事項に該当する場合の）免許の取り消し、又は6ヵ月以内の期間を定める業務の全部若しくは一部の停止の命令、取締役又は監査役の解任の命令

行政処分の手続き 第36条 （免許不適又は処分に際しての）

届出事項 第37条 証券会社の大蔵大臣への届出の義務：取締役・監査役の氏名の変更、免許拒否要件の2・4に該当したとき、兼業業務の廃止、営業の休止・再開、支店その他の営業所の廃止又は支店を支店以外の営業所に変更

取締役の兼職制限 第42条 兼職には大蔵大臣の承認要

兼業の制限 第43条 兼業は大蔵大臣の承認要

信用取引等の場合の金銭の預託 第49条 金銭の預託の率は大蔵省令で大蔵大臣が定める

営業報告書の提出及び掲載命令 第53条 毎営業年度経過後2ヵ月以内に大蔵大臣に提出、（大蔵大臣が適当と認めた場合は）その一部の新聞紙掲載命令

監督上の命令 第54条 業務の方法の変更、3ヵ月以内の期間を定めてする業務の全部又は一部の停止、財産の供託その他監督上必要な事項の命令：負債の合計金額の純財産額に対する比率が大蔵省令で定める率をこえた場合又はこえるおそれがある場合、金銭若しくは有価証券の借入れ、受託若しくは貸付け又は有価証券その他の資産の保有の状況が大蔵省令で定める健全性の準則に反した場合又は反するおそれがある場合、その他

報告又は資料の提出命令及び検査 第55条 （大蔵大臣が必要かつ適当と認めるときは）営業若しくは財産に関し参考となるべき報告若しくは資料の提出命令、又は当該職員に営業若しくは財産の状況若しくは帳簿書類その他の物件の検査をさせる

売買損失準備金 第56条 本来の目的以外に充当するときは大蔵大臣の承認要

証券取引責任準備金 第57条 同上

外務員の登録 第62条 証券会社が小蔵省に

備える外務員登録原簿に登録

外務員登録の拒否 第63条 (一定の状況下で) 大蔵大臣の拒否義務

外務員に関する届出事項 第64条 証券会社が
大蔵大臣へ届出

外務員に対する行政処分 第64条の3 大蔵大臣が行う

外務員に関する登録の抹消 第64条の4 大蔵大臣が行う

実施省令 第64条の5 必要な事項は大蔵省例で定める

金融機関の証券業営業の禁止 第65条 一般的禁止と、不適用の例示

割賦販売の承認 第66条 大蔵大臣の承認
実は多くの項目は登録制の下でもすでに存在した。免許制転換に伴って強化、新設されたものは、免許及び免許取り消し関係を除き、1) 基本事項の変更等の認可: 変更届出書の提出が認可に、2) 合併等の認可: 届出から認可に、3) 兼業の制限: 証券業専業主義の明文化、4) 監督上の命令: 「資力薄弱等による処分」を強化、5) 売買損失準備金・利益準備金・証券取引責任準備金: 新設、6) 外務員関係: 届出から登録に、項目新設強化、がある。これらの大半は免許制下で最後まで存在した。1995年改正後の証券取引法で、1965年改正法と大きく異なった点は以下のとおりである¹³⁾。この他に語句の言い換え(例: 金融機関の証券業営業→金融機関の証券業務)等は随所に見られる。

証券会社の取締役又は監査役の兼職の禁止 第42条の2 親法人等・子法人等との兼職の原則的禁止: 新設

証券会社の銀行子会社等 第43条の2 認可をうけて過半数以上出資可能: 新設

権限の委任 第56条、第66条 証券取引等監

視委員会への委任

資産の国内保有命令 第60条 必要かつ適当な場合に、資産のうち政令で定める部分についての命令: 新設

登録事務の委任他 第64条の5 外務員登録事務の証券業協会への委任を省令事項から法律事項に変更、第64条の6、7

金融機関の証券業務の禁止 第65条 「証券業務」および「証券」の法的定義の変更に基づく変更

金融機関の証券業の免許 第65条の3 金融機関が過半数の株式を保有する株式会社に対する免許: 新設

監督 第66条の2 「協会に加入せず、又は証券取引所の会員となっていない証券会社」の業務について、大蔵大臣が適切な監督: 新設

大蔵省令への委任 第66条の4 : 新設

そもその開業「免許制」以外に、免許制証券会社には非常に多くの基本的な制約が法的に課されていたことがわかって。本来自由な株式会社であれば経営の展開上決定的なポイントになるであろう、兼業(多角的展開の可能性)の基本的禁止と、合併・廃業(組織の決定的改廃の可能性)に関する大蔵省の認可が必要であった点は、その制約の中心である。免許制証券会社にはコーポレートガバナンス以前に経営者の自由な判断が大きな制約を受けている事実があった。行政側がこうした規制を加えた理由は、兼業に関しては登録制期の金融債運用預かりが証券恐慌のような状態を導くに至った大きな要因となったという判断があった。合併・廃業の認可に関しては、免許制が本来の開業規制であるだけでなく、営業維持の過程から営業組織形態の基本的な変更および廃業に至るまでの全過程を掌握する最も厳しい免許制であったこ

との具体的表現であったためである。すなわち歴史的には一定の理由があることは確かだが、結果として、株式会社としての証券会社の決定権、自己統治の権利をほとんど無視するものになったのである。

また、免許制と登録制とを問わず、証券会社の取扱い商品（提供するサービス）、行為規制、サービスに対する対価の決定方法は、以下にみるようにそれぞれ性格は異なるが、やはり基本的に制約が強い、すなわち個別営業体の競争がほとんど成立しない分野であった。

証券会社の取扱い商品：主要な証券4業務のうちブローカレッジ（流通仲介業務）において、証券会社が提供するサービスは、「顧客に代わって証券売買を行う」行為である。ディーリング（自己売買業務）においては保有する証券を売却する、あるいは保有する資金で証券を購入する。アンダーライティング（発行引受業務）においては発行を成立させるサービスを提供し（残額引受）、あるいは一括買取した証券を直ちに市場に販売する（買取引受）。セリング（販売業務）においては引受けられた証券の販売を行う。証券を明確に「売買する」場合と、「売買の仲介サービス」を提供する場合とがあるが、証券を「売買する」場合であってもその証券については証券会社は何らの意見も持てない。例えば自動車の末端の販売会社であれば欠陥自動車に対して販売会社として文句を付けたり、改善を要求することができるだろうが、証券会社はなににもできない。証券は工場生産の大量商品ではなく、その発行に当たっては商法・証券取引法等の関係諸法をクリアし、公開・上場証券であればさらに関係規定をクリアして、発行されている。引受時の幹事証券としては一定のチェックを行う義務があるとして

も、発行される証券に関して証券会社が恣意的な判断を加える余地はないといってよい。また証券が発行された後の企業業績にはもちろん証券会社の力は及ばない。証券会社の取扱い商品で、証券会社の創意工夫、努力、改善が認められ、可能であるのは、証券投資信託受益証券（これまでは証券投資信託委託会社のみが設定可能）、および証券会社自身の発行する株式、社債等だけである。

行為規制：「売買の仲介サービス」あるいは「発行引受サービス」を提供する場合には、これらの行為について厳しい規制、とりわけ不正行為規制が、証券取引法によって確立されている。これらをクリアし、創意工夫して他社と異なった方法でサービスを提供することは非常に困難である。現実には、こうした努力の多くは法律違反行為となり、一部が市場慣行として承認されていく過程をたどる。

サービスに対する対価の決定方法：もっとも多くの証券会社が行う証券業務はブローカレッジであるが、証券取引所における株式委託売買取引の仲介手数料は、日本では明治以来、取引所が監督官庁の承認を得て決定してきた。とはいえ、戦前期の市場取引の中心は株式の取引所清算取引（先物取引）であり、取引所取引にかかる手数料の重さに対しては「取引所忌避」すなわち禁止されていた取引所外清算取引の形で証券業者の「創意工夫」がなされた。当然、法律違反であった。戦後は上場株式の取引は取引所集中義務が課され、非上場株式の取引が取引所外で盛んになると直ちにこれを取引所取引として吸収する政策が採られた。結果として、株式取引は上場取引のみが固定手数料制の下で行われたのである。戦後の第1次登録制の下では実態としては手数料割引競争も行われたようだ

が、証券界は全体として固定手数料遵守の方針を採った。免許制に転換するときに当初厳しい業務別免許制を考え、ブローカレッジを中心とした証券業経営の道筋をつけた証券行政側は、いわばその制約の見返りとして、固定手数料制を証券経営の強固な基盤に据えた。

免許制と固定手数料制は必ずしも随伴しないことは歴史をみても明らかであるが、厳しい免許制期に強固な固定手数料制が随伴したことは、日本の証券会社の重要な外部環境を形成した。一方では手数料に関する競争はできないが、他方では市場における取引が量的に拡大した時には直ちに手数料収入の量的増大として反映された。中長期的にみれば、証券会社の手数料収入が増大すれば手数料を引き下げる力が働き¹⁴⁾、結果としては市場取引の量的拡大につれて手数料は固定制であっても全体として引き下げられていく。しかし、バブル経済期のように短期的には「固定手数料制の故の手数料収入の増大」が現象し、社会の平均水準以上の総合的利益を証券会社全般にもたらした¹⁵⁾として非難の対象にもなる。

発行引受業務の手数料は固定制ではない。発行会社の事業経営の良否、信用の程度、発行時の金融情勢等により大きく変動し、社債発行のつど発行会社と引受業者が慎重に討議して決定する¹⁶⁾。とはいえ、日本では長く社債発行に有担主義が貫かれ、担保付き社債の発行に際しては担保の受託会社の受託手数料がかなり大きく、発行者にとっては発行時手数料は規制市場における規制手数料の存在に近かったといえる。引受手数料が固定制ではないとしても手数料競争が存在したとはいえない。入札発行ではない場合には、引受幹事および主幹事の決定が先にあり、その決定には手数料率の提示よりも

長期にわたる主幹事関係の存在、すなわちリーズナブルな手数料決定と引受団の組成能力を含む主幹事の全般的発行引受能力の経験的判断が最も重視された。こうした主幹事関係は、歴史的な経緯とともに、4大証券の持ち回りのな要素が強かった。公社債発行市場が規制市場であったことがここにも反映され、業務と、それに対応するコストの、競争性はきわめて低かったのである。

以上、非常に雑駁な検討ではあるが、免許制下の証券会社には取扱い商品、行為規制、証券業務実行に対する対価のいずれの点においても、相当程度の制約があり、競争性は低かったといえる。産業としての証券業の構造が、4大証券、準大手証券、中堅証券、中小証券、取引所非会員証券という層をなしていた当時は、それぞれの層を突き抜けることは非常に難しく、それぞれの層の中で量的拡大を図る、シェア争いをすることが現実的な「競争」であったといえることができる。株式会社としてはきわめて限られた競争領域しか持てなかったのである。

Ⅲ. 証券会社のコーポレート・ガバナンス

1. 証券会社の株主構成とメインバンク

戦前期の証券業者は個人商店から始まり、明治末期にごく一部が合資会社化、大正後半期、第1次世界大戦後に一部が株式会社化し、取引所上場もした¹⁷⁾。戦時中には取引所取引員はすべて法人化したため、大方の証券業者は株式会社化し、少数が戦前商法にあった株式合資会社化した。戦後、新証券取引法ですべての証券業者が法人であることを要求され、とりわけ1965

年法改正では株式会社であることを要求された。しかし、戦前期にすでに上場会社を出していたにもかかわらず、証券業の上場は戦後しばらくとだえ、ようやく1961年東京証券取引所市場第二部開設時に4大証券が上場した。

この後、免許制移行の激動期を経て5年経った1974年には9証券会社が上場している（大和、山一、日興、野村、三洋、新日本、日本勧業角丸、和光、岡三、各証券）。バブル絶頂期を越えた1990年にはこれらに16社（山種、コスモ、第一、丸三、東洋、国際、東京、光世、太平洋、ナショナル、丸万、ユニバーサル、水戸、明光、一吉、高木）が加わり、上場証券会社は25社になった。免許制証券会社の絶頂期でもある。1997年に三洋証券が会社更生法適用、山一証券が自主廃業決定となったため、両社は上場廃止され、98年には上場証券会社は23社となった。上場証券会社の1974、1990、1998（山一証券と三洋証券は97年）の株主構成とメインバンク関係、グループ関係をまとめたのが表1である。

上場証券会社の大株主を構成するのは、1）銀行（都銀、信託銀、長信銀、地銀）、2）保険（生命保険、火災保険）、3）その他金融機関（農林中金、外国銀行等）、4）従業員持株会、5）自社あるいは大株主メインバンクのグループ・系列企業、あるいは団体、6）大証券会社、7）大証券投資信託委託会社、8）創業型ないし二世型オーナー経営者、あるいはその持ち株を移転した会社、9）大株主兼メインバンク、その系列企業、あるいは生保大株主等が、大株主である事業会社、10）その証券会社の出身地所在の、あるいは同じ出身地の大企業、である。1）の銀行グループには当然ながらメインバンクの大半が含まれるが、完全に一

致はせず、メインバンクでも大株主ではないものもあれば、大株主でもメインバンクではないものもある。しかし、大半の証券会社では上位5株主に複数のメインバンクが入る傾向が強い。とりわけ大証券にはこの傾向が明白である。

旧4大証券（大和、山一、野村、日興）の大株主は、上記の分類で1）から4）までに限られる点で、他の上場証券会社と大別される。90年、98年には従業員持株会も入ってこないの、金融機関のみで大株主が構成されていることが4大証券の明確な特徴である。メインバンクと大株主の一致度は高く、98年には大和（5行中4行）、日興（7行中5行）、野村（7行中6行）、97年の山一（6行中6行）となっている。メインバンクでない金融機関には地方銀行は入らず、唯一の外国銀行（ステート・ストリート・バンク&トラスト¹⁸⁾）が大和と野村に見られるのみである。なお、周知のように、山一証券は97年11月に臨時取締役会で自主廃業を決議し、98年6月の株主総会で事実上会社の機能を終了した。営業の相当部分は米メリルリンチ証券が買い取り、98年7月からメリルリンチ日本証券として開業している。日興証券は世界最大級の金融コングロマリットであるシティグループの傘下に入った。合併会社「日興ソロモン・スミス・バーニー証券」は99年2月26日に設立された。大和証券は永く大株主である住友銀行と提携し、自らは持株会社化することを99年2月の臨時株主総会で決議し、4月26日から移行した。野村証券も日本興業銀行との業務提携を行うが、同行は過去には野村の大株主であったが現在は異なるため、唯一大きな資本異動を伴わない再編となる。

1974年までに上場していた他の5証券会社

表1 上場証券会社の上位株主構成

略称：住銀（住友銀行）、富銀（富士銀行）、あ銀（あさひ銀行）、菱銀（三菱銀行、東京三菱銀行）、三銀（三井銀行）、さ銀（さくら銀行）、勧銀（第一勧業銀行）、海銀（東海銀行）、東銀（東京銀行）、和銀（三和銀行）、大銀（大和銀行）、太銀（太陽神戸銀行）、協銀（協和銀行）、埼銀（埼玉銀行）、住信（住友信託銀行）、安信（安田信託銀行）、三信（三井信託銀行）、菱信（三菱信託銀行）、中信（中央信託銀行）、東信（東洋信託銀行）、興銀（日本興業銀行）、長銀（日本長期信用銀行）、債銀（日本不動産銀行、日本債券信用銀行）、民銀（東京都民銀行）、広銀（広島銀行）、常銀（常陽銀行）、関銀（関西銀行）、ふ銀（ふそう銀行）、重銀（三重銀行）

太生（太陽生命保険）、日生（日本生命保険）、千生（千代田生命保険）、一生（第一生命保険）、安生（安田生命保険）、富生（富国生命保険）、明生（明治生命保険）、京生（東京生命保険）、邦生（東邦生命保険）、朝生（朝日生命保険）、住生（住友生命保険）、大生（大同生命保険）、東火（東京海上火災）、安火（安田火災）、千火（千代田火災）

農中（農林中央金庫）、全共（全国共済農協連合会）、SS（ステート・ストリート・バンク&トラスト）、RT（ロイヤル・トラスト・コープ・オブ・カナダ・クライアント）従業員持株会）

野証（野村証券）、興証（日興証券）、山証（山一証券）、和証（大和証券）、エ証（エース証券）、野投（野村証券投資信託委託および野村アセットマネジメント投信）、興投（日興証券投資信託委託）、山投（山一証券投資信託委託）、和投（大和証券投資信託委託）、日金（日本証券金融）

〔単位 株主資本：100万円，株主数：人，株主名略称（持株比率：％），＊メインバンク〕

大和証券

年	74	90	98
株主資本	60,307	823,349	751,059
株主数	15,762	41,381	72,325
大株主	1 住銀＊ 4.2	住信＊ 4.3	住信＊ 4.5
	2 信銀＊ 3.5	住銀＊ 3.4	住銀 3.8
	3 長銀＊ 3.4	興銀＊ 3.4	太生 3.0
	4 興銀＊ 3.4	長銀＊ 3.4	日生 2.4
	5 安信 2.1	安信 3.2	農中 2.3
	6 富銀 1.9	農中 3.1	SS 2.0
	7 千生 1.5	日生 2.9	安信＊ 1.8
	8 日生 1.5	太生 2.9	長銀 1.7
	9 勧銀 1.5	富銀 1.8	あ銀 1.6
	10 太生 1.4	債銀 1.7	債銀 1.5

山一証券

年	74	90	97
株主資本	55,326	637,218	443,418
株主数	13,017	53,921	82,696
大株主	1 富銀＊ 8.5	富銀＊ 3.7	富銀＊ 3.6
	2 菱銀＊ 8.5	菱銀＊ 3.7	興銀＊ 3.2
	3 興銀＊ 8.5	興銀＊ 3.7	菱銀＊ 3.1
	4 勧銀＊ 3.3	安信＊ 3.1	菱信＊ 2.7
	5 従業 2.4	一生 3.0	日生 2.6
	6 安信＊ 1.9	債銀 2.9	安生 2.5
	7 菱信＊ 1.9	安生 2.7	富生 2.3
	8 住銀 1.8	日生 2.7	債銀 2.3
	9 長銀 1.7	勧銀＊ 2.4	安信 2.3
	10 債銀 1.6	富生 2.3	一生 2.0

日興証券

年	74	90	98
株主資本	78,480	774,764	605,549
株主数	13,401	52,576	77,664
大株主	1 菱銀＊ 2.5	菱銀＊ 3.1	菱信＊ 3.9
	2 興銀＊ 2.3	興銀＊ 2.9	菱銀＊ 3.1
	3 富銀＊ 2.3	富銀＊ 2.9	三信＊ 3.0
	4 海銀＊ 2.3	海銀＊ 2.9	海銀＊ 2.9
	5 三信 2.3	三信＊ 2.8	あ銀＊ 2.7
	6 菱信 2.3	菱信＊ 2.8	明生 2.7
	7 明生 2.1	明生 2.7	住信 2.0
	8 従業 1.8	日生 1.9	日生 1.7
	9 日生 1.7	長銀 1.8	太生 1.7
	10 一生 1.5	一生 1.7	安信 ¹⁾ 1.6

野村証券

年	74	90	98
株主資本	13,1340	1,433,394	1,321,181
株主数	30,929	103,775	137,370
大株主	1 大銀＊ 2.2	東信＊ 2.4	さ銀＊ 3.3
	2 和銀＊ 2.1	日生 2.3	和銀＊ 2.3
	3 興銀＊ 2.1	和銀＊ 2.3	大銀＊ 2.3
	4 長銀＊ 2.0	三銀＊ 2.3	東信＊ 2.1
	5 三銀＊ 1.8	興銀 2.2	日生 1.9
	6 三信＊ 1.6	長銀＊ 2.2	住信 1.7
	7 勧銀＊ 1.5	三信＊ 1.8	勧銀＊ 1.5
	8 東信＊ 1.4	勧銀＊ 1.5	菱信 1.5
	9 京生 1.1	菱信 1.4	SS 1.3
	10 日生 1.0	住信 1.2	三信＊ 1.1

1) 金銭信託指定単

三洋証券

年	74	90	97
株主資本	12,738	125,240	54,482
株主数	6,097	10,613	19,041
大株主	1 大銀*	7.8 G 1 ¹⁾	5.5 G 1
	2 G 1	6.4 G 2	4.9 債銀*
	3 債銀	5.6 債銀*	4.9 菱銀*
	4 長銀	4.5 長銀*	4.9 大銀*
	5 野証	3.6 東銀*	4.9 長銀*
	6 G 2	2.8 海銀*	3.1 G 3
	7 興銀	2.7 野証	2.9 野証
	8 海銀*	2.5 興銀	2.4 海銀*
	9 和銀*	1.5 大銀	2.4 さ銀*
	10 従業	1.4 安信	2.0 住銀*

1) Gは野村証券あるいは三洋証券のグループ企業

勐角証券 (旧・日本勐角丸証券)

年	74	90	98
株主資本	10,636	212,074	57,139
株主数	5,289	20,076	33,615
大株主	1 勐銀*	9.2 勐銀*	4.9 勐銀*
	2 長銀*	8.7 富銀*	4.9 G 1 ¹⁾
	3 富銀*	7.2 長銀*	4.9 G 2
	4 三信*	5.4 三信*	4.2 G 3
	5 興銀	3.8 安信*	3.8 長銀*
	6 和銀*	2.8 朝生	3.6 G 4
	7 G 5	1.9 興銀	3.1 G 6
	8 安信*	1.9 G 3	2.5 三信*
	9 G 7	1.8 一生	1.8 富銀*
	10 G 8	1.4 G 9	1.6 G 1

1) Gは勐角証券あるいは第一勐業銀行、日本長期信用銀行のグループ企業

岡三証券

年	74	90	98
株主資本	8,988	70,380	44,553
株主数	9,646	9,580	10,096
大株主	1 大銀*	9.5 菱信*	5.0 菱信*
	2 菱信*	9.3 興銀*	4.9 興銀*
	3 興銀*	9.0 日生	4.2 大銀*
	4 加藤 ¹⁾	2.9 一生	3.1 日生
	5 興証	2.3 住信	2.8 住信*
	6 G 1 ²⁾	2.3 大銀*	2.7 藤精
	7 債銀	1.7 住生	2.4 一生
	8 従業	1.0 朝生	2.3 朝生
	9 加藤	0.9 加藤	2.2 G 1
	10 R 1 ³⁾	0.9 G 2	2.2 菱銀

1) 加藤精一(社長)・加藤恵士(精一親族)個人、あるいは加藤系有限会社の保有

2) Gは日本興業銀行グループ企業

3) R 1 (岡藤商事)は加藤精一が5位株主で精一の弟の経営

新日本証券

年	74	90	98
株主資本	16,801	211,004	109,904
株主数	12,345	24,305	35,413
大株主	1 興銀*	9.4 興銀*	4.9 興銀*
	2 住信*	9.0 邦生	4.7 東保
	3 大銀*	6.9 住信*	4.4 大銀*
	4 東保	2.3 日生	4.1 日生
	5 和銀*	2.1 大銀*	2.4 住信*
	6 長銀	1.6 和銀*	2.4 和銀*
	7 日生	1.4 中信*	2.0 農中
	8 勐銀	1.3 農中	1.9 中信*
	9 富銀*	1.1 一生	1.8 従業
	10 海銀	1.1 従業	1.6 民銀

和光証券

年	74	90	98
株主資本	11,969	170,807	108,068
株主数	6,364	11,010	18,793
大株主	1 興銀*	9.6 興銀*	4.8 興銀*
	2 三信*	9.6 三信*	4.7 三信*
	3 住銀*	2.9 日生	4.0 日生
	4 海銀	2.6 中信	3.6 中信
	5 日生	2.4 安信	3.6 富銀*
	6 G 1 ¹⁾	2.3 埼銀*	3.0 安信
	7 富銀*	2.3 富銀*	3.0 あ銀*
	8 G 2	1.7 債銀	2.4 債銀
	9 長銀	1.6 太銀	2.0 G 1
	10 中信	1.4 G 1	2.0 G 2

1) Gは日本興業銀行あるいは三井信託銀行のグループ企業

山種証券

年	90	98
株主資本	65,759	14,892
株主数	8,974	16,798
大株主	1 山崎 ¹⁾	6.2 G 1 ²⁾
	2 三銀*	4.9 山富 ¹⁾
	3 協銀*	4.7 さ銀*
	4 債銀*	4.6 あ銀*
	5 菱信*	4.6 債銀*
	6 G 2	3.9 菱信*
	7 長銀	3.6 G 3
	8 G 4	3.4 長銀
	9 G 5	2.8 G 6
	10 G 9	2.6 G 7

1) 山崎富治(社長)個人、あるいは有限会社による保有

2) Gは山種グループ企業

コスモ証券

年	90	98
株主資本 株主数	96,691 5,380	42,123 12,210
大株主	1 日生 7.1	大銀* 59.6
	2 大銀* 4.9	日生 3.1
	3 長銀* 4.8	長銀* 2.1
	4 住信* 4.7	朝生 1.8
	5 朝生 4.2	住信 1.3
	6 住生 3.4	G 1 ¹⁾ 1.2
	7 G 1 2.8	G 2 1.1
	8 G 2 2.6	京生 0.8
	9 G 3 1.8	G 3 0.7
	10 京生 1.3	住生 0.6

1) G 1 (クボタ) の筆頭株主は日本生命, G 2 (船場産業) は大和不動産, G 3 (長ビル) は長銀系

丸三証券

年	90	98
株主資本 株主数	55,065 5,332	47,768 5,819
大株主	1 長尾 ¹⁾ 5.8	財団 ¹⁾ 5.8
	2 日生 5.5	日生 5.6
	3 興銀* 5.0	興銀* 4.9
	4 菱銀* 5.0	菱銀* 4.9
	5 菱信* 4.9	菱銀* 4.9
	6 長銀* 3.5	住銀* 1.9
	7 従業 3.2	長銀* 1.8
	8 債銀* 2.0	さ銀* 1.7
	9 住銀* 1.9	従業 1.7
	10 太銀* 1.6	債銀* 1.7

1) 長尾栄次郎 (社長) 個人, あるいはその持ち株保有のための財団

国際証券

年	90	98
株主資本 株主数	18,8405 8,760	231,951 9,463
大株主	1 野投 15.8	野投 14.9
	2 G 1 ¹⁾ 8.2	F 1 ²⁾ 10.0
	3 F 1 8.0	G 1 7.8
	4 G 2 6.1	G 2 4.8
	5 野証 4.8	野証 4.7
	6 三銀* 2.9	東信* 3.9
	7 大銀* 2.9	さ銀* 3.4
	8 和銀* 2.9	大銀* 3.1
	9 長銀 2.9	和銀* 3.1
	10 従業 2.4	住信 2.3

1) G は野村証券のグループ企業

2) F 1 (トヨタ自動車) の第2位株主はさくら銀行

第一証券

年	90	98
株主資本 株主数	65,278 9,234	16,159 12,225
大株主	1 G 1 8.2	G 1 8.1
	2 長銀* 4.9	長銀* 4.9
	3 勸銀* 4.5	勸銀* 4.4
	4 G 2 4.1	G 2 4.3
	5 R 1 3.7	R 1 3.7
	6 G 3 3.3	G 3 3.5
	7 G 4 3.2	一生 3.2
	8 R 2 3.0	G 4 3.2
	9 G 5 2.6	G 6 2.1
	10 一生 2.5	G 7 2.0

1) G は日本長期信用銀行のグループ企業

2) R 1 (富士急行) は長銀が第6位株主, R 2 (川崎実業) は長銀が第5位株主

東洋証券

年	90	98
株主資本 株主数	46,153 5,819	21,607 9,189
大株主	1 興銀* 4.6	興証 4.4
	2 興証 4.3	興銀* 4.3
	3 太銀* 3.7	菱銀* 4.1
	4 菱銀* 3.7	さ銀* 4.1
	5 長銀 3.3	広銀* 3.4
	6 R 1 ¹⁾ 2.9	従業 2.7
	7 広銀* 2.8	G 1 ²⁾ 2.6
	8 菱信 1.9	R 1 2.2
	9 東火 1.9	菱信 1.9
	10 従業 1.9	富銀* 1.7

1) R 1 (マツダ) は東洋証券の母体出身地の広島本社企業

2) G 1 は日興証券グループ企業

東京証券

年	90	98
株主資本 株主数	93,249 8,529	33,275 9,476
大株主	1 G 1 ¹⁾ 20.6	興投 13.6
	2 興投 9.0	G 1 13.0
	3 興証 3.8	興証 4.9
	4 菱銀* 2.4	菱銀* 3.0
	5 興銀* 2.2	G 2 2.4
	6 富銀* 2.2	あ銀* 2.2
	7 協銀* 2.2	富銀* 2.2
	8 海銀* 2.2	三信* 2.2
	9 三信* 2.2	従業 1.7
	10 従業 1.8	明生 1.6

1) G は日興証券グループの企業

光世証券

年	90	98
株主資本 株主数	30,235 6,846	28,143 5,433
大株主	1 巽 ¹⁾ 20.4 2 G 1 ²⁾ 16.6 3 日証 4.1 4 海銀* 4.1 5 債銀* 4.1 6 長銀* 4.1 7 住信* 3.9 8 G 2 2.3 9 R 2 2.0 10 住生 1.6	18.1 G 1 17.6 海銀* 4.6 長銀* 4.1 興証 4.1 住信* 3.9 債銀* 3.7 R 1 ³⁾ 2.6 和銀* 2.4 G 3 2.0

1) 巽悟朗(社長)の個人保有

2) Gは光世証券あるいは日興証券のグループ企業

3) R 1 (電気化学工業)は取引先企業、R 2 (セントラルファイナンス)は東海銀行系列

ナショナル証券

年	90	98
株主資本 株主数	35,822 4,927	17,719 8,470
大株主	1 松下 ¹⁾ 24.9 2 大銀* 4.9 3 坂口 ²⁾ 4.3 4 G 1 ³⁾ 3.5 5 従業 2.3 6 長銀* 2.2 7 太銀* 2.0 8 坂口 1.8 9 住銀* 1.6 10 G 2 1.4	22.0 大銀* 4.9 坂口 3.8 G 1 3.0 さ銀* 2.2 住銀* 1.4 従業 1.4 坂口 1.3 G 2 1.3 富銀 1.3

1) 松下電器産業

2) 坂口忠一(会長)、坂口昌男父子の個人保有

3) Gは松下電器産業のグループ企業

ユニバーサル証券

年	90	98
株主資本 株主数	78,092 1,400	57,503 7,084
大株主	1 和投 20.3 2 和証 6.8 3 長銀* 4.9 4 農中* 4.9 5 G 1 ¹⁾ 3.4 6 債銀* 3.1 7 住信* 3.1 8 従業 2.7 9 G 3 2.3 10 興銀* 1.7	20.3 長銀* 4.9 農中* 4.9 和証 4.9 G 2 4.7 G 1 4.3 全共 3.3 債銀* 3.1 住信* 2.5 従業 1.9

1) Gは大和証券グループの企業

太平洋証券

年	90	98
株主資本 株主数	66,657 9,210	27,116 10,077
大株主	1 山投 17.4 2 G 1 ¹⁾ 9.3 3 G 2 7.8 4 山証 4.1 5 債銀* 3.0 6 従業 2.8 7 興銀* 2.4 8 富銀* 2.3 9 安信* 2.2 10 菱銀* 1.9	18.1 G 1 9.2 山証 4.7 日金 3.6 富銀* 2.3 安信* 2.3 債銀* 2.1 従業 1.9 G 2 1.9 安生 1.4

1) Gは山一証券のグループ企業

東海丸万証券

年	90	98
株主資本 株主数	49,690 4,852	43,388 5,762
大株主	1 海銀* 4.9 2 興証 4.9 3 興銀* 4.9 4 G 1 4.1 5 中信* 3.3 6 G 2 3.2 7 千生 3.1 8 G 3 2.5 9 千火 1.6 10 従業 1.6	4.9 興証 4.9 G 1 ¹⁾ 4.3 中信* 3.8 興投 3.4 千生 3.0 興銀* 2.4 従業 2.3 G 3 1.9 R 1 1.8

1) G 2は日興証券グループの企業、G 1、3は東海銀行系

2) R 1 (御幸ビルディング)は未確認

水戸証券

年	90	98
株主資本 株主数	45,062 3,021	23,003 5,704
大株主	1 従業 8.8 2 G 1 6.2 3 G 2 3.5 4 興銀* 3.3 5 興証 3.3 6 小林 ²⁾ 3.2 7 常銀* 2.7 8 一生 2.0 9 小林 1.4 10 R 1 1.2	G 1 ¹⁾ 5.7 興銀* 4.9 興証 4.9 一生 4.8 常銀* 4.6 従業 4.5 G 2 3.5 小林 3.3 R 1 ³⁾ 1.7 小林 1.4

1) G 1は興銀系、G 2は日興証券グループの企業

2) 小林一彦(社長)、小林一郎(会長)父子の個人保有

3) R 1 (日立製作所)は水戸証券と同じく茨城出身の企業

明光証券

年	90	98
株主資本 株主数	57,772 3,791	30,486 4,274
大株主	1 G 1 ¹⁾ 8.6 2 G 2 8.0 3 G 3 8.0 4 住銀* 4.2 5 ふ銀 4.1 6 重銀 3.8 7 山証 3.7 8 関銀 3.0 9 R 1 ²⁾ 2.7 10 和証 2.7	G 1 9.9 G 3 7.9 住銀* 4.9 関銀 4.9 重銀* 4.8 G 4 4.0 G 5 3.4 G 6 3.3 R 1 3.0 R 2 2.1

1) G 1, 3, 4, 5, 6は住友銀行グループ企業、G 2（北浜地所）は未確認

2) R 1（松下興産）は松下電器産業（住友銀行が筆頭株主）系、R 2（三精輸送機）は住友銀行系

高木証券

年	90	98
株主資本 株主数	33,401 2,661	19,677 5,197
大株主	1 G 1 ¹⁾ 16.5 2 G 2 11.2 3 野投 8.2 4 野証 7.8 5 住生 6.1 6 大銀* 4.9 7 長銀 3.0 8 三銀* 3.0 9 東信 2.6 10 斉藤 ²⁾ 1.7	G 1 16.5 G 2 10.5 野投 7.9 住生 6.1 大銀* 4.9 エ証 3.5 野証 3.4 東信* 3.0 京生 2.9 斉藤 1.7

1) Gは野村証券グループの企業、エース証券も野村系

2) 斉藤一政（会長、野村出身）の個人保有

〔出所〕『会社四季報』『有価証券報告書』『帝国データサービス会社年鑑』

（山種証券は74年3月上場）は、1）から4）に加えて、5）6）8）9）が見られる。しかし、当然ながら同じような構成になっているわけではなく、独自の展開をしている。このグループの中では三洋証券が唯一証券会社（野村）を大株主に持ち、かつ野村証券と自社の関連会社を大株主に持った。新日本証券は従業員持株会を大株主の下位に持つが、大株主でメインバンクである日本興業銀行のグループ企業や

一吉証券

年	90	98
株主資本 株主数	46,717 1,998	6,171 6,171
大株主	1 野証 10.0 2 和銀* 4.9 3 大銀* 4.9 4 長銀* 4.9 5 従業 2.6 6 住銀* 2.2 7 興銀 2.2 8 東信* 1.7 9 東銀* 1.5 10 大生 1.4	野証 4.9 和銀* 4.9 大銀* 4.9 東信* 2.9 G 1 2.6 長銀* 2.5 R T 2.4 住銀* 2.2 S S 1.9 G 2 1.8

1) Gは野村証券グループの企業

関連企業は持たない。勸角証券は第一勧業銀行が一貫して筆頭株主でありメインバンクである。この関係で勸銀系および自社系の企業が大株主に多い。和光証券も同じく日本興業銀行が一貫して筆頭株主でありメインバンクであるが、2位の三井信託銀行も一貫している。98年には両銀行それぞれの系列企業が各1社、大株主に入っている。最後に岡三証券は、一貫して三菱信託銀行と日本興業銀行、大和銀行をメインバンクであり大株主として持つが、社長（加藤精一）の個人保有も継続している。グループとしては興銀系が1社入っている。

これら5社のメインバンクと大株主の関係はどうか。98年には新日本証券（10行中5行）、勸角証券（6行中4行）、和光証券（5行中4行）、岡三証券（4行中4行）、97年には三洋証券（10行中7行）となっている。旧4大証券に比べてややバラツキがあり、一致度が100%と大きい会社（岡三証券）もあれば、50%もある（新日本証券）。5社のうち、勸角証券は98年7月に第一勧業銀行に第三者割当で増資し、8月に同額を減資した。銀行が債務超過でない既存証券会社を実質的に子会社化したのは初めて

である。三洋証券は97年11月に会社更生法適用を申請したが、整理再建は困難で現在も営業停止継続中、近く破産手続きに移行する見通しである。また同じく日本興業銀行系列の新日本証券と和光証券は2000年4月に合併が予定されている。興銀との連携は強まろう。

1974年以後に上場した証券会社は16社であり、1990年と98年を比較した。これら16社は前掲2グループと共通する性格の大株主の他に、7) 大証券会社系投資信託委託と、10) 出身地関連の企業その他、が加わる。オーナー経営者が強い証券会社がこのグループには多い。山種証券は創業者の山崎同族(個人、同族会社)保有が大きく、90年に22.5%、98年に27.5%、筆頭株主も同族である。両年次ともに同族持ち株が銀行持ち株を上回るが、98年にはとりわけ開きが大きくなっている。経営危機に瀕した後もメインバンクで大株主の4銀行の比率はほとんど変わらず、同族色を強めた数少ない例である。コスモ証券は93年に経営危機に直面して、もともと筆頭メインバンクであり、2位株主であり、戦前からの同じ野村証券系列の企業でもある大和銀行の救済買収を受けた¹⁹⁾。98年の大和銀行持ち株比率59.6%はその結果である。すでに銀行の100%保有証券子会社の新設は認められていたが、証券業務に制限があった当時、この買収は救済のために「全証券業務を行う既存証券会社の銀行子会社化」を認めたものであった。6位株主のクボタは2位株主の日本生命保険が筆頭株主の企業、7位の船場産業は大和銀行系の大和不動産が筆頭株主の企業、9位の長ビルは3位株主でメインバンクの長銀系である。

第一証券は一貫して長銀系であり、筆頭株主長銀、2位勧銀が比率・順位ともにほとんど変

わらず、またメインバンクでもある。3位以下も大半は長銀系企業であり、4位の富士急行は長銀が6位株主の企業である。98年7月末に長銀グループに第三者割当て増資し、8月に同額を減資した。丸三証券はオーナー経営者の長尾個人あるいは同族保有が筆頭であるが、山種グループほどの集中度は示していない。この10年、5位株主まではまったく変わっていない。従業員持株会が両年次ともに入っている。東洋証券は90年当時は日本興業銀行(日興証券の2位株主)が筆頭株主、日興証券が2位株主であるが、98年には入れ代わって日興証券が筆頭株主になった。同業の証券会社を筆頭株主に持つ上場証券会社は東洋証券(日興証券)と一吉証券(野村証券)のみである。また東洋証券は母体の1つが広島出身であるため広島銀行をメインバンクと大株主として持ち、同じくマツダを大株主として持つ。従業員持株会が比率を高めているのも特徴であろう。

国際証券は筆頭株主の野村投信(現・野村アセットマネジメント投信)以下5位までが、トヨタ自動車を除き、野村証券本体を含む野村証券グループ企業で占められる。トヨタ自動車は日本を代表する優良大企業であるが、他証券会社の大株主としては登場しない。トヨタと国際証券のメインバンクではさくら銀行と三和銀行は重複しているが、トヨタの主幹事証券が野村証券であることがやはり最大の要因であろう。東京証券も筆頭株主の日興投信以下上位3位までが日興証券本体を含む日興証券グループ企業である。また両年次ともに従業員持株会が入っている。

光世証券は創立者が社長を続ける唯一の上場証券会社である。オーナー経営者である筆頭株主の異と2位の同族企業の合計は98年でも35%

を超える、上場証券会社としては最も強力な同族性を持つ企業である。しかし同じ証券大手の日興証券も4%超保有する点では日興証券との友好関係を読み取れる。90年の9位株主セントラルファイナンスは筆頭メインバンクで3位株主の東海銀行の系列企業、98年の8位株主電気化学工業は取引関係による保有である。太平洋証券は、国際証券と同じ型で、筆頭株主の山一投信以下3位までが山一証券グループ企業であり、従業員持株会も入っている。前述のように山一証券が自主廃業を決議した後、太平洋証券を含めて系列企業も苦境に陥った。山一投信は三和銀行系列に入りパートナーズ投信となり、他の企業は解散したものもある。太平洋証券の山一証券保有株は住友グループが受入れ、メインバンクにも住友銀行が入った。99年3月期の株主構成は大きく変わることになる。

ナショナル証券は大阪の地場証券であった旧・坂口証券に松下電器産業が出資して成立したもので、上場証券会社としては唯一、事業会社が筆頭株主である。その経緯から、旧・坂口証券オーナーで、長くナショナル証券経営者であった坂口一族の保有が5%を超える。従業員持株会もある。しかし松下グループ保有が合計で98年でも26%超に達する、松下の保有証券会社である。東海丸万証券は東海と丸万の両母体証券がともに中京を地盤とし、メインバンクは東海銀行であった。また2位株主が日興証券であり、5位に日興投信も入る。東海銀行と日興証券の系列企業や、愛知県本社企業も大株主に登場する。

ユニバーサル証券は筆頭株主が大和投信で、10位までに大和証券本体を含む大和グループ企業が4社入っている。従業員持株会も両年次ともに入っている。水戸証券は創業者の小林同族

で4.6-4.7%を持ちつづけ、また社員持株会が90年には筆頭株主、98年でも6位であり、合わせれば98年でも9.2%になる。メインバンクの日本興業銀行グループ、3位株主の日興証券グループに匹敵する保有比率である。明光証券は90年には山一証券(7位)、大和証券(10位)の2証券が入る特別の例に見られるが、98年には両社とも消えた。98年には本来のメインバンクであり大株主である住友銀行とその関連の企業が非常に多くなった。

一吉証券は野村証券が筆頭株主を続ける唯一の上場証券会社であり、野村グループの保有が大きい。また98年に野村証券の9位株主であるステート・ストリート・バンク&トラストが同じく9位に入っている。7位のロイヤル・トラスト・コープ・オブ・カナダ・クライアントと併せて、大株主に外国法人が2社入る例は一吉証券だけである。最後の高木証券も野村証券系で、野村証券本体・野村投信(アセット・マネジメント)を含む野村グループの保有が大きい。筆頭株主は野村土地建物である。98年にはエース証券(野村証券系)が6位に入り、同系の証券会社が2社大株主に入る例となっている。10位の斉藤一政は野村証券出身の高木証券会長である。

これら16社のメインバンクと大株主の関係はどうか。山種証券は90年(5行中4行)、98年(4行中4行)と、さくら銀行色が強まった。コスモ証券は90年(7行中3行)、98年(6行中3行)、第一証券は90年(6行中2行)、98年(7行中2行)、丸三証券は90年(11行中7行)、98年(10行中7行)、東洋証券は90年(6行中4行)、98年(5行中4行)、国際証券は90年(3行中3行)、98年(4行中4行)、東京証券は90年(8行中6行)、98年(7行中4行)、

光世証券は90年（7行中4行）、98年（10行中5行）、太平洋証券は90年（6行中5行）、98年（6行中3行）、ナショナル証券は90年（6行中4行）、98年（7行中3行）、東海丸万証券は90年（7行中3行）、98年（3行中3行）、ユニバーサル証券は90年（4行中4行）、98年（4行中4行）、水戸証券は90年（6行中2行）、98年（6行中2行）、明光証券は90年（6行中1行）、98年（5行中2行）、一吉証券は90年（8行中6行）、98年（7行中5行）、高木証券は90年（5行中2行）、98年（5行中2行）である。前2グループに比べて、さらにバラツキが大きく、一致度100%から、20%以下にまで広がっている。

このグループも再編の過程にあり、旧・山一証券系の太平洋証券は住友生命傘下に入り、日興証券系の東洋証券の筆頭株主も住友生命になった。松下電器産業系のナショナル証券も住友銀行系の明光証券と99年4月1日に合併した。東海丸万証券も同日、旧・山一証券系の内外証券（非上場）と合併した。ユニバーサル証券は4月中に三和銀行あるいは同グループが30%の株式を取得して三和銀行傘下に入る予定である。

さて上場証券会社の資本には大株主として相当数の銀行、信託銀行が入り、その系列の生命保険や一部の火災保険、関連企業が入っていることは事実である。上場企業全体の平均でも金融機関による保有が圧倒的に多い現状と大きくかけ離れているわけではない。

ただし、証券会社にとってメインバンクの存在が一般事業会社と同じであるとはいえない。証券会社は証券取引の仲介、それに係わる金融取引の仲介あるいは当事者たることが主要な業務であり、銀行からの日常的な運転資金借入が

巨額に上ることはない。また、市中からコール等の短期資金を吸収することができ、バブル経済期には自社内部に相当の剰余金を蓄積もした。これまでは顧客預かり金を利用することも可能であったろう。また、強力な免許制に守られた証券業営業は、仮に破綻に瀕したとしても、一般事業会社のようにまずメインバンクの救済機能に依頼するということはなく、大蔵省証券局の指導・監督の下に再編の方策がたてられたであろう。すなわちメインバンクが大株主の相当部分を占めていたにしても、それは必ずしも日常的に銀行支配下にあることを意味せず、危機時の救済型メインバンク機能が保証されていたわけでもない。また個別銀行の持ち株比率は、独占禁止法で5%以内に制約されている現在では、事業会社その他の大株主に比べて大きくなりようがない。

一般事業会社では取引先企業との相互持ち合いが一定の比重を占めるが、証券会社の場合は主たる商品の仕入れ先および販売先といった取引先はなく、発行会社との主幹事関係、あるいは資産運用引受けの関係等が、若干浮かび上がる程度である。グループ保有が巨額に上るような非常に明白な銀行系列色以外は、5%以下の銀行保有の複数併存はゆるやかな「現経営陣護持」を意味するものであろう。銀行支配があったとしても通常の時期はゆるやかなものであったと思われる。

2. 証券会社の役員構成

そうはいっても銀行との関係がまったくなかったわけではない。とりわけメインバンク大株主から証券会社役員に銀行出身者が送り込まれることは——証券恐慌前後の日興証券、山一証券の例のみならず——しばしばあった。ただ

表2 上場証券会社の役員構成（1998年3月期）

出身別	合 計	自 社 ¹⁾	銀 行	事業会社	他証券	その他
大和証券	38	36		2 ²⁾		
日興証券	19	18				1 ⁴⁾
山一証券	45	45				
野村証券	36	34				1 ⁵⁾
三洋証券	21	15	2（東銀、債銀）		2 ³⁾	
新日本証券	29	26	3（興銀）			
勸角証券	18	12	3（勸銀長銀）		2	
和光証券	26	18	8（興銀、三信、日銀）			
岡三証券	24	18	5（菱銀、日銀、興銀、住信）			1 ⁶⁾
山種証券	14	8	5（三銀）		1	
コスモ証券	16	9	5（和銀、長銀）		1	1 ⁷⁾
第一証券	17	10	6（長銀）			1 ⁶⁾
丸三証券	16	13				2 ⁶⁾ 、1 ⁷⁾
東洋証券	17	11	2（菱信、日銀）		3	1 ⁷⁾
国際証券	15	14	1（三銀）			
東京証券	20	19	1（菱銀）			
光世証券	7	2		2	1	1 ⁸⁾ 、1 ⁹⁾
太平洋証券	14	3			11	
ナショナル証券	11	8	2（和銀、さ銀）	1		
東海丸万証券	18	6	7（海銀、中信）		2	2 ⁶⁾ 、1 ⁷⁾
ユニバーサル証券	30	14	1（長銀）		15	
明光証券	15	6	6（住銀）	1	1	1 ⁶⁾
一吉証券	10	3			6	1 ⁸⁾
高木証券	14	4			10	

注1）合併前の会社、及び他社からの若年転入を含む。2）大和（横河電機、住友電気工業）、光世（三光汽船）、ナショナル（松下電産）、明光（住友金属工業）、3）三洋（野村）、勸角（山一、望月）、山種（国際）、コスモ（野村）、東洋（日興）、光世（野村）、太平洋（山一）、東海丸万（日興）、明光（大和）、一吉（野村）、高木（野村）、4）外国金融機関。5）海外部門外国人。6）大蔵省。7）生命保険。8）弁護士。9）新聞社。

（出所）各社有価証券報告書（山一証券と三洋証券は97年3月末）

し、こういう証券会社役員が証券業経営に力をふるったかどうかは、証券恐慌前後の時期を除いては、はっきりしない。実際には、メインバンクの体面を保つためのお飾り役員であった場合も少ないとはいえないであろう。何十年と証券業以上に強い免許行政の下で制約された大銀行の営業のみに携わってきた人材が、相当の年齢になっていきなり証券業経営を理解できるとも思えない。

旧4大証券とそれ以外の証券会社との差は、役員構成において極めて明白である。旧4大証券はほぼすべての役員が自社生え抜きだといっ

てよい。純粋に生え抜きの人間だけで役員が占められたのは山一証券のみであるが、大和証券の事業会社出身者は監査役であり、日興証券と野村証券の海外出身者は海外部門担当、すなわち能力による配置である。国内のメインバンク大株主、生保大株主、あるいは大蔵省出身者は、まったく受け入れていない。旧4大証券以外は多くは銀行を受入れ、そうでない場合は同業の証券会社を受入れるか（光世、太平洋、一吉、高木）、生保・大蔵省を受け入れている（丸三）。旧4大証券を除く上場証券会社の多数は、数はそう多くないがメインバンク大株主

から役員を受け入れており、これらの役員を通じて、日常的にメインバンクからのゆるやかな支配を受けているということができる。

3. 有価証券報告書にみる証券不祥事の記述

社会的には1991年の国内ニュース第1位になった金融・証券不祥事であるが、上場証券会社の有価証券報告書(1992年3月期)ではほとんどみろべき扱いを受けていない(*は訂正報告書が出された例)。この点は大蔵省証券局の証券局年報のネグレクトぶりに勝るとも劣らない。

大和証券 「証券・金融の不祥事や政局の混乱等による……低迷を余儀なくされました」「当社は、不祥事の反省を踏まえて組織・意識の両面で抜本的な改革を行い、投資家の信頼回復に努めるとともに……情報サービスの向上にも注力し」*¹

山一証券 (該当する記述なし)*¹

日興証券 「一連の金融・証券不祥事の影響も加わり……市場エネルギーに欠ける展開……」*^{1, 2}

野村証券 「証券市場においては、景気の後退に加え、一連の証券・金融不祥事の影響を受けて……取引量は低水準にとどまりました。」*^{1, 2}

新日本証券 「証券不祥事による投資意欲の低下、国内景気の後退懸念……」*^{1, 2}

勸角証券 「証券不祥事の発生や企業業績への不安などから……低迷」「一連の証券不祥事が発生し……極めて厳しい展開」*¹

和光証券 (該当する記述なし)*¹

岡三証券 「一連の証券問題なども相場を圧迫し……」*¹

山種証券 「証券金融不祥事がさらに個人投資家の株式離れをおこす……」*¹

コスモ証券 「一連の証券不祥事による先行き不透明感……」*¹

第一証券 「証券不祥事や……悪材料が相次ぎ……」*¹

丸三証券 「需給関係の悪化、企業業績の低下に加え、金融・証券不祥事の影響により市況は一段と軟化……」*¹

東洋証券 「証券不祥事の表面化で見送り気分が強まった……」*¹

国際証券 「証券不祥事が相次いだことや……」「一連の金融・証券不祥事問題の表面化、需給関係の悪化懸念等から……」*^{1, 2}

東京証券 「金融・証券不祥事の続出などにより」*¹

光世証券 「証券不祥事の表面化……」

太平洋証券 「株式需給の悪化や一連の証券不祥事などの影響により……」*¹

ナショナル証券 「証券不祥事の表面化等により……」*¹

東海丸万証券 「一連の金融・証券諸問題の表面化に、景気の実勢悪が加わり……」*¹

ユニバーサル証券 「一連の証券・金融不祥事が重なり……」

水戸証券 「証券不祥事の表面化により株式投資意欲の減退を招き……」*¹

明光証券 「一連の証券不祥事の影響を受けて……」*^{1, 2}

一吉証券 「損失はてんなど一連の証券不祥事が表面化したことから……」

高木証券 「一連の証券不祥事による証券界に対する不信感等」「不祥事の表面化から投資家の意欲がさらに減退し」

証券不祥事の時期を含む、直後の有価証券報

告書に何もそれに関する記述がないものが2社（山一、和光）があるが、記述があるものもこの通りほとんどが「証券不祥事」という言葉を折り込んだだけである。自社の営業姿勢に引きつけた反省的な言葉を入れたのは大和証券1社、損失補填という不祥事の内容を示す言葉を入れたのは一吉証券1社のみであった。その後の大蔵省証券局の行政指導により、多くの証券会社が訂正報告書を提出した（提出しなかったのは光世、ナショナル、ユニバーサル、一吉、高木4証券）。その訂正記載内容は*1「一定の顧客との取引関係維持にかかわる有価証券等の売買損益」が売買損益に含まれ、あるいは*2「取引関係整理に係わる費用」が費用・営業外費用に含まれることを明記したものである。訂正された期間は大略1988年3月期から91年3月期である。証券不祥事に関する有価証券報告書の記録はほぼこれに尽きる。あまりにも外在化された、客観的とすらいうことのできない単純な把握と、損失補填の事実に対する行政指導の結果の画一的な対応に、改めて驚く。

残念ながら、証券不祥事が証券会社のコーポレート・ガバナンスについてどのような意味を持ったかをここから知ることはできない。また株主総会においてどういうやりとりがあったかを調べる時間的ゆとりがなかったのは、筆者の責任である²⁰⁾。しかしながら、その後の時間的経過はこの点にも多くの変化をもたらし、とりわけ社会的制裁の恐ろしさを痛感した証券会社の多くは、証券会社自らのディスクロージャーを若干なりとも拡大する方向に向かっている。直近の有価証券報告書（1998年3月期）は利益供与事件にかかわる不祥事について、限られた範囲内ではあるが前掲不祥事とは比較にならない実質的な記述を掲載している（大和、日興、

野村3証券）。

4. 証券会社のステイクホルダー

一般的に株式会社のステイクホルダー（利害関係者）は、「株主、経営者、従業員、消費者、取引先、債権者等」²¹⁾であろう。これを証券会社に当てはめてみよう。株主と経営者はすでにみたとおりである。表1に見たように上場証券会社は数千人から数万人の個人株主を擁している。従業員については従業員持株会の自社株式保有比率は比較的高いように思われるが、株価の長期的上昇期には従業員株主の会社との一体感を強化したものが、長期的低落時には会社に対する不満感、怨恨の感情をもたらしかねない。従業員持株会は両刃の剣になろう。通常の意味の債権者はメインバンクを中心とする取引銀行、生命保険、外国銀行等、および証券金融会社である。これらは証券会社の「短期借入金」および「信用取引勘定」の借入先であるが、証券会社ではその他の負債科目が非常に多い（表3参照）。有価証券の売買等に伴う顧客からの一時的な預り金、代理事務業務関係の一時的預り金や顧客から徴収した税の預り金(3)、現先取引勘定(7)、債券貸借取引の受入れ担保金(8)、借入有価証券(9)、信用取引・発行日取引・先物取引関係の受け入れ保証金や代用有価証券(10、11)など、個人を含む顧客の他に、短期ファイナンスの相手方として、個別農協などを含む多くの金融機関や事業会社が登場する。

取引先は、証券会社の場合、1) 発行者である事業法人あるいは金融法人、政府体と、2) コンピュータ設備・情報通信機器、事務設備、情報データ等の購入と販売の関係であろう。1)の一部とはかなり密接な法人営業関係を持ち、また2)の相当部分はグループ企業として

表3 上場証券会社の負債

(単位: 億円)

負債科目	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
大和証券	2,204		933		6,880	612	10,642	10,181	14,535	390	3,468
山一証券	1,672	1,600	921	3,742		352		3,017	7,983	396	4,214
日興証券	1,288	720	1,184			596	7,918	9,704	17,094	305	2,202
野村証券	3,218	2,980	2,247		21,103	211	13,144	10,345	38,873	442	3,539
三洋証券	885		316	167		252		114	650	108	1,187
新日本証券	244		402		1,173	330	1,235	1,356	1,703	159	2,521
勸角証券	599		152	191		101		157	14,535	46	428
和光証券	188		238		504	212	1,654	1,324	1,515	98	929
岡三証券	219		220			224			15	176	850
山種証券	36		74	24	16	57				23	211
コスモ証券	129		91	3	50	102	39	95	164	57	319
第一証券	199		119		22	123			50	31	318
丸三証券	53		87			124				33	396
東洋証券	151		55			134				25	276
国際証券	98		418		1,266	93	6,066	463	2,803	177	1,067
東京証券	119		98			104			72	88	313
光世証券			4		14	11				16	43
太平洋証券	71		98			64			84	56	234
ナショナル証券	123		39			124				31	387
東海丸万証券	55		50			190				38	892
ユニバーサル証券	168		146			91			85	62	433
水戸証券	202		68			266				26	531
明光証券	137		32			137		141	100	25	363
一吉証券	15		44			31				11	282
高木証券	31		18			77				16	245

負債科目 1: 短期借入金, 2: CP, 3: 預り金, 4: 前受金・募集等受入金, 5: トレーディング商品, 6: 信用取引勘定, 7: 現先取引勘定, 8: 貸付有価証券担保金, 9: 短期借入有価証券, 10: 受入保証金, 11: 受入保証金代用有価証券
〔出所〕有価証券報告書 (1998年3月期, 山一・三洋証券は97年3月期)

持っている。

最後に消費者である。証券会社営業における消費者とはなにか。証券業務のいずれかの相手方として、あるいはサービスを受ける相手方として登場する経済主体で、一般的にはすべての経済主体がここに含まれる。また、現在証券会社取引勘定を持っているものばかりでなく、将来的に取引勘定を持つかもしれない将来の投資家が含まれる。証券取引法が考える「投資家像」、将来的に証券会社の証券取引に関する勧誘行為の相手方となりうる者がすべて含まれる。しかも、証券取引法は広く国民経済全体の円滑な運営に関する法律であるから、証券

会社が不祥事を起こした場合、「証券市場の信頼性を損なった」として社会一般から非難される。「証券会社の信頼性」ではなく「証券市場の信頼性」が問題にされるところに、証券会社のステイクホルダー概念の把握には一般事業会社とは異なる難しさがあるといえよう。

5. 山一証券自主廃業決定と株主総会

これまでの証券会社には免許制証券業に対する証券行政当局からの制約と、社会一般にまで拡大されるステイクホルダーからの制約とが併存していた。もっとも、日常的に強かったのは前者である。後者は存在感が薄い、不祥事

のようなある種の危機時において、危機の醸成する不安感を吸収して突然急膨張する乾いた海綿のような存在であったと考えられる。1997年11月下旬、突然の山一証券自主廃業決定には証券行政の意志が強く働き、本来ならばもっとも重要なステイクホルダーである株主層の意志はまったく関わりを持ちえなかった。いや株価の低落という点では、所有している株式を売却する、すなわち株主の一部がステイクホルダーたることを止める方法での意思表示を行い、これが最終段階では決定的な打撃になって、実質破綻への道を固めたことは事実である。

世間を驚かせた97年11月22日（土）の新聞報道は「山一証券、自主廃業へ」（日本経済新聞）の見出しで、21日（金）に「大蔵省に自主廃業を申請する方針を固めた」というものであった。山一証券内部ではすくなくとも数ヵ月以上再建策を模索し、独力での立て直しは無理と判断して、複数の外資系金融機関との間で提携交渉をしてきたが、21日米ムーディーズ・インベスターズ・サービスが山一証券の格付けを「投資不適格」としたため、週明けの資金繰りのメドが立たなくなった。32年前、1965年5月の証券恐慌時には山一証券は西日本新聞の「山一証券再建策報道」の衝撃で1週間後には100万円の資金繰りもできなくなった。97年には資金額の桁が違うが、同じく短期資金繰りで行き詰まった。危機時には株価と格付けが、決定的な外部要因となるのである。

さて、「大蔵省へ自主廃業を申請する方針」とはなにか。誰がこの方針を決定したのか。免許制の証券会社は自由勝手に廃業を決定することができない。自主廃業は大蔵大臣の認可を得て可能になる。営業困難に陥った証券会社は、1) 同業他社に吸収合併される、2) メインバ

ンクか大株主、あるいは他の第三者の救済型支援を受けて子会社化する、3) 破産・清算する、4) 会社更生法の適用を受けて再建方策を建てる、5) 自主廃業する、のいずれかになるが、免許制の下ではいずれを選ぶにも大蔵省の承認が必要である。山一証券の場合は組織の継続を考え会社更生法を選択したかったようだが、大蔵省が自主廃業を迫り、これを受け入れざるを得なかったといわれる²³⁾。この背景には、山一証券の経営内容の悪さ、金融・証券ビッグバンの進行過程で従来のような行政の救済型挺入れ行動は不可能になったこと、それどころか証券会社全体の体制立て直しのためにある種のスケープゴート、見せしめともいうべきものを行政が要求したであろうこと、さらには大株主＝メインバンク自体の決定的弱体化（65年当時も山一証券のメインバンクは積極的救済はしなかったが）等がある。行政からの要求であったにせよ、この自主廃業の方針を定めたのは現社長以下数人の執行部であり、株主としてはメインバンクである大株主の一部が相談を受けたかどうかというところであろう。自主廃業へ向けての営業休止は正式には11月24日（月、連休最終日）の臨時取締役会で決定された。

11月24日の営業休止届出書は「損失部分の当社負担を決議——その結果自己資本規制比率は120%を大幅に下回ることとなり」との文言が中心である。大蔵大臣はこれを受けて「業務の方法に関する制限」と「会社財産の保全のための財産管理の制限」を命じた²³⁾。山一証券内部ではこの後社内調査委員会が作られ、「社内調査報告書——いわゆる簿外債務を中心として——」を98年4月に発表した²⁴⁾。この中で、社内調査委員会とは別に「一切の取締役を排除した」専門家の「法的責任判定委員会」を設けたことが

明確にされている。同委員会は98年10月に最終報告書を提出した。この点は株式会社としての山一証券最後の自立性を示したものであろう。

自主廃業は臨時取締役会で決定されたが、株式会社としては正式に株主総会でこれを決定しなければならない。1998年6月26日の山一証券株主総会は解散決議には定数不足で²⁵⁾、会社解散の決議はできないまま今日に至っている²⁶⁾。

本論文冒頭のコーポレート・ガバナンス議論にもどるならば、今後は監査役の有効な活用が期待されている。現実には山一証券のこの15年来については監査役はほとんど何のチェック機能も果たしてこなかった。この間に4回のチェック・ポイントが考えられるが、その都度問題点は明確にされてもその場で解決するには余りに傷みが大きく(すなわち会社の破綻が予想されるため)、痛みの少ない解決方法を選び、抜本的解決の先延ばしを繰り返した結果が、自主廃業にまで至ったのである。

なぜこうなったかをここで明確にすることは筆者の能力を超える。ここまでに見たことから若干の示唆を見いだすならば、大証券会社一般に対するメインバンク大株主の支配力のゆるさ(外部からの経営監視機能が弱い)、山一証券取締役が全員同社生え抜きで占められたこと(一度日銀特融を受けてそれを早期に返済したことから、山一証券内部の結束と自信が強まり、2度目の破綻を回避する先送り主義に異議申し立てがなかった)が挙げられよう。

IV. 登録制証券業株式会社の ガバナンス論

さて1998年12月1日に金融システム改革法の大半が施行され、証券業者免許制は登録制に移

行した。証券恐慌後の免許制移行(規制の厳格化)とは異なり登録制移行は規制の撤廃と重なっているため、既存の免許を受けた証券業者はすべて登録業者に移行した。しかし表面的にはまだ登録制による参入の自由化が爆発的な新規参入を呼ぶといった事態にはなっていない。戦後の証券民主化当時、あるいは第1次高度成長期のように証券業務から得られる収益が社会的に目に見えて大きくなれば、登録制証券業者は激増し、収益が激減すれば激減するというような状況になると思われる。

登録制証券業者に対しては免許制時代のような行政当局による強力な管理監督の体制はなくなる。しかし証券取引法に代表される市場法による管理体制はむしろ厳しくなろう。証券会社のコーポレート・ガバナンスにおいては従来なおざりにされてきたコンプライアンス(法規制の遵守)、すなわち証券業株式会社内部の自己管理能力がもっとも重視される必要があるだろう。この場合のコンプライアンスの対象には自主規制ルールが当然含まれる。証券業に係わる不祥事の大半は、行政当局の恣意的判断を仰ぐのではなく、内部におけるコンプライアンスの水準が高ければ、そしてその活動の結果を積極的に活用しうる取締役会の体制があれば、回避しうるものだからである。そのコンプライアンスの質の点では、前出の証券会社のステイクホルダー概念に「一般社会」が入ることを、少なくとも証券会社内部の担当者は先回りして明確に認識しておく必要があると思われる。

証券取引法においては証券取引所は「有価証券市場を開設し、維持管理する」ことが業務であり、証券会社は証券市場において「証券業務」を行うことが業務である。この証券市場が今後の日本では激変し、多くのルールに取り囲

まれた自由市場として、経験のない時代に入るとすれば、証券会社もこれまでの変化の少ない経験だけでは経営が根本的に困難なことになるう。

注

- 1) 日本証券経済研究所・証券取引法研究会国際部会編『コーポレート・ガバナンス—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』、1994、日本証券経済研究所、所収。
- 2) 同書、69頁。
- 3) 同書、69-70頁。
- 4) 同書、70-71頁。
- 5) 『商事法務』No. 1468、所収。
- 6) 同書、所収。
- 7) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムは経営者、学者、法律家、マスコミ関係者等を擁し、1994年11月に発足、96年末に「コーポレート・ガバナンス原則策定委員会」を発足させた。
- 8) 短資業者は「貸金業の規制等に関する法律」付則第9条の規定により「出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律」（旧出資法）第7条の規定の適用を受ける貸金業者であるが、貸金業規制法施行令第1条第3号に基づく大蔵大臣の告示によって指定され、貸金業規制法の適用が除外されている。『金融年報』平成9年版。
- 9) 小林和子「証券業者登録制の歴史的評価」『証券研究』Vol. 84、「証券業免許制と免許行政の評価」『証券経済研究』第16号、参照。
- 10) 民法学の基本的考え方では、(1)公序良俗に反するもの、国家的独占事業：一般人に営業の自由なし、(2)一般公安・災害予防・風俗取締り・公衆衛生等の見地から、営業の開始に警察の許可を要するもの、(3)公衆保護と国民経済の見地から、営業の開始に行政庁の認可を要するもの（銀行・保険・通運・道運・海運・航空等）がある。末川博編集代表『民法学辞典』上巻、有斐閣、1960、103頁。1960年では証券業は登録制である。
- 11) 小林和子、前掲「証券業免許制と免許行政の評価」参照。
- 12) 昭和40年法90による証券取引法改正法『証券小六法』昭和41年版所収。
- 13) 平成7年法106による証券取引法改正法『証券六法』平成8年版所収。
- 14) 手数料問題については日本証券経済研究所『日本証券史資料戦後編』第7巻、参照。
- 15) 1989年度（1990年3月末）決算において野村証券は過去最高の経常利益で金融・証券界を通じて初の5,000億円台乗せ（推定）と報じられ（1990・2・16付『日本経済新聞』）、実際には4,888億円であつた（『東証要覧』1991）。証券会社全体としても同年度の利益額は1兆8,639億円で、史上最高、前期比206.4%の伸びとなった（『第29回大蔵省証券局年報』平成3年版）。内訳では収入の6割を占める株式委託手数料収入は187.8%増で、全体の伸びの相当部分を占めるが、大手証券に限れば株式委託手数料収入は落ち込み、ワラント売買益や金融収支が大きく伸びた事実がある。
- 16) 日本証券経済研究所編『体系証券辞典』、1971年、141頁。
- 17) 小林和子『株式会社の世紀—証券市場の120年』、1995、74-80頁。
- 18) ステート・ストリート・バンク&トラストは米マサチューセッツに本拠を置く金融機関で、金融資産保管等のサービス、投資管理、商業銀行業務を行っている。Moody's Handbook of Common Stocks、1998-99。カストディー業務では世界最大手で、興銀・野村の確定拠出型年金連合にも外資で初めて参加する。
- 19) 小林和子「救済買収の先例となるのか—大和によるコスモ証券買収を検証する」『エコノミスト』1993・11・8号参照。
- 20) 証券不祥事の当初（91年6月末）とそれが業績に影響したその1年後（92年6月末）と、少なくとも2回の株主総会については調査をすべきであるが、91年6月27日と92年6月26日の両株主総会については日本経済新聞から知るのみである。いづれも夕刊社会面で証券会社の株主総会がトップ記事になった。92年の大和証券は株主総会通知に「お詫び状」を添えたため混乱がなかったようである。
- 21) 前掲「コーポレート・ガバナンス原則」、5頁。
- 22) 山一証券株式会社社内調査委員会「社内調査報告書—いわゆる簿外債務を中心として—」1998年4月（『日経金融新聞』には4・17掲載）第V章「営業休止に至る状況」参照。
- 23) 1997年11月24日「蔵証第2089号」参照。
- 24) 前掲「社内調査報告書」参照。
- 25) 1998年6月27日付『日本経済新聞』によれば株主総会には最高の930人が出席した。
- 26) 山一証券の営業休止届出書を大蔵省に届けた石井茂氏は端的に『決断なき経営—山一はなぜ変わらなかったのか』日本経済新聞社、1998年12月、というタイトルを使われた。これは経営陣全体を指しているが、監査役の機能については山一証券最後の監査役の一人である木下公明氏がコーポレート・ガバナンス・フォーラム勉強会（1999・3・26）で同様の報告をしておられる。（当所東京研究所主任研究員）