戦時期の証券会社経営について

――山一証券を中心に――

深　見　泰　孝

要　旨

戦後の四社体制形成の基礎には，戦前期の店舗規制と戦時統制の果たした役割が大きいとの指摘が従来されてきた。すなわち，取引所取引員への店舗規制が，公社債引受業者の大手業者への成長を助長し，他方で有価証券引受業法による特権的地位の獲得が，株式業者を公社債引受業務から排除し，加えて，引受免許業者がその地位を活用し，株式業務を強化していったためである。

ただ，これらは各社の社史に依拠したものであり，一次史料を用いたものではないため，本稿はこれを一次史料を用いて，当時の証券業者の経営の一端を明らかにし，戦時期に戦後の四社体制の基礎が形成されたのかを再検討することが目的である。そもそも収入で株式業者を圧倒していた，公社債専業者への有価証券引受業法による特権的地位の付与は，公社債業務での業務集中のみならず株式業務の強化をも後押しした。また，店舗政策では，店舗規制は抜け道があり，厳格な運用がされていないにもかかわらず，株式業者が支店網の形成をしなかった理由を考察し，商売の性格，資本面に加え，採算性の低さにあると結論づけた。他方，全国的な支店網を構築していた山一証券では，地方での顧客基盤の拡大のために，証券業者の再編，統合を利用し，支店開設や同業者からの注文の取次だけでなく，地場業者の系列化も進めていたことが明らかとなった。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．戦時期の証券業者の経営分析
　1．戦時期の証券会社の収入構造
　　⑴　引受免許業者に見られる特徴
　　⑵　その他業者に見られる特徴
　　(i)　現物を主とする業者
　　(ii)　仲買を主とする業者
　2．戦時期の証券業者の店舗政策
Ⅲ．戦時期の山一証券の顧客層
Ⅳ．山一証券の地方業者系列化策
Ⅴ．むすびにかえて

Ⅰ．はじめに

戦前日本の金融機関の歴史を取り扱った研究において，証券会社のそれを取り上げた研究は，銀行のそれと比べて著しく少ない。それにはいくつかの理由が考えられよう。一つは，戦前の日本の証券市場は，発行市場と流通市場がバランスよく発達していたわけではなく，流通市場ばかりが拡大し，資本調達市場としての位置づけが，極めて限定的にしか与えられていなかったことがある。また，発行市場での引受業務が，資本蓄積の低位性から証券業者は，銀行の下引受に甘んじざるを得ず，それゆえ，証券業者が企業の資金調達に果たした役割は，銀行に比べて圧倒的に低位にとどまっていたことも，理由の一つに考えられよう。さらに，財閥が傘下企業の株式を閉鎖的に保有していたため，優良企業の株式が流通市場で売買されず，加えて流通市場では現物取引ではなく，清算取引を主とした。それゆえ，取引所市場は「官許の賭博場」と揶揄され，資金運用市場というより，投機的取引の場という性格が強かったことも，その理由として挙げられよう。そして，最後に一次史料の欠如が大きな理由として挙げられよう。

それゆえ，これまで行われてきた先行研究には，管見の限りでは戦前に行われたものに中川［1937］が，戦後行われたものに森［1977，1983］と，二上［1986，1987，1989］しか見当たらなかった。まず，これらを簡単にまとめておくと，以下のようなことが明らかにされている。中川［1937］では，日興証券，藤本ビル・ブローカー証券，野村証券，山一証券，大阪商事を五大証券と位置付け，昭和６年上期から10年下期までの10期の財務諸表を用いて，各社の決算上に見られる特質を明らかにしている。次に，森［1977］では，日本証券取引所大阪支所取引員56社のうち，大阪本店の48社の系譜を遡り，競争上，取引員を不利にした法規制や，1938年の有価証券引受業法と免許８社の再編，つまり，戦時期の統制とそれに伴う企業再編が，戦後の証券業界における大手四社とその他の会社の格差を決定的にしたと述べる。また，森［1983］では，戦後総合証券へと成長した小池証券，野村証券と，昭和金融恐慌で破綻した紅葉屋を事例に取り上げ，その違いを明らかにした上で，有価証券引受業法による特権的地位獲得と，それを利用した株式業務の拡張，さらには取引所取引員への店舗規制が，小池証券，野村証券が戦後，四大証券へと成長する要因とした。

次に，二上［1986，1987，1989］では，証券各社の歴史的出自とその沿革を遡り，戦後の証券業界における編成構造の経路依存性を明らかにした。それによれば，株式業者（取引員）は大正末には一流現物商を頂点とする重層構造が構築されていた。ところが，満洲事変後の実株取引の拡大に伴い，支店網整備が重要性を増すが，株式業者は店舗規制によってそれを阻まれた。これに対し，既にそれを整備し終えていた公社債専業者は，低金利政策の浸潤による株式兼営と，その拡充の際に既存の店舗網が販売網として活用できたことを指摘する。加えて，戦時統制下での有価証券引受業法をはじめとする金融統制が，引受８社による公社債募集取扱業務での寡占体制の確立や，株式発行市場での引受会社や大規模業者への業務集中を齎し，それが戦後の四大証券を頂点とする編成構造形成の基因になったとする。

これら先行研究によれば，戦後の四大証券体制の形成には，戦時統制が果たした役割が大きいことが共通している。しかし，先述のとおり証券会社に関する一次史料はほとんどなく，これらの研究も各社の社史に依拠したものである。そもそも戦時期の業者再編が，後の四大証券とその他業者の格差を決定的なものにしたのか。また，店舗規制だけが株式業者の支店網構築を阻んだのかを中心に，証券業者が戦時期にどのような経営を行っていたのかを明らかにしたい。

Ⅱ．戦時期の証券業者の経営分析

まず，戦時期の各証券業者の規模を確認することから始めよう。1937年から1944年において，３期以上の営業報告書を発見でき，かつ損益計算書の各費目が明らかな21社を事例にしたい[1)]。ここで挙げた21社とは，入サ証券，入丸商店，大阪商事，角丸証券，樫田商店，金万証券，共同証券，共和証券，黒川商店，三協証券，新興証券，相互証券，高山商店，玉塚商店，日興証券，日本勧業証券，野村証券，藤本ビル・ブローカー証券，丸二商店，山一証券，

図表１　各社平均収入額および平均資産額　（単位：円）

払込済資本金	会社名	平均収入額	平均資産額	店舗数
500万円以上	藤本ビルブローカー証券	9,148,668	232,702,687	20(0)
	野村証券	6,068,200	160,369,876	17(1)
	山一証券	4,394,297	78,150,696	20(2)
	小池証券	1,154,975	27,073,089	4 (0)
200万円以上	日興証券	2,005,602	84,625,575	12(0)
	川島屋商店	1,557,312	33,435,628	−
	日本勧業証券	1,543,262	35,598,826	25(5)
	大阪商事	1,512,538	18,375,737	2 (0)
	玉塚商店	669,016	15,087,846	1 (0)
	黒川商店	547,529	10,795,289	1 (0)
	川島屋証券	526,986	13,231,440	5 (0)
	共同証券	505,520	14,164,388	3 (0)
100万円以上	山叶商会	718,742	12,567,032	1 (0)
	角丸証券	656,598	11,571,466	1 (0)
	共和証券	469,797	7,215,982	1 (0)
	金万証券	301,085	4,663,193	1 (0)
	入丸商店	258,619	6,027,182	1 (0)
	高山商店	215,940	1,928,184	1 (0)
	入サ証券	168,544	2,811,859	1 (0)
	丸二商店	115,032	3,052,974	1 (0)
	新興証券	51,930	2,068,035	1 (0)
100万円以下	三協証券	464,402	9,932,713	1 (0)
	樫田商店	272,486	1,389,946	1 (0)
	相互証券	19,830	554,086	1 (0)

（注）１）　なお，払込資本金規模ごとに平均収入額の順に各社を順に並べている。
２）　賃借料，商品取引関連収入，退職手当や税金積立金の戻入は除いている。
３）　店舗数欄の（　）は，出張所，営業所数を示す。また店舗数は1943年末時点のものである。
〔出所〕　各社営業報告書および商業興信所『日本全国銀行会社録』各年版より筆者作成

山叶商会である（以下，大阪商事以外は証券や商店，商会を略記する）。これら21社に，戦後の四社体制を形成する引受免許業者であった小池証券と川島屋商店，後に免許業者となった川島屋証券を加えた24社を対象に，払込済資本金順に平均収入額，平均資産額，店舗数を図表１にまとめた。

図表１から次の特徴が見て取れよう。１点目は戦後，四社体制を形成する引受業者の多くが，収入，資産の両面で業界上位に位置していることである。２点目として，藤本，野村，山一の平均収入額が，他社を圧倒していることである。さらに３点目として，有価証券引受業法に基づく引受免許を取得した引受８社（川島屋商店，共同，小池，日興，日本勧業，野村，藤本，山一）の平均資産額をみると，藤本と野村が１億円以上，日興，山一が約8,000万円，日本勧業，川島屋商店，小池が約3,000万円，共同が1,500万円と保有資産に大きな差が生じていることである。最後が，複数店舗を有する会社が，日本勧業，藤本，山一，野村，日興，川島屋証券，小池，共同，川島屋商店，大阪商事の10社に限られている。しかも，この10社のうち引受８社以外では，大阪商事しか複数店舗を有する会社がない。つまり，複数店舗を有した会社は公社債専業者に多く，株式業務を主とする業者にはあまり見られないのである。次に，なぜ藤本，野村の平均収入額が多いのか，各社の営業報告書を用いて，収入構造を検討したい。

1. 戦時期の証券会社の収入構造

戦前の証券業者は，先述したとおり様々な業態が見られた。取引所取引を行う業者では，顧客からの委託注文を中心とした業者，自己売買を主とした業者があり，取引所外での現物証券の売買を主とした業者もあった。さらには，公社債専業の業者もあった。こうした業態の違いを踏まえながら，引受免許業者の収入が総じて業界内でも上位となった理由はなぜか。営業報告書で収入費目ごとの収入額が判明する21社を対象とし，有価証券引受業法に基づく免許業者とその他業者に分けて検討していこう。

（1） 引受免許業者に見られる特徴

有価証券引受業法による免許とは，公社債引受を行う業者の資格を制限するものである。従来，公社債の引受は銀行，信託会社，証券業者によって行われていた。しかし，銀行は銀行法，信託会社は信託業法によって監督されてきたものの，証券業者に対する監督規制は行われておらず，起債市場の健全化を名目に設けられた監督規制である。この法律により，川島屋商店，共同，小池，日興，日本勧業，野村，藤本，山一の８社が免許を受けた。そこで，1938年から1943年における，営業報告書に費目別の収入額が記述されていた引受免許業者６社の，総収入に対する各収入費目の比率を図表２にまとめた。

図表２によれば，山一，共同を除く引受免許業者各社で貸付利息の比率が高く[2)]，手数料収入のそれが低いことが見出せる。諸手数料の比率が低いのは，山一以外の引受免許業者は元々公社債専業者であり，その多くは1930年代前半に株式業務にも進出していたものの，それは実物取引であり，清算取引への参入は1940年代になってからであったためであろう。このことを踏まえ，引受免許業者の収入を見ると，いくつかの特徴が見いだせる。すなわち，①日興，日本勧業，野村，藤本では貸付金による利子収入

図表２　引受免許業者の収入額とそれに占める各収入費目の比率　（単位：万円）

		1938年	1939年	1940年	1941年	1942年	1943年
藤本	債券利子	18.60%	12.76%	6.52%	10.00%	9.44%	12.05%
	株式配当金			5.23%	5.57%	3.70%	2.78%
	引受及募集手数料	3.70%	4.71%	3.72%	4.40%	4.08%	4.12%
	有価証券益	6.51%	26.40%	29.28%	19.00%	37.43%	36.21%
	貸付金利息	70.01%	52.44%	34.32%	37.58%	22.56%	14.64%
	受入雑利息			13.12%	20.90%	20.31%	25.63%
	投資信託報償金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%
	諸手数料	0.84%	3.57%	7.46%	2.14%	2.27%	3.51%
	雑益	0.35%	0.12%	0.34%	0.41%	0.22%	0.86%
	収入額	656.84	1201.47	1469.17	1043.17	1083.41	1059.36
山一	債券利子	−	2.59%	5.91%	12.86%	4.48%	4.88%
	株式出資証券配当金	−	8.01%	8.30%	10.66%	6.52%	4.13%
	引受及募集手数料	−	6.23%	6.27%	9.87%	5.76%	5.67%
	有価証券益	−	79.72%	74.45%	54.96%	73.52%	76.77%
	貸付金利息	−	0.83%	1.10%	4.96%	2.57%	1.27%
	受入雑利息	−	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.23%
	投資信託報償金	−	0.03%	0.08%	0.06%	0.03%	0.06%
	諸手数料	−	2.34%	3.28%	5.47%	6.27%	6.34%
	雑益	−	0.26%	0.60%	1.16%	0.85%	0.66%
	収入額	−	997.57	1121.02	494.80	830.37	798.79
野村	債券利子	11.25%	12.84%	8.73%	12.47%	7.36%	6.43%
	株式配当金	2.17%	1.37%	2.71%	5.79%	1.20%	3.61%
	引受及募集手数料	9.82%	10.18%	6.29%	8.69%	4.24%	3.51%
	有価証券益	16.83%	25.40%	54.64%	39.05%	67.16%	64.78%
	受入利息	57.88%	47.83%	25.18%	30.54%	17.58%	17.39%
	投資信託報償金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.29%	0.95%
	諸手数料	1.77%	2.28%	2.34%	2.88%	2.01%	2.84%
	雑益	0.27%	0.10%	0.11%	0.57%	0.15%	0.49%
	収入額	386.08	535.62	853.31	550.03	1096.36	1162.59

		1938年	1939年	1940年	1941年	1942年	1943年
日興	債券利子	31.10%	20.10%	29.73%	37.46%	30.07%	25.51%
	株式配当	0.05%	0.00%	1.21%	2.27%	2.11%	1.62%
	引受及募集手数料	35.67%	34.07%	28.62%	27.30%	27.87%	21.49%
	有価証券益	6.07%	7.93%	8.90%	4.40%	8.68%	12.80%
	貸付金利息	25.67%	34.31%	28.36%	24.23%	20.57%	30.67%
	諸手数料	1.36%	3.53%	3.11%	4.28%	5.29%	5.83%
	受入雑利息	0.06%	0.05%	0.06%	0.04%	5.41%	2.08%
	雑益	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.00%
	収入額	117.05	175.02	185.52	182.02	206.60	225.25
日本勧業	債券利子	−	0.59%	0.98%	1.10%	0.92%	1.96%
	株主配当	−	0.40%	0.03%	0.02%	0.00%	0.04%
	引受及募集手数料	−	3.83%	7.89%	4.50%	4.02%	4.78%
	有価証券益	−	14.53%	17.38%	15.55%	18.95%	16.35%
	貸付金利息	−	67.90%	60.74%	64.97%	60.08%	54.41%
	諸手数料	−	7.32%	7.14%	7.07%	6.33%	11.26%
	受入雑利息	−	0.09%	0.08%	0.08%	0.06%	0.07%
	不動産売買益	−	0.00%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
	月報及号外売上代金	−	2.75%	3.21%	4.09%	4.51%	4.60%
	雑益	−	2.59%	2.49%	2.61%	5.13%	6.54%
	収入額	−	154.13	156.87	150.46	162.27	166.20
共同	債券利子	19.60%	20.34%	25.56%	34.13%	23.00%	21.02%
	手数料	0.00%	0.00%	1.51%	0.00%	0.00%	0.00%
	引受及募集手数料	63.00%	53.51%	33.02%	32.36%	25.51%	32.03%
	有価証券益	7.61%	20.82%	28.75%	4.93%	25.60%	15.11%
	貸付金利息	7.81%	4.94%	8.59%	18.12%	13.72%	7.88%
	諸手数料	1.84%	0.24%	1.96%	9.06%	10.98%	20.98%
	投資信託補償金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%
	受入雑利息	0.05%	0.03%	0.17%	0.85%	1.05%	2.01%
	雑収入	0.09%	0.10%	0.45%	0.56%	0.13%	0.27%
	収入額	30.13	52.21	76.00	66.39	85.15	60.04

〔出所〕　各社営業報告書より作成

が多く，②共同は引受募集手数料が多い。ところが，③山一は有価証券益が多いことである。

まず，①の会社の特徴から見ていこう。これらの業者の特徴として，創業以来，手形業務を行っていたことが挙げられる[3)]。すなわち，日興は日本興業銀行を背景に，創業時から興銀からの融資を原資に，証券の引受，それの顧客への売買を行うとともに，顧客への証券担保貸付や手形貸付なども行っていた[4)]。また，藤本では創業時から隔地間の手形売買を行っており，その際に形成された地方銀行とのネットワークを活用して，公社債引受業務に参入していた[5)]。また，野村でも創業時以来，将来社債発行が可能な会社の手形の売買を金融業務として行っており，これら３社は，いわゆる社債前貸しを行っていたのであった[6)]。

他方，日本勧業の貸付は，他の３社とは少し様相を異にした。他社は社債の発行が可能と思われる企業に対して社債前貸しを行っていたが，日本勧業の場合は少額債券を担保とした払込資金の貸付[7)]であり，勧業債券保有者を対象にした小口の貸付が中心であった。この点で，同じ貸付ではあるが，日興，野村，藤本の３社と日本勧業のそれは，対象や貸付額に大きな相違があった。

また，金融業務の収入に占める比率も，日興，野村，藤本の３社では，やはり異なった推移をしていた。すなわち，日興は1927年以降３～５％台で推移していたが，1934年から上昇を始め，1936年11月期には13％を占めるまでに増

加し，そのまま20～30％を維持していた。他方，藤本では1933年の兼業部分離後も，50％台を維持していたものの，戦時期には年々比重が低下しており，野村も同様の推移を見せた。ただ，比重は低下しているが，金額ベースではそれほど減っておらず，恒常的に藤本は300～500万円，野村では約200万円の貸付利子を得ていた。

では，これらの業者が行った貸付の内容を見てみよう。図表３に各社の貸付内容をまとめた。図表３によれば，日興，野村，藤本の貸付が，社債前貸しから金融取引へと変化していることが分かる。社債前貸しとは，社債発行が可能な企業が発行した単名手形を割り引いて貸付を行い，それが相当額まで累積すると，その企業に社債を発行させて，返済を行わせるものである。その際，証券業者は発行された社債を引き受け，貸付利息と引受手数料を得るのであ

図表３　引受免許業者の貸付種類別残高の推移　（単位：千円）

		川島屋	共同	小池	日興	日本勧業	野村	藤本	山一
1938年	手形貸付	2,121	1,306	1,000	11,857	－	28,304	49,016	5,246
	割引手形	－	－	－	0	－	49,646	28,913	0
	コールローン	－	0	0	3,338	－	500	36,287	0
	証書貸付	－	－	－	－	－	－	1,023	－
	貸付金	－	－	－	0	28,029	－	20,612	－
1939年	手形貸付	2,328	4,720	993	14,811	3,225	36,646	104,165	2,919
	割引手形	－	－	－	0	－	48,335	59,027	0
	コールローン	－	0	400	14,194	－	1,100	42,580	0
	証書貸付	－	－	－	－	21,832	－	1,674	－
	貸付金	－	－	－	0	0	－	0	－
1940年	手形貸付	2,896	1,637	300	14,241	3,264	10,574	113,464	7,308
	割引手形	－	－	－	0	－	36,026	66,641	0
	コールローン	－	540	150	12,188	－	1,435	26,999	0
	証書貸付	－	－	－	－	21,502	－	69	－
	貸付金	－	－	－	0	0	－	0	－
1941年	手形貸付	4,069	2,667	300	11,911	3,162	7,646	83,419	9,011
	割引手形	－	－	－	0	－	22,778	28,694	1,514
	コールローン	－	3,925	0	15,520	－	1,400	31,649	0
	証書貸付	－	－	－	－	22,605	－	60	－
	貸付金	－	－	－	0	0	－	0	－
1942年	手形貸付	4,136	1,261	300	12,561	3,522	7,266	59,219	6,117
	割引手形	－	－	－	6,601	－	13,746	10,195	3,752
	コールローン	－	4,525	0	12,600	－	1,550	23,488	0
	証書貸付	－	－	－	－	22,512	－	59	－
	貸付金	－	－	－	0	0	－	0	－
1943年	手形貸付		910	0	35,609	3,345	4,773	43,760	5,575
	割引手形		－	－	2,150	－	6,633	10,726	3,800
	コールローン		530	350	10,126	－	0	14,700	0
	証書貸付		－	－	－	25,136	－	49	－
	貸付金		－	－	0	0	－	0	－

（注）１）　表中の数値はすべて上半期，下半期の平均値である。
　　２）　表中の－は，採録期間中の営業報告書に記載のない勘定項目である。
〔出所〕　各社営業報告書より作成

る。したがって，社債前貸しである場合は，手形の割引による貸付が多いはずである。しかし，図表３によれば1937年以降，野村と藤本を除く６社は，ほとんど手形割引を行っておらず，手形割引を行っていた２社も，野村は1938年を，藤本は1940年をピークに，手形割引の残高を減少させていた。つまり，この時期に貸付の目的が，社債前貸しから金融取引へと変化していたのである。その理由を考えると，次の２点が考えられよう。

一つは臨時資金調整法による起債統制であり，もう一つが銀行等資金運用令の施行である。すなわち，臨時資金調整法によって起債業種が大幅に制約され，従来のように債務が一定額累積したときに，社債を発行させて回収することが業種によって困難となったことである。また後者は臨時資金調整法では設備資金に対する統制が行われたが，証券引受会社とビルブローカー業は，それによる設備資金貸付規制の適用外であった。したがって，証券引受会社やビルブローカー業への規制の影響は，銀行と比較して軽微なものであった。しかし，統制の不完全を理由に，証券引受会社とビルブローカー業に対しても，銀行等資金運用令で運転資金のみならず，設備資金の貸付や，手形割引も許可制が採られた[8)]。このため，証券業者による手形割引が減少したものと考えられる。

では，野村と藤本は貸付を減らし始めた後，どの業務に注力したのだろうか。図表２によれば，比率を伸ばしているのは有価証券益である。すなわち，実物株式や国債などの売買であった。両社とも国債消化への積極的な協力[9)]や地方での社債の販売に加え，引受免許業者の地位を利用し，株式業務の強化にも注力していた[10)]。両社の収入が増えた1939年，40年，42年43年は金融緩和が行われたことや，戦況が良好だったこともあって相場も好調であり，株式の売出が相次いだ時期である。証券業は市況依存産業であるとされるが，この時期は，藤本，野村に限らず，図表３に挙げた業者の収入は，例外なく増えていた。また，野村などの清算取引への参入時期が，統制の強化とともに貸付金が減少する時期とほぼ同時期であるのは，貸付利子の低下を補完するための参入と考えられよう[11)]。

最後に，共同と山一についても検討しておこう。共同が引受募集手数料の比重が高いのは，その設立に背景がある。共同は東京現物団の各社（角丸，山叶，玉塚，川島屋商店）が公社債引受業務を切り離して，公社債引受専業会社として設立された会社であった。そのため，その募集は東京現物団加入各社によって行われており，それゆえ引受募集手数料に収入が偏重していたのであった。また，山一は前身の山一合資時代から株式業務も行っており，高橋財政期以降，実物株取引が盛んになると，主たる売買商品を実物株式へと変化させており，他社と比較して社債前貸しの必要性が低かった。そのため，貸付には重きを置かずに，現物株式や国債の売買に注力し，有価証券益が収入のかなりの部分を占めるようになったものと思われる。

（２）　その他業者に見られる特徴

次に，株式業者と地方業者に見られる特徴を見ていこう。そこで，これら業者の収入額と，それに占める収入費目別の比率を図表４にまとめた。株式業者には現物業者と仲買業者の二つの形態があり，前者の収入上の特徴は，大阪商事に見られるように，一旦手持ちした商品在庫を販売するため，有価証券益が大きくなること

図表４　15社の収入額とそれに占める各収入費目の比率　（単位：万円）

		1938年	1939年	1940年	1941年	1942年	1943年
大阪商事	受入利息	10.68%	6.94%	8.85%	7.58%		
	配当金	0.00%	0.00%	1.44%	2.42%		
	有価証券益	89.32%	90.04%	88.39%	90.00%		
	受入手数料	0.00%	3.02%	1.32%	0.00%		
	その他収入						
	収入額	117.70	134.73	153.96	172.93		
黒川	受入利息	0.69%	0.25%	0.80%	1.18%		0.98%
	配当金	68.07%	25.41%	90.11%	86.58%		32.86%
	有価証券益	0.52%	70.18%	4.70%	1.46%		47.30%
	受入手数料	8.00%	2.62%	0.00%	4.79%		17.03%
	その他収入	22.73%	1.55%	4.40%	5.99%		1.84%
	収入額	77.97	132.39	47.29	47.28		107.80
山叶	受入利息	8.98%	5.87%	8.58%	13.81%	8.85%	8.37%
	配当金	15.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	有価証券益	19.83%	45.34%	40.14%	38.36%	45.32%	56.30%
	受入手数料	51.95%	46.53%	46.09%	40.40%	43.93%	31.56%
	その他収入	3.37%	2.26%	5.18%	7.44%	1.90%	3.77%
	収入額	65.46	77.31	76.85	53.07	90.26	83.36
玉塚	受入利息	26.86%	15.75%	20.16%	21.61%	9.76%	18.42%
	配当金						
	有価証券益	6.81%	12.35%	5.79%	18.65%	29.09%	30.80%
	受入手数料	66.05%	71.79%	73.49%	59.57%	61.03%	50.39%
	その他収入	0.27%	0.10%	0.57%	0.17%	0.12%	0.39%
	収入額	48.60	59.09	66.78	56.53	85.55	90.02
角丸	受入利息	8.46%	8.02%	8.46%	9.50%	4.56%	10.76%
	配当金	12.10%	6.70%	11.05%	7.11%	3.63%	
	有価証券益	13.08%	26.11%	33.03%	45.38%	46.66%	60.30%
	受入手数料	63.98%	59.04%	46.39%	37.71%	44.93%	24.65%
	その他収入	2.37%	0.13%	1.08%	0.30%	0.23%	4.29%
	収入額	64.91	67.82	72.57	53.77	83.09	38.19
三協	受入利息			48.71%		17.17%	19.13%
	配当金			39.61%		29.64%	51.51%
	有価証券益			11.66%		53.14%	27.92%
	受入手数料			0.02%		0.05%	0.07%
	その他収入			0.00%		0.00%	1.37%
	収入額			55.47		66.79	68.69
共和	受入利息	20.29%	23.09%	21.70%	19.14%	18.11%	17.86%
	配当金	22.22%	27.78%	26.58%	24.85%	25.01%	26.82%
	有価証券益	13.45%	7.91%	9.14%	10.95%	9.27%	7.19%
	受入手数料	41.81%	37.98%	39.86%	43.40%	46.12%	46.70%
	その他収入	2.23%	3.25%	2.72%	1.67%	1.48%	1.42%
	収入額	62.04	47.37	65.38	52.58	79.62	72.37
入丸	受入利息						
	配当金						
	有価証券益	39.99%	48.11%	46.95%	32.72%	40.16%	45.71%
	受入手数料	56.05%	50.22%	51.35%	59.13%	59.04%	52.41%
	その他収入	3.96%	1.67%	1.69%	8.15%	0.80%	1.88%
	収入額	42.22	41.06	53.76	24.97	50.17	44.30

		1938年	1939年	1940年	1941年	1942年	1943年
樫田	受入利息			0.00%	3.64%		3.41%
	配当金						
	有価証券益			1.93%	0.00%		14.86%
	受入手数料			96.31%	95.09%		71.64%
	その他収入			1.76%	1.27%		10.09%
	収入額			54.29	34.05		25.21
金万	受入利息	6.16%	8.35%	5.30%	9.30%	5.28%	5.06%
	配当金						
	有価証券益	9.05%	22.29%	32.77%	19.25%	20.79%	32.17%
	受入手数料	83.38%	68.43%	60.02%	69.97%	69.12%	62.06%
	その他収入	1.42%	0.94%	1.91%	1.48%	4.81%	0.71%
	収入額	33.10	30.70	38.11	20.13	31.17	29.55
高山	受入利息	3.74%	3.30%	3.59%	5.60%		
	配当金						
	有価証券益	13.34%	11.46%	19.45%	14.97%		
	受入手数料	77.16%	83.57%	78.42%	78.53%		
	その他収入	5.76%	0.00%	1.58%	11.23%		
	収入額	18.20	25.15	22.79	18.06		
入サ	受入利息	0.14%	0.18%	6.26%	21.52%	15.08%	20.42%
	配当金	67.91%	84.04%	76.71%	68.34%	51.06%	51.84%
	有価証券益	31.22%	15.41%	16.32%	9.61%	33.25%	25.91%
	受入手数料	0.73%	0.36%	0.70%	0.53%	0.61%	1.83%
	その他収入						
	収入額	20.82	18.02	17.71	13.36	15.27	16.08
丸二	受入利息					7.76%	
	配当金			26.51%	17.32%	9.74%	
	有価証券益			1.50%	14.55%	32.38%	
	受入手数料			72.00%	67.78%	48.28%	
	その他収入				0.34%	1.84%	
	収入額			8.38	10.78	22.49	
新興	受入利息	13.65%	28.70%			34.20%	
	配当金	45.49%	63.51%			64.83%	
	有価証券益	40.84%	7.79%			0.00%	
	受入手数料						
	その他収入	0.02%	0.00%			0.97%	
	収入額	8.08	6.09			1.06	
相互	受入利息			69.76%	37.56%	16.34%	24.62%
	配当金			25.55%	4.69%	0.84%	1.66%
	有価証券益			0.00%	22.77%	82.81%	71.14%
	受入手数料			4.69%	27.80%	0.01%	0.00%
	その他収入			0.00%	7.18%	0.00%	2.58%
	収入額			0.87	1.64	3.73	2.22

（注）　収入額には繰越金や戻入金を除外している。
〔出所〕　各社営業報告書より作成

であり，後者のそれは受入手数料を主とすることである。このことを踏まえて，戦時期の両者の特徴を見ていこう。

（ｉ）　現物を主とする業者

図表４に掲載した15社のうち，現物取引を主とする現物商は，大阪商事，黒川，三協，新興の４社見られる。大阪商事は，自社の社史でも「６大証券」と呼ばれていたと記述[12)]している

ように，免許の交付はされなかったものの，有価証券引受業法による免許申請もしており[13]，収入額では日本勧業や共同を上回る規模で営業していた。大阪商事の商売は自社の店舗網を全国に形成して顧客に証券を販売するのではなく，全国に100を超える取引業者のネットワークを構築し，その間に立って問屋機能を果たすものであった[14]。

その商売は，貸借対照表では有価証券を2,000万円から3,000万円保有していたのに対し，配当金が少なく[15]，一時的に証券を他の業者から買い取って手持ちし，間をおかずに別の取引業者に転売し，有価証券益を稼ぐことに徹していた。図表４には，損益計算書に収入費目の記述がなくなったため，1942年以降の数値を記載していないが，収入は1942年末にピークを迎え，1943年12月期以降，急減している。これは後に述べる業者整理により，地方業者の再編統合が行われたことも一因と考えられる。また，ネットワークの縮小に加えて，販売商品の側面からも影響があった。大阪商事の販売商品は，貸借対照表に保有証券の内訳が明記される1940年以降，株式が60～75％を占めており，現物株を主として取り扱っていた。ただ，1942年以降，薄口銭の国債が25～35％へと上昇するとともに，株式のそれが低下しており，そのことも収入を減少させる一因になったと思われる。

また，黒川や三協，新興では，配当金が多い年と有価証券益が多い年が見られる。有価証券益が大きく変動しているが，この勘定は売買益や評価益などで構成され，市況変動により収入が大きく左右される。黒川の場合，資産の７，80％を，三協も６，70％を株式で保有していた。そして，その主たる買付費用は黒川では支払手形，三協は借入金であるため，短期保有を前提としていたと思われる。また，三協は1940年に国債利子を約16万円計上しているが，当時，多くの証券業者で債券の手持ちが増加し，払込資金に窮したため，銀行借入で破綻回避を図った時期であり[16]，在庫が捌ききれずに，結果として国債利子が増えたのであろう。

（ii） 仲買を主とする業者

次に，仲買業者に見られる特徴として，その多寡は別として，受入手数料の比重が年々減少している一方で，有価証券益のそれが増加していることが挙げられよう。ただ，これらの業者には，取引所取引（委託売買と自己売買）を主とする業者と，現物業務や募集業務を兼務しているものがある。

前者には入丸，入サ，樫田，金万，共和，高山，丸二が該当しよう。このうち，樫田，金万，高山，丸二が委託売買を主とし，入丸，入サ，共和は清算取引での鞘取りも行っていた。委託売買を主とした業者のうち，樫田を除く３社は，徐々に国債や現物株取引にも注力し，有価証券益の比率を上昇させていた点が共通していた。金万では貸借対照表の実物勘定が拡大する傾向にあり，これとほぼ軌を同じくして有価証券益が増えている。高山は昭和初期には鞘取専門店と評価されていたが[17]，戦時期になると鞘取利益と実物取引収入が逆転し，かつ，その差は拡大していた[18]。つまり，実物取引収入の拡大が，有価証券益の増加を主導していた。最後に京都の丸二は，後に触れる神戸の樫田と異なり，資産の40％前後を商品勘定と債券部勘定で保有していた。こうして，これら３社は受入手数料の減少を有価証券益で補い，収入額も横ばいないし拡大させていた。

他方，樫田は神戸の業者であり，清算取引の

委託手数料収入に多くを依存していた。ところが，日本証券取引所法施行が転機となり，神戸取引所で清算取引が執行できなくなった。このため，兼業していた商品取引に注力したが，委託手数料収入の減少を補うほどの収入が挙げられず，収入額も年々下降を辿った。

また，入丸，入サ，共和は委託売買とともに，鞘取りなどの自己資金の運用を行っていた。入丸は有価証券勘定で少ない期では200万円，多い期で900万円の有価証券を保有していたにもかかわらず，利子，配当金が一切損益計算書に見られない。また，その原資も借入金と割引手形であり，しかも割引手形の比率が上昇していることからも，短期での売買を目的としていたことが分かる。次に，共和は1933年の設立当初は鞘取りを中心としたが，徐々に委託注文を扱うようになる[19]。決算では顧客注文による収益と，自己売買部門の収益は完全に分けられ，自己売買部門は証券部損益計算書として別建てで決算が行われていた。証券部では売買益，公社債利子，配当金，短期取引繰延料収入が計上されており，実物では配当取り，長期，短期問わず清算取引で鞘取りが行われていたと考えられる。最後に，入サは，短期清算取引での鞘取りを主としていたが，日本証券取引所法施行に伴う短期清算取引の廃止により，同社は廃業を決意したとされる[20]。

他方，後者には角丸，玉塚，山叶が該当しよう。これらの３社は共同を設立した際の母体であり[21]，東京現物団に加盟していた。それゆえ，公社債は共同，株式は東京現物団を通じて引受を行っていた。３社に共通するのは，受入手数料の比率が年々減少する一方で，有価証券益が拡大していたことである。そこで，受入手数料の内訳を見てみると，清算取引の委託手数料は年々減少していたが，募集手数料も1939年をピークに急激に減少していた。これは，投機抑制に加えて，消化三分主義の採用により，公社債の公募発行が減ったことに起因するものであろう。

また，角丸，山叶が玉塚より委託手数料の減少が大幅だったのは，両社の顧客が，信用の厚い特定顧客を中心にしていたのに対し，玉塚はそうした方針を採らなかったためであろう[22]。また，有価証券益についても現物取引による利益に加え，清算取引での運用も行われていた。山叶は社史で1939年以降，自己売買に比重が移ったことが記述されており[23]，角丸，玉塚も清算仕切勘定があることから，自己資金で客の清算取引に応じていたのであった。

このように，引受免許業者は貸付金を収入の基礎に置き，それに有価証券益，手数料収入が上乗せされる構造となっていた。また，引受業者の地位を活用した株式業務の強化も行われ，そのことが有価証券益の一層の押し上げにも寄与した。これに対し，その他業者の場合，業務の性格上，現物商は有価証券益，仲買業の場合は手数料収入に収入が偏重する。そもそも株式業者は小資本であることに加えて，有価証券引受業法の施行により，業務が限定されたため，仲買業者が現物取引や清算取引での鞘取りなどに注力するものの，全国的な支店網がないことと，資本の面から引受免許業者と比較して，有価証券益の拡大は極めて限定的であった。

2. 戦時期の証券業者の店舗政策

次に，引受８社が戦後，四大証券体制を形成できた一因に，全国的な店舗網の存在が指摘され，これには当時の店舗規制が大きく関係したとされる。すなわち，明治期から取引所の定款

によって，取引所仲買人は支店開設が禁じられていた[24]。しかし，取引所定款による規制では不十分であり，地方への注文取次人の派遣や，取引所の管轄地区外，外地で営業する者が後を絶たなかった。そこで，農商務省は明治45年に，地方長官宛に「仲買人支店出張所及類似営業禁遏取締ニ関スル件」という表題の次官通牒を出し，取引所仲買人の支店，出張所の廃止および開設を禁じた[25]。こうして，取引所定款による規制から，次官通牒へと規制を強化したわけだが，それでもなおその効果が十分には発揮されなかったため，大正３年の取引所法改正の際，その第11条の４に「仲買人ハ第二項但書ノ場合ヲ除クノ外支店，出張所其ノ他何等ノ名義ヲ以テスルヲ問ハス，其ノ本店以外ノ場所ヲ以テ，売買取引ノ取扱ヲ為ス場所ト為スコトヲ得ス。何人ト雖，定期取引ノ委託ノ代理，媒介又ハ取次ヲ営業ト為スコトヲ得ス。但シ仲買人，農商務大臣ノ認可ヲ受ケタル場合ハ，此ノ限ニ在ラス[26]」と規定し，法律によって取引所仲買人の支店開設を禁じたのであった[27]。

こうした店舗規制により，取引所仲買人による支店開設は困難となり，したがって，森［1977，1983］は，この規制が株式業者による全国的な支店網形成を阻み，公社債専業者の四大証券化を助長したとするのである。たしかに図表１によれば，支店を開設しているのは公社債専業者を中心としている。ただ，山一は公社債を扱ってはいたものの公社債専業者ではなく，現物商でもあり，株式仲買人を嚆矢とする業者である。ではなぜ，山一は支店開設が可能だったのだろう。

山一は，前身の山一合資時代の1919年に，横浜派出員詰所を開設し，以来，全国的な支店網を形成している。これが可能だったのは，山一の場合，山一自身が取引所仲買人だったのではなく，杉野喜精が個人で東株仲買人となり，その業務を執行する山一商店を山一とは別に設置していたからである。したがって，山一は顧客から受けた注文の執行を，皮相的には山一商店に再委託する形態を採っていた[28]。つまり，この店舗規制があったから，株式仲買業者による全国的な支店網形成は困難とするのは，規制の過大評価と言えよう。

それでは，株式業者はなぜ支店網の形成をしなかったのだろうか。それには各社の商売の性格が大きく関係している。山本［1935］は，当時の取引員を一流から四流に区分けし，小布施，六二，山一ら顧客の委託注文の執行を専門とする業者を一流取引員とした。そして，自己売買専門業者ではあるが，鞘取りを主とする業者を二流取引員と位置付け，自己思惑を主とする，いわゆる「手張り屋」を三流取引員，さらにはいわゆる「呑み屋」を四流取引員と位置付けていた。ここから明らかなことは，二流，三流業者はそもそも自己売買を主としており，営業網を必要としない。また，「呑み屋」の商売は，新聞雑誌に広告を掲載し，希望者にパンフレットを送り付けて，顧客を勧誘するため，やはり営業網を必要としない。そして，一流取引員であっても，主たる顧客は，株式を担保に融資を行った金融機関や地場業者，そして一部の富裕層であったと考えられ，顧客が一定の地理的範囲に限られていたことが，支店開設を止まった一因と考えられる。

また，株式の売買を行う業者には，取引員の他に現物商があるが，現物商の商売は，現物株や債券を仕入れて，それを顧客に販売する。一方で，顧客が保有する株式や債券を買い取り，転売するものである。現物商の場合，大阪商事

のような大手現物問屋は，全国の現物商をネットワーク化し，地域を超えて現物証券の売買に応じていた。これは支店開設の費用も不要で，顧客開拓の費用も個人を相手にするわけではないため，大幅に節約できるという利点があった。他方，小資本で営業していた各地の現物商の場合，才取人が各業者の店頭を回って出合いをつけていた。このため，営業網はなくとも商売が可能だった。つまり，資本の問題はいうまでもなく，商売の性格上，支店を必要としなかったことが考えられる。

さらに，もう一つの要因として，支店を開設するには当然，採算がとれなければならない。そこで，次に地方支店の採算性を検討しておこう。ただ，史料の制約から，山一の1938年下期から，1943年臨時期の11期に限られるが，支店別当期純利益の推移を，図表５にまとめた。

これによれば，1941年以降，本店の当期純利益が極端に低迷している。これは1941年上期，下期，1942年下期に有価証券損益の多額な損失計上に起因している。山一の収入に占める本店の比率は，全期間を通じて90％前後を占めており，本店の収入減は会社全体の収入減に直結した。さて，支店の採算性であるが，全期間を通じて利益を上げていたのは，17店舗中，名古屋，新潟，浜松，京都，京橋，神戸，高松，仙台の８店舗に過ぎず，地方支店の収益への貢献は，1941年までは20％程度にとどまる。しかし，1942年以降は一転して，有価証券損益の改善により，採算性は向上していく。本店と各支店になぜこれほどの違いがあるのか。そこで各支店の貸借対照表を見ると，本店と大阪支店を除いては，ほとんど有価証券勘定に資産が計上されていない[29)]。つまり，1942年頃から，戦況

図表５　山一の支店別当期純利益の推移　（単位：万円）

	1938年	1939年		1940年		1941年		1942年		1943年	
	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	臨時
本店	33.7	67.4	108.1	57.2	86.0	3.9	−77.6	12.4	−9.2	33.9	64.6
大阪支店	3.7	8.3	23.8	15.3	−2.8	−4.4	−1.3	22.7	29.7	23.1	5.8
名古屋支店	2.0	4.7	16.4	7.1	0.9	0.7	0.3	4.5	11.9	7.6	2.5
岡山支店	3.3	1.6	3.4	2.8	−0.1	0.7	0.4	4.2	4.7	1.6	0.6
新潟支店	1.8	4.5	7.2	5.3	1.5	1.9	1.3	6.4	9.0	4.5	2.2
浜松支店	1.3	3.1	6.0	5.5	1.7	1.1	0.7	5.4	6.4	4.7	2.5
京都支店	3.0	1.6	7.1	5.2	0.4	0.3	1.0	5.6	7.2	3.0	2.7
京城支店	−1.4	−0.3	2.3	2.3	−2.3	−1.4	−2.0	1.0	6.3	3.5	1.5
福岡支店	0.5	2.3	2.5	2.6	−1.5	−0.9	−0.7	1.2	1.7	1.3	0.2
広島支店	0.4	1.9	3.1	2.5	0.1	−0.1	−0.3	2.4	3.8	2.4	0.6
札幌支店	0.3	0.1	1.0	−0.4	−1.0	−1.0	−0.2	1.4	2.0	1.1	−5.3
京橋支店			2.2	1.6	0.3	0.9	0.9	6.9	11.9	9.2	3.7
神戸支店			3.1	2.7	0.2	0.0	0.0	2.4	4.5	2.3	0.7
奉天支店			−0.2	0.6	−2.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
高松支店				0.3	0.1	0.2	0.1	3.0	3.1	1.7	1.8
小倉支店				−0.3	−0.2	−0.2	−0.2	2.3	5.4	2.3	2.2
仙台支店				0.1	0.6	0.9	0.1	2.7	5.1	4.8	3.8
台北支店				−0.1	−0.9	−0.5	−1.0	0.4	0.9	−0.4	−0.4
合計	48.5	95.3	186.0	110.2	80.1	2.0	−78.5	85.0	104.4	106.7	89.6

（注）　1943年にある臨時期とは，山一と小池の合併のため，1943年６月から９月末までの４か月間の決算である。
〔出所〕「山一証券業務報告書」より作成

が好調だったことを背景に株価は上昇基調にあり，各支店は割当分の消化を順調に進め，しかも市況が上昇基調にあったために，それだけ売却益を獲得できたのであろう。ただしかし，都市部の支店と比較すると，まだまだ採算性は十分とは言い難い。では，地方支店を含む営業店では，どのような客を相手に商売をしていたのであろうか。次に，そのことを見ていこう。

Ⅲ．戦時期の山一証券の顧客層

山一証券資料では，すべての取引に関する取引相手が分かる史料はないものの，募集債券や売出株式の販売相手を明記した史料がある。そこで，この史料を用いて，山一の顧客層を明らかにしたい。まず，山一が取り扱った募集債券の販売相手は，山一証券資料に大阪支店取り扱い分の販売先を記録したと思われる元帳を用いて，深見［2015］で明らかにしている。これによれば，大阪支店の販売先は証券業者が圧倒的に多く，それに次いで信用組合，普通銀行，生損保が続いていた。つまり，山一の大阪支店は，地方業者にとっての問屋機能を果たすとともに，地方の金融機関への分売機能を果たしていたことを明らかにした。

では，株式営業の顧客を見ていこう。山一証券資料には，山一が1938年から1944年までに販売した売出株式（13,687取引，4,445,495株）の販売相手が分かる史料がある。この史料は，銘柄ごとに販売先，株数，金額をまとめたものであるが，支店名だけが書かれ，最終的に販売した相手が空欄になっているものが，1,479取引，541,550株ある。これは，大阪支店の募集債券元帳と思われる史料があることからも，一旦，支店販売分として割り当てたもののうち，一定の期日までに捌ききれずに在庫となったものが，このように記載され，各支店で別に元帳を作って管理したと思われる。そこで，最終顧客が空欄となっているものを除いた12,208取引，3,903,945株の販売先を，図表６にまとめた。

これらすべての取引を通じて，売出株式の56.3％を個人に販売している。そして，それに「株証」が続く。「株証」は取引所での売却と思われるが，これが15.6％を占める。そして，生命保険（10％），本部（７％），満洲山一証券（2.9％），証券業者（2.6％），事業会社（2.1％）と続く。本部とは手持ちを意味すると考えられ，売買分とはまだ処分できていないが，取引所での売却を予定しているものと思われる。

山一では売出株式の半数超を個人に販売していたわけだが，図表６によれば，満洲や韓国を除いた国内支店では，東京，大阪，福岡，仙台，横浜といった都市部を除くと，ほとんどの店舗で個人への販売が90％を超え，地方では個人への依存が極めて高かった。その理由を考えると，公社債の場合，地方支店でも銀行や信用組合への販売が見込めたが，株式の場合はそれが見込めない。また，当時，実株投資を行っていた生命保険会社も，東京や大阪に本拠を置いているため，地方支店による販売は不可能であり，地方支店は個人に依存せざるを得なかったのだろう。

当時，証券業者は地方の銀行や信用組合などへの公社債の販売を通じて，都市と地方の資金偏在を架橋したわけだが，３大都市の５つの営業店の売出株数が約290万株であったのに対し，その他の営業店のそれは合計74万株に過ぎなかった。したがって，売出株式の販売を通じては，こうした機能を発揮したとは言い難い。

図表６　山一における売出株式の販売相手

店舗名	販売先	株数	割合	店舗名	販売先	株数	割合
本店	個人	1,239,740	44.42%	京都	個人	66,090	98.66%
	株証	609,567	21.84%		普通銀行	600	0.90%
	生命保険	324,690	11.63%		信託会社	300	0.45%
	本部	273,080	9.79%	岡山	個人	68,190	95.52%
	満洲山一	113,758	4.08%		事業会社	1,700	2.38%
	証券業者	97,290	3.49%		証券業者	1,500	2.10%
	事業会社	71,720	2.57%	広島	個人	53,750	93.25%
	シ団銀行	20,970	0.75%		普通銀行	2,550	4.42%
	売買分	14,550	0.52%		その他金融	800	1.39%
	普通銀行	9,940	0.36%		その他	320	0.56%
	損害保険	9,000	0.32%		事業会社	220	0.38%
	その他	2,800	0.10%	福岡	個人	44,210	80.22%
	その他金融	2,380	0.09%		普通銀行	10,700	19.42%
	投資信託	600	0.02%		その他金融	100	0.18%
	信託会社	510	0.02%		事業会社	100	0.18%
	特殊銀行	50	0.00%	奉天	個人	25,430	54.34%
	貯蓄銀行	10	0.00%		普通銀行	13,300	28.42%
大阪	個人	157,490	69.01%		その他	6,150	13.14%
	生命保険	63,830	27.97%		証券業者	1,570	3.35%
	信託会社	3,850	1.69%		事業会社	350	0.75%
	事業会社	1,350	0.59%	浜松	個人	40,320	91.82%
	普通銀行	1,150	0.50%		普通銀行	2,320	5.28%
	その他	500	0.22%		その他金融	1,240	2.82%
	証券業者	50	0.02%		事業会社	30	0.07%
京城	個人	137,290	93.67%	神戸	個人	27,810	96.13%
	事業会社	3,520	2.40%		普通銀行	1,000	3.46%
	生命保険	3,500	2.39%		その他金融	120	0.41%
	普通銀行	1,550	1.06%	札幌	個人	23,970	89.54%
	貯蓄銀行	400	0.27%		事業会社	1,200	4.48%
	証券業者	300	0.20%		普通銀行	1,100	4.11%
名古屋	個人	105,350	91.85%		その他金融	500	1.87%
	普通銀行	5,850	5.10%	京橋	個人	23,970	97.96%
	事業会社	1,700	1.48%		その他金融	500	2.04%
	証券業者	950	0.83%	仙台	個人	5,250	55.56%
	信託会社	750	0.65%		その他金融	2,500	26.46%
	貯蓄銀行	100	0.09%		普通銀行	1,600	16.93%
新潟	個人	89,390	93.57%		証券業者	100	1.06%
	普通銀行	3,960	4.15%	横浜	個人	6,410	85.92%
	信託会社	1,870	1.96%		普通銀行	550	7.37%
	その他金融	300	0.31%		事業会社	500	6.70%
	事業会社	10	0.01%	小倉	個人	6,400	100.00%
高松	個人	71,800	93.49%	浅草	個人	3,590	98.63%
	普通銀行	4,000	5.21%		事業会社	50	1.37%
	信託会社	500	0.65%	台湾	個人	2,420	96.03%
	その他	500	0.65%		事業会社	100	3.97%

（注）１）　その他には共済，官庁，寺社を分類している。
　　２）　本店には窓口，通信販売，手紙での取引を含めている。
〔出所〕　山一証券資料より作成

しかも，個人への販売は法人相手の商売と異なり，手間がかかる。そうすると，先に地方支店の採算性が低いことを指摘したが，このことが採算性を下げる一因となったのではないだろうか[30]。戦後，大手証券こうした課題を，は地場証券の系列化によって克服したわけだが，戦時期にもそのような施策は採られていたのだろうか。最後にこの点を検討しよう。

Ⅳ．山一証券の地方業者系列化策

地方での顧客開拓には手間がかかり，支店の採算性を下げたのではないかと指摘したが，山一では別の方法でも地方での顧客基盤の拡大を図っていた。それが統制の強化を利用した地場業者の統合であり，系列化であった。証券業者の再編を齎した統制の強化には，日本証券取引所法や取引員業整備要綱，有価証券業整備要綱がある。

日本証券取引所法では，短期清算取引の廃止，さらに長期清算取引の東京，大阪への集中が規定され，地方の取引所で行える取引を実物取引に限定した。したがって，地方取引所の仲買業者は，実物取引以外は，すべて東京か大阪の業者へ執行を委託せねばならなくなる。また，1943年10月には取引員業整備実施要綱が，12月には有価証券業整備要綱が打ち出され，前者では取引員の半減，後者では資本金基準を満たした２割程度の業者だけを存続させる方針が打ち出された[31]。

全社に伴う地方取引所での清算取引の廃止に対しては，1943年３月８日から開催された本支店連絡会議で，木下社長が次のように挨拶していた。以下に少し長文ではあるが引用したい[32]。

今日は取引所機構改革及び此れに関連して地方同業者の問題，或は問題に就き取り混ぜて御話を進めたいと思ひます。…又，地方清算取引所の廃止に依り，今後各支店に於ては，相手の好い者には今から接触して取次をやる事が出来る準備工作をやつて欲しい。現在は自分の売買としてやつて居るが，今後は客の名前で取次が出来る。新制度が出来るから，これを動機として取引先も変わつて行く，又好いものは変わらして行く事もよい。代理店と取次店のはつきりした性格は分らぬが，現在の商法の代理店なれば…責任は母店で負わねばならぬ…従つて，此の契約は易々と作れぬかも知れません。併し果して新取引所の代理店が，以上の如きものか取次のものかまだはつきりしませんが，今日の場合，「取次」に重きを置けば間違ひはないと思ひます。どうぞ此の関係をつけて行くと謂ふ仕事をやつて貰ひたい。…同業者との関係に就ては，緊密な関係を結んで行つて欲しい。もともと山一は此の種の商売が少なかつたのですが，…同業者の背後には客がある事でありますから，結局客と商売をする事となるのであります。これはどうしても間口を広く商売をせねばなりません。投資信託も同業者の力をかりれば，販売力を増すことにもなります。…政策的にもぜひやらねばならぬ仕事であつて，従って費用にばかり捉はれては仕事が延びぬ事となり，此の費用の点でも本店で深く考慮を払つてゐるので，…何れ具体的に決まればご通知する事としますから，大いにやつて貰ひたいと思ひます。

当時，戦争での応召が相次ぎ，人手不足が否めなかった証券業者にとって，地方の証券業者の取次母店となり，取次店からの再委託注文を受注することは，効率的な地方での顧客開拓策であった。そのため，山一は取次母店業務には

消極的だった従来の方針を一転し，地方同業者からの取次に注力するよう指示しているのである。

他方，後者の地方業者の再編統合に関わっても，廃業を決めた地方業者の買収，譲受による統合，設立支援を通じた地場業者の系列化が行われた。前者に関しては，1943年12月11日の第４回重役会，1944年２月12日の第６回重役会，1945年２月８日の常務会で，それぞれ大阪市場第一種取引員の和田政次郎商店，大阪市場第一種取引員の中辻商店の譲受，丸宏武田証券の買収が承認されている。また後者に関しては，1944年２月12日の第６回重役会，昭和19年９月９日の第11回重役会で，長岡市の現物店山川商店，福島市の青木商店への出資，設立支援が承認されている。

山川商店，青木商店への出資を少し詳しく見ると，山川商店は有価証券業整備要綱により，存続のためには払込資本金10万円を要した。しかし，山川商店に資金がなく，山一が事前調査の上で，営業権や設備一切を45,000円と評価して現物出資させ，残った55,000円を出資して会社を設立したのである。この出資の目的を重役会では「山一ノ機関店トシテ仝地方ノ営業ニ当ラシメルコト[33)]」と説明しており，地場業者の系列化にあった。また，青木商店に関しても，有価証券業整備要綱による規制強化にもかかわらず，単独存続を希望したものの資金不足から，３万円の出資を山一が行ったのである[34)]。この出資目的も，重役会ではやはり「仝社ト特殊関係ヲ結ビ[35)]」としており，こちらも出資の目的は系列店作りにあったことが分かる。

山一が両社に出資した時期の当期利益の推移を見ると，1942年11月期が約171万円，1943年５月期では約175万円，1943年９月期は旧山一と旧小池の合併による支出がかさみ，当期利益は約69万と低迷し，その後1944年３月期は約120万円へと増加したものの，1943年５月期やそれ以前と比較すると減少していた。そこで，効率的な地方での顧客基盤拡大策として地場業者の系列化策が採られた。ここに，山一の戦後の系列化戦略の嚆矢が見られるのである。

Ⅴ．むすびにかえて

本稿では，各社の営業報告書や山一証券の史料を基にして，戦時期の証券業者の経営を明らかにし，その中に後の四社体制の基礎を形作るものがあるかを検討した。そのため，後の四社を形成する業者とそれ以外の業者に分け，収入構造の相違点，四社体制を強化したとされる店舗政策を業態別に考察し，さらには証券業者の顧客層や地方同業者政策を検討した。

その結果，次の諸点を明らかにできた。１点目は引受免許業者とその他の業者の収入構造が異なっていたことである。すなわち，前者は恒常的に得られる貸付金利息を基礎に，市況の影響を一定回避していた。しかし，有価証券引受業法による特権的地位を獲得すると，その立場を株式業務の強化にも活用し，有価証券益を大幅に増加させていた。これに対し，その他の業者は資本面や統制政策上，行える業務が限られており，戦時期を通した収入増は，引受免許業者に比べると極めて限定的であった。

２点目は店舗政策と証券業者の顧客層であるが，株式業者が全国的な店舗網を形成しなかった理由として，次の３点を指摘した。それは，商売の性格，資本面，そして採算性の低さである。公社債業務と異なり，当時の株式業務は清算取引を主としており，現物の受け渡しや資本

をそれほど必要としない。しかも顧客層は地域が限定されているため，規模の拡大を企図しなければ，支店網形成の必要は生じない。加えて，地方での顧客開拓は手間がかかるため，地方支店の採算性は低くなる。このことを前提とすると，仲買業者なら新聞広告や手紙での勧誘が，現物商の場合も地場業者をネットワーク化する方が効率的である。それゆえ，株式業者は全国的な営業網形成には消極的だったと結論づけた。他方，引受免許業者は戦時期に地方支店を続々と開設し，また山一では地方支店の開設のみならず，統制強化を利用した地方同業者の系列化を進めていったことを明らかにした。

さて，戦時期の統制の強化や各社の店舗政策は，戦後の四大証券体制にどのような寄与をしたのだろう。前者に関しては，有価証券引受業法による８社への免許付与は，結果として引受免許業者の株式業務強化を齎した。また，戦時期に全国的支店網を構築し終えたことは，全国的な顧客基盤の形成に役立っただけでなく，戦後，同業他社の支店開設の阻止にも役立ち，大手証券の地位を確固たるものとする一方，中小証券の地位を固定させるものであったことは間違いない。ただ，そもそも1937年時点で，収入面では野村，藤本は短資業務での収入を基礎に，そして山一は証券業務での収入で他社のそれを凌駕していたこともまた事実であった。

このことを踏まえるならば，野村，藤本，山一は北支事変までに業界内でも他社を凌駕する存在であったわけだが，戦時期の引受免許の獲得とそれを利用した株式業務の強化，積極的な支店網形成はさらにその地位を盤石なものにし，戦後の四社体制の基礎を形作るとともに，その地位をゆるぎないものにする礎石となったと言えるだろう。

※本稿は，公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成を受けた研究成果である。記して謝意を表したい。

注

1）３期以上の営業報告書を発見した28社を取り上げたのは，証券業は相場に依存した商売であるため，数期に亘る決算情報を用いた方が，実情を反映すると考えたためである。

2）図表２の野村の利子配当収入は貸付と預金の合算であるが，預金額と貸付金の比率は，1942年５月期まで預金が２～７％で推移したのに対し，貸付金は93～98％を占めていた。したがって，野村の利子配当収入は，その多くを貸付によって得ていたと考えられる。

3）当時の各社定款によれば，野村では第２条に手形の売買，引受およびその仲介や金銭貸付および金銭貸借の仲介が，藤本でも定款第２条にコールマネー，コールローンおよび手形割引，その他貸出や手形引受，手形売買，金銭貸借の媒介が規定されていた。また，日興では定款第３条にコール取引，手形売買とその仲介，公社債，株式を担保とする金銭貸付および金銭貸借の仲介，事業資金の仲介が規定され，各社とも金融業務を会社の業務として規定していた。

4）日興証券［1954］706頁，721頁

5）大和証券［1963］29頁，70頁，102頁

6）野村証券株式会社二十五年史編集委員会［1951］７頁。また，創業以来，手形取扱高は公社債売買高と同程度とかなり積極的に行われ，収益面でも相当の比重を占めていた（株式会社二十五年史編集委員会［1951］18頁）。

7）勧業債券には勧業小券と勧業大券があり，勧業小券は抽選償還の際に一定額の割増金が上乗せされた。そして，その販売は済崩販売という割賦販売がされており，債券購入者は数回に分割して購入金額を支払えばよく，しかも１度目の払込さえ行えば，所有権が移転されるため，割増金を獲得できる可能性もある射幸性の高い債券であった。しかし，割増金を目的とした投機的な中流以下の投資家は，１度目の払込はできるものの２度目以降の払込に応じることが難しい者もおり，そうした投資家に勧業債券を担保とした貸付が行われていた（日本勧業証券［1967］３-19頁）。

8）運転資金の貸付については，貸付残高が１件５万円を超えて，①基準貸付残高を超えるか，②当該半期中の運転資金貸付積数金額が基準貸付積数金額を超えるとき，さらに，③基準貸付残高が決まっていない貸付先に対して，運転資金貸付残高が５万円を超過して，さらに貸し付けるとき，その貸付をすべて許可制とした。また，流動資金についても１件３万円以上の貸付を許可制とし，手形割引は①貸付残高が５万円を超えて割り引く場合や，②基準割引残高を超過する場合，③基準貸付残高が決まっていない貸付先に対して，手形割引残高が５万円を超過して，手形割引を行う場合も許可制とした。さらに，１件３万円以上の設備資金貸付をすべて許可制とし

た（三和銀行経済調査課［1941］４-13頁）

9） 野村証券［1976］190頁，大和証券［1963］133-134頁

10） 公社債専業者の株式業務への参入に関しては，社債引受とバーターで株式の引受を行い，その基盤を強化したとされる（新日本証券［1979a］37頁）。

11） 野村の清算取引への参入は，1943年の第一証券の吸収合併を契機としており（野村証券50年史編纂委員会［1976］216頁），大和証券のそれも1944年の松永定一商店の買収以後であり（大和証券グループ本社［2003］192頁），日興でも1944年の川島屋証券合併後に開始していた。その理由について野村は業績不振の打開であるとしている。

12） 新日本証券［1979a］35頁

13） 新日本証券［1979a］36頁

14） 名古屋以西に100社を超える取引業者や，個人顧客を抱え，その取引ネットワークは満洲や朝鮮，樺太にも及んでいた。また，1924年には大株一般取引員免許を受け，短期，国債取引員も兼業しているが，収入費目の明らかな期間，手数料収入が見られないことから，在庫調整などで取引所取引が使われていた（新日本証券［1979a］20，29-31頁）。

15） 当時の有価証券利回りは，次のようであった。株式が1938年以降6.9％，5.45％，6.8％，6.26％，5.65％，5.6％で推移し，債券の総平均での利回りは1938年から43年にかけて4.1％であった（野村証券［1976］201頁）。

16） 公社債引受協会［1980］112頁

17） 根本［1930］277頁

18） 鞘取利益と実物取引収入の差は，1938年には１,794円であったが，その後29,459円，32,578円，19,850円と推移した。

19） 共和証券［1989］25-31頁

20） 丸三証券［1975］76頁

21） 1928年の共同証券設立時には川島屋商店も母体となったが，1936年末に独立した。

22） 玉塚は，積極的な顧客開拓を行った（玉塚証券［1967］15頁，74頁）のに対し，角丸では，ブローカー専業主義とともに新規顧客は既存顧客の紹介に限り（日本勧業角丸証券［1978］285頁），山叶では主として清算取引は金融機関，現物取引と国債取引は華族や宮家と取引し，こうした特定顧客との取引中心の経営が終戦時まで続いたとされる（新日本証券［1979b］17頁）。

23） 新日本証券［1979b］36頁

24） 例えば，大阪株式取引所の定款では第55条に「仲買人ハ其業務ヲスル為メ，当取引所ノ定ムル区域内ニ店舗ヲ設クヘシ。仲買人ハ他ニ支店，出張所，取次人ノ類ヲ設ケ，其営業ヲ行フコトヲ得ス」と規定されていた。なお，この規定は明治26年10月１日施行であり，明治中期には既に仲買人に対する店舗規制が始まっていたのである。

25） 小谷［1953］473-474頁

26） なお，引用にあたっては常用漢字に一部改め，長文引用にあたっては読点を付けた。

27） この規制は1943年の日本証券取引所法によって緩和されるまで続いた。店舗規制の主眼は，地方在住の一般人への射幸心の広がりや悪質業者による詐欺的勧誘の抑止にあり，したがって日本証券取引所法による規制緩和は，同法によって地方取引所での清算取引が廃止されたことと，有価証券引受業法や有価証券業取締法により，経営体力のない弱小業者が淘汰されたことが背景にあった。

28） 山一は山一商店という別会社が取引所での注文執行を担当していたため，法令には抵触しなかったが，山一商店の店員は山一の社員を兼務しており，実体としては同一組織であった。このため，地方の中小仲買人や現物商が支店開設を反対した。そのため，山一は地方取引所と仲買人組合に対して，取引所取引の取次を行わないとの念書を差入れ，支店には「取引所法第十一条ノ四ノ規定ニ依リ当支店ニ於テハ株式会社東京株式取引所ノ売買取引ノ取扱ヲ不致候」との掲示を行うことで，支店開設を認めさせた。ただ，定期取引を希望する顧客に対しては，支店の電話を貸して，顧客と山一商店との間で直接取引させていた（山一証券［1958］647頁）。

29） 各支店には支店割当分が貸借対照表に計上されていたのに対し，本店と大阪支店では売出株式や募集債券の募集残を在庫として手持ちしており，これの評価損ないし売却損が原因となって，多額の有価証券損が発生したと考えられる。

30） 山一の地方支店の採算性は低かったわけだが，それにもかかわらず，引受免許業者は，1939年，40年に相次いで地方への出店を加速させた。これに関連して，山一が政府に宛てた「支店開設認可申請書」には，その目的として国債消化と証券報国が挙げられていたが，他方で，当時，国債の市中消化が芳しくなく，一方で都市と地方での資金偏在があったことから，敢えて採算性の低い地方への支店開設は，政府から地方への出店を慫慂されたのではないかとも考えられる。

31） 存続の条件は経営状況が健全で，経営者の人物，信用，経歴等に遺憾の点がなく，一定の営業資本を備えることとされた。ここで求められる営業資本は，東京，大阪所在の業者は払込資本金25万円以上，横浜，名古屋，京都，神戸，広島，福岡所在の業者のそれは15万円以上，その他の地方業者のそれは10万円以上と規定された。

32） 山一証券資料［A-16：１特定指示事項書類］。なお，引用にあたっては常用漢字に一部改め，長文引用にあたっては読点を付けた。

33） 山一証券資料［A-10：２取締役監査役集会決議録（第１号）］

34） 山一証券資料［A-９：３有価証券取締業法による免許申請其他］

35） 山一証券資料［A-10：２取締役監査役集会決議録（第１号）］

参　考　文　献

小谷勝重［1953］『日本取引所法制史論』法経出版社

公社債引受協会［1980］『日本公社債市場史』

共和証券［1989］『共和証券五十年史』
三和銀行経済調査課［1941］『銀行等資金運用令解説』
商業興信所『日本全国銀行会社録』各年版
新日本証券［1979a］『大商証券史』
新日本証券［1979b］『山叶証券史』
大和証券［1963］『大和證券60年史』
大和証券グループ本社［2003］『大和証券百年史』
東京大学経済学部図書館所蔵資料『山一証券株式会社』マイクロフィルム版
玉塚証券［1967］『玉塚証券史』
中川元治朗［1937］『証券会社の一考察』大同書院
二上清［1986］「本邦証券会社史論序説（1）」『証券経済』第156号，日本証券経済研究所，６月
二上季代司［1987］「本邦証券会社史論序説（2）」『証券経済』第159号，日本証券経済研究所，３月
二上季代司［1989］「本邦証券会社史論序説（3）」『証券経済』第170号，日本証券経済研究所，12月
日興証券株式会社［1970］『日興証券五十年史』
日興証券株式会社［1954］『日興証券十年史』
日東証券［1970］『激流に生きる－日東証券60年の歩み』松井経済研究所
日本勧業証券株式会社［1967］『日本勧業証券株式会社六十年史』
日本勧業角丸証券［1978］『日本勧業角丸証券10年史』
日本証券経済研究所［1984］『日本証券史資料』戦後編第４巻
日本証券取引所調査部編［1943］「調査月報」第２号
根本十郎［1930］『兜町』廣陽社
野村証券［1951］『野村証券株式会社二十五年史』
野村証券［1976］『野村証券株式会社五十年史』
長谷川光太郎［1991］『兜町盛衰記』第４巻，図書出版社
深見泰孝［2015］「戦時期の起債市場と社債保有構造」『証券経済研究』第89号，日本証券経済研究所，３月
丸三証券［1975］『丸三証券六十年史』
森泰博［1977］「大阪における証券会社の成立」『商學論究』第24巻第２号，関西学院大学商学研究会，１月
森泰博［1983］「総合証券会社の成立過程」『商學論究』第31巻第１号，関西学院大学商学研究会，７月
山一証券［1958］『山一証券史』
山本精雲［1935］『株屋のからくり』野崎書房

（駒澤大学講師・当研究所嘱託研究員）