

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——

橋 本 寿 朗

要 旨

本稿の目的は、まず、1960年代初頭から証券不況が展開し、山一証券の業績が急速に悪化し、大蔵省、「主力3行」による救済行動が開始されるまでの自主的な合理化策の展開過程について、山一証券の企業内の諸活動に即して経緯を紹介することである。ついで、証券不況の展開に対応しながら試みられた山一証券の経営行動の解明を通して次の諸点も明らかにできたと思われる。

第一に、証券業は一方で金融資産蓄積水準の低位という条件に制約されて、安全性の高さを謳い文句とした商品の開発、販売を優先させざるをえなかったことである。第二に金融債の引受・販売、とくに活発に利用された割引債販売—運用預りの関係も金融資産蓄積の低水準に規定され、事実上は銀行の預金業務に近かった。しかも運用預りが直接的に間接金融システムに依存していた点も重要であろう。また、第三にアンダーライティング業務に期待された、直接金融システムにおける仲介、審査機能は発揮させられなかったし、それを高めることもできなかった。そして、アンダーライティング業務は株式を仕入れる役割を担い、バイカイによって商品価格を引き上げ、価格情報で顧客のキャピタル・ゲイン取得という期待を膨らます推奨販売に基礎を与えた。

そして、第四に、第2位の山一証券が「業界第一位」戦略を採り、その際に大量採用を行ったこと、そして業績が悪化してからも雇用の削減を回避することに注力し続けたことは重要なことであった。間接金融システムと長期継続雇用という2つの条件からみれば、ブローカー・ディーラー業務は1つの蓋然性の高い選択であり、したがって大手4社に共通であったとみることができる。

しかし、山一証券は、第3位であった日興証券とともにブローカー・ディーラー業務を積極的に展開する誘因が大きかったとみられる。ブローカー・ディーラー業務が証券不況の過程で危機に直面したとき、拡大のテンポの速かった2、3位企業において困難が深刻になったが、いち早く深刻な事態に直面した日興証券は合理化策の採用で先行した。しかし、山一証券のトップは既に行った投資に

徹底的に固執するとともに、メインバンクからの監視を回避する行動をとり、大蔵省の監視、行政指導もできるかぎり回避して、ブローカー・ディーラー業務の拡張ないし維持を図ろうとした。1963-64年になれば、それを支えたのは株価の回復という期待だけであったが、山一証券トップのその期待は株式市場によっていわば裏切られた。そして、山一証券は経営破綻への坂道を転げ落ちていったのである。

目 次

- I. はじめに
- II. 「戦後最大の不況」と証券不況
 - 1. 金融引き締めと株価低落
 - 2. 証券業の大膨張と証券行政
 - 3. 「ケネディ暴落」と証券業の難点の噴出
- III. 山一証券の業績と誤算だった企業戦略
 - 1. 山一証券の業績悪化
 - 2. 山一証券の業務内容の悪化
- 3. 並行メインバンク化とメインバンクの監視の無効化
- 4. 本社社屋建設プランへの固執と法人営業の偏重
- 5. 人材の大量採用
- 6. 過大な不動産投資
- 7. メインバンクと大株主の構成
- IV. むすび

I. はじめに

1997年11月、90年代初頭のバブル破綻後続いてきた金融不安は証券業第4位の山一証券の自主廃業申請で金融危機へと転じた。そして、顧客資産の保護のため日本銀行は無担保、無制限の特別融資を実施した。山一証券にとっては2度目の日銀特融であった¹⁾。

バブル破綻後、特定金銭信託を投資家に代わって山一証券の営業部門が運用したいわゆる営業特金で損失が発生した。この営業特金に対しては1989年に大蔵省が90年までに全廃することを通達していたから、この損失を顧客が負担するか山一証券が損失補填するかの二者択一を迫られた。91年、損失補填を巡って証券不祥事が発生し、いわゆる特金は「にぎり」といわれる有価証券の利回り保証付一任勘定取引が多

かったから山一証券は顧客に損失の負担を請求できず、損失補填処理もできなくなった。損失の表面化を回避するため、損失の生じた有価証券は山一証券が仲介して、決算期前に市場外の企業間取引で市場とは別価格で売却された。いわゆる「飛ばし」である。ペーパーカンパニーが設立され、評価損の生じた有価証券が「疎開」され、損失は簿外債務として積み立てられていたのである(山一証券 [1998])。こうしたことが継続できたのは、株価はいずれ上昇するという期待を山一証券も顧客企業ももっていたからであった。しかし、その期待が崩壊し、顧客企業の業績悪化から山一証券の負担による解決を求められ、山一に資金調達限界が生じたとき、「飛ばし」による簿外債務処理は破綻した。そして、損失を簿外債務処理したという株主、顧客を欺く経営行動は国際的にも日本企業の信用を失墜させる結果となった。

ところで、株価上昇に期待した点や営業特金、「飛ばし」、債務の簿外への「疎開」に類似した経営行動が1965年の第1回の日銀特融に至る過程でもみられた。たとえば、株価上昇に期待した山一証券の経営は「一発主義を狙う相場師的」経営であると批判され（大曲直[1965]）、他方で、山一証券の破綻は「わが国の金融構造のもつゆがみ」の現れであり、ブローカー、ディーラー、アンダーライター、投資信託、保護預り、運用預り²⁾など「よろず屋経営」、とくに日本的なブローカー・ディーラー業に問題があったという見方が提起され（荒川弘[1967]）、「<運用預り金融>によって裏付けられた過大な自己売買」という「証券市場の非正常なメカニズム」の問題点が指摘された（小竹豊治[1967]）。こうした批判は、好ましい証券経営を与件として、現実を批判するものであり、なぜ「<運用預り金融>によって裏付けられた過大な自己売買」が行われたのか、さらにはなぜ山一証券は破綻したのか、破綻の過程でどのように問題点が現れ、それへの対応はいかなる問題をもったのかを明らかにしていない。本稿では山一証券の企業資料を用いて、できるだけ具体的に山一証券の経営行動を明らかにし、業績の悪化に伴う合理化策の立案、実施の過程を検討することによって、既述のように未解明に終わっている問題点を明らかにしたい。そして、この試みは山一証券の経営業績悪化、合理化過程における、日本的経営のいくつかのサブシステムによる制約を明らかにし、大蔵省の監視者としての役割、規律を課す disciplining 役割、そしてメインバンクの融資先企業監視の実態と問題点をも示唆することになるであろう。

本稿は以下のようにⅡ-Ⅳ節で構成される

が、Ⅱ節では1961年以降株価が低落する過程で、証券業にどのような問題が発生し、それに山一証券がいかなる関連をもったかを明らかにする。「金融構造のもつゆがみ」、「証券市場の非正常なメカニズム」といわれる問題点が発生する原因をも明らかにするであろう。Ⅲ節は山一証券の経営行動を業績の悪化から合理化策の展開過程に沿って検討する。山一証券の経営方針の問題点、その証券不況³⁾対策の展開を制約した大きな条件が長期継続雇用の維持であったこと、メインバンクの監視を無効にするための経営行動がとられたことなどが明らかになるであろう。そして、Ⅳ節「むすび」では、Ⅱ-Ⅲ節の内容をⅠ節「はじめに」で示した問題関心から整理して示すとともに、アメリカ的なブローカー業務を中心とする証券業が、大企業として成り立つ余地は小さかったのではないかということを示唆する。それは97年の山一証券の自主廃業に至る遠因をも明らかにしようと思われる。ただ、そのためには、さらに、少なくとも次の2点がより立ち入って解明される必要がある。つまり、第一は、大蔵省の監視機能がどのように発揮されたか、山一証券のトップに規律を課す行動がとられる経緯を明らかにするとともに、メインバンクの救済行動の限界を示して、日本銀行の特別融資が実施されるに至る過程を解明することであり、第二に日本銀行特融実施期間における管理された再建と65年改正証券取引法への対応の過程が明らかにされなければならないが、紙数の制約もあり、それらについては別稿で検討する予定である。

II. 「戦後最大の不況」と証券不況

1. 金融引き締めと株価低落

1957年以降、株価は持続的に上昇し、58年には株式の平均利回りが定期預金金利を下回って「利回り革命」といわれた。そして、さらに60年年頭から61年7月18日の最高値1829円まで約80%の株価上昇がみられた。しかし、50-60年代前半には、「国際収支の天井」が経済成長の上限を画していた。岩戸景気が過熱して、輸入が急増し、貿易収支の赤字幅が大きくなった61年7月に公定歩合が引き上げられると、需給バランスが崩れていた株式市場では株価が大幅に低落した。「東京証券取引所開設以来の大幅下落(45.72ポイント)」であり、鉄鋼、重電など「大型株の不振」が目立った(大蔵省[1963])。この金融引締政策が証券市場にとっては激震の震源になった。

1961年にピークを記録した株式発行は、50年代後半の傾向線を上回った。単に発行額が大きくなっただけでなく、対GNP比で見ても、55年における1%弱から61年における3%強へと急上昇した。この株式発行の激増に対しては、後述の運用預りなど不適切な制度運営に関連した「過剰発行」であったという見方が多い。しかし、61年半ばまでは高株価が発行を増加させる要因であったし、それ以後も窓口指導などを通じた金融引締め策が貸出市場からの借入に制約を課したため、旺盛な資金需要は証券発行によって満たされた。つまり、61年7月、景気加熱を懸念して、大蔵省、日本銀行、市中銀行は、設備融資の1割削減を申し合わせた。これに対処して民間企業は限界的な資金市

場として証券市場を徹底的に利用して、増資によって資金調達計画を満たそうとした。その結果、急増した株式供給が64-65年の株価低迷の1因となった(大蔵省財政史室[1991a])。

他方、金利の上昇は公社債市場も圧迫した。1962年3月、証券取引審議会は「社債の流動化について」を答申したが、それは「社債に関係深い市中銀行が協議して社債担保金融を行なう案が適当」としていた(大蔵省[1963])。そして、62年4-11月に216億円の公社債担保金融が実施された。また、61年10月には日本証券金融は信用取引保証金率を40%から30%に下げた。しかし、それらも効果なく、62年4月には公社債流通市場が閉鎖された。従来、公社債市場での取引は「証券会社の値付けバイカイ」のみであり、バイカイによる価格付が「実勢価格とかなり遊離」したためそれを停止したのである。

さて、1962年11月には政策転換が試みられた。その1つは日本銀行が新金融調節方式を採用したことである。日本銀行の債券購入によっても成長通貨を供給しようというものであり、公社債市場の育成も目的の1つとされた。1年間で996億円の債券購入が実施されたが、金融機関の引受能力を増加させる意図もあった。また、経常収支の均衡化が進み、公定歩合も引下げられた。62年末から株価は上昇し始め、63年4月5日に1634円という戻り高値を付けた。いったんは株価が反転して上昇し、株式市場はいわば小康状態をえたのである。

2. 証券業の大膨張と証券行政

1958-62年に証券業の大膨張がみられた。表1のごとく、多数の新規参入があり、雇用は激増し、店舗数も急増した。50年代には大蔵省証

表1 証券業者の増減

	会社数				役員・ 使用人	店舗数
	新	処	廃	合計		
1958	7	21	18	557	41,990	2,071
59	15	27	20	546	58,190	2,209
60	36	37	25	552	86,806	2,624
61	48	12	8	590	98,758	2,835
62	23	33	9	601	100,870	2,874
63	8	47	11	593	87,468	2,667
64	0	28	68	511	67,497	2,103
65	0	26	80	425	65,705	2,029

〔出所〕大蔵省 [1967]

券部は「証券界のために旗振り」になっていたが(坂野常和 [1978]), 60年代に入ると証券業の大膨張を過大な増加と見るようになった。とくに銀行行政の経験者の目から見た場合、証券業経営の健全性に問題があるとみられた。証券事故が多発していた。

1960年10月の「店舗基準の通牒」では、大蔵省は新規店舗の計画-実績を検討し、その評価を後の事実上の認可に織り込むことを示し、新規出店を抑制し、62年度には、「実質の改善、過当競争の防止という観点」から1店舗とした(大蔵省 [1963])。そして、「本省管理会社」に対して支店の新規開店ストップを指示した。はっきりと証券業の膨張を抑制する方針に転じたのである。そして、銀行行政と同様な「比率行政」⁴⁾が持ち込まれた。63年7月、大蔵省は「証券業者の財務管理等について」(「坂野通達」)を通達した⁵⁾。これは証券会社に対する「財務管理等の指導方針」であった。その具体的内容は、①負債比率(負債総額/純財産額)を大規模業者で9倍以内、小規模業者で6倍以内とする、②固定比率(固定資産/純財産額)を最大限度80%とする、③運用預りに係る有価証券は「おおむね純財産額の倍額程度以内とし、これが純財産額の3倍を超えて増大するよ

うな場合には、積極的な縮小の措置を講ずること」、④商品有価証券の保有量を適正にする、⑤経常収支率[(手数料収入+金融収入)/(販売費+一般管理費+金融支出)]を100%以上とするというものであった(大蔵省 [1964])。①-③、⑤はまさに比率行政の手法である。

しかし、大蔵省の当局者は証券業の実態を「通達をクリアできる社は2社ぐらいしかない状態」と予想していた(坂野常和 [1993])。株式市場において「ケネディ暴落」が勃発する直前の時点で大蔵省は膨張した証券業に根本的な難点があると判断していたのである。ここから2つの行政的対応が導かれた。第一は「坂野通達」は直ちには実施できないということである。したがって、「坂野通達」は実行期日の弾力化によって棚上げされたが(草野厚 [1989])、行政の監視、指導能力への疑念を生んだであろう。もう1つは、抜本的な改善策が必要だということであるが、それは証券業者の免許制採用という1965年証券取引法改正につながる対応策である。

3. 「ケネディ暴落」と証券業の難点の噴出

1963年7月18日、アメリカ政府はドル防衛措置として利子平衡税の導入を発表した。これに反応して19-20日に株価が暴落し、時のアメリカ大統領の名を冠して「ケネディ暴落」といわれた。これ以後、株価の低落が続いた。この過程は实体经济と一時的に乖離した。63年の経済成長率は12.5%と高く、オリンピック景気などといわれていたからである。しかし、63-64年は利益無き繁忙といわれ、实体经济も景気後退に入り、65年には「戦後最大の不況」といわれる事態になった。主要企業の総資本利益率、払

込資本利益率は大幅に低下し、配当率も低下気味であった(岡崎守男 [1966])。そして、この株価の持続的低落の過程で証券業の問題点が噴出したのである。

第一に投資信託に問題があった。投信の販売と運用については1960年代に大手4社を始め、合計14社が本体から分離していた。しかし、証券投資信託委託会社は「運用の手数料だけでは経営が厳しく、ほとんどが赤字経営だった」という状態であった(坂野常和 [1993])。そのうえ、投信で集めた資金の一部は受託会社である信託銀行を通じてコール市場に放出され、それを親会社である証券会社が「ひも付きコール」として取入れた(大蔵省財政史室 [1991b])。つまり、投信は証券会社の資金調達手段としても利用されていたのである。したがって、63年7月-64年1月のように元本がほとんど増加せず(表2)、設定と解約+償還がほぼ等しくなれば、資金調達機能は失われるし、64年1月以

降のように元本が減少する事態になれば解約に応ずるための資金調達が必要になるという危機的状態になる。また、特定の銘柄に偏った保有も問題であった。単位(ユニット)型にせよ追加(オープン)型にせよ純資産が減少し、63年7月の時点で元本割れを起こしていた。これは後述の大量販売戦略やアンダーライティングをめぐる過当競争とも関連する点である。

信託規模こそ小さいが、まず難問に直面したのは公社債投信であった。これは株と預金の中間の商品として、1961年の発足当初には爆発的人気を博した。公社債投信は公社債の個人消化を制約していた「銘柄の選択、抽選償還や利子受け取りに伴う事務処理の苦勞、換金の問題」を緩和するものであったことも人気の理由であった(有沢広巳 [1978])。しかし、結論を先取りすれば、これには銀行業界が強く反発し、事業展開が妨げられた。制度の発足に際して、証券業者は既発債組入れとコール・ローン放出

表2 投信基準価格と純資産倍率：山一証券と総計比較

(単位 百万円, 円, 倍)

年 月		1961.7	1963.7	1964.1	1965.4	1965.7
単純資産	Y	117,186	135,735	135,044	113,903	97,591
	T	746,919	809,441	824,538	715,430	644,508
型元本	Y	88,953	145,226	152,373	139,027	124,337
	T	587,765	840,690	898,609	839,176	784,259
価格	Y	6,587	4,673	4,431	4,096	3,924
	T	6,354	4,814	4,588	4,263	4,109
倍率	Y	1.31	0.93	0.89	0.82	0.78
	T	1.27	0.96	0.92	0.85	0.82
追純資産	Y	108,479	61,726	73,002	59,339	47,430
	T	315,266	280,608	283,039	234,062	195,366
型元本	Y	105,155	72,724	85,173	72,478	61,476
	T	303,591	313,951	326,438	279,886	245,810
価格	Y	1,032	849	857	819	772
	T	1,038	894	867	836	795
倍率	Y	1.03	0.85	0.86	0.82	0.77
	T	1.04	0.89	0.87	0.84	0.79

(出所) 『投資信託年報』1962-1965年度から算出。

注) Yは山一, Tは全国値, 単体型は1口5,000円, 追加型は1口1,000円

を希望した。しかし、大蔵省は起債市場の拡大のために公社債信託を活用することを打ち出し、新発債の8割以上組入れを指導した。証券各社は公社債投信を高利回り商品として積極的な販売策をとったが、後に「証券の無謀な大量設定と、大蔵省の新発債8割組入れ指導は大きな失敗」と評される結果になった（日本銀行営業局 [1969]）。

さらに、銀行業界には投資信託は信託銀行の業務だという意見があり（松沢卓二 [1985]）、公社債投信に「猛烈な“抗議”」を行い、「銀行・証券のアツレキが生じ、（銀行と証券の分離を規定した）65条問題が実質的に表面化した最初の“大事件”」となった（坂野常和 [1993]）。すなわち、証券業が「銀行と証券の接点」である公社債投信で大量の資金を吸収しようとしたのに対抗して、1961年4月、銀行業界は「実勢に逆らって公社債発行条件の改訂を実施した」。それは、電力債応募者利回りを7.83%から7.408%に引下げ、「売れにくい社債にすることを狙ったもの」であった（日本銀行営業局 [1969]）。証券業界はこれに強く反発した。しかし、国民所得倍増計画で「極大成長」をはかり、貿易自由化を目標とし、人為的に金利を引下げ国際的な水準に鞆寄せしようとした政府は、池田勇人首相自らが直接に福田千里・証券業協会長を説得し、証券業界の反対を押し切ったのである。

公社債投信は1961年には設定が24億45百万円、解約8億85百万円と好調であったが、62年には設定が8億38百万円と1/3に激減し、解約が10億72百万円に増加して、純資産は2億34百万円の減少であった。この不振が証券「不況への一大転機になった」。なぜなら、「公社債投信は本来大衆の貯蓄性資金中心に運用すべきと

ころ、4社は拡大を焦るあまり、その募集にあたり企業のホット・マネーに類するものまで集めるといふ誤りをおかした」からだといわれている。そのため、61年3月ころから、徐々に金融が引き締まり始めると、企業からの解約が増加し、公社債投信は組入新発債を理論価格で本業に買取らせる他なく、証券会社の「本業はこれによって大損害」を受けたのである（日本銀行営業局 [1969]）。

解約の増加は証券会社に対する「買取り請求の急増」を意味したが、買取った債券は株式投信や新規設定公社債投信に組込めない。他方、コールの金利が債券利回りを上回っていたから、流通市場は機能しない状況にあり、流通市場で買取り債券を大量処分することは無理であった。したがって、買取り「受益証券のかなりの部分を証券会社が手持ちせざるをえない」こととなり、その買持ち額は一時200億円に達し、証券会社の資金繰りを圧迫した（大蔵省 [1963]）。この結果、公社債投信で山一證券を上回る損失を出した日興証券は、1962年から鋭意経営の合理化を進めるに至った（日本銀行営業局 [1969]）。いち早く深刻な事態に直面した日興証券は経営合理化への取り組みを山一より1年以上早く開始したため、後の破綻を免れた。禍福は糾える縄のごとしというが、こうした対応のタイミングの相違は、証券恐慌下での証券会社1社が破綻するかという点に決定的な影響を与えた。

第二に、戦前から慣行として行われていた運用預りにも難点が生じた。1958-59年から急増した運用預りは、1949年12月、実績追認のかたちで、証券取引委員会が4社に証券取引法43条1項の規程に基づいて「有価証券貸借」の兼業を承認する形で実施されてきた。そして、55年

表3 運用預り業務の推移

(単位 百万円)

年 月	総 額	種 類				使用区分	
		国債	地方債	特殊債	社 債	担 保	手持ち
1958. 9	59,094	53	106	58,477	458	53,811	5,283
59. 9	108,347	1	71	107,602	673	88,794	19,553
60. 9	146,076	187	46	144,876	969	116,061	30,015
61. 9	139,833	7	35	138,552	1,239	116,988	22,845
62. 9	154,284	4	147	152,127	2,005	129,030	25,254
62. 12	167,101	4	146	164,577	2,374	146,310	26,796
63. 12	221,866	21	505	217,519	3,821	177,329	44,537
64. 12	255,441	0	624	251,158	3,659	192,956	62,485
65. 12	265,868	0	354	262,490	3,024	190,694	75,174

注) ピークは65年4月末で、2,932億円

〔出所〕大蔵省 [1963], [1967]

5月の理財局長通達「運用預り業務承認について」では、兼業業者の承認基準を資本金1億円以上とし、業務方法に関しては品借料を日歩3厘以下とする等の指示が与えられ、投信10社にも兼業の承認が与えられた。しかし、このころから預かった債券を「売却したり、譲渡担保にしたりするような非常識な運用事例が目立つようになった」(大蔵省 [1963])。運用預りの内容は表3に示したごとくであり、対象となる証券は主として「特殊債」、なかでも割引金融債であった。割引金融債の販売において運用預りが不可欠であった。運用預りは「お客さんから要求されます。運用預り分だけ利回りが高いわけですから、だれも割引債を家に持ってかえらないからである(田淵節也 [1996])。運用預りの主たる対象になった割引債は利子課税対象外であったが、利回りは6.224%であり、定期預金、利付債の税引後利回り、各4.95%、6.57%に対して有利ではなく、品借料日歩1厘を付け加えてはじめて6.612%の利回りとなり、販売に有利になった(小竹豊治 [1967])。金融資産の蓄積水準が低位であるという制約条件の下で、人為的低金利政策によって長期信用銀行の

資金調達コストを引下げるために発生した金利体系の歪みが、この運用預りの活発な利用に現れていたとみることができるであろう。

品借料を付して預かった債券の大半は、証券会社のコールマネー取入れや銀行等からの借入の担保として利用された。その資金は後述の株式保有などに用いられた。したがって、この運用預りは事実上証券会社の行う預金業務であり、預金業務類似であることの自覚なしに売却されたり、その資金がキャピタル・ゲインを期待した、ハイリスクの運用になっている点に難点があると判断された。1960年7月の理財局長通達「運用預り業務の兼業承認の取扱いについて」では、売却・譲渡を禁止し、兼業の承認基準を資本金1億円から2億円以上に引上げ、業務方法に関しては品借料を日歩1厘以下に引下げ、運用預りの手許保有率を20%以上とするよう指示した。

他方、1961年9月、証券大手4社のコール取入れは1,266億円に達していたが、これにも抑制措置が採られた。61年11月の第1次措置の基本方針は、「証券会社取入れコール・マネーの総額を投信および本業コール・ローンの

範囲内に圧縮する」というものであり、その指導内容は「証券会社取り入れのコール・マネー（投信からの紐付き取入れ分を除く）については極力削減を図ること。新規取増しは認めないこと」であり（日本銀行営業局 [1969]）、64年3月末までに、証券4社で1,098億円で縮減することが目標とされた。しかし、64年9月時点の実態は表4のごとくであり、目標からは遠く、なかでも山一証券が取り入れたコールマネーが一際巨額であり、本業ポジションの悪化が著しかった。63年末からコールレートが急騰し、64年は高金利状態であったからコール依存度の高い証券会社の金利負担は一気に重くなったのである。

1964年11月、第2次措置として「投信放出コールは、全額フリー化する。紐付き運用は、本業に対するものもそれ以外も一切認めない」という基本方針の下に、4社に対して「一般コールは増加させない。投信からのコール取り入れも、事前に（日銀）の了解を得させる」という指導が行れた。この指導も実効をあげなかったが、その理由として指導の基準、すなわち「負債倍率の制限」=負債<（内部資金-固定資産）×20、ただし内部資金=資本金+内部留保等という基準」において銀行からの長期借入金を全て内部資金とみなした点があげられる。つまり、日本銀行もまた強いインパクトを与えるコール抑制措置を採れない状況にあった。

証券会社が大量の資金を必要としたのは当時の株式営業をめぐる競争メカニズムと密接に関係していた。大量推奨販売、自己売買（ディーラー業務）で株式取扱シェアを引上げ、引受業務ではそのシェアをめぐる主幹事獲得競争が行われた。推奨販売は「事前に特定の株式を大量に在庫したのち、取引所内で株価を煽りなが

表4 証券会社のコール・ポジション（1964年9月）
（単位 億円）

	本業マネー	除 自 社 社利用	本 業 ポ ジ シ ョ ン
野 村	187	60	-182
日 興	292	52	-273
大 和	265	20	-178
山 一	372	54	-342
19 社	1,594	379	-1,439

〔出所〕日本銀行営業局 [1964]

ら営業を通して積極的に推奨し、購買意欲をそそるため顧客には時価より少し安い価格で分譲するというもの」であった（二上季代司 [1990]）。そして、この過程をやや戯画化して表現すれば、「証券会社は投信で株式を吸い上げて浮動株を少なくし、運用預かりで得た資金で大量推奨販売や自己売買をやる。これが当時の株価上昇のメカニズム」ということもできる（坂野常和 [1993]）。当時は、ある企業の発行済株式価格総額は企業の純資産の現在価値に一致するから、浮動株の多寡は株価には影響しないという考え方はとられていなかったのである。

また、「過当な」アンダーライティングの競争に関しては、二部市場が開設され、株式公開ブームとなっていたことが重要である。東証が発表した二部ダウ平均は、発足時の1961年10月に257.5円であったが、61年末に265.5円に上昇し、62年9月には372.91円になった。低迷した一部市場の株価変動とは「対照的に、市場二部銘柄に対する買人気は根強いものがあった」のである（東京証券取引所 [1974]）。つまり、株価に関して「一部と二部の間で乖離現象」が生じ（有沢広巳 [1978]）、二部市場への上場を魅力的にした。公開値と市場価格の差額がプレミアムになるが、市場価格が公開値の2、3倍も稀ではなかった。したがって、「当時証券会社

は第二部市場へ新規上場する会社を競争して探し回った。この過当競争も(証券不況に)大きく影響している(坂野常和 [1978])のである。

1962年には「公開ブーム」を呈し、東証第二部だけで181社が新規上場し、その資本金額は203億円、9千万株であった(大蔵省理財局 [1963])。そして、このブームを作り上げるのに証券会社も貢献した。幹事獲得競争の一環として、新規上場会社の開拓が進められた。この結果、幹事証券会社は「公開予定会社の未公開株を大量に保有」した(坂野常和 [1993])。そして、保有のための有力な資金源とされたのが運用預りで調達された資金であったのである。60-62年における新規上場企業幹事証券をみると、山一証券が160社と群を抜いて多く、野村証券の99社、日興証券の96社がこれに次ぎ、大和証券は54社であった(二宮欣也 [1969])。「法人の山一証券」の面目躍如とみることもできるが、プレミアム取得のためには公開準備過程で株式を保有したから、大きなリスクも負っていた。山一証券は積極的に新規上場企業の開拓に努めたが、その際にはメインバンクの仲介を経て山一証券が上場業務を担当するという事例が多くみられた。メインバンクと幹事証券は補完的な関係にあったのである。

しかし、証券不況が深刻になった1964年には、二部上場企業の「金融力の弱体」が不安視され、共同証券の買上げ対象とならなかったこともあって、二部市場では一部を大幅に上回る株価の暴落が生じた。ダウ平均は64年1月の最高値193.7から12月の最安値110.8に低下した(大蔵省証券局 [1965])。63年12月と64年11月を比較すると東証一部のダウ平均株価は変わらなかったが、二部ダウは22%も低下した(岡崎

守男 [1966])。山一証券にはこの株価低落がとくに大きな打撃であった。山一証券が主幹事を務めた123社のうち65年7月現在で高値より90%以上の値下がりが18社、80%台の値下がりが28社という「惨状」であり、主幹事として上場した企業の株価低下に対して買い向かったからである(大曲直 [1965])。

また、起債条件が厳しく制限され、公式の流通市場が存在しなかった社債の引受に関しても、証券会社としては、資金繰りが苦しくなればキャピタル・ロスを覚悟して、相対取引で資金に余裕のある金融機関に売却せざるをえなかった。その実態は不明であるが、このため社債のディスカウント・マーケットや債券の現先取引が生み出された(小林和子 [1995])。起債が増加し、証券会社の手持ち証券が増加すれば、債券取引でも損失が発生する可能性が高まった。こうして、証券不況が長引く諸条件が醸成されていったのである。

Ⅲ. 山一証券の業績と誤算 だった企業戦略

1. 山一証券の業績悪化

(1) 営業利益と経常利益

まず、山一証券の営業利益についてみると、その変化は表5に示したごとくであった。営業利益レベルでみると、欠損を記録したのは24期(63年9月-64年9月)の1期であるが、少し詳しくみると傾向的な業績悪化が明確であった。しかも、23期には委託販売手数料が前年比で28.4%も増加するという異常な変化がみられた。また、株価、取引株数からみて20-22期に差益が大幅に増加し、23-24期に募集・売出手

表5 営業利益の変化 (単位 百万円)

期	営業収益					営業費用		営業利益
	委託	引受	募集他 ^(注)	差益	合計	販売	管理	
20	8,650	1,046	579	2,196	15,087	3,228	6,483	5,376
21	1,1350	2,423	720	4,760	24,077	4,575	9,443	10,059
22	8,989	1,069	678	5,417	22,350	4,589	9,886	7,875
23	1,1540	1,204	3,688	1,616	21,424	5,301	12,745	3,378
24	6,315	1232	3,155	1360	14,894	4,499	11,850	-1,455
25	6,734	1257	2,350	-443	12,903	3,207	9,506	190
26	9,274	1685	2,231	1,060	16,443	11,263		5,180

注) 募集・売出手数料

〔出所〕山一証券『有価証券報告書』各期

表6 経常損益の推移 (単位 百万円)

期	営業利益	営業外益	営業外費	経常利益
20	5,376	2,738	4,168	3,579
21	10,059	3,694	10,871	2,459
22	7,875	4,795	10,922	1,227
23	3,378	6,650	12,291	-2,950
24	-1,455	7,421	11,332	-5,366
25	190	7,278	8,422	-953
26	5,180	5,885	6,933	4,132

手数料が激増したのも不可解である。つまり、営業収益の数値変化には疑問が多いのであるが⁶⁾、他方で営業費用をみると販売費、管理費とも着実に増加していた。とくに管理費の増加が著しいが、管理費の中心は人件費と土地建物賃借料であった。後述のような強気の経営政策の結果、人件費、店舗費用等が激増したことが原因であった。つまり、コスト上昇要因がビルトインされていたのは誤りないところであり、委託、引受、募集他の手数料収入と営業費用の差である営業収支をみると、21期の5億30百万から23期の1億76百万円に急減し、24期には28億250百万円の赤字になり、経常収支率も21期以降100%を下回っていた。

さらに、経常損益の動きをみると、表6のごとくであって、営業外費用が第21-22期に倍増した後、100億円を超える高水準に達し、漸増

していた。この激増は有価証券評価損と支払利息の激増に規定された。前者は21期に49億円、22期に26億円、23期に37億円と継続して巨額であった。後述の営業政策の結果と株価等の下落に規定されたものであるが、大量の在庫を抱えたことが多額の外部資金調達を必要とし、運用預り、コール取入れ、借入有価証券の激増となり支払利息も大幅に増加したためであった。運用預りの品借料の変化や借入有価証券の借入レートの変化については判明しないが、コールレートは急騰し、高水準であった。規制下の品借料や借入レートも高騰したと推定するのが妥当であろう。こうして支払金利の上昇下で営業外費用は下方硬直的になった。したがって、営業利益の激減によって、経常損益は既に第23期に赤字に転じた。第24期には日興証券、大和証券も赤字になったが、山一証券の赤字幅は大きかった。管理費、営業外費用の硬直性があり、既述のように資産評価が過大であったから、金融機関もこの経営不振を単純な流動性危機とはみなされなかったであろう。

2. 山一証券の業務内容の悪化

(1) 株式

山一証券の株式売買シェアの変化を示すと、

表7 株式・公社債売買の4社間シェアの変化 (単位 %))

期末	山一		野村		日興		大和	
	株式	公社	株式	公社	株式	公社	株式	公社
1960. 9	27. 7	18. 0	30. 5	25. 0	24. 3	28. 8	17. 4	28. 2
61. 9	29. 2	19. 5	24. 8	25. 8	24. 7	32. 7	21. 4	22. 0
62. 9	26. 1	23. 0	31. 3	30. 4	22. 4	23. 8	20. 2	22. 8
63. 9	24. 6	25. 6	30. 0	30. 3	26. 0	22. 9	19. 5	21. 1
64. 9	26. 4	25. 2	30. 7	28. 0	23. 2	22. 3	19. 6	24. 6
65. 9	22. 3	27. 7	35. 5	24. 5	24. 6	25. 2	17. 6	22. 7
66. 9	18. 7	20. 0	33. 6	31. 7	28. 1	24. 9	18. 4	23. 3

〔出所〕各社有価証券報告書

表8 期別月平均株式売買額 (単位 百万株, 百万円)

期	期 間	有価証券市場内				合 計	
		受 託		自 己		株数	金額
		株数	金額	株数	金額		
20	59. 10 - 60. 9	248	52, 281	624	126, 419	1, 219	248, 590
21	60. 10 - 61. 9	366	89, 179	679	159, 028	1, 448	342, 354
22	61. 10 - 62. 9	303	57, 880	538	110, 208	1, 097	218, 451
23	62. 10 - 63. 9	435	64, 298	786	112, 295	1, 557	226, 132
24	63. 10 - 64. 9	286	34, 266	537	63, 051	1, 027	122, 321
25	64. 10 - 65. 9	494	53, 923	392	41, 867	908	98, 513
		326	36, 616	377	40, 565	908	98, 513
26	65. 10 - 66. 9	579	83, 476	469	69, 153	1, 064	155, 594

注) 25期については2つの数値がある。

〔出所〕山一証券『有価証券報告書』各期

表7のごとくであった。野村証券を上回って業界第1位を記録したのが第21期であったが、以後2期連続シェアを大幅に落とした。しかも、21期でも自己売買が売買額、株数とも2/3に近かった(表8)。そして、株価暴落が生じた22期にはシェア低下を伴って売買が大きく落ち込んだ。23期には売買は伸ばしたもののシェアダウンは大きかった。24期には市場が急縮するなかで、2期前のシェアに戻したが、売買額は半減に近かった。どん底の第25期にはピーク時に比べて金額で70%弱、株数で30%弱の減少であり、シェアは6.9ポイント低下した。戻り高値の局面でシェアを伸ばせず、山一証券は競争劣位を明確にしていたのである。また、外国人投資家の日本株式売買高に占めるシェアをみる

と、山一証券は1964-65年には25%前後で首位にいたが、63年の利子平衡税実施によって64-66年に生じた外国人株式投資の約5億ドルの純減が与えた打撃が山一証券にとって相対的に大きいことを物語るであろう。

しかも、受託売買に比べて、自己売買の減少が著しい。この点はバイカイ行為と関連するであろう。山一銘柄といわれた特定株にバイカイを行い、その株価を引き上げて、買いを勧めるという行動がとられていたのは否定できない(大曲直〔1965〕)。大蔵省のバイカイ縮減指導によって取引数量、額の減少が見掛け上大きくなった、つまりバイカイの比率が高かったため第21期の数字が過大表示になっていたのかもしれないが、残念ながらそれは確定はできない。

表9 商品有価証券保有額

(単位 百万円)

	株 券	国 債	地方債	特殊債	社 債	受益証券	合 計
1960.9	17,956	56	137	1,159	588	513	20,408
61.9	23,187	30	177	1,611	971	4,753	30,730
62.9	19,259	24	381	2,077	3,462	3,752	28,956
63.9	26,777	26	73	5,620	2,119	1,489	32,414
64.9	13,745	25	33	1,802	1,867	589	17,881
65.9	3,990	0	62	1,582	1,104	192	6,930

さて、収益性に着目して、たとえば1963年5月の実績をとると、株式の収入は12億43百万円であるのに対して、経費は14億51百万円であったから、1億73百万円の損失であった。アンダーライターとしての活動はほとんどなかったが、ディーラー部門で8億43百万円という大幅な損失が出て、ブローカー部門の7億10百万円の利益を食い潰して株式全体では赤字になっていた。1950年代後半から60年代初頭に高収益をあげたこのディーラー部門が赤字に転じたことが問題であった。後述のようにブローカー部門を重視せよという営業方針の変化が生じるのもこうした収益性の問題があったからである。しかし、61年には日立製作所株式の営業マン「1人1万株消化運動」のような推奨販売が行われた。また、既述のように二部上場企業の積極的な開拓が行われた。たとえば、野村菊衛は「どっかへ行って煙突からえらい煙が出ておたらその会社へ行って調べてこい」といわれたと証言しているのは象徴的なエピソードであろう(日本証券経済研究所 [1996])。

他方、アンダーライター業務の実績をみると、21期は引受が26億68百万円、売出が26億52百万円であったが、22期には各17億26百万円、12億90百万円に激減した。証券不況の過程で増資調整、発行手控えがあったため減少が続き、引受・売出は第24期には皆無になった。幹事手数料、世話料の1963年1-5月における4社比

較を行うと、野村証券、山一證券が3.3億円、大和証券が2.8億円、日興証券2.7億円であった。野村が山一證券を若干上回ったが⁷⁾、増資調整による株式発行の抑制の打撃は「法人の山一」に、とくに著しかったとみることができるであろう。

また、表9によれば、山一證券が株式を中心に大量の商品在庫を保有していたことが明らかであろう。株式は20-23期に200億円前後という高水準で推移していた。大量、推奨販売という販売政策に従った営業活動の結果がここに示されているのである。既に1962年3月末時点でさすが強気の大神一社長も株式を中心とする商品有価証券が「何としても多すぎる」としてその削減を指示せざるをえなかった。しかし、他面で62年8月に未上場株の積極的買入れ方針を常務会で確認している。矛盾しているのである。63年9月20日現在の株式保有の構成をみると、一部上場企業148億円66百万円、二部上場企業115億円51百万円、店頭銘柄企業10億円19百万円、未上場企業30億円41百万円で、合計301億円77百万円であった⁸⁾。一部上場企業の格式は保有株式の半ば以下であったのである。したがって、表9より実質的には保有は多額であったが、それはさらに増加し、64年2月には保有株式は353億円になった。株価下落過程でもなお株式の保有が増加したのは、「法人の山一」であったため「市況が軟化して売り物が出

た際、幹事関係などから買い向かわざるを得ないことが多く、これがいわゆる<しこり株>となって大きな損失をもたらした」のである（日銀営業局 [1969]）。ようやく、再建過程で63年9月-65年9月に約5分の1へと大幅な縮減が行われた。その多くは証券保有組合に提出したものであり、子会社に移管されたものもあった。また、一部は売却処分も行われた。銘柄、金額などの詳細は不明だが、株式の売却処分ではキャピタル・ロスを被ったとみられる。

(2) 債券と投信

22期には社債保有が激増した（表9）。投信が株式の組入れのため公社債投信を売却し、信託を解約し、運用資産である社債を山一証券が購入するほか無かったためとみられる。他方、債券売買実績をみると、表10のごとくであった。また、公社債売買に占める山一証券のシェアは上昇していた（表7）。売買の中心は特殊債と社債であるが、しかし、債券の流通市場は実質的には存在しない。たとえば、63年5月における債券部門の収入は1億67百万円で、その大半を占める1億62百万円はアンダーライター業務によるものであった。ディーラー業務の収入はほとんどない。しかし、経費はディーラー業務に割り当てられるものが多く、ディーラー業務で2億14百万円の損失が出て、アンダーライター業務の利益を1億15百万円超えるため99

百万円の損失になった。したがって、売買に計上されるのは、既述のような購入の他は、債券を保有しきれなくなって、低価格で地方銀行、相互銀行、信用組合などに売却したことを示しているであろう。つまり、この時点においては債券売買額の増加は山一証券の業績悪化の1つの指標であったと思われる。

また、受益証券の募集、売買実績をみると表11、12のごとくであった。「銀行よサヨナラ、証券よこんにちは」といわれた状況を反映して21期には激増がみられた。ユニットも伸びたが、オープン、公社債投信の伸びが著しかった。両方で100億円を超える増加であった。しかし、既述のような経緯があって、公社債投信は魅力的な投資物件ではなくなった。22期には前期比1/4への激減と不振になった。また、株式投信は推奨販売を行う上で、投信への組み入れによる株価引上げが意図されたが（荒川弘 [1967]）、オープン型の不振は惨状というべき悪化であった。後述のように、山一証券は経営合理化策、経営再建策の重要な柱に投信販売の増加を掲げたが、それは実現しなかったのである。

引受株式の投信への押し付けは証券会社がしばしば採用した経営政策であったし、山一証券もそれを採用したとみてよい。しかし、山一証券の株式組み入れには、証券業の一般的動向を上回り、無理がみられた。表2によれば、1963

表10 期別月平均債券売買額 (単位 百万円)

期 間	国 債	地 方 債	特 殊 債	社 債	合 計
59. 10-60. 9	144	59	6, 339	781	7, 323
60. 10-61. 9	78	131	11, 287	2, 624	14, 120
61. 10-62. 9	40	143	12, 802	5, 573	18, 558
62. 10-63. 9	50	438	12, 660	7, 632	20, 779
63. 10-64. 9	100	325	15, 541	3, 069	19, 035
64. 10-65. 9	2, 885	1, 861	26, 879	5, 291	36, 917

表11 期別月平均受益証券募集・売買取扱 (単位 百万円)

期 間	ユニット	オープン	公社債	合 計
59.10-60.9	2,925	1,475	—	4,400
60.10-61.9	4,492	6,122	5,490	16,104
61.10-62.9	3,731	1,702	1,356	6,788
62.10-63.9	4,950	420	1,544	6,914
63.10-64.9	2,027	3,725	2,281	8,033
64.10-65.9	1,975	30	1,603	3,068

表12 期別月平均受益証券売買額 (単位 百万円)

期 間	ユニット	オープン	公社債	合 計
59.10-60.9	1,925	3,787	—	5,662
60.10-61.9	2,734	7,356	1,893	11,983
61.10-62.9	5,585	5,774	4,106	15,464
62.10-63.9	1,285	4,899	1,093	7,277
63.10-64.9	1,628	2,304	1,401	5,363
64.10-65.9	2,519	2,592	2,660	7,771

年7月の時点で、投信の基準価格は大幅に低下し、資産倍率は1.0を下回ったが、山一証券の投信はさらに業績が悪く、オープン型で全国平均を3ポイント下回り、ユニット型でも平均を下回り続けた。ユニット設定後1年以内の解約率が、山一証券は2割に近いのに他社は1割以内であり、募集コストが割高になったのも問題であった。オープン型の解約・償還率も62-63年に高く、債券オープンは不振であり、63-64年にはユニット型の解約・償還率も一気に上昇した。したがって、投資家が購入を手控えるのは当然であり、受益証券の売却に踏み切り、それを山一証券が買い取らざるをえなかったと推定される。それが21-22期における売買額の著増と計上され、保有受益証券の激増になったと推定される(表12、9)。山一証券の商品有価証券額が証券業全体に占める比率は60年9月の15.0%から63年9月の14.5%へと低下したが、保有証券の内容は一段と悪化していたのである。

しかし、1963年以降、後述のように公社債、

投資信託とくにユニット型などの「貯蓄性商品」の重視が指示された。たとえば、63年5月の投信の収支実績は、8億14百万円の収入に対して、経費が4億86百万円であったから、表面的には3億28百万円の利益をあげたためであろう。しかし、問題点を挙げれば、①業種別、成長利回りなど性格別、資本金別など株式組入比率が必ずしも適正ではなかったこと、②貿易自由化の影響の大きい「問題業種」の将来見通しについて、山一証券と投信委託との間で意見が不統一なことがあったこと、③コールの固定化により、株価下降期に優良銘柄を換金売りせざるを得ないこと、④株価上昇期にユニット設定時の委託会社への入金率が低く、「古いユニットから優良銘柄をコロガさねばならなかった」こと⁹⁾であった。

(3) 業界第1位戦略—「5年後の山一証券」

既に示唆したように、山一証券の破綻を考えるうえでは経営者とその経営理念についての考察が欠かせないであろう。この時期のトップ・

マネジメントは、小池厚之助会長、大神一社長という1954年以来の体制であったが、大神が強いリーダーシップを発揮していた。大神やその腹心とみられ、「相場の神様」ともいわれた山瀬正則株式部長については、「古い相場師的体質」をもって、「強気一本槍で売り方に対し買い上がる」という評価があるし(草野厚[1989])、大蔵省の安川七郎も「正直言って、大神さんはやはり株屋さんで、役所としては100%は信頼できない面がある」¹⁰⁾と後に回想している。他方、肉親の証言によれば、大神は山一證券が理想とすべき「大証券の姿としてインベストメントバンカーを考えていました」、つまり、証券保有によるインカムゲインとキャピタルゲインの獲得を経営目標にしていたというわけである¹¹⁾。したがって、この証言によれば、大神は単に強気の「相場師」であったわけではなく、株式を「買い上がる」にはそれ相当の理由があるということになる。

そこで、注目すべき点は、大神が日本経済の高度成長を信じ¹²⁾、成長企業が自己資本の充実を図れば、産業資金調達の間として証券市場が成長するという見通しをもっていたことである。株価が低迷しても、大神はこの見通しをなかなか変えなかった。1963年4月の時点でさえも、「証券業は成長産業であります」と言い切っていた。大神が高度経済成長の持続に信頼を置いたことは中長期的には誤りではなかった。しかし、この当時の大企業は、設備資金を主として貸出市場において調達した点や証券不況についての短期見通しを誤ったのである。

さて、大神によれば、「わが社には創業以来堅持して参った4つの経営方針」がある。それは①国家本位、②顧客本位、③堅実本位、④積極本位ということであって¹³⁾、それらは経営方

針というよりも、山一證券は如何にあるべきかを示した経営理念である。①は収益追求とともに「日本経済の発展に寄与し、社会の福祉に貢献すべき使命」を自覚するということである。たとえば、市場で必ずしもよい評価を受けていない電力株について、電力業は基幹産業であり、エネルギー産業は明るい展望をもっているという観点から、大神は「他社に先がけ、電力株の推奨」を指示したことを、「つねに国家的立場に立って仕事をするという考え」に基づいた意思決定としているのが、その具体例になる¹⁴⁾。また、割引債についてはこういうエピソードがある。公社債担当者は、長期信用銀行から割引債の引受け要請があった時、部下に指示して一度は断らせ、その後何度も長銀から要請を受けても断り続けた。しかし「ある日大神さんに呼ばれた。長銀の割引債の要請を断ったのは正しいけれども、売れないから引き受けないでは商売にならない」ということで、「社長に言われて引き受けた」¹⁵⁾というのがそれである。これも「国家的立場」で対応した事例であろう。

②は証券取引に価格の差はないから「顧客へのサービスには万全を期」せという趣旨である。たとえば、社債の個人消化についての成果という点で他社の後塵を拝していたからそれが課題であったことは明らかであるが、指示は具体性を欠いた。③についてみると、強調されている「堅実」の反対概念は「投機的」であった。大神は営業マンに対しては「投機的行為に走る」のを戒めていた。しかし、インベストメント・バイキングに不可欠の審査機能の強化についてはまったく触れていない。そして、④の意味は、良いと思ったことをどんどん実行し、証券業における企業間競争を勝ち抜けというこ

とである。これは「業界第一主義」という経営目標の設定につながることであった。④の積極本位と関連しそうな実践として注目を引くのは、不動産業を新たな事業領域として開拓しようとしたことである。大神は「不動産関係は副業として相当積極的にやって参ってよい」という考えを明示していた¹⁶⁾。後述のように、証券不況時にはこの方針による関係会社を介した不動産投資が裏目に出るのである。

しかも、業務拡大方針の下で急速に企業規模が拡大しながらも、経営管理面で杜撰であった。たとえば、資金管理において早くも1961年末に杜撰さが露呈した。資金繰りの悪化に関して、大神自ら「何故、もっと早く実情を訴えなかったのか、出来ないものは出来ない」と断固断ってもらいたい」と部下を叱責する場面もあった(山一証券 [1985])。安川などが非近代的で信頼できないと感じたのは、経営組織、経営管理の杜撰さに問題があったからでもある。

さて、社長の訓示や挨拶で名実共に業界第一位の地歩、業界第一位主義が頻繁に唱えられるようになるのは、1950年代末からであった。取引シェア第2位であった山一証券は首位の野村証券を追撃する戦略をとったのである。高度成長期には各産業でシェアを高める競争が行われていたからそれ自体はとくに異とすることではない。60年に総合企画室が、65年に資本金200億円、従業員9000名、店舗数150で業界第一位を達成しようという「5年後の山一証券」を取りまとめ、この戦略の輪郭を明確にした。しかし、それは画餅であった。61年9月には各部の課長クラスで構成された「長期計画研究会」が作成した61年10月-66年9月の長期計画、「5年後の山一証券」では、経済成長率を9.2%、個人所有株式と株式投信が総株式に占める比率

を不変、個人所有と投信では投信のウエイトが1.5倍に伸張するなどと仮定して¹⁷⁾、56-61年実績に基づく傾向線で推定してみると、4社のシェア比較において山一証券は株式引受高、事業債幹事引受高で辛うじて首位をキープするものの、投信設定額では野村証券の半分以上となり、金融債消化額では野村証券に大差をつけられた上、大和証券にも遅れをとると見込まれた。したがって、「現状のままでは66年までに業界第1位を確保することは不可能といわねばならない」と認めざるをえなかった。

そこで、まず、経営の中核機構を確立し、「営業戦力を飛躍的に増強」し、同業の系列化を進め、金融機関との提携強化が目標にされ、投信と金融債販売-運用預りの強化が重視された。運用預りへの規制は考慮されていない。他方、事務機械化を推進して、本社スタッフ、管理部門の縮小をはかり、営業部門と後方部門の人員比率を1対3.74から1対2.43程度に引き下げることなどが目標に掲げられた。しかし、1年後の実態は早くもこの構想に逆行した。1962年9月末現在で、本業・委託販売の総人員は9974人であり、そのうち本業男子が3822人、女子が4335人、嘱・技術員・雇が957人で、合計9114人であり、これを営業と非営業の比率で見ると、1対4.2になっていた。雇用、職種区分の硬直性が現れている。

さて、1961年10月、大神は景気は「調整段階」に入ったが、それは高度経済成長の「行き過ぎ是正」であるという見方に立って、「株価の持つ先見性からして、遅くとも明春には反騰が期待出来得る」として積極的な営業を指示した¹⁸⁾。この「反騰」期待が継続するのである。また、同月の全国支店長会議でも、大神は、営業のスタンスについて「あくまでも前向きの積

極的態度で臨む一方、経営の安定を図らねばならない」として、22期上半期の目標を株式手数料収入90億円、各商品の販売目標額はユニット540億円、オープン150億円、公社債投信180億円、割引債270億円、利付債60億円とし、「これを万難を排して必達してもらいたい」と指示した。そして、新規顧客開拓運動を積極的に展開することを求め、そのためには「低迷期の今こそ好機」と強調していた¹⁹⁾。また、「大型ファンド創設」も行われた。既述のような株価の低落によって基幹産業である電力、ガス、鉄鋼、重電などの増資が制約されている状況は日本経済にとって好ましくないとして、基幹産業の代表的銘柄を運用対象とした大型ファンドを創設して新規資金を吸収することが目論まれた。したがって、投資信託は債券オープン、割引債などからの乗り換えではなく、「純増に重点をおいて募集に努力するよう」指示されたのである²⁰⁾。実績の倍以上という現実離れした目標が掲げられたのである。これに数カ月先立って、日興証券は日本興業銀行から湊守篤を副社長に招き、再建策を講じ始めていたのと対照的な強気の経営方針の維持であった。この大型ファンドは「所期の目的を果たし得なかった」が、なお強気の方針は継続され、第110回ユニット投資信託では、100億円の販売目標を設定し、「国際株で重点運用」を強調する宣伝も行った。つまり、「値上がり期待の有望国際株を安い時期に運用開始するので極めて有利なユニットである」として、積極的な売り込みが指示された²¹⁾。しかし、この実績も第100回の設定実績記録70億円を上回る74.3億円を達成したが、当初の目標を大幅に下回った。それどころではなく、経営の実態は既述のように悪化の様相を呈していた。投資信託も解約が増加して残存元本

に純減が生じていたのである。

(4) 企業合理化への取組みの遅れ

1961年12月、株式市況の不振が続くなかで、ようやく「収支の均衡を回復する」ため「強力な企業努力」が必要であると判断された。本社、大阪、名古屋に「業務合理化委員会」が設置された。山一証券が採用した最初の合理化への取り組みである²²⁾。小池義郎・業務合理化総合委員長は、同委員会最初の会合で61年の業績悪化は27、49年と比べれば「最悪とはいえないが、…赤字の累積は恐ろしい²³⁾」という認識と業務合理化を進める決意を示し、その合理化目標として①経費節減、②営業戦力の増強、③業務合理化を掲げた。この合理化方針は一部が具体化し、実施に移された。たとえば、大阪店、名古屋支店の業務合理化の成果を見ると、大阪では株式部、計算部、経理部などから15名を営業に転出させた。この結果、大阪の営業マンは185名となり、総人員の35.4%を占め、東京店の27.1%を上回った²⁴⁾。さらに、62年5月に業務合理化委員会はコントロール可能と思われる経費の10%節減を打ち出し、社内ルール遵守の精神作興運動を提案した。そして、同委員会の検討結果を受けて、63年3月には「特定費目については具体的節減目録を明示して、その厳格な履行をさせる方針²⁵⁾」が決定された。しかし、その効果はごく限られていた。そして、精神作興運動の提案は経営危機について山一証券トップがさほど深刻な認識を持っていなかったことを示している。単なる精神作興などで人が動かされるのはごく僅かに過ぎないことをトップも知っていたと思われるからである。

1962年3月、つまり22期前半終了の時点においても、大神は「期初からの一貫した方針であ

る資金量の増大、投信純増を期待する」という所信を表明した²⁶⁾。依然として強気の姿勢であったが、他面では61年10月の全地区支店長会議では「証券界としても相当の危機」にあると指摘し、62年4月の同会議では、その「危機は深刻化した」として2面的な指示を出した。第一は、株式、債券、投信各部門で販路拡大を図るという営業面に関する積極策であり、第二は、同業他社やアメリカのメリルリンチなどが徹底した合理化方針を採用したことに触れながら、冗費の節約を訴えたことである。しかし、大神は事態を楽観視し、「証券界」は「相当の危機」であることを指摘したが、山一證券の経営上の問題点は指摘しなかった²⁷⁾。既述のように山一證券の経営に問題が発生していたが、大神は事業拡大でその問題を解決可能と考えていたのであろう。しかし、社内にも別の見方があった。この会議で会長、社長が席を外した後、花岡副社長は「山一の現状は慄然とするものがある」、「金利負担が非常に大きい」、「乾坤一擲の努力を必要とする」と危機感の漲った挨拶をしていたからである。ただ、花岡が表明した危機感は表立って経営方針に反映されることはなかった。この意見の相違を具体的に指摘したものではないが、山一證券の合理化への対応の遅れの一因として「首脳部に考え方の相違というか、1つのミゾがあったと思う」という外部の評価(中山素平 [1978])を肯定する事態ではある。

さて、大神が指示した2面的な経営方針は、23-24期においても変化しなかった。23期初においては、前期がそれまでの蓄積を「食い潰す」ような成績であったことは踏まえられたものの、対策として掲げられたのは、「1. 営業活動は積極的に、2. 業務の合理化推進」であっ

た²⁸⁾。例年より1カ月早く招集した1963年9月の全地区支店長会議で、大神は初めて収支改善を指示したが、それは増収が基礎であった。63年6月に設置された短期計画委員会が策定した24期収支計画では、投信で月平均10億80百万円、株式で9億50百万円の収入を中心に22億80百万円の収入を見込み、投信を中心に大幅な増収を目指す計画であった。植野桂によれば、これは「最後の突撃」であり、失敗すれば「構造問題」に手を付けなければならないことを暗に示したものであったという²⁹⁾。しかし、63年4-8月実績と比較してみると、投信は60%増であり、これに対応して販売費も50%増となるから、管理費と金利を圧縮して総支出を微増に抑えて、月平均3億69百万円の赤字になっていたのを収支零にしようというものであり、異常なほど強気の計画と評するほかないし、現実離れしていた。既にこの時点でマネジメントは正常に機能していなかったとみられる。事実、24期収支計画の第1四半期(63年10-12月)の業績をみると、投信は僅かに3億81万円と計画の35%に過ぎず、株式手数料収入も3億84百万円で、同40%にとどまった。他方、管理費は膨張し、販売費を2億57百万円と計画の42%に削減せざるを得ない状況になっていた。したがって、赤字幅は11億22百万円に一気に拡大した。無謀な「突撃」は効を奏さなかったのである。

さて、大神が指示した積極的な営業に関して少し詳しく見ると、その「基本方針」は、「貯蓄性資金の吸収をはかり、営業の基盤を固めて利益を増大すること」と「営業態度正常化」に置くとされた。そして、商品別には最重点を投資信託に定め、ユニット投資信託の24期販売目標を本業のみで1200億円とした。投信分野が成長性が高いことと収益の安定化をはかるため

あった。すなわち「投資信託に重点をおきます理由は、われわれの仕事は非常に変動の激しいものでありますが、その不安定な中でも出来るだけ会社の経営を安定的収入でまかない、少なくとも投資信託で当社収入の過半を占めることが第一の理由であります」というのである。営業収入の変動幅を小さくすることが強く意識されている。しかし、この証券不況期には大衆投資家がリスク回避の行動を取り始めたのであるから(岡崎哲二 [1992])、後知恵で言えば、これは最悪の選択であったのである。

また、株式については、本社が中心となって行なう推奨販売は避けて、顧客の需要に対応したブローカー業務に徹する考えが示された。ブローカー・ディーラー業務からの転換であるが、ブローカー業務の変動は激しかったから安定志向の表明とは矛盾した。株式の最低目標は月9.5億円とされた³⁰⁾。株式売買の増加、営業マンの増加という条件を見込んだとしても、ブローカー業務で目標を達成しようとするならば、9.5億円というのは事業の大革新が必要な目標値であるが、革新の方策は示されなかった。客観的に言えば、拡大路線は固守されたが、事業領域選択に混乱が見られ、画期的な経営方策は打出されなかったというべきであろう。

他方、合理化に関しては次の3点が指示された。第一は「後方人員の第一線供出」であり、本社、大阪、名古屋の人員を30%削減して、本社機構をスリムにすることである。そして、その「供出」人員は営業の重点地域に配置することが計画された。したがって、販売費は大幅な増加が見込まれることになった。第二は経費節約であり、総経費の10%、「統制可能費」の40%節減が目標とされた。そして、第三は機械、

設備、支店、不動産などに関する新規投資の停止である。さらに、「不要不急の資産」の積極的処分も指摘された。合理化策の範囲がようやくこの時点で拡大されたのである

(5) 収支改善計画 - 2つの収支計画

1963年11月、大蔵省の検査に際して、山一証券は経営改善策の答申を行ったが、具体的な数字を示さず、「営業体質の改善と営業態度の是正」、「収支の健全化」、「資本の充実と財務の改善」、「組織運営の能率化、機動化」などの必要を抽象的に記したものであった³¹⁾。しかし、その背後にあった具体的な収支計画は表13の第一次計画であるから、24期収支計画からみれば大幅な圧縮計画であるが、実績1からみればまだ強気のものであった。そして、大蔵省から具体的な計画の提出を求められ、64年3月に提出された第二次改善計画案は表13の第二次案であった。「比較増減」の項に示されているように、第一次計画に比べ、株式収入の減額を中心に収入を16億円に絞り、一般管理費の削減を行って、収支均衡の実現を見込んだものであった。しかし、実績2に比べれば収入額の見積は依然として過大であり、諸引当金を減額することによって均衡化を図ろうというものであり、基本的な考え方は変わっていない。そして、実績は収入合計で10億87百万円であり、目標の68%にとどまったのである³²⁾。

大蔵省の監視は有効ではないのであるが、ケネディ・暴落の後、株価は低迷し、1963年12月に預金準備率引上げが実施され、株価はさらに低下した。日銀の証券金融への期待は高まったが、山際正道総裁は「<証券会社に直接資金を供与することは中央銀行として適当かどうか問題>であり、現在われわれはそうしたことは考

表13 2つの収支計画

(単位 百万円)

	実績 1	実績 2	第一次	第二次	比較増減
株式収入	1,201	605	996	730	-266
債券収入	147	196	173	190	17
投信収入	437	405	647	680	33
収入合計	1,785	1,206	1,816	1,600	-216
販売費	442	382	412	409	-3
一般管理費	984	930	915	875	-40
金融損益	237	164	187	167	-20
費用合計	1,663	1,476	1,514	1,451	-63
差引損益	122	-270	302	149	-153
営業外損益	198	10			
合計損益	320	-260	302	149	-153

注) 実績 1 は1962年10月-63年 9 月平均, 実績 2 は1963年10月-64年 1 月平均。比較増減は第一次計画と第二次計画の差である。

〔出所〕「収支計画」1964年 3 月11日

えていない」とその期待を一蹴した（日本銀行 [1986]）。大蔵省と興銀を中心に株式の買入機関の設置が進められ、64年 1 月に「株式市場の安定と資本市場の育成」を名目に日本共同証券が設立された（三森良二郎 [1964]）。大手証券会社は銀行の証券業への介入とみてこれに反発し、「一時は消極的であった」が（日本共同証券財団 [1978]）、共同証券は相対的な優良銘柄を中心に64年 3 - 4 月に155億円の株式を買入れた（日本銀行営業局 [1969]）。この過程に大蔵省の証券行政担当者の危機感が示されている。

1964年に入って、大蔵省は山一證券は「(収支) 計画通り進んでいないのではないか」と指摘し、さらに「2年乃至3年計画でも差し支えないから、今後のあり方について具体策を明らかにしてもらいたい」と要請した³³⁾。大蔵省の「(収支) 計画通り進んでいないのではないか」という指摘は妥当であり、既述のように第二次計画の収入予想が過大すぎた。大蔵省は山一證券のトップに対して不信感を明示し始めた

が、その評価は遅きに失したにしても、当然のことであった。

この大蔵省要請に対して、山一證券は収入16億円、13億円、10億円の3案を回答した。しかし、10億円案では月に約5億円の損失が発生し、収支が均衡するには人員を65年 1 月を目標にして5 - 6千人に圧縮する必要がある、山一證券のトップはその「実施は到底困難である」と密かに考えていた。大手証券会社としては既に広く大企業に定着していた長期継続雇用という慣行に反する行動はとれないのである。他方、13億円案の場合では、給与に関して1億円、賃借料・機械料で5 - 6千万円などの圧縮が必要であり、これらの点を社内の合理化委員会で検討し、具体的な成案を得て直ちに大蔵に報告することになった³⁴⁾。つまり、13億円案をもって大蔵省に説明したが、加治木部長は10億円を基礎とした具体案を提出することを求めた。そして「(13億円案) をどうしても固守するならば、社長直接出頭の上その理由を説明して欲しい」と要請し、その収支均衡案は単なる

「計画書ではなく誓約書として提出するように」と釘を差し、厳しい監視の姿勢を示したのである³⁵⁾。山一証券は大蔵省に10億円均衡案を示したが、それは「多分に実行困難なものであり、改めて実際の合理化案」として「二次計画案」が策定された。大蔵省の期待した「誓約書」として10億円均衡案を位置付けた訳ではなく、大蔵省の要請は無視された。「二次計画案」の基本方針は、人員の削減は「自然減」に待ち、店舗の廃止は近隣店舗に人員等を吸収できる範囲に限り、営業意欲を削がない範囲で経費節減を進めるというものであった。雇用の維持に配慮したのである。雇用の安定という条件の重大さに関して、大蔵省と山一証券トップの間に理解の相違があった。

二次計画案の経費削減について具体的に言えば、人員は1965年3月末で、949名減少して7735人になり、閉鎖店舗は8店、賃借料引下げ・不動産処分などを実施し、月1億05百万円の経費減額を行い、支出を13億84百万円に圧縮するというものであった³⁶⁾。しかし、この計画では、目標の65年6月においても想定される収入13億17百億円に対して67百万円の赤字であった。しかも、現実に実施された収支計画はさらに修正され、債券に重点をおいて収入15億円、経費14億円というものであった³⁷⁾。管理費等のコストの硬直性を考慮すれば、相対的、表面的には強気の経営方針しか採れなくなっていたのである。

3. 並行メインバンク化とメインバンクの監視の無効化

問題点はトップ・マネジメントの力量に集約され始めたが³⁸⁾、それ以前に大神と富士銀行幹部との交友関係が深い等のことから、三菱銀行

とのメインバンク関係に齟齬が発生したことも重要であろう。大神自身「最近かなり（銀行等の金融機関との関係）が微妙となって参って居りますが、我々としては、この問題については相当政治的な配慮を払って参らねばならない」と述べていた³⁹⁾。1961年9月末に従来最大借入先であった三菱銀行からの借入19億17百万円を、富士銀行からの借入19億30百万円が上回ったのである。「こちらから求めないで、むしろ富士銀行からメインバンクにせよという意味でアプローチしてきた。私自身三菱の関係もあり迷った、この件では後で三菱から恨まれました⁴⁰⁾」という。山一証券は三菱銀行に変えて富士銀行をメインにするという意味決定を行った訳ではなく、「徐々に、なしくずしにそういう状態になった」というのである。そして、62年6月、前富士銀行常務・磯部明が専務取締役役に就任した。「資金事情も悪くなっていたこともあり、こちらから正式に頼んできてもらいました」と小池は回顧したが、それとバランスをとるため三菱銀行にも人材派遣を要請し、11月に前三菱銀行取締役京都支店長の中島俊一が専務取締役役に就任した。いわば並行メインの関係を作り出したのであるが、それは銀行により大きい協力を求めながら、単独メインバンクによる監視が強化されるのを避け、その影響力を小さくしようという意図があったとみられる。この並行メイン化の措置は後の再建過程にマイナスに作用した。

また、1962年12月には経営戦略に専任するものとして経営会議など重要会議が新設された。さらに、既述の収支計画の策定と並行して、属人的集権制を組織的集権制に改めることが考慮され、63年秋から、責任体制の確立、組織の簡素化、コミュニケーションの改善を目標に経営

組織の再検討が行われた。その検討結果によれば「現段階においては、諸般の事情を考慮して、抜本的な改革を避け」ることとなり、64年3月に次のような組織改革が行われた。すなわち、副社長、専務からなる業務審議会を設置し、社長の業務補佐機関とし、監理本部を設置して業績評価、業務監理機能の強化をはかり、株式本部の株式引受部を法人本部へ、株式投資部を監理本部へ移管し、事務企画部と事務指導部を統合して事務管理部としたのがそれである。そして、磯部専務の担当を債券本部、株式本部、投資信託本部、法人本部、外国本部、業務本部、中島専務の担当を監理本部、総務本部、経理本部とした⁴¹⁾。銀行から受け入れた人材の経営上の職務権限が明確にされたのであるが、彼らは企画部門からは排除されていた。銀行の監視を回避する手段が講じられているのである。

4. 本社社屋建設プランへの固執と法人営業の偏重

さて、既述の強気の経営方針は強気の設備投資計画を伴った。設備投資は店舗新增設、情報処理機器の購入もあるが、中心は本社社屋新築であった。この投資計画は経営業績が悪化してからも、ぎりぎりまでその実現が追求された。

1960年「5年後の山一証券」は本社社屋新築プロジェクトのための計画でもあった。従業員規模9000人を想定し、それに対応して中枢機構を1箇所集中した本社社屋の建設が構想された。しかも、それに先立って東京駅八重洲口前の土地取得も行われていた。大神が正式に新社屋建設の方針を明らかにしたのは60年10月であり、61年「5年後の山一証券」計画の時点で本社新築構想が具体化した。本社機構は使用中の

兜町ビルに株式部門を集中し、新築の「八重洲本社」に経営者層、企画、管理、営業部門を集中し、計算機部門等は田中鉦業ビルなど近傍の地に納めることを想定していた。この計画にそって八重洲の土地の完全な取得に努めるとともに、62年3月には富士鉄企業との間で日本橋江戸橋の8階建ビルの賃貸契約を結び、「日本橋別館」と称した。そして、63年4月からは田中鉦業ビルを利用しはじめ、これを南別館とした。62年の「長期経営計画－5年後の山一証券」では本社機構は「八重洲」ビルを軸に、日本橋、兜町、南別館、佐賀町別館に収容することになった。この計画で算出された「所要設備額」は61年9月－67年9月で実に271億円であった。この建築計画の作成時点には収支計画が焦眉の課題であったのは既述の通りであり、大神も経営多角化の主力事業と考えていた不動産に関しても「処分の段階に入った」とし⁴²⁾、大阪・名古屋店の建設は延期された。しかし、本社社屋建設計画ははまだ放棄されなかった。「長期経営計画」でも「本社社屋群は66年度完成予定の日本橋新本社屋及び兜町本館、南別館、佐賀町別館をもって構成する」⁴³⁾とされたのである。八重洲の土地に関してはようやく63年8月に不動産処分の方針に沿って有力企業を対象に売却の打診を開始したが、価格面で合意できなかった。結局、この土地の売却には約1年要し、64年9月に日本興業銀行との間で基本的な合意に達し、12月に9百坪余りを44億4千万円で売却した。新社屋建設計画が中止されるのは64年11月であり、それはトップ交替が内定した直後のことであった。ぎりぎりまで新本社屋建設が追求されたのである。

他方、山一証券の営業戦略について言うと、後に小池自身山一が「大衆化に遅れたことは事

実だ」と回顧し、その「遅れ」が大神の経営方針に基づく証言している。すなわち「言にくいんだけど、大神君はやはり幹事をとることがとにかく商売の上で最重要と考えていましたね⁴⁴⁾」というのがそれである。幹事証券となることを重視するという大神の営業方針は、既述のインベストメント・バンキングを目指すという経営理念と矛盾はしない。他方、この大神を批判した小池の証言も単なる事後の言い訳ではなかった。既に1961年の時点で、小池は支店長に対して「山一の客には純然たるファンがいると同時に、小口のお客さんの中には、何だか近づき難い、店頭で無愛想であるという批評」があることを指摘して、増加しつつある「小口投資家に対する接遇に今少し研究をする余地がある」と警告を発していたからである⁴⁵⁾。つまり、営業戦略に関してもトップの間で齟齬があったとみられるのである。

1961年3月現在における山一証券の個人顧客は、株式客30万世帯、投信客27万世帯、割引債客4.77万世帯であった。これに対して、野村証券は株式客36万世帯、投信客38万世帯であったから、投信客数で野村証券との間に大きな差があった。地区別にみると京浜地区では山一と野村の差は小さいが、東海地区では大きな開きがあった。また、年齢別にみると若い年齢層で山一と野村の差が大きく、20-40歳台では山一の顧客数は野村の70%ほどであった⁴⁶⁾。しかも、他社と比較して「当社の顧客層は株式よりも投資信託、投資信託よりも債券と確定利付になればなるほど薄くなる」と大神自ら指摘したような難点があった⁴⁷⁾。つまり、販売収入の安定化方針に反する顧客構成なのである。この難点は自覚されながらも改められず、63年11月の時点でも「客層が小数大手に偏し、大衆顧客の層が

相対的に薄弱である⁴⁸⁾」という反省を記さざるをえなかった。「法人の山一」という特徴の裏側に個人顧客の層の薄さという弱点があった。62年時点における支店役席者の仕事をみても、法人や大口顧客への働きかけが主になっていた⁴⁹⁾。そして、現場の活動に関してトップの関心は薄かった。小池、大神とも支店巡回はあまり行わなかった。「法人営業にウエイトを置きすぎたね」と後に小池も自身改めて反省している。法人、大口顧客中心の営業体制を組めば、地方支店や小規模店舗に不採算店舗が多数出ることになるのも当然であったであろう。

この時期、弱点の個人顧客の開拓の上で重視されたのは集金人であった。証券マーケティングの特徴は営業マンによる個別販売マーケティングを軸にして、営業マンを収益性の高い分野に集中させ、集金人が集金業務を中心に営業マンを補助する役割が大きいと見られた。集金人には、的確な販売情報の収集、営業マンへの連絡、顧客へのアフターサービスを分担させて、「集金人に小口層を管理させ、営業マンがより大口層に効率良く働きかける」ことが構想されたのである。これが1960年4月以降、累積投資業務の集金体制とされた。集金人の人員は、60年9月169人であったが、61年11月に「同業他社特に野村証券(2800名)の如く至急集金人を増加」することが決定された⁵⁰⁾。これは、60年に発足した投信販売会社の営業力強化のために、MIクラブ普及員1500人と累積投資申込者の7万件を、61年10月に移転させたため、累積投資の停滞が生じたのに対応する意味もあった。63年1月には、「集金係大増員方針」が実施された。62年2月に定められた「集金係制度運営要領」では、集金人の契約条項は「集金業務及びこれに付随する業務」と規定されていた

にもかかわらず、既述のような観点から集金人を募集勧誘・顧客開拓業務をも行なう「準営業マン」にすることになった。63年4月の全地区支店長会議では、当時約400万人いるとみられた大衆投資家に対して、高コストの営業マンではなく、集金人を「ちかに接する武器として使う」方針が示されたのである⁵¹⁾。しかし、集金人を「準営業マン」とすることは証券取引法56条に反する行為である可能性もあるだけでなく、集金人のインセンティブを引き出すため設定された報酬率が割高であったため、営業効率の悪さの一因になった⁵²⁾。集金係と改称された集金人は64年12月には実に1,790人になったが、65年1月にはその非効率を反省し、大幅な減員計画を採用することになったのである。

5. 人材の大量採用

これまで繰り返し触れてきた強気の経営方針は人材の採用にも顕著であった。既述の新本社屋建設計画は、従業員数が1960年代半ばには60年代初めの約2倍で、9000人になるという想定に基づいていた。従業員規模の増加に関しては山一証券には「他社に出遅れた」という認識があり、他社に「遅れてはいかんというので61、62年に大量採用」したといわれている⁵³⁾。しかし、60年9月の時点で総従業員数では野村証券

を下回ったが、男子では野村を上回っていた。出遅れたというより、「業界第一位」になることを目指して大量採用を実施したと推定するほうが妥当であろう。

表14に示したように1960年から採用者が激増しており、60-62年だけで大卒男子の新規採用が1200名を超え、この大量採用時に初任給が急速に上昇した。60年代初頭は労働供給過剰の経済から労働力不足の経済への転換点であったが、この条件変化が初任給の上昇に現れていた。山一証券の件件費は急速に高まり、一般管理費を押し上げる一因になった。山一証券の手数料収入は62年以降野村証券の70-80%であったにもかかわらず、山一証券の一般管理費は野村証券と同じ水準であったことが指摘されているが(大蔵省財政史室 [1991b])、この急速な人員増が与えた影響が大きかった。

初任給引上げは新規採用者に影響するだけではない。1962年4月の場合、資格給は据え置かれたが、従業員給与を調整しベース・アップを図らざるをえないから、一般社員の基本給増額は男子で2,000円、女子で1,000円であった。この結果、月の固定給与総額は1億51百万円(7,216人)となり、給与改訂による増額が11百万円、昇格分が2.7百万円で、改訂後固定給与は1億65百万円となって、件件費は8.9%の

表14 新規学卒入社人数と従業員数

(単位 人, 千円)

年 月	入社人数と大卒男子初任給					従業員数		
	大 男	高 男	女 子	合 計	初任給	山一	野村	
1960.4	247	222	612	1,081	16.0	4,724 (2,469)	4,961 (1,779)	
61.4	468	568	1,492	2,528	18.0	7,326 (3,561)	7,122 (2,370)	
62.4	512	468	1,285	2,265	20.0	9,114 (4,482)	8,388 (2,872)	
63.4	93	192	297	582	20.0	9,075 (4,567)	8,162 (3,038)	
64.4	120	125	389	634	21.0	8,060 (4,481)	7,585 (3,664)	
65.4	7	0	0	7	23.0	5,994 (3,858)	6,901 (3,513)	

[出所] 山一証券、野村証券『有価証券報告書』各期

アップであったのである。

そして、1963年度以降も比較的強気の採用計画がとられていた。63年度採用計画は大卒を「取敢ず220名程度を限度として採用する方針」⁵⁴⁾として、実際には男子大卒100名、女子大卒67名、男子高卒100名、女子高卒282名、総計549名の採用を内定した⁵⁵⁾。そして、64年度採用計画でも「一応の目安として270-300名程度(内大学男子140名)」という方針が決定された。実際には大卒は男子120名、女子14名に抑えたものの、高卒は男子125名、女子375名にのぼった。65年度新規採用においてすら人事部からは大卒30人、高卒男子20人、高卒女子50人という案が提案されたが、大蔵省から新規採用の制限を要請されてようやく「原則として採用しないこと」が決定されたのである⁵⁶⁾。そして、投信販売から52名の出向者が本体に復帰することをふまえて、「大学卒のみ若干名採用する事を確認」し、実績もこの決定通りで、大卒男子7名を採用した。

大量採用にも関わらず、人材育成には問題が多かった。1950年代には、大卒新入社員に関しては、1カ月の導入教育を実施した後、大部分を営業店に配属させて、所属長による営業指導を行うことが主であり、これを人事部による追指導で補完した。しかし、こうした無定見のOJT方式は十分な効果をあげてはいなかった。商品、事務、管理の経験・知識がないため営業員として必要な識見、能力が養成されないこと、適性の把握が不十分なこと、基礎教育が不足していることなどの問題点があった。そして、これらの問題点は大量採用の継続、業績悪化にともなって深刻になった。そこで、教育委員会を設けて、新入社員教育の在り方が検討された。63年8月末、教育委員会は入社後3年間

にわたる教育計画を取りまとめて答申した⁵⁷⁾。

この答申によれば、最初の1年は商品本部を中心に本社各部に配置し、基礎教育を施す、その教育効果と個人の適性を判断して、2年目には約80%を営業店に配属する、営業店に配置したもののうち、必要と認めたものは、3年目に本社各部に配置転換する、2年目に本社に配属されたものは、3年目には全員が営業店配属になる、というのがその教育方法であった。そして、3年間の「育成計画」を終了した後は、職務への適性や希望を自己申告させ、それを人事管理に活用することにした。64年には新入社員教育期間の延長がはかられ、営業マンの優遇策、特別教育が実施された⁵⁸⁾。そして、人事考課に関しては、62年に能力考課と業績考課の分離、部課、新人への教育指導の考課を重視した新制度の導入が図られ、第1回主任研修会議が開かれた。大卒入社後3年以上を経た人、高卒入社後7年以上を経た人で非役付者を対象に、中堅社員に対しては試験制度が導入された。試験方法は筆記試験と面接であり、その成績は主任昇任の際の参考資料とされた⁵⁹⁾。こうした人材教育、昇進管理制度がどのような効果を上げたかは詳かでないが、経営合理化過程で実施され、遅きに失したのは誤り無いところである。

人材の大量採用は営業拠点の大拡充を伴った。1958年9月における山一証券の本支店数は27であり、大和証券の44、野村証券の40より大幅に少なく、日興証券の22を少し上回るものであった。その後、山一証券は支店を急増させ、62年9月には107に増加した。山一とともに急増させた日興証券の112には及ばなかったが、野村証券の97、大和証券の94を上回ったのである⁶⁰⁾。こうした支店増設は既述のように大蔵省が新規出店規制強化に動き始めたことを捉えた

駆け込み増設であった可能性が高い。支店の急増設によって用地取得、店舗建設の投資も増加することになるのである。

6. 過大な不動産投資

大神は既述のように多角化部門として不動産業への進出を重視していたが、1960年5月、資本金1億円で山一関西不動産が設立された。そして、61年春から本格的な不動産会社設立構想を検討した。そして、61年5月には不動産会社設立案がまとまり、出資面で三菱銀行の協力を求めた。しかし、同行は他の株主の構成や出資希望額の意味を明らかにすることを求めた⁶¹⁾。このころにメインバンクの三菱銀行との間で経営方針を巡って齟齬が生じ始めていたとみられる。しかも、日本興業銀行、三和銀行、勧業銀行等の大株主銀行にどのような協力を求めるかは十分検討されていなかった。

山一證券は株主に予定した銀行へ出資協力の打診を続け、不動産会社設立構想の具体化を図ったが、1961年9月には金融機関から異論が

表15 所有不動産総括表(1964年9月)

(単位 百万円)

	簿 価	評価額	評価損益
山一 営	732	873	141
山一 外	205	460	255
山響 営	4,898	5,445	547
山響 外	2,244	2,387	143
山一関西 営	7,534	7,930	396
山一関西 外	2,675	2,942	267
東和 営	1,084	3,892	2,808
東和 外	520	1,039	519
浜信 外	45	76	31
三英 営	1,786	5,574	3,788
国際 外	316	1,333	1,017
総計 営	16,034	23,714	7,680
総計 外	6,005	8,237	2,232

注) 営は営業用不動産、外は営業外不動産を意味する。

(出所) 常務会資料、浜信は浜信商事、三英は三英土地、国際は国際友情倶楽部。

続出するに至り、いったんは事業会社中心の出資に方針を変更して、なお設立構想を進めた。しかし、事業会社から出資をうけることは銀行よりさらに困難であった。そこで、61年秋以降、株式市況が悪化するなかで、不動産投資は山一證券と山一関西など関連子会社が行うことになり、それは直ちに業績悪化要因になった。

大蔵省から不動産投資が過大であるという注意を受け、1962年11月に、山一證券は店舗等への新規投資を上回る不動産売却を行い、資産の固定化を避けると回答した。この時点で不動産業への多角化は頓挫した。しかし、注意に沿った方針転換には時間を要し、1年後の63年12月に優良な不動産の売却処分方針がとられた。固定比率を引下げ、借入金の削減を図るため、第一次の不動産処分計画が決定されたのである。そして、資金繰りが悪化するなかで短期間の間に第二次処分計画、第二次処分追加計画が実施された。全体で簿価46億円の不動産が処分され、19億円の売却差益が計上され、山一證券のみで簿価17億円の不動産が処分され、9億円の売却益であった⁶²⁾。しかし、この不動産処分には山一證券から不動産子会社への売却も含まれた。したがって、山一本体が不動産売却を行ってもなお、64年9月時点で表15にみるごとく子会社所有を含めた営業外不動産は簿価で60億円を上回る規模に達していた。これも資金の固定化要因の1つであった。

7. メインバンクと大株主の構成

上記のような経営活動によって負債額が急増した。表16に示したごとく負債総額はわずか4年間に約1.5倍になって約500億円増加した。なかでも借入有価証券、短期借入金(その他借入金)の増加が著しく、この2つの勘定だけで約

表16 負債構成の変化

(単位 百万円)

	1960. 9. 30	1964. 9. 30
流動負債	106, 428	136, 258
短期借入金	38, 193	58, 817
(銀行)	11, 613	14, 258
(その他)	22, 987	39, 296
借入有価証券	32, 102	60, 346
受入保証金	25, 734	8, 533
固定負債	4, 888	24, 120
長期借入金	4, 642	15, 675
総計	111, 315	160, 377

〔出所〕山一証券『有価証券報告書』

480億円の増加であった。その他借入とはコールマネーである。運用19社の借入有価証券は35.7%であったが、山一証券のそれは37.6%に達し、その他借入は各22.8%, 24.5%と山一の比率が高いのである。この膨大な借入に関して、既に1962年11月に資金本部が非公式に「資金の現況と課題」を取りまとめ、9月の平均借入金残高は事業規模から見て22-27%過大であると警鐘をならしていたが(山一証券[1985])、改められなかったのである。

また、「有価証券報告書」ベースとは必ずしも数値が一致しないが、さらに詳しく借入有価証券、運用預りの内訳を示すと表17のごとくであった。運用預りが約60%を占めた。そのほか信託銀行、各県の農業金融機関からの借入有価証券の占めるウエイトが高い。つまり、金融仲介機関からの有価証券借入が無視できないウエイトを占めていた。

そして、借入有価証券の担保差入先は表18のごとくであった。運用預かりの保有率は4%にすぎない。その59%はコール取り入れのため短資会社に提供され、山根短資(205億40百万円)、日本短資(182億30百万円)に集中していた。また、都市銀行では富士銀行(31億66百万円)、三菱銀行(23億02百万円)、第一銀行(13

億16百万円)、住友銀行(10億10百万円)、勧業銀行(9億46百万円)が中心であり、地方銀行では常陽銀行(6億40百万円)、信託銀行では安田信託(39億94百万円)、三菱信託(38億29百万円)のウエイトが高かった。「金融機関とはなるべく幅広くお付き合いする方針で、必ずしも等距離ではないが、主なもので6行(三菱、富士、第一、勧銀、住友、三和)と懇意にしており、何かの時には仕事をバラマクやり方でした」⁶³⁾といわれているが、逆にこの数字は1964年9月の時点で富士銀行が完全にメインバンクの位置を占めたことを示している。近年のメインバンク研究が明らかにしたこと踏まえれば(橋本・河合・泉田[1996])、このことは資金調達関係を安定させる条件であったはずである⁶⁴⁾。それはともかく、短資会社に資金を供給したのは、地方銀行、農協系統、生命保険などであったと考えられるから、山一証券の資金調達は有価証券の借入、その運用においても間接金融システムに依存していたのである。

借入額が大きいだけでなく高歩借りという重大問題があった。1962年8月末現在で、日歩3銭8厘という高利の借入が615億円も存在し、「資金の健全化を図ることが急務」とされたことである⁶⁵⁾。この点の是正はなかなか進まなかった。そして、大蔵省から警告を受けることになった。64年6月に、大神社長が大蔵省を訪ねた際、加治木部長から金利の高いコールに依存しすぎるのは問題が多いので、取引銀行と相談の上、低利資金に借りかえるべきであり、その具体策が纏まれば、大蔵省としても協力を惜しまないという意見表明があった⁶⁶⁾。これを受けて、改めて、山一証券は興銀に30億円、富士銀行、三菱銀行にそれぞれ10億円の低利借換を求めた。しかし、この程度の金額の借り換えで

表17 運用預りと借入有価証券借入先

(単位 百万円, 1964年9月)

借入先	債 券		株 式	
	担保付	無担保	債券計	無担保
運用預り		47,747	47,747	
都市銀行	2,518		2,518	308
地方銀行	1,442	878	2,320	
信託銀行	9,643		9,643	
県連・共済連		8,206	8,206	
事業会社		1,157	1,157	1,930
その他法人	1,000	7,390	8,390	1,018
個人				4,041
合計	14,603	65,378	79,981	7,287

表18 借入有価証券使用状況

(単位 百万円, 1964年9月)

差入先	運用預り	債券	株式	合計
長期銀行		260		260
都市銀行	7,297	3,948	1,111	12,356
地方銀行	1,179	586	863	2,628
信託銀行	2,015	3,065	4,501	9,581
保険会社	370			370
証券金融	3,506	656		4,162
短資会社	28,239	14,896		43,135
信用金庫	1,075			1,075
信連	1,440			1,440
事業会社	642			642
その他法人			815	815
小計	45,763	23,411	7,290	76,464
貸付有価		8,000		8,000
在庫	1,984	823	7	2,814
合計	47,747	32,234	7,297	87,278

(出所) 常務会資料。

はその金利負担引下げ効果は焼け石に水に等しい。

さて、資本勘定をみると、1961年3月に倍額増資で資本金80億円になったが、大株主構成の変化を見ると、表19のごとくであった。増資が旧株主割当て実施されたことは、増資前後の60年9月と61年9月における持株比率が同一であることから明らかであろう。しかし、第22期中に富士、三菱両行が100万株買増して日本興業銀行とならぶ筆頭株主となり、第23、24期中に筆頭株主3行が各100万株ずつ買いました。つ

まり、再建にあたって「主力3行」といわれた日本興業銀行、富士銀行、三菱銀行の持株が同数となり、しかも、その持株比率が大幅に上昇したのである。そして、融資銀行が大株主メンバーにずらりと顔をならべた。これはメインバンクを中心に融資銀行が第23期以降、経常赤字に転じた山一證券への監視を強めるために採った行動であろう。こうした変化は山一證券の再建にメインバンク、大株主が乗り出す、つまり救済計画の実行に入る過程を示すとともに、救済行動の主役の複数化という問題点をも示して

表19 大株主構成の変化

(単位 千株, %)

	1964. 9		1961. 9		1960. 9	
日本興業銀行	5,000	3.13	3,000	1.88	1,500	1.88
富士銀行	5,000		2,000	1.25	1,000	1.25
三菱銀行	5,000		2,000		1,000	
三菱重工業	2,400	1.50				
第一銀行	2,260	1.41	2,000	1.25	1,000	
三和銀行	2,000	1.25	2,000	1.25	1,000	
住友銀行	2,000		2,000		1,000	
東海銀行	2,000					
日本勧業銀行	2,000		2,000		1,000	
日本長期信用銀行	2,000		2,000		1,000	

(出所) 山一証券『有価証券報告書』

いとみることができるのである。

IV. むすび

以上の分析, 紹介をごく簡単に要約しておく。

1960年代初頭から証券不況が展開し, 山一証券の業績が急速に悪化し, 大蔵省, 「主力3行」による救済行動が開始されるまでの自主的な合理化策の展開過程について, 山一証券の企業内の諸活動に即して経緯を紹介する目的は一応達したと思われる。そして, 証券不況の展開に対応しながら試みられた山一証券の経営行動の解明を通して次の諸点も明らかにできたと思われる。

第一に, 証券業は一方で金融資産蓄積水準の低位という条件に制約されて, 安全性の高いことを謳い文句とした商品の開発, 販売を優先させざるをえなかったことである。この点は投資信託を預金への類似性の強い商品として販売しなければならない点に現れている。とくに, その性格の強かった公社債投信では銀行・証券の分離体制に抵触しかけた。ただ, この限りでは先行文献も等しく指摘していることであった。

そして, 第二に金融債の引受・販売, とくに活発に利用された割引債販売—運用預かりの関係も金融資産蓄積の低水準に規定され, 事実上は銀行の預金業務に近かった。しかも運用預りが直接的に間接金融システムに依存していた点で重要であろう。また, 第三にアンダーライティング業務に期待された, 直接金融システムにおける仲介, 審査機能は発揮させられなかったし, それを高めることもできなかった。増資は旧株主割当発行で行われていたから, その点で審査機能を要しなかったのは容易に分かるであろう。山一証券が二部市場を中心に新規市場に取り組んだものの, それはメインバンクの審査機能に依存するものであったし, 起債はメインバンクの融資の回収を支援するものであった可能性が高い。そして, アンダーライティング業務は株式を仕入れる役割を担い, バイカイによって商品価格を引き上げ, 価格情報で顧客のキャピタル・ゲイン取得という期待を膨らます推奨販売に基礎を与えた。推奨販売の手段としてのアンダーライティング業務という位置づけは, 証券会社が自らが審査機能を放棄していたことを示すと解釈できるであろう。

そして, 山一証券が「業界第一位」戦略を採

り、その際に大量採用を行ったこと、そして業績が悪化してからも雇用の削減を回避することに注力し続けたことは重要なことであった。証券会社も新規採用の労働市場、とくに大卒新規採用市場では他の産業の大企業と競争していたから、人材を確保しようとするれば、初任給、その後の昇進、昇給のシステムに関しても一般的に成立している相場としての大企業の雇用慣行から乖離した雇用者にとって不利かリスクの高いシステムは採用できなかったであろう。また、新卒者は個々の企業の事業内容を事前に知っているわけではないから、立派な本社社屋の建設にも人材を引きつけ、長期勤続ヘインセンティブを与えるという面があったかもしれない。山一証券の人事管理には長期雇用を人材育成に活用する点で不十分な点がみられるが、長期雇用を前提としてみると営業活動において長期的で持続的な売上高の増大が1つの選択肢になったとみられる。手数料が固定されているという条件の下で、株式の売買高の変動は激しかったから、ブローカー業務は営業規模が不安定になり、固定的な経費を支弁しにくかった。したがって、事前に大量に株式を買い入れて、セールス・プロモーションのためにキャピタルゲインの期待を材料にして顧客を説得する株価上昇のシナリオを作り、それを実演しながら販売を継続的に拡大しようという推奨販売が採用されたとみることができる。ブローカー・ディーラー業務を中心にした営業活動になった。つまり、山一証券にみられる証券業の事業内容は、人為的に長期金利を引き下げるという間接金融中心の金融システムと長期継続雇用という2つの与件からみれば、1つの蓋然性の高い選択であり、したがって大手4社に共通であったとみることができる。

しかし、山一証券はシェア第2位に位置し、第3位であった日興証券とともにブローカー・ディーラー業務を積極的に展開する誘因が大きかったとみられる。シェアの大きさは企業規模の大きさと同義であり、それは安定的成長の可能性の指標だと考えられていたであろうと思われるからである。ブローカー・ディーラー業務が証券不況の過程で危機に直面したとき、拡大のテンポの速かった2、3位企業において困難が深刻になったが、いち早く深刻な事態に直面した日興証券は合理化策の採用で先行したとみられる。しかし、山一証券のトップは既に行った投資に徹底的に固執するとともに、メインバンクからの監視を回避する行動をとり、大蔵省の監視、行政指導もできるかぎり回避して、ブローカー・ディーラー業務の拡張ないし維持を図ろうとした。1963-64年になれば、それを支えたのは株価の回復という期待であったが、山一証券トップのその期待は株式市場によっていわば「裏切られた」。そして、山一証券は経営破綻への坂道を転げ落ちていったのである⁶⁷⁾。

注

- 1) この経緯については草野厚 [1998] が詳しい。
- 2) 運用預り是对価(品借料)を支払って不特定多数から有価証券の消費寄託を受けることをいい、寄託された有価証券はコール資金の借入に際して短資業者に担保として提供される。短資業者は株式を担保として認めていないため債券、特に金融債が担保として利用された(野村総合研究所, 1965)。
- 3) 1965年5月に日本銀行特別融資が実施される直前までを証券不況と表現し、山一破綻が避けられなくなった時点で証券恐慌になったと区別して表現する。
- 4) 銀行に対しては大蔵省は1949年から經常収支率に基準を設けて指導し、59年には預貸率、流動性資産比率などという指標も加えて指導を強化した(大蔵省財政史室, 1991b)。
- 5) 証券業界はこれを「証券恐慌という地獄の入口」と評した(東京証券業協会, 1971)。業界の反発の強さがうかがえる(草野厚, 1989)。
- 6) 1964年9月に行われた大蔵省検査講評によれば、22、23期の実際の業績は52億円、81億円の欠損であった(「昭和39年度検査講評」(手書きメモ)。大蔵省の斉藤

- 検査課長、石井主任検査官の講評を山一証券の担当者がメモしたもの。)したがって、決算操作が行われていたのである。
- 7) 山一証券「経営会議」1963年5月30日。
 - 8) 「株式会社株式保有状況」1963年9月20日。
 - 9) 「投信運営上の問題とその対策(案)」。
 - 10) 「安川七郎ヒアリング」1984年2月
 - 11) 「大神一洋ヒアリング」1983年8月12日
 - 12) 大神一「営業の積極的推進を望む」1962年6月
 - 13) 大神一「1963年入社式訓示」。
 - 14) 大神一「電力株の販売について」1961年8月
 - 15) 「阿部証団協顧問ヒアリング」1983年3月7日
 - 16) 大神一「下半期の経営について」。
 - 17) 長期計画研究会・総合企画室『昭和37年5年後の山一証券』1961年9月
 - 18) 大神一「新営業年度を迎えるにあたって」1961年10月
 - 19) 総括部『全地区支店長会議関係係』1961年10月20日
 - 20) 大神一「大型ファンドの募集に際して」1961年11月。
 - 21) 大神一110回ユニット投信の募集について」1961年12月。
 - 22) 山一証券「取締役会議事録」1961年12月15日。
 - 23) 「第一回業務合理化委員会委員長会議」。
 - 24) 「大阪業務合理化二号」1962年1月23日。
 - 25) 山一証券「取締役会議事録」1963年3月15日。
 - 26) 大神一「3月期末を迎えるに当たって特に望む」1962年3月。
 - 27) 総括室『全地区支店長会議綴』1962年4月20日。
 - 28) 総括室『全地区支店長会議綴』1962年10月20日。
 - 29) 「植野珪ヒアリング」1994年11月8日。
 - 30) 総括室『全地区支店長会議綴』1963年9月。
 - 31) 山一証券「昭和39年度第24期経営方針に関する答申書」大蔵省理財局長宛。
 - 32) 植野珪「再提案立案に当たって考え方(手書き「植野メモ」)1964年12月3日。
 - 33) 「経営会議」1964年4月30日。
 - 34) 山一証券「経営会議」1964年5月20日。
 - 35) 山一証券「経営会議」1964年6月11日。
 - 36) 「二次計画案」1964年7月30日。
 - 37) 山一証券「経営会議」1964年9月24日。
 - 38) 企画を担当した植野は「抜本的対策」が必要な時期と判断し、「過去の行きがかり上今までのtopでは、理屈は分かっても実行は非常に難しく、新しい立場の人が過去にとらわれず、思い切って手術を行う以外に方法がない段階」とみていた(「植野珪メモ」)。
 - 39) 大神一「下期の経営方針について」1962年4月。
 - 40) 「小池厚之助ヒアリング」1983年6月9日。
 - 41) 総括室長「今回の職制改訂の趣旨について」1964年3月。
 - 42) 山一証券「経営会議」63年7月11日。
 - 43) 長期計画専門委員会『昭和39年度長期経営計画』。
 - 44) 「小池厚之助ヒアリング」1983年7月27日。
 - 45) 小池厚之助「支店長会議会長挨拶要旨」1961年4月。
 - 46) 営業企画部・営業企画課『第2回四社層別の量的比較』1961年6月1日。
 - 47) 総括室『全地区支店長会議綴』1963年9月。
 - 48) 山一証券「昭和39年度第24期経営方針に関する答申書」。
 - 49) 営業企画部『支店役席者についての業務量調査結果報告』1962年10月。
 - 50) 山一証券「営業マン集金人のコスト計算およびその使い方」、管理会計課「21期計画と実績の比較」、「取締役会議事録」1961年11月17日。
 - 51) 総括室『全地区支店長会議綴』1963年4月20日。
 - 52) 累積投資部「集金係の減員促進について」1964年12月24日。
 - 53) 「小池厚之助ヒアリング」1983年6月9日。
 - 54) 山一証券「取締役会議事録」1962年5月18日。
 - 55) 山一証券「取締役会議事録」1962年7月13日、「取締役会議事録」1963年5月18日、「健全化計画推進状況」。
 - 56) 草野厚 [1989], 山一証券「取締役会議事録」1964年5月15日, 同「取締役会議事録」1964年7月24日。
 - 57) 教育委員会「社員育成計画について」1963年8月。
 - 58) 山一証券「取締役会議事録」1964年2月14日。
 - 59) 「中堅社員テストについてのメモ」1964年2月13日, 「取締役会議事録」1964年7月24日。
 - 60) なお、営業所・出張所も含めると、山一証券の営業拠点は58年9月-62年9月に67から112に増加した。この112という数字は野村証券の120、日興証券の114には及ばなかった。データは各社『有価証券報告書』である。
 - 61) 山一証券「臨時常務会」1961年5月23日。
 - 62) 総務部「売却, 返却, 貸貸金額総括表」1964年2月11日
 - 63) 「小池厚之助ヒアリング」1983年6月9日
 - 64) この点については別稿「山一証券の破綻と銀行管理下の再建」で検討する予定である。
 - 65) 山一証券「経営会議」1963年1月10日
 - 66) 山一証券「経営会議」1964年6月25日
 - 67) この点については別稿「山一証券の経営破綻と銀行管理下の再建」で明らかにしたい。

参考文献

- 有沢広巳監修 [1978], 『証券百年史』日本経済新聞社。
- 大蔵省 [1963], 『理財局証券年報第1回』。
- [1964], 『理財局証券年報第2回』。
- [1967], 『大蔵省証券局年報第5回』。
- (大蔵省)証券局総務課 [1982], 『40年証券不況関係資料集』。
- 大蔵省財政史室 [1991a], 『昭和財政史 昭和27-48年度 第9巻』東洋経済新報社(堀内昭義)。
- [1991b], 『昭和財政史 昭和27-48年度

- 第10巻』東洋経済新報社（日向野幹也）。
- 大曲 直 [1965], 「再検討を要する山一証券」『中央公論』（経営特集）昭和40年秋季号
- 岡崎哲二 [1992], 「資本自由化以後の企業集団」橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。
- 岡崎守男 [1966], 「戦後日本経済と株価形成(3)」『証券経済』80号。
- 草野 厚 [1989], 『証券恐慌』講談社。
- [1998] 『山一証券の破綻と危機管理』朝日新聞社。
- 小竹豊治 [1967], 「運用預り金融と山一証券恐慌」『三田商学研究』10巻3号。
- 小林和子 [1995], 「証券恐慌がもたらした証券行政の転換」『証券研究』112巻。
- 坂野常和 [1978], 「高度成長期の証券行政」エコノミスト編『戦後産業史への証言4』毎日新聞社。
- [1993], 『<証券不況>いつ晴れる?!』毎日新聞社。
- 田淵節也 [1996], 「田淵節也氏証券史談」日本証券経済研究所編『日本証券史資料戦後編 第10巻』同研究所。
- 東京証券取引所 [1974], 『東京証券取引所20年史』。
- 中山素平 [1978], 「山一救済の舞台裏」エコノミスト編『戦後産業史への証言4』毎日新聞社。
- 二上季代司 [1990], 『日本の証券会社経営』東洋経済新報社。
- 二宮欣也 [1969], 『四大証券の内幕』徳間書房。
- 日本共同証券財団 [1978], 『日本共同証券株式会社社史』。
- 日本銀行営業局 [1969], 『証券不況時にとられた諸対策』。
- 日本銀行 [1986], 『日本銀行百年史 第6巻』。
- 日本証券経済研究所 [1996], 「座談会 戦後証券史をふり返る」『日本証券史資料戦後編 第10巻』同所。
- 野村総合研究所 [1965], 「運用預りをめぐる諸問題」『財界観測』昭和40年9月号。
- 橋本寿朗・河合正弘・泉田成美 [1996], 「日本における経営不振企業とメインバンク」『社会科学研究』48巻3号。
- 松沢卓二 [1985], 『私の昭和銀行史』東洋経済新報社
- 三森良二郎 [1964], 「日本共同証券の歩む道」『日本経済新聞』1964年4月27日。
- 安川七郎 [1984], 「証券恐慌」エコノミスト編『証言・高度成長期の日本(下)』毎日新聞社。
- 山一証券 [1966], 『経営健全化の歩み』(手書き)。
- [1985], 『山一証券年表 昭和33年-昭和59年』。
- [1998] 『山一証券の百年』。
- (追記)
- 本稿は「山一証券百年史」執筆作業に参加してえた知見に基づいて書かれているが、山一証券社史編集室の三石泉室長はじめ室員の方々から教示を得たことが多い。謝意を表したい。なお、本稿で利用した資料は東京大学経済学部資料室に寄贈された。
- (東京大学社会科学研究所教授)