山一證券の経営破綻と銀行管理下の再建

——1965年証券恐慌と山一證券——

橋　本　寿　朗

要　旨

本稿は1964年夏以降における山一證券の再建過程における大蔵省，日本銀行，メインバンクの行動，役割と再建策の実施過程を分析したものである。

証券取引法改正準備過程から大蔵省は事前的な行政指導を採用し，山一證券の業務を精査して警告を与え，トップを事実上解任した。そして，いちはやく大手証券会社の経営破綻は金融のシステミック・リスクと判断し，その対策を講じた。山一證券の再建過程においては自主再建計画に大枠を填めて，再建案の作成過程でチェックが試みられた。証券行政の事前的指導の体制への転換にあたって山一證券再建は最初の実験であった。しかし，大蔵省も望ましい証券業経営のモデルを考案できず，山一證券が立案した再建策を容認せざるをえなかった。

他方，日本銀行は証券会社に対する救済行動を支援することには慎重であり，救済はメインバンク単独の責任とみた。しかし，運用預かりなどの解約が殺到した時点で証券業にリスクが集中したのを認めたが，金融不安が鎮静してからは債権回収を厳格に実行した。また，メインバンクは経営悪化の実態の把握に手間取り，監視機能の弱さを露呈した。救済行動を実施する際には，不充分な監視に対する大蔵省，日銀，協調銀行の批判があって，銀行団の利害調整に時を要した。

銀行管理下の再建過程で，事業内容に関しては不介入であった。これは事業内容にかかわる専門的経営能力をメインバンクが保有していないためとみられる。したがって，山一證券の雇用調整を最少化した事業継続という志向が活かされた。しかも，山一證券は予想を上回って短期に日銀特融を返済したから根本的な事業内容の見直しは図られず，従来の業務をより慎重に運営するという修正を行ったにとどまった。根本的な問題は先送りされた。春秋の筆法を借りれば，97年における山一證券の自主廃業は再建措置に胚胎していたとみられるのである。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．遅延する救済行動と山一證券の経営破綻
　1．1964年大蔵省検査
　2．トップの交代と雇用維持策の継続
　3．健全化委員会の活動と合理化策
　4．総合収支均衡化
　5．日本銀行特別融資の決定
Ⅲ．日本銀行，主力3行管理下の企業再建
　1．新旧勘定分離による再建構想
　2．1966年初めの再建プラン
　3．再建計画の骨子
　4．雇用調整の最少化と人材養成
　5．収支均衡化の進展
　6．日本銀行特融の完済
Ⅳ．むすび

Ⅰ．はじめに

1990年代初めに証券市場ではバブルが破綻し，キャピタルロスは1000兆円に近いという空前の規模に達し，証券業は大打撃を受けて，97年には山一證券，三洋証券などが破綻しただけではなく，北海道拓殖銀行など銀行部門でも経営破綻が生じた。なかでも山一證券の経営破綻は日本の金融システムのシステミック・リスクの高まりを示し（橋本寿朗［1999b］），この金融システム不安のなかで日本銀行は日本銀行法第25条に規定された信用秩序の維持育成の権能に基づいて特別融資を大規模に，しかもくり返し実施した。

ところで，戦後の日本経済史を振り返って見れば，金融システムのシステミック・リスクが高まり，金融システム不安の沈静化が重視されたのは1997年が初めてではない。64－65年にも金融システム不安が高まり，65年には42年の日本銀行法改正で導入された同法第25条が初めて発動された（Hashimoto［1998］）。この金融不安の高まりと沈静化の過程は，危機管理の検討という観点から草野厚［1989］で分析されているが，証券業経営の問題点と金融システム不安発生の関連を問題にする観点からの分析は行われてこなかったし，その過程における行政指導，メインバンクシステムの監視機能，救済行動の問題点も検討されたわけではなかった。

1960年代前半における証券業経営の問題点については橋本寿朗［1999c］で検討し，おおよそ次の諸点を明らかにした：60年代前半，金融資産の低い蓄積水準という制約の下で，経済成長の極大化がマクロ的政策目標とされ，長期資金金利を人為的に低水準に釘付けする金融政策が実施されていた（寺西重郎［1982］）。人為的低金利政策は資金配分機構を歪め，証券市場では株式発行に関して急速な需要の増減が生じた。これは流通市場にも影響し，株価の激しい高下がみられたが，こうした条件の下で大手証券会社は長期雇用の維持という制約条件に適応するため，安定的，継続的に事業規模を拡大する企業戦略を展開し，一方で間接金融システムに依存して預金業務に類似した運用預かりを活用して資金調達を行い，預金商品に近い安全性の高い商品を販売するとともに，他方で販売を安定的に増加させるため，ディーラー業務においては株式という商品の大量仕入を行い，推奨販売によって需要家を継続的に開拓するという事業戦略を採用した。こうした証券業経営の特徴はシェア第2位で，首位の野村証券を追撃していた山一證券の経営行動に明瞭に現れ，株価

の長期低迷によって同社はもっとも鋭くその経営戦略の問題点を露呈した。

したがって，山一證券の経営破綻が1960年代半ばの金融不安の焦点になるが，なぜ，そしていつ山一證券の経営破綻が金融のシステミック・リスクを高めると判断されたのか，参入自由の証券取引法の下で，事後的検査から銀行行政に類似した事前的行政指導に転換した大蔵省の行政はいかなるものであったか，メインバンクは山一證券の企業再建過程においていかなる救済行動をとったのか等の問題点は未解明のままである。そこで本稿ではこれらの未解明の検討課題について，山一證券の企業再建活動を軸にして，大蔵省，日本銀行，メインバンクがいかなる救済行動をとったかを検討する。本稿の構成を予め述べれば，第Ⅱ節の課題は64年夏から65年５月における大蔵省，日銀，銀行団の監視，救済行動と山一證券の合理化策の展開を解明することである。第Ⅲ節では日銀特融実施から１年ほどの期間に焦点を絞って山一證券の再建過程を明らかにし，第Ⅱ－Ⅲ節の検討を踏まえて第Ⅳ節「むすび」では証券行政の転換と関連させて，早すぎた再建が残した問題点を指摘する。

Ⅱ．遅延する救済行動と山一證券の経営破綻

１．1964年大蔵省検査

大蔵省は1964年８月１日から山一證券の検査を開始したが，それは証券局設置後初の定期検査であったこともあって精査となった[1)]。そして，10月に行われた大蔵省検査講評は次のような手厳しい内容であった。すなわち，山一證券の経営は依然として「高度成長ムード熱」に浮かれ，「過当競争」の渦中にあって，人員，店舗の「過剰投資」を行った結果，固定経費の急増を招き，借入金も急増し，金融収支に膨大な損失が生じた。そして，経済情勢の変化に対応する経営の転換を怠ったため，経理内容は著しく悪化したと経営姿勢を批判した。橋本寿朗［1999c］で明らかにした60年代初めの企業戦略が問題視されたわけである。

もう少し詳しく講評の内容をみると，経理については，自己資本に対して負債が64億円超過し，資産1605億円に対して負債は1920億円であるから，「営業用純資本額」はマイナス315億円になり，担保繰りが悪化し，運用預りの保有率はわずか７％で制限率20％をはるかに下回り[2)]，「財産構成は極めて不健全な状況に移行しつつあり，まことに憂慮に堪えない」と指摘された。また，営業姿勢については，大量販売に際しての買煽り，空バイカイなどが行われ，対客トラブルや見込販売の失敗による損失を売買損，架空口座で処理したケース，投資信託にも「過当設定」の結果，異常な架空立替えとなっている事例もあったとされた[3)]。

さらに，大蔵省検査官はその根源として次の諸点を経営上の難点として指摘した。すなわち，第一に，全般的に見て，会社の経営が組織的，合理的に行われていない。組織・機構は「確かに立派にみえる」が，それはいわば「人」のために作られた感じである。第二に，各職位の職責が必ずしも明確でなく，責任の所在が曖昧になっており，指示・実施関係に面従腹背がみられる。第三に，未公開の銘柄を数多く抱えているが，その取得経緯をみると不十分な調査のまま，それらの株式が取得され，証券「業者としての限界を越え，企業育成の責任があるかの如き錯覚を犯している」。これは大神一社長の経

営理念への痛烈な批判である。そして，経営のルールはあるが，十分守られず，守られぬ理由を糾そうともしないのは重大な問題であると総括したのである。

上記の検査過程で，山一證券の経営は「かなり状態が悪いことを大蔵省がつかんだのは，夏の終わりごろ」だった（安川七郎［1984］）。1964年8月下旬，中島俊一専務が7月の経理状況を大蔵省に報告し，山一證券としては9月決算内容を「対外信用を顧慮して若干の赤字に留めたい考え」を伝えたが，大蔵省はそれを受け入れないという姿勢を明示した。加治木俊道証券局財務調査官は「検査の中間報告を受けたところ，予想以上に悪いことが判明した。先般提出された再建計画[4]も再検討を要すると考えている。資本充実ならびに今後の経営方針につき社長もしくは会長から直接聞きたいと思っている」。したがって，7月仮決算の数字調整の内容等について「現在のところ意見を申し上げる段階ではない」という意向であった[5]。この大蔵省の対応が山一證券のトップに規律を課すことになった。規律を課したのは株主でも債権者でもなく，大蔵省であった。大蔵省は新たなトップの選任を進めることには積極的であったが，誰をトップに据えるかという点に関しては発言しなかった。トップ交代の過程を少し詳しく分析しておこう。

2．トップの交代と雇用維持策の継続

財務調査官発言は山一證券のトップに衝撃を与えた。1964年8月末の経営会議で，加治木と面談した中島専務は「金利の削減のため特別融資を要請する必要がある」と明言した。この特別融資が日本銀行法25条に基づくものかどうかは判然としないが，中島専務は「問題を大きく考えるならば，証券界の破綻は即ち産業界，ひいては日本経済の破綻を意味する」ということを「金利の削減のため特別融資」の根拠と考えていた。「証券界の破綻」とは山一證券の経営破綻を意味したから，要するに山一問題は金融のシステミック・リスクを大きくすると認識していると見ることができる。詳細は判明しないが，これによって経営責任をとってトップは退任し，新たに外部から招聘することが決定されている。

1964年9月，小池厚之助会長は，日本開発銀行総裁などを務め，個人的に深く信頼していた小林中に後任社長人事を相談した。小林から協力要請を受けた中山素平・日本興業銀行頭取，岩佐鎧実富士銀行頭取，宇佐美洵三菱銀行頭取が協議して，山一證券トップの刷新を決定した（草野厚［1989］）。メインバンクにトップ交代を相談せず，小林を仲介した点にメインバンクとの疎隔が示されているが，小林の要請を受けて最大株主でもある主力3行がトップ選任に動いた。しかし，その協議は難航したようであり，「中山さんは，なかなかうんと言わなかった」といわれている（加治木［1988］）。この経緯には，なぜ3者のなかで中山が調整者になったのか，それは金融機関としての興銀の役割なのか，それとも「財界鞍馬天狗」といわれた中山個人への信任の厚さなのか等の疑問が残る。

さて，調整に乗り出した中山が適任者と考えたのは「日高（輝）君だったが，大事な問題なので，関係者と相談した。その結果，証券に慣れている日高君の方になった。小林中さん，宇佐美さんもやっぱり日高君を押していた」（中山素平［1988］）。当時，興銀元常務・日高輝は日産化学工業の社長であった。この根回しを踏まえて，1964年10月9日，中山は「山一證券が

苦しくなっている。テルさんに手伝ってもらえまいか」と日高に社長就任を依頼した。そして，岩佐，宇佐美からも日高に「山一へゼヒに頼む」と要請があり，小林中も「迷惑でも山一行きを決断してもらいたい」と駄目を押した。「小林さんの説得は私に＜身動きできなくなった＞と感じさせた」と日高は回想しているが，興銀の大森治が日高と行をともにすることを条件に山一證券のトップに就任することを承諾した（日高輝［1982］）。

1964年10月15日の朝日新聞夕刊は，「山一證券のトップ交代，後任は日高日産化学社長」と報道した。翌16日の取締役会で「中島専務より過般行われた大蔵省一般検査に関して報告があり，指摘された問題点の解決方法その他について協議した」[6]。トップ交代が追認されたのであろう。10月23日，小池，大神は山一證券従業員組合と会見したが，組合からは人員整理に反対であり，重大な合理化措置を実施する場合には組合と事前協議を行なうことを新社長に引継ぐよう要請があった。64年２月に結成された山一従組は６月に雇用確保の観点から釧路支店閉鎖計画の撤回を小池会長に求め，小池は経営会議で検討し，釧路支店閉鎖方針は不変だが，希望者の再就職斡旋を含めて他店舗への配置転換によって解雇者を出さないようにすると解答していた。つまり，雇用維持に関する既存の労使合意を新経営者へ継承することが求められたのである。

就任が内定した直後，日高輝は小池，大神，主力３行頭取と会い，２人の処遇について尋ねたところ「小池さんは相談役，大神さんは会長とのことでなので，これはどうなるのだろうと内心不安を覚えた」。「不安」とは，旧トップが役員として残れば，抜本的改革は困難と予想されたということであろう。そこで，日高は社内外，とりわけ財界から信望の厚い元副社長の朝桐尉一に副社長就任を依頼した。ところが，朝桐は「＜私はもう駄目です＞との返事だ」。日高は「三度（朝桐の）お宅へ頼みに行き，取締役就任を承諾してもらった」という経緯もあった[7]。三顧の礼の実践である。経営者の財界における信用が重視されていた。他方，理由は明らかでないが，大神は後の1965年４－６月という決定的な時期に常務会等に出席することはなかった[8]。

1964年11月24日，株主総会後の取締役会において小池が相談役に退き，大神が会長に就任し，日高が社長となった。形式的には通常のトップ交代に類似していた（橋本寿朗［1999a］）。この時点ではトップマネジメントは日高体制への切り替えが進み始めたというのが妥当であろう[9]。社長に就任した日高揮は，同日の社長就任挨拶や12月１日の東京地区支店長会議で人材を生かすこと，人材を育てること，良好なコミュニケーションを構築することの重要性を強調した。たとえば，支店長会議では，山一證券は「運命共同体」であるとした上で，「証券業者の生産力－収益源－は人間であるということ，したがって，それぞれの社員が自己責任で仕事をすること，諸君は支店長としてなすべきことを自己の責任でやるという自己責任体制の確立が必要」だとし，さらに適材適所の配置を行い，「人材をいかに養成し，またいかに意欲をかきたてるか」に意を用いるように求めた[10]。また，65年４月の「社員の皆さんへ」でも「“山一”の資産は人材にあり，その体質改善のためには，物は潔く捨てても再建への情熱と意欲と勇気とに燃える人が運命共同体的に結合し…相協力して生き抜いてゆくことこそが根源である」とい

うメッセージを発した[11]。労使合意は新経営者に継承されたのである。

しかし，「社員の皆さんへ」のもう1つ大きなポイントは経営の現状を踏まえて再建方針を示したことであった。まず，月数億円の欠損継続を明示して「山一の存亡にかかわる」事態であるとした上で，1967年の山一證券70周年と同時に実施に移される改正証券取引法における免許会社となるため再建のデッドラインを67年とした。そして，具体的な再建策に関しても，健全化委員会を核にして合理化政策を検討，実施すること，そして徹底した経費節減を求めたのであった。雇用調整への言及を避けながら，一般管理費の削減，「店舗網の調整」，金利の削減などが示された。この項目自体はごく常識的であるが，一般管理費では33％の削減という具体的目標が示され，支払金利についても60％の削減を訴えた。

3．健全化委員会の活動と合理化策

1964年末から65年にかけて株式市況はさらに悪化し，池田勇人首相自ら「ダウ1200円堅持という大号令」を発した（佐々木直［1978］）。64年10月以降，共同証券はダウ1200円防衛を目的に関連銘柄を買い，独禁法の金融機関持株制限に抵触する銘柄も出始め，12月18日の買い出動が最後になった（日本共同証券財団［1978］）。11月，日本証券金融，日本銀行を中心として投信，証券会社手持ちの株式を買上げて凍結する機関の設立準備が進められ，65年1月に証券保有組合が設立された。日本銀行も金融システム不安を懸念し始めたとみられる。証券保有組合は投信分として1826億85百万円，証券会社保有分として500億83百万円を買い上げた。証券会社保有分に関しては大手4社はほぼ同額の98億円であったが，投信分に関しては山一が野村に次いで多額の336億91百万円であった（資本市場振興財団［1969］）。この結果，山一證券の商品有価証券保有額が25期に大幅に減ったが（橋本寿朗［1999c］），この証券保有組合の株価回復活動と並行して山一證券の再建が模索されていたのである。

1964年12月11日，山一證券は職制上の常設機関として経営業績の改善策を検討，立案するため健全化委員会を設置した[12]。健全化委員会という名称にはトップの意志が込められていた。合理化委員会，再建委員会という名称も考えられたが，合理化は「首切りを連想するので絶対避けたいし，…その段階では＜再建＞，つまり潰れた会社を建て直すという意識はさらさら無かった…それであえて健全化という言葉を使った訳だ」というのがそれである[13]。この時点でも解雇を回避して，雇用の安定をぎりぎりまで追求している。これが山一證券の経営合理化に大枠を課していたのである。

第1回健全化委員会は12月14日に「委員会の設立趣旨及び運営方針について」を議題に開催された。日高社長は委員会設置の趣旨と運営方針を次のように指示した。やや長文になるが引用すると，運営方針について「我が社の体質健全化は敢えて言うが，容易ではなく，片手間ではできない。遅きに失したかもしれないが，職制上の常置機関として健全化委員会及び企画室を設けた。これを手始めに健全化を進めていきたい。委員会は資金収支，営業収支で相当の出血が続いている現在の事態をよく把握し，全体的な施策というより，逐次問題を取り上げ，結論の出たものから実施してゆくという行き方が必要だろう。積み上げから出発し，全体を作り上げてゆくという方向でお願いしたい」と。そ

して，「急ぎつつも焦らず，勇断をもって事にあたる」，「議して決し，決してこれを行なうという気構えで大いにやってもらいたい」と心構えを諭し，「若い人達には意欲がある。これを如何に引き出し，戦力とするかが健全化の土台である」と方針を示したのである[14]。

健全化委員会は頻繁に開催された。会合の回数は1965年５月12日までに40回に及んだ。強い危機感がうかがえる。検討された問題点は経営全般に及んだから病巣の広がりを示している。試みに検討された問題点を順にあげれば，次のようになる。すなわち，全山一の連結財務状況，24期実績と25期実績，関連会社，累積投資業務と集金係制度，店舗問題・整理計画，関連同業会社，投資有価証券，集金係対策，人員の現状，販売会社対策，不動産関係，自動車関係の合理化，電算機部門の分離，各部長提出意見の検討，顧客管理要領の検討，大支店収入増大対策，総合収支均衡計画，本社屋集約化案，稟議制度・規程，集金係報酬料率改訂案，組織問題・昇進基準，組織規程，会議規程，外務員規程・職務権限規程・分掌事項というのがそれである。以下，健全化委員会の検討を経て実施された経営改善策を自己売買，支店整理，不動産処分，集金人対策，経費削減など重要なものに限ってやや詳しく述べておこう[15]。

1965年１月から業務正常化とともに経費削減の一環として株式の自己売買を圧縮する方針をとった。この結果，64年９－12月に自己売買が54％を占め，受託売買は47％であったのが，逆に，65年９－11月には自己売買が43％で，受託売買が57％になった。山一證券のシェアは低下したが，証券取引所協会費は42百万円から26百万円／月へと減少した（山一證券［1966］）。

また，既述の大蔵省検査講評からも分かるように，支店整理は経営改善策の要の１つであったが，同時に雇用を守るという経営方針から見て実施が最も困難であった。強気の将来見通し維持したこともあって，山一證券の店舗整理は日興証券や大和証券に比べてはるかに遅れていた。その点は表１に明らかであろう。野村証券と同テンポの削減であり，一般管理費が割高であった一因でもある（橋本寿朗［1999c］）。しかも，採算が悪く，雇用対策上閉鎖の難しい地方店舗の整理は，野村証券に比べても遅れていたのである。

表１　大手４社店舗閉鎖状況
（63年10月－65年２月４日）

	山一		野村		日興		大和	
	a	b	a	b	a	b	a	b
東京	5	32	2	33	7	27	6	26
大阪	2	11	2	12	2	9	5	7
その他	4	58	9	60	12	58	10	58
計	11	101	13	105	21	94	21	91

資料：「常務会提出資料」
注：aは閉鎖店舗数　bは現在数

1964年12月14日付けで山一證券は大蔵省に企業規模，80店舗，6000人の合理化案を提出した。東京，大阪，名古屋で15店，地方支店６を閉鎖し，101店から80店へ縮小するという内容である。東京，大阪では近接店舗があり，１店舗を閉鎖しても他店舗に人員，業務を統合することが比較的容易であり，東京では自社建物ではなく借り店舗が多く，閉鎖しやすかったからである。しかし，第６回健全化委員会には「支店の営業所化についての検討報告」が提出された。支店の営業所化で地方の営業組織を最大限確保した上で，組織の漸次的な縮小，業務・事務の簡素化を図ろうというプランであった。営業所化対象支店は旭川，青森，宮崎など19支店であった。また，大蔵省提出案に対応する形で

地方店を主として閉鎖対象とする場合は，第一次閉鎖対象店候補として室蘭，秋田，宮崎など12支店，第二次閉鎖店候補としては鹿児島など３支店，そして第三次閉鎖店候補としては旭川など４支店があげられた。形式的には40店閉鎖，60店制も考慮されたが，依然として店舗閉鎖，とくに地方のそれをできるだけ小規模にするという意思が見出せる。

健全化委員会事務局は東京，大阪と地方の支店を同時平行して閉鎖を進める閉鎖対象支店案を作成し，1965年１月の第16回健全化委員会に提案した。この時点でようやく地方店舗の閉鎖に本格的に取り組む方針が出されたわけである。しかし，山一本社の支店営業状況の把握が不十分なため，基本的な構想は承認されたものの，対象店舗の選定基準（営業収入等），地区別シェア，都市開発状況などに照らして再検討し，地区長の意見も聴取すべきだという意見が強かった。そこで地区長からのヒアリング等を踏まえて，第21回健全化委員会では，事務局作成の閉鎖対象リストに記載された店舗の閉鎖の是非が個別的に検討され，地方，東京，大阪に分けて閉鎖順位が付された[16]。そして，この想定順位とやや異なるが，65年４月12，19日に東京７店舗，大阪３店舗，地方１店舗が閉鎖された。まずは東京，大阪の閉鎖候補支店から10店舗の閉鎖が実施された。後述の総合収支均衡計画策定後にようやく地方支店の閉鎖が本格化した。65年４月17日の常務会で，大蔵省は支店数を80以下へ縮小することを望んでいるという情報が報告されたからである。これは常務会メンバーに衝撃を与え，地方支店閉鎖に踏み切った。この点でも大蔵省の規律を課す機能が間接的に発揮され，ほぼ既述の閉鎖順位に従って14支店を閉鎖店候補とした。しかし，同時に「支店の不安動揺を防止する為にこれを以って（支店の）統合は一応終止符を打つ方針」も確認された[17]。営業の現場を経験したものにとっては，地方店舗の新設に要する経費と担当者の精神的な負担の大きさを考慮して閉鎖へのためらいもあったといわれる。そして，一度閉鎖してその地域における評判，信用が低下した後，それを回復することは困難と予見された。ノレン（無形資産）を守ることを考慮すれば，地方店舗閉鎖への障害はさらに大きくなる。これが企業内部における事業継続の論理である。

1965年５月初旬，地方店の統廃合を調整するため東部，中部，近畿，西部という地域別にブロック別支店長会議が開催された。この会議を開催する理由を「個々に自分の店の見通しを話してもらい，他の人にも聞いてもらって検討した。現地の判断を尊重し合意の上でやりたいと考えたからだ」と日高は回想している[18]。ブロック別支店長会議における調整を経て14支店の閉鎖が決定された。そして，たとえば閉鎖される小樽・室蘭の業務は札幌店で吸収する等の措置がとられた。しかし，小樽・室蘭と札幌の関係のように業務を吸収・統合すべき店舗が遠隔にあるケースも多く，顧客や人員を継承し切れるものではなかったから雇用とノレンを守るという方針と合理化の具体策の間に齟齬が発生しているのである。

次に，不動産処分を見ておこう。既に1963年10月－64年２月に不動産処分は実施されたが（橋本寿朗［1999c］），65年１月の第12回健全化委員会には「売却予定物件一覧」が提出された。対象とされたのは78件，簿価45億35百万円であり，売却予定金額は74億86百万円であったから予想売却益は29億50百万円であった。実際の売却処分は65年１－９月に予定を上回る94件

に達し，売却価格は予定を下回る56億86百万円であったが，売却益29億34百万円を確保した。特融後さらに65年10－12月に，18件の処分を行った。不動産価格の低迷もあってその売却価格は１億40百万円であり，14百万円の売却損が発生した（山一證券［1966］）。店舗閉鎖とも関連し，間違いなく不動産の売却は急がれ，不動産業からの撤退も確定したのである。

第三に，集金係制度で赤字が発生し，1964年10－11月期にその額は月に13－14百万円に達した。債券オープン販売の６，７割は集金人によるが，１人当り契約額100万円以下の集金人1390人の部分で赤字が大きかった。つまり，泥縄の集金人拡充策は失敗であった。営業連絡部の試算によれば，これを整理すると集金係制度の赤字総額は170万円に縮小すると推計された。集金人1900人を300－500人に削減するというのが，最初の合理化施策であった[19]。第８，９回健全化委員会で集金人対策が集中的に検討され，この削減方針を確定した。しかし，集金係の人員は1964年10月に2039人で，一人当り集金額が874千円であったが，65年３月には954人で，1,156千円，９月には522人で1,117千円へと変化した（山一證券［1966］）。つまり，65年３月以降は集金効率が改善せず，依然として問題が残った。

第四に経費削減策は細かくなった。たとえば，1964年10－12月を対象期間として，第一次営業マン用自動車削減計画が実施された。削減目標は150台であったが，実際には167台削減した[20]。さらに64年12月に本社部長の出勤時配車などを廃止した。そして，第二次自動車削減計画では，64年12月時点で運転手付き自動車が254台，営業マン用が368台であったのを，前者を209台，後者を241台に削減した。減車の基準は営業マン５人にセールス車１台，10人に運転手付き１台であったが，この減車による経費削減は月約５百万円と推計された[21]。しかし，野村証券は65年１月時点で432台であったから，野村証券と比べると削減してもなお多かった。自動車を贅沢に利用していた山一證券の費用管理は依然として遅れていた（大曲直［1965］）。その他，交際費チェックカード制の採用，旅費規定の改訂による25％の削減などが実施された（山一證券［1966］）。

４．総合収支均衡計画の策定

1965年に入ると再建策への包括的な取組みが本格化した。１月28日の第17回健全化委員会において，大森副委員長は従来は個別的な経費削減を行なって来たが，配当所得への源泉分離課税，コール金利の低下，証券保有組合の発足という外的条件の好転を機に「我々としても何としても自力更生のプランをたて，大蔵，金融機関，日銀等へ会社として体質改善策を打出す必要に迫られている。２月中旬には一応成案をもって，それらの機関に働きかけ，援助方を強力に依頼するつもりである」として収支均衡の総合的再建案の作成方針を説明した[22]。

企画室を中心にして総合収支均衡計画案の策定作業が行われた。1965年２月６日の第19回委員会では常務会提出のための最終的検討が行われ，当初は収入増加策の成果によって収入を12億円を見込んでいたのを11億円に削った。この数字は最大の収入源である株式委託手数料について東京証券取引所における１日取引高を11千万株，山一證券のシェアを14％，１株当り手数料53銭，そして投信に関してユニット募集額25億円という２つの仮定に基づいて推計された。22－24期のシェアは14－15％であったからシェ

アの仮定は妥当であるが，１日取引高11万株は62年の水準であって，それを14％も下回った64年実績からみれば過大な想定であろう[23]。他方，経費に関しては，当初は，人件費，そして広告宣伝費・通信費・旅費交通費などの「その他一般管理費」を中心に，64年10－12月平均実績より約３億円削減して，８億20百万円にする構想であった。人件費を中心にさらに削減して７億45百万円にする事も考えられたが，定期昇給，ベースアップ，他社並みの手当等を考慮して，表２の「常務会提出案」のように７億85万円にするとされた。この前提になるのは人員55百人，店舗75であったので雇用削減は避けられないが，「年の功」に基づく昇給・同業並の処遇を維持するという方針は守られている。

表２　総合収支均衡計画　　単位：百万円

		実績	常務会提出案	常務会改訂
収入	株　式	412	524	524
	債　券	199	210	210
	投　信	297	366	366
	合　計	908	1100	1100
支出	販売費	219	190	190
	管理費	800	595	630
	人件費	359		300
	賃貸料	78		59
	償却費	54		48
	合　計	1019	785	820
損益	営　業	-111	315	280
	売　買	-37	0	0
	金　融	-563	-260	-255
	関係社	-78	-55	-55
	雑	19	0	0
	総　計	-770	0	0

資料：常務会資料，「常務会議事録」から作成。

さて，常務会提出案では営業収支で３億15百万円の利益であるが，仮に営業外損失のうち関係会社関連の損失を削減しても，金融収支で３億04百万円という大幅な収支改善を図らなければならない。預金，現金，立替金の縮減や金利低下見通しによる支払いの減少に94百万円の不動産売却収入を見込んでも，残る１億22百万円は「金融機関に政治的に減額を交渉せざるを得ない」と判断された。この時点で最終的に自主再建が断念されていたのである。

しかし，1965年２月12日の常務会では収支均衡の基礎を人員60百人，店舗80と修正することが決定された。社長が日高に代わっても人員整理の最少化という経営者の意志が強い。このため人件費，一般管理費で35百万円の支出増加となる。常務会改訂案では営業利益は２億80百万円にとどまった（表２）。遊休不動産の処分や保証金の返済といった「資産の流動化」は190億円に止まり，それによる金利負担の減少は１億88百万円であり，関連会社の合理化による支払金利減少は23百万円と見込まれた。したがって，累積欠損を償却して総合収支を均衡化するためには２億50百万円の金利削減が不可避となる案である[24]。これが実現可能となるためには，日歩１銭の金利低下では550億円相当の借入金がその対象になるし，330億円の借入金について金利棚上げが実施される必要があった。しかし，内輪に見ても「２億50百万円の金利棚上げを広範囲の銀行に依頼する事は到底出来ぬので，結局は（依頼する対象は）６行，２信託が中心となろう」と判断された。２月18日の常務会，役員会で表２の常務会改訂案が総合収支均衡計画として決定された。

さて，問題の債務はグループ企業を含めてかなり複雑な構成であった。1965年３月時点で，グループ外部からの調達資金は，山一證券の725億82百万円を始め，山一電算機センターの７億44百万円，東洋航空の５億56百万円など合計で814億31百万円に達した。山一本体の借入金は585億65百万円が短期であり，そのうち258億は

コールマネーで，203億円が投信紐付コールマネーであった。銀行からの借入れは短期借入金140億33百万円と長期借入金140億16百万円，合わせて280億49百万円であった。そして，山一證券は387億19百万円を子会社に融資していた。不動産，株式などを子会社に移し，その譲渡金を貸付に振り替えた結果である。その主なものをあげれば，山一関西（貸付額102億71百万円），山響不動産（75億92百万円），浜信商事（18億01百万円）などであった。浜信商事などはさらに転貸を行なっていたのである[25]。

さて，他方，1964年12月には主力３行は事務レベルで山一證券の収支均衡化策の検討を開始した。救済行動の本格的な始動である[26]。世評とは異なって，メインバンクの期中監視機能は長らく無効にされていた[27]。しかも，その救済内容は銀行借入金の元利棚上げと支店網の縮小・再編成というものであったとみられ[28]，経営再建策としては常套的であり，基本は山一證券のそれと異ならない。具体的な救済計画を策定する上では山一證券の発言権が残っていたのである。

1965年２月27日に，日高社長は磯部専務，大森取締役等を伴って富士銀行を訪問し，副頭取，３常務，審査部長など同行幹部に既述の総合収支均衡化計画を説明した。富士銀行からは支払金利削減の増加，不動産売却の増額などを求める意見も出たが，１月の収入増加が評価され，経費圧縮への同情など好意的な感触をえた[29]。そして，３月２日には大森取締役等が三菱銀行に対して同様の説明を試みた。しかし，三菱銀行からは収支均衡のみでは「出血を止める」にとどまり，「その日暮し的感じ」で累積赤字など問題の全面的な解決にはならず，銀行も態度を決め難いなど厳しい指摘を受けた。大神社長時代のメイン交代ないしは並行メイン化策がこの時点で裏目に出た[30]。つまり，三菱銀行は富士銀行と異なって山一にペナルティを課す構えであるが，他方，富士銀行も単独で救済するという意思を持ったわけではない。「例えば，富士銀行へ行って＜いよいよ差し迫ってきたので当座貸越をお願いしたい＞と頼んだら，＜冗談じゃない，本行だけではそんなことはできません。３行がそろってやるなら別ですが＞という返事だ」[31]というようなことが起るのである。したがって，交渉のコストも高く，時間を要して救済実施の遅延が生じる可能性が高い。「主力３行」体制は救済実施に時日を要し，山一證券からみると再建の速度を制約した面があると推定される。

さて，重ねて三菱銀行を説得し，1965年３月17日には日高社長が三菱銀行を訪問して社長・頭取会談が行われ，三菱銀行はようやく再建への協力の姿勢を明らかにしたので日高社長は「３行支援の体制の素地ができた感じ」という感触をえた[32]。しかし，主力３行の常務レベルの折衝では，金利減免を３行だけで負担すべきだという考え方もあったが，それへの反対論もあったため直ちに支援策を実施することにはならなかった[33]。そこで，主力３行は秘かに日本銀行に山一證券救済のための「特別の資金援助」を打診」した。しかし，日本銀行は「個別企業に対する支援には踏み切り難い立場にあること，恐慌時におこなうような対策をとる段階ではないこと，無担保貸出しはできないことなどの理由によって難色」を示し（日本興業銀行［1982］），逆に「市中段階でのいっそうの努力を要請」したのであった（日本銀行［1986］）。日本銀行は金融システム不安の懸念をもったが，この時点では恐慌ではないと見て，大蔵省と異なって信

用秩序維持のための行動が必要と判断したわけではなく，メインバンクを中心とした救済行動が取られるべきだと認識していたということであろう。

1965年４月から主力３行は関係15行と金利減免の交渉を開始した。借入先の金融機関の構成は表３のごとくであり，金利減免の条件は３行と関係13行は約定金利の全額棚上げ，安田，三菱両信託銀行は約定金利のうち日歩１銭を越える部分の棚上げであった（日本銀行営業局[1965]）。そして，「５月19日には，（日本銀行），大蔵省を交え関係18行全体で金利棚上げ措置につき話合いが行われたが，主力行以外の銀行のなかには，３行案による金利棚上げは負担過大との異論もあって，なかなかまとまらなかった」といわれている（日本銀行［1986］）。その点は日本興業銀行の「幹事３行およびその他15行とのあいだに金利棚上げについては原則的了解を見たが，なお，協力の度合と手順については多少の意見の相違があった」という記録とほぼ一致している（日本興業銀行［1982］，金融財政事情研究会［1980］）。主力３行以外の協調銀行は専務を派遣し，融資先企業の上場を担当させたメインバンクが適切な監視機能を発揮しなかったことを咎めて，３行にその責任を負うことを求めていると解釈できる。そして，メインバンクが他の協調融資行の監視機能を代位しているとすれば，関係15行のなかでメインバンクの責任を追及する銀行があったとしてもそれは暗黙のルール通りの行動であったであろう。

後述のように山一證券の再建問題が広く知られるようになった時点で銀行団の交渉が急がれた。1965年５月21日が急転のポイントであった。同日，大蔵省と日本銀行，そして山一證券に融資している銀行団との会合がもたれた。大蔵次官は山一證券は再建されねばならないが，再建には取引先金融機関の特別の援助に待つ外ないとして，「本日集まった銀行団によって何等かの打開策を講じて欲しい」と要請した。また，証券局長は４月末における山一證券の銀行団からの借入額が289億円で，支払利息は１月に１億96百万円であることを明らかにした。銀行局長は「この際銀行としては特別の協力をせざるをえまい」という立場から，都市銀行・長期信用銀行は利息全額の棚上げ（１億32百万円），信託銀行は日歩１銭への金利引下げを提案した。この金融支援策が実施されれば，山一證券の金利負担軽減額は１億50百万円に達すると見込まれた。つまり，銀行団内部の利害対立は行政によって仲介，調整されなければならなかっ

表３　短期借入金の相手先別借入額　百万円

年月	61.9	65.9		61.9	65.9
富士銀行	①2,413	①12,505	北海道拓殖	⑪ 400	⑩ 380
三菱銀行	②1,972	②11,607	三井銀行	⑨ 450	⑨ 420
興業銀行	⑧ 610	③ 9,400	山根短資	13,250	
第一銀行	③1,159	④ 1,290	日本割引短資	6,350	
勧業銀行	⑦ 617	⑧ 750	東京短資	3,100	
住友銀行	⑤1,078	⑤ 1,221	日本証券金融	1,750	9,343
東海銀行	⑥1,020	⑥ 1,080	大阪証券金融	350	
三和銀行	④1,150	⑦ 830	東京証券信組		140
埼玉銀行	⑨ 450				

資料：山一證券『有価証券報告書』各期，番号は融資額順位。

た。一応はこの日の会合で1億50百万円の金利減免という線で対山一證券金融支援を実施することとなった[34]。しかし，なお協調融資15行のなかには反発が残っていたのである。

運用預かり，投信の解約が急増した1965年5月25日に山一證券関係16行頭取級緊急会議が開催された。そして「金利タナ上げ問題について常務級で再検討することを決定」したが（証券局総務課［1982］），主力3行が求めた金利棚上げ論に対して，他行の反発は依然として強かった。さらに，主力3行の足並みにも乱れがあり，「三菱の消極性」が指摘されているが（草野厚［1989］），それはこれまでの記述と整合し，三菱銀行は依然として山一證券に何らかのペナルティを課すべきだという姿勢をとっていたと思われる。5月27日にもまた関係16行会議が開かれ，金利減免について原則的に合意が成立したが，主力3行と他行と金利棚上げが同率であること，市中16行と信託2行の比率が不公平であること，日本銀行がなんら具体策を示していないことなどに「異論」がでたのであった（証券局総務課［1982］）。金融のシステミック・リスクへの対応であれば，その役割は日銀が担うべきだということでもあろう。こうした紆余曲折を経て，ようやく5月28日に18行と山一證券との間で65年6月1日－68年5月31日の間，5月21日会合の案で「利息徴収猶予の措置」が協定されたのである[35]。

なお，金利棚上げが焦点であったから直接は関連しないし，時期的な相違もあるが，表4に示した借入金と金利に関するデータは興味深い。貸出高最大の富士銀行が低金利を適用しているからである。富士銀行が仮に他行と同様日歩2.2銭を課した場合と比べると約11百万円の支払金利の低減が生じている。しかし，同時に富士銀行の金利も市場における都市銀行平均貸出金利1.98銭より高い。この金利プレミアムは橋本・河合・泉田［1996］の大規模標本に基づく統計的分析の結論と一致するが，残念ながらそれが富士銀行のメインバンクとしての救済行動を意味するのか，貸出約定改訂の時期のズレにすぎないのか等についての記述資料はない。

表4　借入先，金利別借入額
（単位：百万円，日歩，1965年末現在）

金利	2.1	2.2	2.3	2.4
富士銀行	3,105			
三菱銀行		2,157	50	
第一銀行		1,290		
日本勧業銀行	20	730		
住友銀行			978	243
三和銀行		600	230	
東海銀行	250	830		
三井銀行	280	140		
北海道拓殖		380		

資料：『三行大蔵案』（ファイル）

5．日本銀行特別融資の決定

山一證券の再建策を模索しながら，加治木は証券不安によって信用秩序が動揺するのを恐れ，全国紙7社の編集局長会議で山一問題を記事にしない約束をとりつけた。つまり，大蔵省，とくに証券局は預金類似業務を行っている大手証券会社の破綻は金融のシステミック・リスクと認識していた。「悪かったのは山一だけじゃない…ほんの氷山の一角」（坂野常和［1978］），「当時の＜本省管理会社＞のうち，なんとか安全と見られていたのは2社ぐらいしかなかった」（坂野常和［1993］）というのが大蔵省当局の判断でもあった。しかし，地方紙については，対象が数多いため逆に情報漏れを恐れて手を打たなかった（加治木［1978］）。1965年5月21日，宮崎支店の閉鎖を契機に取材を進めた西日本新

聞が独自取材で山一再建を報道することが明らかになった[36]。これを確かめて，時事通信の長谷川才次社長は山一再建問題を同日朝の時事ファックスに流すと興銀の中山頭取に了解を求めた。午前，大蔵省は緊急省議を行い（証券局総務課［1982］），田中角栄蔵相が山一再建に関して記者会見し，「金融機関の協力を得たので大衆投資家に迷惑をかけることはない」と「異例の談話」を発表した。そして，午後1時半から銀行倶楽部で岩佐，中山，中村俊男三菱銀行副頭取，日高の4者が共同記者会見に臨み，山一證券の再建策を発表した。その骨子は取引18行からの融資260億円に関して3年間元利返済を猶予し，店舗・人員削減などの経営合理化策を実施することであったが，合理化策は既述の総合収支計画であった（表2）。同日，午後9時，日高社長は役員会議室に役員，部長，健全化委員会委員を招集し，5月20日以降の経過を説明するとともに，「あわてふためいてはいけない，落着いて仕事に立ち向かってもらいたい，ここ3，4日ないし10日間が勝負のしどころである」と訓示した[37]。この時点で山一證券は完全に当事者能力を喪失したのである。

事実，山一再建問題のスクープ報道以降，運用預かりや投資信託の解約が激増した。山一證券の店頭への来客数は通常の3－6倍に激増した。表5，6のごとくである。もちろん大手4社のなかで山一證券からの「資金流出」が最も多額であったが，野村証券は比較的安定していたものの日興証券，大和証券からも異例の資金流失がみられた。

1964年5月24日に開いた山一證券の情報交換会では，25日は資金繰りがつくが，26日には資金ショートの可能性が大きいと報告された[38]。25日に「日高社長が私のところへきて，もう資金が底をついている」といった（佐々木［1978］）のはこうした報告があったからであろう[39]。山一證券では，証券の売却，返却の激増に対して「顧客総当り運動を全社的に展開」したが[40]，一段と解約が激増した5月28日になると「四苦八苦の末に手当した30億円前後が，1日で引き出された」（日高輝［1982］）。その日，運用預りが21億円減少し，株式投信は13億円売却されたから，事実，30億円を越える資金が流失した（表6）。しかも，山一證券ほどではないにしろ，日興証券，大和証券の「資金流失」も既に5月25日には異常な高水準に達していた。株価も一層低迷し，山一證券のみならず証券業への信用が激しく動揺したのである（表7）。

証券業の信用が激しく動揺していたが，加治木は当初日本銀行法25条の発動は難しいと思った。しかし，高橋俊英銀行局長が「そういう状況ならやむを得んじゃないかと，当時の日銀副総裁の佐々木さんと折衝して，日銀25条の発動

表5　証券会社別資金流失の状況（単位：百万円）

月日	野村株	日興株	山一株	大和株	野村債	日興債	山一債	大和債
5/1－5/20	4,714	2,203	2,325	2,082	1,562	1,148	1,121	760
5/21	175	82	400	115	182	30	67	60
22	160	115	715	134	－	71	400	－
24	310	126	1,180	214	－	12	530	40
25	338	285	880	379	284	41	320	15
例月1日	308	133	132	123	94	62	79	55

出典：大蔵省財政史室『昭和財政史　昭和27-43年度　10』626頁

表6　山一證券の来客数，投信売却額（単位：百人，百万円）

	来店客数	割引債売却	割引債引出	株式投信売却	運用預り減
平日	35			200－250	
21金	－	140	100	331	
22土	142	819	964	610	1,820
24月	177	829	911	900	1,884
25火	129	468	503	689	1,067
26水	106	316	463	549	857
27木	125	434	680	700	1,207
28金	208	1,494	560	1,295	2,172
29土	127	642	455	473	1,204
31月	115	491	338	579	878

出典：大蔵省財政史室『昭和財政史　昭和27-48年度　10』625頁。

表7　証券恐慌時の諸指標（単位：百万円，千万株）

	株価指数	出来高	運用預り有価証券売却引出	投資信託売却	合計
5. 20木	1,141.23	48			
21金	1,142.69	52	288	464	752
22土	1,141.13	34	1,907	1,339	3,246
24月	1,133.63	42	1,932	1,973	3,905
25火	1,124.83	47	1,149	1,462	2,611
26水	1,117.66	63	918	978	1,896
27木	1,101.00	47	1,267	1,340	2,607
28金	1,081.51	69	1,327	2,208	3,355
29土	1,109.14	46	1,066	954	2,020
31月	1,096.60	34	850	1,142	1,992
6. 1火	1,092.85	42	702	848	1,550
2水	1,119.26	55	460	772	1,232
3木	1,131.32	103	318		

を決めてくれた」と証言している（加治木俊道[1978]）。高橋－佐々木の折衝は10回くらい行われたようである[41]。この背景をもう少し詳しくいうと，安川は「昭和恐慌の教訓」から対策は金融不安を「大段平で一刀両断」にするしかないと考えた。1927年，震災手形損失補償法案などの審議中に片岡直温蔵相の「失言」がきっかけとなって，多数の銀行が取付けに会い，金融恐慌が勃発した故事が念頭に置かれていた。「大段平で一刀両断」するためには，第一に「ラストリソースは日本銀行以外にない」，第二に「国会審議で悶着を起こさないこと」という条件を満たす必要があった。そこで日銀法25条の発動を構想したというのである（安川七郎[1984]）。しかし，他方で「実は証券局にとって日銀特融という知識，発想は基本的になく，大蔵省で実際に検討していたのは銀行局だったようだ」という証言もあるから（坂野常和[1993]），証券局，銀行局の協議のなかで，規定導入以来考慮されたことがないと思われる日銀法25条の発動が浮上したものとみられる。要するに，単なる金融機関「救済ではない信用秩序の維持・育成」という観点から，「(65) 年に入る頃には（最終的には）日銀特融しかないと考えた。日

銀法25条の発動です」と判断されていたのである（加治木俊道［1988］）。しかし，日銀法25条の発動のタイミングが難しかったようである。システミック・リスクは広く銀行取付が発生する事態と考えられた。そこで，銀行取付類似の事態を確認するため店頭来客数の変化を指標とし，流言飛語があるかどうかに注目した（安川七郎［1984］）。そして，「たしかいちばん初めは山口県の山一證券の支店で投石事件があった」し（中山素平［1978］），5月28日の山一證券の来客数は空前の数であったのである（表6）。

1965年5月28日夕刻，日本銀行氷川寮で緊急の「官民首脳会議」が開かれた。こ「の会合は大蔵省が呼びかけた。会議の前に日銀との間に日銀法25条でいくということで話はできていた」（加治木俊道［1988］）。当初の出席者は，佐藤一郎大蔵次官，高橋銀行局長，加治木，佐々木日銀副総裁，佐々木邦彦富士副頭取，中山素平であり，メインバンクの岩佐富士銀行頭取，田実渉三菱銀行頭取は遅参した。9時過ぎ，田中蔵相が到着し，銀行サイドにあった消極論を田中が一喝して日銀特融が決定した。「氷川寮の会議は田中角栄さんの一声でギュッとしまってすぐまとまりました」といわれている（加治木［1988］）。そして，田中と宇佐美洵日銀総裁は深夜に記者会見して，山一證券再建を支援する姿勢を明示した。大蔵・日銀発表は「政府および日銀は現段階において証券界の必要とする資金については，関係主要銀行を通じ日銀が特別融資を行うことを決定した。さしあたり山一證券については主要3行がこの融資を行うことを決定した」というものであった[42]。したがって，「まず＜山一＞が対象」と受け止められたのである。

5月29日の新聞各紙は主力3行が「日銀特融を受けて無担保無制限で融資」し，山一證券再建を支援すると報じた。しかし，「＜無制限＞なんてことは全然話になかった」，「角栄さん一流の表現」，「およそ非常識でしょう，金融の世界で無制限とは。非常識だけど，危機管理と言うときは，こういう非常識的な発想が必要なんですよ」と中山は回想している（中山素平［1988］）。他方，担保については「最初は…無担保ということだった」。これを持ち回りの日銀政策委員会で決定する手筈になっていた。しかし，翌日の正式な政策委員会で担保を取ることを決定した（中山素平［1978］）。要するに，「田中蔵相の強い意向であえて＜無担保，無制限＞と公表したもの」であった（坂野常和［1993］）。この政策決定に関して，「宇佐美さんでなく日銀のプロパーの人が総裁で，福田さんが大蔵大臣だったら，日銀特融はなかったと。田中・宇佐美だからできたのであって福田・佐々木ではできない」（中山素平［1988］）と回顧されている。「福田・佐々木ではできない」かどうかはともかく，中央銀行が金融のシステミック・リスクが大きいと判断するかどうかが重要であったというのは誤りないであろう。この日銀法25条の発動は戦後日本金融史上に特筆大書される重大な政策決定であったのである。この措置を受けて，日高社長は，事態の厳しさに対して社内に自覚を求め，十分な自覚がないなら「31日を以って山一は雲散霧消した方がかえって社会的責任を果たすことになるとも言える」し，事態を「市中銀行を通り越えて日銀管理になる」と表現して社内にその厳しさを訴えた[43]。

1965年5月29日，日本銀行臨時政策委員会が開催され，特別融資を正式決定した。

融資限度は最終的には390億円，山一證券の

主力３行に各行130億円を融資するという内容であったが，対外的には限度なしと発表した。そして，３行へは手形貸付の形式で融資が行われた。手形期間は３月で書換継続を前提としたから事実上期間は無期限であった。日銀の貸出基準金利は債券担保（20％）で1.70銭，手形担保（80％）は1.80銭であった。したがって，主力３行は特融の20％に相当する額の公社債を日銀に担保として差し入れた。主力３行から山一證券への融資は，日銀の３行貸出し実効金利と同じ1.78銭であった。つまり，主力３行は「ノーリスク・ノーマージン」の原則で融資した。「実質無担保の特融であり，本行と山一との中間に立つ銀行にリスクを負わせるものではないことが確認されていた」からである（日銀営業局［1969］）。この金利は都市銀行平均貸出金利より約0.3銭安かった。また，山一證券は日本銀行に対して65年５月29日付けで「特約書」を提出した。山一證券の業務，資産管理処分，会社再建上必要な措置について日銀の指示に従うこと，山一證券の資産のうち担保として提供できるものを３行に差入れること，日銀の調査を随時受入れること，代表取締役の異動については事前に協議することなどが誓約された。

Ⅲ．日本銀行，主力３行管理下の企業再建

１．新旧勘定分離による再建構想

日本銀行の特別融資実施により信用動揺が収まると，本格的な再建への取り組みが始まった。この過程は約１年続いたが，1965年６月に大神一が代表取締役，取締役会長を退任して非常勤取締役に退き，代表取締役，専務取締役の中島俊一が辞任した。三菱銀行からの役員派遣については専務ではなく常務ないし平取締役を選考するよう申入れ，吉田克己大宮支店長が出向することになり，11月に取締役に就任した[44]。こうして日高社長のイニシアティブが一層明確になった。さらに66年８月には大神，磯部専務などが退任したのである。

さて，山一證券の再建は新旧勘定分離によって実施された。この再建方式を誰が構想したかという点について「新旧分離方式の発想は…山一からでた」という証言[45]もあるが，富士銀行と山一證券がほぼ同じ時期に独自に構想したといったほうがより正確であろう。この点は次の２つの資料，すなわち，①1965年６月に富士銀行が作成した再建案，②65年７月15日付（山一證券）企画室「当社の基本的対策」がそれである。①では新旧分離勘定を採用し，資本金120億円の新会社を設立し，新会社の従業員は5000人，77店舗とし，東証出来高70百万株，山一證券の委託手数料シェア5.5％を前提に営業収入９億54百万円を見込むというものであり，金融機関の融資で，金利棚上げ対象の128億円は新勘定におき，日銀特融による融資300億円は旧勘定に残すというものであった。他方，②では，まず，大蔵省，銀行が採用するであろう対策を推定している。その推定によれば，対策としては「a）合併方式，b）第二会社方式，①単独第二会社，イ）新旧分離，ロ）職能分離第二会社数社設立，②救済証券会社新設方式，c）職能分離」による再編がある。a）が採用されて他社と合併させられることを強く警戒していた。そして，企画室は山一再建の基本的な考え方を次のように記した。すなわち，「光輝ある山一の伝統を保持し，将来の浮揚力を出来るだけ残し，自主性を保ち，四社[46]としての営業力を温存し，社員，株主に与える負担損失を出来るだ

け少なくし，しかもこの際一挙に喪失資本の回復をはかる」ことを目標として，具体的な対策の骨子は「イ，新山一證券を設立，ロ，旧山一より250億円のノレンによる現物出資を行なって，新会社の株式を取得，ハ，営業譲渡益金によって旧会社の赤字を償却する，ニ，旧会社所有の山一株式の売却，ホ，その資金で借入金の返済を行なう」というものであった。そして，1965年７月26日には新旧分離による再建構想について銀行など関係者打合わせがスタートしたのである（山一證券［1985］）。

この新旧会社分離構想は敗戦直後に多くの大企業が実施した企業再建整備の手順に類似した構想であった。つまり，企業再建の構想としては広く知られたものであったから，富士銀行も山一證券も比較的容易に着想しえたものと思われる。そして，新旧分離には次のようなメリットがあった。まず，営業体としての新会社を健全なものとすることは顧客に信頼して取引できる場を提供することになり，投資家保護の精神に沿い，改正証券取引法に基づく免許取得条件を整え得る。また，その収益力の向上によって「喪失資本を逐次回復」し，株主の期待に沿い得るし，特融などの債務を計画的に返済し，債権者の期待にも応えるというのがそれである[47]。

新旧会社分離構想はいちはやく固まったが，新会社の資本金額をいくらにするか，営業規模をどのくらいと想定するか，債務は新旧勘定のいずれに置くべきかなどの点をめぐっては調整が難航した。しかし，既述の企画室案のような250億円という多額の資本発行によって資金を調達して欠損を消却するという考え方は，株主として誰がそれを負担するのかと考えてみれば，とうてい採用できるものでないのは容易にわかるであろう。資本金については富士銀行案は120億円であった。そして，山一證券の用紙に書き留められた大蔵省案[48]では，①大井証券との合併，②コンパクト化して再建，③営業戦力を維持させた再建という３案を検討し，①は両社に共通性がなく，合併のメリットがなく，②は野村，大和，日興証券３社の寡占化が進み，いずれも好もしくないとみて，③を採用するとしている。そして，具体的には３社分割，新会社資本金120億円，債務処置については富士銀行案と同様であったが[49]，手数料収入を10億30百万円と見込んだから営業規模に関しては寛大な計画になっていた。65年８月末に山一證券は自社案と大蔵案の比較検討を行った[50]。山一證券の自社案では資本金120億円，営業規模に関しては，収入10億37百万円，従業員5000人，77店舗であった。富士銀行案より営業規模が大きく，大蔵案とほぼ同一であった。そして，従業員「6000人弱を考えている大蔵案に賛成」とコメントしていた。繰り返し指摘したが，このコメントからも雇用調整規模の最少化という山一證券経営者の意向がうかがわれるのである。

これ以降，主力３行は共同で再建案の取りまとめにはいった。1965年10月に３行案が取りまとめられるが，それはA，B，C，Dの４案を併記したものであった（表８）。４案とも新会社資本金は100億円，従業員5000－5500人，77店舗，手数料収入10億37百万円と想定されている。富士銀行案より資本金が減額され，営業規模としてはおおむね山一證券・興銀案を採用したとみることができる。４案相互の相違点は資産勘定に40億円の営業権を認めるかどうか，３行借入金を新勘定とするか，旧勘定とするかの相違であった。なお営業権という項目は「新旧分離についての当社の考え方」に初めて記されたものである。

山一證券は3行案のうちD案を自らの案に類似し，有力と判断して比較検討した。新規払込が山一證券の予想より大きく，一般株主の応募をD案では8億円としているが，この点についてはもっと努力して数字を固める必要があると評価した[51]。しかし，D案では3行からの借入がなくなるが，山一證券としては「メインバンクとしてそれでよいか，将来ニューローンにより第一位になって頂きたい」としていた。3行が並行でメインになるのことを求めたのか，どれか1行かはわからないが，メインは不可欠だと判断されていたのは誤りないところである。

3行の利害がよりはっきりするのは損益予測であった。山一案に比べてD案に基づく損益計算では営業権消却を圧縮し，不動産会社への家賃支払を大きくしている。前者の措置は15行への金利支払いを優先するものであった。そして，できるだけ早期に株式配当を復活することが予定された。この考え方は基本的には後に修正された再建計画にも受け継がれた。難航していた再建案の作成は1965年年末に至って一気に進行し始めた。資本金額と借入金額に大きな修正が加えられ，12月中旬には3行常務会が資本金を80億円にし，借入金の資本金振替をそれに対応して減額し，新会社債務を残すプランを固めた[52]。そして，3行はこのプランに基づいて大蔵省，日本銀行と協議することを予定していた[53]。

資本金規模の決定に関しては大蔵省の意向も働いた。3行の協議相手であり，大蔵省の責任者の一人である安川は，同業の大手3社の資本金額－野村証券120億円，日興証券120億円，大和証券80億円－とのバランスを考慮したが，大蔵省は「日高さんの主張である100億円はのめなかった」，「40億円から90億円の間で出来るだけ少ない方という考え方があった。確か70億円位を非常に強く主張していたのではないか」と回想している[54]。しかし，山一證券は資本金80億円でも負債倍率を10倍以内に収めるのは困難と見ていた。この点は1966年の1月末における大蔵省との協議において山一證券から申し入れ

表8　3行再建案と山一案の比較

単位：億円

	D案			山一案	
新会社資本金	100			120	
新会社負債比率[注]					
株主：3行貸振替	28			55	
15行貸振替	42			25	
旧株主（3行）	30（9）				
（15行）	（13）				
旧会社				40	
	新	旧	不動産	新	旧
正味資産：営業権	40				
資本金	100	88	12		
累積赤字	0	76	141		
正味資産	100	12	-129		
銀行借入：日銀特融		282			282
3行借入		70			40
15行借入	108			128	

資料：「新会社各試案の特徴」，「三行案と山一案の比較」から作成。
注）大蔵省の指示した数値は10.0倍以内である。

た点でもあった[55]。

他方，日本銀行は3社分離はやむをえないが，「新会社設立はのまされた」ものであるとして次の5点に問題があるとした。第一に「特融金利を当初3年間徴収猶予とする」こと，第二に「特融債権は旧会社に残置するが，銀行債権は主力3行分を含めて全額新会社に移す」こと，第三に「新会社収益ルートを不動産賃貸料を主体とする経路のみに限定すること」，第四に「保有組合は将来利益を産む見通しがあるので，組合員の地位は新会社に移す」こと，第五に「旧会社に特融債務を残しながら，新会社は4年目以降配当を考慮している」ことがそれである。要するに，3行も「相当の犠牲を払う必要がある」から，その貸付債権は旧会社に残し，特融返済を優先させるべきであるという立場をとった（日本銀行営業局［1964］）。メインバンクにその債権を劣後させて，不十分な監視の責任をとることを求めていると解釈できる。そして，特融の返済方法として，山一證券と富士・三菱・興銀が金利支払を据え置き，元本の返済を優先させることを主張したのに対して，日銀は元利一括返済を強く求めたのである。大蔵省は日銀の主張を認め，日銀特融は元利一括返済となった[56]。既述のように3行，大蔵省の構想では特融返済については元本優先返済方式であったが，元利一括返済の件については「日銀は強いというより頑固だった」といわれているのである[57]。

2．1966年初めの再建プラン

3行を中心とする再建プランの骨格が固まったのを受けて，山一證券は再建の詳細プランをとりまとめた。1966年3月10日，山一證券は詳細な再建構想を大蔵省事務当局に説明した。その際に提出した資料は，1）新旧会社分離，免許申請手続などの日程表，2）旧商号継続使用の理由，3）新旧会社の定款案，4）新旧会社の貸借対照表，損益計算書，5）特融の返済と赤字の償却計画，6）顧客引継計画，7）その他債権債務の引継，8）営業譲渡契約，9）法定帳簿，10）旧社株問題，11）免許手続き，12）関係会社対策などであった。この際に山一證券が独自に追求しようとしていたのは資本金の増額ないしは早期の増資であった。しかも，株主として銀行以外に取引関係の濃い事業会社に依存する方針を固めていた。

しかし，1966年3月29日，負債比率達成の考え方について「新会社の営業規模をできるだけ圧縮することなく負債比率を10倍以内におさめるために」資本金を増額するのは適当ではないという大蔵省の意向が伝えられた[58]。新会社の株主についての山一證券の方針は，50％は現山一が出資し，30％を主力3行の出資に仰ぎ，残りを15行と主要法人企業の協力に頼るというものであった。当初引受株主は50人以内という方針であった。大蔵省が特定少数が好ましいという意見を表明しており，その数は証券局幹部の発言を報じた雑誌記事等から50名と判断したためであった。しかし，大蔵省と直接折衝してみると，さらに株主数を絞りこむことが求められて40人以内というところに落ちついた[59]。「15行については手堅く1行平均5千万円と予定して7.5億円，残り30社については1社平均4千万円と予定して12.5億円となる。以上をおおよそのメドとして協力方を打診する」ことが決定された[60]。株主に予定された企業に対して出資の依頼・打診を行ったところ，いずれも協力的な姿勢をみせた。幹事証券関係にあった企業はきわめて好意的であったし，たとえば，松下電器産

業，丸紅，日本郵船などのように山一證券の希望を上回る出資の意向を示した企業もあった。このため，金融機関以外の株主は23社で充分であろうと思われるにいたった[61]。一部出資を謝絶して，66年５月13日に発起人28人（社）で37.21億円，引受人は38人（社）で52.79億円という出資割当を決定した[62]。正式に出資依頼を試みると，18行のなかには出来るだけ出資額を少額にしたいという意向もあったが，出資予定事業会社の意欲が強く，「出資総額は100億円をはるかに超過することになり，これをどう調整するか」が問題になり，90億円，100億円の２案を作るほどであった[63]。念のために指摘しておけば，100億円というのは65年秋の再建案における資本金規模に戻るものであった。しかし，大蔵省は100億円では配当負担が過大になると改めて懸念を表明し，３行もそれと同意見であった。そこで，５月28日の臨時常務会で資本金額は90億円とすることを決定し，これに伴い５千万円の出資を応諾した企業には３千万円，３千万円の出資を承諾した企業には1.5千万の出資を依頼する事になったのである[64]。

1966年６月８日，日高輝社長は改正証取法による証券業免許取得を前提とした「再建計画に関する届出書」を福田赳夫蔵相に提出した。添付された「再建計画の大綱」では，後述の再建計画の骨子が述べられるとともに，「免許会社として健全な業務」を行なうという観点から，次のような業務方針が明らかにされた。

すなわち，１，自己売買は顧客の維持その他業務遂行上必要かつ適正な規模を保ち，商品有価証券については銘柄の偏向を避け，流動性に留意し，とくに株式の保有は一定額を限度とする。２，過度な引受を避け，会社保有の株式は資本額の一定比率を越えないようにする。３，運用預りは縮減の方針である。４，販売費，一般管理費は手数料収入の範囲内に留める。５，推奨販売その他不適正な販売方法は採らない，というのがそれである。要するに，極めて慎重に引受，ブローカー業務を行なうという方針であったが，なぜバイカイ，推奨販売が追求されたのかという根本問題は検討されなかった。

この業務方針は免許取得の際に提出された業務方法書にも踏襲された。そして，翌1966年６月９日，山一證券は日本銀行・宇佐美総裁に対しても「再建計画に関する承認申請の件」を提出し，「特約書」に基づく承認を求めた。これに対して，日銀は翌10日に「貴社の再建計画については，申出のとおり承認」と通知した[65]。山一證券は日銀に対して「（１）毎月の収支状況その他貴行において必要と認められる事項の報告，（２）決算の事前承認，（３）代表取締役の選任及び退任についての事前協議」を約した。こうして，山一證券は大枠を大蔵省に，業務を日銀の強い監視の下に再建を進めることになったのである。ただ，業務方針に関しては，上記１などについて具体的な方針は未定であった。大蔵省の比率監視型行政がいまだ適切な比率を見出せなかったためでもあった。山一證券では企画室を中心に大蔵省と折衝を重ね，68年４月には業務方法書，関連規程の最終整備を行ったのである。行政当局による事前的な健全経営原則指導の適切な実施の難しさが示されている。

３．再建計画の骨子

再建計画は1966年６月11日に発表された。「再建計画の骨子は，（証取法の）免許基準に合致する新山一證券を設立し，これに対して現山一證券の商号ならびに営業を譲渡し，以て特別融資金の計画的返済をはからんとする」ところに

あった。

新山一證券の商号は当初は株式会社山一とし，営業開始後，山一株式会社とする。資本金は90億円であり，既述のように40億円は現山一が出資し，3行が各9億円，関係15行で10.8億円，事業会社等で12.2億円を予定した。そして，現山一證券から特別融通金，3行からの借入金を除く負債とそれに見合う資産，そして店舗，従業員を引継ぐというものであった。現山一證券の出資金は3行から各13億円借入れ，自己資金1億円を加えたものであった[66]。他方，現山一證券は新山一證券に営業を譲渡し，その対価として40億円の支払いを受けて，株式会社山一と改称する。この40億円はノレン代であり，その数字そのものは「方程式でててくるものでもなく，人間的な勘みたいなもの」で「腰だめ的であった」という評価もあるが[67]，既述のように比較的早くから予定され，66年4月に会計士・弁護士などによる「山一證券の暖簾評価に関する意見書」で肯定された金額であった。

「営業譲渡契約書」によれば，株式会社山一は山一證券からその年間手数料収入が基準手数料収入を上回る時は，その超過額の3分の1に相当する額を営業権の追加支払として受取る。基準手数料収入は1966年10月1日から3年間は160億円，69年10月1日以降2年間は180億円とする。そして，株式会社山一の業務は借入金の管理，山一證券に対する店舗等不動産の賃貸，関係会社の管理などであった。営業権の追加払いは大蔵省が発案したものであった。再建計画の基準になった東証出来高7000万株は，市場の見通しとしてはぎりぎりの最低線と踏んでいたから，65年8月以降株価が回復し，売買高が増加すると，大蔵省は基準を上回った時の「スライド制みたいなもの」を考慮したのである[68]。それは日本銀行の批判にも応えるものであった。つまり，特別融資の返済については，日銀の主張に沿って定額分として66年9月から金利と元本内入分を合わせて月額2億14百万円とされた。そして，営業権代の追加支払分も特融の返済にあて，さらに山一證券に余裕が生じれば，株式会社山一の資産買取りなどを介して，随時，返済する，というものであった。また，3行からの借入金合計97億52百万円については，出資相当額を控除した残額を株式会社山一の借入金とし，山一證券への引き継ぎについては3年経過後に協議することとなった。この間の金利は日歩1銭とするが，支払猶予の措置を受ける。都市銀行平均貸出金利より0.9銭ほど低い。また，長期信用銀行など関係15行からの借入金150億40百万円については，出資額を差引いた残額を山一證券が継承し，金利は3年間，原則として日歩1銭7厘を支払うというものであった。これも都市銀行平均貸出金利より0.2銭ほど安いから，これらの金利差が金融支援額にあたる。（株）山一（新山一）の発起人会は66年6月13日に開催され，翌14日に大株主会を開いて既述の再建計画を説明し，新山一の資本金90億円払込はきわめて順調に進み，7月2日に完了したのである。

4．雇用調整の最少化と人材養成

1965年10月，社長書簡では「山一の資産の根幹は人にあり，人材を養成し，適材を適所に配し，意欲を昂揚することが山一の全てを決する」と指摘していた。既述のように雇用調整を最少化しようとする以上，人材の育成は決定的に重要な事であった。雇用調整は既述のように支店閉鎖に伴って生じたが，すでに65年6月末までに77店舗になっており，閉鎖店限従業員157名

の退社は完了していた。従業員数を期末ベースでみると，63年９月末には９千人を超えていたが，66年９月には54百人に減少した。男子だけを見ても２千人弱の減少であった。平均勤続年数は年に１年ほど延伸した。比較的に若い世代が自発的に退職していった。再建会社に一般的にみられる現象である。課長以上を対象に若干名に関して事実上の勧奨退職は行ったものの，希望退職は行なわなかったし，出向者も100名ほどであった。つまり，原則的に解雇せずという方針は基本的に貫かれたのである。

「歳と功」によって賃金が決定される仕組みがあると，この人員の年齢構成の変化は相対的に高賃金部分へのシフトを意味し，平均給与を上昇させて労働コスト上昇の一因になる。事実，月額平均給与ベースでみると，男子のそれは1963年９月の30千円から66年９月の45千円へと実に75％の上昇であった。また，同期間に女子でも15千円から23千円への上昇が生じた。これは初任給で代理できるベース・アップを大幅に上回り，人員構成の長期勤続者へのシフト効果によることは明らかであろう。65年から定昇が従来１月であったのを４月に改めることについて山一従組との間で合意が成立し，65年７月には申し出により管理職手当を１年間10％減額することとなった。しかし，給与ベースは基本的にはそれぞれの業界にはその標準がある。給与ベースを大幅に引下げれば人材のリクルートは困難になる。したがって，ブローカー業務を重視するといっても，固定的な人件費による事業制約の問題は未解決のまま残ったとみることができる。しかも，その問題点はすでに再建過程における新規採用に示されていた。

1966年度の採用に関しては，大卒は幹部要員として10名程度の採用を考慮するが，優秀な人材の確保が困難であれば，取りやめる。高卒者は男女とも採用しないという方針であった[69]。日高社長は「昨年管理者の一部に退職勧告をした事を思えば，新規採用には慎重を期さねばならない」とブレーキをかけていた[70]。採用人員抑制が明確であり，「現社員のレベルアップにより質的に充実することこそ肝要」[71]という考え方がとられた。しかし，再建の進行とともに採用人事方針も積極的になった。66年には支店限りの採用が増大し，従前通りの新規採用に踏み切ったのは67年度であり，採用は大卒40名，高卒男子20名，女子350名であった。再建過程では新規採用を抑制し，高度成長期の企業再建で採用された常套的な手法であるが，証券市場規模と取扱高シェアという２つの要素に規定された事業規模が，最低限度安定した比率で成長し，平均的な労働生産性の伸びを達成するという条件が満たされなければ，経営上の問題点は再現すると見なさなければならないであろう。

５．収支均衡化の進展

さて，以上のような改善策の実績を見ておこう。「全山一」収支均衡計画の実績をみると，表９のごとくであった。まず，25期下期前半（1965年４－６月）に合理化効果が現れた。営業経費は25期上半期実績10億26百万円であったのが，下期前半に前期比１億円を上回る縮減が実現した。しかも，65年６月には８億51百万円と均衡計画の８億20百万円に近づき，後半期（65年７－９月）にはその水準が維持された。金融収支の損失も計画時の実績５億６百万円から２億41百万円に減少した。棚上げ分を除いても１億円の好転であった。金利引き下げという救済行動とコールレートの20％ほどの低下が貢献したとみられる。

表９　収支均衡計画と実績（月平均，単位百万円）

計画，期	収支均衡	25期上実績	25期下実績	
		64.10－65.3	65.4－65.6	65.7－65.9
手数料収入	1,100	1,085	905	1,371
株式	524	482	320	646
債券	210	224	212	256
投信	366	379	373	469
営業経費	820	1,026	898	845
販売費	220	323	258	271
管理費	600	703	640	574
売買損益	0	-31	-93	9
営業損益	280	28	-86	535
金融損益	-225	-506	-297	-234
雑損益				
経常損益	0	-486	-369	581

資料：「経営健全化の歩み」

他方，収入面をみると，25期下期前半は均衡計画を大幅に下回った。経常損益の均衡からの乖離の過半は収入の見込み違いにあった。このため「社の内外に11億円収入を見込んだ現在の計画は実行が難しく，その手直しを求める声が強まっている」という状況になった（企画室[1965]）。しかし，株価の低迷がなお継続するというのはアブノーマルという判断から，企画室は「現経営態勢を保持しつつ，早急に収支の均衡をはかることが基本方針」として店舗，人員を温存し，営業経費を削減対象からはずした「第二次総合収支均衡計画」を立案した。収支均衡時点を1966年５月において手数料収入９億54百万円を想定したものであった。そして，「外部からの要請」により均衡達成時点を早める必要がある場合に備えて，人員を4500人に削減し，10店舗を減少させる案も検討し，その施策を実施しても，均衡時点は１月ほど早まるにすぎず，その後にモラル低下，信用の失墜，労働争議などの大きなマイナスが生じる可能性があるとした。銀行管理下の財務的合理化策に企業，事業継続という点からの反論が用意されたのである。

しかし，まもなく外部環境が激変した。株価は1965年７月を底に急速に回復した。山一證券の常務会では「８，９月にわたり会社の総力をあげて，営業を推進し収支均衡を実現する。経費の圧縮も相当徹底した今日では収入の増大こそ急務」として，当面10億円の収入を達成することを目標とした[72]。株式売買高も25下期後半には底であった前年同期を80.5％も上回る水準に達した。営業収入が順調に増加し，営業損益でも５億26百万円の黒字，経常損益でも５億81百万円の黒字となったのである（表９）。そして，８月には10月に営業収入10.5億円，損益分岐点10.36億円，66年９月に営業収益10.37億円，損益分岐点9.45億円という収支均衡計画が常務会で検討された。この計画は66年には縮小均衡を想定したが，均衡時点を65年10月と早めに設定し，９月には，26期上期に関して少なくとも金利棚上げ分に相当する経常利益を確保することを目標とした収支計画がたてられるに至った。その概要は表10の第１欄に示したごとく，大幅な増収を組込んだ計画であり，成長路線に転換したのである。事実上，この時点で再建は軌道

表10　26期上・下期収支計画（単位：百万円）

計画，期	上期計画 65.10－66.3	上期実績 65.10－66.1	下期実績 66.4－66.9
手数料収入	1,216	1,454	1,332
株式	611	866	773
債券	257	278	287
投信	348	310	272
営業経費	830	898	914
販売費	181	277	233
管理費	649	621	681
売買損益	0	27	0
営業損益	386	583	418
金融損益	-201	-157	-144
雑損益	0	63	0
関連会社損益	- 13	- 32	- 10
経常損益	172	457	264

資料：山一證券「答申書」

に乗った。この計画は65年10月１日付け社長書簡の形で発表され，11月には支店長会議で詳しく説明された。この収支計画の前提は東証１日平均出来高が１億株で，山一證券の委託シェアが6.5%，１株当り委託手数料は1.3円というものであった。既述の「第二次総合収支均衡計画」を立案した際における，同期間の東証平均出来高は６千万株であり，特融後の再建計画の前提は７千万株であったから，株式市場の回復に依存した再建という特質を読み取ることができるであろう。

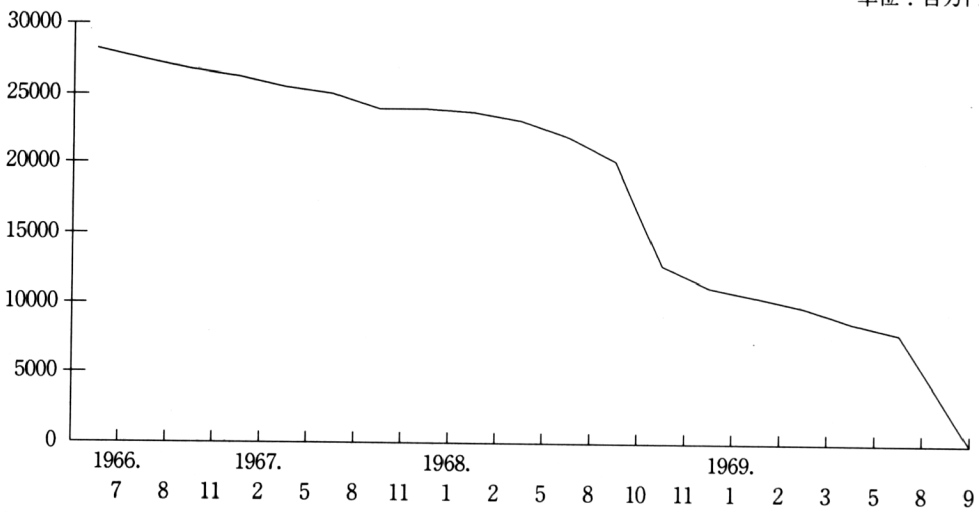
以上のような業績の好転過程で営業も積極的になった。証取法の精神，従来の反省に則ってバイカイによる自己向い売買の抑制が実施され，1965年５月以降「顧客の判断による投資銘柄の選定と売買注文の受託」が株式営業の基本方針として再確認された。この結果，表面的には山一證券のシェアは65年１月の16.2%，４月15.3%から，５月の10.4%，10月10.8%と低下し，シェア順位は２位から４位に落ちた。しかし，山一出来高に対する受託出来高の比率は，同期間に57%，50%であったのが64%，59%と上昇し，１株当り手数料は51銭，60銭から86銭，78銭と顕著に向上した。65年７月31日には全国営業部店長会議を開催し，８－９月に「営業力立て直しのための総力結集運動」を試みたからシェアを回復しようとし，法人営業では「山一従来のシェア確保」という防衛的な方針から26期には顧客層の拡充という積極的方針に転じた[73]。60年代前半に比べて慎重ではあるが，「四社の地位」を守るという企業戦略目標の修正が行われただけであり，基本的には破綻以前の業務が継続されているとみることができる。

６．日本銀行特融の完済

以上のように部分的には経営合理化，基本的には証券市況の好転によって山一證券の業績は好転し，1966年７月以降，日本銀行特別融資が返済されていった。図１のごとくである。当初想定された返済期間は18年であったが，４年ほどで返済は完了した。

この日銀特融の元利返済の内訳を1969年９月

図1　山一證券の特融返済（日本銀行貸出残高の推移）　　単位：百万円



資料：日本銀行営業局『証券不況時にとられた諸対策』

30日時点で整理すると，元本部分については，①定時返済が42億45百万円，②随時返済が147億77百万円，③営業権追加払いが41億97百万円，④幹事3行肩代りが49億80百万円であり，その他に⑤金利支払61億44百万円であった（山一證券［1985］）[74]。①が既述のような収益の回復に基づくものであるのは明らかであろう。また，⑤の金利は第1回の特融から手形発行時と3カ月ごとの手形書換時に利息前払で支払われたものであったから，53回におよぶ金利支払が順調に行われたのも業績の好転に支えられたといえる。③についても，年間手数料収入が160億円を超過した分によって返済された。これもまた収益力の回復に裏付けられたものであった。しかし，②の随時償還が果たした役割が大きかった。その内訳を見ると証券保有組合利益67億32百万円，その他保有組合関係28億31百万円の貢献が大きい。それに次ぐのは保証金の回収15億06百万円，不動産処分13億03百万円であった。なんといっても証券保有組合の株式処分利益の分配分の貢献が大きい。この点でも株価の回復の恩恵を受けていたのである。

1969年7月14日，山一證券は「山一再建計画の総仕上げについて」を発表した。その骨子は山一證券の企業努力の成果が現れ，特融返済の見通しがたったこと，未返済残高については「幹事3行の協力」を得て肩代りしてもらうこと，したがって残額は一括返済すること，山一證券と山一の合併を実施し常態に復することであった（山一證券［1985］）。69年9月に，51億80千万円の肩代わり融資を受けたのである。特融肩代わり融資額は3行が同額であり，金利は等しく日歩2銭で，特融担保とされた不動産と新規に有価証券が担保として提供された。日本銀行による業務監視から脱して基本的には3行並行メインの関係になったのである。しかし，本稿と橋本寿朗［1999c］の分析が正しければ，このことは再建された山一證券に対するメインバンクの期中監視機能には障害が多いことを意味するであろう。

Ⅳ．むすび

2－3節の記述，分析によって，金融当局，メインバンクに金融のシステミック・リスクが高まったと認識される経緯，日本銀行の特別融資実施の決定，そして山一證券の再建過程を明らかにすることができたと思われる。

また，何度か示唆した改正証券取引法が1965年5月28日に公布され，10月から施行されたが，その改正準備過程から大蔵省は事前的な行政指導を採用した。大蔵省は山一證券の業務を精査して警告を与え，トップを事実上解任した。そして，いちはやく大手証券会社の経営破綻は金融のシステミック・リスクと判断し，その対策を講じた。山一證券の再建過程においては自主再建計画に大枠を填めて，再建案の作成過程でチェックが試みられた。証券行政の免許制に基づく事前的監視，検査，指導の体制への転換にあたって山一證券再建はその最初の実験であった。しかし，大蔵省も望ましい証券業経営のモデルを考案できず，現実の事業展開を容認せざるをえなかったことも否定できない。

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

メインバンクはその融資先の監視機能の弱さを露呈した。この点ではメインバンクの位置をめぐる競争の存在と経営者の監視回避に関するインセンティブの存在が無視できない。メインバンクは経営悪化の実態の把握に手間取った。また，救済行動を実施する際には，メインバンクの位置をめぐる競争で敗北し，並行メインになった銀行が消極的な態度をとり，不充分な監視に対する協調銀行の批判もあって，銀行団の利害調整に時を要した。さらにメインバンクの不充分な監視に対しては大蔵省，日銀にもメインバンク責任論があった。このことは経営不振企業の経営再建に関してメインバンクが果たすべき役割について，金融当局，金融機関の間に広く暗黙の合意が存在したことをうかがわせる。

大蔵省，日銀の支援下で主力3行が再建策を実施するに際して，事業内容に関しては不介入であった。これは事業内容を変更するような専門的経営能力をメインバンクは保有していないためとみられる。したがって，山一證券を再建するという方針が確定すると山一證券の雇用調整を最少化した事業継続という志向が活かされた。しかも，山一證券は予想を上回って短期に日銀特融を返済したから根本的な事業内容の見直しは図られず，従来のブローカー・ディーラー業務をより慎重に運営するという修正を行ったにとどまった。そして，改正証券取引法の下でブローカー，ディーラー，引受業務等の免許が山一證券に与えられたことは，山一の事業戦略が容認されたということでもあろう。根本的な問題は先送りされたが，証券市場の規模が順調に拡大した時期にはその難点は表面化しなかった。ただ，慎重な事業戦略は山一證券のシェア低下をもたらした。「四社の地位」を守るという企業戦略は大手3社との格差が開き，準大手との格差が縮小する過程で達成が難しくなっていった。1980年代後半にバブルが発生した際に，「四社の地位」を守るという企業戦略を追求し続けていた山一證券にはリスク選択を拡大

するインセンティブが強かったと推定することができる。春秋の筆法を借りれば，97年の自主廃業は65年の再建措置に胚胎していたとみられるのである。

注

1）以下，「大蔵省検査官講評」（メモ）による。
2）1964年９月現在の保有率は４％であったと推定されるから短期にさらに悪化した（橋本寿朗［1999c］）
3）前掲「昭和39年度検査講評」。
4）これは64年３月の収支計画を指している（橋本寿朗［1999c］）。
5）山一證券「経営会議」1964年８月27日。橋本寿朗［1999c］で指摘した異常な営業数値の動きはこうした経理操作に関連しているであろう。
6）山一證券「取締役会議事録」1964年10月16日。
7）「日高輝ヒアリング」1984年６月２日。
8）この点は議事録から確認できるが，日高の懸念に応えたとも体調を崩したからだともいい伝えられている。
9）山一證券「取締役会議事録」1964年11月24日。
10）日高輝「社長訓話」1964年12月１日。
11）日高輝「社員の皆さんへ－当面の基本的な考え方について－」1965年４月１日。
12）総括部長「健全化委員会並びに企画室の設置について」1964年12月11日。
13）「日高輝ヒアリング」1984年６月２日。
14）『第１回健全化委員会議事録』。
15）健全化委員会で確定されて実施された施策については，日本銀行特別融資実施以前に既定のこととして，特融実施後の事柄も含めてまとめて叙述しておくことにする。
16）ちなみに地方の閉鎖順位は１．西神戸，２．清水，３．室蘭，４．松本，５．舞鶴，６．小樽，７．米子，８．高岡，９．山形，10．宮崎，11．鹿児島，12．高知，13．秋田であった。
17）山一證券「常務会議事録」1965年５月６日。ただ，大蔵省からどのようにしてその意向が伝えられたのかは特定できない。
18）「日高輝ヒアリング」1984年６月２日。
19）『第５回健全化委員会議事録』。
20）総務部「自動車関係の合理化について」。
21）山一證券「常務会議事録」1965年３月25日。
22）『第17回健全化委員会議事録』。
23）データは東京証券取引所『証券』各号による。ただ，65年８月以降，11千万株を上回り，20千万株を上回ることもあった。「怪我の功名」とでもいうべきことであろう。
24）山一證券「常務会議事録」1965年２月12日。
25）「全山一主要勘定総括表（65/３月末）」。
26）富士銀行の担当者が山一證券の経営状況の概要をようやく正確に掴んだのは12月24日であったといわれている（草野厚［1989］）。
27）大曲直［1965］は主力３行が「専務を派遣し，経理を握り」と指摘して，メインバンクが充分な監視機能を発揮したはずだという見方を示しているが，橋本寿朗［1999c］で指摘したように監視機能を無効にすることが試みられていた。
28）「大森治ヒアリング」1984年１月24日。
29）植野珪「会談メモ」。
30）草野厚［1989］は三菱銀行には「山一に深入りしては危険だという認識があった」と指摘しているが，その認識が何時のものか，なにを根拠としているかは示されていない。
31）「日高輝ヒアリング」1984年６月２日。
32）山一證券「第30回健全化委員会議事録」。
33）「大森治ヒアリング」1984年１月24日。異論がどこから出たかは確定できないが，既述の経緯を踏まえれば，三菱銀行に異論があったと推定することができる。
34）「加治木俊道ヒアリング」1983年11月17日。
35）山一證券と関係銀行の「協定書」。
36）ただ，草野厚［1989］は西日本新聞の兜町詰めの記者は他社から情報を入手したと指摘している。
37）企画室『再建策発表対策本部記録40.５.21-40.５.31』。
38）企画室『再建策発表対策本部記録40.５.21-40.５.31』。
39）草野厚［1989］は同日，国会で山一再建問題が取り上げられると，運用預かり，投資信託の解約が激増したというが，表５，６と整合しない。
40）山一證券「常務会議事録」1965年５月27日。
41）「加治木俊道ヒアリング」1983年11月17日。
42）「日本経済新聞」1965年５月29日。
43）企画室『再建策発表対策本部記録40.５.21-40.５.31』。
44）山一證券「常務会議事録」1965年５月27日。
45）「植野珪ヒアリング」1994年12月６日
46）「四社」とは証券大手４社のうちの１社として残ることを意味した。
47）「新旧分離についての当社の考え方」1965年８，９月（推定）。
48）これは1965年８月23日以前のある時点で大蔵省の意向をメモしたものと思われる。
49）必ずしも明確ではないが，大蔵案も富士銀行案も日銀特融を旧会社勘定とする点では同一であった。ただ，大蔵案では主力３行からの金利棚上げ借入金は旧会社勘定に残し，将来その切り捨ても考えていた点－大蔵省の主力行責任論－で，銀行借入を新会社勘定として優先的に返済すべきであるかのように想定していた富士銀行案とは決定的に異なるともいえる。山一證券はこの大蔵案を「好意」と受け止めながらも，主力３行からの金利棚上げ借入金は新会社勘定が適当だとしていた（「新旧分離についての当社の考え方」）。なお，「当社案と大蔵案の比較」には「興業」と記された再建案も比較されている。「興業」とは日本興業銀行と推定できるが，そのプランでは営業収入は10億37百万円であるから，山一案と同一であった。
50）「当社案と大蔵案の比較」，「大蔵案に対する意見」８月23日。
51）山一證券「三行案と山一案の比較」。
52）「三行二次案の予測」1965年12月16日。
53）「三行部長会の模様」1965年12月17日。
54）「安川七郎ヒアリング」1984年２月。

55)「大蔵省水野メモ」1966年1月24日。
56)『日本経済新聞』1966年2月26日。
57)「安川七郎ヒアリング」1984年2月。
58) 大蔵省証券局証券業務課「山一，新会社の負債比率について」1966年3月29日。
59)「発起人数および申込人数についての経緯書」1966年5月13日。
60) 山一證券「常務会議事録」1966年3月24日。
61) 山一證券「常務会議事録」1966年4月14日。
62)「新株引受人一覧（予定）」。
63) 山一證券「常務会議事録」1966年5月26日。
64)「御出資予定先総括表」（90億円出資案）1966年5月30日。
65) 日本銀行「貴社の再建計画の承認に関する件」。
66) 山一證券社長・日高輝の日本銀行営業局長・沢田悌宛「株式会社山一への出資の件」1966年6月14日。
67)「安川七郎ヒアリング」1984年2月。
68)「安川七郎ヒアリング」1984年2月。
69) 山一證券「常務会議事録」1965年7月15日。
70) 山一證券「常務会議事録」1966年1月27日。
71) 山一證券「常務会議事録」1966年6月23日。日高の発言である。
72) 山一證券「常務会議事録」1965年7月22日。
73)「社債幹事について山一としての基本方針をいかにすべきか」1966年1月。
74) 日本銀行営業局［1964］にはこれと若干異なる数字が掲げられているが，その相違は日銀の資料取りまとめが，返済完了前に行われたためであろう。

参考文献

大蔵省証券部［1964］『第2回理財局証券年報』
大蔵省証券局［1965］『第3回大蔵省証券局年報』
大蔵省証券局［1966］『第4回大蔵省証券局年報』
大蔵省証券局［1967］『第5回大蔵省証券局年報』
大蔵省証券局［1968］『第6回大蔵省証券局年報』
大蔵省証券局［1969］『第7回大蔵省証券局年報』
（大蔵省）証券局総務課［1982］『40年証券不況関係資料集』
大曲直［1965］「再検討を要する山一證券」『中央公論』（経営特集）昭和40年秋季号
加治木俊道［1978］「40年証券恐慌」エコノミスト編『戦後産業史への証言　4』毎日新聞
［1988］「信用恐慌を恐れた」鎌田勲・高村壽一編『証言・戦後経済史』日本経済新聞社
金融財政事情研究会［1980］『戦後金融財政裏面史』
草野厚［1989］『証券恐慌』講談社
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
［1996］「坂野常和氏証券史談」日本証券経済研究所『日本証券史資料　戦後編10巻』同研究所
佐々木直［1978］「激動期の日銀」エコノミスト編『戦後産業史への証言　4』毎日新聞
寺西重郎［1982］『日本経済の発展と金融』岩波書店
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
中山素平［1988］「日銀特融とその後」鎌田勲・高村壽一編『証言・戦後経済史』日本経済新聞社，1988年
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』
日本銀行営業局長［1965］「貴社の今後の業務運営等について」（日銀営第65号）
日本銀行［1986］『日本銀行百年史　第6巻』
日本興業銀行［1982］『日本興業銀行七五年史』
日本証券経済研究所［1994］『日本証券史資料　戦後編第9巻　証券恐慌』
橋本寿朗［1999a］「現代日本企業のトップマネジメント」『グノーシス』（法政大学）8巻
橋本寿朗［1999b］「日本経済の中長期的展望－ストック市場と実体経済の不安定化と金融のシステミック・リスク」『経済研究』（大東文化大学）12号
橋本寿朗［1999c］「証券会社の経営破綻と間接金融・長期雇用システム－1965年証券恐慌と山一證券」『証券経済研究』19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』（東京大学）48巻6号
日高輝［1982］「私の履歴書」『私の履歴書　経済人16』日本経済新聞社
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
山一證券［1966］『経営健全化の歩み』（手書き）
山一證券企画室［1965］『当社の基本的対策』（手書き）
Hashimoto J.［1998］Unregulated Securities Companies and Panic in the Stock Market：The Experience of the 1960s, Social Science Japan,15.

〔追記〕

本稿は「山一證券百年史」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，山一證券社史編集室の三石泉室長を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）