山一證券の破綻（上）

小　林　襄　治

要　旨

山一證券の破綻（1997年自主廃業）の直接的原因は巨額の「簿外債務」であった。多くの研究が指摘するように，損失の隠蔽・先送りを図った経営幹部の無責任さや決断力の欠如，思い込み（株価回復，メインバンクや当局の「救済」），ガバナンス構造の欠陥等々に問題が含まれていた。これらの議論を否定しないが，「簿外債務」を生み出したのは1980年代の法人営業であり，また，バブル崩壊後には「自主営業」等の経営戦略が提起されたが，収益力回復に失敗した。これらの問題にもメスを入れる必要があろう。

筆者自身，1997年に出版予定だった『山一證券百年史』の仕事に関わり（1985～97年を執筆予定），歴代社長を含む多くの関係者からのヒアリングに参加した。本稿ではまず，簿外債務の原因となる損失補填問題について，ヒアリング（行平会長と藤橋企画室長）における「証言」を紹介し，山一の立場を確認する。そして，『百年史』計画にはらまれたいくつかの問題を提起し，山一の２度の破綻（65年再建と97年廃業）をめぐるいくつかの議論にコメントする。（以上，「上」）。

次に，横田，行平，三木の３代の社長について，それぞれの時期の「経営戦略」と問題点を究明する。横田時代（1980～88）は中期経営計画が策定され，開拓重視で，法人営業が拡大する。「法人の山一」の意味を問い，その変質（資金調達重視の「お世話役」から特金等のブローカー重視）と管理なき資金運用の実態を問題にする（「中」）。行平時代（1988～92）はバブルの絶頂と崩壊という環境激変の時期である。行平のめざした「人づくり」に焦点をあて，若手・女性依存のリテール営業の実態と社員の意識調査の結果を問題にする。三木時代（1992～97）については，三木がもっともエネルギーを注いだアカウンタビリティ・プロジェクト（人事処遇制度改革）を紹介し，次いで自主営業と草の根運動の問題点を指摘し，最後の努力（顧客創造型企業と支店自主経営）を紹介する。最後に，業績低迷の事実を確認し，環境変化への対応の遅れを指摘する（「下」）。

目　次

はじめに
Ⅰ．損失補填問題と行平会長ヒアリング，メディアの脚色
Ⅱ．藤橋企画室長ヒアリングと損失補填問題
Ⅲ．社史と歴史的評価，隠蔽
Ⅳ．２度の破綻（1965年再建と1997年自主廃業）
以上が「上」で本号
Ⅴ．山一の経営戦略１－横田社長時代（1980～88）：中期経営改革，開拓営業，グローバルな総合金融会社
Ⅵ．法人営業の拡大と実態
以上が「中」で次号掲載予定
Ⅶ．山一の経営戦略２－行平社長時代（1988～92）：環境の激変，特金解消と「飛ばし」
Ⅷ．「人づくり」と社員の意識
Ⅸ．山一の経営戦略３―三木社長時代（1992～97）：自主営業，アカウンタビリティ・プロジェクト，草の根運動・顧客創造型企業
Ⅹ．業績低迷と廃業
以上が「下」。

はじめに

山一證券の破綻（1997年自主廃業）から10年以上が経過した。この破綻については，すでに多くの研究がある。破綻後すぐにいくつかの著作がでており[1)]，山一證券自身（山一證券企画室社史編纂室）が公式の社史でもある『山一證券の百年』（以下『百年』とする）を1998年に出版し，この中には破綻の直接的原因になった「飛ばし」ないし「簿外債務」の究明を行った社内調査委員会の「社内調査報告書」を載せている。その後にもいくつかの研究が出されており[2)]，10年後の1997年秋には大手新聞が金融危機10年後の「総括」記事を載せ，2009年でも新しい研究が出されている[3)]。また，山一證券の社内資料を整理している（責任者は伊藤正直教授）東大経済学部図書館資料室が目録を「完成」し，一般にも公開されようとしており，新しい研究がでてくるかもしれない。加えて，2008年の世界的金融危機は欧米の大銀行・証券会社（投資銀行）の破綻・公的救済をともない，山一破綻が新たに注目されることもある[4)]。新たな研究の視点がでてくるかもしれない。

筆者は，日本経営史研究所が山一證券から受託した『山一證券百年史』の執筆メンバーの一人として，山一證券の1985年から97年までを書くことになっていた。1994年初めから「社史編纂室」に出入りし，資料を読み，歴代社長（植谷，横田，行平，三木）を含む多くの関係者からのヒアリングに参加した。原稿を完成させることはできず，未完の原稿を日本経営史研究所に提出して，そのままにしていた。日本経営史研究所は2008年には筆者も含めた執筆メンバーを集め，元の原稿を生かした『百年史』を刊行する計画を進めている。筆者の原稿の「完成」が不可欠であるが，いずれ刊行されよう。だが，その前に「社史」の意味を問い，筆者の視点で山一證券の動向を確認し，破綻の要因について検討しておこう。

原稿を1997年までに完成できなかったのは筆者の能力の問題であり，直接的には1997年春以降の山一を巡る「飛ばし」や「破綻」，提携・合併の情報が錯綜する中で，何を書くべきか迷ったからである。山一證券とは関係のない外

部の研究者であるが，100周年記念事業としての『百年史』は山一の「意向」に基づいて書かれるものであった。だが，その「意向」を当時理解することはできないままに終わり，山一證券は消滅した。『百年史』が計画された1993年秋以降の環境変化と経営危機の進展は「社史」の内実を変えるはずだったのに，経営危機は意識されず，隠蔽されていた。バブル崩壊後の日本経済と金融・証券界の混迷が十分に解明されず，1996年の橋本首相による日本版ビッグバンの提唱と金融危機の進展が，混迷に拍車をかけていた。後知恵であるが，山一證券の「立場」を離れれば，当時は分からなかったし，書けなかったことが時間の経過とともに見えてくる。また，評価はできなくても，記録として残すべき情報も少なくない。

これまでの研究では，破綻の直接的原因となった「飛ばし」や「簿外債務」による損失の先送りとこれを生み出した社長等の経営幹部の無責任さ・決断力の欠如，このような経営体質を生みだした歴史的体質を糾弾する声が強い[5)]。論者によって力点は異なるが，これらに異議はない。簿外債務の原因究明については，新事実があるかもかもしれないが，「社内調査委員会」の報告以上に究明することは難しいであろう。橋本寿朗（1999a，1999b）による「97年自主廃業は65年再建措置に胚胎」の指摘[6)]，鈴木隆による「歴史的投機的体質」の指摘[7)]，飯田隆の「思い込み経営」（株価の回復，メインバンクの救済期待，大蔵・日銀の支援[8)]は必ずしも分かりやすくないが，一面の事実であろう。佐賀卓雄の「ガバナンス構造の欠陥」の指摘[9)]は破綻の教訓ともいうべき先送り・隠蔽体質を防ぐための前向きの提言でもある。

筆者は破綻の原因を特定の一要因に還元できるとは思わないが，執筆に参加した過程で入手した資料を元に，これまで指摘されていないと思われることを中心に幾つかの点を論じておきたい。屋上屋を重ねる気はないが，以下の論点を中心に議論することにする。まず損失補填問題を軸に，行平会長ヒアリングを紹介してメディアの脚色を批判し，藤橋ヒアリングを通じて山一の態度とその問題点を見たい。そして，「社史」の性格を問いつつ重要事実の隠蔽と歴史的評価について議論し，さらに65年再建と97年自主廃業の二度の破綻をめぐる議論を紹介・検討する。次に，80年代以降の山一の経営戦略を回顧し，歴代社長（横田，行平，三木）ごとの特徴をつかみ，幾つかの問題を指摘する。そして，それぞれの時期の象徴的問題，「法人営業の拡大と実態」，「人づくりと社員の意識」，「業績不振と破綻」について検討する。従来の研究の論点，とくに「簿外債務」を生み出した経営体質の問題を否定するものでないが，筆者が付け加えたい論点は，山一證券の看板でもあった「法人の山一」の意味とその変質の確認であり，次にバブル時代の法人営業ないし営業特金の資産運用のデタラメさであり，「自主営業と草の根運動」に示される損失補填問題以降の経営戦略が経営戦略になっておらず，破綻の道を歩んでいたことである。

Ⅰ．損失補填問題と行平会長ヒアリング，メディアの脚色

読売新聞は（2007年11月７日）は「金融危機10年」と題する連載記事で「山一の遺訓　簿外債務が命取り」と伝えている。山一證券破綻の直接的原因が簿外債務による損失隠しにあり，簿外債務の大きな部分が，営業特金の処理がで

きずに隠蔽されたものによることは，すでに多くの論者によって明らかにされている。簿外債務の経緯・実態については山一證券自身による社内調査委員会によって「解明」され，公表されており（『百年』に添付），それ以上の事実の解明は難しく，またその意味もあまりないであろう。簿外債務が生まれた背景はバブル時代の営業特金による顧客口座の損失であり，損失補填ができなくなって（法令での禁止），特金口座を解消できなかったためである。この問題について，社史編纂委員会によるヒアリング（執筆メンバーが参加）の過程で行平会長と藤橋企画室長（肩書きは当時）から直接に話を聞くことができた。当時，簿外債務の存在などまったく知らなかったため[10]，公表されていた以外の新たな事実を聞くことはなかったが，その後にメディア等によって脚色された話が流布しているので，幾つかの点を確認しておきたい。

行平ヒアリング　朝日新聞は（2008年１月９日），「山一100年の資料に光　段ボール700箱東大チームが整理・分析」と題する特集記事を掲載している（江渕崇署名，伊藤正直教授写真入り）。これは『百年史』執筆メンバーであり，その後に東大経済学部図書館に寄贈された資料の整理に当たられた伊藤正直教授へのインタビューを基に書かれた記事である。その中に「忘れられぬことがある。歴代トップとインタビューしたとき，ある首脳は90年前後に経営を揺るがした損失補填問題に話が及ぶと不機嫌になり，聞き取りにまともに応じなくなった」と書かれている。伊藤は行平ヒアリング（1995年１月26日）に参加していないので，この記事の根拠は不明である。ある首脳が行平会長をさすことは自明である。編纂室に勤務していた佐々木信二は山一證券破綻後すぐに著書『山一證券突然死の真相』を出版した。そこでは行平会長の経歴に即した活動についての質疑の後，損失補填問題に質問が集中した。しかし「会長の回答は不得要領で，結局『正確に答えられない部分もあるので後日企画室長から回答させる』ということになった」と書かれている[11]。読売新聞社会部『会社がなぜ消滅したか　山一証券役員たちの背信』では「出席者の一人が『91年の損失補填問題について聞きたいのですが』と尋ねた。行平が口を動かしたが，小さな声だった。聞き取れたのは『後で企画室長から聞いてくれ』という最後の一言だけだった」となっている。佐々木の「不得要領」は評価の問題であるが，読売新聞社会部の記述はでっち上げに近い脚色である。さらに，佐々木は三木社長ヒアリング（1995年１月27日）についても，「会長，社長とも，生気がまったく感じられず，声が小さかった。これには，先生方も驚いたらしい。それから数日して，『先生方から無礼な質問があった』という行平会長の怒りが，われわれのところにも伝わってきた」とされ，読売新聞社会部も同様なことを伝えている[12]。

山一證券社史編纂室の行ったヒアリングは日本経営史研究所の担当者がテープを起こし，編纂室の「校閲」を経て活字化され，資料として残っている。行平ヒアリングで損失補填問題について質問したのは，85年以降について執筆することになっていた筆者であり，事前に提出した質問事項にも書いてある。損失補填は公然の事実であり，国会でも証言している行平が「怒って答えない」ことはありえない。当時まだ知らなかった「飛ばし」や「簿外債務」について質問したわけでないのである。実際，特金の解消は角谷通達（大蔵省証券局長による1989年末の特金解消要請）以後に始まったのかの問

いに，そのとおりと答え，さらに予想以上の株式相場の下落で苦労したが，副社長・担当者を中心に連日連夜努力した，と述べている。そして，特金の解消過程で苦労された話を具体的に述べてほしいとの質問に，ケースバイケースで異なり，正確にはここでは述べられない。さらに，山一証券の他社と比較した特徴・山一の言い分・補填の範囲についての質問に対して，「企画室長に聞いてもらったほうが良い」と回答し，司会（編纂室員）が「日を改めて企画室長とインタビューする」（後述藤橋ヒアリング）としたのであった。だが，その後にも行平は損失補填の認定には自主的なものと税務署の指摘によるものがあった等と述べている[13)]。筆者の不勉強もあり，十分な「追及」はできなかったが，「追及」する立場にいたわけではない。補填を行わざるを得なかった山一側の主張を聞きたかったのであるが，この点は藤橋ヒアリングである程度明らかになった。「無礼な質問」が何であり，何を怒ったのかは不明だが，佐々木の本が出るまで，その後の多くの山一関係者のヒアリングや編纂室においてそのような話を聞くことはなかった。

時間的経緯から見て佐々木の書物がベースになって「回答拒否」なり「怒り」という脚色が進んだと思われる。「声が小さく，生気がなかった」とする佐々木の記述も，日頃から近くで接触する機会のあった佐々木と初めて会う筆者とでは感じ方が違うかもしれない。三木社長の回答は生気がなく，はっきりしなかった点が多かったのはそのとおりであり，とくに社史の仕事などで経営トップと会うことも多かった橋本教授がヒアリングの後で怒っていたのを覚えている。佐々木は三木が「自主営業はまだ定着したとはいえない」と述べたこと，および現在の経営戦略（佐々木によれば個人投資家重視に転じた草の根運動）の説明が不十分だった，と批判している[14)]。「社員」としての佐々木の立場からは当然かもしれないが，見方を変えれば山一の実態を示す貴重な証言であり，三木社長は自主営業や「草の根運動」（あるいは個人投資家）に確信を持っていなかった，かもしれないのである。

『百年』の出版　同じような脚色が『山一證券の百年』の出版にも現れている。この本は『百年史』の普及版として100周年記念に合わせて1997年春に出版される予定で，間に合うように原稿（荒井忠男氏執筆）は完成されていた。筆者は編纂室から会長室の許可が下りず，出版できないでいると当時聞かされていた。佐々木信二（1988）によれば，白井副社長（社史編纂委員会委員長）と企画室長が1997年３月に100周年記念事業について会長（行平）へ報告を行ったが，「足元の業績をどうするのか」と叱責され，その結果，刊行は延期されたという[15)]。これが，読売新聞社会部（1989）では，白井が97年３月に行平会長と三木社長に第８章（1985年以降）の原稿を見せると，行平は「手に取るなり，怒り出し」，「損失補填問題に社会的評価は定まっていない。社史に軽々しく書くな」と。そして佐々木らは「直すなら，そっちで直してくれ」としてゲタを企画室に預けた[16)]，と。94年からは会長秘書役を勤め，96年には企画室部長を勤めていた石井茂はその著書で，97年４月に出版を差し止めたのは「会長秘書役であり，私であった」と述べ，その理由を以下のように指摘している[17)]。企画室長が原稿を見ただけで内容がチェックされていない。行平専務復帰から社長就任や証券不祥事が取り上げられているが，内容は新聞記事をまとめたよ

うな印象である。当時（97年３月）は行平会長の証券業協会会長就任の受諾が焦点になっており，行平が協会長としてではなく，山一證券会長や証券不祥事の当事者として取り扱われるのは避けたかった。タイミングが最大の問題であった。歴史として評価できない部分は勘弁してほしい，と。読売新聞社会部の脚色は明らかである。行平の証券業協会会長就任の是非を含めて石井の主張について議論するつもりはないが，「歴史として評価できない」の主張は問題である。『100年史』は進行中の事態についても記述するものであり，歴史的評価が定まったことを書くものではない。歴史的評価も歴史的に変わるものである点や石井が内容に不満がある点はともかく，山一證券の立場や主張を明確にして，読者に判断を仰げばよいのである。石井の主張を企画室や会長の意向とみなせば，ここでは「歴史的評価」を隠れ蓑にして，当面の事態（協会長就任）のために，都合の悪いと思われる事態を隠蔽する口実を語っているに過ぎない。しかし，これが真実に近い状況だったのであろう。

Ⅱ．藤橋ヒアリングと損失補填問題

行平ヒアリングでの指示を受けて損失補填問題を中心に実施されたのが藤橋ヒアリングであった（1995年５月19日）。藤橋は当時企画室長であったが，1985年から企画室に勤務し，91年には損失補填・証券不祥事についての国会における行平社長の証人喚問にアテンドし，94年には取締役になり，97年には野沢社長に簿外債務等を知らせる役割を果たした。早くから損失補填問題や簿外債務の存在の全貌を知りうる立場に在り，90年代の山一證券の経営に重要な役割を果たした人物である。以下は公式のヒアリング記録と筆者のノート・記憶等を基にして，藤橋の主張を聞き[18]，コメントしておこう。なお，このヒアリングには社史編纂室メンバーのほか筆者と荒井氏が参加した。

損失補填問題は解決済み　最初に次のような発言があった。「この問題では藤橋が一番質問を受けるが，補填問題とは本当は何だったのか，非常に微妙な問題である。あの時こうだったから，山一がこうした，こういう数字が出た，ということにはいろいろ問題がある。複雑な問題ではないが正確な話を社史という形にすることにどのような意味があるのか分からない」。そして，山一の損失補填額が証券会社の中で最大だったこと，補填先の特徴，補填を行った理由については，「今後の会社経営について非常に問題が出てくる。みんな既に納まった時に，数字の経緯を明らかにすることは意味がない」である。明らかに損失補填問題を取り上げることに消極的であった。簿外債務と結びつくことを警戒していたのか否かは分からないが，既に解決積みの問題であり，この問題をほじくるとさまざまな問題が生じかねないので「寝た子は起こさない」ことにする方針だったようである。だが，それでも藤橋は質問に自らの用意した資料を含めて丁寧に回答してくれた。この中には補填の経緯や理由を示唆する発言が少なくなかった。

大蔵省検査　損失補填の経緯について若干の具体例を示しつつ，ケースごとに異なり，一般化できないことを指摘された。実際，ケースごとに経緯は異なり，相手方の求めに応じてやむなく行った取引が損失補填と認定されたケースもあったようである。この点はともかく，89年

の角谷通達が出る「1年ぐらい前から証券局と折衝している人間は，大蔵省の検査で特金の決算におかしいものが多くある，と指摘されるのを感知していた。営業特金の存在自体は問題でないが，証券会社の経営の観点では問題であり，損失保証が入っており，株価が下がったら大変なことになる、と証券局は見ていた。業者以上に当局が危機感を抱き，通達を出すことになった」と述べ，さらに，「通達以前から，特金整理の意識を持ち，山一も対応策を開始していた」述べている。実際，山一證券では通達前の89年11月に小松（副社長）委員会を設置し，特金ファンドの実態把握・整理・解消を開始している。この委員会の活動はともかく，藤橋の発言からは特金ファンド解消に関しても大蔵省の「指導」でなされたのであり，独自の経営判断でなかったことが伺える。80年代後半に「開拓営業路線」（後述）を展開し，大口の特金ファンドの拡大をその重要な柱としていた会社が，そのリスクを考慮せず（実態すら把握していない），大蔵省の「指導」には従順な姿が見える。

「大蔵省（証券局）の検査に限らず，税務当局からの調査で贈与や寄付と認定されたものが少なくない」と指摘され，具体的には「特金の口座記録を見ると，決算前の1，2ヶ月間に取引が集中し，一定の利回りになっている。これを検査等で補填と指摘されると認めざるを得ない」のであった。そして「相手先企業は補填と思わなかったかもしれないが，担当者の説明と結果を見て納得してもらった。これで損失が残り，（ファンドの）商い停止となった例はあるが，（相手先企業と）取引停止になったケースはない」。「山一の補填額が大きかった理由の一つは89年10月から大蔵省の検査が入り，指摘されたものをリストに入れたからである。大蔵検査は公表されないのでこの点は公表できない」のであった。これらの発言からは，すべて大蔵省のせいにする主体性のなさが伺われる。経営者の判断よりも大蔵省の意向を付度して判断する姿勢である。

通常のワラント債売買　具体的な損失補填の方法については，ワラント債の売買が多かったことを述べ，これは「当時としては通常の取引」と認識していたことを強調された。株式取引のように取引所の競争売買で価格が決められる取引でなく，流動性の小さい店頭取引であり，「先付け・後付けが可能だし，値段も自由に付けられた」。「このような取引でも債券部がロスを引き受けたわけでなく，債券部は買取ったものを別の顧客に売ることもできた」。「決算前の（ファンド）担当者から商いを頼まれ作っていた」。「われわれはあくまで通常の取引との認識である」。

補填問題の影響は「個人営業部隊から法人営業への批判が強かった」点を指摘され，補填取引自体は「顧客同士の取引であり，山一の収入の損失とは限らない」と述べている。損失補填の方法としては，山一證券に限らずワラント債の売買が利用されたケースが多いようだが，このような取引を「通常」の取引と考え，擁護する感覚が問題であろう。未成熟な市場を利用して，ファンド担当者の依頼に応じて「自由に」価格を決めることは，違法であるか否かはともかく，特定の投資家に利益を与えるための市場形成であり，このような恩恵のない，あるいは高値で買わされることになる個人営業隊・個人投資家から批判がでるのは当然であろう。この点はともかくとして，藤橋の立場からすれば，「損失補填」はあくまで「通常の取引」であり，

当局の基準・指導に従って「補塡」額を公表したにすぎないことになる。

1989年当時（バブルの絶頂期）の株価水準をどのように見ていたかの問いには，「バブル崩壊の危惧」はほとんどなかった」ことを強調され，同席した編纂室員の異論に対しては，「それは万年弱気論者の主張であった」と一蹴された。またブラック・マンデー以降の株価上昇には特定の大型株の上昇など異常なものが多かったのでないかかとの指摘には「それが法人営業の実態であり，特定大型株の異常な上昇を生み出した」と述べている。加えて，90年冒頭の株価下落は「特金の解消売りによる」ものと考えていたと述べている。証券会社幹部の相場認識として興味深い発言であり，裏から見れば株式相場は証券会社が作るという自信の表れかもしれない。

Ⅲ．社史と歴史的評価，隠蔽

『60年史』と『百年史』「歴史とは勝者の歴史である」とよくいわれる。言い換えれば，歴史とは書き手の「都合」や「立場」によって取捨選択された事実が，特定の思想や歴史観あるいは目的にしたがって整理されたものである。日本最初の歴史書といわれる『日本書紀』は7世紀から8世紀に成立する日本国や天皇（以前は倭国・大王）の政治的・イデオロギー的立場を正当・正統化するためのものであった。あるいは国家体制の統合維持のために必要とされた「神話」の体系でもあった。中国の『史記』も司馬遷個人の作品でなく，漢国の官僚，史官としての立場から書かれた漢を正当化するためのものであった[19]。山一證券は1958年に『山一證券史』（以下『60年史』とする）を出版し，1985年には『山一證券年表　昭和33年～59年』を出版している。『60年史』は山一證券のいわば「絶頂期」に出され，日本の証券市場史としても，評価の高いものであった。日本の証券市場と山一證券の歩みを別々に記述しながら，日本最大の証券会社としての山一をアピールしつつ，山一證券の歴史を日本の証券市場史の中で客観的に捉え，今後の山一證券と証券市場の発展を展望しようとしたのであった。『百年史』は，100年という区切りや21世紀を意識して企画され，歴史的評価や客観的記述を重視したようだが，今にして思えば100年という時間の「区切り」が優先されすぎたのかもしれない。山一證券だけの問題というわけでないが，当時（90年代前半）としては必ずしも十分に理解されていない「バブル崩壊にともなう日本経済と金融・証券市場の激変」のなかで，歴史的評価や客観性の意味を追求する必要があろう。

『60年史』は山一の社員によって執筆されたが，『百年史』は客観的記述のために第三者に執筆を依頼した，という。平成15年に出版された『大和証券百年史』は一部を学者に執筆してもらっているが，この部分は「草稿」とされ，「社史の立場」から割愛・追加した部分が多かったと記されている[20]。日本経営史研究所が山一証券から社史執筆の仕事を受託した経緯は知らないし，またどのように執筆メンバーの人選を行ったかも知らない。筆者は古くから交流のある故橋本寿郎東大教授（当時）の依頼で参加した。証券市場について研究し，大学で教えているものとしては，通常では入手しにくい有力企業の内部資料や関係者の話を聞けるのが魅力であった。また，これまで英国など海外の資本市場の研究を中心に進めてきたものとして，日本の現状をみる好機とも考えたのであった。

山一證券の内部事情は分からないが，内部での執筆メンバーの人選・選考には何か問題があったのかもしれない。この点はともかく，執筆過程ではいくつかの気になるが，そのままにした点がある。余談も含むが，それらの点を書いておきたい。

時期区分：経済史と社史　最初に「目次」（執筆項目）の作成段階で全体の整合性を保つべく調整が行われたが，時期区分が大きな問題となった。出版された『百年』の章構成とタイトルは以下のとおりである。第１章「兜町の先覚者」，第２章「流れは二つに」，第３章「恐慌と戦時経済の下で」，第４章「混乱から復興へ」，第５章「高度成長下の明暗」，第６章「再建と将来の布石」，第７章「成長減速下の証券市場の拡大」，第８章「巨大バブルの発生と崩壊」。『百年史』がまったく同じタイトルとなるとは限らないが，基本的な章構成は同じである。このタイトルから伺われるのは，山一の歴史を伺わせる１，２，６章のタイトルと，証券市場史ないし経済史上の区分の混在である。経済環境の変化に応じた区分・タイトルが必ずしも悪いわけでないが，１企業の歴史としては固有のテーマを優先すべきであろう。この点はともかく，筆者の執筆にかかわる部分では，当初はバブル期（85～９年）と90年以降を分けて書くつもりだったが，編纂室からはバブルの発生と崩壊をまとめて１つの章で書くように求められた。理由は，景気循環は不可避であり，拡大と停滞・縮小を一つのサイクルとみなすべきということである（他に，各章が取り扱う年数・執筆枚数の整合性など技術的要因）。最終的にはバブルの発生と崩壊を一つの章にまとめることに筆者も同意したが（95年夏の第二次目次案会議），当時は90年以降の日本経済や証券市場の変化を見抜けず，それらの復活・拡大を期待していたということかもしれない。景気循環を一つにみなすにしても，80年代を一つにまとめる選択肢もあったはずである。さらに，いったん決めると，後での修正が困難になる共同執筆の限界があるのかもしれない。

業界と会社，社長交代・社内対立　損失補填問題の社史における取り扱いも難問であった。97年春に筆者はそれまでに書いた草稿の一部を編纂室員に読んでもらいコメントを受けた。原稿を仕上げるために依頼先の「意向」を確認するためであった。それによれば，「損失補填問題の経緯等は，90年代初めの証券市場の歴史一般，マクロの流れの中で証券界全体の問題として記述し，山一證券の損失補填の経緯や方法等については削除すべき」であった。公式の見解でなく，個人の私的意見であるが，会社の意向を忖度したものであろう。この見解に従う気はなかったが，97年春からの「飛ばし」や「合併・提携」の噂が飛び交うなかで，まとめることはできなかった。

執筆過程では歴代社長を含む多くの方々からヒアリングを行ったが，対象者の人選は編纂委員会によって行われたものであり，社内の歴史や実態を知らない執筆者としてはやむを得ないことであった。人選の基準は不明だし，相手方に断られたケースもあるだろうが，情報がもともと偏っていたかもしれない。おそらく「社史の立場」では，意識的でないとしても，自ずと情報が限られるのであろう[21)]。この点は社長交代の際の理由，あるいは後継者指名でとくに問題となる。歴代社長のヒアリングでは就任の経緯や後継指名の理由を尋ねたが，植谷社長が横田社長を「指名」するケースで理由を明確にされた（国際業務経験とコンピュータに強い）[22)]

ケースを除けば，必ずしも明らかでない。社内では一定の時間経過とともに暗黙の合意が生まれるようだが，外部には分かりにくい。当然にもライバルが存在したと思われるが，ライバルの話を聞く機会はなかった。行平社長の就任については，後述「三菱重工問題」に絡んで，権力闘争が噂されたが，『百年』の記述では交代の理由は何も書かれていない。三木社長への交代の過程では『百年』は「損失補填問題が早期退任につながったことは否定できない」としているが，なぜ三木なのかの言及はない。三木自身は「行平が責任を取ることは具体的にないが，気分一新して若返りをはかった」としている[23)]。

社長交代や新社長の選出はガバナンス論からみても重要な問題だが，日本の多くの社史ではこの過程が不透明なままである。社内では暗黙の合意が形成されるのが一般的としても，大きな変化や危機の時期には内部で経営戦略をめぐる路線の対立ないし相違が生まれるのは自然なことと思われる。良いか悪いか，適切な表現か否かは別にして，植谷社長時代には日高会長派（65年再建にともなう銀行派遣の幹部）と植谷をトップとする「生え抜き派」が「対立」していた。「対立」が社内の活性化の一因にも思える。路線の相違や対立を明確化することで，失敗の原因や責任もはっきりしてくるのでなかろうか。鈴木の著書[24)]が面白い点は，新聞記者として多様な情報を集め，社内抗争を描いている点である。英米では企業が「社史」を出版するにしても，特定の人物に委嘱して自由に書かせることが多いし，また社内や監督当局との対立も鮮明に描いている[25)]。あるいは，大企業の社内資料等の「整理」が行われ，アーカイブが整い，自由な研究が行われやすい体制があるのかもしれない[26)]。

『山一證券百年史』の仕事の後で『東京証券取引所50年史』[27)]の仕事を引き受けた。日本経営史研究所が受託した仕事で，執筆メンバーの責任者で『百年史』の仕事を一緒に行った伊藤正直教授の依頼であった。筆者は1985年（バブル突入）から2002年の東京証券取引所の株式会社化までの時期を担当し，執筆した。予定より刊行は遅れ，50周年（1999）年を超えた部分まで叙述することになったが，内容等はともかく，目次案会議の早い段階で東京証券取引所「年史編纂室」から手紙を受け取った。この要旨は「東証50年史は，証券界の動きを中心に記述し，東証の動きはそれに関連した部分，先物市場や外国株市場の開設，会員権の開放等について記述する。証券市場史で結構であり，東証内部の運営・経営については基本的に触れるべきでない」であった。東証役員の指示でこの手紙を出したということだが，経営内部の問題を描くことは，経営者個人の「名誉」もからみ，また時期的に公表できない問題等もあり，難しいことであろう。しかし，ここに示される態度は，一般の社史にも共通する要素を持っている。「社史」といっても，経営主体の意思や戦略がいかに形成・実践されたかを重視するより，市場や業界の「流れ」に注目し，経営はそれにいかにうまく対応したかを重視する視点である。

隠蔽　いくつかの重要な事件が「社史」では触れられていない。隠蔽体質がある。『60年史』でも，昭和10年代の太田社長の鐘紡株投機は山一の一時代を画す重要事件であり，この過程は詳しく書かれている。しかし，周知のことであり，社会的にも騒がれた太田の自殺に関しては，『60年史』で触れられていない。年表には

「死去」と記されているが，死亡は退社２週間後であり，投機の失敗が背景にあったことは間違いない。また，実際にどれだけの損失を出したのか，会社の損失なのか個人の損失かなどの解明は行われていない。1970年代初めの日本熱学事件（粉飾決算企業の増資に関与）[28]や八王子支店ないし名糖産業事件（昭和58〜60年の株価操縦まがいの推奨販売・損失補填）[29]などジャーナリズムで騒がれた事件を『百年』では一切書いていない。

三菱重工事件についても『百年』は一切触れないが，この事件は後継社長問題や成田副社長自殺ともからみ，ジャーナリズム等を騒がせた問題である。これは1986年に山一證券が引受けた転換社債の一部が総会屋に渡り，利益供与を禁じた商法違反の疑い等が取りざたされた事件である。この時期には，86年12月の専務取締役法人本部長行平の更迭（山一インターナショナル・ヨーロッパ会長へ）と１年後の代表取締役副社長復帰があり，社内権力闘争が噂されていた[30]。筆者は当初，この問題は知らなかったが，社史編纂室からは当時の雑誌・新聞記事のコピーをいただいた。公式には，商法違反となるような不法な配分はなかったという見解である（行平社長就任時の記者会見等）。したがって，根拠のない噂に対応する必要はないとの立場のようである。違法か否かはともかく，当時の山一は後述するように，大手顧客の「開拓」を重視する戦略を掲げ，新規発行転換社債の配分が開拓に効果的として，増発を求める声が強かった。また，一般論にもなるが，幹事争い，引受と親引け（配分の仕方），価格決定のあり方は，当時の証券市場全体でも重要な問題であった。

1950年代の証券界を揺るがした「旭硝子事件」について，『百年』は山一の立場を正当化している。事件は，これから発行される増資新株や割当権利株（ヘタ株ともいわれた）を対象に戦前の清算取引に似た取引が行われ，全国の証券業者を巻き込んだ仕手戦に「発展」し，決済不能となり，売買停止・「解け合い」が行われた。一般には証券業者の投機的活動が批判され，戦前型の自己勘定の先物取引で稼ぐ証券業者（株屋）から戦後型の顧客本位の証券会社への脱皮過程の事件ともされる。山一は買い方の総帥であったが，『百年』は企業防衛のための買いであり，仕手戦の認識はなかったとしている。これは重要な指摘であり，「法人の山一」の立場を示すものである。旭硝子事件とは時代は異なるが，ジャーナリズム等で騒がれる事件に対して，「事件」を否定するより，立場を主張することが大事に思える。

4. ２度の破綻（1965年再建と1997年自主廃業）

破綻した会社の歴史が語られることは少ないようである。人は離れ，資料等は散逸してしまうからであろう。しかし，90年代以降の大企業・金融機関の破綻の連続は経営破綻への関心を高めたようであり，既述のように山一破綻をめぐっていくつかの書物が出版されているし，長銀等でも同様である[31]。宇田川・佐々木・四宮編『失敗と再生の経営史』（有斐閣2005）のように，経営学でも成功モデルより，失敗に焦点をあてることが重視されることもある。研究というより破綻過程のドキュメントと見た方が良いものもあるが，いくつかの研究についてコメントしておこう。

橋本メインバンク論　橋本寿朗（1999a, 1999b）は1965年の破綻・再建の研究である

が，タイトルが示すように，彼の問題意識は金融システムや雇用システム（終身雇用など），メインバンクや監督当局（大蔵省）の役割にあり，「97年の自主廃業は65年の再建措置に胚胎」と指摘しているが，わかりにくい議論である。しかし，橋本の分析が明らかにしたことは，メインバンクの融資審査機能の弱さ，主力３行（富士・興銀・三菱）の再建策は事業内容には介入できなかったこと，監督当局のチェックが重要な役割を果たしたが，望ましいビジネスモデルを提供できなかったこと，である。そして，山一固有の問題として，業界第１位主義や４社の地位維持戦略がリスクを拡大させ，破綻・廃業につながったとみる。日銀特融とメイン３行の支援がなければ65年再建はあり得なかったことは間違いないし，銀行や銀行派遣幹部が債権保全や融資返済を優先し，積極経営というより健全経営に固執し，業務の拡大に慎重になるのは当然であろう。また，証券業務や証券営業の経験のない銀行派遣幹部が事業の進め方や営業に介入できなかったのも当然である。ガバナンスの問題と解釈すれば，債権者や新株主の立場から事業を「監督する」立場と事業を執行する立場に相違があっても不思議でない。しかし，この問題は山一では，深刻な「内部対立」となり，後の破綻につながる一要因となった。なお，橋本の指摘通り，当局のチェックが重要な役割を果たしたことは大蔵検査後にトップの交代があったことから明らかだが，当局にビジネスモデルまで要求するのは筋違いであろう。

日高社長と植谷社長　「内部対立」という表現が適切か否かはともかく，1965年再建の役割を担った日高社長（在位1964～72年）の評価は社内では大きく分かれたようである。鈴木は「邪魔者は切れ」と植谷社長が銀行出身者を悪者にして，銀行派遣役員や彼らに近い者達を次々に会社から追放したとしている[32]。植谷のヒアリングでも，植谷は日高体制の下で営業の拡大が抑えられたことを批判している[33]。植谷の社長就任は生え抜きの復活として「山一ピープルの心を明るくした」と公式の社史である『百年』に書かれている[34]。日高等の銀行派遣幹部と植谷をトップとする生え抜き派の対立が実際にどのようなものだったかはか確認していない。だが，1965年破綻の過程で社長を辞めた大神は「会社の再建は，今までやってきた人より，第三者の冷静な判断に任せた方がうまくいくのでないか」と述べたと伝えられている[35]。65年再建の過程では，63年後半から合理化策が取られ，主力３行からの役員も受け入れているが，トップの交代は大蔵検査後の1964年秋であった。大神が述べた教訓は97年廃業では生かされなかったようである。だが，植谷の主張するように，営業が稼がなければ再建はありえないのは確かだとしても，再建策に不可欠な株主・債権者の合意の獲得には，彼らが信頼でき，会社の経営を監督できる「外部からの経営者」ないし「外部からの役員」の存在が不可欠になるのでなかろうか。

河原は歴代社長の評価・経営総括を行い，日高を高く評価し，植谷に厳しい[36]。山一證券に32年間勤務し，常務取締役も勤めた者の発言としても興味深い。日高の経営理念は「組織力を生かす」，「長期的視点に立つ」に集約され，これらを山一に根付かせるまでに至らなかった点で悲劇的であるが，歴代では優秀な経営者，と河原はみている。他方，植谷（1972～80年社長）に対しては，植谷の社長就任を山一の経営陣がプロパーの復帰として欣喜雀躍したことを

排他性と仲良しクラブ性向と批判し，後継者の選択を誤ったことを批判する。そして，植谷経営は業績回復の成果を上げたが，長期的経営戦略や新しい企業文化の創造に失敗したと糾弾し，一部経営者による密室的政策決定からの脱却と，個人営業重視の路線，営業員のレベルアップ，専門家（投資銀行・資産運用業務）の確保・育成・質的向上を対置している。排他性・仲良しクラブ・密室政治が会社をダメにしたことは確かにしても，河原が対置する路線の妥当性は別問題である。ガバナンスの問題として株主や債権者の信頼獲得の問題として，密室性・排他性は語られる必要があろう。

「思い込み経営」 飯田は，橋本の議論を批判し，金融機関経営における護送船団行政との関連を重視する[37)]。そして，山一證券歴代社長の責任や従業員の主体性のなさを問題にする元山一證券社員の議論，佐々木信二（1998）や石井茂（1999），河原久（2005）に対して，すでに有罪判決を受け，社会的制裁を受けているので，「今の時点［2005年］で，誰が責任を負うべきかという問題設定は意味がない」とする。そして，91年秋の会議で簿外債務を設定した時点で山一の命運が定まっていた，と指摘し，行平・三木体制の下でも「その時々の経営判断で最良と思われる決定を下した」と判断している。大蔵省に対しては護送船団方式を厳格に実施していたかは疑わしいと述べ，山一の廃業は「日本の金融機関経営が新しい段階に入ったことを象徴する事件」と総括する。その教訓として，常務等が簿外債務等の公表・経営の抜本的立て直しを提言しても受け入れられなかった経営の意思決定のあり方，「思い込み経営」と名付けた三つの思い込み，すなわち，相場回復への期待，メインバンクによる救済期待，大蔵・日銀への救済期待を指摘している。経営責任や主体性のなさを追及することに意味がないとする飯田の議論は理解しにくい。簿外債務の公表ができなかった理由の一つは経営者の責任問題への波及を恐れたからであり，損失補填問題でも行平社長の辞任は気分一新であり，責任問題ではなかったのである。「思い込み経営」の指摘には同感できるが，観点を変えれば，経営陣・従業員の無責任さと主体性のなさの表れかもしれない。きちんと責任をとる体制ならば，「思い込み」や「期待」に社運をかけることはなく，独自の道を歩もうとしたであろう。

複雑骨折 1965年再建に活躍した植野は，1965年再建と当時（94年末）の証券界の状況を対比しつつ，次のように総括された[38)]。65年問題は「単純骨折」だったが，現状は「複雑骨折」である。1965年は営業収支が赤字になり，その上に手持ち証券・不動産・設備投資が過大になってバランスが崩れた。再建計画が外部に漏れ，運用預かりが急激に引き出され，資金ショートで日銀特融となった。回復策は容易であり，営業収支が黒字になるように努力し，手持ち不動産・証券を処分して総合収支を回復すれば，基本的に立ち直るものであった。65年当時は借入金も貸付金もすべて本業のバランスシートに載せられており，関係会社へは本業が貸し付け，金利を徴収していた。現状（94年）は，関係会社が独自にファイナンスし，親会社が保証しているケースもあり，実態がつかめない。先物・オプションなどオフバランスの取引も多く，リスクが内包されている。65年当時にはまったくなかった海外取引も多く，資産・負債の海外移転があるかもしれない。山一證券OBとして，山一の状態をどこまで把握されていたかは分からないが，現状を「複雑骨折」と

表現したのが印象的であった。

注

1）日本経済新聞社（1998），佐々木信二（1998），草野厚（1998），石井茂（1998），北澤千秋（1999），読売新聞社会部（1999）など。
2）河原久（2002），鈴木隆（2005），飯田隆（2005）など。
3）佐賀卓雄（2009）。
4）英国のBBC放送は，破綻して公的資金の投入で救済された英国最大手の銀行RBSの2008年秋の株主総会をニュースで伝えた。ここでは，RBC会長が初めて破綻について謝罪したが，山一證券野沢社長の破綻時の涙の謝罪の映像と比較して，謝罪が不十分とコメントしていた（2008年11月21日 NHKワールドニュース）。
5）注1，2の文献参照。
6）橋本寿朗（1999a），橋本寿朗（1999b）。
7）鈴木隆（2005）。
8）飯田隆（2005）。
9）佐賀卓雄（2009）。
10）『日経公社債情報』1991年12月号は，「山一証券研究」の記事を載せ，損失補填問題に絡めて「とばし」についても言及している。しかし，「とばし」の存在は損失補填で処理され，解決されたとみている。
11）佐々木信二（1998）p143-4。
12）佐々木信二（1998）p144，読売新聞社会部（1999）p131。
13）行平ヒアリング（1995年1月26日）
14）佐々木信二（1989）p144。
15）佐々木信二（1989）p152。
16）読売新聞社会部（1999）p132-3。
17）石井茂（1998）p197-8。
18）藤橋ヒアリング。
19）平勢隆朗『史記の「正統」』講談社学術文庫2007年。
20）大和証券グループ本社『大和証券は百年史』編輯後記 2003年。
21）ライバル会社からは，個人的知り合い・友人等から私的に話を聞くことができたが，これはもちろん一面的な情報である。今の時点で考えると，顧客である投資家や発行体からの話が全く欠落していたのが気になる。
22）植谷ヒアリング。
23）三木ヒアリング。
24）鈴木隆（2005）。
25）たとえば，『バンク・オブ・アメリカ』（三和銀行訳）における，創業者の復帰をめぐる争いや監督機関との対立。シティバンク（H. B. Cleveland and T. H. Huertas, *Citibank 1812-1970* Harvard University Press 1985）では，National City Bank時代の実質オーナー会長スティルマンと経営者社長ヴァンダーリップの対立など。
26）企業によっては社長など幹部の個性に応じて社内資料の利用が大きく異なるようである。『アメリカの投資銀行の歴史』（小林襄治他訳『証券研究』55巻・56巻，1978年）や *The Morgans*（Cambridge，1987）の著者V. P. Carosso教授の筆者への話では，著書執筆当時には，「モルガンはこれまでさんざん悪く言われてきたから，隠すことはない」という当時の社長の考えもあって社内資料を自由に利用できたが，社長交代後には，カロッソの手元にあったコピーなどの資料はノートを含めてすべて回収された，という。
27）東京証券取引所『東証五〇年史』東京証券取引所 2002年。
28）『東洋経済』別冊増刊 1998年4月28日号。
29）鈴木隆（2005）14章。
30）鈴木隆（2005）14章。
31）竹内宏『長銀はなぜ敗北したか』PHP研究所 2001年。鈴木恒男『巨大銀行の消滅』東洋経済新聞社 2009年。北海道新聞取材班『解明：拓銀を潰した「戦犯」』講談社文庫 2000年など。
32）鈴木隆（2005）第9章。
33）植谷ヒアリング。
34）『百年』p126。
35）『百年』p193。
36）河原久（2005）。
37）飯田隆（2005）。
38）植野ヒアリング。植野は，1964年末の日高社長就任直後に設置され，「総合収支均衡計画」など再建策の策定にあたった「健全化委員会」の事務局となる企画室次長を勤め，その後常務取締役を経て，山一系列の中央証券の社長・会長を勤めた。

参　考　文　献

1．山一證券出版物

『60年史』：山一證券株式会社社史編纂室『山一證券史』1958年。

『百年』：山一證券株式会社社史編纂委員会『山一證券の百年』

社史編纂員会『山一證券年表　昭和33年～昭和59年』　山一證券株式会社　1985年。

『山びこ新聞』（毎月刊行の社内紙。社長年頭挨拶，春と秋の部店長会議の記録等もある。1965年1月から）。

なお，「営業報告書」や「常務会議事録」，全国部店長会議資料などを含む，山一證券の各種資料が，東京大学経済学部図書館に所蔵され，目録もあり，公開されている。

2．社史編纂委員会ヒアリング（『百年史』のための関係者インタビュー。編纂委員会による活字〈テープをおこした〉記録あり。以下に掲げるのは本稿に直接かかわるもののみ。肩書はイン

タビュー時点のもの。社長等の肩書から内容をうかがえるケースを除いて，筆者から見た主たるヒアリング項目等を記しておく。日時はヒアリング日。）

歴代社長・各氏の社内経歴と社長時代の経営戦略

植谷ヒアリング：植谷久三相談役・元社長，1994年5月31日。95年1月17日。

横田ヒアリング：横田良男相談役・元社長，1994年5月24日。

行平ヒアリング：行平次雄会長・前社長。1995年1月26日。

三木ヒアリング：三木淳夫社長。1995年1月27日。

その他

植野ヒアリング：植野圭・中央証券会長。1994年10月19日，11月24日。65年再建の「健全化委員会」事務局勤務。その後常務取締役等を歴任。65年再建を中心。

事法関係ヒアリング：事業法人関係の仕事が長かった3氏出席のインタビュー。磯川・山一信託銀行社長，磯・山一證券常務，広松・山一證券常務)。1994年7月20日。

藤橋ヒアリング：藤橋忍・取締役企画室長。1995年5月19日。損失補填問題中心。

五味ヒアリング：五味義信・商品管理部長。1994年6月21日。

石川ヒアリング：石川弘道・太平洋証券副社長。1995年9月8日。債券部勤務が長く，債券部長，専務債券本部長等を歴任。山一の債券業務について。

大内ヒアリング：大内幹造・山一證券投資信託委社長。1995年8月18日。常務・専務大阪店長，副会長・業務監理本部長などを歴任。

小松ヒアリング：小松正男・太平洋証券社長。1994年12月6日。債券引受部長，常務営業本部長，常務法人本部長，副社長等を歴任。

人見ヒアリング：人見悠紀夫・山一ファイナンス社長。95年11月15日。事業法人部長，常務法人本部副部長，専務企業本部長等を歴任。

岡田ヒアリング：岡田幸男・山一投資信託委託社長。1994年12月6日。1995年1月26日。支店・営業企画部勤務が長く，神戸支店長，大阪店長，山一経済研究所社長等を歴任。リテール営業を中心に。

沓澤ヒアリング：沓澤龍彦・副社長金融法人本部長。1995年8月23日。支店勤務が長く，リテール営業中心。

菅谷ヒアリング：菅谷健二・企業公開本部長。1995年12月4日。企業公開とM&A業務中心。

3．一般の研究等

飯田隆（2005）「山一證券の破綻」宇田川・佐々木・四宮編著『失敗と再生の経営史』有斐閣。

石井茂（1998）『決断なき経営　山一はなぜ変われなかったのか』日本経済新聞社。

河原久（2002）『山一証券　失敗の本質』PHP研究所。

北澤千秋（1999）『誰が会社を潰したか　山一首脳の罪と罰』日経BP社。

草野厚（1998）『山一證券と危機管理』 朝日新聞社。

佐賀卓雄（2009）「証券会社のガバナンス構造の欠陥と破綻処理―三洋証券と山一証券の事例を中心に」首藤恵監修『金融サービス業のガバナンス』第2章　日本証券経済研究所。

佐々木信二（1998）『山一證券　突然死の真相』出窓社。

鈴木隆（2005）『山一証券興亡百年史　滅びの遺伝子』文芸春秋。

東洋経済編集部編『東洋経済別冊増刊No93　山一証券消滅の全記録』1998年4月25日。

日本経済新聞社（1998）『日本が震えた日　ドキュメント・97年秋金融危機』日本経済新聞社。

橋本寿朗（1999a，1999b）「証券会社の破綻と間接金融・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，1999年5月。「山一證券の経営破綻と銀行管理下の再建―1965年恐慌と山一証券」『証券経済研究』21号，1999年9月。

読売新聞社会部（1999）『会社がなぜ消滅したか，山一証券役員たちの背信』新潮社。

（当研究所客員研究員）