

# 山一証券の破綻（下）

小林 襄 治

## 要 旨

山一証券の破綻（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『山一証券百年史』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トビリティ・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」で前々(第67)号掲載

V. 山一の経営戦略1-横田社長時代(1980~88年):中期経営改革,開拓営業,グローバルな総合金融会社

## Ⅶ. 山一の経営戦略2-行平時代(1988~92年):人づくり,環境の激変,簿外債務

社長就任 1988年9月に行平次雄が社長に就任し、横田は会長になった。就任記者会見で社長交代の理由を横田は「証券業界は環境変化の激しい時代に入り、若返りを図った」と述べている<sup>1)</sup>。行平をめぐっては、早くから社長候補として噂されていたが、1986年11月に専務取締役を退任して山一インターナショナル会長就任、1987年11月取締役復帰、1987年12月副社長就任の経緯があり、重工CB問題(いわゆる総会屋へのCBばらまき)の責任者(1984年9月~86年11月法人本部長)としても噂されていた。重工CBの真相は不明だが、就任記者会見で横田は「行平は営業現場から企画まですべての業務に通じている。社内調査ではそのような事実<CBばらまき>はなかった」と述べている。行平は「世間を騒がせて残念・遺憾、二度と誤解を招かないようにする」と答えるはずであった(企画室作成「想定問答集」)。山一イン

次

VI. 法人営業の拡大と実態

以上が「中」で前(第68)号掲載

VII. 山一の経営戦略2-行平社長時代(1988~92年):人づくり,環境の激変,簿外債務

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年):自主営業,アカウントビリティ・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」で本号掲載

ターへの転出については、「海外業務の勉強」と記者会見で述べているが、ヒアリングでは「業務には直接タッチしていないが、ロンドン証券取引所の会議への参加、欧米の大銀行・投資銀行等の交流で勉強になった」旨を述べている<sup>2)</sup>。

個人重視? 人づくり・信用・情報を科学社長就任の経緯はともかく、行平は社長就任後に行平色を出そうとしている。就任記者会見の企画室作成「想定問答集」での経営方針は、前社長時代からの「個人投資家を中心とするリテール部門を柱にして、グローバルな総合金融会社を目指す第3次中期経営計画の踏襲・推進」であるが、記者会見では(朝日新聞記事)「法人部門だけでなく、個人客層も厚くして総合金融会社を目指す」と述べている。1988年秋の部店長会議の社長挨拶で、「資産づくり、人づくり、考える部店長」を提起して、「グローバルな総合金融会社としての基盤づくり」、「生き生きとした熱い会社」を訴えている。89年春の部店長会議では「法人の山一であると同時に個人の山一といわれるぐらいの営業力」を強調している。これらの表現からは個人も重視の姿

勢はうかがえるが、個人やリテールの定義は曖昧であり、第3次中期経営計画の理解は恣意的である。89年春の部店長会議では行平社長が「資産づくりには、AT化作戦、A3客増加運動に加え、ISSの活用」を訴え、営業本部グループ管掌の人見副社長が「引き続きA3客開拓、中堅企業開拓に注力」を指示し、「A3客開拓が山一百年の計を左右する」とまで言っている。これらの表現からは横田路線の継承が目立つ。

とはいえ、この時も行平は環境変化(マル優廃止とキャピタルゲイン課税などの税制改革、株式公開制度改革やインサイダー取引の規制など制度改革)への取り組み、社会的意識の変化(リクルート問題など不正への批判)への対応を強調している。そして、89年秋の部店長会議で「新第3次中期経営計画」を提起する。87年秋に決めた第3次経営計画から急速な環境変化を伴う2年が経過し、決算期も変更(89年から3月決算に)されるので、目標数値(預かり資産60兆円、4社内シェア25%)は変えないが、期間を半年繰り上げたものである。したがって、部店長会議で新計画についての説明はほとんどなく、行平は「経営の3本柱、資産づくり、人づくり、考える部店長」を訴え、業績考課の改定(人材育成や業務改善努力の導入)、信用性の保持(正しい営業姿勢と的確な事務処理サービス)、商品開発力の強化(「情報を科学する会社」<sup>3)</sup>として金融テクノロジー分野でのトップクラスの力を生かす)を強調した。

90年春の部店長会議では、史上最高の利益見込みであることを述べつつも、年初来の株価暴落には触れず、「原点経営」として3本柱を繰り返す、機敏な営業対応、経営のスリム化を訴えた。そして、世界経済の構造変化や市場技

術・商品・業務の多様化に対応した総合力の向上を訴え、リテールマーケットにおける販売力の強化、情報科学をベースにした技術力の強化、顧客に対する信用力の保持を強調した。90年秋の部店長会議では、株価下落で大幅減益の厳しい環境だが、経済・金融の諸条件は悲観する状況ではないとし、競争激化を「社会全体からのコスト引き下げ要請」ととらえ、顧客ニーズの多様化に応じた新商品・サービスの提供を強調する。そして、「社会に受け入れられる営業姿勢での資産づくり」、「グループ挙げての営業力強化」を訴え、「組織肥大化と経費構造の見直し」を提起し、「一人ひとりの自己革新」を促している。91年春の部店長会議では、大幅な減益だが、株式売買シェアの上昇などリテール部門の営業力は向上しつつあると評価し、一段の顧客・資産づくりを訴えた。そして、相場環境は最悪期を脱したとみて、個人株主層拡大に向けた動き<sup>4)</sup>、先物・オプション市場の動向、時価ファイナンスの再開、店頭市場の拡大などに注目した。

損失補填、倫理綱領、簿外債務 91年夏からは証券不祥事と損失補填問題で証券界は大揺れになる。行平社長は91年7月の臨時部店長会議で損失補填を認めて謝罪し、反省と対策のために倫理委員会と業務管理本部を発足させた。9月には、社会的使命の自覚、顧客の尊重、誠実かつ公平な業務の遂行、法令・規則等の順守、専門能力の向上、の5つを柱とする「山一倫理綱領」を制定した。秋の部店長会議は、倫理綱領を受けて、顧客の意向に合わせた商品販売計画、営業現場の主体性を生かした自主営業を強調し、いわゆる自主営業をスタートさせた。さらに、91年10月には業務体制の抜本的見直しと長期ビジョンの検討をはかる「業務革新委員

会」が設置され、92年3月には「業務革新委員会」の個人営業分科会の提言を受けて営業企画本部が「自主営業のしおり」を発行する。そして、行平は92年6月に自主営業の道筋ができたとして社長を退き、会長に就任する。だが同時に、損失補填問題と絡むが、部店長会議などにおける公式の発言とは別に、行平時代には「簿外債務」につながる特金口座の処理が「秘密裏」に進行していた。

「社内調査報告書」によりつつ、特金口座処理と簿外債務について、重要ないくつかの点を確認しておこう。行平が社長に就任する88年9月の直前(8月)にはいわゆるチャイニーズ・ウォール(情報隔壁)への対応のために事業法人本部の「事業法人本部」と「法人営業本部」への分割があり、特金口座ファンドの是正(社内では小口座の縮小、本部長の承認等)の動きが始まっている。89年には大蔵省による営業特金廃止の動き(「通達」は12月末)を察知し、秋には廃止に向けて小松(副社長)委員会が発足している。しかし、特金ファンドの実態把握・整理・解消の試みはうまく進まず、90年6月ごろに3方針(客とトラブらない、粛々と引っ張る〈先送り〉、担当者の責任としない)を作成する。91年夏の証券不祥事の発覚と損失補填への社会的批判、補填リストの公表、国会での証人喚問(4社社長等)等は顧客企業からのファンド解消の動きを強め、山一にとっては幸運であった。しかし、損失の生じているファンドの一部は引き取りを拒否し、交渉は難航した。8月にはファンドの顧客企業との引取り交渉の一層の推進を決める一方、山一が引き取らざるを得ないファンドの処理対策の検討も始まった。そして11月には損失補填禁止の改正証取法の施行を目前に、引き取らざるを得ない

ファンドとその「飛ばし」が決められた。おそらく、91年当時にとっては、バブルの崩壊はまだ一時的現象、あるいは株価変動の一局面と見られていた。山一証券幹部に限らず、基調としては日本経済や日本企業の強さが各界で確信されていたようである。したがって、いずれ相場が回復した時点で簿外債務を消せると判断したのであろう。しかし、他の証券会社のほとんどは「飛ばし」処理を行っていない。山一の特金口座処理の遅れや「引き取らざるをえない」状況を作った営業姿勢こそが問題なのである。あるいは、「II 藤橋ヒアリングと損失補填」で述べたように、会社としての管理体制の欠如が処理を遅らせ、また特金口座に含まれるリスク認識の欠如が安易な処理に走らせたのであろう。

行平の社長在任期間は3年9カ月と短く、この間にバブルの絶頂と最高利益を経験するが、バブルの崩壊にも遭遇し、損失補填を迫りされ、自主営業への転換を進めたわけである。このような短期間の環境の激変で経営戦略も変化せざるを得なかった。この意味では行平色が何かは見極め難い。当初の発言などからは、「人づくり、信用性(営業姿勢)、情報を科学(ハイテク化)」を強調したように見える。開拓・グローバル化・ハイテク化を強調した横田路線と共通の部分もあるが、「開拓」よりも「人づくり」を強調した点に違いがあるようである。横田時代あるいは1980年代の業務の拡大・質的变化に人材が追い付かなかったのであろう。しかし、行平は自らも顧客との交渉に直接関与して特金ファンドの処理にかかわるなど、多忙を極めて目の前の仕事に追われ「人づくり」どころでなくなった。だが、問題は何か一つ解決されていなかった。

河原は、行平が最高経営責任者としての資質

に欠けるとして、①法人本部の意見に押され、もっと深く思考する経営者になれなかった、②思考と意思決定のなかに倫理性と道徳性が欠如している、③有能な部下が必要なのに、実力・能力・人格よりも忠誠心・追従・迎合・服従を優先させた、と批判している<sup>5)</sup>。行平を簿外債務の決定の責任者として批判するのは当然であるが、倫理性や道徳性、有能な部下、忠誠心・追従・迎合・服従といった視点は内部の人間には理解できて外部の者には理解しにくいものである。法人本部の意見に押されたのは事実としても、「法人本部の意見」は何であったのかは不明である。どのような経営戦略を取ろうとしたか、山一をどのような方向に向かわせようとしたかをもっと問うべきであろう。そして、この点は行平が会長として関与した三木社長時代の経営戦略の問題でもある。

## VIII. 「人づくり」と社員の意識

80年代半ばに男子営業員は中堅企業開拓に特化させる方針を出し、88年の「ハイロット化作戦」でも入社年度の浅い支店社員を開拓営業に専念させる方針をだしていた。この方針がどこまで貫徹したかは分からないが、1980年代の支店営業では投信や国債など募集物を中心に女性社員が店頭営業を担い、男子社員は開拓営業と大口株式取引を担当する構造を想定していた。開拓営業の貫徹のためには女性部隊による店頭営業が不可欠であったのである。山一では1970年代半ばまでは女性の営業担当には幹部の反対が強く、女性の営業員採用が本格化するのは1970年代後半からである<sup>6)</sup>。そして、2種類の女性営業員、ミディ（証券貯蓄係）とCL（カウンター・レディ、店頭女性営業員）が存在し

た。

ミディとカウンター・レディ 昭和30年代に累積投資システム（投信への継続投資）の導入に伴って「集金人」制度が発足し（後に集金係に改称）、1964年には2500人にも達していた。65年再建の過程で集金係は縮小し、1969年には350人にまで減少する。しかし、その後外務員登録、報酬の給与所得化、社会保険の加入などの措置が取られ、1970年には証券貯蓄係に名称が変更された。そして累積投資募集員制度や財形貯蓄の募集開始もあって増員が図られ、1975年には顧客口座の営業マンとの「共同管理」を廃止して独立の存在となり、1200人体制がほぼ10年間維持された。1983年には資格が累積投資募集員から投信・債券外務員に代わり、85年からは通称がミディとなり、2000名への拡充が図られた。89年には2500名への拡充が計画されたが、91年9月の2039名をピークに減少する（1994年3月で1800名）。ミディの役割は「地域社会に密着し、リテール営業の担い手として中国ファンドやMMF、財形やミリオン等を含め、個人、職域等において地道な開拓努力に基づき、①顧客層の拡充、②新規資金導入による預かり資産の増大を基本とし、収益のみを追求する集団でない」とされている<sup>7)</sup>。94年のデータでは平均年齢47.1歳、平均在籍年数7.25年であり、94年春には営業本部グループの総収入の約20%を稼ぎ、A3（預かり資産額5000万円以上）顧客の19%を担当していた。

大卒女子の採用<sup>8)</sup>が山一で始まるのは1980年代初めからであり、このころから店舗での女性営業員の活躍が本格化する。中期国債や中国ファンドの販売開始の時期でもあり、一般には株式売買のための機関と思われていた証券会社、新しい顧客層を獲得し始めた時期である。

同時に、証券市場が大きく拡大し、とくに株式市場は好調であり、証券会社は多忙を極めた時期である。部店長会議でも女子戦力、女性営業部門といった表現で証券貯蓄部の活動が報告されている。短大卒女子の採用人数は1981年に322人であったが、1985年には400人を超し、1988年には600人を超した。1989年には500人を割るが、1992年には669人までに拡大する。4大卒女子では1982年の53人からスタートし1991、92年の約350人まで拡大した。高卒女子の採用はこの間に急減し、短大・4大卒女子の多くが営業員として活躍し、1980年代半ばには社員全体でも女性が過半を占めるようになる。女性社員の平均勤続年数は80年代後半で4.5～5年であり（男子は約14年）、戦力的には問題があるようである。88年10月～89年3月の月平均データでは、CL 1人当たりの募集商品販売額は6000万円であり、87年入社CLは3800万円、88年入社は1600万円であった<sup>9)</sup>。このデータからは1人前になるのは3年目以降ということであろう。89年3月のデータではCLの入社年別人員構成では87年入社24%、88年入社31%であった<sup>10)</sup>。このように若い社員が多いのが特徴であるが、このような状況は研修指導体制の強化、投資相談課への男子営業員の配属等の措置にもつながっていった。

この点はともかく、女性営業員の活躍は山一証券にとっても重要な不可欠な戦力となっていた<sup>11)</sup>。月平均の新規顧客登録数は1980年の1万1100人が、85年2万6500人に増大した。1986年3万4100人をピークに減少に向かい、90年には2万2500人、94年6月では1万1000人であった。営業本部グループの新規登録客の80%は女性営業員（CLがミディの2倍）が獲得したものであった。87年10月～88年1月では株式投信

販売の58%は女性営業員によるなど、投信販売の主力となっていた。89年1月には営業本部グループの預かり資産額と収入に占める女性営業員の割合は、それぞれ35%、31%に達した。しかも、87年当時では預かり資産の過半は債券と公社債投信（中国ファンドを含む）であったが、89年初めには株式と株式投信で過半を占めていた。94年3～6月のデータでみると、女性グループの総収入は月平均45億円で営業本部グループの総収入の約45%（CL23%、ミディ21%）を占め、預かり資産（94年6月で4.4兆円）の39%を占めていた。とくに総収入の約半分の株式投信収入では60%近くを占めていた。

株式市場が不振であった94年春のデータを一般化して良いのかに問題は残るが、1980年代後半以降においては女性営業部門が営業戦力としても収益貢献でも重要な構成要素になっていることを意味する。これはおそらく当初（80年代前半）の意図（店頭における債券・投信など貯蓄性商品の販売による投資家の裾野拡大と男子営業員の開拓営業や大口株式取引専念）とは別のものであろう。この点はともかく、勤続年数に示されるように、若い（入社歴の浅い）社員が戦力化していることが特徴であり、しかも株式投信や株式の取扱いが増えるにつれ、貯蓄性商品と株式といった区別は意味がなくなった。これらの点は男子営業員にも共通するといえるが、若手社員は開拓営業に専念させる方針がとられていた。だが、経験の浅い社員による価格変動の大きい金融商品の販売を可能にした条件を問うておく必要があろう。

シナリオ相場・推奨販売 1980年代の株式市場はシナリオ相場と言われ、いわゆる推奨販売が一般的であった。大手証券会社の顧客動員力が強く、経済や株式相場の動向を予測してシナ

りもないテーマを描き、それに沿う銘柄や投資信託を推奨し、購入させる、あるいはそれに乗り換えさせる方式である。80年代後半の投資信託は、単位型株株式投信を主力としたが、これは信託期間が5年程度と短いが、実際には2年程度のクローズド開けには乗り換えを薦める商品であった。しかも、毎月シナリオに即した新ファンドが複数販売される状況であった。幹事関係を重視する大手証券会社が売りを薦めることはなかったし、系列の中小証券会社は小回りをきかせて大手証券のシナリオの先回りを演じていた。実際、株式相場の動向は大手証券のシナリオに即して動いていた。時に外れることがあっても、すぐに修正された。このような環境では、顧客特性に従って商品が選択・販売されるというより、本部から「供給」される商品を一齐に販売する方式が有効である。若手の経験の少ない営業員でも、本部が推奨する商品についてセールストークを繰り返せば良いわけであり、かつ「定期的」な推奨商品の変更が「短期的な回転売買」となって手数料収入を増やすのである。

1995年当時の営業店の主力（70～80％）は、藤橋取締役企画室長によれば、1990年以降の入社社員であり、彼らは顧客に儲けてもらった経験がなく、価格変動商品に対する自信をなくしていた<sup>12)</sup>。しかし、自信をなくしていたのは、営業部隊だけではなかったようである。バブル崩壊以後に、証券会社の相場シナリオや予測が外れることが増えた。日本経済・企業への思い込みが強すぎて予測がぶれたことも一因でもあるが、外国人投資家の影響力増大やネット取引の増大、株式持合の解消などで、大手証券会社の顧客動員力による相場支配力が低下したからでもあろう。実際、山一証券では、90年代半ば

にもなると予測に際しては一つのシナリオというより複数のシナリオを示すようになる。

社員の関心と期待 営業戦力の若さのないし経験不足に加えて、一般社員の意識と会社の政策に大きなずれが生じていた。既述のように、91年7月の臨時部店長会議は損失補填の反省と対策のために倫理委員会と業務管理本部を設置したが、倫理委員会は社内各層の意見を集め、山一のイメージを探り、社内の問題意識を明確にするためにアンケート調査を行った。海外店や関連会社、外部機関出向者を含めて1万4300人に発送、7700通の回答を得て、この結果が「やまびこ新聞」1991年12月号に掲載された。その結果の一部を再掲しておく。図表4「今後取り組むべき課題」と図表5「今後の望ましいイメージ」のとおりである。これからは社員が山一証券に何を期待していたかを知ることができ

系列（職種）・年齢によって「取り組むべき課題」や「将来の望ましいイメージ」にかなりの相違がある。「取り組むべき課題」では「環境変化・顧客ニーズの変化に柔軟な組織づくり」への共感はどの系列でも多い。しかし、「トラブル未然防止・問題処理体制の確立」には店内投資相談（CL）や店内事務・総務からの回答は多いが、総合法人営業からは非常に少ない。「支店への業務要請・商品政策の在り方」には総合個人営業と店内投資相談からの回答は多いが、他系列からの回答は少ない。「人事評価制度」には総合法人営業系列の関心は高いが、他系列ではそれほどでない。「人材の育成・強化」には店内事務や技術・技能・庶務、総合事務系列などバックオフィス部門の関心は高いが、営業職はそれほどでない。「業務効率化・合理化」にもバックオフィス部門は関心が

図表4 今取り組むべき課題 (倫理委員会アンケート結果)

項目	系列等 (一部抜粋)	総合個人営業	総合法人営業	総合事務・総務	店内投資相談	店内事務・総務	技能・技術・庶務	ミデイ	関連・海外等出向
回答者数	(人)	930	163	719	1556	1580	114	1173	637
1. 環境の変化・顧客ニーズの変化に柔軟に対応できる組織作り		59.4	50.3	43.4	63.2	48.0	58.8	61.1	42.9
2. 社内の情報交流の活発化		11.2	13.5	14.5	10.3	15.6	6.1	22.3	17.4
3. 部署の業務・役割の明確化		7.3	11.0	16.4	16.8	19.7	14.0	7.2	15.7
4. ポジション等リスク管理システムの確立		12.6	17.2	21.4	15.2	9.1	5.3	17.6	16.0
5. トラブル未然防止・役割処理体制の確立		29.9	17.2	33.0	54.0	51.5	36.0	39.1	28.3
6. 人事交流の促進		32.4	31.3	19.3	8.1	11.2	11.4	5.7	15.2
7. 人事評価制度のあり方		28.4	40.5	36.0	14.7	21.5	30.7	14.8	27.9
8. 支店評価制度のあり方		14.0	16.0	12.8	8.4	5.5	7.0	7.8	6.9
9. 人材の育成強化		30.6	33.7	39.8	23.4	48.2	57.9	54.7	43.2
10. 支店への業務要請・商品政策のあり方		58.7	35.0	31.3	58.5	25.3	13.2	26.7	14.9
11. 支店への営業支援のあり方		23.3	18.4	13.1	32.8	16.0	7.0	13.6	11.0
12. 法人営業 (引受を含む) 体制のあり方		16.9	34.4	21.8	6.1	15.3	14.0	4.8	26.4
13. 海外戦略のあり方		2.4	4.3	6.7	0.8	1.3	3.5	0.4	8.8
14. 商品開発力の強化		27.6	27.6	28.4	50.4	36.1	28.1	44.2	30.3
15. 調査・シンクタンク機能の強化		7.8	9.2	7.9	4.0	5.3	7.9	4.8	19.3
16. 銀行業務等新規分野の強化, 証券化商品等有望成長分野への重点化		14.8	9.8	12.7	10.8	13.7	16.7	15.4	19.0
17. 業務効率化・合理化の推進		13.8	9.2	21.3	22.5	40.9	36.8	22.3	23.4
18. 企業理念・ビジョンの明確化		37.8	47.2	43.4	15.5	18.2	28.9	21.9	36.9
19. 業界シェアの向上		5.5	6.1	9.0	8.2	16.6	22.8	7.9	12.6
20. 関連会社政策のあり方		6.6	11.0	8.2	2.7	4.9	9.6	4.3	19.0
21. 企業イメージの向上策 (地域貢献他)		28.3	24.5	26.3	44.3	45.2	44.7	48.3	26.5
22. マスコミ対応など広報体制の強化		7.0	9.2	7.2	6.7	8.2	13.2	12.5	8.6
23. その他		4.2	2.5	5.1	1.7	1.1	0.0	1.3	1.3

原題は、問1の回答状況 (今取り組むべきあるいは解決すべき課題として重要と思う項目を5つまで選択) (各系列の回答者数に対する項目選択者の比率)

[出所]「山びこ新聞」1991年12月6日

図表5 今後の望ましい会社のイメージ（倫理委員会アンケート結果）

性別	男性				女性			
	29才以下	30～39才	40～49才	50才以上	29才以下	30～39才	40～49才	50才以上
回答者数 (人)	910	503	484	543	2901	456	739	311
1. 一流の会社	22.1	26.8	22.9	21.9	21.2	17.3	14.1	15.4
2. 信頼できる会社	72.2	75.1	76.2	78.1	85.1	88.8	87.6	86.5
3. 競争力のある会社	18.5	19.7	20.5	21.5	9.7	8.6	7.3	6.1
4. グローバルな会社	14.8	8.3	9.1	12.7	13.3	11.2	9.1	6.4
5. 将来性のある会社	47.9	47.3	44.8	41.4	58.4	53.1	39.5	41.8
6. 環境変化に対応するフレキシブルな会社	35.5	34.6	34.7	31.3	27.0	32.0	33.0	31.5
7. 安定性のある会社	23.4	22.9	26.0	31.1	45.1	40.1	39.4	38.6
8. 伝統のある会社	4.2	2.0	5.4	10.1	6.3	6.1	5.5	7.4
9. 紳士的な会社	14.9	7.0	8.1	6.6	6.2	9.0	7.7	3.5
10. 堅実な会社	8.2	13.7	16.9	22.8	22.8	25.4	30.9	37.6
11. 親しみやすい会社	21.6	13.1	16.9	25.6	28.2	20.2	20.3	19.0
12. 社会に貢献している会社	37.6	39.4	47.3	40.0	26.7	28.5	28.3	22.8
13. 経済発展に寄与している会社	16.3	16.1	16.1	18.4	14.6	14.0	15.0	16.1
14. 働きがいのある会社	50.3	61.2	57.0	56.0	49.2	61.2	63.5	64.3
15. 社員を大事にする会社	49.2	47.9	49.4	41.4	57.8	54.2	56.6	47.9
16. 夢とロマンのある会社	28.0	29.4	25.0	17.1	9.2	11.6	11.8	9.3
17. その他	2.7	4.0	1.2	3.1	1.4	0.9	1.2	1.9

原題は、問2の回答状況（今後のイメージとして望ましいと思う項目を5つまで選択）（年齢各層別の回答者数に対する項目選択者数の比率）

〔出所〕「山びこ新聞」1991年12月6日。

高いが、営業職系列の関心は低い。「商品開発力の強化」には女性営業部門（店内投資相談とミディ）の関心は高く、他系列も一定の関心を示しているが、「調査・シンクタンク機能の強化」や「新分野・成長分野」への関心はどこでも低い。系列ごとの関心の相違は、当然の結果ともいえるが、会社としての求心力が失われて

いる結果かもしれない。この点は別にしても、80年代後半からは繰り返し業務のハイテク化が主張され、行平は「情報を科学する」ことを訴えていたが、「新分野・成長分野」への関心が低く、ハイテク化は主にバックオフィスの効率化の意味で理解されていたようである。経営方針が一般社員に本当に浸透していたのかは疑問

である。

社員が求めているのは、「信頼できる、働きがいのある、社員を大事にする、将来性のある会社」であり、「業界シェアの向上」や「競争力のある会社」、「グローバルな会社」への回答は非常に少なく、「伝統や競争力のあるグローバルな会社」にはほとんど関心がない。これらの結果をどのように評価するかは難しい問題であるが、少なくとも80年代の3度の中期経営計画を通して「グローバルな総合金融会社」を目指し、「4社内シェア上昇」を目的としてきた経営戦略からみれば、それらは社員には全く浸透していなかったのである。会社幹部の意識や経営戦略と一般社員の意識やイメージには大きな相違があったのである。

## IX. 山一の経営戦略3 - 三木社長時代 (1992~97年) : 自主営業、アカウントビリティ・プロジェクト、草の根運動・顧客創造型企業

**社長就任** 1992年6月、行平に代わって三木淳夫が社長に就任した。既述のように、この交代は証券不祥事・損失補填問題に区切りをつけて、「気分一新の若返り」を図ったものであった。この点とはともかく、河原は、護送船団方式の下で官が進む道を決めてくれた時代には、一流大学出身で頭が良くして上司に忠実なバランス感覚の優れた経営者が最適であり、この条件を満たし、早くから社長候補の道を歩んでいた三木が、行平にとって権力保持のためにも簿外債務処理のためにも格好の後継者であった、としている。そして、三木の経営哲学は見えぬ、「何事にしろ通り過ぎるのを待ち続ける」こと

と「目先を糊塗しながら一時的に責任を回避する」経営姿勢で、身内優先人事と「仲良しクラブ」経営陣のマイナス面がひどかった、と厳しく批判している<sup>13)</sup>。三木が行平の傀儡であり、簿外債務処理を先送りして株式相場の上昇に期待したことは確かにしても、社長在任の5年間を振り返っておく必要はあろう。

**三木時代の経営戦略** 公式の社史『百年』では、三木時代について、「草の根運動」、「モラルの高揚と規律の徹底」(人事処遇制度の改革)、「銀行業務への進出」、「浮揚力乏しい株式市場」、「厳しい決算続出」、「21世紀に向けて」(1994年塩浜ビル完成と96年本社移転、業務プロセスの見直しと情報処理のダウンサイジング等を図ったBPRプロジェクト、若手社員を中心に将来の経営の方向性を検討したNEXT YAMAICHI委員会、山一ビッグバン委員会の設立)の項目がたてられている。自主営業は、行平時代にその枠組みが決められているので、ここには登場していないが、実質的に自主営業を進める三木時代であるから、筆者はここで扱う。この点を別にすると、『百年』での項目からうかがえる三木社長時代の山一は、社内体制(人事・処遇、本社機能、業務体制等)にかかわる問題に多くのエネルギーを割き、内向きなことである。「草の根運動」が唯一の経営「戦略」のような印象すら受ける。後知恵かもしれないが、バブル崩壊後の日本経済やソ連崩壊後のグローバル世界で何をやろうしたかが見えてこない。バブル崩壊と日本経済の低迷、ソ連崩壊後の世界経済について見通しが立たなかった、といえはそれまでのことであるが、「グローバルな総合金融会社」目指していた山一としては、新環境の下での山一の在り方が検討されるべきであったろう。だが、「グローバルな

総合金融会社」について語られることはなくなり、目前の事態（利益確保）に追われ、経営戦略や方針は曖昧なまま、「草の根運動」を展開し、株式市場の回復による収益拡大に期待したようである。

「バブル崩壊後から現在までの当社の経営対応について」（1995年5月19日）と題された資料が存在する。これは藤橋取締役企画室長がヒアリングの際に用意したものであり、当時の山一の経営戦略を端的に示している。すなわち、「新第3次中計（92年4月）以降の経営対応」として、①顧客の信頼の回復のための「自主営業」、②利益確保のための、店舗統廃合・システム投資抑制を含む経費削減と、収益拡大のための顧客層拡充をめざす「草の根運動」、③今後の経営方針として、環境変化や顧客ニーズの変化に対応して山一が提供する商品・サービスの多様化・高度化、百周年に向けて強靱な経営体質の構築、である。そして、当面の経営方針として、1）営業基盤の拡充による収益の拡大（リテールでの新規顧客開拓・休眠層の活性化等、ホールセールでの商品・サービスの多様化・高付加価値化、2）投信残高の積み上げ（代行手数料等安定収益源の拡大）、3）リスク管理を含めた売買手法・金融技術力の高度化、の3点が挙げられている。最後に、④経営の枠組みの見直しとして、1）部門別管理会計制度の導入（96年度予定）、2）人事処遇制度の見直し、が指摘されていた。

この資料が示すように、信頼回復のための「自主営業」と利益確保のための「草の根運動」が基本であった。③で指摘されている営業基盤や顧客層の拡充、投信残高の積み上げ、は利益確保の一環に含めてよいであろうし、経費削減の努力は徐々に強まるが、部店長会議の資料や

藤橋ヒアリングによれば、会社は経費削減よりも収益の拡大を重視していた。そして「草の根運動」は、横田時代の開拓路線の継承とも言えるが、収益悪化のなかで差し迫った要請になっており、95年度にも「顧客創造型企業」と名前と視点をやや変えて復活する。商品・サービスや金融技術力の多様化・高度化は主にホールセール部門にかかわり、以前から指摘されていたことでもあり、先物・オプション市場の発展もあってこの時期に一段と重要性が増したと思われる。だが、具体性に欠け、この時期に山一証券が業界をリードする商品やサービスを提供できたわけではない。人事処遇制度の見直しは三木が先頭にたって実現させたことであり、三木にとっては山一の復活の切り札だったのかもしれない。管理会計については、技術的性格もあり、その内容は把握していなので、この時期に改定されたことを確認するととどめる。したがって、三木時代についてみれば、商品・サービス・金融技術力等の多様化・高度化にかかわる戦略を別にすれば、自主営業、人事処遇制度、草の根運動が経営戦略の中心となる。これらを順次見ておこう。

自主営業 自主営業がスタートするのは、「山一倫理綱領」の制定後の、まだ行平時代の1991年秋からで、顧客の意向に合わせた商品販売計画の作成、営業現場の主体性を生かした営業が強調された。同年10月には業務体制の抜本的見直しと長期ビジョンの検討を図る「業務革新委員会」が設置され、6つの分科会（個人営業、法人営業—ファイナンス、法人営業—運用、財務、組織・人事、長期ビジョン）が部長クラスをリーダーに、次長・課長クラスの参加で始まった。個人営業分科会では営業現場の問題を中心に自主営業の在り方が検討された。

「業務革新委員会」が各分科会の報告を取りまとめたが、個人営業分科会の提言を受けて、営業企画本部は92年3月に「自主営業のしおり」を発行した。

「やまびこ新聞」1992年3月23日号は「自主営業推進特別号」としてこの「しおり」を紹介し、「顧客に喜ばれ、満足される営業をどうすすめるか」というテーマの社員座談会を載せている。これによれば、スタート当初の自主営業には誤解や混乱が多かったようである。「自分がやりたいことを好き勝手にやる営業」とか「営利企業であることを忘れた」例が多く、また「何をやっていいか、いけないのか」に迷いが多く、「ノーリスク・シンドローム」と言われる責任回避傾向が強まったと指摘されている。このような混迷を打破すべく、「しおり」は自主営業を「営業部・支店が会社の方針に従い、それぞれの収入責任額、営業責任額の達成に向けて、自主的に営業の進め方を計画し、実行すること」と定義した。そして、収入責任額を会社の収入計画から算出され、各営業部・支店に割り当てられ月次で達成しなければならない額と定め、各営業部・支店が計画する商品ごとの収入額、各営業部・支店に割り当てられる責任募集・販売額を明示し、具体的な行動を立てて実行することを要請した。

スタートして6ヶ月後に「しおり」が作られたことに示されるように、自主営業が営業現場に混乱を持ちこんだことも間違いない。いわゆるノルマ営業に代わって各営業部や支店の自主性を尊重する営業スタイルを目指しているが、各営業部・支店には割り当てられる収入責任額と責任販売額があり、当然にも「自主」の範囲は限られたものである。営業員にとっては選択の範囲が広がったかもしれないが、どのような

メリットを具体的に享受したかは不明である。だがそれよりも、顧客投資家にとってのメリットは良く分からない。おそらく、回転売買や押し付け販売の弊害の是正ということが「自主営業」ということになったのであろうが、これらの弊害は自主営業にかかわりなく是正されるべきことである。もともとこの時期の「自主営業」は証券不祥事や損失補填問題への反省から始まったものであるが、これらの問題は法人営業のなかから生じたものであり、個人営業では社内でも以前からかなり厳しい指導・訓練・検査が行われていた<sup>14)</sup>。ノルマ営業の弊害は皆無でないが、リテール営業を「自主営業」に転換する必然性が大きかったとは思えない。法人営業での悪弊を個人営業の問題にすり替えたようにも思える。

三木は1995年1月のヒアリングで自主営業は定着していない、と述べている。同様な趣旨の発言が他の幹部のヒアリングでもあったが、これらの意味ははっきりしない。営業が安定的な満足できる水準の利益を上げていないという意味でならそのとおりであろうが、それが自主営業のせい、環境のせい、経営・営業戦略のせい、検討する必要がある。また、定着に向けてどのような努力をしたのか、人事処遇制度とどのように結びついたのである。1992年～94年に債券本部と株式本部を統合した市場商品本部長を務めた石川は、これまでの本社リード型の営業戦略から、顧客ニーズを知る営業部隊主導の商品政策・戦略として自主営業に期待するが、まだできあがっておらず、懸念も表明している<sup>15)</sup>。これらの点は別にしても、結局において「自主営業」は看板にはなっても、実態はどう変わったのか、わからずじまいである。そして、ときに部店長会議での幹部発

言では支店営業を叱咤激励するために自主営業に期待を表明しているが、裏から見れば本社ないし全社的な営業戦略の欠如ないし弱さが自主営業の強調になっていたかもしれない。

アカウントビリティ・プロジェクト（新人事処遇制度）社長就任挨拶<sup>16</sup>で三木は、投資家の信頼回復のために社会に受け入れられる企業、安定した経営と収支の均衡、時代の変化への備え、働きがいのある公正な処遇の会社を訴えた。そして、就任間もない1992年8月の「山びこ新聞」は、「アカウントビリティ・プロジェクト」と呼ばれる新人事処遇制度の特集号を組み、三木社長自らがこのプロジェクトを詳細に説明し、これへの期待を表明している。その後もたびたび「山びこ新聞」で新人事処遇制度が詳しく解説され、95年10月や96年4月の「山びこ新聞」では、経営方針が示された部店長会議を差し置いて、一面でこの新人事処遇制度が説明されている。時にこのプロジェクトは「黒字化へ向けての施策」とも説明されている。三木はこの施策を、山一の企業風土を変え、強い会社、働きがいのある会社にするための最大の課題と考えていたようである。

アカウントビリティ・プロジェクトは、もともとは1991年の証券不祥事・損失補填問題を契機に業務の見直しを進めた「業務革新委員会」の組織・人事分科会の提言（92年1月）を受けて始まった。既に述べたように、証券不祥事・損失補填問題の際に倫理委員会が行ったアンケート調査によれば、人事評価制度のあり方に強い関心を示しているのは総合法人営業と総合事務・総務の社員であった。おそらく、彼らの意見が分科会で反映されたのであろう。「役職員の職務上の成果責任を明確にした上で、その結果に対して誰もがわかる形で公平に評価し、

働きがいを充実させていく」<sup>17</sup>ことが狙いであり、ヘイ・コンサルティング・グループ（アメリカを本拠とした人事・組織問題を専門とする経営コンサルティング会社）に委託して、92年3月からこのプロジェクトはスタートした。まず企業風土調査と各層の社員へのインタビューによって対応すべき問題を明確にし、次いで職務分析と職務評価を行い、最後に人事評価制度・給与制度の見直しを行う、という3段階に分けて実施された。

1992年春に実施された企業風土調査は80問の質問を点数制で採点し、9つの項目（ファクター）に分けて他の日本企業や外資系企業と比較して、山一の特徴を見たものである。この結果は「山びこ新聞」92年8月号に示されている。これによれば、山一は他社と比較して「業績志向性」は非常に高いが、「組織のバイタリティ」や「会社のイメージ」は非常に低かった。他の6項目、「方向の明確性」、「意思決定」、「組織の統合度」、「マネージメント・スタイル」、「処遇」、「人的資源の開発」はほぼ平均的數字であった。そして、環境・経営の方向性、マネージメント・プロセス、評価制度、処遇等についての役職員のインタビューを踏まえて、①現場の力を会社の力につなげる求心力の強化、②記録文化・組織的仕事の確立、③業績と能力向上につながる評価制度・処遇、④自主営業の定着、⑤ローテーション、⑥専門家と若手社員の育成、の6点を山一が取り組むべき重点課題と整理した。企業風土調査の方法や分析結果の評価方法は分かりにくいだが、企業風土の規定要因として「日常の業務が経営の方向性と無関係に進められ」、「社員個人は日常の自分の範囲での仕事はかなり自由で、自分の判断ででき、やりがいや居心地の良さを感じているが、

それが会社のバイタリティや前向きのイメージにつながっていない」と整理されている。そして三木社長は、取り組むべき課題を①経営の方向性と一人一人の業務の遊離の解消、②業績評価制度の改訂、の2点にまとめ、アカウントビリティ・プロジェクトで職務分析と人事処遇制度の抜本的改訂を行い、これらの課題に対応すると述べている<sup>18)</sup>。

全社的な職務分析が1992年秋に実施され、93年4月からは「より強い山一」、「より働きがいのある山一」を標語に「アカウントビリティ目標制度」が実施された。この目標制度は、各自がアカウントビリティに基づいて目標を設定し、上司と合意し(合意しない場合には上司の意見が優先)、自主性と自己責任で職務を遂行し、期末に(中間レビューあり)目標達成度を測定して、各社員の会社への貢献度を測るものである。93年度にはこの制度は黒字化へ向けての施策であるとも位置づけられ、新しい業績考課制度の試行として総合系列幹部職員を対象に実施された。94年4月からは総合系列社員の業績考課制度を改訂し、一般専任職・総合系列社員等を対象に目標管理制度が導入された。95年4月からは「貢献度に基づく実績主義の徹底」を旗印に、職責区分の導入とこれに基づく賞与制度、専門職制度の導入が行われ、幹部社員から順次実施された。職責区分とは、これまでの系列(総合、店内など)、職級(一級、二級等)、職種(営業、事務等)による区分に代わるもので、担当職務のアカウントビリティの大きさに応じて設けられる区分で、貢献度がより適切に評価される、と説明されている。96年6月の賞与からは総合系列社員の業績考課制度に「新考課ランク決定方法」と「職責区分」が導入され、秋には考課の納得性を高めるための改

訂が実施されている。

複雑ともいえるこれらの制度の詳細を紹介する余裕はないが、社員各自の給与・賞与、昇進にかかわる大問題であり、このプロジェクトに社内では膨大なエネルギーが費やされたようである。だが、残念ながら4年余の年月をかけて実施された人事評価・処遇制度はその成果を見極める前に山一證券は廃業することになった。「貢献度に基づく実績主義」の是非を議論するつもりはないが、職責区分の妥当性、貢献度の評価基準、評価期間など絶えず変動する余地があり、試行錯誤的に進められる問題である。この点で、プロジェクト「実験」の結果を見られなかったのは残念であるが、「経営の方向性と一人一人の業務の遊離」がこのプロジェクトで解消される根拠も必ずしも明らかでない。プロジェクトの目的は、①組織の中で、社員一人一人の果たすべき役割・責任の明確化、②社員の自主性と自己責任による業務遂行の徹底、③社員の貢献に対する的確な評価とめりはりのある処遇、と説明されている<sup>19)</sup>。あるいは同じことだが、「もっと強い山一」(厳しい経営環境のなかで、競争に打ち勝つ会社、一人ひとりが経営方針に基づき、自主的に業務を追及する会社)と「もっと働きがいのある山一」(一人ひとりが貢献を実感できる会社、公平で納得性の高い人事処遇制度の構築)の実現とされている<sup>20)</sup>。一般論としてはもっともに見えるが、前提として経営の方向性が明確に示され、社員に浸透しているか否かが問われねばならないであろう。既述のように山一はバブル期に「グローバルな総合金融会社」を目指していたが、それを支持する社員は少なかった。バブル崩壊後には経営の方向性が明確に示されていたとは思えない。「自主営業」が山一の経営の方向性を曖昧にし

たかもしれない。人事評価・処遇制度の改善をもっとも求めていた法人営業部門が大きく縮小したことも皮肉である。経営の方向性によって職責区分に変更が生じるはずであるが、これにどのような配慮がされていたかは分からない。とりわけ、自主営業が強調される環境では、経営の方向性と各人の業務との関係や職責評価に難点が生じても不思議でない。

**草の根運動** 三木社長が93年春の部店長会議で提唱したのが「草の根運動」であった。「既存客、見込み客を問わず、総当り、総掘り起こしを行い、顧客と接触をもつことでビジネスチャンスをつかむ」ことであり、これが「証券新時代を勝ち抜く方策」とされた<sup>21)</sup>。この運動は、公式の社史「百年」では「リテール営業に力点を置く」こととされ、その後の営業方針の基調となったとされる<sup>22)</sup>。しかし、「リテール営業重視への転換」と見るのは妥当でないであろう。バブル崩壊後に法人企業が財テク投資をやめ、特金口座は縮小・廃止され、法人営業が「壊滅的打撃」を受ける中で、自ずと「リテール重視」になったにすぎないのだから。とはいえ、「草の根運動」の背景は深刻であった。90年3月期には最高の業績（営業収益5700億円、経常利益2300億円）を上げ、91年3月期にも利益を確保（経常利益700億円）していた山一であるが、92年3月期には赤字に転落した（経常赤字365億円）。バブル崩壊後の市場低迷に加えて証券不祥事・損失補填問題が営業を難しくさせていた。92年夏には平均株価はピークの89年末の約3分の1の1万4000円にまでも下落し、夏以降の株価対策を含む総合経済対策にかかわらず、景気・企業業績は回復せず、株価水準はPKO（公的年金資金等による株式投資）で維持される状況であった。このため93年3月期も

経常赤字374億円と、二期連続の赤字となった。3期連続赤字となると、転換社債の償還問題が発生し、格付けや信用力に影響し、さらには新たに導入された証券会社に対する自己資本比率規制（90年大蔵省通達で導入、92年から省令）に抵触する恐れすらあった。94年3月期の黒字化は社運を左右しかねないほど深刻な問題だったのである。法人営業に期待できなくなった状況で、一人でも多くの顧客を獲得するために「総当り」が展開されたのである。

金融緩和と金利低下や総合経済対策の効果もあって、93年度の株式市場は堅調に推移した。MMFの拡販、株主倶楽部（株式累積投資）への取り組み強化、JR東日本株売出しへの取り組み、投信販売強化などもあって、94年3月期には黒字化（経常利益179億円）を達成した。「草の根運動」が成果を発揮したわけでもあるが、利益水準が満足のいくものではなかったし、市況回復に助けられた面も確かである。また、この時期には投資信託の拡販が強調され、投資信託関連収入（募集販売手数料、代行手数料、委託手数料）が受入手数料全体の40%を占めるようになっていた。だが、投資信託への期待に反して、93年秋に、モーゲージ・ジャンボ（アメリカのモーゲージ関連証券に投資した外貨建て投資信託）問題が発生した。この商品は91年に3000億円ほど販売した大型主力商品であったが、額面割れ償還となった。しかし、商品本部から営業店舗への商品説明が適切でなく、販売に際しては元本保証商品であるかのように説明して勧誘した例が少なくなかった。このため、山一は大蔵省に届け出て、損失補填をして償還するはめになった。これに伴う山一の損失は約100億円であったが、金額以上に、この処理に伴う顧客対応等に時間がかかり、営業

員の士気は低下し、草の根運動に水をさした。

**顧客創造型企業** 1994年7月には日銀が景気回復宣言を出すなど景気回復の兆しも見られたが、円高が進行し景気先行き不安から株価は下落した。95年1月には阪神大震災に見舞われた。これらの影響もあって95年3月期は経常損失500億円という過去最大の赤字決算となった。このような状況から、95年春の部店長会議では、創業100周年に当たる1997年を21世紀に向けた新たな出発点と位置づけ、そのための土台作りと顧客開拓、資産導入に徹底する経営方針が提起されている。そして、経費削減の手段を用意しつつも収入計画の必達を図る方針を確認し、「顧客創造型の企業」、「市況変動に強い経営体質の構築」が提唱された。そして、株式顧客40万世帯の総当り・訪問営業を提唱し、同時にターゲットを明確にしたマーケット戦略を、大手顧客サービス体制の充実を訴えている。

「顧客創造型企業」については『百年』では触れられていないし、社長挨拶にこの表現は見られないが、部店長会議資料で示され、「山びこ新聞」95年4月で営業企画部管掌副社長が表明している。同時に、95年春と秋の部店長会議資料では、資産ランク別顧客預り資産シェアと収入シェアが示されている。これによれば、営業本部グループの95年1月末のデータで、5.9%の世帯が預り資産の70%、収入の60%を構成している。そして95年8月のデータでは総登録顧客数の0.6%、1万2600世帯が預り資産の54%、収入の26%を占めていた。この時期にこのようなデータを部店長会議資料に提出した理由は分からないが、大口顧客への依存体質を示すものである。さらに95年秋の部店長会議では大手客稼働作戦の積極的展開の提唱もあってか、資料としてA3顧客の属性が示され（企業

オーナー15%、会社役員・会社員等25%、主婦・無職19%、金融法人8%、事業法人13%、医師・自由業8%）、担当部署別（営業60%、投資相談21%、証券貯蓄19%）も示されている。95年度は当初は円高の進行に伴う景気底割れ・企業業績の悪化等が懸念されていたが、夏以降の円高是正もあって株式市場は好転し、外債ブームも訪れた。このような好環境に恵まれて96年3月期決算は経常利益150億円を確保できた。

**支店自主経営** 96年春の部店長会議における社長挨拶は、黒字確保を歓迎しつつも、受入れ手数料では経費をまかなえず、他社との格差が拡大している状況に危機感をつのらせ、いっそうの営業基盤の拡充を訴えた。そして、直接金融市場の拡大、新興企業の本格的台頭、個人金融資産の流動化という「証券新時代」の3潮流を指摘し、月間50億円の経常利益の確保が生き抜くための最低水準とした。経営としては、部門別新管理会計制度の導入、新人事処遇制度の導入、BPRプロジェクトの推進（システム・コストの削減、マーケティング機能・顧客サービス体制の充実等）を経営施策として表明している。しかし、株価水準は96年夏以降には下降に向かい、厳しい局面となった。それでも97年3月期には何とか経常収支はとんとんになるはずであった（実績は経常利益12億円）が、この期には子会社山一ファイナンスへの支援問題が発生し、1500億円もの支援金を提供し、その全額を特別損失として処理せざるを得ないので、大幅な当期損失（1640億円）を計上した。97年春の部店長会議における社長の経営方針では、97年3月期決算は経常利益ベースで収支トントンの見通しを示し、目標をはるかに下回る状況に不満を述べ、「市況変動に強い会社」の

構築を訴えているが、山一ファイナンスへの支援についての言及はなかった。そして、86年秋の橋本首相による日本版ビッグバンの提唱を受けて、金融・証券市場の規制緩和・自由化の流れを確認しつつ、委託手数料への依存を下げる(今世紀中に50%以下に)中で収益を図る必要を指摘し、今後の重要な業務として、アセット・マネジメント、トレーディング、企業関連業務をあげた。そして他方では、リテール戦略として地域性・顧客ニーズを生かした支店自主経営体制をスタートさせ、経営管理面では4月から始まる部門別新管理会計制度に期待した。

97年4月に山一証券は創業百年を迎えたが、このころより簿外債務をめぐるうわさが飛び交い<sup>23)</sup>、さらに総会屋への利益供与問題など不祥事が取りざたされた。また、三洋証券、日債銀や長銀をめぐる提携や救済、破綻への動きがあらわたしくなり、日本の金融システム危機の様相を呈し始めた。このような状況で三木社長は97年8月に辞任し、野沢社長へ交代することになる。これらの過程には立ち入らないが、山一の破綻の原因が簿外債務とすれば、91年秋に簿外債務を発生させた時点で山一の運命は決まっておき、三木社長は「神風」に期待するよりなかったのかもしれない。93年大蔵省検査と「経営改善計画」の提出など、経営再建の機会があったかもしれないが、すでにそれだけの体力が残されていたかは疑問であり、信用失墜が破綻を速めたかもしれない。

簿外債務を不問にすると、三木の行ったことは、社内経営管理体制の改革(人事処遇制度、新管理会計、塩浜ビル、新川本社移転)と、自主営業(97年からは支店自主経営体制)、「草の根運動」(95年度以降の「顧客創造型企業」)である。この時期に人事処遇制度の改革や本社ビ

ルにエネルギーを注いだのは、経営危機の認識が希薄であり、就任以前から決まっていたことを忠実に実行したということかもしれない。

自主営業は、他の証券会社にも言えることかもしれないが、既に指摘したように本社の営業戦略の欠如の表れかもしれない。長年の本社リード型の営業戦略、あるいは「推奨販売とシナリオ相場」に親しんできた営業員にとって、また新入社員や若手社員が営業部隊のかなりを占める会社にとって、どこまで「自主」が可能かを問う必要もあったろう。定着するにしても、時間のかかる話のはずであるが、定着のための努力について語られることはなかった。97年春の部店長会議では「支店自主経営体制」が提起されているが、これは見方によっては支店切り捨て策である。草の根運動や顧客創造型企業は、赤字決算の連続を回避するための顧客総当たりすぎなかった。そして、97年春には委託手数料依存からの脱却とアセット・マネジメント、ディーリング、企業関連業務など新ビジネスの拡大を提起しているが、これらは中長期的課題である。ホールセール部門にとっては方向の示唆かもしれないが、リテール部門はどうなるのであろうか。河原は三木社長の経営戦略を、無策・先送り、責任回避と批判した<sup>24)</sup>。無策・責任回避は、自主営業と草の根運動(=リテール重視)の看板に隠されていたのである。

## X. 業績低迷と廃業

山一証券の破綻(97年秋の自主廃業)の直接的原因は、簿外債務発覚にともなう資本不足であり、救済(買収ないし増資)に応じてくれるところが見つからなかったことである。「営業休止届出書」(「社内調査報告書」に添付)に記

載されているように、約2648億円の含み損を山一が負担せざるをえない結果、自己資本比率は120%を大幅に下回り<sup>25)</sup>、業務遂行が困難になったのであった。97年3月末の自己資本額は約4400億円で、ピークの91年3月期7,700億円から40%以上も減少していた。自己資本が大きく減少したのは97年3月期の子会社支援損(約1600億円)による部分が多いが、92年以降の赤字決算で徐々に減少していた。赤字による資本の減少が体力を奪っていたのである。財務データからバブル崩壊以降の特徴をいくつか確認しておこう。

**収益(手数料収入)の低迷** 1985年以降の損益計算書と貸借対照表のデータに、売買高データや店舗数などの経営データを加えたものを示しておくと、図表6と図表7のとおりである。営業収益は80年代後半に大きく伸びて、90年3月には5700億円に達していたが、92年以降には2000億円前後と最盛時の約3分の1の水準に落ち込んでいる。その主因は受入手数料の低迷であるが、委託手数料、引受・売出手数料、募集・売出手数料いずれも大きく下がっている。これらの数字を株式売買額、株式や債券の引受額、募集・売出手取扱額、受益証券(投資信託)募集・売出手取扱額と比較すると、次のような特徴がある。

株式委託手数料収入は90年3月の3分の1から4分の1の水準に低迷した。これは売買金額の低下を反映し、株式市場の低迷の結果といえるが、山一は東証売買シェアを90年3月から96年3月までに2%ポイントも落としている。なお、95年以降には手数料額と売買額の比較からは手数料率の低下も影響したようである。大口手数料の自由化が94年から始まったので、その影響もあったかもしれない。株式の引受・売出

手数料の低迷は引受・売出額の低迷の影響を受けたもので、とりわけ落ち込みが激しかった。

債券の引受と募集の取扱額は90年3月期の数字と比べてその後やや減少した時はあるが、94年以降にはやや上回る水準となっている。債券発行の自由化(適債基準の廃止など)や国債発行の増加の「恩恵」があったようである。しかし、債券引受・売出手数料収入は90年3月のほぼ半分以下の水準である。1992年の金融制度改革で銀行の証券子会社が誕生することになり、引受け競争が激化し、手数料率は低下したから、この影響が大きかったのであろう<sup>26)</sup>。付言すれば、山一に限らないが、1990年代前半の社債引受けでは、競争激化のため、引受ければ引受けるほど証券会社としては損失となるといわれる状況もあった。なお、債券の売買益でも山一は1996、97年には200億円程度を確保するが、他の年は100億円以下である。

受益証券(投資信託)の募集取扱額は低迷するが、売出手取扱額は93年以降に大きく伸びている。しかし、募集・売出手取扱い手数料収入は良くて90年3月の半分である。おそらく、この時期には株式投信よりもMMFを含めて手数料率が低い公社債投信の販売が増えたことなどによろう。それでも株式や債券に比べれば、受益証券(投資信託)は相対的に成績が良かった。

**営業費用** 営業費用の削減はあまり進まなかった。90年3月の3300億円は93年3月までに2300億円と30%ほど低下し、その後はほぼ2100億円の水準である。費用の内訳では、90年3月と比べて取引関係費は93年3月までに60%以下の水準に下がり、その後ほぼ300億円強の水準である。費用の最大を占める人件費は90年ピークから93年には15%程度するが、その後は800

億円の水準である。期末従業員数は93年の9700人が最大で、90年を7%上回り、その後減少している。93年までの新卒者大量採用と年齢構成の変化が影響したと思われるが、94年以降従業員数は減少するのに人件費の水準はほとんど低下していない。

不動産関係費は増える傾向にあり97年3月には90年3月の50%増の270億円になっている。店舗は拡大傾向にあったし、店舗改装も少なかった。加えて塩浜ビルや新川本社ビルなどの建設も実施された。事務費は1991、92年には90年を上回る500億円の水準に増えた。第三次オンライン・システムにともなう事務委託費(山一情報システムへの支払い)の増加が主因であった。事務費は93年以降に減っていくが、97年3月の330億円は90年の75%の水準である。バブル期に拡大した取引を前提とする取引処理・顧客管理・情報処理システム等の構築がコストを高めたであろうし、90年代のダウンサイジング化も短期的にはコストを増やしたかもしれない。アカウントビリティ・プロジェクトなど結果として無駄なコストとなってしまったものもあるようである。経営幹部は、社員の士気低下にもつながるコスト削減よりも、2100億円程度以上の営業収益を確保することは可能と判断し、重視していたようである<sup>27)</sup>。しかし、93年以降に経費削減の努力は見られず、とくに不動産関係費と事務費は増やす傾向にあったのは理解しにくい点である。

**商品有価証券の増大** 貸借対照表の数字で見ると、資産合計がピークになるのは91年3月の3.9兆円であるが、翌92年3月には1兆円以上減少し、2.7兆円である(信用取勘定で3000億円、保管有価証券で5000億円の減少)。負債合計も同じように3.1兆円から2兆円に減少して

いる(預かり金2000億、信用取引勘定1000億円、短期借入有価証券1000億円、受入保証金1000億円、受入保証金代用有価証券4000億円の減少)。これらはバブル崩壊後の、信用取引の縮小をとまなう売買高の激減を反映したものと見れば、納得のいく数字である。しかし、92年以降に資産合計は2.8兆円あたりの水準で推移し、97年に3.2兆円に増加する。

項目別に見て目立つのは、90年以降に商品有価証券が債券を中心に増えたことであり、バブル期の2倍以上の5000~6000億円の水準で、資産合計に占める比率はほぼ20%を占めている。85、86年のように以前にも20%の水準の時もあるが、明らかに高まっている。しかも、商品の中では「その他」の項目(外債か?)が94~96年には増えて、その30%程度を占め、リスクを増やしていた。だが、それが売買益の拡大につながったかは疑問である。反面、90年以前には資産合計に対して20%以上を占めることが少なくなかった信用取引勘定が、90年以降には縮小し、97年にはわずか2.5%にまで減少した。

**固定資産の増加** 固定資産は増加傾向にあった。有形固定資産は90年の180億円が97年には630億円に増え、とくに95年以降に土地が急増している。投資有価証券は97年には減るが、それまでは91年の水準、約1700億円を維持し、関係会社株式は増やしている。営業収益が低迷していく中で固定資産を増やし、高水準に維持し続けた財務戦略は理解しがたいものである。営業店舗数は85年の114店が90年には144店と急増し、その後も96年155店と増加した。海外店舗は同じ時期に、14店、22店、37店と増えている。従業員数については既述の通り93年をピークに、97年までに25%減少した。1965年再建の過程で店舗削減(ピークの112店が、65年春に

図表6 山一証券売買額・販売額・営業収益等の推移

	84.9	85.9	86.9	87.9	88.9	89.3
株式売買金額 兆円	15.9	20.1	34.9	64.0	58.2	40.7
自己売買金額 兆円	3.7	5.5	10.5	18.1	14.9	9.2
信用売買金額 兆円	3.0	3.6	5.2	7.3	9.7	6.3
東京証券取引所シェア %	11.2	10.4	10.0	10.7	9.3	9.5
債券実物売買金額 兆円	88.8	180.5	294.1	386.1	360.2	163.3
債券先物売買金額 兆円			123.4	427.8	255.2	94.5
債券オプション売買金額 兆円						
株式引受額 10億円	137.6	152.3	149.3	251.6	1,075.3	714.4
株式募集・売買取扱額 10億円	34.3	28.7	23.3	239.1	47.9	58.0
債券引受額 10億円	844.4	1,087.8	1,075.4	1,440.5	1,823.2	624.9
債券売出額 10億円	119.8	174.2	131.1	87.8	87.7	44.3
債券募集・売買取扱高 10億円	1,198.9	1,448.1	1,565.1	1,928.4	2,467.6	903.2
受益証券募集取扱額 10億円	545.0	496.1	1,108.9	2,689.8	1,935.2	712.5
受益証券売買取扱額 10億円	2,579.0	1,976.1	2,009.0	2,132.0	1,887.1	950.7
営業収益 10億円	213.9	295.7	415.8	506.2	431.2	265.8
受入手数料	166.3	209.8	335.8	444.8	376.8	220.6
株式委託手数料	98.1	113.8	164.1	238.5	195.1	128.9
株式引受・売出手数料	4.9	5.5	5.4	8.8	24.6	18.6
債券引受・売出手数料	17.5	21.4	21.5	30.5	41.2	14.0
募集・売買取扱手数料	20.6	32.1	56.6	69.1	50.8	21.9
金融収益	31.3	45.4	59.6	59.9	72.9	37.9
売買等損益	16.4	40.5	20.5	1.4	-18.5	7.2
営業費用 10億円	147.9	191.0	245.2	283.5	282.2	155.2
販売・一般管理費	134.5	167.7	213.6	259.6	246.6	136.5
取引関係費	37.3	45.0	57.2	64.1	55.9	27.7
人件費	55.1	63.3	71.1	82.3	81.6	42.2
不動産関係費	9.1	10.7	11.8	13.2	15.5	8.6
事務費	7.7	11.6	14.5	20.7	27.2	17.5
金融費用 10億円	13.4	23.3	31.6	23.9	35.6	18.7
営業損益 10億円	66.0	104.7	170.6	222.7	149.0	110.6
営業外収益 10億円	0.9	1.2	1.5	1.4	0.9	0.5
営業外費用 10億円	0.4	2.5	3.3	3.2	6.6	2.8
経常損益 10億円	66.5	103.5	168.8	220.9	143.2	108.3
特別利益	0.1	0	0	8.1	2.3	0.3
特別損失	1.8	5.0	1.7	3.4	0.8	3.5
当期税引前損益 10億円	27.9	40.9	74.3	114.6	76.5	46.0

〔出所〕 社史編集室作成データより。

山一証券の破綻（下）

90.3	91.3	92.3	93.3	94.3	95.3	96.3	97.3
67.8	37.7	20.9	12.1	20.3	20.5	22.4	23.7
13.5	9.1	5.1	2.9	5.7	6.9	7.4	8.8
7.5	5.8	2.7	1.5	2.0	1.7	1.8	2.2
8.6	8.3	7.2	6.9	7.2	7.2	6.5	6.5
303.1	306.0	242.9	292.8	276.1	194.9	240.5	211.6
125.9	104.2	59.9	78.9	108.5	100.4	85.4	48.9
0.1	44.9	15.9	4.9	9.8	5.5	8.5	6.6
1,425.8	167.8	167.0	22.7	67.1	149.3	132.5	161.2
228.6	53.1	68.1	11.8	82.8	97.5	61.4	74.8
2,049.0	1,467.8	1,652.4	1,805.9	2,342.9	2,056.9	1,874.6	2,361.3
257.9	205.4	149.5	248.7	143.4	166.1	122.0	500.9
2,560.1	1,875.5	2,183.3	2,247.9	2,961.9	3,019.3	2,617.3	2,618.2
2,555.5	1,243.8	826.4	994.2	1,286.4	696.0	925.6	722.2
2,184.6	1,579.3	1,592.2	3,074.0	5,067.4	3,910.1	4,093.9	4,718.3
573.5	360.2	231.4	188.7	236.2	162.7	224.2	210.8
467.1	247.0	172.4	126.3	179.4	143.6	151.3	163.3
242.7	143.3	86.4	57.7	78.7	59.6	65.3	60.1
48.2	5.3	5.1	0.7	2.1	5.1	5.0	6.7
45.4	19.9	21.1	15.5	22.5	20.5	15.0	27.0
61.5	31.0	19.8	16.2	27.0	21.5	23.1	32.9
90.9	106.9	91.1	50.1	52.5	39.6	39.9	33.3
15.5	6.2	-32.1	12.3	4.3	-20.5	33.0	14.2
332.5	287.9	267.9	226.6	218.6	213.4	210.3	209.3
296.0	248.2	223.6	201.4	197.3	190.2	192.7	192.2
55.3	47.2	39.4	31.8	31.8	32.2	31.1	32.7
95.7	90.5	88.2	80.2	83.2	77.5	82.3	77.8
19.7	22.0	23.7	25.9	26.6	27.7	26.3	27.5
44.9	53.9	50.4	42.6	36.4	34.0	32.8	33.1
36.5	39.7	44.3	25.2	21.3	23.2	17.6	17.2
241.0	72.3	-36.6	-37.9	17.6	-50.7	13.9	1.5
2.6	2.6	3.1	3.5	3.4	1.7	1.8	1.2
9.9	7.3	3.0	2.9	3.1	1.6	0.5	1.5
233.7	67.6	-36.5	-37.4	17.9	-50.6	15.1	1.2
0	1.1	4.6	4.2	12.0	4.6	12.5	2.9
13.9	2.6	18.3	11.2	11.2	6.2	11.4	168.4
98.0	38.6	-53.2	-44.7	20.4	-52.3	16.2	-164.3

表7 山一証券店舗数・従業員数・預かり資産、資産・負債・資本勘定の推移

	84.9	85.9	86.9	87.9	88.9	89.3
営業店舗数	108	114	120	127	136	137
海外営業店舗数	13	14	15	17	21	21
期末従業員数 人	7,084	7,335	7,636	8,336	9,007	8,675
預り資産額 兆円						
合計	9.3	12.3	14.7	20.4	31.3	36.1
株式	3.1	4.0	5.0	8.5	14.5	19.4
債券	4.0	5.8	6.7	7.5	11.0	10.3
株式投信	0.8	1.1	1.5	2.5	4.3	4.7
公社債投信	0.4	1.3	1.3	1.7	1.4	1.5
流動資産 10億円	739.8	1,000.6	1,529.4	2,035.4	2,467.8	2,574.4
現金・預け金						
短期貸付金	6.3	27.4	37.6	36.1	108.7	120.5
立替金	3.1	7.0	6.3	5.4	4.6	6.5
商品有価証券	95.4	198.9	329.5	274.3	313.0	265.9
株式	44.0	47.9	40.2	48.5	40.3	48.1
国債	18.8	86.4	188.7	95.4	179.6	103.1
特殊債	4.3	8.6	11.6	17.8	16.0	10.9
社債	11.7	27.4	45.7	55.1	33.1	61.0
その他	7.6	19.3	30.6	37.0	29.1	31.4
信用取引勘定	205.5	203.0	296.0	426.3	507.9	547.1
保管有価証券	314.0	372.7	591.2	845.9	1,094.7	1,154.5
固定資産	85.9	105.7	140.8	182.8	272.0	292.5
有形固定資産	10.9	12.3	12.7	12.9	15.5	17.4
土地	6.6	6.5	6.4	6.6	7.1	7.1
備品器具	1.6	1.6	2.6	2.6	4.2	6.1
無形固定資産	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
投資	74.3	92.6	127.2	169.0	255.6	274.1
投資有価証券	21.9	28.4	48.5	58.9	95.4	111.8
関係会社株式	15.6	18.1	26.3	48.3	76.8	76.8
長期差入保証金	12.2	14.3	17.8	21.8	27.3	29.4
資産合計 10億円	825.7	1,106.3	1,670.2	2,218.1	2,739.8	2,836.9
流動負債 10億円	592.7	792.9	1,238.9	1,583.9	1,892.6	1,984.2
短期借入金	109.7	219.0	277.8	242.8	319.0	311.1
コマーシャル・ペーパー						
1年以内償還社債						
預かり金	50.9	64.9	120.5	188.5	230.7	190.7
前受け金						
信用取引勘定	27.6	32.4	60.2	70.4	81.0	124.8
短期借入有価証券	41.2	40.9	40.6	39.1	40.2	60.2
受入れ保証金	28.6	23.3	72.5	112.6	71.7	85.4
受入れ保証金代用有価証券	272.8	331.8	550.5	806.8	1,054.5	1,094.4
固定負債	12.5	32.4	76.7	137.5	284.3	283.2
長期借入金						
転換社債	3.2	22.0	16.5	76.3	222.1	220.9
負債合計 10億円	612.0	837.1	1,329.1	1,730.2	2,184.1	2,277.7
資本合計 10億円	213.7	269.2	341.1	488.0	555.7	589.2

〔出所〕 社史編集部作成データより。

資産と負債の欄は一部項目を省略しているため、小項目の合計は大項目に一致しない。

預り資産の数字の84～88年は3月のデータ。

## 山一証券の破綻（下）

90.3	91.3	92.3	93.3	94.3	95.3	96.3	97.3
144	147	149	147	152	154	155	153
22	21	23	29	34	36	37	35
9,100	9,296	9,689	9,716	8,750	8,158	8,021	7,332
35.7	33.7	24.2	23.0	23.6			
19.0	17.7	11.0	10.6	11.6			
10.7	10.0	8.4	7.4	7.2			
4.6	3.9	2.7	2.4	2.1			
1.2	1.9	2.0	2.6	2.7			
3,085.3	3,460.1	2,311.8	2,285.9	2,387.3	2,398.8	2,331.0	2,801.6
					513.9	431.3	448.5
141.2	160.7	119.4	157.0	147.2	135.3	175.6	141.2
15.5	10.9	10.8	17.0	23.8	14.0	14.6	12.9
254.1	591.6	513.3	672.3	593.1	560.4	605.6	618.2
66.1	86.6	88.5	87.4	71.7	88.2	125.4	51.7
94.3	295.2	243.6	317.2	220.8	134.1	170.6	341.3
17.8	84.9	75.4	80.7	18.7	40.2	63.5	54.4
49.6	71.3	63.9	93.5	84.2	39.2	34.4	65.1
15.4	33.5	29.8	72.9	174.9	242.3	184.5	63.6
556.1	483.7	173.8	80.6	118.7	75.1	130.0	78.0
1,362.4	1,486.4	952.4	766.0	907.9	1,027.4	930.3	1,219.8
333.7	393.3	398.5	370.8	399.4	423.4	434.7	350.3
17.8	22.3	20.8	21.9	35.3	61.7	61.4	63.0
7.1	8.4	7.6	6.3	5.4	49.8	49.8	48.3
6.1	8.8	8.8	12.3	26.8	3.0	3.1	4.7
1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
314.5	370.0	376.3	347.6	362.7	360.3	372.0	286.0
140.2	168.5	182.2	170.0	159.6	158.2	169.4	103.0
79.7	99.7	102.5	103.4	125.6	125.8	125.9	125.5
37.6	42.2	48.7	47.3	52.5	50.6	52.2	36.9
3,418.9	3,853.4	2,710.2	2,656.7	2,786.7	2,822.2	2,765.7	3,151.9
2,272.8	2,681.7	1,625.1	1,639.4	1,805.4	1,843.1	1,853.0	2,428.9
241.0	456.9	320.0	474.5	324.3	205.4	189.5	167.2
					155.0	114.0	160.0
						75.8	13.8
169.4	102.8	79.7	159.0	72.5	62.5	96.8	92.1
					315.0	343.0	375.1
155.2	126.0	26.8	28.7	34.0	19.2	29.0	35.3
190.1	196.9	79.9	200.3	377.7	554.2	510.6	798.3
98.6	207.5	94.9	45.4	45.0	34.0	46.2	39.6
1,172.4	1,289.4	872.6	566.0	530.2	473.3	419.7	421.5
377.6	377.1	364.0	351.6	301.3	362.1	290.9	274.5
					61.0	65.0	62.0
313.0	311.5	310.7	310.7	268.0	268.0	206.8	192.9
2,673.4	3,084.2	2,010.2	2,010.4	2,125.9	2,220.1	2,151.4	2,708.5
745.6	769.3	700.1	646.4	660.8	602.0	614.3	443.4

は77店)が実施されたが、これはその後の営業活動にはマイナスだったと判断され、削減が遅れたのかもしれない。全国証券会社の店舗(営業所)数は91年の3297から97年の2625へ減少し、従業員(役職員)数は90年の16.1万人をピークに96年には11.5万人に減少している<sup>28)</sup>。これらと比べると、山一証券は余裕があったのかもしれないが、危機意識の薄さは明らかである。

負債面では全体としては既述のように92年大きく減らし、その後は2.1兆円の水準で横ばい(97年には2.7兆円)である。しかし、信用取引勘定や受入保証代用有価証券などは減少しているが、短期借入有価証券が大きく増え、固定負債(長期借入金と転換社債等)は95年まで高い水準を維持していた。また短期借入金は減少するが、代わりにコマーシャルペーパーが増えるなど、資金調達先の変更が見られる。97年には短期借入有価証券の約3000億円の増加などを反映して負債が5000億円も増えているが、資産面での増大のめぼしいものは商品有価証券1000億円と保管有価証券3000億円である。資本が損失で大きく毀損するなかで97年にバランスシートを膨らました理由は良く分からない。

資本の減少 財務データなど経営データを見てきたが、バブル崩壊後の92年以降には営業収益、資産総額はほぼ2000億円前後、2.8兆円の水準である。資本は92、93、95年にほぼ500億円、97年1600億円の当期損失を計上し、91年の7700億円が97年には4400億円と40%以上も減少していた。97年にこれだけの赤字を計上しても、誰も責任を取らなかった経営体質やガバナンス構造の問題は置くとしても、92年以降に山一経営者がどのような財務戦略を考えていたのかは分からない。証券会社にも自己資本比率規

制が課せられている時代であり、信用度保持の上でも危惧されたはずである。転換社債の償還は危惧され、「草の根運動」まで展開したのだが、資本増強策は真剣に検討された様子はない。収益構造や資産負債構造に経営戦略や営業戦略がどのように反映されていたかもはっきりはしない<sup>29)</sup>。資産面では商品有価証券の保有増に経営戦略が反映しているのかもしれないが、資産総額の20%程度までであり、これが売買益の拡大につながったとはいえない。確かに96年には300億円以上の利益を上げているが、92、95年には計500億円以上の損失であり、92~97年の売買損益合計は、100億円の利益に過ぎない。

97年の資本水準をみれば、このままで生き残りが可能に疑問が生まれても不思議でない。内部では再建策が検討されていたかもしれないが、真剣に、どのレベルで検討されていたかは分からない<sup>30)</sup>。公式に再建策が検討されるのは、野沢新社長誕生後であり、「社内報告書」などが伝えるように、富士銀行との交渉や外資との提携交渉が行われた。だが、失敗に終わった。1965年の破綻・再建時には<sup>31)</sup>、早くから銀行から役員を受入れ(1962年5月から)、合理化対策(1963年8月第一次合理化対策、1964年2月第二次合理化計画)が展開されていた。しかし、うまくいかず、大蔵省検査を受けて厳しい講評をもらい、64年11月に首脳交代となり、日高新社長の下に「健全化委員会」を発足させ(64年12月)、「総合収支均衡計画」を策定した。この計画を基に再建が進められていくが、銀行との金利減免交渉は難航していた。社内的には、店舗の削減があり、日高社長の「知らしむべし、寄らしむべし」の方針の下で、現況や再建策の説明を行っていた。しかし、経営危機が

マスコミによって報道され、5月には「取り付け」騒ぎとなり、日銀特融となっていく。これと比べて、今回の廃業に至る過程は、経営危機の認識の欠如であり、外部関係者の排除であり、秘密主義である。簿外債務の存在がこのようにさせたのかもしれないが、1980年代の「成功体験」（規模の拡大）が、収益回復期待を強めていたのであろう。

新ビジネス 収益回復期待が強かった背景には日本経済・企業への期待・信頼があったのかもしれないが、裏返せば90年以降の日本経済の低迷に対する認識の欠如であろう。とりわけ、90年代には日本でも金融の自由化が進んでいく。92年の金融制度改革法の成立に伴う銀行系証券会社の設立による競争激化をはじめ、手数料自由化、債券発行の自由化（適債基準廃止等）、証券化商品の導入、自社株購入など多くの改革が進められていく。90年代前半から半ばの時点で、あるいは1996年秋の日本版ビッグバンの提唱まで、これらの動きを的確に判断することは難しかったかもしれない。しかし、山一でも繰り返し金融商品・サービスの高度化・ハイテク化等を試み、「証券新時代」（直接金融の拡大、新興企業の台頭、個人金融資産の流動化）を強調し、生き残りを目指していた。子会社信託銀行の設立をはじめ、新ビジネスの拡大に熱心であったことは確かである。とはいえ、たとえば山一信託銀行は、既存の信託銀行に対して競争力があるわけではなく、小規模な存在である。山一のM&A部隊は早く（1973年）から活動し、1995年には男子20名の部隊を抱え、多くの案件を成立させてきて、日本では有力なM&A部隊の一つであった。しかし、日本では「仲介業者を介した」大型の合併・買収はまだ少なく、事業継承がらみではうまみのある商売

もあったが、過去最大の手数料収入は4億円であり、1億円以上の収入を稼げる案件は少ない状況であった。しかも、部員の勤務期間は長いですが、報酬に不満を持つ者も多く、外資系の引き抜きや独立もあり、山一を退社した吉田充明が設立したレコフが最大のライバルであった。役員会にはM&A経験者はおらず、M&A担当部署の歴代本部長はすべて退社している<sup>32</sup>。経営戦略として新規公開業務や資産管理業務の重要性が強調され、担当部署では努力され、一定の成果はあげている。しかし、競争関係の中で山一の占める地位と独自性・優位性が分析され、これらの新規ビジネスでどれだけ稼げるかを真剣に検討された様子はない。というより、将来性のあるビジネスとして期待し、進出したという段階である。

法人営業の低迷 山一証券にとって、おそらく最大の問題は、法人部門が稼げなくなったことである。新規株式発行が激減したことが、引受・販売手数料の収入減につながった。社債の発行は増えたともいえるが、競争激化で収入の拡大にはつながらない。株式の持合解消の動きは、これまでの法人企業との関係を根本的に変え、幹事証券であっても、インサイダー取引規制や5%ルールによる大量保有の開示によって、かつてのように旨みのあるビジネスではなくなった。自社株の購入で注文が増えるかもしれないが、まだこの規模は小さいし、どれだけ稼げるかは不明である。法人企業の余資運用や財テク投資はバブル期の異常な現象であり、続くものではない。新規公開ビジネスは重要であるが、コストと時間がかかり、大きな収益をもたらすとは限らない。M&Aビジネスもまだ規模は小さく、米英の投資銀行のように大きな収益を挙げられるものではなかった。金融機関から

の注文は引き続き獲得しているが、彼らはライバルでもあった。トレーディング（自己売買）業務は既述のように、必ずしも利益を上げるものでなかった。外国証券会社の東証会員権獲得は80年代末である。法人部門の管轄ではないが、外国人投資家の獲得でも、競争条件は変わりつつあった。手数料自由化は、まだ時間があったとしても、どこまで真剣に対策を考えていたかは不明である。1996年春の部店長会議で石原副社長は、「ホールセール部門が為すべきは『法人の山一』の復権」として檄を飛ばしているが、中身は「どんな業務であれ（例えばM&A、スワップ、アセットバック証券）、とにかく多様な収入源を確保する」ことである。おそらく、「選択と集中」が欠落した状況、競争条件を検討しない願望が強みを発揮できなくさせていたのでなかろうか。

「支店自主営業」法人部門が稼げないので、リテール部門が重視された。だが、1980年代に法人や大口顧客開拓に重視した体制が、すぐには転換できるはずがなかった。とりわけ、損失補填問題は法人部門の尻拭いをリテール部門がさせられたといえ、山一ファナンスの支援や簿外債務も同様である。表面化しなくとも、法人部門とリテール部門の「対立」は根深かったと思われる。モーゲージ・ジャンボの問題もリテール部門には本社部門への不信を強めたようである。「顧客に信頼される山一」の前に「社員に信頼される山一」になっている必要があった。リテール部門は既述のように若い経験の少ない営業員を多数抱える状況で、「支店自主営業体制」を1997年4月からスタートさせる状況であった。管理会計データを見ると（筆者の記憶）、古くからある支店では顧客数・預かり資産が多く、会社が赤字の年でも黒字であるが、

新しい支店では多くが毎年赤字であった。予想される結果でもあるが、「支店自主営業」が成功する条件は不明である。固定手数料と参入規制（新規参入と支店開設<sup>33)</sup>）に守られ、店舗の存在が不可欠な世界で、しかも経済が好調で証券市場が拡大する状況では、既得権をもつ証券会社は容易に存続・拡大できた。しかし、日本版ビッグバンはこの条件を変えることになるが、90年代にはすでに自由化（新規参入・店舗開設、手数料、適債基準、新規公開促進等）が進み始め、ネット（オンライン）取引も始まった。新たな競争条件への対応が要求されていたのである。

「法人の山一」の変質 1980年代、横田時代の山一は、好調な株式市場を背景に、開拓（顧客拡大）を軸に、「グローバルな総合金融会社」を標語に、法人顧客への依存を高めつつ拡大し、法人部門の活躍が著しかった。行平は環境の変化（リクルート問題・インサイダー取引など不正取引規制）を意識しつつ、「人づくり」を強調したが、バブルの崩壊で証券不祥事・損失補填問題の処理に終われ、「簿外債務」を作らざるを得なかった。三木は自主営業・草の根運動で山一の存続を図るが、収益力の回復はできなかった。長い間「法人の山一」を看板にしたが、その意味は厳密に問われることもなく、社内的に「法人部門」出身者が支配的地位に就いていた。だが、「法人の山一」とは伝統的には企業の資金調達を重視し、安定株主を確保することであり、法人企業の「お世話役」であった。ただし、そのため（新規証券の販売先・株価維持等）にはリテール部門も必要とした。しかし、バブルの時代には法人部門の「ブローカー機能」の役割が強調され、業績的にもそれに大きく依存した。バブル崩壊後にはどのよう

に役割は変わったのであったろうか。持ち合い解消の動きをはじめ、金融自由化のなかで、新ビジネスを含めて金融機関の役割は変わりつつあった。損失補填問題では資金の供給サイド（投資家）と需要サイド（企業）の相互代理を勤めたことを反省する幹部が多かった。だが、どちらに側に立つか、投資家サイドを強調する意見もあったが、「法人の山一」の看板はどうするのであろうか。「証券新時代」を意識しつつも、競争条件の変化を見極め、自らの新たな役割を見つけられなかったのではなかろうか。

注

- 1) 「朝日新聞」1988年9月7日。
- 2) 行平ヒアリング。
- 3) 「情報を科学する」は当時の山一証券の各種広告・宣伝に使われたキャッチフレーズとなる。89年10～12月に販売された投資信託「ファジー・ファンド」は「情報を科学する」イメージと重なり、短期間に4000億円を集めた大型商品であった。ただし、ファジー（あいまいさ）理論が投資理論として適切であったか否かは不明である。
- 4) 東京証券取引所政策委員会報告『株式投資者層の拡大について』1990年11月など。
- 5) 河原（2005）p. 32～3。
- 6) 香澤ヒアリング。
- 7) 山一証券証券貯蓄部資料「山一ミディについて」（平成6年8月）。ミディの人数等のデータもこの資料による。
- 8) 採用人数は社史編纂室作成の資料「新入社員採用状況」（94年8.11）による。もっとも、1980年以前のデータには短大卒・大卒の項の記載がなく、1971年以前には高卒の項の記載もない。一部注7の資料を参照した。
- 9) データは部店長会議資料より。
- 10) 部店長会議資料より。
- 11) 部店長会議資料、および注7の資料。
- 12) 藤橋ヒアリング。
- 13) 河原（2005）、105～6ページ。
- 14) 岡田ヒアリング。
- 15) 石川ヒアリング。
- 16) 「山びこ新聞」1992年7月13日号。
- 17) 「山びこ新聞」1992年8月7日号。
- 18) 「山びこ新聞」1992年8月7日号。
- 19) 「山びこ新聞」1995年4月28日号。
- 20) 人事部人事企画課資料「アカンタビリティ・プロジェクト」94年8月9日。
- 21) 三木社長1995年春部店長会議挨拶「山びこ新聞」1993年4月27日号。

- 22) 『百年』348～9ページ。
- 23) 「週刊東洋経済」1992年4月26日・5月3日号の記事「阪和興業に対する損失補填」が影響したと言われる。
- 24) 河原（2005）。
- 25) 証券会社には120%以上の自己資本比率維持義務があり、下回ると当局から登録拒否、あるいは業務方法の変更等を命じられる。100%以下では3ヶ月以内に業務停止命令を受ける。
- 26) 松尾順介『日本の社債市場』東洋経済 1999年参照。
- 27) 藤橋ヒアリング。
- 28) 数字は『東証要覧』による。
- 29) 既述のように、97年春の部店長会議では既存の手数料収入依存を20世紀中に50%以下にする方針が示されているが、その具体的道筋を示すものはない。
- 30) 『東洋経済別冊増刊 No.93 山一証券消滅の全記録』（1998年4月26日号）61ページでは、95年当時にはリストラ（希望退職募集）案が計画されたという。
- 31) この過程については『百年』5章、6章と植野ヒアリングによる。
- 32) M&A 部隊については菅谷（企業公開本部長）ヒアリングによる。1995年12月4日。
- 33) 支店開設についても大蔵省の規制は厳しく、完全自由化されるのは90年代になってからである。

参 考 文 献

1. 山一証券出版物

『60年史』：山一証券株式会社社史編纂室『山一証券史』1958年。

『百年』：山一証券株式会社社史編纂委員会『山一証券の百年』

社史編纂員『山一証券年表 昭和33年～昭和59年』山一証券株式会社 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、山一証券の各種資料が、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・山一証券常務、広松・山一証券常務)。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・山一証券投資信託委社長。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) 「山一証券の破綻」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 山一首脳罪と罰』日経BP社。

草野厚 (1998) 『山一証券と危機管理』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) 『山一証券 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年証券恐慌と山一証券」『証券経済研究』19号, 1999年5月。「山一証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)