

論 説

山一証券の経営破綻とコーポレート・ガバナンス

服 部 泰 彦

目 次

はじめに
昭和 40 年の証券恐慌と山一証券の弱点
社内主流派の確立 経営戦略転換の機を逃す
バブルと財テク 「にぎり」と「飛ばし」
角谷通達と営業特金の整理
損失補てん事件と損失の隠蔽 組織的犯罪
大蔵省の証券行政
破綻への迷走 市場メカニズムの圧力
おわりに

は じ め に

四大証券の一角である山一証券が、1997 年 11 月 24 日、大蔵省に自主廃業に向けた営業休止を申請し、経営破綻した。山一は、戦前から昭和 20 年代までは確実に首位の座を維持していた。それがなぜ、経営破綻という事態に至ったのかを解明することを、本稿では目的としている。

その要因はさまざまであろうが、「法人の山一」という過去の成功体験に基づく経験主義に陥り、戦後における証券市場の大勢をなす「証券民主化による大衆化路線」に決定的に乗り遅れてしまったことが一つの要因である。そして、過去の成功体験に基づいて形成されてきた「社内主流派」が最終的に確立し、一切の反対意見を封じ込めてしまい、社内のチェック機能を喪失することによって、経営環境の大きな変化に対応する経営戦略の転換の機会を逃すことになった。

また、この社内のチェック機能の喪失は、経営陣のトップの責任追及を回避したいという自己保身も手伝って、飛ばしによって発生した「含み損（簿外債務）」を隠蔽するという組織的犯罪を引き起し、それが山一の信用を決定的に失墜させ、経営破綻へと導くことになった。

金融機関の場合には、金融当局である大蔵省のチェック機能も大きな問題である。そこで本稿では、この問題も破綻の重要な一要因として分析する。そして最後に、金融ビッグバン以後の市場メカニズムの圧力が、大きなチェック機能としての役割を果たしたことに触れる。

これらの問題は、まさにコーポレート・ガバナンスの問題である。そこで、本稿では、「金融機関とコーポレート・ガバナンス」という観点から、山一証券の経営破綻を一つの事例として

取り上げ、分析することを最終目的としている。

昭和40年の証券恐慌と山一経営の弱点

(1) 昭和40年の証券恐慌

昭和30年代の高度成長期の金融構造は、間接金融中心であり、証券市場はまだ相対的に未発達であった。そうした銀行の優位は、行政の対応ぶりにもはっきりと表れていた。大蔵省理財局に証券部が置かれたのは、東証株価がピークを過ぎた1962年5月であり、大蔵省証券局の誕生は1964年6月のことであった。

しかし、このような間接金融優位の金融構造のもとで、昭和30年代中頃の証券市場は空前のブームに沸き返っていた。特に、昭和30年代前半は、金融緩和を背景に株価は上昇を続けていた。それは企業の好収益という事情もあるが、株式の需給関係のアンバランスによるところが大きい。

そのアンバランスを招いた一つの要因が株式投資信託であった。小額の資金で購入ができ、しかも平均年利回りが年二割から三割と、銀行預金の金利をはるかに超える投信も現れたことにより、売れ行きは好調であった。その結果、個人金融資産に占める株式投信の比率は1959年の5.8%から1961年には17.6%と大幅に増加した。

株式投信への大衆投資家の関心が短期間に急速に高まったのは、間接金融優位のもとで株式の発行数が相対的に少なかったこともあり、株式の需給関係を逼迫させ、株価の高騰を招いたからである。

こうした最中、1961年1月には公社債投信が発足した。「銀行よサヨウナラ証券よコンニチハ」という宣伝文句が一世を風靡したように、この商品は爆発的な売れ行きを示した。市場は1960年前後には、明らかに過熱気味になっていたが、この証券ブームを反映して、証券各社はこの間に急速に経営規模を拡大していった。

しかし、問題は、証券業界にとって、このような経営規模の拡大に見合う資金調達の方法がどうであったかということである。前述したように、証券界に対する行政側の対応は充分とは言えず、資金調達の方法はほとんど制度化されていなかった。資金調達の有力な手段は、今では廃止されている運用預かり制度であった。実は大蔵省が1955年に大手4社を含む証券19社に認めたこの制度こそが、山一事件を起こす大きな原因となった。

それでは、運用預かり制度とはどのようなものであったのか。各証券会社は、長期信用銀行が発行する金融債を受託販売していた。ところが、当時、証券会社は顧客にいったん売却した金融債を日歩一厘の品借料を払ってまた預かり、それを銀行、中小金融機関からの借り入れ、あるいはコール・マネーの取り入れに対する担保として用いて得た資金で、株式や公社債の在庫金融や自己売買を行っていた。

こうして得られた資金は少なくとも、当初、その大部分は、自社の投機的売買益を得るための株式買い付け資金として用いられたが、さらに証券会社は、その買い付け済みの株式を担保として、掛け目 7 割で資金を借り、株式を買い付けることもあった。このようにして「買い付け株式 担保差し入れ 銀行借入金 株式買い付け」の循環は当時、必要に応じ、何回も繰り返された。

これが運用預かりと呼ばれる制度の仕組みである。運用預かりが大規模になったのは、何よりも証券業務の拡大とともに証券業者の資金需要も増大するのに、それに見合った証券金融制度が未整備なためであった。しかし、この制度は、それなりのメリットもあった。預金と同様の効果を生むという点では金融債の購入者である顧客にとって、また資金調達的手段としては証券会社にとって、さらに販売増につながるという点では発行銀行にとって、それぞれメリットのある制度ではあった。

しかし、1961 年に株価がピークを付けた時点以降、逆回転が始まった。この制度は、仮に客が証券会社に預けた金融債（主として割引金融債）の返還を一齐に求めてきた場合に、きわめて深刻な事態を生み出すことになる。証券会社が客の求めに応じるためには、手持ちの株を売却し、その代金を借入金の返済として貸手に支払い、担保の割引金融債を取り戻さなければならぬ。また、1962 年頃から始まった投信解約の増加についても、株式の売却で代金を確保しなければならなかったから、株価は暴落の一途をたどることになった。

しかし、証券会社の経営を悪化させたのは、運用預かり制度だけではなかった。株式投信や公社債投信の急成長は、昭和 30 年代の前半から半ばにかけて証券市場の活況を生み出し、証券会社の経営拡大に大きく貢献した。だが、いったん株価が下落すると、経営悪化を促進する大きな要因となった。株価が下落すると、株式投信の運用実績も悪化する。運用実績が悪化すれば、投信設定額が減少し、解約も増える。解約に対応するために、投信は株式を売却し、それがさらに株価を下落させる。株価を押し上げた主役は投信資金であったから、投信が不信になれば株価に対しては逆方向の効果が激しく働くことになる。

公社債投信が不信に陥ったことも、株価と証券会社の経営に大きな打撃を与えた。当時は、公社債の流通市場は未発達であったことから、解約された公社債の大半は証券会社が引き取るか、株式投信が買い入れるかせざるを得なくなり、これが証券会社の資金繰りを圧迫した。所要資金を賄うため証券会社は手持ちの株を売却するしかない。こうしたことが、株価の下落と証券会社の経営悪化に拍車をかけた。

1961 年半ばまでの株価の高騰をもたらした要因の一つが、株式の需給関係の逼迫であることは既に述べたが、このことは投信の解約が増加したり、株式の発行が増加した場合には、需給バランスを崩し、一転して株価は下落することになる。1961 年 7 月の公定歩合の引き上げに始まる金融引き締め政策は、それまで上昇していた株価や公社債価格の急落を現実のものにし

た。こうして株価はそれ以降下落を続け、証券会社の経営は悪化し、株価対策もむなしく、1965年に証券恐慌を引き起こすこととなった¹⁾。

(2) 山一証券の経営手法の弱点

こうした状況のなかで、証券会社の経営が悪化していったわけであるが、四大証券のなかでなぜ山一証券のみが、1965年に日銀の特別融資を受けざるをえないところまで経営を悪化させたのかを分析するために、山一証券の経営方式固有の問題点を考察しておく必要がある。

まず第一に指摘する必要があるのは、山一証券の売買方法が強気一本槍の古い相場師の体質をもっていたことである。その商いの方法は、売りに対して強気一本槍で買い上げるというものであった。その強気の姿勢は、1962年の株価下落の局面においても変わることはなかった。しかし、株価が急速に下落し、客が手持株を売却するという状況で、山一の経営陣は苦境に立たされることになった。客が売りに出してきた株を市場に放出すれば、さらに株価は下がる。そこで山一証券は、やむなく手持ちするという事態となった。こうした商法の度合いが強かったことが、他社に比較して山一が大幅な手持株の評価損を生み出す一つの要因となった。山一の経営陣の強気一本槍の方針はもはや通用しなくなっていた。

第二の要因は、山一が「法人の山一」であったことである。山一は戦前、戦中における企業の発行する社債の引受や戦後における放出された財閥の持ち株の公開販売で強みを発揮していたが、その後も大企業とのつながりを生かし、株式市場の発展とともに規模を拡大していった。そして、「法人の山一」の評価が確固たるものになったのは、昭和30年代に入り、株式公開ブームに乗って取引先企業を増やしていく過程においてであった。1961年10月、東京、大阪、名古屋の各証券取引所に第二部市場が創設され、中堅企業はこぞって株式上場を目指した。証券会社の引受競争は過熱したが、なかでも山一は戦後まもない時期から未公開の新興企業の株式を引き受けて公開させ、株式の値上がり益を得る業務に力を入れていた。この公開ビジネスに第二部市場の創設が拍車をかけた。大企業に評価されていた「面倒見のよさ」は新興成長企業にも受け入れられ、取引先を広げていった。

1960年から62年の間に東京市場に新規上場した企業のうち、山一が幹事を務めた企業は129社に上り、野村證券の86社を大きく引き離していた。また、東証二部上場企業数は1961年10月の発足当初は325社にすぎなかったが、1962年12月にはほぼ1.5倍の467社にまで増えている。そのなかで、山一が幹事、副幹事を務めた企業のシェアは何と40%にも達していた。

1) 以上については、草野厚『山一証券破綻と危機管理 1965年と1977年』(朝日新聞社、1998年以下、『山一証券破綻と危機管理』と略記する)第1部第1章第1節、および山一証券株式会社史編纂委員会編『山一証券の百年』(山一証券株式会社、1998年以下、『山一証券の百年』と略記する)、173~179ページを参照した。

しかし、山一が新規上場企業の発掘に力を発揮していた頃、株式相場はすでに頂点を過ぎていた。この下げ相場の局面で、山一の積極策は完全に裏目に出た。株価が上昇している間は値上がり益を獲得できるが、いったん株価が下落すると状況は逆転してしまう。将来の上場を見込んで買い込んだ企業の株式は、上場が見送られると紙屑同然となり、何とか上場にこぎつけたとしても公開後に株価が下落すると、株式の評価損は膨らみ、山一の経営を圧迫する大きな要因となった。

こうした図式は、他の証券会社にも共通していたが、とりわけ法人取引に力を入れていた山一が最も大きな打撃を受けた。そのうえ、上場している幹事企業の株をこれ以上値下がりさせまいと、下げ相場に買い向かっていった。それに対して、ライバルであった野村證券は、公開ビジネスへの取り組み方は山一と大きく異なっていた。公開ビジネスそのものには同じように積極的であったが、景気や株式相場の先行きを慎重にみて、引き受ける企業を財務体質の強固な財閥系の会社や、優良企業などに絞り込んでいた。このため野村の主幹事会社には、昭和40年の証券恐慌においても経営不振に陥る企業が少なく、株価下落による打撃を最小限に抑えることができた。

第三の要因は、含み損の処理の仕方である。山一は1964年に至っても評価損の生じている株を関連会社に資金を貸し付けて買い取らせる等の形で粉飾決算を行い、表面をつくろい、実質的な経営改善努力を怠っていた。このことが、経営をさらに悪化させることになった。1997年11月の経営破綻に至る過程で行われていた損失の隠蔽と同じことがこの時期においてすでに実行されていたと言える。

第四の要因は、1965年の証券恐慌時における経営破綻だけにかかわる問題ではないが、戦後の証券市場の主流を占めることになった証券民主化に伴う大衆化路線に出遅れたことである。1947年12月の「証券民主化促進全国大会」をきっかけに始まった「証券民主化」とは、国民大衆による株式保有を促進することである。財閥解体に伴い、「放出株」の売り出しが、1947年8月から開始されたが、その受け皿作りのために行われたものである。「民主化運動」の効果もあって、1948年から49年にかけて全体の90%を放出することができた。1945年度末には、総株数に占める個人株主所有株の割合は51.9%であったが、1949年度末には68.4%にまで上昇した。同期間に株式所有者は171万人から428万人へと増加した。

このことから分かるように、戦後の証券市場の特徴の一つは、大衆化の進展である。戦前の産業界においては財閥が圧倒的な支配力を持ち、株式の多くは財閥によって保有され、一般個人で株式を持つ人はほんの一握りにすぎなかった。法人に重点を置いていた山一が、大衆投資家層に営業の重点を置く方針を明確に打ち出したのは1958年のことであり、野村に対して5年遅れることになった。しかも、山一の「大衆化路線」は、必ずしも満足すべき成果をあげることはできなかった。法人に強かっただけに、山一には法人相手の大きな仕事を重視する意識

が強く、大衆化路線に経営の基本を完全に移すことはできなかった。こうした山一の経営環境の変化に対する対応のまずさに対して、全国証券取引所に占める野村の売買シェアは、1954年9月期の13.8%から1956年9月期には20%にまで上昇した。昭和20年代には山一と野村との間で抜きつ抜かれつだったシェアは次第に野村に傾き、昭和30年代には売買シェア、収益、発言力などの面で、野村は確実に業界首位の座を手中にした。

第五の要因は、積極的な拡大路線と合理化への対応の遅れである。山一の大神一が社長に就任した1954年以降、しきりに「業界第一位主義」を訴えた。戦前の「栄光の山一」時代を知る大神には焦りがあった。その焦りが、無謀ともいえる拡大路線に走らせ、合理化に踏み切るタイミングを見誤った。さらに、野村とは対照的に、山一の経営陣が合理性よりは義理人情を重んじたことも、経営の改善が急務とされた局面において大きなマイナス要因となった²⁾。

(3) 日銀特融と山一の救済

小池厚之助会長は、山一証券の実質的なオーナーではありながら、経営はほとんど大神社長に任せてきたが、1964年9月によく重い腰をあげた。山梨県出身の小池は、出身地を同じくする経済同友会の小林中に話を持ちかけた。その結果、小林の要請を受けて、興銀の山中、富士銀行の岩佐、三菱銀行の宇佐美といった各銀行の頭取が善後策を協議した。この三者の話し合いのなかで経営陣の刷新が決まったが、後任社長の人選は難航した。当初、主力銀行の富士から派遣するという話もあったが、結局これは実現せず、元興銀常務で、当時日産化学工業社長の地位にあった日高輝に白羽の矢が立てられた。日高は日産化学工業の経営再建のために興銀から送り込まれた人物で、まだ任期途中ではあったが、再建はほぼ達成されていた。日高は、最初固辞していたが、宇佐美、岩佐、小林らの説得で、山一社長就任を了承した。ここで重要なことは、山一再建に対して、メインバンクである興銀、三菱銀行、富士銀行からの全面的支援を条件にしたことである。1954年11月以来、ちょうど10年続いた小池・大神体制は、こうして終止符を打った。

さて、富士、三菱、興銀のメイン三行は、山一の新体制発足後から再建案作成のために、担当者を派遣し本格的に山一の経営状態の実態把握に着手し始めた。三行のなかでは特に富士が、この再建案作成の過程をリードしていた。しかし、関連会社と山一との関係が不明確であるため、彼らの作業は難航した。富士銀行の一角に「山一再建室」が設けられ、実態解明が進められた。大蔵省も加わって明らかにされた1965年3月末の山一の赤字は、資本金60億円に対し

2) 以上については、『山一証券破綻と危機管理』第1部第1章第2節、北沢千秋『誰が会社を潰したか 山一首脳罪と罰』(日経BP社、1999年)以下、『誰が会社を潰したか』と略記する)、100~108ページ、『山一証券の百年』、112~115ページ、159~1622ページ、182~189ページを参照した。

て、実に 282 億円にものぼっていた。これは公表された数字である 84 億円の 3 倍を超えるものであった。このような数字を踏まえて、大蔵省や三行の実務担当者たちは、山一の再建案作成に取り組むことになった。山一の再建をめぐるには、メイン三行以外の関係銀行も含め、借入金の金利棚上げをどのように扱うかをめぐって調整がなかなかつかない状況が続いた。

そうした状況のなかで、「昭和 40 年の証券恐慌」として昭和史に残る事件となった山一に対する日銀特融は、1965 年 5 月 21 日の西日本新聞の報道で始まった。この日の西日本新聞朝刊一面に、「山一証券、経営難乗り切りへ、近く再建策発表」という見出しが載った。山一の経営危機は以前から業界内でささやかれていたが、大蔵省は報道による金融不安の発生を憂慮し、在京報道機関に報道の自粛を要請していた。しかし、西日本新聞はこの協定に加わっていなかったため、独自の取材に基づいて掲載に踏み切ったのであった。

これをきっかけに自粛協定は崩れ、その日からテレビ、ラジオ、新聞が、いっせいに報道を開始することになる。当日の東証ダウ平均は横ばいで終わったが、翌日から下落し始めた。5 月 21 日には 1142 円台であったが、27 日には 1100 円台スレスレにまで値下がりした。この下げ幅は現在の株価水準からすれば、大きくはない。しかし、当時、日本共同証券や日本証券保有組合が株価を下支えし、相場が死んでいたことを考慮すれば、きわめて大きい下げ幅であったと言ってよい。

山一証券の全国約 90 の各支店には、新聞報道で経営悪化を知った一般投資家が次々と駆けつけた。山一証券広島支店では、22 日早朝から約 400 人の客が詰めかけ、投信の解約及び運用預かり、保護預かりの引出しを行い、その解約額は、1000 万円を超えた。山一全体の来客数は、22 日の約 1 万 4000 名から、休み明けの 24 日には約 1 万 7000 名と増え、28 日の特融決定の当日にはついに通常の 6~7 倍の 2 万 838 名にも達した。22 日から 28 日までの運用預かり、投資信託の解約累計は 177 億円にのぼった。

このような事実上の取り付け騒ぎに対して、28 日夜 7 時過ぎから、東京赤坂の日銀氷川寮で、関係者が出席し、最終的に山一証券に対する日銀の特別融資問題が検討されることになった。途中から参加した田中蔵相をはじめ、大蔵省の担当者、日銀の担当者、興銀の中山、富士の岩佐、三菱に田実の各頭取であった。日銀の佐々木副総裁および大蔵省の高橋銀行局長が、山一の経営の一角を担ってきた三行の責任論で口火を切り、日銀が面倒を見るにせよ、三行を経由する形にしたいと述べたのに対して、三行側はあくまで日本証券金融経由を強く主張した。実際、彼らはできるだけリスクを少なくしたいと考えていた。しかし、日銀にしてみれば、このような要求は三行側の責任逃れの姿勢を示すものであった。こうしたやり取りの流れに変化をもたらしたのは、やはり田中蔵相の登場であった。田中としては、何はともあれ、山一を救済し、この取り付け騒ぎが金融恐慌に発展することを防ぐことだけを最大の目的としていた。したがって、田中には三行であろうが、日証金経由であろうが、最も重要なのは山一を倒産させ

てはならない，そのためにはこれまで渋ってきた日銀から金を出させる，その一点であった。田中の到着まで延々続いていた議論は，田中の一喝で完全に流れが変わった。ようやく日銀が山一再建を全面的にバックアップすることを約束した。ただし，特融は三行経由であり，この点に関しては，日銀の言い分が入れられることになった。日銀法第 25 条発動の効果は直ちに現れたというわけではなかったが，次第に解約状況も落ち着きが見られるようになった³⁾。

(4) 山一証券の再建と特融完済

日銀特融後の山一の再建にあたっては，時間的な余裕を許さない事情があった。それは改正証券取引法のもとで，証券業者として免許条件をクリアしなければならないということであった。改正の最大のポイントは，証券業者に対する監督指導の強化にあり，証券業者は従来の登録制から免許制のもとに置かれることになった。新しく開業する場合には当然，法律の施行と同時に免許制が適用されるが，既存の業者は 1967 年 9 月中に免許の申請を終え，68 年 4 月 1 日から完全な免許制に移行することになっていた。その時点で，特融を抱えた山一が，はたして免許条件をクリアできるであろうか，これが最大の問題であった。山一としては，スムーズに免許制へ移行する方法を見つけなければならなかった。

こうして浮上してきたのが，「新旧分離による再建計画」であった。山一とは別に，まず「新会社」を設立し，その新会社が山一から商号および証券営業に関する資産・負債および顧客を譲り受け，改正証券法のもとで免許を取得し，新しい山一証券として発足する。一方，従来の山一は，新会社に商号および営業を譲渡した後，「旧会社」となって，特融の管理と，新会社から受け入れる収益などによって特融の計画的返済にあたる，という方式である。

1966 年 6 月 11 日，新会社設立を骨子とする「再建計画」が正式に発表された。大型景気の到来と証券市場の立ち直りにより，山一の再建は順調に進んだ。必死の健全化努力と環境好転の相乗効果によって，業績は著しく改善された。1967 年と 69 年の 9 月期を比較すると，手数料収入は 145 億円から 236 億円の 1.6 倍に，当期純利益は 4 億 100 万円から 36 億 800 万円の 9 倍へと急増した。こうした好調な業績のもとで，特融返済も予想をはるかに上回るテンポで進んだ。そして，69 年 9 月末までに日銀特融を完済した上，10 月 1 日をもって「株式会社山一」と「山一証券」が合併して，「山一証券株式会社」として旧に復する方針が決まった。特融の完済は，特融が実施された 65 年 6 月から数えれば 4 年 3 か月でなされたことになり，返済の仕組みが決まった当時は，完済に 18 年 7 か月を要するとされていたことを思えば，信じがたい早期返済であった。

3) 以上については、『山一証券破綻と危機管理』第 3 章・第 4 章，『山一証券の百年』，192 ページ，202 ページ，『誰が会社を潰したか』，97～100 ページを参照した。

しかし、「40年問題」が山一に大きな後遺症を残したことも事実である。顧客層、預かり資産の急減、先行投資の遅れ（人員、店舗、国際化など）、財務内容の弱さ、その結果としての金融収支の見劣り、人材の流出と優秀な人材確保面でのハンディ、専守防衛型の社内ムード、などである。法人幹事関係では、当初の影響は比較的軽微であったが、山一の総合力の低下が長期にわたってじわじわとマイナスに作用し続けた。そして、山一は再建過程で国内店舗を35閉鎖し、65年には77店舗となった。それまで日興証券に次いで二位だった店舗数は、四大証券のなかで最下位となった。

しかし、山一は「法人の山一」という伝統に強いこだわりを持ち続けた。この伝統と現実とのギャップを無理にでも埋めようとした営業姿勢が、80年代後半の営業特金の急拡大や「飛ばし」につながっていった。だが、最大の禍根は、大型景気によりあまりにも立ち直りが早かった結果、「40年問題」から多くのことを教訓化することを忘れ去ってしまったことである⁴⁾。

社内主流派の確立 経営戦略転換の機を逃す

(1) 生え抜き社長の誕生 銀行からの独立

日高は山一証券の再建を果たし、1972年5月に当時副社長だった植谷久三を後継者として指名した。植谷の社長就任は、その後の山一の進路を決める一つの分岐点になった。脱「銀行管理」を目指すとともに、社内では本社育ちのエリートばかりを登用し、植谷が「40年問題」後の山一の経営を方向づけていったからである。それは、山一が1965年の経営危機の記憶を遠ざけていく過程でもあった。

8年ぶりの生え抜きの社長誕生に、社内では「山一はこれで独り立ちした」との熱気に包まれた。社内には銀行管理に対する感情的な反発が強かった。植谷は銀行からの独立志向を強め、興銀、三菱銀行、富士銀行から派遣されていた役員たちを日高を除き、植谷の社長時代に山一本体からほぼ一掃した。銀行支配から独立しようとした植谷の路線は、当時山一社内では多くの社員に支持された。植谷の社内権力は、山一が銀行に反発し独立色を強めていく過程で形成された。この社内権力を背景に、植谷は社長を退いてからも歴代トップの人事権を掌握し続けた。植谷は80年12月に会長となり、87年には相談役に退いたが取締役の肩書はそのままだった。取締役を辞したのは88年であり、ようやく相談役から顧問に退いたのは97年8月のことで、山一が自主廃業を決めた97年11月の時点では、山一本体の顧問と山一証券経済研究所名誉会長を兼ねていた。山一社内には植谷の老害を指摘する向きも強かったが、植谷自身の耳

4) 以上については、『山一証券の百年』、216～220ページ、228ページ、『誰が会社を潰したか』、114～117ページ、佐々木信二『山一証券 突然死の真相』（出窓社、1998年）以下、『山一証券 突然死の真相』と略記する）、51～54ページ、59～60ページを参照した。

には届かなかったらしい。さらに、問題であったのは、会長を退いた後も社内で隠然たる影響力を残し、人事権も掌握し続けていたことであった。

植谷を「山一中興の祖」と持ち上げるマスコミもあったが、業績に関しては、植谷の社長在任期間は他の大手三社との収益格差がじりじり広がっていく時期でもあった。最大の理由は、「40年問題」の後遺症で財政基盤が脆弱であったため、先行投資に遅れを取ったことである。その結果、証券界でこの時期に急速に進んだ国際化やコンピュータ化の流れに乗り遅れた。もう一つが、リテール(個人営業)部門の弱さである。「40年問題」で支店網を大幅に縮小せざるを得なかったうえに、「法人の山一」という伝統のしがらみから抜けきれず、個人営業を軽視する風潮が強かった。第三の理由は、「法人の山一」という伝統も空洞化していったことである。70年代に入り、株式市場は本格的な時価発行増資の時代になり、公募増資が一般化していった。「義理人情」や過去のしがらみで幹事を獲得できた額面発行や株主割当増資の時代は終わり、企業は販売力で主幹事証券を選ぶようになった。全国に張りめぐらされた強力なりテール網を背景に、野村が主幹事企業を拡大していったのはこの時期である。リテールの販売力がなければ、法人営業でも強みを発揮することはできなくなっていた。

しかし、植谷には、銀行に乗っ取られた山一の経営権を自分が取り戻したという自負心があり、まるで「創業者」のような意識になっていたところがある。そして、生え抜きの社長の誕生が社内でも大いに歓迎されたこと、このことが、植谷の社内権力掌握を強固なものにしていた。興銀出身の日高を継いだ植谷以後、横田良男、行平次雄、三木淳夫と続いた四人の社長には、多くの共通点がある。まず、営業の現場をほとんど知らない「企画畑出身の本社官僚」である。横田、行平、三木は、いずれも経営の中核である企画室長の経験者である。企画室は、山一証券のなかでも最も重みのある部門とされてきた。営業現場とは隔たりのある「聖域」が山一の指導者を生み出していく。それには理由があった。野村証券や大和証券の場合、企画室は大蔵省との交渉を担当し、社全体の将来の経営計画を立案している。しかし、山一はそれだけにとどまらなかった。社長や会長の秘書役を出し、社長と会長の動向を管理していた。そのうえ社の財政部門を握っていた。営業など他の部門がいくら金がかかるか、予算措置まで牛耳っている。監督官庁とのつながり、トップの動向と極秘情報を押さえ、金を握る。絶大な権力が企画室にはあった。

また、この四人は投資信託部門の上司と部下でもある。植谷の投信部時代の部下が横田で、横田の部下が行平、そこに配属されてた新入社員が三木である。植谷以後の山一の社長人事は、植谷をボスとする社内派閥によるトップのたらい回しで決められてきた。

さらに植谷以降の歴代トップは、秘密を共有することによって絆を強めていった。1986年の「三菱重工業事件」は総会屋の経営介入を招いた。その末を知るのは今も植谷らごく一部に限られる。横田の社長時代、87年のタテホ・ショックやブラックマンデーで生じた多額の損失

は、存在を明らかにしないまま密室で処理された。そして、横田、行平の社長時代に生じ、負の遺産として三木に引き継がれた簿外の損失も、本来ならば闇から闇へと葬られるはずであった。事件や損失を闇に沈める過程で、社内派閥の構成員は秘密の共有者となり、やがて「共犯者」となっていく。共犯者としての一体感が、同一派閥以外の社員を一人また一人と中枢から追いやり、経営の上層部を強固なものにしていった。「三菱重工業事件」で後述するように、植谷は87年に会長を退いたにもかかわらず、88年の行平の社長就任人事は、植谷の強力なバックアップなしでは実現しなかった。行平の次の社長が三木というのは社内で既定路線といわれていたが、その路線を引いたのも植谷であった。

こうした主流派の人脈のなかで、横田以降の時代に、営業戦略やグループを含む社員人事で大きな方針転換は見られなかった。グループ各社には長老が居座り、本社では企画部門が常に経営の中枢を占め、それに支店を中心とする営業部門が反発するという、植谷の社長時代に始まった構図の繰り返しであった。このように横田や行平にとって植谷の「呪縛」はそれほど強かった。その呪縛をもたらしたのは、植谷の庇護のもとでトップに上り詰めたという経歴と「共犯者」としての一蓮托生であった⁵⁾。

(2) 三菱重工業事件 社内主流派の確立

1986年に、山一の経営を大きく揺るがした「三菱重工業事件」が起こった。86年8月に三菱重工は1000億円の国内転換社債を起債した。その引受幹事団に入った山一が、三菱重工の指示に従い、17億円の新生転換社債を三菱重工に出入りしていた総会屋に配った。当時は企業が転換社債などを発行する際、一定の比率を特定取引先や関係者に証券会社を通じて引き渡す、「親引け」と言われる制度が残っていた。

株価が右肩上がりのバブル期には、株価はすぐに転換価格を上回ることが多く、短期間で利益が見込めるため、損失補てんや総会屋対策にも利用されていた。特に、三菱重工が四大証券を通じて割り当てたこの転換社債は、1か月後の9月には上場した時には額面で1株100円だったのが208円にまで跳ね上がっていた。買値の2倍で売り抜けできたことになる。88年に発覚したリクルート事件と同じことが行われていたのである。

82年の商法改正で総会屋への利益供与に罰則規定が設けられ、そこで新しい総会屋対策として考えられたのが、証券会社を利用した転換社債の割当であった。ところが、配分先の総会屋リストが山一社内から一部マスコミに流出し、スキャンダルになった。三菱重工から総会屋へ

5) 以上については、『誰が会社を潰したか』第5章、『山一証券 突然死の真相』, 80~81ページ, 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』(新潮社, 1999年) 以下、『会社がなぜ消滅したか』と略記する), 46~49ページを参照した。

の割当を指示された山一首脳は困惑した。その当時の事業法人本部の担当が、専務の行平であった。行平は横田や副社長らと協議をした末に、結局、山一は「引き受けざるを得ない」との結論を出す⁶⁾。

この事件が大きな意味を持つのは、単に社会的に問題にされただけではなく、山一社内で横田の後継をめぐる人事抗争にも利用されたからである。この抗争は社内を二分する派閥抗争に発展した。当時、ポスト横田は法人担当専務だった行平が確実視されていた。これに反発したのが副社長の成田と、専務の宮崎、常務の木村、取締役の吉田であった。彼らは反行平の「四人組」と呼ばれ、もう一人の次期社長候補に担ぎ上げられたのが成田であった。

ただ、「四人組」などというグループは存在せず、作想的に作られたレッテルだった可能性が高い。しかし、山一社内に総会屋への転換社債割当リストを外部に漏らした人間が存在し、その流出をきっかけに人事抗争が起きたことだけは間違いのない事実である。成田は、派閥を嫌っていたが、社内では主流派と向かい合う唯一の対抗勢力と見なされ、「看板の法人営業だけでなく個人営業に力を入れるべきだ」という営業部門の若手に担がれていた。

行平が一応の責任を取り、翌日、行平をロンドンにある現地法人「山一インターナショナル」の会長にする人事が発表された。しかし、行平はロンドンに赴任することはなかった。本社社長室の並びにあった山一インターナショナルの会長室に身を置き、ここを拠点に海外に時折出張することになった。つまり、失脚は表向きのことだった。しかし、この人事に対して、行平を担ぐ事業法人畑を中心とするグループが猛烈な反撃に出た。一方の成田は事実上の自宅謹慎を命じられている。社長の横田が、外部にリストを流したのは誰だと激昂し、「犯人探し」の末、成田に漏洩の責任を取らせたのである。成田は会社に居られない状態になり、87年1月16日、自宅で自殺した。山一で最も激烈といわれた人事抗争は、成田の凄惨な最期とともに主流派の勝利で収束する。行平は87年12月に副社長として本社に異例の復帰をし、88年9月には社長に就任している。

この間、抗争に巻き込まれた形の宮崎と本村はグループ会社に出され、関連会社行きを迫られた吉田は山一を退社している。その後、山一社内では抗争時に「行平親衛隊」であった人間は取り立てられて経営の中枢を占めていった。こうして、この事件以来、山一の役員会は「総主流派」となり、社内には派閥らしい派閥もなくなり、経営陣のトップに対するチェック機構は存在しなくなった。「三菱重工業事件」が結果的にもたらしたのは、コーポレート・ガバナンスの観点からみて重要な問題であり、こうした社内でのチェック機構の不在が、その後の簿外債務事件、経営破綻へとつながっていくことになる。

6) この経緯を後に会長の植谷が、記者のインタビューに答えている。その内容は、『財界』1986年12月16日号に記載されている。

また、「三菱重工業事件」は、山一にとって単なる人事抗争だけではなく、経営戦略をめぐる抗争でもあった。法人部門偏重の経営を代えようとするリテール部門を中心とした動きが底流にあり、それに反発した法人派が行平を担いでその改革の芽を摘もうとした側面がある。「法人の山一」という伝統にしがみつき、過去の成功体験に基づく経験主義により、戦後の証券市場の大きな経営環境の変化の流れを改革に生かせなかった山一の連綿とした主流派の潮流が、経営戦略転換の機を逃すことになった⁷⁾。

バブルと財テク 「にぎり」と「飛ばし」

(1) 営業特金と「にぎり」

80年代後半のバブル期、株価は急騰し、各証券会社はバブル相場を謳歌した。山一もまたそのバブル相場に浮かれていた。企業は株高を利用してエクイティファイナンスで証券市場からの巨額の資金を調達し、それを積極的に有価証券投資で運用した。大手四社は業績を伸ばすチャンスとばかりに、財テク資金をかき集めることに狂奔した。主幹事となっている取引先の会社の株価のつり上げ、値上がり確実な新発転換社債の大口顧客への優先的配分など、市場ルールを無視した資金調達や運用も、他の証券会社との顧客獲得競争のためにはなりふり構わず行われていた。

大手四社のなかで、特に法人営業に力を入れたのは、業界トップの野村を追う立場にある二番手の大和証券と、「法人の山一」という過去の伝統にしがみつこうとする万年最下位の山一証券であった。山一は競争力に劣る個人営業部門を補うために、他社以上に法人部門がブローカレッジに走らざるを得なかった。またこのバブルというチャンスは、経営陣に過去の栄光に想いを馳せ、「山一復活」を強く意識させた。

営業特金とは、投資家や投資顧問会社に代わり証券会社が資金を運用する特金のことであり、バブル期に日本の証券会社が財テク資金を集めるために編み出した有力な金融商品である。特金とは特定金銭信託の略であり、本来の特定金銭信託とは、運用の委託者自身が、委託者と契約を結んだ投資顧問会社が信託銀行に運用の指示を出し、信託銀行が証券会社に売買を発注するものである。特金には、委託者にとってはすでに保有している有価証券の簿価と切り離して売買できるという会計上のメリット（「有価証券の簿価分離」）があるため、大量の株式を保有している生命保険会社の運用手段として、84年から盛んに利用されるようになった。

しかし、当時はまだ委託者側に責任をもって運用の指示を出せるプロのファンドマネージャーがいなかったし、投資顧問会社と契約すれば運用のアドバイス料がかかるため、運用の指示を証券会社に一任し、信託銀行には売買注文を事後報告するだけ、という営業特金が生まれた。

7) 以上については、『誰が会社を潰したか』第6章、『会社がなぜ消滅したか』第3章を参照した。

ここで、一任勘定とは、証券会社に証券取引の一切を任せることである。運用に関しては、株の売買から銘柄、数量、値段まで証券会社の事業法人部の担当者に任されるので、売り買いを何度も取り返す回転売買をすることによって、手数料は稼ぎたい放題ということになる。もちろんその分は委託者である企業側にコストとして跳ね返るが、株価が右肩上がりならばそれを吸収して余りある運用成果を顧客に還元することができる。ただ、その後、一任勘定は、1991年に発覚した証券不祥事をきっかけに「本質補てんの温床になる」として改正商取法で禁止された。

営業特金が企業の財テクの手段としても広く利用されるようになったのは85年頃からである。事業会社の場合には、多くはエクイティファイナンスと抱き合わせで、資金を調達したもののすぐに使い道のない余裕資金を証券会社に預けるという形で始まった。その後、財テクの効果に味をしめた事業会社の間では、財テクを専門とする金融子会社の設立がブームとなった。財テク資金の流入が株式相場を押し上げ、相場が上がれば上がるほど、財テクは容易な利益確保の手段としてさらに多くの企業に利用されるようになった。

財テク資金を獲得するために広がっていったのが、証券取引法で禁止されていた事前の利回り保証である。営業特金は「にぎり特金」とも呼ばれた。証券会社が契約欲しさに事業会社に「必ずもうけさせます」と約束し、手を握り合うから「にぎり」である。したがって、この利回り保証は「にぎり」と呼ばれた。80年代後半、株価が右肩上がり続けるなかで証券会社の現場の感覚は麻痺していった。商取法で禁止されている「にぎり」を堂々とセールストークに使うようになっていったのである。経営陣のトップも、今で言うコンプライアンス(法令遵守)の観念がなく、現場に任せきりだった。歯止めをかけると、特金が取れなくなると恐れたのであろう。利回り保証は違法でも、事後の損失補てんはまだ法律違反ではなかったことも、不正行為の言い訳になっていた。ともかく、86年頃の「にぎり」の相場は年8%程度で、金利が上昇したバブル末期の89年頃には、10%を上回るものもあった。

企業側も豊富な資金を背景に、証券会社に運用を競わせた。その際、企業がちらつかせたのが主幹事の変更である。証券会社にとって主幹事を務めることは、その企業の株式や債券の新規発行の引き受け、募集、売買などすべての業務につながる。特に、「法人の山一」という伝統を背負っていた山一では、主幹事に対するこだわりが強かった⁸⁾。

(2)「飛ばし」

80年代後半のバブル期においても、全体としての株式相場は上昇を続けていたにもかかわらず

8) 以上については、『誰が会社を潰したか』,147~153ページ、『会社がなぜ消滅したか』,50~54ページ, 奥村宏『証券スキャンダル』(岩波書店,1991年)を参照した。

ず、個別に見れば、利益を上げていないファンドも出てくる。そうした場合には、目標利回りが達成できないことから、実質的な損失補てんも公然と行われるようになっていった。損の出ているファンドに値上がりが確実視されている転換社債やワラント債を優先的に回したり、利益の出ているファンドから損の出ているファンドへと利益を付け替える損益調整売買などである。

この損益調整売買に使われたのが、市場に注文を出さず、証券会社が仲介して売り手と買い手が直接、株式をやり取りする「媒介」と呼ばれた取引手法である。売買内容は取引所に報告する義務があったが、時価と乖離した値段で株式を売買できるところに大きなメリットがあった。媒介の利用では、利益の出ているファンドから損の出ているファンドに対する「贈与」に当たるかどうかの問題になったが、国税庁は当初 10%、その後 5%程度までの時価との乖離は「贈与に当たらない」と認め、その判断に従って媒介が行われていた。

だが、87年10月に、ドル暴落の不安からアメリカの株式市場でブラックマンデーという大暴落が起こり、それが日本にも波及した。損失を抱えた有価証券を企業間で転売する「飛ばし」取引が急速に広がり始めたのは、このブラックマンデー以降のことである。飛ばし以前にも、企業の決算を繕う操作は行われていた。損失を抱えた有価証券を決算期末の直前に他の企業に売却し、決算が済んだ時点で金利を付けて買い戻す、「疎開」と呼ばれた手法である。転売した企業の決算書には有価証券の値下がりによる損失は反映されず、実態を覆い隠すことができた。

金利を付けて買い戻す際に、前述の「媒介」が使われた。組織的な粉飾決算であるにもかかわらず、疎開は決算期の直前には当たり前のように行われ、企業から歓迎された。しかし、80年代後半になると、東京証券取引所などの取引所が時価と大きく離れた価格での媒介を厳しく制限するようになり、事実上、疎開を利用することは難しくなった。

そこで証券業界が編み出した手法が「飛ばし」である。基本的な仕組みは疎開と同じで、損失を抱えた有価証券を証券会社の仲介によって、A社からB社に時価より高い価格で売却し、その際にA社がB社から金利を付けて有価証券を買い戻すことを約束する。ただ媒介が使えないため、これを企業同士の直取引で行う。取引所にも報告しないため、取引の存在を知るはその当事者と、仲介役の証券会社だけになる。有価証券を担保にした買い戻し条件付き売買である。このような株式を使った現先取引は、法律で明示的に禁止されていたわけではないが、証券会社に関しては証券業協会の規則では禁止されていた。ところが、証券業協会の規則は事業会社を縛るものではない。ここを衝いたものが「飛ばし」である。

飛ばしを受けたB社は大口定期預金などより高い利回りが得られるため、受け手にとっては有利な財テクであった。だから、証券会社が頼み込んで飛ばしの受けてとなってもらおうケースばかりではなく、積極的に受け手になろうとする企業も多かった。

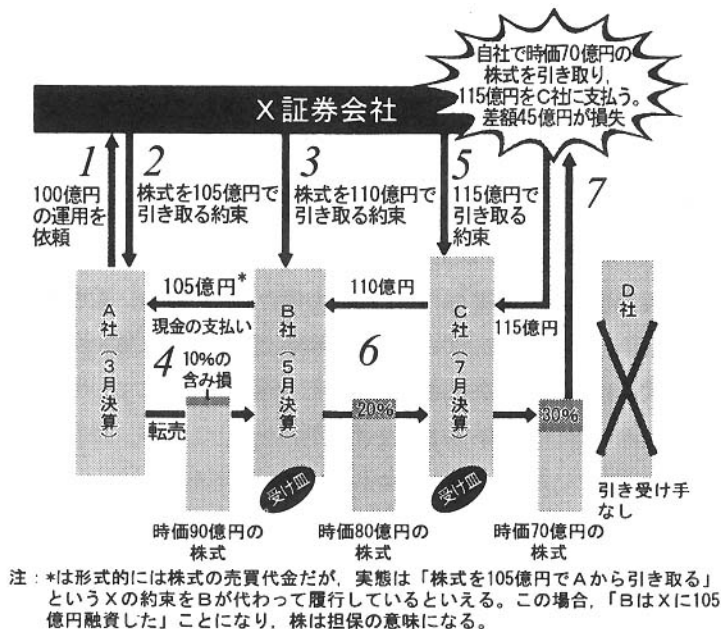
この「飛ばし」において、企業と証券会社の間でトラブルになることが多かったケースは、

証券会社が A 社との間で「利回り保証」をしていた場合である。相場の上落で有価証券に含み損が発生すると、B 社に売却後、元の所有者だった A 社は「にぎりの約束を果たしていない」と主張し、有価証券の引き取りを拒否することが多かったからである。こうなると、証券会社は別の「飛ばし」先を見つけるか、証券会社が自分で買い取るかを迫られる。他に飛ばし先の C 社を見つけたとしても、C 社が最後まで保有するわけではないから、また次の飛ばし先を見つけなければならない。しかし、引受先を見つけることができない場合には、証券会社が自分で買い取らなければならなくなり、企業への損失補てんとなる。第 1 図で言えば、最後に、証券会社に株価の値下がり分 30 億円と金利 15 億円の合計で 45 億円の損失が発生することになる。このように、飛ばしを繰り返しているうちに、介在した企業に支払う金利が積み重なっていく。この間、有価証券の時価が下がっていけば含み損も雪だるま式に膨れ上がることになる。

また、飛ばしを繰り返してるうちに、飛ばした有価証券の損失は企業が引き受けるのか、証券会社が引き受けるのかがはっきりしなくなってくる。飛ばしている間に膨らんだ損失の帰属をめぐってもめごとが起こることもある。さらに、飛ばしを繰り返すうちに取引はどんどん複雑になり、どんな経緯で転売されたのかわからなくなり、引受先を失ったまま飛ばしを繰り返すことになる。このように引受先を求めてさまよう飛ばしは「宇宙遊泳」と呼ばれていた。

バブルの末期には、山一の事業法人部門ではさらにモラルが失われていった。運用資金の残

第 1 図 飛ばしの仕組み



(出所) 北沢千秋『誰が会社を潰したか』(日経 BP 社, 1999 年), 158 ページ。

高維持や「にぎり」の履行を先送りするために、だんだん苦し紛れの飛ばしが横行するようになる。それまでには飛ばしの実行には上司の許可が必要だったが、その数が増え、飛ばし先の確保に窮するようになると担当者レベルで判断し、実行してしまうようにもなった。

さらに、取引先の企業に対しては、「山一が会社として責任を負います」というセールストークまで使うようになった。こうした問題のすべてを解決するのは、株価の上昇以外にはあり得ないが、90年代以降の株価の暴落と長期低迷によって、バブル時代のつげが一気に吹き出すことになった⁹⁾。

角谷通達と営業特金の整理

87年10月に発生したブラックマンデーは、その半年後の88年4月には暴落前の水準を回復し、再び上昇基調に入った、そして、日経平均は89年12月29日に3万8915円の史上最高値をつけた。しかし、89年12月26日に営業特金の解消を命じた大蔵省証券局長の通達（「営業姿勢の適正化通達」 通称「角谷通達」）が出された。そのなかで証券会社が運用している営業特金をやめ、一年以内に運用の指示者を投資顧問会社に切り替えることを求めた。証券各社はこの通達を「飛ばしや営業特金を90年3月期末までに解消しなければならない」と解釈した。

何兆円もの営業特金をわずか一年以内で処理するとなると、特金解消に伴う売りが増大し、株式相場を下げる大きな圧力になると見られた。実際、株価は90年の年明けから暴落する。その一因は営業特金の解約売りであった。株価の急落は営業特金の損失を膨らませ、それが営業特金の解約・整理を困難にした。

89年秋頃、営業特金の是正措置を行おうとする大蔵省の動きを知った行平は、副社長の小松正男を責任者として、営業特金の実態把握と、損失を抱えたファンドの整理を目的とした社内組織（通称「小松委員会」）を発足させた。この小松委員会には、三菱重工業事件で「行平親衛隊」として行平を支持した役員が多く含まれており、行平は損失の密室処理を気心の知れた側近たちに任せることにした。

この結果、小口ファンドはほぼ解消したが、大口顧客である事業法人部門のファンドは損失規模が大きかったうえ、「にぎり」の履行を迫られていたり、飛ばしの繰り返しで取引が複雑になっているため、ほとんど解消できなかった。90年2月の段階で、小松委員会は、事業法人部門の営業特金運用金額は1兆8000億円程度、そのうち評価損(含み損)は1300億円程度あり、それを整理するとすれば損失を顧客に負担させるか、山一が損失補てんするかの二者択一であ

9) 以上については、『誰が会社を潰したか』、153～160ページ、石井茂『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、1998年 以下、『決断なき経営』と略記する）、64～74ページ、126～128ページを参照した。

ること、やむをえないものは損失補てんしかない旨を行平社長に報告した。それに対して、行平社長は、客とトラブルを起こさないこと、肅々と引っ張ること、営業担当者の責任にはしない、との方針を打ち出した。

これは営業特金を徹底的に整理する立場ではなく、問題の先送りを認めたものであり、その結果、運用規模の大きい企業の損失処理は後回しになり、会社数では半分、金額では三割程度を片づけるのがやっとという状況であった。バブル末期の90年3月期、山一の経常利益は過去最高の2336億円で、経常利益の半分強で簿外を含み損を帳消しにすることができたはずである。行平たちは、「大手四社」のメンツにこだわり、経営責任を問われることを恐れるという自己保身から、この損失を表面化させ問題を完全に処理することを回避した。

むろん、営業特金の損失を飛ばしたり、損失補てんしたのは山一だけではない。それらは証券界の常識であった。92年初め、大和証券や準大手のコスモ証券、勸角証券、山種証券、中堅の丸万証券による飛ばしが相次いで発覚した。しかし、今となってみると、大和やコスモなどでは発覚したことが幸いした。表面化した証券会社は否応なく清算を迫られたからである。多くの証券会社は多額の賠償金を支払った。大和や山種では社長や会長が辞任し、それなりにけじめをつけた。

また、山一の営業特金の処理がいかに中途半端であったかは、業界トップの野村の対応と比較すればより鮮明になる。野村で真先に営業特金の縮小を主張したのは、会長の田淵節也であった。彼は早くから、営業特金の拡大は証券会社の経営に禍根を残すことを危惧していたらしく、87年春頃の取締役会で「営業特金の自粛」を打ち出した。ただ、野村でも大きな収益源である営業特金の縮小には反発が強く、当初、事業法人本部の大口ファンドについてはほとんど手を付けることができなかった。ブラックマンデーで多くのファンドが痛手を被り、その後、飛ばしが行われたという事情は野村も変わらない。

91年6月に損失補てん事件が発覚し、7月29日に四大証券の補てん先リストが公表されたが、その額は第1表の通りである。それによると、野村と山一では経営規模が違うにもかかわらず、山一の損失補てん額が456億円であるのに対して、野村は275億円にすぎない。この数

第1表 大手4社の損失補てん額

(単位:百万円)

	63/9期	元/3期	2/3期	合計
大和	891	811	20,414	22,116
日興	3,168	2,974	26,958	33,100
野村	2,209	4,260	21,010	27,479
山一	31,856	2,634	11,131	45,621
4社合計	38,124	10,679	79,513	(231件) 128,316

(出所)『衆議院証券及び金融問題に関する特別委員会審議要録』(1991年11月)72ページ。

字をみれば、野村が山一よりも営業特金の縮小にどれだけ早くしかも積極的に取り組んできたかを窺い知ることができる。このように、野村と山一とでの損失補てん額に差が生じたそれ以外の要因としては、野村と山一とでは取引先企業との力関係に差があることが挙げられる。つまり、野村は業界トップの収益力や営業力を背景に、取引先に対して「主幹事を降ろされても構わない」と突っぱねることができたが、山一は「幹事を奪われることだけは避けたい」と低姿勢に出るしかなかったというように、両社には大きな差があった。こうして野村では、90年3月期をもって損失処理をめぐる企業とのいざこざはほぼ終息に向かうが、山一では苦悩は深まるばかりであった。

小松委員会が縮小しようとした損失は、その後90年初頭から始まった株価の暴落で再び急激に膨らんでいった。そして、損失の拡大したファンドの後始末をどうするかで、山一と取引先企業とのせめぎ合いが深刻化していった¹⁰⁾。

損失補てん事件と損失の隠蔽 組織的犯罪

(1) 損失補てん事件と損失の隠蔽（国内の簿外債務）

1991年6月、野村証券など大手証券会社が大口顧客に損失補てんをしていたこと、そして野村証券、日興証券の両社が関連金融会社を通じて暴力団に東急電鉄株の買占め資金を供給していたこと、さらに野村証券による東急電鉄株の「株価操作（相場操縦）」疑惑が、新聞に報道されたことにより、証券スキャンダル¹¹⁾が突如として起こった。日本のマスコミは連日この事件を大きく報道して、これが社会問題からさらに政治問題にまで発展し、8月に開かれた臨時国会は「証券国会」と言われるほど与野党間の大きな争点となった。

このなかでも、大きな問題となったのが、大口顧客への損失補てん事件¹²⁾である。損失補てんは、損失を被ったすべての投資家に平等になされるわけではなく、法人など一部の大口顧

10) 以上については、『誰が会社を潰したか』第8章、『会社がなぜ消滅したか』、73～83ページ、山一証券株式会社社内調査委員会『社内調査報告書 いわゆる簿外債務を中心として』（1998年4月）第二部第1章を参照した。

山一証券の『社内調査報告書』は、添付資料を除いた全文に関しては『誰が会社を潰したか』の巻末資料として、添付資料を含めた全文は『資料版/商事法務』（No.170、1998年5月号、50～114ページ）に掲載されている。

11) 証券スキャンダルの詳細については、『衆議院証券及び金融問題に関する特別委員会審議要録 第121回国会』（1991年11月）、奥村宏『証券スキャンダル』（岩波書店、1991年）、NHK企業社会プロジェクト編『追及 金融・証券スキャンダル』（日本放送協会、1991年）第2部、拙稿「証券不祥事と損失補てん問題」（『立命館経営学』第31巻第2号、1992年9月号）を参照されたい。

12) 損失補てん事件の詳細については、神山敏雄『日本の証券犯罪 証券取引犯罪の実態と対策』（日本評論社、1999年）第3編、神山敏雄『（新版）日本の経済犯罪 その実態と法的対応』（日本評論社、2001年）第2編第3章、北澤正敏『概説 現代バブル倒産史』（商事法務研究会、2001年）第4章を参照されたい。

客に対してのみ行われるものであり、その不公平性に対して国民の批判は大きな広がりを見せ、「証券国会」と言われる政治問題にまで発展していった。こうしたなかで、証券会社が最後まで抵抗した「損失補てんリスト」の公表が実施され、9月4日には行平社長の参議院での証人喚問が行われた。

こうした状況のなかで、ファンドを取り巻く環境は一変し、顧客企業からは「ファンドを解消したい」という要求が相次ぐようになった。ファンドの解消といっても、損失の生じているファンドを山一が引き取るか、顧客企業に引き取ってもらうかしかかないが、山一証券が損失の出ているファンドを時価を上回る価格で引き取ることは損失補てんにあたるので、当時の状況においてはほとんど不可能であるという認識であった。他方、顧客企業も損失の出ているファンドを容易に引き取らず、交渉は難航していた。

91年8月24日、本社法人営業本部の運用ファンドの実態報告と9月4日に迫っていた行平社長の参議院での証人喚問の対応を目的とした会議が招集された。出席メンバーは10名であった。この会議では、とにかく顧客企業に引き取ってもらう交渉をさらに強力に押し進めることが決定されたが、結論は持ち越された。そして、この交渉は年末まで続くことになる。さらに、この会議において、一方で顧客企業に引き取ってもらうための交渉を強力に進めるとともに、他方で行平社長、延命隆副社長などの出席者の一部は、顧客企業に引き取ってもらえなかった場合に備えた処理方法についても検討しておくことが必要であると考えた。

そこで、8月末、この問題を検討するために、延命副社長は経理部や債券部などから七人を選んだ。延命副社長が組織したことから、役員の間では「延命チーム」と呼ばれていた。「延命チーム」は定期的に検討会を行ったが、当時証券不祥事で損失補てんは強い批判を浴びていたため、山一が直接引き取って期末に損失を表面化させる方法をとることは無理であろうという共通の認識に達した。しかし、損失補てん事件により翌92年1月から事後の損失補てんの禁止を盛り込んだ改正証取法が施行されることになっていた。これが実施されると、損失補てんは、「一年以下の懲役、または100万円以下の罰金」という罰則を伴う違法行為となる。したがって、証券会社は改正証取法を、損失を顧客企業に押しつける口実として利用できた可能性が高かったが、自己保身に走り責任を取ることを恐れた山一の経営陣のトップは、以上の経緯によりこの最後のチャンスまでも逃してしまった。こうして、会社ぐるみの組織的犯罪としての損失の隠蔽処理が始まった。

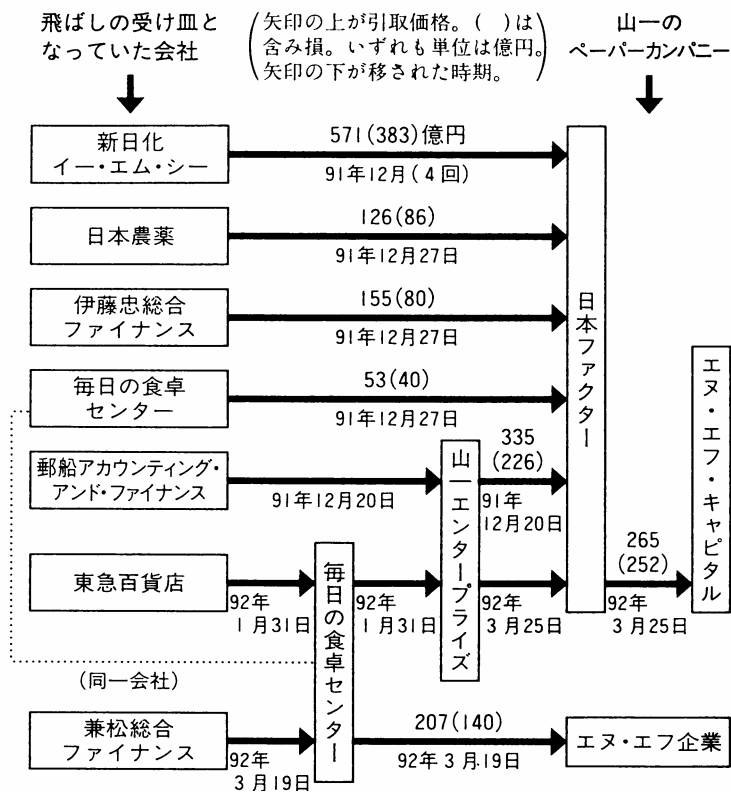
損失補てんの禁止を明文化した改正証取法の施行を間近に控えた11月24日、この時点までにどうしても顧客企業に引き取らせることができずに残ったファンドの処理をどうするかを決めるための第二回目の会議が開かれた。この会議により、含み損が出ている有価証券で顧客企業に引き取らせることができないものについては山一が引き取る(形式上はペーパー会社に引き取らせる)という方法が最終的に承認された。これは、顧客企業への損失補てんであり、損失は

山一の帳簿には載せないという粉飾決算であるから、二重の意味で不正ということになる。そして、当初は国内で生じた損失も海外で生じた損失も、同じ手法で一括処理する案もあったが、途中から海外は海外で、国内は国内で処理するしかないという結論に達した。

山一が含み損を抱えている有価証券を最終的に引き取った会社は、第2図の7社である。具体的には次の方法で損失の隠蔽がなされた。まず五つのペーパー会社を設立した。この五つのペーパー会社は、第2表のとおりである。そこに含み損を抱えた営業特金を買い取らせる方法であった。ペーパー会社に損失を移し替えて隠してしまうのである。ペーパー会社の住所は、山一グループの不動産を管理している日本橋茅場町の「山一土地建物」の本社ビルに置いて、五社分の郵便受けを用意すれば体裁は繕える。

問題は、ペーパー会社が営業特金を引き取るための資金をどう調達するかであるが、それは第3図のとおりである。つまり、山一証券は信託銀行に山一証券自身の特金口座を開設する。

第2図 飛ばしの有価証券がペーパーカンパニーに移された時期と金額



(出所) 読売新聞社会部『会社がなぜ消滅したか』(新潮社, 1999年), 101ページ。

第2表 5つのペーパー会社

1. 日本ファクター(株)	
設立	91(平成3)年3月22日
事業年度	4月1日~3月31日
2. エヌ・エフキャピタル(株)	
設立	92(平成4)年2月24日
事業年度	12月1日~11月30日
3. エヌ・エフ企業(株)	
設立	92(平成4)年2月24日
事業年度	12月1日~11月30日
4. (株)アイ・オー・シー	
設立	92(平成4)年11月20日
事業年度	11月1日~10月31日
5. (株)エム・アイ・エス商会	
設立	92(平成4)年11月20日
事業年度	11月1日~10月31日

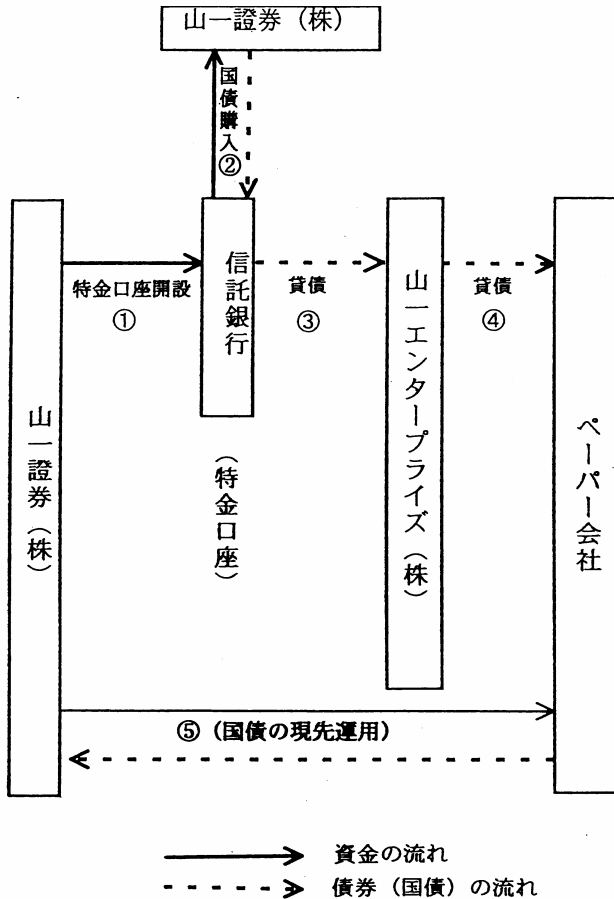
(出所) 山一証券株式会社社内調査委員会『社内調査報告書』
 (『資料版/商事法務』No.170, 1998年5月号), 70ページ。

上記の特金口座は、日本国債で運用するものである。山一証券はこの特金口座を通して山一証券に日本国債の買付発注をした。特金口座は、購入した国債の運用として(無担保で)山一エンタープライズに国債を貸し付ける。山一エンタープライズは、ペーパー会社(五社)に、その国債を貸し付ける。ペーパー会社(五社)は、その国債を山一証券に売り現先に出して必要な資金を調達する。賃貸契約及び現先の満期日には、その都度、契約を締結し直す。こうして七社から山一が引き取った価格は、約1712億円である。その時点での含み損は、約1207億円で、この含み損(簿外債務)は、97年11月24日時点で、約1583億円の評価損となった¹³⁾。

山一証券の『社内調査報告書』では、損失を表に出さずペーパー会社に引き取らせるという決定をした理由は概ね以下の七つに集約できるとしている。「ここで引き取っても株価はいずれ上昇して含み損は解消されるであろうという上昇神話。91年(平成3年)9月4日、行平社長が参議院で、「これ以上、問題のある取引はない」と証言した以上、本件を訴訟等により表に出すことはできない。山一証券(株)が引き取ったことが表面化すると、すでに含み損のある有価証券を引き取った顧客企業から不満が噴出するであろうことへのおそれ。顧客企業との

13) 以上については、山一証券株式会社社内調査委員会『社内調査報告書』いわゆる簿外債務を中心として(『資料版/商事法務』No.170, 1998年5月号以下、山一証券『社内調査報告書』と略記する)第2章・第3章、『誰が会社を潰したか』第9章、『会社がなぜ消滅したか』第4章を参照した。

第3図 ペーパー会社の資金調達



(出所) 山一証券株式会社社内調査委員会『社内調査報告書』(『資料版/商事法務』) No 170, 1998年5月号), 89ページ。

幹事関係を維持できなくなることへのおそれ。 92年(平成4年)3月期決算に与える影響に対するおそれ。 信用低下による顧客離れに対するおそれ。 本件が表面化すれば関係者は責任をとらなければならないが、それを避けたいという心理。」¹⁴⁾

(2) 海外の簿外債務

国内と同様に、海外においてもペーパー会社が簿外債務を引き取る上において重要な役割を果たした。これらの海外ペーパー会社を設立した目的は、山一証券本体や山一証券の海外現地

14) 山一証券『社内調査報告書』, 70~71ページ。

法人に発生した損失を移し表面化させないためであった。海外ペーパー会社は、タックス・ハイブンと言われるパハマ等に設立された。それは、会計監査が形式的で、証券取引の内容の取り調べもなく、現地当局の検査も日本の大蔵省の追及も受けることがないことから、山一が損失を隠す上において好都合だったからである。

設立のきっかけになったのは、87年9月の「タテホ・ショック」で顧客企業に大きな損失が発生し、この損失を山一が引き取るようになったが、その損失を表面化させない手法が検討され、その一つとして海外ペーパー会社の設立という案が出されたことによる。ペーパー会社の社長や取締役には仮名が登録され、山一と資本関係もなかったことから表面上は山一と関係がない会社であった。

海外の簿外債務は、海外のペーパー会社と仕組み債を利用するという複雑な手法で処理された。仕組み債とは、「デリバティブ(金融派生商品)の一種で、割引債やワラント債といった債券とは違い、発行する企業や投資家のニーズに応じて価格や償還金、利息などを自由に設定できるのが特徴である。相対取引で売買され、組み合わせた条件の将来的な価値を証券会社がどう判断するかで発行時の価格が自由につけられるのである。」¹⁵⁾

山一は、含み損のある債券や外債等の有価証券を、山一海外現地法人や顧客企業の海外現地法人、海外ペーパー会社に引き取らせ、仕組み債を利用した手法を使って最終的には山一海外現地法人のひとつである山一オーストラリアに集約する等の方法で海外の簿外債務とした。仕組み債を利用した手法とは、海外の公的機関に利息先取りの仕組み債を発行してもらい、その先取り利息で取引企業の損失を補てんする。利息を先取りした仕組み債を額面で山一現地法人に売却する。その際、山一現地法人には含み損が発生するが、その含み損のある仕組み債をペーパー会社に転売するという方法である。第4図は、その手法を示している。

海外での簿外債務の原因となったものは、大きく分けると以下の4つである。顧客に損失補てんした結果生じた損失、山一証券の債券本部ディーリングによる含み損、山一証券の海外現地法人で生じた損失、山一証券の決算対策のための益出しによって発生した損失。こうして発生した損失を、海外のペーパー会社および現地法人に封じ込めたのである¹⁶⁾。

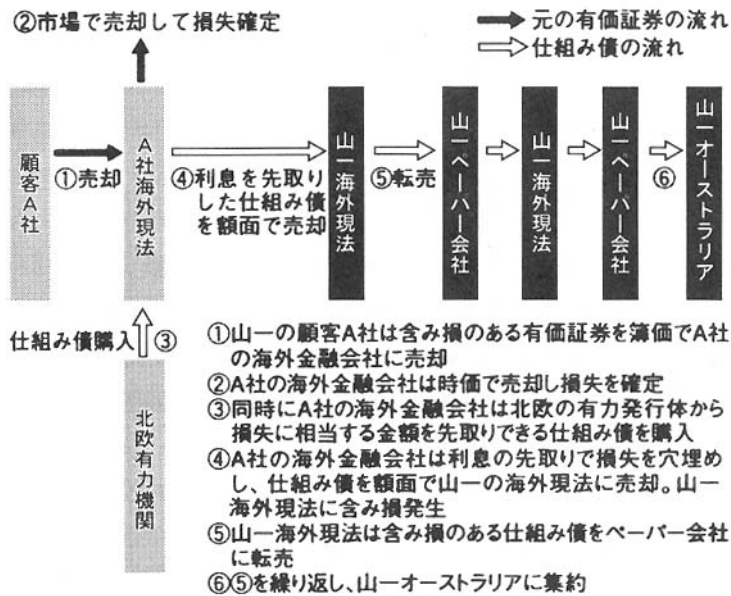
(3) タテホ・ショック 山一における損失の隠蔽処理の原点

1987年9月、債券市場でタテホ・ショックが発生した。タテホ・ショックとは、タテホ化学工業の債券投資の失敗が表面化したのをきっかけとした債券相場の暴落である。この暴落で、

15) 『会社がなぜ消滅したか』、89ページ。

16) 以上については、山一証券『社内調査報告書』第4章、『誰が会社を潰したか』第9章、『会社がなぜ消滅したか』第4章を参照した。

第4図 仕組み債を利用した損失隠しの流れ（社内調査報告書より作成）



（出所）北沢千秋『誰れが会社を潰したか』（日経BP社，1999年），180ページ。

山一では債券営業部の顧客のファンドに多額の損失が発生した。このファンドは、山一が一任勘定で運用していた営業特金で、利回り保証をしていた。山一はこの損失を 88 年 8 月に、バハマに設立したペーパー会社にストリップス債（債券の元本部分と利札分を切り離して売買できる米国財務省証券）を時価を大幅に上回る価格で買い取らせて穴埋めした。つまり、損失を山一本体からバハマのペーパー会社に移し、決算上表面化しないように簿外処理したのである¹⁷⁾。これが、顧客の損失を山一自身が引き取った最初のケースであり、山一の簿外損失処理の原点であった。

同年 10 月には、ブラックマンデーが発生し、株価は暴落し、今度は株式においても大きな損失を出した。この両者で、山一が責任を負った損失額は一挙に 1000 億円前後まで膨れ上がった。事態の深刻さを理解した横田社長は、88 年 1 月、密かに「業務調整連絡委員会」という社内組織を設置した。責任者はその前月に副社長として山一本体に復帰したばかりの行平次雄であった。この委員会は活動内容どころか、その存在さえも当時の役員にさえほとんど知られ

17) その後、バハマのペーパー会社は、新発ワラントの売買などで利益を上げ、89 年 7 月までにこの損失の穴埋めをしたのではあるが（『誰れが会社を潰したか』，163 ページ，山一証券『社内調査報告書』，102 ページ）。

ていなかった。その目的は、簿外の損失を秘密裏に処理することであった。

88年9月に横田から行平に社長は変わったが、損失処理の責任もまた横田から行平に引き継がれることになった。行平時代に本格化した簿外の損失を密室処理するやり方は、横田時代にすでに始まっていたのである。こうして「秘密の共有者」が、社内の主流派として人脈の絆を強めていったのである¹⁸⁾。

大蔵省の証券行政の責任

大蔵省は、以上で述べてきた山一の飛ばしや簿外債務の存在を把握していなかったのであるうか。もし、そうならば証券会社の経営内容を監督し、チェックする監督官庁としての責任を果たしていないことになる。また逆に知っていて放置していたとすれば、なおさら問題である。これは、コーポレート・ガバナンスの観点から大切な問題なので、以下この点での大蔵省の証券行政はどうであったのかを解明することにしよう。

(1) 東急百貨店事件と松野証券局長の示唆

92年1月に、飛ばしの処理をめぐる東急百貨店事件が起きた。東急百貨店と山一は、90年2月から取引を開始し、90年7月末、91年1月末、91年7月末と東急百貨店の決算期に合わせて「飛ばし」を繰り返してきた。そして、91年8月24日の会議で、山一は飛ばしの過程で生じた損失を引き取らないという方針で、東急百貨店との交渉にのぞむことに決定した。それ以来、山一は十数回にわたって交渉を続けてきたが結論は出なかった。こうして、東急百貨店は訴訟をちらつかせながら強く損失の引き取りを迫っていたが、山一は引き取らないという方針を変えるつもりはなかった。

ところが、年が明けた1月22日に、決算期を目前に控えていた東急百貨店から、27日迄に損失を引き取らなければ「東京地裁特捜部に詐欺の被害にあったものとして貴社代表取締役らを告訴する」という催告状が届けられた。三木副社長は、すぐに大蔵省に出向き松野証券局長と面会した。その時、松野証券局長は、東急百貨店等と飛ばしをめぐる問題でトラブルを抱えていた「大和証券は海外に飛ばすそうですよ」という示唆を与えた。

三木は本社に戻り、ただちに行平社長、延命副社長らにその報告をした。その結果、彼らは大蔵省から、東急百貨店の件を訴訟等によらず「飛ばし」によって処理するよう示唆されたことと理解し、法的に争わず損失を引き取ることを決定した。ただ、「海外に飛ばすのは技術的に難しい」と判断し、前述したように最終的に国内で処理することにした。

その後、三木は本件の処理を終えた後、松野に東急百貨店問題が解決したことの報告をする

18) 以上については、『誰が会社を潰したか』、161～164ページ、186～187ページを参照した。

ために大蔵省を訪れた時に、松野から「ありがとうございます」あるいは「ご苦労様でした」と言われたということである。さらに、再度訪問した時には、「山一にすればたいした数字ではない。ひと相場あれば解決ですよ。何とか早く解決して下さい」と言われた。つまり、これは、証券行政の責任者が、飛ばしの解消を迫るのではなく、飛ばしの密室処理を少なくとも黙認したということになる。これは監督官庁のあり方として、大きな問題だといわざるを得ない。ただ、この事実を彼が部下と協議したり、その事実を後任に引き継いだかどうかについてははっきりさせることができないのが、大蔵省の責任を明確にする上において残念である¹⁹⁾。

(2) 大蔵省・証券取引等監視委員会の検査

では、その後、監督官庁としての大蔵省は、山一に対してどのような検査をしてきたのであろうか。証券取引等監視委員会が、91年夏に発生した証券不祥事を契機として証券会社への監視・検査を強化するために92年7月に発足した。その証券取引等監視委員会が、大蔵省大臣官房金融検査部と共同で、93年2月と95年11月に山一に対して定例検査を実施している。特に、93年の検査は、飛ばしの事後処理がどうなったかをめぐる検査であったため、検査期間が9か月にも及ぶ異例の長期にわたった。

この過程で、小川証券局長は、9月末までに再建計画を策定し、報告するよう求めた。それに対する作業は大幅に遅れ、山一が「経営改善計画について」と題する書面を大蔵省に提出したのは93年12月3日であった。その「改善計画書」では、ペーパー会社及び海外の含み損（簿外債務）の存在については触れられず、それらが存在しないことを前提とするものであった。

オフバランスの含み損（簿外債務）をディスクロースしようとしぬ上層部の対応に危機感をもった藤橋企画室長及び企画室付部長は、含み損も対象にした上で徹底的に議論して対策をたてるべきであると考えて、常務以上の役員を対象にした合宿を95年8月に計画した。しかし、三木社長は、行前社長と同様に、簿外債務の処理は収益の拡大で解決すべきであり、もしそれを償却すれば自己資本比率は120%を割ることは確実で、現状の体力では厳しいという理由から結局この合宿は実現しなかった。このように、山一は大蔵省の検査に対して、含み損（簿外債務）に関する虚偽の報告を行い、また自らもその処理を徹底して先送りしていった。

大蔵省と監視委の検査に関する問題点は、次の事情によく現れている。両者は93年2月に定例検査を行い、同年10月22日付けで「検査結果通知書」を、11月15日付けで大蔵省証券局長名の「改善指示書」（「検査結果通知書」で指摘した問題点の改善指示）を山一に提出した。この

19) 以上については、山一証券『社内調査報告書』、83～84ページ、『誰が会社を潰したか』、194～200ページ、『元東急百貨店役員の特別手記』、『山一証券消滅の全記録』（『東洋経済別冊増刊』No.93、1998年4月25日）以下、『山一証券消滅の全記録』と略記する）、38～41ページ、『山一証券破綻と危機管理』、286～291ページを参照した。

「検査結果通知書」及び「改善指示書」には、「簿外債務」に直接つながった取引において「不適正・不適切な取引」があったことを指摘している。しかし、大蔵省は「不適正・不適切」という指摘をしたに止まり、それ以上の追及を行っていない。そして、山一もその指摘に対して「簿外債務」の発覚を逃れるために、「改善報告書」に虚偽の事実を記載し、それでこの問題は終わっている。

ここに、大蔵省・監視委の検査の甘さがよく現れている。ではなぜ、大蔵省と監視委は徹底して検査することをしなかったのか。一説によれば、山一の飛ばしを徹底して調べれば引っ込みがつかなくなり、深追いをしたくなかったのであろう、ということである。

山一の飛ばしをなぜ発見できなかったのかという疑問に対して、大蔵省は、検査人員の不足に典型的に見られる体制の不備を挙げたり²⁰⁾、91年当時何度かマスコミがこの問題について記事を書いており²¹⁾、それを無視することができず、監視委が山一にそのことを問いたすが、そのたびに返事は全面否定であり、それ以上追及できなかったことを挙げている。だが、以上に述べてきたことからすれば、山一の飛ばしは、松野証券局長以降の歴代証券局長によって封印されてきたのではないかという疑念は拭き切れない。これで果たして、監督官庁として大蔵省はその責任を果たしたと言えるであろうか²²⁾。

(3) 大蔵省の責任回避

1961年をピークとする証券ブームの崩壊の過程において、登録制から免許制への移行が議論され、1965年10月施行の改正証券取引法によって、1968年4月から免許制が導入されることになった。この免許制の導入は、「証券会社を潰せば大蔵省の責任になる」という覚悟をもって行われた。大蔵省が改正証券法の施行から免許制の導入まで3年間の期間を置いたのは、以上の責任を果たす必要から、免許制移行のための「体制整備期間」と位置づけたからである。その結果、既存の証券会社は、きびしい免許制の基準をクリアしなければならなくなり、結局国内の証券会社の数は3年間で半分以下に減少した。

したがって、生き残った証券会社にとって、免許制は新規参入にとっての障壁としての役割

20) 確かに、日本版 SEC である証券取引等監視委員会の陣容は、アメリカの SEC の 10 分の 1 であり、これで金融自由化時代にどれだけ「市場の番人」としての役割を果たせるかという疑問が指摘されている(「証券事件を司る機関」『山一証券消滅の全記録』, 78 ページ)。

21) 例えば、「出直せ!証券会社 問われる自浄能力」『週刊東洋経済』1991年10月26日号や「山一証券『口が裂けても言えない』本当の赤字額」『金融ビジネス』1991年11月号では、10月15日から始まった証券不祥事に関する行政処分で、「みそぎ」が過ぎたかにみえた時期に、山一証券の飛ばしや宇宙遊泳による損失補てんとその結果として発生した巨額の含み損の実態を解明している。

22) 以上については、山一証券『社内調査報告書』, 89~94 ページ、『誰が会社を潰したか』, 201~204 ページ、『山一証券破綻と危機管理』, 291~295 ページを参照した。

を果たすことになり、既得権益を享受できる体制としての意味をもつようになった。さらに、固定手数料制は、証券会社の収益基盤を支えた。この免許制と固定手数料制に守られた証券会社は、日本の経済成長と株式持合いによる株価の長期持続的な上昇によって、株式市場が活況を呈した70年代から80年代にかけて、大した経営戦略を練ることもなく、容易に経営規模を急速に拡大することができた。

確かに、免許制は、支店開設、新商品の開発、新規事業の展開、配当、会計基準など、経営のあらゆる側面で許認可権限を持つ大蔵省の裁量行政が幅を利かすようになり、証券会社の経営の自由を奪っていった面はある。しかし、証券会社にとって、免許制は他方で既得権益を享受できる体制であることから、大蔵省による裁量行政を拒絶するどころか、積極的に受け入れようとした。株価が上昇し続ける限り、大蔵省の行政指導に従ってさえいけば、株式の売買を繰り返すことにより、収益は保証されるからである。こうして、証券会社の経営者は、自ら考え、判断する能力を失っていった。経営環境の変化に合わせて絶えず新たな経営戦略を模索するよりも、単なる量的規模の拡大に奔走した。

この両者の関係を裏返してみれば、監督官庁としての大蔵省の問題点が見えてくる。大蔵省は、監督官庁であるにもかかわらず、許認可権限を基礎とした業者行政と裁量行政により、証券会社との癒着を次第に強めることになる。不正を厳しく取り締まることを怠り、問題があれば事前に内密に処理するという証券行政を行うようになった。その一端は、先程の山一証券の甘い定例検査に示されており、不正を徹底的に暴くというコーポレート・ガバナンスの観点を喪失していった。

90年代に入り、戦後一度も経験したことがない長期にわたる株価の暴落と低迷という状況に直面した大蔵省は、金融・証券市場の国際化、グローバル・スタンダード化、規制緩和による市場メカニズムが作用する新たな時代への対応に苦慮することになる。その苦し紛れの対応は、金融ビッグバンの政策に盛り込まれることになる。

大蔵省はその自己意識を新しく変える時間的余裕を与えられないまま、証券取引審議会（蔵相の諮問機関）の総合部会における97年6月の最終報告で、手数料の自由化と免許制から登録制への移行を打ち出した。それは、これまでの不透明な裁量行政・事前行政から市場メカニズムを基礎とした事後行政への転換を意味する。この180度の方向転換は、金融ビッグバンの理念に沿わなければならないという義務から生じているが、完全な意識改革ができないままの転換である以上、証券会社を監視・監督する自信を失った大蔵省の責任回避とも言える。だが、大蔵省を最後まで信頼し、自己判断能力を失った山一証券は、最後に大蔵省に裏切られることになる²³⁾。

23) 以上については、『誰が会社を潰したか』第11章、『山一証券破綻と危機管理』、58～67ページ、173（次頁に続く）

破綻への迷走 市場メカニズムの圧力

(1) 総会屋への利益供与事件と人事の刷新

山一証券の経営は、総会屋への利益供与事件が発覚した1997年夏以降、一気に深刻さを増していった。7月30日に山一は東京地裁特捜部の強制捜査を受け、その責任を取って8月11日に会長の行平と社長の三木ら十一人の役員が退任した。後任社長には個人営業畑の長い専務の野澤正平が、会長には同じく専務であった五月女正治が就任した。営業畑の出身者が社長に就くということは山一では初めてのことであり、異例の抜擢であった。

社内には、後任人事をめぐって、過去の経営を完全に断ち切らなければ山一の再生はないという点から、行平、三木の影響力を完全に排除しようとする動きがあったが、人事権を握っている行平は、自らの経営への影響力を失った場合、巨額の含み損(簿外債務)を隠し続けてきたことの責任を追及されるのではないかという危機感から、8月11日の役員人事を一人で決断した。

社内では大幅な役員人事の刷新を求める空気が大勢を占めており、総会屋への利益供与事件や含み損(簿外債務)の隠蔽とは関係が薄く、しかも山一始まって以来の営業畑出身の野澤を社長に決めた。しかも行平にとって御しやすい穏健派であることも、彼を選んだ大きな要素であった。そして、行平、三木を含めて辞めていく専務以上の役員は、新しい執行部を支えるという名目で顧問の肩書で居残ることにした。大幅な役員人事の刷新という社内の空気を汲み取りつつも、旧経営陣の影響力をも温存するというバランス人事を採用した。この期に及んで行平は、山一の経営を抜本的に刷新するという観点からではなく、自己保身を優先した人事を行ったことになる。

さらに、行平と三木は、社長後退に際して、野澤に簿外の損失についての引き継ぎを一切しなかった。野澤は社長に就任して5日後に、企画担当常務の藤橋、財務担当常務の渡辺からの報告でその存在を初めて知ることになる。彼は、その報告を聞いて愕然とした。そこですぐに、藤橋、渡辺らに対して、含み損の発生の経緯や損失の帰属を明確にする調査とともに、含み損の償却方法を中心とする経営改善計画を策定するためのプロジェクト結成を命じた。

プロジェクトチームは、調査の結果総額2600億円の含み損が存在するという深刻な事態を把握した。2600億円という数字は、過去最高の決算を記録した90年3月期の営業利益とほぼ同じ規模である。だが、直近の97年3月期の営業利益はわずか15億円ですぎない。しかも山一ファイナンスの不良債権処理を支援した結果、最終損益では1647億円という巨額の赤字を計上した。

こうした状況のなかで、簿外の損失を一気に表面化させれば、証券会社の財務の健全性を示す自己資本比率はデッドラインの120%を割り込み、大蔵省によって営業停止に追い込まれることになる。含み損の処理は新たな資本注入と抱き合わせで考える必要がある。そこで、資本対策としては、メインバンクである富士銀行からの支援と外国金融機関との資本提携に最後の生き残りの道を切り開こうとした²⁴⁾。

(2) 富士銀行からの支援と外国金融機関との資本提携

97年10月6日、山一証券の渡辺常務と沓沢顧問が、資本面での協力を依頼するためにメインバンクである富士銀行を訪問した。ここで初めて、2600億円の含み損の存在を報告した。富士銀行は即答を避け、特別プロジェクトチームを編成し、ほぼ1か月にわたって富士銀行と山一証券で共同作業が行われた。こうして富士銀行は、自らの対応を決定するために、山一グループの財務状態などの調査を開始し、簿外の含み損の実態や資産状況を把握した。

しかし、富士銀行は山一の支援要請に対する態度を決めかねていた。ようやく11月11日に、富士銀行から極めて厳しい支援条件が提出された。その支援条件は、富士銀行の劣後ローン支援は他行が同調して800億円全体が仕上がるのが前提。富士銀行の劣後ローンの上限は250億円。追加はない。既存貸し出しの無担保部分の担保保全を早急に行う、というものであった。つまり、富士銀行としては、250億円までなら劣後ローンを出してもいいが、そのための条件は、他行との協調融資が前提であること、さらに山一グループが新たな担保を差し出すこと、という内容である。山一が望んだ支援からすれば、ほとんどゼロ回答に等しい内容であった。

11月14日、追い詰められた野澤社長が渡辺らを伴い、富士銀行の山本頭取を訪ねて再度支援を要請した。だがそれに対する山本頭取の回答は、「全面協力ではなく、限界ある協力と理解してもらいたい。つまり、担保に見合った範囲で力になりたい」という非常に冷たい態度であった。こうして、山一は最後まで最も頼りにしていた富士銀行からの支援を受けることはできず、資金繰りは厳しくなっていった。

このように、富士銀行が山一を救済できなかった理由としては、富士銀行自身が不良債権処理で体力が低下していたことがあり、さらにそれ以上に厳しい状況にあった同一グループ内の安田信託を救済しなければならないということもあった²⁵⁾。芙蓉グループの社長会である芙蓉会は1966年に結成されたが、このほかに芙蓉懇談会がある。芙蓉グループとは厳密にはこの

24) 以上については、『誰が会社を潰したか』第1章を参照した。

25) 富士銀行の厳しい経営状態については、溝上幸伸『富士銀行危機の真相』（あつる出版社、1998年）第1章を参照されたい。

芙蓉会メンバー(29社)をさしており、安田信託はそのメンバーである。それに対して、山一は芙蓉懇談会(加盟72社)のメンバーで、言わば外様にあたる存在である。ここに、富士銀行は、安田信託は救済したが、山一に対しては冷たい態度をとった理由がある。

山一は、富士銀行に対する支援要請と同時に複数の外国金融機関との資本・業務提携に向けた努力を懸命に行っていたが、いずれも提携合意には至らなかった。9月下旬には、コメルツ銀行と、10月中旬にはクレディ・スイスグループと、10月下旬にはINGグループと、11月中旬にはメリルリンチと、11月下旬には再度コメルツ銀行と提携について接触を重ねてきた。

そのなかでも提携先の最有力候補は、山一と投資信託の販売などで密接な関係にあった、クレディ・スイスである。10月中旬には、来日したクレディ・スイスの会長らと野澤社長らが会食している。当初、クレディ・スイス側は前向きであったが、富士銀行の支援に期待をかけていた山一側は、決断を下すことができなかった。回答を引き延ばしているうちに、アジア通貨危機、三洋証券の破綻などで日本の金融・資本市場を取り巻く環境は悪化し、クレディ・スイスは日本への本格的な進出そのものに、次第に消極的になっていった。そして、11月17日には、クレディ・スイスは交渉打ち切りの最後通告をしてきた。そこで急きょ、メリルリンチにも正式に話を持ちかけたが、失敗に終わってしまう。こうして山一の資本対策は完全に挫折し、以後資金繰りがますます厳しくなっていった²⁶⁾。

(3) 市場メカニズムの圧力

富士銀行からの支援協力や外国金融機関との提携交渉が行き詰まりをみせるなかで、山一はマーケットでも信用を大きく失っていった。11月3日には三洋証券が上場証券会社として初めて会社更生法の適用を申請し倒産した。これによって、三洋証券はインターバンク市場でデフォルトを引き起こした。インターバンク市場は、金融機関間の資金繰りをスムーズにしていたが、それがこのことをきっかけにもはや機能しなくなり、金融機関は資金の提供を渋りはじめた。まさに、信用の崩壊である。こうした状況のなかで、11月17日には北海道拓殖銀行は、資金繰りがつかず経営破綻することになった。政府が「絶対に潰さない」と国際公約していた大手銀行の一角が破綻するに及んで、金融市場はパニックになった。

また、11月6日に、アメリカの格付け機関であるムーディーズが、「山一証券の格下げを検討する」と発表した。ムーディーズの格付けは、発行する会社の依頼に基づかない、いわゆる勝手格付けである。ムーディーズは、格付け機関のなかで最も機動的かつジャーナリスティックな判断をしていた。十分な財務面の分析から入るS&Pとは対照的である。影響力のある格

26) 以上については、山一証券『社内調査報告書』第5章、『誰が会社を潰したか』第2章、「山一を見放した富士銀行」『山一証券消滅の全記録』、56～57ページを参照した。

付け機関であると、自分の判断が与える影響の大きさを考慮して格付けの変更に慎重になると考えるが、ムーディーズの場合は、むしろ率先して判断を提供するところに存在意義を見いだしているところがある。いずれにせよ、その影響力は市場にとって決定的であった。山一の経営不安の噂は日増しに強まっていった。その不安を増幅したのが、山一株の急落である。10月には250円前後で推移していた山一の株価は、11月の第一週には200円を切り、第二週には150円を切るという具合に、急落するようになった。11月21日の夕方、ムーディーズが山一の社債格付けを一度に3ランク下げたことを、つまり投資不適格債の最低ランクにすることを発表した。これにより週明けからの国内外における山一の資金繰りに重大な影響を及ぼすことが必至となった。こうして、山一は市場メカニズムを通じたコーポレート・ガバナンスの影響により、崩壊寸前の状態に陥った²⁷⁾。

(4) 大蔵省による自主廃業の宣告

11月14日、山一証券の野澤社長は、富士銀行の山本頭取から資金援助について厳しい回答を聞かされ途方に暮れ、最後の抛り所としてその日の夕方、大蔵省を訪問した。そこで初めて、約2600億円の「含み損」が存在することを報告し、富士銀行の資金援助が得られないで資金繰りに窮していることを伝えた。その時には、長野証券局長は、「もっと早く来ると思っていました。話はよく分かりました。三洋証券とは違いますのでバックアップしましょう」と答えたとされている。

野澤社長の大蔵省訪問と同じ時間に、五月女会長らは日銀をも訪問し、大蔵省への報告と同じ内容を伝えた。15日、16日には、大蔵省に呼ばれ、藤橋常務と経理部長らが、含み損の概要、会社再建策、支援先の状況、外資との提携などについて詳しい説明をした。さらに、17日には、野澤社長、藤橋常務が証券取引等監視委員会へも赴き、含み損についての報告をしている。

野澤社長が大蔵省を訪ねたわずか5日後の19日、再度証券局長を訪問した時には、長野証券局長の態度は豹変していた。長野証券局長は、「感情を交えずにタンタンと言います。検討した結果は自主廃業を選択してもらいます。社長に決断していただきたい。金融機関としてこんな信用のない会社に免許を与えることはできない。」「会社が待ってくれと言っても、大蔵省は独自に『簿外債務』について11月26日に発表します。」と述べたとされる。

そして、翌20日に再度、野澤社長、藤橋常務、弁護士二人で訪問した時にも、弁護士二人が、大蔵省の支援をお願いしたい、26日の発表を延期してほしいと申し入れたのに対し

27) 以上については、山一証券『社内調査報告書』第5章、『誰が会社を潰したか』、60～62ページ、『決断なき経営』、56～62ページ、92～95ページを参照した。

て、長野証券局長は次のように答えたとされる。「昨日、自分と野澤社長が会って話したことが代議士周辺から漏れている。山一から漏れたとしか考えられない。26日まで待てない。24日にも大蔵省が発表するので準備してもらいたい。」「顧客の資産の払い戻し資金については、大蔵省主導で特別の金融措置をとるつもりです。これらのことは内閣の判断です。」

こうした状況のなかで、大蔵省として取りうる対応はいくつかあったであろうが²⁸⁾、結局、大蔵省にとって巨大証券を破綻させるあり方として最も都合がよかったのは、自主廃業によって経営のけじめを強制的につけさせることによって自らの責任を回避し、同時に日銀特融を発動して市場の不安を極力抑えるという方法であった。

では、わずか5日の間に態度が豹変したのはなぜであろうか。その間に生じた大きな変化は17日の拓銀の経営破綻である。これによって、金融市場はパニックに陥った。この市場の急変により、早急に結論を出す必要に迫られたのではないかと考えられる。

しかし、その背後には、金融ビッグバンの改革のなかで、長野証券局長自身がその旗降り役を務めていたという事情がある。彼は、「自由化で競争が激化すれば淘汰される業者が出るのは当然だ」と常々そう話していた。90年代における株式持合いの解消による安定株主比率の低下、大蔵省のかつての頼みの綱であった救済合併と資金援助を担う大手金融機関自体の体力の大幅な低下、外人投資家の日本での活発な動きのなかで、市場メカニズムの圧力は大蔵省の護送船団行政の限界を決定づけていたと言える。

いずれにせよ、22日(土)には日本経済新聞が朝刊で「山一自主廃業へ」という記事を掲載し、その日の午前10時には、長野証券局長が記者会見を行い、山一には2000億円を越える簿外債務が存在する疑いが濃厚となり、24日には結論を出してほしい、と語った。これを受け、山一は、24日(月)の午前6時から臨時取締役会を開催し、自主廃業に向けた営業停止等が決議され、伝統のある山一証券が消滅することが決定された²⁹⁾。

(5) 自主廃業決定後の曲折

山一の社員約7300人のうち、1600人余りの社員がメリルリンチに再就職することになり、98年2月12日に「メリルリンチ日本証券」が設立された。そして、この設立を前後して、山一は全店舗の閉鎖と社員の解雇を行った。残務は710人の社員を再雇用して「清算業務センタ

28) 長野証券局長は、この時点で取りえた対応として三点を挙げている。白馬の騎士に頼ること。しかし、この可能性は低かった。会社更生法の道を探ること。しかし裁判所に相談するとそれも難しいとのことだった。最後の選択は、自主廃業である。以上については、「長野慶士夫大蔵省証券局長が語る 山一が『自主廃業』した本当の理由」『山一証券消滅の全記録』、18~19ページを参照されたい。

29) 以上については、山一証券『社内調査報告書』第5章、『誰が会社を潰したか』第3章、『決断なき経営』、22~23ページを参照した。

一」に引き継がれることになった。

自主廃業に関しては、当初、山一は98年6月の株主総会で、会社解散の承認を得たうえで証券免許を返上し、任意の会社清算に持ち込むシナリオを描いていた。しかし、出席者が定足数を満たすことができず、自主廃業を断念せざるを得なくなった。結局、会社清算の法的手段として選んだのが、破産法の適用であった。そして、ついに99年6月2日、東京地裁は自己破産を申請していた山一に対して、破産を宣告した。

山一が作成した5月21日時点の清算貸借対照表によると、負債総額は5100億円であり、このうち96%を占める4890億円が日銀の特融残高となっている。債務超過は1602億円なので、山一は日銀の特別融資を自力で返済することができなくなった。大蔵省は、山一が自主廃業を決定した97年11月時点では債務超過であることを確認できないまま、蔵相の談話で「寄託証券補償基金（法改正で現在は投資者保護基金）の充実」などを約束して、日銀に特融を要請した経緯がある。しかし、同基金の残高は330億円にすぎない。このように、山一に対する日銀特融の返済問題は、証券会社の破綻に備えた「セーフティネット」の不備を浮き彫りにした結果となった³⁰⁾。

おわりに

以上において、山一証券の経営破綻の諸要因を、「金融機関とコーポレート・ガバナンス」の観点から考察してきた。その結果、まず第一の要因として、昭和30年代に確立した「法人の山一」という過去の成功体験に基づく経験主義を挙げなければならない。戦後、「証券民主化による大衆化路線」により、個人投資家が売買の主流をなし、野村證券はこうした経営環境の変化を的確に読みリテール戦略を展開していくが、山一はその転換に5年の遅れをとった。

しかし、問題は戦略転換が遅れただけではない。それ以降も、リテール戦略を展開しつつも、依然として「法人の山一」に固執し続けた。それは、経営組織上の問題にも反映しており、1980年代半ばに経営戦略の転換をめぐる派閥抗争があり、「法人の山一」という伝統にしがみついた主流派が勝利し、戦略転換の機を逃す結果となった。そして、この事件を契機に、1970年代初頭以来形成されてきた主流派が社内で決定的な影響力を持つようになり、もはや社内でのチェック機能が発揮できない状況が生まれてきた。これが第二の要因であり、コーポレート・ガバナンスに関する問題である。

第三は、この社内のチェック機能の喪失が、1980年代後半以降の飛ばしによって発生した「含み損（簿外債務）」を隠蔽するという組織的犯罪を引き起し、それが山一の信用を決定的に失墜

30) 以上について、北澤正敏『概説現代バブル倒産史』（商事法務研究会、2001年）、268ページ、270～271ページを参照した。

させ、経営破綻へと導くことになった。

以上は、社内組織上のコーポレート・ガバナンスの問題であるが、それ以外に外部のステーク・ホルダーとの関係も考察の対象に入ってくる。とりわけ金融機関の場合には、金融当局である大蔵省証券局および証券取引等監視委員会のチェック機能も大きな問題となるが、この点も山一証券の経営破綻の一要因として分析した。これが第四の要因である。そして最後に第五の要因として、金融ビッグバン以後の護送船団行政の限界と証券市場における市場メカニズムの圧力というチェック機能についても、山一証券の経営破綻の一要因として作用したことを明らかにした。