

## 山一証券の蹉跌と環境変化

小林襄治（日本証券経済研究所）

1975年の米国手数料自由化や1986年英国ビッグバンなどで米英の証券業者は大きく変貌した。とくに英国では、伝統的主要業者（マーチャントバンク、ブローカー、ジョバー）はほとんどすべて消滅した。

日本の証券業者は1980年代には好調な環境に恵まれ、免許制以降の保護育成策（新規算入規制・店舗規制・固定手数料等）もあって、高収益を享受し、多くの中堅証券会社が総合証券会社となり、上場を果たした。しかし、90年以降に環境・規制は一変する。

山一の1997年破綻（自主廃業）をめぐって多様な説がある。投機的遺伝子（鈴木）、4社の地位維持（橋本）、経営・組織体質（石井、河原、伊藤修等）、思い込み経営（飯田）、ガバナンスの欠如（佐賀）。「飛ばし」が直接の原因であるが、特定の要因に破綻の原因を絞るのは無理がある。ストーリーの展開が期待されるのが歴史記述であるが、虚構も多い。

1980年代の山一の拡大は、横田社長の下で「グローバルな総合金融会社」を目指し、「開拓路線」を邁進した。中堅企業や法人セクターの「開拓」が目指されたが、バブル期には本社「事業法人部」による、特金の獲得への依存を強め、「事業法人部」は幹事役（お世話役）からブローカーへ「変質」した。「開拓」に際しては、窓開け商品（転換社債等）が強調され、「特金」は担当者個人扱いで、組織的に管理されなかった。

NTT株売出しなど、リテールの急拡大には経験の浅い大卒女性営業員とAT化（ファミコン・トレード等）に頼り、投信依存体質を強めた。

1980年代半ば、銀行の公共債ディーリング開始とともに、債券ディーリング部門の収益は悪化した。92年の金融制度改革に伴う銀行の証券子会社の誕生は引受手数料を低下させ、社債引き受けは儲からないものとなった。

「グローバル化」は海外支店等の拡大を進めるが、好調な国内営業で、国際部門の収益は上がらなかった。東証の会員権開放は、90年代以降が示すように、外国人投資家の獲得をめぐる競争を強めた。

1980年代末から規制強化の動きは強まり（インサイダー取引規制、5%ルール等）、金融制度改革も進む。90年代に経済環境は一変した。損失補填・不祥事は規制強化の動きを強め、証券会社にも自己資本比率規制が加わった。

「シナリオ相場」の終焉は新たな営業方針を必要としたが、「自主営業」では対応できなかった。一般社員と幹部の意識のずれも顕著であった。三木社長はアカウントビリティ・プロジェクト（給与体系の改革）、本社ビルの建設、「草の根運動」を進め、「大口顧客稼働」と「支店自主営業」に期待した。変化した環境・規制の下でのビジネスモデルを構築することはできず、場当たりの対応に終始した。