

六月一三日、証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会の三つの報告書が公表された。日本版ビッグバンに関する報告書が出そろったのである。その概要については新聞雑誌などに掲載されているので、改めて繰り返す必要はないだろう。ここで問題にしたいのは、全体として、日本版ビッグバンは何をめざそうと言う改革なのか、その理念である。そのことは、なお積み残しになっている論点、とりわけ解禁が検討されている金融持株会社のあり方等について、どのような決着が図られるべきか、その方向性を左右すると思われるので、以下、簡単に整理してみた。

(1)

### 1 金融ビッグバンの二つの理念

今回の金融ビッグバンについては、当初から、その対象とする範囲があまりに広いため、理念がはつきりしないという印象があった。例えば、アメリカのメーデー（七五年証券諸法改革）やイギリスの八六年ビッグバンと比較してみよう。これら両国における改革の中身は証券取引所の規則改正であり、取引所を中心とする証券取引システムに競争原理を導入することが目的である。したがって市場自体の競争力強化を狙ったものであることは明白である。

これに対し、今回の日本版ビッグバンにも、もちろんそのような内容の改革案が含まれてはいる。例えば、証券番の報告書では、①投資対象の多様化、自由化（資産証券化商品の国内での発行・販売を可能にするための法整備や店頭デリバティブの解禁等）、②信頼出来る効率的な市場づくり（市場集中義務の撤廃、場外取引の自由化、店頭登録市場の改善など）、③手数料自由化、④仲介業者間の競争促進（免許制から登録制への移行、持株会社を通じた銀行、証券等への相互参入）と業務の自由化等が唱われている。投資対象の多様化と執行市場間競争の導入によって、投資家、発行者の選択肢を広げ、仲介業者の競争促進と自由な業務展開により顧客ニーズにあったサービス提供で効率の良い証券市場をつくっていかう、市場自体の競争力を高めようという理念が見取れるのである。

ところが、他方では、銀行、証券等の相互参入を通じて金融コングロマリットを作り、日本の金融機関の国際競争力を強化するのが目的と言う別の理念も垣間見えるのである。たとえば金融制度調査会の報告書では、金融持株会社の解禁、業態別子会社の業務制限の撤廃、銀行による投信窓版の解禁などが盛られており、全体として、大銀行を中心とする金融コングロマリット化を通じて銀行の競争力強化を図りうる状況を作ろうとしているようにみえる。

(2)

今回の証券報告書をまとめられた蠟山昌一教授（大阪大学）は、日本版ビッグバンの理念をめぐって、①「証券化」の流れを念頭に置いて、信頼に足る効率的な証券市場を改めて創成することが基本とする認識と、②規模は大きい競争力の面で劣る日本の金融機関の国際競争力を強化する観点から専業主義、分野調整を改め、金融機関に多様な選択の機会を与えることを強調する、このような二つの基本認識があったと指摘される<sup>(2)</sup>。

もちろん、この二つの基本認識、理念は教授も指摘されるように一定の条件が満たされれば併存可能であるかもしれない。しかし、持株会社はそもそも、市場自体における競争を制限するものであるとの理由で禁止されて

きたのである。その解禁によつて金融機関の競争力を強化しようとする後者の基本認識、理念は、証券市場における市場機能の向上、市場自体における競争原理の徹底をめざそうという前者の基本認識、理念と一見すれば矛盾している。もちろん、持株会社を利用することによる相互参入は競争単位を増やすから競争促進効果はあるだろうが、銀行の影響力により競争が歪められるとする意見も多い。はたして二つの基本認識は両立できるのか、できるとするとその条件とは何か。

これは、一言でいえば金融や証券の世界における「競争」とか「国際競争力」ということをいかにとらえるか、という点にかかってくる問題である。すなわち、今回の金融ビッグバンにおいて金融・証券という世界における競争政策は、本来いかなるものとして位置づけられるべきか、という問題に帰着する。そして、この点についてもアメリカとイギリスでは、我々が参考にすべき先例を既に提示しているのである。次にそれを見よう。

## 2 競争政策の変更とメーデー、ビッグバン

周知のように米の七五年メーデーや英の八六年ビッグバンは、それまで証券取引所が手数料を決め（固定手数料制）、また取引所への取引集中義務などの規則を会員業者に課してきたことととらえ、それは一種のカルテルで競争制限的だから、撤廃すべきであるとの批判を受けて、証券取引所みずからこのような諸規則・ルールを改正したことを指すのである。

これには前史があつて、アメリカでは六〇年代から裁判所その他でニューヨーク証券取引所（NYSE）の規則がカルテルで競争制限的であるという批判が出始めていたのである。その経緯についてはセリグマンが詳細に跡づけているが、そこで指摘されている独禁法違反の疑いのあるNYSE規則とは、①市場情報の外部への提供禁止、②市場集中義務、③固定手数料制の三つであつた。

またイギリスでは一九七六年に日本の独禁法にあたる制限的取引慣行法が改正された。改正の内容は、それまで製造業だけに適用されていたこの法律の範囲を非製造業にも広げたことであつた。その結果、ロンドン証券取引所（LSE）の規則がカルテル違反として浮かび上がったのである。ここで問題視されたのは、①固定手数料制、②会員業者への外部からの出資制限（会員権を不当に制限していると解釈された）、③ブローカーとジョッパー（ディーラー）の分離などのLSE規則であつた。そこで、八三年、LSEは手数料自由化や会員業者への出資制限撤廃、ブローカーとディーラーの兼営を認めるなどの規則改正を約束する代わりに引き続き独禁法の適用除外扱いを認めてもらう妥協策が成立した。これに基づいて八六年に行われたLSEの規則改正をビッグバンと呼んでいるのである。

以上のように、六〇年代中頃からアメリカ（後にはイギリス）において独禁法の適用対象が製造業から非製造業へと広がりを見せたのである。すなわち、この時期から、預金利子をはじめとする銀行界の慣習、証券、航空、鉄道、通信、電力など一種の公益産業と考えられてきた産業分野——日本のように独禁法の除外団体と明記してあるか否かは別として、一種の公共的独占として独禁法の適用除外扱いにされてきた産業分野——が独禁法の適用対象にされてしまった。その結果、民営化されたり、会社を分割される業種もでてきた。あるいは、証券取引所の場合のように、以前と同様に独禁法の適用除外団体であることを認めつつも公共性に関係のない諸規則、ルールは独禁法の対象として厳しく審査する方向に変わってきている。このようにみると、六〇年代中頃から、アメリカを先頭に競争政策が大きく転換し始めたのは明らかである。

問題は、どうしてこの時期にこのような競争政策の変更が現れたか、である。この問題について満足のいく論

理整合的な説明は寡聞にして聞かないが、おそらくこの時期から先進諸国では重厚長大の製造業が競争力を失い、非製造業における競争力強化を促すため、競争政策を意識的に変更しはじめたのではないかと思われる。とりわけ、通信や航空、金融、証券といった分野の市場はグローバルに展開する性格を持っており、この市場の競争力の強化は即、国際競争力強化につながり、国益にも合致することになるのである。

しかし、ここで注意しなければならないのは、競争力を強化すると言っても、産業保護政策的な意味での競争政策ではなく、その反対であることである。そもそも非製造業では、公共的な産業が多いことから、公共料金の設定とか、新規参入の制限とか保護的な扱いが行われてきたのであり、それでは国際競争力強化には役に立たない、という認識から出発しているのである。

### 3 今後の日本の進路と競争政策

証取審報告書にみる理念は、これに通じるものがある。手数料自由化や市場集中義務の撤廃、免許制から登録制の移行は、仲介業者や証券取引所などの当事者から見れば非常に厳しい政策ではあるが、それは市場自体の競争力の強化に通じるものがある。そして、現在わが国がおかれている現状から考えて、今こそ市場自体の競争力を強化しておかなければならない国益上の必要性がある。

日本を中心にしてグローバルに経済状況を見ると、今後の最大の成長地域が中国であることを誰も否定できないであろう。したがってわが国としては、国内の産業構造を高度化させ、中国を含むアジア全体のなかの地域内分業を主導する立場に立つことこそが、今後の日本の活路を開くことになる。この観点から見ると、国内的には新しい産業をファイナンスしやすい市場、対外的には中国をはじめとするアジアの国が必要とする資金調達を仲

介しやすい市場にすることは国益に合致することである。それはまた、資産選択のフロンティアを広げ、個人金融資産二〇〇兆円の有効活用にも通じる。これこそ、今回の金融ビッグバンの第一の目的といわなければならない。

ところが、さきほど述べたように、日本版ビッグバンにはもう一つ、日本の金融機関の競争力を強くするという目的も見取れるのである。我々は日本人であるから、今後厳しくなる競争の時代に、出来れば日本の金融機関に勝ち残ってもらいたいと思うのは人情である。しかし、金融ビッグバンの第一の目標、「市場自体を強くする」「市場機能の向上」という理念と「金融機関の国際競争力の強化」という理念は必ずしも両立しない。それはイギリスを見ればわかることであって、ロンドンが栄えているが、ビッグプレーヤーはアメリカの投資銀行であり、イギリスの大手業者はドイツ、スイス、オランダの大陸系ユニバーサルバンクに買収されてしまったのである。

そして、繰り返しになるが、金融、証券の分野では産業保護的なやり方では市場自体の競争力は強くならない。したがって、今後、金融コングロマリット化の手段である金融持株会社解禁にかかる法律上の手当については、それが真の意味で市場自体の競争力強化に資するかどうか、という観点から、検討されなければならない。

## 4 金融持株会社解禁の問題点

### (1) 持株会社一般にかかる問題点

金融ビッグバン関連の報告書が公表される二日前の六月二一日、独禁法改正案が通過した。施行は半年後の一月とされる。この結果、純粋持株会社が半世紀ぶりに解禁となった。ただし、金融持株会社については改正独

禁法一一六条により「別に法律で定める日までの間は」引き続き禁止されることになっている。したがって公正取引委員会が、金融持株会社にかかる金融関連業法の改正が独禁法の観点から問題ないと判断した場合に限って、この一一六条を削除し、名実ともに金融持株会社が解禁される手はずになっている。したがって、金融持株会社のあり方をめぐる問題点はお最終決着を見ず、これから検討される訳である。

それでは、金融持株会社に関してどのような問題点があるか。これまで指摘された点をまとめると次のようになる。①現行商法では持株会社の株主は子会社に対して権利行使が限定される。②現行証取法ではディスクロージャーが不十分である。③税制上、持株会社を利用すれば不利になる（抜け殻方式では資産譲渡に伴って膨大な税がかかるうえ、連結納税制が伴っていない）。④利益相反防止、リスク遮断、預金保険等セーフティネットの利益漏出の遮断、銀行の影響力遮断の観点からファイヤーウォール等の新たな措置が必要となる。はじめの三点は、金融持株会社だけではなく事業持株会社にも共通するが、最後の四項目については金融持株会社のみに関わる論点である。（このうち、税の問題は説明するまでもないので措くとしてよう）。

まず最初の二点であるが、これは具体的には持株会社になった場合に株主の権限が弱められるのではないか、という問題である。事業が持株会社傘下の子会社として分離されると、その所有者であるはずの株主の権限は間接的なものになる。またディスクロージャーという点でも、連結財務諸表を整備しておかなければ持株会社全体の事業のリスクが把握できにくくなる。これに関連して、企業会計審議会は企業決算を二〇〇〇年三ヶ月以降、単独中心から連結中心に変えることを決めたとされる。また連結対象の範囲を出資比率ではなく実質基準に変え恣意的に連結はずしをして粉飾決算まがいのことを出来ないようにすると同時に、子会社、関連会社の開示情報の充実もはかることとされている。

日本の企業経営の慣行からみて、純粹持株会社が解禁された場合に子会社が担う事業分野において、市場規律と自己責任が貫徹するのか、疑問に思われる節が多々ある。というのは、純粹持株会社こそ禁止されてきたけれども、事業会社も金融機関も他社株の保有は許されてきたのであり、子会社、関連会社を持っている大企業、金融機関はたくさんある。そういう企業、金融機関ではグループ内子会社、関連会社の独立性は保たれているとは言い難い。

たとえば、雇用調整は子会社・関連会社、系列先への出向という形をとることが多く、給与差額があればそれを本社は補填している。しかもこれまで日本の大銀行がしてきたことは、系列ノンバンクへの問題融資の付け回し、系列ノンバンクを始め破綻した子会社・関連会社の救済（「母体行主義」）である。このようなグループ内子会社の独立性の欠如を許せば、その業務分野における子会社の行動は市場規律からはずれることになり、他社との競争も適正ではなくなるだろう。

これは経営組織如何の問題ではなく、経営陣の経営マインドのありかた、それを誰がどのようにモニターしチェックするか、要するにコーポレートガバナンスのあり方の問題である。銀行のみならず、日本企業の経営者は日本的雇用慣行のなかで昇進してきた従業員であり、経営方針は株主利益よりもグループ全体としての雇用維持の方に偏りやすい。しかも株式持ち合いによつて株主による外部からのチェックは受けにくい構造になっている。したがって、持株会社の解禁の際には、このような日本の雇用慣行、株式持ち合いと結びついたコーポレートガバナンスの欠点について、これを是正する方向での手だて（先ほどみた連結決算制度の整備などはそれにあたる）が検討されなければならないであろう。

## (2) 金融持株会社特有の問題点

次に、金融持株会社特有の問題点であるが、これについてはさらに次の四点が問題となる。①銀行業務と証券業務は利益相反の関係にある。②銀行は決済システムの担い手であり証券業務のリスクを遮断する必要がある。これに関連して③銀行は預金保険や日銀信用等のセーフティネットの利益を享受しており、その利益が証券子会社への融資等の経路を通じて漏出すると競争条件が不均衡になる。④日本の銀行は株式持ち合いの中核を占めており、事業会社への影響力を証券子会社の営業に利用する可能性がある。

これらの弊害防止策としては、ファイアーウォールが証取法に盛り込まれているが(五〇条二の三、五〇条三等)、これを銀行法にも盛るべきであろう。また証券業務など他業を子会社におく銀行持株会社の場合にはセーフティネットの利益の漏出を防止するため子銀行の自己資本比率規制をもっと厳しくすることや持株会社に子銀行への資本注入義務を課す事も考慮してしかるべきだろう。また、金融持株会社解禁に際して、公正取引委員会は独禁法二一条(金融機関は他社株を発行済み株式の五%を超えて所有してはならない)の実質的な撤廃を提案している。すなわち、金融持株会社は金融機関ではないからこれに二一条を適用せず、しかも持株会社傘下の子会社が保有する他会社株の数量も合算しないという提案である。こんな事が認められれば、二一条は形骸化する。銀行持株会社の株式保有は傘下の子会社保有も含め合算してディスクロージ、これに五%ルールを適用すべきである。

なお、以上の論点は金融持株会社というよりも正確には銀行持株会社特有のものである。したがって、金融持株会社についても銀行持株会社と証券、保険持株会社は区別して論じられるべきであり、たとえば独禁法二一条のようにこれまで金融機関として証券会社と保険会社も包括してきた条項について見直しがすすめられるべきだろう。

## 5 小括

要するに、日本版ビッグバンの第一の理念は市場機能の向上、市場自体の競争力強化にある。それに逆行する措置は改革を台無しにするものであり、その観点から金融持株会社のあり方についても検討が加えられるべきである。

注

(1) 『金融財政事情』平成九年六月三三日

(2) 蠟山昌一「経済教室—ビッグバンと経済改革の行方」『日本経済新聞』平成九年六月二五日号。

(3) 紹介すると、以下の通りである。①NYSEが、会員業者に生の市場情報を直通電話、ファックス等で外部の非会員業者に提供することを禁止した事件(一九六三年、最高裁が当該行為を集团的ボイコットと断定)。②店頭ディーラーがNYSE規則三九四条(市場集団義務)を独禁法違反として提訴することを証券取引委員会(SEC)に通告(一九六四年)。③固定手数料制を独禁法違反として争った訴訟につき、最高裁は固定手数料制の合理性如何の審査権限はSECにあるとの理由で上告を棄却(一九六六年、ただし最高裁長官は上告を受け入れるべきであるとの少数意見を表明)。(Seligman, Transformation of Wall Street. Northeastern University Press. 1995.)

(4) ただし、事業会社には保有総額の上限制があり、金融機関には発行済み株式数の五%未満(保険会社は一〇%未満)という保有比率規制がある。