

純粹持株会社の構造と經濟的機能

相 沢 幸 悦

一、持株会社解禁の必要性

我が国における金融制度改革の方向として、銀行業と証券業という性格の異なる業務を本体で兼営するユニバーサル・バンク制度は、顧客の利便性が高まるなどの長所もあるものの、インサイダー取引が行われやすくなるなど、それ以上に深刻な問題を内包している。そう簡単に移行できない。それに対して、金融持株会社方式は、純粹持株会社の傘下にさまざまな種類の金融機関を抱

えるので、それぞれの子会社は、兄弟会社として対等になるとともに、子会社間に厳格なファイアーウォールを設定することにより利益相反を回避することが比較的容易となり、しかも、顧客に幅広い金融サービスを提供することができるという点で、改革五方式の中では相対的にすぐれた制度である。

しかし、我が国の戦後政治の根本を規定している「憲法」第九条とともに、もうひとつの九条といわれる「独禁法」における純粹持株会社の禁止は、戦後我が国の民主化の根幹をなすものであ

り、金融制度改革の都合だけでその廃止を求めることはできないとして、この方式は、結局、採用されなかった。しかし、当面の方式として採用された子会社方式は、親銀行の影響力を行使して証券子会社が営業を強引に進めるなど、その弊害が目立ってきている。金融制度改革の見直しが迫られている。

こうした中で、産業界では、機動的に特定の事業部門を分割して子会社にしたり、子会社を売却することもできるので、企業のリストラに役立つとして純粋持株会社の解禁を求める声が高まっている。公正取引委員会は、純粋持株会社禁止の主旨に変更はないという見解を堅持しているものの、純粋持株会社が部分的に解禁されうる状況になりつつある。

金融制度改革の都合だけで戦後我が国の経済民主化の根本を規定している純粋持株会社の解禁を

求めることはできないことは明らかであるが、我が国経済の構造転換が急速に進み、それに対応するために、企業経営の再編に必要な選択肢のひとつとして純粋持株会社の解禁が必要となってきたというのであれば、金融制度改革の側面からも積極的にその議論に参加していく必要があるだろう。そのことによって、純粋持株会社解禁論の正当性がさらに明確となるからである。

事業会社があげる解禁論の根拠では、純粋持株会社は、絶対不可欠というものではなく、企業経営のひとつの選択肢として解禁せよということであり、事業を行っていれば、子会社を持つてもよいという事業持株会社は認められているのだから、それで十分であるという公正取引委員会の主張のほうの説得力がある。戦前の我が国経済を支配した財閥のようなものを復活させないという公正取引委員会の主張を覆させるには、産業界のか

かける解禁論の根拠はかなり不十分である。また、産業界の主張するように、純粹持株会社がそんなにすぐれたものであるならば、世界で主要な企業集中形態として積極的に採用されているはずなのに、実際にはかなり少ない。純粹持株会社は、それぞれの事情があつて採用されたり、採用されなかったりしているのである。

しかし、世界の中で純粹持株会社を明示的に禁止しているのは我が国と韓国だけであり、明らかに世界の潮流からすると不自然であり、さらに、戦前の財閥のようなものを復活させかねないという公正取引委員会の主張は、歴史的段階と戦後我が国の金融・証券市場の飛躍的發展という観点からして、根拠の希薄なものである。しかも、金融制度改革の観点からは純粹持株会社の解禁は極めて重要である。産業再編・企業経営の合理化という観点と金融制度改革の視点の双方からの解禁論

が積極的に展開されてこそ、解禁論の主張が極めて根拠のあるものとなるのである。

都銀懇が推進を決めたとはいえ、金融業界は必ずしも純粹持株会社の解禁による金融持株会社方式にすべてが賛成しているとはいえないし、積極的には進まないような気がする。というのは、銀行、とくに都市銀行は、金融持株会社方式よりもユニバーサル・バンク制度への移行に固執しているように思えるからである。それは、巨額の不良債権に悩む我が国の都市銀行が軒並み格付け機関から格下げされているにもかかわらず、典型的なユニバーサル・バンクであるドイツ銀行は、依然として最上級の格付けを保持していることにもよる。ドイツ銀行は、ユニバーサル・バンクとして幅広い金融業務を手掛けながら、事業持株会社として傘下に各種金融機関や事業会社を抱え、強大な「経済権力」を保持している。都市銀行は、そ

の制度への移行に固執していると思われるからである。

しかしながら、このユニバーサル・バンク制度には問題が多すぎる。都市銀行もそろそろユニバーサル・バンクではなく、金融持株会社方式への移行を真剣に模索すべきである。当のドイツでは、ユニバーサル・バンクの問題点が常に議論となっているからである。

二、持株会社解禁論の台頭

戦後の持株会社解禁論は、一九六〇年代後半に資本自由化による外資の我が国への進出への対応のために最初に本格的に提唱された。一九八七年頃には、プラザ合意後の産業構造の変化、国際化に対応するものとして持株会社規制の見直しが主張された。

経済同友会は一九九二年一〇月に、経団連は一九九四年三月に、企業経営の多角化のために、持株会社の解禁を求めた。さらに、通産省産業政策局長の私的研究会である企業法制研究会が、一九九五年二月に純粋持株会社解禁に向けた本格的な報告書を発表した。

「日本経済新聞」は一九九五年三月三〇日、「朝日新聞」は五月一〇日の社説で、持株会社を解禁すべしという主張を行った。

こうした中で、公正取引委員会は「規制緩和と五年計画」中間報告では、「独占禁止法に関する議論を阻むものではないが、事業支配力の過度の集中を防止するという趣旨にのっとり、持株会社を禁止することが必要である」という見解を採っていた。公正取引委員会の立場は、「独占法」の擁護者としては当然であるとしても、経済と企業の活性化、金融自由化という面からすると解禁は不可

欠となつてきている。したがつて、一九九五年三月の「規制緩和五カ年計画」最終報告書では、公正取引委員会を中心に持株会社問題の研究会を設置し、三年以内に結論を出すことになった。同法改正に関する研究会に公正取引委員会が参加して、議論が開始されることは大きな第一歩となつた。

公正取引委員会が持株会社禁止が必要であるとしてあげる大きな根拠は、事業支配力の過度の集中を防止するという観点である。純粹持株会社を認めると、戦前の我が国の政治・經濟を支配した財閥のようなものが復活するという。さらに、事業を行つている場合は、子会社を所有することは認められていたのであるから、解禁論の主張は、じつはこの事業持株会社で満足できるので、現状で十分であるというものである。

公正取引委員会の言う事業支配力の過度の集中

というのは、國際的な事例をみても、純粹持株会社それ自体からは生じないことは明らかである。戦前の財閥は、銀行と金融・証券市場が未発達の間で、財閥の内部での資金調達や運用に特殊な形態をとっていたこともあつて、極めて大きな力を持っていたのである。經濟發展段階のまったく異なる現在、純粹持株会社の解禁によつて戦前の財閥のようなものが復活するというのは、時代錯誤の議論ではないだろうか。

三、持株会社の概念

持株会社というのは、他企業の株式を保有する会社であつて、企業合併よりも緩やかな企業集中形態である。經濟力の過度集中という場合、通常は、吸収や合併による企業規模の拡大が問題となるが、持株会社の場合はそれよりも結合力は弱い

のである。

したがって、欧米では、純粹持株会社を設立しているケースは、意外に少ない。公正取引委員会に言わせれば、そんなによい制度であれば、主要な企業集中形態のほずではないかというのもあるが、がちの外れの反論ではない。もちろん、それは、純粹持株会社の場合であって、事業を行いつながら子会社の株式を取得して、子会社を支配するという事業持株会社は欧米においても支配的な企業集中形態である。要するに、欧米では、純粹持株会社と事業持株会社に概念的な区別はない（問題は、株式を持つかどうかであって、事業を行ってどうかはさほど関係ないからである）。それぞれの企業の事情や当該事業の法的制約などを逃れるために純粹持株会社が設立される場合が多いようである。そうでなければ、事業持株会社で十分機能するからである。

しかしながら、我が国では、純粹持株会社と事業持株会社を概念的に明確に区別しなければならない固有の事情がある。戦前の財閥のようなものの復活を許してはならないからである。

純粹持株会社の概念は、基本的には、子会社の発行する株式を取得するため、所要資金を株式ないしは社債を発行して調達する会社である。しかし、この概念規定を戦前の我が国の財閥本社に当てはめると、当初は資金の大部分が自己資金であったことから、それは持株会社ではないという奇妙なことになる。これでは、現実を説明する概念としては明らかに不十分なものである。したがって、持株会社の概念としては、たとえその資金の大部分が自己資金であったとしても子会社の株式を保有してその子会社の支配を行っている企業が持株会社であるという定義も存在している。そのどちらか一方の条件を充足していれば、それ

は持株会社であるということになる。

したがって、前者の定義からすれば、会社型投資信託も持株会社ということになるが、これは通常、持株会社の議論からは除外される。支配ということが持株会社の基本的概念であるとすれば、事業持株会社も当然、持株会社である。事業持株会社は、特定の事業を行いながらそれに関連する事業を本で行わない場合に、子会社を設立して行わせたり、他の会社を買収して子会社にしたたりする。この場合、より効率的に子会社化をはかろうとする動機が出てくる。すなわち、支配資本の節約である。事業持株会社（または頂点に位置する純粹持株会社）と子会社の間に純粹持株会社（中間持株会社）を介在させる場合、株式を取得するための資金は、介入する会社が一社であれば約半分、二社であれば約四分の一、三社であれば約八分の一ですむことになる。したがって、通常は、

事業持株会社が支配資本の節約のために間に純粹持株会社を介在させることは大いに意味がある。

純粹持株会社が頂点に位置する場合は、それだけの事情によるものであって、通常は、事業持株会社が頂点に立っている。したがって、企業支配力が常に問題とされるドイツでは、事業持株会社としての大銀行がやり玉に挙げられるのである。

純粹持株会社自体が經濟力の過度集中の根源であるという議論は一切存在していない。具體的な財ではなく、一般的等価物である貨幣を取り扱う銀行は貨幣の流れを見ているので、実物經濟を支配することができ。したがって、銀行は各種金融機関や事業会社を傘下に収めることによって、巨大な經濟權力を手中に収めることができるのである。

もちろん、欧米では、純粹持株会社を通じて企業の再編が積極的に行われている。アジア諸国で

も純粹持株会社が積極的に設立され利用されている。その場合に、通常、純粹持株会社の設立には、それなりの事情があることをよく見ておく必要がある。

四、諸外国の純粹持株会社

事業持株会社ではなく、純粹持株会社を設立する場合の固有の事情というものをいくつか見てみることにしよう。

アメリカでは、歴史的にみれば、公益事業分野で純粹持株会社の設立が行われた。それは、各地域レベルでの公益事業会社では収益基盤が弱く、したがって信用力も低く、有利な条件で証券発行を行うことができないからである。その場合、各地域での公益事業会社を傘下に収める純粹持株会社を設立すると、個別公益事業会社の収益が平均

化され、純粹持株会社の格付けが上昇し、有利な条件で資金を調達することができる。この場合の純粹持株会社は、子会社の株式を引き受けて、その資金を調達するために、純粹持株会社自体が株式ないしは社債を発行して資金を調達するという、概念的には典型的な純粹持株会社である。

アメリカの金融制度上の大きな特徴である銀行持株会社も固有の事情によって設立されたものである。アメリカでは、従来、銀行が州を越えて支店を設置することが禁止されていた。そこで、持株会社を設立して、その傘下の銀行を各州に設立して州際業務規制を免れた。さらに、「グラス・ステイターガル法」で銀行の証券業務兼営を禁止されるとともに、銀行の株式保有が禁止されているので、銀行持株会社を設立して、その傘下に銀行子会社、証券子会社（一定の業務規制はあるが）などをおいて金融業務の拡大をはかっている。

ヨーロッパでは、生損保兼営と金融業務の拡大の方法として、純粹持株会社を設立し、傘下にさまざまな金融機関を抱えるという方法が一般的になっている。ドイツなどヨーロッパでは、生損保を含めて保險会社が本体で他業に進出することが禁止されている。しかし、純粹持株会社を設立して、その傘下に生命保險子会社、損害保險子会社、そして、銀行子会社などを配して金融業務の拡大をはかることは可能である。アリアンツ保險などのヨーロッパの大手保險会社は、純粹持株会社を設立して業務拡大をはかっている。

ドイツのダイムラー・ベンツは、本来は自動車企業であったが、一九八〇年代半ばから航空・宇宙コンツェルンに轉換すべく、積極的なM & Aを展開した。その結果、コンツェルン全体の統括会社として純粹持株会社、ダイムラー・ベンツを設立し、その傘下に自動車のメルセデス・ベンツ、

電機のAEG、航空・宇宙・軍事のドイツ・エアロスペース、金融・保險などのサービスのデービスを抱えた。しかし、冷戦の終結によりこの多角化は事實上失敗に終わった。そのため、航空・宇宙コンツェルン化の戰略から、総合交通・インフラコンツェルンへの轉換をはかり、積極的な再編を行ってきた。しかし、結局、黒字部門は本業である自動車部門だけで、電機のAEG、航空・宇宙・軍事のドイツ・エアロスペースは目を覆いたくなるほどの赤字を抱えている。もう一段の再編、ないしは赤字部門の切り捨て、すなわち、純粹持株会社の解体を行わなければ、自動車部門も崩壊してしまうことになりかねない。

純粹持株会社は、生産工程から販売までの、それもほぼ同一規模の企業を傘下に収める場合などに有効なのであって、ダイムラー・ベンツのように、事業会社が多角化するために純粹持株会社を

設立するというのは、現代においては有効に機能しないのではなからうか。やはり、大銀行の傘下に各種金融機関やさまざまな事業会社を抱えるほうが、企業集団としての合理性は高まるであろう。したがって、銀行の株式保有の是非が問題となるのである。

五、金融制度改革と持株会社

このように、企業集団の頂点に位置する純粹持株会社は、自由な競争が機能している場合、企業経営のひとつの選択肢ではあるうが、それほど普及しているとはいえない。ただし、純粹持株会社の中でも、支配資本の節約のための中間持株会社の設立は、一般的に行われている。

やはり、純粹持株会社が設立されるのは、固有の事情がある場合である。ドイツでも、もし、銀

行本体による証券業務の兼営が禁止され、銀行の株式保有が禁止されていれば、純粹持株会社を設立して銀行業務と証券業務の兼営を行ったものと思われる。ドイツの保険会社は、そのようにしている。

我が国の金融制度改革では、子会社方式による銀行と証券会社の相互参入が行われているが、とくに、銀行の証券子会社設立による証券業務参入には多くの問題がある。親銀行の威光による証券子会社の業務拡大、親銀行と証券子会社の同時顧客訪問、投資勧誘パンフレットの共同作成・配布など、枚挙にいとまがない。そもそも子会社方式というのは、アメリカでは、一九二九年恐慌期に銀行が証券子会社を持つことによって、さまざまな深刻な問題が生じたとして禁止された方式である。

改革五方式のうち、消去法によって、ユニバー

サル・バンク方式と金融持株会社が消され、残った方式が子会社方式であるという点で当時は、有効な方式であった。この早々に退けられたふたつの方式のどちらを採用すべきかということが今後、問われるであろう。

ユニバーサル・バンク方式には問題が多すぎる（この点については、拙著「ユニバーサル・バンキング」日本経済新聞社、一九八九年、を参照されたい）。やはり、金融持株会社方式のほうが、銀行業務と証券業務を兼営する際の最大の問題であるインサイダー取引などの利益相反を回避することができ、しかも、総合金融サービスを顧客に提供でき、連結納税制度が導入されると収益機会の安定がはかられるという点ですぐれている。

ここで、頂点に立つ会社は、事業持株会社ではなく純粹持株会社でなければならない。というのは、本体で銀行業務と証券業務を兼営すること、

あるいは、銀行業務という事業を行う会社が証券業務を行う子会社を持つならば、結局、インサイダー取引などの利益相反を回避することができないからである。純粹持株会社は、経営・管理・企画などに徹し、それぞれの子会社が対等にそれぞれの金融業務を行い、純粹持株会社と子会社の間、さらに、それぞれの会社の間には厳しいファイアーウォールを設定することにより、インサイダー取引などの利益相反を回避することができるのである。しかも、それぞれの子会社は対等であるので、銀行子会社の影響力が証券子会社に及ぼされ、銀行の威光で証券業務を拡大するということも基本的に回避することができる。

ドイツでは、ユニバーサル・バンクとはいってもやはりバンクであるので、どうしても証券業務がおろそかになる傾向が強いようである。その点で、銀行が存在し、しかも、証券会社も共存する

というほうが、銀行業務の拡大、証券市場の発展にそれぞれ独自に努力することになるので、国民経済的には好ましいであろう。しかも、必要要件を充足すれば新規参入が容易であるとすれば、競争も促進され、コスト低減につながり、国民経済的にも極めて好ましいことであろう。

このように、産業部面では、企業経営上の選択肢のひとつにすぎない純粹持株会社は、金融制度改革という観点からすれば極めて有用なものであり、必要不可欠のものであることがわかる。

六、むすびにかえて

公正取引委員会の研究会は、純粹持株会社解禁について、企業系列の強化につながらない場合などに限って部分的に解禁する方向にあるという（「日本経済新聞」一九九五年一月八日）。

我が国の経済構造も今後、大きく変貌をとげるであろう。従来のシステムではこの変貌に対応できない。産業界での、純粹持株会社設立を求める声が強まってきたのはそのためである。さらに、金融制度改革の分野でみると、たとえば、アメリカの「グラス・スティーガル法」改正による銀行・証券の垣根撤廃という方向は、金融持株会社に銀行子会社、フルラインの証券業務を行う証券子会社を持たせるというものである。我が国でも子会社方式による銀行の証券業務参入には多くの問題があり、今後、金融制度改革の本格的見直しを検討されなければならない。ここで、もし純粹持株会社が部分的であったとしても設立が認められることになれば、金融持株会社を設立して、その傘下に銀行子会社、証券子会社、そして、いずれ保険子会社をおさめて金融業務を拡大することが可能となる。

「独禁法」第九条の廃止が決まると、純粹持株会社を解禁した場合、法律・税制・企業会計の側面からどう整合性をとらなければならないかということが問題となる。すなわち、株主権が輕視される結果となるとすれば、どういう対応をすべきかとか、税制上の不利益から純粹持株会社を設立してもメリットがないとすれば、連結納税制度を導入するなど税制をどう変更するか、会計制度をどのようにするかなどが検討されなければならないからである。

(あいざわ こうえつ・当研究所主任研究員)