

持株会社の一部解禁に関する意見

舟田正之

- 一 これまでの経緯
- 二 「持株会社」の意味
- 三 「持株会社の一部解禁に関する意見」
- 四 法的視点

一 これまでの経緯

持株会社の禁止規定は、独占禁止法が制定された一九四七年以来、同法の象徴的な意義を持つ重要な規定として、実質的な変更なく存続してきている。しかし、近年、いわゆる規制緩和の一環として、その緩和ないし撤廃の主張が強まり、特に、通産省内に設けられた「企業法制研究会」の報告書（「純粹持株会社規制及び大規模会社の株式保有規制の見直しの提言」⁽¹⁾）が九五年二月に公表されたこともあって、同年三月三十一日に閣議決定された「規制緩和推進計画」において、三年以内に持株会社に関する結論を出すこととされた。公正取引委員会がこれを受けて設置したのが、「独占禁止法第四章改正問題研究会」である。

本研究会は、昨九五年の一月から二月の二か月間で六回開催され、二月二七日に中間報告書がまとめられ、公表された⁽²⁾。

私は、本研究会の委員となり、会の席上で意見を述べた他、他の委員や公正取引委員会の事務局との間で数回にわたる個別の議論を重ねた。本稿の三の部分は、その過程で私がこの研究会の事務担当者に提出した意見に若干の補筆訂正を施したものである（ただし、注の部分は後で付け足した）。この意見は、前記の中間報告書が出される以前のものであるが、その原案の一部は部分的に研究会に提示されていたので、それに対応する内容となっている。

なお、本意見には、「別紙」として、米国の公益事業持株会社法に関するメモも付してある。これは、当時、同時平行的にNTTの分割問題に関する電気通信審議会その他での検討がおこなわれており、その過程で、米国のA T&T分割のように、NTTを完全に分割するのではなく、持株会社形態に改組すべきである、との意見が一部から出され、これが妥協点ではないか、との報道もなされた、という状況の下で、この種の意見を批判するために若干の研究をしたということが、背景にある。

本意見は、この研究会では配布されなかったが、席上、私は何度かこれと同旨の発言をした。その後、報告書案が事務局から出され、私はその中の一部に関し批判的な意見を研究会の席上で述べたが、その一部が採用されたにとどまった。しかし、持株会社の禁止規定を特定の類型（特に、第一類型の「一定規模以下の会社」と第三類型の「ベンチャー・キャピタル」）に限って緩和すること自体には私も異論がなく、前述のように「中間報告書」としてまとめられたわけである。

ところが、それから一週間ほど経過して、公正取引委員会は、この四類型を基本とした法改正案を、そしてこれが受け入れられないと次に、この報告書とは全く異なる内容の提案を与党自民党に提示し、以後政党内で意見の対立があり、政府案としてまとめきれないことなどを、新聞報道等で知ることとなった。結局、本年三月二九日の閣

議決定「規制緩和推進計画の改定について」では、「持株会社規制について、企業のリストラの促進、ベンチャー企業の振興等を図るため、独占禁止政策に反しない範囲で持株会社を解禁すべく見直しを行い、所要の措置を講じる。また、大規模会社の株式保有制限についても、この見直しに伴い必要な検討を行う。」とされ、検討が続けられることになっている。

前記の中間報告書、及びその後の議論に関する私の意見の一部は、新聞・雑誌にインタビュー記事として掲載されているが、本稿の最後（四）に簡単にふれることとする。

二 「持株会社」の意味

以下の行論の前提として、「持株会社」の定義を明確にしておく。

独禁法の九条はその第一項で、「持株会社はこれを設立してはならない」とし、第二項で、「会社（外国会社を含む。以下同じ）は、国内において持株会社となつてはならない」と禁止の対象を規定する。持株会社の定義は、第三項にあり、「前二項において持株会社とは、株式……を所有することにより、国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社をいう。」と規定されている。

ここから既に明らかのように、独禁法上の「持株会社」とは、他の会社の株式所有による支配のみで、商業・工業などの実質的な事業を行わない会社のみならず、「国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社」をも含む（前出、法九条三項）。一般には、独禁法九条によって禁止される持株会社を、「純粹持株会社」と呼び、これ以外の持株会社、すなわち、「国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業」としない会社を、「事業持株会社」と呼ぶのが通例である。⁽⁴⁾

したがって、現在、日本の多くの企業は、実質的な事業活動と並んで、他の会社の株式を所有し支配している

が、それが「主たる事業」でない限り、独禁法にいう「持株会社」(「純粹持株会社」)ではないことになる。

しかし、これと異なり、「株式(持分)所有に基づく国内の他社の事業活動の支配以外の事業を行わない」持株会社を、「純粹持株会社」と呼ぶこともある。⁽⁵⁾この方が、一般の語感に近いであろうから、「純粹持株会社」は誤解され易い用語法である。以下は、この用語を用いず、独禁法によって禁止されている持株会社を、単に「持株会社」と呼び、これに対し、同じく禁止されていない、すなわち、「国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業」としない会社を、「事業持株会社」と呼ぶことにする。⁽⁶⁾

なお、「別紙」で述べるように、米国の公益事業持株会社法における「持株会社」の定義は、他の会社の株式の一〇%以上の株式を所有する会社であって、日本の独禁法における意味より広いことに注意すべきである。

三 「持株会社の一部解禁に関する意見」

1 持株会社禁止の趣旨

(1) 独禁法には、狭義の競争促進とともに、「経済力の集中」の防止、「私的経済力の抑止」という社会的目的がある。

独禁法の母法である米国の反トラスト法の歴史も、市場における具体的な競争制限のみならず、経済力それ自体への警戒、その濫用の事前防止・一般的抑止という目的のための努力の積み重ねでもある。

日本の独禁法も、戦後の「経済民主化」の一環として制定され、経済力の集中とその濫用に対する一定の規制という役割を果たしてきた。閉鎖的と言われる日本経済を開放的なものとするという課題を担う今日の競争政策にとって、この役割は更に重要なものとなっていると考えられる。

(2) 持株会社の禁止規定(九条)、そして九条の二、一一一条は、上述の経済力の集中の防止のために設けられた

ものであり、各市場における競争の実質的制限をもたらすような市場集中の抑止を目的とする一〇条等の諸規定とは別に、固有の意義が認められるのである。

すなわち、本九条の目的は、「経済力の集中」（または「一般集中」と呼ばれる）に対する社会的制限であり、法一〇条以下の規制対象である「市場集中」とは区別され、それ固有の意義があると考えられているのである。

持株会社は、子会社を多く持つ大企業、又は企業集団のトップ経営者による傘下企業に対する統制の道具として極めて強力であり、後述のような日本に特有の企業間の関係の下では、「もたれ合い関係」の「頂点ないしは結節点⁽⁷⁾」を作るおそれが強い。

この意味で、持株会社という集中形態それ自体が、日本の競争秩序にとって問題であると考えられる。

2 日本の大企業の実態及び関連する法制度

(1) 企業間の結合を、市場における競争及び市場支配力、あるいは（経済学で説かれている）抽象的な「一般集中」との関連で見るだけでなく、日本の大企業の「経営と所有の分離」の特殊性がもたらしている「支配」の特異な構造との関連を考慮する必要がある。

日本では、多くの大企業について、企業間の株式の相互持合いによって、経営者支配の「相互信認」システムが確立している。すなわち、所有のない経営者が、相互に支配を支え合って実質的に各会社を支配し、所有者（株主）からの支配ないしチェックを十分には受けていない（少数株主・個人株主の無力性）。

これは会社法が対応すべき問題であるが、現行の会社法は、株式の相互保有（商法二四一条三項）や親子会社などの企業結合に関する規定（殊に株主の権利に関する）を不十分にしか有していない。

しかも、ディスクロージャーの不十分さから、投資家一般にとって会社の経営状態については不明なところが多すぎる。

これらの事情から、経営者の責任追求のシステムと、経営に対するチェックがほとんど機能しない結果になっている。

(2) もともと会社制度とは、社会に分散する資本を集中する仕組みであるから、出資した者の権利をどのように確保し、また、「有限責任」という特権を付与するかわりに、「支配」を社会的観点からどう規制するかは制度の関心があつた。

しかし、日本の経営者は、しばしばこの会社制度を利用して、上の支配の社会的規制という関心をネグレクトして、資本を集め、日本的な支配構造を維持しつつ、それを有効に利用することだけに関心が集中する傾向がある。

これをかなりの程度可能にしているのが、日本における前述の株式の相互持ち合い、会社法における経営責任追求システムの不十分さ、そして不当に緩いディスクロージャー規制であると考えられる。

(3) 上述のことは、会社法プロパーの問題であつて、独禁法とは関係がないという理解もあろう。

しかし、第一に、独禁法は、各競争単位（法人・自然人）が、それぞれの法的地位に応じた適正な社会的責任を負うような人格又は組織を有していることを前提とすると考えられる。その条件が充たされたとき、はじめてそれら競争単位による、市場における取引と競争のあり方を問題にすることができる。

その前提条件のために民法・商法等が各種の規定を置いていっているわけであるが、仮にそれらの規定が不備であつたり、実情に合わなくなっている場合は、その点をふまえた独禁法の解釈等によってその市場での活動を規制することが必要になる。

現に、現在の会社法が、持株会社を典型とする企業結合に関する十分な規定を置いていないことは多くの論者が指摘しているところである。会社の資本の重要部分が持ち合いによって充たされており、会社の最高意思決定機関である株主総会が全くと言ってよいほど機能していない日本の大会社の場合、会社制度の予定している競争単位と

しての前提を十分満たしていないのではないか、という点についての考慮をふまえつつ、独禁法の立法論・解釈論を考えるべきである。

なお、会社制度の濫用が十分抑止されていない場合には、特に経営者による権限濫用が適切なチェックを受けず、また、社会的開示が不十分なまま、閉鎖的な社内（及び系列会社などの取引先との間）の人間関係の中で取引がなされるので、不公正な取引方法（殊に、「取引上の地位の不当利用」など独禁法違反行為がなされ易いと言えないであろうか。⁽⁸⁾

また第二に、会社はその株式が公開されている場合、株式市場で会社全体がいわばまるごと評価され、それが株価として表示される仕組みである。しかし、ディスクロージャーが不十分であり、証券会社と発行会社との間の不透明な継続的關係が広く見られる所では、株式市場において各会社が適正に評価されているかという疑問が提示されていることも周知の通りである。

株式市場・債券市場等も、人工的に仕切られた特殊な「市場」（「一定の取引分野」）であり、これ自体も独禁法にとって重大な規制・保護対象であることは言うまでもない。これらの市場を公正に機能させる条件を整えることも、独禁法の立法・解釈にとって重要な関心事である。⁽⁹⁾

なお、このことは会社法・証券取引法等、あるいは大蔵省の権限との重複を必然的に招来するが、それらと独禁法・公正取引委員会があいまって適正な会社制度及び公正な市場の整備に携わるべきであり、不合理な「縦割り」思考に陥ることは避けるべきであろう。

(4) 今回の持株会社解禁の主張も、専ら経営の便宜（の可能性）という観点からなされており、前述のような日本における会社制度の実態とその問題点にはふれていない。

すなわち、持株会社という形態は、株式会社という仕組みをより高次に利用するものであるから、その濫用のお

それも高くなる。したがって、これを部分的にせよ、解禁するのであれば、会社制度の機能不全、具体的には株主・投資家、そして株式市場を含む関連市場における競争が有効に機能するための前提条件を整備することが必要であろう。

これを別問題として放置し、持株会社の解禁のみを先行させるのは、制度設計としてバランスが悪いのではないか。

(5) また、狭義の競争促進という観点からも、上述の日本の大会社における支配構造が、いわゆる系列取引を維持することに寄与し、あるいはベンチャー企業などの独立系企業の取引の機会を狭めているのではないか、という問題がある。

3 持株会社禁止の射程距離及び関連規定

(1) 現実の競争秩序において問題なのは、(グループ全体を含めた)大会社による集中、ないし大会社を形成する集中であるから、それ以下の小規模な会社による持株会社形態の利用を禁ずる理由はない。

また、ベンチャーキャピタルは、ベンチャー・ビジネスを支援するために一時的に株式を取得するものであり、これが持株会社になることについても原則として禁止する理由はない。

(2) 石油危機の際に制定された九条の二は、純資産か資本金を超える株式を持つことを禁止するが、それは六大商社などの大企業が膨大な株式を保有し、それを利用して反社会的な企業活動をしたことをふまえたものであった。

また、九条の二は、前述した株式の相互持ち合いを間接的に抑止する機能も果たしていると考えられる。

仮に持株会社を解禁すると、例えば純粋分社化のために設立された持株会社は九条の二の制限を超えて株式を保有することを認めざるをえない。そうすると、九条の二の制限を超えて株式を保有するために、持株会社形態を利

用するという会社が現れるのではないか。（後記。この点は、中間報告書で独禁法一条による金融会社の持株制限である五％上限を実質的に変更しないように、金融持株会社傘下の企業すべてを含めて、五％上限と規定すれば足りるとも考えられるが、この点への言及はされていない。これとは別に、持株会社化によって、株式資産が増加し、九条の二に違反してしまふことがあり得るので、この点に関する立法措置が必要である、と述べられている。）

いずれにせよ、持株会社を部分的に解禁すると、九条の二による規制とのバランスが崩れ、九条の二は空洞化するおそれがある。

(3) 九条三項の「主たる事業」の抽象的解釈はともかく、公正取引委員会が現に存在している多くの事業持株会社に対し、実際にこれを適用した例はない（少なくとも、公表されていない）。

結果的に、事業持株会社について、上の九条の二が許容する限度までは株式保有を許容することになっていないかを検討する必要がある。

4 「純粋分社化の目的」による持株会社

(1) 「純粋分社化」であれば、持株会社が傘下のすべての子会社の株式を一〇〇％保有するから、資本の集中は全くない。したがって、その限りでは（独禁法上は）持株会社を禁止する理由はない。

但し、この場合も、会社法上の問題は残る。前述のように、多くの法的未整備を放置したままでは、会社制度の濫用のおそれが強い。

また、株式市場の機能という点で、親の持株会社のみが上場され、一〇〇％子会社は閉鎖会社となり、かつ子会社の支配する孫会社は一〇〇％ではないことも多いであろうから、開示規制を抜本的に強化しない限り、不透明で複雑な組織となる（別紙の米国の公益事業持株会社に対する規制の理由を参照）。

(2) 純粋分社化によって成立した持株会社が、その後、他の会社の株式を保有するなど集中の機能を持ち、ま

た、ピラミッド型など、複雑な株式保有関係を形成する可能性は高い。

そこで、純粹分社のままの株式保有形態を維持するという条件をつければ、禁止する理由はないが、それでは、機動的な組織ではなくなるであろう。

(3) したがって、実際には、純粹分社化による持株会社でも、その後、他の会社の株式を取得したり、一〇〇%子会社の株式を一部売却すること等を許容せざるをえない。

しかし、それでは、最初に分社化という目的を掲げても、結局は、持株会社による多様な会社支配を許容することと同じであり、当初の解禁理由は意味がなくなるのではないか。

(4) 更に、既存の大企業のほとんどすべては、子会社・関連会社・孫会社等を保有し、それらの多くが相互に複雑な株式保有関係にある。

持株会社のすぐ下の一段階目の子会社を「純粹分社」として認めても、二段階以下の関係会社の株式取得などを野放しにすれば、純粹分社という条件は無意味となる。(浜田道代氏は、二階建以上の高層建築に例え、その危険性を指摘する)⁽¹⁰⁾。また、上述の不当な拡張を防ぐために、株式保有の事前の届出制度を設けるとしても、どのような基準で判断するの⁽¹¹⁾か。

持株会社禁止の趣旨が上述のような持株会社という形態自体の反競争秩序性にあるとすると、判断基準(法的要件)を前もって規定することは、法理論的にも、また法技術的にも難しい。

5 金融持株会社

(1) 独禁法一条のみを理由に、金融会社に対して持株会社形態を許容することは疑問がある。

同条の趣旨は、金融会社はその卓越した金融力の故に、他の事業会社・金融会社への支配の可能性が高いから、特に厳しい規制の下に置く必要がある、ということである。

ところが、逆に、一一條があるから金融会社のみは持株会社になってよい、というのでは、上述の規制の趣旨を逆手に取ったようなものである。つまり、独禁法の視点からは、金融会社に対しては他の一般の会社よりも厳しい規制が要請されるはずであり、その一つの現れが一一條なのである。

もつとも、一一條さえあれば、上述のような警戒は不要であるとするれば異なる議論となるが、次に述べるようにこの前提認識は疑問である。

(2) 一一條の実効性は、日本のように系列取引が多く見られる所では、限定的に考えるべきである。

本条に実質的に違反している例は、野村証券ほか四大証券に関する審決・警告事件にも現れているように、実際には少なくないと推測される。

しかも、上の事件に見られるように、系列関係や友好関係にある会社や個人に株式保有を依頼するという方法がとられれば、それを公正取引委員会が明らかにすることはほとんど不可能で、何かの偶然で摘発できることがあるに過ぎない。

(3) ファイアー・ウォールの実効性、アームスレングスルールの遵守は、どのように監視され、検証されているか。これらの規制の実効性には、疑問が残る。なお、これは金融行政の問題だけでなく、独禁法の不公正な取引方法の問題でもある⁽¹²⁾。

実際に、現在のいわゆる住専問題における紹介融資、ダミー会社・系列会社の不当利用の実態などを見ると、この疑問は深まると言わざるを得ない。

現行の業態別子会社では、依然として銀行系の証券子会社が系列会社の引受幹事を取るなどの実態があると言われている。これが、持株会社になったからといって、本当に遮断できるのであろうか。⁽¹³⁾

なお、米国の公益事業持株会社制定の理由の一つは、この種の不当な系列取引（親子会社間の取引）を規制し、

アームスレングス取引を強制することにあつた。

(4) 金融会社のみならず、持株会社という形態を特に解禁するとすれば、上の二点をはじめとして、金融会社のみならず特に厳格なディスクロージャーを課することが要請される。

どのような事項につき、どのような方法で開示させるかを慎重に検討することが必要である。

別紙 米国の一九三五年公益事業持株会社 (PUHCA)⁽¹⁴⁾

1 立法の背景

F・ルーズベルト大統領はいわゆるニューディール政策と同時に、産業界を支配していた強力な企業グループ(トラストと呼ばれていた)を解体させるための多くの法律を策定し、その一つが本法である。

一九二八年から開始されたFTCによる調査は、公益事業(電力とガス)トラストが利用者や株主・投資家を無視した営利の追求のために、意図的に複雑な構造に作られた持株会社形態を利用していることを明らかにした。

三〇年代前半、三大持株会社が、ピラミッド型の企業グループを形成し、電力産業の四九%を占め、その他多くの会社が持株会社形態を利用していった。これらトラストは、電力以外の競争産業にも進出し、迷路のように複雑な所有形態と強大な支配力を有していた。

2 本法の趣旨(七九条a項)

「持株会社、その子会社、関連会社の株式の投資家の利益、及び、ガス・電力の利用者の利益は、以下の場合に害される恐れがある。(以下は、抄訳)

(1) 発行者の金融状態と収益力を評価するのに必要な情報を得ることができないとき、投資総額あるいは財産の収益可能性との公正な関連なく、擬制的又は不健全な資産価値を基礎として、会社間の取引からの紙上の利益を基

礎として、あるいは、公益事業会社からの超過利潤の期待を基礎として、当該証券が発行されるとき、

(2) 公益事業会社が、サービス、建設工事等に関し、過大な料金を支払っているか、又は、アームズレンダリング取引がなされていないか、自由で独立した競争が制限されているために損害がもたらされている取引をしているとき。」

3 規制の内容

- ・ 電力以外の事業をなす会社の保有・買収の禁止
- ・ 規制を困難にするような複雑化した組織構造の禁止
- ・ 違法な取引の禁止
- ・ その他

4 規制の対象範囲……以下のように、かなり広いことに注意

「持株会社」の定義

- (1) 公益事業会社の一〇%以上の株式を直接間接に保有する会社
- (2) 公益事業会社の経営・政策に支配的な影響力を持つとSECが認定した会社

「ある会社の子会社 affiliate」の定義

- (A) 当該会社の五%以上の議決権ある証券を間接、直接に持っている者
 - (B) 五%以上の議決権ある証券を間接、直接に持たれている会社
- 以下略

5 規制手段

SECへの登録制度、調査権、差止め等

SECにトラスト解体権限が与えられ、多くの裁判の結果、

・持株会社 二一四社 ↓ 二五社へ

・支配下の公益事業会社 九二二社 ↓ 一七一社へ

・それ以外の支配下の会社 一、〇五四社 ↓ 一三七社へと激減

6 現 状

公益事業会社（電力、天然ガス、石炭生産者）は、規制産業における規制緩和と経営の多角化への動きを理由に、法改正（規制緩和）を要求、改正法案が何度も上程されている。

本法による規制を受けたくなければ、持株会社という形態を取らなければよいが、持株会社形態の最大の長所は、買収をされ難いことだとのことである。

上のような規制緩和案に対し、幾つかの公益事業会社と消費者団体は、本法は規制下にある公益事業会社の不当な自己取引の規制に有益として反対している。

7 本法の示唆する点

・本法は、公益事業規制のがれを封じる目的とともに、SECの強力な規制権限により、不当な会社制度の濫用を抑えるため、トラスト解体を狙ったものである。

・持株会社は、不透明で、過度に複雑な会社間のグループ化をもたらす手段として便利であり、SECの実施するような強力な開示その他の権限が要請される。

・持株会社の利点は、買収に対抗し易いことであり、これを日本で採用する企業にとっても、同じ効果がある。これは株式市場の機能の収縮と、経営者の支配強化に結びつき、前述のような日本の現状を更に悪化させるおそれがある。

・本法は、一〇%、五%の保有でも、支配しうることを前提に、持株会社として規制している。

日本の独禁法一条が五%規制だから、支配はないと言えるか疑問である。株式の分散化と持ち合いが進んでいる日本の多くの大会社にとって、五%を保有する株主はきわめて有力である。

なお、本法は、日本の持株会社の定義に該当するものだけでなく、より広く株式保有による企業グループ化を規制対象としている。これはむしろ、独禁法九条三項で禁止される「事業持株会社」の範囲をより広くとるべきことを示唆してはいないか。

四 法的視点

1 経済的効用と法的視点の組み合わせ

持株会社の経済的効用については、効率的企業組織（戦略的グループ・マネジメントと事業マネジメントの分離）の実現と、円滑な人事・労務管理の実現など、多くの議論がある。⁽¹⁵⁾

本稿の立場は、この種の効用があること自体は否定も、肯定もするものではない。このことは、従来からなされてきた流通系列化に対する独禁法上の解釈・運用についての多くの議論と同じであり、法制度は、この種の経済的効用のみを根拠として形成されるべきではない。

すべての法制度は、それ特有の歴史の中で形成された実態上の基盤を持つことをふまえ、同時に他の関連する諸制度とのバランスや論理的整合性を考慮することが必要である。前者は、本稿三で簡単に示したように、日本の大企業の特異な実態をふまえた制度論への要請へとつながる。米国や欧州諸国では持株会社は禁止されていない等々の単純な「ハーモナイゼーション」（制度の平準化）の主張は、むしろ異なる実態を更に歪めることになる。

更に、法制度は、それ特有の法価値（目的）を有する。持株会社禁止制度は、本稿三の冒頭で述べたように、経

済的な効率性や競争の維持だけでなく、より広く社会的政治的目的をも視野に入れて形成され、運用されてきている。

このように、法学からの視点と、経済学や経営の実務等からの視点は異なることを前提にし、それをいかに組み合わせ、説得的な立法論を構築するかが求められているのであろう。

2 関連諸制度の改革

多くの指摘があるように、持株会社形態に変えるだけで、上記の効率化等が直ちに達成できるものではない。そこで、持株会社解禁は、馬淵氏の強調するように、「即効性を期待するよりは、戦後五〇年を経て行き詰まった日本のシステムを改革するという政府の意思を、内外に宣明する効果が大きい⁽¹⁶⁾」というのが、⁽¹⁶⁾ 事実に近いのかもしれない。

「行き詰まった日本のシステムを改革する」という必要性は、否定されるどころか、そのための新しいシステム構想が今まさに求められていると言えよう。しかし、それが、持株会社解禁から始まるということでは、本稿で示したような懸念が現実化するおそれが強い。今は、何故「行き詰まった」のかという問いから出発する他はないのであって、その一つの答えは本稿が問題にしたような株式の相互持ち合いを梃とした日本の会社心に特有の支配構造にあるということであろう。ところが、特殊会社解禁はまさにこの支配構造を強化する懸念があるのである。

たしかに、多くの解禁論者も、解禁と平行して多くのシステム改革を提示している。しかし、それらが十分実現され、日本的企業システムが変化してから持株会社禁止を考え直しても遅くはない。前述のように、持株会社でないとして上記の経済的効用が達成できない、とは考えられないからである。

なお、改革の順序としては、まず持株会社解禁ではなく、会社による株式所有とその行使に対する規制のあり方の検討（これは会社法と独禁法の双方にまたがる問題である）とディスクロージャー規制の強化、そして規制機関（特

に、大蔵省・日銀など）の改革であろう。⁽¹⁷⁾

3 弊害規制・個別監視・上限規制について

(1) 弊害規制論

持株会社禁止に対しては、「持株会社を通じて事業支配力の過度の集中による弊害が生じた場合には、個別にその弊害を除去すれば足りるのではないか」との議論がある。

これに対し、公正取引委員会の前記中間報告書は、「弊害とみられる行為なり状態を特定して個別に規制する方法」が考えられるが、これは、「そのような特定がどこまで可能かという問題があるほか、このような規制方法を採用すると画一的かつ包括的な規制基準を設定せざるを得なくなり、かえって事業者の自由な活動を制約するおそれもでてくる」と述べる。

これは正当な議論であり、このこと自体には異論が少ないのではなからうか。実は、古くから、独禁法上の規制一般に対して、具体的な弊害のみを規制すべし、という批判が繰り返されてきており、それに対し、上の報告書にあるような反論がなされてきた。その議論の過程から推測されることは、弊害規制を主張する者は、規制の手法を論じているのではなく、独禁法上の規制自体を攻撃し、経営者の自由を単に拡大しようとしているに過ぎない、ということである。

(2) 個別監視論

前記中間報告書は、上記のように、弊害規制論を否定するとともに、いわば個別監視論とも呼ぶべき規制手法を提案している。⁽¹⁸⁾

すなわち、同中間報告書によれば、持株会社を前記四類型に関し、(i)一定規模以下の持株会社に対し、「グループ全体の規模の拡大につき公正取引委員会による監視を適切に行う必要がある」、(ii)純粋分社化の持株会社に対し

て、「その後の株式取得につき公正取引委員会に事前届出あるいは認可（許可）を求めるなどの方法により、この点についての公正取引委員会による監視を適切に行う必要がある」、(iii)ベンチャー・キャピタルの持株会社に対して、「届出制などにより、この点についての公正取引委員会による監視を適切に行う必要がある」、と述べる。なお、第四類型である金融持株会社に関しては、この種の監視にふれていないが、これは独禁法二一条による5%規制を継続し、また別途、特別法が制定されることを想定しているためと考えられる。

この監視の方法については、同中間報告書は、「支配される会社が増加することに事前届出あるいは認可（許可）などを求める方式が適切である」とし、そのための「運用基準を作成・公表することが望ましい」と述べている。これらについては、本研究会で突っ込んだ議論がなされたわけではなく、私も十分理解していない部分もあるが、重要な点であるので、簡単にコメントする。

問題は、この運用基準が具体的にどのようなように規定されるかである。これについては、「事業支配力の過度の集中」になるか否かを基準とすればよい、との意見も非公式に述べられた。

しかし、「事業支配力の過度の集中」を防止する（独禁法一条）ことは、持株会社規制の目的であることは言うまでもない。この目的を実現するために、具体的な規制がなされることになるが、その規制に違反するか否かを判断する要素、すなわち違法性判断基準として、目的として挙げられた「事業支配力の過度の集中」の防止をそのまま安易に転用してよいのであろうか。

たしかに、監視に関する基準が明確で一義的なものになり難いこと自体は止むを得ないであろう。独禁法には、競争の実質的制限など、いわゆる「不確定概念」による違法性判断基準が用いられ、これが独禁法による規制への反感につながっているのであるが、この種の不確定概念は、独禁法に限らず、多くの法律で採られているものであり、明確で一義的な基準でないこと自体を違憲（憲法三一条）であるとか、不当であると言うことはできない。こ

れらは、結局は、解釈と判例・実務の積み重ねの中で、次第に明確なものとなることを期待する他はないものである。

しかし、このケースについては、持株会社禁止の規定が日本と韓国しかない状況で、部分的解禁の実績がどの国にもないことを考えると、その具体的運用がどうなるか予想がつかない、と言わざるをえない。例えば、持株会社形態をとることを許容された会社が、傘下の、あるいは傘下にならない、ある会社の株式をその程度取得すれば、「事業支配力の過度の集中」に当たるから認可しない、という行政運用は、どのように理論的に根拠づけが与えられ、また、より広く社会的に説得的なら得るのであろうか。

なお、規制緩和とは、公的規制に服する行為・形態等を最小限にし、私人の自由の範囲を広くすることを指すのであろうが、その際の境界確定の仕方が、予測可能性が著しく低く、行政庁の恣意的判断を招く危険性が高い場合には、実質的には規制緩和とは言えないであろう。⁽¹⁹⁾

(3) 上限規制論

公正取引委員会は、本中間報告書を公表した一二月末からまだ間もない今年の初め、前記四類型に限定せず、持株会社の規模だけで、制限ないし禁止する素案を大蔵省・通産省・与党等に提示した、との報道がなされた（例えば、「資産規模で設立制限」一九九六年一月一三日付け朝日新聞朝刊）。

もつとも、その具体的な内容はかなり変化していたようで、これを詳しく検討することはあまり意味がないであろう。しかし、この素案らしきものが、一定程度以上の資産規模の持株会社を禁止することを骨子としていたとすれば、若干のコメントを加えておくべきであろう。例えば、一五兆円を超える資産を有する持株会社を禁止（あるいは「重点審査」）し、それ以外は解禁する、また、この一五兆円基準は、既設の持株会社が新規に株式を取得する場合にも、規制基準となる、という報道がある（「一定資産以上は重点審査」朝日新聞一九九六年二月七日付け朝刊）。

一定程度以上の資産規模の持株会社を禁止するという考え方は、本中間報告書における第一類型（一定規模以下の持株会社を解禁すること）と形式的には同じであり、その程度いかんの問題とも言えよう。そして、本中間報告書における「一定規模以下」とは、例えば、合併の簡易届出を認めている資産総額一〇〇億円程度などが、一つの目安であろう（ただし、資産総額の算定対象に含まれる持株会社傘下の子会社は、持株会社の出資比率五〇%超でよいかは、議論のあるところであろう）。

ところが、一五兆円基準のみであると、これは現在のすべての大企業が持株会社に転化してよいことになるようであり、全面解禁に近い。しかも、一五兆円を超える場合は、「重点審査」という案では、何をどのように審査することになるか、前述のような疑問がある。

以上、簡単にコメントしたが、これらについては、実体法上の検討とともに、基準の作り方、その運用の仕方を含め、法的な検討の必要性をも示唆しているように思われる。閣議決定では、「三年以内」という期間があるのであるから、より慎重に、かつ筋の通った議論をふまえた立法政策論が展開されることが望まれる。⁽²⁰⁾

- (1) 本報告書については、通商産業省産業政策局編『企業組織の新潮流』（一九九五年、通商産業調査会出版部）を参照。
- (2) その概要は、山田健男「持株会社禁止制度の在り方について」公正取引五四四号四頁以下（一九九六年）参照。
- (3) この段階での私の意見については、「少数株主の保護を。日米で大きな環境差」日経産業新聞一九九五年二月二十八日付け、「論点 持ち株会社②」朝日新聞一九九六年二月八日付け朝刊、「見落とされた日本企業の特異性」金融ビジネス一九九六年四月号八二頁を参照。
- (4) 例えば、今村成和『独占禁止法入門』（第四版・一九九三年、有斐閣）四二頁の用語法に拠る。
- (5) 例えば、江頭憲治郎「企業組織の一形態としての持株会社」資本市場法制研究会編『持株会社の法的諸問題』（一九九五年、資本市場法制研究会）一一頁以下、一五頁参照。
- (6) 金子晃「持株会社解禁論をめぐって」公正取引五三七号一八頁以下（一九九五年）も同旨。
- (7) 正田彬「持株会社の禁止（独占禁止法九条）について」ジュリスト一〇八一号五六頁以下、五八頁（一九九五年）を参照。また、同「持株会社と独禁法」・同『経済法の性格と展開』（一九七二年、日本評論社）二六三頁以下をも参照。本中間報告書（4(2)ウ）にも、持株会社は「企業集団やいわゆる『系列』の中核となり、経済力集中の手段となりやすい性格を有する」と指摘されている。

なお、持株会社は、経営の観点からは、持株会社とその傘下の諸事業会社との間に、適切な分権化をもたらすものと期待されている。しかし、少なくとも法的権限の所在としては、頂点に立つ持株会社に、傘下諸企業の支配権が集中する仕組みであることに留意すべきである。

(8) 浜田道代「持株会社と株主の地位」・前注(5)『持株会社の法的諸問題』四〇頁以下、同「持株会社規制、大規模会社株式保有総額規制の廃止」ジュリスト一〇八二号一二二頁以下、一二五頁参照。

(9) この観点から説くものとして、上村達男氏の諸業績がある。最近のものとして、参照、同「証券市場の規制と競争」経済法学会年報三六号三七頁以下（一九九三年）。持株会社に関しては、同「持株会社解禁と証券取引法」旬刊経理情報七八三号三九頁以下（一九九六年）参照。

(10) 浜田・前注(8)『持株会社の法的諸問題』四〇頁以下参照。

(11) 同様の懸念を示すものとして、例えば、証券団体協議会『純粹持株会社論議と今後の課題』（一九九五年、財団法人日本証券経済研究所総合調査部）五〇頁以下等参照。

(12) この点については、細田孝一「銀行・証券等の相互参入と不正な取引方法（ガイドライン）」公正取引五二二号一二二頁以下、一四頁（一九九三年）を参照。

(13) 金融制度調査会中間報告（一九九五年五月）で例えられているように、現行の業態別子会社を持株会社形態に変えれば、「親子という縦の関係から兄弟姉妹の横の関係を置き換えられるので、もつと薄いファイヤー・ウォールでも同様の業務隔離効果が期待できるはずである」と説かれている。馬淵起壽『金融持株会社』（一九九六年、東洋経済新報社）四二頁以下参照。しかし、このような感覚的議論で、不当な取引の抑止が十分できると納得できるものであろうか。

より具体的な議論として、九五年末の時点で、社債の主幹事獲得シェアで、銀行系の証券子会社が三四％（件数ベース）を占めたことをどう評価するか、議論がなされている。なぜ、銀行系の証券子会社がこのような急速な成長を遂げることができたかは、更に実態分析が必要であろうが、「寡占状態にあった日本の社債発行市場の構造を変える効果をもたらした」（馬淵・前掲五七頁）とするだけでよいのか疑問である。これは、結果としてシェアが変動したことだけで評価しているに過ぎず、それが「公正な競争」の結果かどうか問題になっているときに、問題をすり替えているに近い。例えば、新規参入した証券子会社が、銀行の一〇〇％子会社ではなく、全くの独立系の証券会社であったら、このような短期間に社債の主幹事をこれ程獲得できたであろうか。

また、「金融持株会社を容認する以上そのための特別の規制法が制定されるであろうからそちらの方で予防措置をとれば足りるであろう」（川浜昇「持株会社解禁と独占禁止法」旬刊経理情報七八三号二九頁）との意見がある。抽象的な論理としては正当であるが、現実論としては疑問である。縦割り行政の弊害が特に金融行政において露呈している今、むしろ、同一の対象に重複的に規制をかけ、同時に規制の簡素化を図るよう規制行政の間で文書等による調整を図る方が、規制の実効性の確保に資するとともに、規制の透明性と社会的監視の容易さからも優ると考えられる。

(14) 本法については、江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護(1)」（6）法協九六卷一二号九八卷一〇号、同「結合企業法の立法と解釈」（一九九五年、有斐閣）一八頁注二七、六六頁注二七、滝川敏明「アメリカの公益事業持株会社規制」公正取引五四一三三七

頁以下(一九九五年)を参照。

本法の主対象である電力事業の実態と本法に関しては、日本エネルギー法研究所「米国電気事業における規制緩和と経営の多角化」(一九八九年)、海外電力調査会「欧米電気事業の規制と経営多角化」海外電力調査報告一六〇号(一九九〇年)、同「米国電気事業の規制緩和とIP事業の現状」海外電力調査報告一六八号(一九九二年)、青山悠「持株会社解禁論で電気事業が考えるべきこと」エネルギーフォーラム一九九六年六月号五〇頁以下等を参照。

(15) 公正取引委員会の本中間報告書の5(「持株会社禁止制度見直し論の検討」)を参照。その他、例えば、前注(1)「企業組織の新潮流」三頁以下、青木昌彦「経済システムの進化と多様性」(一九九五年)等を参照。

(16) 馬淵・前注(13)「金融持株会社」二七頁。

(17) これらの規制のあり方の検討は、本稿三でふれたように若干の議論があるが、いまだ不十分であると思われる。なお、公正取引委員会の前記中間報告書も末尾で、この点にふれている。経済学では、青木・前注(15)「経済システムの進化と多様性」二一八頁以下、馬淵・前注(13)「金融持株会社」三六頁以下、一九三頁以下等を参照。法学からは、江頭・前注(14)「結合企業法の立法と解釈」を始め、前注(5)「持株会社の法的諸問題」掲載の諸論文など、商法の分野で幾つかの検討がある。なお、川浜・前注(13)「旬刊経理情報七八三号二四頁以下、特に三二頁注二六参照。

ディスクロージャー規制に関しては、従来から多くの議論があり、公正取引委員会の本研究会の座長である館龍一郎氏も、ディスクロージャー規制の強化を訴えていた(「意義失われた金融改革」日本経済新聞一九九五年五月八日付け朝刊)。しかし、ディスクロージャー規制の強化が実際にはかなり困難なものであることは、金融機関に対するディスクロージャー規制強化が挫折した過程からも明かなように思われる。また、ディスクロージャーとは、単なる公的規制でかたがつく問題ではなく、それを実際に行う各金融会社の行動様式が変化しなければならぬはずである。この点については、例えば、S・R・ワイズプロット「日本型金融慣行から脱却を」日本経済新聞一九九五年一月三〇日付け朝刊)を参照。

(18) この中間報告書の個別監視論と同趣旨の主張をしているものとして、伊従寛「企業買収に事前届け出制」日本経済新聞一九九六年三月二七日付け朝刊その他がある。同「持株会社解禁後に残る問題をめぐって」旬刊経理情報七八三号一二頁以下では、「持株会社の設立は、持株会社による企業買収を伴うものであるから、一定規模以上の持株会社の設立と、持株会社による新たな企業買収については、事前届出制をとって一〇条一項の事前審査の対象とすること、あるいは一〇条二項を事前届出制に改正すること」が提案されている。

しかし、独禁法一〇条は、「競争を実質的に制限することとなる場合」を規制する規定であり、持株会社を禁止する九条とは異なる性格を有し、要件も異なるはずのものである。この提案は、つまるところ、法九条を廃止し、法一〇条だけで規制することと変わらないのではなからうか。あるいは、法九条の趣旨を活かすべきであるとする考えであれば、それを法一〇条で事前届出制に係らしめるために、法一〇条の要件を變える必要があるが、そうすると、本文で述べたような困難に逢着することになる。

(19) なお、川浜・前注(13)「旬刊経理情報七八三号二五頁参照。

(20) 持株会社に関しては、公正取引二〇〇号（一九六七年）掲載の諸論文、殊に、今村成和氏、鎌倉昇氏の論文は、今日の時点でも基本的視点を与えてくれるものである。また本稿執筆に当たっては、前掲の諸文献の他、以下のものを参照した。座談会「純粹持株会社の規制緩和」商事法務研究一三八八号七頁以下（一九九五年）、舟橋和幸「独占禁止法における持株会社規制」同前三三二頁以下、下谷政弘「カンパニー制と持株会社解禁論」経済論叢一五六巻二・三号一頁以下（一九九五年）、滝川敏明「アメリカの銀行持株会社規制」公正取引五三九号二三頁以下（一九九五年）等。

〔補注〕 本論文の校正段階で、次の諸文献に接した。

ジュリスト一〇九五号・特集「これからの金融規制と法」、殊に馬淵紀壽「金融持株会社と制度改革」（一一四頁以下）、文研欧州調査団報告書「ヨーロッパ金融持株会社の実態」（財団法人生命保険文化研究所、一九九六年）、松下満雄監修『持ち株会社解禁』（朝日新聞社、一九九六年）。

江頭憲治郎「純粹持株会社をめぐる法的諸問題」商事法務一四二六号二頁以下、神作裕之「純粹持株会社における株主保護（上）（中）」商事法務一四二九〜三一〇号、その他商事法務一四三二号所掲の諸論文。