

《論文》

# 現代合衆国を中心とするグローバル・ネットワークにおける 巨大株式会社の所有と支配：序説

——「独占は投機の死」(R. Hilferding) に伏在する逆説としての企業が「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」(J.M. Keynes) と化す可能性および新システミック・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂—— (上)

渡 部 恒 彦

Ownership and control of big business corporations in the global network led by U.S.A.:  
Preface: A possibility of enterprise becoming “bubble on a whirlpool” (J.M. Keynes) as a paradox  
lurking in the phrase “monopoly is the death of speculation” (R. Hilferding), and the new systemic risk,  
or deepening the split in the class of rulers (the 1st)

TSUNEHICO WATANABE

キーワード

株式所有の急激な再集中による合衆国株式市場の寡占化, BlackRock を筆頭とするビッグ・スリー, Aladdin® とシステミック・リスク, 自然人としての会社所有主体と会社自体論

## 目次

1. 問題の背景と状況——所有と支配に連なる諸問題——
  - 1.1 BlackRock等ビッグ・スリーを軸芯とする議決権行使に関する寡占体制の成立
  - 1.2 リスク・マネジメント・インベストメント・プラットフォーム = Aladdin® の世界的金融界による共  
用が引き起こすシステミック・リスク  
〔補論：市場型システミック・リスクを拡大した金兌換停止下のドルからの逃避という形での問題の表面化  
を限度とする内生的ドル供給と「還流」による国内投機商品における架空資本の膨張と銀行の市場性債務  
への依存：2008年金融恐慌の背景：
    - (1) 市場型システミック・リスクの典型
    - (2) 証券化商品の組成
    - (3) 仕組み証券としてのCDOに組み込まれるCDSの価格——金融工学の脆さ——
    - (4) 実体経済の縮小と過剰貨幣資本が運動の場とする投機（商品）市場〕
  - 1.3 「組織された資本主義」, 「年金基金社会主義」あるいは, 合衆国内の企業形態の新潮流  
〔補論：Vitali等によるグローバルな会社支配構造研究：  
〔補論：米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定：  
〔補論：Title 17 CFR 240.13d-3 - Determination of beneficial owner (受益権所有者の概念規定)：〕〕
  - 1.4 所有集中の現状——歴史的逆行と共通株主 (common ownership), 超富裕層の存在が孕む諸問題——
2. 会社支配主体の究明——所有あるいは所有権と支配——
  - 2.1 合衆国内における新しい会社支配構造の展望および同構造が孕む問題
  - 2.2 自然人としての会社支配主体の究明
  - 2.3 「物象化」による会社自体論, およびJ. Scottのいわゆる「利益連関集団による支配」の合衆国にお

る具体化

2.4 専門経営者による持株比率の上昇と超富裕層の財団経由および遺産相続による株式所有

2.5 会社所有権の再編と会社支配

[補論：片岡信之氏による物神論的・疎外論的な会社自体論：

[補論：現代株式会社の不在所有者 (*absentee owners*)：

〈以上、第54巻、第1号(本号)〉

3. 寡占体制の抽出と同体制下のJ.M. Keynesのいわゆる「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」と化する企業——R. Hilferdingのいわゆる「独占は投機の死」の可能性としての逆説——

3.1 株式所有権の集中と法制度的再編

[補論：「委任契約所有」(“mandate ownership”)：

3.2 ビッグ・スリーは支配権を欲するか？

[補論：資産運用会社と信託会社について：

3.3 パッシブ運用比率の上昇が高める外生的ショックによる相場の破綻と真の不確実性に起因する二様のシステミック・リスクの可能性

3.4 パッシブ運用下の会社支配権の顕在的・潜在的行使

3.5 委任状行使権を含む議決権の寡占化を契機とする会社支配構造の独特な空洞化，または取締役兼任ネットワーク解体下の資産運用会社の実効支配

[補論：ネットワーク理論の応用の方法論的問題：

4. 金融化を遂げた産業独占の世界戦略

4.1 生産と金融の国際ネットワーク

[補論：リボルピング・ドア：

4.2 フラックスな所有による会社支配基盤の緩み

5. 専門経営者の所有の増大あるいは新たなシステミック・リスクに起因する株主権の消失

5.1 可能性としての株主権の消失による会社支配権の「空洞化」

5.2 1980年代半までの巨大商業銀行中心の「小宇宙」の形成

6. 合衆国内の取締役兼任ネットワークの解体による可能性としての支配構造の空洞化

6.1 取締役兼任ネットワークの解体を示す諸指標

6.2 可能性としての株主権消失という意味での会社支配構造の「空洞化」現象の条件

6.3 会社支配構造の「空洞化」現象と取締役兼任ネットワークの解体化の相補性

6.4 現代会社エリート層の変質

小括1

7. 統合された世界規模の株式所有の写像 [マッピング]

7.1 国際金融ネットワーク (GFNs) 下の産業独占の動向

7.2 新たな分析方法——株式所有の写像 [マッピング] ——

7.3 グローバル・ネットワークの中核——群を抜くBlackRock——

8. グローバル・ネットワーク上の周辺国家資本主義

8.1 金融収益指向型国家資本主義のパラダイムの台頭

〈以上、第54巻、第2号(次号)〉

[補論：国家資本主義の範疇規定：

8.2 国益あるいは国家権力と所有のグローバリゼーションの対立：経済または経済学にとって国境とは何か？；合衆国を中心とするグローバルな所有と支配の課題

8.3 グローバルな会社ネットワークの未来：グローバリゼーションと国家の対立再論：Toddが問題視するグローバリゼーションの弊害とKeynesが第一次大戦後に直面した保護主義的問題——中国におけるGoogleの立ち位置からの展望——

小括2

9. TNCs間所有の連鎖：強連結中枢とその周辺；既存の研究の概要
- 9.1 所有のネットワークに関する価値の分析方法  
〔補論：グローバル・ネットワーク分析の既存の方法等〕
- 9.2 会社支配と閾値ルール  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 第3.3節「BFS Methodology Corrects for Cyclesの証明」；第3.4節「例証された事例」〕
- 9.3 過剰推定問題の克服方法  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 第2節「データおよびTNCネットワークの検出」, 第3.5節「先行研究との関係」〕
- 9.4 分析結果：全ノードの3/4が全TNCsの営業収益の94.2%を占める中枢の存在  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 第7節「強連結成分分析」〕
- 9.5 蝶タイ成分  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 第6節「蝶タイ成分の規模」〕
- 9.6 最大（弱）連結成分中、過半を占める蝶タイ状ネットワーク構造の出口に位置するTNCs
- 9.7 ネットワーク支配・営業収益の比率を表す分数が80%近傍に達するのは株主主体の分数で表現される株主ランクが10のマイナス3乗ないし10のマイナス2乗以上のケースに限られている  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 原典表S1「上位50の支配力保持者」〕
- 9.8 富以上に不均等に分布するネットワーク支配  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 原典図S3「ネットワーク支配および営業収益の累積分布関数」；原典表S2「CC内に位置する上位支配保持者（TCHs）の数および金融部門（FS）の存在数」；原典表S3「ネットワーク支配（LM〔線形モデル〕, TM〔閾値モデル〕, RM〔関連モデル〕）の80%の集中」〕
- 9.9 グローバル会社ネットワークにおける経済的「超企業体（super-entity）」としての中枢内（3/4は金融機関）上位所有者  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 原典表S4「ランダムに選出された経済的主体（TNCまたは株主〔SH〕）が、上位支配保持者のネットワーク構造に占める位置に関連したグループに属する確率」〕
- 小括3
10. まとめと残された課題
- 10.1 ウォール・ストリートとメイン・ストリートの対立——短期主義による支配者層内部の亀裂——
- 10.2 BlackRockによる連鎖するTNCsでの資産運用をめぐるリスク管理の一律化と表裏をなすシステムック・リスクの発現——現代世界資本主義における会社支配構造が内包する病——
- 10.3 残された課題  
〔補論：Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 第8.2節「リッチ・クラブ現象との係わり」〕  
〈以上, 第54巻, 第3号（次々号）〉

## 1. 問題の背景と状況——所有と支配に連なる諸問題——

### 1.1 BlackRock等ビッグ・スリーを軸芯とする議決権行使に関する寡占体制の成立

本稿は、現代アメリカ合衆国を中心とする巨大多国籍企業（Transnational Corporations：以下、TNCs）の所有と支配の現状を理論的かつ実証的に明らかにすることを目的とする。会社支配の理論と実証の研究は、かのA.A. Berle & G.C. Meansによって、かつて存在した大株主が株式所有の極度の分散に伴って事実上消失し、所有と経営の分離から、さらに進んで「所有と支配の分離」まで説かれるようになり<sup>(1)</sup>、さらに、現代企業の経営管理・運営上、高度に専門的な知識を要するため、例えば、J.K. Galbraithは、テクノストラクチャ（Technostructure）による会社支配が一般化してき

(1) Cf., Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means (1967), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, Inc. revised edition prepared by the authors, reprint of 1932. 森杲訳 (2014) 『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会。以下、英文の著作の訳出は邦訳を参考にしたが、訳文は必ずしも邦訳書のものと同じものではない。(以下、引用分の中のスラッシュ (/) は原典中の改行を意味する。)

「財産と見なされていた古い概念と私的な事業と見なされた古い構成を解体する試みのなかで、…一方に、所有構造、他方に支配者という、異なるばかりかしばしば対立する集団……その支配は所有権からますます離れる方向に向かって動き、究極的に経営陣自身的手中に収まる。そして経営陣はそれ自体で独自の永続的な地位に就く…」ということが明らかにされた (*Ibid.*, p.116. 前掲訳, 109-110頁)。その上彼らは株式会社の準公共的性格の具備さえ展望していた。「…かつての単一集団から造られた新しい二つの集団——認知しうる支配力なしの所有者と認知しうる所有権なしの支配者と——に目を向けて、われわれは、では彼らの間の関係は何か、それぞれの事業活動の推進にどう作用することが期待されているのかを、問わなければならない。(中略) …現代株式会社を支配する人々までもが、所有者の利益第一に事業を運営すると想定することに、何らかの正当性があるだろうか?」 (*Ibid.*, p.113. 前掲訳, 106-107頁)。

しかし、Berle & Meansのこの第一の結論は意図的なデータ処理の帰結であるという宮崎義一氏による批判がある。すなわち、北原勇氏の著書（北原勇（1984）『現代資本主義における所有と決定』岩波書店）の書評の中で宮崎氏は以下のように指摘する。Berle & Meansは、「非金融巨大会社200社を調査対象として選ぶ際、わざわざ「該当する会社の議決権株式の大多数が、他の会社によって所有されていることが明確である会社は含まれない」(A.A. Berle and G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, p.19, fn.)」としているが、多国籍企業における親会社-子会社関係は、すべて“会社支配”形態であるといっても過言ではなく、Berle & Meansの分析では、「この“会社支配”形態はネグリジブルであるかのように示されているが、それはパーリ=ミーンズらの特殊な操作のためであって、事実は必ずしもそうだといえないように思われる。この措置は、私〔宮崎氏〕の調査においては重大な意味をもつ企業形態（すなわち“会社支配”形態）をとる企業のすべてを予め調査対象企業の中から意識的に捨象・排除し、その結果、調査対象としては“個人株主支配”形態と“経営者支配”形態の企業のみにアプリアリに限定し、とりわけこれら両形態のうちで“経営者支配”形態を圧倒的にきわ立たせる人為的操作といっても過言ではないだろう。この操作は、パーリ=ミーンズ…において客観的な実態調査に先立って、“経営者支配”形態に対する主観的重要性がアプリアリに確立していた有力な論拠といってもよいのではないか。/それでは、パーリ=ミーンズ…は、“会社支配”形態をほとんど捨象したのはなぜであろうか。この点必ずしも明示的ではないが、支配の主体が自然人——個人株主か経営者か——でなければならないという抜きがたい固定観念から“会社支配”形態について理論的に認識することができなかったからであろうと推察される。そして本書の分析も一貫してこのパーリ=ミーンズの人為的操作の結果を肯定的に前提し、そのため分析を大企業における“所有とコントロールの分離”=“マネジメント・コントロール”とそこから生ずる問題に限定しているものと思われる。この点、現実資本にたいする“会社それ自体”による所有を強調し、「所有の主体が自然人——株主か経営者か——でなければならないという抜きがたい固定観念」(〔北原, 前掲,〕 p.192)を鋭く批判している著者〔北原氏〕にとっては首尾一貫しない事実認識といわねばならないであろう」(宮崎義一 (1985) 「書評 北原勇『現代資本主義における所有と決定』岩波書店, 1984.3 xx+441+8ページ」一橋大学経済研究所編集『経済研究』岩波書店, 第36巻, 第3号, 280頁。以下、中括弧〔〕内は筆者による補筆)。

たと主張するに至っている<sup>(2)</sup>。この傾向は、1970年代以降、特に1980年代に入って以降の機関株主の持株比率が上昇して後も、その個々の持株比率もまた分散化によってかつての大株主同様、次第に低下する中で、継続しているものと見られていた。

しかし、21世紀に入って僅か20年足らずの間に状況は一変した。

すなわち、一口に機関投資家というものの、中でも、合衆国居住のBlackRock, Vanguard Group (以下, Vanguard), State Street Corporation (以下, State Street) の三社からなるビッグ・スリーをはじめとする巨大資産運用会社を軸芯とする20社余の世界的巨大金融機関は、合衆国はもとより世界を股にかけて、契約・協定・交渉等によって巨大TNCsに対する持株比率を直接引き上げた結果、株式所有は分散する一方で、それら一握りの巨大金融機関に極度に集中するに至っている<sup>(3)</sup>。加えて、BlackRock等は、後の第2章第5節で言及するように、Shenker等のいわゆるnew mandate owner (新しい委任契約所有者)として傘下の投資ファンドないしは機関投資家 (mandate owner) から手数料を得て、議決権の代理行使、すなわち委任状の権利行使を寡占的に実施する権能を持つに至っている<sup>(4)</sup>。そ

- 
- (2) Cf. J.K. Galbraith (1967), *The New Industrial State*, Houghton Mifflin Company Boston, ch.6, esp.p.61-85. 都留重人監訳 (1972)『新しい産業国家』河出書房新社, 第6章, 特に, 80-91頁。「企業を指導する知性, すなわち企業の頭脳をなすのは, …広い範囲の集団であって, 経営陣に含まれた小集団ではない。集団によるデザイン・メーカーに参与するすべての人々, あるいはこれらの人々が形成する組織にたいしては, 今までのところ名称が存在していないので, 私はこの組織を「テクノストラクチュア (Technostructure)」と呼ぶことを提案する」(*Ibid.*, p.71. 前掲訳, 90-91頁)。「金融市場がずっと以前から企業家とははっきり異なるテクノストラクチュアの実在を認めてきているという点は注目値する」(*Ibid.*, p.94. 前掲訳, 116頁)。経営者支配論 (マネジャリズム) の主張とマルクス経済学からの反論, 問題の所在の関する詳細は, 例えば, 北原, 前掲, 序章, 第2節「[経営者支配]をめぐる論争点」, 7-22頁における記載等, 国内外で数多い。
- (3) Cf. Daniel Haberly, Dariusz Wójcik (2017), “Earth Incorporated: Centralization and Variegation in the Global Company Network,” *Economic Geography*, Volume 93, Number 3, pp.255-256.
- (4) Cf. C. Shenker, E.M. Heemskerk & J. Fichtner (2017), “The New Mandate Owners: Passive Asset Managers and the Decoupling of Corporate Ownership”, *Competition Policy International, Inc.*, p.3. 尚, 本稿では, 普通株式に付随する株主の共益権として, 委任状行使権を含む議決権の少数需要者 (買手) が大きなシェアを占める相互に依存し合った状況を「寡占」と表現する。問題はシェアの大きさである。会社支配に要する持株比率は, 所有の分散の状況によって変わってくるからである。ここでは, 先ず, J. Scottによる定義に従うことにする。「必要が生じた時にはいつでも, 大口の機関株主達は協力することはできるのではあるけれども, 彼らの通常の事業活動は, 彼らを, 競争する形で分割する」。そうした状況に適合し, かつ, 「支配 [機関] 株主の間に, いかなる集団凝集性 (group cohesion) も存在しない」, 「星座状の利害集団 (controlling constellations)」[あるいは「利益連関集団 (control through a constellation of interests)」] (J. Scott (1979), *Corporation, Classes and Capitalism*, Hutchinson, p.41. 中村瑞穂・植竹晃久監訳 (1983)『株式会社と現代社会』文真堂, 40頁; 植竹晃久 (1984)『企業形態論: 資本集中組織の研究』中央経済社, 123頁)が最高執行管理者 (executive managers) に持続的制約 (a continuing constraint) を行使する」(J. Scott (1997), *Corporate Business and Capitalist Classes*, Oxford University Press, pp.48-49.) 操作的基準として, 「上位20位までの機関大株主の合計の株式保有比率」が「少数支配を可能にする持株比率」として, 10%以上 (*Ibid.*, p.50 & p.72. 村田和彦 (2006)『企業支配の経営学』中央経済社, 所収, 第2章「非個人株主支配説の検討—スコットの企業支配論の研究—」, 87-88頁参照)を一応の標準とする。「一応」というのは, 可能態として共同で支配能力を有しうる10%を超えるケースは特に合衆国の上場会社の市場時価総額中, BlackRockをはじめビッグ・スリー三社で筆頭株主となる平均持株比率が17.64%と2割近くに達し, 上場会社総数中に占める比率は42.8%, 時価総額中に占める比率は実に77.9%に達し, 第2位の場合の三つの比率は, 順に11.63%, 8.7%, 10.1%, 第3位の場合の比率は順に8.97%, 7.5%, 6.3%, 第3位に入らない平均持株比率は僅か2.66%に過ぎない (第3章, 図3-1: Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk & Javier Garcia-Bernardo (2017), “Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk”, *Business and Politics*, Volume 19, Special Issue 2, p.17; 原典図2「合衆国の上場会社におけるビッグ・スリーの所有に関する統計値」参照) 程, 特に資産運用会社を軸芯とする機関投資家に持株が集中している現実に鑑みてである。尚, E.S. Hermanは, 少数持株支配のハードルを5%以上と定めている。理由は, 基準としては低くても,

れは機関株主が抱える利益相反の問題に阻まれながらも（第3章第2節）、企業支配の可能性を大きく押し拡げている。21世紀以降所有の分散・集中をめぐる状況は歴史の時間軸上を明らかに逆行している。

次の合衆国内に限ったデータはこの事実を反映している。すなわち、機関所有の集中は20世紀を通じて、個人大株主に比して全体としては大きく進捗したが、各機関株主の持株比率は前者同様、低かった。だが21世紀以降の同比率の急伸の結果、（2010年3月26日現在の時価総額で測った）合衆国居住の最大26社の上位各5, 10, 20, 25機関株主による合算ベースの持株比率は平均して、順に、16.9%, 23.6%, 30.4%, 32.8%とかなりの水準に達している<sup>(5)</sup>。これはVanguard, State Street, FMR, BlackRock, Capital World Investors, Berkshire Hathaway等、グローバルな機関投資家の中でも特に、合衆国居住の資産運用会社、大手ファンドからなる機関投資家の運用資金の急増、持株比率の上昇を反映していることはまず間違いない<sup>(6)</sup>。この現実、後の第3章第1節および同節内補論「[委

時価総額は膨大であり、会社支配の観点からは無視できないからとする（Cf. Edward S. Herman (1981), *Corporate Control, Corporate Power: A Twentieth Century Fund Study*, Cambridge University Press, pp.62-63；中本悟 (1987)「現代アメリカ企業の支配構造——E・S・ハーマンの研究の検討——」『静岡大学法経研究』第35巻, 第3-4号, 192頁参照）。この少数持株支配とScottのそれとの違いに着目すると、Hermanは、機関株主に支配指向はまずなく、特に大企業と信託部を有する大銀行の関係は、後者が前者の政策決定に重大な影響力を持ち、また、前者が後者の部分的支配（partial control）の下に置かれ、あるいは重役派遣を通じて潜在的な影響力の下に置かれる場合がある事実を指摘しつつ（Herman, *op.cit.*, p.159；中本「現代アメリカ企業の支配構造——E・S・ハーマンの研究の検討——」前掲, 203頁参照）も、両者の関係は基本的には互恵的なものであると判断するがゆえに、機関株主を少数支配主体から除外している点が特徴的である（Herman, *op.cit.*, p.146-154；中本「現代アメリカ企業の支配構造——E・S・ハーマンの研究の検討——」前掲, 202-203頁参照）。ところで、「寡占」間の相互依存性にも係わる機関株主の会社支配志向の有無であるが、これについて管見によるところでも、見解は二つに分かれる。第一は、機関投資家の議決権等の行使については常に利益相反の問題が付きまとうこともあって、第2章内補論「片岡信之氏による物神論的・疎外論的な会社自体論」および、第3章第2節で再説するように、「…BlackRock, Vanguard, およびState Streetは企業国家アメリカに対する権力を不承不承行使しているという…」解釈であり、「…ビッグ・スリーは、そもそもコストを最小化しようとする時に、この投票の権力を本当に欲するのか…」さえ疑問視する見解すらある。しかし第二に他方では、「ビッグ・スリーが意図しようとしまいと、それらは途方もない株主の権力を蓄積してきたし、そうであり続け…」、「多くの点で、インデックス・ファンドのブームは、BlackRock, VanguardおよびState Streetを準独占的な地位に就く低コストの公益事業にも似たものに変えつつある。所有のこうした集中延いては潜在的権力に直面して、われわれは、今後何年かして増勢する企業国家アメリカの新しい「事実上の恒久的な取締役会支配」に関する当局規制下の監視の強化を断固求めるよう期待して良いかも知れない」と考えられる程の強力で半ば恒久的な権力の集中を懸念しさえする展望もある。今し方、データの見たように、BlackRockを筆頭とするビッグ・スリーは、企業国家アメリカに対する競争相手のいない潜在的な権力の地位を占有しており、J.P. MorganやJ.D. Rockefellerの時代以降見られなかった会社所有の集中をわれわれは目の当たりにしていることは確かである。

- (5) Edward B. Rock (2015), "Institutional Investors in Corporate Governance", Institute for Law and Economics, University of Pennsylvania Law School, *Research Paper*, Number 14-37. ページの割り振りはない。最初から数えて32-34枚目上のTable.1を参照。但し、同表のタイトルはでは最大「25社」となっているが、数えると、下記のように、26社ある。データの出所は全国産業審議会「2010年機関投資報告：資産配分およびポートフォリオ構成」（直近）。ここで合衆国内の時価総額で最大26社は2010年現在、順に、Exxon Mobil Corp., Microsoft, Apple Inc., Walmart, Berkshire Hathaway Inc., General Electric Co., Procter & Gamble Co., Bank of America Corp., Google Inc., JPMorgan Chase & Co., Johnson & Johnson, IBM Corp., Wells Fargo & Co., AT&T Inc., Cisco Systems, Inc., Chevron Corp., Pfizer Inc., Oracle Inc., Coca-Cola Enterprises Inc., Hewlett-Packard Co., Citigroup Inc., Intel Corp., Merck & Co., Inc., PepsiCo, Inc., Philip Morris International Inc., Goldman Sachs Group.から構成される。他方、機関株主は、株式、負債、(ヘッジ・ファンドを含む)代替的手段、および海外証券を扱う合衆国内で営業を展開する国内外の多様な機関投資家である (<https://www.conference-board.org/publications/publicationdetail.cfm?publicationid=1872> (2019/2/12))。
- (6) 次に示す表1-1は、Daniela M. Salvioni, Francesca Gennari (2014), "Corporate Governance, Sustainability and Capital Market Orientation", *International Journal of Management and Sustainability*, Volume 3, Number 8, p.472, 原典：表-1「合衆国-2014年1月現在、時価総額と会社所有構造」（出所：<http://finance.yahoo.com>, <http://ycharts.com> (2019/2/12),

任契約所有」(“mandate ownership”)」で詳説するような連邦規則集 (Code of Federal Regulations: 以下, CFR) § 240.13d-3 (a) (1)が定める議決権の代理行使, すなわち委任状の権利行使は, 信託受託者=究極的な一般・零細投資家からなる場合の多い持分出資者=真の所有者 (true owner) に帰属するが, その者が直接議決権行使を行うことは困難で, 一般には, 投資権利行使の判断を, 投資一任契約を結ぶ等の協定・交渉等を通じて名義上の株主となる資産運用会社に一任するケースが殆どであるという現実を重ねると, 次の点が浮かび上がる。すなわち, 公開買付けのオファーを受けた株主が十分検討できるように公開買付けをしようとする者に関係資料をSEC等に提出させることを義務付

companies' websites) から, Apple, Exxon Mobil, Google, Microsoft, Berkshire Hatw, General Electric, Johnson & Johnson, Wal Mart Stores, Chevron Corp., Wells Fargo & Co.以上, 2014年1月現在, 時価総額上位10社の流通している株式の, 本文中で挙げたVanguard等, 資産運用会社を軸芯とする諸機関投資家またはミューチュアル・ファンド中, 上位三者の占める持株比率を表わし, 10社各々, 合算ベースで, 順に, 124%, 122%, 160%, 121%, N.A., 11.7%, 13.3%, 6.7%, 13.5%, 17.6%の高さにあり, データが入手できないBerkshire HatwおよびWal Mart Storesを除いて, 次章内脚注(44)で見るJohn Scottの定める上位機関株主最大20による持株比率の合算ベースでの少数持株支配基準10%をいずれもが超えている。

表1-1. 合衆国—2014年1月現在, 時価総額と会社所有構造.

| 会社                | 時価総額<br>(10億ドル) |         | Δ      |    | 5%持分の個人投資家の<br>株式所有比率 (* )<br>(合算ベース) |      | 上位三社の機関投資家または<br>ミューチュアル・ファンドの持株比率 |      |
|-------------------|-----------------|---------|--------|----|---------------------------------------|------|------------------------------------|------|
|                   | 2014/01         | 2013/01 | %      | %  | %                                     | %    |                                    |      |
| Apple             | 482.01          | 493.25  | -2.28  | 0  | Vanguard Group                        | 4.95 | State Street Corpoiariion          | 4.28 |
|                   |                 |         |        |    | FMR                                   | 3.18 |                                    |      |
| Exxon Mobil       | 441.53          | 398.34  | +10.84 | 0  | Vanguard Gr.                          | 5.29 | State Street Corporation           | 4.30 |
|                   |                 |         |        |    | BlackRock                             | 2.65 |                                    |      |
| Google            | 380.48          | 241.97  | +57.24 | 0  | FMR                                   | 6.85 | Vanguard Group                     | 4.88 |
|                   |                 |         |        |    | State Street Corporation              | 4.24 |                                    |      |
| Microsoft         | 302.20          | 222.33  | +35.92 | 9  | Vanguard Group                        | 4.49 | State Street Corporation           | 4.13 |
|                   |                 |         |        |    | Capital World Investors               | 3.40 |                                    |      |
| Berkshire Hatw    | 282.29          | 229.87  | +22.80 | 1  | N.A.                                  | N.A. |                                    |      |
| General Electric  | 276.10          | 217.48  | +26.95 | 0  | Vanguard Group                        | 4.93 | State Street Corporation           | 4.16 |
|                   |                 |         |        |    | BlackRock                             | 2.63 |                                    |      |
| Johnson & Johnson | 259.07          | 196.55  | +31.81 | 0  | State Street Corpoiariion             | 5.64 | Vanguard Group                     | 4.92 |
|                   |                 |         |        |    | BlackRock                             | 2.69 |                                    |      |
| Wal Mart Stores   | 254.49          | 230.15  | +10.58 | 51 | Vanguard Group                        | 2.80 | State Street Corporation           | 2.33 |
|                   |                 |         |        |    | Berkshire Hathaway                    | 1.53 |                                    |      |
| Chevron Corp.     | 239.15          | 213.98  | +11.76 | 0  | Vanguard Group                        | 5.43 | State Street Corporation           | 5.41 |
|                   |                 |         |        |    | BlackRock                             | 2.64 |                                    |      |
| Wells Fargo & Co. | 238.83          | 183.06  | +30.47 | 0  | Berkshire Hathaway                    | 8.81 | Vanguard Group                     | 4.68 |
|                   |                 |         |        |    | State Street Corporation              | 4.09 |                                    |      |

註：(\*) 証券取引法下, ルール13d-3は, 議決権付株式の5%以上の所有者にスケジュール13Dまたはスケジュール13Gに基づき, その所有を報告するよう要求している。ルール13d-3に係わるウィリアムズ法の詳細については, 本第1章第2節内脚注(160)を参照されたい。

出所：http://finance.yahoo.com, http://ycharts.com (2019/2/12), companies' websites.

けるウィリアムズ法 (Williams Act) が定めるいわゆる大量保有報告義務制度上の 5% 基準、そして、特定の対象会社に対する持分割合が 10% を超えるとき、持分割合が 5% を超える幅で変動するとき、または保有者が支配の意図を有するにいたったときには、スケジュール 13D による開示が必要になる<sup>(7)</sup> SEC への閾値報告ラインを 5% 所有および支配の意思を持つ場合には 10% 所有と定める Title 17 CFR § 240.13d-3 の規定に照らして、「調整、合意、関係」等を通じた「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」によって、後の本章第 2 節内補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」で見ると、non-routine の事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、同制度基準をさえ超える支配力が、資産運用会社群、あるいは同会社が株式企業形態を採る場合には、その又個人大株主または相対的個人大株主層に益々集中して来ているのである。

但し、BlackRock のような多種多様な運用戦略を有する巨大資産運用会社の目的は、後の第 4 章第 2 節で特に Carroll の見解によって確認するように、あくまで傾向としてはあるが、純粋な投資成果にあるため、運用先と協同歩調をとる時流のエンゲージメントは敢えて採らず、“voice”よりは従来通りウォール・ストリート・ルール (“exit”) を選ぼうとする。しかも、ある企業の株式を保有していることは自ら対外的には公表しようとはしない。ポジションを開示することは、いわば手の内を晒すことであるため、可能な限り開示しようとはしない。そして運用目的を旧来のアクティビズムに置かず、投資先経営に原則として関与しないため、5% 未満に議決権行使権限が収まるように、社内の顧客間で調整、例えば、ある投資先企業の株式を 5.1% 保有している場合には、そのうち 0.2% 保有している顧客の保有分については、異なる議決を行う (あるいは棄権する) ことにより、表立って対外的な開示を採る姿勢を取って見せようとはしない。「共有」の場合や 10% 基準の場合にも同様である<sup>(8)</sup>。「共同」株主のグループとしての所有比率が 5% を超える時にグループのメンバーがある株式の取得、所有、または処分目的を持って共同行動をとる場合にもスケジュール 13D の提出を要する (CFR § 240.13d-3)。この場合、共同行動をとるという認識があったかどうか提出義務を決定する基準となるので、微妙な判断を要し紛争を生じやすい。5% ルールの適用を避けるために、最近では、グループが保有する株式を第三者に信託的に譲渡しつつ株式の議決権および売買について〔経済的な真の所有者 (true owner)〕として支配権を維持する「パーキング」と呼ばれる慣行が横行しさえしている<sup>(9)</sup>。

こうした戦略を持つ資産運用会社はじめ巨大金融機関はこの 20 年足らずの間に、後の第 7 章第 2 節で詳説するような株式相互所有を中心としてネットワークの中核を築いている。またその中核を中心に TNCs 間で広範なネットワークがグローバルに形成されている。そうした国境を超えた越境空間における政治・経済状況を、それを支配する階級も含めて包括的に捕捉しようとする研究者集団が、E.M. Heemskerk 等を中心とする、いわゆるアムステルダム学派 (Amsterdam School: 以下、AS) である。その最近のまとまった成果のひとつとしては、Heemskerk も執筆者のひとりとなった<sup>(10)</sup> Bob

(7) 黒沼悦郎 (2004) 『アメリカ証券取引法 [第 2 版]』弘文堂、183-184 頁。ウィリアムズ法と Title 17 CFR § 240.13d-3 については、本第 1 章第 3 節内補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者の規定』」および脚注 (160) を参照されたい。

(8) むろん、SEC が管理・運営する法定開示書類の電子媒体を利用した開示システム = EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System) を通じて電子的に提出することが義務付けられており (金融庁総務企画局 (2018) 「事務局資料 (IT の活用、英文開示についての主な論点)」7 頁。米国における電子開示の動向 ([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/disclose\\_wg/siryoku/20180409/siryoku3.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryoku/20180409/siryoku3.pdf) (2019/03/16))), 提出された書類は、SEC のサイトを通じて閲覧可能なのであって、対外的な開示の回避の姿勢を採ろうとしても、SEC を通じた情報開示から免れうるわけではない点には注意が必要である。

(9) 黒沼、前掲、183 頁参照。

(10) Heemskerk (2018), “Network analysis and the Amsterdam School: An unfulfilled promise?”, in Bob Jessop

Jessop and Henk Overbeek eds. (2018), *Transnational Capital and Class Fractions: The Amsterdam School Perspective Reconsidered*, Routledgeがある。当書では、世界的な会社エリート層、およびそれを「最前線」に置きながら、概念上、一線を画される支配階級の状況等が分析されている<sup>(11)</sup>。ここでの支配階級にも関連して、Heemskerckは、次のように述べる。後の第3章第1節でも言及するように、近年の研究は、合衆国内の会社所有の集中が未曾有の水準に達していること、特に、最大の三つの機関投資家（BlackRock, State Street, およびVanguard）がいまや三社でForbes 500の内の438社の最大の株主であることを明らかにしている<sup>(12)</sup>。しかしながら、そうしたデータが有意義な社会理論の一要素となるためには、一層の理論的な彫琢が必要である。ASの展望は、そのような、例えば、少数の金融機関が支配的な会社所有者として現れたとして、それが何を意味するのかに関する経験的な研究成果を、グローバルな資本主義の動態に関して注意深く構築された歴史的な広範な理論の中に統合することになる。同様に、不可解な予期しない経験的パターンが重要なASの概念の再考・再構築の引き金を引く場合もある<sup>(13)</sup>。その事情を筆者なりに予め補うなら、先のいわゆるビッグ・スリーの突出した持株比率の急上昇は、例えば、一体、自然人としての経済的な真の所有者（true owner）としての会社支配者を誰に求めるのかに係わる概念構成を要することになる。また、van der Pijl等の分析によれば、1990年代初め以降の国境を超えた150社間の取締役兼任を分析すると、ドイツの資本は北大西洋沿岸部のネットワークの中心へと移行しており、彼らはこれを、ドイツがヨーロッパの利益を益々代弁するようになった証拠と見なす。だが、その分析は、二企業が少なくとも二人の取締役を〔二人の場合には、一人ずつ相互に、あるいは一方が他方に一方的に二人、送り込み、〕共有する取締役兼任制にのみ焦点を当てるもので、それが慣行であったのは1970年代で、20年の経過はそうした紐帯をごく稀なものにした。しかしながら、ドイツの会社は歴史的に見て例外的に大きな取締役会を有し、2005年現在までに複数の紐帯が不釣り合いな程にドイツ企業に内包され続けてきたのはそのためである。より大きなネットワーク構造を考慮に入れたヨーロッパを統合したグローバルなネットワークに関する研究は、〔殊に1980年代以降の合衆国内の巨大商業銀行の取締役兼任ネットワークにおける中心性の低下を併せて考慮すると、意味するのはドイツのユニバーサル銀行の相対的な中心性の高まりであって、それは〕、ドイツ資本の台頭そのものを確認しているわけではない<sup>(14)</sup>。むしろグローバル・ネットワークにおいて台頭したのは合衆国居住のビッグ・スリーはじめJPMorgan

---

and Henk Overbeek eds. (2019), *Transnational Capital and Class Fractions: The Amsterdam School Perspective Reconsidered*, Routledge, ch.19, pp.233-238.

(11) ASの特徴は当書の紹介を兼ねた冒頭の端書きによれば次の点にある。「1970年代末に登場したASの国際政治経済学への最も特徴的な貢献は、Marx派の“capital fractions”という概念を国際政治の研究に体系的に組み込んだ点にあった。この学派は、先進資本主義諸国における政策は、「国内」と「国際」の間の区別が曖昧になって薄れた根本的に越境的な空間で行われているということ強く主張して、この越境空間で政治学が支配という競争的で包括的な概念によってどのように構築されるかを示している。/この学派の起源、特徴あるアプローチの発展と重要性に対して簡潔で有益な導入部を提示して、当書は、この学派が問題として扱う領域のための現代的な重要性についてユニークな概観を与えている。その貢献は、新しい重要な世代の学者にASの研究を形づくってきた貢献の一部に直に詳しく触れる機会を与えて多様な観点からASの長所や短所について議論を尽くして重要な論評を提示し、また、現代資本主義に関する研究に対するアプローチの広範な展望の中にASの現下の枠組みの位置づけと価値について（自己）批判的な論評を試みた点にある。/当書は、学者のみならず、また学生を読者対象に執筆されており、国際政治経済学、国際関係論および政治科学、政治社会学、ヨーロッパ研究、そして規制理論や制度派経済学等の学術的経済学の各部門における研究にとって興味深いものとなろう」（*Ibid.*, page i）。

(12) Fichtner, et al., *op.cit.*, p.17.

(13) Cf., Heemskerck, *op.cit.*, p.234.

(14) *Ibid.*, pp.235-236.

Chase & Co.等の世界で20余を数えるに過ぎない巨大金融機関であり、それが示唆するのは、第一に、以降見ていくように、それら金融機関そのものが、多数のTNCsの所有の連鎖の中枢を成していること、また、第二に、法的株主として、まさにそのために投機を活用して富を集中せしめた超富裕層と他ならぬそれら金融機関のその又個人大株主または相対的個人大株主の二者を軸芯とする資本家階級の再編である。そして後の第4・6章、特に第4章で言及し、先に少しく述べた合衆国内の巨大商業銀行のエリートの金融・財界の牽引者としての役割の後退、黄昏と併行し、これと入れ代わって、持株増大によって所有者として台頭する取締役を含む会社経営者層全般による、もう一方における資本家階級の極の形成が目される。もしそうであるなら、会社支配者概念を、法的大株主である資産運用会社はじめ、巨大金融機関、およびその又個人大株主または相対的個人大株主層からなる支配出資者、そして真の経済的所有者 (true owner) である究極的な財産権所持者として近年浮上してきた、持分出資者とは考え難い、第2章第4節で言及する遺産相続人としての特に35歳以下の超富裕層の内、会社支配に関心を持つ者との間でどのように再構築できるかが問題になる。「…〔データを含む資料を重視する〕経験主義(者) (empirics) と理論の間の相互的な弁証法は、〔このように〕転変する会社構造を幅広い歴史的パターンの中に位置付けることができ、そうすると、大理論 (grand theory) と経験的実在を関連付けることもできる」。Heemskerckが重視する先の概念・理論の再構築は、例えば、このような事由を背景とする。

本稿で注目する幾つかの動向の一つは、Heemskerck等も取り上げる現代資本主義の特徴、特に21世紀に入って以降急進した巨大TNCsの所有権の集中をめぐる次の側面である。

合衆国では、機関投資家の中でも、例えば年金基金を取り上げる場合には、①名義人として法律上の株主となる、年金基金または資金の預託先となる銀行信託部 (受託会社となる信託銀行) や、投資一任契約を結んで (実務的にはマスター・トラストを含めて) 四者間協定を通じて預託された資産の運用を与ると共に、②当該契約・協定・交渉等の内容によっては自ら法的株主にもなりうるビッグ・スリーをはじめとする資産運用会社、そして③機関投資家等から手数料を受領して委任を受けた議決権の代理行使すなわち委任状の権利行使を②の株主としての議決権行使と併せて掌中に収め、合衆国居住者に限れば「調整、合意、関係」等を通じた「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」によって、直ぐ後の本章第2節内補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」で見られるようにnon-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、SECへの報告義務基準5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有をさえ超える支配力を手にする資産運用会社等の機関投資家群、④他方で究極的には配当金の授受と委任状を供与される自然人または確定拠出年金基金等のケースでの持分出資者となる従業員およびその者が帰属する会社法人、以上四者間で会社所有権が再編されている (特に第3章第1節)。第2章第2節では、それを前提にした上で、小松章氏のいわゆる個人大株主または相対的個人大株主層を改めて具体的に焦点を絞って捉まえ、それら支配出資者による「構造」的支配<sup>(15)</sup>の重要性を確認すると共に、同氏が1980年代半現在で認識した所有の分散によって否定的に捉えていた株主総会での合議制による支配出資者の意思表示が、21世紀以降の所有の再集中によって再び可能となって来た現実を重視する。そして同節で詳説するように、R. Hilferdingのいわゆる資本所有の二重化等を論理上の拠り所にした会社自体論における法人による生産手段の所有<sup>(16)</sup>が、自然人格としての資本家 (=相

(15) 小松章 (1983) 『企業の論理：社会科学としての経営学』三嶺書房、特に209頁参照。

(16) Rudolf Hilferding: *Das Finanzkapital*. 岡崎次郎訳 (1982) 『金融資本論 (改版)』上、岩波文庫、287頁。但し、後の第2章第2節、第3節で見られるように、北原氏による「会社それ自体による所有の実質化」(北原、前掲、107頁) という主張、および、「株式会社が株主とは独立の人格 (法人格 legal entity) を付与され、「会社自体」が1個の人格として現われて…」資本の人格化が成立するとする (植竹、前掲、107頁) 物象化を理論的支柱とする植竹晃

対的個人大株主層＝支配出資者）の掌中に、株主総会等の合議制の場を経て引き戻されており、あるいはまた、組織存続のための利潤獲得、あるいは自己資本利益の極大化を目標とした、年金基金の場合に顕著な単なる信託受益権を有するに止まる持分出資者とは異質な支配出資者、具体的には株式企業形態を採るBlackRock等の寡占的資産運用会社自身の個人大株主または相対的個人大株主層に会社支配権が集中してきたことでも分かるように、あくまで株主による所有の間接化という現実が重視される。

それは、経営者の地位に就くや、自社株を含む持株を増やすCEOをはじめ執行役員や取締役による所有者として支配者層の一角を占めるための足固め、あるいは「現代のRockefeller一家」といわれるKoch兄弟等、大富豪（超富裕層）による所有の実態に加え、第9章で見る、BlackRockをはじめ、資産運用会社等の金融機関を中心とするTNCs間のグローバルな会社所有・支配の連鎖の実態を併せて、統一的に把握する上でも欠かすことのできない理論的視角を提示している（特に第2章）。

## 1.2 リスク・マネジメント・インベストメント・プラットフォーム＝Aladdin®の世界的金融界による共用が引き起こすシステム的・リスク<sup>(17)</sup>

ところで、先のビッグ・スリーを中心とする株式所有の寡占体制下では、その大方のパッシブな運用のリスク管理が、当のBlackRockの運営する運用業務プロセスを包括的にサポートする全社的プラットフォーム、Aladdin®（Asset Liability and Debt and Derivatives Investment Network）に依存して行われると<sup>(18)</sup>、AI運用等でも問い質される政財官界の要人の発言に含まれるキー・ワード等へ

---

久氏による会社自体論の主張とは違って、Hilferdingは、第2章第2節で見るように、所有の二重化した一方の生産手段の支配者を自然人たる一部の支配株主に求めている。この点については第2章第2節で詳説するように、北原氏自身、「「支配株主」の存在に固執する見解は、かえって株式会社を資本制企業たらしめている関係を見損なうことになりはしないだろうか」と危惧し、「…現代巨大企業の本質を分析するためには「会社それ自体」による所有の実質化という観点が不可欠だ…」と指摘する（北原、前掲、108-109頁）。

- (17) Attali氏は、地球に広範な害をもたらす数多くの問題のすべてを“グローバル・システム的・リスク”として把握する（Jacques Attali (2012), *Demain, qui gouvernera le monde ?*, Payard. 山本規雄訳（2018）『新世界秩序：21世紀の“帝国の攻防”と“世界統治”』作品社、第8章「無政府化・カオス化する世界——迫るグローバル・システム的・リスク」参照）。指摘で挙げられる問題はすべて看過しえない重要性を持つ。しかし所有者としてのBlackRockのプラットフォーム・ソリューション、Aladdin®そのものがシステム的・リスクの発現を通じて信用破綻の連鎖を招く結果、金融恐慌を招き、それゆえ、所有の対象である株式会社における株主権そのものを消失させる可能性に焦点を当てるため、考察の対象を、金融システム上の決済システム全体が機能麻痺に陥るリスクとしてのシステム的・リスクに限定し、それとの関連で、同氏のいわゆる「巨大インフレ」については、『流通経済大学論集』（本号）収録の研究ノートで論及した（渡部恒彦（2019）「Jacques Attaliのいわゆるグローバル・システム的・リスク：量的金融緩和と政策によるインフレーション亢進の可能性に関する一考察」『流通経済大学論集』第54巻、第1号、179-199頁を参照されたい）。また、2007-2008年金融恐慌直前まで取引数の増え続けたCDSが孕む問題は、その取引で誘引した貨幣資本の大きさそのものよりは、むしろその仕組みによるデフォルトに起因するカウンターパーティー・リスクの波及の拡がりや強度にあり、実需を超えて可能なCDS売買の数はありうるデフォルトの着火点数を意味し、かつCDSのディーラーであるグローバルな巨大金融コングロマリットは寡占化しているため、金融危機でも、一デフォルトに端を発した金融システム上の破損はリスク・パーセプションを通じて瞬時に伝染し、同システムのグローバルな混乱を招く（本章内脚注(26)参照）。ここではそうした危険を前提に議論を進める。今次の金融恐慌の最たる特徴は、佐賀卓雄氏によれば、短期市場性債務の返済に窮した金融機関の破綻の連鎖にある。この指摘の含意については本節内補論「市場型システム的・リスクを拡大した金兌換停止下のドルからの逃避という形での問題の表面化を限度とする内生的ドル供給と「還流」による国内投機商品における架空資本の膨張と銀行の市場性債務への依存：2008年金融恐慌の背景」で詳説した。

- (18) 日経BP社（2017/10/30）編集者インタビュー [米ブラックロック会長兼CEO（最高経営責任者）] ラリー・フィンク氏「心のつながりが株価上げる」参照。Aladdin®は、1980年代末に、社債ポートフォリオ向けのインハウス型リスク・マネジメント手法として発展を遂げ、その後、クラウドベースの加入としてアセット・マネジャー

の様な取引の反応でも分かるように<sup>(19)</sup>、時として激しい相場の乱高下を伴う。Hilferdingはその主著において「独占は投機の死である」と洞察したが<sup>(20)</sup>、現代では、そうした相場の乱高下の結果、この洞察に伏在する逆説として、J.M. Keynesが彼の後期の主著で危惧していた「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」<sup>(21)</sup>に、企業を化す可能性が具体化する。それは、事業継続を危うくし、延いては会社

に売り出された包括的な「基本ソフト」——あるいは、CEOのLarry Finkが描写したように「金融のアンドロイド」(E. Schatzker (2017), "Larry Fink Q&A: "I Don't Identify as Powerful"", *Bloomberg* (April 18). (<https://www.bloomberg.com/features/2017-blackrock-larry-fink-interview/> (2019/06/25)) へと拡張された (Daniel Haberly, Duncan MacDonald-Korth, Michael Urban, Dariusz Wójcik (2018), "Asset Management as a Digital Platform Industry: A Global Financial Network Perspective", *SSRN*, p.17.)。BlackRockは、「BlackRockソリューションの一組の包括的なポートフォリオ・リスク管理と準拠性に関する報告書が一定の分析処理課題ないしはそうした努力が典型的に伴うデータ共有と消費を促進するデジタル・インフラストラクチャーへのかなりの投資に直面することなく、リスク分析とリスク管理を機関投資家にとって可能にする「グリーン・パッケージ」と呼ばれるリスク報告システム、「PAG」と呼ばれるポートフォリオ分析システム、および「AnSer」と呼ばれる対話型分析システムと共に、「企業投資システム」、Aladdinを稼働している」(Frederick Betz (2016), "Models of Financial Markets", *Asian Business Research*, Volume 1, Number 2, p.32.)。「BlackRockソリューションは、BlackRockにとって組織内投資分析であり、コンピューターの活躍を前提とするプロセス工学の部門であり、それは、ポートフォリオ・マネジメント・チーム、リスクと定量分析、企業運営、および投資過程に係わるその他の部分と協働する。BlackRockソリューション (BRS) およびその他三つの主要な (リスク・マネジメント・インベストメント・プラットフォーム・ソリューション、FMA、および顧客ソリューションを含む) 部門は、機関顧客に提供されるサービスである」(*The Economist* (2013), "BlackRock - The Monolith and the Markets: Getting \$15 Trillion in Assets on to a Single Risk-management System is a Huge Achievement. Is it Also a Worrying One?", December 7th 2013. (<http://www.economist.com/news/briefing/21591164-getting-15-trillion-assets-single-risk-management-system-huge-achievement> (2019/05/11))。Aladdin®は、こうしたソリューションを用いた資産運用に係わるポートフォリオ分析から、案件作成、注文、電子発注並びに複数のEMS接続、約定処理、残高照合、事前事後コンプライアンス・チェック、OTCデリバティブ担保管理、パフォーマンス計測/要因分解、レポーティング等に至るまでの一連の運用業務プロセスを包括的にサポートする全社的プラットフォームである。これを要するに、ブラックロック・ソリューションズ®は、そのプラットフォームの導入・運営に必要なシステム構築、保守管理、および業務プロセス導入、導入後のリレーションシップ・マネジメント等にいたるまで包括的なサービスを提供している。

(19) 「株価変動、自動取引で増幅 AI駆使、キーワード反応」『日本経済新聞』2018/12/27 22:39付電子版参照。

(20) 「投機は、まさに、一つの大きな、そう容易には征服されえない市場を前提する。独占は投機の死である」(Hilferding: *Das Finanzkapital*. 前掲訳 (上), 302頁)。

(21) The Collected Writings of John Maynard Keynes (hereinafter called "JMK"), Volume VII, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1973 (Reprint of 1936) (hereinafter titles are abbreviated), p.159. 間宮陽介訳 (2008) 『雇用、利子および貨幣の一般理論 (上)』岩波書店, 220頁。筆者は株式市場における所有の寡占化=事実上のHilferdingのいわゆる独占化が「投機の死」に伏在する逆説として、BlackRockの頭脳であるAladdin®の世界的共用によってリスク評価の一部の一般化を通じた、真の不確実性に起因する評価失敗時の企業破綻の連鎖、および、相場の偏りが過度な投機を媒介して、その崩壊を呼び込む危険というかつてKeynesが懸念した事態に着目する。ここで問題の投機の対象が土地・住宅やその購入ローンの証券化商品等となって、それがバブルとして膨らんで弾けた現象が2007-2008年金融恐慌であった。筆者はかつて、2008年金融危機の要因について分析したことがある (渡部恒彦 (2012) 「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策: CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして (上)」『流通経済大学論集』第47巻, 第3号, 特に, 1., 136-142頁, および注(3)から注(7), 143-146頁を参照されたい)。その金融危機の見逃すことのできない背景的側面として、金兌換停止以降、特に2000年代以降の急速な過剰貨幣資本の増大、それが運動の場を次々と求め、膨らんで弾け、消えてはまた別の商品で膨らむというバブルの連鎖を織り成す (本節内補論「市場型システミック・リスクを拡大した金兌換停止下のドルからの逃避という形での問題の表面化を限度とする内生的ドル供給と「還流」による国内投機商品における架空資本の膨張と銀行の市場性債務への依存: 2008年金融恐慌の背景 (4) 实体经济の縮小と過剰貨幣資本が運動の場とする投機 (商品) 市場」に再録した筆者によるデータの検証で明らかにされた特性を有する) 各投機市場の存在を挙げる事ができる。これは言い換えれば経済の金融化の象徴である。その最たる要因は、ドルに限れば、ワールド・ダラーの増大

に象徴される国際収支赤字の累積に伴う対外ドル債務残高の増大（非居住者の在米銀行ドル建て預金またはユーロ銀行におけるドル建て定期預金及びドル建て外貨準備の増大）とマネタリー・ベースの増大によるさしあたっては合衆国内における顕在的・潜在的過剰貨幣資本の膨張である（第一に合衆国内に限れば需要増大を伴わないマネタリー・ベース増は「潜在的過剰」に止まり、需要に伴って信用創造でドル預金が生み出され、使用される場合には、「顕在的過剰」に転化する可能性がある。ユーロ・ドル預金（見合いの勘定は「当座預け金」（佐久間潮（2002）『国際金融・外為市場：実務と理論の基礎』財經詳報社、101頁）は合衆国の新債務ではなく、過剰ドルの発生と解釈できないが、代替以前の資本輸出を伴うような国際収支赤字での非居住者のドル預金すなわち米銀の新債務は見合いの資産を要する過剰ドルの発生を意味する（滝沢健三（1988）『新訂国際金融機構』文雅堂銀行研究社、91-93頁）。そして、外貨準備としてのドルの米国債運用あるいは貿易等での支払い需要に応じてドルが「還流」する場合には、国内の財政支出を通じて、あるいは民間が直接手にする流動性として新たな国内での「顕在的・潜在的」過剰貨幣資本に転化する場合もある。流動性指標としてワールド・ダラーに加えて民間外国人が保有するドルも集計対象とする場合、外国人の証券投資額が参考になるが、当該データに外貨準備高の大部の運用先としての米国債が含まれる場合にはワールド・ダラーと重複するので両者を総じて論じることはできない。しかし分別できる場合には合衆国内の資産担保証券（asset backed securities：以下、ABS）、住宅ローン担保証券（residential mortgage backed securities：以下RMBS）、債務担保証券（collateralized debt obligation：以下、CDO）の発行総額が、判明している各国の中央銀行が外貨準備として保有するドルに合衆国のマネタリー・ベースを加算したワールド・ダラーの年増分と比べていかに巨額かが分かる。前者はITバブル崩壊後2001-2006年間の好況時には平均で2.9兆ドルと前者の2.3兆ドルを上回っていたが、その後の金融危機時2007-2010年では、2.2兆ドルと前者の4.5兆ドルを大きく下回った（マネタリー・ベースは、Board of Governors of the Federal Reserve System, Data Download Program, H.3 Statistical Release. (<http://www.Federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H3&series=d3a35df0cb6d0f28cb5dee2e0d4d9c14&from=&to=&lastObs=&filetype=csv&label=include&layout=seriescolumn&type=package>) (2012/07/26)、判別可能なドル建て外貨準備は、International Monetary Fund, Data and Statistics, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), COFER Tables, PDF File, Currency Composition of Official Foreign Reserves (COFER) (In millions of U.S. dollars). (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>) (2012/10/01)を参照。ABS, RMBS, CDOの発行額のデータは野村證券総合研究所提供による。好況期時には投資家のリスク許容度が高まり、リスクの高い証券化商品の需要が高まるのに対して、不況期時にはリスク許容度が低下し、安全な資産への需要が高まる結果、証券化商品への需要は低下する。こうした投資家の質への逃避行動の結果、証券化商品のうちリスクの高い商品と、ワールド・ダラーの内流動性が高く安全な現金、当座預金、国債等は、排他的・代替的な関係となる）。前者の内ユーロ・ドルは「還流」によって後者に転化し、それは、合衆国内に限れば民間固定投資の対GDP比の低下（同比率は1979年の5.2%から1992年の1.8%まで傾向的に低下し、その後コンピューター・IT産業の興隆に伴い2000年の4.5%まで一旦上昇したが、その後ITバブル崩壊で再度落ち込み、その後住宅バブル時の一時的な高揚の後、2009年の0.6%まで、波打ちながら低下している（U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, National Data, National Income and Product Accounts Tables, Table 1.1.5. Gross Domestic Product, Gross domestic product. (<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1>) (2012/07/13)、Table 5.2.5. Gross and Net Domestic Investment by Major Type, Nonresidential net fixed investment. (<http://www.bea.gov/iTable/iTable.cfm?ReqID=9&step=1>) (2012/08/02)))に象徴される投資機会の隘路に直面し、かつ労働分配率の1981年以降の傾向的な低下（市場価格表示の国民所得から純間接税を控除した値で雇用者費用を除いた百分率で測った労働分配率は、5年移動平均で見て、1981年の72.7%から2006年の68.6%まで傾向的に低下している。ニュー・エコノミーと称された好況期には循環を超える構造的な変化が生じたが、その時期にも労働分配率の上昇が傾向的に上がることがなかったことは特筆すべき事実であろう（OECD. Stat Extracts, 1. Gross domestic product. ([http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA\\_TABLE1](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE1)). ([http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA\\_TABLE2](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=SNA_TABLE2)) (2011/06/21)）及び課税率低下（個人所得税率は、最高所得額の納税者カテゴリーで、大恐慌時の20%台から1940年代後半以降1960年代前半に至る間の90%超水準まで一旦引き上げられたが、その後、2000年代初頭の40%水準まで段階的に引き下げられた。また最高法人税率も1910年代後半の10%超水準から1950年代後半の50%近傍まで引き上げられたが、その後、1980年代後半に入って以降35%水準まで引き下げられている。同様に長期キャピタル・ゲインの最高税率も1970年代半の40%水準をピークに2000年代初頭の20%を下回る水準まで引き下げられている。これらの税率の引き下げは国の財政逼迫と低所得者層への再分配の減少を意味する（個人所得税率は、IRS, U.S. Individual Income Tax: Personal Exemptions and Lowest and Highest Bracket Tax Rates, and Tax Base for Regular Tax, Tax Years 1913-2008. (Table

23). (<http://www.irs.gov/taxstats/article/0,id=175910,00.html> (2012/07/30)), 法人税率は, IRS, U.S. Corporations Income Tax: Tax Brackets and Rates, Tax Years 1909-2010, Historical Table 24. (<http://www.irs.gov/taxstats/article/0,id=175911,00.html> (2012/07/30)), キャピタル・ゲイン税率は, Tax Foundation, Federal Capital Gains Tax Collections, 1954-2008. (<http://taxfoundation.org/article/Federalcapital-gains-tax-collections-1954-2008> (2012/07/30)) を参照) による所得再配分抑止による所得格差拡大が媒介する合衆国全体の消費性向の低下等と相俟って過剰蓄積を生じる。消費性向の低下は富裕層で顕著である。上位10%の富裕層の全所得に占める割合は, 1980年代から2008年までの期間に34.6%から48.2%に増大し, 合衆国を世界で最も不平等な国の一つにしている。特に最大の所得増加が生じたのは上位1%の最富裕層で, そのシェアは同じデータ期間中, 10.0%から21.0%に増大した。こうした所得分布の不等等が, 一方で最富裕層による消費性向の低下と併行した過剰な貨幣資本のデリバティブを対象を含む金融市場での運用と, 他方で商業銀行における潜在的過剰貨幣資本の捌け口, かつ中位層及び下位層向けの懐柔策としての意味合いをも併せ持つ, Fannie Mae, Ginnie Mae等の(準)政府系機関の後押しを受けた住宅担保ローン貸し付けの借手の返済能力を超えた膨張を生み出した結果, 2007年に住宅バブル崩壊, 次いで金融危機が生じた。それゆえ, 今次の金融危機(恐慌)の要因が商業銀行の不節操な融資やGreenspanの連邦準備制度理事会議長就任以降特に強まった金融緩和にあるという指摘は正しいが, それをもたらしした根因は, 過剰蓄積と表裏をなす資本ないし企業者の取り分をも含めた所得格差にある(近年の最富裕層への所得の集中化のデータは, Report by the US Joint Economic Committee (September 2010), Income Inequality and the Great Recession. ([http://www.jec.senate.gov/public/?a=Files.Serve&File\\_id=91975589-257c-403b-8093-8f3b584a088c](http://www.jec.senate.gov/public/?a=Files.Serve&File_id=91975589-257c-403b-8093-8f3b584a088c) (2012/08/16)), p.2 による)。経済危機の悪循環の起点が所得格差である点については, 高田氏紹介によるHussanの認識が示唆的である。すなわち「金融市場は, ……健全な肉体に巣食う寄生虫ではない。それは, 投資されない利潤をたべて生きている。……自由な資本は, 極大利潤(周知の基準は15%以上)を求めて動き回り, 特定のセクターでは, それを実現する。銀行は, この利益のますます大きな割合を手に入れる。強まる競争が, 基準となる利潤率を押し上げ, 結果的に投資可能な分野を狭め, 新しい資本をさらに開放する。この悪循環の基礎には, 労働者に不利な所得再配分と, かれらの社会的必要に対する無理解が横たわっている」(p.179, Takuyoshi Takada's Home. (<http://takuyoshisakura.ne.jp/>) (2012/07/13)), 資料紹介・翻訳, ミシェル・ウッサン(Michel Hussan), Kapitalismus pur (原題Un capitalisme pur 純粋な資本主義) 2009年6月刊)。所得格差が1970年代以降傾向的に拡大した結果, 生計維持目的の債務増を低所得者層に強いた事実を含めて, 所得分布の不等等が経済危機の根因であるという先に掲げた認識はMilanovicの考察による(B. Milanovic (4 May 2009), "Income inequality and speculative investment by the rich and poor in America led to the financial meltdown", Yale Global Online: A Publication of Yale Center for the Study of Globalization. (<http://yaleglobal.yale.edu/content/two-views-global-crisis> (2012/08/16)); 高田太久吉(2017)『引き裂かれたアメリカ: 富の集中, 経済危機と金権政治』大月書店は, 経済格差が金融危機を生み出す要因であるという視角を明示し, 海外における同じ問題関心に立つ論者の見解を系統立てて紹介している(高田, 前掲書, 第4章「格差で不安定化する経済——格差と富の集中が作り出す金融・経済危機」, 163-199頁)。センサス推計の所得のGini係数が1967-2017年のデータ区間中一途に上昇してきた点については, 本章内脚注(117)を参照されたい。C. Brownは, 所得格差の是正が合衆国における有効需要の要である消費需要を増やす効果を持つことをM. Kaleckiの理論モデルを基礎にした推計モデルを使ってデータの的に明らかにした(C. Brown (July 2004), "Does Income Distribution Matters for Effective Demand? Evidence from the United States", *Review of Political Economy*, Volume 16, Number 3, pp.291-307.)。それは前Obama政権が推進しようとした累進課税の強化と社会保障プログラムの充実による所得再配機能の拡充が適切な財政政策であった点, および所得格差が拡張する時, 消費者信用等による債務の膨張が経済成長を後押しする唯一の手立てとなる点, この二点を明らかにしている点で興味深い。特に, 高田氏が知る限り, 合衆国経済について「大恐慌と今回の恐慌に先立つ期間にいくつかの経済的類似性があることに着目し, 他に先駆けて所得格差の拡大と経済危機の関連性に注意を喚起した経済学者の一人」(高田, 前掲, 168頁)に位置付けられるのがPaolo Sylos Labiniで, 彼が最晩年に残した論文(Paolo Sylos Labini (2003), "Prospects for the World Economy", *BNL Quarterly Review*, Volume 56, Issue 226, pp.179-206)によると, 格差拡大に伴う消費減退と投機活発化は相俟って経済成長を損ない, 経済の不安定性を高めるが, この問題は, 近年の合衆国で企業, 家計, 政府, 対外の四つの債務が同時に増大している状況を併せて考えると, 事態は持続可能性の観点から見てきわめて深刻であるという。これと対比して, 上記Brownの研究は, 特に, 所得格差が拡張する時, 消費者信用等による債務の膨張が経済成長を後押しする唯一の手立てとなる点を指摘する点で特徴的である。その理論構築とそのデータの考証, およびその解釈上の留意点については渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策: CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(上)」前掲, 1. (1), 注(7), 144-146頁を参照された

清算に追い込む結果、当該企業に対する所有権に基づく支配構造が、文字通り、「株式が紙屑になり」、株式が電子化されている場合には株式そのものがなくなると言う意味で消失する可能性に他ならない（第3章第3節、第4節）。この可能性と帰趨は、パッシブ運用の比率とリスク管理の一様性の度合いに依存して決まる。第10章では、その度合いがデータの見た場合にも非常に高い点を指摘する。すなわち、BlackRockの「頭脳」である、リスク・アセット・マネジメント・プラットフォーム、Aladdin®の世界金融界全域にわたる共用<sup>(22)</sup>が、ネットワークを通じて外部に情報やサービスを提供するサーバー・コンピューターを大量に集積するワシントン州内都市ワナッチー内の施設を活用して<sup>(23)</sup>、現下、益々進捗している。このデータ・センターでは、6,000台のコンピューター群が170を超える年金基金、銀行、寄附金、保険会社等の資産を監視している。24時間体制で、マシーンは金利の変化、あるいは銀行の倒産、はたまた自然災害によって何兆ドルもの資産問題になる可能性があるかどうか等々を調べ、世界中で1万7,000人のトレーダーが、資産を売買するとき直ちにこれらのリスクをコンピューターで評価している<sup>(24)</sup>。2013年現在、BlackRockは自社運用額4兆ドルに加え、

い。またBrownの論点は、同じく高田氏が紹介するRaghuram G. Rajan (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press. 伏見威蕃・月見李歌子訳 (2011)『フォールト・ラインズ：「大断層」が金融危機を再び招く』新潮社で披露される合衆国中間層の所得の相対的低下、所得階層の二極分解が家計部門の債務を増加させるという論点 (*Ibid.*, esp. ch.1. 前掲訳, 第1章参照), あるいはRobert B. Reich (2010), *Aftershock: The Next Economy and American's Future*, Sagalyn Literary Agency, esp. ch.17. 雨宮寛・今井章子訳 (2011)『余震：そして中間層がいなくなる』東洋経済新報社、特に第17章で指摘される今次金融恐慌における所得と富の格差拡大による中間層の脱落を危惧する論点と整合する。非農業・非管理職就労者の実質賃金の増大 (本章内脚注(114)参照) と並行した所得階層間格差の拡がりについては、本章内脚注(117)を参照されたい。実質賃金が増えながら消費が過少になる要因は、その変化率を相殺して余りある、専門経営者層が与える独占的超過利潤の分け前を措いた資本のより大きな取り分による一層の過剰蓄積にある。経済格差は他方で、投機商品市場を超富裕層の利殖の場に変え、その運用資本が、過剰貨幣資本を背景としているため、バブルが膨らむ間は、キャピタル・ゲインの取得を容易にするため、経済格差を一段と推し進め、バブルが弾け、金融危機が起きた場合には、価格は一斉に崩落し、長期不況が訪れる。しかも高田氏の理解によるKeynes派の解釈を筆者の理解をも踏まえてまとめれば、経済格差の拡張は、例えば合衆国の有効需要の要をなす消費需要減を招くと同時に、富裕層の貯蓄増が金融セクターを介して下位所得層の債務増大を招き (高田, 前掲, 182-183頁参照), 今日世界の先進諸国で見られるような一旦埋まり込んだ不況に直結するデフレからの脱却 (2019年5月現在, 合衆国では、政権寄りの金融政策もあって、その正常化から遠のいているが、株式市況の高揚を中心にした景気の回復が認められる) を困難にする。同氏によるMarx派の議論をも踏まえた反省によれば、恐慌を、過剰生産に帰することも、貨幣恐慌として把握することも共に一面的で、資本が生産過程や流通過程を介することなく、金融市場で自律的に価値増殖する余地が拡張されていること、すなわち、金融化に付随する諸問題と関連付けて今後の経済危機をめぐる問題を考察する視点が必要になっている (高田, 前掲, 183-194頁参照)。今次2008年金融恐慌の要因とその過程に関する本節内補論「市場型システム・リスクを拡大した金兌換停止下のドルからの逃避という形での問題の表面化を限度とする内生的ドル供給と「還流」による国内投機商品における架空資本の膨張と銀行の市場性債務への依存：2008年金融恐慌の背景」もそうした現段階における検討の一部の総括である。

(22) Aladdin®のDAMPs (Digital Asset Management Platforms) の独占化傾向の要因は、勝者が全てを得るプラットフォーム提供者の市場シェアの集中を生み出しているいわゆる取獲進増にあり、また独自のプラットフォームの構築が高く付くためでもある (Cf. Haberly, et al., *op.cit.*, esp.p.19)。

(23) Cf. *Ibid.*, p.28.

(24) *The Economist*, "BlackRock - The Monolith and the Markets: Getting \$15 Trillion in Assets on to a Single Risk-management System is a Huge Achievement. Is it Also a Worrying One?", *op.cit.* 殆どのマネー・マネジメント会社は、その投資収益を最初に強調し、リスク調整は二の次である。BlackRockは逆のアプローチを採った。すなわち、BlackRockは、金利の上下によって証券がどのように取引されるかを判断するのと同じように、リスク分析が投資の結果を改善すると確信した。Aladdin®が登場するのはそこにおいてである。Aladdin®はそうして、一定の状況に対して証券価格がどのように反応するかに関するストレス・テストを最も高度に進化させた市場の枠組みを發展させた。例えば、突然の金利の上昇あるいは驚くべき政治的出来事の展開等のようなものがそれである。

Aladdin®で、手数料を取って、Deutsche Bankの資産運用部門を含む75企業およびFreddie Macをはじめ、11兆ドル以上の他社の資金をも運用し、その対象はBlackRockの競争相手、銀行、年金基金、および保険会社のポートフォリオを含む30,000の投資ポートフォリオに及び、その運用額は年々約1兆ドルずつ成長している。全体としてAladdin®は世界中の225兆ドルの金融資産のほぼ7%に目を光らせていることになる。しかも、後の第3章第2節で指摘するように、合衆国政府が、いまやAladdin®の最重要顧客になっている。このプラットフォーム・ソリューションは、法体系、取引、チャット、アルゴリズムのネットワークであり、所定の何時の日でも、跡付ける運用資産の脆弱さと機会に光を当てる予測モデルである<sup>(25)</sup>。Aladdin®は、それが導く運用資産の大量・巨額化に伴って、ボラティリティーを高める投機を頻発し、あるいは信用破綻の連鎖をCDS (credit default swap)<sup>(26)</sup>と伴に形成するシステミック・リスク要因を、景気(産業)循環に応じた中央銀行の金融調節と併行した顕在的・潜在的な過

---

Aladdinは、企業の取引を支援し、企業が管理する資産を率直に分析し、保持するよう支援する旨約束する。厳しい規制に対応した精査の時代には、そうしたサービスが人気を博することになる (Cf. L. Thomas Jr. (2016), "At BlackRock, a Wall Street Rock Star's \$5 Trillion Comeback", *New York Times*, September 15, 2016 (<http://www.nytimes.com/2016/09/18/business/dealbook/at-blackrock-shaping-the-shifts-in-power.html?ref=business> (2019/05/11)))。)

- (25) Cf. Betz, *op.cit.*, p.30; Thomas (2016), "At BlackRock, a Wall Street Rock Star's \$5 Trillion Comeback", *op.cit.*; *The Economist* (2013), "BlackRock – The Monolith and the Markets: Getting \$15 Trillion in Assets on to a Single Risk-management System is a Huge Achievement. Is it Also a Worrying One?", *op.cit.*
- (26) 再生産過程を経ず、かつリスクが同等の場合にはリターンがより大きい投機機会への流れ、またリターンの可能性が極度に高い場合には多大なリスクさえ厭わず投機性を強めた点に過剰貨幣資本の運動の特徴があるが、過剰貨幣資本の近年におけるもう一つの運用先は証券化商品とクレジット・デリバティブを融合したシンセティックCDOに代表される新しい金融商品であり、殊にシステミック・リスクの核心的契機となるCDSもその一つである。CDSは一般にクレジット・デリバティブ(信用リスクの移転を目的とするデリバティブ取引)の一種であり、一定の事由の発生時に生じるべき損失額の補填を受ける仕組みをとるものであり、CDS取引の社債等参照体の実需を超えた肥大化もあって所要資金はプレミアムの支払資金のみとなる場合もあるが、それでも、その取引金額は、2008年に5.7兆ドルを記録する等、膨大であった。そのため、CDSの主要な売り手・買い手となる商業銀行(現金金融コングロマリット)等の破綻は、取引で連結する多数の金融機関の損失と破産の拡散、すなわちシステミック・リスクの伝染を引き起こす点で特に問題となる。取引数の増えたCDSが孕む問題は、その取引で誘引した貨幣資本の大きさそのものよりは、むしろその仕組みによるデフォルトに起因するカウンターパーティー・リスクの波及の拡がりや強度にあった。実需を超えて可能なCDS売買の数はありうるデフォルトの着火点数を意味し、かつCDSのディーラーであるグローバルな巨大金融コングロマリットは寡占化しているため、今次金融危機でも、一デフォルトに端を発した合衆国の金融システム上の破損はEU域にリスク・パーセプションを通じて瞬時に伝染し、金融システムのグローバルな混乱を招いた。CDSの基本構造、それによるポジションの構築と解消、取引目的、カウンターパーティー・リスク等については、木野勇人・糸田真吾(2010)『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』財経詳報社、第2・3・4・6章が的確で分かり易い。なお、潜在的過剰貨幣資本の現れである自己株式の取得やM&A等と相並ぶ、投機手段としてのクレジット・デリバティブ及び証券化商品の中でも、以上の意味での弊害の大きさをまさに軸芯をなすCDS等非標準型デリバティブ利用の問題点を、特にクレジット・リスクを現物である参照体から切り離して扱う仕組みの複雑さに起因するCDSの市場価格決定の特殊性に焦点を当てて解明し、さらに、その規制を含む金融再規制をうたった2010年7月成立のDodd-Frankウォール・ストリート改革及び消費者保護法(Dodd-Frank法(Pub.L.No.111-203 (July 21, 2010)))その他関連法(案)の規定そのものが、そもそも、CDS等非標準型デリバティブの市場価格の特性ゆえに混乱を来しており、特に取引上の違法案件を扱う法廷審理の場では法の精神の後退を招かざるをえないこと、それゆえ分析結果から、自ずとCDSの制度的存廃・規制が政策提言の射程に入ってくることになる点を明らかにした論考として、渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(上)」前掲、および渡部恒彦「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(下)」『流通経済大学論集』第47巻、第4号を参照されたい。

剰貨幣資本の増減<sup>(27)</sup>と一先ず無関係に、常時、相関する市場に特有の行動を導き出すことによって実際に生み出すかも知れないという懸念を喚起する程大きな影響力を持つようになってきた<sup>(28)</sup>。

後の第3章第3節でも他者の議論を引いて言及するように、インデックス運用が流布すると、全てのアセット・リターンが相関して動くようになり、マクロ的にシステミック・リスクが発生するのは、相関の高さに伴う相場の偏りゆえであるが、厳密に言えば、システミック・リスクを生み出す要因は、リスク管理の一様性によるその相関の高さのみならず、もう一つ、リスクそのものを生み出す要因としてリスク評価が失敗する契機となる真の不確実性がある。この点について少し掘り下げて考えておきたい。

先ず、投資・資金運用のリスクを、運用成果に関する期待の不安定そのものではなく、期待が実現する可能性について資産運用会社が抱く不安の程度と定義する。そして、資産運用会社によるこのリスクの認識をリスク・パーセプション (risk perception) と呼ぶことにする。このパーセプションに傾注すべく登場した Aladdin® が脚光を浴びたことは今し方、先に本節内脚注(24)ですでに述べた。問題はリスクの性格である。Keynesはケンブリッジ大学での1910年春学期の「企業金融と株式取引(所)に関する八つの講義」ノートの中で、投資の本質について次のように考察した。(1)リスクが大体算定可能な例として、第一に(a)モンテカルロのルーレットがあり、この場合、平均化されないリスク、というよりは例えば0から99まで番号を付け、100等分した円盤を回して盤上を転がったサイコロが各数値の枠に落ちる確率はすべて1%で一様分布をなすので、平均そのものが意味をなさず (the risks not averaged)、後はルール次第でどのくらいのリスクを引き受けなければならなくなるかが決まって来るような賭けに打って出ることを意味し、第二に(b)生命保険・火災保険がある。頻度分布がある一定の曲線を描くとしても収束値は分からない社会現象の場合とは異なり、自然現象に限りなく近い、ある生きる環境が一定のある国の人口における環境の大きく変わらない一定のデータ区間中の毎年人の死亡率や、一定の社会的環境下、準自然現象と言っても良いであろう、ある地域のある棟数において毎年一定期間中火災が起こる頻度の平均偏差の二乗の分布は正規分布に収束する可能性が高く、あるいは同分布に基準化できる可能性が高いので、これらの場合には平均化されたリスクを負担することになり (the risks averaged)、[かつ平均値が意味を成すような、] どのくらいのリスクを引き受けなければならなくなるかがある程度ははっきりしている事態を意味する。この(1)(a)と、(2)リスク算定が不可能なLloydにおける政治危険保険のような真の不確実性を前に行動に打って出ることを併せて、Keynesは「危険な賭け (gambling)」と称した。(1)(b)は通常の意味での保険である<sup>(29)</sup>。Aladdin®は過去の出来事を評価するから、この(b)の意味での保険を掛け、先の意味でのリスク・パーセプションに注意すると同時に、尚かつ、後に、第5章第1節内脚注(1)のCurtisによるAladdin®の威力に関する詩的描写で見ると、「…何百万もの相関から、Aladdin®は、次いで、ありうる惨事——ありうる将来——に焦点を当て、そして、その将来の出来事を排除するために投資をシフトさせ…」、また本節でも先に見た通り、金利の〔ありうる〕変化、あるいは銀行の倒産、はたまた自然災害によって何兆ドルもの資産問題になる可能性があるかどうかを調べ、世界中で

(27) 不況時には中央銀行による買いオペによる「超過準備」の積増しが、小さな付利と伴に行われ、後は市況の資金需要が旺盛な場合には過剰貨幣資本が顕在化し、あるいは、潜在需要が有効需要に未だ転化していない場合には過剰貨幣資本は潜在的に伏在する状態に止まる。

(28) *The Economist*, "BlackRock -- The Monolith and the Markets: Getting \$15 Trillion in Assets on to a Single Risk-management System is a Huge Achievement. Is it Also a Worrying One?", *op.cit.*

(29) Cf. *The Keynes Papers: The John Maynard Keynes Papers in King's College Cambridge* (1993), CHSDWYCK-HEALEY LTD, 8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange, Lent Term 1910., UA/6/3, p.93.

1万7,000人のトレーダーが、資産を売買するとき直ちにこれらのリスクをコンピューターで評価し、将来の突発的な不確実な事象の可能性について評価換算をさえ試行する。しかし、Keynesの『蓋然性論』での論考に照らして言うなら、不確実性に纏わる蓋然性は、知識<sup>(30)</sup>との関連においてのみ論証<sup>(31)</sup>されるもので、それは、Keynesが「比喩的に」述べたように、論証にとって「有利な証拠

(30) 「…命題は知識の集積体に対応している両者の間の関係の存在を意味しているのであって、その命題そのものもつ特性を表すものではない。命題は、同時に、それが対応している知識に依存して、この関係の存在の度合いを変化させることになるために、この命題に対応している知識を特定しなければ、それはただ蓋然的であると言っても意味がないことになる。…蓋然性は主観的なものではない。少なくとも、それは人間の気紛れに任されるものではない。(中略) われわれの知識を特定するような事実がひとたび与えられると、その状況において何が蓋然的であり、何が蓋然的でないかが客観的に決まってしまうのであって、それはわれわれがどう思うかとは無関係である。(中略) …蓋然性の理論は一定の条件の中で抱くことが合理的であるような確信の度合いを問題にするものであって、…。…それゆえに、蓋然性の理論は論理学なのである。/われわれの基本的な前提をなす直接的知識の内容が与えられるなら、確実なものであれ蓋然的なものであれ、これからどのような合理的な確信がこの直接的知識から正当な論証によって引き出されることができると、この理論は教えてくれる。それはわれわれの直接的知識を具体的に表す命題とわれわれが間接的知識を求めている命題との間に純粋な論理的な関係を伴う。われわれの論証の前提として具体的にどんな命題を選ぶかは、言うまでもなくわれわれに特有の主観的要因に依存している。しかし、これらの命題にたいして他の命題がとる関係や、われわれを蓋然的な確信に導く関係は客観的かつ論理学的問題である。/われわれの前提が一組の命題 $h$ からからなり、結論が一組の命題 $a$ からなるものとするとき、もし $h$ についての知識が $a$ に対する合理的確信を正当化する度合いが $\alpha$ であるとするなら、われわれはこれを $a$ と $h$ の間には度合い $\alpha$ の蓋然性関係が成立すると言うことにする\*。\*これを $a/h = \alpha$ と書く」(“JMK”, Volume VIII, *A Treatise on Probability*, edited by R.B. Braithwaite, Cambridge University Press, 1973 (Reprint of 1921), p.4. 佐藤隆三訳 (2010)『確率論』(ケインズ全集第8巻) 東洋経済新報社, 45頁)。尚、Keynesが当書に付した序文に「本書の主題は、論理学の一分野としての蓋然性という、Leibnizの頭に始めて浮かび上がった考え方である」と記したようにあくまで本書の主題は論理学であって、数学の確率論ではないので、タイトルの日本語訳は『蓋然性論』とした。以下、下線(イタリック)は著者。「Keynesにとって、…蓋然性は、実際の物理的世界の特性ではなく、世界に関するわれわれの考え方の特徴である。しかしながら、それは、人間にとって合理的であると把握される確信の度合いが、入手されている証拠を与件として、固定されているケースであり、その意味で客観的なケースである。だがこの客観性は、知識のレベルにおいて存在する」(Tony Lawson (1988), *Probability and Uncertainty in Economic Analysis*, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1988, Volume XI, Number 1, p.42.)。

(31) 「…ここで直接的知識と間接的知識の区別——合理的確信のうちわれわれが直接的に知るものと論証によって知るものの区別に入る。/まず始めに、…われわれが…直接知…をうる事物から始める。このような事物にたいする直接的知は知識の源泉であるけれども、それ自体が知識を構成するわけではない。われわれが直接知をうる手段として最も重要な種類のもの、経験すると言われる。われわれ自身の感覚、われわれがそれについて一定の考えをもち、理解すると言われる観念あるいは意味、そして知覚すると言われる、事実あるいは特徴あるいは感覚所与ないし意味の関係である。これら経験、理解、知覚が直接知の三つの形態である。/私が感覚、意味、知覚と呼ぶ、直接知の対象に對置されるものとしての——知識および確信の対象、それを私は命題と呼ぶことにする。/…命題についてのわれわれの知識は二つの方法で獲得される…。すなわち直接知の対象として観照した結果として直接に獲得されるものと、われわれが求める知識の手がかりとなる命題他の命題にたいする蓋然性関係を知覚することで論証によって間接に獲得されるものである。この第二の場合、ともかく最初は、われわれが知識としているのは命題そのものではなく、それを含意している二次命題である。主題としての命題 $p$ を含意している二次命題を知識としているとき、われわれは $p$ について間接的知識を持っていると言っていいたいだろう。/ $p$ についての間接的な知識は、然るべき条件において妥当な度合いをもった $p$ に対する合理的確信へと導く。この度合いが100%の確実性ということなら、われわれはただ単に $p$ について間接的知識を持つだけでなく、 $p$ という間接的知識を持つことにもなる。/次に、われわれが直接的知識を持っている命題を観照することによって、間接的にその他の命題の知識あるいはそれら命題についての知識に移行することができる。直接的知識から間接的知識へと移行する精神的過程は、場合によってまたある程度、分析することができる。われわれは命題 $a$ という知識からその命題についての知識へこの両者の論理的関係を知覚することによって移行する。この論理的関係によってわれわれは直接知を得る。知識の論理学はこの論理的関係の研究を主にその内容とするが、この論理的関係による直接知が蓋然性関係の存在を示す二次命題の直接的知識、したがって一次命題についての間接的知識、そして場合によっては一次命題という

と不利な証拠の差」であり、「有利な証拠と不利な証拠の和」としての論証の重み<sup>(32)</sup>と対をなす概念

間接的知識を可能とする…。/しかしながら、間接的知識の場合にこの精神的過程を分析すること、あるいはどのような論理的関係を知覚したかによってわれわれが一つの命題の知識から別な命題についての知識へ移行したかを言うことは必ずしも出来るとは限らない。しかし場合によっては一つの命題から別の命題へと直接移行するように見えることもあるが、この種の移行の内妥当なものも全て、たとえわれわれがはっきりと気づいていなくとも、命題間に適切な種類の何らかの論理的関係が存在してしなくてはならない、と私は考えるようになっていく。いずれにしても、われわれが知識としている別な命題との関係においてある命題を参照することによってその命題についての知識に移行する——たとえその過程は分析不可能であるにしても——場合にはいかなる時も、私はそれを論証と呼ぶことにする」(Ibid, pp.13-14. 前掲訳, 14-15頁)。

(32) 1. われわれが手にしている関連のある証拠が増えると、この新たな知識が不利な証拠を強めるものか、有利な証拠を強めるものかによって、論証の蓋然性の大きさは減りもすれば増えもする。しかし何れの場合にも以前よりも何かが増加したように思われる——われわれは結論を証拠付けるより大きな実体的基盤を持つことになったのである。私はそれを新たな証拠が付け加わって論証の重みが増加する、と表現する。新たな証拠はときに論証の蓋然性を減少させるが、その「重み」は常に増加する。

2. 証拠による重みの測定は蓋然性の測定の際に出会った困難と類似した困難を提示する。われわれは、限られたある種の場合において、二つの論証の重みを大小ということと比較できるに過ぎない。しかし、この二つの論証の結論が同じであって、一方の論証の関連のある証拠が他方の証拠を含み、かつそれを超えているときには、この比較は常に可能でなければならない。第4章§14で定義された二つの意味のより厳密な意味において、「関連のない」ものであるなら、重みは不変にとどまる。もし新たな証拠が少しでも関連があるならば、重みの値は増大する。/われわれが「関連性」の定義をより厳密なものにする理由はいまや明らかである。もしわれわれが関連する用語として「重み」と「関連性」とを扱うことができるとすれば、全体として考えれば蓋然性を不変にとどめるものであっても、一部は有利で一部は不利というような証拠でも関連のある証拠と考えなくてはならない。このように定義するなら、新たな証拠が「関連のある」ということは、その論証の「重み」を増すということと同じことである。命題には少なくとも何か意味するところを付与しなければ、論証の対象とはなり得ないし、その意味するところが、たとえこの命題の形式に関係するだけのことでありとしても、この命題に関係する論証によっては関連のある証拠にもなりうる。しかし、他には何の関連のある証拠がないということもある。その場合には、このような論証の蓋然性を先験的蓋然性と呼ぶことがときに便利である。この場合には、論証の重みは最低である。したがって、論証の証拠による重みから始めて、関連のある証拠を手に入れるたびに論証の証拠による最低の重みから始めて、関連のある証拠を手に入れるたびに論証の証拠による重みは増すことになる。ただ、それによってその蓋然性は大きくなることもあれば、小さくなることもある。

3. 二つの論証の結論が違っている場合、あるいは一方の論証のための証拠が他方の論証のための証拠と重複していない場合には、二つの蓋然性を比較することが不可能なように、二つの重みを比較することも不可能である。しかしながら、比較のためには何らかの規則が存在するし、二つの論証が蓋然性と重みに関してそれぞれ比較可能となる条件の間には、完全ではないにしても、密接な対応があるように思われる。蓋然性の比較にはそれが可能になる三つの基本的な型があって、それ以外の比較はこの三つの組み合わせを基礎にしていることはすでに見たところである。すなわち、(i) 無差別の原理に基づいて、一定の条件に従い、かつ  $qa/qa.h_1 = qb/qb.h_2$  という形式をとるもの。ここに  $h_1$  と  $h_2$  はその論証には関連のないものである。(ii)  $a/hh_1 \leq a/h$ 。ここに  $h_1$  は独立した、関連のある部分を含まない、一単位の情報である。(iii)  $ab/h \leq a/h$ 。蓋然性が  $a/h$  である論証が持つ証拠の重みを  $V(a/h)$  と書くことにしよう。そうすれば、上述の条件に対応して、重みについて次のような比較が可能であることが分かる。(i)  $V(qa/qa.h_1) = V(qb/qb.h_2)$ 。ここに  $h_1$  と  $h_2$  は厳密な意味で関連のないものである。すなわち、無差別の原理が適用可能な論証が持つ証拠の重みは等しい。(ii)  $h_1$  が関連のないものである場合、 $V(a/hh_1) = V(a/h)$  となるが、もし関連があれば、 $V(a/hh_1) > V(a/h)$  となる。大きさを比較するには必要な  $h_1$  の構成に関する制約も必要でない。しかしながら、重みの比較に関しては、上述の (iii) に対応するような規則は存在しない。あるいは与えられた前提に比べて論証が複雑であればあるほど、その証拠の重みは小さくなるということを根拠に、 $V(ab/h) < V(a/h)$  であると考えられるかも知れない。しかし、これは正しくない。論証  $ab/h$  は論証  $a/h$  が不確実な以上にさらに不確実な証明であり、むしろ反証に近い。例えば、もし  $ab/h = 0$  で  $a/h > 0$  であるなら、そのときには  $V(ab/h) > V(a/h)$  である。実のところ、論証  $a/h$  が重みは常に  $\bar{a}/h$  の重みに等しいというのが実情であるように思われる。ここで  $\bar{a}$  は  $a$  の矛盾対当である。したがって、 $V(a/h) = V(\bar{a}/h)$  である。というのは、論証とはある命題を証明あるいは反証することであるが、それは常に矛盾対当を反証もしくは証明することと殆ど同じであるからである。

に他ならないのであって<sup>(33)</sup>、例えば2019年4月中旬現在の合衆国の株相場の低金利政策の延長による伸張がいずれバブルとなって弾けることは金融引締めには転じない限りほぼ確実であるとしても、それが近い将来、何時訪れるかをめぐる蓋然性の論証の重みを測る上の「有利」・「不利」な証拠そのものは共に著しく乏しいため、その「和」としての論証の重みは著しく低くなる結果、当該事態の行方はぼんやりとして判然としない。同様に、Aladdin®のリスク・マネジメント・アルゴリズムの

4.  $a/h = b/h$ であっても、必ずしも  $V(a/h) = V(b/h)$  ではないことが指摘されよう。もし最初の等式が無差別の原理をそれだけ適用することから直接でてくるというのなら、第二の等式もまた成立することはすでに述べられている。しかし、この最初の等式は他の場合にも成立する。例えば、もし  $a$  と  $b$  が同じように蓋然的で排他的かつ網羅的な三つの代替的命題からなるそれぞれ異なるグループに属しているとするれば、そのときには  $a/h = b/h$  であるが、しかし、この二つの論証の重みはまるで違っている。しかしながら、もし  $a$  と  $b$  が、 $h$  を前提として、それぞれ相互に他方から論証できる、つまり、 $a/bh = 1$  かつ  $b/ah = 1$  であるとするれば、そのときには  $V(a/h) = V(b/h)$  である。それは、一方を証明もしくは反証することで、必然的に他方を証明あるいは反証することになるからである。さらに続く原理を手にすることも疑いもなく可能であろう。根拠のない常識を主張するには確信をもてないと思われるような場合では、上述のことを組み合わせると答えが得られる。例えば、ここに排反的かつ網羅的な三つの代替的命題  $a$ ,  $b$ ,  $c$  があり、無差別の原理によって  $a/h = b/h$  であるとしよう。そのときは  $V(a/h) = V(b/h)$  で、かつ  $V(a/h) = V(\bar{a}/h)$  したがって  $V(b/h) = V(\bar{a}/h)$  となる。 $\bar{a}/(b+c)h = 1$  かつ  $(b+c)/\bar{a}h = 1$  であるから、 $V(\bar{a}/h) = V((b+c)/h)$  も真である。したがって  $V(b/h) = V((b+c)/h)$  となる。

5. 前節によって、証拠の量を重みとすることが有利な証拠と不利な証拠とを比較考量することは全く別の過程であることが明らかになったことであろう。しかしながら、そもそも重みの問題が検討されたことは、概して、後者を使って前者を説明する試みが行われたことになる。もし  $x/h_1h_2 = 2/3$  で  $x/h_1 = 3/4$  である場合、 $x/h_1h_2$  が実際に  $2/3$  であることの方が  $x/h_1$  が実際に  $3/4$  であることよりもより蓋然性が高いと考えられた時があった。証拠の量が多くなると蓋然性の蓋然性、あるいは De Morgan なら言いそうな蓋然性推定の根拠を強めるというのが、この考え方である。少し考えれば、この理論の支持できないことが分かる。それは、仮説  $h_1$  に基づけば  $x$  の蓋然性は事実の問題として  $x$  が真であることがわかるとしても、そのことは仮説  $h_1$  に基づけば  $x$  の蓋然性が  $3/4$  であるということと偽とするものではない。同様に、 $x/h_1h_2$  が  $2/3$  であるという事実は  $x/h_1$  が  $3/4$  であるという結論と対立するものではないし、証拠に基づくわれわれの判断ないし計算に誤りがなかったとすれば、この二つの蓋然性はそれぞれ  $2/3$  と  $3/4$  なのである」(Ibid., pp.77-80. 前掲訳, 82-86頁)。尚、本脚注は「重み」の概念の概要を伝えるためのものなので、この後、Keynes が進んだ蓋然誤差の議論には立ち入らないが、結論だけ述べれば、重みは蓋然性によって説明できないという帰結が得られることになる (Ibid., p.82. 前掲訳, 87-88頁)。そしてそれに続けて彼はこう述べる。「論証の「重み」と論証の「蓋然性」はそれぞれ無関係な性質であるというこの結論は、蓋然性を実際に利用する議論にあるいは困難を持ち込むことになるかも知れない<sup>1)</sup> [(1) 第26章 §7も参照のこと]。それは、行動様式の決定に当たっては様々な期待の蓋然性に加えて、重みを考慮するべきであると考えることが自然に思われるからである。このことをはっきり示す例を考えることは困難である上、私には「論証の重み」の理論に大きな実際の意義を持つことが確かであるとも思われない」(Ibid., p.83. 前掲訳, 88頁)。これは最も基本的な重みに関する Keynes の考察 (先の重みの比較に関する第二の命題:  $h_1$  が無関連 (その場合には  $V(a/hh_1) = V(a/h)$ ) でない限り、 $V(a/hh_1) > V(a/h)$ ) に対する次のような反証事例によって明らかである。すなわち、仮に独立した前提命題が増えていって重みが増す場合でも、少ない前提命題の方の中の一つに強い影響を受ける可能性は否定できない (第26章 §7「一つの代替的な行動指針について利用できる情報がどうしても僅かである場合、そのことが全く無視していい問題であるとは思えないからである」(Ibid., p.346. 前掲訳, 362頁))。これに照応する一例として、強気相場の蓋然性の論証の重みが、現物取引の増勢、(指数等各種) 先物による投機やヘッジの増勢等で増大する場合でも、そこに潜む、反抗的投機や戦略的投機の可能性といった少ない前提命題で、蓋然性に乏しさが生まれて来るような当該相場の終期を挙げることでしよう。

(33) 「…、二組の命題について一方が他方よりも多くの証拠を持っているとは必ずしも言うことができないどころか、できない方が普通でさえ」あり、「論証のもとになる証拠の差し引き有利な分が比較する論証の同じように差し引き有利な分を上回っていれば、その論証は比較する論証より蓋然性は大きいけれども、一方の場合の差し引き分がもう一方の場合の差し引き分よりも大きいとは必ずしも言うことができないどころか、できないことの方が普通でさえある。比喩的に言うなら、重みというのは有利な証拠と不利な証拠の和を測るものであり、蓋然性というのはその差を測るものである」(Ibid., p.84. 前掲訳, 89頁)。

ネットワークによるモデルと分析が 2200 超もの多数に上るリスク要因を使用するとはいえ<sup>(34)</sup>、そこに取まらない将来的に不確実な出来事は数え切れないという意味では無数に存在する。この状況下では、そのリスク評価そのものが全く頼りないものになる。しかも、先のルーレットの場合、それが危険な賭けではあっても賭け金を基準とした何らかのルールに基づく損失の上限がある。だが、バブルが弾ける兆しの有無を示す将来的事象の証拠の欠片の集合が共に小さい状況では、両者の「差」も小さいため、その生起の蓋然性を論じることが困難であり、さらに、「和」もまた小さいため、論証の重み（論証がいわばどの程度「透明」あるいは「不透明」か）も低い（「不透明」な）ので、実際に何時弾けるかは分からず、損失評価価値についても、システミック・リスクの特性ゆえに法外に膨らむであろうということ以上のことは事前的には何も分からない。2007-2008年世界金融恐慌の事前的な経済的損失評価もその一例であった。それゆえ、ある種の定量的な証拠の集合を組み込むべきアルゴリズムに直ぐ後に指摘するようなシステム上の欠陥がない場合でも、Aladdin®のリスク評価が竟えず失敗する結果生じるシステミック・リスクの余地は当然残される。The EconomistのBlackRockのAladdin®をめぐる特集号で指摘されるプラットフォーム・ソリューションの共用の拡がりのゆえに起こりうるとされるシステミック・リスクの、以上が、その背景ないしは要因である。つまり、資産運用上のリスク・パーセプションを定量化すべく Aladdin®が登場し、世界中で重用されているが、その独自のリスク・マネジメント・アルゴリズムのネットワークによるリスク評価の定量化の成功と背中合わせのシステミック・リスク発生の危険も出てきた。そして、一旦リスクが表面化すれば、一方では、Aladdin®の世界的共用によるいわば一枚岩のリスク評価を予期せぬ評価が揺さぶる等する結果、相場の動揺から鞘を抜く投機も横行し、かつ相場の相関による偏りの結果、場合によっては相場そのものが破綻するもう一つのシステミック・リスクが発現する。結果は、却って各企業のファンダメンタルズと乖離した株価形成の頻発で、それは当該企業財務を危機に陥れる。また他方では同時に、Aladdin®が予期せぬ評価に端を発するシステミック・リスクの拡大・拡散が、BlackRockの与る資金運用額またはAladdin®を借用した資金運用額（現下、世界中の金融資産の7%相当）を超えて、信用授受の連鎖を次々に裁ち切り、CDSの拡散・多用がそれを加速する結果、幾多の企業倒産の連鎖等によって経済的損失が燎原の火のごとく拡大することになろう<sup>(35)</sup>。結局、Keynesが1937年に示唆

(34) 「ブラックロック・ソリューションズについて：アラディン・リスク・サービス」(<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/blackrock-solutions/aladdin-risk> (2019/06/15))

(35) この点、2008年9月のLehmanショック以降の金融恐慌では少しく事態の推移が異なっていた。大手金融機関の信用不安が拡大し、公的な救済に依存できないという状況から金融危機が顕在化することになったが各国当局、国際機関によって金融的波及には歯止めが掛けられた。合衆国の株式市場の急激な下落は、世界各国へと瞬時に波及し、殆ど全ての国で過去最大の株価の急落を招いた。資金を借りて投機を拡大してきた金融機関・投機家は、現金を求めて売れる金融資産を売却して自国通貨での現金を確保しようとしたため、世界中で株価の暴落、為替相場の激変が生じ、それはまた、金融機関や企業、個人のバランス・シートに大打撃を与え、金融危機がさらに拡大して行く状況になった。この事態に際して、合衆国当局はパニックを回避する目的で、(The Emergency Economic Stabilization Act of 2008: EESA等に基づく) 公的資本の注入、FRBによる金融資産の買い取り、金利の引下げ等を連続して行い、不況期においてもマネー・サプライを維持しようとした。対策は、EU諸国でも日本でも講じられ、さらにIMFは国際通貨危機に陥った諸国に対し、融資条件を緩和して資金供給を行った。金融市場は変わらず不安定なもの、第一局面の危機の封じ込めは「成功」している。米銀数は、2010年現在でも8,248行あるので、閉鎖・倒産等の割合は1%にも満たない水準に止まっている。だが合衆国では金融から实体经济へ、事業会社の資金調達難を通じて、危機が波及した。2001-2008年のデータ区間中、合衆国の経常収支赤字は世界全体の90%前後を占めつつ拡大し続け、ほぼ合衆国一国で世界の輸出拡大を支えてきた。だが、この構造は2008年の金融危機の結果大きく変化し、合衆国の輸入額は急激に減少し始めた。その結果、輸出が経済を支える日本や、中国等の東アジア諸国、インド、メキシコ等の新興工業国は合衆国向け輸出が減少したため、実物経済面から景気が急速に後退

したように、人間が不確実性下において体面を保つための三つの方法（慣行）を提示する際、「これらの3原則に基づいた将来にかなする実用的理論はある顕著な特徴を有している。もともと脆い基礎の上に立っているため、それはとくに突然の激しい変化を余儀なくされる。静穏にして不動な、確実にして安全な現実の有様は、突然崩壊する…。新しい不安と希望とが予告もなく、人間の振る舞いを支配することになろう。幻滅という力が突然に、新しい慣例となる評価の基礎を強いるかも知れない。美しい内装の役員室や統制の効いた市場のために作られた小綺麗で上品な手法は全て瓦解するであろう。いつでも、一皮めくれば、漠然とした恐慌への恐れと同じく漠然とした理由のない希望が渦巻いている」<sup>(36)</sup>と留保したように、真の不確実性を前にする場合、為す術は殆どないに等しい<sup>(37)</sup>。「私に言わせれば、「不確実な」知識とは、単に起こりそうなだけのことから確実に分かっていることを区別するというのではない。ルーレット・ゲームはこの意味で不確実性の問題に属さないし、戦時債権が償還される見込みもそうではない。すなわち、寿命に対する期待もまた、殆ど不確実なものではない。天候さえもやや不確実なものに過ぎない。私が使っているこの言葉の意味は、〔1937年時点における〕ヨーロッパの戦争の見込みは不確実である、あるいは20年先の銅の価格や利子率、あるいは新発明の陳腐化、1970年の社会体制における私的富の所有者の地位等々は不確実であるという意味である。それらの事柄に関しては、計算可能な何らかの確率を形成する科学的根拠は何もない。われわれは全く何も知らないのである」<sup>(38)</sup>。先に Keynes が「危険な賭け (gambling)」と称した事例とはこうし

した。また、国際的下請け生産という格差構造が、WTOが競争条件のイコール・フィッティングの名目で経済自由化と制度の共通化を進め、共通の土俵が形成されたため、先進国のTNCsは世界的な規模での生産ネットワークを構築し、利潤を最大化するように、研究開発・生産・販売を行っている。WTO体制はこうした国際的下請け生産という格差構造を固定化し、TNCsに莫大な収益を保証する経済秩序を支えている。合衆国のTNCsが生産を外部化し、国内経済の空洞化を招きながら巨額の経常収支赤字を生み出してきたのは、こうしたグローバル経済の仕組みがあるからである。2008年経済危機が、即座に世界各国に波及していった理由は世界規模での在外調達と契約生産の体制が拡大していたからである。しかし、合衆国の急激な需要減は損失を回避するために輸入や生産契約の解除を行うことが契約生産のもう一つの利点であるからであるが、他方、需要減への対応は、各国経済の縮小を招くことで、速やかに合衆国経済に反作用をもたらした。合衆国の輸入の減少はそのまま合衆国の輸入減につながっていった。メキシコやカナダ等での在外生産、工程間分業の生産体制の下では、輸入の削減と輸出の減少は実質的に同じ生産体制の下で生じることであり、在外調達の削減も工業原材料や部品の輸出減につながっていく。合衆国の輸入の減少と輸出の減少はほぼ平行であるが、輸入の減少額の方が大きく、結果、貿易赤字が大きく減少することになった（増田正人（2010）「アメリカの経済危機の国際的波及と世界経済」斎藤叫編著『世界金融危機の歴史的位相』日本経済評論社、所収、第5章、146-171頁参照）。2008年経済危機の世界的展開では、システムック・リスクの波及による信用破綻が連鎖した上、さらに構造的な下請け生産の発展途上工業国での縮小が特に効いていたのである。

- (36) J.M. Keynes (1937), "The General Theory of Employment," *Quarterly Journal of Economics*, February (hereinafter called "QJE"), pp.214-215. (J.M. Keynes (1960), "The General Theory of Employment," (reprint of 1937), recorded again in "JMK", Volume XIV, *The General Theory and After: Part II Defense and Development*, edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1973, pp.114-115. 清水啓典・柿原和夫・細谷圭訳 (2016)『一般理論とその後：第2部：弁護と発展』（ケインズ全集第14巻）東洋経済新報社、146頁。
- (37) 「…蓋然性関係は決して人間の気紛れの問題ではないけれども、手にしている証拠が特定の知識の度合いを支持する場合でさえ、時々、個人は関連のある合理的な確信の度合いを決定するために要する水準の技術を所持しない場合もあるかも知れない。こうした状況下では、問題の蓋然性関係は未知であるということを適切にもいうことができるであろう」(Tony Lawson, *op.cit.*, p.43.)。蓋然性をめぐる客観確率、主観確率、および多元主義のそれぞれに関する代表的な見解について、筆者はかつて、不確実性と蓋然性をめぐる概念図にまとめて概観したことがある（渡部恒彦（2015）「Keynesの慣行的判断と株式相場の推移—期待の自己実現の利益とポートフォリオ・マネジャー及び証券アナリストの情報操作規制—（下）」『流通経済大学論集』第50巻、第1号、4-5頁、図表1。「不確実性と蓋然性をめぐる概念図」を参照されたい）。
- (38) "QJE", pp.213-214. "JMK", Volume XIV, pp.113-114. 前掲訳、145頁。

た類のものに照応する。Aladdin®を抱するBlackRockのFink会長兼CEO自身、AIを駆使するAladdin®の限界を明確に認める理由もそこにある<sup>(39)</sup>。システムック・リスクが①リスク管理の一樣性ゆえの各管理の相関の高まりと伴に生じる相場の偏りによるその破綻にある点は後の第3章第3節でも確認するが、このリスクの発現と相並んで、②もう一つのシステムック・リスク発現の契機は、Aladdin®のリスク・マネジメント・アルゴリズムのネットワークに伏在する真の不確実性による予測の失敗にある。こうして見ると、システムック・「リスク」とは明らかに不確実性と即応している。

不確実性とリスクとを峻別した最初の経済学者は、Frank H. Knightである。両者の違いの概要をその主著の第8章“Structures and Methods for Meeting Uncertainty”から押さえると、次のようになる。リスクは先験的な (A Priori) 確率ないしは統計的 (statistical) 確率、即ち客観確率で捕捉でき、可測的である。従って、そこでは先験的な計算を通じて、もしくは過去の経験的統計によって、同質的な事例の結果の分布が判明している。この状況をリスクと呼ぶ。これに対し、不確実性とは、不可測で、充てるとしても確率は主観確率となる。これは扱う事例が唯一一回限りであって、同質的なグループを形成しえないからである<sup>(40)</sup>。Keynesの「不確実性」も、“*QJE*”で、ほぼ同様の規定を受けている。但し彼は、リスクという表現は使用していない。しかしKeynesもまた、リスクについて蓋然性論で関説する際の前提として不可欠な「同質的」多数事例の集合の条件が現実の経済社会で満たされることはまずないと判断し、次のように指摘している。蓋然性は多くの場合、可測的ではない。それはしばしば、比較が可能なものでさえない。こういう場合には、「どのような蓋然性であっても、その大きさに当然使えるような共通の単位が存在することについて、これまで何ら明白な指摘が行われたこともなかった。蓋然性の度合いというものとは何か同質の素材からできているものではないし、相互に類似した性格を持つ部分に分割することのできないものであることも明らかである。したがって、…、ある与えられた蓋然性の大きさは他のどのような蓋然性の大きさに対しても数値的な比率として示されるという主張は、その測定可能性に否定の余地がない量の場合なら普通与えることができるような類の確証を全く欠いているように思われる」<sup>(41)</sup>。筆者の言う真の不確実性はこのように可測的ではない<sup>(42)</sup>。しかし、何らかの方法によって、客観的、定量的に決定できる蓋然性に帰着させることのできる不確実性は、(同質的な)事例をグループ化することによって、無条件な確実性に帰着させることができる。この事実から、Knightは不確実性への対処手段の第一を考案する。即ち、[真の不確実性が支配する世界では扱う事例がユニークであるため、制約はあるが、]同質的事例を増加させる方法がそれである (consolidation or grouping → classification)。しかし、社会科学では

(39) すなわち、「AIは、…人々には見えないものを見ていますが、もっと重要なことに、われわれはモデル (AI) の出力が (投資等の) 基本を決める人々の何人かと調和することを望んでいました。(中略) われわれは、AIで (AIを駆使して)、コンピューター・ベースの投資の開発に取り組んでいる一大グループです。そして、まさにそのコンピューターがこう言う。「これが買いです。あれは売りです」と。[しかし] われわれはまだ、そこまで行っていない…、投資に関しては、まだ正確なAIはないのです」(E.Schatzker (2017), “Larry Fink Q&A: “I Don’t Identify as Powerful””, *op.cit.*)。だが、将来予測に関しては、正確なAIは存在しないのであって、AIが最終的に依存する人間が直面している全く未知の将来に係わる蓋然性も論証の重みも極端に低い点こそ問題なのである。

(40) Frank H. Knight (1964), *Risk, Uncertainty and Profit*, Augustus M. Kelley, Bookseller Reprint of 1957 edition. (First edition 1921), esp.pp.233-234.

(41) “JMK”, Volume VIII, pp.32-33, 前掲訳, 34-35頁; 菱山泉 (1967) 「ケインズにおける不確実性の論理」『思想』岩波書店, 514号, 4月, 25頁。菱山氏の引用は、Harper & Row社から出版されたリプリント版 (1962年) による。

(42) 測定可能な不確実性ないしは厳密な意味での「リスク」は、測定不可能な不確実性とは全く異なるものであるように思われる。それゆえ、われわれは「不確実性」という用語を非定量的タイプのケースに限定して使用すべきである (Cf., Knight, *op.cit.*, p.20)。

繰り返し可能な「試行」が成立せず、したがって仮定として採用した確率モデルの適切さを判断する方法がないので、頻度説・傾向説による客観確率の方法論は破綻するがゆえに、Knightの第一の方法はまず不可能である<sup>(43)</sup>。

リスク・マネジメント・アルゴリズムを内包するAladdin®なぜ、どのように二つのシステムミック・リスクを生み出すか、「リスク」とはいうものの、ここではその本質をなす不確実性の非可測性の意味、そしてそれら「リスク」が発現した場合、Aladdin®の共用がその影響作用を尚どのように拡大するかについては、以上のように理解することが出来よう。

さて、〔BlackRockの「ペーパー上」の地勢は地域雇用とは関係が薄く、デラウェア州および大きく不釣り合いな程重要なその他のタックス・ヘイブン地域（Offshore Jurisdictions：以下、OJs）と符合している<sup>(44)</sup>のもの、〕BlackRockの国際的な雇用もまた、技術指向的な事務管理基幹部門を例外として、中核的な地域取引所ハブ（中枢）——最も重要な所では、ロンドン、東京、香港、シンガポールおよびシドニー——に集中している。これらの場所における雇用の分布は、ロンドンが全体の42%を占めることにも表れているように、極端に分極化している。ブダペストおよびエジンバラの事務管理基幹部門の技術センター外部におけるBlackRockのヨーロッパ域内求人数の77%をロンドンが占めるという事実は、実質的にあらゆるBlackRockのヨーロッパに関係のある取引活動がそこに集中していることを示唆する<sup>(45)</sup>。もとよりBlackRockの以上のようなエジンバラでの求人数を含むヨーロッパ域におけるロンドンへの雇用の集中、あるいは、東京、香港、シンガポール、シドニー、ブダペスト、グルグラム（旧グルガオン）等世界中への事務管理基幹部門的技術センターの所在地の分散の如何にかかわらず、BlackRockの「頭脳」、Aladdin®のリスク・マネジメント・アルゴリズムの世界的規模での広範な共用の帰結として可能性が高まったシステムミック・リスクは、一度起こった場合には、まさにサーバー・ファームを通じたネットワークによる外部への情報・サービス提供によって技術センターおよびそれと地理的に相殺関係にある「ペーパー上」の地勢間で、瞬時にリスクが伝染する。むろん、Aladdin®にシステム上の欠陥があれば、それはBlackRockのみならず、同社への投資家やその顧客にとっての問題になるおそれがあることを意味する。約15兆ドルにも及ぶ巨額の資金が、すべて同じ手段を使って考える人々によって管理されているからには、それはすべて同じ間違い

(43) J. Hicksが示した形式的ではあるが、量を扱う方法上の晩年における反省の一つもこの点にあった（Cf. J. Hicks (1979), *Causality in Economics*, Basil Blackwell, pp.103-122）。彼は、①古典的なチャンス・ゲーム、ランダムな実験で同一の事象と見なしうることが出来るものの観察に基づいて数値的確率で表現可能な狭い領域を、②確率が序列可能ではあるが、数値で表すことができない領域が取り囲み、さらにその周りを③完全には序列可能ではない、あるいは序列が全く不可能な領域が広く取り囲む図を描いて、経済の領域をこの三つの輪のそれぞれの部分を横切るような部分集合として表現する。しかし尚彼は、③の領域でも確率的な判断が追加的な情報を用いて可能な場合もあると考える（Cf. *Ibid.*, p.115, footnote (19)）。だがその領域でKeynesの蓋然性関係がたとえ成り立つとして、それは主体の確信の度合いを記録に留めるにはあまりにも不安的な関係になろう。

ところで、Knightの提示した方法の第二は、先の蓋然性と人間の能動性をめぐる仮定上の特質に関連する、不確実性への対処能力・属性の個人間の差異に注目し、不確実性を、それを受け止める能力のある個人に集中させる方法である（specialization）。次いで、第三に、将来のコントロール（control of future）、第4に予測能力の向上（increased power of prediction）、と続く。こうした蓋然性と人間の自由（度）を前提として、〔たとえ真の意味での「リスク」と対をなすべき〕不確実性を排除できないまでも、その減少のための対処方法にまで着眼した点にKnightによる研究のひとつの重要な特徴がある（Knight, *op.cit.*, pp.231-232.）。尚、社会科学における客観確率の方法論の破綻に関する筆者自身の見解を示した文献案内については本章内脚注(93)を参照されたい。

(44) Cf. Haberly, et al., *op.cit.*, p.28, 原典図13：BlackRockの管轄（区域）（企業体数）別、内部構造、観測点は2018年初め。

(45) Cf. *ibid.*, pp.28-29.

を犯しかねない人々に感染して管理されるということになろう<sup>(46)</sup>。Aladdin®をめぐるシステムミック・リスクにはこれに、先に指摘したような不確実性による予測の失敗のリスクが加わる。第5章第1節内脚注(1)で見るCurtisのAladdin®に関する詩的描写にいわゆる「全く退屈で飽き飽きするもので、ありふれた風景の中に潜んでいる」「今の権力」の甚大さのまさに諸刃の剣の一面となるその脆さ・弱点をこれは表わしている。もしそうであるなら、以下、度々指摘する可能性としてのシステムミック・リスクの作用の結果としての株主権の消失は、単なる机上の空論ではなく、現代世界経済が直面するきわめてアクチュアルな現実味を帯びた問題と言わなければならない。もう一步踏み込んで、これを「非常規」的事態と呼び、次に見るTNCsの連鎖中のグローバル・ネットワークにおける中枢内部に位置する147社の「超企業体 (super-entity)」の3/4の金融機関の内、特に軸芯的な20余の金融機関、就中、相互的な5%所有を通じて財務的基盤を強固に築き上げている僅か15社の巨大金融機関による現代世界企業の所有と支配を「常規」と呼び、両者を対比するなら、ここでの非常規は、一旦表面化すれば、2007年合衆国発世界金融恐慌と同様の長期にわたって世界経済に多大な影響作用を及ぼす事態である点に注意することが必要となっているのである。

むしろ、先のリスク管理の一様性の水準が低ければ、システムミック・リスクが発現した場合の被害は甚大なままであるとしても、銘柄の取捨選択の資産運用会社毎の違いによって劇的な相場の乱高下はある程度止むから、その分投機は抑制され、当該企業財務へのマイナスの作用も少なくなるであろう。その限りで、分析の対象を、一転、この可能性としての非常規的な株主権の消失に伴う会社支配権構造の「空洞化」とでも呼ぶべき事態から、常規的な資産運用会社による会社支配、さらに現実に密着すれば、S. Vitali等が描く、TNCs間の株式所有の連鎖的構造をも併せて網羅する強連結成分を中枢とするネットワークを貫く支配へと移してもよいかも知れない<sup>(47)</sup>。すなわち、現代巨大株式会社については、所有構造の最上位に位置する資産運用会社、BlackRockはじめビッグ・スリーの事実上の独占とAladdin®によるほぼ一様なリスク管理によって実際に生じる相場の乱高下を契機に果敢に実行される「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に企業が化し、さらにはAladdin®そのものが生み出すシステムミック・リスクが引き起こす信用破綻の連鎖反応がCDSの多用によって加速されるがゆえに、会社の業績を離れて株価が乱高下すると同時に会社経営の存続さえ危ぶまれ、延いては清算に追い込まれる場合には、株主権そのものが消失する可能性を持ちはじめた現実が、一方にある。そして、他方には、第2章第4節「専門経営者による持株比率の上昇と超富裕層の財団経由および遺産相続による株式所有」の中でDemsetzの研究成果によって見ることになる経営者層自身の持株増大<sup>(48)</sup>にもかかわらず、特に取締役兼任ネットワークの凝集性を低下させ、その権勢を何気なく放棄した1980年代央を端緒として権勢が衰えた旧巨大商業銀行（現金融コングロマリット）の経営者層を中心とする21世紀以降〔おそらくは、金融危機を経て、特に、JPMorgan Chase & Co.をはじめ金融コングロマリットとしての銀行の復興までの間、傾向が著しかった〕合衆国内の企業エリート層の没落という現実がある（第6章第4節）。所有の連鎖によってTNCsが描く構造は、こうした両者の間隙を突くべく支配の実相を現すのである（第6章）。

(46) *The Economist*, "BlackRock – The Monolith and the Markets: Getting \$15 Trillion in Assets on to a Single Risk-management System is a Huge Achievement. Is it Also a Worrying One?", *op.cit.*

(47) Cf., Stefania Vitali, James B. Glattfelder and Stefnó Battiston (2011), "The Network of Global Corporate Control," *PLoS one*, Volume 6, Number 10; e25995, & "Supporting Information: The Network of Global Corporate Control" (Chair of Systems Design, ETH Zurich, Kreuzplatz 5, 8032 Zurich, Switzerland).

(48) Cf., Harold Demsetz (June 1984), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law & Economics*, Volume XXIV, pp.387-388.

ここでの可能性として支配構造の「空洞化」とでも呼ぶべき株主権の消失は常規ではない。通常の支配構造では、BlackRockのLarry Fink会長兼CEOの運用先向け行動様式がそうであるように、表面上、パッシブ運用下、経営者に賛同する方向で、資産運用会社は議決権または、多くのファンド等を含む機関投資家から手数料を得て、委任された代理投票権すなわち委任状の権利を控え目に行使するが、その実、株主総会に先立って水面下で投資先の経営者と会合を重ね、自己の主張を会社に強く押付けようとする<sup>(49)</sup>。それは、言い換えれば、資産運用会社のパッシブ運用下の“voice”であり、所有に基づく投資先の支配であるが、しかし、おそらくは1-2年程度の短期の戦略に過ぎず、十分な利益が期待できないと判断を下した会社に対しては、資本を引き揚げるという脅威、言い換えて“exit”戦略を突きつける。このように、ウォール・ストリート・ルールはいまや、合衆国においては民主主義やキリスト教と同様、一文化として、そのいわば血肉と化している。その結果、会社所有は、機関投資家等においてはフラックスで不安定であるから、それゆえ、支配権の移行も速い（第4章第2節）。これが合衆国における常規で、狭間に、時折、増大したパッシブ運用でほぼ全体のポートフォリオが期待の一様性を反映する時、ほぼ一様ナリスク管理下、ボラティリティーが増大する結果生じる価格の乱高下を契機とした果敢な「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に企業を化し、あるいはまた、場合によっては、Aladdin®によるリスク評価の失敗およびリスク管理の一様化そのものが生み出す可能性のある相場の破綻、この次元の異なる二様のシステミック・リスクの何れか一方または両方による信用破綻の世界的連鎖が、数多くの企業を破産に追い込む等、甚大な影響作用を及ぼす。個人大株主もまた同じ双方の影響作用を被ることは想像に難くない（第5章第1節）。残る経営者、特に銀行持株会社に転身して以降の巨大金融コングロマリット経営者層一般が、以上の間隙を突いて、経営の立て直しを図り、新たに、会社支配に乗り出すかということ、彼らに、その強固な意志は最早なく、企業社会の結束を以て、財界の権益強化を図ろうとする座から何気なく降りている<sup>(50)</sup>（第6章）。以上が私見を交えたM.S.Mizruchi, W.K. Carroll<sup>(51)</sup>, G.F. Davis<sup>(52)</sup>等の議論による合衆国内の会社支配をめぐる実態描写である。

支配の間隙を埋めるのは、第7章「統合された世界規模の株式所有の写像〔マッピング〕」<sup>(53)</sup>以降で詳説する連結したTNCsの中核であり、その所有の大半を占める資産運用会社を主軸とする金融機関による議決権またはその代理権すなわち委任状の権利行使である。ここで生じる興味深い疑問は、Mizruchiの解釈ではいまでは過去の存在となった企業エリートが協調的なエイジェンシーとして、資本家階級そのものとは概念的に一線を画する<sup>(54)</sup>ものの、その「最前線」に位置する場合があったとして、現下、例えば合衆国上場企業の最大の所有者になった資産運用会社が彼・彼女ら（以下、彼

(49) Cf. John Authers (2016), “Passive Investors are Good Corporate Steward”, *The Financial Times*. Online: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c4e7a4f6-be8a-11e5-846f-79b0e3d20eaf.html> (2018/10/07).

(50) Cf. Mark S. Mizruchi (2013), *The Fracturing of the American Corporate Elite*, Harvard University Press, Ch.9, *The Ineffectual Elite.*, p.269.

(51) Cf. William K. Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in Georgina Murray and John Scott eds., *Financial Elites and Transnational Business; Who Rules the World?*, Edward Elgar Publishing Limited, ch.3, pp.63-66.

(52) With reference to *ibid.*, pp.70-71.

(53) 第7章; Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.250-256.

(54) Mizruchiは、「アメリカの会社の行動に影響を及ぼしたかも知れないグローバリゼーションに関連するもう一つ別の問題がある。おそらくアメリカの会社エリート層の衰退は、別の要因、すなわち益々進む凝集的で国境を越えた「資本家階級」の台頭の帰結である」(Mizruchi, *op.cit.*, ch.9, p.275)と述べ、暗に企業エリートと資本家階級が別の概念であることを示唆する。

ら)、1980年代半以降、従前権勢を振るったが、取締役兼任ネットワークの凝集性の低下と共に、殊に21世紀に入って何気なくその座から降りた巨大商業銀行の経営者層を中心とする企業エリート層の代役となるか否かである。それら資産運用会社が最富裕家族層との環となり、金融化を通じた蓄積の新自由主義のうねりの中核となるという意味でも<sup>(55)</sup>、さらにまた、準政府金融機関の資産運用を担い、経済政策面でもコミットするBlackRockのFink会長兼CEOの存在に象徴される政財界への深いくい込みという現実から見ても、おそらく答えはイエスであろう。

さて、第6章第3節、第4節で詳説するように、企業エリート層の凝集性は1980年代半以降急速に低下するが、それは合衆内の財界・金融界に特殊限定的な現象であり、第7章第1節で言及するように、TNCsと多国籍銀行(multinational banks: 以下、MNBs)は、個人大株主または相対的個人大株主を背後に、その統制下、ニュー・ヨーク、東京、ロンドンを3大中心地とする世界的金融センターで準備率要求や金利規制がない自由なユーロ・カレンシー市場を活用して借入金融を行い、同時に、特にTNCsは、内部振替価格等、多くの手段を通じて、取引費用・税負担を軽減する等して、生き残りを賭けた世界戦略に早くから乗り出している。この点では、第2章第1節で見る小松氏の指摘通り、「…私的所有という本質に則った多くの制度——利益分配の仕組、収益力を基準とする経営能力の評価、自身のうちに形成された営利的思考習慣、等——が専門経営者の行動を支配しているかぎり、相対的個人大株主層は、制度上なお資本の「意識的」担い手としての地位…」<sup>(56)</sup>にあって依然歩まざるをえず、その今後の世界展開に向けた戦略は加速するであろう(第4章第1節、第7章第1節)。

とりわけアングロアメリカン諸国、EU諸国のTNCs・MNBsを中心とする民間資本はむろん、これに、多くは貿易黒字で稼いだ米ドルでの外貨準備の形を採る日本や韓国、ロシア、中国、インド、ブラジル等の諸国まで含めたD. Haberly & D. Wójcikのいわゆる周辺の国家資本主義を網羅した政府系ファンド<sup>(57)</sup>を加えた国際的資本間ネットワーク<sup>(58)</sup>は、経済および経済学にとっての国境とは何を意味するのかを改めて問うことになるであろう。それはとりも直さず、国家の政治的影響力を排除した国際的な(国有企業を含む)会社間ネットワークのグローバルな展開が国家間のパワー・ポリティクスの紛争を一層悪化させる軋轢をもたらすからである。

しかも、ビッグ・スリーに代表される資産運用会社、すなわちパッシブ・ファンド・マネジャーは、合衆国内外で企業支配を掌る議決権および投票の代理権行使をめぐる立ち位置、つまり、従来のヘッジ・ファンドのアクティビズムにも似た積極果敢な企業支配か、それともそれとは異質なBlackRockのFink会長兼CEOの述べるような、1-2年間にわたる短期のコーポレート・ガバナンス上の観点に立った単なる資金の効率的運用のためのツールとしての議決権または投票代理権すなわち委任状の権利の行使に止まるのか、という問題を提起する。

さらにまた、合衆国内に限れば、前節で言及した四つの会社所有権の再編、すなわち、本章第3節内の第二の補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」で確認するように、①信託契約によって法律上株主になりうる機関投資家、②また、あるいは別途銀行信託部等に預託された顧客の財産について当該顧客と投資一任契約を結んで(マスター・トラストを含めて)四者間協定で運用を与ると共に、当該契約・協定・交渉等の内容によっては自法的株主にもなりうるビッグ・スリーをはじめとする資産運用会社、さらに、③Title 17 CFR § 240.13d-3の定める制度上から見た場合、信託

(55) Cf. Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, pp.63-66.

(56) 小松、前掲書、214頁。傍点は著者。

(57) 政府系ファンド(Sovereign Wealth Funds: 以下、SWFs)。

(58) Cf. Haberly & Wójcik, *op.cit.*

契約または投資一任契約を含む協定・交渉等を通じて法的株主に成り上がり、SECへの報告義務基準となる5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有が単独では困難でも、「調整、合意、関係」等を通じて複数間協調・提携を媒介にいわば連合でこの基準を超え、尚かつ、一般に議決権そのものの所有を対象に語られることの多いTitle 17 CFR § 240.13d-3ではあるが、株主ではなくとも手数料を受領して「間接的」『受益的所有者』として利用できる委任状の権利を併有し、non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外として、絶大な会社支配力を掌中に収めるに至った資産運用会社を軸芯とする機関投資家群、および④信託受益者を含めた究極的な経済的な真の所有者(true owner)をも含めれば、第2章第5節で詳説するように、法制度上、四つに分別できる新しい体制下での「所有と支配」の関係を議論の俎上に載せることになる。尚、次節内補論「米法律用語でいわゆる『受益権所有者』の規定」で確認するTitle 17 CFR § 240.13d-3規定の受益的所有者とは5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有を対象とするSECへの情報開示基準で規定される者で、一般にいわゆる信託契約を通じて自身は名義上の株主から外れ、単なる受益権者にして経済的に究極的な所有者となる受益的所有者とは異なるので、ここでCFRの定める情報開示規定でいう「直接」・「間接」的な対象者については今し方使ったのと同様、以降、『受益的所有者』と特に二重カギ括弧で括弧で括弧することとする。

あるいはさらに、以上の二点に加えて、会社支配をめぐる問題は、今日の合衆国におけるリバタリアニズム(libertarianism:自由至上主義)、ティー・パーティー運動(Tea Party movement:茶会運動)の一翼を担う「現代版Rockefeller一家」であるKoch兄弟をはじめとする財界人がリボルビング・ドア(第4章、補論「リボルビング・ドア」)を通じて相互に行き交う政財官界の権益をめぐる体制等の如何という問題へと展延している。

これら全体がいまだ合衆国を大宗とする先進諸国内のTNCsとして世界に展開する巨大株式会社の所有と支配をめぐる今日的な課題となっている。

第7章では、すでに支配主体として議論の俎上に載せているBlackRockはじめ、巨大資産運用会社を軸芯とする金融機関によるグローバルな世界企業の所有網、さらに第8章ではSWFsによる世界的企業の所有の実態を、特にHaberly & Wójcikによる研究成果<sup>(59)</sup>に学んで明らかにしたい。

第9章はVitali等による、世界中の巨大TNCs間の所有・支配の連鎖をめぐる研究のまとめである。彼らによれば、その連鎖の中枢はまた、連結の密度が非常に高く、平均して20の他のメンバーとつながりを持つメンバーと連結している。その結果、中枢内の企業の所有の約3/4が中枢そのものの中の企業の掌中に残る。言い換えれば、これは相互に過半数を累積的に保有する会社の緊密なグループである。Glattfelder & Battistonによる諸国間分析は、ごく僅かな国家所有のネットワークが蝶タイ状のネットワーク構造を構成し、重要なことに、予め先立って一要点を紹介する次節内補論「Vitali等によるグローバルな会社支配構造研究」における図のA、Bに見るように、アングロサクソン諸国では主な強連結成分が蝶タイ状のネットワークの規模に比して大きいことを示している。彼らはさらに、小規模なTNCsの中枢が、ネットワークを形づくる全支配力の構造の大部を総体として占めることを見出した。より詳細にいうなら、世界中のTNCsの経済価値に対する支配の4/10近くが、複雑な所有関係の網の目を媒介として、それ自身にも及ぶ殆ど十全な支配力を手にする中核部内の147のTNCsのグループによって保有されている。中枢内の上位保有者はこうして、グローバルな会社のネットワークにおける「超企業体(super-entity)」であると考えられることができる。この点に係

(59) Cf. Haberly & Wójcik, *op.cit.*

わる重要な事実として、中枢の3/4は金融仲介機関である<sup>(60)</sup>。その又軸芯の中枢に位置するのが、第7章でそのグローバルな所有における存在感を明らかにするビッグ・スリーを含む合衆国居住の資産運用会社を中心とする金融機関7社、他13余の世界的巨大金融機関であることは間違いない。

本稿では、以上のように、最初に会社の所有と支配をめぐる理論的見地を明らかにすると共に、その主体である21世紀に入って以降急速に台頭してきたビッグ・スリーに代表される資産運用会社を軸芯とする機関投資家によるグローバルな所有構造を明らかにし、その上で、代理投票を含む議決権行使の状況を実証する。次いで寡占化した所有構造の下で生じる可能性としての支配構造の空洞化とも呼ぶべき、BlackRockの頭脳、リスク・マネジメント・アルゴリズムを形づくるAladdin®によるリスク評価の失敗およびAladdin®の共用の世界的拡がりそのものが生み出す相場の相関が相場自体を破綻させてしまうシステムック・リスク、それに加えて投機の拡散、以上に端を発する世界金融恐慌による企業破綻の連鎖現象の可能性を試論として提示する。本稿後半は、Haberly & WójcikおよびVitali等の研究成果に依拠した、TNCsのグローバルな所有の連鎖状況の実証とそこで軸芯となるであろうBlackRock等、巨大資産運用会社による所有に関する実態分析のまとめである。

そこで初めに、最初の課題である会社の所有と支配の理論的考察に入る前に、所有と支配あるいはコーポレート・ガバナンスをめぐる今日的諸見解のHaberly & Wójcikによる紹介に依拠して、当該問題の背景を明らかにすることからはじめたい。

その前に、会社支配の非常規的状況を展開する起点となるシステムック・リスクが最近発現した2007-2008年金融恐慌について、住宅とRMBS等の証券化商品の自己実現的バブル膨張や、主に短期債務の借換え不能等の諸要因によるその崩壊およびその背景的問題をめぐる論議を中心に補論として総括しておきたい。

[補論：市場型システムック・リスクを拡大した金兌換停止下のドルからの逃避という形での問題の表面化を限度とする内生的ドル供給<sup>(61)</sup>と「還流」<sup>(62)</sup>による国内投機商品における架空資本の膨張と銀行の市場性債務

(60) Cf. Stefania Vitali, James B. Glattfelder and Stefano Battiston (2011), "The Network of Global Corporate Control," *PLoS one*, Volume 6, Number 10; e25995, p.4.

(61) 注意すべき点として、内需から生まれるドル（紙幣）は内生的に供給されるのであって、国際通貨対外決済のためにドルの新規に増刷が行われることはいかなる局面でもあり得ない。こうした外生的な貨幣供給を、赤木氏は、「地区連銀が米財務省にたいし小切手を切って、財務省証券（TB）を買う。そのTBを「準備」にして、その10倍相当額のドル札を連銀が発行する。この瞬間に世間が信用して流通させてくれる証文（マネー、通貨）が誕生する。そのときだけ連銀は民間銀行として振る舞う（株主は地域の一般商業銀行）。そうでないと、政府部内でのやりとりになってしまっ、世間との貸借の発生にならないからである。この仕組みをシカゴ連銀のブックレッドは、「取引勘定を通してマネーが創出される」と要約している（赤木昭夫（2006）『アメリカは何を考えているか：オイルとマネー』岩波書店、66頁）。正確には以下のようなろう。すなわち、連銀がTBを引き受けたとすると、先ずそれによって連銀の資産としてTBが、同時に負債として同額の政府の連銀預金（国庫金）が生じ、その後政府の対民間支出に伴って政府の連銀預金が支払先民間主体の取引銀行（市中銀行）の連銀預金へと移動する。ここで過程をストップさせると、この時点で連銀が引き受けたTBと同額の市中銀行保有連銀当座預金が増えたことになり、言い換えればその金額だけのマネタリー・ベースが増えたということになる。これを準備として市中銀行はその信用乗数倍だけ貸出＝預金創造が可能となる、通常信用乗数は10倍程度とみられるので、それだけのマネー・サプライ増加が可能と言える。赤木氏の表現では、「TBを準備として」となっているが、ドルの債務性と関連して、「準備」云々は単に形式上のことで意味がない。また、「10倍相当のドル札」と述べているのは、ドル札（現金）と預金通貨合計のマネー・サプライとすべきである。重要な点として、マネタリー・ベースの増加が市中銀行貸し出しの増加につながるかどうかは、最近のアベノミクスの異次元緩和の下での事態を見ればわかるように、必ずそうなるとは言えない。貨幣は内生的に供給されるのである。

(62) 経常収支赤字はドル流出であるが、他方では非居住者のドル預金の増大＝対米資本投資として統計上にあらわれ

への依存：2008年金融恐慌の背景：

(1) 市場型システミック・リスクの典型

本稿では金融的システミック・リスクの原理的な要因として、真の不確実性および一様に近いリスク管理がもたらす株式相場の偏りによるその破綻、そして2008年金融恐慌を世界中に急激に拡散させた要因としてCDSを特に取り上げた。金融恐慌の最たる事例は1928年大恐慌であるが、当時の銀行取付け（bank run）を従来型のシステミック・リスク要因として、これに今次2008年金融恐慌を引き起こしたリスクを対比して、市場型システミック・リスクとして分別する見方がある。予め留意しておきたい点は、2007-2008年の金融恐慌を引き起こした発生市場は、株式市場ではなく、住宅（商品）とRMBS等の証券化商品等の投機市場で、それら市場における主要金融機関の債務返済の窮境にこそ恐慌の端緒があったことである。それを踏まえた上で、先の分別する見方を以下吟味したい。

商業銀行の市場型システミック・リスクの要因は①銀行の本質的機能である満期変換（maturity transformation）を可能にしている預金や短期市場資金等の流動的な資金の金融危機時の枯渇で、それは銀行業務の円滑な展開を中断し、金融システムを機能不全に追い込む。②第二に、銀行は預金または短期金融市場から調達した資金の投融資によって得るスプレッドを増やすべく、レバレッジを可能な最大限まで高める誘因を持つ<sup>(63)</sup>。レバレッジは、債務コストを利益が上回る場合には自己資本利益率を高める効果を持つが、しかし逆の場合には、マイナスに働く。③第三に、銀行の規模と複雑性、バランス・シートの不透明性である。2012年現在、金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）が特定したG-SIBs（global systemically important banks）は平均して約1,000の子会社を保有し、資産額は約1兆6,200億ドル、少なくとも44カ国に一つ以上の子会社を所有している。それに加えて、銀行の保有資産は多岐にわたり、市場評価の対象になりにくいABS、CDO、CDS等の証券化商品やデリバティブはその価値を正確に把握することは困難である<sup>(64)</sup>。④第四に、銀行の金融市場を通じた他の金融機関と広範な取引による債権債務関係の結果生じる相互連関（interconnected）上、債権債務関係の一部で仮に支払不能が発生すると連鎖した破綻が生じる。こうしたシステミック・リスクの発生可能性が金融システムの脆弱性をもたらす最大の原因である<sup>(65)</sup>。

2010年に成立したドッド・フランク法は、システミック・リスクへの対策を任務とする金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council: FSOC）と、そのために必要な情報の収集と分析を任務とする金融

るがゆえに、還流が減少するからと言って経常収支赤字をファイナンスすることができなくなるわけでは決してない（飯島寛之（2006）「対米資本流入の特殊な性格—アメリカの経常収支赤字に関する資本流入からの視角—」『嘉悦大学研究論集』第49巻、第1号通巻88号、37、40頁等参照）。飯島氏は、こうした事実認識とも関連して、「ドル残高を形成しうるのは唯一、国際通貨国であるアメリカだけであり」、「今日、形成されたドル残高はアメリカ銀行組織内部にとどまらざるをえない」と示唆に富む指摘を行っている（同上、44頁および第2節、第3節参照）。尚例えば同氏は、「還流」を、非居住者から居住者への預金口座の振替と規定する（飯島、前掲、45頁、注（9））。但し、経常収支赤字のファイナンスについては、ドル資産として合衆国の金融資産に留まらないドルからの逃避という形で問題が表面化しない限りにおいてという制約はあろう。すなわち、ドル資産以外の通貨資産で為銀が運用し始める等の事態が進めば、あるいは中国政府のようにかなり意識的にユーロ資産での運用に切り替えて、国外ディーラーや外銀にドルを売る等の行為が行われれば、ドル価値は下がるからである。

(63) 佐賀卓雄（2019）「リーマン・ショックから10年：学ぶべき教訓は何か」『月刊資本市場』No.402、37-38頁参照。永田裕司氏によれば、2008年合衆国発世界金融恐慌の過程で、国内金融システムがシステミック・リスクに対して脆弱であった一つの理由として、当時の投資銀行の財務レバレッジ（負債/自己資本）が25倍超と非常に高かった点を挙げる事ができる（永田裕司（2013）「システミック・リスクと金融の脆弱性」『福岡大学商学論叢』第57巻、第3-4号、260-261頁参照）。

(64) 特に本稿での主たるシステミック・リスク要因として取り上げたCDSの市場価格決定上の困難については、渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（下）」前掲、4-6、284-310頁を参照されたい。

(65) 佐賀「リーマン・ショックから10年：学ぶべき教訓は何か」前掲、38頁参照。

調査局 (Office of Financial Research: OFR) を創設し、「相互連関性」や「感染性」(contagion) に対する分析に取り組み始めている<sup>(66)</sup>。古典的なシステミック・リスクの発現のような現象は合衆国においては中央銀行 (FRB) の「最後の貸し手」(the Lender of Last Resort) 機能と1933年に連邦預金保険制度が創設・整備され、小口預金の元本が保証されると全く見られなくなった<sup>(67)</sup>。規制問題や情報技術革新 (ICT) の発展により、銀行の機能が分解されると共に、銀行と同じような金融仲介機能を果たす組織が登場し、比重を高めてきた。これらをシャドー・バンキングと呼ぶが、その資金調達構造の特徴は、(AB) CP (asset backed commercial paper: 以下, ABCP)、レポ市場資金、MMF等の短期市場性資金に大幅に依拠していることである。各金融部門の資産残高のシェアをみると、1980年には預金取扱機関は50%のシェアを占めていたが2010年にはその半分の25%にまで低下している。代わりに、年金基金、ミューチュアル・ファンド、ABSプール等の比重が高まっている<sup>(68)</sup>。伝統的な銀行の資金調達も預金保険の対象外の市場性資金への依存を強め、金融市場の動揺が一旦起きると容易に経営危機に追い込まれるような構造になっていった。2007年に破綻した英国のNorthern Rockは預金者が預金解約のために列をなすという、現象的には古典的「取付騒ぎ」として話題になったが、実態は市場性資金の流出によるものであったことが明らかにされている<sup>(69)</sup>。「こうした金融市場での資金調達の困難を原因として金融機関の破綻連鎖が生じることを市場型システミック・リスクの発現と呼んでいるが、その背景には金融機関の資金調達構造の大きな変化があった」<sup>(70)</sup>。このように、シャドー・バンキング・システムがレポ市場の取付 (repo run) や (AB) CP市場での債務の借換えに行き詰まり、それによって金融システム全体が危機的状況に追い込まれた。これが2007-2008年の金融恐慌の最たる特徴であった。因みに、JPMorgan Chase, Citigroup, Bank of America, Wells Fargo (以上4行, 2008年12月31日現在), Goldman Sachs, Morgan Stanley (以上2行, 2008年11月28日現在) の6行の非預金短期債務の資産に対する比率は平均して約16.6%であった<sup>(71)</sup>。また、佐賀氏によれば、今日、約7.4兆ドルから8.2兆ドルの一年未満で無保証の短期債務の約6割がノンバンクに保有されている<sup>(72)</sup>。さらに、「大手商業銀行を中心とする持株会社でさえ、CPやレポ等の市場性の短期資金への依存は既に負債総額の40-50%程度に達しており、投資銀行の場合には預金という調達手段がないためそのほとんどを短期金融市場資金に依存している。したがって、一旦、短期金融市場での信用不安や混乱が起きれば、瞬く間に資金繰りの困難に直面することになる」<sup>(73)</sup>。2007年以後の金融恐慌の展開プロセスを、資本毀損とファイア・セールによるバランス・シートの悪化のため、取引で連結する銀行間で破綻が広がった過程としてシミュレートした先駆的研究として、M.A. Espinosa-Vega and J. Solé (2011), "Cross-border Financial Surveillance: A Network Perspective", *Journal of Financial Economic Policy*, Volume 3, Number 3, pp.182-205.がある<sup>(74)</sup>。分析の出発点は国境を越えた銀行間リスク資産

(66) 佐賀卓雄 (2017) 「金融ネットワークとシステミック・リスク」日本証券経済研究所『証券レビュー』第57巻、第3号、144頁参照。

(67) 佐賀「金融ネットワークとシステミック・リスク」前掲、145頁；佐賀卓雄 (2018) 「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」資本市場研究会『月刊資本市場』No.392、15頁参照。

(68) 佐賀「金融ネットワークとシステミック・リスク」前掲、145-146頁参照。

(69) 佐賀「金融ネットワークとシステミック・リスク」前掲、146頁参照。

(70) 佐賀「金融ネットワークとシステミック・リスク」前掲、146頁。

(71) Hal. S. Scott (2016), *Connectedness and Contagion: Protecting the Financial System from Panics*, The MIT Press, p.70, Table 7.1-Assets and liabilities of major US commercial and investment banks, 2008 (USD millions): 表7.1「合衆国内の主要な商業銀行および投資銀行の資産と債務 (米ドル100万)」(出所: すべて年次報告書 (Form 10-K))。

(72) 佐賀「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」前掲、18頁。

(73) 佐賀「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」前掲、17-18頁。

(74) そこでのシミュレートの方法を紹介した論考として、渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策: CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(上)」前掲、2.(2)、内、注20、162-164頁。がある。また、ヒストリカル・シミュレーションの意義と限界については、同稿、153頁、および先

売買の役割に光を当てて定型化されたバランス・シートである。シミュレーション1は、銀行システムの銀行間債権のデフォルトによって引き金が引かれるドミノ倒れ効果（資本毀損（credit）ショック）について検討する。シミュレーション2（1+）は、資本毀損及びファイア・セールの効果を調べる。そこでは、ある金融機関のデフォルトがその金融機関から資金援助を受けていた金融諸機関に流動性逼迫を引き起こす状況を見る。最後に、分析にリスク移転の効果を組み入れる（シミュレーション3）。そこでは資本毀損、資産のファイア・セールおよびリスク移転でもデフォルトを回避できないケースが説明される。2007-2008年金融恐慌では結果として、2008年3月のJPMorgan Chase & Co.によるBear Stearnsの救済買収に始まり、9月7日には政府系住宅金融機関（GSE）である通称Fannie MaeおよびFreddie Macを一時的に政府管理下に置き公的資金を注入して救済する一方で、9月15日にはLehman Brothers Holdings Inc. が破綻、翌16日にはBank of AmericaによるMerrill Lynch & Co., Inc.の救済合併、AIGへの公的資金投入による救済、さらにはThe Goldman Sachs Group, Inc.とMorgan Stanleyが銀行持株会社に組織変更することによって5大独立系投資銀行はすべて姿を消した。佐賀氏は、この金融恐慌も現象的には古典的な銀行取付を原因とする連鎖倒産と変わらないようにみえるが、決定的な違いは短期金融市場が果たしていた役割にあり、そこでの債務返済の窮地から逃れられない金融機関が続発した結果、恐慌が発生したと見る<sup>(75)</sup>。

佐賀氏によれば、そうした市場型システミック・リスクの発現を回避するためには、両極端な二つの方法が考えられる。セーフティ・ネットの範囲を預金以外のこれらの短期市場性資金にまで広げるか、あるいは決済業務を切り離すかである。前者の方法はモラル・ハザード問題を一層深刻化させるという到底看過できない欠点がある。当初、金融システム危機の主要な原因として銀行のガバナンス問題が注目されたことを思い起こすべきで、したがって、金融システム改革の目指すべき方向は銀行機能の分解ということになる。長年にわたる金融規制緩和の進展により、現代の銀行業はきわめて多様な業務を手掛けている。預金、貸付および決済機能をそれらから切り離し、トレーディング等の他の業務によって銀行に対する信頼が揺らぐことのないようにすべきである。守るべき業務範囲については必ずしも共通の理解がある訳ではないが、かつてのナロー・バンキング論、近年のリミテッド・パーパス・バンキング論、あるいは英国のリング・フェンシング論は同様の主張である。フィンテックにより融資やネット取引等のリーテル金融の決済を専門的に手掛ける業者が台頭している。ホールセール金融についても、State Street BankやThe Bank of New York Mellon Corp.のような決済業務に強い業者、また商業銀行の中でも決済業務についての評価の高いJPMorgan Chase & Co.のような銀行が現実に存在している。これらの業務に対しては高い自己資本比率、レバレッジ規制を課する一方、引き続き手厚いセーフティ・ネットの提供が必要であろう。他方、それ以外のトレーディング、M & A関連業務等、金融機関の収益に高い比重を占める業務については、基本的に一般の事業会社と異なる程度の規制にし、参入、退出を自由にすべきである<sup>(76)</sup>。但し、セーフティ・ネットを短期市場性資金にまで拡張すべきではないとする見解に対しては、例えば淵田康之氏による紹介するセーフティ・ネット拡張を是とする異論もある<sup>(77)</sup>。但し、「シャドー・バンクによる金融仲介に、以下三点全ての金融仲介活動〔または保証〕を含めて、これを定

の2.(2)内、注21で詳説したので参照されたい。

(75) 佐賀「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」前掲、17-18頁参照。さらにその間におけるCPへの大量投資の帰結としてのMMFの元本割れ、トリバーティ・レポ取引を仲介するクリアリング・バンクによる引き受け拒否、ABCPの満期（通常は、14日、平均30日）の短期化、オーバーナイトのABCPの発行金利とFFレートのスプレッドの危機以前の3ベース・ポイント（BP）から危機時の46BPへの急拡大等による短期金融市場の機能不全の詳細については20-22頁を参照されたい。

(76) 佐賀卓雄（2019）「リーマン・ショックから10年：学ぶべき教訓は何か」資本市場研究会『月刊資本市場』No.402、42-43頁参照。

(77) 淵田康之（2010）「市場型システミック・リスクとセーフティ・ネット」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 Autumn, 17頁参照。

義する。①明示的の仲介金額増、②公的機関の支援による間接的な仲介金額増、あるいは③公的保証に拠る仲介金額を増加する事のない保証。〔また、〕影の信用仲介業に独占（排他）的に関与する金融機関がシャドー・バンクである」というニュー・ヨーク連銀による指摘<sup>(78)</sup>からも窺えるように、シャドー・バンクにも公的保証により信用力を高める活動は可能で、銀行ではないものの実質的に銀行の預金等に近い商品を生み出している。預金取扱い機関と想定されれば、FRB管轄になると考えられるが、認定されるか否かは微妙、というのが現状である。制度で明文化されているわけではないが、現行制度の枠内で信用力を高めるための仕組みがすでに巧妙に出来上がっている実情には注意を払う必要がある。何れにしても、佐賀氏の指摘通り、短期市場性債務による資金繰りで流動性が枯渇してデフォルトした金融機関が、金融取引を通じた資産や負債の保有をベースにした連関性（connectedness）と相関性（correlation）によって破綻を連鎖させた点に今次の金融恐慌の特徴がある<sup>(79)</sup>。同氏はこの二つの他にシステムミック・リスクの発生の重要な源泉としてもう一つ、感染（contagion）を挙げる<sup>(80)</sup>。これは、バランス・シート上の繋がりによる金融機関の破綻連鎖ではなく、疑心暗鬼等をも含む心理的動揺としてのリスク・パーセプションから起こる取引のいわば凍てつき等による破綻等の具体的な現実とは直接関連しない伝染を指す。システムミック・リスクの恐怖そのものから生じる流動性枯渇によって取引解消すらできず損失を大きくするため、契約取引を抑制してしまうリスク・パーセプションこそシステムミック・リスクの伝染の最も大きな源泉であり、まさに金融危機時の人々の行動心理に他ならない<sup>(81)</sup>。（先に少しく取り上げたEspinosa-Vega & J. Soléによるシミュレーション・モデルではこうした要素を取り入れることはできない。）佐賀氏が、「噂や風説によって拡散するため、その性格上、無差別で、たとえ健全な金融機関であってもその〔取付けや債権回収の〕対象になる可能性がある」と指摘する事情もそこにある。それゆえ、同氏が続けて指摘するように、（マイクロ・プルーデンスあるいは先に見たマクロ・プルーデンスによって）経営状態についての情報開示を徹底することによって市場型システムミック・リスクの発現を、ある程度の子防はできるが、それにも自ずと限界があることになるのである<sup>(82)</sup>。それでは問題の短期市場性債務での調達資金の源泉はどこにあり、さらに、商業銀行・投資銀行双方のバランス・シートの貸借をそれと両建てで大きくした簿外のSIVは除いても、デリバティブであるCDSを組み込んだCDO、そしてCDOそのものを組成する証券化商品であるRMBS、ABS、ローン担保証券（collateralized loan obligation：CLO）、債券担保証券（collateralized

(78) Z. Pozsar, T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky (July 2010), "Shadow Banking", Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, No.458. ([http://www.newyorkfrb.org/research/staff\\_reports/sr458.pdf](http://www.newyorkfrb.org/research/staff_reports/sr458.pdf) (2019/05/11)), p.11. 尚、同リポートには同号数で、2012年2月に2010年版より短い改訂版が出ている。筆者が拝見したのは、主に2010年版である。

(79) 佐賀「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」前掲、23頁参照。システムミック・リスクについてはすでに、その事前的な危機回避策のあり方を含め、实体经济への円滑な信用供与を支える金融システムの維持・安定を図るための政策の枠組みとなる「マクロ・プルーデンス政策」のあり方については、FSB、国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行（BIS）を中心に議論が積み重ねられてきている。3組織は、2016年8月に①定義および目的、範囲、②組織上の措置、③政策運営面での各国の取組みや国際的な議論を整理した報告書を策定した。EUでは、欧州システムミック・リスク理事会（ESRB）の主導で、①システムミック・リスクの特定および評価、②マクロ・プルーデンス・ツールの選択および水準調整、③政策適用、④政策評価の4ステージで構成される政策サイクルの下、マクロ・プルーデンス・ツール政策の枠組みが構築されている。さらに、各加盟国ではマクロ・プルーデンス・ツールの適用も始まっており、EUではすでにマクロ・プルーデンス政策は実行段階にある（小立敬（2017）「マクロプルーデンス政策に関する国際的な動向——実行段階に入ったEU、慎重姿勢の米国——」【野村資本市場クォーターリ】2017年秋号、87-109頁参照）。

(80) 佐賀「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」前掲、23頁参照。

(81) 渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（上）」前掲、153頁参照。

(82) 佐賀「リーマン・ブラザーズ破綻の感染効果について」前掲、23頁参照。

bond obligation : 以下, CBO) そのものはどのように組成され, 銀行資産となったのか, また, 同商品のなかでも, リスク・リターンが高位のCDOを大量に買い込むヘッジ・ファンドに対して銀行はなぜ大量に融資したのか, その他年金基金・保険会社が, リスクが中位・高位と評価されていたシニア・メザニンと呼ばれるCDOに飛びついたのはなぜか, またさらには, 経常収支赤字のファイナンスや対外融資資金までもがそれら投機目的で「還流」したのはなぜか, またそれが経た過程はどのようなものであったのか。これらの問題に答えるべく, 先ずその要因と背景を, 先行研究の一部に学んで簡単にまとめておきたい。

初めに要因について。

## (2) 証券化商品の組成

先ず, 2000年のドットコム・バブル以降の低金利策継続で2004年6月に住宅バブルを懸念したA. Greenspanが短期金利FF金利の誘導目標を引き上げたが, 米長期財務省証券購入目的での外国資本の流入によって利回りは高止まり, 同利回りを指標とする長期金利は低位停滞したため, サブプライム・ローンは逆に付利の小さい超過準備残高増下, 貸出圧力を受けて収奪的貸付け (predatory loan) として伸張した<sup>(83)</sup>。そして, ②拡大した住宅ローン債権は広範に束ねられ, RMBSとして証券化され, そのオリジネーターは, これを投資銀行等に売却して直接リスクを転嫁でき, リスク回避が容易になった高リスク融資はさらに拡大し, 低信用力層向けローンを容易にした。こうした債権を買い集め, RMBSやABSに仕立てる投資銀行や証券会社はリスクを広く分散し<sup>(84)</sup>, またサブプライム・ローンや高リスク融資でもSIVを活用したオフバランス化によ

(83) 徳永潤二 (2011) 「国際的過剰貨幣資本と世界金融経済危機」基礎経済科学研究所編『世界経済危機とマルクス経済学』大月書店, 所収, 第3章, 55-63頁; 鳥畑氏は, 投機的資金の「略奪性」は, 利子・配当金への依存を「受動的」に高めるに止まらず, 内部留保を取り崩させ, 保有資産を売却させ, 労働者の使い捨てを推し進める結果, 利益の源泉である実体経済の営みを衰退させる逆説を生むと指摘する (鳥畑与一 (2009) 『略奪的金融の暴走』学習の友社, 25-26頁参照)。また, 米連邦住宅都市開発省 (United States Department of Housing and Urban Development: HUD) 等によれば, 略奪的貸出とは, ①高額の金利や手数料の徴収, ②所得による返済能力を無視した貸出, ③短期間での借換えの繰り返しによる高額手数料徴収での住宅資産価値の収奪, ④誤った情報提供や書類偽造等, 詐欺的手法による不当な契約の押付け, ⑤早期返済に対する高額懲罰金等の特徴を備えた貸出であり, 借手の利益を損ない, 最終的には返済不能から住宅差し押さえへと借手の破綻をもたらす貸出手法とされている (鳥畑, 前掲, 30-31頁参照)。

(84) 住宅バブル形成時点で不動産業界が頼った統計的頻度安定の法則 (大数の法則) によるリスク軽減論でこうした事態で起こりうる危険がどれだけ真剣に案じられていたか, 否かはまさにそれを考察したCounterparty Risk Management Policy Group (August 6, 2008), *Containing Systemic Risk: The Road to Reform* (The Report of the CRMPG III, hereinafter called "CRMPG") で教えられよう。さらにまた, 統計的頻度安定の法則によるリスク分散の効き方については時期区分が必要である。市中銀行は1927年のマクファデン法及び1956年の銀行持株会社法ダグラス修正条項で州際業務が禁止されていた。これは, 分散効果に歯止めを掛ける制度となる。したがって, 住宅ローンのプールおよび証券化の過程において統計的頻度安定の法則でデフォルト・リスクが分散・消失するという場合の前提条件が俄には確保できる状況にはなかったことが分かる。しかし, 1980年代以降, 経営難に陥った銀行同士のM&Aが展開し, 国際競争力強化の一環としての他州との地域協定上の銀行持株会社を通じたループ・ホールで州際支店が登場するに及んでマクファデン法は1995年9月以降段階的に撤廃され, 1997年6月に完全自由となった。しかもFannie Maeは1938年, Freddie Macは1970年以降, 国内全土に渡る銀行の住宅ローンのオリジネーションを支援してきたから, 論理上, 全州から買い上げた住宅ローン担保証券相互の価格相関ないしはその原資産である州毎のローン・プール間の返済延滞リスク等の相関は州内より小さくなる。両住宅公社は政府の施策上, ローン・オリジネーションを禁止されていたが, 実質的に, 国内全土に渡る住宅ローン市場について, 州際規制を超えた資金の貸借を容易にするために住宅ローン市場の流通市場を生み出す役割を担っていた (Pozsar, et al., *op.cit.*, p.22, footnote 13 (*Revised edition*, p.15, footnote 7))。それゆえ, リスク分散の議論を敷衍する際には, 州際業務規制制度の変更等に沿った時期区分を前提に置くべきである。ところで証券化に伴う統計的頻度安定の法則によるリスク分散をな左右する要因がある。J. Crottyは, 大数の法則が効く前提として地域や借手の所得に大きく影響する人種等の多様性を挙げ, 他方, 同法則が効かないケースとしてデフォルトの時間的な悪影響の連鎖反応を挙げ, これだけは予想がつかないと指摘する (J. Crotty (September 2008), "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New

て、財務的健全性を確保できるとみなされた<sup>(85)</sup>。さらに同様のメカニズムを通じて、ローンのみを原資産としたCLOや債券のみを原資産とするCBOさらには一般に信用リスクを含む資産を原資産とするCDOの発行が増大し、何段階にもわたる複雑な証券化操作を通じて、広くリスク分散とリスク・プレミアムを階層化した証券化が図られ、内外の投資資金を広く吸引した。②第二に、証券化・再証券化の各組成段階で、原商品を層別に切り分け、金融工学を駆使してリスク配分を調整し、さらに高格付けを獲得する関係を組み込んで、多種多様な証券化商品が作り出された。一般的には、優先劣後関係を通じてローリスク・ローリターン（上位）のシニア、ミドルリスク・ミドルリターン（中位）のメザニン、デフォルトが起これば最初に損失を被るハイリスク・ハイリターン（下位）のエクイティに切り分け、元格付けがBBB（投資適格の最低格）のRMBSを組み込んで、シニアはAAA（同最上格）を取得可能とし、AAAのシニアを組成することで生じる全体のリスクの歪みはエクイティに押し込められる。本来ハイリスクの貸付債権から最終的にその何倍もの低リスクの投資適格証券の創出が可能となったのは、利払いの延滞・貸倒れリスクが顕在化しても、内部的な信用操作、すなわち元利金の支払いの優先構造に基づいて、それが基本的に、ハイリスク・ハイリターンのエクイティ部分によって吸収されると最初から想定され、その部分を発行主体である投資銀行が設立したSIVに買わせ、市場から隔離していたからである。こうしたハイリスク・ハイリターンのCDO等の証券化商品の引受け主体にSIVと共にあったもう一つがヘッジ・ファンドで、そこで低格付けのシンジケート・ローン（＝レバレッジド・ローン）は大きく拡大し、こうした関係の促進を銀行信用拡張がさらに加速した<sup>(86)</sup>。

---

Financial Architecture”, Political Economy Research Institute, *Working Paper Series*, No.180, p.26) (渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（下）」前掲，4．注(18)，291-292頁を参照されたい)。

- (85) 銀行融資を受けたヘッジ・ファンド，投資ファンドは，メザニン・クラスを集めて再証券化したCDOその又メザニンならびにエクイティ・クラスの引受け手でもあった。ここから，大手金融機関傘下のヘッジ・ファンドで運用資産が劣化した際には，法的義務を超えて，オンバランス化，資産買取等の方法による救済が行われるケースが見受けられた。結果，金融機関本体の財務劣化やレピュテーションの低下につながりうるものが改めて認識された（日本銀行金融機構局・大手金融グループ担当：川名洋平・河西慎・菱川功（2008年5月）「近年のレバレッジの動向とヘッジ・ファンドの関わり」『日銀レビュー』2008-J-2，6頁【BOX 2】大手金融機関傘下のファンドを介した影響）。さらに銀行はSIVやABCPコンデュイットで短期市場性債務を負う投資ビークルを組成し，そのスポンサーとなっていたが，ABCPの発行にあたっては，ABCPコンデュイットの場合にも，SIVの場合にも，銀行の流動性補完ファシリティによってカバーされることが慣習になっていた。それゆえ，ABCPの裏付けとなるRMBSやCDOの価格下落によって担保価値が減少してABCPの発行コストが急上昇するとともにABCPのロールオーバーが困難となったSIVやコンデュイットの中には，銀行との間で設定した補完ファシリティを発動する先も見られた。発動を受けた銀行は，リスク資産である貸出の増加によってバランス・シートが拡大した。…また，スポンサー銀行の中には，SIVの運用資産のファイア・セールを回避する目的で買い取ったり，本体のバランス・シートに計上する事例も見られた（日本銀行市場局（2008年1月）「金融市場レポート——2007年後半の動き」30-39頁；建部「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」前掲，25頁参照）。こうして見ると，「証券化という点では，商業銀行は投資銀行と業務面において著しく同質化していたことは確かであり，…（中略）…，そして，「銀行の証券化の上での下支えの〔長期のRMBS，ABSへの投資資金を短期のABCPコンデュイット等の市場性短期債務で調達するという〕仕組みがリスクの再仲介化という姿で跳ね返って来て，銀行に巨額な損失をもたらすにいたったというのがこの真相にはかならない」（建部「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」前掲，25頁）。
- (86) 河村哲二（2009）「アメリカ発のグローバル金融危機——グローバル資本主義の不安定性とアメリカ」前掲，特に9-11頁；米田貢（2011）「金融の投機化と金融規制・金融危機管理」基礎経済科学研究所編，前掲，所収，第10章，165-173頁参照。レバレッジド・ローンとは，BB格以下の企業向けに行われる，信用リスクが高く，その分，金利が高めの融資のことを言う。格付けはハイ・イールド債に近いが，担保があり債務返済順位が高い。さらに，財務状況が一定基準より悪化した場合に，債務の返済を求められることができる財務制限条項（financial covenant）が付いている点などから，ハイ・イールド債よりもリスクが低い（木内登英（2018年12月18日）「邦銀が抱える米国レバレッジド・ローンのリスク」野村総合研究所『FinancialSolutions』（<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2018/20181218.html>）（2019/07/29）参照）。

## (3) 仕組み証券としてのCDOに組み込まれるCDSの価格——金融工学の脆さ——

ところで、②で証券化におけるリスク配分で駆使されたといわれる金融工学についてCDOを保有した投資家がリスク・ヘッジとして購入する保険としてのデリバティブであるCDSに関連して、筆者は、かつて金融工学上のCDS価格のモデル理論に内在して、具体的に検討を試みたことがある<sup>(87)</sup>。同工学に基づく証券化商品、トランシェ等の格付けが内外の大量の資金を引き付けた無視できない要因であった事実に鑑み、ここでは金融工学がいかに脆いものであるのかを検討した帰結の一端を再論しておきたい。一言でいうなら、それは、CDS取引主体の期待の多様性が理論価値推定の限界要因となることである。そして、それゆえにこそ、多数の取引者間で買い呼び値と売り呼び値を一定の値に収束させるべく機能すべき市場メカニズムは極度に限定されざるをえないため市場価格が一義的に決まらない可能性が高いことと、理論価値決定の非一義性が時価を本来決めるべき現在から将来に互る諸要因の時間的に不安定な影響作用に纏わるCDSプロテクションの売買主体間で様でない、というよりは多様性を極めざるをえない期待の帰結ということとは、コインの表裏をなす関係にある。清算機関（Central Counterparty：以下、CCP）における約定価格（市場価格）で、各ディーラーやエンドユーザーの需給の密度が低く、かつ評価が呼び値の突き合わせの過程で容易に収斂しない究極的要因も、取引主体間のこうした多様性を極めざるをえない期待の特性にある。CDS市場の時間的な感応度の高さもこの特性による。しかしそうではあっても、CCPの現場では、変動委託証拠金の調整等のため日常的に適切な値洗いによって、移り行く時価を探り続ける必要がある。そしてその現場におけるリスク評価のためには、主なクレジット・リスクとなるカウンターパーティー・リスクあるいはカウンターパーティーと参照体のデフォルト時刻相関等を評価に組み入れた理論価値の推定が本来不可欠である。これはモデル・アプローチないし計量的手法に超えることのできない限界はあっても、他に頼るべき方法がないためのやむをえない選択ではある。例えば工学的なロジスティクスにおいて生産地から消費地までの物流の全体最適化を図る上でグラフ理論が必須であるのと全く同じ意味で、CDSの理論価値の推定には金融工学が必要不可欠である。しかしロジスティクスの場合、シミュレーションの条件を現実の問題に即して整備し易いのに対し、金融工学では時間的（・空間的）に不安定な経済過程を扱う定量分析上の明らかな限界、打開できない壁がある。しかもリスク評価が限定されたモデルの仕組みでさえ複雑であるがゆえに、時価評価の担い手であるディーラー、すなわち巨大金融コングロマリットも、さらには短期的なヘッジ・ファンドやエンドユーザーもまた、そのモデル・アプローチに馴染めず、その活用は進捗していない。ところが理論モデルを扱う実務では、CDSにおける理論価値の約定価格に対する位置付けの逆転したキャリブレーションが一般的である。そこでは約定価格は、カウンターパーティー・リスクやデフォルト相関等の全ての要因を考慮した上で決まっているという前提から逆算してモデルのパラメーターが推定される。つまり約定価格が「正しい」理論価値であるという見地の下、その約定価格を再現するよう理論モデルのパラメーターが設定されることになる。むろん約定価格の時価としての「公正性」と理論モデルのそれぞれの当否は、多様な取引主体の不安定な期待というコインの表裏をなす本来問いようのない問題であるから、したがってキャリブレーションは、約定価格の時価としての「公正性」の問題をあくまで等閑視して固定した上での理論モデルのパラメーターの逆算ということになる。この手法下では理論価値を公表するとしても約定価格とほぼ等しい値となる。つまり流動性の高い証券については理論モデルによる値は約定価格と等しくならなければならないが、等しくなければ、逆にモデルもしくはパラメーターが間違っていると考えられることになる<sup>(88)</sup>。そしてそれは、

(87) 渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして（下）」前掲，4.，284-292頁を参照されたい。

(88) むろん流動性が低い場合には取引者が隠れたリスクを把握せず取引する可能性があり、その約定価格に全てのリスク要因が織り込まれているとは限らない。また流動性の低い証券の理論価値は、流動性の高い証券から推定（キャリブレーション）したパラメーターを用いて評価することになるが、完全に正しいパラメーターを推定する

モデルの当否を措くなら、初回のキャリブレーションが妥当ではなかった結果として受け止めざるをえない。それゆえ約定価格と理論価値の本来あるべき関係に重きを置くなら、キャリブレーションによらずモデルのパラメーターを、過去の実現値を利用する等何らかの別の方法で推定し、取引の際の参考値として理論価値を公表することも考えられてよい。また実際の約定価格はありうるリスクの全てを考慮せずに決まっているから、理論価値は高過ぎると主張することもできよう。しかしながら、そうした主張に合った理論価値で約定するような取引制度の整備の実現は、当該理論価値が全ての取引参加者が納得できる値でない限り、あるいは当該理論価値と実際の約定価格に差が出る場合にはCCP等、誰かがそれを埋めるための取引を行わない限り、難しい。この難題の原因も、結局は、諸取引主体の期待が収束すべき一義の時価がないという先の問題に帰着する。こうした現場の実情は“CRMPG”の報告書でも認められる。すなわち、“CRMPG”によれば、ここ数年間における金融市場の爆発的成長と複雑さを前提に、かつCDS市場に特に重点を置くと、市場の潜在的な不安定の源泉は、変動著しい厳しい市場環境下でデフォルトするカウンターパーティーの手仕舞いの政策と手続きに係わっており、「経済的に合理的な手仕舞いの手続きへの移行の前提条件として、評価モデルのパラメーターに関する事前同意 (prior agreement on valuation parameters) の必要性について合意が形成されることが重要である」<sup>(89)</sup>。時価評価の収束がないのなら、モデルのパラメーターに関する事前の同意・合意を取り付けてしまおうというわけである。こうしたパラメーターの修正の具体的意義は、次のようなモデル推計の現場での実践に端的に現れている。すなわち一般に、証拠金計算において最も重要なことは正確な金額を計算することではなく、実際上の問題はモデルが「小さ過ぎる値しか出力しない」ケースで、それによって証拠金が少なくならないよう、通常は保守的なパラメーターが入力されるという。こうした措置は、モデル推計の目的が、本来、CDSの時価への影響諸要因の作用に関する取引当事者の理解ないし予想の補助にある点からすれば、本末転倒の便宜的措置にすぎないが、しかしCDSの時価の一義的な推定方法上の試行錯誤で感うがゆえに何とかモデル理論を利用しようとする取引主体の実情を表現している点で興味深い。しかしながらECBによれば、現実には、「今日に至るまで、特定のマーケット・リスクの突発的な出来事によって生じる危険性やデフォルト・リスクの要素を事業経営の実践において十分に〔CDSの理論価値算出のための〕モデルに組み入れることに成功した銀行は一行もない」<sup>(90)</sup>。そして以上のような現場の状況に対処するためにこそ、CCPでは証拠金、マージンのやり取りをシステム化する上で、株式先物等での証拠金計算におけるSPANと呼ばれる簡易モデルと同様の容易な計算方法が採られているものと推量される。こうしたCDSの時価評価を巡る現場における問題と関連して指摘しておかなければならない金融工学上の問題は、上記ECBの指摘で少しく触れたように、CDSの理論価値の算出要素としてマーケット・リスクが除外されていることである。想定外の長期の破綻率は無視されているのである。これは現実の世界で決まる時価の方にウェイトを置いた視角から見えて来るCDSのリスク評価を巡る問題となる。中空氏は、Lehmanショックで

---

ことは一般に難しいため、それは一般に一義的に定まらない。

(89) “CRMPG”, p.122. その背景的要因は二つある。第一に、市場の不安定性の抑制、手仕舞いの目的に合った経済的に合理的時価の設定、潜在的規模が大きく非流動的なポジションをとるポートフォリオの作成が必要である。第二に、デリバティブ契約期間中にデフォルトが発生した場合の清算時の清算金額を算出する方法の内、同じ契約がクオートされている場合にその価格を清算価格とする（値洗い）方法（The Market Quotation method (1992国際スワップ・デリバティブズ協会 (1992 International Swaps and Derivatives Association) : 以下、1992 ISDA)、およびこれとその取引が終了したことにより実際に被った損失額を評価する方法（Loss method (1992 ISDA)）の両者が2002年に統一されて改めて規定された一括清算金額方法（Closed-out Amount method）が共に、その適用に際しては、デフォルト時にあまりに大きな不利益を被ることが懸念されるため、多くのカウンターパーティー、特にバイサイドのカウンターパーティーには利用できないため、清算が必要となるかなり以前にパラメーターの日々の評価の安定した調整プロセスの方法の確立が必要となる（*Ibid.*, p.123）。下線は筆者。

(90) European Central Bank (August 2009), *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*, p.38.

直面した最も大きな物理的な問題の一つが、アンワインドの困難、具体的には、ネットでロング・ポジションのカウンターパーティーとネットでショートのカOUNTERパーティーのクレジット・リスクは総計ゼロと認識されるが、実際にクレジット・イベントが発生した場合、どの程度のロスが出るのかを見極めるために要する各社間でのネット作業は膨大な実務を伴い、このネット作業が進む間、どの程度のリスクに晒されているかも実は分からないという問題であったと指摘している<sup>(91)</sup>。これは、実際に発生するCDSのデフォルトに伴う期待損失額の推定が、参照体のクレジット・イベントに前後するカウンターパーティーのデフォルトの有無、金利や回収率の変化等、多様な要因によって複雑に変動する点で、CDSの時価の推定と同様、リスク評価に纏わる取引主体の期待の問題を内包していることを具体的に示す重要な指摘である。「デフォルトの確率の推定が困難であるため」クレジット・デリバティブの価値評価が複雑になることは、証券派生スワップ執行ファシリティ (Security-Based Swap Execution Facilities) を採用するCCPの担い手役を目指すCognizantが事態の本質を見極め、明察したところでもある<sup>(92)</sup>。むしろ、社会科学では繰り返し可能な「試行」が成立せず、したがって仮定として採用した確率モデルの適切さを判断する方法がないので、頻度説・傾向説に拠る客観確率の方法論は破綻する<sup>(93)</sup>。それゆえ取引主体の期待に纏わる「試行」の利かないデフォルトを客観確率で認識しようとする見地は客観的妥当性を欠く。それゆえ、上記は、デリバティブの時価の推定を必須とするCCPの現場を預かるCognizantによる、直面している難事に関するやむをえない表現であろう。金融工学には、超えられない壁があることが分かる。ではこうして重層的かつCDSを筆頭とするデリバティブを仕組んだリスク評価が本来まず不可能な証券化商品にさえ合衆国内外から大量の資金が流れ込んだ背景はどのようなものであったのであろうか。

#### (4) 実体経済の縮小と過剰貨幣資本が運動の場とする投機（商品）市場

河村哲二氏によれば、今次の恐慌の特徴は、金融膨張メカニズムと実体経済の縮小にある。特に1980年代、Reagan政権以降の企業・金融・情報のグローバル化と新自由主義的政府機能の転換を軸とするグローバル資本主義化を通じて、合衆国および合衆国を軸とするグローバルな規模の新たな経済拡張の基軸的連関が出現し、それは、ドルの基軸通貨性とグローバル金融センター、ニュー・ヨークの金融ファシリティを結節点とし、媒介とした「グローバル・シティ」機能と「新帝国循環」<sup>(94)</sup>の結合を中心的関係とするものであ

(91) 中空麻奈 (2009年10月)「金融市場におけるCDSの功罪の整理：実務面で起こった具体例から見えてきたこと」日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』第47巻、第10号、11頁。反対売買による取引解消は取引者同士が合意すれば不可能ではないが、通常は含み損益とは別に、その時点での呼び値スプレッドによる流動性コストの支払いが請求されるため、アンワインドしようとする場合には、一般に反対売買の他にノベーションが採られる場合もある。

(92) Cognizant (March 2011), "OTC Trading: Impact of The CCP Model", *OTC Trading White Paper*. ([https://connect.innovateuk.org/c/document\\_library/get\\_file?folderId=2638182&name=DLFE-56359.pdf](https://connect.innovateuk.org/c/document_library/get_file?folderId=2638182&name=DLFE-56359.pdf))

(93) この点についての論証については、渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(上)」前掲、3、注18、175-180頁を参照されたい。

(94) 1995年9月、過度な円高を是正する緊急避難として、日本は公定歩合を0.5%に引き下げた。当時の榊原・大蔵省国際金融局長が中心的な役割を果たして日本の外債投資を勧めた。この時を以て日本は再度、帝国循環（「新帝国循環」）を受け入れた。新帝国循環では、ドル高が株高の急進行と併行している点が新しい。ダウ工業株平均は1994年から三年間でほぼ倍増、上昇はその後も続き、1万ドルの大台を突破、その後も強含みである。他方、日本の対外証券投資を見ると、中長期債の取得は1994年には7兆円、1998年末の対外証券投資残高は123兆ドル、対外純資産約132兆円に見合うほどで、日本がGDPの約1/4の巨額な資産を合衆国を中心に投資して、その株高を支えた構図が読みとれる。日本人がアメリカ人の保有する財務省証券等を買ひ、アメリカ人はその売却代金で株を購入する。この事態は、緊急避難のはずの低金利がマネー敗戦の処理のために異常に長引き、日本の機関投資家が国内に合理的な投資対象を見出せなかったからである。為替リスクを承知で、やむを得ず、米財務省証券を購入し続けた。今度の「新帝国循環」では、ドル高は株高を誘導するための手段として明確に意識されている。その際立つ特徴は対米流入資本の巨額さである。対米資本投資の膨張を支えているのは、合衆国の国際金融資本等が外為市

た。合衆国発グローバル金融危機は、そうした基軸的連関そのものの危機として現れた。そのため、その媒介、結節点で、かつ全体的な拡大を主導した金融膨張メカニズムは同時にヘッジ・ファンド等の大規模な投機的投資資金の形成を伴いながらクロスボーダーの投機的金融操作と相俟って金融不安定と金融市場のシステミック・リスクをグローバルに拡大したが、サブプライム危機に端を発する信用麻痺を通じて、逆に大きく、縮小圧力を生じた。こうした点に今次の危機の深さの本当の意味がある<sup>(95)</sup>。最後に、金融膨張メカニズムの背景について少しく言及しておきたい。簡潔にいうなら、それは、ドル逃避を例外に、外貨の制約を受

場でドル売り・円買いを仕掛けた結果創出された意図的超円高相場に対する円高是正の名目での日銀による円売り・ドル買いオペの外国為替資金特別会計（原資は税金）を利用した実施である。こうして積み上がったドル準備を財務省証券で「凍結」する。満期が来ても借換債を買い続ける（吉川元忠（1999）『経済覇権：ドル一極体制との訣別』PHP研究所、44-47頁参照）。ドル高は、新規ドル資産購入には不都合だが、既存の保有株等の価格を維持する上では好都合である。そしてドル安定こそは、国際通貨ドルが基軸通貨であり続ける条件である。だが当然ではあるがドル買い介入がある場合にはドル高になるため、日本の対米輸出によるドル「流入」をコルレス銀行で円に換える動きは抑えられ、外貨準備ドルはドル資産で運用（「凍結」）されることになろう。経常勘定が赤字の場合には、ドル安は必然で、これへの対症療法として公的支援金融が2000年以降でも続いている。（こうした傾向を反映して、全世界の使用準備通貨に占めるドルの比率は次第に低下し、2016年第4四半期の使用準備通貨（78.58%）中、65.36%、2018年第4四半期の使用準備通貨（93.95%）中、61.69%を記録したのに対し、逆にユーロの占める比率は、順に19.14%、20.09%と上昇している（International Monetary Fund, IMF DATA ACCESS TO MACROECONOMICS & FINANCIAL DATA, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve (COFER), Table 1: World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (<http://dataimf.org/regular.aspx?key=41175> (2019/05/11)))。)

この現象を松村文武氏は「体制支持金融の転換効果（Switching Effect by DSF : DSF SE）；（ドルの体制支持金融（Dollar Supporting Finance : DSF）と命名している（松村文武（2004）「米中経済関係の一齣——貿易累増の理論的視座——」『経済研究 研究報告』第17巻、10-11頁参照）。日本を抜いて、いまや中国が米国財務省証券の海外では最大の持ち手であるが（第8章第1節内補論）、中国の場合、対米輸出で稼いだドル準備の財務省証券への投資の収益性は低い（もっとも、体制支持金融概念の構成者である松村氏自身の見方では、米国財務省証券は「高い格付けによる安全性と比較的良好な利回りを期待できる」という（松村「米中経済関係の一齣——貿易累増の理論的視座——」前掲、10頁）が、従前の対米支持金融の一環（アメリカン・ネットワーク）にはない合衆国との確執があり、為替切上げ圧力をかわす等、経済的・政治的に切れる貴重なカードの買値としては安いから、まだ「放り出さず」に米国債を取引で買っているという意味合いがある（「ゼミナール」「新時代の中国経済⑤」『日本経済新聞』2008/01/23付朝刊参照）。今後このカードを切ってくる場合もないとは言えない。すなわち、「総じて中国の米国債保有残高の激増は、ドル協調と戦略的運用政策の台頭というトレードオフ問題を新たにアジアに生じさせたことを意味する」（松村「米中経済関係の一齣——貿易累増の理論的視座——」前掲、14頁）。松村氏は、「こうした米中関係の基軸的態様はどこに求められるべきか。途は3方向に分かれていると思われる。すなわち、①単独行動主義（Unilateralism）、②2極分割統治（Bipolarview）、③多極間協調主義（Multilateralism）である。そして本稿は選択されるべき途が一つしか存在しないことを検証したつもりである」（松村「米中経済関係の一齣——貿易累増の理論的視座——」前掲、17-18頁）と述べ、暗に、多極間協調主義こそ世界が求めるべき途であると主張している。これに対して日本政府は、近年に入り、対米貿易黒字は減り続けたが先の外為介入で得た大量のドル準備を財務省証券で「凍結」する現状にあり、上の分類でいう①合衆国による単独行動主義に寄り添っている。中国は、先に見たように、米国債の運用効率は悪いので、外貨準備運用会社「中国投資有限責任公司」を設立し、楼会長が設立式典で「透明性の確保」を重視する旨を表明している。そして目的の一つに「中国政府の海外進出支援」を上げているが、「米国を中心とした外国への配慮」との見方が有力である。Unocal Corp., The Blackstone Group LPの買収失敗に関連し、合衆国議会が指摘した取引の公正性の欠如への配慮に他ならない（「中国が外貨準備運用会社——見えぬ思惑世界にリスク（ニュースの理由）」『日本経済新聞』2007/10/04付夕刊；「中国の外準運用会社」『日経金融新聞』2007/10/02付朝刊参照）。

(95) 河村哲二（2010）「現代資本主義の「グローバル資本主義化」とグローバル金融危機——戦後パックス・アメリカーナの衰退と転換の視角から」斎藤叫、前掲、所収、第4章；同（2009）「アメリカ発のグローバル金融危機——グローバル資本主義の不安定性とアメリカ」経済理論学会編『季刊経済理論』第46巻、第1号（「サブプライムショックとグローバル資本主義のゆくえ」）、特に4-15頁参照。

けない対外経常収支赤字の拡大と在米銀行の内外融資を指す。徳永氏紹介の小西氏の見解によれば、ドルの過剰度は、通用のワールド・ダラーではなく、合衆国の経常収支および対外資産における通貨建てをみる必要がある<sup>(96)</sup>。その量は、ユーロ圏内にドル建てに代わりうるだけのユーロ建ての金融資産（株式、社債、国債、証券化商品等）が存在するの否か——これには上場株式会社数、EUの財政規律、銀行のビジネス・モデル等の要因が関連してくる——といった問題の帰趨について判断して決まる<sup>(97)</sup>。しかし前者の量は現在までの所、圧倒的で、1971年8月の金兌換停止以後、1973年3月には先進国がなし崩し的に変動相場制を採用するに至ると、資金流入減を恐れ、対ドル固定相場を採る国も現れ、かつドル相場の変動により、債権や株式、そして原油の先物市場がつくられ市場経済化が始まった<sup>(98)</sup>。1990年代後半、特に2000年代以降、国際資本移動は急増し、2002年から2007年にかけて、経常収支黒字国から経常収支赤字国への一方的な資本移動＝ネット資本移動（対世界GDP）は3.5%から5.8%へ上昇した。通論によれば、合衆国は経常収支赤字以上の外資の余剰分を再投資することで、国際資本移動において国際金融仲介機能（Global Financial Intermediary）を果たしている。しかし、合衆国は、自国通貨による対外支払い・投資が可能で、国際収支赤字（経常収支赤字・対外投資）を通じて国際通貨ドルを世界中に供給している。こうした合衆国の負債特権には非国際通貨国のような外貨の制約も、ドル逃避がない以上、事実上ないといってよい<sup>(99)</sup>。事実、経常収支赤字はドル流出であるが、他方では非居住者のドル預金の増大＝対米資本投資として統計上にあらわれるがゆえに、還流が減少するからと言って経常収支赤字をファイナンスすることができなくなるわけでは決してない<sup>(100)</sup>。「例えば、非居住者が米国債を売却する場合、国際収支表上では、資本収支の負債項目の「証券投資」が減少し、同様に資本収支の資産項目の「その他投資」の増加として非居住者ドル預金へと移る。みられるように、この場合の金融資産の売却はポートフォリオの資産構成を変化させる限りであって国際収支上の対米投資の規模には変化が生じない<sup>(101)</sup>。こうした原理の下、建部氏が指摘するように、内生的貨幣供給論の立場からすると、今次の住宅ローンの供与者として大手銀行の役割、ならびに、住宅ローン債権の証券化の仕掛人として大手銀行および投資銀行の役割が重要となる<sup>(102)</sup>。注目したい事実として、1970年代末以降、非居住者保有のドル残高が、世界のGDPの伸びをはるかに超え、特に2000年代以降、両者の乖離は拡がり、2007年にはドル残高は世界GDPの約3倍に達している。そしておそらくは、原油販売による国家収入＝保有ドル準備を使って合衆国の建築業者を備う等して「還流」させつつ、潜在需要をインフラストラクチャー等の整備で有効需要に転化したサウジアラビア等一部中東諸国等を例外に、先進諸国では一層の経済成長を促すべき資金需要を非不胎化的市場介入（ドル買

(96) 小西一雄（2006）「アメリカの対外債務累積と『カジノ資本主義』の新段階——その構造・意味・限界」『季刊経済理論』第43巻、第2号、2006年7月、29頁参照；徳永、前掲、57頁参照。

(97) 建部「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」前掲、30頁参照。また、国際決済におけるドル市場の厚みによる為替媒介通貨ドルを中心とするハブ構造の中でも政治的に重要なのは合衆国内の決済システムで、合衆国政府とFRBはその取引を厳しく管理・監督し、場合によってはドル利用禁止措置を採りうる。市場の厚みは、合衆国経済の大きさによるものであり、その経済が衰退すれば、その相対的優位性は揺らぐかも知れない。だがドル決済を支えるのは市場の厚みのみならず、合衆国内決済システムの安定性、利便性、透明性による部分も大きい。こうした市場が合衆国以外に新たに出現するとは中期的には考え難い（榎本裕洋（2018/08/31）「米国の経済制裁：「ドル利用禁止」はなぜ効くか？」丸紅株式会社丸紅経済研究所『マネクリ』（<https://media.monex.co.jp/articles/-/7960>）（2019/05/23）参照）。

(98) Cf., Wikipedia (<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%83%8B%E3%82%AF%E3%82%BD%E3%83%B3%E3%83%B%E3%82%B7%E3%83%A7%E3%83%83%E3%82%AF>)。]

(99) 徳永、前掲、55-63頁参照。

(100) 飯島、前掲、37、40頁等参照。

(101) 飯島、前掲、40頁。

(102) 建部正義「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」経済理論学会編『季刊経済理論』第46巻、第1号、24頁参照。

い)によるマネタリー・ベース増で満たすこともないままに、只管、徒に、国際的過剰貨幣資本が形成されている。こうしてみると、通貨の「過剰」とは「世界的市場規模で現実資本蓄積を上回るテンポで貨幣資本蓄積が進み、容易に現実資本へと再転換を果たすことができない(=期待利潤率の確保に参加できない)過剰な貨幣資本」<sup>(103)</sup>として定義することができる。見方を変えると、対米経常収支赤字と見合いで増えた資本収支黒字が海外でドル準備の内、対米財務省証券で「凍結」されない準備と在米銀行の対外融資がドル残高を形成し、その多くの部分が一旦、OJsに流入し、資産保有ビークル、ミューチュアル・ファンド、ヘッジ・ファンド、ユニット・トラスト等が国際的な販売を容易にするためにOJsで組成され、低税率法域に置かれることで投資家は自身の本国または居住国における課税のみを考慮すれば足りることとなり、あるいは、デリバティブ取引、為替管理取引ビークル、株式上場ビークルを媒介し、さらには、資金調達ビークルで大規模な企業グループがしばしばオフショア会社を時として自己の支配が及ばない形で組成し、これによって債券発行またはシンジケート・ローンの方法で資金調達を行うとともに当該資金調達を適用される会計処理に従ってオフバランス化する、さらにまた、債券発行に関しては、オフショアSPVが、しばしば資産担保証券の発行(特に証券化)のために用いられる等して<sup>(104)</sup>、再度大量に海外に流出する。こうしていわばリサイクルされた過剰貨幣資本は、1970年代末は中南米、1980年代後半は日本の土地騰貴を惹起すべく、そして1990年代半ばは東アジア、そして1990年代末と2000年代には合衆国に大規模に流入してバブルを生み、そして局面転換と伴に投機の収益率が落ちると必然的にそれを崩壊させた<sup>(105)</sup>。この含意は先に見た河村哲二氏の実体経済の縮小と金融膨張という世界的概観と符合する。筆者もかつて各種投機商品の月次利益率の特性を、データ区間をNBER景気基準による2001年12月-2007年12月に定めて比較したことがある。その結果、ボラティリティー市場におけるS&P500総合指数の月次利益率の特徴をみると標準偏差(%:以下、単位省略)は3.39で、S&P住宅価格指数で算出した月次利益率の標準偏差0.95に次いで小さく安全であるが、変動係数は7.37と一番大きく、水原氏のいわゆる「ルンデ (Runde) の条件」、すなわち、「もし各人が集団の他のメンバーが慣行に従うと期待する場合、慣行に従うことが主体各人自身の利益になる……」という慣行 (convention) の特性<sup>(106)</sup>から示唆される模倣慣行による投機の成功の度合い<sup>(107)</sup>では最も効率が悪い。0.95と3.39の差は、株式価格が心理的な動揺で劇的に下げる傾向があるのに対し、住宅価格は、ここでのデータ区間に限れば、供給及びそれを超える需要がゆっくりと増大し、株価程、ファンダメンタルズの変化等に対する市場心理の動揺等がないという違いの現れである。株式と住宅の価格指数で算出した利益率と比べてバラツキがかなり大きいのがRogers International Commodity Index、金スポット価格、Dow-Jones-USB Commodity Indexで算出した利益率であり、標準偏差は、順に4.25、4.19、3.88でほぼ同水準であった。平均値も順に1.81、1.62、1.05と並ぶが、相互に開きが幾分あり、変動係数を比較しても、同じ順番で、2.34、2.59、3.69であった。資源価格指数に基づく利益率で平均・バラツキ共に最も大きいのが原油(WTI原油先物価格(NYMEX))で、順に2.55(平均値)、8.28(標準偏差)で、これは、投機資金が流れやすい市場が原油市場であることを示している。21世紀末以降の投機資金は、基準化した以上のような利益率の特徴でも分かるようにITバブルが崩壊しても、標準

(103) 細井博則(2008)「金融グローバリゼーションとドル体制」秋山誠一・吉田真広『ドル体制とグローバリゼーション』駿河台出版社、所収、10頁；建部「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」前掲、22頁から引用。

(104) Cf., Wikipedia (<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%82%AA%E3%83%95%E3%82%B7%E3%83%A7%E3%82%A2%E9%87%91%E8%9E%8D%E3%82%BB%E3%83%B3%E3%82%BF%E3%83%BC> (2019/07/30))。

(105) 徳永、前掲、60-61頁参照。

(106) Jochen Runde (1994), "The Keynesian Probability-Relation: In Search of a Substitute", in J.B. Davis ed., *The State of Interpretation of Keynes*, Kluwer Academic Publishers, p.248.

(107) 水原総平(2000)「ケインズの慣行とは何か」日本評論社『経済セミナー』2000年8月(547)号、84-93頁[リレー掲載] Keynesの哲学と経済学⑩, 91頁。

偏差が著しく小さく安定した投資効率の住宅投資、そしてその価格指数がピーク・アウトして以降は、標準偏差は幾分大きく不安定ながら、平均値では格段に優る利益率を有する資源へと順に、投機・運用先を探し続けて来たと言える<sup>(108)</sup>。通常の消費者物価水準の年伸び率が目標ターゲット2%を超えて落ち着かない他方における以上のような投機商品に過剰貨幣資本が大量に流入する事態を新しい形態のインフレの発現として捉えるのも一つの見方として成り立つのではないであろうか<sup>(109)</sup>。

またこうした事情で1970年代金兌換停止以降一途に進んだ「経済の金融化」による投機の進捗の過程で、「金融業全体の収益は1970年代や1980年代は非金融業部門の収益の5分の1程度だったが、2000年以降は2分の1にまで増え」ている<sup>(110)</sup>。そして経済の「金融化」とは先に見た経常収支赤字に見合った資本収支黒字および在米銀行の対外貸付けの増大・続く「還流」と表裏一体の現象である。

以上のような状況の下、Bush政権の持ち家政策促進政策もあって、2004年頃からサブプライム住宅ローンが増加し、その債権を主に買い取った投資銀行がRMBSに組成して市場で転売し、そこに外国人投資家が投資し、2007年には合衆国の経常収支赤字のほぼ3倍もの資金がRMBS等へ流れた<sup>(111)</sup>。2004-2007年間の金融資産バブルを急膨張させた資金の流入ルートは三つある。①(中国、日本を中心とする)東アジア諸国による対米投資(おそらく経常収支黒字のドル準備の「凍結」先としての財務省証券)、約4,879億ドル、②欧州の大手金融機関による社債投資(中心は、OJsで多数所持する傘下の簿外SIVやコンデュイットを媒介とした自己資本の20-30倍に上るドル資金の調達と財務レバレッジ効果を得るための高利回りなサブプライム関連のCDO等の証券化商品投資)、約5,178億ドル、③2006年の在米銀行によるレポ取引(短期資金の証券担保付貸借)関連の対外借入で、特に証券ブローカーとしての投資銀行が短期資金を借り入れたため急増し、その一部は合衆国の証券市場での活動を拡張、約4,620億ドル、以上である<sup>(112)</sup>。さらに、CDOの大量販売を支えた合衆国の壮大な外部的信用補完機構として、①Fannie Mae, Freddie Mac等による住宅ローンの証券化の促進、②保険会社を企業倒産や債務不履行に際しての信用保証業務に特化してきた特異な保険会社であるモノラインの存在、③企業倒産に伴う債券や証券化商品の元本保証を利用し、モノライン業界として約5,000の債券や証券化商品に對

(108) 図1-1「S&P500総合指数等の月次データで基準化した利益率の特性」再掲；渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその收拾の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(下)」前掲、1.(1)、注(21)参照。

(109) 渡部「Jacques Attaliのいわゆるグローバル・システム・リスク：量的金融緩和政策によるインフレーション充進の可能性を中心として」前掲、193-198頁を参照されたい。

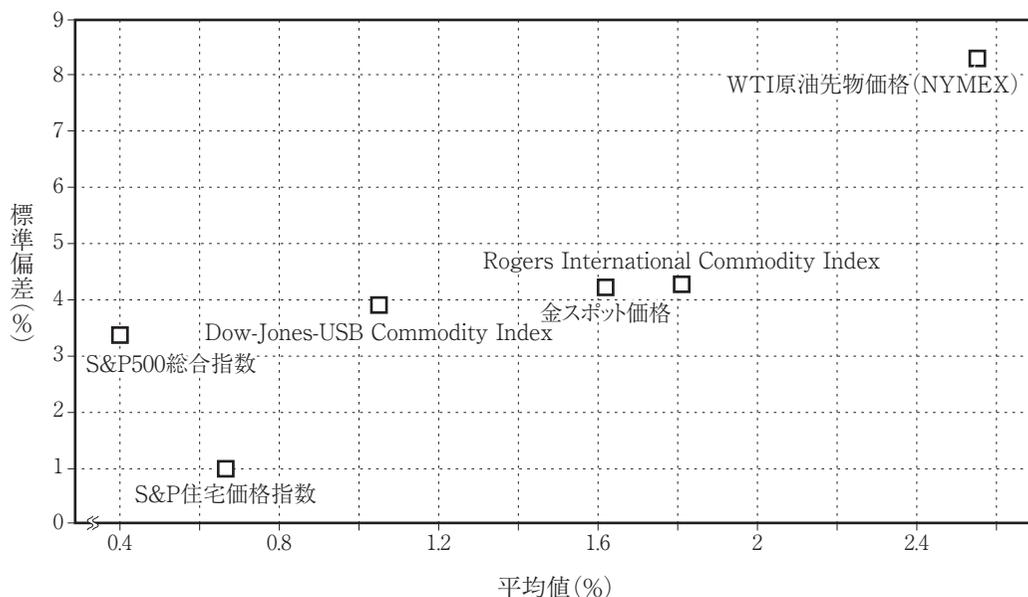
(110) Robert B. Reich (2007), *Supercapitalism: The Transformation of Business, Democracy, and Everyday Life*, Vintage Books, A division of Random House, Inc. Originally published in hardcover in the United States by Alfred A. Knopf. Edition published in Australia in 2009, p.72；雨宮寛・今井章子訳(2008)『暴走する資本主義』、97頁；建部「金融サイドから見たサブプライムローン・ショック」前掲、23頁参照。U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, Tools, National Data, GDP & Personal Income, Section 6 – Income and Employment by Industryに掲載されたTable 6.16B. Corporate Profits by Industry, Table 6.16C. Corporate Profits by Industry, Table 6.16D. Corporate Profits by Industry；footnotes 2 (Line 12: Other financial)：信用仲介業および関連活動；証券業、商品契約、およびその他金融投資業および関連活動；保険会社および関連活動；ファンド、トラスト、その他の金融商品；および銀行その他の持株会社から構成される)から算出できる国内非金融部門の利潤に対する金融部門の利潤の比率は、3データ区間で、順に1985-1987年の22.5%、25.0%、27.4%、1998-2000年の27.7%、27.9%、28.3%、2017-2018年の38.5%、39.2%、以上の8時系列のみであった。先のオーストラリア(2009年)刊行版、p.73, Figure 2.1 U.S. Financial Sector Corporate Profits relative to Nonfinancial Sectorの同じデータ源泉によるとされる図では、1990年代初めに4割近い値を記録した後同年代央には一旦3割水準まで低下するが、2000年代初め一気に7割を超える水準に達し、その後金融危機を経て、先のデータ水準まで下がっていることが分かる。

(111) 中本悟(2011)「2008年アメリカのバブル経済循環の崩壊」基礎経済科学研究所編、前掲、所収、第2章、44-45頁参照。

(112) 徳永、前掲、55-63頁参照。

図1-1：S&amp;P500総合指数等の月次データで基準化した利益率の平均値と標準偏差の散布図。

(渡部「Dodd-Frank「法の論理」の混乱とその取捨の必要条件としての経済政策：CDSの市場価格決定プロセスの特徴を手掛かりとして(下)」前掲，1.(1)，注(21)，148頁，図1-1「S&P500総合指数等の月次データで基準化した利益率の特性」の再録)



註：データ区間は，NBER景気基準による2001年12月-2007年12月。

出所：各指数は，野村証券総合研究所提供による。

して総額約2兆2,000億ドルの保証をし，元本保証をより大規模な形で行ったのがデリバティブ手法を用いた，先に金融工学との関連で分析したCDS，最後に，④格付け会社の格付けのあり方として，依頼格付けの場合の手数料収入目的で行われた証券化商品の高格付け，以上の四つがある。こうした機構にもかかわらずCDO価格が崩壊した点にも市場型システミック・リスクの特異な性格を認めることができる<sup>(113)</sup>。

だが，その間，忘れてはならない点として，河村哲二氏による先の言及通り，ソフト化で投資が少額化し，あるいはデータ区間を1977-2016年とした場合，実質賃金の伸び率が，波打ちながらも，着実に傾向として上昇してきた<sup>(114)</sup>にもかかわらず，実質個人支出の伸び率が逆に低下する一方である<sup>(115)</sup>ことでも分かる景気維持を目標と

(113) 米田，前掲，170-173頁参照。

(114) 民間非農業従業員数の総雇用の5分の4を占める，財生産産業の製造担当被備者およびサービス産業の非管理職被備者（注3参照）の平均週報酬を1982-1984=100とした都市賃金収入者および事業従業員に関する消費者物価指数(CPI-W)で割った値の前年比変化率(%)のデータ区間を1977-2016年とする5年移動平均は，1977年▲1.08→1985年▲2.54→1989年▲1.32→1996年1.06%→2006年▲0.02→2008年0.86%→2010年0.26%→2016年1.12%と波打ちながらも着実に上昇してきた（The Council of Economic Advisers (2019), *Economic Report of the President, Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers: Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers*, Appendix B: Table B-30. Hours and earnings in private nonagricultural industries, 1975-2018 [Monthly data seasonally adjusted]（典拠：Department of Labor (Bureau of Labor Statistics)より算出）。

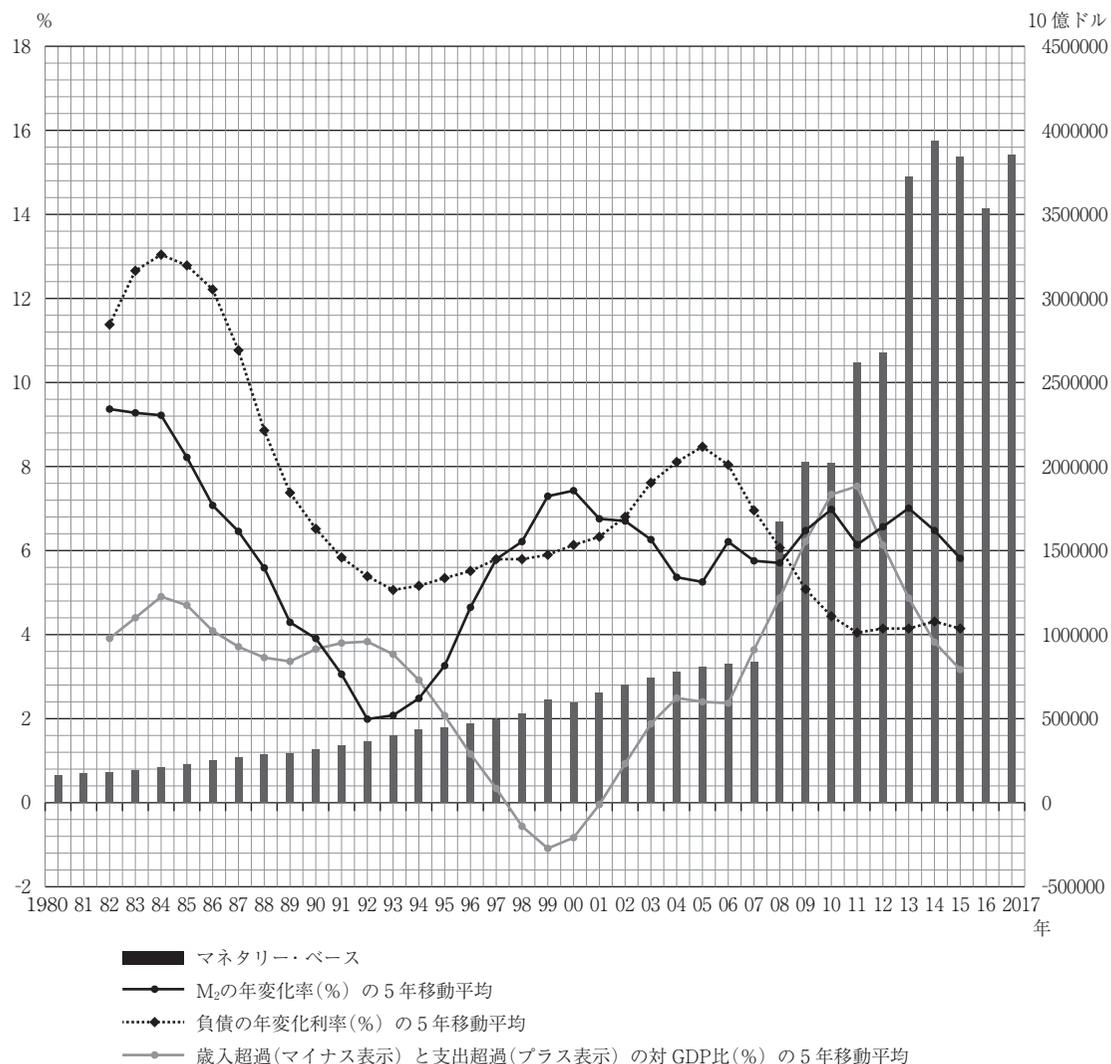
(115) 個人支出の1977-2016年をデータ区間とする2012=100とする連鎖方式の価格指数（月次データは季調値）で調整した個人支出額の対前年比の5年移動平均は，1977年7.2%→1979年8.4%→1986年3.3%→1989年3.8%→1997年1.6%→2006年2.7%→2011，2013両年1.5%→2014-2015年1.2%→2016年1.3%と，これも波打ちながら傾向的に低下

する緩和策の常態化、財政スペンディング策の連用によってさえ潜在需要を有効需要に転化できない実体経済がある。特に、2013年以降は、マネタリー・ベースが大きく伸張しているにもかかわらず、負債（従って貸出）の伸び率が低下し、また同時に支出超過（対GDP比%）が逆に大きく縮小し始めているにもかかわらず、 $M_2$ の伸び率も横這い状態が続いている。後者の現象は、超過準備の付利も未だ小さく量的金融緩和政策がTrump政権の政治的圧力もあって正常化に向かっていないにもかかわらず、実体経済が尚低調であることを示唆する（図1-2参照）。それら政策は、却って過剰貨幣資本の運動の場を、投機商品としての金融商品・土地・住宅・貴金属等、多くの場合、自己実現の論理によるバブルを内包した諸市場に移し、本来的な価値とはかけ離れた価格を付けて、他者追従の出なくなる転換局面で必然的に膨張したバブルを弾けさせてきた。今次の危機の基本要因は、そうした1970年代以降の一連の経済の金融化・腐朽化にあった。そしてこの貨幣資本の絶対的過剰生産<sup>(116)</sup>の過程は、特に、実質賃金（本節内脚注(114)）の増大と併行したGini係数、Theil係数のこの間の上昇から推察される、民間非農業従業員数の総雇用の5分の4を占める財生産産業の製造担当被傭者およびサービス産業の非管理職被傭者を除く超富裕層の格段の大きさの所得・富の保有に認められる経済格差の拡大<sup>(117)</sup>と併行して

している（The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-39. Price indexes for personal consumption expenditures, and percent changes, 1972-2018 [Chain-type price index numbers, 2012=100; monthly data seasonally adjusted]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)）より算出）。

- (116) 2002-2017年をデータ区間とする名目ベースでの民間固定投資に占める内部留保利益の比率は31.4%から47.0%まで上昇している。これは大雑把に捉えて民間投資の資金調達源泉に占める内部留保利益の比率が増してきていることを示す。その要因は、民間固定投資の伸び率91.3%（変動係数0.20）に比して内部留保は186%（変動係数0.30）と後者の増勢が顕著で、前者が企業の収益性に比して伸び悩んでいる点に求められる（出所：The Council of Economic Advisers (2019), *op.cit.*, Appendix B: Table B-53. Corporate profits with inventory valuation and capital consumption adjustments, 1968-2018 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)）；Table B-12. Private fixed investment by type, 1968-2018 [Billions of dollars; quarterly data at seasonally adjusted annual rates]（典拠：Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)）から算出：渡部「Jacques Attaliのいわゆるグローバル・システムック・リスク：量的金融緩和政策によるインフレーション允進の可能性を中心として」前掲，脚注(34)参照）。
- (117) Gini係数は、2017年の2017年の消費者物価指数リサーチ・シリーズ（CPI-U-RS）を用いた調整ドル換算所得で算出した値では、1967-2017年のデータ区間中、0.397から0.482まで一途に上昇し、また、最低5分位の取り分は、1967-2017年のデータ区間中、4.0%から3.1%まで傾向的に低下したが、他方、最高5分位の取り分は、43.6%から51.5%まで上昇し、また上位5%の取り分は17.2%から22.3%まで上昇した。さらにTheil指数（： $T = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n r_i \cdot \log r_i$ で、 $r_i$ は所得（ $Y_i$ ）の平均所得（ $\mu_Y$ ）に対する比率である（ $r_i = Y_i / \mu_Y$ 、 $\mu_Y = \sum_{i=1}^n Y_i / n$ ）。同指数は、不平等の単調増加の測度で、範囲は $[0, \log n]$ である）は、同データ区間中、0.287から0.424まで波打ちながら上昇した（Cf., United States Census Bureau, Jessica Semega, Kayla Fontenot & Melissa Kollar, Report Number, P60-263 (September 2018), *Income and Poverty in the United States: 2017*, (<https://www.census.gov/data/tables/2018/demo/income-poverty/p60-263.html>) (2019/05/11)), Table A-2. Selected Measures of Household Income Dispersion: 1967 to 2017)。尚、所得の属性についてはmoney income（現金収入）としか記載がない（上記URLのウェブ）。また同表内の年度内データ修正は以下の通り（訳出は文意に即した意識である）。2013年（注1）2014年の人口現況調査の社会経済補足調査は、所得保険および健康保険の補償の範囲に関する設計し直された質問を含む。約98,000世帯の全ては設計し直された一連の医療保険補償範囲に関する質問が割り当てられる。設計し直された所得の諸問題は、確率分割パネル設計を用いてこれら98,000世帯のサブ標本に関し実行に移される。約68,000世帯については2013年現在の人口現況調査の社会経済補足調査で使用されている所得の諸問題に類似した一連の所得に関する問い合わせを使用し、残る30,000世帯については設計し直された所得調査上の問い合わせを割り当てている。これら2013年の推定値の源泉は、2013年の人口現況調査の社会経済補足調査の設計し直された所得問題上の質問を受ける標本の一部、約30,000世帯である。/2013年（注2）これら2013年の推計値の源泉は、2013年の人口現況調査の社会経済補足調査と整合する所得上の諸問題を受け取る人口現況調査の社会経済補足調査の一部、約68,000世帯である。/2010年（注3）2010年センサスペースの人口分布を利用した。/2009年（注4）メジアン（中央値）は、2,500ドルの所得区分で算出されている。2009年からは、所得データで始まるセンサス調査局は、メジアンの算出において、所得区分の上限を100,000ドル以上から250,000ドル以上に拡大した。/2004年（注5）データは2005年の人

図1-2：M<sub>2</sub>および負債の変化率，歳入超過・支出超過（財政）の対GDP比の5年移動平均，およびマネタリー・ベース。



出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, Data Download Program, H.3 Statistical Release-last released Thursday, May 2, 2019. ( <https://www.Federalreserve.gov/...c648&filetype=sheet&label=include&layout=serieslist&from=12/01/1980&to=12/31/2017>). The Council of Economic Advisers (2019), *Economic Report of the President, Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers: Together with The Annual Report of the Council of Economic Advisers*, Appendix B: Table B-40. Money stock and debt measures, 1980–2018 [Averages of daily figures, except debt end-of-period basis; billions of dollars, seasonally adjusted] (典拠：Board of Governors of the Federal Reserve System) (M<sub>2</sub>：一年前または半年前との比較。年次データの変化率は、各年12月時点での比較。月次データの変化率は6か月前との比較(年率換算)(注3)/負債：対前年比。年次データの変化率は各年の第4四半期を比較。四半期データの変化率は対前年比を年次換算したもの(注4)); Table B-46. Federal receipts, outlays, surplus or deficit, and debt, as percent of gross domestic product, fiscal years 1948–2020 [Percent; fiscal years] (典拠：Department of the Treasury and Office of Management and Budget)。

表れた。しかしまた、同時に注意すべき点として、貨幣資本の絶対的過剰生産は文字通りの意味で発生したわけではなく、貨幣資本の蓄積は様々な金融資産の蓄積、従って様々な債務の増大として現れた。ところが特に1990年代以降、工業国を中心に顕著になった低成長経済への移行に伴って資本蓄積率が低下し、現実資本の再生産過程から遊離した貨幣資本が架空資本の流通量を大幅に上回って増大したため、それらが金融市場内部で引き続き価値増殖を続けるためには新たな金融市場と金融取引の仕組みの開拓が必要になった。1980年代以降、その重要な方途となったのはデリバティブ・仕組み証券市場に代表される新たな架空資本市場の爆発的拡大およびこれら市場で価値増殖を担うシャドー・バンキングの形成であった。ところで1970年代以降の資本蓄積の減速に関するMarx経済学における研究は数少ない。貴重な一つは、Bakir & Campbellによる研究で、彼らは、1970年代まで比較的パラレルに推移していた合衆国企業の利潤率と蓄積率（実質正味資本ストックの増加率）が、1980年代以降顕著に乖離した動きを示すようになり、1980年代以降の利潤率回復にもかかわらず、資本蓄積率はITブーム期を別とすれば、全体として利潤率から大きく下方に乖離するようになったことを明らかにした。この乖離は、回復した利潤のますます多くの割合が、実物再投資ではなく、金融セクターに移転されるようになったために生じた。税引き後利潤の内、資本蓄積に向けられる利潤の割合は、1948-1979年の期間の平均は61%であったが、1980-2007年の平均は43%に低下した。こうした金融セクターへの企業利潤の流出をもたらした要因の一つは、1979年のVolckerショックによる金利急騰であった。スタグフレーションの影響が大きく作用した1970年代中期の実質金利は長期・短期いずれもマイナス（財務省10年満期証券および短期証券の利回り）であったが、1984年にはそれぞれ8%台および6%台に急騰した。企業利潤の金融セクターの流出をもたらした要因は、金利の急騰だけではなかった。もう一つの重要な要因は、企業部門の債務の増大で、企業の資本ストックに対する純債務の割合は、1960年代の高度成長期の顕著な上昇傾向の後、この傾向は1970年代前半のスタグフレーション期における一時的な低落を挟んで1970

口現況調査の社会経済補足調査の重み付けに対する修正を反映して改訂されている。/2006年（注6）28,000の家計の標本拡張が実施されている。/1999年（注7）（センサスの人口分布の方がCPSのサンプル調査よりも正確であるため；以下同様）、2000年センサスベースの人口分布を利用した。/1995年（注8）1990年のセンサスベースの標本設計および都市の定義、7,000の家計標本の減少、および人種に関する回答の編集改訂が全面的実施されている。/1994年（注9）1990年のセンサスの標本設計が導入された。/1993年（注10）データ収集方法は紙と鉛筆からコンピューター支援によるインタビュー方式に変わった。さらに1994年の人口現況調査の社会経済補足調査は、選択質問事項に関する多様な所得額に関するプログラミングを可能にするよう改訂された。制約は、続くカテゴリーを増大させ、あるいは減少させた。すなわち、標準報酬の下限は999,999ドルまで、社会保障の制限は49,999ドルまで、補完的補償所得および公的支援の制約は24,999ドルまで、復員軍人給付の上限は99,999ドルまで、そして、育児給付および扶養給付は49,999ドルまで、それぞれ引き上げられた。/1992年（注11）1990年センサスベースの人口分布を利用した。/1987（注12）人口現況調査の社会経済補足調査の新しい処理システムが実施されている。/1985年（注13）最長の仕事から得られる所得の総額の記録は299,999ドルまで引き上げられた。1980年センサスベースの標本設計が全面的に実施されている。/1984年（注14）ヒスパニックの人口の重み付けを管理し、1980年センサスベースの標本設計が導入された。/1979年（注15）1980年センサスによる人口分布を1979年の計測に用いて反映させた。51のありうる所得源泉のリストから最大27の可能な値の記録を許容するよう質問表が拡張されている。/1976年（注16）初年度のメジアン（中央値）はPareto補間および線形補間の両方から導出されている。当年以前、全てのメジアン（中央値）は線形補間を用いて導出されている。/1975年（注17）17 これら推定値の幾つかはPareto補間を用いて導出され、また公開された線形補間を用いて導出されたデータとは異なる場合もある。/1974年（注17・注18）これら推定値の幾つかはPareto補間を用いて導出され、また公開された線形補間を用いて導出されたデータとは異なる場合もある。新たな人口現況調査の社会経済補足調査の処理システムが実施されている。質問表は11項目の所得に関する質問を尋ねるよう拡張された。/1972年（注19）1970年センサスベースの標本設計の完全な実施。/1971年（注20）1970年センサスベースの標本設計と人口分布を利用した。/1967年（注21）新たな人口現況調査の社会経済補足調査の処理システムを利用した。（注記：インフレーション調整推計値は四捨五入によるデータ公表とは僅かに異なる場合がある；出所：U.S. Census Bureau, Current Population Survey, 1968 to 2018 Annual Social and Economic Supplements.）

年代後半期以降再び上昇に転じ、1990年代初頭には20%を超える水準に達した。1993年以降、金利負担を軽減するために企業は債務比率の引き下げに転換し、2000年には、初めて債務超過から債権超過に転換した。しかしながら、このような債務比率の劇的な低下にもかかわらず、企業利潤の金融セクターへの流出は即応して減少しなかった。この問題は、債務比率の低下による金利負担の減少を上回る配当支払い増に起因していた。1950-1966年の高度成長期における配当性向はほぼ40%で推移したが、それ以後傾向的に上昇し、2000年代初頭には80%を上回るようになった。金融恐慌の要因としての過剰流動性および過剰生産恐慌の基本的要因としての資本の過剰蓄積（生産手段や消費手段の過剰生産）と区別され、かつ、Marxが『資本論』第5編で考察した「資本の過多」とも異なる貨幣資本の過剰蓄積は、こうしたパターンの、産業循環とは直接関係しないか、またはきわめて緩やかな関係しか見いだせない、1971年の金兌換停止以降、長期趨勢的に形成された貨幣資本の蓄積の帰結（経済の金融化）であった<sup>(118)</sup>。先に見てきた市場型システミック・リスクは、こうした合衆国を中心とする世界経済の金融化と実体経済の縮小を背景に、投機商品バブルの崩壊という特に1990年代以降顕著な危機の中で、短期市場性債務による調達資金を中長期の証券化商品に投資した金融機関等の運用上の失敗を契機に2008年に発現し、連関性（connectedness）、相関性（correlation）、感染（contagion）以上の三つの経路で世界中に拡散したのである。

補論終]

### 1.3 「組織された資本主義」、[年金基金社会主義]あるいは、合衆国内の企業形態の新潮流

「…所有の国際化に関する研究における殆どの不足点は、アングロアメリカン経済圏そのものにおける、史的でかつ現代的な会社所有とガバナンスに関する動態的で異質で、また異論のある性質に関する問題提起である。ひとり合衆国では、組織された資本主義の会社ネットワーク<sup>(119)</sup>から最少の株主の影響しか伴わない純粋な経営者支配論、さらには、従業員年金基金の成長の影響を媒介とした事実上の社会主義の登場<sup>(120)</sup>が説かれている」<sup>(121)</sup>。

S. LashとJ. Urryは、「組織された資本主義」というR. HilferdingからJ. Kockaに引き継がれた概念の外延上、「支配の官僚機構化および綿密で複雑な経営者階層を伴った（周知の）支配の所有からの分離の進展」として「経営者支配」を規定している。これは先の本第1章第1節で言及したGalbraithによる経営者支配と同じ系統の範疇と考えることができる<sup>(122)</sup>。

また、P.F. Druckerは、1976年現在スイスのバーゼル大学の教員を務めるOta Šikが企業の利益から国全体をカバーする全国年金基金へ拠出を行わせ、これを労働組合によって管理させると共に、国内の企業に投資させる民主社会主義を提唱した。この構想を彼が1969年に提唱した時、すでに合衆国

(118) Cf., E. Bakir & A. Campbell (2010), "Neoliberalism, the Rate of Profit and the Rate of Accumulation", *Science & Society*, Volume 74, Number 3, Symposium: Capitalism and Crisis in the 21<sup>st</sup> Century (July 2010), pp.323-342. ; 高田太久吉 (2014)「資本の過剰蓄積と貨幣資本の過剰——現代恐慌分析の方法をめぐって——」『立教経済学研究』第67巻、第4号、13-18頁参照。

(119) Cf., S. Lash and J. Urry (1987), *The End of Organized Capitalism*, Madison: University of Wisconsin Press.

(120) Cf., P.F. Drucker (1976), *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*, William Heinemann Ltd, esp., pp.4-5. 佐々木実智男・上田惇生訳 (1976)『見えざる革命：来たるべき高齢化社会の衝撃』ダイヤモンド社、44-47頁参照。

(121) Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.242-243.

(122) Vgl. J. Kocka: Organisierte Kapitalismus oder Staatsmonopolischer Kapitalismus? Begriffliche Vorbemerkungen. In: *Organisierter Kapitalismus*, hrsg.v. H.Winckler, Göttingen (Vandenhoeck u. Ruprecht) 1974. S.20-24, with reference to Lash & Urry, *op.cit.*, p.3.

の年金基金は国内企業の株式の18%を所有していた<sup>(123)</sup>。「…アメリカには年金基金社会主義というものがあるがすでに存在し、しかもそれがヨーロッパのいかなる過激な計画よりも、経済の社会主義化と被用者の所有権参加を実現してしまっている…」<sup>(124)</sup>。これがDruckerのいわゆる見えざる革命の核心である。しかし後に見るように、例えば確定拠出型年金基金の掛け金の一部を企業と共に負担する従業員（労働者）には、当該年金基金が銀行信託部等と信託契約を結んで信託口座に財産を預託すると同時に投資一任契約を資産運用会社と結び、実務的にはマスター・トラストを含めて四者間で協定を行うため、究極的な真の所有者（true owner）で、かつ持分出資者にとどまる従業員への給付という受益権以外に供与される委任状の行使権利は、上記の契約・協定上の権利関係の遡行を要する事務手続きの煩雑さゆえ事実上機能しない。これが合衆国における現状で、従ってそこでは労働者の「所有権参加」が実現しているとは言い難い。むしろこの場合の投資先会社の真の支配者は、株式企業形態を採るBlackRock, State Street（共にNYSE上場）等の資産運用会社の、その又個人大株主または相対的個人大株主層、もしくは彼らと共通部分を持つ可能性の高い遺産相続者を含む超富裕層中、会社支配を志向する者、あるいはまた、Koch兄弟のような自社の持株比率を高める所有者としての専門経営者、さらにまた、例えば、上記の様々な超富裕層と共通部分を有するであろう、財産の銀行信託部への預託を通じた、先の経済的な意味では等しく真の所有者（true owner）とはいうものの、単なる持分出資者の対極に位置する大量・多額の株式の財産権の重要な帰属先となる支配出資者ということになる。

Haberly & Wójcikは、さらに、「…あるいはまた、1980年代以後の合衆国における、その権力が投機的証券市場の渦から生まれる金融界の寡占（Wall Street oligarchy）<sup>(125)</sup>、またさらには、非常に数多いアセット・マネジャーに益々集中する権力を伴ったフィデュシャリー・キャピタリズム<sup>(126)</sup>、上場会社の完全な死<sup>(127)</sup>、およびそれに代わるはっきりとしない私的形態の組織<sup>(128)</sup>にまで跨がる全域で、これらの問題提起の解決に向けて議論されてきた」と指摘する<sup>(129)</sup>。

先ず、ここでの第一点に関し、Wrayは、2007-2008年世界金融恐慌を根深いものにした一因としてマネー・マネジャーによる次のような活動による利益の水増しを挙げている。

「認識されるべき四つの重要な発展がある。第一に、——（私的および公的）年金基金、SWFs、生保ファンド、大学基金、およびその他、極大収益を追求する専門的マネー・マネジャーが扱う——「管理・運用資金」の台頭があった。さらに重要な事は、目標の「総合利回り」——配当、プラス、

(123) Cf. *ibid.*, pp.37-38. 前掲訳、45頁。

(124) *Ibid.*, p.39. 前掲訳、42頁。傍点は筆者。

(125) Cf. Wray, L. R. (2011), “Minsky’s Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis”, *International Journal of Political Economy*, Volume 40, Issue 2, pp.5-20. 但し、この論考中“Wall Street oligarchy”と言う用語が使用されているわけではない。

(126) 企業の経営に対して、受益者である株主が強い発言力を持つ資本主義。その株主とは、年金基金やミューチュアル・ファンド等、多くの投資家のために行動する「受託者（fiduciary）責任」を持つ機関投資家を指すことが多い。Cf. J.P. Hawley and A.T. Williams (2000), *The Rise of Fiduciary Capitalism: How Institutional Investors Can Make Corporate America more Democratic*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

(127) 「カネ余り時代企業と市場の溝（上）世界の市場企業数頭打ち成長資金の需要縮小」『日本経済新聞』2018/08/29付電子版参照。

(128) Cf. *The Economist* (2012), “Rival Versions of Capitalism: The Endangered Public Corporation”, May 19. (<http://www.economist.com/node/21555562> (2019/2/12)); *Ibid.* (2013), “The New American Capitalism: Rise of the Distorporation”, October 26th. (<http://www.economist.com/news/briefing/21588379-mutation-way-companies-are-financed-andmanaged-will-change-distribution> (2019/2/12)).

(129) Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.242-243.

キャピタル・ゲイン——への移行があった。各マネー・マネジャーは総合利回りで競い合い、手数料収入を獲得し、そして成功すればより多くの顧客を得る。むろん、各自の目標は最良を期すことで、——誰かは、平均以下の収益に止まり、顧客を失う。全員が平均以上に留まる事は不可能で、それは何らかの危険の増大を伴う行動を引き起こす。/マネー・マネジャーは、より危険な資産（運用）に手を染めて、一層多額の収益を目指して危険な賭けを冒す。彼らは、新金融商品を媒介に革新を実践し、顧客を惹き付けるためにマーケティングを利用する。しばしばそれら商品は意図的に複雑に、そして曖昧に造作され、——巧く顧客を欺し、また、競合他社の模造を阻止する。そして、おそらくは最も重要な事に、損失を認識し損ね、資産を過大評価することにより、またただ単に明らかな不正経理を通じて、実際の利益を水増しして表示しようとする強い欲求を持つ」<sup>(130)</sup>。

さらに、先にいわゆる「はっきりとしない私的形態の組織」には、通常の会社と株主を別々の存在と見なす一般的な“C” corporationsではないパートナーシップや有限責任会社（limited liability company：以下、LLC）というパートナーシップの有する柔軟性と税務上の利点並びに株式会社における有限責任制を兼ね備えた合衆国に固有の非公開有限責任会社が含まれるものと考えられる<sup>(131)</sup>。特にLLCは構成員課税を選択することができる。この場合、LLCの所得に対しては、企業体としてのLLCは課税されず、その構成員の所得として構成員に課税される（いわゆるパススルー課税）。これに対して、株式会社の場合には、株式会社の所得に対して法人税が課せられ、さらに、株主に対する配当は株主の所得として課税される（二重課税）。また、出資者は、出資額を限度としてのみ責任を負い、LLCの債務に対して直接責任を負うことはなく、この点は株式会社の出資者有限責任と全く同一で、事業の失敗のリスクから隔離されている。LLC法は会社法よりもはるかに自由なメンバーによ

(130) Wray, *op.cit.*, pp.8-9.

(131) これは、合衆国の各州法に基づいて設立される企業体で、株式会社とパートナーシップの中間的な性質を持っている点で特徴的であり、1977年にワイオミング州で初めて法制化された。1988年にキントナー規則が導入されて、LLCを含む非株式会社の企業体に対する連邦税法上の取扱がある程度明確化されたこともあり、それ以降急速に各州に普及した。さらに1997年、IRSがチェック・ザ・ボックス規則を導入し、税務上、構成員課税を選択できるようになったため、企業体レベルとその構成員レベルでの二重課税を回避できる点で効率的な企業形態として認識されるようになった（<https://kmpartner.wordpress.com/2014/01/19/llc-limited-liability-company-合同会社/>（2019/03/11））。企業収益によっては“C” Corporationの法人税と配当税を組み合わせた税率と比べてLLCの法人税率はかなり低くなるので、従業員がほとんどいない企業体、特にスタートアップの企業ですべての人員が企業利益のために一緒に働く起業家として機能している場合はLLCが最も理想的である。さらに“C” Corporationに設定した後LLCに転換することは不可能であるが、LLCを設定して後の“C” Corporationへの変更が可能である点も利点の一つである（<https://www.junglecity.com/pro/pro-ib-employment/c-corporation-and-llc-comparison/>（2019/03/11））。株式会社の非公開化については、次の逆説的なFacebookの株式公開化に纏わる逸話が示唆に富む。Facebookは、2012年2月1日に株式を初公開し、2012年5月18日からNASDAQ市場で株式の売却を開始した（<https://ja.wikipedia.org/wiki/Facebook>（2019/03/11））。一見したところ、万事巧く行っているように見える。FacebookがMicrosoftやGoogleと共に株式市場に加わったことは、株式市場がインターネット時代でも19世紀の産業界と同様、ひとつの革新が達成されたことを意味する。だが革新が難事を巧く乗り切ったわけではなかった。Facebookの創業者であるMark Zuckerbergは、数多くの上場会社のリーダーのアドヴァイスもあって公開化に踏み切る事に抗っていた。彼は一定の人数の株主が、恰も上場したのと同様、四半期報告書の公表を要求するというただそれだけの理由で公開化に踏み切っただけである。公開会社は廃れつつある。過去10年間で合衆国では38%、英国では48%に相当する数に上る公開会社が破綻した。IPOsの数は、合衆国では、1980-2000年の間の311から、2001-2011年の間の99まで減少した。小規模な企業、IPOs以前の年間の売上高が5,000万ドル未満の企業が受けた打撃が最も大きかった。1980-2000年の間の平均165の小規模会社が例年IPOsを実施してきた。2001-2011年の間にその数は30まで減った（Cf., *The Economist* (May 19th 2012), “The Endangered Public Company: The Rise and Fall of Great Invention, and Why it Matters”, p.11.)。

る自治と裁量を認めている<sup>(132)</sup>。こうした株式会社の非公開化やパートナーシップあるいはLLC等の流行が、社会的な遊休貨幣を広範に集める最も優れた機構としての株式会社の発展との関係で何を意味するのか俄には判断できない。

パートナーシップでは、上記LLCおよびリミテッド・パートナーシップ (limited partnership: LP) を例外として、出資者全員が原則として無限責任を負う。LLCの場合にも他のパートナーが引き起こした不法行為については例外となる<sup>(133)</sup>。また、共同事業参画もしくは原則共同事業参画で(すなわち原則、支配出資者にのみ経営権が与えられているため)、所有と経営、後者を掌る支配が初めから一致している。それゆえ本稿で取り上げる問題から外れることにはなる。しかし下図1-3:(原典図1)が示すように1985年以前にピーク・アウトして減少傾向に入る通常の“C” corporationsをほぼ1990年以降急増するパートナーシップが2000年代初頭に追い抜いており、その動向はすでに一潮流であり、今後とも注目に値する。

Haberly & Wójcikはさらに指摘する。「同様に、会社所有の国際化に関する殆どの研究で除外されてきたのは、従来型の機関投資家よりも多様な戦略と目的の追求が実証されたSWFsのような、非伝統的で数多くの非西側の主体の影響の取扱いである<sup>(134)</sup>。/さらに、過去数年間で、グローバルな規模で世界の〔会社〕支配を直接調べるにより既存調査上のこのギャップを埋める研究が僅かながら始まった。…売上高で測った世界で最大の産業企業250〔249〕社および資産規模で測った金融機関最大50社、計299社に関する株主のデータが収集されている<sup>(135)</sup>。〔それに基づく研究は〕個人投資家の間では、単一の合衆国のファンド・マネジャー、BlackRockが標本企業の資産の6〔6.06〕%という圧倒的な部分を支配していることが見出し<sup>(136)</sup>。特にBlackRockは、株式の少なくとも85%を、直接的株式所有よりは、むしろ、自社が支配するファンドを通じて支配している<sup>(137)</sup>。

Peetz & Murrayは、さらに、グローバルな所有主体の中にかかなりの国家資本を見出し、英国政府が、そのグローバル金融恐慌時の銀行の資本再構成に起因して、BlackRockに継いで、第二の最も影響力の強い第二の(ポートフォリオ企業の資産による)投資家となり、その次の国家資本が中国政府であることを見出している<sup>(138)</sup>。これらSWFsをめぐる問題の焦点は、その適切な投資慣行および統治と説明責任に関するIMF取り決めの指針となる自主的な枠組み2008年9月の行動規範・慣行に関する原則合意(Generally Accepted Principles and Practices: GAPP: サンチャゴ原則)でも問い質

(132) <https://kmpartner.wordpress.com/2014/01/19/llc-limited-liability-company-合同会社/> (2019/03/11).

(133) <https://ja.wikipedia.org/wiki/パートナーシップ> (2019/03/12).

(134) G.L. Clark, A. Dixon, and A.H.B. Monk (2013), *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*, Princeton, NJ: Princeton University Press; Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.293-320.

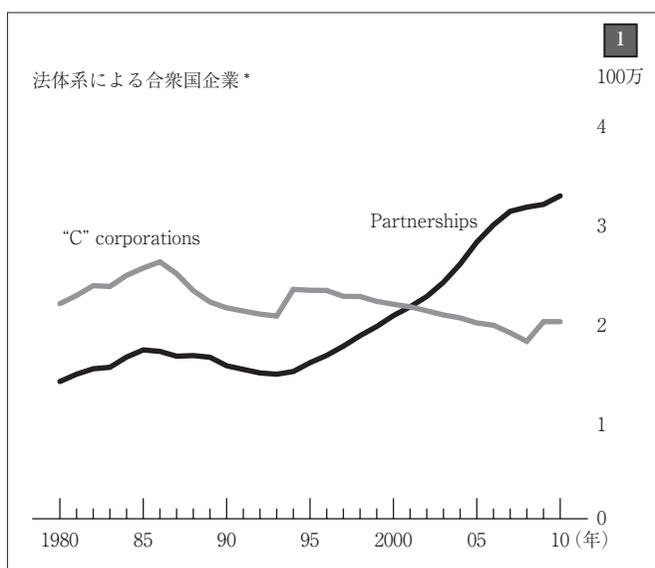
(135) Cf., D. Peetz and G. Murray (2012), “The financialization of global corporate ownership”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.2.

(136) *Ibid.*, p.31.; Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.242-243.

(137) Peetz & Murray, *op.cit.*, p.31.

(138) Cf., *ibid.*, p.30, 本文中表3-2:(原典表2.3): VLC資産の上位所有30者, 2009年。〔VLCの定義は、第3章「寡占体制の抽出と同体制下のJ.M. Keynesのいわゆる「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」と化す企業——R. Hilferdingのいわゆる「独占は投機の死」の可能性としての逆説——」で後述〕; 鈴木裕 (2009)「SWFsが株主になる日」大和総研『経営戦略研究』VOL.20 (2009年新年号), 22-24頁参照。ところで、中東や中国・ロシアのSWFsの投資動向に政治的意図を読み取り、安全保障政策や産業政策と摩擦を生じかねない場合に、いわばホワイト・ナイト的な投資家となる自国のSWFsを設立してこれに対抗するという企業にとっての当否とは異質な動きがある。国家資金が公共の利益に関わる会社の経営支配の行方をコントロールしようとしているのであるから、投資における政府の責任を遂行するという意味ではSRIではあるが、通常のSRIとはかなり色彩が異なる(鈴木, 前掲, 27-28頁参照)。その具体策については賛否両論ある。今後とも注目すべき動向である。

図1-3 (原典図1)：勢力の伸張。



\*註：例年の確定申告による。

典拠：内国歳入庁。

出所：The Economist (October 26th 2013), "The New American Capitalism", p.26.

された社会的責任投資 (Socially Responsible Investment：以下，SRI) をはじめ，議決権または委任状の権利行使そのものを含めた当為を一切措けば，他の支配出資者との利害関係上の異同の一点に尽きる。GAPPの第19原則は，SWFsの投資は，リスク調整後の収益を最大化するために，経済的理由 (economic and financial grounds) に基づいて行なわれるべきであるとしている。この点，支配出資者が一般に企業に求める自己資本成長率 (資本蓄積率) の極大化または企業自体の維持・発展に要する利潤の追求にもとる目標ではない。さて，他方，補完的な研究として，Vitali等が世界中の43,000社に及ぶTNCsに関する網羅的な株主構造の分析を見せている<sup>(139)</sup>。前節で述べたように，本節内補論「Vitali等によるグローバルな会社支配構造研究」は第9章「TNCs間所有の連鎖：強連結中枢とその周辺：既存の研究の概要」における紹介に先立つ一要点を示す。これらの「研究結果は，等しく際立っている。それらは，分権的なグローバル市場や残る国内の諸ネットワークの並置よりは，むしろ，標本となる売上高の94%以上を占める標本企業の内75%が結合する単一の集権化されたネットワークに世界中の会社所有が組織化されていることを示している。このネットワークは，相互に支配権を行使し，かつずっと大きな周辺域を形づくる殆どが非金融事業を営む会社を支配する，約1千社に及ぶ主として金融会社からなる強連結<sup>(140)</sup>中枢を持つ<sup>(141)</sup>」。

「これらの研究成果は，グローバルな富の成長する集中<sup>(142)</sup>が，会社支配の集中の進捗とよく似てい

(139) Cf., Vitali, et al., *op.cit.*, pp.1-19.

(140) 強連結 (strongly connected)：任意の2頂点 $u, v$ に対して $u$ から $v$ に到達可能かつ $v$ から $u$ に到達可能，すなわち，任意の2頂点に双方向の道が存在する。

(141) Cf., Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.242.

(142) Cf., J.S. Henry (2012), "The Price of Offshore Revisited: New Estimates for Missing Global Private Wealth, Income,

ることを示唆して興味をかき立てる。しかしながら、研究は多くの点で、解答以上の問題を提起している。経験的な観点から見ると、極めて微妙なつながりのある関係先については、感覚を研ぎ澄まし、濃厚で長期的な関係を、独立した対等の市場ベースの関係から区別することは難しく、〔さらに、〕非常に複雑な関係における特定の構造は曖昧である。その上、研究はまた、解の与えられていない概念上の問題を提起する。他方同時に、Peetz & Murrayは、金融化への全般的な傾向の観点からグローバルな所有の出現を理論化している<sup>(143)</sup>。これが問題なのは、それが、金融が優位な経済システム間の質的相違点を区別しないからである。事実、明らかな株主の集中傾向——それは処分するのにたびたび数年を要するような本来非流動的な数百万ドルのまとまった多量の株取引の拡がり——を暗に意味する——は、投機的な市場での回転売買に向かう傾向を伴うと考える従来の金融化の常識にはすんなり収まらない。同様の諸問題がグローバルな所有において明らかには重要性を増してきた国家資本によって提起される<sup>(144)</sup>。

Haberly & Wójcikは、「二つの基本的な問題に答えることによってこれらの研究を基礎として事が進む」と指摘する。「第一に、グローバルな会社ネットワークは、その全体の構造の観点からどのように見えるか、そして、鍵をなす主体は誰で、諸関係はどのようなものか」である<sup>(145)</sup>。「第二に、国内レベルの会社所有に関する多様で、しばしば矛盾しあう諸理論の観点から、グローバルな会社ネットワークの出現をどのように、そしてどの程度まで約しく理論化できるか」である<sup>(146)</sup>。この二つの問題に関する彼らの分析は第9章で取り上げることにしたい。

---

Inequality, and Lost Taxes”, *Tax Justice Network Research Report*, Chesham, UK: Tax Justice Network. [http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price\\_of\\_Offshore\\_Revisited\\_120722.pdf](http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price_of_Offshore_Revisited_120722.pdf). (2019/2/9); Ricardo Fuentes-Nieva, Nicholas Galasso (2014), *Working for the Few: Political Capture and Economic Inequality*, Oxfam; T. Piketty (2014), *Capital in the 21st Century*. Cambridge, MA: Harvard University Press; Zucman, G. (2015), *The Hidden Wealth of Nations*, Chicago: University of Chicago Press.

(143) 「新しい身軽な資金 (agile money) は、会社の株式登録で、かつては会社経営者と仲良くして経営を任し、黙って落ち着いた忍耐強い株主と入れ代わって登場した。この新しい身軽な資本は、アクティブ・アセット・マネジャーの間で、就中、会社株式の空売りを厭わないヘッジ・ファンドの間で顕著である。見軽な資金はさらに利潤極大化の新しい方法を目指し、かたや異常な価格形成、かたや誤った経営から、利鞘を抜いて、短期のキャピタル・ゲインを得よう」とし、金融化の一翼を担っている (Peetz & Murray, *op.cit.* p.48)。

(144) Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.243.

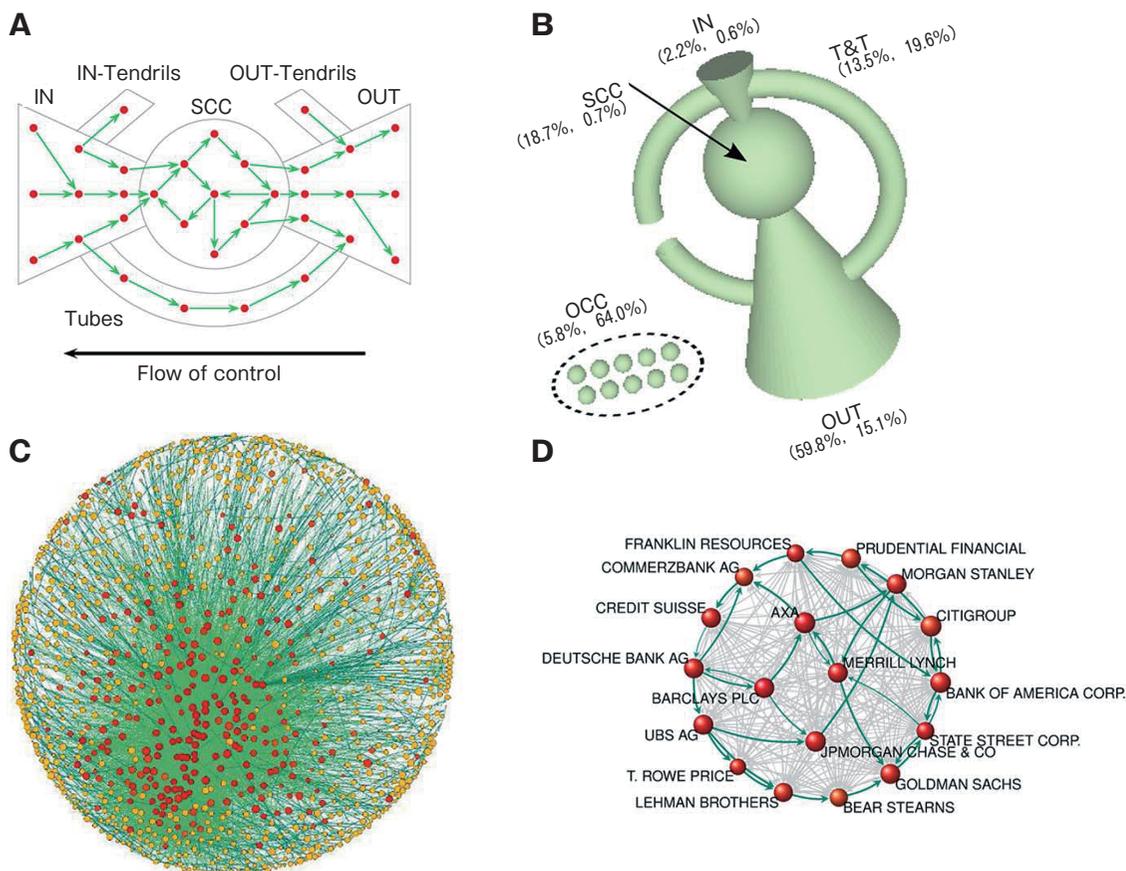
(145) ところがHaberlyとWójcikは、「この点において、既存の研究による国内における会社所有の概観に沿う形で、だがグローバルな所有に関する既存の研究とは違って、われわれは、集中した株式所有がどの程度の水準の長期的関与を意味するのかに関する検討は自制したい」と述べる (*Ibid.*, p.243)。これは、おそらく、国家の壁が越境空間における株式所有の影響力をどのように遮るのか否かという問題に対する解答を留保する二人の研究姿勢の現われであろう。この点については中国におけるGoogleの立場に着目し、国家間の軋轢を考察する第8章第3節で再論する。

(146) Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.240-266.

〔補論：Vitali等によるグローバルな会社支配構造研究：

Vitali等によるグローバルな会社支配構造の研究への一層立ち入った吟味は、主に合衆国内に限って推し進める所有ネットワークおよび取締役兼任ネットワークに基づく本稿の小括2に続く後の第9章「TNCs間所有の連鎖：強連結中枢とその周辺；既存の研究の概要」以下で行う。ここではその一要点を示しておきたい。

図1-4（原典図2）：ネットワーク・システムの構成形態。



(A) 蝶タイは、入口部分 (IN)、出口部分 (OUT)、強連結成分ないしは中枢 (strongly connected component or core: SCC)、およびIN〔入口のTNCs〕から出発する形のT&T〔管 (Tubes) 〔状の入口と出口を直接結ぶTNCs〕 & 巻き鬚 〔状の (入口のノードをなすTNCsが所有する外部でノードをなすTNCs (IN-Tendrils) に対する当該入口のTNCsによる支配、および、出口のノードをなすTNCsを所有する外部でノードをなすTNCs (OUT-Tendrils) から構成されている。〕 (B) 最大の連結成分 (largest connected component: LCC) と他の連結成分 (other connected components: OCC) から構成される蝶タイ。各部分の量は、その営業収益の比率の対数で目盛がとってある。括弧内は、順に、営業収益の比率とTNCs数の比率である (第9章第7節内補論「Vitali, Glattfelder & Battiston, "Supporting Information" 原典表S1「上位50の支配力保持者」参照)。(C) SCC (1,318のノードおよび12,191のつながり〔リンク〕)の配置図。ノードの規模は営業収益の対数目盛で測っており、ネットワーク支配〔力〕に係わるノードの色は(黄色から赤色まで)。リンクの色は重みと照応している。(D) 金融部門内の幾つかの主要なTNCsに焦点を当てている。一部の循環が強調されている。経験的な観点から見て、ごく少数の影響力のある中枢を伴う蝶タイ状のネットワーク構造が、複雑なネットワークに関する研究における新しい観測〔結果〕である。

累積的優位性<sup>(147)</sup>の高さだけが蝶タイ〔状のネットワーク構造〕を創り出すわけではないとしても、「富裕者がますます富む」メカニズムが機能するその他の型のネットワーク内にそれが存在しているものと推測される。しかしながら、中枢があまりに密度が高く結合しているという事実は、当該役割の程度の支配を伴う「リッチクラブ現象」の一般化として受けとめることができるかも知れない<sup>(148)</sup>。解明が待たれる諸問題に係わるこれら諸問題は、ネットワーク生成「適応度モデル」<sup>(149)</sup>における支配の導入によって理解が可能となるであろう<sup>(150)</sup>。

補論終]

〔補論：米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定：

Title 17 CFR § 240.13d-3 - Determination of beneficial owner (受益的所有者の範疇規定) について：

新しい一連のエージェンシー・コストは、登記上の所有者と企業の経営陣間の相違に加えて、名義上の所有者 (record owners: 記録上の所有 (権) 者 (= owner of record)<sup>(151)</sup> ——機関投資家—— (“end-investor (最終投資家)”：ミューチュアル・ファンドの管理者、保険会社の契約者資産の管理者、年金基金等の資産プールを含む、自己勘定 (売買、投資その他の目的のため) のために有価証券を取得または放棄するか、または他者のために投資する企業の経営者) とそれらの機関所有者の持分の受益権所有者 (名義上の所有者と受益的所有者) との間のエージェンシー関係<sup>(152)</sup>のゆえに生じる<sup>(153)</sup>。

しかしながら、持分の分布をめぐる中心的な変化は、受益者、ミューチュアル・ファンド株主、退職年金 (生活) 者のために、株式の記録保有者である年金基金やミューチュアル・ファンド等の仲介機関に、株式保有の記録を集中させたことである。この集中は、登記上の所有が「仲買人名義 (ストリート・ネーム)」ないし「ノミニーマイ」(証券が受益的所有者の信託を受けて登記・保有される名称) という形態においてなされる場合の名義上の集中とは区別されるが、そのことは、株式や債券の取引の当事者間を仲介するブローカーが受益権所有者によって保有される株式に所有者と共通に株式の投票権を行使している環境においても同じである<sup>(154)</sup>。

(147) Cf., Albert-László Barabási and Réka Albert (1999), “Emergence of Scaling in Random Networks”, *Science*, Volume 286, pp.509-512.

(148) Cf., Giorgio Fagiolo, Javier Reyes, & Stefano Schiavo (2009), “World-trade Web: Topological Properties, Dynamics, and Evolution”, *Physical Review*, E 79, 036115- (1-19). 高所得諸国がより多くのより強い貿易関係を持ち、より中心的な位置を占める。しかしながら、それら諸国は、つながりの弱いパートナーとしか貿易をしない。このパターンは、「リッチクラブ現象」の一種の現れである (*Ibid.*, p.036115-7)。; Cf., V. Colizza, A. Flammini, M. A. Serrano & A. Vespignani (2006), “Detecting Rich-Club Ordering in Complex Networks”, *Nature Physics*, Volume 2, pp.110-115. 「リッチクラブ」現象とは、内部で緊密に結びつくコミュニティを形成するシステムの支配的な要素を成す高い中心性を持つノードに係わる傾向を意味し、またそれは、コンピューターと社会科学の両方の主要な同一性を説明する重要な特性の一つでもある (*Ibid.*, p.110)。リッチクラブ現象については、第10章の最後の補論「Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information” 第8.2節「リッチ・クラブ現象との係わり」」で言及する。

(149) Cf., Diego Garlaschelli, Andrea Capocci & Guido Caldarelli (2007), “Self-organized Network Evolution Coupled to Extremal Dynamics”, *Nature Physics*, Volume 3, pp.813-817, esp. pp.813-814.

(150) Cf., Vitali *op.cit.*, pp.3-4.

(151) 公的記録 (public record) にその者の名で権原 (title) が表示されている財産権所有者。

(152) Cf., Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon (2013), “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, Volume 113, p.876.

(153) Cf., *ibid.*, p.863.

(154) 合衆国において株式の大多数は、実質上の所有者の便宜を図るため、その名義ではなく銀行やブローカーの名義 (ストリート・ネーム, street name) で保有されている。また、株式が金融機関を受任者として信託的に保有されている場合もある。委任状規則による開示情報は実質的保有者に届いて然るべきであるという考え方から、証券取引所法14条 (b) 項および同規則14 a-13-14 b-1-14 b-2は、委任状書面および添付資料が証券の実質的保有者

「ブローカー名義の設定に際して（一般）小口投資家らは常に議決権を要求することができる。なお、最近ブローカーによる投票に対して制限が課されたが、それ以前においても、委任状規約によって規定された種々の通知制度によってそうした投票可決は容易になっていた。小口投資家は、ポートフォリオ構成証券の処分に対する采配権を主張することもありえたであろう。対照的に、投資仲介業を通じた再集中においては、小口投資家は、事実上、証券プールにある未区分の利権・受益権を享受するだけで、いかなるポートフォリオ構成会社のいかなる議決権（の一部）を返還要求する方法も持たない。また、一般の小口投資家は、ポートフォリオの構成に影響を与えることもできない」<sup>(155)</sup>。この Gilson & Gordon の議論を要するに、例えば、小口投資家 a, b, c…、ブローカー A, B, C …がいるとして、証券  $\alpha, \beta, \gamma$ …が仲買人を通じて細分化されて小口投資家に渡るとする。この段階では小口投資家は議決権を要求できる。ポートフォリオの構成についても意見を言える。こうして細分化されて a, b, c …に渡った  $\alpha, \beta, \gamma$ …は、次に A, B, C …の手で  $\alpha, \beta, \gamma$ …毎に集計・集約（reconcentration）されて、証券プールに集められ、ポートフォリオ構成会社（例えば銀行信託部）に（投資資金の集配、大口運用、ポートフォリオ構成、小口投資家への配当等が）託される。この段階で議決権を持つのはブローカーであって、小口投資家には議決権がない。つまり、そこでは、小口投資家は証券プールにある証券の受益権を持つだけである。もちろん、ポートフォリオ構成について口を挟む機会も権利もない。

但し2010年現在、合衆国においては株式の所有者が所有者自身の名義では登録せず、証券会社や銀行等の名義で所有するノミニー制度が利用されており、NYSE規則452では、慣例的な（routine）議案について、実質的所有者が株主総会の予定日から遅くとも10日前までにノミニーとなっているブローカーや銀行に特定の投票の指示<sup>(156)</sup>をしない場合、ノミニーが実質的所有者に代わって議決権を行使することができることが規定されているが、一方、non-routineの議案については、ノミニーの代理行使が認められていない。non-routineの議案とは、株主の権利や利益に大きな影響を与えるもので、具体的には、合併に関する決議、優先株式の発行や増加発行の許容、株主総会の定足数変更議案等がある。2009年の改正では、このnon-routineの項目に取締役の選任決議が加わった。これまで取締役の選任決議は、contestなものだけがnon-routineの事項として、ノミニーの代理行使ができない議案であった。しかし改正によって、取締役の選任はcontestであるか否かにかかわらずnon-routineの事項となり、実質的所有者からの指示がない場合ノミニーは自由裁量議決権を行使することができなくなった<sup>(157)</sup>。

続いて、Title 17 CFR § 240.13d-3 - Determination of beneficial owner（『受益的所有者』の概念規定）を以下に見ておく。

---

（beneficiary owner）に配布されるように規制を行っている。すなわち、発行者は株式名義人に対し、名前の通知を許諾している実質的所有者〔Non-Objecting Beneficial Owner: 以下、NOBO; 通知を許諾していない実質的所有者: Objecting Beneficial Owner: 以下、OBO〕の名簿を要求することができ、その名簿に従って発行者の経営者は委任状勧誘を行うことになる（黒沼、前掲、207頁参照）。

(155) Gilson & Gordon, *op.cit.*, p.876.

(156) 「アメリカの会社の投票システムにおいて、殆どの受益的所有者は登記名義上において彼らの株式を保有しておらず、むしろ銀行やブローカー等の代理人を通じてそれらを保有している。受益的所有者は、彼らの銀行やブローカーに自分たちが同代理人に株式の投票をどのように行って欲しいかについて指示する。銀行やブローカーは登記上の保有者としてこうした株式について投票する方法を提携する必要がある、それゆえ、われわれは代理人がどのように株式を保有するのかを調べなければならない」(Randall S. Thomas and Paul H. Edelman (2017), “The Theory and Practice of Corporate Voting at US Public Companies”, in Jennifer G. Hill and Randall S. Thomas eds., *Research Handbook on Shareholder Power*, Downloaded from Elgar Online at 03/28/2017 02:37:35PM via University College London, ch.21, p.471.)。

(157) 福本葵（2010年）「議決権代理行使を制限するNYSE規則改正」日本証券経済研究所『証券経済研究』第69号（2010年3月）、要旨参照。

「(a) 法令13 (d)および13 (g)の一節を目的として、証券の受益的所有者は、何らかの契約、調整、合意、関係を通じて直接・間接に、すなわち次の(1) (2)を所有または共有する者を含む。

(1) 投票権〔委任状の権利、すなわち議決権の代理権〕を含む議決権 (Voting power which includes the power to vote)、または、証券等の直接投票 (to direct the voting of, such security)；もしくは、次の(2)、またはその両方。

(2) そうした証券の売却する権利 (power to dispose) を含む投資の権力ないしは、直接の処分権 (to direct the disposition)。<sup>(158)</sup>」

この条文は、資産運用会社が単独では5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有が困難でも、「調整、合意、関係」等を通じて複数間協調・提携を媒介に、また尚かつ、直ぐ後に記すように、一般に議決権そのものの所有を基準に語られることの多い13d-3ではあるが<sup>(159)</sup>、株主としてではなくとも手数料を受領して、議決権の代理行使、すなわち委任状の権利行使を併せた「間接的」『受益的所有者』の支配権者の規定として解釈すべきであろう。この点については、本文中第2章第5節で詳説する。

上記、Title 17 CFR § 240.13d-3 が定める「経済的な所有 (beneficially ownership)」に基づいて計算する5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有の基準は、経済的帰属ではなく議決権に着目した定義であるので<sup>(160)</sup>、株式の経済的帰属のみ取得することでこの開示規制の適用から逃れることができる。現金決済のequity swap にセクション13 (d)の開示規制が適用されないのであれば、同様に、セクション16も適用さ

(158) 条文上の傍点は筆者。

(159) 例えば、下記脚注 (160) 内の一連の文献を参照されたい。

(160) 「See, Exchange Act Rule 13f-1, 17 C.F.R. § 240, 16a-1 (a) (2005)」(原典注111)。得津晶 (2013)「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」公益社団法人商法務研究会『株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書』31頁；湯原心一 (2015)「米国の証券登録義務」『WIAS Discussion Paper 2015 (005)』早稲田大学高等研究所、23頁参照。；1968年に制定された株式の公開買付けを規制するための米国連邦法、ウィリアムズ法 (Williams Act) は、公開買付けのオファーを受けた株主が十分検討できるように、公開買付けをしようとする者に関係資料をSEC等に提出させること、公開買付け期間を最低20日とすること等を定めた。「ウィリアムズ法によって改正された取引所法13条(d)項は、12条による登録会社その他のいわゆる公開会社の持分証券 (equity securities) の5%を超える実質的所有者に、SEC、関係する証券取引所、および当該証券の発行者に対してスケジュール13Dによる報告書を提出するよう求めている (5%ルール)。持分証券とは、株式、株式に転換しうる証券、株式引受権、株式購入選択権、あるいはそれらの権利の付された証券をいう (3条(a)項(11)号)。スケジュール13Dにおいては、保有者の同一性と背景、資金の出所、保有株式数、株式に関する契約、発行者に対する支配権の行使計画を含む「保有の目的」等を開示しなければならない。これによって、支配権取得のための公開買付けが計画されているかどうかが開示されることになる。対象会社に対して影響力を行使しようとしている者が〔記載〕した「投資目的」〔内容〕が、虚偽または誤導的な記載にあたることとした裁判例もある。ただし、同一の買付者が12か月に2%を超えない速度で持分証券を買い増す場合には、この5%ルールは適用されない (13条(d)項(6)号)。スケジュール13Dは取得証券が5%を超えてから10日以内に提出されなければならない、以後、重要な変更が生じるたびに訂正報告書の提出を要する。」「証券保有者に対しこのような報告義務を課したのは、将来支配権の変動がありうることを対象会社の株主に知らせるためであると説明されている。それ以外に、対象会社の経営陣に企業買収の早期警戒措置をとる余裕を与える効果があることも否定できないであろう。5%ルールが企業買収に与える影響が政策的に好ましいものであるかどうかについて、活発な議論がなされている」(黒沼、前掲、182-183頁)。尚、「機関投資家のように、通常の業務として株式を取得・保有し、発行者の支配権に影響を及ぼそうと考えていない者が、スケジュール13Dによる開示に煩わされることのないように、規則13d-1 (b) は、年一回の簡易なスケジュール13Gによる報告制度を設けている。ただし、特定の対象会社に対する持分割合が10%を超えると、持分割合が5%を超える幅で変動するとき、または保有者が支配の意図を有するにいたったときには、スケジュール13Dによる開示が必要になる」(黒沼、前掲、183-184頁。傍点は筆者)。

尚、関連全条文を本節内補論「Title 17 CFR 240.13d-3 - Determination of beneficial owner (受益権所有者の概念規定)」に記しておく。

れないことになる。ただし、一旦、セクション16の情報開示規制が適用されれば、開示の中味である「経済的な所有 (beneficially ownership)」は、Section 13 (d)上の「経済的な所有」とは異なり、セクション16によって独自に定められる<sup>(161)</sup>。

ここで、『受益的所有者』の規定に注目するのは、本第1章第2節で特に注意を促したように、SECへの報告の基準となる5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有ラインに単独では到達しないが、資産運用会社等の大手機関投資家を含む金融機関間で相互に協調・連携歩調を取る場合には、「直接」・「間接」に、(委任状)投票権を含む議決権を共同保有することで、同ラインを超える程の絶大な会社支配権力を持ちうるからである。むろん先に述べたように、資産運用会社が、実質的所有者としての「顧客」、および銀行信託部等、そして、実務上マスタートラストも含めた四者間の契約・協定・交渉等によって、名義人として法律上株主になっている場合、non-routineの事項については実質的所有者からの指示がない場合には自由裁量議決権を行使することができない。

補論終]

補論：Title 17 CFR 240.13d-3 - Determination of beneficial owner (受益権所有者の概念規定)：

§ 240.13d-3 Determination of beneficial owner.

(a) 法令13 (d)および13 (g)の一節を目的として、証券の受益権所有者は、何らかの契約、調整、合意、関係を通じて直接・間接に、すなわち次の(1)(2)を所有または共有する者を含む。

(1) 議決権を含む投票権 (Voting power which includes the power to vote), または、証券等の直接投票 (to direct the voting of, such security)；もしくは、次の(2)、またはその両方。

(2) そうした証券の売却する権利 (power to dispose) を含む投資の権力ないしは、直接の処分権 (to direct the disposition)。

(b) 直接・間接に、信託、委任、弁護士之力、再保険プールあるいは、何らかのその他の契約、調整、もしくは証券の受益権所有をまさに当該人から奪い、あるいは法令13(d)項または(g)項の要請報告を回避する計画ないし図式の一部としての受益所有権の授与を阻止する効果・目的を伴う手段を生み出し、あるいは利用する者は何人であれ、そうした証券の受益権所有者となるべきそれら諸項の目的を有する者と見なされて然るべきである。

(c) 当該人によって受益権が所有される同じクラスの全ての証券は、その受益所有権が採る形態に係わりなく、当該人によって受益権が所有される持分の数で集計されなければならない。

(d) この法令の(a)および(c)の一節の条項にもかかわらず、

(1)

(i) 当該人は、法令13d-3 (d)条項 (§ 240.13d-3 (a)) で規定されるように、60日以内に、当該証券の受益所有権を取得する権利を持ち、それには次の(A)(B)(C)(D)が含まれるが、これに限定されるものではない。すなわち(A)何らかのオプション、ワラントもしくは権利の行使を通じて；(B)証券の転換を通じて；(C)信託を無効にする権利、売買一任勘定、あるいは類似の取り決めに準じて；もしくは(D)信託、売買一任勘定もしくは類似の取り決めの自動終了に準じて、である。但し、発行者の支配を変え、あるいはそれに影響を及ぼすか、もしくはそうした取得を目的とするか、またはその取得に直接影響を及ぼす等の関連で、証券を取得し、あるいは、1934年証券取引法の条項内の(d)(1)(A)、(B)もしくは(C)の一節に定められている権利を取得する者は、そうした証券または権利の行使あるいは転換を通じて取

(161) 得津晶 (2013)「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」公益社団法人商事法務研究会『株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書』31-32頁参照。

得される場合のある証券の受益権所有者として見なされなければならない。前記のオプション、ワラント債、諸権利、転換権の影響下にある〔すなわち、現在から将来にわたって株の発行を伴う〕何らかの未発行証券は〔未発行証券でも〕、その本人が〔確定申告を行う等の場合には〕所有する部類の発行済証券の割合を計算する目的で発行済みと見なされるが、通常は〔まだ、当然〕未発行と見なされるものとする (Any securities not outstanding which are subject to such options, warrants, rights or conversion privileges shall be deemed to be outstanding for the purpose of computing the percentage of outstanding securities of the class owned by such person but shall not be deemed to be outstanding for the purpose of computing the percentage of the class by any other person.)。

(ii) 1934年証券取引法の条項の (d) (1) (i) の一節は、オプション、ワラント債、権利または転換証券〔17 CFR § 240.19c-4〕が § 240.13-1 (i) で定義されるように、エクイティ証券のクラス属する場合でも、申告義務の決定の目的で適用され続け、さらに、それゆえに、別の申告義務を生じる場合もある。

(2) 一国の証券取引〔17 CFR § 240.15Fi-1〕のメンバーは、係争中の事態、あるいは投票されるべき証券の保有者の権利ないし特権に実質的に影響効果を及ぼす事柄以外に関して投資上の助言を抜きに、しかし然もなくば、投資上の助言抜きに投票を行う交換ルールから外れて、そうしたメンバーがそれら証券の名義上の保有者で、しかも証券取引のルールに準じてそれら証券の投票を直接行う場合があるというだけの理由で、別の者に代わってそのメンバーによって直接・間接に保有される証券の受益権所有者と見なされるべきではない。

(3) その者の通常業務として、誓約書協定下、証券の質権〔債権者が債権の担保として債務者または第三者から受け取った物を債務が弁済されるまで留置して、債務者の弁済を間接的に促すとともに、弁済されない場合にはその物から優先弁済を受けることを内容とする担保物権〕者である当該人は、デフォルトを宣言するよう要請され、また、そうした保証された証券の議決権ないしは投票する権利、あるいは証券を処分し、処分する権利を掌るために必要な全ての形式的な階梯を経るまで、そうした保証された証券の受益的所有者と見なされるべきではない。但しそれには次の (i) (ii) (iii) の条件が必要である。

(i) 質権者の取り決めは真正であり、発行者の支配を変えあるいはそれに影響を及ぼす効果を伴うものでもなければ、ルール13d-3(b)に準ずる何らかの取引を含む、そうした目的ないしは効果を持つ何らかの取引と関連することもなく、当該目的で組み入れられることもない (was not entered into with the purpose.)。

(ii) 質権者はルール13d-1(b) (ii) で定められる者であり、その (D) の一節で説明される条件を満たす者を含む。

(iii) 質権者の取り決めは、デフォルトに先立って、質権者に次の (A) (B) を与えない。

(A) 保証された証券の投票権ないしは投票の指揮権 (to direct the vote) ; もしくは

(B) 信用がレギュレーション T (12 CFR 220.1から220.8) の支配下に拡張され、質権者が同法の第15項下で登録されるブローカーまたはディーラーである質権者の取り決め準ずるそうした権利の承諾を除く、保証された証券の処分権もしくは売却の権利。

(4) 1933年証券法下、登録された引き受けの確約において、誠意を持って当該人の参加を通じて証券を取得する証券の引受け手として事業に参画する者は、そうした取得の行われた日付け以後40日の満期まで、それら証券の受益権所有者と見なされる。

補論終]

#### 1.4 所有集中の現状——歴史的逆行と共通株主(common ownership), 超富裕層の存在が孕む諸問題——

前節本論で言及した①グローバルな会社ネットワークはその全体の構造の観点からどのように見えるか、そして、鍵をなす主体は誰で、諸関係はどのようなものか、②国内レベルの会社所有に関する多様で、しばしば矛盾しあう諸理論の観点から、グローバルな会社ネットワークの出現をどのように、そしてどの程度まで約しく理論化できるかに焦点を当てた次の論考を基礎に、以下概観する多様な論考並びに若干の私見によって問題の状況を明らかにしておこう。

下に見る図1-5、原典「図3は、合衆国における公開上場会社の所有者のネットワークを視覚化したもので、3%超の所有の紐帯に焦点を当てている。示された各ノードの大きさは、(3%の閾値を超える地位のみの百分率による)合衆国上場会社に占めるその所有の合計を反映している。ビッグ・スリー(それら自身はマゼンダ色)が合算ベースで最大の株式所有者になっている1,662社は緑色、彼らが第2位の株主となっている企業はオレンジ色、そして、青色は第3位の株主となっている企業である。最後にシアン色は、ビッグ・スリーが3位以内でない会社を表す。灰色は、それ自身上場されていない公開上場企業の株主——例えば、Fidelity, DFA, あるいはCapital Group——を指している。この視覚化は会社ネットワークにおけるBlackRockやVanguardの中心的地位を過小評価している。両者は、合衆国上場会社の他の全ての所有者たちよりかなり大きい。〔他の全ての所有者に入る〕FidelityはState StreetおよびDimensional Fund Advisorsに次いで第3位である。しかしながら、三つは全て、VanguardやBlackRockよりかなり小規模である」<sup>(162)</sup>。

例えば緑色のJPMorgan Chase & Co., Franklin, Wells Fargo等の大手銀行の最大株主がビッグ・スリーとなっている。この現実には、新しい所有のネットワーク構造が持つ「新たな金融リスク」を見て採るなら、巨大金融機関同士の競争の低下を指摘することができる。それが何を含意するかはいまだ明確ではないが、1980年代半以前、非金融事業会社に対して銀行界全体で「金融ヘゲモニー」の制約<sup>(163)</sup>を課す等して、種々の尺度で測って、会社間ネットワーク内で中心性も最も高かった巨大商業銀行は、同時期以降中心性を落とし、金融界・財界の頂点の役を降り、そして金融危機を経て、少数の(むろんのこと、信託部門を有する)金融コングロマリットとして復興を遂げた後も、所有・支配のピラミッド構造の最上部から滑り落ち、機関投資家が介入する場合もある資産運用会社、就中ビッグ・スリーにその地位を譲ったことは確かである。(合衆国居住でビッグ・スリーを最大の株主とすると同時に、三者に辛うじて比肩する程の力量を持つ例外的金融コングロマリットは、全米最大のJPMorgan Chase & Co.のみである。)例えば年金基金等の機関投資家が銀行信託部等に資金を預託する場合には当該銀行信託部が株主になるが、別途資産運用会社と投資一任契約を結ぶと同時に実務的にはマスター・トラストを含めた四者間の契約・協定・交渉等の内容によっては、資産運用会社が株主になる場合もあり、さらに、SECが再採択した2011年7月16日発効のTitle 17 CFR § 240.13d-3<sup>(164)</sup>の下では、non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、委任状行使権を含む議決権を保持する主体が直接・間接に<sup>(165)</sup>、『受益的所有者』である資産運用会社を軸芯とする金融機

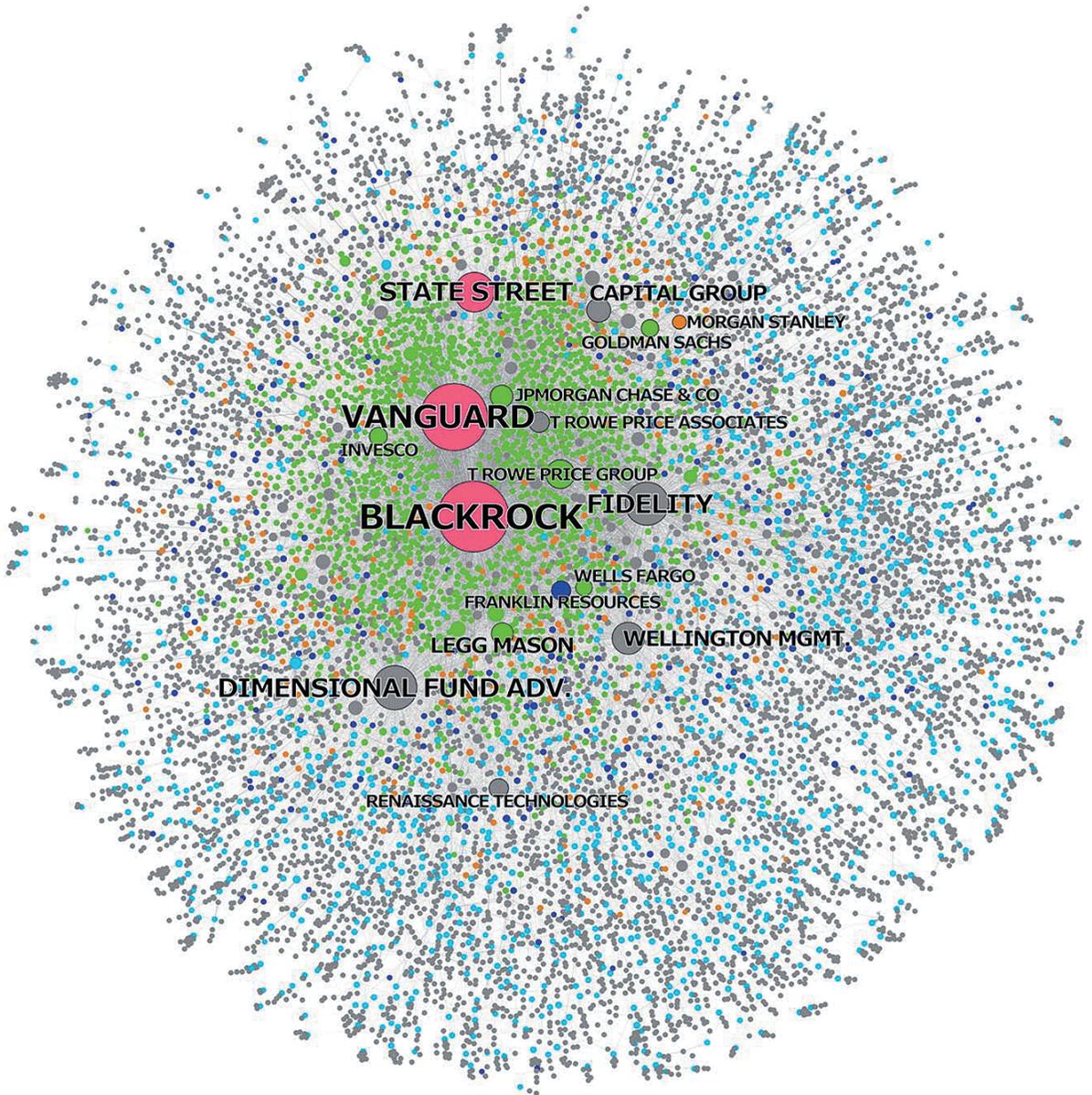
(162) Fichtner et al., *op.cit.*, p.17.

(163) Beth Mintz & Michael Schwartzは、金融資本関係における大銀行の位置付けについて、特に金融逼迫時に、金融界全体で、産業・非金融事業会社間における資金配分を制約するという「金融ヘゲモニー」論という認識で新境地を切り開いた(Cf. Beth Mintz & Michael Schwartz (1985), *The Power Structure of American Business*, The University of Chicago Press, esp., ch.5, 浜川一憲・高田太久吉・松井和夫訳(1994)『企業間ネットワークと取締役兼任制：金融ヘゲモニーの構造』文眞堂、特に第5章参照)。

(164) Cf., *Federal Register* / Volume 76, Number 114 / Tuesday, June 14, 2011 / Rules and Regulations, pp.34581-34586.

(165) この「直接」「間接」の意味については上記補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」を参照されたい。

図1-5 (原典図3) : 合衆国上場会社におけるビッグ・スリーによる所有と支配のネットワーク.



註：3%以上の所有の紐帯（つながり）のみが含まれている。  
出所：Orbisのデータベースに基づいて作成。

関に移行することになる。

この点は、北大西洋横断型で株式を保有する在ヨーロッパ資産運用会社についても同様である。議決権行使を見る場合にはさらに、後の第5章「専門経営者の所有の増大あるいは新たなシステミック・リスクに起因する株主権の消失」で紹介する、「現代版Rockefeller一家」であるKoch兄弟が中心に構えるリバタリアニズム、ティー・パーティー運動を背後に置く、機関投資家と所有の半分ずつを分かち合う個人投資家の中でも支配出資者一般の動向もまた依然として問題になる<sup>(166)</sup>。彼らが支配集中下の企業間競争の抑制による競争制限とったいわゆる新しい金融的なリスクをどう見るのか等もまた、議論の俎上に上ることになる（共通株主（common ownership）の支配先TNCsの連鎖で連なる同一産業内企業同士の競争の抑止による寡占・独占価格の復活<sup>(167)</sup>（例えば、航空チケット価格の上昇等））。こうした視座から見れば、会社支配論は企業統治論に取って代わられたわけではなく、まだ終わってはいない。Fichtner等も考えるように<sup>(168)</sup>、企業統治論を、企業は誰のものかという問題を所有の視点から捉え直すなら、企業支配論がいまだに重要な問題となっているのである。

図1-5上、「可視化したノードの大きさは、合衆国内の上場会社をめぐる支配のネットワークの中の特定の所有者の潜在的な株主」<sup>(169)</sup>、または委任状行使権を含む<sup>(170)</sup>議決権として解釈することができる。「それゆえ、合算ベースで見ると、ビッグ・スリーは、企業国家アメリカに対する競争相手のいない潜在的な権力の地位を占有している。図（1-5）は、J.P. MorganやJ.D. Rockefellerの時代以降見られなかった会社所有の集中をわれわれが目当たりしている事実をよく印象づけている」<sup>(171)</sup>。

---

(166) Daniel Schulman (2015), *Sons of Wichita: How the Koch Brothers Became America's Most Powerful and Private Dynasty*, Grand Central Publishing. 吉村治彦訳 (2015) 『アメリカの真の支配者：コークー族』講談社。

(167) 「ライバル企業と大株主が同じだと、互いに競わなくなる」。株主と企業の間を巡る新たな議論が、米国で熱を帯びている。「共通株主の理論（コモン・オーナーシップ・セオリー）」と呼ばれる議論は、この2年で広がった。エール大学の研究者らは経営者の報酬に着目し「他社と共通の株主が多くなると、自社より業界全体の業績に報酬が連動するようになる」と分析した。株主が競争を好まない証左だという」（「静かに広がる「共通株主」（一目均衡）」『日本経済新聞』2017/11/27付電子版）。

(168) Cf. Fichtner, et al., *op.cit.*, pp.1-29.

(169) Fichtner, et al., *op.cit.*, p.18. 信託契約によって連邦規則集上、「直接」の株主にして同時に「間接的に」『受益的所有者』群になる。

(170) 「間接」的に『受益的所有者』群になる。

(171) Fichtner, et al., *op.cit.*, pp.17-18.

## 2. 会社支配主体の究明——所有あるいは所有権と支配——

### 2.1 合衆国内における新しい会社支配構造の展望および同構造が孕む問題

ところで問題の次元が多分に異なるが、『受益的所有者』の概念について考えておくべきことがある。それは経営学の生立ちと深く係わる個別資本の抽出や個別資本の運動の意識的担い手すなわち企業の支配者の由縁と関連する。その支配者の規定によって、『受益的所有者』<sup>(1)</sup>の概念の内実も変わってくるからこの点は重要である。

論点は現代の機関株主あるいは運用の大半を与る資産運用会社の位置付けにある。最初に確認しておくべき点は、以下に見る例えば小松氏の考察でも機関株主は、資本家の概念規定上、一線を画されるどころか、前者が後者と関連深く規定されていることである<sup>(2)</sup>。「大株主の機関化現象は、企業の「個人所有」を「機関所有」へと進化させるものではあるが、機関所有それ自体は、本質において企業の「私的所有」を否定するものではない。もはや、互いにすすんで一体的行動をとりうるような主体ではないにもかかわらず、なお専門経営者が、資本の私的性格に規定されて相対的個人大株主層の構造的利益を志向せざるをえない理由はそこにある。そして、私的所有という本質に則った多くの制度——利益分配の仕組、収益力を基準とする経営能力の評価、自身のうちに形成された営利的思考習慣、等——が専門経営者の行動を支配しているかぎり、相対的個人大株主層は、制度上なお資本の「意識的」担い手としての地位にあるのである」<sup>(3)</sup>。この考察の内容は、世界的な機関化現象の下で君臨する20余の巨大資産運用会社等の金融機関の中でもビッグ・スリーを含む合衆国居住の7社が掌握する「制度上」の所有権の再編の下、われわれが見る会社支配の新たに形づくられた構造上展望される帰結と一致し、あるいはそれに包括される。この点を先ず確認したい。

最初に、後の第2章第5節で詳説するように、合衆国の17 CFR § 240.13 (d)の解釈の延長線上、所有権は次のように再編される。

投資一任契約および信託契約を含む協定によって、銀行信託部等が株主として認識され、投資先企業からの株主総会における議決権行使に関する一連の書面は、当該銀行信託部等宛に送付され、さらに、当該書面は資産運用会社に送付され、資産運用会社が議決権行使についての最終判断を行う（資産運用会社への議決権の指図行使権の移行）。すなわち①「委任契約所有」(mandate ownership: 委任契約

(1) 「所有者とは誰か? 1934年証券取引法第13節(D)に即して」、この問題を提起する論文(および当該箇所)は、Shenker et al., *op.cit.*, pp.1-7である。そこでは、SECルール(: Title 17 CFR § 240.13d-3)が、株式証券の「権利の所有」について二重の正規テストを行い、それが、投票する権利(あるいは直接的議決権)あるいは証券を処分する(あるいは処分を指揮する)権利のいずれか一方または両方の保持として、権利の所有を特定する(Title 17 CFR § 240.13d-3.) 点に言及し、このテスト下、所有の決定のために少なくともひとつの条件が要求されるが、二つのいずれかは要求を満たすことに注視する。すなわち、それは、顧客と投資一任契約を結ぶ等の協定・交渉を通じて名義上の株主となって議決権を行使し、あるいは議決権に含まれる委任状行使権を手にするか、このいずれか一方または両方を、事実上の所有者=支配者の条件と見なす。そこでの後者が『受益的所有者』を特徴付ける。この『受益的所有者』は、一般にいわゆる信託契約による単なる受益権者としての受益的所有者とは異なるため、第1章第1節で述べたように二重カギ括弧で括弧にすることにした。それは、SECによる情報開示要件となる5%所有または支配の意思を持つ場合には10%所有で規定される者を指す。Shenker等が自問して答えたように、この規定でいわれる「直接」的な株主の議決権行使または「間接」的すなわち議決権の代理行使双方でこの要件を満たす程、絶大な権力を持つに至る『受益所有者』群が、BlackRockをはじめ、ビッグ・スリー等の資産運用会社を軸とする機関投資家間の協調・連携によって具体化する。

(2) 小松、前掲書、214頁参照。

(3) 小松、前掲書、214頁参照。傍点は著者。

上、財産名義人は（entitlement owner：entitlement holder（受領権保有者））の代理人において信託契約が結ばれている場合には、出資を行う主体（法的株主）は例えば銀行信託部である。②しかし議決権行使の最終的な帰属および運用成果や配当金の受取り等の株主としての財産権の帰属は、最終的な受益的所有者（真の株主：true owner）である自然人としての実質株主（「顧客」）に帰属させる必要がある。すなわち、委任状システムによる中間に位置する株主名簿上の銀行信託部等の株主と参照持分の経済的便益に対する権利の保有者である出資を担う銀行信託部等もしくは単に信託受益権を引き継ぐに過ぎない、統一商事法典（Uniform Commercial Code: 以下、UCC）第8条項上規定される経済上の真の所有者（true owner）である財産拠出者（entitlement holder）に委任状は供されなければならない。③また資産運用会社は投資一任契約をはじめとする協定・交渉等によっては自ら名義人として直接法的株主になる場合もある。④さらに、例えばBlackRockは、①で見た、例えば年金基金を顧客とする法的株主としての機関投資家等から手数料を受け取って委任状の権利行使の委任を受ける契約を結ぶ場合もある。信託契約や投資一任契約等をはじめとする協定・交渉等によって法的株主に成り上がる資産運用会社を含む機関投資家は、いまや、Title 17 CFR § 240.13d-3で規定される証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：以下、SEC）への情報公開義務基準となる5%および支配の意思を持つ場合には10%を、non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、「調整、合意、関係」等を通じて「共有」し、さらに「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」で、所有権をさえ上回る権能を掌握しうる『受益的所有者』群を構成する<sup>(4)</sup>。ここでは、すでに第1章第1節で紹介し、本章第4節で詳説するDemsetzによる主として1970年代を通じて、持株比率を上げて支配出資者に成り上がった専門経営者と共に、特に21世紀に入って以降15年間で持株比率の上昇を通じた議決権またはその代理行使権、すなわち委任状の行使権利の集中を伴って台頭著しい、NYSE上場で株式企業形態を採るBlackRock等の資産運用会社の、その又個人大株主または相対的個人大株主層を軸芯とする、おそらくは超富裕層を含むであろう支配出資者＝資本家に、急速に集中する会社支配権をめぐる新たな実態像が紡ぎ出されている。

言い換えれば、機関投資家群、さらにその上に君臨する資産運用会社が株式会社なら、その又個人大株主または相対的個人大株主層、もしくは彼らと共通部分をなすであろう数世代または一代で財を成した特に現在65歳以上の超富裕層、および近年増勢著しい遺産相続者としての半分は働き、したがってその多くが経営者層に早くも食い込む階層とその半分は働かない者の中でも会社支配に関心を示すかも知れない階層、またはKoch兄弟のような自社の持株比率を高める所有者としての専門経営者層から構成される以上大きく捉えて三者から構成される直接的または、それら様々な超富裕層と共通部分を有するであろう、財産の銀行信託部への預託を通じた大量・多額の真の所有者（true owner）からなる支配出資者、以上を併せた支配出資者として包括的に捉えることがいまや可能になる。この問題の詳細は、現在まさに進捗著しい遺産相続を取り上げる際に再論したい。

このような、利益集団（interest groups）華やかかなりし頃を彷彿とさせる個人大株主または資産運用会社の個人大株主または相対的個人大株主層を軸芯とする支配出資者への会社支配力の全面的集中の下、合議制下でさえ発揮できる投票権を含む議決権の威力を梃子として、BlackRock等、巨大資産運用会社が、水面下で株主総会開催の1年程前から投資先会社経営陣と会合を重ねて自らの意向を押し付ける状況が今日では一般化している。

ところで、日本に関する実証研究を通じて小松氏が指摘するように、「…専門経営者集団が少なく

(4) 所有権の再編に関するここでの議論は、Shenker, *op.cit.*, p.3を参照。

とも純然たる個人大株主層に匹敵するだけの規模の株式保有を志向する傾向にある…<sup>(5)</sup>ことは、その現象を裏付ける例証を挙げて、説明されている<sup>(6)</sup>。しかし、他方相並んで、それ自身、支配出資者の配下となって働くBlackRock等の資産運用会社の経営陣が、例えば委任状闘争を使って示した当該支配出資者の“voice”を仮にもし運用先の専門経営者が撥ね除けようとするなら、従来の民主主義、キリスト教にも似た合衆国内でいわば血肉と化したウォール・ストリート・ルールに同資産運用会社のみならず、買手寡占が連携して同調して参画し、挙って所有から“exit”する姿勢を見せる場合さえありえ、その場合には特に、当該対象個別資本は、短期主義（short-termism: business myopia）的な財務戦略を自ずと強要されさえするであろう。もしそうであるなら、そこには、支配者層内部に亀裂が走る可能性がある。金融コングロマリットの経営者を含む企業エリート層は、短期の純投資成果を目的とする資産運用会社の意向に反して、可能な限り長期的な経営戦略を指向し始めたからである。その要因については、直ぐ後に述べる。そして、後の第4章第2節で見る、元より意外な程フラックスで不安定な機関所有の実態と特に第6章第4節で見る、今し方指摘した持株数を増やし、資本家階級と概念上、一線を画しながら、尚かつその最前線に立って来たかつての合衆国内の企業エリート層の21世紀以降、〔おそらくは、金融危機を経て、特に金融コングロマリットの復興までの間、傾向の著しかった〕変質、すなわちその後景への退き、黄昏に、同6章第1節でデータの明らかなにする取締役兼任ネットワーク内における巨大商業銀行の中心性の1980年代央以降の急激な低下という事実を重ねるなら、財界を主導する主体の喪失が予感される。言い換えるなら、それは、1980年代央まで金融界全体の金融ヘゲモニーの制約を通じて産業界の専門経営者層を拘束してきた銀行持株会社に改組する以前の巨大商業銀行および各種機関投資家個々の企業支配力の相対的な後退・陰りを意味する。その空隙を埋める存在としてクローズ・アップされてきた主体が、上で見てきた巨大資産運用会社とその又（超富裕層を含むであろう）支配出資者である。だがそれらの存在は、2008年世界金融恐慌以降存続を図ろうとした投資銀行自身転進した銀行持株会社、あるいは投資銀行を一部門として吸収・取得した銀行持株会社（金融コングロマリット）が主役となる新しい銀行界および財界の企業エリート層との間の亀裂をさらに拡げるかも知れない。もとより後の第4章第2節内図4-2「一連の投資家の忍耐度」でも分かるように、商業銀行の貸出は、中小企業向けのリレーションシップ・バンキングを例外として、相対的に短期指向で、産業界の企業エリート層の長期的財務戦略と対立するから、それゆえ、作図の観測点は分からないが、おそらくは金融危機以前の旧銀行界・財界内部そのものの中には会社経営をめぐる時間的視野の違いがあった。他方同図内に見るパッシブ・ファンドの忍耐度は相対的に中期から長期ではあるが、パッシブ・ファンドの中でも世界の53%を占めるビッグ・スリー、BlackRock, Vanguard, State Streetをはじめ、多種多様な運用戦略を有する巨大資産運用会社の目的は、第1章第1節および第2節で言及したBlackRockの会長兼CEOのFinkの行動様式として予め指摘し、後の第4章第2節で特にCarrollの見解によって再確認するように、あくまで傾向としてはあるが、純粋な投資成果にあり、運用先と協同歩調をとる時流のエンゲージメントは敢えて採らず、“voice”よりは従来通りウォール・ストリート・ルール（“exit”）を選ぶ<sup>(7)</sup>。もしこれが現実なら、同図を描いたDeeg &

(5) 小松、前掲書、163頁。

(6) 小松、前掲書、208頁参照。

(7) 長期戦略を指向する企業エリート層に金融危機後の銀行持株会社のCEOはじめ経営陣を含めることは図4-2を描いたDeeg & Hardieの認識と矛盾するが、他ならぬ全米最大の銀行、JPMorgan Chase & Co.の長期指向の経営戦略と整合する。2005年、2006年、2007年、2008年第1四半期、同第2四半期の5期にわたって、大手米銀4行中、Citi Group Inc.のROEが、22.3%、18.8%、2.9%、▲18.6%、▲10.4%、Merrill LynchのROEが15.0%、20.1%、▲27.1%、▲5.4、▲13.4%と共に金融危機後深く急落したのに対し、Goldman Sachs Group Inc.のROEの21.8%、

Hardieの見解とは異なってその時間的視野(忍耐度)は比較的短期であるため、金融コングロマリットと共に歩み始めた新しい財界の株式所有者でもある企業エリート層が望む長期戦略と鋭く対立することになる。金融危機後、従前の通り長期的視野から経営戦略を展望してきたと言われるJ. Dimon率いるJPMorgan Chase & Co.のみならず、その他生き残った金融コングロマリットは並べて、過度なリスク・テイキングと経営者のモラル・ハザードを招いてきた短期主義を見直さざるをえなくなっている(本節内脚注(7)参照)。これが示唆するのは、すなわち、新しい銀行界と財界の経営戦略上の長期的視野の共有と他方における、先に指摘したBlackRock等の大手資産運用会社との間に走る「亀裂」の深化である。この問題では、超富裕層からなる支配出資者の内、会社の存続、ないし持続的成長を目指す会社エリート層の長期戦略を許容する部分と、第1章第3節でも確認したような、傾向として短期の総合利回りを大きくしようとする受益株主となるべき「顧客」が財産を預託した例えば銀行信託部の指示を受ける一方でその「顧客」と投資一任契約を結んで、資産運用に従事する資産運用会社、または、その又個人大株主層ないしは相対的個人大株主から成る部分との力関係が焦点となり、その様相は自ずと企業毎によって変わってこよう。もしそうであれば、一口に支配出資者と言っても、内部に異質な会社の指導原理に係わる目的を持つ二つが共存していることを示唆する。この点は合衆国で古くから続くウォール・ストリートとメイン・ストリートの対立の延長線上に位置し、しかし他面、会社の新しい指導原理の登場さえ示唆する問題として、後の最終第10章第1節で再論したい。

さて、むしろ、すでに第1章第2節で言及したように、会社支配をめぐる問題はそれに尽きない。資産運用会社の大宗であるBlackRockの提供するパッシブ運用のための全社的なプラットフォーム、Aladdin®の投資界を横断する広範な共用による、ほぼ一様ナリスク管理を契機とする時折々の相場乱高下または破綻を契機に果敢に実行される投機が、会社の業績を離れた株価の急落を突如もたらし、尚かつAladdin®のリスク評価の失敗およびAladdin®の共用の世界的拡がりそのものが生み出す相場の偏りによるその破綻という次元を異にする二様のシステミック・リスクの何れか一方または両方に端を発し、かつCDSの多用が加速する世界金融恐慌の進行が、当のBlackRock等の資産運用

---

32.8%, 32.7%, 8.0%, 6.7%の推移と共に、JPMorgan Chase & Co.のROEは、8.0%, 12.0%, 13.0%, 7.6%, 6.3% (久原正治「近年の大手米銀の経営行動—銀行経営分析のミクロ的基礎—」『証券経済学会年報』第51号別冊, 1-34頁, 表1「サブプライム危機と大手米銀のROE推移(%)」; 出所: 各社アニュアル・レポートより著作作成)と、他行に比して安定し続け、CEO, J. Dimonのリーダーシップで同行は金融危機を乗り切って、2011年11月には資産額でBOAを抜き全米最大の銀行となり、その後も順調に資産と純利益を拡大し、ROEは2010-2015年の間も10%前後で安定している。規模と多角化した業務はバランス良く、経営者Dimonは短期の利益追求ではなく長期を見据えた経営を指向していると言われる(Cf., Roben Farzad (2008), "The House of Morgan, Remodeled: Jamie Dimon has Restored John Pierpont's Company, But He's not Morgan Reincarnate", *Bloomberg Businessweek*, July 31, 2008.; Duff McDonald (2009), *Last Man Standing: The Ascent of Jamie Dimon and JPMorgan Chase*, Simon & Schuster, p.131.; 久原, 前掲, 1-3-5頁参照)。久原氏によれば、短期利益追求の強度な誘因が過度のリスク・テイキングと経営者のモラル・ハザードを招き、今次の危機を経て生き延びた金融機関では、複雑で大規模化した組織を改めるために大幅な戦略転換が進められており、その転換に失敗すれば、世界的にも最早かつてのような強い影響力のない大手米銀の生き残りは難しい(久原, 前掲, 1-3-6頁参照)。JPMorgan Chase & Co.のみならず、長期主義に基づく経営戦略が銀行持株会社(金融コングロマリット)に一様に求められる所以である。

データ値53%は、Cf., Haberly, et al., *op.cit.*, p.19. 図6. 2016年におけるアクティブ、インデックス(パッシブ)および上場投資信託上位(ETFs)上位10社のマネジャーの世界的市場シェア; 出所: P&L/Wills and Towers Watson, P&I and PWCをベースにした著者の計算。

また、資産運用会社の短期主義への当為としての対応策としては、取引税の導入、長期キャピタル・ゲイン税の優遇、HFT規制、運用者の誘因構造の見直し、長期集中投資、スチュワードシップ・コードの導入、受託者責任の見直し等が提案されている(淵田康之(2012 Autumn)「短期主義問題と資本市場」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』参照)。

会社諸共、企業を、上場廃止や破綻の憂き目に遭わせ（因みにBlackRock, State Streetは共にNYSEに上場）、場合によっては会社清算に追い込む結果、株主権を体现する株式を文字通り紙屑にし、株式が電子化されている場合には株式そのものがなくなるという意味で、支配構造の「空洞化」とでも呼ぶべき現象が生じる可能性がある。合衆国における現代資本主義社会で会社支配権力を掌握する象徴的主体である他ならぬBlackRockが確立したりスク・マネジメント・インベストメント・プラットフォーム、Aladdin®の世界的規模での広範な共用がもたらすこれがひとつの皮肉な現実的な可能性である。筆者はこの問題に関する一試論を、第6章第2節を中心に展開することとしたい。

## 2.2 自然人としての会社支配主体の究明

さて、小松氏は、自らが構築した経営学の方法の実践で対象とした日本の会社支配構造の解明において、徹底して所有にこだわってみせた。小松氏は奥村宏氏の相互所有に基づく相互信任の論理を循環論であると批判し<sup>(8)</sup>、「もはや機関大株主に匹敵する規模の個人大株主を有しない種類の巨大企業…において、専門経営者から成る経営者集団が、意思決定となりうる株主の序列において第1位を占めるという調査事実は、専門経営者は…、自社の株式所有にきわめて積極的であることを明瞭に示している」。この時重要な事実として、「…専門経営者は、必ずしも自己の好みから個々の自社の株式を取得するのではなく、むしろ集団として一体的に自社株所有を志向する傾向にある…」。「(中略) /…つまり、企業の大規模化に伴って専門経営者が経営者の地位を占めるようになり、しかも集団化するにいたったのであるが、その実、彼らは資本の機能面においてのみならず所有面においても集団化し、支配を志向していると理解される…」。「そして、実際に専門経営者は、少なくとも中小株主層からは明らかに区別されるべきものとしての相対的大株主の地位を、したがってまた相応の支配力を勝ちとるにいたっている…」<sup>(9)</sup>という認識を同氏は示す。その合衆国における当否を問う作業の一端は、H. Demsetzによる研究成果によって見ることで、いま、筆者が対象としたい合衆国における今日的な株式会社の支配構造との対比で見て、取り上げたい問題点は二つある。

第一は、1967年の0.397から2017年の0.482まで所得格差を示すGini係数が傾向的に上昇し、国内の経済格差に最早歯止めが効かない状況にある合衆国<sup>(10)</sup>において、専門経営者が成り上がった個人大株主ないしは相対的個人大株主層の登場と共に、いま尚存在する、かつてのRockefeller, Mellon等の一族を構成した個人大株主を彷彿とさせるKoch兄弟をはじめとする基本、共和党支持者である超富裕層もまた、零細な例えば401k株主と同様、ミューチュアル・ファンド等の機関投資家を活用するのか、それとも、Berkshire Hathaway Inc.のような投資ファンドを直接使うのか、あるいはまた独自のインハウスの運用方法を持つのかという問題である。一般に指摘される所では、彼ら超富裕層の場合、零細な持分投資者とは異なり、銀行信託部等と信託契約を結んで、議決権行使の意思を伝え、あるいは直接、株主総会に出席して議決権を自ら行使するケースもある。だがこれも稀なケースである。その実態の如何である。これについては特に一族による財団の活用および現在増勢著しい遺産相続を通じて成り上がった特に35歳以下の半数が働かない超富裕階層に関連して本章第4節で再読したい。

第二は、資産運用会社はじめ、機関投資家との関連における現代における資本家規定の如何であ

(8) 小松、前掲書、200-209頁参照。

(9) 小松、前掲書、207-208頁。小松氏は、この結論に先立って、日本における上位12行の経営者集団持株比率の対株主平均持株比率でみた倍率20.5倍、同規模一般11社（除く日航）の同倍率108.4倍、公益12社でみた同倍率111.1倍という経営者の相対的大株主としての地位を示すデータを算出し、証拠付けている（小松、前掲書、172頁-176頁）。

(10) Gini係数、Theil指数の推移や出所については第1章第2節内脚注(117)を参照されたい。

る。解明の契機は、前者の機能をどう見るかにある。小松氏は制度を重視した方法として、Veblenの進化論を重用した。また唯物論の視角から、専門経営者の大株主志向やその利潤追求的思考様式の中に現代における資本家規定を見て取った。これと相並んで、同じく制度を重視するなら、会社支配権を掌握する主体は、第1章第4節ですでに少しく垣間見たように、年金基金等の機関投資家傘下の各ファンドとビッグ・スリーを軸芯とする資産運用会社間の議決権信託関係について、CFR下SECが再採択した2011年7月16日発効の報告義務基準5%および支配の意思を持つ場合には10%を「調整、合意、関係」等を通じて、(non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に)「共有」し、その上「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」でさらに所有権をささ上回る権能を掌握しうる『受益所有者』すなわち機関投資家の頂点に立つ資産運用会社群のその又個人大株主または相対的個人大株主層を軸芯とする支配出資者に実質的に移行してきていると見るべきであろう。小松氏が北原勇氏の「会社それ自体」論を観念論として明確に否定すること<sup>(11)</sup>は、あくまで自然人としての会社支配者としての資本家の存在を現代資本主義において具体的に究明・抽出しようとする方法的姿勢を貫く同氏の見地からすれば当然であろう。

株式会社の所有の二重化によってひとたび擬制資本と分離した現実資本に対する所有権が株式を媒介に相対的個人大株主層によって間接化する点を認めつつも、同氏は次のように述べる。「——たしかに、株式会社においては出資者は株主という形で直接的には株式の所有者となるのであり、現実資本に対する所有権は株式を介して間接化する。したがって、株主が自由に処分しうる対象は株式であり、現実資本ではない。このかぎりでは、企業資産に対する株主の所有権は制約を受けることになる。ただし、出資の払戻しの可否ということになれば、株主は株式譲渡によって、流通市場からではあるが、いつでも出資を回収できる…。そもそも、株式会社形態の直接の契機が合資会社における持分出資者の持分譲渡の困難性＝出資の回収の困難性を解決することにあつたことを、忘れてはなるまい。しかも、それ以上に重要なことは、合名会社であれ合資会社であれ、そして株式会社であれ、支配出資者にとっては、出資の払戻しが自由という意味での所有権よりも、出資資本の資本としての運用の方が重要であるということである。すなわち、出資の払戻しは支配出資者であることをやめる人間にとっての問題であり、支配出資者が支配出資者であろうとするかぎり、彼らは資本の安定——出資払戻しの自由からの現実資本の解放——を志向するのであって、そのかぎり株式会社はその志向を完全化させたものにほかならない。したがって、現実資本に対する所有権の間接化はむしろ支配出資者にとっては目的的なものであり、これをもって株主一般の所有権の実質が「損われた」と〔北原氏が〕みることは問題であろう」<sup>(12)</sup>。同氏は後に回顧して、所有を重視する方法的姿勢から物神論もしくは物象化を支柱とした会社自体論を退けた理由を述べている。「…経営者が企業の利益を追求することについては、「物神論的な」説明が存在した。経営者は資本の「機能者」であり、機能者であるかぎり、所有による支配の有無にかかわらず、資本の増殖（利益の追求）を第一とせざるをえないという考え方である。筆者が所有にこだわったのは、このような物神論的な説明に与しえなかったからであるが、今日の筆者は、むしろ経営者が利益を追求するのは、独自に組織それ自体の維持・発展を考えるからであるという結論にいたっている」<sup>(13)</sup>と自説を披露し、従前において自身が所有にこだわりすぎた旨を述べている。その場合、専門経営者がその地位に就いて以降自社株の持株比率を増大さ

(11) 小松章(1988)「現代巨大企業における支配の構図(3)——北原理論をめぐる——」『埼玉大学経済研究室。社会科学論集』第63巻、94頁参照。

(12) 小松章(1986)「現代巨大企業における支配の構図(1)——北原理論をめぐる——」『埼玉大学経済研究室。社会科学論集』第57巻、25頁。

(13) 小松章(2013)「株式会社をめぐる問題認識の整理」『埼玉大学。社会科学論集』第139号、特別寄稿、45頁。

せる傾向を見せるという現実を重視する理論上のスタンスを否定はしないまでも後退させるかに見えるが、しかし、仮にそうであるとしても、基本的に個人大株主、それが見出しえない場合には「相対的な個人大株主（層）」による支配を重視する姿勢に変わりはおそらくなく、従って法律的な株式所有を離れた専門経営者の自立についても否定的見地を貫くものと推察される。もしこの点で同氏の理論的見解が従来通りであるなら、その見解に筆者は同意したい。

尚、先の現実資本の所有の間接化を、擬制資本である株式の所有者による迂回的な現実資本との接合として認める論者として村田稔氏がいる。同氏は述べる。「…所有の面からみれば、株主が直接所有するのは擬制資本たる株式であり、会社資本として自立化した現実資本は会社法人あるいは会社自体によって所有されている。そしてこの所有の二重化のうえに立って会社機関の地位につく者を株主総会で決定するという迂回したかたちで両者の結合がおこなわれる」<sup>(14)</sup>。先に見たように、小松氏は、「現実資本に対する所有権の間接化」を「むしろ支配出資者にとっては目的的なもの」と見なすわけである。

先の小松氏の見解における「支配出資者」の形態的变化とその構造的支配への転換について同氏の言葉を借りて記しておきたい。

「…企業の巨大化に伴う株式の分散によって、「個々の株主達」は支配力を喪失する。やや図式的にいうならば、一方で機関株主（非個人株主——したがって機関投資家のほかに事業株主をも含む）の台頭によって個人大株主の地位が相対的に低下する。他方、機関株主それ自体の分散により、個々の機関株主の持株比率も低下する。もとより、実際にはこの両過程が重なり合いつつ同時進行する形で、結局、個人・機関を問わず、いかなる特定の大株主といえども、単独で企業を支配することが不可能となる。そのかぎり、「個々の株主達」は支配力を喪失する。しかしながら、このことの意味は、大株主が絶対的存在から相対的存在へと変化したということであって、大株主が支配力を喪失したということでもなければ、まして大株主が消滅したということでもない。つまり、大株主が絶対的な規模（持株比率）で存在した段階では、企業の支配は、まぎれもなく当該の特定大株主に帰属した。これに対し、特定の絶対的大株主が消え大株主が相対化した段階では、支配は相対的個人大株主層の全体に、換言すれば構造としての相対的個人大株主「層」に帰属するのである。だから、個々の大株主から失われた力がどこへ行くのかというのであれば、それは構造としての大株主へ、ということになる。より端的に言えば、絶対的大株主による企業の個別的支配から、相対的個人大株主層による企業の構造的支配への移行——これこそが事態の本質にほかなるまい。/ところで、こうして導かれた事態の下では、もはやいかなる特定の大株主も単独で支配力を行使することはできないのであるから、経営者（専門経営者）は、いかなる特定の大株主の個別的支配からも解放される。相対的個人大株主層は構造としてのみ企業の支配主体として君臨するにすぎない。このかぎり、専門経営者支配が、現象として完成する。それゆえ、専門経営者支配の現象的完成は、支配主体が株主（絶対的大株主）から「会社それ自体」という非人間的メカニズムと移行したことの帰結と考えられるべきものではなく、支配主体としての大株主そのものの構造化——絶対的大株主から相対的個人大株主層へ、という大株主実体の変化——の帰結として考えられるべきものである」<sup>(15)</sup>。これがあくまで所有にこだ

(14) 村田稔 (1982)「現代株式会社の支配構造」岩田巖雄・高橋昭三編著『現代証券市場と企業財務』大月書店、所収、第4章、165-166頁。尚、株式会社における所有の二重化を指摘した Hilferding 自身は、本文中すぐ後に北原氏の見解との関連で見るように、現実資本の所有の間接化は一部の支配株主によって媒介されると説く (Vgl. Hilferding: *Das Finanzkapital*. 前掲訳 (上), 261頁)。

(15) 小松章 (1986)「現代巨大企業における支配の構図 (2) ——北原理論をめぐる——」『埼玉大学経済研究室. 社会科学論集』第59巻、22-23頁。

わった小松氏による現代巨大株式会社の支配論の結論である。

ところで、北原氏と共に、同年1984年公刊の著書において、しかし会社資本の「物象化」論を理論的支柱に、独自の会社自体論を明示した論者として植竹晃久氏がいる。「…株式会社企業の意味形成と経営執行の機能が個々の出資者の手を離れて客観的な機関のうちに対象化されてくるのは、株式会社が株主とは独立の人格（法人格 legal entity）を付与され、「会社自体」が1個の人格として現われてくるのと軌を一にしている」<sup>(16)</sup>。この場合の「独立の人格（法人格 legal entity）」とは、「株主とは別個の主体、現実資本の直接人格化されたもの」<sup>(17)</sup>を指す。「一般に現実資本の所有主体たる会社自体、企業自体 Unternehmen an sichは、株主の団体である社団法人として理解されている。そしてこの理解に立つかぎり、個々の株主の代表としての会社自体を考えるほかはない。だがこれは現代の法体系では現実資本それ自体に直接人格をあたえる法技術が存在しないためである」<sup>(18)</sup>。尚、専門「経営者が非所有者であるにかかわらず」会社自体が所有する「現実資本の利用を相対的自律性をもっておこなう」ものと見なす認識においては「支配力の根拠」は「占有」に求められることになるという見解を村田稔氏は示す<sup>(19)</sup>。これは、Hilferding的な所有の二重化を採る見解における「会社自体によって所有される現実資本」の自然人としての専門経営者による支配力の寄り何処となる源泉に関する解釈のひとつとなろう。（植竹氏が明示した「物象化」論については少し後で節を改めて吟味したい。）

但し、Hilferdingは所有権の二重化についての認識<sup>(20)</sup>を示した同じ文献中の別箇所「資本家たちは、彼らの大部分がその管理について容喙しえないような一会社を形成する。生産資本に対する現実の処理権は、そのただ一部分を現実に拠出したにすぎない人々に帰属する」<sup>(21)</sup>と述べている。北原氏は、この自然人としての「支配株主」の存在に固執する見解は、かえって株式会社を資本制企業たらしめている関係を見損なうことになりはしないだろうか」と危惧し、「…現代巨大企業の本質を分析するためには「会社それ自体」による所有の実質化という観点が不可欠だ…」と指摘する<sup>(22)</sup>。同氏はその上で、「会社それ自体」によるその支配行為は、自然人を構成員とする会社内部機構＝経営管理組織」の「頂点に位置し、自己の責任において当該企業の最高戦略を決定し、それを実行させるべく管理組織を統括して、企業活動全般のコントロールを遂行していく存在」である「株式所有が極度に分散したために自己の持株の力でトップ・マネジメントの位置を掌握できる大株主が存在しなくなった巨大企業」下における「単なる管理者」＝専門経営者」になると説く<sup>(23)</sup>。

だが北原氏の理論的特徴のひとつは、経営者のコントロールを「制約」する総体としての株主層の位置付けにある。いま、企業形態の発展過程の論理の上からも、一般零細株主である持分出資者と支配出資者＝資本家を概念上、峻別すべきであるとする小松氏の正論<sup>(24)</sup>を措くとしてしよう。

さらにまた、北原氏は「株式会社をして資本制企業として運動するように、自己の意思をおしつけている存在は株主（一般）である」<sup>(25)</sup>と述べていた。これは、株式会社の出資が、社会的規模に及ぼうともいぜん「私的」性格をもつことの理由として重要である。だが、その意味は、むしろ株式会

(16) 植竹、前掲、107頁。

(17) 村田稔、前掲、166頁。

(18) 村田稔、前掲、166頁。

(19) 村田稔、前掲、171頁参照。

(20) Vgl. Hilferding; *Das Finanzkapital*. 前掲訳（上）、287頁。

(21) *Ebenda*. 前掲訳（上）、261頁。

(22) 北原、前掲、107-109頁。

(23) 北原、前掲、192頁。

(24) 小松「現代巨大企業における支配の構図（1）——北原理論をめぐって——」前掲、31頁参照。

(25) 北原、前掲、118頁。

社の資本が株主の出資になる私的資本であるということ自体によって株式会社は資本制企業として運動せざるをえない、と理解すべきである。そして、この関係は「規定」的關係である。それは、けっして株主が結合して潜在的支配力を行使する可能性をもつがゆえに、すなわち制約をもつがゆえにそうである——と理解すべきではない。事実、経営者が無能である場合に結束し潜在的支配力を行使する可能性をもつのは、けっして株主一般なのではなく、支配的株主——過半数所有者のみならず、〔北原〕教授のいう「中核の大株主」や「複数強力株主」をも含む概念としての——なのである」という小松氏の持論・正論<sup>(26)</sup>もここでは敢えて措くとしよう。

筆者がここで注目したいのは、北原氏の次の叙述である。

「持株比率としてはきわめて低率とはいえ、絶対額としては大量多額の株式を所有する大株主達が中心となって株主総会へ出席、委任状獲得を通じて〔業績の悪い会社の経営者の〕辞任を要求するという形をとるばあいもある。また、かかる事態のもとでの株価の低落は、従来の大株主や新しい他の大会社・大資産家がこの機会に安価になった株式を買い占め、信用を失った経営者に代わってその地位を得ようとする動きを刺激し、表面化させる。したがって、このような蓋然性が大きいことを見通した経営者が、自ら辞任するというばあいもある。ともあれ、株主は、経営者の無能や重大な失敗によって、一定率の配当・株価の維持という条件が充足されなくなるばあいには、経営者に対する制裁手段を終局的にはもって」おり、「経営者の経営政策・決定に対して基本的に一定の“棒”を与えて…」<sup>(27)</sup>、(中略)「株主の所有の実質が失われ形骸化の極に達したことと対応して、株主による「支配」への参加も、このようなきわめて消極的な、そして平常は目に見えない形でしか存在しないのだが、他方、それはどんなに形骸化しても最終的には共同所有たる質を完全には失わないかぎりにおいて「支配」へ参加する…」<sup>(28)</sup>という事実である(ここでの引用で傍点を付したのは、先の小松氏による株主層の二極化を忘れた論議である点に注意を促すためであるが、それも敢えてここでは措きたい)。ここで特に注意すべきは、究極的には「会社それ自体」の所有を基礎に経営管理を具体化すべき専門経営者の場合によっては罷免する能力を株主が合議の場を以て持つ<sup>(29)</sup>という事実を北原氏自身が認めている点である。この点は、とりも直さず会社それ自体の「コントロール」を株主の「制約」が凌駕する場合があることを意味する点で大変重要である。

しかも、すぐ後の本章第5節で詳説するように、合衆国証券取引所法13d-3で確認できる再編された株主の所有権の中でも、21世紀に入って以降約20年間で、顧客との投資一任契約を含む協定・交渉等を通じて株主(mandate owner: 委任契約所有者)に成り上がって来たビッグ・スリーをはじめとする資産運用会社を軸芯とする比較的少数の巨大機関投資家群への議決権の再集中、あるいは間接的な『受益的所有者』としてのBlackRock等、Shenker等のいわゆるnew mandate owner(新しい委任契約所有者<sup>(30)</sup>)としての(少数)資産運用会社への議決権の代理行使すなわち委任状行使権の極度の集中を基礎に、株主総会等の合議の場で、BlackRock等がその支配出資者の配下で協調・連携して支配者へと成り上がりはじめ、その実質的権能が大きくクローズアップされているのが昨今の会社支配をめぐる最も重要な現実である。先の北原氏のいわゆる「コントロール」に相対する株主による「制約」はこの現実において最早否定できない常態となっているのである。

(26) 小松「現代巨大企業における支配の構図(1)——北原理論をめぐって——」前掲、34頁。

(27) 北原、前掲、197-198頁。

(28) 北原、前掲、198頁。傍点は筆者。

(29) 本章次節内脚注(44)で述べるように、物言う株主の圧力に屈した合衆国におけるCEOの解任劇は2017年7月18年現在、過去一年間のみ遡る場合にも、大手企業間で頻繁に起きている。

(30) Shenker, et al., *op.cit.*, p.3.

## 2.3 「物象化」による会社自体論、およびJ. Scottのいわゆる「利益連関集団による支配」の合衆国における具体化

植竹氏の「物象化」による会社自体論に戻ろう。

同氏による立論の出発点は、「所有と経営の分離」であり、この「現象が株式会社形態において際立って生じてくることの一つの基礎は、この形態にあっては出資者の現実資本にたいする関わり方がきわめて間接的・媒介的になっているという点にもとめられる」という。「すなわち、そこでは出資者としての「意思」形成ならびにその執行・管理の機能は特定の個々人の出資者の手をはなれて、一定の制度機構のうちに対象化・客観化され、そうした制度機構を介して、不特定多数の出資者の意思統一がはかられ、また現実の経営が遂行されるようになる」<sup>(31)</sup>。「…株式会社機構のもつこうした物象性は、株式を所有する主体さえもが自然人ではなく「機関」ないしは「法人」となって現われてくるとき、一層進化した姿で現われてくる」<sup>(32)</sup>。すなわち「…法人自体は意思行為の主体（具体的な経営の担い手）とはなりえないことから、これを当該の機関ないしは法人の経営者が媒介することになるのであるが、彼らは、いまでは単に特定の個人の大株主達のいわば被傭経営者（hired manager）としてではなく、まさに法人の「意思（価値増殖＝資本蓄積）の担い手＝行為者として立ち現れてくる…」。「…こうした転倒形態（本来は人間の創造物であるはずの企業制度＝『会社』が、個々の人間主体から分離・独立し、逆に人間がそれに奉仕するものとして、さらには人間を支配するものとして現われてくるという、高度に物象的な転倒形態）は、萌芽的には単独資本から結合資本への移行とともにすでに生じてくるのであるが、それがもっとも際立った形で現われてくるのは株式会社企業においてであり、とりわけ多数の株主を有する大規模化した株式会社企業においてである」<sup>(33)</sup>。「こうした転倒は、自然人たる個人に代って法人自体が株式の所有者（出資者）となって現われるとき、一段と完成された姿をとってくる。そこでは、いわば生身の資本家は後方に退き、「法人」自体が資本家（資本の人格化としての資本家）として登場し…、すなわち、かつての個人的な資本家像は舞台から消え失せて、いまや非人格的な法人相互が所有と支配の主体と客体とを形成している…」<sup>(34)</sup>。

以上は株式会社の成立において現われる資本の二重化を基礎とする一つの見識であろう。

しかし筆者は、自然人としての株主による会社所有と支配を、以下の幾つかの現実を統一的に概観できる視角として重視したい。①後に本節・本項で取り上げるように、とりわけ21世紀に入って以降20年足らずの間に急速に進捗したBlackRock, Vanguard, State Street, このビッグ・スリーによる会社所有、すなわち、2015年現在、合衆国上場会社1,662社でビッグ・スリーの平均した所有数で17.6%を超えるという再度の上位資産運用会社を軸とする機関投資家への極度の株式所有（mandate ownership）の集中、および、信託契約によらずとも、委任状行使権を、手数料を得て与るFichtner等のいわゆるnew mandate owners（新しい委任契約所有者＝アセット・マネジャー）<sup>(35)</sup>に集中する大きな支配力、②「現代のRockefeller一家」といわれるKoch兄弟等のいま尚存在する大富豪<sup>(36)</sup>による直接、または信託契約を通じた間接的な持株、および③直ぐ後に言及する、2007年現在、キャピタル・ゲインの75%を占める最富裕層上位1%の大部をなすであろう特に35歳以下の（単なる持分出資者としての信託受益者または支配出資者のいずれにもなりうる）新興超富裕層を生み出す現在増勢著

(31) 植竹、前掲、106頁。傍点は筆者。

(32) 植竹、前掲、107頁。

(33) 植竹、前掲、119-120頁。

(34) 植竹、前掲、120頁。

(35) Cf. Fichtner, et al., *op.cit.*, p.3, 原典図1：委任契約所有を通じた資産管理の分離, & p.4.

(36) Cf. Schulman, *op.cit.* 前掲訳。

しい遺産相続、④この後直ぐに節を改めて見る専門経営者の持株水準の相対的な高さ、以上の四点の内、後三者中②③についてはその該当者、④については、支配を志向する者、そして①に関してはBlackRock, State Streetに代表されるNYSE上場の株式企業形態を採る資産運用会社の、その又個人大株主または相対的個人大株主層を、これら三者と相並ぶ自然人としての今日の巨大会社の支配出資者＝資本家として規定できるであろう。ビッグ・スリーの内、Vanguardは、株式企業形態ではなく相互会社の形態を採っている<sup>(37)</sup>。Vanguardは、先ずVanguard fundsによって所有され、次いで、そこに参加者 (participants:「顧客」) が出資する「相互」的なミューチュアル・ファンドとしての形態を採っている<sup>(38)</sup>。むしろその場合にもVanguardの蓄積率の極大化または、同社の存続のために要する利潤の追求が目標となり、また、究極的には出資者全体としての構造によって支配が規定されていると見なすべきであろう<sup>(39)</sup>。

尚、植竹氏が取り上げた理論として別途注目すべきは、J. Scottによる「利益連関集団による支配」(control through a constellation of interests) である。これは、「大株主が実効的占有 (effective possession) を有する立場にありながら提携者の連合体を形成していない状況」、「どんな連合体も少数支配を達成しえないが、しかし取締役会は実効的占有を有する人びとの権益を無視することができない」状況、「少数支配ならびに経営者支配の状況のいずれとも異なった」状況のもとでの支配様式を指す<sup>(40)</sup>。同氏によれば、この傾向は、「…特定の同族や利害関係者による「人格的な占有」(personal possession) から、諸所有利害関係者の混交になる「非人格的な占有」(impersonal possession) への発展によって、特定の利害関係者と特定の会社との直接的な結びつきが分析されてきたことを反映する…」<sup>(41)</sup>。そして、いまや人格的な大株主達が株式会社の資本を実効的に占有し、支配(『戦略的支配』=全社戦略の決定)を行うように…なり、「かつての人格的な所有と支配の形態とは違った機構と方式を介して「所有と支配の結合」が貫徹している点が強調されている」<sup>(42)</sup>。植竹氏は、情報ネットワーク形成を中心的機能とする取締役連結が、どのように資本集中に裏付けられているかに関する一層の分析の必要性を指摘しつつも<sup>(43)</sup>、「取締役連結は『支配』(control)ではなく、『制約』(constraint)を意味する。そこでの制約ないし『規制』(regulation)はB社に対するA社のそれではない。むしろ、それは株式会社システムの構造に固有な制約、つまりA社およびB社の双方に対する一つの全体としてのシステムによる支配…」<sup>(44)</sup>という点を強調していることは、今日の高度に物象化した株式会社機

(37) Rock, *op.cit.* 同稿にはページの割り振りが無い。6枚目の「3. The governance of money managers」を参照。

(38) Vanguardはその「ユニークな顧客所有構造によって、同社を所有するファンドの株主により低い出費という形で利益を還元し、それが時間的により多くの同社の資金獲得を支える。言い換えれば、Vanguardは「相互的」なミューチュアル・ファンドとしての構造を採っており、その利益は「顧客」の利益と完全に一致し、会社を所有するファンドの株主が「顧客」なので、所有者にとっての最適さと「顧客」にとっての最適さを比較考量する必要が初めからない」(Cf. <https://about.vanguard.com/what-sets-vanguard-apart/why-ownership-matters/> (2019/02/12))。

(39) 小松「現代巨大企業における支配の構図(2)——北原理論をめぐって——」前掲, 51-53頁参照。

(40) Scott (1979), *Corporation, Classes and Capitalism*, p.41. 前掲訳, 40頁; 植竹, 前掲, 123, 131頁(原典, 第6章注23) 参照。

(41) Scott (1979), *Corporation, Classes and Capitalism*, pp.59-60. 前掲訳, 59-60頁; 植竹, 前掲, 124頁参照。

(42) 植竹, 前掲, 124頁。

(43) 植竹, 前掲, 127頁参照。

(44) Scott (1979), *Corporation, Classes and Capitalism*, p.103. 前掲訳, 107頁; 植竹, 前掲, 127-128頁参照。尚, 第1章脚注(4)で、すでに少しく引用したように、J. Scott (1997), *Corporate Business and Capitalist Classes*, Oxford University Pressで展開される非個人株主支配説を克明に跡付け、その特徴をまとめた労作として、村田和彦(2006)『企業支配の経営学』中央経済社、所収、第2章「非個人株主支配説の検討——スコットの企業支配論の研究——」がある。同氏の紹介によるScottの会社支配論は大要以下のようなになる(頁は村田和彦、前掲)。

構を解明していく上できわめて示唆に富む指摘であると評価する<sup>(45)</sup>。ここで、占有概念は、所有権を離れた実効支配の拠点となるものの、所有者等に占有を回復させる裁判所命令や占有権とは区別される権原をめぐる本権訴訟という法概念で象徴されるように、それは絶対的な法的権限ではない点では、これに同意できる。しかし、物象化による会社自体論は自然人による所有を離れた支配の主体および根拠を認める点で肯定できないように思われる。すでに述べたように、また以降繰り返すように、所有権の再編によって自然人としての株式所有から一部の権利が名義人としての機関株主に分離・割譲されるケースもあり、この点再三指摘するように、小松氏による議論でも生命相互保険会社を除いて、特に取り上げられることのなかった年金基金をめぐる所有権の再編上、自然人に財産権として帰属することが法律上担保されながらも、委任状の権利は、複雑な連鎖をなす場合もある信託契約等を含む協定をいわば遡行する事務手続きを取って行使することが困難ないしは事実上不可能であ

支配は個人あるいは集団的行為者が株式会社に帰属する「権力 (power)」を発動する能力を持つ構造的関係を表わす。それは「制御 (rule)」=管理から区別され、その制御とは意思形成への関与またはビジネス・リーダーシップへの参加である。企業の制御者は、所有権に固有の現実的能力を行使し、それは支配の構造によって制約される。支配の中心は、会社の指導者が構成する制御機関の決定力にある。資本の動員と蓄積との関連で重要なのは「戦略的支配」である。それを行使する機構が取締役会であり、その権力の究極的基礎は、議決権を通じてトップ・マネジメントを任免する能力である (77-79頁)。Scottによれば、産業資本主義社会は所有と支配の個人的形態から非個人的形態への転換を経験した。すなわち株式会社という法律形態の出現でもって株式会社それ自体 (本稿で見たHilferdingのいわゆる「会社それ自体」) がその会社財産の所有者になった。株主は擬制資本を持つに過ぎない。個人株主は村田稔氏が述べたように (第2章第2節内脚注 (14))、間接的個人所有者となる。その場合、会社支配を実際に担う主体は、先に植竹氏の解説で見たように、他の対抗集団がない場合には、少数株主となるが、それは、株式の分散の程度によって不安定である。彼は、上位20位までの機関大株主の合計の株式保有比率が少数支配を可能とする持株比率として10%以上が適当と考える。分散の極地には経営者支配があるが、同経済では会社相互間株式所有の成長があるため、経営者支配は成り立たず、その成長基礎として展開されたのが、「諸利害の星座状連関による支配」(control through a constellation of interests)、先の中村・植竹両氏の訳出では、「利益連関集団による支配」である。この形態は主要な株主が相互に緊密な提携者ではないため、少数支配に必要な統一性を持っていない。すなわち凝集力ある支配集団が欠如している環境に適合している。「…利害の星座状連関による支配」は「…株式の相当量が、株主のうちの小さいがしかし散漫な集団 (a small but diffuse group of shareholders) の」手中に集中しており、かつ残余の株式は広く分散している…」場合に限られ、「株式が完全に分散していないかぎり、経営者支配の本来の概念」が「適用される」ことはない (Scott (1997), *Corporate Business and Capitalist Classes*, pp.50-51, 村田和彦, 前掲書, 88頁参照)。また銀行は会社間回路網を取巻く影響領域の中心ではあるが、構成会社に対する規則的・反復的で長期的な権力・支配関係に係わってはいない (100頁)。

尚、Scottもまた、通論に違わず、議決権を通じたトップ・マネジメント (取締役会メンバー、執行役員、CEO等) を任免する能力に権力の究極的基礎を求めているが、合衆国では、後の本章第5節および同節内脚注 (77) に見るように、取締役に限れば、その解任は正当な理由なくしてはできない旨、会社の定款で定めることが可能で、かつ期差任期制を採用している場合には、取締役を解任することはできない。しかしCEOの特に物言う株主による圧力を受けた解任は頻繁に行われている (2017年7月18日現在、過去一年間で同事情により、Arconic, Buffalo Wild Wings, CSX, Etsy, General Electric, Pandora Media, Perrigo Company等の大手会社のCEOが解任されている: kotorapress (2017/07/18) 「米国CEO、解任ラッシュに直面。CEOの深い苦悩とは」(<https://www.kotorapress.com/archives/2349> (2019/03/04)) 参照)。また、村田和彦氏の紹介に拠るScottの機関株主と運用先会社間関係であるが、前者は後者に「閉じ込められる (locked in)」傾向にあり、そのため、「介入戦略 (a strategy of intervention)」(本稿で使う用語 “voice” と同義と考えられる) を探らざるをえないという (101-102頁)。しかしすでに見たDavisやCarrollの認識、そして私見によるなら、合衆国での現実には、Scottの指摘とは異なり、BlackRockの会長兼CEOであるFinkの述べる通り、短期的な “voice” (「介入戦略」) が奏功しない場合、1-2年の間で “exit” という戦略に取って代わられている。機関株主が、より能動的な主体に変わってきたというScottの論点 (102頁) とDavisやCarrollの認識との違いを留保点として、上記の論調に重なる別の論者の認識については、さらに、第4章第2節内脚注(27)を参照されたい。

(45) 植竹, 前掲, 128頁参照。

る点には注意する必要があるが、しかしそれはあくまで、零細な一般投資家＝持分出資者に限られる話である。所有権の再編上、権能を増した資産運用会社の、その又個人大株主または相対的個人大株主層または超富裕層、さらには持株を増やす専門経営者の掌中に、会社資本の所有権は間接化された形で残るため、物象化論に基づく会社自体による会社財産所有の論理には遂に与しえない。むしろ、例えば、BlackRockの会長兼CEOであるFinkの同社の持株比率は2018年4月16日現在、僅か0.7%にすぎないことでも分かるように<sup>(46)</sup>、株式会社としての資産運用会社の専門経営者自身の自社株所有比率は低い場合もおそらく多いであろう。しかし重要な点は、①彼ら経営者は、巨大企業一般の経営者ではなく、法的株主の議決権およびその委任状権限を併有した絶大な権能を持つ資産運用会社の相対的個人大株主層の構成員として構造的に自社を支配しており、かつ②第7章第3節で詳説するようにBlackRock, Vanguard, State Street, J.P. Morgan等、グローバルなネットワークの中枢をなす世界の上位投資家20社中15社は、互いに直接的な5%のブロック所有者であり、それゆえ、同ネットワークは著しく密集した相互に結び付合った中枢であり、それによりおそらくは相互に自社の維持・発展のための財務的基盤を強化し合っているという現実にある。もしそうであるなら、当該中枢金融機関の専門経営者層を含む相対的個人大株主層＝支配出資者は、それら金融機関を、いわば盤石な媒体のツールとして、自然人たる自身が構造的に配下に治める同ビッグ・スリー等、巨大金融機関の法的株主としての顕著な地位を一層堅牢にしていると見なすのが至当であろう。

しかも、信託契約はじめ、協定・交渉等によって株主となる機関投資家の中でも21世紀以降20年足らずの間に群を抜く大量・多額の株式をグローバルに所有するに至った資産運用会社を軸芯とする機関投資家同士なら、Scottが1970年代末時点で考えていた状況とは異なり、その例えばビッグ・スリーの結合した支配力は、いまや、利益連関集団による支配はおろか、次章第3章で詳細に見るように例えば10%持株基準の少数持株支配にさえ及ぶケースも数多い。

特に合衆国では、株主間での会社支配を含めた合意形成活動の機会・場が早くも1970年代初めから複数登場して来ている。代表的な団体としては、年金基金相互間の集団的な“voice”の第一の手段として1985年に創設された機関投資家評議会、小規模な株主が連携を図る1986年設立の全米株主連合（略してUSA）、機関投資家向けの会社成果と政策に関する詳細な情報を収集・蓄積する1981年設立のAnalysis Group、1972年設立の最大の情報サービス提供元となる投資家責任研究センター研究所（略してIRRC）等がある<sup>(47)</sup>。機関株主は1980年代末頃には、会社の“voice”を通じた圧力を以上の機構を活用しながら連携して強めて行った。彼らによる合併・買収については、1976年ハート・スコット・ロディノ反トラスト改正法（Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 1976）による抑止はあるものの、彼らは、ティークオーバーやバイアウトのファンドへの資金の投下および委任状争奪戦や非友好的株式公開買い付けを通じて開始される株式提供の勧誘（stock solicitations）の二手段を通じて並行行動（parallel actions）を恰も公式に調整を図るかのようになりながら会社支配の実をあげて来た。後者によって買収への効果を高めた事例としてはAT&TによるNCRの買収がある<sup>(48)</sup>。「最高経営責任者を含む、再選に意欲を示す〔NCRの〕取締役会の内4人のメンバー・グループを交替させるための臨時株主総会の開催を求めた。NCRの株の64%余りが1990年代央において機関株主の手中にあって、AT&Tによる買収

(46) CNBC, “BlackRock CEO Larry Fink Surpasses \$1 Billion in Personal Fortune”, published 10:50 AM ET Monday 16 April 2016. (<https://www.cnbc.com/2018/04/16/blackrock-ceo-larry-fink-surpasses-1-billion-in-personal-fortune.html> (2019/02/24)).

(47) Michael Useem (1993), *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Harvard University Press, pp.39-41, esp., 原典表2.4. 「株主のための主要な団体と情報サービス」.

(48) Cf., *ibid.*, pp.42-43.

けが成功するためには、彼らによる強力な支援が必要とされていた。NCRは澁刺として抵抗した。…NCRとAT&Tは、双方共に、彼らの経営者との直接の接触によって、機関株主の支援を求めた。機関株主の対応は公式には組織化されうるものではなかったが、殆どの応えは、大方同じであった。すなわち、AT&Tのオファーは断るにはあまりにも「条件が」良すぎた<sup>(49)</sup>。これは機関株主同士の結束の一例であり、ビッグ・スリーを含む資産運用会社はじめ機関投資家相互間の連携・協力関係の如何、そして、それらが実際に持てる支配力を行使した一例となる。

同様のケースは、後に3章で見るように利益相反に阻まれながらも、いざとなれば、株主総会の一年程前から非公式の会社経営陣との会合を重ねて投資ファンドを束ねるBlackRock等の資産運用会社（asset management firm）が圧力を掛けるような現況においてさらに増加してきているものと推察される。

ところで、例えば三戸公氏が指摘するように、小松氏の指摘する大株主に成り上がる過程を重視する専門経営者＝相対的個人大株主層の形成論を措くなら、機関株主の支配者＝マネジメントを行う者も経営者であり、彼・彼女は所有者ではない、という見解も出てこよう<sup>(50)</sup>。

「人間対人間の支配服従関係の問題に人間以外のものを持ち出すとすれば、それは科学の世界から宗教的世界に足をふみ込むことになる。会社がマスターで経営者は〔、〕サーバントは比喩である。この比喩はそれ自体としては成立ちもしよう。だが、この場合は比喩で…は片づかぬ。経営者は人間だが会社は人間ではない。／かつて、マルクスは資本家を資本の魂をわが魂とし資本の論理をわが論理として行動する人間、資本の人格化存在として画いたが、資本がマスター、資本家がサーバントとは言わなかった。経営者は会社の不滅のためにつくす人間である。会社の不滅が会社にとり社会にとり至上命令となったとき、会社の不滅をはかる決定をおこなう機能を担当するのが経営者だから、経営者は支配者となったのである。経営者個人は任期をもつが経営者という存在自体は、会社にとり決定的な機関であり、それなくしては会社の存続もありえぬ。経営者が、通過集団にすぎないとすれば、人間個人はすべてこの世の通過的存在であり、あらゆる組織体の構成人員はすべて通過集団である。機関所有のもとにおいては、支配的所有機関が識別できようときまないと、所有会社であろうと被所有会社であろうと、すべて会社における最高意思決定の機能を担っているのは、すなわち会社を支配しているのは経営者であり、経営者自身は所有者ではないことこそ銘記」される「べきである」<sup>(51)</sup>。

だが、こうした議論には問題点が二つあるように思われる。第一は、前提の問題で、合衆国における株式所有に関する法的な所有の二分化の一方の「究極的所有者」として相対的個人大株主層に成り上がってきた専門的経営者の存在が度外視されている点である。

## 2.4 専門経営者による持株比率の上昇と超富裕層の財団経由および遺産相続による株式所有

かなりの所有権を確実に表す程会社の株式所有が構造化されたことを示す研究は数少ない。そうした事例があるかどうかを決めるために多様な基準が使用される。「最大の単一構成単位、最大五つの所有の構成単位、最大10の所有の構成単位、あるいはまた最大20の所有の構成単位によって所有される株式部分が、少数株主持分の定義に使用される基準の中でも最たる基準であるが、他方、同時に、発行済み株式の5%、10%および20%が、それら少数株主持分としての所有の重要性を特定するために使用される基準の中でも特に優れている。それら代替的な基準は、多くの企業を「所有者支配」企業として特定するが、むしろ、この基準を厳しく適用すればするほど、当てはまる会社の数は減る（…the number

(49) *Ibid.*, p.43.

(50) 三戸公（1981）「機関所有と支配」『立教経済学研究』第36巻、第3号、41-42頁参照。

(51) 三戸、前掲、41-42頁。丸括弧（）は筆者。

so identified varies inversely with the toughness of the criterion adopted)。とはいえ概略を言えば、大会社の約50%は所有者支配の範疇に入る。/これらの研究は、会社重役が、しばしば特に最大級の株主ではなくとも、株式の成果と高度に相関する所得を受け取っているという事実を一般に捨象するがゆえに、所有者の地位の高さを過小評価している。この相関は、ボーナスのみならず、かなりの程度、経営者の株式所有に由来している。所有と支配はしばしば考えられている程分離してはいない<sup>(52)</sup>。

表2-1 (原典表1)：会社の取締役および経営者の所有権<sup>(53)</sup>。

|   | 単純平均：1973-82 |            |
|---|--------------|------------|
|   | 持株比率%        | 株式時価 (千ドル) |
| 製造会社：   |              |            |
| 1975年のFortune 500の最上位10社                        | 2.1          | 151,621    |
| 1975年のFortune 500の中位10社                         | 19.3         | 124,560    |
| 1975年のFortune 500の最下位10社                        | 20.4         | 27,134     |
| 1975年のFortune 500のリストをなすには小さすぎる〔ランダムに選ばれた〕企業10社 | 32.5         | 66,486     |
| 〔ランダムに選ばれた〕公益企業10社                              | 13.5         | 14,271     |
| 全50社の平均   | 17.5         | 76,623     |

註：全部で500のデータ点（内四つは隣接したデータによる推定）から算出。1973年と1974年のデータについては場合によっては推定を要した。

出所：Value Line Survey of Corporations から入手した経営者による持株の百分率。

上に掲げた表2-1の第1段は、全ての会社、それも非常大きな企業の取締役および経営者によって所有される発行済み株式のかなりの部分を示している。Fortune 500内の最上位10社（1975年ランク）において、10年間にわたって経営者によって所有された平均株式は2%を僅かに超える程度である。だが、500社のリスト内の中位に位置する10社および最下位10社、併せて20社の平均は、発行済み株式の約20%を会社の経営者が所有していることを示し、また、Fortuneのリストをなすには小さすぎる〔ランダムに選ばれた〕企業10社に関する同じ値は32%に上る。経営者の利益を所有者の利益に結び付ける結果の意味を規制が減じると仮定する場合でも、公益企業の経営者によって所有される、より少数の株式の一加除分は意味をなす〔13.5%〕。最大20社の株主はこれらの企業の株式の、平均18%を所有し<sup>(54)</sup>、その結果、外部の株式所有者を含めた場合、上記表2-1における最大級の企業を含め、企業の全集団が、利潤動機が支配する大規模な源泉を表している<sup>(55)</sup>。経営者の所得において、株式ベースの報酬はどれ程重要であろうか。W.G. Lewellenは、1940年と1963年の間の各年度における国の最大級の製造業企業50社で株式、配当所得、およびキャピタル・ゲインの形で受け取られている経営者の報酬額を計算した<sup>(56)</sup>。彼はさらに、経営者が非株式報酬で受け取る税引き後所得も推定した。Lewellenは、最高経営層の株式ベースの報酬は、彼の標本内の全企業の平均で、税引き後所得の4倍を超え、さらに、トップ5人の役員について見ると、全企業について平均して、株式ベース

(52) Demsetz, *op.cit.*, pp.387-388.

(53) *Ibid.*, p.388.

(54) この箇所が“Average over all fifty firms”に対応しているとすれば、「Fortune 500社中30社および同500社に入るには小さ過ぎるランダムに選ばれた10社、そして公益企業10社、合計50社を超える会社における取締役・経営者の平均持分比率が約18% (17.5%)」と見るべきであろう。

(55) *Ibid.*, p.389.

(56) Wilbur G. Lewellen (1969), “Management and Ownership in the Large Firm”, *Journal of Finance*, Volume 24, Issue 2, pp.299-322.

の報酬は所得のほぼ5倍の大きさであった<sup>(57)</sup>。それ程の報酬を経営者に支払うことを許容する「…貴重な資源の所有者〔支配出資者〕が自分の利益に役立たない方向に動くような経営者にわざわざ支配権を委ねると考えるのは馬鹿げたこと…である」<sup>(58)</sup>。

専門経営者の持株にも関連して、第一に、「現代版Rockefeller一家」であるKoch兄弟のような合衆国で50%あまりを占める個人株主の中でも抜きん出た所有者の運用パターンと機能についてはまた別途調べる必要が残る。データ出所の明記はないが、Kock兄弟は、非上場企業として最大級の仮に上場していれば世界の巨大企業ランキング、Fortune500社で17位に位置する年間1,000億ドル以上の利益を稼ぐKoch Industries, Inc.の株式の80%以上を所有していることになる<sup>(59)</sup>。また一般に「…支配株主＝会社自体の自立化、支配株主の会社化・機関化、会社自体の支配株主からの相対的自立化を論じてきた…」村田稔氏が、「…自然人たる個人支配株主の支配者の座からの後退を示しているであろう。だが、簡単にこの衰退を結論してはならない。個人支配株主は種々の対抗策をもって存続を続ける。そのひとつはフォード、ロックフェラーにみられるように財団を形成することにより世代をとおしての株の分散を排除する方法である」と注意を促すように<sup>(60)</sup>、Kock兄弟も、Charles G. Koch Charitable Foundation, David H. Koch Charitable Foundation, Claude R. Lambe Charitable Foundationの3財団法人、併せて「コーク家族財団」<sup>(61)</sup>を利用した寄附を通じて株式の大量・多額の保有・温存を図っているものと推測される。但し、合衆国の財団は選挙活動等に従事する団体に資金を提供することはできず、その支援先は内国歳入法501(c)(3)項に属する非営利団体（以下、501(c)(3)団体）に限られる。501(c)(3)団体は、所得への非課税措置や大口の寄附を期待できる寄附金控除資格など税制上の多くの特典が与えられる代わりに、選挙活動への関与が禁じられ、ロビー活動についても厳しい制約が課されている。シンク・タンクや法曹団体、そして人材育成団体などの大半は、501(c)(3)団体である。要するに、保守系財団が奨励してきたのは、保守派の選挙活動などの支援ではなく、政策立案や人材育成といった保守派の「土壌」を育てることであった。この内国歳入法下では、個人の寄託財産が株式の場合、事業型では30%、助成型では20%の控除限度額を受けることが出来る<sup>(62)</sup>。一方、この501(c)(3)団体としばしば比較されるのが、501(c)(4)団体である。501(c)(4)団体は、所得税の免除のみが認められる代わりに、選挙への関与など広範な政治活動を展開できる<sup>(63)</sup>。

さらに、ノンワーキング・リッチ（non-working rich）と呼ばれる絶対数は少ない小さなグループではあるが、ここ数年で株式はじめ債券、不動産等の相続財産から膨れ上がった十分な利益を得て働く必要もない階層の存在がある。その中の株式資産価値は、企業における報酬の変更や労使関係の变

(57) *Ibid.*, pp.389-390.

(58) Cf. Demsetz, *op.cit.*, p.390.

(59) <https://note.mu/allwaves/n/n01f5ee9fbb95> (2019/1/25).

(60) 村田稔, 前掲, 171頁。

(61) 宮田智之 (2011)「コーク兄弟 (Koch Brothers) についての考察」東京財団政策研究所『現代アメリカ (2007-2015)』(<https://www.tkfd.or.jp/research/america/a00094> (2019/1/26)) 参照。

(62) (公益財団法人公益法人協会理事長 太田達男「米国の公益非営利団体及び非課税団体について」([www.kohokyo.or.jp/research/docs/nonprofits-in-the-us\\_2016.pdf](http://www.kohokyo.or.jp/research/docs/nonprofits-in-the-us_2016.pdf) (2019/1/26)))「表1-3 米国公益団体の寄附税制」出所：IRS Publication 561.526.

(63) 501(c)(4)団体は「社会福祉団体」と定義され、この団体の活動は公共の社会福祉の増進のためでなければならず、営利目的であってはならないが、団体の主たる目的となっていなければ一定の範囲で政治的活動に従事することは許容されている。法案の成立に影響を及ぼす広報活動やロビーイングは当然可能であるが、さらに党派的な方法で候補者を採点することや意見広告も許容される。他方で、直接候補者に政治献金することや独立支出は禁じられている (阿部斉・久保文明 (2002)『現代アメリカの政治』放送大学教育振興会, 153-154頁参照)。

化等でも増加する<sup>(64)</sup>。

この階層の象徴はWalmartの遺産を相続したWaltonファミリーで、「2010年現在、Waltonの富は増大し、他の殆どのアメリカ人の資産は減少し、いまやWaltonファミリーの資産は（全合衆国ファミリーの41.5%を構成する）下位4,880万ファミリーの資産の分配の合計と同じ金額になっている」<sup>(65)</sup>。合衆国は2015年現在、史上最大の資産の世代間移転期にある。内35歳以下の富裕層の場合、その大半が遺産相続人であった<sup>(66)</sup>。株式所有から得る収益に注目すると、1978年には富裕層最上位1%が占める配当収入は全体の20%であったが、2007年にはそれが49%になった<sup>(67)</sup>。彼らはまたキャピタル・ゲイン総額の75%も得ており、次の4%の獲得部分が12.5%という偏りを見せていた<sup>(68)</sup>。2014年には株式市場は2008年の金融危機前よりも活況化していたため、これらの最上位層が投資によって得た収入は莫大で、一層多くのキャピタル・ゲイン総額を獲得していた<sup>(69)</sup>。家族信託の期間は、Reagan政権下の法改正で多くの州がこれを無期限にした。このいわゆる王族信託によって、超富裕一族は相続資金や不動産を殆ど非課税で後継者に委ねることが、何世代にもわたって可能になった。Paul Davis Ryan, Jr. 議員のいわゆるロードマップは、利子、配当、キャピタル・ゲイン、遺産相続の全ての税率をゼロにするというもので、2013年に相続税を払ったのは、1,000件当たり僅か1.4件のみで、その実効税率はたった17%であった。一方、働かない富裕層の主要な収入源であるキャピタル・ゲインに対する税率は2014年には23.8%まで下がった。これは一般所得に対する税率をすら大幅に下回る。さらに、資本資産の所有者の存命中に資産価値が上昇した場合、死亡時までその資産を持ち続けければ相続人は価値上昇分に対するキャピタル・ゲイン税はゼロになる。こうした含み益が合衆国における王族の富の源となり、それが代々非課税で受け継がれることで、さらに富が生み出される。いまや1億ドル以上の遺産価値の半分以上を含み益が占めている。同じ世代の中には、資産運用会社のアドヴァイ

(64) Cf., Robert B. Reich (2016), *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, Alfred A. Knopf, reprint of 2015, Vintage Books, a division of Penguin Random House, c2015 1st Vintage Books ed., p.143. 兩宮寛・今井章子訳 (2016) 『最後の資本主義』東洋経済新報社, 187頁参照。

(65) John Bivens (2012), "Inequality, Exhibit A: Walmart and the Wealth of American Families", *The Economic Policy Institute Blog*, July 17. (<https://www.epi.org/blog/inequality-exhibit-wal-mart-wealth-american/> (2019/06/07)).

(66) Cf., Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, p.144. 前掲訳, 188-189頁参照; Cf., U.S. Trust (2013), "Insights on Wealth and Worth", *Key Findings*, U.S. Trust website, 2013, p.4. 「…相対的に少数派である超富裕層の米国人は自らの所得を資本資産（金融資産や不動産等）に投資してきた。また彼らはその所得の一部を政治活動に投資した。寄附や人脈を通じて直接的に行うほか、所有する企業や団体、彼らの資産を管理している運用者を通じて間接的に行ったりもする。その結果、経済のゲームのルールが、富の蓄積を奨励することに有利なものに変わっていった…」(Emmanuel Saez and Gabriel Zucman (2014), "Wealth Inequality in the United States Since 1913: Evidence from Capitalized Income Tax Data", *NBER Working Paper*, No.20625, National Bureau of Economic Research website, October 2014; Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, p.144. 前掲訳, 188頁参照。

(67) Cf., Supplementary data provided by Congressional Budget Office (2011), *The Distribution of Household Income and Federal Taxes*, table 7, "Sources of Income for All Households, by Market Income Group, 1979 to 2011", Congressional Budget Office website, November 2014. 同文献紹介はReich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, p.253, ch.15, note 144 の同じナンバーリングの第5番目の注が、邦訳では抜けているため、一つ繰り下がって注7になって「前掲書」と表記されているが誤記で、正しくはnote 144の8番目、すなわち注8に上記参照文献が掲載されている。; Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, p.145. 前掲訳, 189頁参照。

(68) Andy Nicholas (2012), "Richest 1 Percent Get 75 Percent of All Capital Gains", Washington State Budget and Policy Center, *Schmudger Blog*, January 17 (<https://budgetandpolicy.org/schmudger/richest-1-percent-get-75-percent-of-all-capital-gains/> (2019/06/08)), Richest 1 Percent Get Three-Fourths of All Capital Gains: Share of total capital gains by income group in 2007; Source: Budget & Policy Center analysis; data from the Congressional Budget Office.

(69) Cf., Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, p.145. 前掲訳, 189頁参照。

ザーに電話で相談する以外に働くことに全く関与しようとしないう者も多い<sup>(70)</sup>。以上のような超富裕層に関する事実に、すでに分かっている、non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、SECへの報告基準5%所有、および支配の意思を持つ場合には10%所有をさえ超える支配力が、資産運用会社群、同会社が株式企業形態を採る場合には、その又支配出資者に益々集中しているという事実を重ねると、以下のようなことが推察される。

株式企業形態を採るBlackRock, State Street（共にNYSE上場）等の資産運用会社の、その又①個人大株主または相対的個人大株主層すなわち支配出資者であるが、その実体は、それら①と共通部分を有する可能性の高い、②例えば銀行信託部と信託契約を結んで名義人としての法的株主の地位を譲ると同時に、投資一任契約を結んで資産運用の指示を銀行信託部から受けて運用させる、それら契約・協定・交渉等の内容によっては資産運用会社を世界中の巨大TNCsの法的株主とする場合も多い位置関係にある経済的な真の所有者（true owner）としての究極的な財産権を供されるべき自然人として突出して持株が大量・多額な実質（受益）株主（①∩②）、もしくはほぼ②と重なる、③数世代または一代で財を成した特に現在65歳以上の超富裕層の中の会社支配志向者、④近年増勢著しい遺産相続者として、その半分は働き、したがってその多くが経営者層に早くも食い込み、または⑤会社支配を志向する階層、および、⑥その半分の働かないながらも会社支配に関心を示すかも知れない階層、そして①とは別途、③④⑤⑥から構成される個人大株主または相対的個人大株主層（⑦）または、⑧Koch兄弟のような自社の持株比率を高める所有者として明確な専門経営者層から構成されるということになろう（①∩②、⑦⊃③∪④∪⑤∪⑥、②⊃⑦∪⑧）。すなわち多様な組織から構成される超富裕層のどのような集合要素が、名義上の大株主であるビッグ・スリーはじめ大手資産運用会社の支配出資者またはそれら機関大株主とは別の支配出資者かが問題の焦点であり、八者間の交錯の状況の統計的解明が必要となっていることが分かる。その問題については、本章第1節でも指摘した近年の資産運用会社と新しい財界の企業エリート層間の企業目的をめぐる「亀裂」にも関連して、第10章で再度振り返って再考したい。

さて、先の三戸氏の議論への批判に関する第二の問題点は、所有の二分化したもう一方の『受益的所有者』としての資産運用会社群なり機関投資家群なりを会社支配の観点から見た場合の位置づけである。それが株式企業形態を採る場合には、本章第1節でも言及したように、背後に控えるのは、多分に支配目的を違え、分裂状況が伏在しているかも知れない支配出資者であるということになる。さらに、それら支配出資者と共通部分を有する存在として、大量・多額の株式を所有する超富裕層である実質（受益）株主がおり、彼らは、例えば銀行信託部等と信託契約を結んだ上で議決権行使の意思を伝え、あるいは直接、株主総会に出席して議決権を自ら行使するかも知れない。その時、株式所有をめぐる単独株主もしくは共同株主としてのいわゆる大量保有報告義務の内容および彼らの法的および実質の権利との関連で、特に、SECが再採択した2011年7月16日発効のTitle 17 CFR § 240.13d-3の規定、中でも最初の規定(a)における所有権の再編規定に関する吟味が、資産運用会社他、機関投資家による会社所有および支配、並びに、自然人による会社所有および支配、さらに両者の関係を展望するための前提として必要不可欠になる。例えば小松氏の議論では、北原氏の理論への批判の中で株式企業形態を採っていない生命相互保険会社に対する支配論が特に展開されていたが<sup>(71)</sup>、合衆国で顕著な存在を誇る、例えば、年金基金の所有と支配に関する議論は見られない。そこでは自然人としての受益（実質）株主と名義登録人（「株主名簿上の株主」）の別が、特に、委任状の権利に関して

(70) Cf. *Ibid.*, p.145-146. 前掲訳, 190-191頁参照。

(71) 小松「現代巨大企業における支配の構図（2）——北原理論をめぐる——」前掲, 52-53頁参照。

重要になると伴に、当該受益（実質）株主の中でも、持分出資者を除く、支配出資者を構成する超富裕層および諸機関投資家の相互間関係を、現下、同一産業内ライバル企業間同士の競争阻止要因として問い質されている共通株主関係の問題として捉え直すこと等も特に必要になる。

## 2.5 会社所有権の再編と会社支配

そこで、先ずは、法学上の先行研究においてこの点が如何に考えられているのかを、例えば Tamar Frankel<sup>(72)</sup> や Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon<sup>(73)</sup> による議論を参照し（後者については第1章第3節内補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」で参照）、併せて2017年のSECによる法改正（再採択）規定については、会社持分に対して契約的なアプローチを提示し、資産運用の分離について説明し、次いで、再採択された1934年証券取引法（17 CFR § 240.）13dにおける運用委託所有の解釈を吟味することを通じて明らかにすることが必要となる<sup>(74)</sup>。「所有」とは何よりも「法的」な関係として規定されるからである<sup>(75)</sup>。すなわち法律制度に基づいてこそ、はじめて所有も論じうる。この論点のSECおよびCFRに則した『受益的所有者』の規定については、先の第1章第3節内補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」を参照されたい。

尚、実質的所有者の透明性に関する2015年のG20 ハイレベル原則（概要）の第1条では、法的取決めを、最終的に所有又は支配する自然人となる実質的所有者（受益株主）の定義を設けるべきである旨記してある。ところが、合衆国はどのG20原則にも則っていない。合衆国では実質的所有者の的確な定義がなく、そのためマネーロンダリングが大きな落とし穴となっている。それゆえ、法律家、会計士、信託、共同事業主、不動産会社等、関係者全てのための、顧客となる実質的所有者の特定およびその情報開示の必要性が当該原則では強く主張されている。G20原則1「実質的所有者の定義」では、国々は法人を究極的に所有し、あるいは取引を管理する自然人としての実質的所有者を定義すべき旨主張される。実質的所有者（受益株主）の的確な法的定義は、全ての存在する法主体や義務によって枠組みが作られ、明確な定義は、権限ある当局や義務を報告する主体等のステークホルダーが、彼らに課せられる義務の範囲を理解するのに役立つからである。曖昧な定義は枠組みの規定上問題があり、また報告主体の義務をわかりにくくする。国内法制における実質的所有者の的確な定義は、実際に法人の資本を所有し、利用する自然人に焦点を当てるべきで、さらに、公式地位を独占しているか否かにかかわらず、事実上の管理者や登記簿上管理可能な地位にある者にも注目すべきである<sup>(76)</sup>。

(72) Tamar Frankel (2010), "The New Financial Assets: Separating Ownership from Control", *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4, p.931 & p.934.

(73) Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon (2011), "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", *Columbia Law Review Association, Inc.*, Volume 113, Number 4, p.863 & pp.889-896.

(74) 原典法規はSEC, 17 CFR PART 240, [Release Number 34-64628; File Number S7-10-11] または同じ内容の *Federal Register, op.cit.*

(75) 富森慶児 (1985)『現代の巨大企業：国際比較の視角から』新評論、34-36頁参照。

(76) Transparency International: The Global Coalition against Corruption (2015), *Just for Show? Reviewing G20 Promises on Beneficial Ownership*. (TI\_G20-Beneficial-Ownership-Promises\_2015), p.16.「見かけだけ？ 実質的所有者の透明性を高めるG20原則各国の取組」日本語版監修・編集トランスペアレンシー・ジャパン理事長若林亜紀、16頁。尚、合衆国では現在、「FATF40の勧告及び9の特別勧告の履行状況審査のためのメソドロジー」における勧告5に対応するための規制制定の過程にある。合衆国の資金情報機関（FIU）である財務省金融犯罪取締ネットワーク（Financial Crimes Enforcement Network：FinCEN）が2012年2月29日に公表した規制案提案に向けた事前通達（advance notice of proposed rulemaking）（Department of the Treasury, Financial Crimes Enforcement

ここで求められている実質的所有者の的確な法的定義は言い換えれば、自然人としての所有権者が誰かという問題に答えてはじめて可能となる懸案であるから、それは、定義の問題ではなく、まさに本稿で取り上げている経済学上究明すべき問題に他ならない。

以下、小松氏も重視する会社支配をめぐる合衆国における「制度」の中心をなすSECの関連法律を見ておきたい。

まず注意すべき点として、例えば株主による会社支配権の実質を取締役会メンバーの罷免権に求める見方は現下、合衆国のSECの制度では殆ど否定されているに等しいことである。すなわち、取締役の解任は正当な理由なくしてはできない旨、会社の定款で定めることが可能で、かつ期差任期制<sup>(77)</sup>を採用している場合には、取締役を解任することはできない。

この点を含み置いた上で、投票権を含む株主の議決権を中心とする権利が、現下、以下に見る通り、CFR上、四つに再編されている点を、後の第3章、補論「委任契約所有」(“mandate owner”)での再論に先だって予め要約しておきたい。①実質株主(「顧客」)が、銀行信託部等と信託契約を結んで信託口座に財産を預託すると同時に、投資一任契約を資産運用会社と結び、実務的にはマスター・トラストを含めた、四者間協定を結ぶ場合には当該銀行信託部等が法的株主として認識される。むしろ、具体的に、合衆国ではCede & Co.が最大の預託信託会社の名義人つまり仲買人名義所有者であるから、証券保有の移転によって最大の法的株主になる。それゆえ委任状の権利となる投票権や配当のような全ての受益権は最初に登録所有者の最上位にくるCedeのものとなる(再編の第一)。②しかし、当該受益権は、それから、さらに進んで、究極的に受益的所有者の手にわたることになる<sup>(78)</sup>。配当金も当初、合衆国で最大の預託信託会社の名義人であるCedeに支払われるが、後にCedeに開設している経済的な真の所有者(true owner)である受益的所有者=顧客名義の口座に最終的には入金される(再編の第二)。証券の登録所有者である名義人に関する基本的な法制度であるUCC第8条は、証券移転の登録

---

Network, “Customer Due Diligence Requirements for Financial Institutions,” 77 FR 13046 (March 5, 2012). (<http://www.regulations.gov/#docketDetail;D=FINCEN-2012-0001;dct=FR%252BPR%252BN%252BO%252BSR>. (2019/07/20)) では、法人の「真の受益者」について、以下のような要件を定義に含めることを提唱している。

(1) 以下(a)、(b)のいずれかに該当するもの。(a)何らかの契約、協定、覚書、関係、仲介、多層的な存在、あるいはその他の手段を通じて、直接または間接に、当該主体の持分の25%超を所有する各々の個人。(b) (a)の条件に該当する個人が存在しない場合には、何らかの契約、協定、覚書、関係、仲介、多層的な存在、あるいはその他の手段を通じて、直接または間接に、当該主体の持分を所有する個人の中で、少なくとも他の個人と同等以上の持分を所有している者。(2) 当該主体の通常業務の指揮・管理を行う上で、他の個人よりも大きな責任を有している個人(三菱UFJリサーチ&コンサルティング(2013)「諸外国における金融機関のマナー・ローンダリング対策に係る調査」, 48頁参照)。

(77) 合衆国の取締役の任期は最長で三年であり、毎年3分の1の取締役を入れ替える制度を指す。期差任期制では法令違反や病気等の重大な理由、定款の定めがない限り、期中で取締役を解任できない(三井住友信託銀行(2015)「日米における株主総会の権限の違い——権限が強い日本の株主権——」『証券代行コンサルティング部長の眼』第26号参照)。この期差任期制度により、敵対的買収者が株主総会で取締役を一度に解任して別の取締役を一度に過半数送り込むことで経営を支配することができないよう防衛している。このように、SECの委任状規則によって、株主による取締役の選解任権等は制約されている(Stephen M. Bainbridge (2008), *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford University Press, pp.54-55, with reference to: 安本政恵(2009)「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察(一)——ステークホルダーの利益保護という視点から——」『広島法学』第33巻, 第2号, 146頁, 168頁参照)。但し、前節内脚注(44)で見たように、物言う株主の圧力に屈したCEOの解任劇は2017年7月18年現在、過去一年間遡るだけでも大手企業間で頻繁に起きている。

(78) W.T. Dentzer (2008), *The Depository Trust Company: DTC's Formative Years and Creation of the Depository Trust & Clearing Corporation*, (DTCC). YBK PUBL. p.12.

を迅速化し、単純化しうる原則の設定を目的とし、証券保有形態の階層構造化、証券仲介機関・清算機関を通じた証券の間接保有にも対応できるよう、州議会立法を通じて1994年に改正された<sup>(79)</sup>。このUCC第8条項・投資有価証券の修正経緯でも分かるように、第8条項は、移転が一連の記帳に伴って生じ、株券が名義人者によって指名された名前で登録される場合、時間的に幾重にも介入する証券保有のシステムに対処する。そこでは、名義人は株主総会での投票権を有する受益的所有者に対して委任状を供しなければならない。③但し、投資先企業からの株主総会における議決権行使に関する一連の書面は、株主である銀行信託部等宛に送付され、さらに同時に、当該書面は資産運用会社へ送付され、資産運用会社が議決権行使についての最終判断を行うのであって、①の四者間協定・交渉等の内容によっては、BlackRockはじめ資産運用会社等が名義人として法的株主となる場合もありうる（編成の第三）。④さらに、資産運用会社は、株主ではない場合でも、株主である投資ファンド等、他の機関投資家から手数料を得て、議決権の代理行使、すなわち委任状の権利行使を担うことができる。それによって、報告義務基準5%および支配の意思を持つ場合には10%を「調整、合意、関係」等を通じて、non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、「共有」し、さらには「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」で、さらに所有権をさえ上回る権能を掌握しうる投票権を含む議決権がBlackRock等複数の資産運用会社を中心とした機関投資家群に集中し、特にBlackRock等が中心となって協調・連携関係を保持する場合には、支配の意思を持つ場合のSECに対する10%保有の報告が実際に義務付けられる程大きな権力がそれら機関投資家群に集中することになる。ビッグ・スリーはじめ、巨大資産運用会社の絶大な権力は、株主としての議決権とその代理投票権すなわち委任状の行使権利の二つの併有ゆえである（再編の第四）。

以上を要するに、①投資一任契約および信託契約を含む協定によって、銀行信託部等が法的株主として認識され、投資先企業からの株主総会における議決権行使に関する一連の書面は、当該銀行信託部等宛に送付され、さらに、当該書面は投資運用会社へ送付され、投資運用会社が議決権行使についての最終判断を行う（投資運用会社への議決権の指図行使権の移行）。すなわち「委任契約所有」(mandate ownership：委任契約上、財産名義人は(entitlement owner：entitlement holder(受領権保有者))の代理人(investment fund：投資ファンド)において信託契約が結ばれている場合には、出資を行う主体は受託会社となる信託銀行(法的株主)であり、信託財産を拠出した者<sup>(80)</sup>は信託受益権を有するに過ぎな

(79) 同改正とその経緯については、田澤元章(2000)「アメリカ統一商事法典(UCC)の概要」日本銀行金融研究所『IMES DISCUSSION PAPER SERIES; Discussion Paper No. 2000-J-26』available at, <https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/00-J-26.pdf> (2019/2/12), 特に5頁上の「第8編「投資証券」」, 7頁を参照。さらに同改正法は、「新たに第5部として「セキュリティ・エンタイルメント(security entitlement)」に関する規定を設けた。これは証券仲介機関等の証券口座で管理されている金融資産について、その口座名義人が有する権利および財産上の権益を意味するものである(§8-102(a)(17))。そしてセキュリティ・エンタイルメントの権利者を権利保有者(entitlement holder)といい、証券仲介機関の口座の権利者として記録された者がこれに当たるとされる(§8-102(a)(7))。口座にある金融資産から発生するこれらのセキュリティ・エンタイルメントの譲渡は、エンタイルメント・オーダー(entitlement order; §8-102(a)(8))といわれ、権利保有者から証券仲介機関に対してなされる通知によって行われ、相手方の口座への入金記帳により移転が完了する(§8-501(b))。セキュリティ・エンタイルメントは口座を管理している証券仲介機関の財産には属せず、証券仲介機関の債権者の請求対象とならない旨の規定(§8-504(a))や善意者保護規定(§8-502, 8-510)等、証券の間接保有に対応した種々の規制がなされている」(田澤, 前掲, 34頁)。筆者は、本節、第3章第1節で、entitlement holderに受領権保有者という訳語を当てている。

(80) 受領権保有者：entitlement holderは、仲買人名義所有者に対して証券資格を有する者として当該名義所有者の登録において特定される者として定義される。UCC8-503(1994)上、証券仲介者(登録所有者)は、金融資産を構成するすべての経済上・管理上の権利を受領権保有者に提供する義務を負うので、受領権保有者(entitlement holder)

い。②しかし議決権行使の最終的な帰属および運用成果や配当金の受取り等の株主としての財産権の帰属は最終的な受益的所有者（真の株主）である顧客に帰属させる必要がある。すなわち第二に、先に見たようなUCC第8条項上規定される経済的な真の所有者（true owner）である財産拠出者：entitlement holder<sup>(81)</sup>への委任状の供与がある。③株式所有の移転が一連の記帳に伴って生じ、株券が名義人によって指名された名前で登録されているような場合、幾重にも介在した証券所有のシステムでは、名義人は、株主総会での投票権を有する受益的所有者に対して委任状を供ししなければならない。その委任状の投票権に関し、マネー・マネジャーが単なる代理人である以上、この者は法律上株主ではない。しかしその限りではなく、資産運用会社は投資一任契約をはじめとする協定・交渉等の内容によっては自ら名義人として直接的株主になる場合もある。④さらに、例えばBlackRockが①で見た法的株主としての年金基金等の顧客から手数料を受け取って議決権行使の権限を委任される投資一任契約を結んでいる場合には、受託者義務を負う。すなわち分離はまだ終わらず、さらに、パッシブに運用されるインデックス・ファンドへの大きなシフトが生じた結果として生み出された新たな集中は新局面を生み出した。すなわち、伝統的には仲介役としてのファンドが議決権を保持してきたが、「しかしいまやリスクを負う投資家たちの立場とは大違いの、いわば親会社の立場にある資産運用会社〔new mandate owner〕が（投票権の）行使を担っている」<sup>(82)</sup>。その結果、資産運用会社はじめ機関投資家群は、Title 17 CFR § 240.13d-3で規定されるSECへの情報公開義務基準となる5%および支配の意思を持つ場合には10%を、non-routineの事項に関する自由裁量議決権を持たない点を例外に、「調整、合意、関係」等を通じて「共有」し、さらに「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」で所有権をさえ上回る権能を掌握しうる『受益的所有者』群にまで成り上がっている。

以上の所有権の再編下における究極的な自然人としての所有者＝経済的な真の所有者（true owner）としての受益権として供与される委任状の行使の現実的可能性は、幾重にも重なる登録所有者の連鎖もあるため、実務上の煩雑さを伴って微妙ではある。しかし会社支配権は、株式企業形態を採るBlackRock等の資産運用会社のその又個人大株主ないしは相対的個人大株主層に益々集中し、かつ本章第4節で見たように、Reich等が明らかにした現代の特に35歳以下の超富裕層の半数が、現在まさに増勢中の、株式等の遺産相続でその地位に就いているという事実をこの推察に重ねると、法律的には資産運用会社をはじめ、機関投資家が株主として台頭しているが、究極的な経済的な真の所有者（true owner）としての超富裕層が財産権の重要な帰属者として、先の大株主層または相対的個人大株主層と重複している可能性が窺われる。この点で肝要なのは小松氏による零細な持分出資者と支配出資者の概念的分別である<sup>(83)</sup>。先の一般の顧客となる持分出資者とは異なって、支配出資者となりうる超富裕層は、一方で、株式会社一般の個人大株主または相対的個人大株主層として、銀行信託部等と信託契約を結んで議決権行使の意思を伝え、あるいは直接株主総会に出席して議決権を自ら行使することができる存在であると同時に、他方で、BlackRock等、株式企業形態を採る資産運用会社の大株主または相対的個人大株主層を形づくり、会社支配を構造的に規定する、二重の優位性を誇りうる存在である可能性も高い。前節で述べたように、問題は、先に見たような上位1%がキャピタル・ゲインの75%を獲得する最富裕層を構成するであろう、株式を含む遺産相続者中、65歳以上の年代の数世代または一代で財を成したKoch一族等を含む専門経営者層および現在増勢著しい35歳以下のす

は当該義務の履行についてその仲介者に注目するだけで事足りる（UCC8-501（1994）；Federal Register/Volume 75, Number 140/Thursday, July 22, 2010/Proposed Rules, p.42985, footnote 31.）。

(81) SEC Concept Release on the US Proxy System, July 2010, Release No. 34-62495, pp.11-21.

(82) Shenker, et al., *op.cit.*, p.3.

(83) 小松, 前掲書, 102頁参照。

でに経営者階層に入っている者またはまだだが会社支配を志向する者、働かないその半分中会社支配に関心を持つ者等々から構成される多様な超富裕層のどの要素が、名義上の大株主であるビッグ・スリーはじめ大手資産運用会社の支配出資者かである。こうしたビッグ・スリーはじめ世界のトップ20余の金融機関＝中枢機関のその又個人大株主または相対的個人大株主層と超富裕層の共通集合が、会社支配で決定的に重要な小松氏の規定する支配出資者である。

但し、小松氏のかつての議論にはおそらくは、特に、合衆国については、機関株主名義人への極度の再集中という、この20年間における大きな変化もあって、問題点も散見されるようになった印象を受ける。

それというのも、現代の最大の所有者である資産運用会社はBlackRockはじめビッグ・スリーのみに限った場合ですら、かなりの株式所有比率を占める対象上場会社を数多く持ち、その持株比率の高さは「構造」「層」としての会社支配のみならず、合議制による会社支配をさえ十分可能としているからである。この点、四半世紀以前の株式所有の分布の状況を念頭においた当時の小松氏による認識と21世紀に入って以降20年も経ようとする今日の状況を踏まえた事実認識との間には若干の乖離が生じて来たように見受けられる。今日、法律上の株主として議決権を行使し、あるいは、受益（実質）株主の委任状の行使権の委任を受ける資産運用会社を軸芯とする一部の機関投資家群に会社支配の権能が極度に再度集中してきている。確かに、合衆国では、全株主の85%-90%がDTC〔預託信託会社〕参加者（実質（受益）株主）であるが、登録株主と異なり、発行企業からはこれらの株主を詳細に把握できない。そして、実質（受益）株主の75%がOBOであり、登録株主（登録名義人）を含む全株主の63%-68%がOBO、32%-37%がNOBO、機関投資家の大多数はOBOである<sup>(84)</sup>。しかし運用資産額が1億ドル以上の機関投資家はSECに対し四半期毎に報告を義務付けられているから、大半がOBO、すなわち発行会社に対して自身の名前・保有・住所等の株主情報の開示を拒否する株主から構成される相当程度の実質（機関）株主、次の段落で見るようなTitle 17 CFR § 240.13d-3が定める「直接」・「間接」的な『受益的所有者』となりうる機関投資家（群）の名義、住所等が分かる<sup>(85)</sup>。それゆえ、機関が銀行信託部なら、そこに財産を預託した大量・多額の株式の真の所有者（true owner）と並んで、契約・協定・交渉等によって大規模な法的株主として君臨して当該資産運用を担う主体が例えばBlackRockなら、その又個人大株主ないしは相対的個人大株主層を捕捉することもまた可能である。その権利の法的編成は先の証券取引所法 Title 17 CFR § 240.13d-3で規定される。

『受益的所有者』は当該証券取引所法（連邦規則）上、内容に即して言い換えると以下のように規定される。すなわち、すでに第1章第3節内補論「米法律用語でいわゆる『受益的所有者』の規定」で見たように、資産運用会社が信託契約を通じた単なる受益者とは異なる情報開示規制上の要件に係わる『受益的所有者』に事実上成りうる合衆国での基準の中心規定は、Title 17 CFR § 240.13d-3の中でも（a）にある。それは法令13（d）および13（g）の一節を目的として、証券の『受益的所有者』は、「何らかの契約、調整、合意、関係を通じて直接・間接に」、次の（1）（2）を「所有し、あるいは共有する株主を含む」とする。すなわち、（1）「投票権を含む議決権（voting power which includes the power to vote）、または、証券等の直接投票（to direct the voting of, such security）」；もしくは、続く、（2）「そうした証券を売却する権利（power to dispose）を含む投資の権力ないしは、直接の処分権（to direct the disposition）」という規定の（a）および（a）の（1）にいう「何らかの契約、調整、合意、関係を通じ

(84) 経済産業省（2016年3月4日）『諸外国における実質株主の開示制度』第4回株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会；参考資料2、1-2頁参照。

(85) 経済産業省、前掲、2頁参照。

て…」, 「投票権を含む議決権」「を所有し, あるいは共有する株主」の中でも「直接・間接」的な所有者である。

ここに「間接」とは, 第三者, 例えば銀行信託部等の機関投資家が信託契約を結んで得た議決権を, その者から手数料を受領して代理行使する権利すなわち委任状の権利に関するもの, 他方の「直接」とは, 自分の財産を自己の勘定を利用して真の(会社の株式)所有者(true owner) = 究極的な株主として直に投資先に対して行使する権利, もしくは, 例えば銀行信託部に財産を預託すると同時に資産運用会社と投資一任契約を結んで運用について, 投資信託を通じて指示を出す権利, またはさらに, それら契約を含む協定・交渉等によって名義上の株主に直接なった上で行使しうる権利に, それぞれ照応しているものと解釈できる。議決権に限定して語られがちな報告義務基準5%所有および支配の意思を持つ場合には10%所有ではあるが「投票権を含む議決権」の運用と規定されている以上, 尚, こうした二通りの解釈を含むと解釈することが自然で無理がない。そして, それを基礎として, 後の第3章第1節で見えるように, Shenker等は, ビッグ・スリーに代表される資産運用会社が持つ会社支配権力の潜在的な大きさを示唆しているものと考えられる<sup>(86)</sup>。この時間問題は二つある。

小松氏は次のように述べる。「…私が「相対的個人大株主層による構造的支配」という場合の「相対的個人大株主層」の概念は, その構成員が一堂に会して合議により統一的意思を形成するがごとき「集団」を意味してはいない。それは, 分散した個々の相対的個人大株主層を構成員とする実体——つまり一つの「構造」である。このような「構造」それ自体を支配主体として認識することについては, おそらく異論があるであろう。しかし, 特定の大株主の個別的支配から解放された専門経営者による経営が相対化された大株主層の構造的利益になお規定されているという意味では, 支配主体を相対的個人大株主層に求めることが至当であろう」と<sup>(87)</sup>。しかし今日のBlackRockはじめビッグ・スリーへの議決権および委任状の権利行使の集中は, すぐ後に章を改めて記すように, 三社で筆頭株主となる合衆国上場会社全体に対する平均持株比率, 第2位となる同比率が共に10%を超え, 支配の意思を持つ場合にはSECへの報告義務が生じ, また, 例えば少数持株支配の基準を10%水準に定める場合には, このラインを超えていること, 第3位となる同比率も5%を超え, 同様のことがいいうるまで進捗している。すなわち, 合議の場での支配がすでに可能な状況までその権能は集中しているのである。これは小松氏執筆時当時の時代的制約かも知れない。すなわち同氏は1986年時点で次のように述べていた。「たしかに, 単独で支配を行使しうるような大株主は, 個人のみならず機関についても例外と化し, また連合して支配を行使しうるような大株主も例外と化するにいたっている。しかし, それだけのことなのである。この事態は, しかし支配的大株主が存在しないということには, 必ずしもならない。…このような事態は, 支配的大株主の相対化・構造化をまで否定しないからである。たとえば, ある企業の上位の株主構造が, 筆頭株主以下, 銀行によって占められたとしよう。その場合, いずれの銀行ももはや単独で支配を行使しうるほどの持株比率を保持してはおらず, しかも銀行どうしは互いに競争しているとする。この場合, 当該企業の支配は会社それ自体に移行したといえるであろうか。むしろ, この企業は銀行の構造的支配の下におかれているとみななければならぬ。相対化した規模とはいえ, 当該企業に対しては大株主という点で各銀行は共通の利害をもつのであり, そのかぎり, その構造は一体的なものなのである」<sup>(88)</sup>。

(86) 尚ここでのルールは, 情報開示規制の対象となる者の定義であり, 単純な投資信託に掛かる信託契約による実質(受益)株主の規定というよりは, 株主の権利を分割するような特殊事例を対象とすることはいうまでもない。

(87) 小松「現代巨大企業における支配の構図(2)——北原理論をめぐって——」前掲, 23頁。

(88) 小松「現代巨大企業における支配の構図(1)——北原理論をめぐって——」前掲, 35頁。

機関株主への集中はすでに1980年代当時から始まっていたものの、BlackRockを筆頭とするビッグ・スリーの台頭が急激に進んだのは21世紀に入って以降15年余の間においてである。そして、資産運用会社等、機関株主の自然人としてのentitlement owner（受領権保有者）である実質（受益）株主は、小松氏の指摘通り、個人大株主から相対的な大株主層へと後退を余儀なくされているケースは実際多いかも知れない。しかし今日の合衆国で法的株主として絶大な権力者となった資産運用会社は、その背後に控える支配出資者の配下、議決権と委任状の双方の権利を行使し、あるいはその階層と共通部分を有する可能性の高い、前節で見た、2007年現在、キャピタル・ゲインの75%を占める最富裕層上位1%は、銀行信託部等と信託契約を結んで、議決権行使の意思を伝え、あるいは直接、株主総会に出席して議決権を自ら行使する場合もあろう。これら権利の塊（マッス）が再度分散へ向かうとは考え難い。すなわち、殊に機関株主の中でも、直接所有を通じた議決権および従来機会に乏しかった議決権の代理行使、すなわち委任状の権利行使の二つの権利を併有する資産運用会社、特にBlackRockを筆頭とするビッグ・スリーへの二権利の極度な集中は、巨大株式会社出現以前の株式会社一般におけるかつての大株主による経営への介入に匹敵する、株主総会での議決権行使または委任状争奪戦という合議の場での経営に関する意思統一を図る“voice”を可能にするまで、実際にその意思がどの程度強いかは別として、進展している。Fichtner等はこうした状況を踏まえて次のように指摘する。

「…合衆国における公開上場会社は、その最大級の株主として——共に見なされる——ビッグ・スリー〔BlackRock, Vanguard, State Street〕と対面することになる。2015年現在、これは合衆国上場会社1,662社でビッグ・スリーの平均した所有数で17.6%を超える」<sup>(89)</sup>。「合衆国における公開上場会社総数は約3,900社に上る。…BlackRock, Vanguard, およびState Streetは、結合した時、合衆国における総上場会社中40%において単独で最大株主を構成する」<sup>(90)</sup>。したがって、株主総会における議決権投票または委任状の権利行使を通じて、小松氏が現代資本主義下の巨大株式会社に関して否定的であった合議制による意思統一の機会が再度いま現われてきている。この状況はさらに、機関所有に係わるJ. Scottによるアングロアメリカン諸国における所有と支配に関する「利益連関集団を通じた支配」をさえ超える。

ところで、専門経営者の権力については次のScottの指摘が注目される。「資本は、資金を調達する株式取引所において、またその取引所を通じて機能する機関株主——銀行、保険会社、および年金基金——を通じて、拡張と投資プロジェクトのために供給される。生じていたのは、直接的な個人所有が非人格化された機関所有に取って代わられるに従って生まれる〔C. Wright,] Mills (1956)が描いた「資本家階級の経営者の再構成」<sup>(91)</sup>であった」<sup>(92)</sup>。Millsは、「資本家階級の経営者の再編成」を次のように論じていた。「家族および個人としての大富豪層は尚、アメリカのより高い水準の経済生活を行っているごく一部であり、彼らは主要な会社の最高経営責任者である。私が思うに、生じたことは、こうしたより高給を受け取る有産階級の特権と権限を持つ新しい企業世界への再編成である。有産階級のこの経営者の再編成について重要なことは、その特権を用いて、特定の企業や産業および家族の狭隘な産業的および利益・利害が一層純粋に階級的なタイプの広範な経済的および政治的利害へと転形した事である。いまや、富裕層の占める会社の席は、私有財産制度に固有のあらゆる権力と特

(89) Fichtner, et al., *op.cit.*, p.17.

(90) *Ibid.*, p.16, 図2：合衆国の上場会社におけるビッグ・スリーの所有に関する統計値；出所：Orbisに基づく著者たちの計算。

(91) Cf., C. Wright, Mills (1956), *The Power Elite*, New York: Oxford University Press.

(92) John Scott (2012), “Capital Mobilization, Transnational Structures, and Capitalist Classes”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.1, p.7. Scottのいわゆる利益連関集団を通じた支配については、本章第3節を参照されたい。

権を含む」<sup>(93)</sup>。

以上のようなMillsが半世紀以前に早くも展望した、専門経営者にして同時に富豪なる者による会社支配力の増大は、まさに、先に述べた意味で、21世紀以降20年足らずの間に、直接・間接に支配力を掌中に取めたBlackRockを筆頭とする株式企業形態を採る資産運用会社の個人大株主または相対的個人大株主層と並存する、先に本章第4節で、1982年に至る10年間をデータ区間とするDemsetzの推察によって明らかにしたような、専門経営者による持株比率を引き上げることによる会社支配者層の一角を占めるための足固めの様子<sup>(94)</sup>と符合する。

次に年金基金の中でも例えば確定拠出型年金基金を取り上げるなら、拠出を従業員（労働者）と共に担う企業の支配出資者は、小松氏の理論に従えば、自己資本成長率（資本蓄積率）の極大化、または企業自体の維持・発展のために必要な利潤を追求しようとすることになる。

但し機関株主の登場を性格の異なる新たな所有者の登場を予感させる存在として、制度学派的な視点によって展望したこと<sup>(95)</sup>は、同氏自身留保していたように、幾分早急に過ぎたとはいえないであろうか。むしろ同氏の本来の持論通り、すぐ後に再論するように、BlackRockを筆頭とする、「法律적으로는株主」そして自身、Vanguardを除いて、ビッグ・スリーの内BlackRockとState Streetは株式企業形態を採るので、小松氏の理論によるなら、後の第9章で見るグローバルなTNCs間の所有の連鎖、そこに占めるBlackRock等を筆頭とする20余の少数資産運用会社を含む巨大金融機関の所有、厳密には株式企業形態を採る会社の場合にはその支配出資者がその他様々な超富裕層と共通部分を有するであろう、財産の銀行信託部への預託を通じた大量・多額の株式の真の所有者（true owner）からなる支配出資者と並んで、現代資本主義社会における株式会社の真の支配者ということになる。この構造に現在のところまだ変化の兆候は見られない。

〔補論：片岡信之氏による物神論的・疎外論的な会社自体論：

片岡信之氏は著書<sup>(96)</sup>を以て自らの問題意識と研究成果を世に問い、これに対する村田和彦氏の批判に後に応える中で、自身の問題意識を改めて次の五点にまとめている<sup>(97)</sup>。「①資本主義の経済が物象的依存構造をとっていること、②疎外の論理（対象化・外在化→疎外の論理）が貫徹していること、③経営学における通説的「所有」概念の批判的再検討に基づく株主権的所有と管理的所有の分化の指摘、株主の現実資本からの疎外に関する指摘（株主権的所有の希薄化された所有の転化・空洞化傾向と企業自体（現実資本）の自律化、企業支配における管理的所有の重要化）、④現代企業における管理的所有の具体的構造の解明、⑤株主権的所有と管理的所有の区別と関連の考察」、以上である。ここでは株式所有の有無とは無関連に会社自体の自立化を説く

(93) Mills, *op.cit.*, p.147.

(94) Demsetz, *op.cit.*, pp.387-388.

(95) 「機関所有の進展が必然的に私的所有の止揚を招来する、ということにはなるまいが、しかし機関所有は、企業が少なくとも『資本家による所有』としての私的所有から解放されうることの可能性・方向性を論理的に示唆するものである。『論理的に示唆する』という意味は、企業が資本家支配から解放されうるということの認識契機を広く社会に提供するということである。そして、この意味において、機関所有は一定の歴史的意義を有していると評価されうるのである。もっとも、それでは現実に企業を資本家支配から解放しうる原動力は何かということになれば、現段階では、なお現実の動向を注意深く見守ることが必要であると結論せざるをえない」（小松章「機関所有・専門経営者支配の本質」、日本経営学会編『現代企業の所有と支配』千倉書房、1984年、所収参照。小松「現代巨大企業における支配の構図（2）——北原理論をめぐって——」前掲、42頁）。

(96) 片岡信之（1992）『現代企業の所有と支配：株式所有論から管理論的所有論へ』白桃書房。

(97) 片岡信之（2009）「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（1）」『桃山学院大学経済経営論集』第51巻、第1号、61頁。

論議を対象に、③⑤のみを取り上げて議論に付したい。尚、片岡氏の④管理的所有の構造解明は、同氏が別途心血を注いだ「生産手段の法的「国家所有」を社会主義と同一視してきた集権的「社会主義理論」にたいする批判」<sup>(98)</sup>にもつながる重要な問題意識に基づくものでもあるが、ここでの筆者の当面の課題である株式会社に於ける法的な所有と支配の問題とは直結しないので、割愛する。

まずは、片岡氏の声に耳を傾けたい。同氏は以下のように述べる。

「…株式会社では…多数にのぼる株主相互間の人的関係は失われているうえに、さらに出資者と会社との間の人的関係も失われている」<sup>(99)</sup>。「…会社は会社形態をとることによって、今や無限責任の会社・人的支配から有限責任的物的会社（資本的会社）・物的支配にと変わってきた…」<sup>(100)</sup>。「これを疎外論的表現で言えば、企業（資本）が出資者の所有物であり両者が直接に統一されていた状態から、企業（資本）が物的会社として制度化され、出資者から客観化され、自立的運動をし、出資者を疎外してゆく端局的形態が開かれた…」<sup>(101)</sup>。「ヒルファディングの指摘した資本の二重化によって、現実資本と擬制資本とは概念的にも金額的にも別個の資本であり、別々の異なった運動法則をとる…。現実資本は擬制資本を外化し、一種の疎外形態をつくりだした…」<sup>(102)</sup>。「株式会社制度は、出資を株式の形に等額分割し、それを資本証券に化体させ、…、出資者と企業（現実資本）との人的結合を切断するものである」<sup>(103)</sup>。「会社財産（会社の現実資本）は一応法形式的にはこの会社自体によって所有される」<sup>(104)</sup>。「現実資本が物的会社として大きくなり、制度化され、自己完結的な自律的運動をし、会社の機関を一層、たんなる法的構造として建前化・形骸化し疎外化してゆくにつれて、他方また擬制資本の運動が一層自立化した世界をもつにつれて、出資者（株主）の現実資本に対する権利はますます間接化し希薄化する」<sup>(105)</sup>。「…いわば株主＝出資者は企業の外的な利害集団の一つへと外化され、疎外された存在となった…（したがって内的な所有＝支配集団ではなく、外的影響力行使集団化している）」<sup>(106)</sup>。「…、法の建前では、株主が持分的所有の形で実質的に会社を所有しつつ、形式的に会社自体に会社財産（現実資本）を所有させる形を通じて活動させ、株主自身の配当を得るための手段として利用するものと想定していた。株主が実質的所有者・主体・主語であり、会社自体は形式的所有者・客体・述語であった。しかし今やこの関係は逆転する。株主による株式（収益請求権）の所有と、企業（会社）自体による現実資本の所有・その自立（自律）的運動化とへの、所有の二重化——そして後者の主語化」<sup>(107)</sup>。P.A. Baran, P.M. Sweezy流に言えば、「今日の真の資本家は、個々の実業家ではなく、株式会社である」<sup>(108)</sup>。あるいは「富森虔児の言うように「株主の会社支配が完全に失われた後も、資本の私的所有者としての資本家は、なお会社資本家という物的資本家として存在を続ける…」」<sup>(109)</sup>。

以上を要するに、株式会社は、所有のHilferdingのいわゆる所有の二重化を通じ、会社自体として、会社資

(98) 片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（1）」前掲、64頁。

(99) 片岡、前掲書、49頁。

(100) 片岡、前掲書、50頁。

(101) 片岡、前掲書、50頁。傍点は著者。

(102) 片岡、前掲書、53頁。

(103) 片岡、前掲書、53頁。

(104) 片岡、前掲書、53頁。傍点は著者。

(105) 片岡、前掲書、54-55頁。

(106) 片岡、前掲書、57頁。

(107) 片岡、前掲書、57頁。

(108) 片岡、前掲書、86頁；134頁、原典、第3章注31：Paul A. Baran and Paul M. Sweezy (1966), *Monopoly Capital: An Essay on the American Economic and Social Order*, Monthly Review Press. 小原敬士訳 (1967)『独占資本：アメリカの経済・社会秩序にかんする試論』岩波書店、57頁。

(109) 片岡、前掲書、86頁；134頁、原典、第3章注32：富森虔児編著 (1985)『現代の巨大企業：国際比較の視角から』新評論、13頁。

本の所有主体として、自立化し、他方の擬制資本を外化し、疎外し、出資者と会社自体は切り離された。「…法学自体でも認めているように、株式会社の社員たる地位（社員権ないし株主権）はそもそも「所有権の変形物」<sup>(110)</sup>である。それは株主が…会社に対して有する団体法上の諸権利である…が、「物の使用・収益・処分」にわたって、目的物を全面的に支配する物権<sup>(111)</sup>と定義される「所有権」とは懸け離れており、例えば、株主には業務執行（経営管理）権限はない…<sup>(112)</sup>。

以上が片岡氏の主張する会社自体の自立化、会社自体による所有の内実であろう。ここで、Hilferdingが二重化した一方の生産資本の所有が一部の支配株主の掌中にあると指摘し<sup>(113)</sup>、必ずしも所有の二重化が会社自体と株主の切断を念頭においてはなかった点は措くとして、片岡氏の著書の別の箇所の論述を追って拝見して気付くことは、同氏が法的所有の権能を否定的に見なす一方で、その見解について、以下のような現状認識ないしは躊躇いを示すことである。

「…法的には、また日常常識論的には、株主は株式会社の主人公であり、現実資本の所有者は個々の株主である…」<sup>(114)</sup>。「株主総会は、本来、株式会社企業の出資者であり実質的所有者たる株主の集合体として、いわば制度的に分離されている所有と経営とを所有の次元から再統合する場として、その企業に関するあらゆる事項についての意思決定を行う最高かつ万能の必要的機関である」<sup>(115)</sup>。「…株主は、法擬制的にのみ会社を所有する…（とはいえ、法の世界ではそれが法的現実であり、法規範として、裁判などを通じて、経済の世界に反作用してくる現実的の力でもあることは、日常的にみられるところである。株主総会や取締役会が株主の法擬制的会社所有の上に成立しているということは、それらが全く無力であることを必ずしも意味するわけではない…。この点の考察は、それ自体、独自の研究テーマとなりうるであろう）」<sup>(116)</sup>。「…、株主総会で多数派を占めることは、法的世界も一つの現実であり法レベルでの係争において法が現実的力になりうるという意味では、まったく無意味なわけではない。それどころか、企業における現実資本機能の担い手となり組織での権力行使をするための入場券のひとつとしては、依然重要性をもっているのであって、いわゆる乗っ取りなどの際の委任状獲得戦がこれを物語っているであろう」<sup>(117)</sup>。「純経済学的には、現実資本の担い手（全般経営者層を中心とする管理組織とそこへ配置される人々）が存在すればそれで十分であった。しかるに、この担い手を現実資本そのものから直接に法人格化しえないがゆえに、証券市場で運動する株式資本＝擬制資本の世界という廻り道をして株主総会→取締役会を経由して全般経営層に至る「権限委譲」の形式的・法的コースが設定される…（資本の二重性）」<sup>(118)</sup>。

これらの叙述は、本章第3節内脚注（44）で見たように、物言う株主の圧力に屈したCEOの解任劇が大手企業で頻繁に起きる一方、本第5節で見た通り、株主による取締役の罷免は、まず不可能であるという点を除けば、株主権を含む所有権を中心とする「法的パラダイム」<sup>(119)</sup>こそが現実を律する無視することのできない規範であり、本第5節で富森氏の叙述から引用したように、「所有」とは何よりも「法的」な関係として規定され

(110) 片岡、前掲書、54頁；70頁、原典、第2章注41：遠藤浩・川井健・酒巻俊雄・竹下守夫・中山和久編（1982）『民事法小辞典』一粒社、72頁。

(111) 片岡、前掲書、54頁；70頁、原典、第2章注42：河本一郎・中野貞一郎編（1983）『法学用語小辞典』有斐閣、159頁。

(112) 片岡、前掲書、54頁。

(113) 第2章第2節を参照されたい。

(114) 片岡、前掲書、53頁。

(115) 片岡、前掲書、54頁；70頁、原典、第2章注39：遠藤浩ほか編、前掲、72頁。

(116) 片岡、前掲書、59頁。

(117) 片岡、前掲書、84頁。傍点は著者。

(118) 片岡、前掲書、87頁。

(119) 片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（1）」前掲、77頁、脚注（19）、坂本雅則の用語。

ることを、片岡氏自身認識していることを示している。

片岡氏は、村田氏の批判<sup>(120)</sup>の一つについて、自身の「管理的所有論が大株主（≒自然人大株主）という奥の院から出ている指令に基づくような議論になっていない」点を論難しているのではないかとし、逆に「私見の立場から言わせて貰えば、村田教授は株主が現実資本の所有者であるということを示していただく必要がある」と主張する<sup>(121)</sup>。会社自体の自立化が依拠する所有の二重化を説く Hilferding 自らが「支配株主」による二重化した資本のいわば接合について言及している点は繰り返さない。しかしこの指摘を裏付ける昨今の現実の一端として、たとえ、合衆国で議決権による賛否を取締役会→CEOがどう扱うかが法的に強制されていない、つまり支配と呼ぶには弱すぎるにしても、法機構としての合議制の場＝株主総会を通じた議案の賛否を通じた会社への影響力、ないしは株主総会に先立つ一年程前から水面下で繰り返される折衝、すなわち時流の言葉で言うなら、エンゲージメントを通じた会社への影響力、CEOはじめトップ・マネジメントへの圧力を以て間接化した形での株式会社の成立と伴に変質した形の所有権＝株主権の全きを期す所有権への一部復帰を認めてもよいように思われる。むしろ、片岡氏が別途指摘するように、「企業意思決定に深く関わり影響力を持つ者は、現実には株主だけでは」なく、「現実資本を日常的に支配し（使用、処分）している経営者たち」がいる。同氏は続けて、「なぜ建前的には株主だけの最高意思決定機関とされている株主総会に、株主以外の経営者が大きな影響力を持つ事態が生じうるのか。そしてまた、株主と経営者の双方とも株主総会で決定的な決定権力を持ち得ないのはなぜか。それは、株主総会が現実資本の直接的人格化として形成されたものではなく、本来は現実資本の外にある持分投資者の集合を現実資本の最高意思決定機関として擬制した薦（ぬえ）的存在であることに起因する」と指摘する<sup>(122)</sup>。だが、こうした認識は第1章第1節で指摘したように、21世紀に入って以降15年余りの間に生じた現実には最早そぐわない。この点については、片岡氏とは違って、株主の集団を「株主一般」で括らず、会社支配の主役を一般・零細投資家＝持分投資者と概念的に峻別した本来的には個人大株主である支配投資者または株式が分散化した現在では相対的個人大株主層に求める小松氏もすでに見たように、「私が「相対的大株主層による構造的支配」という場合の「相対的大株主層」の概念は、その構成員が一堂に会して合議により統一的意思を形成するがごとき「集団」を意味してはいない。それは、分散した個々の相対的大株主を構成員とする実体——つまり一つの「構造」である。このような「構造」それ自体を支配主体として認識することについては、おそらく異論があるであろう。しかし、特定の大株主の個別的支配から解放された専門経営者による経営が相対化された大株主層の構造的利益になお規定されているという意味では、支配主体を相対的大株主層に求めることが至当であろう<sup>(123)</sup>と述べ、合議の場での個人大株主または相対的個人大株主層の直接的影響力の発揮の可能性がまずないものと1986年現在、見なしていた点が思い起こされる。だが事態は急速に変わった。21世紀に入って15年足らずの間に BlackRock を筆頭とするビッグ・スリーはじめ、JPMorgan Chase & Co.等の金融機関が、三社ないしは五社程の僅かな数の合算ベースで、5%-10%超の少数持株支配を可能にする程株式所有を積上げ、尚かつ傘下のファンドや機関投資家から手数料を得て、議決権の代理行使＝委任状の権利行使を行える程、会社支配力の権能を株主総会という合議制の場で発揮できるようにさえた。その間、株式分散と同時に急速に歴史の時間軸を逆行するかのような、議決権または委任状行使権の少数株主への集中によって、変質した株主権ではなく、限りなく全きを得る所有権に近い権能の集中が具体化したのである。但し片岡氏の指摘通り、「現実資本の所有と支配については、…ドロドロとした戦いによる企業意思決定…が」あり、「…大株主側の一方的

(120) 村田和彦、前掲書、所収、第5章「会社それ自体支配説の検討（2）——片岡信之の企業支配論の研究——」275-297頁。

(121) 片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（1）」前掲、70頁。

(122) 片岡、前掲書、78頁。傍点は筆者。

(123) 小松「現代巨大企業における支配の構図（2）——北原理論をめぐって——」前掲、23頁。

な、奥の院からの経営者に対する支配という一方的な図式で言い切れる単純な構図ではない…」<sup>(124)</sup>。例えば具体的に機関投資家の議決権等の行使については常に利益相反の問題が付きまとう。また確かに、第3章第2節で再説するように、「…BlackRock, Vanguard, およびState Streetは企業国家アメリカに対する権力を不承不承行使しているという…」解釈もあり、「…ビッグ・スリーは、そもそもコストを最小化しようとする時に、この投票の権力を本当に欲するのか…」さえ疑問視する見解すらある<sup>(125)</sup>。しかし他方には、「ビッグ・スリーが意図しようとしまいと、それらは途方もない株主の権力を蓄積してきたし、そうであり続け…」、「多くの点で、インデックス・ファンドのブームは、BlackRock, VanguardおよびState Streetを準独占的な地位に就く低コストの公益事業にも似たものに変えつつある。所有のこうした集中延いては潜在的権力の増大に直面して、われわれは、今後何年かして増勢する企業国家アメリカの新しい「事実上の恒久的な取締役会支配」に関する当局規制下の監視の強化を断固求めるよう期待して良いかも知れない」<sup>(126)</sup>と考えられる程の強力で半ば恒久的な権力の集中を懸念しさえする展望もある。第1章第4節で見た通り、合算ベースで見ると、BlackRockを筆頭とするビッグ・スリーは、企業国家アメリカに対する競争相手のいない潜在的な権力の地位に就いており、J.P. MorganやJ.D. Rockefellerの時代以降見られなかった会社所有の集中をわれわれは目の当たりにしているのである。この点は片岡氏による著書執筆時1992年現在から2019年現在に至る時代の流れに伴う変化を反映した認識のギャップである。

さて片岡氏は、株主の法的権利を重視する村田氏の批判にあつては、「会社機関や下屬する諸管理組織の任務は、…、現実資本総体の効率的運用ではなく特定大株主への利益への奉仕としてまっぴら位置づけられることにもなろう」と反批判する<sup>(127)</sup>。村田氏がこれに如何応えるかは再度の批判を見ない限り分からない。しかしごく通用の議論として、①現実資本は、大株主あるいは小松氏のいわゆる相対的個人大株主層の利益のために利益を生むわけではなく、蓄積＝留保利益、自己資本利益率の極大化、もしくは、企業の維持・存続のために必要な利潤の追求を目的に運動する。この点、片岡氏の判断と同じである<sup>(128)</sup>。②それを掌る資本の人格が資本家たる相対的個人大株主層で、それに関する実態究明には株式所有の分散に伴って困難が伴うが、しかし個別資本の運動の目的を総体として「構造的に規定」しているという意味では紛れもない実在である。③しかも本第5節で見たように、例えば小松氏は、構造的支配を強調する理由として、最早合議の場＝株主総会等で決を採って、支配力を発揮する者は存在しない場合が殆どである程、株式所有の分散が進捗しているという実態を挙げるが、21世紀以降20年足らずの間に進んだBlackRock等の資産運用会社ははじめ大手機関投資家群への極度の株式所有の集中は、本章第5節で述べたように、その又個人大株主ないしは（専門経営者や超富裕層の中でも支配投資者と共通部分をなすであろう）相対的個人大株主層の所有に再度、権力の在処を探す上で、光を投げかけるかも知れない。④もしそうであるなら、会社自体の自立化＝物象化に基づく、所有の有無にかかわらず、支配の主体を会社自体そのものに帰属せしめようとする議論に無理がないとは言いがたいことになる。少なくとも結論は、③の実証またはケース・スタディの成果を待って得られるべきで、片岡氏のいわゆる奥の院における株主、しかし、「擬制資本世界の住人」<sup>(129)</sup>＝株主一般ではなく、持分出

(124) 片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（1）」前掲、78頁。

(125) Jan Fichtner, Eelke Heemskerk, & Javier Garcia-Bernardo, (May 10, 2017), "These three firms own corporate America", Academic rigour, journalistic flair. (<https://theconversation.com/these-three-firms-own-corporate-america-77072>) (2018/07/14) 同稿はページのない一綴りの論考である。

(126) *Ibid.*

(127) 片岡信之（2009）「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（2）」『桃山学院大学経済経営論集』第51巻、第2号、187頁。

(128) 片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（2）」前掲、187頁参照。

(129) 片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える（2）」前掲、189頁。

資者の対極に概念上位置づけられる支配出資者による支配の可能性は、まだ否定できないということになる。筆者は、合衆国内のみならず、グローバルなTNCs間の所有の連鎖の中に見出される強連結中枢を構成し、かつ所有で、小松氏のいわゆる「相互的持合い」で密集する、Haberly & Wójcikの研究成果によるなら、グローバルな会社のネットワークにおけるにおける中枢内部に位置する147社の「超企業体 (super-entity)」の3/4の金融機関の内、特に軸芯的な20余の金融機関、就中、同時に相互に5%所有を通じて「迂回的持合い」を通じて支配・被支配の関係を結んで財務的基盤を強化し合いつつ、経営権を相互に守る防壁を築いているかも知れない15社の金融機関を第7章、第9章で明らかにし、併せて最終第10章第3節で、当該経営権のあり方に背後で関与しているであろう超富裕層と共通部分を造るであろう、その又相対的個人大株主層の存在やその働きに関するケース・スタディ的な実証研究の必要性を明らかにする<sup>(130)</sup>。

補論終]

[補論：現代株式会社の不在所有者 (absentee owners) :

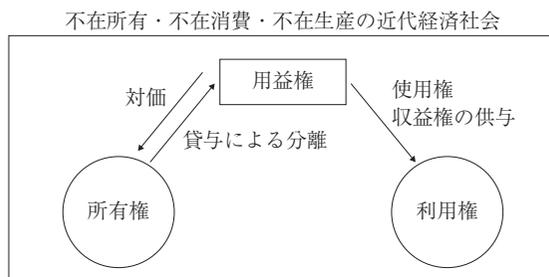
現代株式会社の不在所有者を構成する金銭の原則：現代株式会社に関してVeblenのいわゆる「不在所有者」現象は、一般的なエージェンシー理論でいうBerle & Meansが1932年に指摘した「所有と経営の分離」に見られるような、「所有主体と利用主体の分離問題」を生じさせ、「[依頼人-代理人 (Principal-Agent)問題」を生じさせ、この行動主体本人と代理人との距離が遠くなるに従って、行為責任の不在という現象を起こさせてしまう」といった現象を指す<sup>(131)</sup>。すなわち、Veblenの指摘する不在主義 (Absenteeism) の核心は、貨幣を媒介とする譲渡によって、所有権から用益権<sup>(132)</sup> (usufruct) の分離が可能になったことである。所有権に

(130) こうした論点とも関連して問題として取り上げざるをえない点は片岡氏の次の主張である。「現代公開大企業の社会化、事業・企業・経営のいずれにおいても社会化が進んで」おり、「…閉鎖的少数株主支配のイメージで現代公開大企業をとらえ」ることは誤りであるという認識である (片岡「現代企業の所有・支配・ガバナンス——村田和彦教授の批判に答える (2)」前掲、205頁)。第一に、株式会社の非公開化の傾向が強まってきたこと、また1985年以前にピーク・アウトして減少傾向に入る通常の“C” corporationsをほぼ1990年以降急増するパートナーシップが2000年代初頭に追い抜いている等、片岡氏のいわゆる社会化とは逆の動きが進んでいる点で、第二に、先に予め要点を紹介したように、第7章および第8章で見るHaberly & Wójcikの研究成果や第9章で見るVitali等の研究成果によれば、現代の巨大株式会社、言い換えて巨大TNCsは社会化するどころか、グローバル・ネットワーク中枢を構成する少数の機関投資家＝金融機関によって益々強く支配されるようになってきている点で、2017年現在の現実に関する認識と乖離している。しかも、片岡氏が他方もう一点取り上げる「社会化」、すなわち現代公開大企業は多様なステークホルダーの要求を取り込むように指向するガバナンスを必要とし、それは必然でもあるという認識でさえ、四半期毎の情報開示を嫌い、内部留保を厚く取って、長期的に拘束の少ない経営戦略を練ろうとする、先に指摘し、後の第7章第3節で取り上げるようなTesla, Inc.の頓挫はしたものの上場廃止に向けた一時の動きや、第1章第2節内脚注(131)で指摘した過去10年間における合衆国で38%、英国で48%もの公開会社の破綻、IPOs数の合衆国における1980-2000年の間の311から、2001-2011年の間の99への減少に象徴される近年における株式会社の非公開化の増勢・新規上場(公開)会社数の減少という潮流と矛盾する。

(131) 坂井素思(2000)「不在所有・不在消費・不在生産の近代経済社会——ヴェブレンの「不在」資本主義批判——」『放送大学研究年報』第18号、31-60頁。(http://lib.ouj.ac.jp/search/report.html (2019/05/11)) ; Thorstein Veblen (1973), *The Theory of Leisure Class*, Houghton Mifflin Harcourt Publishing Co., reprint of 1899; Added edition (1975), introd. by Robert Lekachman, A.M. Kelley, p.211. 村井章子訳(2016)『有閑階級の理論』ちくま学芸文庫、236頁 ; The Collected Works of Thorstein Veblen, Thoemmes (hereinafter “TV”), Volume IX (1994), *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times : the Case of America*, reprint of 1923.

(132) ここに用益権 (usu·fruct) とは(1)[ローマ法・大陸法でいわゆる]用益権 (usus fructus), すなわち、他人のものを、その実質をそこうことなく、使用・収益する権利、または(2)広く他人の土地・物等を毀損することなく使用・収益する権利を指す。また、使用权 (the right of use) とは[ローマ法・大陸法でいわゆる]不動産の完全な享有 (enjoyment) には至らぬ特定の使用权 (cf. USUS FRUCTUS) あるいは user, すなわち(1)行使; 享受; 使用; 享有; 権利, 物, 特権, 薬剤等を現実に行使, 使用等することを指す。特に継続的なものをいう。作為を伴う

図2-1 (原典図3)：所有権からの用益権の分離 (所有の二重利用と不在所有)。



出所：坂井，前掲，47頁，「不在所有・不在消費・不在生産の近代経済社会」に関する図3「所有権からの用益権の分離」。

は本来，その物に対する絶対的な支配権が認められることで，最終的な処分を行う権利が含まれている。ところが，所有権にこの処分権のみを残して，用益権（使用権と収益権）を分離することが可能であるとする思考習慣が近代に積極的に利用されるようになった（図2-1）。もし所有者が所有物を当分使用する必要がなければ，その所有権を保持したまま，賃貸契約を結んでそれを貸与できる。この時，所有権から使用権を分離することが可能になり，所有者は所有物の「不在所有」者になる。ここでは，用益権を有効に利用することで，これまで以上に近代特有の貢献原則の強化を図るメリットがある。このため，所有権とは絶対的な支配権を持つことであるとするような初期の資本主義から，この形式への発展は必然であった<sup>(133)</sup>。だが，賃貸関

ことは必ずしも必要ではなく，例えば，病院がその周りの所有地を患者のために清浄な空気や静寂性を維持する目的で処女地の状態のまま放置する場合等も，これにあたるものとされる。さらに(2)使用権，すなわち，特に長期間の継続的使用の結果生じる使用権をいう。あるいはまた(3)利用者；消費者：実際に物品等を使用する者の権利を指す。当該者はその物品の買主，賃借人でなくてもよい。さらに，利用権はユース (use)：信託の前身で，語源は「誰々の利益のため」の意味の ad opus (のために) に求められる。Use は，土地保有者 A がその legal estate (コモン・ロー上の不動産権) を他の者 B に譲渡し，それを A の指名する者 C の利益のために (to the use of C) 保有するよう命じることによって設定される。B を feoffee to uses (ユース付封譲受人)，C を cestui que use (ユース受益者) という。この仕組みは，すでに13世紀には行われていたようであるが，コモン・ロー上は保護されなかった。しかし，(おそらく) 15世紀初頭より Chancellor (大法官) が，B に対し use 設定のさいの条件に従って土地を使用収益すべき旨の対人的命令を発して，C の地位を保護するようになった。こうして保護される C の地位は，B 以外の第三者で bona fide purchaser (善意有償の第三者) ではないものとの関係でも保護され，その結果，C は equitable estate (エクイティ上の不動産権) の保有者として当該土地の利益を享受することができると観念されるようになった。土地保有者は，legal estate を複数の feoffee to uses に joint tenancy (合有不動産権) として譲渡して，当該の不動産権の相続が生じないようにすることにより，コモン・ロー上の諸々の制限・負担，とりわけ遺言処分禁止の原則や feudal incidents (封建的付随条件) を回避することができた。当初は，受益者が実質的な管理・処分権を有する passive use (受動ユース) が大半であった。Passive use は，Statute of Uses 1535 [1536] (ユース法) により一時禁圧されたが，後には use upon use (二重ユース) の形をとって復活した。東京大学出版会『英米法辞典』には「使用収益権」の事項・記載はない(『英米法辞典セット』：Logo Vista 電子辞典シリーズ (c2001, c2011) ログヴィスタ，研究社『英米法律語辞典』；東京大学出版会『英米法辞典』参照)。；日本では「使用収益権」という記載が認められる。それは「物をその用法に従って使用し，それから生ずる収益物を収取する権利で，所有権・用益物権・賃借権などに含まれる」(『大辞林：第3版』三省堂 (<https://kotobank.jp/word/%E4%BD%BF%E7%94%A8%E5%8F%8E%E7%9B%8A%E6%A8%A9-531899>) (2019/07/12)) 参照)。

(133) しかし他方，初期の所有実体から用益のみが分離されることによって，Berle & Means が1932年に指摘した「所有と経営の分離」に見られるような「所有主体と利用主体の分離問題」を生じさせてしまう(坂井，前掲，46-47頁参照)。だが，現代株式会社の所有は1980年代以降，特に年金基金，ミューチュアル・ファンドに加えて保険会社等が機関投資家として信託関係の下で，究極的な株主である財産委託者とは離れて，別途名義上，法的に，新た

係では、所有者は「不在所有者」とはいえ、依然所有者であることには変わりはない。

しかし、Veblenのこうした理論に関する著書と同じ1923年に公刊されたHilferdingの主著では、賃貸関係ではなく、株式会社における会社自体と株主との間の関係で類似ではあるが別個の事態、「所有の二重化」が生じる。すなわち自然人としての株主による株券（擬制資本）の所有と法人格としての会社あるいは会社それ自体（Unternehmen an sich）による会社資本の所有への二重化である。ここでは、所有権は株主権に変質する。Hilferdingはこう述べる。「取引所は資本の動員を初めて可能にした。この動員は法律的には、所有権の移転および同時にその二重化にほかならない。現実の生産手段の所有は、諸個人から一つの法律上の会社に移る。この会社はこれら個人の総体からなっているのではあるが、そこでは個人そのものはや会社財産の所有権をもってはいない。個人は、むしろ、ただ収益請求権を有するだけである。個人の所有、それはかつては生産手段に対する事実上の無制限の支配を意味し、したがって生産の管理を意味したが、いまでは単なる収益請求権に変えられており、個人から生産にたいする支配権は奪われている」。彼の論点をまとめれば、株主は社団法人を形成し、全体として法的な会社財産の所有者ではある。しかし個々の株主においては、本来的な会社財産に対する所有権の内容は大きく変質してしまう。すなわち、所有権は、所有物に対する使用、収益、処分の三つの権限を意味するが、各株主は擬制資本である株式に対しては、この三つの力を持っているが、しかし生産・流通過程で駆動すべき現実資本、会社資本（生産手段）に対しては、収益権は保持するがそれ以外のほとんどを失っている。ここに所有権に代わって株主権という概念が登場する（株主権：議決権、利益配当請求権、残余財産分配請求権、等）と彼は考えた。

だが筆者は小松氏と同様、以上のような株式会社の所有権の二重化をそのまま受け入れない。すなわち、そこでは、現実資本の自然人としての株主による所有が間接化されるだけで、会社自体によって所有されるとは考えない。Hilferdingは、会社財産の所有の二重化について論じる際、「生産資本に対する現実の処理権は、そのただ一部分を現実に拠出したにすぎない人々に帰属する」<sup>(134)</sup>と述べて、自然人としての株主による生産手段の支配に尚こだわった。その後展開されるようになる「会社それ自体」論に対して、これに先立って見せたHilferding自身の見せていた躊躇い、すなわち、明言こそしなかったが、零細な一般株主＝持分出資者と概念上区別されるべき支配出資者による株式所有による生産手段の所有の間接化であるという認識、および、本章第2節で見たように、株式会社における「出資の払戻しは支配出資者であることをやめる人間にとっての問題であり、支配出資者が支配出資者であろうとするかぎり、彼らは資本の安定——出資払戻しの自由からの現実資本の解放——を志向するのであって、そのかぎり株式会社はその志向を完全化させたものにほかならない。したがって、現実資本に対する所有権の間接化はむしろ支配出資者にとっては目的的なもの」<sup>(135)</sup>であるという小松氏の認識に筆者も同意したい。

補論終]

<未完>

な「株主」になり、そこに株式所有は再度極度に集中してきたから、従って、株式分散下で大きくなるエイジェンシー・コストの問題は終息しつつある。Albert Otto Hirschmanの理論で整理すれば、会社業績に不満なら、そして、もしスリッページのコスト負担を恐れないのなら、ウォール・ストリート・ルールに従って投売りすればよいし（“exit”）、逆に“voice”、すなわち、年次総会、臨時総会で議決権を行使し、あるいはまた、1934年証券取引所法第14条に則って、SECに届け出を行った上で、委任状闘争を挑む手段もある。

(134) Hilferding: *Das Finanzkapital*. 前掲訳（上）、261頁。

(135) 小松「現代巨大企業における支配の構図（1）——北原理論をめぐって——」前掲、25頁。