

《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—— (中)

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 2ed>

TSUNEHICO WATANABE

キーワード

R. Hilferdingのいわゆる「独占は投機の死」の可能性としての逆説, Aladdin®とKeynesのいわゆる投機, 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, 世界規模の株式所有の写像〔マッピング〕, グローバル・ネットワークの中核——群を抜くBlackRock——

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 (受益的所有者の概念規定)：- 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「利益関連集団による支配」の合衆国における具体化
 - 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〉

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契機とな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ム・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：リボルビング・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ム・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年代末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の世界資本主義

8.1 金融収益指向型の世界資本主義のパラダイムの台頭

〈以上、第54巻、第2号 (本号)〉

〔補論：世界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ル化の対立：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；グローバル化と国家の対立再論：Toddが問題視するグローバル化の弊害と 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：強連結中核とその周辺；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元化と表裏をなすシステム・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

仮にHilferdingの議論に従った場合にも、株主は共益権として、委任状の行使権を含む議決権を持つ。だがそれは持分出資者の場合には事実上機能しない。これと異なり、法的株主に成り上がったBlackRock等の資産運用会社もしくは、その又個人大株主または相対的個人大株主層、あるいはその他の支配出資者は、二重化した一方の現実資本に対する財産権を間接化した形で、些かも損なうことなく掌中に収めることができる。①株式「財産」の信託契約による委譲に基づく機関投資家やヘッジ・ファンドへの移行、さらには、②すでに見たような、Shenker等が注視する、SECへの情報開示基準となる5%所有および、機関投資家に対する報告・開示基準となる10%超水準⁽¹⁾程度の少数持

(1) 機関投資家等（証券会社、投資顧問業者、ファンド等）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（月末時点で10%超保有しているか、5%超の持分変動があれば一月毎）報告すれば事足りるとする簡易なスケジュール13Gによる報告制度を設けている。但し、特定の対象会社に対する持分割合が10%を超えたとき、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。機関投資家等以外の者も支配権取得の目的がなければこれと類似の特例報告制度の適用を受ける（黒沼、前掲、183-184頁、および、【自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会】・公開買付け制度等ワーキング・グループ（第5回）（抜粋）（2005年10月14日）「関係資料」、1-5頁、「公開買付け規制・大量保有報告制度の国際比較（日米英）」内「大量保有報告義務」（5頁）の米国の欄を参照）。

だが、規制の対象を企業買収を含め、包括的な支配一般とした場合、現行法では規制しきれない合法的手段が少なくとも四つある。①第1章内脚注(160)で黒沼氏の論考から引いたように、5%または10%の報告・開示義務のルールが、「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」を持つことは否定できない。だが、この点については次のような批判もある。スケジュール13Dでは大量保有報告において被取得会社の将来に関して、如何なる計画ないし意図を有しているのかについて相当に詳細な開示をすべきこととされるが、合衆国法の特徴として取得から10日以内に報告がなされれば良いとしており、報告までの期間が比較的長い。〔2008年現在〕幾分古い実証研究によれば、報告までの猶予期間中、買収会社は平均して標的会社の13.9%を買い増すという事実もある。この意味で報告制度に基づく開示は市場の速度に追いついていない。もう少し迅速な開示が実現した方が良いとの批判も強いが立法的な解決はいまだなされていない（財団法人日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会（2008）『大量保有報告制度』（研究記録第22号）、45頁参照）。②株式所有が少数持株支配の基準として採用されることの多い5%ないしは10%に満たない場合でも『受益的所有者』の規定ですで見たとように、所有に基づく議決権を超える委任状行使権利に基づく投票権の併用で標的会社を実効支配することが可能な場合がある。③さらに、黒沼氏が5%ルールについて指摘するように、グループでの保有がこれを超える場合、「共同行動をとるという認識があったかどうか」が、13d-3によるスケジュール13Dの提出を要するかどうかについて微妙な判断を要し紛争を生じやすいという状況（黒沼、前掲、183頁参照）と全く同様に13d-1(b)の適用除外となるのかは論議を呼ぶであろうが、少なくとも潜在的には、一株主では少数持株支配が不可能でも、例えば、投票での共同歩調という「共同行動の認識がある」のなら、「共有」を通じた「暗黙の了解」に拠って、例えばビッグ・スリーで、相当高い持株比率に基づく合算ベースでの投票権を含む議決権による実効支配が可能な場合も考えられよう。Fichtner、Heemskerck等がBlackRock等ビッグ・スリーはじめ機関投資家群が有しうる将来的な、潜在的ではあるが甚大な会社支配力を危惧する（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」参照）のも、この②③ゆえである。しかしながら尚、この2点の内、特に③が規則13d-3(a)における受益的所有者の規定の要約趣旨、すなわち、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・間接に投票権を含む議決権または証券の処分権を所有または共有する者の「共有」の如何なる解釈に基づきうるものなのかについては寡聞にして不明であり、今後の課題として残る。④また、最低大量保有報告義務基準、持株比率5%に満たない例えば4.9%所有でも標的会社のCEOあるいは取締役の罷免権等の権限

株支配の可能な所有を相互間協調・連携関係による合算ベースで実現する程絶大な会社財産の所有権力の、『受益的所有者』群を構成する例えばビッグ・スリーを軸芯とする株主権の所有を通じた機関投資家群への移行、③手数料を①の機関投資家やファンドから得て議決権の代理投票権すなわち委任状の権利を行使する②で見た資産運用会社への投票権を含む議決権全般の集中、④最後に受益者(third-party beneficiary)を含む一般にいわゆる受益的所有者への信託受益権の最終的移行、所有権の以上の4再編における②は、Hilferdingのいわゆる、株式会社の成立と相即的に生じる所有の二重化において会社それ自体と対を成す法的株主である巨大資産運用会社、またはそれが株式会社なら、その又個人大株主または相対的個人大株主層をはじめとする支配出資者における再接合を意味する。この認識は、第2章第5節で見た小松氏のいわゆる株主層の持分出資者と支配出資者の概念的二極化という株主概念めぐる方法論の実践に他ならない。

先の会社財産の所有権をめぐる四つの再編に係わる今日の問題として筆者が考えるのは大要次のような点である。

すなわち、ほぼ完全に寡占化したBlackRock等のビッグ・スリー体制によってHilferdingのいわゆる独占は投機の死をもたらし⁽²⁾。他方、一定期間を置きながらも、刻々と変化する株価の内部構成比率でポートフォリオを一斉に組む資産運用会社のパッシブ運用は、上位ビッグ・スリー3社の(2016年6月現在)総株式運用中、パッシブ・インデックス・ファンドの比率の平均で、約86.4%であった⁽³⁾。この値は、Peetz & Murrayの論考中、原典「表25：上位パッシブ・ファンド5社または7社の運用するパッシブ・ファンドと上位5社または7社の運用する全ファンド(100万ドル単位)との関係」⁽⁴⁾によるファンド・マネジャー上位5社の2009年のパッシブ運用比率39%と比較して、上位会社の範囲は若干異なるが、大部上昇している。BlackRock等の資産運用会社の投票権の直接・間接の積極的または消極的行使の状況については本章第4節「パッシブ運用下の会社支配権の顕在的・潜在的行使」を参照されたい。

BlackRock, Vanguard, State Streetのビッグ・スリーの株式所有に占める絶対的・相対的大きさは、下図3-1：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」に見取ることができる。

を掌中に収めることが出来るかも知れない。またこの点と併せて、最後に、上記規制にある「支配の意図」を仮に持つ、あるいは、常時持つとは限らないまでも、第4章第2節内脚注(28)で記した歴史が残す金融界の協調行動の事例が明らかにするように、共同歩調による財界の動向に対する制約に備えて純粋な投資目的に悖らない限りにおいて株式を例えば10%超水準を大きく超えて「共有」することは大いにありえよう。この種の「共有」の意図を事前に殊更表明する機関投資家はおらず、むしろ潜在的な支配の主体として、事態の推移に応じて融通無碍に振舞うことができる点に留意すべきであろう。

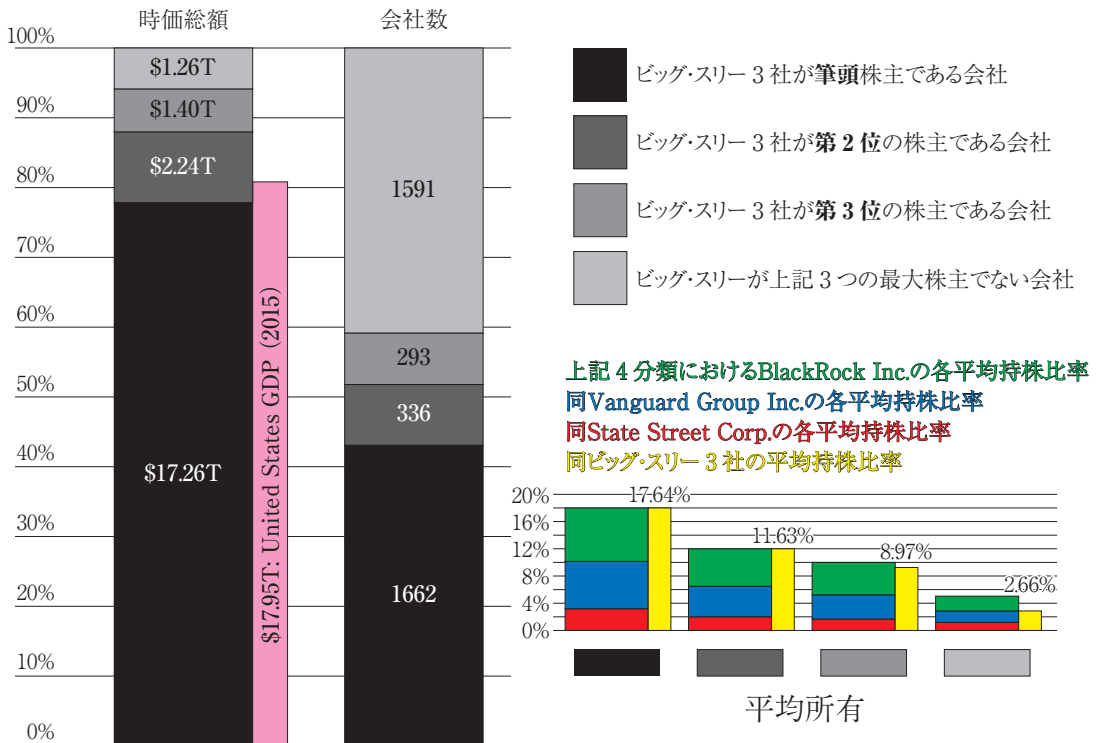
尚、10%基準に関する条項としてはスケジュール13Dがあるが、SECの証券取引法セクション13(d)および13(g)、そして規則13D-Gの受益的所有報告書(最終更新日2016年7月14日付)の一般的適用に関する質疑応答集には、次のような記載がある。「証券所有者は、セクション12の下での証券の登録に基づいてスケジュール13Dの書類の提出を求められることはない。セクション13(d)を見ると、それは、セクション12の下登録された株式の「買収[のための取得]」を行う場合についてのみ、スケジュール13Dの書類提出を要請されるにすぎない。しかしながら、証券取引法上の登録が有効になる暦年度末以後45日間以内にルール13d-1(d)に準じてスケジュール13Gの書類の提出を行う必要はある。留意したい点として、指定月末以後10日間以内にスケジュール13Gの書類を提出するよう、セクション12の下、登録された10%以上の株式所有者は求められるが、これは、ルール13d-1(b)(1)に記載された機関投資家に限られるもので、ルール13d-1(d)に準じてスケジュール13Gの書類を提出する受益的所有者には適用されるものではない(2009年9月14日現在)」(<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/reg13d-interp.htm> (2019/8/28))。

(2) 「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)。

(3) Cf. Fichtner, et al., *op.cit.*, p.7, 原典表1：合衆国の上位アセット・マネジャー(株式)15社, 2016年6月(観測点)。

(4) Peetz & Murray (2012), "The Financialization of Global Corporate Ownership", in Murray & Scott eds., *op.cit.*, p.37.

図3-1 (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。



出所：Fichtner, et al., *op.cit.*, p.17, Figure 2. 典拠：Orbisに基づく計算；データ：Watson/Pensions & Investment annual surveys.

合衆国上場会社の市場時価総額中、3社寡占で筆頭株主になる所有額（会社数）は、17.26兆ドル（1,662社）、第2位株主となる同額は2.24兆ドル（336社）、第3位株主となる同額は1.40兆ドル（293社）、第3位に入らない額は1.26兆ドル（1,591社）（2015年の合衆国のGDPは17.95兆ドル）、そしてビッグ・スリー3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。ここで注意すべき点は、ビッグ・スリーで筆頭株主、および第2位の株主となる平均持株比率がTitle 17CFR § 240.13d-1の報告義務基準5%所有および、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超水準〔13d-1(b)(1)に記載された支配目的を有しない場合、対象者は主として機関投資家に限られるが、開示は簡易な手続きで代える事が可能である。だが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開示義務が生じる。この点に係わる法規定等について、詳しくは、第1章第2節内脚注(160)および、この規定に係わる問題点等も含めて、第3章内脚注(1)、さらには後の第3章第2節内補論「資産運用会社と信託会社について」および小括1内脚注(2)を参照されたい。以下、再三出てくる10%超所有者の機関投資家の開示義務について、関連の法規定、および問題点については、同3箇所を参照されたい〕を超える場合が生じることである。むろん、例えばビッグ・スリーが共有株主となる標的会社に対する「暗黙の了解」に拠る「共同保有の意思」「共同行動の意思」を有すると見なす

場合には、基準に反する虚偽とならないよう大量報告義務が生じるのか否かは、おそらくは、一重に規則13d-3における「共有」の解釈に拠る。但し、開示義務の発生の如何に係わらず、事後的に支配の問題が生じる場合のあることは、先の本章内脚注(1)で触れた後の第4章第2節内脚注(28)中の史実が明らかにするところである。すなわち、そこでは、問題の企業「支配」とは相当長い期間のなかで、かつ金融界全体で効力を発揮するもので、その種の「支配」は、事前的な個々の機関投資家の偶然または意図的な「共有」とはもとより無関係な場合も多い。事後的な一斉のLeasco Corporation株のファイア・セールで同社の財務を破綻させ、1968年のChemical Bankの買収財務を切り崩した金融界総体の財界に見せつけた威力はまさにその一例である。事前の「共有」がそのための意図を持って行われたかどうかはここでは重要ではない。しかも事前的には判らない。その意味で、機関投資家の平時のアクティブ、パッシブの株の売買のみを見て、大企業と、いまで言う金融コングロマリットの信託部の関係を互恵的に捉え、あるいは精々前者を後者の「部分的影響下」にあるとみなし、両者間に支配・被支配関係を見出すことのなかったHermanの見解は一面的に過ぎる（第1章内脚注(4)）。むしろ、長い時間的経過の中で多くの銀行信託部ははじめ機関投資家を含む金融界全体の大きな権能の顕現に要するいわばマグマ蓄積期に連なる可能性を秘めた運用として個々の純粋な総合利回り改善目的の投資の累積を視ることも肝要であることを先の史実は示している。このように、会社支配の歴史に照らした包括的な支配と株式の「共有」の関係を視ると、例えば一般に支配目的を持たないとされる機関投資家に課せられる10%超水準の持株を「暗黙の了解」で「共有」する場合を除いても、さらにはもっと明確に「支配の意図」を有しない場合でも、事後的に結果論的には、何らかの規則で縛りを掛けなければならない実効的会社支配力の発揮につながる例は多々出てこよう。「共有」規制の難しさの本質はこうした点にあるものと考えられる。この観点から、法曹界において如何なる論議があるのかをめぐる検討は今後の課題としたい。また経営史学のこうした観点による株式「共有」規制をめぐる活発な議論を法曹界にも期待したい。もっとも、先の史実が示すように、この問題の先には、支配・被支配者双方にとってのsein（存在）とsollen（当為）の問題が横たわっており、受け止められた問題の扱いは、法の番人の手に一重に委ねられ、経済学の元から離れていくことにはなろう。先の脚注(1)で言及した包括的な会社支配を可能とする合法的四つの手段については繰り返さない。但し、Fichtner, Heemskerck等が、BlackRock等ビッグ・スリーはじめ機関投資家群が有しうる将来的な、潜在的ではあるが甚大な会社支配力を危惧する（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」参照）のも、現下の規制では縛りの利かないそれらの四点の内二点、すなわち、議決権と委任状行使権利の併有、および、議決権の共通の利害に基づく利用によって特にビッグ・スリーはじめ大手資産運用会社＝新しい委任契約所有者（new mandate owner）が潜在的に掌中に収めうる甚大な権能を、今し方指摘した当為に直面し、当為という事の性質上、株主ではないnew mandate ownerの立場からする委任を受けた投票権の権利の大きさを如何推し量り、あるいは評価すべきかといった問題は論考（Fichtner, et al, *op.cit.*）の射程を超えたとしながらも、重く受け止めなければならないとする所以であろう（後の第3章第2節内補論「資産運用会社と信託会社について」を参照されたい）。しかし確かに、一方では、開示義務を課せられるか否かは別として、一般に機関投資家は投票権の権能を隠そうとするから、「暗黙の了解」に拠る「共同保有（共同行動）の意思」を支配目的で実際に露わにすることがあるのか否かは、現実の問題としてひとつの争点にはなろう。この点については、次節で見るように、彼等は「不承不承」権力を行使しているという見方と、Fichtner等が指摘するような、公然と強い意志で支配力を行使するとみる見解とで判断が分かれる。前者の理由のひとつは、運用先（顧客）の利益と利害が相反する場合のある当該運用先への投票権行使が、多数件数生じる複雑な利益相反にある。

ビッグ・スリーの運用先が実際如何に多岐に渡ることは次の数字でもわかる。すなわち、基軸的な

S&P500株式指数の構成会社に限定すると、ビッグ・スリーは併せて、最も重要なアメリカ企業500社中、438社の最大の所有者、言い換えて、全メンバー企業の約88%相当の所有者を構成する。これらの438社は共同所有でS&P 500の市場価値の約82%を占める。ビッグ・スリーが主要な株主でない大企業は典型的には個人株主によって支配されている。すなわち、Alphabet (Sergey Brin and Larry Page), Berkshire Hathaway (Warren Buffett), Amazon.com (Jeff Bezos), Facebook (Mark Zuckerberg), Walmart (Walton family), Oracle (Larry Ellison), Comcast (Roberts family) および Kraft-Heinz (Berkshire Hathaway and 3G Capital) がその例をなす。S&P 500を構成する大多数の企業〔1,662社〕では、ビッグ・スリーが併せて〔38%〕単独の最大所有者となっている⁽⁵⁾。こうして寡占体制を築いたビッグ・スリーを中心とする巨大資産運用会社群が選出するポートフォリオが、構成銘柄による株価の内部構成比率で自動的に決まるポートフォリオを基本として大要皆似たポートフォリオとなると、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」で論じるように、BlackRockの全社的プラットフォーム、Aladdin®のグローバルな投資界横断的な広範な共用に伴ってリスク管理の一様化の比率がある程度（現下7%）であれば、第1章第2節で言及したKeynesのいわゆる真の不確実性下、予測に失敗する場合、それはシステミック・リスクを発現し、信用破綻の連鎖を招いて、金融恐慌を引き起こし、あるいは、相場が急変した時、同じプログラム、特にアルゴリズム取引 (Algorism Trading: 以下、AT) によって一様に、しかも時に高頻度取引 (High Frequency Trading: 以下、HFT) で自動売買されてしまい、結果的にボラティリティーが上昇し、それゆえ、株価の乱高下が生じ、相場が偏り、そして、それに乗じて反抗的な投機が果敢に実行される結果、かつてJ.M. Keynesが懸念した事業（会社）が「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」⁽⁶⁾と化す影響の作用を、当の近年株価伸張の著しい資産運用会社、さらにはそれと緊密な関係にある合衆国政府高官、準政府機関による資金運用、これら全てが諸共被る。先に述べた問題とはこれである⁽⁷⁾。これは、生産手段という現実資本の株主による所有の間接化が起こって後の（可能性としての）問題であるから、Hilferdingの説く会社資本の所有権の二重化、すなわち生産手段の所有権・使用権と収益権への二分化そのものに起因するエイジェンシー・ジレンマとは異なる。筆者が問題にするのは、上記中、あくまで前者であって、エイジェンシー関係ではない。後者、先に補論で見たVeblenのいう「不在所有制」⁽⁸⁾や『企業の理論』で問題提起される物質科学や

(5) Fichtner, et al., *op.cit.*, pp.16-17.

(6) “JMK”, Volume VII, *op.cit.*, p.159. 前掲訳（上），220頁。

(7) むろんHFTの悪影響については否定的な見解もある。「株式の超高速取引トレーダーに売買注文で「先回り」される一般の小口投資家が不利益を被っている」というマイケル・ルイス氏の著書「フラッシュ・ボーイズ」〔Michael Lewis (2014), *Flash boys: A Wall Street Revolt*, W.W. Norton, 2014. 渡会圭子, 東江一紀訳 (2014)『フラッシュ・ボーイズ: 10億分の1秒の男たち』文藝春秋〕の主張は少なくとも現在は妥当ではない——。米カリフォルニア大学バークレー校の2人の教授が、最新データを詳しく分析調査した結果、こうした結論を下した。〔ロイター通信によれば〕「バートレット氏は、フラッシュ・ボーイズが掲げた二つの理論は実際に証明されていないと指摘。一つ目のマーケットメーカーが最適な価格を提供しないことで顧客を欺いているという考え方は「正しくないことが分かった」と述べた。さらにもう一つの超高速トレーダーがより素早く売買注文情報を入手して一般に出回るよりも前に取引を執行しているという説も「現実には起きていない」という。〔このため両教授による調査では、SIPと呼ばれるシステムを通じてより遅いスピードで供給される価格情報を用いる投資家が、不利な立場に置かれている証拠は乏しいことが判明した〕という。尚、調査対象データは9カ月にわたるダウ工業株30種の気配値と取引によるという (REUTERS「超高速取引で「先回り」の証拠希薄、米大学教授がデータ分析」ビジネス2016年8月1日 14:21. (<https://jp.reuters.com/article/usa-markets-latencyarbitrage-study-idJPKCN10C1E1> (2019/02/25))).

(8) Cf., Thorstein Veblen (1973), *op.cit.*; Added edition (1975), *op.cit.*, p.211. 村井章子訳 (2016)『有閑階級の理論』ちくま学芸文庫, 236頁; “TV”, Volume IX.

機械技術と企業の論理との対立⁽⁹⁾は、Hilferdingのいわゆる会社資本の「所有の二重化」に係わる問題ではあるが、ここでは措かれる。

以下、まずShenker等による研究⁽¹⁰⁾、FrankelおよびHenry T. C. Hu, & Bernard Blackの研究の成果を参考に、株式所有を契約的観点から序することにした。

「金融的手段はしばしば伝統的「資産」として見なされる。伝統的「資産」は財産法によって支配され、そこでは所有は、制約はされているが、一定の受諾可能な方法においてのみ定義される」⁽¹¹⁾。この観点下では、株式の所有者は、証券購入用に資金を投じた者、すなわち「購入者」である。「購入者」は株式に対する権利を有し、またこの権利は、資産に固有のものである。しかしながら、金融資産は、実物資産とは異なり、本質的に契約、すなわち契約上の誓約である⁽¹²⁾。契約として、金融資産は、異なる一連の規則に支配される。契約法下では、契約者は、何らかの法的期限について合意を交す可能性があり、また彼等は、契約上の権利を第三者に移転することを認め、あるいは制限することができる⁽¹³⁾。それゆえ、株式所有に関する契約上の見解は、購入者の権利を資産に固有のものと見なさない。この観点下、資産の適切な「所有者」は、「購入者」や「提供者」ではなく、資産の契約上の意思決定に対して慎重な姿勢を採るために権利を付与する資産運用委託を伴う「グループ」である。金融資産の契約上の本質は、[このように] 経済的利害関係から議決権を分離する多様な技術およびデリバティブ・ベースの分離を可能にする⁽¹⁴⁾。会社株式の契約上の本質を反映して、また、財産の本質に関する伝統的な見解と対照的に、二つの今日のタイプの所有者に言及する。すなわち、受領権保有者（「伝統的な購入者」（“end-investor”）⁽¹⁵⁾あるいは時に「末端投資家」として言及される者）および委任契約所有者（mandate owner）あるいは「株主名簿上の株主」（“record holders”）である⁽¹⁶⁾、とShenker等は述べる。受領権保有者は、厳密には、自らの資金で自己勘定を使って株式を購入する投資家と、顧客から財産預託を信託契約で受けた信託銀行〔あるいは金融コングロマリットの信託部〕および別途預

(9) 「社会主義は、…現代文化の経済的基礎の破壊を意味するかぎり、機械技術の紀律の時間的、空間的な限界のそこでは、偶発的かつ不確実に起こってくるだけである。これに反して、その日常生活が彼等にたいして物質的因果関係を基準として、日常の真面目な思考をおこなうことを教えこむような階級のあいだでは、所有権の先入観は、あるいはそれが不用となることにより、あるいはまた、事物の別の考え方がそれに代わることによって、明らかにしだいに陳腐なものとなりつつある」（“TV”, Volume II (1994), *The Theory of Business Enterprise*, Routledge/Thoemmes Press, reprint of 1904, p.351. 小原敬士訳 (2002)『企業の理論：新装版』勁草書房, 278頁）。訳者の小原氏は、この点について、次のように指摘している。「…営利企業社会がますます軍事的となることは、その社会がますます保守的、復古的となることを意味する。そしてこのような傾向は、近代産業と、その基礎である科学技術的思考習慣と矛盾する。しかし、それかといって、いまさら機械技術や物質科学が廃止されたり、後退することは、およそ考えられない。ここに近代資本主義が直面する大きな岐路がある、とヴェブレンはいう」（前掲訳、「訳者あとがき」、321頁）。

(10) Cf. Shenker, et al., *op.cit.*, pp.2-3.

(11) Frankel, *op.cit.*, p.931 & p.934.

(12) Cf. *ibid.*

(13) Cf. *ibid.*

(14) *E.g.*, Henry T. C. Hu, and Bernard Black (2006), “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review*, Volume 79, Number 4, p.811; Henry T. C. Hu, and Bernard Black (2008), “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions”, *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 156, Issue 3, pp.625-739; etc. 因みに、これが本稿（上）でも取り上げた大量保有報告義務とも関連するエンプティ・ボートینگに伴う株式貸与による議決権の分離の問題を含む。

(15) （売買、投資あるいはまたその他何らかの目的で）自己の勘定において証券を取得し、あるいは売却する、あるいは、ミューチュアル・ファンドのマネジャー、生命保険会社の加入者の資産のマネジャー、および年金基金マネジャー等の資産プールを含む、他者の利益になるように投資を行う主体。

(16) Cf. Shenker, et al., *op.cit.*, pp.2-3.

託者が資産運用会社（ファンド・マネジャー）と投資一任契約を結び、（実務の上ではマスター・トラストを加えた四者間で）協定・交渉を行う等して名義上の株主になりうる資産運用会社の二つに分けて、後者を名簿（登録）上の法的株主とし、財産の預託者（単なる信託受益者＝実質（受益）株主）と自己勘定による株式購入者を併せて、経済的な真の所有者（true owner）と解釈すべきであろう。（尚、BlackRockは資産運用会社であるが、本章第2節内補論「資産運用会社と信託会社について」で述べるように、ブラックロック・ジャパン株式会社（BlackRock Japan Co., Ltd.）は「投資信託運用会社」に分類されている。）次のGilson & Gordonによる指摘はこうした解釈に沿っている。

すなわち、「経済的権利と支配の権利の分離はデリバティブにのみ係わるわけではない。中規模レベルのアセット・マネジャーの拡大はいわゆる「株主名簿上の株主」、近年では、一般に、名義上の法的株主となる機関投資家の利益と実質（受益）株主「〔真の所有者〕（“true owner”）」間の利益の乖離を拡げてきた」⁽¹⁷⁾。「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、株式の名簿上の所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、株式所有の記録を集中させたことである」。「この集中は、名簿上の所有が「仲買人名義」ないし「ノミニー名義」⁽¹⁸⁾形態においてなされる名義上の集中とは区別されるが、それは、ブローカー⁽¹⁹⁾が、受益的所有者が所有する株式に当該受益的所有者と共に株式の投票権を行使する環境においても同じである」。「仲買人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支配を確立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」⁽²⁰⁾。委任状システムは、中間に位置する株主名簿上の株主（投資ファンド）と参照持分の経済的便益に対する権利の所有者を分別する⁽²¹⁾。「権利の所有はそれゆえ、

(17) Gilson & Gordon, *op.cit.*, p.863 & pp.889-896.

(18) 証券が受益的所有者の信託を受けて登記・所有される名称：ノミニー株主：信託の受託者が、会社の帳簿上に信託関係を表示することなく自己名義で株主として登録することを大部分の州が認めており、その場合には、会社も、たとえ単に nominee（名義人）であることを知っていても、信託条件の調査義務を負わない。

(19) 有価証券の売買取引を仲介する業務を「ブローカー業務」と言い、証券会社が一方の投資家から受けた売買注文を、もう一方の投資家の売買注文とつけ合わせることによって取引を成立させる業務である。そして、取引を仲介したことの報酬として、証券会社は手数料収入を得る。ブローカー業務は、あくまでも投資家間の売買注文を仲介するだけであり、証券会社自らが売買する有価証券の価格変動リスクを負い、あるいは有価証券を保有することはない。証券会社が自己資金を使い、自ら価格変動リスクを負ったうえで株式や債券等に投資することを「ディーラー業務」と言い、ブローカー業務とは別な認可を受ける必要がある。また、証券会社だけでなく、外国為替の取引を仲介する業者のことも、ブローカーという（<https://www.weblio.jp/content/%E3%83%96%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%82%AB%E3%83%BC>（2019/08/16）参照）。

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

(21) SEC Concept Release on the US Proxy System, July 2010, Release Number 34-62495, pp.11-21: *Federal Register* / Vol. 75, No. 140 / Thursday, July 22, 2010/Proposed Rules, pp.42984-42988.「今日、合衆国に企業によって発行されている株式の大半の投資家は、受益株主（受益的所有者；実質所有者）であり、このことは、彼等は、その証券をブローカー・ディーラーあるいは銀行等の、証券仲介業者を通じた記帳形式で保有することを意味する（原典注30：特定の証券の移転に関連した委員会側の目的上、「証券仲介」は証券取引法ルール第17条Ad-20 [17 CFR 240.17 Ad-20] の下、同取引法第17条A [15 USC 78q-1] の下登録された、通常業務において、そうした能力における他者のための証券勘定を維持する、銀行、ブローカーあるいはディーラー・清算機関もしくは清算を行う者として定義される。UCC

証券に対する権利ではなく、権利所有者が実際の株式を所有しているならば、彼等が受け取ったはずのものに均等な割合で仲介者へ配分される利益を〔最終的に〕授受する権利を反映する。それゆえ、二重の契約構造が導入されている。すなわち、権利を持つ所有者は、（例えば、投資運用契約書あるいは運用趣意書によって拘束される）制度的媒介を伴う彼等の契約上の関係に従って資本を提供することによって益々多くのリスクを取る。媒介者は（株式の）発行に伴い分離された契約上の関係に入り、投資決定に対して完全な権限を保持し、権利の〔究極的な真の（“true”）〕所有者には、参照持分の大きさに応じた経済的便益のみを返す。所有は、それゆえ、再構成されている⁽²²⁾。これに加えて、第2章第5節で指摘したように、Shenker等のいう再編には、さらに法律上株主ではないものの、究極的所有者＝経済的な真の所有者（true owner）への委任状の供与という権利の帰属が、たとえ同権利がその者にとって実質的に機能しないとしても、加えられるべきである⁽²³⁾。

だがここでは、現代の合衆国を大宗とする資本主義社会の会社所有に基づき、さらには、合衆国法に限れば、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、投資一任契約を含む協定・交渉等を通じて自ら法的株主に成り上がり、以て、直接議決権を行使し、あるいはまた、「間

はこの用語を少しく異なって定義しているが、違いは、このリリースの目的とは無関係である（UCC 8-102 (a) (14) (1994) を参照）。これがしばしば「ストリート・ネーム」として言及されるものである。受益株主（受益的所有者；実質所有者）は、証券を直接所有しない。代わりに、証券仲介業者の顧客として、受益株主は、証券の所有に関連する権利を付与される（原典注31：証券仲介業者の財産に対して有する権利および利害は、顧客が、関連する法域で採用されるUCCによることもさることながら、顧客と証券仲介業者を結ぶ協定によって作り出される。UCCの下、受益株主は、ブローカー・ディーラーまたは銀行によって保有される交換可能な証券の殆どに対し、「証券資格（証券仲介業者を通じて保有されている金融資産に関する権利保有者の権利および所有権（UCC § 8-102 (a) (17)）」を持つ。「受領権保有者」（“entitlement holder”）は、証券仲介業者に対して証券資格を有する者としての証券仲介業者の登録において特定される者として定義される。統一商事法典UCC8-503（1994）。証券仲介者は、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。一般に統一商事法典UCC 8-501以下〔の条項〕（1994）を参照されたい」（*Federal Register* / Vol. 75, No. 140 / Thursday, July 22, 2010/Proposed Rules, p.42985）。

(22) See, Shenker, et al. *op.cit.*, pp.1-2.

(23) 但し、本節後の補論「委任契約所有」（“mandate ownership”）で詳説するように、例えば年金基金のような顧客が、資産運用会社に顧客の資産の運用を委託する場合には、当該顧客は、資産運用会社との間で投資一任契約を締結し、一切の運用権限とともに投資株式に関する議決権行使の権限についても資産運用会社に委任している。ただし、顧客資産については、資産運用会社は直接預かることができないため、一般的には、顧客は銀行信託部等と信託契約を締結し、当該顧客資産は信託口座に預託されている。また、顧客、資産運用会社、および銀行信託部等の三者間（実務的には、マスター・トラストを含めた四者間）で協定書を締結し、資産運用会社は運用判断を行い、どのような取引をどのような条件で実施するかについての具体的な運用指図を銀行信託部等に伝達し、銀行信託部等の名義で顧客資産の取引が行われることについて合意をしている。このようなスキームの場合においては、投資先企業の株式の名義は、当該銀行信託部等名義となっており、顧客自身は投資先企業からは株主として認識されることはなく、当該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る。さらに、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。但し、先の投資一任契約そのものによって資産運用会社＝アセット・マネージャーが株主になることはないが、その限りではなく、顧客が財産を預託する際の信託契約等を含む種々の協定・交渉等によっては、当該資産運用会社も名義人として株主になりうる。（委任状）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ものとなり、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。しかし、その後、この究極的な真の所有者である自然人が、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資産運用会社に一任するケースが殆どである。むしろ、本文中でも繰り返し指摘してきたように、これは持分出资者に限った現実であり、特に第2章第5節で述べたように、超富裕層に属する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は、例えば銀行信託部等と信託契約と結んで、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。

接」的に、投票の権利を代理行使しうる BlackRock, Vanguard, State Street のビッグ・スリーを筆頭とする一握りの資産運用会社（ファンド・マネジャー）群の存在が尚抜け落ちている。

すなわち Shenker 等は、先の所有の再編に続いて次のように述べる。

「しかしながら、〔経済的な真の所有者（true owner）と投票権の〕分離はそこで終わらない。近年における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とその後の集中は⁽²⁴⁾、別の階梯をつくりだした。すなわち、伝統的に、仲介役としてのファンドが議決権を保持してきたのだが、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が〔代理として投票の〕意思決定を担っている始末である。その帰結は現在のところ、まだ十分に知られておらず、ともかく、本稿〔Shenker et al, *op.cit.*〕の射程を超える。だが、われわれが…示すように、いまでは、これまでになく、ビッグ・スリーがそうであるが、仲介役が保有するタイプの株式にまさに注意が向けられる」⁽²⁵⁾。Shenker 等による以上の指摘は、第2章第5節ですで見えた会社所有権の実質的な4再編に含められた先の経済的な真の所有者（true owner）である究極的な自然人に供与される事実上機能しない委任状の権利が外されているが、それは、第2章第3節、第5節で述べたように持分出資者に限った現実であり、資産運用会社または、これを配下に治める、その又個人大株主ないしは相対的個人大株主層については妥当しないという現実と符合する。尚、Shenker 等による上の強調点は、第2章第5節で見たような Title 17CFR § 240.13d-1 で規定される SEC への情報公開基準となる5%および、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超水準を、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大手機関投資家群を念頭に置くとき、現実味を帯びてくるであろう。

（統計的扱い方の違いによるが、銀行、ミューチュアル・ファンド&年金基金/株券の名義人/信託/受託会社、保険会社、未公開株式投資会社、およびヘッジ・ファンド、そしてファイナンシャル・カンパニーの六分類では、顧客から財産の預託を受ける信託銀行（銀行信託部）等は表3-1上、1行目と3行目に跨がって含まれ、そしておそらくミューチュアル・ファンドに代表される、投資会社（Investment companies: Open-End Mutual Funds / Closed-End）は三行目にあるので、financial companyは、〔広義には投資家の資産を預かり、その資産運用を代行する企業、狭義には投資信託（ファンド）の運用の指図を行う投信会社、その両義が妥当する〕投資信託運用会社に分類される（本章第2節内補論「資産運用会社と信託会社について」参照）ブラックロック・ジャパン株式会社（BlackRock Japan Co., Ltd.）および資産運用会社（asset management firm）に相応するものと考えられる。ところが、こうして、株式を所有する金融機関ないしファンド、六者を各個別々に分ける場合には、信託契約上名義人として株主になる機関投資家と、その議決権の代理権行使を委任されるケースが直接的議決権行使にもまして近年格段に増えた資産運用会社（おそらくファイナンシャル・カンパニー）との区別が曖昧になる。Peetz 等による次の指摘が一例である。「…われわれは、1974年時点における合衆国の非金融事業会社、最大200社における株式のメジアンで20%を銀行、保険会社、および投資会社（すなわち、金融資本）が支配していると推定する Herman（1981）の研究⁽²⁶⁾と金融資本⁽²⁷⁾の所有の分布を直接比較・検討する

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

(25) Shenker, et al. *op.cit.*, p.2.

(26) Herman, *op.cit.*, probably, p.145, Table 4.9. Large holdings (2 percent or more) of voting stock in the 200 largest nonfinancial corporations, by type of holder, December 31, 1974.

(27) これは指摘するまでもなく Hilferding が『金融資本論』でいわゆる Das Finanzkapital 範疇の英訳にあたるのであるから、本来は financial capital という英語を当てる方が適切である。

表3-1 (原典表2)：合衆国産業会社上位221社における金融資本 (finance company) の株式所有部分の平均およびメジアン。観測点：2009-2010年。

	最小	最大	平均	メジアン
銀行	0	45.9	20.0	20.0
ファイナンシャル・カンパニー	0	40.8	16.6	15.7
ミューチュアル・ファンド&年金基金/株券の名義人/信託/受託会社	0	48.8	15.4	15.0
保険会社	0	21.8	7.2	6.5
未公開株式投資会社	0	30.9	3.1	1.9
ヘッジ・ファンド	0	1.3	0.0	0.0
金融資本の総シェア	0	97.3	62.3	66.1
ミューチュアル・ファンド/年金基金等を除く金融資本の総シェア	0	95.5	46.9	49.0

註：株式所有が記録されてない場合、数値は最低の推定値である。

出所：David Peetz, Georgina Murray & Werner Nienhüser (2013), "The New Structuring of Corporate Ownership", *Globalizations*, Volume 10, Number 5, p.718, Table 2. 典拠：Target companies database, N = 221合衆国非金融事業会社。

ことによって、合衆国で所有の金融化が生じているかを検討している。その結果は表3-1「合衆国産業会社上位221社における金融資本 (finance company) の株式所有部分の平均およびメジアン。観測点：2009-2010年」(原典, Table2. Mean and median shareholdings of fractions of finance capital in top 221 US industrial corporations, 2009-2010) に示してある。それは、2009-2010年において、金融資本によるそれら企業の株式所有のメジアンが66%まで上昇したことを示している⁽²⁸⁾。「ミューチュアル・ファンド、年金基金、および関連のファンドは除外されており (Hermanが同じ統計操作を行っているかは不明ではあるが、当時はいずれにしても、それらの重要性は低かった)、2009-2010年現在の金融資本のシェア (finance share) のメジアンは49%で、1974年の値の2.5倍の高さになっている。これは1974年以降の所有の金融化の強固な証拠であり、1970年代に至る金融資本の衰退という、20世紀を通じたHermanによる長期的傾向に関する解釈・予想の大逆転である⁽²⁹⁾とPeetz等は指摘する。これはそれ自

(28) David Peetz, Georgina Murray & Werner Nienhüser (2013), "The New Structuring of Corporate Ownership", *Globalizations*, Volume 10, Number 5, pp.717-718.

(29) *Ibid.*, p.717-718. 尚ここでの文脈から若干距離を置くことになるが、「[オーストラリアの大富豪である] Gina Reinhartは、個人として活動するが、しかし、世界的な支配階級になる上で優位な位置に立つ」(J. Harris (2014), "Transnational Capitalism and Class Formation", *Science and Society*, Volume.78, Number 3, p. 314; W.I. Robinson (2014), *Global Capitalism, Global Crisis*, Routledge, London, p.1) 覇権の断片 (the hegemonic class or fraction; Cf., Nicos Poulantzas (1975), *Classes in Contemporary Capitalism*, NLB, part 1, chs. 2, 3; part 2, chs. 1, 2, 3, 4.) を形成するために、資本の所有または支配もしくはその両方を通じて、権力を集団的に掌握するこれらの国境を超えた資本家階級 (transnational capitalist class: 以下, TCC) の女性および男性 (殆どは男性) のまさにひとりである。この分析によれば、これらTCCをなす国境を越えた会社や金融機関の経営陣や所有者は、世界経済の主導者であり、全体として、彼等は、世界経済を国境を越えて統合すべく活動する。「TCCは、世界的な価値/供給連鎖、同階級の範囲内の国家を越えた広範でグローバルな投資ポートフォリオや利害関係を伴う国際的な資本循環による蓄積に様々に根差しており、それが、彼等が国境を越えた存在で (Robinson, *op.cit.*, p.1), 多国籍でも (P. Hirst, and G. Thompson (1999), *Globalization in Question*, 2nd ed., Polity Press, Cambridge), また、単なる国民国家的な会社の取締役兼任ネットワークにグローバルに連結されるものでもない (Harris, *op.cit.*, pp.312-333), その理由である。例えばJoshua Murray (2014), "Evidence of a Transnational Capitalist Class-for-itself: The Determinants of PAC Activity Among Foreign Firms in the Global Fortune 500, 2000-2006," *Global Networks*, Volume 14, Number 2, esp. pp.235-50が示す、TCCが各国資本家階級に共通の利害関係を持つという認識と、TCCはあくまで (本店居住地基準に拠る) 究極的な親会社が事業拠点を置く本国・国家に根差した資本家階級の国境を越えた再生産による蓄積を目的としているという認識の間には開きがある。さらに、後者の認識は、取締役兼任ネットワーク内の中心性が、まさに、当該国家に根差した企業

機、機関投資家の成長と並行し、それを捉えた的確な認識ではあるが、ファイナンシャル・カンパニー（おそらくは資産運用会社）と他五者を同列に並べて各々の所有権の多寡を比較することは、可能性として株主権の一部として編成された一加除分ではあるが最重要な意義を持つ（議決権に包含される）投票権の、寡占的な資産運用会社群（おそらくは表3-1「合衆国産業会社上位221社に占める金融資本の持分断片の平均値およびメジアン。観測点：2009-2010年」内の「ファイナンシャル・カンパニー（Financial company）＝資産運用会社」）への集中の進展を見落とすことになる。）

すなわち、先の所有権の再編には、投票の代理権行使をめぐる続きがある。「SECルール13d-3は、株式証券の「権利の所有」について二重の正規テストを行う。それは、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）権利の何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（17 CFR § 240.13d-3）。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、二つの何れかの要求を満たす。人はそれゆえ、残余価値に対する何らかの財産権を持つことなしに株式証券の受益的所有権を獲得することができる」⁽³⁰⁾。伝統的に、株主に議決権が認められる根拠は、残余権者（residual claimant）性に求められてきた。株主は残余権者として債権者に対する最劣後権である残余財産分配請求権等を会社に求めることになるため、自らの取分を最大化することが、それに優先する債権者等会社の利害関係人の価値の総和の最大化につながるという考え方である⁽³¹⁾。

その実質的権力について現状では見解が分かれる。

一方では、「会社の持分に対しては契約的なアプローチを採り、持分証券の議決権あるいは売却処分に対する事実上の権力を行使する能力が、われわれが「委任契約所有」（“mandate ownership”）と呼ぶものの構成要素となるということを示唆する。これがまさにパッシブ・アセット・マネージャーが保持するタイプの所有である。さらに、総合的な委任契約所有の地位が、会社支配にとって最も今日的な意義を有する重要な要因をはらむ」と見る見解⁽³²⁾がある。法的にさらにこの点に立ち入ると、…第13節(d)およびその適用可能なルールは資産運用委託の所有者の解釈を単に支持するだけではない。SECは、「法的、経済的、その他のいずれの権限であるかを問わず、そのような投票指図の権限を他の人が持つこともあるから、単に投票の法的権利を所有することによって、その人が「実質的な」受益者であると決定されるものではない」と明示することによって、「受益的所有権の構成要素として株式の形式的な付帯権利に対し〔関し〕、事実上の権限を行使する能力の優位性を法形式的

エリートが経営する親会社の本店の取締役会で最も高いという可能性を示唆する。もしそうであるなら、Murrayの認識に反して、この見識は、個別資本が国境を、したがって国家を利用して、資本蓄積を図るという意味で、国境を超えた（「多国籍」とはいうものの、例えば本店居住地基準に従う場合には、本店が居住する本国での事業活動を核とする）支配網を利用するという観点から見れば単に事業活動を行う諸国を全て居住地とみなすようなTNCsの定義を裏からいうような意味で「無国籍」では決してないという明快な認識につながる（一般に、TNCsについては、「居住しているかどうかの認定の方法と発生した場所の認定方法には、本店所在地基準と管理支配地基準（place of management test）がある。本店所在地基準は、本店所在地がどこであるかが基準となる。管理支配地基準は事業の指揮管理を行う場所を基準とする。英国では経営上重要な判断を行う部署がある場所で課税するとしている」（津田英章（2016）「国際課税枠組みと多国籍企業による租税回避」『季刊経済理論』第53巻、第1号、54頁、注9）。ここでわれわれは、取締役・重役等の会社エリート層と資本家階級との違い、および、企業と国家の関係の如何という新たな問い掛けに直面することになるのである。会社エリート層、資本家階級の関係については、後に、第5章第2節内脚注(10)および第6章第4節で言及する。さらに企業と国家の関係については、特に第8章第3節で詳説する。

(30) Shenker, et al., *op.cit.*, p.4.

(31) 得津、前掲、1-2頁参照。

(32) Shenker, et al. *op.cit.*, p.2；「1934年証券取引所法第13節(d)が委任契約所有の解釈を支持するということを示す。最後に、筆者〔一Shenker等〕は、13節を超えて委任契約所有を採り上げ、それを会社の議決権の権利の根底にある要素に結び付け、それによって、その会社支配にとっての重要性を示す」(*Ibid.*, p.2)。

上で認識していた」⁽³³⁾。／第一に、本規則の規定項目によれば、普通株を現在所有している者だけでなく、60日以内（のいずれかの日）に所有する権利を持ちうる者を含めるよう「受益的所有者」（の規定範囲）が拡張された。当事者が株式に関する権利を合法的に再編する権限を与えられているか否か（この場合、自己裁量で処分する資格があるか否か）、すなわち、（60日以内に）投票権限・投資権限の一方または両方を行使できる立場の該当者たることを変更する資格があるか否かが重視される。第二に、記録（上）の株式保有者が、その受益的所有者から指図されることなく、何らかの議案事項に関して当該者に代って投票することがある場合、その名義上の保有者に対する除外（規則）に従えば、「争点となっている議案事項または投票決定を要する証券の所有者権利ないし特権に大きな影響を及ぼしうる事項を除く」議案事項について、指図を受けることなく投票できる名義上の所有者の類だけが適用から除外される⁽³⁴⁾。この除外（の規則）が、実際には全体の規則を支える骨格である。例外が適用される限られたケースを除いて、ある者が投票する法的権限を持つ一方で他の者がその投票を決定する実際上の権限を持つなら、投票を指図できる立場の者だけが情報公開の義務を負わねばならない⁽³⁵⁾。／意思決定に対する事実上の権力を行使する能力が、委任契約所有の本質である。これは、少なくとも、BlackRock, State StreetおよびVanguardのようなアセット・マネジャーは、彼等のファンドを通じた「新しい委任契約所有者（new mandate owner）」であると同時に「委任契約所有者（mandate owner）」であることを意味する。ビッグ・スリーのファンドの委任状投票に関する最近の研究は、少なくとも二つの分離したファンドを通じてアセット・マネジャーが投資を行う場合、年次総会における委任状投票の研究において、極端に高度なレベルの投票上の一致を示す。BlackRockでは、100,000件の提案当たり僅か18件において、彼等のファンドの一つがその他のファンドの意向に沿わない投票を行い、また、Vanguardでは、100,000件の提案当たりさらにいっそう少ない僅か6件についてのみ投票の異同が生じた⁽³⁶⁾。この研究成果は、これらのアセット・マネジャーたちが彼等のファンドを通じて委任状投票について調整していることを示唆し、それは、グループ・レベルでのコーポレート・ガバナンスの調整および拡張のための最近の努力と整合する。この観測は、ビッグ・スリーは今や、委任契約所有の地位をグループ水準で獲得しており、実情は、事実上の権力が残りの意思決定に及ぶのはまさにその水準においてである、という結論に導く。／この結論は、（17 CFR § 240.13dあるいは13gの下で）報告義務との関係でアセット・マネジャーによって係争中であるわけではないかも知れない。実際、ビッグ・スリー（その他）は、彼等の合算ベースのポジション

(33) Cf., Adoption of Beneficial Ownership Disclosure Requirements, Exchange Act Release Number 13291, *Federal Register* / Volume 42, Number 42 / Thursday, March 3, 1977 / Securities and Exchange Commission, Beneficial Ownership Disclosure Requirements, Adoption, Proposed Amendments, and Withdrawal, p.12342 & p.12344. : formal title[title: 権原（財産権を基礎づける法的行為・事実またはそれによって得られた法的地位・根拠; したがって物を享有しうる権利, その権利の生じた原因, それが立証される手段をも指し, さらには権利の質・性質・範囲・限定等の内容をも指す; 大陸法系の物権法は恒久的絶対的排他的な完全な支配権である所有権（dominium）概念を中心に構成されているが, 英米法では紛争当事者の何れがより良い title を有しているかという相対的次元で構成される; したがってこの title 概念は財産法上の最も基礎的なものである; ここから文脈により各種の具体的物権に当たるものを意味することも多い; OWNERSHIP; cf. POSSESSION); (財産的) 権利, 物権; (土地) 所有権; 研究社『英米法律語辞典』（『英米法辞典セット』前掲, 参照)]; beneficial owner [受益権者, 受益的所有者 (1) 受益的権利 (beneficial interest) 保有者, エクイティ上の所有者, 特に信託 (trust) の受益者; equitable owner ともいう (2) 会社の株式を売買する権能等は有しているが, 株主として登録していない株式保有者; 株式の実質上の所有者 [実質的所有者: 研究社『英米法律語辞典』（『英米法辞典セット』前掲, 参照)]]].

(34) Shenker et al., *op.cit.*, p.7, footnotel4, [Title] 17 CFR § 240.13d-3(d) (2).

(35) *Ibid.*, p.4, 原典注, 15, *Calvary Holdings Inc., et al. v. Burton Chandler*, 948 F.2d 59, 63 (1st Cir. 1991).

(36) Cf., Fichtner, et al., *op.cit.*, p.20.

を報告している。いまわれわれが問うのは、委任契約所有が「閾値報告」(“threshold reporting”)を超えるものかどうか、である。筆者達は、そうであると提議する。会社支配権市場との関連を次第に強める会社株式に関し、事実上の権力を行使するために資産運用を分離して議決権の調整と結びつけられ、それは、新しい委任契約所有者にとって権能を蓄積することになる。すなわち、これらの立場は、会社の議決権という権利という中核的要素をつかみ、封入する……」⁽³⁷⁾。

以上のShenker等の見解を受けて、われわれは所有権に基づく支配者の所在についてひとつの結論に達する。すなわち、小松氏は、いずれの大企業も、支配の側に立つと同時に被支配の側にも立つ場合の株式持合い関係を「迂回的持合い」と称し、他方、資本上の関係を強化する目的で、双方の合意の上に相互に株式を直接的に持合う場合の株式持合いを、「相互的持合い」と称し、持合いを分別した⁽³⁸⁾。後に第7章第3節で明らかにするように、グローバルな株式所有のネットワーク上中枢を形づくる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、グローバルな会社ネットワークは、著しく密集した相互に結び付合った中枢を持つ。この事実を先の小松氏の二つの持合いの概念を用いて解釈するなら、BlackRock, Vanguard, State Streetをはじめグローバルに事業展開する巨大資産運用会社や、J.P. Morgan (JP Morgan Chase & Co.の子会社)等の巨大金融機関は、上の分別でいう後者、すなわち、5%ラインの少数持株を通じた「相互的持合い」によって密接に資本的に結合し、以て各自の維持・存続の財務的基盤を強化し、同時にそれが「迂回的持合い」による支配・被支配関係を通じて、経営権に関する、いわば対外的防壁を築く機能を担っているものと推察される。もしそうであるなら、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的ツールとして、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おり、またそのように別格の法的地位にある大手資産運用会社はじめ金融機関であるからこそ、その大半の取締役会長またはCEOを含む相対的個人大株主層は、株式会社一般の相対的個人大株主層にはない大きな会社支配権力を掌中に収めているといえよう。先に「推察」と述べるに止め、敢えて断定しない理由については第10章第3節で言及する。それら資産運用会社等の金融機関の一群は、その上で、合衆国内に限れば、Title 17 CFR § 240.13d-1で規定されるSECへの情報公開基準となる5%および、再三繰り返すように、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超水準を「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、「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まで至っている。先に見た通り、Shenker等が指摘する傘下の投資ファンド等の機関投資家から別途委任された代理投票を通じた議案への賛否は、後に見るような様々な利益相反に阻まれつつも、かなりの程度調整されてほぼ一致を見、ともあれ、契約・交渉等の内容によっては、運用面で再編されたかつてない絶大な権力を資産運用会社は持ちはじめた。そして、それら巨大資産運用会社の軸芯をなす幾つかは株式企業形態を採るから、今し方、言及した理由で他の相対的個人大株主層一般とは異なる、その又個人大株主あるいは相対的な大株主(層)を中心とする(富裕層、所有者としての専門経営者を含む)支配出資者には、究極的に大きな権能が帰属することになる。それは、特に、例えばビッグ・スリーその他の機関投資家が協調・連携する場合には、株主総会という合議制の場で相対的個人大株主層の利益を代弁する共通株主として、運用先に支配の意思を貫徹させることができるということを意味する。

但し、こうした解釈については、当事者の代表であるBlackRockによる閾値報告そのものの意義を

(37) Shenker, et al. *op.cit.*, p.4. 傍点は筆者。

(38) 小松, 前掲書, 191-205頁, 特に205頁参照。

めぐる、次のような反論がある。

「しばしば閾値報告 (threshold reporting) として知られる株式所有の規制上の報告は、資産所有者の所有を反映していない。そうではなく、閾値報告は、ミューチュアル・ファンド、上場投信、ヘッジ・ファンド、および別勘定 (separate accounts) を含む、はっきりと区別できるあらゆる投資手段を通じた所有の総計を反映している。この報告を基礎に、政策と法的救済策を示唆する一部法律の論文を伴う経済学と法学の二つの系統の研究が現われる。経済学の中には、消費者価格と共通株主の間を結ぶ環を見出そうとする論文がある。こうした論文の大半は、資産運用とインデックス投資に関する誤認に基づいている」⁽³⁹⁾。「世界中で、金融規制当局は、上場会社の（通常約5%の閾値を超える）実質的な株式所有について報告するよう要求する。このデータは通常、国の規制者に報告され、市場データの販売会社または、合衆国におけるEDGARシステムのようなオンライン・データ・ポータルを経由して幅広く利用可能である。共通株主と消費者価格との関連を主張する文献は、証券取引法第13条下で提出されたSEC報告データに依存している。/閾値報告規制は、報告目的による株式の「所有者」を誰が構成するかに係わる。司法権に基づいて、計算は、株式に付与されている議決権の支配に強調点を置くかも知れないし、あるいは、当該株式を処分する主体の能力に強調点を置く場合もあろう。/これらのルールを前提とすると、それらの所有の経済的便益を保持する株主と、第三者である顧客やファンドの利益を代表して単に投資している（アセット・マネジャーのような）主体との間のこれらの報告には何の違いもない。これは、規制上の株式所有の報告が、証券の真の経済的な所有者の記録を表わさないことを意味する。/（データ源泉：規制上の株式所有の報告は経済的な所有を表わさない。）/われわれは、統計的な方法を学術的な討論に委ねるが、他方、論文における理論をアセット・マネジャー・ビジネスの現実には照らして検討することも重要であると信じている。われわれが留意したい点として、経済学の論文の中には、会社の共通株主を特定するための様々な国の証券取引法の下における規制上の株式所有の報告目的で申告されるデータを使用するものがある。しかしながら、アセット・マネジャーは運用する資産の所有者ではなく、むしろ多様な顧客の利益を代表して活動するから、このデータを基に経済的な所有者として認めることは適切ではない」。「…資産運用の透明性、閾値報告およびエイジェンシー・モデル」に関する議論、あるいは「…アセット・マネジャーが彼等の資産所有顧客の投資をどのように報告するか…は、しばしば閾値報告として言及される規制上の株式所有の報告の過程を説明しており、株式の所有を特定のアセット・マネジャーによる運用とどのように一緒に扱うことが出来るかについて理解を容易にする。データはしかしながら、情報として同じではない。それゆえ、入手しやすい、限られたこのデータ源泉への過度な依存は所有に関する根本的な誤認とそれによる最近の論争に認められるような誤報を導く」⁽⁴⁰⁾。

以上のBlackRockの反論には少なくとも一点、問題がある。アセット・マネジャーである資産運用会社は、なるほど、経済的な真の所有者 (true owner) としての信託受益者ではない。また投資一任契約を結んで運用を与える場合には、その判断を行い、どのような取引をどのような条件で実施するかについての運用指図を銀行信託部等に責任を持って伝達しなければならない。

しかし、それらは預託者、銀行信託部を含む信託銀行、そして実務的にはマスター・トラスト、以上の四者間における契約・協定・交渉の内容によっては、直接法律上の株主として、議決権行使の権利を得る。資産運用会社は、他の機関投資家、ファンドから手数料を得て、委任状の権利行使を与って“new mandate owner”となる可能性をさえ持つ。すでに述べたように、この二権利の併有が資産運用会

(39) BlackRock (March 2017), “Index Investing and Common Ownership Theories”, *Viewpoint*, p.6.

(40) *Ibid.*, pp.7-8.

社、そしてそれを配下に治める支配出資者の会社支配力の源泉である。(しかも先に見た通り、それらは、本節ですでに述べたように、多数の投票権行使を、対象一社一議案別に、かなりの程度調整・統一している。この点は後の本章第3節で見ると、とりわけビッグ・スリー間における顕著な特徴となっている。)すなわち、BlackRock等の法的株主は、財産権が最終的に帰属されるべき受益株主(受益的所有者；実質所有者)とは確かに異なるが、少なくとも合衆国における重要な現実として、後者の権限の内、投票権は事実上前者に帰属する。この点で、Fichtner等が指摘し、あるいは危惧するビッグ・スリー等が持つ潜在的な支配力は否定できないであろう。問題が残るとすれば、それは、ビッグ・スリー等の権力行使の意思の如何のみである。

〔補論：「委任契約所有」(“mandate ownership”)：

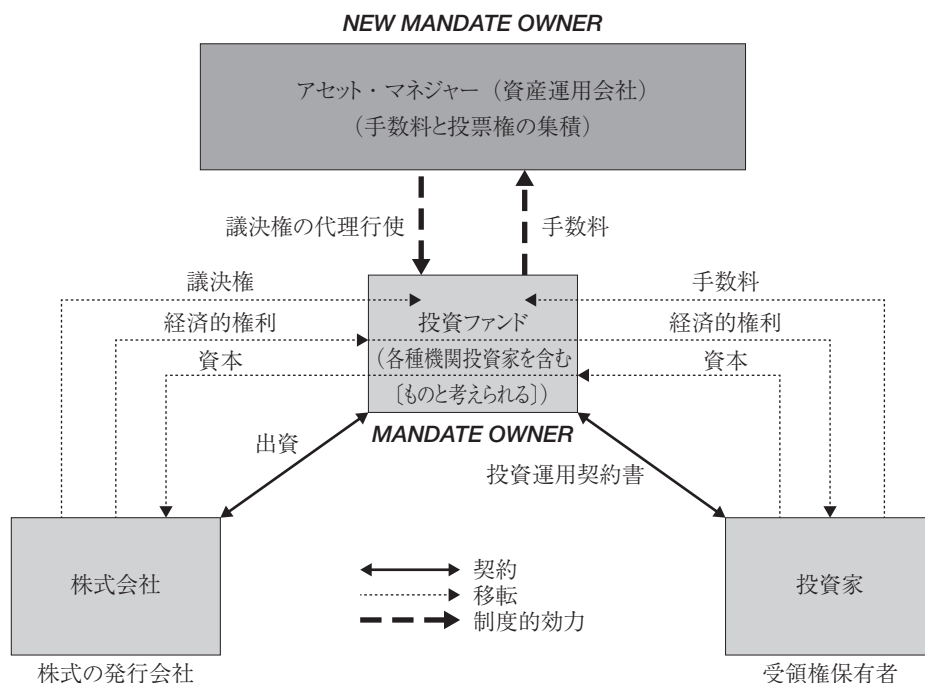
通常、例えば年金基金のような顧客が、資産運用会社に顧客の資産の運用を委託する場合には、当該顧客は、資産運用会社との間で投資一任契約を締結し、一切の運用権限とともに投資株式に関する議決権行使の権限についても資産運用会社に委任している。但し、顧客資産については、資産運用会社は〔一般に〕直接預かることができないため、一般的には、顧客は銀行信託部等と信託契約を締結し、当該顧客資産は信託口座に預託されている。また、顧客、資産運用会社、および銀行信託部等の間においては、三者間(実務的には、マスター・トラストを含めた四者間)で協定書を締結し、資産運用会社は運用判断を行い、どのような取引をどのような条件で実施するかについての具体的な運用指図を銀行信託部等に伝達し、銀行信託部等の名義で顧客資産の取引が行われることについて合意をしている。このようなスキームの場合においては、投資先企業の株式の名義は、当該銀行信託部等の名義となっており、顧客自身は投資先企業からは株主として認識されることはなく、当該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る。さらに、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。Shenker等は、おそらくは以上のような法制度を念頭に、ビッグ・スリーのような資産運用会社群は、投票権を含む議決権を共同保有する投資先企業支配の観点から今日の意義を有する者として見なすことができ、さらに、会社の持分に対しては契約的なアプローチを採り、持分証券の議決権あるいは売却処分に対する事実上の権力、すなわち筆者が解釈する「間接」的な投票権=委任状権利行使能力(Title 17 CFR § 240.13d-3 (a) (1)でいう「間接」な「投票権」)が、この資産運用会社、すなわち「新しい委任契約所有」(“new mandate ownership”)を有する者に帰属すると主張する⁽⁴¹⁾のである。

さて、委任契約は財産の名義は本人(entitlement owner: entitlement holder：図3-2内の「投資家」)の代理人(investment fund)、信託契約を結んでいる場合には、会社に出資を行うのは銀行信託部等の受託会社(信託銀行)になり、信託財産を拠出した者は信託受益権を有するに過ぎない。しかし、安全性や便宜のため、銀行またはブローカーが権原(権利)を持つとしても、真の所有者(true owner)は受益的所有者である。すなわち、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り、それゆえ、(委任状)投票権や配当のような全ての受益権は、最初に登録所有者であるCedeのものとなり、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⁽⁴²⁾。しかし、その後、この究極的な真の所有者である自然人が、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資産運用会社に一任するケースが殆どである。例外はある。超富裕層が銀行信託部等と信託契約と結んで、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である。だがこれも稀なケースである。これらの議決権行使ないしは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は、州議会によって成立し

(41) Cf., Shenker, et al., *op.cit.*, p.2.

(42) Cf., Dentzer, *op.cit.*, p.12.

図3-2（原典図1）：委任契約所有（mandate ownership）を通じた資産管理の分離



出所：Shenker, et al., *op.cit.*, p.3, Figure 1.

註：new mandate ownerのproxy voteがまさに議決権の代理行使を意味するのなら、new mandate ownerは単に本人の代理人たる地位を有するにすぎない。それゆえこの者が会社の所有者になることは法律上ありえない。その際、特に注意すべき点として、代理と信託は似ているが、法的には全く異なる。①名義：代理では財産の持ち主が名義人となるが、信託では運用や管理を行う者が名義人になる。②管理処分権：財産の処分可能権利は、代理では財産の持ち主と、管理などを行う者の両者に権利があるが、信託では運用・管理を行う者のみの権利となる。Shenker等の論文において、new mandate ownerとなるasset managerは資産運用会社を指すが、しかし、運用上の信託契約をも結んで運用を信託契約で任されている場合、その契約内容によっては、名義人として、法律上の株主になりうる場合もありうる。すなわち、asset managerが信託契約にもとづき、信託財産をある会社に出資（投資）しているならば、そのasset managerは株主になる。むしろその場合、asset managerの議決権行使は代理行使ではない。アセット・マネジャー（new mandate owner）である資産運用会社はこうして別途、契約・協定・交渉等を通じて場合によっては、この名義上の法律的株主になりうる。この権益に加えて、上記の委任状行使権利を集積し、併有することによって資産運用会社が今日、絶大な権能を有するようになった。これがShenker等の主張の核心である。

た修正されたUCC第8条項、投資有価証券である。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前で登録されているような場合、幾重にも介在した証券保有のシステムに対処するものである。そこでは、名義人は、株主総会での投票権を有するこうした受益的所有者に対して委任状を供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。この時注意すべき点として、「責任ある受託者は、〔例えば〕年金加入者および受益者に対して負う慎重さおよび忠実さに関する信託義務に基づき、年金投資の価値に影響を与える議案につき委任状で議決権行使することを要請される」。それゆえ、先にShenker等が、Fichtner等の研究成果⁽⁴³⁾から引用してまと

(43) Cf., Fichtner, et al., *op.cit.*, p.20. 本文上先に言及した「信託義務」については、社団法人 日本証券投資顧問業協会・投資顧問業者の注意義務研究会（2001年9月）「投資顧問業者の注意義務について」（<http://www.jiaa.or.jp/>

めたように⁽⁴⁴⁾、契約・協定上傘下にある機関投資家の議決権の代理行使すなわち委任状の権利行使をBlackRock等のマネー・マネジャーが調整して対象会社の株主総会における議案への賛否が僅かな差異しか見せないのは、水面下で意欲的な調整で首尾良く成功しているためと推察される。

少し戻って、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が、但しその限りではなく、Shenker等が取り上げるマネー・マネジャーは具体的には、資産運用会社を指すから、投資一任契約を結んで運用を一任されている場合、その契約・協定・交渉等によっては、資産運用会社が名義人として株主になる場合もある。すなわち、マネー・マネジャーがproxy vote（議決権の代理行使）を行う者なのであれば、当然のことながら、この者は株主ではないが、マネー・マネジャーが投資一任契約等の契約・協定・交渉等に基づいて、顧客の信託財産をある会社に運用しているならば、その者は株主になる。むしろその場合の議決権の行使は代理行使ではない。以上が、まさにパッシブ・アセット・マネジャーが保持する権利のタイプである。「さらに、以上の総合的な委任契約所有の地位は、会社支配にとって最も今日的意義を有する重要な要因をはらむ。それゆえ、「閾値報告」が単なる法的要件ではなく、むしろ実際に会社に対する支配の帰属の開示や顕示を超えた網羅的な規制の図式の一部をなすものと考えられる。この情報は、そのようなものとして、共通株主の潜在的な反競争的な効果に関する懸念事項の観点から今日的な意味を帯びている」⁽⁴⁵⁾。

それゆえ、第一に、会社持分に対して契約的なアプローチでは資産運用の権利が分離されている。さらに、1934年証券取引所法13d-3は委任契約所有の解釈を支持する。最後に、セクション13を超えて委任契約所有を会社の議決権の権利の根底にある要素に結び付けることによって、その会社支配にとっての重要性が示される⁽⁴⁶⁾。証券取引所法13dの中でも第3項の解釈については、第1章第3節内の補論「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。

補論終]

3.2 ビッグ・スリーは支配権を欲するか？

投資一任契約はじめ協定・交渉等を通じて名義上株主として株式会社に君臨するケースとは違って、投票権の代理人として単に委任される資産運用会社を所有者と呼ぶことは法的には正しくはないが、ここでは措こう。

現代株式会社における所有と支配の問題上、重要な分析対象となるのは、それ自身、個人大株主または相対的個人大株主層の配下に在るBlackRockに代表される資産運用会社の権力である。これら運用会社はパッシブ運用を採るため、アクティビズムに容易には走らない点で特徴的である。BlackRockのFink会長兼CEOも「企業の成功条件として社員との「心のつながり」」を挙げ、「「使命」による経営の重要性」を説く。その上で、「…パッシブ運用である以上、[そうした会社に]投資し続けるということになると、経営陣との対話を通じて改善してもらうしか」ないと述べる。パッシブ・アセット・マネジャーは「そういった意味では、非常に忍耐強い投資家」になる⁽⁴⁷⁾。ここでは、機関投資

syuppan/pdf/komon1023.pdf (2019/09/15)), 34頁, IV. 本論 (各論), 1. 投資顧問業者の注意義務の適用範囲など (各論の整理), (2) 注意義務の適用範囲について (英米の参考例), ③英米における議決権行使, b. 米国の場合 (米国労働省解釈通牒より) 参照。

(44) Cf., Shenker, et al., *op.cit.*, p.4

(45) *Ibid.*, p.2. 共通株主による競争阻害を問題視する文献は数多い。

(46) Cf., *ibid.*, p.2. ここに「議決権の権利の根底にある要素」とは、「取締役会の誤りを特定するシグナルは株価である」(*Ibid.*, p.6.) という現実を指しているものと考えられる。

(47) 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」前掲, 参照。ここでFinkのいわゆるパッシブ・ファンドの忍耐強さは、後の第4章第2節内図4-2: 原典図2「一連の投資家の忍耐度」(Deeg & Hardie) における同ファンドの位置づけと

家成長期の「株主消極主義」が再度顔を覗かせはじめたかのようである。すなわち、会社の経営権を奪取しようとする者が委任状勧誘を行おうとする際、数多い株主間に株の所有が分散した公開会社において首尾良く株主から委任状を集められれば、株式購入費用を節約しつつ会社の経営権を取得することができる。しかし、委任状勧誘には莫大な費用が掛かるうえ、州会社法上の委任状規制は会社経営者に有利に働くため、それは現実には困難である。また、経営権を奪取したとしても、自己の株式所有比率が低ければ会社の利益を株主として十分に享受できない。そこで1960年代に公開買付に上る企業買収の手法が開発されて以降、経営権奪取の手段として委任状勧誘の重要性は低下した。ところが1990年代に入ると、株主の機関化現象を背景として委任状勧誘の重要性が再び増してきた⁽⁴⁸⁾。この機関投資家のアクティビズムは、しかしながら、その表舞台に上がって来た議決権の代理行使人である資産運用会社のパッシブな運用が拡がるに連れ再度鎮まった感がある。

先に引用した論文の著者であるFichtner, Heemskerk等は一方では次のように指摘する。「彼等は、意思決定に対する事実上の権力を有する会社支配の問題に係わりのある所有者である。この権力は、彼等が蓄積してきた委任契約所有の絶大な地位とこれが会社の意思決定に及ぼす影響力を基礎とする。彼等は実際にパッシブな投資家である場合もあり、それゆえ持株売却によって採算ベースを下回る企業から決して“exit”しようとしまいであろうが、同時に、彼等は受け身の所有者であるわけでもない。疑いもなく彼等は、合衆国の実業界の多くに多大な益々大きくなる影響力を行使している」⁽⁴⁹⁾。だが他方で同時に次のようにも指摘する。受託者責任は、しかしながら、まさに重要な問題を提起する。新しい委任契約所有者は、殆ど不可能な課題を負う。すなわち彼等は、圧倒的に数多くの相反する受託者義務と自らの利益を調和させなければならない。パッシブな投資という彼等のビジネス・モデルの成功は、新しい、非常に大きな委任契約所有者として、彼等を、コーポレート・ガバナンスの中心的ステージ上に押し上げた。ここでの展望からすると、この主導的地位は責任と伴に付与される。会社の意思決定における彼等の軸心的新しい権力の地位を前提に置くなら、さらに一層の透明性と予見可能性のある更なる階梯が期待される。ビッグ・スリーは、一般原則あるいは政策綱領を超えて実施可能な責任のメカニズムを伴う具体的な言明を行う。だが、こうした適合化は必然的にコストを伴う。ビジネス上の展望からすると、顧客を失う恐れとコスト増は、そうした政策実施を思い止まらせる。その上、さらに進んだ特定の議決権行使上のガイドラインの強制は、不可避免的に、最大の新しい委任契約所有者、3社、すなわち、BlackRock, Vanguard, およびState Streetの絶大な、だが尚潜在的に止まる影響を前面に押し出すことになる。いまのところ、少なくとも、問題はなお残されたままである。すなわち、新しい委任契約所有者は、事実上、そうした負担を負う意思があるのか、あるいはその前に負うことができるのかという問題である⁽⁵⁰⁾。Fichtner, Heemskerk等は別の

一致する。

(48) 黒沼、前掲、201頁参照。

(49) Jan Fichtner, Eelke M. 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). 同稿はページの無い綴りの論考である。

(50) Cf. *ibid.*, p.7. 第1章で見たRockの見解によれば、EUでは、機関投資家に対し、投資先に対する要求は厳しいが、持続的な収益か、あるいは収益が低いなら、そのために掛かるコストとの比較で、より長期的なパフォーマンスを上げることに関心を自由に傾注することのできる株主像が求められる。しかし合衆国では伝統的な機関株主やヘッジ・ファンドはこうした類の投資家ではなく、SECによる規制でも「忍耐強い資本」にそれらを変えることはできそうにないという (Rock, *op.cit.* ページの記載はない。最初のページから数えて、34枚目を参照)。筆者も先のBlackRockの会長兼CEO, Finkの発言はいわば外交辞令で、本心は、短期の“voice”が奏功しない場合には直ちに“exit”に転じる純粋な投資目的にあると推察する。

論考において同様に次のように述べる。「ビッグ・スリーの投票行動を分析すると、筆者は、彼等がコーポレート・ガバナンス部門を中央集権化することを通じて、それを調整していることを見出す。この調整は、正確に解釈して、株式が多くの異なった個別的なファンドによって所有されているから、かなりの努力を要する。/まさにそれゆえに、3社は、企業国家アメリカに対して甚大な潜在的権力を行使する。しかしながら、興味深いことに、ビッグ・スリーは年次総会での全投票の約90%において経営者に賛成投票するが、他方（自律的な取締役会長を求める等の）株主が後押しする提案については殆ど反対票を投じる。/ひとつの解釈は、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ものである。[また]他の者は、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を問う」⁽⁵¹⁾。他方、「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、そうであり続ける。彼等は確かに、(中略)パッシブな投資家である場合もあり、それゆえ持株売却によって採算ベースを下回る企業から決して“exit”しようとしないうであらうが、同時に、従順な所有者であるわけでもない。疑いもなく彼等が合衆国の実業界に広範に行使する影響力は益々大きくなっている」⁽⁵²⁾。「インデックス・ファンドは規模に係わる事業で、そのことは、現在の所、競争者が市場占拠率の確保を非常に困難であることを痛感するであろうということの意味する」。/「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。われわれは、所有のこうした集中延いては潜在的権力に直面して、近い将来増勢著しくなる企業国家アメリカの新しい「事実上恒久的な取締役会の統治」に対する規制当局による監視の強化を断固要求してもよいかも知れない」⁽⁵³⁾。

だが、尚問題は残る。

すなわち、こうした当為に小田切氏の指摘を重ねるとビッグ・スリー、その他、大手資産運用会社の置かれた現在の難しい立場が浮き彫りになる。つまりこうである。小田切氏の指摘は次の通りである。[先の2008年の金融恐慌時、]市場の急変によりリスクの状況判断が困難になったため金融機関が軒並みBlackRockにリスク分析を依頼するようになり、合衆国政府もまたBlackRockを頼るようになった。財務省とニュー・ヨーク連銀は、JPMorgan Chase & Co.へのBear Stearnsの売却に対するファイナンス(300億ドル)、AIG救済(1,800億ドル)、Fannie MaeとFreddie Macの救済(1,120億ドル)についてBlackRockにアドバイスを求めた。Lehmanショック発生から10週間の間に、Finkは政府の役人として一日に数回は話を交わしていた。さらに、伝えられる所では、BlackRockは連邦政府からBear Stearns, AIGおよびCitigroupのポジション整理、合衆国内外の銀行、保険会社のリスク評価の遂行のために備わった。また当時のニュー・ヨーク連銀総裁のTimothy F. Geithnerだけで21回の通話記録が残っていた⁽⁵⁴⁾。こうしてBlackRockは単なる一金融機関から、いまでは政府と特権的な関係を持つ地位を獲得するに至った。いまや政府はAladdin®の最重要顧客となっている。そして2009年、BlackRockは当時世界最大の資産運用会社だったBarclays Global Investorsを買収し、名実共に世界の金融業界でのリー

(51) Fichtner, Heemskerck, & Garcia-Bernardo (May 10, 2017), “These Three Firms Own Corporate America”, *op.cit.* 同稿はページのない一綴りの論考である。

(52) *Ibid.*

(53) *Ibid.*

(54) 『ヴァニティ・フェア』誌のウェブ版; I. Schmerken (2009), “BlackRock’s Analytics Pay Off in More Ways Than One”, *Information Week: Wall Street and Technology*, October 13. (<http://www.wallstreetandtech.com/risk-management/blackrocks-analytics-pay-off-in-more-ways-than-one/d/d-id/1262585?>).

表3-2（原典表2.3）：VLC資産の上位所有30者，観測点は2009年.

総合順位	株式支配者 (share controllers)	保有資産価値 (米ドル100万ドル)	全保有VLC資産 に占める比率
民間部門株主：			
1	BlackRock	2,972,264	6.06
4	AXA	1,680,691	3.43
5	JPMorgan Chase	1,478,766	3.02
6	Capital Group	1,243,539	2.54
7	Fidelity Investments	980,021	2.00
8	BPCE	976,087	1.99
9	Legal & General Group	887,500	1.81
10	State Street Corporation	835,808	1.71
11	Vanguard Group	723,416	1.48
16	Societe Generale	551,030	1.12
17	Allianz	511,337	1.04
19	Credit Agricole/SAS Rue la Boetie	477,702	0.97
20	HKSCC Nominees	451,457	0.92
21	Bank of New York Mellon Corporation	444,597	0.91
22	Barclays	441,974	0.90
23	Credit Suisse	400,452	0.82
24	Japan Trustee Services Bank	398,808	0.81
25	Goldman Sachs	386,392	0.79
26	Morgan Stanley	368,192	0.75
28	Franklin Resources	356,942	0.73
30	Deutsche Bank AG	312,929	0.64
	合計：民間株主	16,879,904	34.4
国家株主：			
2	Government of the UK	2,322,930	4.74
3	Government of China	2,218,389	4.53
12	Government of Qatar	700,376	1.43
13	Government of Japan	694,584	1.42
14	Government of France	606,059	1.24
15	Government of Norway	589,335	1.20
18	Government of the USA	501,294	1.02
27	Government of Belgium	367,235	0.75
29	Government of Germany	331,614	0.68
	合計：国家株主	8,331,816	17.0

出所：Peetz & Murray (2012), "The Financialization of Global Corporate Ownership", in Murray & Scott eds., *op.cit.*, p.30, Table2.3. 典拠：BvD データベースから算出.

ダー的存在となった⁽⁵⁵⁾。そして、BlackRockの会長兼CEO、Finkは、先ず政府に電話を入れて話を聞いて、そして、合衆国、スウェーデン、ドイツ、General Electric、およびJPMorgan Chase & Co.を含む顧客、あるいはまた財務長官であるT. Geithnerからの質問を受けて事業を行う⁽⁵⁶⁾。このように、Peetz & Murrayによれば、合衆国政財界はおろか、他の諸国政府とさえ強い結び付きを持つ者といわれているのは、まさに、世界中で運用を展開し、米ドル換算推定38兆の資産を持ち、最大299の上場会社の全株式の持株単位で2009年現在、6.06%超を所有するBlackRockのCEO、Finkその人に他ならない⁽⁵⁷⁾。これほどまで合衆国政府と特権的な関係を築くBlackRockでは、一方ではパッシブ運用機関の現在の弱点である高手数料を期待できるアクティブ運用の比率が下がり、（インデックスに連動する）パッシブ運用の比率が上がっている。だがBlackRock全体では運用資産総額が急増しているため増益傾向にある。このパッシブの比重の高まりは世界的な傾向であり、それをいかに食い止めるかは業界全体の課題である⁽⁵⁸⁾。しかも、投票権を含む議決権による圧倒的な会社支配力を有する⁽⁵⁹⁾BlackRockはじめ、パッシブ・アセット・マネジャーであるビッグ・スリーによるパッシブ運用は投資先の経営者に反対投票し難い状況をつくる。ここでわれわれは、財務省でさえ頼る当のBlackRock以外に、何処の誰が、会社への“voice”を行使することができるのかという問題に直面する。ビッグ・スリーにおいては殊にパッシブ運用下で“exit”（ウォール・ストリート・ルール）の選択肢を採る投資物そのもののウェイトは低いとはいっても、投票の賛否の自由度を高めるための施策も含め、法制度的な対処の余地を残すことになろう。

〔補論：資産運用会社と信託会社について〕

アセット・マネジメント（asset management (firm)）もしくは資産管理とは、広義としては、投資用資産の管理を所有者・投資家に代わって行う業務のことで、具体的には、株式・債券・投資用不動産、その他金融資産の管理を代行する業務一般を意味する。

-
- (55) 小田切尚登（2014/07/15）「ブラックロック 1700兆円を超える管理・運用資産」毎日新聞社『エコノミスト』、63-64頁参照。BlackRockが資産を獲得するたびに、Aladdin®は洗練されていった。2006年にMerrill Lynch Investment Managers International Ltd.を買収した際には、株式とヨーロッパ市場のモニター機能が追加された。その後、2009年にBarclays Global Investorsを買収した際には、上場投資信託（ETF）の機能が向上した。2008年のLehmanショックは大きな痛手だったが、財務省はAladdin®を頼りに金融システムを守ろうとした。そしてその後の2010年に起きた欧州債務危機では、アイルランドとギリシャの中央銀行に加えて、ECBがAladdin®を採用した（Forbes JAPAN 編集部（2018/05/15 08:30）「『ウォールストリートのアマゾン』ブラックロックの秘密兵器」；ビジネス（<https://forbesjapan.com/articles/detail/20945/2/1/1>（2019/08/29）参照）。
- (56) Cf., Georgina Murray (2015), “We Rule the World: An Emerging Global Class Fraction?”, *Foresight*, Volume 17, Issue 2, p.211.但し、参照原典は、David Peetz and Georgina Murray (2012), “The Financialization of Global Corporate Ownership”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, p.141である旨記してあるが、p.141は、ch.7, “Transnational Business Networks in the Eurozone: a Focus on Four Major Stock Exchange Indices”で、執筆者はFrançois-Xavier Dudouet, Eric Grémont and Antoine Vionであり、しかもp.141には当該逸話の記載がない。
- (57) Cf., Peetz & Murray (2012), “The Financialization of Global Corporate Ownership”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, p.30, 本節内表3-2：原典表2.3「VLC資産の上位所有30者、2009」参照。ここで、分析単位は「持株」そのものを指し、それは、株式支配事業体（share controller entity〔資産運用会社を含む〕）によって所有される、非常に大きな企業（very large company：VLC）の発行する株式の集合体をいう（ここで、各集団は複数の株式支配事業体である場合があることを念頭に置く）。ここでのデータ・セットは、BvD（Bureau van Dijk）データベースに基づく、299のグローバルな巨大企業（すなわち、250の売上高による最大産業会社、プラス、資産額による最大50の（銀行業務、金融および保険を含む）金融会社、マイナス、所有のデータが利用できない産業会社一社）の2,100を超える株式支配事業体による17,826の持株単位（上記、株式集合体）から構成される（Cf., *ibid.*, p.27.）。
- (58) 小田切、前掲、64頁参照。
- (59) 但しBlackRockは自己勘定で売買を行うディーラー業務は行っていない。

資産運用会社は、銀行や証券会社等の販売会社が投資家に販売する投資信託を開発、運用している。投資家（顧客）が投資信託を購入すると、その資金は信託財産として受託会社（主に銀行信託部等）に預けられ、その運用は資産運用会社に委託される。資産運用会社は投資信託の運用方針に従い、預けられた資金を株式や債券といった資産に投資する。資産運用会社は投資信託の運用・管理費用として委託者報酬と呼ばれる手数料を信託財産から日々控除する。これが資産運用会社の主な収益源となる〔それらはこの意味で、信託財産の所有者ではなく、その代理権行使者にすぎない〕。一般に、この委託者報酬は予め定められた利率であり、運用成果に基づく成功報酬ではない点でヘッジ・ファンドとは異なる。証券会社は株式や債券等の有価証券を投資家に販売するためセル・サイドと呼ばれる一方、資産運用会社は機関投資家としてそれら有価証券を購入するため、バイ・サイドと呼ばれる。尚、ブラックロック・ジャパン株式会社（BlackRock Japan Co., Ltd.）は「投資信託運用会社」として分類されている⁽⁶⁰⁾。また、金融商品取引法上でいわゆる「投資運用業者」に照応する「投資運用会社」と本稿で使用する「資産運用会社」は基本的に同じ意味である。だが厳密に言えば、「投資運用」という用語は有価証券や不動産を対象とし、例えば、特許等の無形資産は含まれないので、「資産運用」という用語の方が、より広範な意味を持つと考えられる。

beneficial owner とは、研究社『英米法律語辞典』⁽⁶¹⁾によれば、次のように規定される。受益権者、受益的所有者〈1〉受益的権利（beneficial interest）保有者、エクイティ上の所有者、特に信託（trust）の受益者；equitable owner ともいう 2）会社の株式を売買する権能等は有しているが、株主として登録していない株式保有者；株式の実質上の所有者 3）特許権・商標権・著作権のコモン・ロー上の権原（title）は別人にあるが、その権利・利益を享受する権利を有する者〉。

尚すでに述べたように Title 17 CFR § 240.13d-3 - Determination of beneficial owner（『受益的所有者』）の概念は、一般にいわゆる受益者としての受益的所有者と以下のように異なる。

- (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）。

この条文は、すでに言及したように、資産運用会社が単独では報告義務基準5%所有および、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超水準の所有が困難でも、「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、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、株主としてではなくとも手数料を受領して与る「間接的」な議決権の代理行使すなわち委任状の権利行使を「直接的」な議決権に併せた『受益的所有者』の投票権利として解釈すべきである。単なる信託受益者としての一般にいわゆる受益的所有者とは異なるがゆえに二重カギ括弧で括って『受益的所有者』と記す所以である。これに係わる問題点については直ぐ後に述べる。むしろ第3章内脚注(1)ですで見たとように、機関投資家等（証券会社、投資顧問業者、ファンド等）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については、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（月末時点で10%超保有しているか、5%超の持分変動があれば一月毎）報告すれば事足りるとする簡易なスケジュール13Gによる報告制度を設けている。但し、特定の対象会社に対する持分割合が10%を超えたとき、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、

(60) 以上、<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E9%81%8B%E7%94%A8%E4%BC%9A%E7%A4%BE>（2019/08/01）参照。

(61) 『英米法辞典セット』前掲、参照。

スケジュール13Dによる開示が必要になる。機関投資家等以外の者も支配権取得の目的がなければこれと類似の特例報告制度の適用を受ける。だが、すでに本章内脚注(1)で詳説したように、規制の対象を企業買収を含め、包括的な支配一般とした場合、現行法では規制しきれない合法的手段が少なくとも四つある。概要を繰り返すなら、①スケジュール13Dでは大量保有報告において被取得会社の将来に関して、如何なる計画ないし意図を有しているのかについて相当に詳細な開示をすべきこととされるが、合衆国法の特徴として取得から10日以内に報告がなされれば良いとしており、報告までの期間が比較的長い。〔2008年現在〕幾分古い実証研究によれば、報告までの猶予期間中、買収会社は平均して標的会社の13.9%を買い増すという事実もある。この意味で報告制度に基づく開示は市場の速度に追いついていない。②株式所有が少数持株支配の基準として採用されることの多い5%ないしは10%に満たない場合でも、所有に基づく議決権を超える委任状行使権利に基づく投票権の併用で標的会社を実効支配することが可能な場合がある。③さらに、一株主では少数持株支配が不可能でも、例えばビッグ・スリーによる共有で、相当高い持株比率に基づく合算ベースでの投票権を含む議決権による実効支配が可能な場合があろう。但し上記脚注(1)で触れたように規則13d-3(a)における受益的所有者の規定の要約趣旨、すなわち、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・間接に投票権を含む議決権または証券の処分権を所有または共有する者の「共有」の如何なる解釈に基づきうるものなのかについては寡聞にして不明であり、第3章内脚注(1)にも関連して今後の課題として残る。④また、最低大量保有報告義務基準、持株比率5%に満たない例えば4.9%所有でも標的会社のCEOあるいは取締役の罷免権等の権限を掌中に収めることが出来るかも知れない。最後に注意すべき点として、上記規制にある「支配の意図」を事前に殊更表明する機関投資家はいない。むしろ、潜在的な支配の主体は関連する事態の推移に応じて融通無碍に振舞うことができる。

ここでのCFR上のルールは、すでに見た通り、情報開示規制の基準となる5%所有、および、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の定義であり、単純な投資信託に係わる信託契約というよりは、株主の権利を分割するような特殊事例を対象としている。

補論終]

3.3 パッシブ運用比率の上昇が契機とな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ムック・リスクの可能性

ここで注意したいのは次の点である。以上の議論の前提は、資産運用会社の資金運用方法がパッシブであるがゆえに内部構成比率でポートフォリオが構成されるため、寡占下の市場で、ポートフォリオ構成銘柄の価格が外生的要因のショックで乱高下する可能性にある。ビッグ・スリー配下の寡占体制において流行するパッシブ運用の結果、相場の乱高下が起き易い理由の一つをHFTに求めることができるか否かを明らかにすることは、本章第1節でKeynesによって見た「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に企業が諸共なり果てる可能性の要件を詳らかにする上で不可欠である。この点を、辰巳氏の議論⁽⁶²⁾に学んで考察しておきたい。その前に確認しておくべき点は、小林・中山両氏は、(パッシブ・)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、マクロ的にシステムック・リスクが発生すると指摘するが⁽⁶³⁾、第1章第2節ですでに指摘したように、問題の相関の高さによる相場の偏りによるその破綻によるシステムック・リスクの発現と相並んで、真の不確実性を要因

(62) 辰巳憲一(2016)「HFT(高頻度取引)は群衆心理的な行動を採るか：パッシブ型発注戦略を解明する」『証券経済研究』第94号、31-46頁。

(63) 小林俊・中山興(2013)「リスク資産間のクロス・アセット相関の高まり」『日銀レビュー』2013-J-3。

とする Aladdin® のリスク評価の成功と背中合わせの失敗のシステミック・リスクも存することである。この次元を異にする 2 要因を契機としたシステミック・リスクの何れか一方または両方が一旦発生すれば、後は、辰巳氏の指摘通りの状況が展開する。すなわち、システミック・リスクが発生し、伝染すると経済や金融の基盤そのものが揺ぐ。例えば 2008 年 Lehman ショックや 1998 年アジア通貨危機のような大きな金融危機が起こる。いわゆるインデックス運用では、数限られた複数銘柄から当該アセット全体や当該市場全体を代表するようなポジションを探る。こうしたインデックス運用は趨勢的に増えてきた。この時多くの運用者が同調する時期が頻発し、その集中が問題を引き起こす。一方方向へ売買が傾斜すると、市場は脆弱になり極端な場合崩壊する。それを生み出す要因は、複数あるだけでなく多面に及び、一方方向へのコンセンサス形成、ベンチマークが一つに限られている等が考えられる⁽⁶⁴⁾。小田切氏が示したように⁽⁶⁵⁾、これが合衆国株式市場における投資の現実なのである。

但し、注意すべき点として AT や HFT に目を向けるとパッシブ型発注（運用）そのものとは様相が異なる。この業態は低（あるいは無）レバレッジで特に在庫保有に関しては顕著にリスク・ヘッジしている。このため、一般の個々の HFT トレーダーがシステミック・リスクを膨張させる可能性はない。しかも、個々には小規模で影響力は小さい。さらに、その取引形態まで立ち入れば次の二点が重要である。第一に、HFT はリスクを市場に転嫁すると同時にリスクを吸収している。第二に HFT トレーダーのパッシブ型発注は単一銘柄の最適購入・売却価格の探求に集中するが、同時にそれらのベンチマークとなる価格指標は運用トレーダーの投資目標に応じて多数存在する。以上のように HFT はインデックス運用とは異なる⁽⁶⁶⁾。但し、HFT に資金が集中しない現実を念頭に、辰巳氏はパッシブ運用がシステミック・リスクの媒体でない可能性が高いと述べるが、HFT が当該リスクを軽減するとしても、パッシブ運用にはシステミック・リスクを招くリスクが現にある以上、論理上若干の齟齬があろう。事実、反対にリスクを説く向きもある。例えば、「大手の高頻度取引会社や投資銀行は高速度取引を駆使して、いち早く情報に反応して売買ポジションを構築したうえで、若干のマージンを上乗せして顧客にビッド（買値）あるいはオファー（売値）を提示する「薄利多売」方式で収益をあげる。大量発注する機関投資家のバイサイド（顧客側）では、取引コスト低減として歓迎される。しかし、バイサイドが投機目的の場合は、荒っぽい「急ぎばたらき」で場に出ている売り注文あるいは買い注文を瞬間的に根こそぎ全て持ってゆくので、マーケットのボラティリティ（価格変動性）を増幅させる」⁽⁶⁷⁾。その点をおそらく辰巳氏自身考えてか、可能性としてのシステミック・リスクに備えて、合衆国内においては、SEC が 2014 年 11 月 19 日に導入したレギュレーション SCI（法令順守（system compliance）・整合性（integrity））では、取引所と私設市場（private trading system: PTS）だけでなく、ダーク・プール（dark pool of liquidity）まで対象にシステム障害を防止するための対策の構築を義務付けた点を強調する⁽⁶⁸⁾。

結論として、HFT は、規制さえ怠らなければ、その多様性によってシステミック・リスクを、通用の懸念に反して軽減する。しかしパッシブ運用は相場を攪乱するシステミック・リスクの連鎖を招き、寡占体制下ではその特徴が殊に顕著になる⁽⁶⁹⁾。以上から、寡占体制下の合衆国株式市場が Hilferding の

(64) 辰巳、前掲、43 頁参照。

(65) 小田切、前掲、64 頁参照。

(66) 辰巳、前掲、43-44 頁参照。

(67) 「超高速度取引に翻弄される雇用統計」『日本経済新聞』2014/04/07 付電子版。

(68) 辰巳、前掲、45 頁参照。

(69) すでに言及した Lewis, *op.cit.* 前掲訳、その他『日本経済新聞』誌掲載の一連の報道、例えば、「株式取引は「光速」から「光速」へ」2014/05/11 付電子版；「超高速株取引を直視し市場の質高めよ」2014/04/09 付朝刊；「[FT] 金融危機対策へ足取り重い米政府（社説）」2014/05/13 付電子版；特に違法なフロント・ランニングに HFT が抵触

鋭い指摘に伏在する逆説として再度投機の渦中に巻き込まれる可能性が高くならざるをえないこと、その要因は、①第一に、国内準政府金融機関の資金運用をさえ預かる地位に就いたBlackRockを中心とする資産運用業界の寡占化、②第二にそうした国内に限らず、グローバルに投資界を横断して利用されるBlackRockが擁するプラットフォーム、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起因するリスク評価の失敗を契機とするシステム・リスクの発現、③第三に、①の下、BlackRockのリスク・マネジメント・アルゴリズムのネットワーク、Aladdin®の世界金融界に及ぶ広範な共用によるリスク管理の一律化がもたらす同管理の相関の高まりに起因する相場の偏りによるその破綻というシステム・リスクの発現、以上の三つであることが分かる。しかし①の下、②または③が必ず生じるわけではない。言い換えれば、②③は非常規である。すなわち、一方では、寡占体制という独占に近い資産運用会社群のポートフォリオ構成や一様なリスク管理の特性としての価格のボラティリティーの高まりを背景とした株価の乱高下、あるいはそれを果敢に利用する投機のゆえに、会社業績を株価が離れて大きく下落し、さらには、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起因するリスク評価の失敗を契機とするシステム・リスク、および世界的金融界を横断した広範な共用が生み出す各機関間のリスク管理の高い相関が生み出す相場の偏りによるその破綻というシステム・リスク、この次元を異にする二様のリスクの何れか一方または両方が一旦発現する場合、世界的規模で相場が崩落し、あるいは信用破綻の連鎖が生じ、それはCDSの多用によって尚加速され、上場廃止、延いては清算に追い込まれる会社が続出し、株主権そのものが消失するに至るという意味での会社支配をめぐる所有権の内実の空洞化とも呼ぶべき事態が起こりうる。

しかしながら、パッシブ運用下でも、内容を見た場合、あるいはBlackRockのFink会長兼CEO自ら述べるように、非公式な機会を通じた経営者と資産運用会社の対話の圧力で、実質的にアクティビズム的な作用を通じて会社経営に影響を及ぼしうる結果、所有による議決権またはそれに含まれる投票の代理権の委任を受けて会社を支配する手段が資産運用会社には残されているという現実が尚他方にはある。こちらが常規・通常である。すなわちシステム・リスクに端を発する世界金融恐慌による会社支配権の空洞化とも呼ぶべき事態が起こりうる他方、同じパッシブな運用下でも、システム・リスク発生のない、所有に基づく会社支配権の顕在的・潜在的行使の可能性を内包する常規的、通常の状態・世界がある。

次に、以下、節を改めて、この後者の状況について、BlackRock等の資産運用会社の投票権の直接・間接の積極的または消極的行使の状況进行分析したFichtner等による研究成果⁽⁷⁰⁾によって考察したい。

3.4 パッシブ運用下の会社支配権の顕在的・潜在的行使

問題は先ず、第一に、BlackRockを筆頭とするビッグ・スリーが、集権化されたコーポレート・ガバナンス戦略を通じて、投票で、どの程度経営者寄りまたは反経営者の意思表示を示して、株主の権力を顕在化するかにある。それを明らかにするためには、アセット・マネジャーが投票行動を彼等の傘下のファンドの全域を通してどのように、そしてまた、どの程度の頻度で経営者寄り、または、逆に反対の意思表示を示す投票に向けて調整を図るのかを推し量る必要がある。そしてそのために行われた調査では、投票データとして経営者の提案と株主の投票が記録され、投票は「賛成」、「反対」、「棄権」もしくは「保留」の四つの何れかに分類して記録された。だが、ここでは経営者の提案に同意する投票は経営者への賛成投票、その他全ては経営者への反対投票、この2カテゴリーに分類した。図3-3：原典図4「投

する可能性を指弾した「『暗い池』問題で金融株に火種」2014/06/27付夕刊参照。

(70) Cf., Fichtner, et al., *op.cit.*, pp.19-23.

票行動の調整と経営者寄りの傾向」は、同じ時期（但し、脚注(74)に記したようにデータ区間は不明）の同じ年次総会で少なくとも二つのファンド（の投票を伴う）、データベース内の117に区別されたアセット・マネジャー全ての投票行動を含む分析結果を表わしている。縦軸の内部的意見の相違の比率（internal disagreement）は、アセット・マネジャー内部の複数ファンドが異なる方向で投票した提案の比率を測定する。他方横軸の外部的な意見の相違の比率（external disagreement）は、アセット・マネジャーが経営者の提案に反対投票したケースの比率を測定する⁽⁷¹⁾。従って二つは全く異質な測度である。

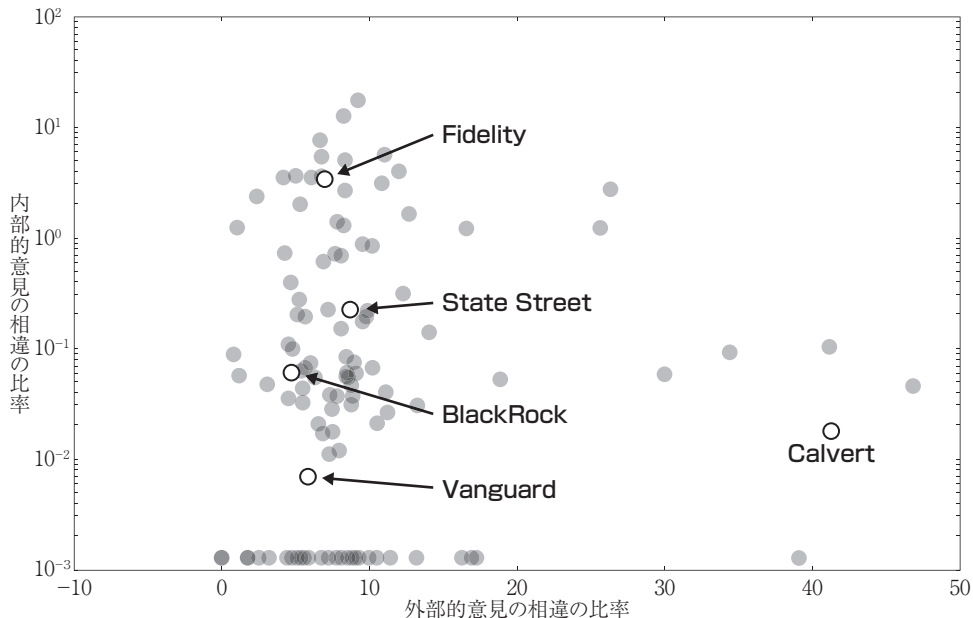
ビッグ・スリーが抱える複数ファンドの委任状投票の中で内部的意見が一致する傾向は際立って高い。すなわち、BlackRockおよびVanguardは、内部で意見が一致する委任状投票行動を伴い、BlackRockでは、100,000件の内18件の提案について、ファンドの内一つのみが他のファンドと投票で同調せず、またVanguardでは、さらに整合的で、同調のない対立した投票は100,000件中僅か6件である。State Streetもまた、その内部的な意見の違いは、その測度はBlackRockやVanguardと比べるとやや高いが100,000件中195件と少ない。これは、ビッグ・スリーが集権化した投票戦略を採ることが可能で、実際その戦略を実行していることを証拠付ける。この非常に高度な投票の集権化は、さらに、パッシブ・ファンドとアクティブ・ファンドの間にほぼ間違いなく異なる利害があるにもかかわらず、その投票行動においては全く異なるところがないことを意味する。これらパッシブ・アセット・マネジャーとは逆に、アクティブ・アセット・マネジャーは、その自由な委任状投票裁量を反映して高レベルの不一致を示す。例えばFidelityの内部不調和の測度は、100,000件中3,144件（ $= (100,000 \times 10^{-(0.497)}) \%$ ）⁽⁷²⁾〔 $(100,000 \times 10^{-(0.5)}) \%$ = 3,162件であるから図の縦軸上、10の0.5乗よりやや小さいことが分かる〕というかなり高度な委任状投票上の不一致を示す。図の横軸上の外部的な意見の相違は、経営者に対してファンドが反対投票する提案に関する意見の比率を表す指標で、40%超のCalvert等を例外に、パッシブ・ファンドのビッグ・スリー、BlackRock、Vanguard、State Street、およびアクティブ・ファンドの筆頭、Fidelity等の大手ファンド・マネジャーの大半は経営者に同調することを示している⁽⁷³⁾。この投票行動は、殆どのアクティブ・ミューチュアル・ファンドのそれと類似している。すなわち、彼等は投票の90%以上において経営陣側に賛成している。このことは、役員報酬のようなコーポレート・ガバナンス上重要な問題に関する投資ファンドの反応の鈍さに関する多様な利害関係者の懸念を繰り返し生み出すことになる。筆者は先に、本章第2節で、殊にパッシブ運用下で“exit”の選択肢を採る投資物そのもののウェイトは低いが、それでも合議の場における投票での賛否の自由度を高めるための施策も含め、法制度的な対処を講じるべきであると主張した。ここでの問題がまさにそうした対処を要する課題に他ならない。ビッグ・スリーが経営陣に反対する議案（議題）に関する理解はそれゆえ重要な研究課題である。徹底した解析は、データベースにおける860万件全てのコード化と分類という将来の研究に向けて出発する上で骨の折れる作業を要する。しかしながら、先ず、ビッグ・スリーが経営者に賛成投票しないケースに関する予備解析が行われた。経営者は提案への賛成・反対投票について推奨でき、ビッグ・スリーは賛否を選べる。多くを物語る第一の観察事項は、経営者へのビッグ・スリーの反対の内、ごく僅かな部分だけが、経営者が反対投票を推奨する提案で生じていることである（BlackRock

(71) Cf., *ibid.*, p.19.

(72) $3,144 = (100,000 \times 10^x) \%$ において、 $\%$ を用いずに表現するなら、 $314,400 = 100,000 \times 10^x$ 。両辺の常用対数を取ると、 $\log_{10} 314,400 = \log_{10} 100,000 + \log_{10} 10^x = 5 + x$ 。すなわち、 $x = \log_{10} 314,400 - 5 = \log_{10} 3,144 + 2 - 5 = \log_{10} 3,144 - 3$ 。因みに、 $\log_{10} 3,144 \approx 3.49748$ なので、 $x = 0.49748$ 、略して0.497となる。

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

図3-3 (原典図4)：投票行動の調整と経営者寄りの傾向。



出所：Fichtner, et al., *op.cit.*, 19, Figure 4. 典拠：ISSに基づいて計算⁽⁷⁴⁾。

6%, Vanguard 2%, State Street 5%)。それは典型的にはアクティビストによって予定の組上に乗る問題である。これはビッグ・スリーがそうした株主提案に対して経営者と同盟を結ぶことを意味する——これは、裏から言えば、歓迎できないアクティビストを撃退する力はビッグ・スリーが経営者に対して及ぼす潜在的な影響力の重要な部分であることを意味する。そしてこの事実は、典型的には、例えば、ビッグ・スリーによる反対投票（経営陣の推薦に対する反対ではなく、提案そのものに対する反対投票）が「環境 (environment), 社会 (social), およびガバナンス (governance)」(ESG)に係わる場合、それは主にアクティビストの株主による提案事項であることを示唆する。ProxyInsightが示す追加的なデータに基づくなら、BlackRockの「反対」投票の77%, Vanguardの44%が、そしてState Streetの43%がESG領域に係わる⁽⁷⁵⁾。

最も興味深いのは、ビッグ・スリーが経営者の積極的な推奨に反対する提案で、その約半分が取締役会のメンバーの（再）選任に係わっている（BlackRock 50%; Vanguard 46%; State Street 45%）点である。これは、ビッグ・スリーが典型的には経営者を支持するが、経営者が満足に至る業績を上

(74) データ区間は不明。

(75) <http://www.proxyinsight.com/> (2018/10/07) 参照。この問題は、企業側で生じる新たな負担、すなわち、「2つの収益」の一方である経済的・金銭的収益（ファースト・ボトムライン）と並んで他方で、地域社会や環境への貢献（セカンド・ボトムライン）を求めるダブル・ボトムライン（DBL）の産業界そのものの持続可能性を同時に強いることになる。「近年、このように2つの投資収益や投資目標を設定した投資は、ダブル・ボトムライン投資といわれ、それを明確に設定した投資ファンドが現われている。そのような背景として、民間企業においては株主利益最大化だけでなく、企業の社会的責任（CSR）が重視され、環境対策や社会貢献などの社会貢献が評価されるようになったことが指摘できる」（松尾順介（2012）「日米のダブル・ボトムライン投資ファンド（下）」日本証券経済研究所『証券経済研究』第79号（2012年9月）「要旨」）。

げない場合には、経営者に反対投票することを意味する。これは二つの結論を導く。

第一に、ビッグ・スリーの年次株主総会での投票行動は、概して経営陣に友好的であり、それは、経営に深く立ち入って干渉を急ぐアクティビストのコーポレート・ガバナンス政策を反映しない。第二に、経営陣の（再）選出に、おそらくは業績が優れない場合に反対投票する強い傾向は、ビッグ・スリーが経営陣に話を聞いてもらえるようにするためにその議決権を行使するという見解と整合する。すなわち、率直なアクティビズムを採る代わりに、ビッグ・スリーは、私的な影響力を選好するかも知れないのである。BlackRockの会長兼CEOであるLarry Finkの言葉を借りれば、「インデックス主義者として、われわれの行動は、…voiceであり、それゆえ、われわれは投資先会社とより活発な対話を行っており、われわれが正しいと考える一層多くの事を押し付けている」⁽⁷⁶⁾。2014年央から2015年央に掛けて、BlackRockは、そのポートフォリオを構成する合衆国内の670社、また残る全世界中の850社に、1,500回以上も関与していた——〔また〕Vanguardは800を超える会社に関与していた⁽⁷⁷⁾。それゆえ、アクティブとパッシブの両ポートフォリオ間における私的な関与の分布の状況については判らないが、ビッグ・スリーは、経営者に公然と反対するよりは、彼等の投資している会社私的に「関与」する途を選ぶ可能性が高い。事実、報道によれば、BlackRockは、「密室での会談は、経営者に対する投票以上に、さらに踏み込んだ影響力を発揮する」と信じ、——さらに、アセット・マネジャーは典型的には、経営者に反対投票する一年以前に予め反対の意思を表明するといわれている⁽⁷⁸⁾。ビッグ・スリー各々がそうした私的な接触を通じて何百もの合衆国の会社に潜在的に影響力を行使できる多量の株式を所有し、さらに傘下の投資ファンドを含む機関投資家から委任された代理投票権を手に入れている。ビッグ・スリーは直接的な影響力の行使に加えて、間接的ないしは構造的な形態の権力をすら行使するかも知れないのである⁽⁷⁹⁾。従ってまた、ビッグ・スリーは、パッシブ運用を基本としながら、同時に、時折、短期指向の投資家の利益と対立する場合があります、そしてまた「ビッグ・スリーは自身の利益になるように経営者に影響を及ぼす誘因を持つ。実際、McCahery等は、長期的な計画を持ち、また株式の流動性をあまり気にしない巨大機関投資家は私的な取り決めを通じて運用先の経営により強力に介入することを見出す⁽⁸⁰⁾。しかしながら、以上のような機関投資家の頂点に立つビッグ・スリーの傾向的に長期的な時間的視野を持つ投資戦略は、後の第4章第2節内脚注(27)で見るパッシブ、アクティブ、双方の運用に基軸を持つVanguardとFidelityに共通した“exit”の選好と矛盾するようにも映る⁽⁸¹⁾。おそらくは、BlackRockの会長兼CEOであるFink自

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

(77) BlackRock (2016c), *2015 Corporate Governance and Responsible Investment Report: Voting and Engagement Statistics*. (<https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/blk-cgri-2015-annual-vande-statistics-report.pdf> (2019/08/09). Vanguard (June 30, 2016) *Our Engagement Efforts and Proxy Voting* (https://pcg.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2016/09/8-Proxy-voting-and-engagement-efforts_-An-update_-Vanguard.pdf (2019/08/09)).

(78) Sarah Krouse, David Benoit, & Tom McGinty (2016), “The New Corporate Power Brokers: Passive Investors”, *The Wall Street Journal* (<http://www.wsj.com/articles/the-new-corporate-power-brokers-passive-investors-1477320101> (2018/10/07)).

(79) Cf., Fichtner, et al., *op.cit.*, pp.19-22.

(80) McCahery, Joseph, Zacharias Sautner, and Laura T. Starks (2016), “Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors.”, *Journal of Finance*, Volume 71, Number 6, pp.2905-2932, with reference to Fichtner, et al., *op.cit.*, pp.12-13.

(81) J. Lewellen & K. Lewellenは、「…運用資産が増えるなら、追加的な運用報酬を受け取る立場にあるために、BlackRockのような巨大な機関投資家は、そのポートフォリオ内の企業の業績が徐々に良くなるなら得るものも大きいということをわれわれの研究成果は示している。実際、最大級の機関投資家は、——その規模のゆえに——…

身の言説が示唆するように、1-2年の“voice”によって運用先会社に意向を伝え、圧力を掛け、それが奏功しない場合には“exit”戦略に転ずるとというのがその実情であろう。第4章第2節で見るCarroll, Davisの説く幾分フラックスで不安定な機関所有はこの実情の後にウェイトを置いた認識となる。

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

さらにここで想起したい点は、後の第6章第3節および第4節におけるMizruchi等の考証等によって明らかにするように、21世紀に入ってから以降、資産運用会社等の機関投資家、そしてKoch兄弟等の超富裕層による所有に基づく支配の対象となった財界およびそれと癒着した政官界に対する特に巨大商業銀行の内部取締役やCEO等のトップ・マネジメントによる旧来の影響力行使の意欲が、まさにそれら取締役・重役間のネットワークをインナー・サークル (the inner circle) としてUseemが概念構成した1980年代半以降、また先に見たDemsetzの研究成果が光を当てた、観測点1982年に至る10年間にわたる経営者自身による持株の増勢に反して、同ネットワーク解体と伴に、すでに萎えはじめていたという事実である。もしそうであるなら、Mizruchiの指摘するこの30年余の間における合衆国内企業エリート層の萎縮、特に1980年代半まで権勢を振るった商業銀行の内部取締役やCEO等のトップ・マネジメントの後退による空隙を埋める形で浮上するのが、(本章第3節で考証したように、二様のシステミック・リスクによる世界金融恐慌の波瀾によっていわば押し流されることのない場合)、常規・通常の、パッシブ運用ながら信託義務を果たすべく自らの投資一任契約に係わる一連の協定・交渉等によっては法的な株主に成り上がる資産運用会社を配下に治めるその又大株主または相対的個人大株主層が発揮する会社支配力である。その実効性は、言い換えて「…われわれ〔資産運用会社を含む機関投資家〕が自身のパフォーマンスを高める唯一の途」を「企業国家アメリカ (コーポレート・アメリカ)」が「より優れたパフォーマンス〔の追求要請〕に駆り立て」られて⁽⁸²⁾、どのように形づくめるかに掛かっている。これは、経済格差の拡大に歯止めが利かない社会⁽⁸³⁾の中で、ハイテク銘柄だけが株価を上げる現況を克服する上で、Trump政権が打ち出す排外的な重商主義的政策では片付かない、合衆国内産業構造をめぐる、まさに今日的課題でもある。これについては、第一次世界大戦後の混乱期に英国が直面し、Keynesも、Ricardoの比較生産費の命題に反するにしても、現実主義者として、国内のバランスの取れた産業構造を展望した施策、あるいは第二次世界大戦後の日本の経済復興の条件との対比で、第8章第3節「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——」で再論したい。そこでの詳論に先立って、結論だけ述べるなら、合衆国政府が直面している問題は、雇用を須く維持することを以て国益と見なすべきか、それとも施策として雇用者数の大きな底上げを望み、旧来産業の雇用の相対的に小さな減少はやむなしとすべきか、この二者選一で、最終需要者にとっては不利益でも合衆国企業から見れば莫大な特許権収入の保護を以て、後者を選ぶ途しか合衆国には最早残されていない。この点、第一次大戦後、Keynesが直面し、指向した施策とは似て非なる。1923年、Keynesは保守党政権の保護主義政策は批判したが、同時に過大

アクティビストとなる投資家に加担する強い誘因を有する」(Jonathan Lewellen and Katharina Lewellen (2018), “Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentive to be Engaged”, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3265761>, p.17.) と述べ、BlackRock等は、単なる短期指向で“exit”しないことを裏から指摘する。

(82) NYT, April 12, 1992, 5. 引用は、Mizruchi, *op.cit.*, pp.312-313.

(83) 第1章第2節内脚注(117)を参照されたい。

な対外貸付は英国経済の利益に反すると指摘し、以降、19世紀的な行過ぎた海外投資—輸出産業型ではなく、バランスのとれた経済構造を新しい英国経済像として提示し続ける。1925年の旧平価による金本位復帰後、英国は金本位の維持に不可欠な高金利政策を余儀なくされたために、輸出産業を中心とするポンド高不況を深める様相を呈するようになる。こうした中、Keynesは政府による公共投資の必要性を強く訴え、具体的に提案したが、それは、国内貯蓄を国内へ振り向けることによって資本収支を改善するのみならず、不況を克服し、さらには多大な社会的利益（それが生み出す公共的サービス）をもたらすからである。しかし1930年代に入って世界的な大不況が進行、英国も金本位制の維持が困難になると、Keynesは、緊急かつ一時的な非常手段であると断りながらも、収入関税を提案する。そして英国が1931年9月に金本位制を離脱、ポンド安が進むとKeynesは収入関税案を直ちに撤回する⁽⁸⁴⁾。現下のドル安政策は、当時のポンド安と形の上では同じではあるが、それは後の第8章第3節で理論的かつデータの示すように、Keynes一流のバランス感覚に収入関税の取り下げを訴える要因となった金本位制からの離脱によるポンド安と同様には機能せず、それゆえ、輸入抑制策としての対EU・対中工作にはなりえない。生産の外部化による企業内貿易による完成品の購入に伴う内生的ドル供給増によるドル安への為替調整でもまだ輸出増に転じない現実に業を煮やして利下げ圧力を執拗にFedに掛け続け、第4章で言及するように「為替操作ゲーム」を演じていると中国と欧州を名指しで批判するTrump氏が、唯単に選挙での再選目当てで貿易戦争を続けながら旧来産業構造の維持・再建に絶ることは、むしろ、後戻りできないものの唯でさえ停滞する産業構造転換の途⁽⁸⁵⁾を急ぐ上で急所にして尚かつ焦眉の急である有効需要拡大の要件となる経済格差の解消を等閑に付す陥穽に嵌まる点で問題である。

〔補論：ネットワーク理論の応用の方法論的問題：

取締役兼任ネットワークについて特に注意しなければならないのは、ネットワークの構造分析だけでは、コミュニケーションのチャンネルが採用される詳細な方法や主要なノード間を流れる情報に対してあまり光を投げ掛けることはないという点である。現代的な経済地理学内の研究は、ネットワークからなる用途やビジネス行動の形成に関し、その重要性を明らかにするための力のある研究方法として、いわゆるあるがままの、もしくは参与観察的アプローチを採用することさえできる⁽⁸⁶⁾。会社ネットワークに関する先行研究のスタート地点では、会社の大標本が選出され、それらの取締役会の相互間結合が再構築される。この方法は、特定されるべきつながりの枠組みと明らかにされるべき企業間の純理的で定量的な結合関係上の特徴の双方を可

(84) E・トッド著、石崎晴己訳・解説（2009）『デモクラシー以後：協調的「保護主義」の提唱』藤原出版、収録：〈資料〉ケインズ「国家的自給（National Self-sufficiency）」を読む、339-340頁（J.M. Keynes (8 and 15 July 1933), "National Self-sufficiency", *The New Stateman and Nation*, included in "JMK", Volume XXI, *Activities 1931-1939: World Crises and Policies in Britain and America*, pp.233-246. 館野敏訳（2015）『世界恐慌と英米における諸政策—1931~39年の諸活動』（ケインズ全集第21巻）東洋経済新報社、265-279頁、『ニュー・ステイツマン・アンド・ネーション』誌、1933年7月8日、15日、国家的自給自足）、参照。

(85) 第4次産業革命と称される時代における新規産業の振興にもかかわらず、知的財産物に対する純投資比率の5年移動平均は、2009-2015年の区間中12-13%水準で、横這い状態で低迷している（出所：U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis National Data, Fixed Assets Accounts Tables, Table 4.7. Investment in Private Nonresidential Fixed Assets by Industry Group and Legal Form of Organization [Billions of dollars] & Table 4.4. Current-Cost Depreciation of Private Nonresidential Fixed Assets by Industry Group and Legal Form of Organization [Billions of dollars] から算出）。もっとも、こうしたデータは、後の第7章内脚注(23)でも言及するように、産業構造における旧来重工業からIT・サービス業へのシフトによる成長資本調達上の必要性の低下を反映した当然の結果とも言える。

(86) Cf., Mark Brayshaw, Mark Cleary, John Selwood (2006), "Power Geometries: Social Networks and the 1930s Multinational Corporate Elite," *Geoforum*, Volume 37, Issue 6, pp.987-988.

能にする利点を持つ。しかしながら、このアプローチの弱点は、それが会社の取締役役間に想定上の見せ掛けのつながりを付与する危険が不可避で、他方では、これらのつながりの実効性に対する洞察を全く与えず、そして、個別的な主体のネットワーク内の他のありうる重要な要素を隠してしまうところにある⁽⁸⁷⁾。「…単純で構造的な分析は明らかに、会社ネットワーク内の相互活動の潜在的なチャンネルの存在を提示するが、しかしながら、その構造的な分析は、チャンネルが実際に存在するか否か、会社の実践に影響力を行使する場合のある情報の何らかの活発な流れが存在するか否かを示すものではない」⁽⁸⁸⁾。

以上の各指摘は、その何れもが、例えばクリーク⁽⁸⁹⁾、弧、有向・無向グラフ⁽⁹⁰⁾、強連結・弱連結⁽⁹¹⁾等は、ネットワーク上の「要素」「つながり」の定型そのもの、あるいは、マッピングそのものであり、現実のネットワーク、例えば取締役兼任制における連結の機能実態を把握するものではなく、一次的資料および記述的理論によってはじめて意味のある一定の認識がそれに付与されるということを示唆している。

しかしこの時注意したい点は、あらゆる資料に拠って立つ、「定型」を見る視点となる理論と、資料そのものを得る観測との間の関係である。この点に関する考察についてひとつの手掛かりを与えるのが、より深層に伏在する方法論に係わるG.L. Clarkによる次の洞察である。

「定型化された事実は、その真価によって、三つの特別な価値を持つ。それら事実の根底に伏在する理論と統合されて、定型化された事実は、幅広い環境から導かれる経験的観測の重要性を利用するための基準となる。それは、さらに、経験的観測を参照した検証で、際限のない可能性を与件とする経験的分析の有効範囲を形成する。それは、さらにまた、共通して受容される形式の統一性で、無秩序の脅威を乗り越え、それに対抗する系統立った研究を促進する。言い換えれば、定型化された事実が社会科学にとって本質的な思考と考えられるべきであるという点について個人的な研究者が認容されたいのなら、重要性、妥当性および一貫性といった第三者的基準に対する経験的観測の検証が求められる。それゆえ、定型化された事実は、二つの相互に関連した機能を果たす。すなわち、第一に、それらは可能性の範囲を絞り込み、そして第二に、紀律的な研究計画の漸進的な発展を促す」⁽⁹²⁾。「議論〔の理解〕を容易にするために、〔先の第三者的基準となる〕三つをたやすく同定しうる場合を考えよう。経験的観測は定型化された事実〔すなわち理論負荷的事実〕およびその元々の負荷を掛ける位置にある理論（their parent theories）の実質的内容を利用することのできる機会である。あるレベルで見れば、負荷を掛ける理論の主張する一般性とは対照的な、定型化された事実の深み、もしくは質を反映させるためにケース・スタディおよび個別的観測を利用したこの判断は、全体としては、系統立ったものではない。〔他方〕別のレベルでは、経験的観測は、きわめて系統立っており、他の

(87) Cf., Gordon L. Clark (1998), "Stylized Facts and Close Dialogue: Methodology in Economic Geography," *Annals of the Association of American Geographers*, Volume 88, Issue 1, pp.73-87.

(88) Brayshay, et al., *op.cit.*, p.989.

(89) 任意の2頂点間に枝（リンク；辺；弧）があるグラフのことを完全グラフ（完備グラフ）という。 n 頂点（ノード；節点）の完全グラフは、 K_n で表わす。また、完全グラフになる誘導部分グラフのことをクリークという。

(90) 有向グラフ：集合 V 、 E と、 E の元（要素）に、二つの V を、元の対で対応させる写像 $f: E \rightarrow V \times V$ の三つ組 $G := (f, V, E)$ を有向グラフという。 V の元を G の頂点またはノード、 E の元を G の辺または弧と呼ぶ。無向グラフ： $P(V)$ を V の冪集合とする。 E の元に V の部分集合を対応させる写像 $g: E \rightarrow P(V)$ があって、 E の任意の元 e の像が $g(e)$ の濃度が1または2であるとき、三つ組 $G := (g, V, E)$ を無向グラフという。 V の元を G の頂点、 E の元を G の辺と呼ぶ（<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%83%95%E7%90%86%E8%AB%96%E6%9C%89%E5%90%91%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%83%95>（2019/08/28）参照）。

(91) 強連結：有向グラフが強連結であるとは、グラフ上の任意の2点間に有向道が存在することである。極大で強連結な部分グラフは、強連結成分という（第1章内脚注(140)参照）。弱連結：ダイグラフの任意の2頂点 u 、 v の間に半道が存在する；半歩道（semiwalk）、半小道（semitrail）、半道（semipath）：頂点と辺 (a_i) の交互列において、各弧に対して、 (v_{i-1}, v_i) の一方が始点で他方が終点であれば、それを半歩道という。

(92) Clark, *op.cit.*, p.76.

もっと頑強な定型化された事実を探す際の信頼できる定型化された事実の妥当性を立証し、また逆に否定するかも知れない。経験的観測はさらに、観測者の想像力や直観を自由に結び付ける機会を与える。ここに知的革新や発見の根元がある」。「それら二つは、それぞれ重み付けされているが、それは終始変動し続ける関係でつながっている。われわれが経験的観測からはじめなければならないとすれば、われわれの経験的観測の妥当性について説明する上で理論の原則を必要とするから、理論負荷的な定型化された事実に対し、変動する他方の結末が不可避免的に興味を惹きつけることになる。それらのそれぞれの慣行的なやり方で分離される経験的観測と定型化された事実〔理論負荷的事実〕を伴う、この終始続く変動の上に立つと、二つの方法論上の選択肢間の結び付きを維持する根底的な論理は唯一、知的興味への純粋な関与でありうる。われわれはまた、二つの目的は、各々一方が、他方の対極であると同時に、鏡像であることを示唆する緊張を孕む弁証法によって結び付けられた関係を想像してもよからう。この方法論上の孤立の解決を求め、各々の内、それぞれ一方の目的を他方に先んじて求めるという両立が難しい状況のバランスを取り、あるいはまた、方法論上の選択肢間の明らかに果てしない優劣の論争に、優れた方を参照することによって主張を統合することは魅力である」⁽⁹³⁾。この「…主張は、経験的観測は暗黙裏の秩序によって染め抜かれ、不可避免的に隠れ伏在する

(93) *Ibid.*, p.77. ここにいわれる理論負荷(性)とは、次のように説明される。「観察や知覚は理論などに影響されない不変の与件、経験的知識の純粋な基盤ではなく、概念や理論を不可欠な背景としていることを要約的に表す概念。N.R.ハンソン〔Norwood Russell Hanson〕が後期ウィットゲンシュタイン〔Ludwig Josef Johann Wittgenstein〕から得た着想を科学の場面に応用し、知覚と概念との間の論理的な関係を考察した際に鍵概念として用いて以来、科学哲学におけるその使用法が定着した。/ハンソンは、実証主義の認識論の基盤となっている、どんな個人的、社会的、文化的背景にも左右されることなく万人が同一のものとして与り得る〈観察〉という概念、および理論とは無関係にそうした観察を表現する〈観察言明〉という概念に異論を呈した。彼によれば、見ることは一般にあるものを特定の種類のもの〈として見る seeing as〉ことであって、これは〈ことを見る seeing that〉と様々な仕方で絡み合うが、一方、ことの理解は受け入れている理論に左右される。/この概念は特に知識の歴史的推移を理解するためには有効な手だてとなる。反面、知識の相対主義や主観主義に導く役割も演じうる。言語使用の習得の過程やヒトの情報処理に関する知見がこの問題を客観的に眺める手掛かりとなる」(「理論負荷性」：廣松渉〔ほか〕編(1998)『岩波哲学・思想事典』岩波書店、1695頁)。本文中で論及したように、理論負荷性とは、事実認識は、背後にはそれを支える因果律を形づくる理論体系があって初めて可能となることを意味するものであるから、その体系が主観主義に導くと見ることは、容易い道理である。他方この見地が、認識が既定の理論で与件視された世界への漸近的接近を図ろうとする点で、何処まで行っても相対的に止まる可能性を有するという点では筆者が懸念した不可知論、延いては実証主義に相通じる。次のHansonの主著からの引用はその可能性を示しているように筆者には思われる。

「『…《見ること》は、“理論負荷的な”(theory-laden) 試みなのである…。 x についての観察は、 x について予めもっている知識によって形成される。観察に対して影響を及ぼすもう一つのものは、われわれの知識を言い表わすために用いられる言語や表現記号であり、それなくしては、われわれが知識として認めるべきものは、皆無となってしまうであろう。/私は見る(seeing) ことと、…として見る(seeing as) こととを同一視しようとは思わない。X線管を見ることはガラスと金属でできた対象物をX線管として見ることと同じではない。しかしながら、カモシカを見ることと、ある対象物をカモシカとして見ることとの間には、かなり共通したものがある。《見る》という概念のうちには、何程かは、“…を…として見る”という表現の使用を調べて行くことから明らかにされるものがある。Wittgensteinはこの点を認めたがらないが、その理由は、私にはどうも判然としない。それどころか、《…として見る》ことの論理は、一般的な知覚の状態の何たるかを明らかにしてくれるように思われる」(Norwood Russell Hanson (1981), *Patterns of Discovery: An Inquiry into the Conceptual Foundations of Science*, Cambridge University Press, reprint of 1958, p.19. 村上陽一郎訳 (1986)『科学的発見のパターン』講談社、41-42頁)。

「われわれが…背景となるものを提供できないとしたら、どのような説明も成り立たない。 x を説明しようとするれば、それとは別の y や z についての概念の絡み合ったパターンの中に x を位置付けることができた時に初めて説明が完了する。完全に新しい(他のものと無関係な)説明などというものは、論理的に不可能である。そうした説明は、理解不可能であり(丁度、完全な感覚所与式の視覚体験が、何の結果も生まない継ぎ接ぎ細工でしかないように)、また、表現不可能な事実同様、評価不能なものであるはずである。/連鎖のモデルで考えていると、われわれ

理論によって構成されており、よって、その幾分単純な支持者が折々に述べるように、理論から自由なものでは決してない。このケースでは、経験的観測の側の理論を選ぶか、それとは対照的に、定型化された側〔理論〕を選ぶか、二者間を揺れ動くことを想定するなら、経験的観測から出発し、次いで、定型化された〔事実の〕側の理論でわれわれの主張を検証することが最良であるように思われる。〔しかしながら、〕この定式化は、一見したところ完璧であるが、決して容認できない仮定に基づいている。そこでは、経済・社会的な世界が与件であり、理論化の過程はそうした与件視された世界への漸近的接近であるということが真実であるのかのように考えられている」⁽⁹⁴⁾。すなわち、「理論から出発し、理論の原則がまず初めに来て、事例は部分的であって、決定的ではない、ということを示唆し、証拠がどのようなものであれ、推測は理論的な前提を選ぶという議論」⁽⁹⁵⁾である。理論負荷の事実認識に重きを置く方法論は、まず初めに理論有りき、とする認識論である。筆者が考えるに、理論と事実認識との関係は、〔実のところ価値体系との連関における〕交互的な〔自己了解を経る〕もので、一方が他方に先んじるようなものではありえない。むしろ、ここに自己了解という場合、むしろ、主観主義・実証主義を目指すわけではない。全く逆である。「経験的社会学の重要な課題は(中略)、…中間的構成員について分析し、変化した資本主義的生産諸関係に対する適応が、長期的にいてその適応と客観的利益が相容れない人たちのどのように取りこんでいるかを、個人において証明することにある…」/「優勢な実証主義社会学は、主観的経済学と同じ意味で、正当に主観的と呼ばれうる。主観的経済学の主な一人であるヴィルフレド・パレートのなかに現代的社会実証主義の根源が存する…。この場合、「主観的」ということは二重の意味をもっている。第一に、支配的社会学は、ハバーマスがうまく表現したように、網目を用いて、つまり素材を掛けられた図式を用いて作業する。素材もまたこれらの図式のなかで、〔先に脚注(93)で見たHansonの理論負荷性のように、〕それがどの部分にはめ込まれるかに応じて、それぞれ認められるものとなる。その場合、素材すなわち諸現象が、それ自体で前もって秩序づけられた構造、科学によってはじめて部門別に構成されたのではない構造に従って解釈されるか否かが、中心的な相違をかたちづくることになる。この想定された座標軸のどちらを選択するかが、いかに無関心でいるわけにはいかないものであるかは、一定の社会現象を威信や地位といった概念のもとにもたすか、それとも地位や威信は階級諸関係の力学関係から推論するか、という二者択一によって例示される。後者の見解に従えば、地位

は真鍮の球が、他のボールが弾き飛ばされる原因となったことを見てとる能力を正常な視覚が備えているだけでよいと考えたくなる。(中略)しかし、実際にわれわれが“原因”として問題にするのは、徹頭徹尾、理論負荷的なものである」(*Ibid.*, p.54. 前掲訳, 116-117頁)。

「純粹に感覚所与的な言語を使つては、因果関係を言い表わすことはできないであろう。そこでは、全ての語が同じ論理的階層にあるのだから、近隣の事実の因果的説明に役立つような説明力を備えた語の中にはないからである」(*Ibid.*, p.59. 前掲訳, 127頁)。

「…ある語は完全に理論負荷的であり、ある語は完全に感覚所与的であるというような具合になっているわけではない。どれが所与言語でどれが理論言語であるかというのは文脈によって決定される問題である。(中略)例えば、医学部の教室に傷の種類を示す写真がいくつも掛けてあって、外科の教授の解説を待っている場合…(中略)“今赤い色をした”とか、“滑らかな”とか、“消えて行く”等の語も、全く理論を負っていないというわけでもない。こうした語は直接、体験を単に言語的に記録するというよりは、むしろ、もっと洗練された説明の中でも機能を發揮する。(中略)“原因”語の方は、いわば積み荷の一部なのであって、理論という面ではより乏しいのであり、それゆえまた、原因の説明として働く力のはるかに弱い。Galileoならば、時計の針の動きを、錘の駆動による主歯車や、それに噛み合う多くの歯車、逃がし止め、振り子等で説明できるだろう。(こうした表現が、どれほど“理論負荷的”であるか、どれほど時計学や力学的な意味内容を持たされているかに気をつけて欲しい。)」(*Ibid.*, pp.59-60. 前掲訳, 128-129頁)

(94) Clark, *op.cit.*, p.77.

(95) *Ibid.*, p.76.

や威信は階級諸関係の力学に屈服することになり、原理的には無視しうるものと考えることができる。それに反し、社会現象を部門別に包摂するとき、それは威信や地位といったカテゴリーをそのまま所与として、ややもすると不変なものとして受けとる傾向を持っている。一見したところ単に方法論に関するだけに見える区別が、このように内容的に首尾一貫した結果を示すのである。このような次第で、第二の意味での実証主義社会学の主観主義が示されることになる。少なくともその活動のきわめて重要な分野において、実証主義社会学は意見や態度から、個別的主体と社会の自己了解から出発し、社会から出発しない。この考え方にとっては、社会は社会化されて社会的に行動している諸主体の統計的に調査された平均的な意識または無意識のことであって、諸主体がそのなかで動く媒体のことではない。実証主義者にとって神話的な建物とみなされた構造の客観性は、弁証法理論に従えば、認識する主観的理性のア・プリオリ〔先在するもの—Adorno〕である。(中略) 実証主義者たちは、彼らが一つの新しい進歩した思考タイプを代表していることを暗示する限り、討議をねじまげている。この思考タイプの諸見解は、[ポパーの弟子筋の] アルバートが述べたように、今日すでに至るところで普及しているというわけではないのだが、それに対し弁証法は古風なものとする…。進歩についてのこの〔アルバートの〕見地は、進歩を怠る価値について気につけないのである。精神は、諸事実を尊重してみずからを拘束し、真に論理的矛盾に陥ることを通じて、進歩するはずのものである。(中略) このような考え方の現代性…についての権利要求は、…主観的理性の批判的な自己反省を必要としている。この進歩は、その最も奥深くまで啓蒙の弁証法と癒着しているのであって、周囲の事情にかかわらずより高い客観性をもつなどと想定されはしない。これこそ論争の焦点なのである⁽⁹⁶⁾。筆者が想定する

(96) *Der Positivismusstreit in der Deutschen Soziologie*, hrsg. v. Theodor W. Adorno, Hans Albert, Ralf Dahrendorf, Jürgen Habermas, Harold Pilot, Karl Popper (Hermann Luchterhand Verlag GmbH) 1969. 城塚登・浜井修訳 (1979) 『社会科学の論理：ドイツ社会学における実証主義論争』, 14-16頁。「問われるべきなのは、的確な選言的対立が認識と現実的生活過程とのあいだに立てられるかどうか、むしろ認識は現実的生活過程によって媒介されているのではないか、学問がそれによってみずからの生成に対してみずからを自立化し客観化する学問固有の自律性なるもの、やはり学問の社会的機能から導き出されるものなのではないか、学問は内在的連関をかたちづくっていて、いわばそれ自身の構成に従って学問の内在的組立てにも影響を及ぼすような包括的領域に住みついているものではないか、ということだろう。このような二重の検討は、それがいかにももっともなことだとしても、無矛盾性という原理に反している。つまり学問はその場合、自立的であると同時に、自立的ではないということになってしまうであろう。このことを主張する弁証法は、他の場合と同様にその場合も「特権を与えられた思考」としてふるまうことを許されないし、他の人間には与えられぬ主観的に特別の能力をもつものとして威張ることも許されず、いわんや直観主義などを装うことは許されない。他方、実証主義者たちは犠牲を捧げなければならない。つまりハバーマスの「わからずに押し通す」態度となづけられたもの、彼らの「意味基準」といったカテゴリーに合致しないものはすべて手短かに理解不能なものとして排除してしまうような態度を犠牲にしなければならない」(Ebd. 前掲訳, 10-11頁)。これは、当該著書内冒頭のAdornoが著わした長い序論の中の、批判的社会理論の構築を目指して来たフランクフルト学派第一世代の思想の真髄の一端を語る一節であり、直ぐ後に見るKeynesの「内部洞察力と価値判断」重視の学問上の姿勢と一見するとところ親和性は低いかのようではある。だが、先に同じくAdornoの論考から引いた一節でも分かるように、また後の第8章第3節で言及するようなKeynesが生きた時代の英国経済を反映した独自の階級観に基づく生産的な企業家階級と労働者階級の利益を重視し、非活動階級である投資家階級の「安楽死」を求めた政策は、Horkheimerが与することがなかった党派性に対する姿勢(細見和之(2018)『フランクフルト学派：ホルクハイマー、アドルノから21世紀の「批判理論」へ』中央公論新社, 55-56頁参照)とは逆に、生産的な二階級の利益を守るため自由党に積極的に関与していたとはいえ、先のフランクフルト学派の啓蒙の弁証法の控え目で妥当な権利要求に悖るものでなかったこともまた事実である。Keynesのモラル・サイエンスとしての経済学の形成は、自身の理性を鍛えたイギリス古典派経済学の英国の移りゆく経済過程に生きた自身の自己批判による超克の過程であり、後の第8章第3節で言及する、第一次大戦直後に直面した保護主義の難問に対して見せた、バランスの取れた国内産業の展望とRicardoの比較生産費の命題から一時的にせよ離反した収入関税の提案、しかしまた、1931年9月の金本位制離脱後のポンド安に即して直ちにその撤廃に切り替える鋭敏で自在な施策立案は、彼自身の理性において生じる矛盾を受け止め、その上で生きた時代の階級社会から出発して政策を模索し

自己了解とは、ここにAdornoが言及するように、まさに階級社会の中であって変動止まない経済過程において形成される主体の、言ってみれば、現実の矛盾をも受容する自己了解である⁽⁹⁷⁾。理論負荷の事実認識という実証主義的方法論の遠くには不可知論が木霊する。深い森の中、人目の届かぬ場所で一本の木が朽ち果て、倒れる。これを見えないがゆえに認識できないとする不可知論である⁽⁹⁸⁾。Clarkはこの見地を否定して、自身の「哲学的スタンスは、おそらく、不可知を強調する傾向の強い最近のポストモダンよりはむしろHumeの内省的価値判断による懐疑主義（reflective and evaluative skepticism）に馴染む」ものであると主張する⁽⁹⁹⁾。

グラフ理論・ネットワーク理論あるいはさらにブロック・モデルを使った分析を行うには、頂点や辺、あるいはクリーク等が現実にとどのような内実を持つものが決定的に重要な前提となる点に留意したい。以上は、そのための理論と事実認識相互間の関係の如何に係わる論議である。

ところで、Humeの内省的価値判断の重視と言うなら、Keynesが主張した、マクロ経済の運営は政治の上で成り立つという、Adam Smith以来復活した「政治経済学」上、Weber以降の伝統、すなわち科学の「価

た結果であり、「ハーヴェイ・ロード」の前提として片付けられる英知ではなかった（但し先のAdornoから引いた一節の中で否定的に見なされる直観をKeynesが生涯重視し続けた点では、弁証法に相反するかも知れない（本文で引いたClarkの議論もこの点で矛盾を抱える。むろん周知のように、Keynesが初期で重視した直観主義から後期においては脱却し、「直観」の概念に代えて「期待」の概念を重視し始めたという見解が他方にはあり、その点をめぐっては論争がある。いまそれに立ち入ることはしないが、筆者は、例えば、『確率論』における直観的論理主義と相対主義の曖昧な併存から、後者を軸にした判断論へと向かいつつ、暗黙的な慣行にもとづく、相互批判の余地を残した認識論を目指して…」（伊藤邦武（1999）『ケインズの哲学』岩波書店、96-97頁）いたとする見解は、後期Keynesの経済学に、慣行を初期にも益して重視し始めたKeynesの方法論的姿勢を読み取る点で傾聴に値するが、他面、証拠は有り様もないが直観（閃き）に端を発して形成される期待も存する点で、慣行や期待の概念等と引き替えに、直観的論理主義を後期Keynesが放棄したとする見解を疑問に思う（むろん慣行こそは、Keynesの初期の蓋然性論研究がその経済学にもたらした一つの、最大といってもいい成果であり、それは独立変数として列挙される複数の要因とは次元と範疇を異にする概念であり、同じレベルで考えるべき概念ではない、Keynesが経済学に懸けた思いを象徴する概念であったと考える点については、おそらく伊藤氏にも同意して頂けるものと拝察する）（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（中）」『流通経済大学論集』第49巻、第4号、335頁、および同稿（下）、前掲、6頁参照））。

(97) もっとも、「目下の形態での社会全体がもつ分裂的性格は、批判的な態度、振舞いをとる主体のもとでは、自覚的な矛盾にまで展開される。批判的な主体は、現在の経済様式およびこれを基礎とする文化総体を、人間の労働の産物として、この時代に人間が自らに与え、自らなし得た組織化として、認識することによって、自分自身をこの全体と同一のものと見て、この全体を意思と理性として把握する。〔とはいえ—細見〕その全体は主体自身の世界でありながら、同時に主体は、社会が人間外的な自然過程、単なるメカニズムに比せられるのを経験する。というのも闘争と抑圧に基づく文化諸形式は、ある統一的、自覚的な意志を証するものではないからである。この世界は、主体の世界ではなく、資本の世界なのである」（ホルクハイマー『批判的理論の論理学』（細見、前掲、53-54頁より引用）、傍点は筆者）。すなわち、われわれの世界が、「人間による人間の支配（身分制と分業）の絡まり合い」（細見、前掲、124頁）であるとするれば、先の意味での自己了解でさえ、資本という一個の関係に捉まえられた世界で統一的で自覚的な意志を担保するものではない、ということにはなる。留保は、その場合、以上のHorkheimerの見解やAdornoの見解には、「理性批判には『規範的基礎』が欠如して」おり、「…依然として主観と客観の対立図式を前提にした『意識哲学』のパラダイムに依拠して」と批判し、「目的を志向する合理的活動（戦略的行為）から、了解を志向するコミュニケーション的活動へのパラダイム・チェンジを描き、最終的にシステムと生活世界の関係を批判的に捉える…」（細見、前掲、181頁）べきであるとするHabermasによる構想が後に待ち構えることになるからである。

(98) 実証主義（Positivism）は、知識を経験可能なことに限るものだけに限ろうとしており、感覚に現われないことは「形而上学」として排除しようとする手法であるが、もともとその根底には不可知論がある。こうした傾向は論理実証主義にも継承されている（<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%B8%8D%E5%8F%AF%E7%9F%A5%E8%AB%96>（2019/08/28）参照）。

(99) *Ibid.*, p.78.

値判断から自由」という通論の意表を突く「内部洞察力と価値判断」を積極的に使う必要がでてくる⁽¹⁰⁰⁾。その結果いわゆる科学性では劣るが政策選択で「われわれにとって何が重要な視点かが価値判断される」ため、施策上不可欠な拠って立つ前提が得られることになる。内部洞察力といった「…いわば、不合理なものが経済学の中に取り入れられるのは、経済過程を形成し進行させている主役である人間がかならずしも合理的とはいえない存在であるというだけでなく、その不合理さの中にも人間として無視できない価値が含まれている、とケインズが考えるからなのである。ケインズは、なによりも、その中心にこうした人間のいることを経済過程の本質と考え、経済学はそれを対象とする学問であると、固く信じて生涯動揺することがなかった」⁽¹⁰¹⁾。また、近年、北原和夫氏が、「…社会科学においては19世紀の自然科学の影響を受けて、客観的因果関係を追求する方法が主流になってきている。しかしこれからの社会科学は、むしろ人間という観測主体の存在も考慮に入れた判断・決定、つまり予測・価値を含んだ科学の方法を取り入れることが必要になる…」⁽¹⁰²⁾という見解を提示する。ところで、Kantのいわゆる感性の備える受動性と悟性の備える能動性を併せ持った「構想力」の謎めいた主体をHorkheimerは、「社会」と名指す。Kantの自律的な主体のさらに奥底「人間の魂の深み」で働いているものこそは実は社会である。しかもその社会は、人間の解明を拒む暗い運命的な力を發揮している。だからこそ、Kantは合理的な自分の認識論の核心的部分に非合理的な暗がりを抱えることになったというのがHorkheimerの理解であった⁽¹⁰³⁾。「社会こそは、個々の主体を超越した大きな主体、個々の主体を、有無を言わずしたがわせる、現実の主体として存在している…。/しかし同時にそのような社会ないし現実には、あくまで人間の歴史が作り上げてきたものである。マルクス〔Marx〕は、人間の五感の一つ一つが人類の歴史の労作であると鋭く指摘するが、われわれが今置かれている現実・社会のあり方もまた、長い歴史の中で形づくられてきたものである。その社会のもつ矛盾を意識化したものが批判的理論である限り、それは矛盾に貫かれた社会の自己意識にあるという位置にあることになる。そして、批判的理論が矛盾に貫かれた社会の自己意識である時、その理論は最早、伝統的理論が依拠していた主体と客体の二元論の内に留まることはできない。…批判理論にとって、社会は理論の客体であると共に主体でもあるからである」⁽¹⁰⁴⁾。ところが、Horkheimer自身述べたように、「この世界は、主体の世界ではなく、資本の世界なのである」⁽¹⁰⁵⁾から、むしろ、「目的を志向する合理的活動（戦略的行為）から、了解を志向するコミュニケーション的活動へのパラダイム・チェンジを描き、最終的に「資本の」システムと生活世界の関係を批判的に捉える」べきであるという先に脚注(97)で見たHabermasによるHorkheimerやAdornoに向けられた批判が、ここでも、同様に当てはまる、ということではできるかも知れない⁽¹⁰⁶⁾。

グラフ理論、ネットワーク理論、ブロック・モデルの企業間分析への適用に際しては、その究極の目的を考える上で、上記のKeynes、そして彼の方法論に先の脚注(96)でみたような意味で決して牽強附会ではなく通底するところのあるフランクフルト学派および北原和夫氏の認識論を含む方法論をどのように活かすべきかについては一考の余地があろう。

補論終]

(100) “...economics is essentially a moral science and not a natural science. That is to say, it employs introspection and judgement of value.” JMK, Volume XIV, *op.cit.*, p.297. 前掲訳, 358頁。

(101) 山田耕之介 (1996)『経済学はどんな学問であるか——経済学の現状と三つの文献について——』（自費出版）38-39頁。

(102) 北原和夫 (1999)『プリゴジンの考えてきたこと』岩波書店, 107頁。

(103) 細見, 前掲, 49-51頁参照。

(104) 細見, 前掲, 52-53頁参照。

(105) ホルクハイマー『批判的理論の論理学』（細見, 前掲, 54頁より引用）。

(106) 細見, 前掲, 181-182頁参照。

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

さて、後の第6章で詳説するように、21世紀以降、頓に企業エリート層の凝集性が低下しはじめたというのはものの、Mizruchiも指摘するようにそれは特に合衆国金融界に特殊限定的な現象であり、そして、おそらくは、金融危機を経て、その傾向は特に著しく、その後JPMorgan Chase & Co.はじめ銀行持株会社として改組され、金融コングロマリットへと転進するに至って後も、取締役兼任ネットワークの凝集性は低下し続けたが、新しい銀行界の勢力は、かつて程、また、金融界にあってビッグ・スリーをはじめとする相対的に収益性が突出して高い資産運用会社の勢力を凌ぐものではないにせよ、復活するに至った。しかし銀行の金融仲介業務は早くも1980年代以降、投資銀行業務に取って代われ、手数料収入依存型に傾斜している。それもあって、FRBは2019年7月31日、Trump氏の事実上の圧力下FOMCで出口政策の継続を断念し、10年半ぶりの利下げに踏み切ったので、貿易摩擦が緩和すればリスクオン状態に入って株価は一段と高揚しようが、第1章脚注(131)で言及した通り、また第3章内脚注(29)で見た本店所在地基準を採った場合、合衆国居住の巨大企業では株式非公開化の動向と相俟って内部資金への依存が続き、銀行の利用は運転資金面での短期調整に限られよう。諸外国の非金融事業巨大会社もまた、世界戦略の一環として、外部金融に頼るまでもなく⁽¹⁾、豊富な余剰資金によって自身金融化を遂げている。他方、金融界は世界都市(World Cities: 以下、WCs)とOJsを頂点とする網羅的ネットワーク傘下に張り巡らされた生産の国際ネットワーク(Global Production Networks: 以下、GPNs)を支援すべく国際金融ネットワーク(Global Financial Networks: 以下、GFNs)を形成し⁽²⁾、BlackRockはじめ資産運用会社は、GFNsを媒介として世界的企業の法的株主となり、金融コングロマリットは後の第7章第1節で述べるように、早くも1970年代以降、主要なWCsにおける様々に自由なユーロ市場を活用した企業への貸し手となって各行の維持・存続の一礎を築いている⁽³⁾。

(1) 1971年金兌換停止以降、進捗が加速してきた過剰貨幣資本の形成を如実に示したのが、2010年半ばの欧州域諸国の財政悪化の影響下での外部資金依存度の低下で、同年には、世界の株式の新規発行も5月は前月比で半減し、株式発行による資金調達も延期が相次いだ。5月の発行額は欧州が前月比79%減、合衆国が47%減であった。ディール・ロジック(Dealogic)によると、5月の世界のIPO(新規株式公開)中止・延期件数は23件で、2008年12月以来の高水準となった(「企業の資金調達、世界で減速 欧州不安が影響」『日本経済新聞』2010/06/10付電子版参照)。ところで、外部金融の中でも銀行借入については、現在でも、特に景気後退期・不況期において、かつて程強力ではないにせよ、特に合衆国では、銀行界全体による資本割当的な金融ヘゲモニーによる制約が企業金融を拘束することについては、後の第6章第3節で実証する。

(2) Cf. Neil M. Coe, Karen P. Y. Lai & Dariusz Wójcik (2014), "Integrating Finance into Global Production Networks", *Regional Studies*, Volume 48, Number 5, pp.761-763, esp. p.763; Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.240-266, esp.262.

(3) 金融界・財界が抱える懸念材料は、米中貿易摩擦の継続とFedの金利引き下げの相克である。FRBは7月31日のFOMCで、出口政策を断念し、10年半ぶりの利下げに踏み切った。それは記録的な低失業率や株高が続く中での思い切った行動で、貿易戦争による景気の下振れや低インフレの長期化を警戒した「予防的な利下げ」というのが表向きの理由であるが、Trump氏の執拗な政治介入に対するFedの「組織防衛」の意味合いもあったのは否めない。Trump氏はこれに飽き足らず、2020年の大統領選挙での再選のための景気維持・高揚を目的に、FRBに追加利下げを催促するであろう。そして自国通貨に上昇圧力がかかる主要国の金融緩和を牽制する可能性もある。Trump氏はすでに「中国と欧州はががかりな為替操作ゲームをしている」と名指しで批判を始めた。日本を含む現在進行形の通商交渉で、相手国の通貨安誘導を封じる為替条項の導入を強いることも予想される(「低金利人間と赤字男、米経済の延命なるか」『日本経済新聞』2018/08/01付(6:00)電子版参照)。(他方、同時に、大型減税や歳出の拡大で財政赤字が一層膨張する懸念もある。)米中対立の激化懸念から世界的に金利低下(債券価格上昇)

そうした状況に起因する問題の状況をHaberly & Wójcikの研究成果によってまとめるなら次のようになる。すなわち、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しろ、これに、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Haberly & Wójcik両氏のいわゆる周辺の状態資本主義を網羅する諸国の多くは経常収支黒字として稼いだドル建て外貨準備で形成されるSWFsを加えた国際的資本間ネットワークは、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、あるいはまた親子会社間関係を含む）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場合があるからである。

さらに、グローバルな支配網を形成したBlackRock, Vanguard, State Streetのビッグ・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、合衆国内と同様、国際的にも、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⁽⁴⁾、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年間にわたる比較的短期的なコーポレート・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株主権または投票代理権の行使に止まるのか、という問題を提起し、合衆国内に限れば、すでに第2章第5節で詳説し、第3章第1節でまとめたように、①株式「財産」の信託契約による預託の契約・交渉等による機関投資家やヘッジ・ファンドへの移行、さらには、②SEC情報開示基準となる5%所有および、再三再四述べるように、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超水準程度の少数持株を単独または相互間協調・連携関係による合算ベースで超える程絶大な会社財産の所有権力の『受益的所有者』群を構成する例えばビッグ・スリーを軸芯とする機関投資家群への移行、③手数料を①の機関投資家やファンドから得て議決権の代理投票権、すなわち委任状の権利を行使する②で見た資産運用会社への投票権を含む議決権全般の集中、④最後に第三受益者（third-party beneficiary）を含む一般にいわゆる受益的所有者への信託受益権の最終的移行、以上の会社所有権をめぐる4再編を議論の俎上に載せることになる。こうした会社所有権をめぐる論議はまた、今日の合衆国におけるリバタリアニズム、ティー・パーティー運動の一翼を担う「現代版Rockefeller一家」であるKoch兄弟⁽⁵⁾のような財界者がリボルビング・ドア（revolving door）を通じて相互に行き

圧力が強まっている。米長期金利は、追加利下げ観測を背景に今後一段と低下する見込みである。Fedの利下げによるドル安は、他通貨高を意味し、例えば円高を封じ込めようとする日銀もまた、金融緩和策を継続するために金利を引き下げる。ECBもまた、景気減速で銀行が融資に慎重になることを防ぐため、融資に積極的な銀行に低利の長期資金を貸し付け、企業等に資金が回りやすくなる様2月中旬頃より努めてきた（『欧州中銀、緩和縮小を修正 銀行に低利資金貸し付け検討景気減速でテコ入れ』『日本経済新聞』2019/02/21付電子版参照）。このように世界中の中央銀行が金融緩和に傾いている。BS政策で金融緩和の「往路」に入った世界の中央銀行は「復路」（河村小百合（2017）「中央銀行のバランス・シート政策と課題」日本総合研究所『JRIレビュー』Volume 7, Number 46, 28-75頁参照）への出口（政策）を見失った状況にある（渡部恒彦「Jacques Attaliのいわゆるグローバル・システミック・リスク：量的金融緩和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、2., 180-186頁を参照されたい）。

- (4) 続く第2節で見るR. Deeg and I. Hardieが描く投資家の忍耐度の分類図ではヘッジ・ファンドは低度から中度まで連続して位置付けられているが、近年、明らかに、エンゲージメントの担い手として長期的指向を採り始めたように見受けられる。
- (5) Koch派のリバタリアンたちは、彼等自身の団体の名称を「アメリカンズ・フォー・プロスペリティ財団」に変更し、姉妹団体として「アメリカンズ・フォー・プロスペリティ（AFP）」を設立した。Obamaが大統領選挙に勝利した頃には、この団体は全米約25州に支部を設け、数千人の活動家を擁するまでになっていた。2009年4月に立ち上げられたティー・パーティー運動にぴったりと寄り添うAPFの裏にいて資金を提供してきたのが、CharlesとDavidの両Koch兄弟であった。彼等は政府が運営する社会保障プログラムを社会主義的政策だと固く信じていた（Cf.

交う政財界の権益をめぐる体制の如何という問題へと展延しており、これら全体がいまだ合衆国を軸芯とする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ことを意味しているのである。

〔補論：リボルビング・ドア：

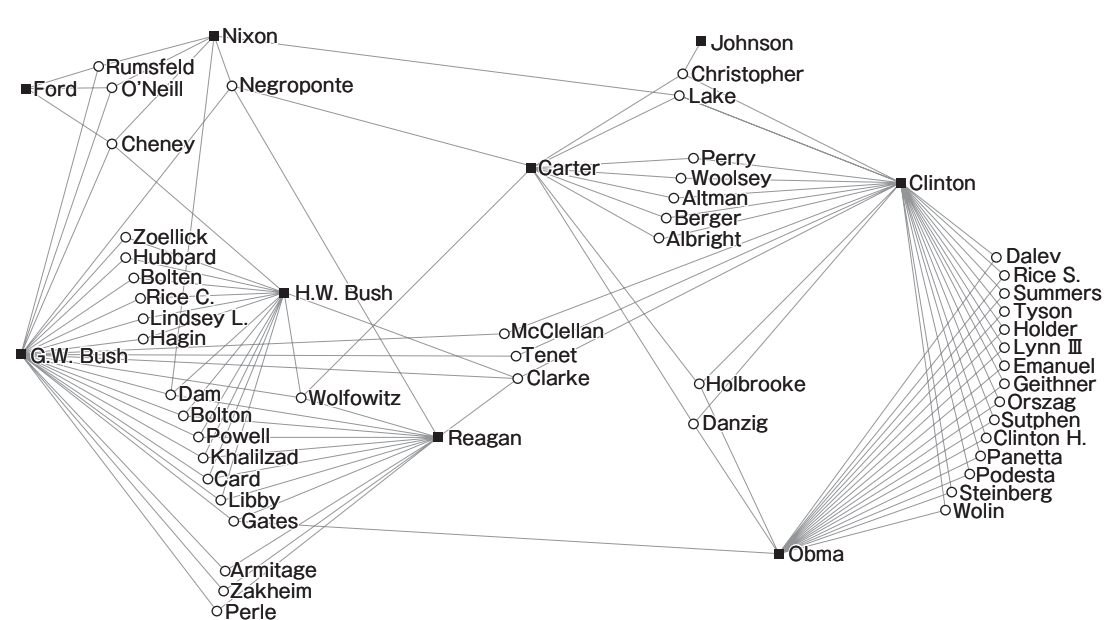
これは戦後合衆国における政権の性格を彩る独特な構造である。財界から政界へ、そして、政界からまた財界に戻る、文字通りリボルビング・ドアの冷戦後の歴代政権、Clinton, Bush, Obama以上3政権の政財界の人材交流を、例えばApeldoorn & Graaffは精確に描写している⁽⁶⁾。一部を示すなら、以下のようになる。

表4-1 (原典表3.1)：グランド・ストラテジー策定者の政権間所属。

	他の諸政権の 地位に就く政 策策定者達	Obama (2009-present)	Bush (2001-09)	Clinton (1993-2001)	Bush (1989-93)	Reagan (1981-89)	Carter (1977-81)	Ford (1974-77)	Nixon (1969-74)	Johnson (1963-69)
Clinton	12	4	1	30	1	1	7	0	1	1
Bush	22	0	29	2	13	11	2	3	5	0
Obama	17	30	1	16	1	1	2	1	0	0

出所：Apeldoorn & Graaff, *op.cit.*, p.71, Table 3.1. 典拠：著者による収集データ。

図4-1 (原典図3.1)：政権横断的なグランド・ストラテジー策定者の所属。



出所：Apeldoorn & Graaff, *op.cit.*, p.71, Figure 3.1. 典拠：著者による収集データ。

Schulman, *op.cit.*, pp.271-275. 前掲訳, 382-387頁参照)。リベラルな雰囲気のあるニューヨーク市でDavidは肩身の狭い思いをすることになるが『ニュー・ヨーク』誌はDavidを「ティー・パーティー運動の財布」と形容した (Cf. *ibid.*, p.277. 前掲訳, 390頁)。2012年の再選に向けたObama陣営は、共和党内部の分裂を他所に、むしろKoch兄弟を攻撃対象としていた。民主党が対決すべき相手は、共和党そのものというよりは、全米屈指の政治勢力となったKoch派閥となった。Schulmanは、この両者の対立を「全面戦争」という一章を当てて描写している (Cf. *ibid.*, pp.292-352. 前掲訳, 409-489頁参照)。尚Trump現大統領は、ティー・パーティー運動と、共和党の分裂に伴って袂を別っている。

(6) Bastiaan van Apeldoorn and Naná de Graaff (2016), *American Grand Strategy and Corporate Elite Networks: The Open Door Since the End of the Cold War*, Routledge, ch.3.

「〔原典〕表3.1〔表4-1〕は、先と後の連邦国家で帰属を持たないグランド・ストラテジーの策定者達を例外とする二つの様式のネットワークの形式における類似の概観を与えている。二つの様式のネットワークは、人格およびグループの二重の帰属を有し⁽⁷⁾、それゆえそれを含む主体および組織の両方、すなわち、（共通の組織への帰属を通じた）人格相互間関係、および（人格のメンバーシップを通じた）組織相互間関係を描き出している。第1列は、この研究でグランド・ストラテジーの策定者達を元々選任した政権以外の連邦国家で地位を占める、ここで選任したグランド・ストラテジーの策定者達の総数を示す。表の残りは、それらグランド・ストラテジーの策定者達のJohnson政権まで遡及する限りでの様々な政権を横断する（本来30名で、Bush政権で29名となる主要3政権に帰属するグランド・ストラテジーの策定者達の人数を与えるボード表記のセルを例外とした）分布を示す。そうした総数から、われわれは、合衆国政権内でそれ以前もしくはその後において連邦政府で地位を持つグランド・ストラテジーの策定者の人数が、29名中22人が（主として）前の諸政権に所属する人数を占めるBush政権のケースにおいて明らかに最高で、内、G.W. Bushの中核的な13人の外交政策チームがまた彼の父親の政権で役職に就き、その中の11名もの人数の者がReagan政権下で働いていたことが分かる。/これと対照をなすのがClinton政権下のグランド・ストラテジーの策定者達で、内、僅か12名のみが連邦行政レベルでの前と後で経験を持ち、このことは一部には、それ以前最後の民主党政権（Carter）とClinton政権の間の12年という期間に起因する。こうした概観はまた、Obama政権下でのグランド・ストラテジーの策定者達の人数でも顕著で、前Clinton政権での人数と比べて、（半数以上という）多数を示す。/Clinton大統領とObama大統領の両民主党政権の間、および第41代Bush大統領、第43代Bush大統領とReagan大統領の共和党政権間における人員に関する顕著な継続性は別として、それら最高の政府高官相互間の党派を超えた昇進経路もごく僅かながら存在する。顕著な一例がRobert Gatesで、彼はBush政権下における国防長官としてスタートし、同じ任務をObamaチームでも継続し、またH.W. Bush大統領の共和党政権下でCIA長官を、またReagan大統領の共和党政権下でCIA副長官をそれぞれ務めた。Bush大統領の国防副長官で齒に衣を着けずに物をいう「ネオコン」、Paul WolfowitzはCarter政権下の国防副次官補であった。さらにまた、Clinton政権と第43代Bush大統領の政権は3人のグランド・ストラテジーの策定者達を通じて結び付けられている。言い換えれば、同じ政治的カラーの政権間のみならず、それ程明らかな理由はないにせよ、政党間横断的にすら、その継続性は存在した。/それら多くの重要な外交政策に携わる高官の個人的な行政上の昇進については、それら冷戦後の各政権に関するグランド・ストラテジーの分析の状況に係わるすでに本稿で取り上げたMizruchiの研究でより深く分析された⁽⁸⁾。

以上の概観が伝えることは、ここで選任した重要なグランド・ストラテジーの多くの策定者達が、各政権での彼等の任務に先だって、幾分多様ながら、連邦国家レベルで複数の公職に就いていたという事実である。むしろ、こうした「公職への」関与は、彼等が同様にかなりの会社で昇進経路を築き上げることを妨げるものではなく、その多くが、政府での任務の間に、主要なTNCsにおける多数の高いレベルの取締役あるいは重役を務めている。/「…われわれの見出したことは、第一に、われわれの選出したグランド・ストラテジーの策定者達の非常に高いパーセンテージが高位の、すなわち、重役、取締役、相談役、あるいは例えば、法律事務所のパートナーといった会社帰属の経験を有している、あるいは有していたという事実である。（著者は多くの異なる資料に当たっているけれども、尚その幾つかを欠くこともありうる。調査された数値はそれゆえ特に時間を遡って行くに従い（すなわちClinton政権において）おそらく過小評価されている。その上、同じ会社あるいは子会社またはその両方の中で連続して幾つかの地位を保持する者がいる場合には、著者は、その地位をひとつの会社にの

(7) Cf., G. William Domhoff (2009), *Who Rules America? Challenges to Corporate and Class Dominance*, 6th edition, New York: McGraw-Hill, p.6.

(8) Cf., Mizruchi, *op.cit.*, chs. 4, 5, 6.

み帰属するものとして数えた⁽⁹⁾。われわれが各政権に入る以前のそうした帰属の経験を有していた高官——この帰属は彼等の個別的な見解を形成する上で重要と見なされなければならないと著者は主張するわけであるが——に着目するだけなら、パーセンテージはClinton政権で選任されたグランド・ストラテジーの策定者達の60%，そしてBushおよびObamaの政権のケースでは70%以上である。われわれのデータによれば、それら会社帰属の経験を有するグランド・ストラテジーの策定者達の大多数は政府を去って後、企業社会の中で高い地位に戻り、——また時に、再度、数年して政府に復帰している。冷戦後時代の重要なグランド・ストラテジーの策定者達のかなりの比率が、それゆえ、実際に、入ったり、出たりで、政府から企業社会へのリボルビング・ドアを通じて移動しており、また今度は政府に逆に戻っている、等々」⁽¹⁰⁾（著者：Apeldoorn & Graaff）。

表4-2（原典表3.2）：会社との環となった人数と政権毎の会社帰属者数。

	Clinton	Bush	Obama
総計	25 (197)	27 (157)	23 (126)
以前	18 (48)	21 (87)	23 (111)
以後	22 (149)	21 (70)	7 (15)
リボルビング・ドア（以前と以後）	15	15	7

註：各政権で任務に就く前と後または両方（リボルビング・ドア）の会社帰属を押さえる当該政権におけるグランド・ストラテジーの策定者達の人数をめぐる数値である。括弧内の数値は、それらグランド・ストラテジーの策定者達による帰属総数である。

出所：Apeldoorn & Graaff, *op.cit.*, p.73, Table 3.2. 典拠：著者による収集データ。

「各政権における30名のグランド・ストラテジーの策定者達の内、総計25名が、Clinton政府における彼等の地位の以前または以後あるいはその両方において会社に帰属し、その帰属先は合計で197に及んだ。G.W. Bush政権のケースでは、実質的には30名ではなく、29名のグランド・ストラテジーの策定者の内、27名が地位に就く前後に会社に帰属している⁽¹¹⁾。Obama政権の30名のグランド・ストラテジーの策定者達の内、23名が会社に帰属し、合計では126に及んだ。リボルビング・ドアに関しては、グランド・ストラテジーの策定者達の約半数が、Clinton政権およびBush政権の場合、そのような、出たり入ったりする者であった。Obama政権のケースにおいて、リボルビング・ドア以後のメンバー数が明らかに少ないという事実は、彼・彼女等の数多くが本書執筆の段階で尚公職に就いているという事実と関連している。われわれは公職の以前の地位をグランド・ストラテジーの策定者達に影響力を行使する存在としてのみ見なすけれども、公職を退いた後のその地位は、無関係であると思ふべきではない。事実、見出される持続的なリボルビング・ドアのパターンを前提とすると、多数のグランド・ストラテジーの策定者達は、会社エリートに密接につながりを有するのみならず、彼等自身かなりの程度エリートの一部であると考えなければならない」⁽¹²⁾。尚、Apeldoorn & Graaffは、産業部門別リボルビング・ドアの分析を通じて産軍複合体よりは、冷戦後、むしろ、特に金融・法律・テクノロジーの3分野を中心に選任された部門横断的な外交戦略の政策立案者がリボルビング・ドアを通じて政財界間の堅い結び付きを具体化していることを見出している⁽¹³⁾。

補論終]

(9) 原典注6, Apeldoorn & Graaff, *op.cit.*, p.97.

(10) *Ibid.*, pp.69-73. 差し当たり不要な原典注は省いた。

(11) *Ibid.*, p.97. 原典注1を参照：Bush政権のケースでは、第三の相談役がその時点（2001年）で任命されておらず、それゆえ、可能な限り三つの異なる政権間の比較を保持しようとしたが取り残されることになった。それゆえこれはBush政権については30名のグランド・ストラテジーの策定者達ではなく、総計29名を選んだことを意味し（原典注7, *ibid.*, p.97），会社帰属は合計157となる。

(12) *Ibid.*, p.73. 差し当たり不要な原典注は省いた。

(13) Cf., *ibid.*, pp.74-75.

4.2 フラックスな所有による会社支配基盤の緩み

さて本題に戻って、筆者は、直ぐ後に見るCarrollの指摘通り、所有は支配を伴うが、それは必ずしも持続的ではないという認識に同意する。依然としてウォール・ストリート・ルールが利いており、所有が不安定でフラックスであるがゆえである。しかもファンドの運用会社と所有先会社間には、必ずしも、取締役兼任（人的結合）が伴うわけではない。Chrysler等をめぐるケース・スタディで明らかなように、兼任それ自体が支配関係を具体化せず、残る所有関係の内、金融（銀行）界全体の統率で決まる株のブロック状の売買で決まるフローが不安定であるとなると、支配の基盤が緩んでくる。

この点については合衆国を軸芯とする北大西洋沿岸諸国に跨がる「金融資本」関係の考察が示唆的である。合衆国内外の金融資本⁽¹⁴⁾と並んで重視すべき存在は、金融界の勢力図を、この半世紀にわたる貯蓄の機関化を背景に塗り替え、ZeitlinやKotzが描写したかつての銀行程全能ではないが、短期的な金融収益獲得に重点を置いて「会社の支配権市場」を媒介に市場の規律を貫徹させ、以て会社の経営者が行使する権力を制約する（“exit”を駆動する）⁽¹⁵⁾機関投資家である。これを金融資本範疇の中にどのように位置付けることが可能であろうか。投資の機関化は顕著で、株式所有者の中心をグローバルに捉えるGlattfelder等のネットワーク分析によれば、その象徴的な事実として、現在8カ国に跨って投資を分散する顕著な株主10者中7者の資産運用会社は、合衆国に拠点を置き、特に自国において、Scottのいわゆる「非人格化された」蓄積と最富裕家族との間の環を成し、金融化を通じた蓄積に由来する新自由主義のうねりの中、十分な利益が期待できない会社に対しては、資本を引き揚げるという脅威、言い換えて先の“exit”を突きつける勢力となった⁽¹⁶⁾。Carrollによれば、「最も重要なこととして、機関投資家内部の資本の集中の下、機関投資家は、会社と銀行の間の「忍耐強い資金」関係⁽¹⁷⁾の安定を損なう機関投資家の持株の〔低迷する〕価値を引き上げようと躍起になり、同時に、同集中は、金融機関を低利回り（であるが、同じく低リスク）のリレーションシップ金融から高利回り（で高リスク）のトランザクション・ベースの金融に移行させ、金融資本を構成する銀行界と財界の紐帯を弱めた。過去30年間に於いて、銀行が生産の金融から資産担保型コマーシャル・ペーパー、デリバティブ等々での投機に移行するのに伴い、さらに、機関投資家が戦略的な権力もさることながら、配分の権力の重要な中枢になるに伴い、金融機関と非金融会社間の関係は緩やかで一

(14) 「金融資本」範疇はHilferdingが20世紀初頭のドイツ経済を念頭に銀行資本が産業資本に資本の大部を拠出し、それを固定化し、さらに融資を行う事態に両者の資本の融合を見出し、総資本の利益率の高い部門への集中的な資金移動を概観するための範疇であって、機会主義的なウォール・ストリート・ルールに則った株式の売買が実施され、銀行・産業企業間の堅い融資関係も一時の利益集団の原型が崩れた現在の合衆国では妥当しないが、Mintz & Schwartzのいわゆる金融逼迫時に顕在化する銀行部門全体による金融ヘゲモニー的資金供給上の制約（第1章第4節）に、この範疇の現代的意義を見出すことはできる。これについては、アングロアメリカン型、ラインランド型、日本型、ラテン型等、多様な資本主義の形を捕捉するScottの考証が参考になる（Cf. Scott (2012), “Capital Mobilization, Transnational Structures, and Capitalist Classes”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.1, esp., pp.4-13.）。また実際、現代の合衆国において銀行の力が後景に退いたと言われる今尚産業循環（景気循環）に即して、銀行界総体による金融ヘゲモニー的な資本割当を通じた資金貸出の制約が特に景気後退期・不況期において強く現われる点に関する実証については、後の第6章第3節を参照されたい。

(15) *Ibid.*, p.10, to be used as a reference.

(16) Cf. Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in *ibid.*, ch.3, pp.63-66.

(17) これが合衆国ではSECの規制によってさえず不可能であるというRockの見解については、第3章第2節内脚注(50)を参照されたい。

層気紛れなものとなった」⁽¹⁸⁾。こうして見ると、商業銀行に、資産運用会社や投資信託販売会社等まで広く含めて金融機関として括る場合にも金融界と財界のつながりは総体的に弱まったことが分かる。この点は、次の図に表わされた例えば、中小企業向けリレーションシップ・バンキングを除く商業銀行による貸出資金の「忍耐強さ」の低さでも象徴されている。

尚、図4.2を描いたR. DeegとI. Hardieによれば、本稿で特に取り上げるパッシブ・ファンドが“exit”する可能性は低いが、しかし、指数に比して成果が劣る場合には、当該株式または社債が指数のごく僅かな成分であるがゆえに、“exit”がないわけではなく、特に当該出資の成果がファンドを決める指数からぐっと落ち込むような場合には全面的なexitも起こりうる⁽¹⁹⁾。

“exit”の動きに表われる民主主義やキリスト教の流布と相並ぶ合衆国の一文化として根付いたウォール・ストリート・ルールに只管従ってきた機関投資家像、これと対照的な、特に1980年代以降、その持株比率の上昇ゆえ、大量の持株売却時にスリッページが生じるため売るに売れず、株式所有者として「物言う」株主として会社戦略を直接誘導すべく議決権をはじめ権利を行使する(“voice”)者として姿を現わしはじめた新たな資産運用会社を含む機関投資家像、この二つの内、何れが、現実を精確に捉えているかについては論者によって見解が分かれる。さらに、先の北大西洋横断的に資本所有関係を顕著に示すJPMorgan Chase & Co.が、8カ国に渡って巨額な投資を行う(本店所在地基準に従って)合衆国に拠点(居住地)を置く資産運用会社7社と所有その他の何らかの契約関係にあるのか否かも定かではない。またさらに、それら資産運用会社と並んで、共和党政権への交替で俄に金融規制をめぐる論議を呼びはじめたVolckerルール改正によって一頃投資銀行機能が弱体化した銀行持株会社がいまだに機関投資家の一角に地歩を占めているのかもまた不明である。この後二点等が、機関投資家を金融資本範疇の中に位置付ける際の問題として残されている。

しかしDavisによれば、最初の問題の答えは最早明白で、新しい金融資本主義では、所有は集中もしたが同時に流動的で、かつ能動的支配は排除され、“exit”が優勢である。すなわち企業年金や低金利の普通預金口座での家計貯蓄からミューチュアル・ファンドへのシフトによる小規模で不安定な持分を通じて、新しい金融資本主義は株式会社を機関投資家に結び付けるが、この世界で権力はすでに“exit”の選択肢に移行している。そして、この資金配分権力は、その構造を形づくる会社間所有を、国境を越えたネットワークに見る場合でも、その連結性の殆どを決める持分が相対的に小規模である以上、不安定にならざるをえない⁽²⁰⁾。「…潜在的に持つ大きな権力にもかかわらず、アクティブに管理される」ミューチュアル・ファンドに限定した場合、それは、「…会社の意思決定にその影響力を行使しようとはしなかった。これについて、Davisは三つの理由を挙げている。第一に、議決権の10%を超える所有者が「内部者〔インサイダー〕」と見なされ、それが彼等による取引を制約している。第二に、アクティブに管理されるミューチュアル・ファンドは、その投資対象企業がしばしば彼等の顧客でもあるがゆえに潜在的な利益相反に直面している。特に顕著なのはミューチュアル・ファンドが会社の年金基金の〔大規模な〕管理者…であるようなケースである。このことは、〔ミューチュアル・〕ファンドが〔当該年金基金を持つ会社への〕アクティビズムを追求する意欲を削ぐ⁽²¹⁾。第

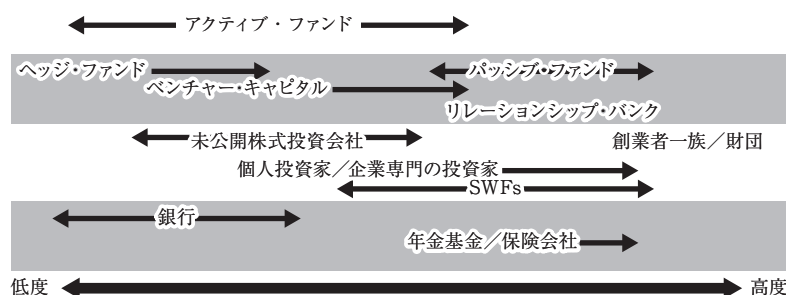
(18) *Ibid.*, p.57.

(19) Richard Deeg and Iain Hardie (2016), “What is Patient Capital and Who Supplies It?”, *Socio-Economic Review*, Volume 14, Issue 4, p.640.

(20) Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: the Global Network in 2007”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, pp.70-71.

(21) アクティブに管理されたミューチュアル・ファンドの経営者寄りの議決権行使に関する証拠についてはGerald F. Davis and E. Han Kim (2007), “Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds”, *Journal of Financial*

図4-2 (原典図2)：一連の投資家の忍耐度。



出所：Deeg & Hardie, *ibid.*, p.635, Figure 2 (このアプローチについてはSokol Celo氏の示唆に負うところが大きい。謝意を表したい (Deeg & Hardie))。

三に、さらに一般的には、アクティビズムは常にコスト高であり、——コストはアクティビストにおいて発生するが、他方、便益は株主全員によって享受される [いわゆる free rider の問題がある]]⁽²²⁾。それゆえ、Davis は、「集中した、しかし支配を伴わない流動的な所有は、新しい金融資本主義の典型的な特徴である…」と結論付ける⁽²³⁾。

Carroll は、支配を伴わないのは、所有がひどく不安定でフラックスであるがゆえであるという。ファンドの運用会社と所有先会社間には取締役兼任関係がないが、もとより、取締役兼任で作る有向グラフの関係そのものが支配関係を具体化しない。それゆえ、残る資本フローの内、所有関係が不安定で、特に、金融（銀行）界全体の統率で決まる株のブロック状の売買で決まるフローが不安定であるとなると、支配の基盤が緩んでくる。ここに合衆国、ないしはもう少し広く、北大西洋横断的な沿岸諸国における所有と支配の今日の特徴があると彼は指摘する。すなわち、「国境を跨ぐ金融－産業の取締役連結の精妙な造りはヨーロッパに限られた現象であり、また、G500会社相互間の広範な会社間保有は、おおまかにみて、北大西洋沿岸地域に限られた現象である。われわれは、株式所有・取締役兼任制の結合関係の殆ど、また金融－産業の取締役連結の殆どは、国境の枠内で尚生じ、国内企業社会が再生産される経路依存性⁽²⁴⁾を暗示していることを見出した。殆ど例外なく、国境を超えた取締役連結は戦略的支配の手段ではなく、それは国境を超えた会社間持株と独立に生じている。この意味で、取締役兼任制とブロック状に株式が所有される複数国に拠点を置く主要な会社に対する調整された戦略的支配を可能とする巨大企業の集団、すなわち国境を超えた企業グループが形成されているという証拠は何もない。むしろ一般的には金融機関から生じる5%を大幅に下回る持株からなるTNCs間所有関係が投資の相互浸透および国境を超えた企業社会の結束の発展を示している⁽²⁵⁾。国家

Economics, Volume 85, Issue 2, pp.552-570を参照。

(22) Fichtner, et al., *op.cit.*, p.5.

(23) Gerald F. Davis (2008), “A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-concentration in the United States”, *European Management Review*, Volume 5, Issue 1, pp.11-21; Pichadze, Aviv (2009), “The Nature of Corporate Ownership in the USA: The Trend Towards the Market Oriented Blockholder Model”, *Capital Markets Law Journal*, Volume 5, Issue 1, pp.63-88, with reference to Fichtner et al., *op.cit.*, p.5.

(24) 特定の国の仕組や制度の発展が、単一の状態に収束することなく、むしろ歴史的な偶然的出来事と過去の政策的介入によって決定される事態をさす言葉。進化経済学や比較制度分析の諸理論によって強調されている。

(25) 筆者は、最後に、第9章で、Vitali, et al. *op.cit.* でデータの的に整理されるTNCs同士の所有の連結の持つ支配の強度について検討する。

ベースでの重役レベルと所有の双方の関係から成る継続的なクラスタリングは、2012年にB. KogutとJ. Colomerが見出した、国境を超えた1990年代における取締役兼任制および「それとは独立した」企業間所有は——グローバルな社会空間を縮める「近道」をつくりだすごく僅かな重要な国境を超えた連結を伴う、殊に重役ネットワーク上、諸国内で地域的にクラスターをつくりだす——非常に強力な小さな世界（スモール・ワールド）であるということを見出した研究成果と整合する〔（厳密に言うなら）矛盾しない〕。さらにCarrollは、「1990年代末には、一定の巨大金融機関が、グローバルな所有ネットワークにおいて支配的な役割を演じていたというKogut & Colomerによる観測はCarroll自身による2007年に関する指摘の内容と一致する」と報告している⁽²⁶⁾。

それらの研究成果はさらに、先のDavisの見解と調和する。すなわち、彼は、数多くの小規模な所有が入り組むネットワークは、Fidelity Mutual等の数少ない鍵をなす機関投資家群に集中しているが、それは取締役兼任制と調和がとれていないと指摘する。そして、彼は、持続的な取締役兼任制とは逆に、新しい金融資本主義において、所有は、集中もし、〔しかし〕かつ流動的でもあり、また「能動的支配は大幅に排除される」と結論づける。企業年金の優勢あるいはまた、家計貯蓄の低金利の普通預金口座からFidelityのようなミューチュアル・ファンドへのシフトに煽られて、新しい金融資本主義は、小規模で安定しない持分ブロックを通じて株式会社を機関投資家に結び付ける⁽²⁷⁾。

(26) Cf., Bruce Kogut and Jordi Colomer and the contributors to this book, “Is There a Global Small World of Owners and Directors?”, in Bruce Kogut ed. (2012), *The Small Worlds of Corporate Governance*, The MIT Press, pp.259-299; Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.3, p.70. スモール・ワールド性はグラフの平均最短距離（直径） L が頂点数 n の大きさに比べて小さい値となることで表現される。無方向・重み無しのグラフにおいて、任意の頂点 v_i から頂点 v_j へ行くまでに通過しなければならない辺の最小の本数を距離（ステップ数）、その中で最短のものを ij 間の最短距離 d_{ij} と呼ぶが、 d_{ij} の平均値がそのグラフの平均最短距離である。グラフにおいて n が増大したときに L が高々 $\log(n)$ に比例する程度でゆるやかに増加するとき、そのグラフはスモール・ワールド性を満たすと定義される（<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E8%A4%87%E9%9B%91%E3%83%8D%E3%83%83%E3%83%88%E3%83%AF%E3%83%BC%E3%82%AF> (2019/09/20)）。傍点は筆者。

(27) Cf., *ibid.*, p.70.; Davisの文献引用；Davis, *op.cit.*, p.20.; アメリカ人は、退職金その他の貯蓄をミューチュアル・ファンドに注ぎ込むため、そのファンドは、企業国家アメリカを横断して帯状に影響力を行使する潜在力を伴う最大級のブロック所有者に成長した。だが、法的規制が公然としたその影響力の行使能力を制限し、また年金基金市場の買い手自身である最大級のミューチュアル・ファンドはアクティビズムの権能を奪う利益相反に直面している。それゆえ、ファンドは、ポートフォリオ構成会社の支配を求めるよりは投資資金の流動性を保持しようとし、過去1-2年間ににおいては減多に大規模な株式所有を維持することはなかった。所有の集中と流動性、双方の結びつきは二つながらアクティブに運用されるファンドであるFidelityおよびAmerican Fundsを特徴付けた。Vanguardでは対照的に、少数の会社の大部の株式を買取って所有するよりは、むしろインデックス戦略が、数多い会社で小規模なポジションをとるよう導くまに、所有は、集中することも流動性を伴うこともなかった」(*Ibid.*, pp.20-21.)。アクティブ運用を基軸とするFidelity等もパッシブ運用を基軸とするVanguardも共に、投資資金の流動性を選択し、“exit”を重視している点がここでは重要である。ところがこの点に、一点留保を置きつつ、賛同する論調もある。Brian Cheffinsは、「企業国家アメリカの良心」であろうとするBlackRockの会長兼CEO, Larry Finkが、株主が所有会社との対話を強化し、深める時代が来たと述べ、Vanguardの投資スチュワードシップの代表を務めるGlenn Booraemもまた、パッシブ投資者だが、アクティブな所有者でもあると述べている旨紹介する(Brian Cheffins (2018), “Corporate Governance and Countervailing Power”, *Legal Studies Research Paper Series*, University of Cambridge Faculty of Law, Paper Number 54, p.68.)。これが留保である。しかし、“voice”にスタンスのウェイトを掛けながらも、機関投資家は、必ずしも投資先を厳密にモニターし、その意に沿う形で協調を図ることは今すぐには実現しそうになく (*Ibid.*, pp.68-70.)、BlackRock等もパッシブ運用を基調としながらも、所有が大量であるがゆえに、投資先から抜け出すことは難しいが、同時に、〔単なる対話路線ではなく〕多くの〔すでにFinkの言説に見た様な、“voice”が奏功しなければ、短期の内に“exit”に転じる〕という新しい形の〕アクティビズムに参画しようとする強い誘因を持つ (Cf., Jonathan Lewellen and Katharina Lewellen (2018), “Institutional

ここでみてきたことは、合衆国に限られる珍しい現象ではなく、世界的現象である。2007年までには、グローバル資本主義が大規模な蓄積上の危機の閾値に近づくにつれて、広範な会社間の所有ネットワークは数多くの世界中の主要な会社を、資産運用会社および重要な統合的役割を果たす少数の鍵となる金融機関と共に、一つの緩やかな構造形へとしっかりと組み込んだ。この新しい金融資本主義の中では、会社の方向を決める“voice”を投資家に付与する取締役連結と投資が調和することは稀になった。むしろ権力は“exit”オプション——幅広い会社の何れに投資し、あるいは何れから投資を引き揚げるかに関する機関の能力——に残されることになる。この資金配分権力は金融界が現状を維持するか、それとも資金を企業から引き出すかという協調した行動において劇的に表現されるが、より日常的な形で、それは、各会社の平均以上の収益を生み出す潜在能力の継続的評価を通じて発揮される。使用データはクロス・セクショナルであり、〔自身が使用した時系列ではない〕が、自身はDavisの見解に賛成で、会社間所有の国境を越えたネットワークは、その連結の殆どを構成する相対的に小規模な持分については何れにしても、より不安定であるとCarrollは述べる⁽²⁸⁾。こうした見解は、だが、すでに見たBlackRockのFink会長兼CEOが言及するパッシブ運用下の会合を通じた積極的な“voice”と矛盾する。しかしながら、Finkの言説は多分に運用先へのいわば外交辞令的なもので、同じFinkが述べる通り、パッシブ運用の水面下で積極的な圧力を掛けつつ、「われわれが正しいと考える一層多くの事を押し付けている」⁽²⁹⁾のである。それでも奏功しない場合には何時でも“exit”に転じる。これが現実であろう。また、こうした点に、合衆国に限らず、少しく広く、北大西洋横断的な所有と支配の今日の特徴があると考えられる。

〔Davisは、この観測された新しい金融資本主義は、歴史的に類例がないと指摘する…。10年後には、筆者〔Fichtner等〕は会社所有の再集中が一時的な市場の変則ではなく、会社の統治体制の根本的な再編成であると安んじて結論づけることができるかも知れない。しかしながら、〔ビッグ・スリーを筆頭とする資産運用会社の目覚ましい台頭という点で〕2005-15年の期間もまた新しい金融資本主義の意義深い**変革**（*transformation*）の〔時期の〕ひとつである〕⁽³⁰⁾。

先の第二の論点、すなわち、北大西洋横断的に業容を展開するJPMorgan Chase & Co.と、ここでもこれまでと同様に本店所在地基準を採るなら、合衆国に居住する資産運用会社7社との関係は、後の第7章第3節内図7-2：原典図3「グローバル・ネットワーク中枢（相互に投資し合う世界の上位投資家20社）」に象徴されるように、20社中15社が5%以上の株式を相互に持合い、特に、VanguardはState StreetおよびJ.P. Morgan（JPMorgan Chase & Co.の子会社）を5-9.9%所有し、PNC Financial Services Group, Inc.を5-9.9%所有し、そのPNCがBlackRockを10-49.9%所有しており、またBlackRockがJ.P. Morganを5-9.9%所有する、といった構図から推して、第3章第1節ですでに指摘したように、

Investors and Corporate Governance: The Incentive to be Engaged”, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3265761>, p.17.）。この点は先の“exit”重視の論調に馴染む。

(28) Cf., Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.3, pp.69-71.: 金融界の協調行動の事例としては、Leasco Corporationによる1968年のChemical Bankの乗っ取りの企図に対する合衆国の金融界による阻止がある。この阻止を如何に金融機関が実行しようとしたかに関するGlasbergによるケース・スタディは古典的な研究である。Leascoの株式の莫大な量の投げ売りによって、銀行業界は結束して、その資金調達を構造的に支配することによって、Leascoの資本基盤を、従ってまた乗っ取りを仕掛けようとする土台を切り崩した（Cf., Davita Silfen Glasberg (1987), “The Ties That Bind?: Case Studies in the Significance of Corporate Board Interlocks with Financial Institutions”, *Sociological Perspectives*, Volume 30, Issue 1, pp.19-48, with reference to Carroll, *op.cit.*, p.73, note 13.）。

(29) John Authers, *op.cit.*

(30) Fichtner, et al., *op.cit.*, p.5. 中括弧〔 〕内は筆者による文脈に即した推測による補筆。

5 %の少数持株を通じた「相互的持合い」によって密接に資本的に結合し、以て各自の維持・存続の財務的基盤を強化すると同時に「迂回的持合い」による支配・被支配関係を通じて、経営権に関する、いわば対外的防壁を築き合う形をなしているものと考えられる。敢えて断定しない理由は、すでに述べたように、最終第10章第3節で言及する。

しかし、先に見た事実やそれに基づく見解は、銀行持株会社が、機関投資家の一角に地歩を占め、あるいはさらに、一大勢力を誇る資産運用会社と関係を有するとしても、それに基づく地位は、結局は、最早、以前と同程度の産業会社との紐帯を維持できないことを意味する。少なくとも、第6章第3節、第4節で詳説するように、2008年の金融恐慌を経て、旧商業銀行が金融コングロマリットに転進した後、尚、取締役兼任ネットワーク内での中心性が低下し続けるとしても、彼等が、持株比率の上昇を通じて支配出資者＝資本家として会社支配者層の一角を占め続ける余地は残る。しかし金融コングロマリットそのものの金融機関としての権力の保持に成功したとしても、それは、すぐ後に見る信託部の持株比率の推移でも分かるように、かつての世界的な権勢には及ばない。もしそうであるなら、金融資本の2紐帯は共に国内外で対照的である。先ず、先に見た通り、2012年現在のKogut & Colomerの研究成果からの引用では、取締役兼任ネットワークは国境を越えてグローバルな社会空間を縮める非常に強い小さな世界という意味では凝集的に形成されているが、国内では取締役兼任ネットワークに見る巨大商業銀行の中心性は早くも1980年代末以後急激に低下した。また他方彼等の指摘による、1990年代末現在、所有ネットワークにおいて支配的な役割を演じていたグローバルな巨大金融機関とは、おそらくBlackRockがBarclays Global Investorsの2009年の買収以前に存在感で突出していたVanguard、State Street等の大手資産運用会社やJPMorgan Chase & Co.に成り代わる前のBank One Corporation、あるいは、Citicorp (Travelers を1998年に買収してCitigroup Inc.と改称；2002年にTravelersをスピノフ)である。その後者、商業銀行の信託部を中心とする持株⁽³¹⁾比率が殊に低下する一方、国内の資本配分権力は、同じくKogut & Colomerによる指摘では、その他機関投資家に集中して行く。すなわち、株式市場に占める年金基金、投資会社 (Investment companies: Open-End Mutual Funds / Closed-End)、保険会社、銀行および信託銀行、財団の合算ベースでの持株比率は、1980年の37.2%から2006年の66.3%まで傾向的に上昇してきたものの、内、銀行および信託銀行の持株比率は同データ区間中、逆に9.1%から2004年の1.4%まで一途に低下し、その後2006年まで同じ水準が続いている。このことから、銀行は、その信託部での直接的所有者としての地歩をさえ大方失いつつあることが推察される⁽³²⁾。それゆえ、銀行にとって、残される途こそは、投融資の

(31) 2010年成立のドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act：以下、Dodd-Frank法）の成立によって銀行組織がTier1資本総額の３％を超えてヘッジ・ファンドまたはプライベート・エクイティ・ファンドの持分を保有する事は禁止となった（<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%83%89%E3%83%83%E3%83%89%E3%BC%9D%E3%83%95%E3%83%A9%E3%83%B3%E3%82%AF%E3%83%BB%E3%82%A6%E3%82%A9%E3%83%BC%E3%83%AB%E8%A1%97%E6%94%B9%E9%9D%A9%E3%83%BB%E6%B6%88%E8%B2%BB%E8%80%85%E4%BF%9D%E8%AD%B7%E6%B3%95%E7%AC%CVI%E7%B7%A8%EF%BC%9A%E9%8A%80%E8%A1%8C%E3%83%BB%E8%B2%AF%E8%93%84%E7%B5%84%E5%90%88%E6%8C%81%E6%A0%A%E4%BC%9A%E7%A4%BE%E3%81%8A%E3%82%88%E3%81%B3%E9%A0%90%E9%87%91%E6%A9%9F%E9%96%A2%E3%81%AE%E8%A6%8F%E5%88%B6%E6%94%B9%E5%96%84>）。詳しくは本節内次の脚注(32)を参照されたい。

(32) 出所：The Conference Board (2008), *The 2008 Institutional Investment Report: Trends in Institutional Investor Assets and Equity Ownership of U.S. Corporations*, p.22, Table 13, Equity holdings as a percentage of total U.S. equity market by category (表13「合衆国総株式市場内カテゴリー別株式所有比率の百分率」), 1980-2006; 典拠：The Conference Board Governance Center, calculated from data provided by The Board of Governors, Federal Reserve System; Employee Benefit Research Institute (EBRI); and The Foundation Center. 尚, 2008年現在, 連邦準備

内、特に国内規制から免れたユーロ市場での融資をめぐる大企業との業務提携の活性化となるはずであった。ところが、2017年初旬現在、浮上してきたのが、巨大銀行持株会社の国内での投融資両方での失地回復のための共和党・Trump政権によるDodd-Frank法の規制の緩和・撤廃に向けた動きである。2017年2月5日付報道によれば、融資を容易にする環境整備を行う大統領令にTrump氏が署名した⁽³³⁾。実現すれば、それは取りも直さず、国家権力をさえ巻き込んだ金融資本の解れ掛けた紐帯の修復となる。しかし、それは、2019年4月下旬現在、本節内脚注(32)で見た通り、2018年5月24日にTrump大統領が「経済成長・規制緩和及び消費者保護法案」への署名によって成立したDodd-Frank法改正の巨大銀行持株会社への影響は有っても軽微であり、実現していない。

さて、先に第3章第4節の「パッシブ運用下の会社支配権の顕在的・潜在的行使」で見たFinkの言説は、逆に言えば、期間を限定して何時でも“exit”に転じる、というBlackRockの姿勢と受けとめることができる。それでは、この顕在的・潜在的支配の会社の支配構造はどのような形をとって具体化することになるのであろうか。それを説明するために、章を改めて、すでに述べた筆者のいわゆる支配構造の空洞化の特殊限定的な一可能性に一旦戻りたい。

制度は、以前は機関投資家のカテゴリーの下算出されていた銀行信託部に関するデータ報告を中断している（For example, The Conference Board (2010), *The 2010 Institutional Investment Report: Trends in Asset Allocation and Portfolio Composition*, p.9, Table 2. Institutional asset growth (by type of institution), 1980-2009（表2「機関投資家タイプ別」機関保有資産の成長, 1980-2009）の注参照）。また、Dodd-Frank法にいわゆる「…ボルカー・ルールではまず、銀行、銀行持株会社およびその子会社が自己トレーディングを行うことが禁止」された。「ただし、米国の財務省証券…等の取得・処分は禁止対象から外れている。また、…、顧客のために行う証券等の取得・処分等も適用除外となっており、当初の提案と比べると適用除外の範囲が明確になった。/また、ボルカー・ルールでは、銀行等がヘッジ・ファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドに投資し（エクイティ、パートナーシップその他所有権の取得）、スポンサーとなることも禁止される。ただし、ヘッジファンド等に対する投資・スポンサーの禁止といっても一定のものは許容される。例えば、①銀行等が真のトラスト、フィデューシャリー、投資顧問サービスを提供し、②ファンドはそれらのサービスを提供するために組成・募集され、またはそれらのサービスの提供を受ける顧客に対してのみファンドの組成・募集が行われ、③わずかな額の（de minimis）投資を除いて、銀行等がファンドのエクイティ、パートナーシップその他の所有権を持っていない場合で、④…連邦準備法23A条および23B条を遵守している等の条件を満たす場合には、ヘッジファンド等の組成・募集（スポンサーを含む）が認められる。そして、③のわずかな額の投資という条件については、(a)銀行等がエクイティ等を保有していたとしてもそれがシードマネーである場合、(b)ファンドを設立して一年以内に償還・売却・希薄化によってその所有権が3%以下となった場合、(c)銀行等にとって重大なものではないとして、投資金額を合計して銀行等のTier 1資本対比3%以内の場合が該当する」（小立敬（2010 Summer）「米国における金融制度改革法の成立——ドッド＝フランク法の概要——」『野村資本市場フォータリー』、138頁）。以上のボルカー・ルールの銀行規制内容からして、自己勘定での株式売買規制を除いて、銀行信託部の活動が特に制約されることなかったことが分かる。それゆえまた、Trump政権下、2018年5月24日に大統領が「経済成長・規制緩和及び消費者保護法案」への署名によって成立したDodd-Frank法改正では、「システム上重要な金融機関」として厳しいストレス・テスト等が課せられていた大手銀行持株会社の基準総資産額が500億ドルから2,500億ドルに引き上げられた程度であり（大崎貞和（2018）、「実現したドッド＝フランク法改正」野村総合研究所（NRI）-Nomura Research Institute, 未来創発センター『金融市場』、6頁）、総資産2兆5300億ドル（2017年12月現在）のJPMorgan Chase & Co.等の巨大銀行持株会社はその範囲を超えるので改正によって受ける影響はその他も含め、軽微であり、銀行信託部の活動に係わる規定もない。

(33) 「トランプ氏、融資増を優先金融規制緩和の大統領令」『日本経済新聞』2017/02/05付電子版参照。

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」

第3章「寡占体制の抽出と同体制下の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：Hilferdingのいわゆる「独占は投機の死」の可能性としての逆説」でHilferdingの言説から引いたように、「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」。ビッグ・スリーが3社寡占体制で市場を事実上独占すれば小田切氏が指摘する、次の問題含みの施策上の課題が生じる。それは、米英の金融当局が進めようとしている規制強化である。資産運用会社は顧客の資産を運用するだけの低リスク・ビジネスなので、銀行に対するような自己資本規制等はいらない。これが通用の見解であった。しかしBlackRock程の巨大会社になると、すでに第1章第2節で言及したように、いままでに想定することのなかったさまざまなリスクが発生する恐れがある。繰り返すことになるが、①パッシブ運用またはアクティブ運用下、BlackRockのリスク・マネジメント・アルゴリズムのネットワークであるAladdin®によるリスク管理の一律化の比率がある程度（現下、世界中の金融資産の7%）であれば、真の不確実性下、予測・管理で失敗した場合、それはシステミック・リスクを発現し、あるいは、②相場が急変した時に、同じプログラムによって同じように自動売買されてしまい、結果的にボラティリティーが高まり、相場が偏り、それゆえ相場そのものが崩壊するというシステミック・リスクも生じる結果、信用破綻の連鎖が、CDSの多用と相俟って拡がり、世界金融恐慌を招くことは必定となる。第1章第2節で論じた、これが次元を異にする二様のシステミック・リスク発現の帰結である。その際、自動売買される価格は一様になり、本来的な多様な期待から外れる。期待は不確実性のゆえに本来多様であり、そこに投機の機会も生まれる。期待は一様——これをKeynesはかつて、（現実を離れた想定であるがゆえに）批判した⁽¹⁾。しかし投資の主体が独占に限りなく近い寡占になると、期待は部分的にではあれ一様になり、投機の機会は減り、また同様にリスク軽減目的のヘッジの余地さえ減ってしまう。これが先に見たHilferdingの言葉の意味の敷衍である。小田切氏が問題視するのは、おそらくはそれと、一様に近い期待が大きく波打って偏る相場の破綻とである。これを実際に規制するとすれば⁽²⁾、対象は、BlackRock傘下のファンド数、あるいはファンドの預かり金以外にない。しかしすでに見たように、BlackRockと政府は利害で深く癒着しているため、それは困難であろう。

だが、信託契約、投資一任契約をはじめとする協定・交渉等による資産運用会社への株式の集中の功罪は相半ばする。資産形成という観点から見れば、Aladdin®に象徴されるリスク管理ツールを媒介としたBlackRock等大手資産運用会社への株式所有の集中は、実質(受益)株主の利益を増やすかも知れない。ところが他方、「上がるから買う、買うからさらに上がる」という「自己達成的(self-fulfilling)」なバブル⁽³⁾の芽を株式市場は内包しているから、法的に株主に成り上がった者は相も変

(1) 伊藤光晴(2014)『アベノミクス批判：四本の矢を折る』岩波書店、31頁参照。

(2) Cf., Eric A. Posner, Fiona Scott Morton, & E. Glen Weyl (2017), "A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors", *papers.ssrn.com*, pp.1-38.

(3) 「Keynesは、…現実的ではない危険から現実の効果が導かれる場合があること、また見掛け上の期待が真の期待に変容する場合があることに気付いていた。見掛けの期待に対する現実の期待の(知識に基づく)対照性にもかかわらず、双方共に、多数派によって分かち合われれば、自己達成的(self-fulfilling)である」(Anna Maria Carabelli and Mario Aldo Cedrini (2013), "Further issues on the Keynes-Hume Connection Relating to the Theory

わらず投機に勤しみ、バブルは早晚膨らみ、そしてやがて弾けることになることは適宜金融政策による押さえがない場合には、必定である。それゆえ、契約・協定・交渉を結んだ顧客もまた、その損失から逃れることはできない。また、Aladdin®によるリスク管理を行いながら、絶対収益の獲得を目的に、ロング・ショート戦略のバランスを巧に取るファンド運用⁽⁴⁾でも、それが世界的相場全体の崩落に備えた、ショート戦略に半分以上の確率で事前に賭けることができない以上（第1章第2節）、正值の収益（絶対収益）を得ることはできない。還元価値（価格）を算出すべき収益という実体に基づくとは言うものの、そこから幾らでも乖離した価格が付く、市場価値という基軸を持たない独特の株式商品が抱える、これが、避けようにも避けられない問題である。

以上は、現実的な可能性ではあるが非常規的なケースであり、先にFichtner等の認識によって見たように、パッシブ運用下ではあっても、常規的な現実的通常のケースでは、資産運用会社は特に運用先経営陣寄りの議案への議決権行使による賛否で応え、それを梃子に、非公式で私的な会合・接触の機会を通じて運用先経営に強い影響力を行使する。だが、水面下で積極的に圧力を掛けても奏功しない場合には“exit”に転じる。常規・通常の会社支配下ではあっても、Davis, Carroll, Lewellen & Lewellen（第4章内脚注(27)参照）が主張するように、支配出資者の配下、BlackRock等大手資産運用会社が選定・設定する投資目的・方法は純粋な投資であって、昨今時流のエンゲージメントそのものではない。

だがしかし、特に合衆国内に限った場合、こうした特徴を有する顕在的・潜在的支配構造も、グローバルな観点から、TNCsやSWFsを交えた所有のネットワークの中において観察すると、それは、以下に言及するように、より堅固な権力を伴う米系大手資産運用会社を中心とする所有網となって現われる。

BlackRock等、ビッグ・スリーを筆頭とする資産運用会社は、（究極的株主、すなわち自然人、および被用者退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act：以下、ERISA）によって確定拠出資金の出し手となる従業員、および法人の財産提供を通じた信託契約によってmandate owner、すなわち法律上の株主となる年金基金に代表される機関投資家の委任を受けて手数料を採って投票の代理権を行使するnew mandate ownerに止まらず）、投資一任契約で資産運用を与える協定・交渉等の内容によっては、自ら名義上の株主になり、2009年現在、世界中の最大299の上場会社の全

of Financial Markets in the General Theory”, *The European Journal of the History of Economic Thought*, Volume 20, Number.6, p.1094.)。

(4) 先ず、CAPM (capital asset pricing model) に基づいて、当該リスク資産の利益率は、市場ポートフォリオ（全銘柄の各時価総額の内部構成比率で組んだポートフォリオ）の収益率からリスク・フリー利子率を控除した収益率と市場ポートフォリオの収益率に対する当該リスク資産の収益率の〔時系列を用いて算出した〕感応度 β の積とリスク・フリー利子率の和として捕捉される。ここでは、個々の証券のリスクも実質的に組織的リスクすなわち β 値によりその大きさが測られることになる

これによる投資の利益率には、BlackRockによれば、さらに、投資家の行動様式が寄与する部分があるという。同社では割安度、好利回り、価格変化のトレンド、低変動性の4つの様式要素が世界中の幅広い資産に適用可能であるという。新しいファンドでは、こうした様式要素に注目して、ロング・ショート戦略を実施することにより、市場変動要因の作用を軽減した上で、より安定した利益率が追求されることになるという（ブラックロック・ジャパン株式会社（プレスリリース）「ブラックロック、マルチアセットに投資し絶対収益を追求するスタイル・アドバンテージ・ポートフォリオを設定」(2017年7月4日、東京) (<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/literature/press-release/170704-press-release-styleadvantage-portofolio-ja-jp.pdf>) (2019/08/29) 参照))。しかし、2008年金融危機のような世界的相場の崩落時には、事前に半分以上の確率でショートに賭けなければ、正值の収益（絶対収益）は得られない。

株式の持株単位⁽⁵⁾で6.06%超をBlackRock一社で占める程所有を増大させて来た。他方、Coe等が取り上げたOJsやWCsをいわば中枢ノード（頂点）としてつながるGFNs⁽⁶⁾内において、「グローバル・レベルでの会社支配で、…最も広く採用されている方法は、対等の独立した市場ベースでの所有権のグローバル化した形の取決めで、それは伝統的にアングロサクソン経済諸国で普及している」。しかも「経験的には、世界の売上高で見た最大205社の4分の3が、集中した（5%の）所有の紐帯で結ばれた単一の世界的会社ネットワークに連結し…〔それ〕は、さらに地理的に広範な周辺の国家資本主義（*state capitalist periphery*）によって囲まれた合衆国のファンド・マネジャーの支配的なグローバル・ネットワークを中枢とする階層化された集権組織」を持つ。「概念的に…この構造はグローバルな会社ネットワークの形成、実質的には直観に反して、金融面での共産圏の自由主義市場経済へのグローバルな移行を伴った、矛盾に満ちた市場の制度化に関するPolanyi的な変化に富んだ資本主義モデルを通じて幅広く説明することができる」⁽⁷⁾。この指摘を先のBlackRock等ビッグ・スリーへの投票権の集中の事実に重ねれば、米系大手資産運用会社は、多数持株支配もしくは少数持株支配の傘下に、非金融事業会社はおろか特に米系金融コングロマリットをさえ収め、直接的な議決権とその代理行使すなわち委任状の権利を併有して絶大な影響力を行使できる可能性を持つと同時に、さらにグローバルな所有のネットワーク階層の中枢として、議決権を行使できる立場に立っていることが分かる。むろん主要な株主ではあっても、機関投資家やヘッジ・ファンドによる投票の代理権行使の単なる担い手として、経営者に終始靡く存在なのか、それとも1990年代以降復活したヘッジ・ファンドに代表される存在にも似たアクティビズム的で敵対的な株主価値創造の担い手として浮上するのか、あるいはまた、パッシブ運用におけるポートフォリオ構成会社に対する利益相反を要因として、“voice”を通じた意思表示そのものが困難を極めるのか、さらにはそもそも意思を表示する意欲を持つのか否か、あるいはさらにまた、すでに第3章第4節で言及したように、国内ではむろん、国外でも、所有のネットワーク階層の中枢に位置し、利益相反での躓きを如何解消するのかも、全て不明であるが、今し方述べたようにDavis, Carroll, Lewellen & Lewellenの主張にも馴染んで時流のエンゲージメント路線は採らないまでも、少なくとも短期的には、積極的に企業に“voice”を通じて圧力を掛けていることは分かっている。

さて、先に第1章第1節で、Aladdin®のような、政府機関の資金運用をさえ支えるプラットフォームを持つBlackRockが、2007年金融危機時以降、政府高官とさえ緊密な関係を持ちはじめたいま、たとえ、ファンド・マネジャー上位5社で8割を超える全面的なパッシブ運用下、Hilferdingが「独占は投機の死である」と鋭くも洞察したような事態に近づき、BlackRockの頭脳であるAladdin®による予測が外れる結果失敗し、あるいはまた相場に偏りが生じる結果、それが破綻して、信用破綻の連鎖が世界金融恐慌を招く可能性が現実味を帯び始め、あるいはさらに相場の偏りに対して、利鞘を抜こうとして「反抗的」な相場を立ててブット・オプションまたはコール・オプション等を使う投機家が現われる状況が生じてはいても、それは非常規的な状況である。第3章第2節で述べたように、合衆国政府はおろか主要各国政府首脳やECB等の国際的に枢要な機関とさえ特権的な関係を築いて取引に入り、また、投票権を含む議決権行使を担うBlackRockを中心とする一握りの資産運用会社はじめ、機関投資家群が、株式会社である場合には、（会社支配を指向する超富裕層を含むであろう）その支配出資者の配下、第2章第4節で見たように、まさしく、持株支配の担い手に成り上がって来た

(5) この単位については第3章第2節内脚注(57)を参照されたい。

(6) Cf., Coe, Lai & Wójcik, *op.cit.*, pp.761-777, esp. p.763.

(7) Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.241.

専門経営者と相並んで、所有者支配の実相を具体化している。それが常規・通常であろう。この状況との関連では、さらに、個人大株主としての支配出資者の実相を示す興味深く、衝撃的な現実を、先に指摘したSchulmanが描くような「現代版Rockefeller一家」としてのKoch兄弟をはじめとする一族による所有を通じた政財官界に及ぼす支配・影響力の大きさ⁽⁸⁾を忘れてはならないであろう。

5.2 1980年代央までの巨大商業銀行中心の「小宇宙」の形成

続いて、以上のように、潜在的ながら、合衆国で上場会社の8割の投票権を有する程の権力をビッグ・スリーで占めるに至ったものの、Hilferdingが指摘した意味での株式市場の事実上の買い手独占でいわば死んだ投機の状況下、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ム・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となるケースの頻発で、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®の共用が、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予想の失敗に起因するシステム・リスクの拡大・拡散を媒介し、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。結局、BlackRockを筆頭とする資産運用会社は、経営者を時流のエンゲージメントを通じて牽引するでもなく、あるいは彼等に只管高株価経営を強いるでもなく、却って逆に、Keynesがかつて指摘した「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に非金融事業会社共々変わり果てる可能性をすら持つのが現状である。次にその点を、資産運用会社を含む機関投資家・金融機関並びに非金融事業会社（経営者）の置かれた地位との関連で明らかにしたい。

筆者の持論では、以上のような、単なるBerle & Meansの準公共的な会社への収斂でも、その後明らかになる機関投資家および経営者自身による所有者支配型企業でもない、世界中の全ての株式銘柄でパッシブに運用され⁽⁹⁾、かつ一様なリスク管理下で、第1章第2節で論考した二様のシステム・リスクの発現に端を発する金融恐慌および当初一様に近い期待に対する「反抗的」な期待による相場を立てる者も現われない結果生じるような相場の偏りにより、それが破綻する「新たな投機の危機」ともいべきHilferdingの言説に伏在する逆説で翻弄されるという弱点を有する巨大会社が21世紀以降姿を現わしてきた。またそれゆえに企業が新たな「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」と化し、株主権そのものが消失するリスクも出て来る。ところが、その結果としての会社所有権のいわば「空洞化」以前、その間隙を突いて、自ら相対的個人大株主層にまで成り上がっている企業エリート層が経営の立て直しを図り、新たに支配の座に就くかということ、そうではない。「経営の担い手である経営者は1980年代央までに、取締役兼任ネットワークを北大西洋沿岸諸国に跨がって広範に築き上げたものの、〔それは、〕…資本関係とは独立しており、逆も同様であり、かつ、ごく僅かな例外を除いて、国境を越えた取締役連結は、戦略的な支配の手段ではなく、…〔そして、〕資本蓄積や支配の

(8) Cf. Schulman, *op.cit.*, ch. 14. 前掲訳, 第14章参照。

(9) 観測点2016年で、BlackRock一社で世界中のインデックス・ファンドの22%、ビッグ・スリーで53%を占める（出所：Daniel Haberly, Duncan MacDonald-Korth, Michael Urban, Dariusz Wójcik (2018), “Asset Management as a Digital Platform Industry: A Global Financial Network Perspective”, SSRN, 19頁, 原典図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」。典拠：P&I/Wills and Towers Watson, P&I and PWCをベースにした著者の計算）。

手段として機能するよりは、…むしろ、国境を越えた企業社会の連帯の発展を意味するという、私〔Carroll〕が別の箇所で行った議論と整合する」⁽¹⁰⁾ものの、まさにその1980年代半以降、直ぐ後に Mizruchi の指摘に見るように、合衆国内の巨大商業銀行の経営者を軸芯とする企業エリート層は、財界の結束を図る意思を何気なく失い、支配権力の中核の座から降りる結果となっている。

それでは、会社エリートが、国内とは異なり国際的連帯を強めるのはなぜか。この問いに答えるためには、「…金融機関が、国境を越えた取締役兼任によって結合される企業間ネットワークよりもグローバルな会社支配のネットワークにおいて尚一層突出しているのはなぜかについて調査する必要がある」⁽¹¹⁾。「金融機関が多数の株式を所有することは驚くべきことではない。すなわち、産業会社は、生産に投資すべき資金を調達する目的で株式を発行する一方、金融機関は、産業会社の株式に、配当で儲け、また株価の変動からキャピタル・ゲインを得る目的で投資する。彼等はまた、相互に発行した株式に投資し、またそれによって、株式持合いのネットワークに関わるようになる。グローバル化の進展に伴い、ある時点で、国境を越える持株数は、金融機関が支配するグローバルな株式持合いの単一のネットワークに最終的には融合される国境を越えた持合いネットワークを形成しはじめるに違いない。問題は、所有先企業の取締役会への代表を送り込みが、もし支配的な株主がその権力を行使可能な主要な方法であるなら、金融機関が国境を越える取締役兼任制にさらに踏み込んで関与することないのはなぜかである。疑う余地のない説明は、企業が金融機関を不愉快にするとき、その持株を売却する暗黙裏または明示的な脅威を通じた権力の行使を金融機関が選好するというものである」⁽¹²⁾。こうした合衆国内外の違いはあるが、特に巨大商業銀行の企業エリート層は、国内に限れば、信託部での資本所有もさることながら、1980年代半までは、独自の存立基盤を築くべく形成した取締役兼任ネットワークを通じて、経営基盤の塹壕を掘り下げ、それを梃子に巨大商業銀行中心の小宇宙を創出して来たのである。

(10) Cf., William K. Carroll (2010), *The Making of a Transnational Capitalist Class: Corporate Power in the 21st Century*, Zed Books, p.228, with reference to Carroll, "Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007", in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.3. Carroll は Sapinski と共に、後の第6章第4節内脚注(56)で見ると、第1章内脚注(54)で見た Mizruchi の企業エリート＝取締役・重役と資本家階級との間に一線を画す見解と同様の見解を採るが、通用の見解通り、資本蓄積に魂を息吹く階級関係の担い手である人格化を資本家と見なすから、支配出資者としての企業エリートが同時に資本家に成り上がる余地を認める。むしろ、それゆえ本文に見ると、取締役兼任ネットワークのグローバル化を資本蓄積や支配の手段でないと考えるから兼任取締役の全てが資本家ではない。この見識は、支配出資者＝資本家に間接的に生産手段の財産権は残ると見る筆者の見解と整合する。

(11) Michael Nollert (2005), "Transnational Corporate Ties: A Synopsis of Theories and Empirical Findings," *Journal of World Systems Research*, Volume 11, Number 2, p.298; Carroll (2010), *op.cit.*, p.226; Eelke M. Heemskerk (2013), "The Rise of the European Corporate Elite: Evidence from the Network of Interlocking Directorates in 2005 and 2010," *Economy and Society*, Volume 42, Number 1, pp.74-101.

(12) Hugh Compston (2013), "The Network of Global Corporate Control: Implications for Public Policy," *Business and Politics*, Vol.15, No.3, p.376. Compston はこのように指摘するが、これも繰り返すように一仮説である。すなわち、彼のいわゆる金融機関は、現在では持株にして6割以上、機関投資家としての年金基金（の資金を運用する信託銀行等）、投資会社（Investment companies: Open-End Mutual Funds / Closed-End）、保険会社、銀行および信託銀行、財団が該当機関になるが、それらがウォール・ストリート・ルールに則るか否かは一様でもないし、個々に見て必ずしも判然としているわけでもなく、分かっていることは、本節本文で言及したように、大手資産運用は、Carroll 等が強調するフラックスな所有が嚮導する"exit"戦略優先という見解とは若干異なり、運用先の業績が優れない場合、直ぐさま"exit"するわけではなく、少なくとも短期的には、国内外で"voice"で運用先に、先ずは圧力を掛けるという事実だけだからである。尚、近年における旧来重工業からIT・サービス業へのシフトによる成長資本調達の必要性の低下の現状については、第7章内脚注(23)を参照されたい。

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

だが、先に少しく言及したようにそのまさに1980年代以降、企業エリートをめぐる状況は様変わりする。Useemがインナー・サークル概念を構築して、その強力さを強調した⁽¹⁾まさにその1984年時点において早くも、その先頭集団は、政財界の後景に退きはじめていた。その間の事情を、Mizruchi等のデータの検証によって追うと、先ず端的に、合衆国の会社エリート層内の分断は、ネットワークのエッジ（edge：以下、辺）の途切れ始めに伴う密度の縮小に表れ、それは具体的には、かつて中心性の高かった商業銀行や投資銀行のCEOや取締役の金融界・財界全体における地位の低下を反映していた。そこで、分断される辺、密度の低下、平均的なステップ数の増加等、定量的なネットワーク構造上の変化の定性的意味をMizruchiがどのように探究したのかについて、さらに踏み込んで注目すると、話は要次のようになる。

合衆国の企業社会は常に分かれてはいたが、戦後期には、大企業同士は相対的に強く結束していた。Useemが1984年に刊行した主著の一つで財界の様子を描いた端境期での合衆国では、商業銀行・非金融事業会社間では、銀行信託部による株式所有や融資を基礎にした取締役派遣、および融資のための情報収集を目的とする商業銀行による融資先の取締役の自行取締役会への招請が確認されている。これと異なり、大規模な非金融事業会社間の取締役兼任関係は一般に取引関係に基づかず、それゆえ企業間関係でいわゆる経営資源交換説（resource-exchange thesis）は否定されていた⁽²⁾。むしろ、同取締役兼任ネットワーク形成は企業間の利害関係を離れて、特権的な学閥やクラブ等の組織を媒介とする個人的交流を契機とする傾向が強く、それゆえこのネットワークは拡散的であるというUseemやB. Mintz & M. Schwartzの見解が今日では有力である⁽³⁾。しかし1990年代までには、エリート層の支配する会社同士でさえ凝集的ではなくなった⁽⁴⁾。それは、ニュー・ヨークを拠点とする旧き突出した力を有する商業銀行の減衰を表わし、次のようなデータにも表われていた。すなわち、「ネットワークは、1980年代に解れはじめ、その衰退は1990年代に加速した。1982年以降、ネットワークの密度には、ほとんど単調な低下がみられた」⁽⁵⁾。「アメリカの会社ネットワークは、1990年代に衰退しはじめた。われわれのデータで明らかなこととして、ネットワークの密度は、1960年代

(1) M. Useem (1984), *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U.K.*, Oxford University Press, Inc. 岩城博司・松井和夫監訳（1987）『インナー・サークル：世界を動かす陰のエリート群像』東洋経済新報社。

(2) Cf., Mintz & Schwartz, *op.cit.*, p.133. 前掲訳, 165頁参照。

(3) Cf., Useem, *op.cit.*, ch.2. 前掲訳, 第2章および, Mintz & Schwartz, *op.cit.*, p.136 & p.148. 前掲訳, 168, 183頁。尚、取締役兼任ネットワークが産業連関の影響を受けて形成される結果、拡散性と矛盾せずに、同時に規則性を帯びるという理論を構築し、これを史的な考察等に基づいて実証し、尚かつデータの検証の可能性を吟味した論考として、渡部恒彦（2001）「アメリカ合衆国における産業連関と取締役兼任ネットワーク：産業連関説とそのデータの検証の可能性」『流通経済大学論集』第35巻、第4号、1-24頁を参照されたい。

(4) Cf., Roy C. Barnes & Emily R. Ritter (2001), "Networks of Corporate Interlocking: 1962-1995", *Critical Sociology*, Volume 27, Issue 2, pp.192-220.

(5) Todd Schifeling and Mark S. Mizruchi (2014), "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in Thomas David and Gerarda Westerhuis eds. (2014), *The Power of Corporate Networks: A Comparative and Historical Perspective*, Routledge, p.31.

初めから1980年代まで、平均して3.6%の近傍をほとんどランダムに変動してきたが、1994年に3.6%を記録して以降、1999年の2.7%、2003年の2.2%、2005年の2.1%そして2010年の1.6%へと急落した。孤立頂点⁽⁶⁾、すなわち次数0の頂点の数は、1978年から1994年まで平均6.6企業で、1999年には14、2005年の23、2010年の29まで増大し、他方、二つもしくはそれ以下の少ない取締役連結の企業数は、1994年の32から2010年の73まで増大した。主要な成分の内、平均したステップ数は1994年の2.95から2010年の4.04まで増大した⁽⁷⁾。ネットワークのステップ数の時間的継続性を強調するG.F. Davis, M. Yoo & W.E. Bakerの報告においてさえ⁽⁸⁾、Fortuneの掲げる企業のネットワークについて、1982-1999年をデータ区間として、主要な成分の平均次数は14%減少した⁽⁹⁾。R.C. Barnes & E.R. Ritterの研究結果⁽¹⁰⁾通り、合衆国内の会社ネットワークの凝集性の低下は1980年代まで遡って指摘しうる。「ここでのデータでは、1982年がネットワークの接続性の最も高い時点であったことをほとんどの尺度が示している。ネットワーク全体の密度と平均次数は順に4.1%と10.3でピークを迎えている。密度は1986年に低下しはじめたが、急激な低下が明確なのは1994-1999年の間のみであった。さらに平均的なステップ数では1982年の2.75が観測データの最小値であった。残る七つのパネルを通じて、1994年と1999年間の急激なジャンプを経つつ、平均的なステップ数は単調増加を示した⁽¹¹⁾。「10年毎に衰退のペースもまた加速した。1982-1990年の間に密度は12%、1990年から1999年まで25%、1999年から2010年まで41%下落した。平均ステップ数は1980年代において7%、1990年代において9%、21世紀の最初の10年間で26%増大した。累計の帰結は、1982-2010年の間、密度61%減、平均ステップ数47%増であった。その他のネットワーク上の統計値も併行してネットワークの疎らさの進行の傾向を示している。ネットワークの希薄さが増すに連れて、1982年以降、全最短経路中ノード（：頂点） v_i を通る経路の割合を測る中心性、媒介中心性は概して上昇した。この中心性の他、グラフの中のある頂点の他の頂点に対する近さに関する指標である近接中心性もまた、1990年代の企業間結合度合いの低下を示している⁽¹²⁾。J.S.G. Chu & G.F. Davisが示すところでは、インナー・サークルの解体は21

(6) isolates: isolated vex : 孤立点 : 孤立頂点 : どの頂点とも隣接していない頂点を指す。

(7) *Ibid.*, p.35.

(8) Cf., Gerald F. Davis, Mina Yoo & Wayne E. Baker (2003), "The Small World of the American Corporate Elite, 1982-2001", *Strategic Organization*, Vol 1, Number 3, pp.301-326.

(9) 「Davis, Yoo およびBakerに公正な立場で言うなら、10年後に明らかになった潮流も、彼等の研究の時点ではそれほど明確ではなかった。したがって、当時ネットワークが高度に安定していると解釈することがありえたことは理解に難くない」(Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.45, note 6.)。

(10) Cf., Roy C. Barnes & Emily R. Ritter (2001), "Networks of Corporate Interlocking: 1962-1995", *Critical Sociology*, Volume 27, Issue 2, pp.192-220, esp., p.193.

(11) Cf., Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David and Westerhuis eds., *op.cit.*, p.32. Schifeling & Mizruchiのデータ・セットは、合衆国内で総資産額で選り出された最大級の上場250社（製造会社150社、公益、鉱業、輸送、サービス業50社、金融企業50社）で、1962-1994年のデータ区間で1970年を除く4年間隔（8パネル）、続いて1999年、2003年、2005年および2010年の観測点（4パネル）について集めた。本文で引用の「残る七つのパネル」とは、この計12パネルから、1982年、1986年、1990年、1994年、1999年の5パネルを除いたパネルを指す。「ネットワークのデータは、Gerald F. Davis, Mina Yoo & Wayne E. Baker (2003), "The Small World of the American Corporate Elite, 1982-2001", *Strategic Organization*, Volume 1, Issue 3, pp.301-326. および Johan S.G. Chu (2003), "Who Killed the Inner Circle? The Collapse of the American Corporate Interlock Network", Accessed June 1, 2014, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2061113> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2061113>で報告された幾つかの源泉から収集された」(Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.32.)。

(12) Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David & Westerhuis

表6-1：合衆国における取締役兼任ネットワークの特性（1962-2010）

	1962	1966	1974	1978	1982	1986	1990	1994	1999	2003	2005	2010
孤立頂点（企業）	12	12	13	7	10	5	4	7	14	22	23	29
成分	2	1	1	1	1	2	2	1	1	4	1	4
紐帯（入次数と出次数の和）	2262	2292	1822	1914	2576	2402	2224	2250	1692	1370	1280	970
複数紐帯の数	382	400	272	242	330	312	296	226	166	122	84	48
密度	0.036	0.037	0.029	0.031	0.041	0.039	0.036	0.036	0.027	0.022	0.021	0.016
直径	7	8	7	8	7	7	6	7	8	11	8	10
平均ステップ数	2.84	2.84	3.09	3.05	2.75	2.90	2.94	2.95	3.20	3.44	3.54	4.04
ネットワーク全体の平均次数	9.05	9.17	7.29	7.66	10.33	9.61	8.90	9.00	6.77	5.48	5.12	3.88
主要成分の平均次数	9.58	9.63	7.69	7.88	10.73	9.88	9.11	9.26	7.17	6.14	5.64	4.50
近接中心性	5.93	6.78	6.26	10.03	7.89	10.10	11.18	10.12	5.86	3.14	3.80	2.46
媒介中心性	204.2	207.9	233.8	241.1	200.7	223.1	229.6	229.6	244.4	239.4	260.2	276.8
取締役総数	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2290	2401
取締役兼任数	N.A.	N.A.	532	582	647	614	573	536	504	421	419	364
ビッグ・リンカー（3兼任以上）	N.A.	N.A.	176	168	234	232	213	211	150	110	101	64

出所：David & Westerhuis, *op.cit.*, pp.307-309. 補遺 I, UN1 A. ネットワークの構造 UN2 B. 紐帯, UN3 C. 中心性/凝集性, UN4 D. 諸個人にわたる地位の分布, より抜粋・作成。

註：ここに直径とはG上の任意の頂点 u , 頂点 v 間の距離の最大値（最短経路長）のことで、次のように定義できる。

$D := \max_{u, v \in V} \text{dist}(u, v)$, ここで, $\text{dist}(u, v)$ は二頂点 u, v の最短経路長である。またビッグ・リンカー（big linkers）とは三件以上の兼任重役を指す。

eds., *op.cit.*, p.35. ここで密度は次のように定義される。辺の数を m , 頂点の数を n とすると, 有向グラフでは, 密度 $= m/n(n-1)$, 無向グラフでは, 密度 $= 2m/n(n-1)$ 。

媒介中心性は, 全最短経路中ノード（：頂点） v_i を通る経路の割合を測る中心性で, 次式で定義される：

$$b_i \text{ (betweenness centrality)} = \frac{\sum_{i_s=1; i_s \neq i}^N \sum_{i_t=1; i_t \neq i}^{N-1} \frac{g_{i_s i_t}^{(i)}}{N_{i_s i_t}}}{(N-1)(N-2)}$$

ここで, $g_{i_s i_t}^{(i)}$ は, v_{i_s} から v_{i_t} への最短路中, v_i を通る経路の数, $N_{i_s i_t}$ は, 始点 v_{i_s} から終点 v_{i_t} へ行く最短路の総数である。上式の分子によると, 頂点 v_i が他の2点を結ぶ最短路上にあると, v_i に得点が入る。和の箇所にある $i_s, i_t \neq i$ は, v_{i_s} または v_{i_t} が v_i ならば v_i が最短路上にあるのは当然なので, そのような場合を除外することを意味する。分母は規格化定数である。分子の二重和は i_s と i_t の組を i 以外の $N-1$ 頂点から選ぶことを表わす。このような i_s と i_t の選び方は $(N-1)(N-2)/2$ 通りある（増田直紀・今野紀雄（2010）『複雑ネットワーク：基礎から応用まで』近代科学社, 33-34頁参照）。Freemanによる媒介中心性の応用に至る歴史的経緯とその現況は次の通りである。1970年代初め以降, Fiedler, Glover等, 数学者とコンピューター科学者はグループないしは社会事象に関心を寄せ始めていた。彼等はグラフ分割の観点の利点について定義した。Gloverによる研究が1992年に Borgatti等が作成したプログラム NCINetに引用・統合された際, 社会ネットワーク分析者たちはその伝統を良く理解していた。1993年に電子技術者とコンピューター技術者である Wu & Leahy からなるチームが統計学者で社会ネットワーク分析者の Hubert の研究成果を引用した際, 逆の方向での関連性が形づくられた。そして2000年に, 三人のコンピューター技術者, Flake, Lawrence, Giles は, 1992年の Scott の社会ネットワークに関する著書から引用を図った。/しかしながら, ごく最近まで, こうした努力が物理学の世界で大きな関心と呼ぶことはなかった。代わりに物理学者たちは, 社会ネットワーク分析において発展した手段に関心を寄せた。2002年に Girvan & Newman がグループの解明に媒介中心性（Linton C. Freeman（1977）, “A Set of Measures of Centrality Based on Betweenness”, *Sociometry*, Volume 40, Number 1, pp. 35-41.）という社会ネットワーク分析上のモデルを応用した。それはグラフのノードよりはむしろ辺の媒介を基礎にし, その成果はグラフの分割のための新しいアルゴリズムの作成であった（Cf., Carrington & Scott, *op.cit.*, p.32）。ここにグラフ分割とは, ノードを相互に排他的なグループに分割することにより, グラフをより小さなグラフに縮小することである。グループ間で交差する元のグラフのエッジは, 分割されたグラフにエッジを生成する。結果のエッジの数が元のグラフに比べて少ない場合, 分割されたグラフは元のグラフよりも分析と問題解決に適している可能性がある（https://en.wikipedia.org/wiki/Graph_partition（2019/08/28）参照）。

他方, 頂点 v_i の近接中心性は, 当該頂点から他の頂点まで平均的にどれだけ近いかにによって定義される。頂点から情報を発信する時にネットワーク全体にどれだけ行き渡りやすいかを測る量ともいえる。定義は次式で与えられ

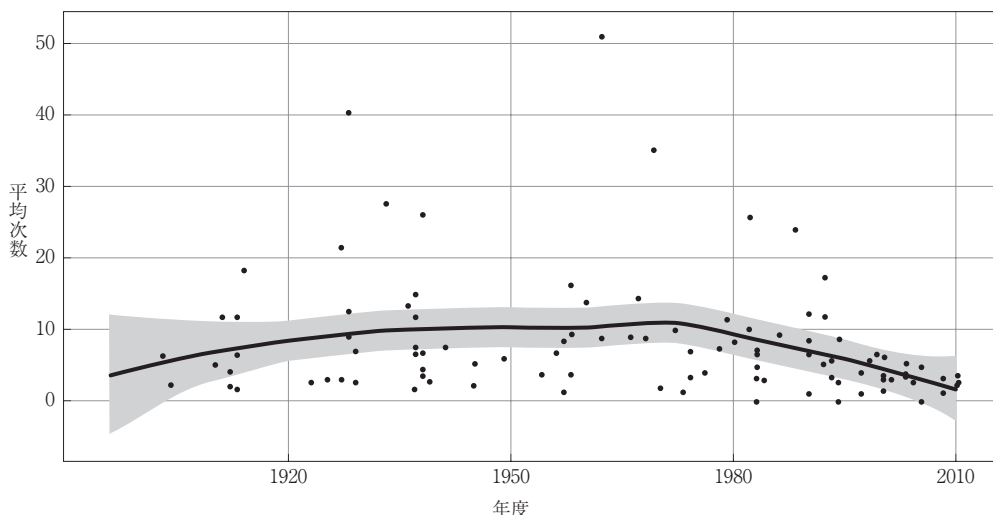
る：

$$\text{頂点 } i \text{ の近接中心性} = \frac{N-1}{\sum_{j=1, j \neq i}^N d(v_i, v_j)} = \frac{1}{L_i}$$

$d(v_i, v_j)$ は v_i から v_j への距離、 L_i は、 v_i から他の $N-1$ 点への距離の平均である（増田・今野，前掲，32-33頁参照）。近接中心性尺度の開発をめぐる現状は次の通りである。次数の中心性尺度は，それが当該主体の他の全メンバーへの間接的紐帯よりは，むしろ直接的紐帯もしくはその主体の近隣のメンバーとの紐帯だけを斟酌する点で問題視されるかも知れない。一人の主体は大勢の他者に結び付いているが，そのメンバーは全体としてのネットワークから相対的に切り離されている場合もある。こうしたケースでは，主体はきわめて中心的であるということもありうるが，それはあくまで局地的近隣においてそうであるにすぎないかも知れない。むしろ，われわれが入手している限りでのデータが，自己から1ステップまたは2ステップの近隣についてのみ利用可能なら，それがなしうる最良のことである。しかしながら，われわれがネットワーク全体のデータを手にしているのなら，Hanneman & Riddle が2005年に明らかにしたように，自己からグラフ内の他の全てのメンバーへの全ての距離に基づく，数多くの利用可能な中心性尺度があることになる。測地的径路距離，固有ベクトル中心性（後の小括1内脚注(1)を参照されたい），到達（リーチ）中心性等の近接尺度について，Hubbell, Katz, TaylorそしてZelen等全ての研究者がより大きなネットワーク（あるいはグラフ全体）に対する中心性に関する思考を押し広げるべく影響力を発揮した（Scott & Carrington, *op.cit.*, pp.365-366.）。

David & Westerhuisによれば，ネットワークの中心性を14カ国それぞれの各年度で測った平均次数は，ほぼ1世紀前に遡って長期的に展望した場合，1920年代以降徐々に上昇し，1980年代代頃を境に一転徐々に低下しはじめ，その傾向は21世紀以後も続いている（図6-1）。特に会社ネットワークは1980年代以降僅かな程度の衰えを経験し，衰えは1990年代において加速した（David & Westerhuis, “Comparing Corporate Networks in a Long-Term Perspective”, in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.19.）。

図6-1（原典図1.1）：14カ国の会社ネットワークの平均次数（1900-2010）。



出所：Thomas David and Gerarda Westerhuis (2014), “The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010”, in David & Westerhuis eds. *op.cit.*, p.13. 典拠：補遺 I（pp.310-329）より抜粋。

補遺 I：

合衆国 UN3 C. 中心性/凝集性〔以下，諸国も同様〕

1962	1966	1974	1978	1982	1986	1990	1994	1999	2003	2005	2010
ネットワーク総体の平均次数											
9.05	9.17	7.29	7.66	10.30	9.61	8.90	9.00	6.77	5.48	5.12	3.88
主要成分の平均次数											
9.58	9.63	7.69	7.88	10.73	9.88	9.11	9.26	7.17	6.14	5.64	4.50
英国 UN7 C.											
1904	1938	1958	1976	1983	1993	1997	2000	2010			

ネットワークの平均次数									
2.46	4.65	3.98	4.34	3.44	3.63	4.25	3.39	3.94	
主要成分の平均次数									
3.82	5.87	5.60	5.84	4.29	4.59	4.75	4.05	4.41	
ドイツUN11 C.									
1986	1914	1928	1933	1938	1992	2010			
平均次数中心性									
3.90	18.30	40.30	27.60	26.10	12.00	3.00			
オランダUN15 C.									
1903	1913	1928	1938	1958	1968	1983	1993	2003	2008
平均次数									
6.43	6.66	9.39	7.02	9.58	9.17	6.98	5.94	4.10	1.45
スイスUN19 C.									
1910	1929	1937	1957	1980	1990	2000	2010		
平均次数									
5.30	7.10	7.70	8.60	8.60	7.00	4.00	2.30		
オーストリアUN23 C.									
1937	1949	1958	1967	1983	1992	1999	2008		
平均次数									
11.82	6.21	16.40	14.60	7.44	5.42	6.72	3.39		
フランスUN27 C.									
1911	1928	1937	1956	1979	1990	2000			
平均次数（二分化された（dichotomized）ネットワーク）									
12.00	12.65	15.10	6.95	11.65	12.45	6.55			
主要成分における平均次数（二分化されたネットワーク）									
13.00	13.40	16.40	7.50	12.60	13.60	8.60			
イタリアUN31 C.									
1913	1927	1936	1960	1972	1983	2001			
平均次数									
11.87	21.44	13.54	14.10	10.16	5.10	3.35			
ポルトガルUN36 C.									
1913	1925	1937	1957	1973	1983	1997	2010		
平均次数									
1.92	3.17	1.87	1.63	1.62	0.24	1.47	2.06		
ブルガリアUN39 C.									
1912	1929	1939	1945	1994	2005				
ネットワークの平均次数									
2.30	2.90	3.00	2.50	0.20	0.20				
主要成分の平均次数									
3.10	3.20	3.60	3.00	0.80	0.80				
フィンランドUN44 C.									
1912	1927	1938	1974	1984	1994	2004			
平均次数									
4.30	3.30	3.80	3.50	3.30	2.90	3.00			
アルゼンチンUN47 C.									
1923	1937	1945	1954	1970	1990	2000			
平均次数									
2.70	6.90	5.50	4.00	2.20	1.40	1.70			
平均次数（二分化された主要成分）									
5.10	10.30	8.40	5.80	4.00	3.90	2.70			
台湾UN51 C.									
1941	1962	1969	1982	1988	1992	1998	2003		
平均次数									

世紀の最初の10年間に於いて加速的に進んだ⁽¹³⁾。すなわち、20世紀を通じて形成された企業エリート相互間の網の目のような密度の高いネットワークは1999-2009年のデータ区間ですでに解体し、五つの取締役会に席を持つ取締役は3人に減り、六つの取締役会に席を持つ取締役は1人に減った。さらに、四つ以上の取締役会に席を持つ個人は2010年にはいなくなった⁽¹⁴⁾。インナー・サークルの消失は、平均ステップ数の増大に顕著に表われている。時系列分析の結果が示唆するように2002年のSarbanes-Oxley Actがその最たる契機であった⁽¹⁵⁾。またネットワークの解体は、(取締役が重複する) ネットワークの密度の低下に反映されていた⁽¹⁶⁾。定量的分析の残る帰結は商業銀行のネットワーク内における地位の低下である。すでに第4章第1節で少しく述べたこととも関連して、1999年Graham-Leach-Bliley法の議会通過で、商業銀行は手数料ベースの投資銀行業務への主要業務のシフトを終えたが、それは正式にGlass-Steagall法を取り消した。またその業務シフトによって、特に1982-1994年の間に、取締役兼任ネットワークにおける商業銀行の地位は急激に低下した。「貸出の重心を失って商業銀行はネットワーク上で枢要な地位を占めて情報上の利点⁽¹⁷⁾を追い求める必要が最早なくなった」⁽¹⁸⁾。同時期、非金融事業会社のネットワークもまた衰退したが、しかしその速度はかなり遅かった。帰結として、第一に、一世紀の間の継続と安定の後、銀行は最早ネットワークにおける最も中心的な企業ではなくなった。以上の変化が、相対的なネットワークの衰退に影響を及ぼした。商業銀行が中心から退いたことで、空隙が生じた。先の脚注(11)内のデータ・セットでは、ネットワークの集中度 (centralization)⁽¹⁹⁾は1982年から安定化する以前の1994年まで67%下落した。1962年から

7.82	51.10	35.30	25.80	24.10	17.50	6.10	3.78	
日本UN55 C.								
1911	1928	1937	1958	1973	1982	1992	1998	2009
次数中心性								
7.79	8.84	9.89	1.32	1.07	0.44	0.75	1.37	2.71

註：1900年から2010年迄の時間的な関数としての平均次数の移動平均が図上プロットされている。次いで、年度と諸カ国に渡る平均次数の関係を調査するために、4つの主要な時間相について考察した。各4つの時間相について、われわれは、平均次数に関する独立変数の線形因子として年度を用いた混合効果の線形回帰を打ち立てた。検証の性質を与件として、国の識別子が群化要因 (grouping factor) として斟酌された。統計的検証は平均次数が1929年迄増大したという仮説を確認した。1929年と1945年の間では、データの分布から何も結論づけることができなかった。1945年と1980年の間では、平均次数の分布はなだらかに増大している。最後に、1980年以降は、平均次数の分布は2010年迄なだらかに減少している。

- (13) Cf., Johan S.G. Chu & Gerald F. Davis (2011), "Who Killed the Inner Circle? The Breakdown of the American Corporate Elite Network", *Prepared for Political Networks Conference*, University of Michigan, pp.1-21.
- (14) Cf., Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.43.
- (15) *Ibid.*, esp., p.3. 上場企業会計改革および投資家保護法 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 : 企業改革法 : SOX 法) は、2002年7月に第26代SEC委員長, Harvey Pittの下で成立したアメリカ合衆国の連邦法。Enron Corp. 事件やWorldcom事件などで問題になった粉飾決算に対処し、企業会計・財務諸表の信頼性を向上させるために制定された (<https://ja.wikipedia.org/wiki/上場企業会計改革および投資家保護法> (2019/09/15) 参照)。
- (16) Cf., Gerald F. Davis and Mark S. Mizruchi, "The Money Center Cannot Hold: Commercial Banks in the U.S. System of Corporate Governance", *Administrative Science Quarterly*, Volume 44, Number 2, pp.215-239.
- (17) ネットワークの支配的な組織方式は、ビジネス・スキンのダイナミクスに基づいており、従って、その結果生じるネットワークは、企業間の特定の関係と結びついたものではない (Cf., Useem (1984), *op.cit.*, p.57. 前掲訳, 95頁参照)。
- (18) Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.42.
- (19) あるネットワークの集中度 (centralization) とは、ネットワーク内の最も「中心的な」ノード (：頂点) が、

1986年まで各パネルについて最も結合の多い企業は銀行で、次数は39紐帯から53紐帯まで上がっている。1990年代においては、非金融会社が一リストのトップに上がったが、最も取締役連結の多い企業が持つ紐帯の数は、1999年に30紐帯を下回り、2010年にはそれまで最も低い（Marathon OilおよびIBMが共有する）16紐帯に達している（図6-2）。銀行の一リストチャリングに伴って、非金融事業会社がネットワークにおいて最も中心的な企業としての地位を占めるようになったが、それら新規参入者は数少ない連結しか持たなかった。図6-2でも分かるように、ネットワーク内兼任取締役上位10人に占める銀行の比率は、1960-1970年代の50%超水準から21世紀以後、20%を割り込む水準まで下がった。スーパー連結取締役の事実上の消滅は、ネットワークの連結度（connectivity）⁽²⁰⁾を大きく減じた。1990年から2010年までネットワーク内の主成分における二企業間の平均ステップ数は37%増えた。他方総体的ネットワークの密度は56%下落した⁽²¹⁾。しかし最も重要な事実として、会社エリート間の凝集性の低下は、先任者たちとは違って、現代の会社エリート層がその利益を大きくするために集団行動に効果的に参画することができなくなったことを反映していた⁽²²⁾。

こうして、国庫が枯渇し、国のインフラストラクチャーの構築もままならないままに、また、増税を提案し損ね、またそれがあつたとしても応じ損ね、所在なげに立っているだけの21世紀の合衆国の会社エリート層は、ローマにまで遡るヨーロッパの諸帝国の支配者層の二の舞になっている。〔おそらくは、金融危機までの間、すなわち、旧商業銀行が、JPMorgan Chase & Co.をはじめとする金融コングロマリットとして復興する以前、その傾向は特に著しかったものと推察される。〕そうなる中で、彼等企业エリート層は、R. Lachmannの言葉を借りれば、「沈み行く船の一等席」に座る一群に変わり果て始めている⁽²³⁾。これは同じ頂点でもかつての強さを持った頂点ではなく、力なく立っているのが精一杯の企業エリートという頂点に変わり果てたことを意味している。

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・リスク等に焦点を当てた考察（第1章第2節）に、先のデータの考証、およびScottやCarroll、そして上記Mizruchi, David & Westerhuisの論考を重ねると、次のような現実が浮かび上がる。

他の全てのノードの“中心性”と比較してどのくらい中心的かを示す尺度である。そこで集中度は(a)ネットワーク内で最も中心的なノードと他の全てのノードとの中心性の差の合計を算出し、次いで(b)その量を、同じサイズのネットワークにおける同様の差の合計の理論上の最大値で割った値として与えられる。それゆえ、どのような中心性尺度にも、その中心性尺度に関する集中度が定義できる。定義を式で書けば、あるネットワーク内の頂点 i の〔なんらかの〕中心性尺度を $C_x(p_i)$ 、そのネットワーク内で最大のそのような中心的尺度を $C_x(p_*)$ とし、〔1点の中心性尺度 C_x に関する〕それらの差の合計の、同数のノードをもつグラフの中での最大値を $\max \sum_{i=1}^N (C_x(p_*) - C_x(p_i))$ とすれば、ネットワークの集中度は次のようになる：

$$C_x = \frac{\sum_{i=1}^N (C_x(p_*) - C_x(p_i))}{\max \sum_{i=1}^N (C_x(p_*) - C_x(p_i))}.$$

https://en.wikipedia.org/wiki/Centrality#Freeman_centralization (2019/08/28) 参照。

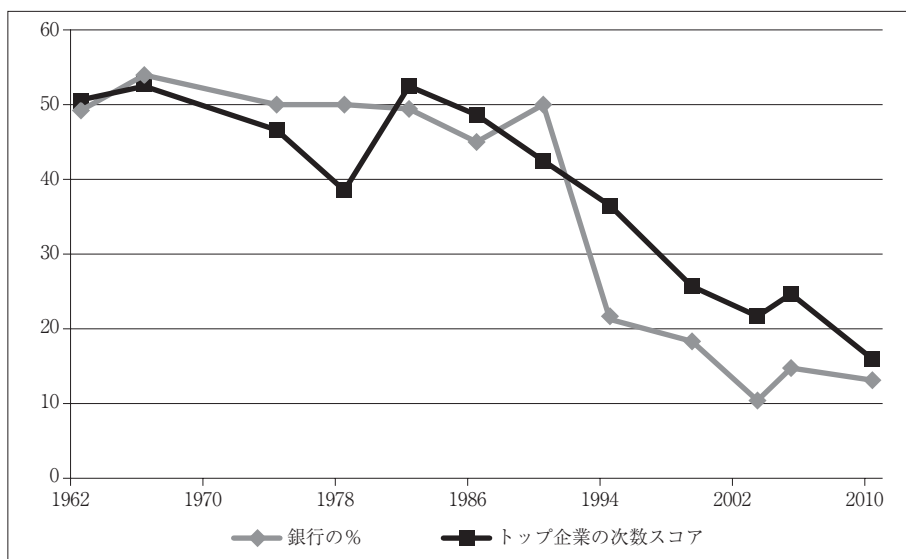
- (20) グラフがどの程度強く結び付いているかを示す不変量として連結度があり、点連結度（vertex-connectivity）と辺連結度（edge-connectivity）に分類される。点連結度を単に連結度と呼ぶ場合がある。グラフ G から取り除くと非連結になるような k 個の頂点集合を k -点切断と呼ぶ。 G において k -点切断の最小サイズを点連結度または連結度と呼び、 $\kappa(G)$ 、 $\chi(G)$ で表わす。特に、1-点切断を切断点（cut-vertex）または関節点（articulation point）と呼ぶ。 k -連結グラフ（ k -connected graph）は点連結度が k 以上のグラフである（<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E9%80%A3%E7%B5%90%E3%82%B0%E3%83%A9%E3%83%95%E9%80%A3%E7%B5%90%E5%BA%A6> (2019/08/28) 参照）。

- (21) Cf., Schifeling & Mizruchi, “The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010”, in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, pp.41-43.

- (22) Mizruchi, *op.cit.*, ch.9, The Ineffectual Elite., p.269.

- (23) Cf., Richard Lachmann (2011), “The Roots of American Decline”, *Contexts*, Volume 10, Number 1, p.49, with reference to Mizruchi, *op.cit.*, p.281.

図6-2 (原典図2.1)：兼任取締役上位10人の特徴，1962-2010年。



出所：Cf. Schifeling & Mizruchi, "The Decline of the American Corporate Network, 1960-2010", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.43, Figure 2.1.

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

ファンド・マネジャー上位5社で8割を超えるパッシブ運用，すなわち時価の内部構成比率で構成されるポートフォリオを組んで行う運用の中でも，世界の金融資産の一部を預かるBlackRockが，全社のプラットフォーム，Aladdin®⁽²⁴⁾でリスクを管理すると，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予測に失敗してシステム・リスクが発現した場合，信用破綻の連鎖が世界中に拡がり，あるいはまた，相場が急変した時に，同じプログラムによってどれも同じように自動売買されてしまい，結果的にボラティリティーが高まる可能性がある。あるいはさらに，Aladdin®の共用そのものが生み出す可能性のあるシステム・リスクが一旦発現すれば，信用破綻の連鎖に歯止めが掛からず，結果的に生じるのは，世界的規模で大半の企業が，Keynesのいわゆる「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に変わり果て，株価が業績を離れて変動するため，相対的個人大株主層のコントロールさえ全く利かなくなり，企業存続さえ危ぶまれ，延いては清算に追い込まれる結果，株式が文字通り紙屑となり，株主権そのものが消失するに至るという意味での会社支配の「空洞化」である。前者の信用破綻の世界的連鎖はAladdin®によるリスク管理の一律性が現下，世界の金融資産の7%程度でも，その域をはるかに超えることは必定である。投機の横行下，企業財務が危機に陥れられる可能性もリスク管理の一律性に一重に掛かってくる。パッシブ運用を担わざるをえない資産運用会社もまた非金融事業会社共々，「独占は投機の死」の言説に伏在する逆説として，一律なリスク管理の程度に応じた時折々の相場の偏りによる乱高下というもう一つの後者のシステム・リスクから逃れられない。この点，すでに見た通りである。むろんこれは常規ではない。しかし後の第10章第2節で見ると，Aladdin®の世界的金融界での共用が益々進み，運用資産総価値は2017年には20兆ドルまで増大した⁽²⁵⁾。この額は

(24) Aladdin®のプラットフォームとしての特徴については，第1章第1節内脚注(18)を参照されたい。

(25) Mooney (2017), "BlackRock Bets on Aladdin as Genie of Growth", *Financial Times* (May 17) (<https://www.>

ニュー・ヨーク証券取引所の株式時価総額あるいは合衆国のGDPにほぼ等しい。ボラティリティーを高めるシステミック・リスク要因が景気（産業）循環と併行した過剰貨幣資本の増減と一先ず無関係に、常時、当該アルゴリズムのネットワークを契機に生成され、相場の全域を崩落させる潜在的可能性が高くなった現実を前にする時、その状態が常規ではないにせよ、その可能性が具体化する時の被害の大きさには驚くべきものがある。システミック・リスクの発現により、世界中の金融資産の7%程度のAladdin®での運用下でさえ、世界的な信用破綻の連鎖が生じ、発現しない場合でも、高まるボラティリティー下、投機の横行と相場の動揺の相乗作用が生じ、その強度は、パッシブ運用と相並ぶアクティブ運用による銘柄の取捨選択の運用者間の違いに依存するであろう。Fidelity 4%, BlackRock 3%, Allianz 3%, J.P. Morgan 3%はじめ上位10社で27%にすぎず、多数の他社が残る73%を分け合うアクティブ・ファンド⁽²⁶⁾間ではポートフォリオ構成に大きな違いが生じ易い。もしそうであれば、自ずと第3章第1節内脚注(7)で見たLewisの見解が注目するような波乱相場を契機とする劇的投機はある程度止む。それゆえ、以下 Mizruchiによって見るように、特に巨大商業銀行が、その取締役会に招請する非金融事業会社の取締役の人数を減らすことを通じたネットワークの解体と伴にその中心的ノードの地位から何気なく降りてしまったという現実を前提に置くなら、現実に着した支配構造の分析対象は、投機による企業のファンダメンタルズと株価の乖離による企業財務の動揺、もしくは金融恐慌による株主権の消失という意味での会社支配構造の「空洞化」から、一転、Vitali等が描いたような、強連結成分⁽²⁷⁾を中枢とする入口での所有のインフローと出口での所有のアウトフローを持つTNCsの蝶タイ状のTNCs間を結ぶグローバルな所有のつながり⁽²⁸⁾に移行する。その支配構造の如何は、第1章第1節で述べたような、①大手資産運用会社によるいわゆる大量保有報告義務基準にできる限り抵触しない範囲での議決権および代理投票権の行使、またはその投票権を梃子にした水面下での運用先への意向の押し付けの効能、それが無効な場合の“exit”の脅威の突き付け、あるいは、②グループ保有の株式を第三者に預託して信託契約を結んで移行した議決権を含む財産権の〔経済的な真の所有者（true owner）〕への帰属の内実には掛かってくる。むしろ、①の場合、投票代理権行使を受ける機関投資家は、財産を預託した信託受益者＝究極的な経済的な真の所有者（true owner）に対して信託義務を負い、それゆえ、その利益を損ねる行為は厳に戒められ、かつエイボン・レター（Avon Letter）の一件が象徴するように、年金基金はじめ、信託を受け、または代理投票の委任を受けた者は、積極的な投票活動を制度上促迫されている⁽²⁹⁾。それゆえ、それは情報開示を嫌って、大量持株保有報告基準である5%を下回る、例えば

ft.com/content/eda44658-3592-11e7-99bd-13beb0903fa3. (2019/08/14)).

(26) Cf., Haberly, et al., *op.cit.*, p.19, 原典図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」, 典拠：P&I/Wills and Towers Watson, P&I and PWCをベースにした著者の計算。

(27) 同成分は、営業収益の比率でTNCs全体の18.7%, TNCs数で総数の0.7%を網羅する（第1章第3節、補論「Vitali等によるグローバルな会社支配構造研究」内、図14：原典図2「ネットワーク・システムの構成形態」内、AおよびBのSCCの箇所を参照されたい。尚、観測点は2007年（Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information”, p.3.）。

(28) 詳しくは、第1章第3節内補論「Vitali等によるグローバルな会社支配構造研究」および第9章（特に図9-10）を参照されたい。

(29) 信託義務については、社団法人日本証券投資顧問業協会・投資顧問業者の注意義務研究会、前掲、38頁参照。信託義務・注意意義一般については、例えば次の文献を参照。James P. Hawley, Andrew T. Williams (2005), “Shifting Ground: Emerging Global Corporate-governance Standards and the Rise of Fiduciary Capitalism”, *Environment and Planning A: Economy and Space*, Volume 37, p.1996. 次にエイボン・レター（Avon Letter）とは次の動向に係わる労働省の通達を指す。すなわち、1980年代、合衆国では年金基金のような機関投資家の資産規模が増大し、ERISAによる分散投資の義務付けによって株式の長期保有と分散投資が基本となると年金基金等の機関投資家は投資先企業の株式を短期の動向で売却するのではなく議決権を行使して株主として企業経営に係わりを持つ動きが出てき

4.9%の持株比率に止める等して、敢えて手の内を晒そうとしない機関投資家の姿勢と対立することになる。しかも、BlackRockはじめ大手資産運用会社は、利益相反もあって、本来、どの程度、エンゲージメントの意思を持つのかさえ疑問である。BlackRock等が有する絶大な企業支配力をどの程度行使するかについて見解が分かれるのはそのためである。だが、第5章第1節で私見として述べたように、大手資産運用会社の運用目的は、現下、あくまで純粋な投資にあり、繰り返すように、第3章第4節でデータの的に確認したように、それは、短期的な“voice”による運用先への圧力に表われるが、業績改善を気長に待つエンゲージメントにつながるものではない。ところで、資産運用会社を含めた機関投資家層に、所有比率上昇に伴い、資金配分機能を割譲した巨大商業銀行または現在の金融コングロマリットが、以前、例えば、Bank of America Merrill Lynchの前身、1968年に創立されたBank America Corporationが、その又前身、Bank of Italyの創立者であるAmadeo P. Gianniniの懿徳を継いだ「社会的意義のあると判断した事業をリスク負担を厭わず果敢に支援する行動」に象徴されるリスク・テイク機能の余地を縮小し⁽³⁰⁾、シリコン・バレー等のベンチャー・キャピタルに同機能を移譲している。しかも、Mintz & Schwartzが指摘した金融逼迫時の銀行界全体による、次節で見るように、現在でもデータの的に明らかな「金融ヘゲモニー」的制約（第1章第4節）は、時間的には次第に緩くなってきており、それは銀行のかつての絶大な権力の陰りを意味する。こうした銀行界の現実には、先の資産運用会社の運用姿勢を重ねると、非金融事業会社を思い切って支援する金融機関の不在が浮き彫りになる。

次に、Vitali等によるグローバルな会社所有構造に関する最新の研究成果をまとめるに先立ち、TNCs間を結ぶグローバルな所有の連鎖上、最上位に位置するBlackRockはじめビッグ・スリーの実事上の独占と、一様に近いリスク管理から生じる波乱相場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、経営の存続さえ危ぶまれ、延いては清算に追い込まれる結果、株主権そのものが消失するに至るという意味で支配構造が「空洞化」する可能性を持ちはじめた現実と、すでにDemsetzによって見た自身の持株増大にもかかわらず特に1980年代半以降、21世紀に入って順に、取締役兼任ネットワークの凝集性が低下すると同時に権勢を何気なく放棄した〔おそらくは、金融危機を経て、特に金融コングロマリットとして復興するまでの間の〕巨大商業銀行を中心とする企業エリート層の瓦解現象とのいわば相補性を以下顧みておきたい。

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

すなわち、こうである。筆者は、先ず、第3章第1節で、①機関投資家、すなわち信託契約でmandate ownerとして法的に名義上、株主に成り上がるヘッジ・ファンド、年金基金、保険会社

た。労働省は1988年、経営者の圧力行使を警告する書簡エイボン・レターで株主の利益の観点から議決権を行使することは企業年金の受託者責任の一環であるとしてそれまで禁じていた議決権行使を解禁とした（年金基金連合会「ウォール・ストリート・ルール」(<https://www.pfa.or.jp/yogoshu/au/au01.html>) (2019/03/05)；ニッセイ基礎研究所 (2000)「年金基金の議決権行使と受託者責任 (上) ——エイボン・レターの背景と内容」『年金ストラテジー』(<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=35347?site=nli>) (2019/03/05)) 参照。尚、ERISAについての詳細な概説書としては、石垣修一・小櫻純 (2003)『年金資産運営のためのエリサ法ガイド』東洋経済新報社、がある。

(30) 清水啓典 (2018)「第4次産業革命と金融業——取引コストの低下と経済理論——」全国銀行協会・金融調査研究会編『キャッシュレス社会の進展と金融制度のあり方』全国銀行協会、所収、第2章、64-65頁参照。但し、永田氏によれば、デイスインターメデイエーションの結果、市場型の金融仲介業が銀行型の金融システムに代わって台頭するにつれて、例えばミューチュアル・ファンド型のファンドが銀行預金に取って代わるようになると、ファンドの価格が変動しても、定額の銀行預金と異なって、多数の投資家間でそのショックが吸収されるという利点が生まれる。むしろ価格の大幅な下落が持続し、買い手が現われないようになれば、流動性が枯渇し、市場参加者の金融仲介やリスク・テイキングは減退し、市場は麻痺する（永田、前掲、267-269頁参照）。

等、および②例えばその拠点となる、以前、株式会社形態を採っていなかった会社が法人形態の改組により保険加入者が証券会社に正数分の株式単位を持つ場合には、それまでの掛け金を受取り、あるいはERISAによる確定拠出型年金のケースなら、将来的に年金受給者となる従業員、すなわち拠出は行いが、支配出資者とは概念上峻別される、受益者に過ぎない零細な、個人投資家＝持分出資者、さらにまた③機関投資家から手数料を得て議決権の代理投票権を委任される資産運用会社、④③を通じて、SECへの情報開示の閾値報告基準となる5%所有および、すでに述べたように、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超水準程度に上る水準の少数持株の権能を上回る力をさえ掌握しうるに至った機関投資家層の最上位に来るビッグ・スリー等⁽³¹⁾の資産運用会社群、以上、会社所有権の四つの再編に注目した。特に合算ベースで国内では上場会社の8割の投票権を行使できるまで成長したBlackRockはじめビッグ・スリーの潜在的権能は特筆すべき大きさにある。ところがこの寡占体制は、他方で、「独占は投機の死」という言説に伏在する逆説として、全てのパッシブ・ファンドによるほぼ世界を網羅する銘柄の株価の内部構成比率でのポートフォリオ形成および一様に近いリスク管理の下生じるボラティリティーの上昇の結果、所有する会社の業績を離れて波乱相場を来し、Aladdin®による一様なリスク管理が現下、世界中の金融資産の7%程度でも、それが生み出す可能性のあるシステミック・リスクが一旦発現すれば、世界的な信用破綻の連鎖による会社倒産等を通じて株主権そのものが消失するに至るという意味での企業支配構造の「空洞化」とでも呼ぶべき事態を引き起こす。その意味では、半世紀以上も前にKeynesが懸念していたより以上に、投機の機会が豊富になった現代の合衆国の投資界＝ウォール・ストリートが、それとは逆に実体経済での活動を担うメイン・ストリートにある産業企業そのもののみならず、ウォール・ストリートで21世紀以降20年足らずの間に台頭してAladdin®の共用の機会を提供して問題のボラティリティー上昇およびシステミック・リスクの要因をつくりだす当のBlackRock等の資産運用会社をさえ含めて諸共「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に化すという皮肉な可能性が高まって来た。その帰結は、自社の経営権の確立・維持を大事とする特に大手資産運用会社またはその背後に控える、(C)法的株主であるBlackRock等のその又個人大株主または相対的大株主層が構成する支配出資者と、(D)富裕層を内包するであろう法律上の実質（受益）株主の共通部分の特定、および、ほぼ(D)と重なる、(B)近年増勢著しい遺産相続による超富裕者層、または、(A)Koch兄弟のような自社の持株比率を高める明確な所有者としての専門経営者層⁽³²⁾から構成される共通部分（ $C \cap D$ 、 $D \supseteq B \cup A$ ）を支配主体の集合として特定される会社支配構造（この場合、実のところ、AからCの要素を除いた差集合とCからAの要素を除いた差集合、双方の2層に分断された超富裕層間の経営（財務）目的に違いに拠る利害の対立が特に問題になるが、それについては、第10章第3節で論じることしたい）とは異質の、次元を異にする、先に見た限定された意味での所有支配構造の「空洞化」である。Mizruchiの以下の精察で見出

(31) 議決権行使者（mandate owner）、または、投票の代理権行使者（new mandate owner）の両方の可能性を持つ。後者については図3-2「委任契約所有（mandate ownership）を通じた資産管理の分離」を参照。new mandate ownerのproxy voteは議決権の代理行使であるから、その地位は単に本人の代理にすぎない。それゆえこの者は法律上会社の所有者ではない。

(32) 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、34-35頁参照。現代合衆国の巨大企業における、株式分散進行下のCEOの最高管理職位の占拠という形態での「戦略的職位」による経営者支配の確立、および自社株所有比率、最大5%以上を実現している会社が最大200社では17社（8.5%）、最大100社では10社（10%）ではあるが、0.5%以下の保有比率の会社が圧倒的に多いこと、そして、それにもかかわらずストック・オプション、株価と利潤業績に連動させる報酬制度が、利潤動機を媒介に、経営者の利害と所有者の利害を連結していること、等を明らかにしたHermanの研究成果について丹念に考察した文献として、村田和彦、前掲、所収、第3章「経営者支配説の研究——ハーマンの企業支配論の研究——」、141-197頁がある。参照されたい。

されるのは、1980年代までの商業銀行の権力の衰退を背景とした、取締役兼任ネットワークの解体による旧財界・金融界内の支配主体の事実上の消失と金融危機を経て旧商業銀行から転進した金融コングロマリットおよび21世紀以降急速に進展して資金分配機能の大部を奪取したBlackRock等ビッグ・スリーはじめ大手資産運用会社双方の取締役会長またはCEOから成る新企業エリート層への権限委譲であるから、その論理では、資産運用会社の寡占、事実上の独占体制による新たな投機の渦巻きと新たなシステミック・リスクの可能性としての発現の中で非金融事業会社諸共泡沫となる事態に関する考察は脱け落ちてはいる。だが、二つの論理は、後者が支配構造そのものの喪失（株主権の喪失という意味での支配構造の「空洞化」という転形）を意味するのに対し、前者が転形前後の会社支配構造双方に君臨すべき法的主体の交代を意味する点で、両者の間には、システミック・リスクによる金融危機時に転形する構造そのものと構造主体との相補関係を認めることができる。本節以下および次節では、21世紀以降、[おそらくは金融危機を経て、特に巨大商業銀行の金融コングロマリットとしての復興までの間の]合衆国国内の会社エリート層の瓦解の状況、とりわけ、会社エリート層内の分断による、かつて中心性の高かった商業銀行や投資銀行のCEOや取締役の地位の下落に伴う巨大商業銀行を中心とした取締役兼任ネットワークの辺の途切れによる密度の低下、平均的なステップ数の増加等の定量的なネットワークの変化の定性的意味をMizruchiがどのようにして把握していたかについて大要を認識した本章第1節に引き続き、さらに踏み込んで明らかにしたい。

確かに過去20年余りの間、*Quarterly Financial Report*のデータでも分かるように、「製造業部門および非耐久財製造業下位部門に属する全会社」について算出した長期銀行債務の長期債務全体に占める比率は、ITバブル崩壊期間に相当する2001年第1四半期-2001年第4四半期のデータ区間平均で32.4%を記録、その後、2002年第1四半期以降、2007年世界金融恐慌以前の2006年第4四半期に至る平均26.6%へと低下した後、金融恐慌の最中2007-2008年データ区間中の平均値27.0%へと再度上昇し、さらに危機を脱した後急降下して2019年第2四半期には16.6%を記録している。この一連のサイクルから、不況期の資金逼迫時における長期借入金金融としての銀行融資への依存傾向が見てとれる。そしてその時、Mintz & Schwartzのいわゆる金融界総体によるヘゲモニーによる産業企業間への資本割当による制約が働いている可能性がある。「可能性」に止める理由は合衆国内企業の設備投資等に要する長期資本調達源泉が元来、社債金融にある点であり、その社債の主たる保有者も商業銀行には限られないからである。金融ヘゲモニーによる資本割当を媒介とする制約がより強く働く対象は逆に銀行依存度の高い短期資本である。短期債務に占める銀行融資でも、上記データ区間・観測点で、37.0%、37.1%、35.0%、22.9%と、大方、同様に推移している。ITバブル以後の短期銀行借入比率の先の論理に反した0.1%ポイントの上昇も、ショック後の産業界がV字回復を遂げた事実と何れか一方が他方の原因または結果であるなら、無理なく、例外として理解できる。また、*QFR*のデータでは短期非銀行債務に、銀行が保有者になるケースが圧倒的に多いコマーシャル・ペーパーが含まれるため、これを短期銀行債務に含めれば、景気後退・不況期時に、非金融事業会社の短期銀行借入への依存度が上昇し、また、銀行界総体による産業企業間における資本割当を通じた金融ヘゲモニー的制約が一層強くなるものと推察される。しかし当の商業銀行の業容の投資銀行業への傾斜は否めず、コール・レポートに基づくデータで算出した対総資産・純証券化収入比率は、2007年金融恐慌の余波を受けて、2009年まで一途に低下したが、それ以前、2%水準から2006-2008年には0%水準まで沈んで後、2009年には2%水準に戻した同営業利益比率と併行して、同純サービス料比率もまた、2002-2008年の1%水準から2009年の3%水準まで急上昇し⁽³³⁾、M&A活動への資金提供、その媒体、持株会社傘下の投資銀行部門

(33) *Quarterly Financial Report* (以下、*QFR*) 上のデータ：出所：Census.gov>Business & Industry>Economic Indicators

使った手数料業務への傾斜を益々強める傾向を反映している。それは取りも直さず、生産的企業への貸出による利鞘に依存してきたそれまでのビジネス・モデルの崩壊と転換であった⁽³⁴⁾。

この際、注意すべきは、順調な時期には、銀行が網羅する金融（決済）ネットワークは外見上頑健であるが、景気が悪くなると、ネットワーク内の企業が一斉に苦境に陥るという現実であり、その際どい状況の特性⁽³⁵⁾は、2007年合衆国発のCDSをシステミック・リスクの媒体として伝染した、金融恐慌を通じてわれわれが目当たりにしたことでもある⁽³⁶⁾。

商業銀行が投資銀行業務へ傾斜を深めるに連れて生じた興味深い事態として、そのネットワークにおける中心性が低下しはじめた。それは、Davis & Mizruchiによれば資本配分における商業銀行の役割の低下を反映していた。銀行の衰退はさらに、ネットワーク全体の密度を低下させ、それは合衆国内会社エリート層の分裂の進行をも現わしていた。銀行の中心性の低下の基本的理由は二重で、かつ相互に関連していた。すなわち、銀行の取締役会の規模は20%以上縮小し、しかも銀行の取締役会の席に就く非金融事業会社の役員の人数も急減し、辛うじてそれまでの頻度の2分の1止まりとなった。後者には二つの説明がある。Fortune 500社のCEOが銀行の取締役会への参加を辞退しはじめたか、もしくは、銀行がFortune 500社の役員の自行取締役会への招請数の減少を決断したか、何れかである。銀行と非金融事業会社の取締役の双方の動機に直接当たってみないとこれは解答に窮する問題である。前者の可能性も否定はできない。そして、もし非金融事業会社の役員が銀行の取締役会の席に就こうとする意向を次第に振り切るようになるのであれば、それに携わることをよしとする人々の相対的な信望がいずれ落ち込んでいくことになるものと予想される。しかしながら、銀行の取締役会の指名を受けた非金融事業会社の役員の地位が——他の取締役会の地位に占める彼等の人数の観点からみて——研究のデータ区間である1982年から1994年の12年間にわたってほぼ一定に止まっていることが分かった⁽³⁷⁾。〔そして逆

Quarterly Financial Report・Historical QFR Data; Historical QFR Publication Tables (Excel Format), Historical QFR Publication Financial Tables [2006-Present]; Historical QFR Publications (PDF Format); Manufacturing, Mining, Trade, and Selected Service Industries [1996-Present]; Table 1.1. Balance Sheet for Corporations in the NAICS Manufacturing Sector and Nondurable Manufacturing Subsectors. (<https://www.census.gov/econ/qfr/historic.html> (2019/09/19)). 商業銀行の投資銀行業務への傾斜に関するデータの出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Bulletin* (May 2010), Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2009, A24, 表28：「対総資産・非利子収益およびその他構成要素比率」。

(34) 建部氏によれば、こうした銀行業務の変容は、「生産の集積、そこから発生する独占、銀行と産業の融合あるいは癒着——これが金融資本の発生史であり、金融資本の概念の内容である」（В.И. Ленин (1917), *Империализм, как высшая стадия капитализма*. (В.И. Ленин, *Сочинения, издание четвёртое*, том 22, Москва, 1952. (V. I.レーニン『著作集』第4版, 第22巻, モスクワ, 1952年)) 宇高基輔訳 (1956)『資本主義の最高の段階としての帝国主義』岩波書店, 78頁), 「…銀行は、その資本のますます増大する一部分を産業に固定せざるをえない。これによって銀行はますます大きい範囲で産業資本家になる。かような仕方では現実には産業資本に転化されている銀行資本、したがって貨幣形態における資本を、私は金融資本と名づける」(Hilferding: *Das Finanzkapital*. 前掲訳 (下), 112頁)と論定したが、この概念規定は、現代のこのように旧来産業部門に貸し出されて利鞘を稼ぐ業態から一変して投機や手数料業務から収入を得ざるをえない現代金融資本の概念と整合的であろうかと問題提起する。同氏は「カジノ型金融資本」と称してみるのも一案ではないかと述べる (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)。

(35) Cf., R. May, S. Levin, G. Sugihara (2008), "Ecology for Bankers", *Nature*, Number 451, pp.893-895.

(36) Cf., Vitali, et al., *op.cit.*, p.5; システミック・リスクの発端で、同時に厄介な媒体となるCDSの機能については、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, 135-180頁, 同「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, 283-319頁を参照されたい。

(37) Cf., Davis & Mizruchi, *op.cit.*, pp.231-232.

に、)「非金融事業会社の役員が銀行の取締役会の席に就く招請を拒む可能性が高くなったのみならず、銀行の取締役会の席に就く Fortune 500 の役員の減少が銀行の慎重な選択の結果であることを示唆する証拠もある。銀行の取締役会の規模〔の縮小〕と中心性の低下が伝統的な貸出活動からの戦略的離脱の結果であるなら、…商工業貸出を減らした銀行は不釣り合いな程に、取締役会の規模の縮小と中心性の低下を経験する可能性は当然高かったはずである。これがまさにわれわれが見出した事実である」⁽³⁸⁾。「この分析については僅か25年間に限るデータしか持ち合わせてはいないが、1986年と1994年の間の商工業貸出の減少が取締役会の規模、非金融事業会社の役員の招請・指名、および取締役兼任の減少と関連していることを見出した」。これは言い換えれば「1980年代以降の国家的なネットワークの崩壊を説明する最も重要な説明要因は、銀行が非金融事業会社から距離を置こうとする意識的で戦略的な選択の帰結」であったことを意味する。そしてさらに、「この戦略上の変化は、マクロ・レベルの展開と密接に結びついていた。すなわち、グローバリゼーションと金融的規制緩和の効果が銀行の活動に深い影響を及ぼしていた」と考えられる。あるいはさらに、その傾向は、国際的に見た場合にも明らかであった。「1980年代以降、国家の介入によって特徴づけられるケインズ主義の政治経済から新自由主義的な政策へのシフトが認められ、そこでは、市場の諸力が最重要なものとして捕捉され、そして、それが支配的となるべきものとみなされ、国家の役割は限定されるべきであるとされた。この変化は民営化および規制緩和の波となった。合衆国における Ronald Reagan の政権奪取および英国における Margaret Thatcher の政権奪取はこの転形の始点となった。新自由主義をイデオロギー的な支柱とするグローバリゼーションの進展は、労働者、資本、財・サービスに係わり、それら変化が、会社ネットワークの構造に深淵な影響を及ぼしたのである」。2008年金融危機を教訓に、金融のメルトダウン前に、銀行のトレーディング・ディスクがリスクの高い取引に自己勘定を使うことを規制した Dodd-Frank 法も、The Goldman Sachs Group, Inc. による長年のロビー活動が奏功して、歴史は繰り返して、再度規制緩和へと向かうかのようなのである。まさに、先に脚注(34)で見た旧来産業部門に貸し出されて利鞘を稼ぐ業態から一変して投機や手数料業務から収入を得ざるをえない現代金融資本の概念の意義はさらに高まろうとしている⁽³⁹⁾。

(38) *Ibid.*, pp.232-234.

(39) 1980年代の規制緩和と新自由主義的イデオロギーの醸成については、Mizruchi, *op.cit.*, ch.7, p.195. And also reference to note 11:「われわれが使用した銀行による商工業貸出に関するデータは、寛大にも、ニュー・ヨーク連銀の Philip Strahan 博士によって提供された。連銀はそうしたデータを収集しているが、一般には公衆に提供していない」(*Ibid.*, p.309.) ここでの指摘については、例えば、次の文献を参照。Davis & Mizruchi, *op.cit.*, pp.215-239, with reference to David & Westerhuis, "Comparing Corporate Networks in a Long-Term Perspective", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.20. グローバリゼーションとネットワークの解体の関連についての引用は、*ibid.*, pp.19-20. さらに本文中でふれたマクロ・レベルでの経済の新展開とはインフレーションと失業が同時に生じるスタグフレーションを指す。1960年代に所得税・法人税の累進課税を富裕層が受け入れ、中間層がその再分配に与る形での国家・産業界・労働組合相互間支持関係は長くは続かなかった。3者のバランスは1970年代の経済圧力の下で崩壊した。コミュニケーションおよび輸送の技術の劇的改善もさることながら、戦後の先進諸国の再成長のために劇化した競争は特に1971年金兌換停止以降のインフレーションの進展、景気後退、および合衆国の会社に直接感得される不安定化ショックを招来する生産性と会社利潤の緩慢な低下と組み合わさった。それが一因で主要企業の重役の在職期間も短くなり始めた。フォーチュンの取り上げる企業の最高責任者の在位の中でも、要職を占める平均年数は1981年の8.9年から2002年の6.2年まで30%以上も低下した。この未曾有の衰退は、定年制政策の段階的除去と健康の増進を考えると、特筆すべきことである。亢進するインフレーションと高度の失業の持続的な共存が1970年代におけるスタグフレーションを生み出し、合衆国の企業エリート層の圧倒的サポートを得ていたケインズ主義のパラダイムを否認した。旧い枠組み内での解決法を産業界の中流な穏健派が提示するは出来なくなった。この窮状に際し、産業界は政府による規制の緩和と組合労働者への攻撃に打って出た。企業エリート層はビジネス・ラウンドテーブル、次いで合衆国商工会議所 (Chamber of Commerce of the United States of America: USCC) のような旧い組織を再活性化させた。ビジネスを含む実質的な

それでは、銀行の中心性の低下は、企業社会における穏当な勢力としての銀行の役割のどのような変化を物語っているのか。結論を述べるなら、劇化する競争に直面した主導的商業銀行は、業容の焦点を伝統的な資本配分から金融サービス提供へシフトさせたため、その取締役会の本質が変わり、より少数の主導的非金融事業会社の役員に招請を絞るようになった結果、そのネットワーク内の中心性が低下した。その帰結として故意でないネットワークの分裂が生じた。会社ネットワークが疎らになって衰えたことは、銀行の中心性の低下、すなわち meeting place (point) としての商業銀行の地位の低下を引き起こす一方、同時に、会社エリートの集団的利益を成立させる能力を台無しにした。システム全体を保持するつなぎ役としての銀行にとって代わる企業の集団は最早何もない。生じたのは間隙である⁽⁴⁰⁾。商業銀行は、投資銀行に一層似てくる中で、企業社会の権威者、国家の主導的企業間の合意を築く助け役としての地位から降りた。1970年代初めから1990年代半に至る間、会社エリート層が徐々に経営面での考え方の合意や行動の類似性を生み出す能力を失う中、商業銀行は、資本配分の役割における存在感を失い、それまで企業社会で築いてきた集団凝集性⁽⁴¹⁾という力を21世紀以降、何気なく放棄してしまったのである。

6.4 現代会社エリート層の変質

集団が達成した勝利と同時に生まれたそれまでの勢力の消失は、会社エリート層の分裂を導いた。この分裂に伴って戦後優勢であった会社エリート層の中庸さは1970年代に失われた。孤独を好む自己中心的な活動に新たに勤しむ姿が新たな企業エリート像となった⁽⁴²⁾。

全党派に対するショックを受けた本格的な会社の利害の動員は穏健派の労働法改革および新たな消費者および環境規制を打倒した。労働者に対する産業界の強い反発は、全米自動車労働組合の委員長、Douglas Fraser に対し、「一方的な階級闘争」での賃上げ反対に表われた。さらに、Carter 大統領の法人税引き上げからそのカットへの回帰もまた同様であった (Thomas Ferguson and Joel Rogers (1986), *The Decline of the Democrats and the Future of American Politics*, New York: Hill and Wang, pp.100-102; Cf., David & Westerhuis, *op.cit.*, pp.38-40 & p.45, ch.2, 原典注10.)。それは、合衆国の黄金期の終わりの始まりで、今日まで続く非累進課税・減税による再分配政策の否定であり、1920年代前半の経済不平等の時代への回帰の始まりでもあった。また他方、Dodd-Frank 法後の再度の規制緩和の動向については、*Bloomberg* (2019/08/22 14:00) 「アメリカ、投機的投資の制限緩和 ルール改定承認 ウォール街「勝利」」 SankeiBiz (<https://www.sankeibiz.jp/macro/news/190822/mcb1908221400014-n1.htm> (2019/09/30)) 参照。

- (40) Mizruchi, *op.cit.*, ch.7, and also reference to note 12 「Linton C. Freeman (1978), “Centrality in Social Networks Conceptual Clarification”, *Social Networks*, Volume 1, Issue 3, pp.215-239によって発展させられた尺度を用いると、ネットワークは1982年と1994年の間に36%近く下落した」 (Mizruchi, *op.cit.*, p.309.)。; Cf., Mizruchi, *op.cit.*, ch.8, pp.225-226.
- (41) 集団凝集性とは社会心理学および経営学上の概念で、集団が構成員を引き付けて、その構成員を集団の一員となるように動機付ける度合いのことである。集団凝集性が高い程、組織そのものの拘束力が強まり、成果が高まる傾向がある。集団凝集性は集団に所属している自分以外の構成員の魅力や他の構成員との相互作用、他の構成員とどのような目的に向かって協力し合うかということを決定要素とする。他面、集団凝集性が高い場合、当該集団内が外部と隔絶し、批判的な意見を受け入れず、あるいは多様な意見が存在せず、単一化する中で合意に至ってしまう等の弱点を現わす (<https://ja.wikipedia.org/wiki/集団凝集性> (2019/09/12) 参照)。
- (42) Cf., Mizruchi, *op.cit.*, ch.7, pp.195-197. 尚、Mizruchiは、辺の途切れを、特に銀行による非金融事業会社の役員の自行取締役会への招請の絞り込みで説明し、このネットワーク上の変化は、故意ではなく、何気ないエリート層の分裂、破滅の原因の結果であると推測する。このように、ネットワーク理論やグラフ理論は、取締役兼任ネットワークを類型に嵌めてトレースする手段に過ぎず、その前提となる定性的分析は、別途質的な調査を必要不可欠とする。ノードや辺を使った調査において、実質的解釈に使える資料としては、公文書、日記、雑誌、歴史的記録、数値的資料（データ）等、あらゆるものが総動員されてよい。そうした、歴史的観点から実施された優れた定性分析を前提に置いたネットワーク理論の応用研究として、Brayshaw, et al. *op.cit.*がある。彼等は、「……一連のつながりの構築の解釈は、存在した重要な個人および企業の間の接触の可能性を明らかにするが、それは、豊かな相互活動が実際に生じて

組合労働者および政府との闘いに勝利したものの、争いを経て残されたものは何もなく、企業社会は分裂し始めた。この分裂は、大規模事業と小規模事業の間や外国指向企業と国内指向企業間の旧い分割に帰するようなもののみにならず、さらに頂点においてすら生じた。旧い中庸な会社エリート層の面影は1980年代に入った頃にはまだ十分残っていたが、見識のある実用主義的な会社リーダーは消えた。この10年、広範かつ長期的な合意を築くためのリーダーの集団は夙にいなくなり、個別的な利益を追求して各企業が自己の思うがままに経営行動する姿が目につくようになった。1984年にMichael Useemが「インナー・サークル」に関する彼の著書を公刊したまさにそのとき、インナー・サークルは消えはじめていた。この集団の終焉の予兆が、その年代の終わり頃から企業国家アメリカを巻き込んだテイクオーバーの波動の結果として生じた。しかしそれが経営者を悩ませる以前において早くも、会社エリート層はすでに組織化された実体として相当衰退していたのである⁽⁴³⁾。

Mizruchiによれば、新しい最高経営責任者像は次のように変質した。

1980年代のテイクオーバーの波動は合衆国の巨大会社のCEOに逆説的な地位を残した。CEOの報酬はこの10年間の初めに増加し始め、そして1990年までに急増した。だが、会社のリーダーは一層大きな圧力を受けて、以前にもましてはるかに制約された環境の中での事業運営を強いられるようになった。CEOは最早組合労働者の強力な抵抗に直面することはなくなった。国家は尚厄介な存在として見なされていたが、戦後期の相手役であった時と比べてはるかに迎合的になった。しかしながら、CEOは新しい種類の圧力に直面した。すなわち、投資界、より形式的には、資本市場として知られる世界からの圧力である。その圧力は、むろん常に存在していたが、1980年代末までには、1940年代から1970年代を通じてCEOが経験した何にもまして、桁違いに強くなっていた。その最も重要な勢力のひとつが機関株主である。早い時期、1960年代には、合衆国における会社の株式の大半は個人によって保有されていた。しかしながら、続く数十年間にわたって、銀行信託部門、ミューチュアル・ファンド、および年金基金を含む機関投資家が購入する部分が急激に増えていった。1965年において、アメリカの株式公開企業の株式の僅か16%のみがこれらの機関によって保有されているに過ぎなかった。残りは個人によって保有されていた。1990年までには、機関による保有比率は46%にまで成長した。1990年において、最大1,000社の株式公開企業の中で、機関による保有株式は50%であったが、1994年までには57%に上昇した⁽⁴⁴⁾。機関投資家がパイのより大きなシェアを占めるに連れて、彼等は次第に、テイクオーバー、そして企業の出来事への介入、その双方において一層活発になった。その可能性として考えられる一要因は、彼等の投資の純然たる規模である。歴史的に、株主が経営者への彼等の不満を表明する最も共通した方法は持ち株の売却、すなわちウォール・ストリート・ルールであった⁽⁴⁵⁾。しかしながら、一機関の株式所有の規模が一定以上に増えると、相当な損失を被ることなしに売り抜けることは、多大なスリッページが生じるため困難になる。こうした状況下では、時に、“exit”よりも“voice”の行使がより分別のある対処となる⁽⁴⁶⁾。

いたか否かを示す指針を何ら提供するものではなく、「ネットワークの構造分析だけでは、コミュニケーションのチャンネルが採用される詳細な方法や主要なノード間を流れる情報に対してあまり光を投げ掛けることはない」と指摘し、ネットワーク理論の適用に際して定性的分析が如何に必要かつ重要かを強調する (*Ibid.*, pp.987-988.)。

(43) Cf., Mizruchi, *op.cit.*, p.199.

(44) Cf., Useem, Michael (1996), *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, New York: Basic Books, p.25.

(45) Cf., Herman and Safanda (1973), “Proxy Voting by Commercial Bank Trust Departments”, *The Banking Law Journal*, Volume 90, Number 2. pp.102-103.

(46) Cf., Albert O. Hirschman (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press. Mizruchi, *op.cit.*, note 30: 「CalPERSとして知られるCalifornia Public Employees

おそらくは、この新たに経験された社会的混乱の帰結として、CEOの原型もまた変わり始めた。戦後期においては、経済開発委員会（Committee for Economic Development: 以下、CED）やビジネス・ラウンドテーブルの形成に関与する者を含めて、巨大企業の長は一般公衆に広く知られてはいなかった。彼等もまた、圧倒的に、白人、男性、そしてプロテスタントで⁽⁴⁷⁾、さらに彼等は不釣り合いなほど、エリートの背景を有していた。アメリカの最大級の会社の長は、社会経済的な出自の変化の殆どが伝統的な上流階級とは対照的な専門的および経営的なバックグラウンドによって来るものの増勢という社会経済的背景に係わっていた。しかしそれもさることながら、人種や性別において時間的により多様になってきたという証拠がある⁽⁴⁸⁾。エリートの人種や社会経済的な多様性の増大に関連付けられるもののひとつは、必ずしもその帰結というわけではないが、——少なくとも企業間の取締役兼任ネットワークによる測定結果では——エリートの凝集性が1980年代を通じて低下したことである。Davis & Mizruchiが研究したネットワークでは、平均的な銀行の兼任数が1982年における16.4から1994年の10.3まで低下し、平均的な産業企業の兼任数が同期間中8.4から7.2まで低下した⁽⁴⁹⁾。Roy C. BarnesとEmily R. Ritterの研究成果では、Fortune 800社の内の250社に関する分析（a study of 250 Fortune 800 firms）において、1983年と1995年の間にネットワークの密度が20%以上低下した⁽⁵⁰⁾。兼任ネットワークの密度はその以後も低下し続けた。2000年と2010年の間、Standard & Poor's 1500社相互の兼任の頻度は、2000年の平均7.14から2010年の平均4.98まで30%以上低下した。ネットワーク内の任意の対をなす企業間のステップ数の平均値は、1997年の3.21から2010年の4.23まで増大した⁽⁵¹⁾。密度を測度とする凝集性の低下はエリート層の多様化によるネットワーク分裂の帰結であった⁽⁵²⁾。特に、商業銀行は、貸付先である非金融事業会社の稀少な役員の招請元としての役割の軽減を図り、そのネットワーク内の中心性は低下した。その意図せざる帰結がネットワークの解体であった。全体をまとめる銀行に代わる存在は最早ない。生じたのは間隙である⁽⁵³⁾。

1980年代初めまでには、合衆国の会社エリート層は政治的にはより保守的になり、政府の規制、課税、および労働組合への対抗は益々攻撃的になった。Reagan政権がビジネス界寄りの政策を追求するに連れて、改良化された政府および組合労働者の勢力——戦後期の穏やかな合意を形づくる二つの重要な要素——は最早、大企業に対する重要な制約ではなくなった。これら勢力の減衰はエリート層

Retirement System等の巨大公的年金基金が直面した状況の叙述の中で、ニュー・ヨーク・タイムズ誌のリポーターであるSteve Lohrは、「企業国家アメリカにおける彼等の投資はあまりに広範なため、巨額なファンドが、一層長期的な所有者となるようになった。「われわれは、置かれた状況から脱することは容易ではない」とCalPERSの最高投資責任者であるDeWitt Bowman氏は述べている。「それゆえ、われわれが自身のパフォーマンスを高める唯一の途は、企業国家アメリカをより優れたパフォーマンスに駆り立てることである」と指摘した」（NYT, April 12, 1992, 5, with reference to Mizruchi, *op.cit.*, pp.312-313). Cf., *ibid.*, p.214.これに相反する事実とその解釈については、例えば、第4章第2節、第5章第1節を参照されたい。

(47) Cf., Baltzell, E. Digby (1964), *The Protestant Establishment: Aristocracy and Caste in America*, New York: Random House.

(48) Cf., Richard L. Zweigenhaft and G. William Domhoff (2006), *Diversity in the Power Elite: How It Happened, Why It Matters*, Lanham, MD: Rowman and Littlefield.

(49) Cf., Davis & Mizruchi, *op.cit.*, p.228.

(50) Cf., Roy C. Barnes and Emily R. Ritter (2001), "Networks of Corporate Interlocking: 1962-1995", *Critical Sociology*, Volume 27, Issue 2, p.204, 原典表3「単一、多重および総合の紐帯で測ったネットワーク密度, 1962-1995」.

(51) Cf., Chu & Davis, *op.cit.*

(52) Cf., Mizruchi, *op.cit.*, pp.215-216.

(53) Cf., *ibid.*, p.196.

の政治的結束のレベルを引き下げるとして逆説的な効果を持った。本章第1節で定量的な研究成果によって明らかになった合衆国における商業銀行の戦略の変化がネットワーク上におけるその中心性を、例えば平均次数の低下にも表われるように引下げたが、その理由についてはさらに詳説する必要があるかも知れない。すなわち、1970年代-1980年代を通じて、ビジネス主導の国家を通じて、組合労働者の権力の骨を抜くことに成功し、政府と組合労働者の力関係の相殺・中立化したビジネス界が、ネットワークの凝集性の低下に一部貢献した。すなわち、皮肉なことに、ビジネス界が成し遂げた反対勢力の中立化は、究極的には、会社群の幅広い利害と取り組むために結束して活動する会社の能力を掘り崩した。実質的に産業界の目的の全てを達成し終えた後、産業界は政治的に組織化を図り、結束する必要性は最早なくなっていた。（その最初のサインは、Reagan大統領の1982年の増税を取り巻く交渉において明らかであった。Reaganは、赤字の累積に直面して、法人税の増加を受け取り、他方、彼が望んだ個人の所得税の減税は、これを保護した。）合衆国の会社エリートが集団行動に明白に参加できなくなったことと取締役兼任ネットワークの凝集性の低下の関係について考えるひとつの説明は、反対勢力の崩壊によって、重役が他社の重役と相互に結び付く誘因を減らしたというものである。これは、George Simmelの外的脅威に対する内的凝集性の仮説とは逆のケースにあたる。経営者は、組合労働者（と政府）の猛烈な反対に応じて取締役兼任制による紐帯を創り上げていたのかも知れない。階級的組織原理は、集中の度合いを高めている経済活動の諸単位がかつてなく結びつく内包的かつ拡散的構造の企業間所有と重役兼任のネットワークの所産であった。これらネットワークは、産業界の一部を明確に分立させるが、この部分の戦略的な位置と内部組織が、産業界全体を代表して政治的リーダーシップを発揮するよう駆り立てられていたと考えられる。こうしたUseemの指摘通りなら、そうした反対者なしに経営者が組織化を図ることに最早利益を感得することはなくなったものと考えられる⁽⁵⁴⁾。むしろ他方では、商業銀行の重要性の低下、そして前節でデータの見たサービス毎の手数料獲得への商業銀行の業容のシフトは、商業銀行を企業間衝突の調停者としての役割の放棄へと導いた。そして最終的には、1980年代の10年間の後半に頂点を迎えたティークオーバーの波動が、経営者が戦後期に謳歌した自律性に対する主要な脅威を創り出した。このティークオーバーの波動は概して敵対的であり、それはFortune 500社の3分の1近くを除くことになった。この運動は20世紀初め以来主導的な合衆国の株式会社が享受してきた安定を壊滅的に破壊した⁽⁵⁵⁾。結果は、少なくとも1940年代以降には企業社会のトップに君臨した、中庸で実用主義的

(54) Cf. David & Westerhuis, "Comparing Corporate Networks in a Long-Term Perspective", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, p.38. Simmelの外的脅威に対する内的凝集性の仮説については、Kurt H. Wolff, translated, edited, and with an introduction (1950), *The Sociology of Georg Simmel*, The Free Press, pp.94-95; Cf. Useem, *op.cit.*, p.194. 前掲訳、325頁を参照。また、ビジネス界と労働組合や消費者団体の間の交渉能力上の関係・格差の時間的推移に関する論文として、伊東光晴（2016）『ガルブレイス——アメリカ資本主義との格闘』岩波書店、がある。参照されたい。

(55) 生き残った会社は事業を効率化し、被買収防衛策を採用し、ティークオーバーを制限するよう国家・政府に働き掛けた。こうした活動が究極的に敵対的な乗っ取りを緩やかにするよう作動したが、所有者と経営者の間の関係は永続的に再構築された。1980年代以降、所有者と金融アナリストは緊密な関係を築いて、経営者を、殆ど専ら株主価値の観点で言う成果について監視するようになる。機関投資家がどの程度企業経営者に圧力を掛けるかについては、繰り返すように議論が分かれるが、経営者は、この買収運動以降、投資界からの制約を益々強く受けることになった。アナリストと格付け会社も同様の圧力を行使した。このグループは、ひとたび名声を得た多重兼任取締役の実践を、それが会社の管理を阻害するものと見做して非難し始めた。株主価値の追求はさらに1990年代、またそれ以降も、長らく買収の波動を大きくすることになった。株主価値の論理がかくも徹底して制度化されたため、経営者自身の地位を危うくする負の意味合いを持つにもかかわらず、その経営論理を取り巻くことになった。CEOへの支払いのこの時期を通じたかなりの増加もこうしたイデオロギーの経営者による受容を容易にした（Cf. David & Westerhuis, "Comparing Corporate Networks in a Long-Term Perspective", in David & Westerhuis eds., *op.cit.*, pp.39-40.）。だが、2019年8月20日現在、株主価値至上主義のグローバルな風潮からいち早く脱しようとしているのが経済格差の拡張による社会的分断に遅まきながら危機感を抱き始めた当の合衆国の財界人達である。この点には後の小括2で改めて言及する。

で、しかも良く組織化されたエリート層が消え始めた新しい時代の到来であった。CEDは、昔の面影をなくし、国家の政治生命の中であって殆ど見えない存在になった。一時は復活したビジネス・ラウンドテーブルも、1986年税制改革をめぐる衝突で面目を失い、後景に退いた。会社エリート層、戦後期において国家的問題を解決する上で重要な役割を果たした集団⁽⁵⁶⁾は、今日的な意義を失い、増える一方の問題の解決能力をそのメンバーが失う時期に入る継ぎ目で分裂していった。1990年代初めまでには、アメリカの会社エリート層の衰退を目の当たりにするようになった。この衰退は、幅広い社会にとってのみならず、企業社会そのものにとって深刻な帰結をもたらすかも知れない⁽⁵⁷⁾。辺の途切れ、密度の低下、ステップ数の増大というネットワーク構造上の変化の背景にはMizruchi等が明らかにする、これだけ多様な合衆国内企業エリート層の質的変化があったのである。

そして、以上のようなMizruchi等がデータの的に考察したのは、取締役兼任制ネットワークの解体の端緒をなす1980年代半以降の旧商業銀行の（企業エリート層）の地位の著しい後退と金融危機を経て旧商業銀行から転進した金融コングロマリットおよび21世紀以降急速に進展して資金分配機能の大部を奪取したBlackRock等ビッグ・スリーはじめ大手資産運用会社双方の取締役会長またはCEOから成る新企業エリート層への権限委譲についてである。すでに見た可能性として現われる会社支配構造の空洞化が、支配構造そのものの喪失（株主権の喪失という意味での支配構造の「空洞化」という転形）を意味するのに対し、前の事項が転形前後の会社支配構造双方に君臨すべき法的主体の交代を意味する点で、両者の間には、システム・リスクによる金融危機時に転形する構造そのものと構造主体との相補関係を認めることができる。

但し、以上の考察は、繰り返しになるが、次の一点だけ留保を要する。

第5章第2節内脚注(10)で述べたように、企業エリート＝取締役・重役と資本家階級との間に一線を画すMizruchiの見解と同様の見解をCarrollも採るが、Carrollは通用の見解通り、生産手段を所有し、資本蓄積に魂を息吹く階級関係の担い手である人格化を資本家と見なすから、企業エリートが自社株保有を積み増すことで、同時に支配的出資者＝資本家に成り上がる余地を認める。むしろ取締役兼任ネットワークのグローバル化を資本蓄積や支配の手段でないと見なすから兼任取締役の全てが資本家ではない。このCarrollの見解に従えば、Mizruchiが指摘する企業エリート層の凋落は、1980年代半以降、特に、20世紀初めの金融危機を経て、大手投資銀行が転進し、あるいは巨大商業銀行に吸収・買収され、金融コングロマリットに成り代わるまでの旧来の銀行界・財界に関する現象であり、第2章第1節で言及した通り、新しい銀行界・財界の企業エリート、特に銀行の企業エリートは、米系金融コングロマリットの世界的地位の相対的低下に伴い、以前程の力を持たないにせよ、持株比率を上げることによって相対的個人大株主層に相変わずくい込み、支配的出資者＝資本家として企業支配に君臨し続ける場合があると考えられる。

(56) M. Useem (1984) によれば、これらの「企業外交家」は、特定部門の利害を超えた幅広い事業世界の利害を統括する見解を明確に持っていた。また、彼等は他の取締役よりもはるかに広範に政策組織に参画し、(彼等の取締役としてのキャリアを前後して) 公的サービスの任務に就くことが多い。これが、第4章第1節の補論で見たような「リボルビング・ドア」を通じた実業界と政府高官の交流である。Cf. Chu & Davis, *op.cit.*, p.5; ビジネス・ラウンドテーブル [1973年創設] の席を三件兼任重役の15.0%が占め、その値は、一件重役の比率の5.2倍であった。また、同じく三件重役の19.0%がビジネス・カウンスルに席を占め、その値は一件重役の比率の7.6倍であった。さらに三件重役の12.8%がCEDに席を占め、一件重役の比率の4.4倍、あるいはまた、三件重役の23.0%がコンファレンス・ボードに席を占め、その値は一件重役の比率の4.6倍、そして最後に、三件重役の15.0%が外交評議会に席を占め、その値は一件重役の比率の3.8倍であった (M. Useem, *op.cit.*, p.73, Table 3.5. 邦訳, 122頁, 表3-5「経済団体のメンバーまたはリーダーになっている重役の割合 (インナー・サークル序列別)」。このように、「主要な株主、最高経営者、あるいは双方の何某かの組み合わせによって支配される階層的な組織として、巨大会社はしばしば抜けた優位を誇る構造を持つ。しかしながら、会社エリートは、資本家階級とは異なる。たとえ、会社エリートが「組織化された少数派」としてその階級の協調的なエージェンシーとして、同階級の「最前線」に位置する場合があるとしても、である」(William K. Carroll and Jean Philippe Sapinski (2011), "Corporate Elites and Interorganizational Networks", in Peter J. Carrington and John Scott eds., *The SAGE Handbook of Social Network Analysis*, SAGE Publications, pp.180-181.)。これら企業エリート層＝「企業外交家」の権勢も、本章最後の留保事項を例外として、1980年代半以降、急速に衰えることになる。

(57) Cf. Mizruchi, *op.cit.*, ch.7, p.221.

小括 1

合衆国に限らず、その他の諸国の巨大企業も現代では多国籍化しているから、その所有と支配も本来グローバルな観点から分析されて然るべきである。本稿では、先ず、資本主義国のいま尚大宗を成す合衆国内の巨大企業を、SECの2011年7月16日発効 § Title 17 CFR § 240.13d-3の再採択によって再編された株主の財産権に立脚して、BlackRockはじめビッグ・スリー等、大手資産運用会社を軸芯とする機関投資家＝法的株主を媒体に、それら資産運用会社の相対的大株主層を成す支配出資者、その他、所有者にして同時に専門経営者でもあるKoch兄弟に代表される現代版Rockefeller一族および目下増勢中の遺産相続人の中でも特に35歳以下の遺産相続人＝自然人としての超富裕層を加えた支配出資者が所有を通じて配下に支配する現状を認識した。併せて、ビッグ・スリーの筆頭格のBlackRockのパッシブ運用の基となる「頭脳」、Aladdin®の世界的金融界での共用が孕むシステミック・リスクの発現可能性を指摘した。

後半では、グローバル化した企業支配構造ないしは所有の連鎖の分析についてまとめる。

ここでは、一先ず、合衆国国内の巨大企業の支配構造に関する以上の前半を概観・整序し、小括として提示しておきたい。

合衆国内では、20世紀央以降始まる機関投資家の台頭に始まり、21世紀以降、20年足らずの間に、BlackRockを筆頭とする一部巨大資産運用会社への議決権またはそれに包含される委任状行使権力の集中による寡占体制が形成され、その顕在的・潜在的な権力の帰趨、および、いまだ会社所有で約5割を占める個人投資家の中でもKoch兄弟等をはじめとする個人大株主による所有と支配、さらには観測点1982年現在、Demsetzが明らかにした専門経営者による所有と支配の現下の実態が問題になる。すでに明らかになっている結果を、私見を交えて整序すると以下ようになる。1980年代まで、銀行界全体による「金融ヘゲモニー」に基づく資本割当てで非金融事業会社の資金調達を強力に制約し、固有ベクトル⁽¹⁾等で測って企業間ネットワークの中で中心性の最も高かった大手商業銀行は、

- (1) P. Bonachichが開発した方法 (P. Bonachich (1972), “Techniques for Analyzing Overlapping Memberships”, *Sociological Methodology*, Volume 4, pp.176-185) を取締役兼任ネットワークの分析に応用したP. Mariolisによる中心性の計量モデル (P. Mariolis (December 1975), “Interlocking Directorates and Control of Corporations: The Theory of Bank Control”, *Social Science Quarterly*, Volume 56, Number 3, pp.425-439.) について考えることから始めたい。Mintz, Schwartz他 (Mintz and Schwartz, *op.cit.* の巻末の Appendixes: Data Collection and Analysis for the Mathematical Analysis of Corporate Networks は、Mintz, Schwartz 両氏の他、W. Atwood, J. Bearden, P. Freitag, C. Hendricks, P. Mariolis, M. Mizruchi, D. Palmer, 以上9氏による共筆である) によれば、ごく限られた数の会社間の取締役兼任関係において中心的な会社を見出すのは容易であるが、1000社を超えるほどの数多い会社間のネットワークについて、中心性の序列を見出すことは難しい (*Ibid.*, p.262.)。そこで彼等は、Mariolisのモデルを基本に、ネットワークにおける会社の中心性を、兼任で結び付いている企業数、各企業を互いに結び付けている兼任の数、および、兼任で結び付けられている各企業の中心性、以上の3要素で、次のように規定する。

$$c_i \sim \sum_{j=1}^n r_{ij} c_j \cdots \cdots \cdots \textcircled{1}$$

但し、

r_{ij} = 会社 i と会社 j の間の取締役兼任の関数として固定される兼任関係の強度。

c_j = 会社 j の中心性。

n = 会社 i と取締役兼任関係を持つ会社数。

式①によれば、会社 i のネットワークにおける中心性 c_i は、兼任関係を結ぶ任意の会社 j との兼任関係の強度 r_{ij} を会社 j の中心性 c_j で加重した値の、 n 社についての総和に比例する。これを、比例定数 λ を用い、行列で定義すれば、

特に21世紀に入って以降、その資本分配機能を機関投資家一般に委ねると共に、会社支配のピラミッド構造の最上部の地位を資産運用会社の寡占体制に譲った。

- ① Title 17 CFR § 240.13d-1で規定されるSECへの情報公開義務基準となる5%および、機関投資家に対する報告義務基準となる10%超〔13d-1(b)(1)に記載された支配目的を有しない場合、対象者は主として機関投資家に限られるが、開示は簡易な手続きで代える事が可能である。だが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開示義務が生じる。この点に係わる法規定⁽²⁾等について、詳しくは、第3章内脚注(1)、さらには第3章第2節内補論「資産運用会社

$$\lambda \mathbf{c} = \mathbf{R} \mathbf{c} \cdots \cdots \cdots \textcircled{2}$$

となる。従って、 $(\mathbf{R} - \lambda \mathbf{I}) \mathbf{c} = \mathbf{0}$ である。ここで、 \mathbf{R} は兼任関係の強度を表す n 次の正方行列、 λ は固有値で、 \mathbf{c} は固有値 λ に対応する \mathbf{R} の固有ベクトル、 \mathbf{I} は単位行列、 $\mathbf{0}$ はゼロベクトルである。また式②は方程式の数より一つ多い未知数を含むので、その解は裁量的なパラメーターを持つことになる。そこで中心性の値が最大の会社を1とすれば、各中心性はそれとの比例関係で一義的に決定されることになる ($0 < c_i \leq 1$)。但しその算出では、各企業間の $\sum_{j=1}^n r_{ij} c_j$ のバラツキを最大にするために最大固有値が選ばれる。

式①の定義では、中心性の意味を、例えば会社間の支配機能や情報交換機能等に求める場合、各機能の強度を表わす中心性の高い会社とより強く結合する会社の中心性は高くなる、という認識に基づいて、両辺に比例関係が仮定されている。この前提は現実妥当性をもつように思われる。しかし式①によるモデル計測がネットワークの特性分析の方法として適当かどうかは、ネットワーク上の各2社 (i, j) 間を結ぶ兼任関係の果たす特定の機能の実際の強度が、兼任数の関数として固定された変数 r_{ij} の計算値からどの程度乖離するかに依存している。そのズレが、相互依存的な関係によって算出される各社の中心性の値の序列を当該機能に関するネットワークの階層から乖離させることになるからである。

式①についてさらに注意すべき点として、式①の両辺を等号で結ぶことは誤りである。理由は二つある。第一に、 r_{ij} が任意の測定値であれば、 $c_i = \sum_{j=1}^n r_{ij} c_j$ の下では、一般に $c_i = c_j = 0$ でなければならない、従って中心性 c_i は意味を持たない。これは等号で両辺を結ぶこと自体が中心性の定義として妥当ではないことを意味する。そしてあえて等式を前提に、解の技術的な可能性のために左辺に λ を掛け、算出した最大固有値に応じて中心性の値を求める場合には、それは、非零解を得るための数理的な操作であり、解かれる問題の内在的な必要からなされたものではない、という二木氏や汪氏が指摘する問題が生じることになる(二木雄策(1984)「株式持合いにおける個別企業の役割——その測定方法について——」『国民経済雑誌』(神戸大学経済経営学会)第149巻、第2号、48頁、および、汪志平(1994)『日本巨大企業の行動様式：1980年代の所有と支配』北海道大学図書刊行会、86ページ)。第二に、この等式を単位系から見ると、中心性 c_i の単位 $= r_{ij} \times c_j$ の単位、であるから、 r_{ij} は無単位でなければならない。しかし r_{ij} が無単位になるのは、2社の取締役を兼任する人数 b_{ij} を両社の取締役会を構成する人数の積の平方根 $\sqrt{d_i d_j}$ で除した値で r_{ij} を定義するMariolisによる変数規定等の例外的な場合に限られる(Mariolis, *op.cit.*, pp.429-430, footnote (20))。これに反して単位を持つ数値を r_{ij} に代入する場合には、等式そのものが単位系として成り立たず、等号で結ぶこと自体が誤りとなる。以上の二点によって、定義式としては、式①のように、比例関係を前提におく方が適切である(Mariolisは、1975年の論文において、明示こそしていないが、定義した兼任関係の強度 $r_{ij} = b_{ij} / \sqrt{d_i d_j}$ が無単位になる点を踏まえ、その場合には、式①を等号で結ぶことが可能になると考え、等式で計量モデルを提示したものと考えられる。その後、彼は、中心性の計測のための方法を共同開発する目的で集ったMintz, Schwartz たちの先に言及したグループに参加し、その共同研究の成果として、比例関係で中心性を定式化する計量モデル、①が提示されている。Mintz & Schwartzの前掲原典の巻末のAppendixesでは、式①が比例関係でなければならない筆者が述べた二つの理由の内、単位系の問題は特に指摘されていないが、比例関係が選ばれた背景には、おそらくMariolisのこの問題に関する助言があったものと推察される)。

- (2) すでに本章内脚注(1)で詳説したように、規制の対象を企業買収を含め、包括的な支配一般とした場合、現行法では規制しきれない合法的手段が少なくとも四つある。概要を繰り返すなら、①スケジュール13Dでは大量保有報告において被取得会社の将来に関して、如何なる計画ないし意図を有しているのかについて相当に詳細な開示をすべきこととされるが、合衆国法の特徴として取得から10日以内に報告がなされれば良いとしており、報告までの期間が比較的長い。〔2008年現在〕幾分古い実証研究によれば、報告までの猶予期間中、買収会社は平均して標的会社の13.9%を買増すという事実もある。この意味で報告制度に基づく開示は市場の速度に追いついていない。②株式所有が少数持株支配の基準として採用されることの多い5%ないしは10%に満たない場合でも、所有に

と信託会社について」を参照されたい] 程に上る水準の少数持株を「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「直接・間接」の「投票権を含む議決権」の「共有」で、所有権をさへ上回る権能を掌握しうる支配権の全てが少数資産運用会社群（『受益的所有者』群）に21世紀以降益々集中して来た。

- ② Demsetzによれば、Fortune 500社（1975年ランク付）の最大10社の観測点1982年に至る10年間の経営者による所有平均比率は2%，リスト内中間10社，最下位10社併せた会社の株式の約20%を経営者が所有している。また、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社の会社における取締役・経営者の平均持分比率は約18%である。
- ③ その結果，資産運用会社を頂点とする機関投資家を配下に治める個人大株主または相対的個人大株主層が所有者支配の可能性をいまだに持つことが分かる。それら主体である「価値のある資源」の所有者がその利益を守ろうとしない経営者に会社支配権を預けると考えることはDemsetzの指摘通り馬鹿げている。しかしMizruchiは，それも暫定的な結論に過ぎないとみなす。
- ④ Mizruchiによれば，企業エリート層が取締役兼任ネットワークの中心に位置し，さらにリボルビング・ドアを通じて政財界を自在にコントロールしようとした時代は，同ネットワークの1980年代央以降の凝集性の低下に伴い過ぎ去り，彼等はいまや合衆国政財界を背負って立つ利害の調整役から何気なく降りている。もしそうであるなら，欧州の過去の諸帝国の崩壊時にも似た時代の始まりを現在の合衆国に見出せると彼は指摘する。だが，ネットワークがグローバル化したいま尚，たとえ金融危機を経てかつての巨大商業銀行が転進した金融コングロマリットの企業エリートが，世界的に見て相対的に米銀の地位が落ちたとはいえ，自行その他の企業の持株比率を上げているなら，相対的個人大株主層にくい込んで，支配的出資者＝資本家としての地位を維持・再構築しているものと見なすのが至当であろう。
- ⑤ (1) 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%を超える再度の上位資産運用会社を軸芯とする機関投資家への極度の「直接」的な株の所有（mandate ownership）の集中，これに，信託契約によらずとも，議決権の代理行使，すなわち委任状の権利行使を手数料を得て与るShenker等のいわゆるnew mandate owners⁽³⁾に集中する支配力という現実が重なり実現する「調整，合意，関係」等を通じた「直接」的議決権の集中を超える「投票権を含む議決権」

に基づく議決権を超える委任状行使権利に基づく投票権の併用で標的公司を実効支配することが可能な場合がある。

③さらに，一株主では少数持株支配が不可能でも，例えばビッグ・スリーによる共有で，相当高い持株比率に基づく合算ベースでの投票権を含む議決権による実効支配が可能な場合がある。但し上記脚注(1)で触れたように規則13d-3(a)における受益的所有者の規定の要約趣旨，すなわち，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・間接に投票権を含む議決権または証券の処分権を所有または共有する者の「共有」の如何なる解釈に基づきうるものなのかについては，本稿（中）で再三言及したように，寡聞にして不明であり，本稿（中）末尾に置いた本稿（上）の訂正⑦にも関連して今後の課題として残る。④また，最低大量保有報告義務基準，持株比率5%に満たない例えば4.9%所有でも標的公司のCEOあるいは取締役の罷免権等の権限を掌中に収めることが出来るかも知れない。最後に注意すべき点として，上記規制にある「支配の意図」を事前に殊更表明する機関投資家はいない。むしろ，潜在的な支配の主体は関連する事態の推移に応じて融通無碍に振舞うことができる。

- (3) 新しい委任契約所有者＝資産運用会社；Cf, Shenker, et al, *op.cit.*, Figure 1– Asset Management Decoupling through Mandate Ownership (3-2図) & p.4.

の「共有」、(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)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しい遺産相続、さらには、(4)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(2)(3)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を配下に治める支配出資者＝資本家として規定できる。Reich等が明らかにした現代増勢の最中にある遺産相続者、特に35歳以下の新興超富裕層が株式等の相続でその地位に就いているという事実をこの推論に重ねると、法律的には資産運用会社をはじめとする機関投資家が台頭しているが、究極的な経済的な所有者（true owner）としての超富裕層が古典的な財産権の帰属者になっていることが窺われる。むろんさらにそれら超富裕層が資産運用会社等の機関の個人大株主または相対的個人大株主層である場合には、彼等こそ、経済的な真の所有者にして同時に支配者であることになる。また、おそらく、先の4階層は相互に交錯していよう。

- ⑥ 相互的なミューチュアル・ファンド形態を採るVanguardでは、同社の自己資本利益率の極大化ないしは、その維持・発展に要する利潤の獲得が目標となる。そして、そこでは、各出資者が総体として、同社を構造的に支配していると見なすことができる。
- ⑦ 北原氏による「会社それ自体による所有の実質化」、および、物象化論を支柱とする会社自体による生産手段の所有の理論が提示されているが、「所有の二重化」した一方の生産手段は、あくまで株主によって間接化されて所有されていると理解すべきであろう。
- ⑧ 他方、資産運用会社寡占、事実上の独占体制下で、かつ、例えば、資産運用者の大半がBlackRockの全社的プラットフォームであるAladdin®でリスク管理をすると、相場が急変した時に、同じプログラムによってどの銘柄も同じように自動売買されてしまい、結果的にボラティリティーが上昇する可能性があり、一様な市場の期待形成から生まれる波乱相場を契機に果敢に実行される投機を媒介に、Hilferdingがかつて鋭くも洞察した「独占は投機の死」という指摘に伏在する逆説として、Keynesのいわゆる「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に企業を化す新たな危険が出てきた。すなわち、パッシブ運用比率の上昇と完全に一様ではなくとも、現下、世界の金融資産の7%のリスク管理を担うリスク・マネジメント・インベストメント・プラットフォーム、Aladdin®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ム・リスクの何れか一方または両方が一旦発生すると、信用破綻の連鎖が波及する結果、数え切れないという意味では無数の企業の経営存続が危ぶまれ、延いては清算に追い込まれる結果、株主権そのものが消失するに至る企業支配構造の「空洞化」とでも呼ぶべき事態が生じる。
- ⑨ ボラティリティーの上昇によって動揺する市場で横行する投機の強度は、パッシブ運用の比率の高さとリスク管理の一様性に依存する。後の第10章で見ると、BlackRockの「頭脳」Aladdin®が導く運用資産額が年々増加するに連れて、両者共に非常に高い水準に達している。むろんリスク管理面で残る多様性の程度に応じて選出される優良銘柄が資産運用会社毎に違ってくれば、波乱相場はある程度鎮まるから、それゆえ、同管理の一部の一様化でさえ起こりうるシステム・リスクを描くとすれば、分析の対象は、一転、限定的な可能性としての金融恐慌による非常規的な支配の「空洞化」から、常規的な資産運用会社を媒体とする支配出資者

やその他所有者としての専門経営者を含む超富裕層に潜む支配出資者による会社支配、さらに、現実には密着してその外形を探れば、第9章で見ることになる Vitali 等が描く強連結成分⁽⁴⁾を中枢とする入口での所有のインフローと出口での所有のアウトフローを持つ TNCs の蝶タイ状の TNCs 間を結ぶグローバルな所有の方向で構築される支配構造へと移行することになる。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・スリーの実事実上の独占と、現下 7% 相当のリスク管理の一様性によって実際に生じう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、あるいはシステミック・リスク発現の際には全面的な金融恐慌の結果、株主権そのものが消失するに至るという意味で、支配構造そのものが空洞化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、Demsetz の研究によって見た経営者層自身の持株増大にもかかわらず、特に取締役兼任ネットワークの凝集性を低下させ、その権勢を自ら放棄するに至った 21 世紀以降〔おそらくは金融危機を経て、特に JPMorgan Chase & Co. はじめ金融コングロマリットが、かつて程の権勢には及ばないにせよ、復活するまでの間〕の合衆国の旧銀行界・財界の企業エリート層の凋落という現実がある。但し④で言及した通り企業エリート層はかつての商業銀行・投資銀行の金融コングロマリットへの転進と併行して、持株比率の引き上げを通じて相変わらず相対的個人大株主層に食い込み、支配出資者＝資本金家としての地位を維持し続けているものと推察される。むしろ、新しい金融界を牽引する金融コングロマリットとはいえ、貸し手としての利鞘獲得から個別案件での手数料収入獲得に本業のウェイトがシフトしていることは紛れもない事実であり、さらに、この点に加えて、グローバル化した取締役兼任ネットワークにおける中心性を北大西洋沿岸諸国間に見た場合にはドイツ企業に幾分とも移行しているものと推察される。この二点に合衆国の新しい銀行界、したがってまた銀行の企業エリートの弱点を認めることができよう。但し、「ソシオメトリック上のスター〔他の成員からの選択が集中している者〕がネットワーク集積にとってきわめて重要な場合、ヨーロッパと〔依然〕合衆国の金融機関が中心に来る。〔だが同時に〕実際には、主成分は、主に、英国を拠点とする Barclays、フランスを拠点とする AXA およびドイツを拠点とする Allianz をめぐって連結された 3 つのスターからなる星座である」⁽⁵⁾。以上、本項で言及したような二様のシステミック・リスクの発現による会社支配権の「空洞化」と新旧企業エリートの後退、この両者の間隙を突くべく、TNCs が織り成す所有の連鎖構造が、外形上の支配の実相を現わすのである。

- ⑩ ところで、繰り返すように、上記の限定的で可能性としての所有支配の「空洞化」は常規ではない。通常の会社支配構造下では、パッシブ運用下での経営者に賛同する方向で資産運用会社は自身が網羅するファンドの投票権を調整して能う限り一致させて控え目に行使すると同時に、株主総会等の合議の場に先立つ一年程前から水面下で、会合を重ね、自己の主張を会社に押付けようとする。こうした BlackRock の Fink 会長兼 CEO の支配行動が象徴するように、大量保有情報開示義務を回避して運用の手の内を晒さないようにするために投票権の棄権を含む

(4) 同成分は営業収益で TNCs 全体の 18.7%、TNCs の数で総数の 0.7% を網羅する（第 1 章第 3 節、補論「Vitali 等によるグローバルな会社支配構造研究」内、図 14：原典図 2「ネットワーク・システムの構成形態」内、A および B の SCC の箇所を参照されたい。尚、観測点は 2007 年（Vitali, Glattfelder & Battiston, “Supporting Information”, p.3.）。

(5) Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, ch.3, p.65.

調整行使と水面下での運用先への強硬姿勢が大手資産運用会社の支配を特徴付ける。そうした資産運用会社を中心とする機関投資家による合議の場での支配、そして、それ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の配下での構造的支配が常規・標準である。

- ⑪ 逆に言えば、資産運用会社はパッシブ運用下“voice”を見せはするが、それは1-2年の短期の運用先の業績改善策であり、Carrollの指摘通り、金融化を通じた蓄積の新自由主義のうねりの中、十分な利益が期待できないと判断を下した会社には“exit”を突きつけ、資本を引き揚げる。こうしていまだにウォール・ストリート・ルールは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、投資社会に根付いている。特にミューチュアル・ファンドで細分化された会社所有はフラックスで不安定であるから、支配権の移行も速い。これが合衆国における常規で、狭間に、時折、一様化の傾向を見せるリスク管理の下、ボラティリティー上昇によって価格が乱高下する結果、「投機の渦巻きに翻弄される泡沫」に企業を化し、あるいは幾千通りのシナリオを描くリスク管理や運用上の予測であれ、真の不確実性下、失敗して、システミック・リスクが一旦発現すれば、結果は信用破綻の連鎖による世界金融恐慌である。信託機関を通じてAladdin®を利用する個人大株主もまた、その際、危機に巻き込まれるであろう。残る企業エリート層、特に巨大金融機関の経営者層は、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、Mizruchiによれば、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。しかし、金融恐慌を経て、商業銀行・投資銀行が転進した金融コングロマリットは、世界的に見て、時間的に相対的な力を落とし、それゆえまたその企業エリート層も以前程の権力を最早持たないが、持株比率の引き上げを通じた個人大株主または相対的個人大株主層に依然くい込み、支配出資者＝資本家の一角を占めて、会社支配に参画している。だが繰り返すように、金融コングロマリットの手数料収入業務への大幅なシフトに伴う、資本配分機能における機関投資家一般との交代の事実是否めない。以上が私見を交えたMizruchi, Carroll, Davis等の議論による合衆国内の会社支配をめぐる実態である。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〕」以下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支配である。ここで興味深い疑問が生じる。資本家階級そのものとは一線を画される、Mizruchiの解釈では、いまでは過去の実在となった企業エリート層が、協調的なエージェンシーとして、同階級の「最前線」に位置する場合がかつてあったとして、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等企業エリート層の代役を務めるか、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点でも、さらに、国内準政府金融機関はもとより、欧州のECBの資産運用をさえ担い、各国政府首脳とも深い利害関係を結び、経済政策面にもコミットするBlackRockのFink会長兼CEOの存在に象徴される政財官界への深いくい込みから判断しても、投票に纏わる利益相反の壁を乗り越え、おそらくは答えはイエスとなろう。ところで、第5章第2節内脚注(10)で述べたように、殊に大手資産運用会社の支配出資者をその他の個人大株主または相対的個人大株主層を成す超富裕層と共に間接的に生産手段を有する立場にある資本家と見做す筆者の資本家範疇をめぐる見解は、資本蓄積と〔会社〕支配を離れた取締役兼任ネットワークはいかにグローバル化しようとも、それは、兼任取締役一般を資本家と見なすことにはならないと裏から主張するCarrollの見解と相通じる。この見解にしたがうなら、企業

エリートを資本蓄積に魂を息吹く階級関係の担い手である人格化である資本家＝支配的出資者と見なすためには、その者は持株比率を上げなければならず、この点は株式企業形態を採る大手資産運用会社の専門経営者についても同様である。むしろ、第2章第3節で言及したように、BlackRockの会長兼CEOであるFinkでさえ、同社に占める持株比率が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、株式企業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おそらく並べて低い。しかし重要な点は、(1)彼等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、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%のブロック所有者として同ネットワークの著しく密集した相互に結び付き合う軸芯を成し、それにより相互に自社の維持・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的ツールとして、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。またそうした法的地位にある大手資産運用会社ははじめ金融機関であるからこそ、その相対的個人大株主層の代表的存在としての取締役会の会長またはCEOは株式会社一般の相対的個人大株主層としての専門経営者にはない大きな権能を掌中に収めているといえよう。

- ⑫ ④で述べたように、企業エリート層の凝集性は低下したが、それは合衆国財界・金融界に特殊限定的な現象であり、巨大企業、とりわけ産業企業は、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、本稿の冒頭で見た、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…」⁽⁶⁾にあって依然歩まざるをえず、今後の世界展開に向けたその戦略は、さらに加速するであろう。
- ⑬ 残る問題は、合衆国内ではMizruichiの指摘するいわば孤独な独自路線をとり、言い換えれば、個別資本としての生き残りを賭けはじめた非金融事業巨大会社——内部に金融子会社を抱えたGE、国外日本では「トヨタ銀行」と呼ばれる程資金面での余剰を持ち、2018年11月6日現在、社外大株主筆頭の日本トラスティ・サービス信託銀行(株)による持株が381,267千株⁽⁷⁾で、自社自らが筆頭株主になるまで金融化し、トヨタファイナンスを通じて融資取引(販売店向け事業資金・個人向け住宅ローン資金)、個別信用購入斡旋取引、信用保証取引、リース取引等をはじめ、尚スマホ決済、商用車リースを展開すると同時にアジアを拠点に海外販売を加速する等の動きを見せるトヨタ自動車やネット販売で世界を席卷し、企業の時価総額でApple社をさえ追い抜いたAmazon等に代表される現代の巨大会社が、さらに、GPNs, GFNs, WCs, OJs等のいわば中枢ノード(頂点)間で、どのような戦略を今後展開していくことになるかであろう。特に合衆国はじめ先進諸国のTNCsがそのGPNsをWTOの設定する競争条件のイコール・フィッティングが形づくる共通の土俵の上で、主に国内では研究開発・マーケ

(6) 小松、前掲書、214頁。傍点は著者。

(7) <https://www.toyota.co.jp/jpn/investors/stock/outline.html> (2018/11/19)を上回る自社株所有、393,737千株(2018/11/6付公表の「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」参照)。

ティング・販売部門に特化した活動を行い、生産・調達を外部化する戦略で世界的に構造化を図っている点は、増田氏の研究成果に依拠してすでに第1章第2節内脚注(35)で述べ、第4章第1節で再説した。そして、それらTNCsが上記GFNs内に存在するBlackRockをはじめとする資産運用会社、その他MNBs等の金融機関を中心とした所有関係に基づく支配構造の中でどのような構成要素となっているのか、を明らかにすることも必要である。

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

先の小括1の最後⑬で指摘したように、GPNsとGFNsを構成するWCs, OJs等のいわば中枢ノード(頂点)間を結ぶべく、Mizuruchiの指摘するいわば孤独な独自路線を個別資本としての生き残りを賭けて歩みはじめた非金融事業巨大会社による国際戦略の分析は、グローバルに拡がる資産運用会社による所有を含めたTNCs同士の所有の連鎖を対象にすることにもなる。そこで先ず課題として残されていたTNCsによるWCsを結ぶGFNsの活用の実態を小林康宏氏の研究成果によってまとめておきたい。

TNCsは、セカンダリー・センターを措くと、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資本調達を行う。それは、株式金融、借入金融に分かれるが、特徴は借入金融にある。借入には、財務レバレッジがマイナスに働く場合、リスクが表面化するが、それは他面、支払い利子の損金算入に伴う節税効果を発揮する。またその特徴はユーロ・カレンシーの活用にある。ユーロ市場は準備率要求や金利規制がない自由な貨幣市場として以前からTNCs・MNBsの活動領域となっていた。ユーロ市場での基準金利は変動金利であるロンドン銀行間貸し手金利(London Interbank Offered Rate: LIBOR)である。ユーロ市場での資金調達の他方、TNCsは、海外子会社、関係会社を含むネットワーク内で資金を融通し合う。資本の豊富な子会社が資金不足の子会社へ融資する企業間資金貸借は、外部借入より課税・対銀行借入上の機会コスト分だけ有利だからである。第4章第1節でも言及した企業内貿易にも関連して、世界貿易のおよそ1/3は会社内取引から構成される。TNCsは、その国際的な資金ネットワークを利用し、貿易信用、配当送金、ロイヤリティないしライセンス料の支払いの取引費用・税負担を軽減し、あるいは、フロンティング・ローン、内部振替価格、マルチラテラル・ネットティングを利用して資金移動を効率化する⁽¹⁾。

以降後半では、現代の巨大企業すなわちTNCsのグローバルな連結とそこを貫く支配構造を明らかにしたVitali等およびHaberly & Wójcikの両研究に学んで、現段階のグローバルな会社支配の状況を把握し、それによって今後の課題を併せて提示したい。先ずは、Haberly & Wójcikによる研究成果によって、標本となる企業数はVitali等の研究における標本数と比べて桁違いに少ないが、世界のすでに見たBlackRockをはじめとする最大所有者20による「国家資本主義」周辺国を含むグローバルな会社所有構造を概観し、続いて、強連結中枢を織り成す欧米日のTNCsと周辺のSWFsとの関係をVitali等による研究におけるTNCsのグローバルな連結を描いた「蝶タイ状」モデルを用いて抽出する。

(1) 小林康宏(2016)『国際経営財務の研究：多国籍企業の財務戦略』税務経理協会、34-37頁；渡部恒彦「『書評』小林康宏、『国際経営財務の研究：多国籍企業の財務戦略』税務経理協会2016、5p+199p。」『流通経済大学論集』第51巻、第4号、395-396頁参照。ここで、フロンティング・ローンとマルチラテラル・ネットティングの二つについてのみ触れておく。前者は、親会社が外国銀行の口座に有する多額の預金を海外子会社に貸付ける手法で、それによって、親会社は、海外への資金移転に課す外国政府の規制を回避できる。また後者は、会社内取引で生じる債権・債務の相殺による資金需要の節約を通じた調達コスト・為替手数料の負担軽減手法である。海外子会社を多数持つTNCsは、一般にネットティング・センターを設置して地域的またはグローバルにプールした資金を供給不足の子会社へ移動し、あるいは期待利潤率の高い投資で運用する(小林、前掲、37頁参照)。さらに、GFNsと関連するOJsについては、第1章第2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。

7.2 新たな分析方法——株式所有の写像〔マッピング〕——

経済的自由主義と社会の自己防衛というPolanyiのいわゆる二重運動は共に、より集権化した所有のネットワークへの移行を実現するに至っている。但し、次章第8章第1節内補論「国家資本主義の範疇規定」で見ると、中国だけが＜国家・資本主義＞の熔解でいまだに手間取っている状況にある。「…これらの傾向は、アングロアメリカンのファンド・マネジャーからなるグローバル・ネットワーク中枢を構成する同心円状に広がるグローバルな会社ネットワークを創出し、それを、非アングロアメリカン経済圏を横断しながら不均一に広がる周辺の状態が囲んでいる」。ここで利用される方法は、グローバルな会社所有に関する従前の研究とは異なり、次の二つの方法の内一つの援用である。第一は、支配下の総資産額による投資家の順位付けを行うもので、これはネットワーク構造に直接何か特別な光を投げ掛ける方法ではない。第二は、強い紐帯と同様に、無数の弱い紐帯によって結び付けられた幾千もの企業からなるネットワークにおける一般位相幾何学的特徴による〔連結の状況などを見る〕分類法である⁽²⁾。

これらは、グローバルな会社ネットワーク構造に全面的な光を投げ掛けたが、しかしながら、それらの領域の大規模さ、およびデータ選別の欠如またはデータ削減は、ネットワークの最も重要な特徴を大部分曖昧な状態に残していた。研究のこれらの貢献と欠点の双方に鑑みて、より目的を絞った方法を採用し、2014年において500億ドル以上の売上高を持つForbes Global 2000リスト上の世界中の205社に及ぶ公的および民間の企業の究極的な5%支配のツリーが写像（マッピング）された⁽³⁾。

さて、「信頼できる最小の公開された閾値の提示に加え、主要企業のブロック持分に分析を限定すると、ネットワークの重要な特徴に関する見解がより明確になり、また、紐帯に係わる特徴を結論付けることが容易になる。後者に関連して、超巨大企業の集中した持分の迅速な売却が〔スリッページによる甚大な損失を被るため、〕極端に困難であるという事実の必然的な帰結は、〔“exit”を避けた“voice”による〕ある程度長期的な殆ど確実な経営への関与である」⁽⁴⁾。この認識の実情は、すでに見たBlackRockのFink会長兼CEOが指向するような、先ず、議決権等の行使前約一年間にわたる水面下で行使する圧力、次いでそれが奏功しない場合には“exit”へと移行する巨大資産運用会社の支配様式であろう。

(2) Cf., Vitali, et al., *op.cit.* : Cf., Peetz & Murray (2012), “The Financialization of Global Corporate Ownership”, in Murray & Scott eds., *op.cit.*, with reference to Habery & Wójcik, *op.cit.*, p.252. 1973年に合衆国の社会学者Mark S. Granovetterが、Mark S. Granovetter (1973), “The Strength of Weak Ties”, *American Journal of Sociology*, Volume 78, Number 6, pp.1360-1380. [野沢慎司編・監訳 (2006) 『リーディングスネットワーク論——家族・コミュニティ・社会関係資本』 勁草書房 (「弱い紐帯の強さ」マーク・S・グラノヴェッター著／大岡栄美訳を収録)]の中で、弱い紐帯は強いネットワーク同士をつなげるブリッジ〔Hub: “中枢”と対をなす概念で“橋渡し”と訳される〕として働き、情報が広く伝播するうえで重要な役割を果たすと主張した。というのも、強い紐帯によって構成されるネットワークは同質性や類似性が高く、強い紐帯ばかりを重視すると求心力ばかりが働き、そのネットワークは孤立を招くことになる。情報伝播や相互理解を促進するためには、弱い紐帯が必要で、弱い紐帯によって伝達される情報や知識は、受け手にとって価値が高いことが多い。強いネットワークの内部では接触こそ頻繁だが、とりとめがない不要な情報を交換しているだけのことが多いのに対して、弱い紐帯では関係性が弱いにもかかわらず連絡を取る必要性がある程伝達情報は重要度が高いといえることができる (<http://www.itmedia.co.jp/im/articles/0507/28/news130.html> (2018/08/28) 参照)。

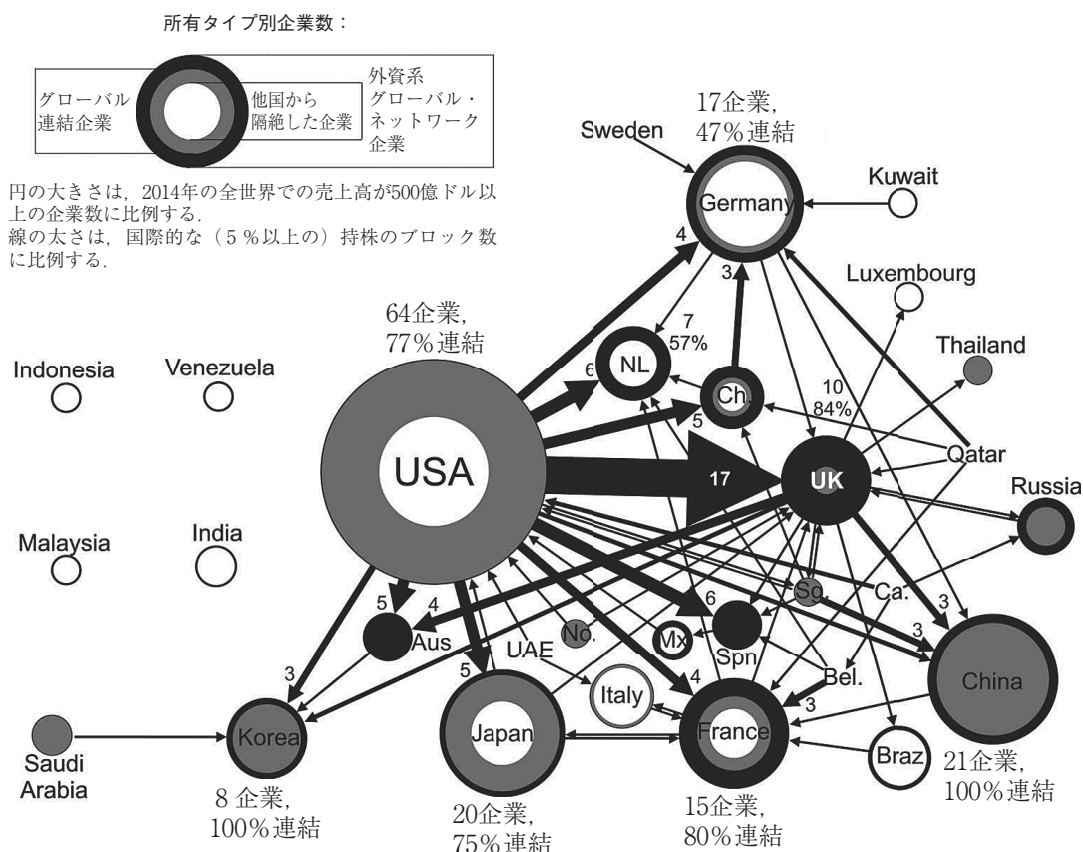
(3) 各頂点(TNC)を、固定長の構造体で表すツリー状に仕立て、株式相互持ち合いを捨象する手法を採用し、かつ乗法的に究極的で累積的な(コミュニケーション)支配を測った百分率が5%を超えるブロックを特定する方法を指すものと考えられる。

(4) Habery & Wójcik, *op.cit.*, p.253.

7.3 グローバル・ネットワークの中枢——群を抜く BlackRock——

企業の直接的な所有の解明に加えて、ここでのアプローチでは、——究極的な所有者に到達するまで要するだけ多くの階層を通じて——集中した5%持分で定義される支配の構造を跡付けようとする。各投資家について、経済的足跡（*economic footprint*）として、この5%の支配のピラミッド内に位置する標本企業の総売上高が定義され、単に金融的な富ではなく、実質的な経済活動に対する影響が強調される。所有のデータベースは、2015年6月現在、利用可能な最も新しいデータを備えた証券取引委員会DEF 14A ファイリング、会社のウェブサイトと報告書、およびOrbisによる調査結果の組み合わせである。下図7-1：原典図2「グローバルな会社ネットワークの国際的構造」は、グローバルな会社ネットワークの国際的な合算ベースの水準での構造を示す。ネットワークの統合の範囲は、企業そのもの、または、5%の持株ブロックによって連結された存在で、それら5%の究極的ブロック所有者の一部として定義されるグローバルな会社ネットワークに連結される205社の標本企業中、74%相当の152社を伴っており、実に広い。これら74%中、32%（48社）は、直接的な外国のブロック所有者を持ち、残る68%の会社は本店所在地基準に従うなら、居住本国内の企業を媒介として〔間接的に〕グローバル・ネットワークに結合している。ネットワークの統合内部には、かなりの国

図7-1（原典図2）：グローバルな会社ネットワークの国際的構造。



出所：Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.253, Figure 2: Created by Haberly & Wójcik (2015), “Regional Blocks and Imperial Legacies: Mapping the Global Offshore FDI Network”, *Economic Geography*, Volume 91, Issue 3, pp.251-280.

際多様性がある。

会社ネットワークの歴史的な枠組みを与件として、ドイツがどの主要な経済圏でも最も外国から隔絶した支配構造を持っていた。逆に、合衆国および英国は——伝統的に分断され分散した支配拠点であったが——、国内的にも国際的にも共に緊密に統合されている。最も緊密に統合された主要な経済圏は韓国と中国で、大凡の標本企業の100%が自国政府によって所有され、かつ両国共に、相互にグローバル・ネットワークに連結している。同様に強力に統合されているのはフランスと日本の会社ネットワークで、特にフランスでは国家所有が有力である。国際的な影響力の観点では、アメリカの投資家が圧倒的に支配的で、外国企業の（標本企業、および究極的な5%ブロック所有の両方で定義して）59の株式ブロック、あるいは、第2位に順位付けられている英国の総数(14)の4倍以上のブロックを所有している。英国に続く第3位の地位にあるのはシンガポールで、そのSWFsおよびその他、国家と結合した投資家（state-linked investors）は外国企業の中の7ブロックを所有している。これに続くのがカタールとベルギー（各5）、スイス、カナダ、およびフランス（各4）、日本とドイツ（各3）、さらに、アブ・ダビ、ブラジルおよびノルウェー（各2）である。この予備的な分析は、二つの部分からなるグローバルな会社ネットワークの中心概念を支える。すなわち、分析は、一方では、直観に反して、歴史的に最も流動的で分裂した会社支配の制度を持つように見えるアングロアメリカン経済圏を中心とする緊密に統合された中枢が存在することを示す。他方、ネットワークの残りの殆どを構成するのは周辺の国際的および国内的指向を見せる国家投資家で、そこでは、一握りの小規模なSWFsを所有する国家が大きな役割を演じる。次節では、周辺の国家資本主義の分析に入る前に、最初にグローバル・ネットワーク中枢に注目して、より詳細に検討する⁽⁵⁾。

世界経済の要地を押さえる権力はこれまでのどの研究結果にもまして集中している。経済的足跡による最も影響力のあるBlackRockをはじめとする世界的投資家20社は、標本企業の56%の直接的、そして、61%の究極的な5%ブロック所有者である。これら20社中15社は、その上、互いに直接的な5%のブロック所有者であり、それゆえ、グローバルな会社ネットワークは、著しく密集した相互に結び付合った中枢を持つ（下図7-2：原典図3「グローバル・ネットワーク中枢（相互に投資し合う世界の上位投資家20社）」）。

この中枢はグローバル・ネットワーク中枢と呼ばれ、それは、Vitali等が特定したグローバルな支配ネットワーク⁽⁶⁾の1,000のメンバーからなる〔どの2頂点にも両方の向きに有向道がある〕強連結（第3章内脚注(91)）の中枢よりほぼ2桁小さい。相互に投資し合う15社を数えるネットワーク中枢のメンバーの内7社は、本店所在地基準に従うなら、合衆国居住者である⁽⁷⁾。その合衆国支配は、パッシブ・ファンド・マネジャーが集中した支配様式を生み出す傾向に直接起因し、合衆国の二つの最大のパッシブ・マネジャー、BlackRockおよびVanguardが世界中の他のどの投資家よりも相当大きな直接的5%支配の足跡を残している。合衆国の証券市場が伝統的に最も効率的であるという事実は裁定機会の最たる乏しさを反映し、それは、合衆国およびヨーロッパのファンド・マネジャーによるパッシブ投資への一層顕著な移行を促す⁽⁸⁾。同戦略の規模の経済を与件とすると、その帰結は合衆国内のファンド・マネジャーの統合化の著しい傾向である。事実、所有の分散化という固定観念と

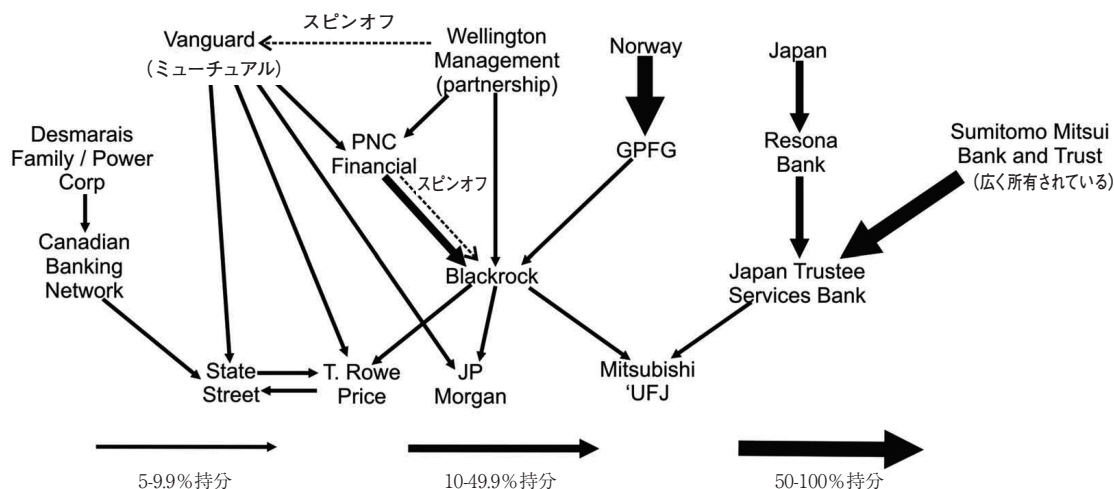
(5) Cf. *ibid.*, pp.252-254.

(6) Cf. Vitali, et al., *op.cit.*

(7) Cf. Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.254

(8) Cf. S. Jessop and N. Kumar (2014), "Passive Funds an Active Threat for Europe's Fund Managers", *Reuters*, August 31. <http://uk.reuters.com/article/2014/08/31/uk-investment-funds-passive-insight-idUKKBN0GV0F020140831> (2019/2/12).

図7-2 (原典図3) : グローバル・ネットワーク中枢 (相互に投資し合う世界の上位投資家20社) .



出所 : Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.255, Figure 3.

表7-1 (原典表1) : 経済的足跡で測った世界の上位20投資家 ([直接的および] 究極的5%ポートフォリオ企業の売上高)

投資家	都市	タイプ**	直接的な ポートフォリオ の売上高 (\$B) †	究極的な ポートフォリオ の売上高 (\$B) ‡	標本に占める 直接的な 売上高の % †	標本に占める 究極的な 売上高の % ‡	直接的な ポートフォ リオ企業数 (#)	究極的な ポートフォ リオ企業数 (#)	標本に占める 直接的な 企業数の% †	標本に占める 究極的な 企業数の% ‡
<i>BlackRock Net</i>										
Norway Govt.	Oslo	Govt.	321	9723	1.5%	46.2%	2	93	1.0%	45.4%
BlackRock	NYC	Pass. FM	6312	9633	30.0%	45.8%	57	92	27.3%	44.9%
Vanguard	Phil.	Pass. FM	4278	9633	20.3%	45.8%	40	92	19.1%	44.9%
Wellington	Phil.	Act. FM	339	9633	1.6%	45.8%	4	92	1.9%	44.9%
PNC Financial	Pitt.	Bank	0	9633	0.0%	45.8%	0	92	0.0%	44.9%
<i>Canada Net</i>										
Desmarais	Mont.	Family	0	2781	0.0%	13.2%	0	26	0.0%	12.4%
Can. Bk Net*	Toronto	Financial	121	2682	0.6%	12.7%	1	25	0.5%	12.0%
Capital Group	Los Ang	Act. FM	1448	2475	6.8%	11.8%	18	26	8.6%	12.7%
China Govt.	Beijing	Govt.	2378	2378	11.2%	11.3%	20	20	9.6%	9.8%
<i>State Str. Net.</i>										
State Street	Boston	Pass. FM	1325	1971	6.3%	9.4%	14	21	6.7%	12.7%
T. Rowe Price	Balti.	Act. FM	445	1971	2.1%	9.4%	5	21	2.4%	12.2%
<i>Japan Net.</i>										
Japan Govt.	Tokyo	Govt.	321	1932	1.5%	9.2%	3	22	1.4%	10.7%
JTSB*	Tokyo	Trust Bk	960	1716	4.6%	8.2%	12	20	5.7%	9.8%
SMFG*	Tokyo	Bank	254	1716	1.2%	8.2%	3	20	1.4%	9.8%
Resona	Tokyo	Bank	0	1716	0.0%	8.2%	0	20	0.0%	9.8%
JP Morgan	NYC	Bank	1001	1585	4.8%	7.5%	10	16	4.8%	7.8%
Qatar Govt.	Doha	Govt.	651	1311	3.1%	6.2%	5	11	2.4%	5.4%
MUFJ*	Tokyo	Bank	0	1150	0.0%	5.5%	8	13	3.8%	6.3%
<i>FWR Network</i>										
Johnsons	Boston	Family	746	948	3.5%	4.5%	7	9	3.3%	4.4%
Fidelity Inv.	Boston	Act. FM	746	948	3.5%	4.5%	7	9	3.3%	4.4%

* Can. Bk Net*: カナダ銀行ネットワーク [トロント証券取引所の時価総額順にリストされるカナダの銀行業界を支配する5つの大手銀行 (ビッグ・ファイブ: モントリオール銀行 (BMO), ノバスコシア銀行 (スコシア銀行), カナダ帝国銀行 (CIBC), カナダ王立銀行 (RBC), およびトロント・ドミニオン銀行 (TD)) を中心とする銀行ネットワークと推察される。ビッグ・シックスという用語は、カナダの次に大きな銀行であるカナダ国立銀行を含むために時々使用される ([https://en.wikipedia.org/wiki/Big_Five_\(banks\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Big_Five_(banks))) (2019/08/08)。], JTSB*: 日本トラスティ・サービス信託銀行, SMFG*: 三井住友ファイナンシャルグループ, および MUFJ*: 三菱UFJファイナンシャル・グループ。 ** 運用資産総毎に支配的な戦略に基づいて定義されたアクティブ・ファンド・マネジャーとパッシブ・ファンド・マネジャー (FM)。 † 投資家が直接的な5%株主である企業。 ‡ 投資家の究極的な5%支配のピラミッド内に位置する企業。 出所: Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.254-255, Table 1. 典拠: Company Financial Reports and Website, SEC DEF 14A filings, Orbis.

は逆に、分析は合衆国が一部の先進経済圏の中でもより中心化した排他的支配様式の一つを有することを示す。合衆国の標本企業の67%が、殆どの場合、直接的な5%株式所有を媒介として、BlackRockの究極的な支配のピラミッド内に収まる。さらに、例外となる2社を除き、BlackRockが株式の5%を所有する全ての合衆国企業にとって、Vanguardもまた5%の株主であり（逆も同様）、これらファンド・マネジャー二者は、合衆国内の最大級の企業の半数以上の株式の10%から15%を所有する。最後に、BlackRockとVanguardの所有構造は、さらに互いに深く係わり、また合衆国の第3位のパッシブ・マネジャーであるState Streetの所有構造とも係わり合いを持つ（上図7-2：原典図3「グローバル・ネットワーク中枢（相互に投資し合う世界の上位投資家20社）」）。

国際的なレベルでは、最大である、本店所在地基準に従うなら、在合衆国パッシブ・ファンド・マネジャー、BlackRockはグローバル・ネットワーク統合において群を抜く影響力を持つ。上表7-1：原典表1「売上高で選んだ企業の究極的5%ポートフォリオによる経済的足跡で測った世界の上位20投資家」と下図7-3：原典図4「グローバルな会社ネットワーク、観測点は2014年末-2015年初め」を見て分かるように、BlackRockは、世界中の売上高で重み付けた標本企業のほぼ3分の1について直接5%の持分を所有しており、この比率は同標本企業の究極的5%所有のピラミッドの45%相当に上る（Ultimate Firms as % of Sample ‡：標本に占める究極的な企業数の% ‡の列のBlackRockの成分を参照されたい）。合衆国の外部では、BlackRockの足跡は英国に最も集中し、その5%所有のピラミッド内の標本企業の92%が同国に存在する（上図7-1：原典図2「グローバルな会社ネットワークの国際的構造」）。

英国がヨーロッパで歴史的に最も流動的で効率的な証券市場を有していることを与件とすれば（事実、現在のBlackRockは2009年のBarclays傘下のBarclays Global Investors部門の買収で生まれた）、そのパターンは、「効率性・流動性の重視」対「監視と制御システム」、「市場規律という負荷」対「防御策の提示」、「国際的機会の追求」対「国内主権を保持する手段」という二者択一のジレンマが促進する緊張関係・不安定化の高まりに象徴される「対抗運動」⁽⁹⁾と合致する。このモデル＝対抗運動〔の「効率性・流動性の重視」を筆頭とする前方（三）者〕は、さらに、非アングロアメリカン域において、自由に動かせる、利息を払う必要のない大規模な流動資金を有し、合衆国での上場を果たし、相場付けされる（例えば、Deutsche Bank, AXA, UBS, BBVA, ING, Zurich Financial, 三菱UFJ銀行等の）多国籍金融機関の株式所有のBlackRockにおける集中によって支持されている。これら的高度に国内および国際的な影響範囲には、BlackRockの究極的な支配のピラミッド内の非合衆国および非英国の標本企業の29%が含まれる⁽¹⁰⁾。この動向は注目に値しよう。

ところで、議決権の代理行使を与る資産運用会社は、潜在的には上にいわれるような「究極的な支配」権の掌握の可能性を、それを実際に行使することが、利益相反やパッシブ運用に固有な事情から困難である場合も多いが、確かに有してはいる。しかし、資産運用会社は、財産を譲渡した受益的所有者と投資一任契約を結んでその運用を与り、それら協定・交渉等によって株主として法律的に認知されるケース⁽¹¹⁾を除いて、委任状での代理投票権者としての役割を担う場合には、株主ではない。従って、下にHaberly & Wójcikが記すような「支配の集中」の担い手として資産運用会社の権能にこの委任状の権利を含めればその顕在的・潜在的な会社支配力はさらに大きくなるであろう。

(9) Cf. Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.245, 原典図1「Veblen的・Polanyi的な金融市場化の二重運動」参照。

(10) Cf. *ibid.*, pp.254-256.

(11) 例えば、すでに見た定義で、BlackRockは、世界中の最大299の上場会社の全株式の持株単位（定義は、第3章第2節内脚注(57)を参照されたい）で2009年現在、6.06%超を所有する株主である。

重要な問題は、このような支配の集中が、マクロ経済の長期的展望の類をもたらすかどうかである。(その際、ユニバーサル・オーナー (*universal owners*)⁽¹²⁾の立場から期待されるものと推察されるのは、より小規模な投資家が市場外の要素を内在化する心性を備えていることである。)この問題を明確に解くことは性急に過ぎるが、しかしながら、利用可能な証拠が示唆するには、その答えは暫定的ながらイエスである。最大級の合衆国のファンド・マネジャー間の国内および国際的な株主アクティビズムに向かう傾向の強まりは紛れもない事実である⁽¹³⁾。しかしながら、このアクティビズムの本質は、伝統的アングロアメリカンのヘッジ・ファンドのようなアクティビストのそれとは異なる。Fortune 500のCEO们に送った2015年の書簡の中で、BlackRockの会長兼CEO、Finkは、アクティビスト間で蔓延する短期主義的な企業から株主への資金還元重視への関与を断固拒否する姿勢を示した。むしろ、彼は、企業が長期的な雇用の創出と革新という成績評価で経済面での優勢を維持する利益内部留保－再投資というガバナンス・モデルを承諾している⁽¹⁴⁾。

2016年初め、Finkは同様の書簡を最大級のヨーロッパ企業に送付した⁽¹⁵⁾。重要なことに、BlackRockやVanguardを含む最大級の合衆国のファンド・マネジャーは、伝統的にヘッジ・ファンドが自己株式

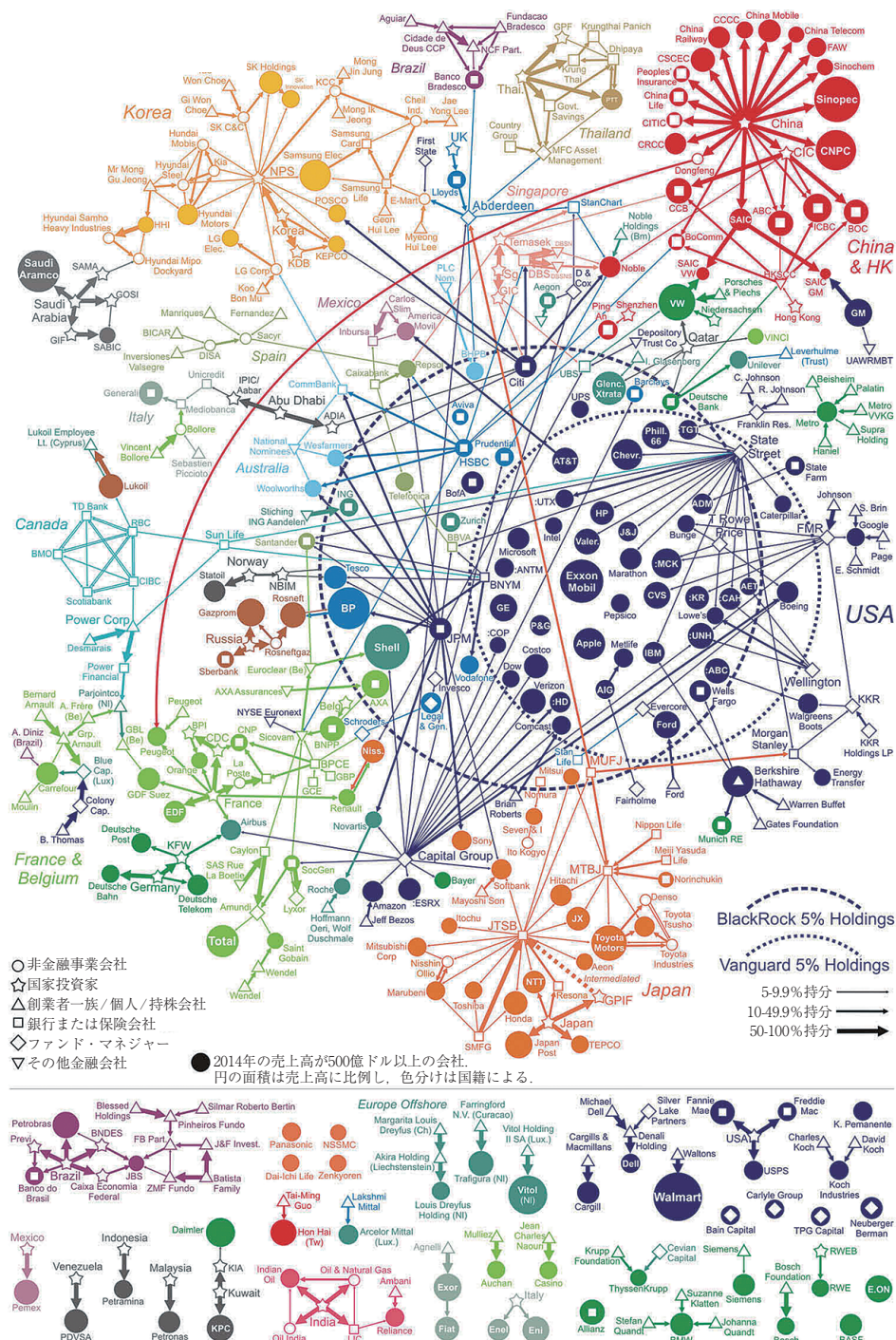
(12) ユニバーサル・オーナーとは、巨額の運用資産を持ち、中長期的な観点に立って、幅広い資産や証券に分散投資を行っている投資家が置かれた状況を表現するHawley & Williams, *op.cit.*で使用された言葉である。運用資産が巨額なため、事実上、経済・市場全体を輪切りにした一部(「スライス」)を所有した状態になっていることから、「すべての」「全体の」という意味を持つユニバーサル(Universal)という言葉と、「所有者」を意味するオーナー(Owner)という言葉が用いられている。例えば、世界約7,400銘柄の株式時価総額の1.31%を保有する「ノルウェー政府年金基金－グローバル(GPFG)」(2015年末現在、運用資産総額104.6兆円)も、ユニバーサル・オーナーであることを表明する年金基金の一つである。一般的な株主とユニバーサル・オーナーの違いは投資行動に表われる。ユニバーサル・オーナーは、経済・市場の「スライス」を所有しているため、個々の会社の業績・株価だけでなく、経済社会が持続的に成長するか、市場が健全に機能するか、といったことに強い関心を注ぐ。例えば、企業活動に伴う環境汚染や大量の温室効果ガス排出等、経済社会の持続可能性に悪影響を与える企業行動が問題視される。一般的な株主であれば軽視しがちなテール・リスク(起こる確率は極めて小さいが、万が一起これば経済や市場全体に甚大な影響を及ぼす要因)に対しても強い警戒心を抱く。経済社会の持続的な成長や、市場の健全な機能を確保するため、企業に対して積極的に働きかけ(エンゲージメント)を行う。これもユニバーサル・オーナーの特徴である。特に、個別の企業に対するエンゲージメントにとどまらず、特定の業界全体や、さらには規制当局にまで積極的に働きかける点が特徴である。GPFGは、特に、2004年に「倫理ガイドライン」を設けてSRIを実施し、同ガイドライン下、次世代へ石油収入の利潤を承継することを目的とすることを確認するとともに、株主権の適正行使によって投資収益を確実なものとするのができるとの考えを表明している。続いて、反人道的事業に従事する会社や、受け入れがたいリスクを生じる恐れのある投資を避けることを明らかにし、具体的には、軍需産業は非人道的であるとして投資対象から排除され、人権侵害や環境破壊のリスクが大きい会社への投資も禁止される。投資の禁止は業界ごとではなく、各社毎に判断される。いわゆるネガティブ・スクリーン型の社会的責任投資の手法である。このスクリーンによって投資不適格と判断された会社は今までのところ27社で、軍需産業に属するものが多いが、合衆国小売大手のWal-Martのように途上国における製品製造の人道問題ゆえに排除される等の事例もある(鈴木、前掲、26頁参照)。

(13) Cf., L. Armitstead (2012), "BlackRock's Michelle Edkins behind Wave of Shareholder Revolts", *Telegraph*, May 4. <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/9247055/BlackRocks-Michelle-Edkins-behind-wave-of-shareholder-revolts.html> (2019/2/9).; I. Appel, T.A. Gormley & D.B. Keim (2016), "Passive Investors, not Passive Owners", *Journal of Financial Economics*, Volume 121, Issue 1, pp.111-141.

(14) Cf., L. Fink (2015), *Our gambling culture. Letter to US CEOs. In Perspectives on the long term: Building a stronger foundation for tomorrow*, Canada Pension Investment Board and McKinsey and Company joint publication. <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/our-gambling-culture> (2019/2/19).

(15) Cf., R. Landgraf (2016), "A Wake-up Call to Europe's CEOs", *Handelsblatt*, February 4. <https://global.handelsblatt.com/edition/361/ressort/finance/article/a-wake-up-call-to-europe>

図7-3（原典図4）：グローバルな会社ネットワーク、観測点は2014年末-2015年初め。（付記：2014年、売上高500億ドル以上の企業の究極的株主をめぐる構造。）



出所：Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.256-257, Figure 4.

の買戻しその他の短期主義者の手法を支持する株主の動員を支援する企業の委任状助言〔者〕と距離を置いてきた。皮肉なことに、以前は大規模なファンド・マネジャーのコーポレート・ガバナンスへの消極的なアプローチも、そのような提案を自動的に支援してくれたが、新しいアクティビストは、いまは守りの姿勢でやりわり拒絶する傾向を強め、その提案から企業を防御する姿勢を採るようになった⁽¹⁶⁾。こうした伝統的株主アクティビズムと忍耐強い株主の新しいアクティビズム間の緊張関係が合衆国、その他の地域で今後どのように展開するかは分からない。アクティビストであるヘッジ・ファンドとビッグ・スリーとなった合衆国のパッシブなファンド・マネジャー間の最も顕著で直接的な衝突において、DuPont de Nemours, Inc. (以下、DuPont) は、急進的な再構築に道を開くために企業の取締役会を交替させる目的を持つ委任状助言者の後援を受けたアクティビストであるヘッジ・ファンドの投票に対し、BlackRock, VanguardおよびState Streetの支援を受けて、成功裡に勝利することができた⁽¹⁷⁾。しかしながら、その後、この攻撃を躲した僅か数ヶ月後、DuPont取締役会自身、The Dow Chemical Co.との合併を追求する目的で同社のCEOの追放に進み、続いて一旦結合した企業の再編・分割に向かった⁽¹⁸⁾。この逸話は一層重要ないわば道導となる指標である⁽¹⁹⁾。

だが、BlackRockを筆頭とするビッグ・スリー等の所有者が経営者に、後者の長期的戦略に企業（財務）目的の途を譲るケースが増えた点を指摘する以上のHaberly & Wójcikの論理とは逆に、BlackRockのFink会長兼CEO自ら述べるように、ここでの「新しいアクティビズム」は投票に先立つ水面下での度重なる会合・「対話」という名の短期の「圧力」が奏功してこそ、容認される点に、繰り返し注目すべきであろう。このことを裏から物語るのが、最近の合衆国における株主の短期主義から逃れて経営戦略を練るためのTesla, Inc.等の上場廃止に向けた動きである。その背景には、2019年8月現在、他の先進諸国に先駆けた出口政策から10年半ぶりに一転して利下げ実施に動いたFed⁽²⁰⁾はじめ、いまだ世界的な緩和基調の金融調節下、資金の需要があれば貸出に十二分に備える商業銀行に

(16) Cf., S. Craig (2013), "The Giant of Shareholders, Quietly Stirring", *New York Times*, May 18. http://www.nytimes.com/2013/05/19/business/blackrock-a-shareholding-giant-is-quietly-stirring.html?_r=0 (2019/2/12).; J.S. Lublin and K. Grind (2013), "For Proxy Advisors, Influence Wanes", *Wall Street Journal*, May 22. <http://www.wsj.com/articles/SB1000142412788732336104578499554143793198> (2019/2/12).; Melissa Sawyer and Frank Aquila Author Article on ISS's Declining Influence in Shareholder Votes in the NYSE Governance Series Corporate Board Member June Newsletter, June 10, 2013, *Sullivan & Cromwell LLP, Articles*. <https://www.sullcrom.com/Publications-Sawyer-Aquila-Author-Article-ISS-Declining-Influence-Shareholder-Votes-NYSE-Governance-Series-Corporate-Board-Member-June-Newsletter-2013> (2012/2/12).

(17) Cf., A.R. Brownstein, S.A. Rosenblum, D.A. Katz & S.V. Niles (2015), "Some lessons from DuPont-Trian", *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, May 18. <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/05/18/winning-a-proxyfight-lessons-from-the-dupont-trian-vote/>; R. Charan, R. and G. Colvin (2015), "Why Vanguard and BlackRock could Beat Peltz and Icahn", *Fortune*, June 11. <http://fortune.com/2015/06/11/vanguard-blackrock-couldbeat-peltz-icahn/>; J.C. Coffee (2015), "Lessons of DuPont: Corporate Governance for Dummies", *New York Law Journal*, May 28. <http://www.newyorklawjournal.com/id=1202727540430/Lessons-of-DuPont-Corporate-Governance-for-Dummies?slreturn=20150824121901> (2019/2/19).

(18) Cf., J. Bunge (2015), "DuPont CEO Ellen Kullman Steps Down", *The Wall Street Journal*, October 5. <http://www.wsj.com/articles/dupont-ceo-kullman-steps-down-1444077244> (2019/05/11); E. Crooks (2015), "Dow and DuPont Aim to Pre-empt Activists with Megadeal", *Financial Times*, December 9. <https://next.ft.com/content/7f43a318-9e51-11e5-8ce1-f6219b685d74>.

(19) Cf., Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.254-257.

(20) 「…FRBにはオペレーション・ツイストという金融政策手段もある。FRBが2年債を買い、短期金利を下げ、10年債を売ることで、長期金利に上げ圧力をかける。FOMCが長短金利逆転を重要視すれば、現実的な政策対応となる」(「長短金利逆転、なぜ?いつまで?」『日本経済新聞』2019/08/15付(9:40)電子版参照)。

における潜在的な資金余剰があり、さらには、それに頼る必要さえない優良大企業の豊富な資金的スラックがある。これを梃子に、Elon Musk氏は、四半期毎に結果を求める株式市場の圧力から距離を置き、「テスラにとって最適な事業環境をつくる」方向を目指した⁽²¹⁾。これは裏返せばウォール・ストリート・ルールがいまだ堅牢であることを示唆する。例えば次の報道記事がそれを物語る。「上場企業減少の背景には、短期志向の投資家や上場企業に課せられる厳しいルールを敬遠して自ら非公開化を選ぶ企業の存在がある」⁽²²⁾。この動きは欧米等先進国で著しく、特に、北米では、2000年の上場企業数の比率の20%から2018年現在の17%まで3%ポイントの低下、欧州では同データ区間中、23%から17%への6%ポイントもの低下があった⁽²³⁾。Finkの言説やこうした最近の動向は、また、第3章第2節内脚注(50)で取り上げた、SECの規制でも機関株主を「忍耐強い資本」に変えることはできそうにないと見るRockの見解を裏付ける。

次に章を改めて、周辺の国家資本主義による株式所有に関する分析に移りたい。

(21) 「米テスラが株式非公開化を検討 四半期開示は是か非か」『日本経済新聞』2018/08/15付電子版参照。

(22) 「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付朝刊。

(23) 世界の市場企業数の伸び悩みは今に始まったわけではない。1990年代に2000社を超えるペースで増えていた市場企業数は2000年半ばから停滞が鮮明である。第一の要因は、世界的な需要不足による経済の「長期停滞論（secular stagflation）」である。この背景には、間違いなく、第1章内脚注(21)で言及したような合衆国や日本をはじめ、世界的なレベルでの経済格差の拡大と減税・非累進課税の推進による資本家階級の消費性向の低下による需要不足（裏から言って、彼等の「貨幣愛」）と再分配政策の否定による労働者階級の消費需要の低迷がある。この点は特に、消費需要が総需要の中でも支柱である合衆国経済で経済格差是正が喫緊の課題になる所以である。第二の要因は、産業構造における旧来重工業からIT・サービス業へのシフトによる成長資本調達の一必要の低下である。これを裏付ける合衆国における事実が、第3章内脚注(81)で言及したような、第4次産業革命と称される現代における新規産業の振興策にもかかわらず低迷する近年の知的財産物に対する純投資比率の5年移動平均である。すなわち、同移動平均は2009-2015年のデータ区間中12-13%水準で横這い状態にある。「長期停滞」説と産業構造の転換については上の脚注(22)の資料を参照。

8. グローバル・ネットワーク上の周辺の国家資本主義

8.1 金融収益指向型の国家資本主義のパラダイムの台頭

「BlackRockの5%支配のピラミッド内に入らない標本企業の27%の範囲外のグローバル・ネットワーク内標本中3分の2は直接的5%の国家ブロック所有者を持つ。結果、グローバルな会社ネットワーク構造は、グローバル・ネットワーク中枢と周辺の国家資本主義の二部分による分類ではほぼ完全であるが、グローバル・ネットワークに関連のない標本企業の26%を除外している点には留意が必要である。図8-1：原典図5「グローバルな会社ネットワークにおける国家資本」は、(明確化のために、BlackRockを経由して究極的に国家が投資した部分のみを除外した)究極的に全ての国家が投資したグローバルな会社ネットワークの持分である。この国家資本主義の存在は、SWFsおよび——最も重要なところでは、カタール、シンガポール、フランス、中国、日本、および韓国に帰属する——その他の国家的機関投資家によって広範に支配され、それゆえ、…市場に同調した、金融収益指向型の国家資本主義のパラダイムの台頭を具体化している」⁽¹⁾。

〈未完〉

補注：前号(『流通経済大学論集』第54巻第1号)掲載の本稿(1)「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)」の中で使用した「居住」という用語は、正確には、第3章内脚注(29)で言及したように、津田氏の指摘する(津田英章(2016)「国際課税枠組みと多国籍企業による租税回避」『季刊経済理論』第53巻、第1号、54頁、注9参照)、居住しているかどうかの認定の方法と発生した場所の二つの認定方法、すなわち、本店所在地基準と管理支配地基準(place of management test)の内、本店所在地基準に従うものであった。この点を改めて追加・再確認致したい。

前号(『流通経済大学論集』第54巻第1号)掲載の本稿(1)「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)」の訂正：

- ①7頁表1-1. 原典・註に記載の大量保有報告義務基準5%規定を定めたルールは「ルール13d-3」はおそらく誤りで、正しくは「13d-1」で§240.13d-1 Filing of Schedules 13D and 13G.が包括的条項・条文になる。同じく、8頁本文5行目、本文下から11行目に筆者が記載の「ルール13d-3」も正しくは「ルール13d-1」である。
- ②8頁本文4行目の「SEC」の前には句点が入る。
- ③57頁本文下から8行目の「(d)条項」は正しくは「(a)条項」である。従って、その後に続く、(§240.13d-3(a))は繰り返しになるので、トル。
- ④53頁、図1の説明事項の(A)の中「巻き鬚」状の「(」の「(」はトル。同じく、「に対する当該入

(1) Cf., Haberly & Wójcik, *op.cit.*, p.258.

口のTNCsによる支配」はトル。また「入口のノードをなすTNCsが」の「が」は正しくは「を」である。また、「出口のノードをなすTNCsを」の「を」は正しくは「が」である。

⑤64頁，脚注(7)内のCiti Groupは正しくはCitigroupである。

⑥1頁目次1.3補論タイトル，28頁10行目，54頁下から2行目，8行目，56頁脚注(160)，57-58頁；補論(内7箇所)受益権所有者は正しくは受益的所有者である。同様に，62頁脚注(1)，67頁9行目の受益所有者は正しくは受益的所有者である。

⑦8頁4行目；10頁下から10行目；28頁2行目；同11行目；56頁8行目；同14行目；57頁5行目；62頁脚注(1)下から4行目；63頁14行目；67頁6行目；79頁3行目；82頁12行目；82頁16行目；83頁16行目；85頁10行目について：この15箇所ではいわれる，「支配の意思を持つ場合には」(「SECに対する」)「10%保有の報告が義務づけられる」等と同様の趣旨を有する一連の叙述は，正しくは，第1章内脚注(160)に記載した通り，「特定の対象会社に対する持分割合が10%を超えたとき，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」である。さらに，§240.13d-1における大量報告義務基準および同d-3における証券の受益権所有者の規定，すなわち，何らかの契約，調整，合意，関係を通じて直接・間接に議決権または証券の処分権利を所有または共有する者を含むといった文言の解釈に係わるが，85頁下から14-15行目にビッグ・スリーでの合算ベースで10%を超える場合には，SECへの報告義務が生じる旨の叙述を行ったが，これは，「グループとしての保有割合が5%を超えるときにグループのメンバーが，ある株式の取得，保有，または処分の目的をも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(13条(d)項(3)号)。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」(黒沼，前掲，83頁)という認識と同様に，機関投資家の場合でも，例えば「暗黙の了解」で「共同保有の意思」を持つ場合には，規則13d-1(b)の適用から除外され，報告の義務が生じるかについては微妙な判断を要する場合もあり，支配の意図が窺えるようなケースについては同義務が生じるのではないかという解釈に拠るもので，一般的には，13d-3で云う受益的所有者の共有とは，例えば，BlackRockならBlackRockの傘下の多数のファンドの委任状行使権利の委任に基づいて実質的に5%，10%基準を超えるケース等に該当するものなのかも知れない。もしそうであるなら，上記の叙述はあくまで例外的なケースで妥当する認識であろう。こうした株式の13d-3での「共有」についての法曹界における解釈の如何は，第3章内脚注(1)および本文中でも再三述べたように，今後の課題としたい。