

《研究ノート》

「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」と共有議決権 (shared voting power) によって支えられた相対的個人大株主層一般による「構造的」支配の実効性

——21世紀における「グローバル・ネットワーク中枢」在合衆国居住金融機関5社の専門経営者を中心とする「個別的」支配とその他の株式会社の相対的個人大株主層一般による「構造的」支配から実質的な「個別的」支配への再転化——

渡 部 恒 彦

Effectiveness of “structural” control by class of relatively large shareholders in general, which is backed by “legal sharing voting rights” by “mutual agreement on a tacit understanding” and shared voting power:

Reconversion of “Structural” power to substantive “Individual” power by class of relatively large shareholders led by professional managers of five large US financial firms that configure “global network core” and class of relatively large shareholders in general with other corporations in the twenty-first century.

TSUNEHICO WATANABE

キーワード

機関化現象における金融機関の「寡占」化、相互に株式を持ち合う「グローバル・ネットワーク中枢」、 「グローバル・ネットワーク中枢」の相対的個人大株主層とその自社株持ち株比率の合算による実質的な「個別的」支配の復活、相対的個人大株主層一般による「構造的」支配の実効性を支える「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」と共有議決権 (shared voting power) —— 「構造的」支配から実質的な「個別的」支配への再転化 ——

目次

1. 機関化現象の本質としての相対的個人大株主層の出現  
——特に在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」において——
2. 「グローバル・ネットワーク中枢」等の機関株主またはその専門経営者を含む相対的個人大株主層の合意による「事実上の議決権の共有」を媒介とした会社支配、および会社支配者層をめぐる集合
3. 在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」4社間の株式の「相互的」な持ち合いを含む行列とJPMorgan Chase & Co.に対する片側所有および5社における専門経営者と経営陣総体、並びに機関全体の持ち株比率
4. 相対的個人大株主層一般による「構造的」支配の実効性を支える「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」と共有議決権 (shared voting power) —— 「構造的」支配から実質的な「個別的」支配への再転化 ——

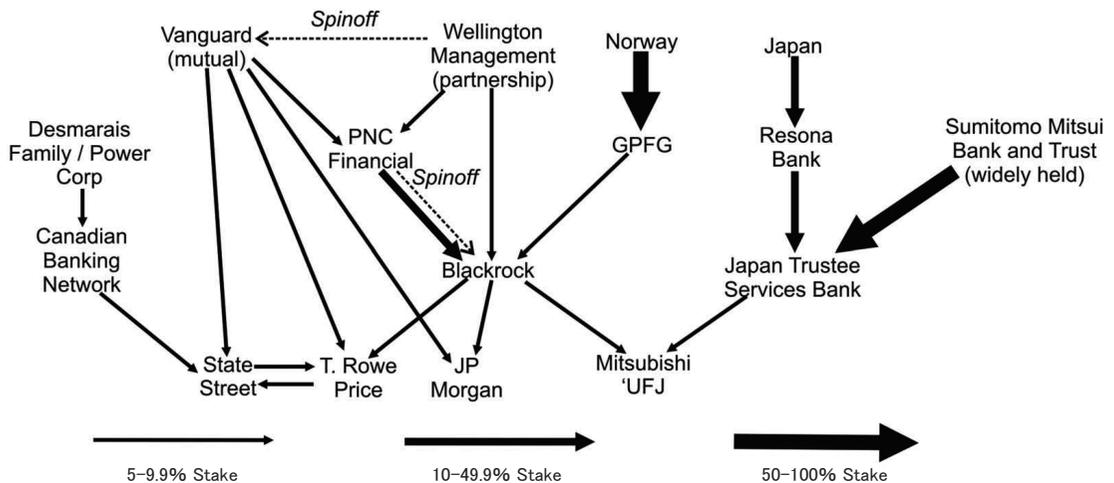
### 1. 機関化現象の本質としての相対的個人大株主層の出現

——特に在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」において——

筆者は、かつて、世界中でグローバルに投資し合う最上位投資家20社の所有上の繋がりを Haberly & Wójcik の研究によって概観した<sup>(1)</sup>。この20社は、 Vitali 等による別の研究成果で明らかにされた世界中の巨大多国籍企業 (transnational corporations: TNCs) 間の所有の連鎖の中枢をさらに束ねる関係にある。図2は Orbis の2007年度のデータベースに含まれる約3,000万の経済的主体からなる標本から OECD の定義に従って選出され、特定された43,060の TNCs 間の株式所有を簡略化した有向グラフ<sup>(2)</sup>の概念図である。その中の強連結成分ないし中枢 (strongly connected components: SCC) は、小規模であるにもかかわらず、集約してみた結果からいうと、そこに位置するサイクル (所有の緊密な連鎖) を内包する中枢的地位の147社の TNCs グループが、所有関係の複雑な網の目を通して世界の TNCs の経済価値のほぼ10分の4を掌握していることがわかっている。さらに新しいデータで

(1) Cf. Daniel Haberly, Dariusz Wójcik (2017), "Earth Incorporated: Centralization and Variegation in the Global Company Network," *Economic Geography*, Volume 93, Number 3, p.255, Figure 3.; 渡部恒彦 (2019) 「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)」『流通経済大学論集』Vol.54, No.2, 110頁, 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)」, 参照。

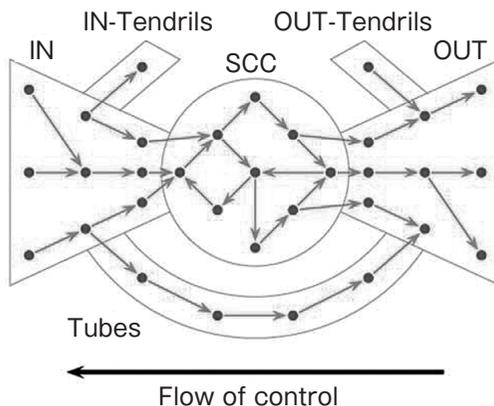
図1 (原典図3): 「グローバル・ネットワーク中枢」(相互に投資し合う世界の上位投資家20社)。



出所: Daniel Haberly, Dariusz Wójcik (2017), "Earth Incorporated: Centralization and Variegation in the Global Company Network," *Economic Geography*, Volume 93, Number 3, p.255, 図3. グローバル・ネットワーク中枢 (mutually invested top twenty world investors). ここに記載のある上位投資家は16主体であるが, Canadian Banking Network を構成する, いわゆるカナダのビッグ・ファイブ ([https://en.wikipedia.org/wiki/Banking\\_in\\_Canada#%22Big\\_Five%22\\_banks](https://en.wikipedia.org/wiki/Banking_in_Canada#%22Big_Five%22_banks) (2020/07/21)) を含めると丁度20主体になる。尚, 20主体は日本政府, ノルウェー政府を含むが, 本稿ではこれを含めて20社と表す。

(2) 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 (<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> (2020/06/07))。

図2 (原典図2-A) : ネットワーク・システムの構成形態.



註：この蝶タイ状の所有の連鎖（ネットワーク・システム内、ノードから発する矢印は株式の被所有の流れ、図下の逆方向の矢印はその所有に基づく支配の流れをそれぞれ示す）は、入口（IN）、出口（OUT）、強連結成分ないしは中枢（SCC）、およびIN〔入口のTNCs〕から出発する形のT&T〔管（：Tubes）〔状の入口と出口を直接結ぶTNCs〕 & 巻き鬚〔状の入口（IN）のノードをなすTNCsを所有する外部でノードをなすTNCs（：IN-Tendrils）、および、出口（OUT）のノードをなすTNCsが所有する外部でノードをなすTNCs（：OUT-Tendrils）〕から構成されている。  
出所：Stefania Vitali, James B. Glattfelder and Stefano Battiston (2011), “The Network of Global Corporate Control,” *PLoS ONE*, Volume 6, Number 10; e25995, p.3, 図2-A, 蝶タイ.

の推計によるなら、グローバルな所有ネットワーク全体における0.0009%未満の主体が世界規模の企業の営業収益の6分の1強に対して潜在的な影響を及ぼしている<sup>(3)</sup>。中枢内の上位所有者はこうして、グローバルな会社のネットワークにおけるいわば「超企業体 (super-entity: SE)」であると考えられることができる<sup>(4)</sup>。先の20社は、この147社中のいわば軸芯である。この20社を特に、Haberly & Wójcikに

(3) Cf. James B. Glattfelder, Stefano Battiston (2019), “The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, *SSRN*, p.5. 2014年恒常(米)ドルによる営業収益  $v_i$  を企業の経済価値の代理として利用する。これにより、株主  $i$  の直接的なポートフォリオ価値は次式のように算出される。

$$\hat{p}_i = \sum_{j \in \Gamma(i)} W_{ij} v_j,$$

ここで  $\Gamma(i)$  は、 $i$  の近隣の指標の集合で、ポートフォリオ内の全企業を表記する。しかしながら、ネットワーク存在下では、この考えは自然と間接的所有を内包するよう拡張することができ、そこでは、間接的ポートフォリオ価値が、 $i$  から届く下流の全パス（道）を詳しく考察することによって定義される。

$$\hat{p}_i = \sum_{j \in \Gamma(i)} \sum_{k \in \Gamma(j)} W_{ij} W_{jk} v_k + \dots + \sum_{j_1 \in \Gamma(i)} \sum_{j_2 \in \Gamma(j_1)} \dots \sum_{j_{m-1} \in \Gamma(j_m)} W_{ij_1} W_{j_1 j_2} \dots W_{j_{m-1} j_m} v_{j_m} + \dots$$

この結果、人は各株主に米ドルでの直接・間接のポートフォリオ価値の総計を割り当てることで、 $\chi_i := \hat{p}_i + \hat{p}_i$  の総ポートフォリオ価値を取り出すことができる (Cf. Glattfelder & Battiston, *ibid.*, “Supporting Information for The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, p.10. 下線は著者)。

(4) Cf. Stefania Vitali, James B. Glattfelder and Stefano Battiston (2011), “The Network of Global Corporate Control,” *PLoS ONE*, Volume 6, Number 10; e25995, p.4. Glattfelder & BattistonはこのVitali等の研究を基礎に、新たに、データ区間〔2007-2012年〕に互って(101~150ノードを採る)SEの中にサブ集合となる70ノードを見出した (Cf. Glattfelder & Battiston, “The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, *op.cit.*, p.6)。この70ノードを構成する上位10社は、順に、BlackRock Inc., State Street Corporation, Barclays PLC, Loyal Dutch Shell PLC, JPMorgan Chase & Co., AXA, Bank of New York Mellon Corp, BP PLC, Franklin Resources Inc., T. Rowe Price Group, Inc., 以上で、内、8社が金融機関である (Cf. Glattfelder & Battiston, “Supporting Information for The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”,

従って、以下、「グローバル・ネットワーク中枢」(*global network core*)<sup>(5)</sup>と呼ぶことにしたい。

この「グローバル・ネットワーク中枢」中、本店所在地基準<sup>(6)</sup>に従うなら、ヨーロッパを措けば、依然合衆国の金融機関が内7社を占め<sup>(7)</sup>、同国は他の成員からの選択が集中している世界中のソシオメトリック上のスターとしてネットワーク集積にとって極めて重要であり、世界のTNCsが織りなす所有の循環構造の中核をなす。

本稿の目的は2つある。

第一に、現下データの制約から拝見できる資料は2020年度のProxy Statement (委任状説明書) (Pursuant to Section 14(a) of the Securities Exchange Act of 1934, Edgar (SEC) DEF 14A) または年次報告書に含まれる委任状説明書に限られるが、そこから、先の7社中、BlackRock Inc., State Street Corporation, T. Rowe Price Group, Inc., The PNC Financial Services Group, Inc., 以上、株式企業形態を採る4社が、大要認められる「相互的」な持ち合いを通じて、直ぐ後にみる小松氏のいわゆる「機

*ibid.*, p.51, 表S23.「超企業体の時間的に安定した中枢」。SEのネットワーク・システム内の総営業収益に占める百分率は、データ区間最後の2012年で最高の20.34%に達している (Cf., *ibid.*, p.50, 表S22.「超企業体の影響力」)。

(5) Cf., Haberly & Wójcik, *op.cit.*, pp.254-258. Glattfelder & Battistonは、この「グローバル・ネットワーク中枢」を、データ区間を更新して、若干多めに拾っている。すなわち以下の通りである。

脚注3で規定したノード*i*の直接・間接のポートフォリオの貨幣価値、すなわち株主*i*がその所有の連鎖を通じて直接・間接に影響を及ぼす例えば米ドル換算の価値の総量である影響力指数値である個別的な*ξ*の中枢内の寄与の上位5%変位値内に入る主体でSEを定義した。 $\xi$ で中枢内の影響力指数値の分布における0.95変位値を次式で記述する。

$$\xi = \inf\{ \xi_{|core} : \mathcal{P}[ \xi_i \leq \xi ] \geq 0.95 \} .$$

表1 (原典表S21) : 超企業体.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$\xi$ (b USD)	47.45	43.22	61.82	65.72	99.28	76.36
$ V^{SE} $ (#)	146	150	111	123	101	123

$V^{Core}$ が中枢内のノードの集合を表すなら、その場合には、次式が成り立つ。

$$V^{SE} := \{v \in V^{Core} : \xi_v > \xi\} .$$

この式は超企業体における全ノード、すなわち個別的な影響力指数の分布の上位5%変位値内の中枢ノードの集合を示している。結果は表1 (原典表S21) で表され、SEの数は、データ区間 [2007-2012年] 中、101から150の間で推移している。このSEの中でもさらに70ノードが中核的なサブ集合を構成する (Cf., Glattfelder & Battiston, “The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, *op.cit.*, p.6, & *ibid.*, “Supporting Information for The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, p.50, Table S21.)。

出所: Glattfelder & Battiston, “Supporting Information for The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, *ibid.*, p.50, 表S21. 「超企業体」。

註: 中枢内の個別的な影響力指数の分布における95%変位値  $\xi$  の値。結果的な超企業体のノード数  $V^{SE}$  は中枢内の上位5%の影響力保持者からなる。

- (6) 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として、本店所在地基準と管理支配地基準 (place of management test) の2つがある。本店所在地基準は、本店所在地がどこであるかを基準とする。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 (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)。
- (7) Cf., William K. Carroll (2012), “Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007”, in *Financial Elites and Transnational Business; Who Rules the World?*, edited by Georgina Murray and John Scott, Edward Elgar Publishing Limited, ch.3, p.65; 渡部「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) と化する可能性および新システム・リスク, あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」, 前掲, 302頁, 参照。

能的分析」の観点から見た時、共同的・協動的に緊密な資本関係を築き、かつ同時に、それを含む「迂回的」な持ち合いによる支配・被支配関係<sup>(8)</sup>が経営権に関するいわば対外的防壁として機能する姿、および先の7社の一つ、JPMorgan Chase & Co.<sup>(9)</sup>に対する片側所有の状況等をデータの的に俯瞰することである。

その上で、所有分散の一方で同時に21世紀以降急速に進捗する巨大資産運用会社および金融コングロマリットへの投票権を含む議決権の極度の集中による会社支配力を梃子として当該金融機関の専門経営者を含む相対的個人大株主層による「個別的」支配の復活を確認する。その復活は「層」の構成者間の「暗黙の了解」に基づく「議決権の事実上の共有」を梃子として共同行動を採る際の議決権行使に関する合意によって支えられ、さらに「グローバル・ネットワーク中枢」の「相対的個人大株主層」を除く相対的個人大株主層一般による「構造的」支配も又、全く同様に「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」に支えられ、さらに、後の第4節で見ると当該企業がデラウェア州会社法に準拠する場合には、217条(b)項の効果、すなわち(1)当該1権利行使者、(2)2行使者の場合には多数派を率いる行使者、(3)複数権利行使者の投票が特定事項について同数で割れるとしても、比例配分で最たる権利行使陣営あるいは結果的に多数決で事案を決めることになる当該行使者の合意を得る効果を有する共有議決権によってさらに補強され、内、前者では法解釈で論議を呼ぼうが、経済的に実質的には「個別的」支配に近い権力を発揮することになる。これらの現実は会社支配をめぐる制度的規制との関係で改めて問題となることを示唆する。以上の点を明らかにすることが第二の目的となる。むしろ相対的個人大株主層は現在の合衆国でも須く例えば5%ルールに触れる等する程の会社支配の権力を最早単独では掌握することはできないという意味で小松氏のいわゆる本来の「個別的」支配から「構造的」支配の担い手に転落した存在であり、第2節で述べる Title 17 CFR (Code of Federal Regulation: 連邦規則集) § 240.13条(d)項(3)号<sup>(10)</sup> (以下、13d-3)の解釈による「層」の一部の保有割合の合算を以てこそ、ここでいわゆる「個別的」支配への再転化を措定できる点に留意したい。本稿のメイン・タイトルで「構造的」支配にウエイトを置き、また合衆国で復活した「個別的」支配を「実質的」と限定する理由もこうした点にある。

ここで第一の目的に係わる分析対象となる「迂回的」な持ち合いとは、かつてまだ原型を留めていた企業集団を対象に小松氏が構成した概念によれば、「…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立つことによって、…株式所有関係を通じて迂回的にはあるが水平面上で結ばれている…」状況を意味する。他方「相互的」持合いは、こうした迂回的持合いの中の特殊な一構造である。「機能分析の見地からすれば、相互的持合い関係にある企業集団内の企業は、共同的・協動的企業行動をとるという特殊な一面を持つであろうが、構造分析の見地からは、いずれの持合いも機関大株主の出現という問題に帰着する」<sup>(11)</sup>。以下、先の2目的に要する推論の出発点として小松氏の理論的見解を

(8) 小松章(1983)『企業の論理：社会科学としての経営学』三嶺書房、191-205頁、特に205頁、参照。

(9) 図1では、中枢中、JPMorganと記載されており、これがJPMorgan Chase & Co.親会社本体なのか、その子会社である投資銀行、J.P. Morganなのか判然としない。しかしThe Vanguard Group, Inc.とBlackRock Inc.から所有されている点から推せば、親会社本体を指しているものと考えられる。

(10) SECは、2011年に、ルール13d-3および16a-1の検討中の課題と関連のある部分を変えることなく、これを再採択している。「われわれは、1934年証券取引法(「取引法」)のルール第13節d-3および第16節a-1の部分的変更なしに、これを再採択する」(*Federal Register* / Vol. 76, No.114 / Tuesday, June 14, 2011 / Rules and Regulations, pp.34579-34580)。再採択法の施行日は、2011年7月16日である(Cf. *ibid.*, p.34580)。「13条d-3(b)、および13条d-3(d)(1)の再採択は、一部には、第13節(o)に準じてなされ、われわれは既存の規則の条文に一切修正を加えていない。われわれが再採択する規則は、全ての点で、既存の規則と同じである」(*Ibid.*, p.34584)。

(11) 小松、前掲、191、205頁、参照。

引用しておきたい。それは特に、本稿の第一の目的に係わる「グローバル・ネットワーク中枢」を構成する在合衆国居住4社間に大要認められる株式の「相互的」な持ち合いの意義を捉え、さらに、第二の目的に向けた、その4社等の機関大株主をさらに牽引するCEOまたは取締役会長等を含む相対的個人大株主層を相対的個人大株主一般から分別する筆者の見解の基礎をなす。

「…ある企業＝A社が他企業＝B社の株式を大量に取得し、その大株主になるということは、A社の個人大株主がその支配をB社にも及ぼすということの意味している。機関大株主の出現は、基本的には、当該機関の個人大株主の支配が個別企業の枠をこえて「外延化」することにほかならない。この場合、逆にまた同時的に、A社が自社株をB社によって大量に取得されB社を自社の大株主として迎え入れたとすれば、それはB社の個人大株主の支配がA社に及ぶということである。企業どうしの株式持合いは、個人大株主の支配が個別企業の枠をこえて外延的に「交錯」することにほかならない。/このような支配の外延化あるいは交錯は、もとより企業の本来的支配者である個人大株主の個人的欲望によるものではなく、むしろあくまでも独占的競争に打ち勝つために現実資本そのものが必要とする展開である。したがって、それは個人大株主の個人的志向をこえて進む傾向を有する。たとえば、個人大株主が自社支配にのみ甘んじる「慎重派」であったとしても、他社が自社に対して機関大株主として進出してくれば、彼もまたいやでも他社への進出を考えざるをえなくなるのである。こうして、支配の外延化は、あたかもそれ自体が法則であるかのように進行する。そしてその結果は、企業に対する個人大株主の個別的支配力の低下である。すなわち、個人大株主の支配の外延化の展開あるいは交錯の高度化によって、機関としての企業それ自体が大株主層の上位を占めるようになると、個人大株主の株主としての地位は相対的に後退せざるをえなくなるのである。そして、ついには個人大株主は、もはや企業に対しそれぞれ単独ではその支配力を行使しえなくなるという事態に、結果するのである。すなわち、支配は、個人大株主の各人に帰属する形から、企業の株式持合いを通じて結ばれた個人大株主の全体に帰属する形へと、変化するにいたるのである。絶対的な個人大株主による個別的支配から、相対的な個人大株主「層」による構造的支配への展開、これこそが今日の「大株主の機関化」現象の内包する本質なのである」<sup>(12)</sup>。「結局、総合的には、巨大企業は本質的に相対的個人大株主層——企業の株式持合いによって結ばれた相対的個人大株主の全体——の構造的支配の下にある、ということができらるであろう。ただし、その場合、相対的個人大株主層による支配は、あくまでも「構造的」であり、個別的ではない」<sup>(13)</sup>。

以上が機関化現象の本質として相対的個人大株主層による「構造的支配」を見出す小松氏による独創的な概念構成を用いた認識である。

しかし、この認識の根幹をなす相対的個人大株主層の概念は構成されて以降今尚生き続けながらも、21世紀以降20年経った特に合衆国の現状と制度を中心にグローバルに観察するとき、さらに補うべき点が2つ生じてきているように思われる。第一は、現代の特に合衆国では、相対的個人大株主層は最早一様ではなく、それは、「グローバル・ネットワーク中枢」のような別格の規模の機関大株主を牽引するがゆえに優れて大きな権能を有する専門経営者を含む相対的個人大株主層と、それ以外の相対的個人大株主層一般に分かれ、前者においては「個別的」支配が法制度上、実質的に復活しているという点である。さらに持ち上がる問題点は、相対的個人大株主層による「個別的」ではない「構造的」な支配の実効性はそもそも何によってどのように支えられているのかである。もとより、ここで「層」による「構造的」支配の概念規定の背景には、次節で詳説するように、資本家が、旧来彼らが持ちえ

(12) 小松、前掲、205-206頁。傍点は著者。

(13) 小松、前掲、212頁。

た企業に対する個別的支配力を喪失し、ただ構造として専門経営者をして自分たちの利益を代表させるだけの存在に転化しているという1980年代の日本における実態を捉えた小松氏の認識<sup>(14)</sup>がある。しかし、①21世紀に入って20年間で所有のグローバルな圧倒的な集中によって「グローバル・ネットワーク中枢」に象徴される機関大株主、例えばBlackRock Inc.等を率いる専門経営者を含む相対的個人大株主層において、一度は消滅した「個別的」支配は実質的に復活した。蓋し、同支配は(a)当該金融機関を率いる内部的な専門経営者集団を中心とした例えばかなり広範囲に及ぶグループのメンバーが共同行動を採る場合には法解釈上問題を伴うにせよ、13d-3によってその保有割合が合算される場合もありえ<sup>(15)</sup>、取引所法12条によって5%ルール(13d-1)で大量保有報告のSECへの届出義務が生じる程大きくなり、(b)機関大株主もまた、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ない場合でも、「特定の対象会社に対する持分割合が10%を超えるとき、持分割合が5%を超える幅で変動するとき、または保有者が支配の意図を有するにいたったときには、スケジュール13Dによる開示が」義務付けられる。スケジュール13DによるSECへの大量保有報告の届出義務のここでの3番目の要件となる、保有者が支配の意図を有するにいたるケースも、13条(d)項へのパーキングでの違反者に対し、1990年以降、SECが民事訴訟を課すことができるようになる程までに数多くなった<sup>(16)</sup>。②それ以外の相対的個人大株主層による「構造的」支配も同様に①(a)による力を有し、それはさらに、第4節で論じる前にすでに言及したように、デラウェア州会社法に準拠する場合には、217条(b)項の効果、すなわち(1)当該1権利行使者、(2)2行使者の場合には多数派を率いる行使者、(3)複数権利行使者の投票が特定事項について同数で割れるとしても、比例配分で最たる権利行使陣営あるいは結果的に多数決で事案を決めることになる当該行使者の合意を得ることができる共有議決権の行使によって補強される。②については、次節で再度振り返り、そして、この第1節で注目した「グローバル・ネットワーク中枢」の内、特に在合衆国居住金融機関4社相互間に認められる「機関化」現象と並行して現れる相対的個人大株主層の一角を担う、巨大資産運用会社や金融コングロマリットに所属する特に権力の強い専門経営者および経営陣による自社株所有を「グローバル・ネットワーク中枢」5社について第3節でまず確認して後、最終第4節で再考する。

ところでここで早くも示唆される点として、BlackRock Inc.はじめ、「グローバル・ネットワーク中枢」の専門経営者に代表される相対的個人大株主層とそれ以外の法人の専門経営者を含む相対的個人大株主層一般の間には、法解釈にもよるが、「構造的」支配から「個別的」支配に再転化している点について、実質的に経済的に異なる所はない。ここで「実質的」という留保と、抜きん出た分析能力を誇るAladdin®を擁するBlackRock Inc.をはじめとする「グローバル・ネットワーク中枢」の相対的個人大株主とその他一般との間の決定的な権力格差については、第4節で総括する。

(14) 小松、前掲、212頁、参照。

(15) 「米国における公開買付規則の概要」(2005年7月28日 早稲田大学 黒沼悦郎) ([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryu/kinyu/dail/tob/f-20050728-3/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dail/tob/f-20050728-3/02.pdf) (2020/06/07)), 5頁、参照・参考。

(16) 黒沼悦郎(2004)『アメリカ証券取引法〔第2版〕』弘文堂、184頁、引用・参考。尚、「パーキング」とは、後の第4節でも言及するように、「グループが保有する株式を第三者に信託的に譲渡しつつ株式の議決権および売買についての支配権を維持する」慣行を指す(同、183頁)。尚、「保有者が支配」を単一もしくは保有割合の合算で実現できる限界値は、後の第3節で見るJohn Scottが経験(実証)的に定めた10%基準や脚注46で見るようなEdward S. Hermanが定めた5%基準等で代表される。この2つの限界値は、大量保有報告基準、5%(ルール)、そして、機関投資家のスケジュール13DによるSECへの大量保有報告基準、10%と閾値として丁度一致しており、彼等の研究成果によるなら、両限界値に満たない保有比率は実際に支配力を及ぼすには足りないと思われる。そこで、本稿では、機関投資家にとっての3つの報告基準の内、第3の「保有者が支配の意図を有するにいたったとき」という基準は以下、省く場合がある。

## 2. 「グローバル・ネットワーク中枢」等の機関株主またはその専門経営者を含む相対的個人大株主層の合意による「議決権の事実上の共有」を媒介とした会社支配、および会社支配者層をめぐる集合

合衆国内に限定した場合、会社支配に係わる問題の一つは、投資一任契約等を含む協定・交渉等を通じて法的株主になる場合さえ多いBlackRock Inc.等の巨大資産運用会社からなる『受益的所有者<sup>(17)</sup>』<sup>(18)</sup>群が仕掛けるウォール・ストリート・ルールの圧力を梃子とした、密室での会談による経営陣に対する株主総会での反対投票より以上に強力な、さらに踏み込んだ影響力の実態である。またこの点とも関連して、それらの機関株主が共同行動を採って議決権行使で合意し、それが特に機関投資家の場合、報告義務基準となる10%超水準と丁度同一の閾値、すなわち、後の第3節で言及するJohn Scottが定める上位20社以内の機関株主群によって可能な少数持ち株支配の基準10%を、僅か3社で十分超える上場会社も数多いビッグ・スリー等<sup>(19)</sup>の『受益的所有者』群をまさに自身の配下に置く当該専門経営者を中心とする相対的個人大株主層が、最終的に信託受益権を手にする第三受益者 (third-party beneficiary) である自然人と如何共通部分をなし、共々、その構成個体である旧来の、あるいは新しい資本家として如何に協働して (新しい資本家の場合には、保有持分の合算ベースでの所有が5%ルールに抵触する程の水準に達するか否か等) に関する法解釈の問題が介在することになろうが) 実質的に「個別的」に会社を支

(17) Cf., for example, Cornell Law School, Legal Information Institute [LII] (open access to law since 1991) (<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.13d-3> (2020/06/08)). 内、最初の(a)号には次のようにある。「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、証券等の投票配権 (to direct the voting of, such security)；もしくは、次の(2)、またはその両方。(2)そうした証券の処分権 (power to dispose) を含む証券の取得・処分権限 (investment power) ないしは処分配権 (to direct the disposition)。」

(18) 13d-3規定の受益的所有者とは一般にいわゆる信託契約を通じて自身は名義上の株主から外れ、単なる受益者にして経済的に究極的な真の所有者 (true owner) となる受益的所有者とは異なると解釈できる。ここでCFRの定める情報開示規定でいう対象者について『受益的所有者』と特に二重鍵括弧で括って別途規定する理由は2つある。①同条項の(a)号にいわゆる、議決権又は投票配権 (to direct the voting)、あるいは、証券の取得・処分権限 (investment power) 又は処分配権の何れか一方または両方の権利の前者を直接・間接に〔保有割合の合算で〕共有することは、一般に5%ルール、また機関投資家の場合10%超の大量保有基準のSECへの届出義務が生じるという解釈 (亀甲括弧〔〕内に照応；黒沼、前掲、URL上のノート、5頁、参照)に触れる等する程の閾値、5%・10%を代表的ハードルとする少数持ち株支配を結果的に可能にする法的要件を構成する。②但しそれは、ここに記すように、13d-3における選択的2権限の内、一方のみによる。以上である。むろん資産運用会社等が実質的所有者としての「顧客」および銀行信託部等、そして、実務上マスタートラストも含めた四者間の契約・協定・交渉等によって名義人として法律上株主になっている場合、non-routineの事項については、先の経済的に究極的な真の所有者である受益的所有者一般からの指示がない場合には自由裁量議決権を行使することはできない (福本葵 (2010年3月)「議決権代理行使を制限するNYSE規則改正」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第69号、「要旨」、参照)。

(19) BlackRock Inc., The Vanguard Group, Inc., State Street Corporation, 以上ビッグ・スリーで筆頭株主となる合衆国全上場会社における平均持ち株比率は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8.97%、7.5%、6.3%、第3位に入らない平均持ち株比率は僅か2.66%に過ぎない (Jan Fichtner, Eelke M. Heemskerk & Javier Garcia-Bernardo (2017), "Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk", *Business and Politics*, Volume 19, Special Issue 2, p.17, Figure 2. 出所: Orbisに基づく計算; データ: Watson/Pensions & Investment annual surveys.; 渡部「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) と化する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)」、前掲、228頁を参照されたい)。

配しているのが課題となる。

ところで、小松氏のいわゆる「迂回的」な持ち合いによる支配・被支配関係は、経営権に関するいわば対外的防壁として機能すると考えられる。しかし断定はできない。所有権の再編<sup>(20)</sup>が係わることもさることながら、その関係の解明は、次の段落で見る交錯する自然人からなる特定の社会成層 (social stratification) が世界的なTNCsの中枢をなす「グローバル・ネットワーク中枢」を具体的にどのように支配するかに係わる優れて実証的でケース・スタディ的な問題であるからである。本稿の第3節はまさにそのケース・スタディの一例である。

そしてさらに、相対的個人大株主層の一部をなす専門経営者の自社株持ち株比率のHermanによる観測点1975年<sup>(21)</sup>における推計の最新のデータの更新も課題である。それは先に注目した「グローバル・ネットワーク中枢」の別格の相対的個人大株主層の一角をなす専門経営者に、権能が彼らに格段に劣る相対的個人大株主層一般に含まれる専門経営者を合算した概数を推し量ることでもある。加えて、殊に近年増勢著しい特に35歳以下の株式を含む遺産相続者<sup>(22)</sup>の半分の働く超富裕層の多くが早くも専門経営者層に入り込んでいるとして、その自社株持ち株比率の推計のためには、個人大株主及び相対的個人大株主層全般の年齢構成別持ち株比率に関する各種統計値が前提になる。支配出資者となりうる超富裕層は、一方で銀行信託部等と信託契約を結んで議決権行使の意思を伝え、あるいは直接株主総会に出席して議決権を自ら行使することもできる。彼らは同時に、BlackRock Inc.等の機関大株主のその又相対的個人大株主層と共通部分を持つ。それゆえ、その要素をなす個人大株主または相対的個人大株主層は会社を支配する上で二重の優位性を誇る。この点も併せ考えると、合衆国では、以下に見る4社会成層をめぐる統計的研究が必要となっている。

(A) 機関大株主、BlackRock等のその又個人大株主 (支配出資者) または相対的個人大株主層と(B) 超富裕層を内包する法律上の受益者の共通部分の特定、および、(B)に含まれる(C-1)現代のRockefeller一族といわれるいまだに個人大株主として「個別的」支配者の地位を誇るKoch兄弟等を含む、数世代または一代で財をなした特に現在65歳以上の超富裕層の中の支配出資者、(C-2) 近年増勢著しい35歳以下の大量の株式を含む遺産相続者の半分をなす、その多くが専門経営者層に早くも食込んで働く相対的個人大株主層および、(C-3) 残り半分の働かないながらも会社支配に関心を寄せる社会成層、ま

(20) ここに所有権の再編とは、①株式「財産」の信託契約による機関投資家やヘッジ・ファンドへの移譲、②SECへの届出義務の基準となる大量保有報告基準5%超および、共同で議決権を行使する場合に、議決権行使について合意し、合算ベースで複数機関投資家が10%超水準を所有するに至って大量保有報告のSECへの届出義務を負うと伴に、例えば同一閾値10%水準での少数持ち株支配が可能となる程絶大な所有権力を手にする『受益的所有者』群を構成する例えばビッグ・スリーを中心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の全般的集中、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、以上の4再編を指す (例えば、渡部「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) と化する可能性および新システム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」、前掲、226-227頁を参照されたい)。

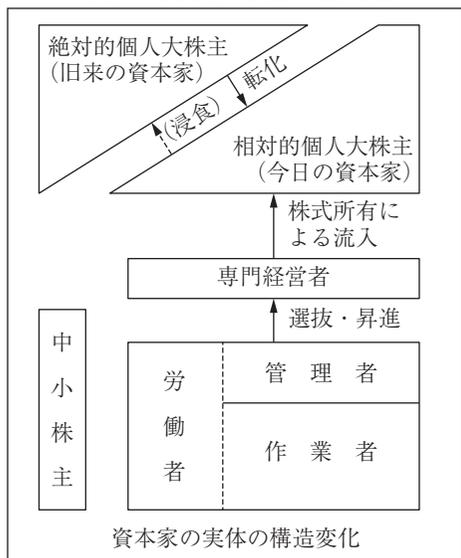
尚、ここで機関投資家のグループ・メンバー間の「合意」がある場合、(厳密に言うなら「例えば」) 支配の意図を有するグループの保有割合を合算して10%超に至る場合にもSECへの届出義務が生じるという解釈については、後の脚注73を参照されたい。以下、他の箇所での同じ解釈についても同様に、了とされたい。

(21) Edward S. Herman (1981), *Corporate Control, Corporate Power: A Twentieth Century Fund Study*, Cambridge University Press, p.88, 表3.10。「最大100産業会社の取締役の議決権株式の所有、1975年現在」。

(22) Cf., Robert Reich, *Saving Capitalism: For the Many, Not the Few*, p.144. 両宮寛・今井章子訳 (2016) 『最後の資本主義』東洋経済新報社, 188-189頁, 参照; Cf., U.S. Trust (2013), "Insights on Wealth and Worth", Key Findings, U.S. Trust website, 2013, p.4.

たは、(D)自社の持ち株比率を高めるものの、単独では例えば5%ルールに触れる等する程の会社支配権を掌握するには遠く及ばないという意味では「構造的」支配者に留まる専門経営者層、以上の4社会成層の共通部分の特定がその課題である。幾分図式化するなら、問題の対象は、法的にも実質的にも優勢な(A)機関大株主、BlackRock Inc.に代表される「グローバル・ネットワーク中枢」の支配投資者である個人大株主または別格の専門経営者層を含む相対的個人大株主層と(B)超富裕層を内包する経済的な真の所有者(true owner)である受益者との共通部分、およびそれが含む、(C)この経済的な真の所有者を構成する遺産相続または一代で財をなした大株主または相対的個人大株主を中心とし、一部金利生活者を含む超富裕層と(D)単独で「個別的」支配を最早担えないという意味で、共同して議決権を行使する手段を講じなければ「構造的」支配者に転じた状態に留まる相対的個人株主層一般の和集合、ほぼ以上からなる統計的分布(A∩B, B⊃C∪D)である<sup>(23)</sup>。内、(A)の一部、「グローバル・ネットワーク中枢」の専門経営者は、自身大株主ではなくとも、当該「グローバル・ネットワーク中枢」間の直接的な5%超のブロック所有、または、図1の表題の括弧内但書にmutually invested top twenty world investors(相互に投資し合う世界の上位投資家20社)とある点から推すとおそらくは実際には数多く存在する表記のない5%未満の所有を通じた「相互的」持ち合いによって密接に結合し、以て各自の経営する「グローバル・ネットワーク中枢」の維持・存続の財務的基盤を強化し、同時にそれが「迂回的」な持ち合いによる支配・被支配関係を通じて、経営権を守るための、いわば対外的防壁を高く築く機能を担っている可能性が高い。BlackRock Inc.等を中心とするその情況の一端については次節で示す。それと同時に、彼らは「グローバル・ネットワーク中枢」間の「相互的」な持ち合いを含む「迂回的」な持ち合いによるいわば盤石な媒体的ツールの形成を通じて自然人たる自身が配下に

図3：資本家の実体の構造変化



出所：小松，前掲，213頁，「資本家の実体の構造変化」。

(23) 左図(図3)は小松氏による資本家の今日の実体の構造変化を表す。管理者から昇進した専門経営者は自社株を買って増して相対的個人大株主層に食込み、絶対的個人大株主は機関化現象の内包する本質として、絶対的個人大株主から「構造的」支配のみを手中に取める今日の資本家=相対的個人大株主に転化し、同時に、後者は旧来の資本家階級を侵食する場合もある。図は、客観的な生産関係で決まる同じ支配階級内で連続体をなしながら構造変化を来す各個体群の様子を表す。筆者が合衆国を念頭に置く統計的分布(A∩B, B⊃C∪D)では、内、Bが資本蓄積に魂を息吹く階級関係の担い手である人格化としての資本家ではない金利生活者ともいうべき単に富裕な法律上の受益的所有者を含むという点を除き、主として小松氏が洞察した機関化現象の帰結としての絶対的大株主から相対的個人大株主=今日の資本家への転化に加え、株式を含む巨万の富の贈与に伴う旧来資本家内世代交代を念頭に置いている。但し、後の脚注74で言及するように、現在進行中の新しい産業革命の成果であるフィンテックを活用した支配階級の勝ち組と劇的な競争過程における優勝劣敗を通じたいわば新陳代謝でそこから退場するものが出てくるかも知れない。又、その「新陳代謝」では、同じ労働者階級でも所得や社会的・文化的要因等によって階層化した多様な操作概念である社会成層中、特に所得で最上位に

来る社会成層が支配階級を侵食するケースもあろうが、二階級間を広く跨ぐものではまだ決していない。この点は、特にドイツ等の例えばHabermasの想定する成熟した「後期資本主義」国を除く、特に日米等の国々では顕著な現実である。そこでは、同様に主に経済的地位による幅広い社会成層を内包する旧来の支配階級の法則にまだ変わりはない。この点については、脚注74で詳説する。

治める機関株主としての顕著な地位を一層堅牢にしている。またそのように別格的法的地位にある「グローバル・ネットワーク中枢」のCEOまたは取締役会長を中心とする専門経営者であるからこそ、所属先「グローバル・ネットワーク中枢」を梃子に、国内外に及ぶ破格の会社支配力を掌中に収めるのである。例えばBlackRock Inc.の所有者として新しい資本家に成り上がったFink, CEO兼取締役会長に象徴される専門経営者とその他の相対的個人大株主は共に資本蓄積に魂を息吹く階級関係の担い手である人格化としていまや同等の地位に就く新しい資本家である。だが一般的には、擁する技術も群を抜く巨大企業を嚮導する戦略的地位の高さゆえに、権威を失墜して窮地に追い込まれる等、不測の事態を措けば、専門経営者の権能の方が一般にその他に優る。他方、別格の金融機関以外の株式会社の専門経営者とこれを含む相対的個人大株主一般は、後の第4節で確認するように、13d-3で国内的にはグループ・メンバーの保有割合の合算ベースで5%ルール(13d-1)に触れる等する程の支配・影響力をあくまで法律上「暗黙の了解」に基づく合意によるものと解釈される「議決権の事実上の共有」によって等しく掌握しており、両者の力関係はケース・バイ・ケースであろう<sup>(24)</sup>。本稿における資本家階級内部の社会成層間の力・威信の関係に関する理解の基本は以上の通りである。

本節での考察によるなら、機関化現象の中心、とりわけ「グローバル・ネットワーク中枢」の会社支配力の源泉は、丁度Scottが上位20社以内の機関株主群によって可能となる10%を操作的基準とする少数持ち株支配であり、その基準=限界値は、それら機関投資家にとって、保有割合の合算で大量保有報告のSECへの届出義務の基準と解釈できる10%超所有<sup>(25)</sup>と同じ閾値である。それは具体的に

(24) 創業者一族が共同支配する米ヒューレット・パッカード (HP) が進めるコンパック・コンピューターとの合併計画は2002年3月19日の臨時株主総会后に合併推進派の経営陣が独自集計に基づき勝利を宣言、合併反対派の共同創業者一族が敗北受け入れを拒否するという異例の事態となった(「HP経営また足踏み、コンパック合併の賛否株主総会で伯仲」(2002/03/22)『日経産業新聞』)。これは事例としては少し旧いが、相対的個人大株主層(新しい資本家)と個人大株主としての旧来資本家が相対的個人大株主に転落し、以て「構造的」支配の担い手に転化した創業者一族との確執で後者が敗北したケースである。また、直近では、日本の「みずほフィナンシャルグループ(FG)」は25日、石炭火力発電所建設の資金などの与信残高について「2050年度までにゼロ」との目標を40年ごろに約10年間前倒しできる見通しを示す案件について、2020年6月26日の株主総会で環境NGOが気候変動に関する株主提案を出し、3割超も賛同を集め、銀行経営に、環境の視点からの株主の声が強まっている事を示した。提案したのは気候ネットワーク(京都市)。温暖化防止の国際ルール・パリ協定の目標に沿った投資を行うための経営戦略計画を年次報告書で開示するように定款変更を求めている(「みずほFG、2040年に10年前倒し 石炭火力の建設資金「残高ゼロ」目標」(2020/06/26, 5:00)『朝日新聞』電子版、参照)。この事例は、後の脚注69で見ると、実質共同保有者、すなわち「共同して株券を取得し、譲渡し、又は議決権の行使等を行うことを合意している者」(金融商品取引法第27条の23第5項)が、相対的個人株主「層」の一部として、敗退はしたものの、合算ベースで一定の力を示した一例となる。以上が、「グローバル・ネットワーク中枢」以外の株式会社の専門経営者とその他の相対的個人大株主層との権力の拮抗をまさにケース・バイ・ケースで表す好例となる。

(25) 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。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が、機関投資家等以外の者も支配権取得の目的がなければ先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)。

但し、例えば、表立った営業権の取得等は兎も角、支配の意思の有無そのものについて事前に殊更自ら表明する必要はない。13d-3(a)の規定(「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、または、証券等の投票採配権(to direct the voting);もしくは、次の(2)、またはその両方。(2)そうした証券の

はビッグ・スリー等の複数巨大金融機関が共同して議決権を行使する際、その議決権行使について合意している対象会社に対する10%超の議決権保有率と同じ限界値である。ここで留意すべき事実として、その行使を掌るのは当該機関に所属する専門経営者と彼らを含むその他の別格の相対的個人大株主層で、その会社支配力は法的、従って所有権の面では、すでに「個別的」に具体化しているといつてよいであろう。この認識は第1節で見た小松氏の見解と対比すれば異論となる。だが、これは同氏が構成した「構造的・個別的」支配概念の改変ではない。同じ概念を現代世界、特に合衆国の現実に適用した新たな解釈の試みである。相対的な持ち株比率が一樣に下がって相対的には株主として地位が後退しながらも、とりわけ「グローバル・ネットワーク中枢」の相対的個人化株主層は、「ある株式の取得、保有…の目的をもって共同行動をとるときは」、グループ・メンバーの「保有割合の合算(13条(d)(3)項)」<sup>(26)</sup>により、大量保有報告制度(5%ルール)に抵触する程の所有に基づく会社支配・影響力を持つことも可能となる。ここでは自然人としての「構造的」支配が法的な解釈で実質的に「個別的」支配に再転化することになる。ここに筆者の解釈の特徴がある。もっともそれは、21世紀以降のグローバルな所有の急速な集中を未だ観察するに至っていなかった小松氏においてはそもそも時期と国を違える想定外の現実を反映するものである。同氏は「個別的」な支配力を最早失った個別の大株主層に代わって、「…なお専門経営者が本質的には資本の私的性格に規定されて相対的個人大株主の構造的利益を志向せざるをえない理由は」、「機関所有それ自体」が「本質において、企業の「私的所有」を否定するものではなく、そして、「私的所有という本質に則った多くの制度——利益分配の仕組、収益力を基準とする経営能力の評価、自身のうちに形成された営利的思考習慣、等——が専門経営者の行動を支配しているかぎり、相対的個人大株主層は、制度上なお資本の「意識的」担い手としての地位にある」<sup>(27)</sup>と述べていたことからわかるように、専門経営者の所有者への志向と相対的個人大株主としての地位の確立を実証し、相対的個人大株主層は、所有者に成り上がった専門経営者をして、尚かつ「層」の構造的利益を上げるべく嚮導しているという現実にごそ着目していた<sup>(28)</sup>からである。逆に、筆者の認識は、小松氏が1980年代半現在、所有の分散に注視して否定的に捉えてい

---

処分権を含む証券の取得・処分権限 (investment power) ないしは処分配権)にも関連して、単独または共同で例えば5%-10%超株式をいつ何時取得して運用先のCEOあるいは取締役の罷免権等の権限を事実上掌中に収めようとし始めるか等について、その支配の主体は融通無碍に振舞うことが可能である。また大量保有報告のSECへの届出義務の如何に係わらず、事後的に、機関株主が、自身の所有に、その他金融機関の所有を併せて、金融界全体の株式所有として、支配力を発揮する場合があることは、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の事例に見てとれる。それに関する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 (2012), "Capital Relations and Directorate Interlocking: The Global Network in 2007", *op.cit.*, p.73, note 13.)。

(26) 黒沼、前掲、URL上のノート、5頁、参照。

(27) 小松、前掲、214頁、引用・参照。尚、筆者が、法解釈上の問題はあっても、その解釈の余地の可能性として、Title 17 CFR § 240.13条d-3項に照らして、ある人数のグループ・メンバーの保有割合の合算ベースで「個人大株主」概念を法的に再構成することは、この概念、個人大株主＝資本家の存在を、例えば、ある会社の「上位20大株主の中に人数的にどの程度「残存」ないし「健在」しているかという形で」統計的に探ろうとし(小松、前掲、136頁)、あるいは、「…大株主構造それ自体が、機関大株主に匹敵する規模の個人大株主を有する構造となっているか否かの別に、…「機関大株主に匹敵する規模とは、株主順位で「上位40位以内」を指すものとする」といった定義を探ろうとする(小松、前掲、157頁)小松氏による手法からして、同氏の構成する本来の「個人大株主」概念の理にさからうものでは決してない。

(28) 小松、前掲、第5章「巨大企業の大株主構造と経営者」、127-222頁、参照。

た株主総会での合議制において、やがて「グローバル・ネットワーク中枢」に成長するTNCsの専門経営者を中心とする相対的個人大株主層が、21世紀以降、殊に所有がグローバルなレベルでしかも極度に再集中した結果、過去半世紀足らずの間に大きな変貌を遂げた所有構造<sup>(29)</sup>の中で、“exit”または“voice”の形で潜在的・顕在的支配力を事実上掌握すると同時に、早くも1970年代から自身、会社全般の所有者としての地位<sup>(30)</sup>をとりわけ高めてグループを組む同士の保有割合の合算によって5%ルールに触れる等する程に「個別的」支配を掌握する可能性さえ出でて、以て、支配出資者と伴に、会社支配において、確固たる地位を築き上げた現実を目にしてこそ初めて可能となる。筆者にとって、残る問題の対象はそれゆえ、自身自社の所有者としての地位を追求し、相対的個人大株主層に食込んだものの、単独では会社支配の権力を最早掌握できないという意味では最早困難になった「個別的」支配に代わって「構造的」支配の担い手に転落した相対的個人大株主層一般による会社支配の実効性を、第1節末尾で特に留意したように、あくまで議決権に基づいて支えたと伴に、結論から言って、先に言及した別格の相対的個人大株主層と同様に、議決権の権利行使での合意による共有の合算ベースで、例えば5%ルールに触れる等する程の支配・影響力を持つに至った、実質的な「個別的」支配者＝相対的個人大株主＝資本家が持つ力の有り様である。

ところで先の合衆国居住の「グローバル・ネットワーク中枢」の中心、BlackRock Inc.の擁する唯一無二のデジタル・プラットフォーム、Aladdin<sup>®</sup>のECB等、公的機関をさえ含む広範な世界横断的共用が、同社の相対的個人大株主にとって持つ意義は突出して大きい。例えば、「グローバル・ネットワーク中枢」内、金融コングロマリット、JPMorgan Chase & Co.は、2020年度委任状報告書によると、2019年内に資産運用でのAladdin<sup>®</sup>の利用に530万ドル支払っている。他の在合衆国「中枢」企業の直近の委任状報告書にはAladdin<sup>®</sup>の利用について触れる箇所はないが、運用の大部又は一部に同アルゴリズム・システムを活用していないはずはまずありえない。もしそうであるなら、Aladdin<sup>®</sup>こそは、第1節の末尾で示唆した相対的個人大株主層の二極化した一方の別格の上位成層の象徴、BlackRock Inc.の特に自社株を所有する専門経営者 (R. Fink等) が手にする権力一般の源泉である。この点については第4節の最後で総括する。

「グローバル・ネットワーク中枢」等の機関大株主としての卓越した地位の全体像はすでに解明されている<sup>(31)</sup>。次に、その全体像の一端を示す金融機関相互間の持ち合い比率に加え、CEOまたは取締役会長等の専門経営者一般にはない絶大な権力を掌中に収める特に先に掲げた在合衆国居住5社の各種専門経営者の自社株持ち株比率、そして取締役および執行役員集団 (経営陣総体) の同持ち株比率を一覧表に、併せて記録することによって、当該専門経営者の「グローバル・ネットワーク中枢」の所有の担い手としての地位を確認しておきたい (表2「在合衆国居住4社間の株式の「相互的」な持ち合いを含む行列およびJPMorgan Chase & Co.に対する片側所有」参照)<sup>(32)</sup>。また、5%超基準

(29) この現実については、渡部「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ム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(上)」、前掲、010頁、および第2章第2節、「自然人としての会社支配主体の究明」、066-070頁を参照されたい。

(30) Cf., Harold Demsetz (June 1984), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law & Economics*, Volume XXIV, pp.387-388. データ区間は1973-1982年。

(31) 詳しくは、渡部「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ム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」、前掲、第3章第1節「株式所有権の集中と法制度的再編」、226-242頁を参照されたい。

(32) 資産運用会社について見る限り、専門経営陣の合算持ち株比率を「相互的」な持ち合いを織りなす主要な他の資

で見える場合、JPMorgan Chase & Co.を一方的に所有するThe Vanguard Group, Inc.（ミューチュアル形態）、BlackRock, Inc.の2社に限られる持ち株比率を確認しておきたい。以上の各持ち株比率の相対的高さ、特に専門経営者の持ち株比率は、機関化現象と並行してかなりの低水準まで落ち込んではいらぬ。だが例えば主に5社においては、NYSE上場会社全体の法人・自然人全ての株主について算出した対上場会社1社当たり平均持ち株比率に対する倍率で評価することによって、相対的な高さを見て取ることができるかも知れない。ところが、その基準となる当該平均値をなすデータが利用できない。それゆえ、この点は、「グローバル・ネットワーク中枢」内の持ち合いとその専門経営者においてのみ、差し当たり法解釈上可能な実質的な「個別的」支配を措くなら、相対的個人大株主層一般による第1節で見た小松氏のいわゆる本来的「構造的」支配を評価する上で難点となる。そのため、この評価に代わる思考が必要となる。関連の私見は最後の第4節で総括したい。

その前に、節を改めて、表2によって、Haberly & Wójcikが明らかにした「グローバル・ネットワーク中枢」の在合衆国居住7社中、BlackRock Inc., State Street Corporation, T. Rowe Price Group, Inc., およびThe PNC Financial Services Group, Inc.の間の何れかの組み合わせで認められる「相互的保有を含む迂回的な持ち合い」の状況、およびThe Vanguard Group, Inc., Wellington Management Company, LLP, MFS Investment Management（現Sun Life Financialの子会社、旧Massachusetts Financial Services Company (MFS)）等による在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」の株式所有、そして、The Vanguard Group, Inc., BlackRock Inc.に一方的に株式を所有されているJPMorgan Chase & Co.の被所有状況、最後に、それら金融機関5社のCEOまたは取締役会長等の専門経営者の持ち株比率について整理しておきたい。

### 3. 在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」4社間の株式の「相互的」な持ち合いを含む行列とJPMorgan Chase & Co.に対する片側所有および5社における専門経営者と経営陣総体、並びに機関全体の持ち株比率

- (1) BlackRock Inc.は、他の「グローバル・ネットワーク中枢」、The Vanguard Group, Inc.から、普通株式発行済み残高数（以下、同様）の内、5.83%、The PNC Financial Services Group, Inc.から22.07%所有されている（観測点：2020/03/31 [the Record Date（配当・株主総会などの）基準日；以下同様]）。それゆえ、委任状説明書で報告を義務付けられている大量保有報

---

産運用会社の合算ベースの持ち株比率が大きく上回ることから、他ならぬ、21世紀以降所有の最中心部をなす資産運用会社においても、長期を展望して経営に当たろうとする経営陣の権力に対して機関株主の短期主義的な利益追求の権力が優ることが窺われる。この点、世界の上場会社の株式ブロック単位で6.06%超を所有しながら、他方、2020年3月31日現在、自社の普通株式発行残高の22.07%をThe PNC Financial Services Group, Inc.によって所有され、事実上同社から単独で支配されるBlackRock Inc.の状況は、興味深く、しかし推し量り難い。同社のCEO兼取締役会長、FinkがThe PNC Financial Services Group, Inc.の影響を臆する言動で耳目を集めることはない。この状況は、おそらく、規則13d-1(c)における「受動的投資家」(passive investors)、すなわち、支配権に影響を及ぼす意思がないもので、13d-1(b)に規定の機関投資家以外の者ではあっても20%超の保有の場合にはスケジュール13Dによる報告書の届出義務を持つという規則によるものと推察される（黒沼、前掲、URL上のノート、5頁、参照：Cf., Arnold & Porter Kaye Scholer LLP, (USA February 14 2013) “Buyer Beware: The Reporting Implications of Buying (and Selling) a Significant Amount of Public Securities”, *LEXOLOGY* (<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=41a16a1b-a159-409c-98ad-39051b7f4753>) (2020/07/22))。

ところで、等しく機関株主から76.08%もの大部を所有されながらも（2020年5月11日現在；表2参照）、おそらくは、その短期主義の圧力に抗して、2008年金融危機以前からDimon（CEO兼取締役会長）の牽引の下、長期的視野を開いて経営に邁進してきたJPMorgan Chase & Co.は例外的な商業銀行、転じて金融コングロマリットと言えよう。

表2：在合衆国居住4社間の株式の「相互的」な持ち合いを含む行列とJPMorgan Chase & Co.に対する片側所有

BlackRock, Proxy Statement, Notice of Annual Meeting, May 21, 2020	BlackRock Inc.	Notice of State Street Corporation 2020 Annual Meeting of Shareholders	State Street Corporation	T. Rowe Price, 2020 Notice of Annual Meeting and Proxy Statement, May 12, Owings Mills, Maryland	T. Rowe Price Group, Inc.	2020 Proxy Statement, The PNC Financial Services Group	The PNC Financial Services Group, Inc.	JPMorgan Chase & Co., Annual Meeting of Shareholders Proxy Statement 2020	JPMorgan Chase & Co.
普通株式発行済み残高： Cf, the material in preceding column, p.46.	154,262,618 3/31/2020	Cf, the material in preceding column, p.73.	352,200,608 12/31/2019	Cf, the material in preceding column, p.75.	233,364,817 5/12/2020	Cf, the material in preceding column, p.82.	430,265,435 1/31/2020	Cf, the material in preceding column, p.108.	3,046,537,075 3/20/2020
CEO兼取締役会長： Laurence D. Fink (持ち株数：以下同様)	819,439	CEO兼取締役会長： Ronald P. O'Hanley	103,358	社長 (President) 兼CEO： William J. Stromberg	1,006,296	取締役会長, 社長兼CEO： William S. Demchak	363,680	外部取締役： James S. Crown <sup>(1)</sup>	12,278,756
持株比率 (％：以下同様)	0.53	持株比率	0.03	持株比率	0.43	持株比率	0.08	持株比率	0.40
The Vanguard Group, Inc.	8,998,815	執行副社長兼最高法務責任者 (chief legal officer)： Jeffrey N. Carp	154,891	BlackRock, Inc. <sup>(1)</sup>	18,685,535	執行副社長兼CFO： Robert Q. Reilly	118,137	CEO兼取締役会長： James Dimon <sup>(2)</sup>	7,859,738
持株比率：大量保有報告基準5%超	5.83	持株比率	0.04	持株比率 (相互的保有を含む迂回的持合い：大量保有報告基準5%超)	8.01	持株比率	0.03	持株比率	0.26
The PNC Financial Services Group, Inc. and affiliates	34,042,326	BlackRock Inc. <sup>(1)</sup>	28,525,724	State Street Corporation <sup>(2)</sup>	13,093,054	執行副社長兼法人金融事業・機関銀行, 及び資産運用グループ部門代表： Michael P. Lyons	135,484	The Vanguard Group <sup>(3)</sup>	246,807,787
持株比率 (相互的保有を含む迂回的持合い：大量保有報告基準5%超)	22.07	持株比率 (相互的保有を含む迂回的持合い：大量保有報告基準5%超)	8.10	持株比率 (相互的保有を含む迂回的持合い：大量保有報告基準5%超)	5.61	持株比率	0.03	持株比率：大量保有報告基準5%超	8.10
		The Vanguard Group <sup>(2)</sup>	28,325,975	The Vanguard Group, Inc. <sup>(3)</sup>	20,717,039	BlackRock, Inc. <sup>(1)</sup>	27,108,553	BlackRock Inc. <sup>(3)</sup>	209,532,587
		持株比率：大量保有報告基準5%超	8.04	持株比率：大量保有報告基準5%超	8.88	持株比率 (相互的保有を含む迂回的持合い：大量保有報告基準5%超)	6.30	持株比率：大量保有報告基準5%超	6.88
		MFS Investment Management (Sun Life Financialの子会社： 旧Massachusetts Financial Services Company (MFS)) <sup>(3)</sup>	23,786,425			The Vanguard Group, Inc. <sup>(2)</sup>	33,446,765		
		持株比率：大量保有報告基準5%超 (参考)	6.75			持株比率：大量保有報告基準5%超	7.40		
		T. Rowe Price Associates, Inc. <sup>(4)</sup>	23,658,652			Wellington Management Group LLP <sup>(3)</sup>	22,921,851		
		持株比率 (相互的保有を含む迂回的持合い：大量保有報告基準5%超)	6.72			持株比率：大量保有報告基準5%超	6.38		
		Longview Partners (Guernsey) Limited <sup>(5)</sup>	19,337,044						
		持株比率：大量保有報告基準5%超 (参考)	5.49						
全取締役および執行役員集団 (27人)	2,025,321	全現行取締役および執行役員集団 (32人)	992,370	取締役および前CFOを除く全執行役員集団 (20人)	2,401,214	取締役および執行役員集団 (24人)	985,800	全取締役および現行執行役員集団 (23人)	22,481,407
経営陣総体の持株比率 (％：以下同様)	1.31	経営陣総体の持株比率	0.28	経営陣総体の持株比率	1.03	経営陣総体の持株比率	0.25	経営陣総体の持株比率	0.74
※2020年3月31日現在, PNCの事実上の単独支配									
全機関所有比率 (％：以下同様)	87.87	全機関所有比率	95.31	全機関所有比率	74.61	全機関所有比率	84.49	全機関所有比率	76.08

(↑ yahoo! finance: % of Shares Held by Institutions: 2020/05/11；以下同様) ※13d-1(b) 規定の特例対象者も、その保有割合が20%以上になると、簡易なスケジュール13Gによる報告様式に代わって、株式を取得した日から10日以内にSECへの大量報告の届出が義務付けられる (13d-1, 13d-2) (大崎貞和 (2006 Winter) 「株券大量保有報告書のあり方をめぐって」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所, 24頁, 参照)。

- 2020年2月6日付, BlackRock Inc.によるSECへの提出書類, スケジュール13Gを唯一基礎とする情報は、内24,861,050株について単独の議決権と28,525,724株について単独の処分権を持つと報告している。
- 2020年2月12日付, The Vanguard GroupによるSECへの提出書類, スケジュール13Gを唯一基礎とする情報は、内540,623株について単独の議決権と27,717,446株について単独の処分権, 99,079株について共有議決権 (shared voting power), および608,529株について共有処分権 (shared dispositive power) を持つと報告している。
- 2020年2月14日付, Massachusetts Financial Services CompanyによるSECへの提出書類, スケジュール13Gを唯一基礎とする情報は、内, 21,118,767株について単独の議決権と23,786,425株について単独の処分権を持つと報告している。
- 2020年2月14日付, T. Rowe Price Associates, Inc.によるSECへの提出書類, スケジュール13Gを唯一基礎とする情報は、内9,160,606株について単独の議決権と23,626,955株について単独の処分権を持つと報告している。
- 2020年2月11日付, Longview Partners (Guernsey) LimitedによるSECへの提出書類, スケジュール13Gを唯一基礎とする情報は、内, 11,638,359株について共有議決権と19,337,044株について共有処分権 (shared dispositive power) を持つと報告している。
- BlackRock Inc.による2020年2月6日付SECへの提出書類, スケジュール13G/Aに含まれる情報のみによる。受益的に所有されている18,685,535株の内, BlackRock Inc.は16,204,486株について単独の投票権または議決権を持ち, 18,685,535株について単独の処分権または単独の処分配権を持つ。
- State Street Corporationによる2020年2月14日付SECへの提出書類, スケジュール13Gに含まれる情報のみによる。受益的に所有されている13,093,054株の内, State Street Corporationが単独の投票権または議決権を持つ株数はゼロで, 11,821,117株について投票権または議決権を共有し, 13,085,883株について処分権または処分配権を共有する。
- The Vanguard Groupによる2020年2月12日付SECへの提出書類, スケジュール13G/Aに含まれる情報のみによる。受益的に所有されている20,717,039株の内, The Vanguard Groupは350,317株について単独の投票権または議決権を持ち, 20,322,904株について単独の処分権または処分配権を持ち, 64,797株について投票権または議決権を共有し, また394,135株について処分権または処分配権を共有する。
- 2020年2月5日付, BlackRock Inc.によるSECへの提出書類, スケジュール13Gを唯一基礎とする情報は、内, 22,885,133株について単独の議決権を持つと報告している。
- 2020年2月12日付SECへの提出書類, スケジュール13G/Aによれば, The Vanguard Groupは27,108,553株について単独の処分権を持ち, 22,885,133株について単独の議決権を持つ。
- 2020年1月27日付SECへの提出書類スケジュール13G/Aによれば, Wellington Management Group LLPは同社が直接・間接に所有する複数の投資顧問から構成される顧客によって所有され, または名義上所有される22,921,851株の普通株の受益所有者である。同社は, 22,921,851普通株の処分権を共有し, 22,467,594普通株の議決権を共有する。

- 内, 12,039,593株についてはCrown氏がそこでの彼の金銭的な利益を除いて受益所有権を放棄する〔裏から言えば投票権を含む議決権は保持する〕。そうした株式 (および全取締役と現行執行役員全体の) 11,106,493株は貸付残高があるかないかに係わらず, 担保に供し, あるいは所持金以上の借入金勘定で所有されているかも知れない。
- Dimon氏が彼の金銭的利益が含まれる場合を除いて受益所有権を放棄する事業体を媒介に所有する115,800株を含む〔裏から言えば金銭的利益を除く特に議決権行使に関する受益所有権は保持することを意味する〕。
- 2020年2月12日付SECへの提出書類, スケジュール13Gによれば, スケジュール13G ("Vanguard") に含まれるThe Vanguardと子会社事業体の合算ベースで241,524,570株について単独の処分権を持ち, 5,283,217株について処分権を共有し, 4,672,787株について単独の議決権を持ち, 898,434株について議決権を共有する。
- 2020年2月7日付SECへの提出書類, スケジュール13Gによれば, スケジュール13Gに含まれるBlackRockと子会社事業体の合算 ("BlackRock") ベースで, 209,532,587株について単独の処分権を持ち, 180,525,876株について単独の議決権を持つ。

註1. 網掛けされた主体は、濃淡の順に、①「グローバル・ネットワーク中枢」中で (5%超に限って何れかの組み合わせで株式を相互に持ち合う) BlackRock Inc., State Street Corporation, T. Rowe Price Group, Inc.およびThe PNC Financial Services Group, Inc.の4社 (白抜き), ②それ以外の「グローバル・ネットワーク中枢」, ③5社の代表的専門経営者および経営陣総体, 以上3種である。  
 註2. 2020年の上記①の4社の委任状説明書上の普通株発行済み残高で同じ資料上の大量保有報告基準5%超の持ち手となる会社の持ち株数を割った値とすでに何らかのデータを使って算出・記載された各持ち株比率が一致するのはT. Rowe Price Group, Inc.1社のみで、他3社では統計上の不突合がある。このため、最初にBlackRock Inc., The PNC Financial Services Group, Inc.の2社のIR宛てに4月18日付けメールで問い合わせたが、前者からの4月22日付けメールで紹介のあったデータでも、また、後者からの4月30日付けメールで紹介のあったデータでも問題は共に解消しなかった。この2社とState Street Corporationに当該要算出データの提供を4月30日付けメールで改めて依頼したが、回答が6月8日現在ないので、やむを得ず2020年の各社の先の資料に記載の普通株発行済み残高<sup>(33)</sup>で新たに算出した持ち株比率 (同比率の大きさは百分率%である) を代用した。

出所：2020年度のProxy Statement (委任状説明書) (Pursuant to Section 14 (a) of the Securities Exchange Act of 1934, Edgar (SEC) DEF 14A) または年次報告書に含まれる委任状説明書, 一部 yahoo! finance.

(33) 関連財務諸表項目を希釈化する普通株式相当証券を含むか否かは不明である。但し、潜在的な未実行のストック・オプションを勘案した普通株1株当たりの希釈化された利益 (diluted earnings per common share) を計上する年次報告書または委任状説明書を刊行する在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」としては、BlackRock Inc., The PNC Financial Services Group, Inc., State Street Corporationがある。この内、State Street Corporationについて、State Street Corporation, Form 10-K, Dec. 31, 2019に記載のあるAverage common shares outstanding, Diluted (thousand), 365,851(千)株を使うと、記載のある持ち株比率に近づく (Ibid., p.177)。それゆえ、State Street Corporationに関する限り、2019年のForm 10-K内の希薄化を生じさせる普通株相当証券の一部を反映したデータを2020年のAnnual Report内のデータと併用した可能性が高い。

告基準5%超で、かつ「グローバル・ネットワーク中枢」2社による所有は合算ベースで27.9%である。そしてThe PNC Financial Services Group, Inc.の銀行部門の本店が本拠地とするデラウェア州<sup>(34)</sup>会社法によるなら、BlackRock Inc.の普通株式に付随する投票権の50%の同意<sup>(35)</sup>を前者が機関株主として、または委任によって取りつければ、特別株主総会の開催をBlackRock Inc.に求めることさえできる。

- (2) State Street Corporationは、他の「グローバル・ネットワーク中枢」、BlackRock Inc.から8.10%、The Vanguard Group, Inc.から8.04%所有されている（観測点：2020/03/31）。「グローバル・ネットワーク中枢」2社による所有は合算ベースで16.14%である。
- (3) T. Rowe Price Group, Inc.は他の「グローバル・ネットワーク中枢」、BlackRock Inc.から8.01%、State Street Corporationから5.61%、The Vanguard Group, Inc.から8.88%所有されている（観測点：2020/05/12）。「グローバル・ネットワーク中枢」3社による所有は合算ベースで22.50%である。
- (4) The PNC Financial Services Group, Inc.は、他の「グローバル・ネットワーク中枢」、BlackRock Inc.から6.30%、The Vanguard Group, Inc.から7.40%、Wellington Management Group LLPから6.38%所有されている（観測点：2020/01/31）。「グローバル・ネットワーク中枢」3社による所有は合算ベースで20.08%である。
- (5) 「グローバル・ネットワーク中枢」の構成会社ながら、「相互的」な持ち合いではなく、一方的に普通株式を所有されているJPMorgan Chase & Co.について見ると、The Vanguard Group, Inc.から8.10%、BlackRock Inc.から6.88%所有されている（観測点：2020/03/20）。
- (6) また、(a)日本マスタートラスト信託銀行株式会社、第一生命保険株式会社が、(b-1)りそなホールディングスの普通株発行済み残高2,324,118,000株中、順に、131,395,300株（5.70%）、125,241,900株（5.44%）と5%超所有し<sup>(36)</sup>、りそなホールディングスは(b-2)りそな銀行を100%所有、(b-2)りそな銀行と(c)三井住友信託銀行、両行は、(d)JTC Holdings, Ltd.の普通株発行済み残高2,040,000株中、順に、680,000株（33.33%）、340,000株（16.66%）<sup>(37)</sup>所有し、(e)BlackRock Inc.は2018年12月31日現在、(f)三菱UFJ銀行の普通株発行済み残高の5.6%相当を所有し<sup>(38)</sup>、さらに、(d)JTC Holdings, Ltd.による所有は、幾つかに分別された信託の内上位4信託額の合算ベースで1,329,057,000株であり、その(f)三菱UFJ銀行の2019年度末の株式の買い入れ消却株

(34) この銀行部門の本店は2009年にデラウェア州ウィルミントンに移転している（淵田康之（2104年 Summer）「変貌する米国銀行業界」『野村資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、97頁、脚注12、参照）。もっとも後の脚注67で確認するように、アメリカ法では抵触法において法人の準拠法について設立準拠法主義がとられていることから、創業者・支配株主・経営者は実際の営業地と関係なく準拠法、例えばデラウェア州会社法を選択することができる。

(35) CFA協会、株主権マニュアル・スタッフ（2009）『世界における株主権の現状：投資家のための手引き』The CFA Institute Centre for Financial Market Integrity、130頁、参照。

(36) 株式会社りそなホールディングス、第19期第2四半期報告書（自2019年7月1日至2019年9月30日）、24頁。りそな銀行は、Haberly & Wójcikの作図（図1）では日本政府から出資を5.9.9%受けているが、現在では本文に記載した通り、りそなホールディングスの100%子会社であり、りそなホールディングスを政府・地方公共団体が0.01%所有している（りそなホールディングス、株主の状況、株式の分布状況（<https://www.resona-gr.co.jp/holdings/investors/kabu/kabunusi/index.html>（2020/05/29））参照）。

(37) Cf. JTC Holdings, Disclosure 2019, p.3, Corporate Data (As of July 1, 2019), Group Company Profile, JTC Holdings, Ltd., Shareholders.

(38) Cf. United States, Securities and Exchange Commission (July 10, 2019), From 20-F, Kabushiki Kaisha Mitsubishi UFJ Financial Group, p.164, Item 7. Major Shareholders and Related Party Transactions, A. Major Shareholders, Common Stock, footnote (4).

控除後の流通残高13,667,770,520株に占める比率は9.72%であった<sup>(39)</sup>。また「グローバル・ネットワーク中枢」で在日本居住金融会社の内、(f)三菱UFJ銀行におけるBlackRock Inc.による5%超所有には及ばないが、State Street Corporationと社名からのみから関係のある金融会社と推察されるState Street Bank West Client-Treaty 505234が持ち株比率で1.39% 相当の189,409,851株を所有している<sup>(40)</sup>。

以上の内、(1)～(4)について、小松氏のいわゆる「相互的」持ち合いを特殊な一構造とする「迂回的持ち合い」<sup>(41)</sup>、5%ルールによる大量保有報告に限った場合、The Vanguard Group, Inc. (ミューチュアル形態)とWellington Management Group LLPによる片側所有のケースを丸括弧に入れ、件の4社の内、BlackRock Inc.とThe PNC Financial Services Group, Inc.間、State Street CorporationとT. Rowe Price Group, Inc.間それぞれの相互持ち合い、他BlackRock Inc.による2社の片側所有を中心に表2と同様に網掛け表示して纏めれば以下ようになる。

- ・ The PNC Financial Services Group, Inc. → (22.07%) BlackRock Inc.
- ・ BlackRock Inc. → (6.30%) The PNC Financial Services Group, Inc.
- ・ State Street Corporation → (5.61%) T. Rowe Price Group, Inc.
- ・ T. Rowe Price Group, Inc. → (6.72%) State Street Corporation
- ・ BlackRock Inc. → (8.10%) State Street Corporation
- ・ BlackRock Inc. → (8.01%) T. Rowe Price Group, Inc.
- (The Vanguard Group, Inc. [ : Privately held company ] → (5.83%) BlackRock Inc.)
- (The Vanguard Group, Inc. → (8.04%) State Street Corporation)
- (The Vanguard Group, Inc. → (8.88%) T. Rowe Price Group, Inc.)
- (The Vanguard Group, Inc. → (7.40%) The PNC Financial Services Group, Inc.)
- (Wellington Management Group LLP → (6.38%) The PNC Financial Services Group, Inc.)

この一覧から、「相互的」持ち合いを含む「迂回的」持ち合いによる支配・被支配関係は、5%ルールによる大量保有報告基準に限った場合には、在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」4社中先に見た2組間で認められ、さらにすでに指摘したように、図1の表題の括弧内但書にmutually invested top twenty world investors (相互に投資し合う世界の上位投資家20社)とある点から推すと、表記のない5%未満の相互的な所有関係もおそらくは実際には数多く存在する。(これがわかれば、それを、自己株式取得<sup>(42)</sup>・未消却株数に併せた各持ち株比率(ゼロ%以上、現行US GAAP下、

(39) Cf., *ibid.*, pp.163-164, Item 7. Major Shareholders and Related Party Transactions, A. Major Shareholders, Common Stock, and Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc. and Subsidiaries Notes to Consolidated Financial Statements, 18. Common Stock and Capital Surplus. 尚4つの信託の何れもが受益者を公表していない (Cf., *ibid.*, p.164, Notes, (1))。

(40) Cf., *ibid.*, p.163, Item 7. Major Shareholders and Related Party Transactions, A. Major Shareholders, Common Stock.

(41) 小松, 前掲, 205頁, 参照。

(42) 例えば、デラウェア州会社法, 第160条(自己株式の所有, 議決, その他に関する会社の権能:償還の対象となった株式の権利)は、これについて、4点で規定する (*Delaware Corporation Laws*, 1993-94 Edition (The Michie Company, 1994). 北沢正啓・浜田道代 共訳 (1994)『新版 デラウェア会社法』商事法務研究会, 53頁, 参照)。内, 基本2条項として、「(a)すべての会社は、[既定の3要件(同訳, 53頁の(1)(2)(3))を満たす(除く)限りにおいて]自己の株式を買い受け、償還し、受領し、取得しまたはその他の方法で獲得し、所有しかつ保有し、売却し、賃貸し、交換し、移転しまたはその他の方法で処分し、質入れし、使用しかつその他の方法で取引することができる。(b)この条のいかなる定めも、前に剰余金から買い受けられまたは償還されかつ消却されていない会社の株式

議決権50%未満、または変動持分基準により非連結となる会社<sup>(43)</sup>の持ち株比率)で、持合いに関する完全な行列を作ることができる。)それをも含めた相互所有関係は、合算ベースで各社への支配として機能するよりは、むしろ、「グローバル・ネットワーク中枢」各社間の経営権に関するいわば対外的防壁として機能しているものと考えられる。しかも後の第4節で見る黒沼氏の教示、すなわち、会社支配に関して、機関投資家が共同して議決権を行使する場合には、議決権行使について合意する潜在的な可能性を持ち、又実際に「合意」を法解釈で確認でき、支配の意図を有するに至ったと見做しうる場合には、スケジュール13DによるSECへの10%超の共同保有の届出義務が生じる。これを具体化するかどうかは措いて、先の在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」4社中、この基準をいち早く超え、上記の要件を満たす事例が、The PNC Financial Services Group, Inc.に対するBlackRock Inc.とThe Vanguard Group, Inc.の合算ベースでの保有(13.7%)である。この水準は、例えばScottが「上位20位までの機関大株主の合計の株式保有比率」が「少数支配を可能にする持株比率」の標準と定める10%水準を容易に満たす。「必要が生じた時にはいつでも、大口の機関株主達は協力することはできる」が、彼らの通常の事業運営は相互に競争し合うよう彼らを分割し、同時に「支配〔機関〕株主の間に、いかなる集団凝集性 (group cohesion) も存在しない」「星座状の利害集団 (controlling constellations)」「あるいは「利益連関集団 (control through a constellation of interests)」<sup>(44)</sup>が最高執行管理者 (executive managers) に「持続的制約 (a continuing constraint) を行使する」<sup>(45)</sup>操作的基準としてScottが定める10%水準<sup>(46)</sup>は、先に述べた機関投資家がスケジュール13Dによる開示が要求

を、取締役会が決める対価で転売する会社の権利を制限しまたはそれに影響しない」(同訳、53-54頁)。(他2項については、同訳、54頁を参照されたい。)(以上、亀甲括弧〔〕内は筆者)。尚、現行MBCAの1979年の財務条項改正の最大の特徴は、自己株式の取得も配当と同様の株主への会社財産の流出として包括的に捉えられ、同分配行為は、株主の同意を必要としない取締役会の権限による同一基準下に置かれることになった点にある(池田賢(1996)「アメリカにおける自己株式の取得規制——日本法との比較において——」『北大法学論集』第46巻、第5号、337頁、参照)。

(43) US GAAP (FAS94, FAS144, FIN46 (R)/ASC810)における連結・非連結の対象は経済的利益の支配の概念による。まずすべての事業体について変動持分事業体 (Variable Interest Entities: VIE: 変動持分 (Variable Interest) とは、VIEの期待損失の一部を負担し、あるいは期待残存利益の一部を享受する投資、又はその他の持分)にあたる可能性を評価する。その上で、①単独で事業体の経済的成果に最も重要な影響を与えるVIEの活動を左右する力を有しており、かつ、②VIEから生じうる潜在的に重要な損失を吸収する義務又は残余利益を受け取る権利を有している、という条件を満たさない場合には、非連結となる。また、議決権によって支配されない事業体は非子会社として連結対象から外れる。この際、潜在的な、例えば、エクイティ・ファイナンスに伴う、将来的に1株利益を希釈するような議決権(株式)は考慮しない(新日本有限責任監査法人(2008)『JGAAP-IFRS-USGAAP comparison: 日本基準と国際財務報告基準(IFRS)と米国基準(US GAAP)の3基準比較 参考情報』、8頁; 会計エージェント、米国会計基準、VIE、変動持分事業体モデル(VIEモデル)について(<https://accounting-agent.com/vie-model/> (2020/07/20)) 参照・参考)。

(44) J. Scott (1979), *Corporation, Classes and Capitalism*, Hutchinson, p.41. 中村瑞穂・植竹晃久監訳(1983)『株式会社と現代社会』文眞堂、40頁; 植竹晃久(1984)『企業形態論: 資本集中組織の研究』中央経済社、123頁。

(45) Cf., J. Scott (1997), *Corporate Business and Capitalist Classes*, Oxford University Press, pp.48-49.

(46) 基準としては低くても、時価総額は膨大であり、会社支配の観点からは無視できないという理由から、Edward S. Hermanは、少数持ち株支配のハードルを5%以上と定めている(Cf., Herman, *op.cit.*, pp.62-63; 中本悟(1987)「現代アメリカ企業の支配構造——E・S・ハーマンの研究の検討——」『静岡大学法経研究』第35巻、第3-4号、192頁、参照)。この少数持株支配とScottのそれとの違いに着目すると、Hermanは、機関株主に支配指向はまずなく、特に大企業と信託部を有する大銀行の関係は、後者が前者の政策決定に重大な影響力を持ち、また、前者が後者の部分的支配 (partial control) の下に置かれ、あるいは重役派遣を通じて潜在的な影響力の下に置かれる場合がある事実を指摘しつつ(Cf., *ibid.*, p.159; 中本「現代アメリカ企業の支配構造——E・S・ハーマンの研究の検討——」, 前掲, 203頁、参照)も、両者の関係は基本的には互惠的なものであると判断するがゆえに、機関株主を少数支配主体から除外している点が特徴的である(Cf., *ibid.*, pp.146-154; 中本「現代アメリカ企業の支配構造——E・S・ハーマ

される、特定の会社に対する持分割合の合算ベースの基準、10%超と閾値が丁度等しい<sup>(47)</sup>。先のThe PNC Financial Services Group, Inc.のケースに代表されるように、例えば、表2の件の4社の列に並ぶ5%超の機関株主間の合算ベースでの所有が、もし共同して議決権を行使する場合には、議決権行使について合意しているケースでは、第4節で改めて言及するように、スケジュール13Dによる10%超の大量保有報告の届出義務の規則に触れる等する程の支配を意図し、かつ可能となるとする法解釈の余地があることを示唆する。しかし支配をめぐるこの推察はあくまで可能性に過ぎない。いわば寡占<sup>(48)</sup>的な所有の相互依存性にも係わる機関株主の会社支配志向の有無については、管見によれば見解が二分されるからである。第一は、機関投資家の議決権等の行使では常に利益相反が生じることもあって、「…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…」現状認識であり、さらには「…ビッグ・スリーは、そもそも〔パッシブ運用で〕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…」という、先のScottによる両義的認識の一方にも通じる、最たる機関大株主の支配志向を疑問視する見解すらあ

ンの研究の検討——」, 前掲, 202-203頁, 参照)。

- (47) Scott, *op.cit.*, *Corporate Business and Capitalist Classes*, p.50 & p.72; 村田和彦 (2006)『企業支配の経営学』中央経済社, 所収, 第2章「非個人株主支配説の検討——スコットの企業支配論の研究——」, 87-88頁, 参照。尚, 筆者による下線の箇所でもわかるように、機関株主の会社支配に関する評価はScottによれば、両義的である。その見解を村田氏 (村田和彦 (2006)『企業支配の経営学』中央経済社, 所収, 第2章「非個人株主支配説の検討——スコットの企業支配論の研究——」) による整理に他の現状認識を交えて見るなら、次のようになる。

「…利害の星座状連関による支配」は「…株式の相当量が、株主のうちの小さいがしかし散漫な集団 (a small but diffuse group of shareholders) の」手中に集中しており、かつ残余の株式は広く分散している…」場合に限られ、「株式が完全に分散していないかぎり、経営者支配の本来の概念」が「適用される」ことはない (Scott, *op.cit.*, pp.50-51)。また銀行は会社間回路網を取巻く影響領域の中心ではあるが、構成会社に対する規則的・反復的で長期的な権力・支配関係に係わらない。機関株主と運用先会社間関係であるが、前者は後者での運用に「閉じ込められる (locked in)」傾向にあり、「介入戦略 (a strategy of intervention)」「(voice)」を探らざるをえない。しかし合衆国の機関投資家はこの指摘とは異なり、BlackRock Inc.のCEO兼取締役会長であるFinkの述べる通り、短期的には“voice” (「介入戦略」) のスタンスを表面上見せるが、奏功しないとみるや“exit”に転じる。すなわち、「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」(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> (2020/06/07))。ここでは“voice”とは「介入戦略」を通じた強力な影響力の行使に他ならず、時流のいわゆるエンゲージメントとは異質である。具体的には同社は、第2節の冒頭でもふれたように、「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」し、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 (Sarah Krouse, David Benoit & Tom McGinty (Oct. 24, 2016 10:41 am ET), “Meet the New Corporate Power Brokers: Passive Investors: Index-fund Managers Such as Vanguard Often Cast Deciding Shareholder Votes on Issues Such as Mergers and Leadership Changes”, *The Wall Street Journal* (<http://www.wsj.com/articles/the-new-corporate-power-brokers-passive-investors-1477320101> (2020/06/07)))。Scottもまたこうした認識と同様、銀行、機関株主は「利益連関集団による支配」の構成員であるが、1990年代末現在、機関株主は、上に見るように、より能動的な主体に変わってきたと述べる (村田, 前掲, 82-103頁, 参照)。

- (48) 本稿では、普通株式に付随する株主の共益権として、委任状行使権を含む議決権の少数需要者 (買手) が大きなシェアを占める相互に依存し合った状況を「寡占」と表現する。問題はそのシェアの大きさである。会社支配に要する持ち株比率は、所有の分散の状況によって変わってくるからである。ここでは、本文中少し前に言及した「利益連関集団 (control through a constellation of interests)」が最高執行管理者 (executive managers) に持続的制約 (a continuing constraint) を行使するための操作的基準としてJ. Scottが採用した10%基準に従う。10%基準はScottの研究に基づく現実の支配効力発揮の経験的な要件であろう。同時にそれは、第4節で詳説するように、機関投資家が共同して議決権を行使する際に当該権利行使について (例えば) 支配の意図に合意している場合にも適用されるという解釈の余地を可能性として有する大量保有報告のSECへの届出義務の基準、10%超に閾値として丁度等しい。

る<sup>(49)</sup>。しかし第二に、それとは逆に、1990年代半以降に関するScottの見解と同様、また、後の脚注61で見ると、「ビッグ・スリーが意図しようとしまいと、それらは途方もない株主の権力を蓄積してきたし、そうであり続け…」、「多くの点で、インデックス・ファンドのブームは、BlackRock, VanguardおよびState Streetを準独占的な地位に就く低コストの公益事業にも似たものに変えつつある。所有のこうした集中延いては潜在的権力に直面して、われわれは、今後何年かして増勢する企業国家アメリカの新しい「事実上の恒久的な取締役会支配」に関する当局規制下の監視の強化を断固求めるよう期待してよいかも知れない」と考えられる程強力な権力の集中を懸念しさえする展望が他方にはある。しかしともあれ、先に脚注19で見たように、BlackRockを筆頭とするビッグ・スリーは、企業国家アメリカに対する競争相手のいない潜在的な権力の地位を占有しており、J.P. MorganやJ.D. Rockefellerが活躍した19世紀後半から1930年代に至る時代以降見られなかった会社所有の極度の集中をわれわれが再度目の当たりにしていることは確かである<sup>(50)</sup>。先の4社間に大要認められる株式の「相互的」持ち合いのデータもその一端を示す証拠である。そして、第2節でも述べたように、「グローバル・ネットワーク中枢」の専門経営者を含む相対的個人大株主層は、それらの金融機関間の「相互的」な持ち合いによって、いわば盤石な媒体的ツールを形成することを通じて自然人たる自身が配下に治める機関株主としての顕著な地位を一層堅牢にしている。またそうした法的地位にある巨大資産運用会社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、特にその代表的存在としてのCEOまたは取締役会長はそれ以外の株式会社の専門経営者を含む相対的個人大株主層一般にはない大きな権能を、そうした「グローバル・ネットワーク中枢」の資本の意識的な担い手として、掌中に収めている。それら4者が持つ支配力の比較考量については、第2節の109頁で言及した通りである。その上、彼らは、かなり広範囲なグループ・メンバーと共に「共同行動をとるときは」、法解釈上論議を呼ぼうが、13d-3によって、それらメンバー間の保有割合の合算により、5%ルールに触れる等する程の自社に対する支配力を行使し、あるいは経営権の支柱を担うことさえできる。

そのまさに専門経営者の中のCEOまたは取締役会長等の中心メンバー、および取締役、執行役員全員からなる経営陣<sup>(51)</sup>の自社株持ち株比率、並びに、これに、機関化現象が各社でどこまで進捗しているかを示す参考指標として機関株主所有比率<sup>(52)</sup>を併せて、株式を持ち合う合衆国居住者である「グローバル・ネットワーク中枢」4社について本節の最後に提示しておきたい。

- (1) BlackRock Inc.のCEO兼取締役会長：Laurence D. Fink：0.53%、全取締役および執行役員集団(27人)：1.31%、機関株主所有比率：87.87%。
- (2) State Street Corporationの取締役会長：Ronald P. O'Hanley：0.03%、執行副社長兼最高法務責任

---

(49) Jan Fichtner, Eelke Heemskerk, & Javier Garcia-Bernardo, (May 10, 2017), "These Three Firms Own Corporate America", *The Conversation: Academic rigour, journalistic flair*. (<https://theconversation.com/these-three-firms-own-corporateamerica-77072> (2020/06/07)). 亀甲括弧 [] 内は筆者。

(50) 渡部「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)と化する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)」, 前掲, 第1章, 脚注(4), 005-006頁を参照されたい。

(51) 経営者とは経営職能の担当者、資本の機能する過程を具体的に計画し、組織し、統制する活動の担当者であるから、これを担う執行役員に当該会社の利益のためにこそ招請される例外的な外部取締役を内部取締役に含めて当該会社の内部的な経営陣とすべきである(小松, 前掲, 147-149頁, 参照・参考)。ましてや自社の会社支配への参画者としてなら、尚更そう限定すべきであるが、資料的制約から、やむを得ず、外部取締役全員を含めた経営陣総体の持ち株比率を掲げた。以下、取り上げる経営陣総体の持ち株比率も同様の限界を持つものとして、了とされたい。

(52) Cf., yahoo! finance; Major Holders, breakdown, % of Shares Held by Institutions, 2020年5月11日現在。

者 (chief legal officer) : Jeffrey N. Carp : 0.04%, 全現行取締役および執行役員集団 (32人) : 0.28%, 機関株主所有比率 : 95.31%。

- (3) T. Rowe Price Group, Inc. の社長 (President) 兼 CEO : William J. Stromberg : 0.43%, 取締役および前 CFO を除く全執行役員集団 (20人) : 1.03%, 機関株主所有比率 : 74.61%。
- (4) The PNC Financial Services Group, Inc. の取締役会長, 社長兼 CEO : William S. Demchak : 0.08%, 執行副社長兼 CFO: Robert Q. Reilly : 0.03%, 執行副社長兼法人金融・機関銀行および資産運用グループ部門代表 : Michael P. Lyons : 0.03%, 取締役および執行役員集団 (24人) : 0.25%, 機関株主所有比率 : 84.49%。

在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」4社の中では、ビッグ・スリーの筆頭、BlackRock Inc. の CEO 兼取締役会長である Laurence D. Fink の持ち株比率の高さが際立つ。彼は、世界の相場会社の株式ブロック単位で 6.06% 超を所有する<sup>(53)</sup> 同社の専門経営者層の先頭に立つ。その言動<sup>(54)</sup> が注目されるゆえんである。

#### 4. 相対的個人大株主層一般による「構造的」支配の実効性を支える「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」と共有議決権 (shared voting power) —— 「構造的」支配から実質的な「個別的」支配への再転化——

ところで以上の「グローバル・ネットワーク中枢」を構成する金融機関 4 社間の「相互的かつ迂回的」な持ち合い比率および会社を代表する専門経営者 (並びに経営陣総体) の自社株持ち株比率の大きさを評価するには、そのための基準として、例えば先の 4 社や JPMorgan Chase & Co. 等が上場している NYSE 上場会社全ての名義の法人・自然人を問わず総ての株主を含めた各社毎平均持ち株比

(53) Cf., Peetz & Murray (2012), "The Financialization of Global Corporate Ownership", *op.cit.*, p.30, 表2.3 「VLC 資産の上位所有30者, 2009」, 参照。ここで、分析単位は「持ち株」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の持ち株単位 (上記、株式の集合体) から構成される (Cf., *ibid.*, p.27)。

(54) 例えば目立った言動としては次がある。Brian Cheffins は、「企業国家アメリカの良心」であろうとする BlackRock の CEO 兼取締役会長、Lawrence 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)。さらに、昨年2019年8月のビジネス・ラウンドテーブルの声明で一役買ったのも Fink である。「[株主第一主義]の見直しは、米経済界に対する国民の批判をかわす狙いもありそうだ。トランプ米政権の税制改革で企業の利益水準は押し上げられたが、賃金の伸びは鈍い。余剰資金は自社株買いに回り、米株高を演出した。恩恵を受けたのは株式を持つ資産家や、自社株で報酬を得る経営者層——。そんな不満が富裕層増税や大企業解体などを唱える米民主党政左派への支持につながっており、米経営者の危機感強い。80年代から2000年前後に生まれたミレニアル世代の存在も、行動原則の見直しにつながった。今回の声明に加わった米運用大手ブラックロックのラリー・フィンク CEO は、投資先企業に送った年初の手紙の中で、ミレニアル世代の6割が「会社の主な目的を利益追求より社会貢献と考えている」と指摘。経営者に対して社会問題の解決に取り組むよう求めている。米経済界は優秀な人材の獲得や投資マネーの取り込みで、同世代の影響力を無視できなくなっている」(「米経済界「株主第一主義」見直し従業員配慮を宣言 経済 北米」(2019/08/20 (303))『日本経済新聞』電子版、参照)。

率に対する倍率が有用である<sup>(55)</sup>。むろん脚注19でもわかるように、「グローバル・ネットワーク中枢」に属する金融機関中、BlackRock Inc.を中心とするビッグ・スリー3社で筆頭株主となる合衆国上場会社は1,662社に達し、その平均持ち株比率は、17.64%にも及ぶ。それらの機関大株主を牽引する専門経営者層を含む相対的個人大株主層による、法的に解釈可能な「個別的」支配力の増勢は最早否めない。すなわちそれは、後に二つながら確認するように、当該グローバル・ネットワーク中枢そのもの、または、共同で議決権を行使する場合に、その議決権行使について合意しているケースでは、当該「グローバル・ネットワーク中枢」を軸とした機関株主群による合算ベースでの10%超の持ち株比率を梃子に、さらに「内部的」経営者集団(脚注51参照)の持ち株比率が $10^{-2}$ ~ $10^0$ %程度と低い場合でもそれを中心とする広範に及ぶグループ・メンバーが共同行動を採る時には、それらの保有割合が合算されて5%ルールに触れる等する程の支配に及ぶ、共に法的解釈の可能性の上に成り立つ「相対的個人大株主層」による「構造的」支配の「個別的」支配への再転化である。問題は「グローバル・ネットワーク中枢」を除く機関株主をはじめとするその他の株式会社の相対的個人大株主「層」一般の支配をどうみるかである。第1節で見たように、小松氏は、専門経営者をしてただ構造として自分たちの利益を代表させうるだけの存在に転化する事態そのものに「構造的」支配を見出す。しかし会社支配とは、潜在し、表面化する時機を待つような場合はあるにせよ、私的な利益追求においてのみ具体化するだけでなく、相対的個人大株主層による、あくまで投票権を含む議決権の行使によってこそ支えられるもので、それを以て初めて認識することが可能である。むろん、もとより筆者は、例えば、何らかの作用が具体的に知覚されなければ、その力そのものの存在を否定するErnst Mach的な認識論<sup>(56)</sup>は採らない。そもそも支配力とは、潜在に止まる場合もあり、また顕在化する場合で

(55) 例えば、日本の上場会社についての先駆的研究として、小松、前掲、140-163頁、参照。小松氏が測定した数値は、一般企業上位93社について算出した、社内取締役1人および取締役合計の自社株持ち株比率、93社単純平均、並びに発行株式数で重み付けた平均持ち株比率、そしてその2つの比率の全株主一般の平均持ち株比率に対する倍率である(小松、前掲、153-155頁、参照)。

(56) Machは主張する。「自我と外界とは、…、形而上学的な概念ではなく、経験的な構成(仮定)なのです。表象や概念は経験を通じてしか成立しないのであって、その目的とするところは、新しい経験の理解を容易ならしめ、新しい経験を部分的に先取りすることにあります。可能的経験との関わりをもたない表象や概念というものは、無用の長物であり愚かしい幻影です。この点で私はカントと一致しますが、但し私としては「物自体」をも幻影のなかに算入します。「感性的要素のすべてを現実空間にないしは時間的な関連にもたらしることができるのか、果してそれを測定できるのか、このように反問される方も少なくないことでしょう。しかし、感性的に知覚される性質は、大抵、色や音のように(波長や振動数によって)特徴づけることができますし、そうでないものも数えることができます。「感性的要素は互いに函数的に依属し合っている」という命題が普遍妥当性をうるには、それで充分です」。「経験が…一連の事実を明らかにし、科学がそれを経済的に一望できるように秩序づけてしまえば、その時、まちがいに事実を理解したことにもなります。ただし、思考のうちで事実を支配すること以外の理解なるものは、かつて存在しなかった所以であります。科学は事実を他の事実から創るのではない、科学は既知の事実を秩序づけるのであります」(エルンスト・マッハ著、廣松渉編訳(2008)『認識の分析』(新装版)法政大学出版会、「物理学と心理学との内面的な関係について」、19、21、52頁)『通俗科学講義』第五版、Populär=wissenschaftliche Vorlesungen, 5, Aufl, 1923.; Die ökonomische Natur der physikalischen Forschung, Vortrag, gehalten in der feierlichen Sitzung der kaiserlichen Akademie der Wissenschaften zu Wien am 25. Mai 1882. Populär=wissenschaftliche Vorlesungen (エルンスト・マッハ著、前掲訳、125頁、訳注1、および129頁、訳注11、参照)。傍点は著者)。こうした不可知論に通じる実証主義的認識論を例えばMaurice Cornforthは「物質的世界を、世界の「要素」としての感覚所与から構成しよう」と試み…」(Maurice Cornforth (1950), *In Defence of Philosophy: Against Positivism and Pragmatism*, International Publishers, p.7、花田圭介訳(1953)『哲学の擁護』岩波書店、22頁)、あるいは、「…「世界体系」を、ある秩序づけられた感覚所与の世界として構成…」(Ibid., p.11、前掲訳、29頁。傍点は著者)し、物質や精神を実体と見做す考えとして否定した(『精選版 日本国語大辞典』小学館、参照)。Cornforthは次のように指摘する。「…感覚内容は、それがあつた感覚器官の感覚体験のものとしてでは

なしに「生起する」ということが、一体ありうるだろうか。そういったことがありえないのは、勿論だ。したがってマッハ…は、こう言っていることになる。外的対象の存在は、感覚器官の感覚経験のうちに反映されるのだが、そうした外的対象は、すべて、それらを反映している感覚経験の諸部分からの「論理的構成」以外の何ものでもない、と。これは主観的観念論である…」(Cornforth, *op.cit.*, p.22, 前掲訳, 47頁)。ここで注意すべき点として、ヨーロッパの伝統的な主観・客観の2元論的パラダイムを否定し、「中性的一元論」(*Ibid.*, p.22 & p.99, “neutral monism” [例えば『ウィキペディア』では「中立一元論」と訳出され、同様の解説が与えられている (<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%B8%AD%E7%AB%8B%E4%B8%80%E5%85%83%E8%AB%96> (2020/06/05))], 前掲訳, 47, 168頁; 「…心的なものと物理的なものとの区別は感覚内容には適用されない…。…こういった論理的構成のある一つのものが、他のもう一つのものから区別されてくるのは、それが、異なった感覚内容によって、すなわち別様に関係づけられた感覚内容によって構成されているという事実によるのである」(A.J. Ayer, *Language, Truth and Logic*, 2nd ed., p.5. [吉田夏彦訳 (1955)『言語・真理・論理』岩波書店は初版の訳で、同社からの刊行は初版のみであるため、第2版の該当の箇所は見当たらない])」Cornforth, *op.cit.*, p.22, 前掲訳, 46-47頁から引用。亀甲括弧〔〕内は筆者)を主張したMachと、例えばMachが先導した論理実証主義を否定しながらも、対話的な世界を重視し、人間の「問主観性」(「人格間の交流が第一にあつて、個々の主観もそこからはじめて分節化されてくると考えるのが、問主観性の思想である。/ただし、この問主観性は、自己と他者とが個性をなくして融合してしまうことを意味せず、つねに言語的に媒介された緊張関係を保っていることに注意しなければならない」(中岡成文 (2018)『増補 ハバースマス：コミュニケーション的行為』筑摩書房, 352-353頁))を主客二元論に對置した(同, 300頁, 参照) Jürgen Habermasの次の視角からの構想とは異質である。すなわち、Habermasは、「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の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, 181頁) 構想を描いている。ここで生活世界の層と共に、それとの分断状況を正しく解釈すべき、社会をなす他方の層としてのシステム(中岡, 前掲, 347頁, 参照)には、先に見たように、MachがKantと異なって「幻影」に含めた「物自体」も、当然含まれるからである(エルンスト・マッハ著, 前掲訳, 19頁, 参照。Habermasの構想とHorkheimer等による批判理論との関係については、渡部「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)と化する可能性および新システム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」、前掲, 第3章, 脚注(97), 260頁を参照されたい)。ところでHabermas自ら述べるように、先に見たようにMachが強く否定した形而上の存在の直観による探究について、奇しくも、こと直観主義を装う姿勢に関する限り同様に拒否するHabermas (*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』河出書房新社, 11頁, 参照)が、一段と拡がった「生産主義的なパラダイムから…」[「…決別し、コミュニケーション論的なパラダイムを對置」すべきである旨説き、「人間同士の対話(ダイアローグ)、「コミュニケーション的行為」こそ真に生産的な力」(中岡, 前掲, 016頁, 参照)であると強調する点は、1970年代初頭以後の「後期資本主義」の中で、「…第一に、企業の集中が進み、全国規模の企業体や多国籍企業が生まれ、商品・資本・労働の各市場が組織化され…、第二に、増大する市場の機能的不備を〔限界を明らかに示しながらも〕「干渉主義的」な国家が補う」(中岡, 前掲, 100頁。亀甲括弧〔〕内は筆者)政策について、直ぐ後に言及するように否定的側面を見出し、国と時代的背景の違いもあって往時の英国について、企業者と労働者を等しく生産的な2階級と見做し、不生産的な金利生活者の階級に對置する特殊な階級観を持っていたKeynesとでは、たとえ彼の経済理論が後の労働党に大きな影響を及ぼしたとしても、「価値」をめぐる志向の違いがあるかも知れない。第一にHabermasは後期資本主義の先の特徴を楽観視しない。むしろ「…物質的再生産における有機的の不均衡が生活世界に飛び火し、システムの命令に侵犯された生活世界の文化的(シンボリック)再生産がうまくいかなる場合がある。つまり、人格の自己同一性が堅固なものとは感じられなくなるという、アイデンティティの危機ないし病理的現象が生じる」(中岡, 前掲, 189頁, 引用・参照)。「政治システム、経済システムが自立するとき」、「私たちがどのような価値を志向し、そこにどのような意味を見出しているかは、本来生活世界におけるコミュニケーション的行為をつうじてしか明らかになりえない。にもかかわらず」、両システムは「自らの効率的な拡大発展のみを「価値」として「意味」として、生活世界に押し付けることになる。本来私たちががたいの相互行為を効率よく行なうために打ち立てたはずのシステムそれ自体が、独占的な価値と意味の担い手となって、私たちを酷使するようになる。システムによる生活世界の植民地化である」(細見和之 (2009)『戦後』の思

想：カントからハバースマスへ』白水社，308頁，引用・参照）。ここでは，これまでの生活世界から分離・独立した経済と国家というサブシステムが貨幣もしくは権力という制御メディアを通じて行為調整を果たし，核家族は「経済的システムの観点からは私的な…システムの本体に属さず，その周辺にあるもの…と位置づけられ」，「他方…公的なコミュニケーションのネットワークは」「国家システムの観点からはやはり「政治支配の正統性を認めさせるためにだけ意味のある環境」という位置づけしか」得られなくなる。2つのサブシステムの分化は古い階級関係の再編成を引き起こし，とくにドイツの福祉国家は階級闘争を制限する役割を果たしている。この状況下では，物象化は依然資本主義という条件下で現れるとはいえ，階級的特性を最早もたなくなっている。それが現代で生じるとすれば，コミュニケーションをめぐる葛藤，すなわち先に見た「生活世界の植民地化」の形で浮上する（中岡，前掲，188-189頁，参照）。しかし，第二に，ポストナショナルなグローバリゼーションの中では国民国家の枠は無効になる（中岡，前掲，303頁，参照）という認識は以上の問題を内包する後期資本主義における国家像と矛盾する。だがそれとて，「…政府間の協調的決定を俟つまでもなく金融，産業，貿易における民間企業によって戦後期に統合されるようになった世界市場の非人格的な権力がいまや社会・経済に対する究極的な政治権力が従属するはずの国家より以上に大きくなり，…かつては国家が市場の支配者であったが，いま極めて重要な課題について市場そのものが国家の政府に影響を及ぼす支配者となった」（Cf. Susan Strange (1996), *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*. Cambridge Studies in International Relations. Cambridge: Cambridge University Press, p.4.）という逆説と符合する次のArrighi等による明解な洞察が示す，先の第一点，すなわち2システムがその「価値」を最大限重視する現実に他ならない。すなわちArrighi等によれば，TNCsと国家主体という2つの実在間には根本的な「矛盾に満ちた相互関係」がある。TNCsは，〔例えば対外的には関税を障壁と見做しながら，同時に納税逃れのために国外タックス・ヘイブンを利用する〕「非領土的性質」によって「覇権的国家」の権力の解体を図りながらも，〔例えば近年では合衆国における2017年12月のTrump政権による法人税率の35%から21%（世界第20位）への大幅引下げによって〕国内的にはその権力に保護され，一層従属するに至っている（Cf. Giovanni Arrighi, Kenneth Barr, & Shuji Hisaeda (1999), "The Transformation of Business Enterprise", in *Chaos and Governance in the Modern World System*, edited by G. Arrighi and B. J. Silver. Minneapolis, MN: University of Minnesota Press, p.98; with reference to Jonathan Nitzan & Shimshon Bichler (2009), *Capital as Power: A Study of Order and Creorder*, Routledge, p.277. 亀甲括弧 [] 内は筆者）。この内，新自由主義はグローバリゼーションを通じて覇権的国家像を破壊したかに見えた。しかしそれもEmmanuel Toddの指摘通り，2020年3月以後世界に蔓延した新型コロナ禍により脆さを露呈した（「コロナ後の世界を語る」コロナに敗北した新自由主義」（2020/05/20）『日本経済新聞』電子版，参照）。だがそれは100年に一度の「災害」であり，ひとつはワクチンが開発・量産されればグローバリゼーションは息を吹き返し，それを先導するTNCsと国民国家間の矛盾を孕んだ綱引きが再始動するであろう。この点ではだから，殊に利益極大化目的で国家に従属しながら，同時に，管轄外のタックス・ヘイブンの利用による自国での納税回避を追求する等，グローバル化の途を切り開くTNCsの姿を見通していたHabermasの複眼的認識が光る。むしろ新自由主義のコロナ・ショック以後の盛衰については先のTodd等による異論もある。プレグジットしかり，Trump政権しかり，ネーションの強化でグローバリゼーションに歯止めが掛かる動向に新型コロナ・ウィルス感染拡大が拍車を掛けた。彼らの結論は同じで国家機能の強化と格差の拡大である。又しかし彼らも少数派である。それでも効率至上主義の新自由主義には問題があることはわかった。すなわち，企業の財務目的＝株主利益の極大化を目指す自社株買いによる絶対多数を占める富裕層株主の優遇にも弱点があることが明らかになった。それは，いざという時のドルでの現金所持のための例えば日銀による市中へのドル・オペに現れた（「知の巨匠対談・第1弾 池上彰×佐藤優，アフターコロナの世界」（2020/07/10）『週刊朝日』朝日新聞社，参照）。それでも10年後には，日本では在宅勤務のある程度の定着・時差出勤による満員電車からの一部解放および共働き改革の推進を遺産に，サプライ・チェーンに代表される経済のグローバリゼーションは再生すると筆者は見る。

Habermasはさらに実践では，先の生活世界の植民地化の「変革の芽」の一つである「反核や環境保護，平和，マイノリティ（老人，同性愛者，身体障害者など）の権利，女性解放などをテーマとする新しい型の異議申し立て（抵抗）」，それらをテーマとする「…オルタナティブ（対案提出）の運動」を擁護し，あるいは「…原発や遺伝子操作など，技術や政治のシステムから生活世界におしつけられてくる「抽象化」（過度な複合性）」（中岡，前掲，193, 198頁，引用・参照）に対して闘いを挑む。そしてこの点には，常に因習の打破を目指したKeynesなら必ずや共鳴したはずである。しかも加えて，Keynesがその経済学的方法上駆使した「内部洞察力と価値判断（introspection and judgement of value）」（The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XIV, *The General Theory and After: Part II Defense and Development*, edited by Donald Moggridge, Macmillan, Cambridge University Press, 1973,

p.297, 清水啓典・柿原和夫・細谷圭訳 (2016) 『一般理論とその後；第2部：弁護と発展』（ケインズ全集第14巻）東洋経済新報社、358頁、参照。邦訳では introspection は「内省」と訳出されている）は、Habermas の「隔たりを前提とする」「コミュニケーション的行為の理論は、人と人の合一を素朴に信じているように見えるが、実際には、その合一が現代社会において脅かされ、不可能にされているという、鋭敏な自覚」（中岡、前掲、010頁）を「内部洞察力」で抱く Habermas においても間違いなく重要な方法的命題となる；確かに、Keynes の政治思想は、一面 Roy Harrod が「ハーフウェイ・ロードの前提」——エリート主義と急進的自由主義とか、非国教主義と伝統への愛着とか、また合理主義と芸術的感性とか混じり合ったもの——と呼んだものによって特徴付けられる家庭的な背景に由来している（Gilles Dostaler (2007), *Keynes and his Battles*, Edward Elgar Publishing Limited, p.81. 山田鋭夫 [ほか] 訳 (2008) 『ケインズの闘い：哲学・政治・経済学・芸術』藤原書店、194頁）。だが、Keynes が考えるに、「歴史は、長期のかなり安定した時代、危機の時代、移行の時代から」になっており、「移行の時代には、人々は急速な変化に適応しなければならぬ」。そして「偉大な人物はどの方向から風が吹いているのかに気がついて、通常は既成の秩序に反対する」（*Ibid.*, 83. 前掲訳、198-199頁）。むしろ伝統と既成秩序へのこうした姿勢でもわかるように、Keynes のヴィジョンは複雑で、しかも時々矛盾しさえする。「社会変革の手段としての暴力の否定」は主な「信条の一つであり、それはボルシェビズムに対するのと同様に、ナチズムとファシズムに対する彼の非難の基礎をなしていた」。彼はまた、「ストライキを支持することがあったにせよ、過激な労働組合活動には警戒の目を向けていた」。だが、「それと同時に彼は、自由放任主義を否定し」、「それを時代遅れ」と見なし、「政府は、完全雇用、および所得と富のより平等な分配を保証するための抜本的な策を講じることを躊躇すべきではないと考えていた」。『一般理論』では彼は、金利生活者の安楽死と投資の社会化までも推奨していた…」（*Ibid.*, p.102. 前掲訳、238-239頁）。総じて彼は、所得の社会的再分配を通じた消費需要の底上げと追加的政府需要を通じた過剰蓄積の回避と完全雇用の実現を目指した。「その生涯を通じて彼は、共産主義者——その同伴者の何人かと、彼はかなり親しく交際した——に向けたのと同じくらしい激烈さをもって、道徳・社会・経済のすべての次元で保守主義を批判した…」（*Ibid.*, p.102. 前掲訳、239頁）、等々。Keynes は、結局、先の内部洞察力と価値判断を用いて「社会・経済問題が」「いくぶん政党の路線の外にいる才能のある知識人たちによって」「解決されると信じ」ていた（*Ibid.*, p.102. 前掲訳、239頁）。そして Keynes も又、現実の社会問題の平等で公正な解決策を見出すために自身の内部洞察力と価値判断を駆使した。その方法論は科学の「価値判断からの自由」を通用の見地とすべき Weber 以降の伝統の意表を突くものであったが、同時に新古典派理論に対する透徹した洞察を通じた有効需要の理論の発見と矛盾するものでもなかった。例えば、流動性選好説と並んで、他ならぬ心理法則を基礎とする所得増加時に現れるギャップを特徴とする消費性向を理論的一支柱として、すなわち考えて見れば、所得が増えるとき、効用減減が働くであろう同じ財ではなく、効用を序数的に比較して、所得に比例して他の財・サービスへの支出を特に増やそうとはせず、寄付に回すでもなく、ひたすら貨幣愛に向かう、必ずしも合理的とは言えない人間の経済行動を前提に置いてこそ、『一般理論』の構築に Keynes は成功したともいえる。普遍的とは言えない内部洞察力といった「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」と彼が考えていたからであり、Keynes は「なによりも、その中心にこうした人間が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」（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、引用・参照）。

実際、「…ハバースは、フーコーが閉め出そうとした「意味」や「価値」の要素はやはりフーコーの理論につきまとい、そこに首尾一貫性のなさが生じると指摘」（中岡、前掲、225頁）し、「…価値判断の問題については、ハバースはフーコーの「隠れ規範主義」に複雑な視線を投げかけている。フーコーは「異議申し立て」の側に立つ人間だと自分のことを了解しているが、そこにはすでに規範が、しかもはっきりと正当化されていない規範が潜んでいる…」と Habermas は見做す（中岡、前掲、226頁、引用・参照；中岡氏によれば、Habermas には Foucault の「屈服するより、闘争の方が好ましい」と、いったいどのような根拠からいえるのか）が問題と映る。そのうえ、「フーコーの権力論では、ハバースの分類でいうと「戦略的行為」のモデルのみが許容され、「コミュニケーション的行為」の余地が残されていない。人々は策略を駆使して自己利益を追求し、外からの刺激に抗して「内的世界」を守ろうとするのみである（フーコー晩年の「自己への配慮」）。これがハバースには致命的な欠陥に映る」。/（中略）「それに対し、フーコーはハバースをどう受けとめたのだろうか。新保守主義的だの、反啓蒙だのというハバースの批判に、フーコーは直接には反応しない。フーコーは、ある人の哲学的理念と具体的な政治的態度との間には微妙な「分析的」なつながりがある（逆にいえば、ストレートなつながりはない）こと、[むしろ] その人が口にする哲学的理念をうのみにするかわりに、かれの生き様、実践（プラクティック）の細部を慎

も何時、どのような形をとるかさえわからないからである<sup>(57)</sup>。しかしその力を支える所有を定量的に押し量ることはできる。おそらくはそれゆえにこそ、小松氏は $10^{-2}\%$ ~ $10^0\%$ 程度の社内取締役合計の単純および発行株数で重み付けた平均持ち株比率の全株主の平均持ち株比率に対する高い倍数の算出で、顕在的・潜在的な支配・影響力の可能性の認識<sup>(58)</sup>に先鞭をつけた。だが、先に第2節で述べたように、合衆国SEC下のEDGARでは、そうした平均持ち株比率のデータの算出・開示はない<sup>(59)</sup>。このため、問題となる推量のためには別途、異質な思考法が必要となる。

そのための手掛りとなるのが、既に「グローバル・ネットワーク中枢」等の別格の影響力をTNCs間ネットワークで及ぼす巨大金融機関について今し方述べたのと全く同様、機関投資家が支配権に影響を及ぼす意図を有する場合、そして尚、機関投資家同士が合意に基づいて共同歩調<sup>(60)</sup>で10%超に及ぶ投票権を含む議決権を行使する際の合算ベースでの大量保有のスケジュール13Dに基づくSECへの

---

重に検討してみるべきこと、を指摘している〔因みに、筆者自身は、口にする理念よりは実践をこそ尊ぶFoucaultの姿勢そのものに関する限り共感する〕。これは、ハイデガーの政治的態度と新保守主義との関係を繰り返しやり玉に挙げるハバースマスに対する、遠回しの反論と解釈〕できる。/「ハバースマスによると、フーコーは「啓蒙とは何か」をテーマとする内輪の会議を、八四年秋に開こうとハバースマスに提案したという。二人の思想家がそれぞれの仕方で重視していたこのテーマは、両者の対立点をより明確にするとともに、新たな相互理解を開いたかもしれない。しかし、この可能性は閉ざされた。フーコーは、八四年夏には世を去ったからである」(中岡、前掲、226-228頁、引用・参照。亀甲括弧〔〕内は筆者>)。もしそうであるなら、Keynesが経済学の方法論として重視した「内部洞察力と価値判断」の駆使とその方法論が内包し、彼が生涯重視した直観をどのように評価すべきかは、先に見たような「市場の機能的不備を「干渉主義的」な国家が補う」時の社会政策立案者の価値判断を不可避的に反映する経済政策を以て1970年代初頭以後を「後期資本主義」と規定するHabermasにとって、一考を要する重要な問題になろう。それどころかこの問題では、「後期資本主義において、経済成長や政治的支配を至上命令とするシステム合理性が発達する」他方で、これに抵抗すべく浮上する「市民の普遍化可能な利害関心を擁護する市民的不服従の運動や、エコロジー、平和運動など」(中岡、前掲、354頁、引用・参照)を支持するHabermas自身にとって避けて通れない、まさに彼の「価値判断」が支柱とならざるをえない、科学とは呼ばないまでも、おそらくは学問には通底する姿勢が問われているのである。

(57) 脚注25で述べたように、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の背景には、長い時間的経過の中で多くの銀行信託部はじめ多数の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があった(渡部「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ム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」、前掲、229頁を参照されたい)。これはまさに潜在的な支配力の累積である。しかし所有の積み重ねは時間的に逐次、定量的に把握できる。

(58) 小松、前掲、153-154頁、参照。

(59) 筆者は、合衆国SECのヘルプ・デスク宛に2020年2月11日付けのメールで、当該データの算出・開示がEDGAR他どこかにあるか否かを問い合わせたが有用な応答はなかった。

(60) 例えばビッグ・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な意見が一致する傾向は際立って高い。すなわち、BlackRock Inc.およびThe Vanguard Group, Inc.は、内部で意見が一致する委任状投票行動を伴い、BlackRock Inc.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The Vanguard Group, Inc.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 Corporationもまた、その内部的な意見の食い違いの頻度はBlackRock Inc.やThe Vanguard Group, Inc.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・ファンドの間には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。但し観測点またはデータ区間は不明である(Cf., Fichtner, et al., "Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk", *op. cit.*, p.20)。

届出義務をめぐる法解釈の可能性である。

この点に関連して筆者はかつて次のように述べた。

「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。〔中でも①番目と④番目は省略して〕②株式所有が〔13d-1によって大量保有報告が義務付けられる5%超〕ないしは〔機関投資家が支配の意図を持つに至ってSECへの大量保有報告の届出義務が生じる〕10%〔超〕に満たない場合でも…、〔…名義人として持つ議決権と手数料を得て委任された〕投票権の併用〔による〕標的公司〔の〕実効支配〔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、〔…〕スケジュール13D〔による報告書の〕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（黒沼悦郎、『『アメリカ証券取引法（第2版）』弘文堂，183頁〔、〕参照〕と〔伴に、スケジュール13Gによる報告制度を定める〕13d-1(b)〔による大量保有のSECへの届出義務の簡易化〕の適用除外〔になるか否かをめぐる問題も生じる〕…〕〔が、少なくとも〔一機関投資家では到達しなくとも、議決権行使〕での共同歩調という〔合意〕がある〕のなら、〔…〕〔例えば巨大資産運用会社や信託部を有する金融コングロマリット等の機関大株主数社による保有割合の合算で10%超に達してSECへの大量保有の届出義務が生じるという法解釈の余地はある。第3節で言及したように、上位20位以内の機関大株主群すら要しない、僅か3社、ビッグ・スリーの合算ベースで、少数持ち株支配を可能にする閾値＝限界値としてScottが選んだ10%水準を容易に満たすケースがまさにそれにあたる。〕Fichtner〔…〕等がBlackRock Inc.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<sup>(61)</sup>〔…〕のも、〔以上〕の②③ゆえである。しかしながら尚、この2点の内、特に③が〔、〕〔13d-3(a)〕における受益的所有者規定の要約趣旨、すなわち、証券の受益〔的〕所有者〔が、どのような〕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〔く〕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<sup>(62)</sup>。

以下、最後に、この「共有」とは具体的に何を指すのかについて私見を明示し、結びとしたい。

先の第3節で見た、在合衆国居住の「グローバル・ネットワーク中枢」では、委任状説明書内の「特定の受益的所有者および経営陣の株式所有（Security Ownership of Certain Beneficial Owners and Management）」の欄の註書きで「共有」議決権の事例が頻繁に指摘されている。すなわち、State Street Corporationの普通株式発行済み残高〔以下、発行残高〕の内、5%超所有する〔以下、同様〕The Vanguard Group, Inc.の持ち株中99,079株、また、T. Rowe Price Group, Inc.の発行残高の内、State Street Corporationの持ち株中11,821,117株およびThe Vanguard Group, Inc.の持ち株中64,797株、そしてさらには、The PNC Financial Services Group, Inc.の発行残高の内、Wellington Management

(61) 「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。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、市場占拠率を得ることが非常に困難であることを見出すかも知れないことを意味する。/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。所有のこうした集中延びては潜在的権力に直面して、われわれは、今後何年かして増勢する企業国家アメリカの新しい「事実上の恒久的な取締役会支配」に関する当局規制下の監視の強化を断固求めるよう期待してよいかも知れない」(Fichtner et al., "These Three Firms Own Corporate America", *op.cit.*)。

(62) 渡部「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ム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」、前掲、226頁、脚注(1)。角括弧〔〕内は筆者の引用文のここでの省略または引用文にはない筆者による新たな補筆。

Group LLPの持ち株中22,467,594株、最後に、JPMorgan Chase & Co.の発行残高の内、BlackRock Inc.の持ち株中898,434株の「共有議決権 (shared voting power)、以上である。この共有議決権 (shared voting power) 制度は、SECによる用語定義集では、“Jointly Owned Shares [共同で所有される普通株]”、すなわち、株主によって受益的に所有された適用可能な〔配当・株主総会などの〕(契約日以降株主が株式を取得した会社の普通株式を含む) 基準日時において会社の株主が所有する、共同保有または共有された議決権 (joint or shared voting power) を備えた普通株式である<sup>(63)</sup>。ところが異論もある。すなわち、この2つは同じものではなく、“Jointly Owned Shares”とは複数の株主が株式を共同で受益者として保有するものを指し、他方の共有議決権とは議決協定 (voting agreement)<sup>(64)</sup> や議決権信託 (voting trust) 等を通じて〔複数〕議決権を複数の株主がそれぞれ又は共同で行使する権利を指すという見方がある。しかしこれは、少なくとも、合衆国の証券取引制度に照らして判断する限り、妥当ではない。この点については直ぐ後に述べる。

この場合、先のSECによる用語規定における共有議決権 (“shared” [voting power]) は、例えばあくまで、1株1議決権の場合の複数議決権の議案に対する賛成・反対または棄権<sup>(65)</sup> いずれかでの1議決権に対する共有を意味し、英米法の “in common” に近い。すなわち、それは、“in common” の、「① 共有のjoint (合有) と区別された共有の意 (→tenancy in common)」および「② 共通して；共用して」の2つの意味<sup>(66)</sup> に加えて、後の脚注67で見ると、①で分別される合有の意味をも併せ持つ。その共有議決権は、デラウェア州会社法217条(b)項にある、以下3つで規定される効果を持つ<sup>(67)</sup>。(1) 1名のみが議決権を行使した場合、その者の行動が全員を拘束する。(2) 2名以上が議決

(63) U.S. Securities and Exchange Commission, Filing Detail, Document Format Files, 3 FORM OF VOTING AGREEMENT, cob3631373-ex101.htm, EX-10.1 3 cob3631373-ex101.htm FORM OF VOTING AGREEMENT, Exhibit 10.1, FORM OF VOTING AGREEMENT, RECITALS, I. CERTAIN DEFINITIONS, 1.1 Definitions. For the purposes of this Agreement (<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/712771/000120677419002685/cob3631373-ex101.htm> (2020/07/18)):

(64) pooling agreement (議決権協定)、議決権契約 (= shareholder control agreement, voting agreement), すなわち、「株主が株主総会での議決権行使に関して会社支配に影響を及ぼすために、合意された内容により共同して〔複数〕議決権を行使する協定」(『研究社 英米法律語辞典』: Logo Vista電子辞典シリーズ (c2001, c2011) ログヴィスタ; 亀甲括弧 [] 内及び下線・傍点は筆者) と同義である。

(65) 「伝統的に制定法は、全出席議決権数の過半数が賛成でなければ決議は採択されないとしているの、棄権は反対票として扱われる効果を持つ。そこで、改正規範会社法は…伝統的規則を変更することになった。即ち、定足数を充足すれば、「賛成の議決数が反対の議決数を上回れば」、議事は承認されると規定する (§ 7.25(c))。RMBCA オフィシャルコメントがそのような改正が望ましいことを説明するために使う例は、社外株式数が1000株の会社の株主総会である。基本定款に特段の規定がなければ、定足数はもちろん501である。600株相当の株主が株主総会に出席し、議事の投票結果が賛成280、反対225、棄権95である場合を想定する。従来の制定法が適用されると301票(定足数の過半数)の賛成が必要であるから、議案は否決ということになる。しかし、RMBCAのもとでは280票対225票で提案は可決される」(Robert W. Hamilton (1991), *The Law of Corporations in a nutshell*, 3rd ed., West Publishing Co., p.178, 山本光太郎訳 (1999) 『アメリカ会社法』木鐸社, 177頁)。

(66) 『財団法人東京大学出版会 英米法辞典』: Logo Vista電子辞典シリーズ (c2001, c2011) ログヴィスタ。①②は筆者、原典では1, 2。

(67) States of Delaware, The Official Website of the First State, Delaware Code Online, Title 8, Chapter 1, § 217 Voting rights of fiduciaries, pledgors and joint owners of stock, (b) ([https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc07/\(2020/06/07\)](https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc07/(2020/06/07))). デラウェア州, The First State [デラウェア州の愛称], デラウェア州法令オンライン, 第8編, 第1章, 第217条: 株式の受託者, 質権設定者, 共同所有者の議決権, (b)項には, (1)(2)(3)の効果の前提として, 以下の規定がある。すなわち, 「議決権のある株式等の有価証券が, 2名以上の名義人を持つ場合(それが受託者か, パートナーシップの構成員か, 合有権者か, 共有権者か, あるいは配偶者間の連帯所有か等は問わない), または, 2名以上の者が同じ株式に関して同じ信託関係を有している場合, 議決に関するこれらの者の行動は, 下

権を行使した場合、そのうち多数を占めた人々の行動が全員を拘束する。(3) 2名以上が議決権を行使したものの、特定の事項について票が同数で割れた場合、各陣営はそれに比例させて当該の有価証券を投票することができる。また、当該株式の議決権を行使する者は(受益者がいれば受益者も)、衡平法裁判所や、管轄権を有するその他の裁判所に対して、当該株式の議決権を行使する人々とともに行動する者1名を追加で指名するよう申請することもできる。その場合、当該の株式分の投票先は、その株式の議決権を行使する人々と、裁判所が指名した1名により、多数決で決めるものとする。提出された証書において、当該所有者たちの株式持分が異なることが示されている場合、本項のいう「多数」や「票が同数で割れた」とは、株式の持分で計算した「多数」や「同数」を意味するものとする<sup>(68)</sup>。それゆえここでの(3)に規定のある、特定の事項について票が同数で割れる場合を除けば、この共有議決権は、英米法律にいわゆる上記②のある当該人による「共用」に近い意味内容を、当該権利行使を通じた拘束によって有することがわかる。もしそうであるなら、この「共有議決権」は、脚注64でいわゆる議決協定=議決権協定、議決権契約、すなわち「株主が株主総会での議決権行使に関して会社支配に影響を及ぼすために、合意された内容により共同して議決権を行使する協定」と同義とは言えない。ここでの前者の権利行使による「拘束」の原語は“bind”で、この法律用語としての原意は「強制する・義務を負わせる」等で、それは、後者の「合意に基づく権利行使上の協定」に意味内容的に全く馴染まない。そこで、本稿では、デラウェア州会社法217条(b)項における共有議決権の有する上記脚注67に見る既定の要件下での先に記した3効果にのみ特に焦点を絞って両者を分

---

記(1)~(3)の効果を有するものとする。ただし、当該企業の秘書役に対して、異なる定めのお知らせ書面が、これらの者を指名する証書・命令書の写しや、当該証書・命令書が定める関係を成立させる証書・命令書の写しとともに提出されている場合は、この限りでない」。

尚、合衆国では、州の数だけ会社法があることになるが、NYSE上場会社の50%、Fortune 500の3分の2がデラウェア州を準拠法とする会社とされている(Delaware Division of Corporations, About the Division of Corporations (<https://corp.delaware.gov/aboutagency/> (2020/06/07)))。アメリカ法では抵触法において法人の準拠法について設立準拠法主義がとられていることから、創業者・支配株主・経営者は実際の営業地と関係なく準拠法を選択することができる。そのため最もビジネスに有利な州が選択されることとなる(公益社団法人 商事法務研究会 (2020年3月)『グループガバナンスの在り方に関する調査研究業務報告書』, 2頁, 参照)。因みに、第3節で取り上げた在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」5社の本拠地は何れもデラウェア州ではないが、T. Rowe Price Group, Inc.を除く、BlackRock Inc., State Street Corporation (内、子会社State Street Global Advisors International Holdings Inc.とState Street Intermediate Funding LLC), The PNC Financial Services Group, Inc. (内、子会社PNC Bancorp, Inc.とPNC Holding, LLC), JPMorgan Chase & Co., の4社の準拠法はデラウェア州会社法である。

- (68) 合衆国、デラウェア州会社法217条における衡平法を基礎とする運用規定と比べて日本の106条より限定的であるが、同条但書の運用は弾力的な印象を受ける。例えば、中村信男氏は次のように述べる(中村信男(2014年)「権利行使者の指定・通知を欠く共有株主の一人による議決権行使の場合と会社による容認の要件——東京高判平成24年11月28日(判タ1389号256頁)を素材として——」『早稲田商学』439号)。日本の「会社法106条本文によれば、株式が2以上の株主の共有に属するときは、当該共有株主は当該株式についての権利を行使する者…1人を定めて会社に通知しなければ、当該株式についての権利を行使することができないものとされている。この規律の趣旨は会社の便宜確保にあると解するのが一般的であることから、同条但書は、権利行使者の指定・通知がなくとも会社が容認するときは、共有株式に係る株主権の行使が認められる旨を規定する」(同, 1079頁, 下線は筆者)。この但書と本文趣旨のバランス(同, 1092頁, 参照)等をめぐって学説により、また判例でも様々な立場があるが、中村氏は、①「権利行使者の指定について…共有者間の協議を経ることを要しないとの結論」は「必ずしも」妥当ではない(同, 1093頁, 参照)、②「会社に悪意または重過失がない限り、共有者の全員の署名の付された協議書を確認し、その協議内容に従って権利行使を認めれば、免責が認められ、株主としての議決権行使に瑕疵は生じないと解することもできる」(同, 1094頁)、「単独株主権のうち保有株式数の大小が権利行使の結果等に連動しない」ような「株主権に関しては、権利行使者の指定・通知を欠く場合に、会社は、共有株主間における協議等がなくても、特定の共有株主の一人による権利行使を認めても構わないと解する」(同, 1094-1095頁)等の指摘を行なう。

別し、「共有議決権 (shared voting power)」の概念として、SECの規定通り、受益的に所有された適用可能な〔配当・株主総会などの〕(契約日以降株主が株式を取得した会社の普通株式を含む) 基準日時において会社の株主が普通株式について共同または共有で持つ議決権 (joint or shared voting power), すなわち字義通り1株1議決権に対する「共有」を指す狭義を採り、他方、問題の脚注64内の「株主が株主総会での議決権行使に関して会社支配に影響を及ぼすために、合意された内容により共同して議決権を行使する協定」は、これとは全く異なり、以下の黒沼氏の議論で要する13d-3の規定上、グループとしての保有割合が5%を超えると、グループ・メンバー間の「共同行動をとるという認識」の有無というスケジュール13Dによる届出義務の条件に触れる、一可能性としての複数議決権行使「協定」と規定する。ここで可能性に留めるのは、「協定」が「合意」に基づくとしても、保有割合の合算が5%以下に、すなわち必要条件に留まるケースもありうるからである。

「共有議決権 (shared voting power)」とは全く意味の異なる複数議決権の「共有」の「事実認定」については、黒沼氏が指摘する次のような問題がある。すなわち、「グループとしての保有割合が5%を超えると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持って共同行動をとる場合にも、スケジュール13Dによる報告書の提出を要する (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。5%ルールを適用を避けるために、最近では、グループが保有する株式を第三者に信託的に譲渡しつつ株式の議決権および売買についての支配権を維持する、「パーキング」と呼ばれる慣行が横行している」<sup>(69)</sup>。この認識は、先の共有議決権 (shared voting power) と脚注64で見た「議決権協定 (pooling agreement)」による「会社支配に影響を及ぼすために、合意された内容により共同して議決権を行使する協定」と同義と見る見解は、後者が少なくとも合衆国におけるSEC下の証券取引法では一義的に解釈できず、それが先に述べたように法解釈の余地の必要条件に留まる以上、

(69) 黒沼、前掲、183頁。下線は筆者。ここに黒沼氏のいわゆる「ある株式の取得、保有または処分の目的を持って共同行動をとる場合」とは、「株券等の複数の保有者が、株券の取得・処分や議決権等の株主権行使について共同して行うことを合意している場合」、すなわち英米で「共同行為の合意」(acting in concert) といわれることが多いケースに照応し、同氏は、そこで「合意」つまり「共同行動」を採るという認識があったかどうかを、「微妙な判断を要し紛争を生じやすい」SECへの大量保有報告の提出義務の要件として重視する。むろんこれには、(特に日本の場合、) 会社の経営とか支配権に変動をもたらす可能性または株価への影響等の観点に鑑み、合算して報告義務を課すことが適切とする観点が内包されている。この場合、共同して保有することに合意しているだけでは共同保有者にはならず、あくまでも実際に保有していることが要件となる(金融商品取引法研究会 研究記録第22号(2008年1月29日開催)『大量保有報告制度』財団法人 日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会、24頁、参照)。又、日本の場合、共同保有者の概念の意義は、大量保有者が、他の保有者の議決権行使に対し影響を与え、またはその影響を与える可能性が高いときは、そのような議決権を当該保有者の株券等の数に加算して大量保有報告制度の趣旨が全うされるようにする、具体的には、議決権行使を実質的に捉えて資本市場の透明性を確保する考え方に立つことを目的とし、それゆえ、立法者は特に他の保有者の議決権行使に影響を与える蓋然性が高いと認められるケースでは、みなし共同保有者として規定しているものと考えられる(金融商品取引法研究会 研究記録第22号、前掲、25-26頁)。ここに「みなし共同保有者」とは、「株券等の大量保有の状況等に関する開示制度 (5%ルール)の概要」, 「1. 株券等の大量保有の状況に関する開示制度 (いわゆる5%ルール) とは」URL (<http://tokai.mof.go.jp/kigyoutairyou/tairyol.htm> (2020/07/17)) における、(1)実質共同保有者 (金融商品取引法第27条の23第5項)、(2)みなし共同保有者 (法第27条の23第6項、施行令第14条の7) の内、(2)に該当する。他方、黒沼氏による脚注15で見たWEB上の開示ノート上にいわゆる合衆国SEC規定における「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とき、グループメンバーの保有割合が合算される」5%ルールとは、日本における先の(1)の実質共同保有者、すなわち「共同して株券を取得し、譲渡し、又は議決権の行使等を行うことを合意している者」が「保有する株券等も合算」した保有割合の判断に係わるが、同氏によれば、合衆国ではグループ・メンバー間の保有割合の合算について13d-3の法解釈上問題が残る。

妥当ではないことを物語る。すなわち、同義とされた共有議決権が、他方における要件である「合意」とは意味を違える「拘束」によって効力を発揮する権利の解釈を含めることになるため、概念の混乱を来すのみならず、先に見たように、議決権協定が「共同行動をとるという認識」の有無というスケジュール13Dによる届出義務の条件に触れるとしても、グループとしての保有割合の合算が5%以下に留まる可能性もありうる。また、脚注64内の下線部、「共同して」は、上記、黒沼氏の著書からの引用内の下線部、「共同行動をとる」に照応する。これを裏から解釈すると、「共同行動をとる認識」がない場合には、保有割合の合算ベースで5%超となるケースでも、13d-1に規定のスケジュール13Dによる5%ルールに抵触しないということが論理的にはありうる。逆に、グループ・メンバー間に、明言しないものの当事者間の理解や納得が得られているという意味での「暗黙の了解」に基づく合意による議決権の共有があると法的に判断できる場合には、メンバーの「保有割合」の「合算」(13d-3)<sup>(70)</sup>で表面化する5%ルール、機関投資家の場合には10%超の大量保有報告のSECへの届出義務に抵触する程の支配投資者（大株主）に比肩する相対的個人大株主による「個別的」支配力の源泉としての共同支配の途が開かれる。そして、繰り返しになるが、「共同行動をとる認識」を議決協定や議決権協定、議決権契約が含むとしても、グループ・メンバーの保有割合の合算が5%以下に留まるケースもありえ、さらにそれらの協定と共有議決権が全く別の概念であるがゆえに、両者を同義に置き、それを13d-3(a)に含めることは妥当とは言い難い。

以上を要するに、第一に、英米法上の定義②の議決権の共用と照応するデラウェア州会社法217条(b)項規定の共有議決権 (shared voting power) は、SECの13d-3(a)に含まれない。あるいは言い換えて、共有議決権の「共有」は、13d-3(a)にいわゆる「共有」を意味しない。第二に、議決権行使の合意の上での共同行動が所有比率が5%以下に過ぎないグループ・メンバー間で拮がり、さらに10%以下の議決権保有者である機関投資家が共同行動において議決権行使で合意するケースでも、「保有者が支配の意図を有するにいたったときには」<sup>(71)</sup>共同行動をとる意図の事前の有無がスケジュール13DによるSECへの大量保有の届出義務の決定基準となるため、SECは微妙な判断を要し、適否をめぐる紛争も生じ易い。裏から言えば、「暗黙の了解」に基づく合算ベースでの支配・影響力の行使を可能にする議決権の共同利用に途を開く解釈の可能性の余地が13d-3やスケジュール13Dにないとは言い難い。(その可能な必要条件を備えた具体例こそが例えば議決協定＝議決権協定、議決権契約であろう。)

この第二の理解の妥当性を黒沼氏に問うた所、すでに言及したように、「機関投資家が共同して議決

(70) スケジュール13Dで言及されているこの共有議決権は、13d-3(a)で言及されている権利で、管見では、それは、デラウェア州会社法217条のすでに本文で述べた(b)項の既定の要件下の3効果 (Cf., デラウェア州, The First State, デラウェア州法令オンライン, 第8編, 第1章, 第217条:株式の受託者, 質権設定者, 共同所有者の議決権, (b)項 (<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc07/>) (2020/06/07)) [に加えて, 同法218条 (議決権信託およびその他の議決権契約) における規定に係わる株式保有割合の計算における, 契約等に基づき議決権を行使する者等の取り扱い (*Delaware Corporation Laws*, 1993-94 Edition, *op.cit.* 前掲訳, 80-83頁, 参照) を併せて] 含むという見解が一般的である。しかし、亀甲括弧 □ 内の付言は兎も角、前段の13d-3が217条(b)項を含むとする理解は、以上の本文中で示した解釈からして妥当とは言い難い。13d-3(a)の解釈の余地で注目すべき一重点は、筆者が脚注18で導入し、後の脚注73でその意義を考察するいわゆる『受益的所有者』の規定、すなわち、同条項(a)にいわゆる、議決権又は投票配権 (to direct the voting), あるいは、証券の取得・処分権限 (investment power) 又は処分配権の何れか一方または両方の権利の内、前者を直接・間接に [保有割合の合算で] 共有することは、一般に5%ルール、また機関投資家の場合10%超の大量保有基準のSECへの届出義務が生じるという解釈に触れる等する程の閾値、5%・10%を代表的ハードルとする少数持ち株支配を結果的に可能にする法的一要件を構成する点にこそある。もしそうであるなら、「共有議決権 (shared voting power)」の本義は、これとは全く異なる概念であるSECによる狭義の“Jointly Owned Shares”として解釈すべきであろう。

(71) 黒沼, 前掲, 184頁。

権行使を行う場合に、議決権行使について合意している」ケースに該当するほか、「議決権を共有しているものとして5%ルールが適用されるのではないか」という解釈として受け止めた上で、「SECがそのような解釈を採用しているかどうか」は判らないが、「そのような解釈の余地はあると思われ」との教示を得た。同氏は、「ただし、議決権行使について合意しているとみられる場合には5%ルールを適用できるので、議決権行使について合意しているとみとめられない場合についてまで、議決権の共同行使を「議決権の共有」と解釈して5%ルールを適用する必要があるかどうかは、慎重な検討を要する」と付言する<sup>(72)</sup>。法律に基づく執行者の立場の観点を重視すれば、自然な解釈であろうと思われる。

そこで、同氏の教示から推すと、支配の効力の大きさからすれば順序は逆になるが、次の(a)〔①②の2つ〕および(b)、計3つの議決権効力の可能性が考えられる。(a)①先の英米法の定義による共有議決権に加え、②あくまで法解釈上、5%ルールの適用も考えられる「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」がある。同氏の指摘、すなわち「議決権を共有しているもの」と見做すという点に留意して、本稿ではこれを、共有議決権と全く異なる意味の専ら支配を意図する場合の「暗黙の了解」に基づく「議決権の共有」と呼ぶ。全く同様に、(b) (例えば) 支配の意図を持つとき開示が求められる10%超の比率で所有する機関投資家が、合意に基づいて共同して議決権行使を行う可能性もある。現代の「グローバル・ネットワーク中枢」の中心、BlackRock Inc. はじめビッグ・スリーやJPMorgan Chase & Co. 等の金融コングロマリットを牽引する別格の専門経営者を含む相対的個人大株主層は、資本の意思を担う人格化として、(b)を梃子として帰属機関大株主を動かし、延いては自らの権能を強め、あるいは、効力は相対的に劣るが、可能な場合には、(a)の①および②を媒介に、その「構造的」支配を「個別的」支配へと確実に再転化する。そのみならず、小松氏が1980年代の日本を対象に「大株主の機関化」現象の内包する本質と見做した、相対的個人大株主層一般による「構造的」支配もまた同様に、(それを「個別的」支配に確実に再転化していたかつてのループホール、1990年以降は違法者について民事訴訟を課すことができるようになった「パーキング」慣行を措くとしても)「暗黙の了解」に基づく合意による「議決権の事実上の共有」、さらに、デラウェア州会社法に準拠している場合には、すでに本稿103頁で言及した217条(b)項の3効果によって補強され、内、最初の点では法解釈上論議を呼ぼうが、経済的に実質的な意味においては「個別的」支配力を発揮する。ここに、小松氏が発案したような持ち株比率による定量的な相対評価基準がないながらも、定性的に推し量りうる支配力の源泉を見出すことができる。この支配を支える13d-3の法解釈をめぐるのは今後とも引き続き論議を呼ぶであろう<sup>(73)</sup>。

(72) 黒沼氏は、同氏の著書『アメリカ証券取引法 [第2版]』前掲の出版を担った弘文堂を媒介としたメール (2020年3月24日付) でこうした回答を寄せられた。下線は筆者。ここで、合意を行うグループ (・メンバー) が、§ 240.13d-1 Filing of Schedules 13D and 13G. § 240.13d-3 Determination of beneficial owner. (Electronic Code of Federal Regulations, e-CFR data is current as of July 22, 2020, Title 17: Commodity and Securities Exchanges, PART 240—GENERAL RULES AND REGULATIONS, SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 (<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/retrieveECFR?gp=&SID=d65cc3fb13c66e275ecb7d3dc817d3a1&mc=true&n=pt17.4.240&r=PART&ty=HTML>) (2020/07/22)) 中にいわゆるグループを指すとすれば、筆者のいわゆる『受益的所有者』で対象とする主として機関投資家を意味することになる。黒沼氏が回答で「機関投資家が共同して議決権行使を行う場合に、議決権行使について合意している」と言う場合、機関投資家のSECへの大量保有の届出義務の基準10%超を指しているのか、5%ルールを指しているのか必ずしも明らかではないが、「…5%超、10%超ルールで括られるような持株基準でも、「暗黙の了解」に基づく合算ベースでの会社の実行支配ないし影響力の行使もあり得るのではなからうか」という一節を含む質問状に対する回答である点から推すと、機関投資家に特有の10%超基準を念頭に置いていると見て大過ないであろう。そこで本稿では、機関投資家の合意に基づくグループ・メンバー間の保有の割合の合算ベースが10%超水準の場合でもSECへの届出義務が生じるとする同氏の解釈を前提に据える。

(73) 「所有者とは誰か? 1934年証券取引法セクション13 (D) に即して」という問題を提起した論文 (とその箇所)

それでは第1節の末尾で残した問題、すなわち、「グローバル・ネットワーク中枢」等の機関大株主を牽引する専門経営者層をはじめとする別格の相対的個人大株主層とそれ以外の相対的個人大株主層一般の決定的な違いとは何か。それは前節末尾でふれた世界の上場会社の株式ブロック単位で見た6.06%超の所有に加え、参入障壁が、まず超えようがない程高いがゆえに、他を以て代えがたいデジタル・プラットフォーム、Aladdin<sup>®</sup>を擁するがゆえに、いまや合衆国政府、(準)公的機関はおろか、諸外国の政府の資産運用まで担うBlackRock<sup>(74)</sup>を梃子にCEO兼取締役会長、Lawrence Finkに集中

は、C. Shenker, E.M. Heemskerck & J. Fichtner (2017), “The New Mandate Owners: Passive Asset Managers and the Decoupling of Corporate Ownership”, *Competition Policy International, Inc.*, p.3 & pp.1-7である。そこで彼女らは、SEC ルール (Title 17 CFR § 240)13d-3が、株式証券の「権利の所有」について二重の正規テストを行い、それが、投票権 (the power to vote) (あるいは投票採配権 (to direct the voting)) あるいは証券の処分採配権のいずれか一方または両方の保持として権利の所有を定義する点に言及し、このテストの下、所有の決定のために少なくとも1つの条件が要求されるが、2つのいずれかは要求を満たすことに注視する。それは、顧客と投資一任契約を結ぶ等の協定・交渉を通じて名義上の株主となって議決権を行使し、あるいは議決権に含まれる委任状行使権を手にするか、このいずれか一方または両方を、事実上の所有者＝支配者の条件と見なす。そこでは、資産運用の委任の分離が、「議決権調整と結び付いて、会社支配市場とますます関連する会社株式に対する事実上の支配の行使を行うために新しい資産運用委託上の所有者に力を蓄積する。すなわち、これらの立場は、会社の議決権の権利という中核的要素を掴み、封入する」(Shenker, *op.cit.*, p.4.)と捕捉されている。確かにこの点は議決権に加えて、投票権を委任により受取り、大きな影響力を発揮するBlackRock Inc.はじめビッグ・スリー等にとっては大変重要である。しかし筆者の見解はこれとは視角を異にする。CFRの定める情報開示規定13d-3で定める対象者について、『受益的所有者』と特に二重鍵括弧で括って別途規定する理由は、すでに脚注18で述べた通り2つある。①同条項の(a)号にいわゆる、議決権又は投票採配権 (to direct the voting), あるいは、証券の取得・処分権限 (investment power) 又は処分採配権の何れか一方または両方の権利の内、前者を直接・間接に〔保有割合の合算で〕共有することは、一般に5%ルール、また機関投資家の場合10%超の大量保有基準のSECへの届出義務が生じるという解釈に触れる等する程の閾値、5%・10%を代表的ハードルとする少数持ち株支配を結果的に可能にする法的要件を構成する。②但しそれは、ここに記すように、13d-3における選択的2権限の内、一方のみによる。これにより、BlackRock Inc.等をはじめとする『受益的所有者』群は、機関投資家が共同で議決権を行使する際、当該行使について合意しているほか、議決権を共有しているものとして、すなわち、法解釈上5%ルールに触れる等する程の支配権者として初めて浮上する。それは、1990年以降、民事訴訟を課すことができるようになった「パーキング」慣行と並んで、SECに対して、会社支配に関する規制上の問題を突きつけることになろう。

- (74) 世界中の企業間所有ネットワークの生成の観点から見ると、強連結成分におけるSE (超企業体) の中にさらに、全てのデータ区間〔2007-2012年〕に互って現れる70ノードからなるサブ集合が見出され、何百万ものノードからなるグローバルな所有ネットワーク全体の内、株主の権力の究極の本質をこのグループが代表し、BlackRock Inc.がその筆頭に立つ (Cf. Glattfelder & Battiston, “The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, *op.cit.*, p.6, and “Supporting Information for The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network”, *ibid.*, p.45, & pp.50-51, Table S23.)。New York Life InvestorsのCEOの次の一言は、世界中の資産運用において、そのBlackRock Inc.の擁するデジタル・プラットフォーム、Aladdin<sup>®</sup>がいまや欠かすことができないシステムとなったことをまさに象徴している。「Aladdinは酸素のようなものである。それなしに、われわれは活動できない」(A. Gara (2017), “BlackRock’s Edge: Why Technology Is Creating The Amazon Of Wall Street”, *Forbes* (Dec. 26). (<https://www.forbes.com/sites/antoinagara/2017/12/19/blackrocks-edge-why-technology-is-creating-a-6-trillion-amazon-of-wall-street/#28da024f561b>). (2020/07/21)); Daniel Haberly, Duncan MacDonald-Korth, Michael Urban, Dariusz Wójcik (2018), “Asset Management as a Digital Platform Industry: A Global Financial Network Perspective”, *SSRN*, p.18)。さらに、この記事によれば、2010年欧州債務危機時にアイルランド、ギリシャの他、ECB等がAladdin<sup>®</sup>を備っている。こうしたAladdin<sup>®</sup>の世界中における広範囲な共用に伴うリスク管理機構の一元化と表裏をなすシステミック・リスクの発現の可能性については、渡部恒彦 (2019)「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——(下)』『流通経済大学論集』Vol.54, No.3, 第10章第2節「BlackRockによる連鎖するTNCsでの資産運用をめぐるリスク管理の一律化と表裏をなすシ

する権力に象徴される、「グローバル・ネットワーク中枢」をいわば軸芯とする世界的金融機関<sup>(75)</sup>のグローバルな政財界にまで及ぶ自然人たる専門経営者を中心とする相対的個人大株主層の潜在力にこそ認められる。その潜在力は、相対的個人大株主と相等しく当該資本の運動を左右すべくその意思を担いながらも、例えばBlackRock Inc.が擁するAladdin<sup>®</sup>の運営に直接あたるCTO (Chief Technology Officer: 最高技術責任者)、あるいはCOO (Chief Operating Officer: 最高執行責任者)において、そ

ステミック・リスクの発現——現代世界資本主義における会社支配構造が内包する病——, 433-436頁, またBlackRock Inc.による所有の拡がりやAladdin<sup>®</sup>共用の相乗効果とそれに基づく内外でのLawrence Finkに集中する権能については、渡部「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ム・リスク、あるいは支配者層内部の亀裂——(中)」、前掲、244-246頁を、それぞれ参照されたい。また、第2節末尾での小括的な試論としてすでに提示した、相対的個人大株主層の2極化という21世紀以降進捗する現実、言い換えて、支配階級内の社会成層の優劣=2極化の断層は、おそらく、BlackRock Inc.の擁するリスク分析とポートフォリオ管理の手法としてのデジタル・プラットフォーム、Aladdin<sup>®</sup>も象徴するFinTech (フィンテック) 活用の有無で生じる。今まさに飛躍を遂げるGoogle, Amazon, Apple, およびFacebook (いわゆるGang of Four) は同階級の新しい産業革命の成果であるフィンテックを活用したいわば勝ち組であるが、今後は競争に新規参入も起ころう。特に産業と金融の結合として存在するいわゆる「金融資本」同士の新たな優劣劣敗は、延いては支配階級内の特に技術格差によって、社会成層相互間で新陳代謝を引き起こす。むしろ、生産関係で対極の労働者階級内部の特に所得格差によって多様化した社会成層中、上位所得者の子弟はエリート教育を享受する等して支配者階級を浸食し、さらに、支配階級に属する子弟共々、例えば日本では、従前の官僚や大企業幹部候補志向を捨てて起業を志向する傾向さえ近年顕著である。だが日本、そして合衆国も典型であるように、労働者階級内の社会成層の大半を占める低所得者の子弟はエリート教育から切り離されるから、こうした代謝過程から弾かれる傾向が強い。それゆえ、先にいわゆる支配階級の2極化と上位成層における競争も、法的には主にその階級内で連続体を構成する社会成層間内で生じる現象であることに注意すべきである。但しすでに異論はある。例えばHabermasによれば、「西側先進国で起こっている抗争は、階級闘争の古典的なモデルでは理解できない。なぜなら、それらの社会的葛藤はもはや富の分配をめぐるのではなく、むしろ文化的再生産、社会統合、社会化をめぐる生じており、いわば「生活形式の文法」が火種となっているからだ。この変化の背景には、経済・社会・国内・軍事にわたる安全を第一目標とする「古い政治」から「新しい政治」へのシフトが存在する。「新しい政治」は新中間層、若い世代、専門的な高等教育を受けた人々によって支持されている」(中岡、前掲、197-198頁)。確かに、本稿の2階級間関係の基本的な枠組みとなる脚注23内の図3における専門経営者や管理者等の実体概念との関係でどのように規定されるかは定かではないが、本質的に、必ずしも2階級に両極分解するとは言い難い新中間層の登場は、日米においても否定できない。だが、彼らが担うべき「新しい政治」像はHabermasが念頭に置くドイツにおけるほど先鋭ではない。日米で近年、共に生じてきたのは、Habermasの描く「新しい政治」のエッジの旧抗争のエッジへの回帰現象、すなわち、ごく最近では、在合衆国居住「グローバル・ネットワーク中枢」のCEOや取締役会長でさえ、昨夏のビジネス・ラウンドテーブルでその影響を懸念する程深刻化する合衆国内の経済的分断に他ならない。直近のコロナ・ショックは、合衆国における人種間失業率格差等と共に、それをあぶり出した。2020年4~6月期決算では、Aladdin<sup>®</sup>を擁するBlackRock Inc.への新規投資マネー流入額は1,000億ドルを超え、運用資産は7.3兆ドル(「ブラックロック、投資マネー10兆円流入 コロナ影響 金融最前線 北米」(2020/07/18 2:29 (2020/07/18 5:34更新))『日本経済新聞』電子版、参照)で、名目米ドルGDP (IMF予想)21.48兆の3分の1を超える。BlackRock Inc.が受け入れる個人資産は最低でも1億円である。従って、先の表層上の二極化を余所に、ここでも逆浮上しているのは旧来の二階級間格差である。かつて自分たちの孫の世代における経済問題を楽しんで、その予想を外したKeynesにも似て、成熟した「後期資本主義」国ドイツに関するHabermasによる認識もまた、いまだに進展しない日米における経済・政治的変革の遅延のおそらくは先を行く。

(75) すなわち、脚注4で言及した世界のTNCsが構成する(内部のノードが全て直接・間接に相互に連結する)強連結成分の中でも中核をなす147社(SE) (Cf. Vitali et al., *op.cit.*, p.4, and, Glattfelder & Battiston, "The Architecture of Power: Patterns of Disruption and Stability in the Global Ownership Network", *op.cit.*, p.4) 中4分の3をなす(*ibid.*, p.4) 金融機関のさらに要となる第1節で注目した20社、あるいは、最も新しいデータを用いたGlattfelder & Battistonが、データ区間[2007-2012年]に互って(101~150ノードを採る)SEの中に見出したサブ集合となる70ノード(70社)である(Cf. Glattfelder & Battiston, *ibid.*, p.6)。

してそれ以上に最高経営責任者としてのCEOや取締役会長において際立って強大であろう。もとよりそれは議決権を扱う本稿の議論の射程を超えるが、特にAladdin®の世界横断的な広範囲に及ぶ共用そのものが独自のリスク・マネジメント・アルゴリズムのネットワークによる予測の失敗に起因するまさにシステミック・リスクの発現の可能性を急所とする点では脆さが否定できない権力であるだけに、今後とも注視すべき重要な問題となろう。

[完]

付記：草稿の段階で、早稲田大学・大学院法務研究所教授、黒沼悦郎氏から、啓発に富む貴重な御教示を頂いた。また、株式会社・弘文堂、総務部の猪股千幸氏は、メールで黒沼氏との仲介の労をとって下さった。さらに、合衆国証券取引委員会・投資家教育兼助言局の弁護士、Farheen Malik氏は、“Jointly Owned Shares”の定義及びjoint or shared voting powerとの関係を示すSEC内のURLをメールで御教示下さった。ここに記して感謝の意を表わしたい。