

パッシブ運用の増大に伴うコモン・オーナーシップを巡る議論

神山 哲也、岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 近年、欧米において、コモン・オーナーシップ（共通株主）を巡る議論が活発化している。コモン・オーナーシップとは、特定の産業において、競合関係にある複数企業の株主が一部の機関投資家に集中している株式保有の構造を指す。注目すべきは、コモン・オーナーシップ下にある複数企業同士において競争のモチベーションが後退するのではないかという、競争政策上の懸念が指摘されている点である。
2. パッシブ運用の規模拡大が、コモン・オーナーシップの問題を惹起している側面もある。パッシブ運用会社は、連動先のインデックスの構成銘柄変更時以外は、同ファンドのポートフォリオの構成銘柄を変更することがないため、同一産業内に複数銘柄を保有した状態が維持される。現在、主要なパッシブ運用会社であるブラックロック、バンガード、ステート・ストリートは、S&P500 指数を構成する企業のうち約 90%（企業数ベース）の筆頭株主となっている。
3. 米国では 2014 年頃から、コモン・オーナーシップ関係が強まった企業間の競争が阻害され、顧客に対するサービスの価格が上昇したなどとする学術論文が出始めた。その後、反トラスト法などの複数の学者が、法学的観点に基づいて、機関投資家は寡占市場における 1 社のみ投資を認めるという制限等の政策提言を行った。しかし、そのような政策提言については、機関投資家のポートフォリオの分散投資の原則に反しているなど、批判も多い。
4. コモン・オーナーシップに係る議論は欧州にも波及し、英国政府は OECD に対して、英国のコモン・オーナーシップの状況に関する調査報告書を提出した。また、欧州委員会は、米化学大手ダウ・ケミカル及びデュポンの合併承認に際し、当該 2 社がコモン・オーナーシップ下にあることに基づき、デュポンに対して殺虫剤事業の大部分を売却等することを条件とした。コモン・オーナーシップが当局の公式な意思決定時に考慮された事例である。
5. コモン・オーナーシップによる競争制限の可能性については賛否両論あるものの、今後も、ETF 等のパッシブ運用ファンドが増加する可能性がある中、コモン・オーナーシップを巡る議論の行方は注視しておく必要がある。

I パッシブ運用会社による同一産業内の複数企業の保有

1. コモン・オーナーシップとは

コモン・オーナーシップ（共通株主）¹とは、特定の産業において、競合関係にある複数企業の株主が一部の機関投資家に集中している株式保有の構造を指す。つまり、コモン・オーナーシップは、複数企業がお互いに相手方の発行済み株式を保有する株式持合い（Cross Ownership）とは異なり、複数企業の株主が同一主体である状況と言える。

こうした株主構造そのものは、当然のことながら、違法・不当というわけではない。しかし、競争政策の観点から、同一産業内の競合関係にある複数企業の株式が一部の株主に集中することにより、当該複数企業同士が競争するモチベーションが後退するのではないかという懸念が指摘されている。ここが、コモン・オーナーシップを巡る論点である。

一般的に、A社とB社が競合関係にある場合、両者は先を争って事業を展開し、イノベーションを創出し、消費者に対してより低コストかつ付加価値の高いサービスを提供しようとする。しかし、A社とB社がコモン・オーナーシップの関係にあり、両社の筆頭株主または大株主が同一の機関投資家である場合、A社とB社は、当該機関投資家のポートフォリオ運用におけるリターン向上に貢献するべく、互いに競争してコスト削減を実施するなどのインセンティブが希薄となり、結果的に、消費者に機会損失が発生する可能性が指摘されている。

2. パッシブ運用の増加との関係

こうしたコモン・オーナーシップの問題は、アクティブ運用でも生じ得るものであるが、特にパッシブ運用の増加に伴うコモン・オーナーシップが、企業の競争を阻害している側面があると捉えられている。

仮に、A社とB社の筆頭株主または大株主が、アクティブ運用ファンドである場合、同ファンドはベンチマークを上回るアルファを創出すべく、銘柄選定を行ってポートフォリオを適宜変更するため、A社とB社には当該アクティブ運用の機関投資家により高い利益を提供すべく競争圧力がかかる。他方で、パッシブ運用は、運用目標であるS&P500指数等のインデックスに連動する運用成果を目指すため、原則として、連動先のインデックスの構成銘柄変更時以外は、同ファンドのポートフォリオの構成銘柄を変更することがない。そのため、同一産業内に複数銘柄を保有した状態が維持されることになる。

近年のパッシブ運用の規模拡大が、コモン・オーナーシップの問題を惹起している側面もある。欧米においてパッシブ運用ファンドへの資金流入が顕著であり、結果、同業他社であるA社とB社において、ブラックロックやバンガード、ステート・ストリートといったパッシブ運用を主体とする資産運用会社が、持分保有者として上位に名を連ねる

¹ コモン・シェアホールディングと言われることもある。

ケースが増えている。実際、パッシブ運用ファンドのうち、純資産総額が急拡大しているETFのスポンサーであるブラックロック、バンガード、ステート・ストリートは、S&P500指数を構成する企業のうち約90%（企業数ベース）の筆頭株主（the largest single shareholder）となっている²。

II コモン・オーナーシップによる企業間の競争制限の可能性

1. 米国において相次いで公表された学術論文の指摘

コモン・オーナーシップの下で、複数企業が競争を回避している可能性が注目される契機となったのは、米国において公表された学術研究である。主要なものとしては、ナバーラ大学 IESE ビジネス・スクールのジョゼ・アザール教授他が、2014年4月（2018年5月にデータを改定）に公表した「コモン・オーナーシップの競争阻害効果」と題する論文（「エアライン・ペーパー」）である³。同論文は、米国航空業界を研究対象としており、2001年から2014年にかけて、米国航空会社の株主として、パッシブ運用ファンドの存在感が増し、航空会社間のコモン・オーナーシップ関係が強まったため、企業間の競争が阻害され、その結果として、コモン・オーナーシップ関係にはない航空ルートと比較すると、航空運賃は3~7%上昇したと推定している。

また、アザール教授他は2016年1月、「最終投資家と銀行間競争」と題する論文（「バンキング・ペーパー」）を公表した⁴。同論文は、米国銀行業界を研究対象としており、一部の米国の銀行が、パッシブ運用ファンドの運用目標であるインデックスの構成銘柄に組み入れられ、銀行間のコモン・オーナーシップ関係が強まった結果、2004年から2013年にかけて、個人の預金口座の手数料が上昇し、同口座の金利が低下したと推定している。

更に、ナバーラ大学 IESE ビジネス・スクールのミゲル・アントン教授他は、2016年11月に「コモン・オーナーシップ、競争及び経営者のインセンティブ」と題する論文（「コンペンセーション・ペーパー」）を公表した⁵。同論文は、1993年から2014年にかけて、標準産業分類コードを有する米国企業の株主構成、市場シェア、経営陣の報酬体系等を計量分析した。その結果、企業の実績に連動する経営陣の報酬は、同企業の競合他社と筆頭株主または大株主が同一であった場合、競合他社比で抑制しようとするインセンティブが希薄になる傾向があると指摘している。

² “These 3 firms own corporate America” *Business Insider*, May 10, 2017.

³ Jose Azar, Martin C. Schmalz, Isabel Tecu, “Anti-Competitive Effects of Common Ownership,” *The Journal of Finance*, April 22, 2014.

⁴ Jose Azar, Sahil Raina, Martin C. Schmalz, “Ultimate Ownership and Bank Competition,” *SSRN*, January 2, 2016.

⁵ Miguel Anton, Florian Ederer, Mireia Gine, Martin C. Schmalz, “Common Ownership, Competition, and Top Management Incentives,” *Ross School of Business Paper No. 1328*, July 3, 2016.

2. 法学的な観点に基づくコモン・オーナーシップ問題に係る政策提言

一部の法律の専門家は、コモン・オーナーシップにおける機関投資家が、米国の独占禁止法（反トラスト法）に違反している可能性があるとの見解を示した上で、法学的な観点から政策提言をしている。国際法及び倒産法の権威であるシカゴ大学のエリック・ポズナー教授他は2016年11月、「機関投資家による競争制限力の削減に係る提言」と題する論文を公表した⁶。ポズナー教授は、同論文の中で、市場を寡占する複数企業に投資する機関投資家は、企業間の競争を阻害している可能性があり、クレイトン法第7条に違反している可能性があるとして指摘している。クレイトン法とは、シャーマン法、連邦取引委員会（FTC）法と並ぶ、米国における反トラスト法の中核法の一つである。

クレイトン法第7条は、競争の実質的な制限等に繋がる株式等の取得を禁止している。一方で、市場の寡占の度合いや、機関投資家による寡占市場における複数企業の持ち分比率等、コモン・オーナーシップに係る明確かつ定量的な定義はない。そこで、ポズナー教授は、司法省及びFTCに対して、市場を寡占する企業に投資する機関投資家は、1%保有制限または1社保有制限に準拠するというガイドラインの策定を要請した。1%保有制限とは、市場を寡占する企業に機関投資家が投資する場合、当該企業のシェアが同市場シェアの上限1%まで投資することを認めるというものである。1社保有制限とは、機関投資家は寡占市場における1社のみ投資を認めるという制限である。

また、反トラスト法の権威であるニューヨーク大学のエドワード・ロック教授他は2017年7月、「機関投資家の反トラスト」と題する論文を公表した⁷。ロック教授は、同論文の中で、コモン・オーナーシップにおける機関投資家は、クレイトン法第7条に違反している可能性に賛同した一方で、ポズナー教授の提言のように機関投資家の持分を制限すると、機関投資家が投資先企業のコーポレート・ガバナンスの向上に寄与するような活動から撤退する可能性を懸念した。そこで、ロック教授は、機関投資家が仮に市場を寡占する企業に投資していたとしても、当該企業の時価総額の15%以下の持分保有であり、かつ当該企業の取締役に参加しておらず、議決権行使を実施している場合、クレイトン法第7条に抵触しないとするセーフ・ハーバーの規定を提言している。

⁶ Eric A. Posner, Fiona Scott Morton, E. Glen Weyl “A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors,” *Antitrust Law Journal*, November 29, 2016.

⁷ Edward B. Rock and Daniel L. Rubinfeld, “Antitrust for Institutional Investors,” *NYU Law and Economics Paper No. 17-23*, 2017.

III 欧州におけるコモン・オーナーシップを巡る動向

1. ダウ／デュポンの合併に係る欧州委員会の決定とコモン・オーナーシップ

当局が公式な意思決定において初めてコモン・オーナーシップの問題を取り扱ったとされるのが、米化学大手ダウ・ケミカル及び同業デュポンの合併に係る 2017 年 3 月の欧州委員会の決定である⁸。

本件は、米国企業同士の合併であるが、欧州委員会は、両社の合併が EU において、①殺虫剤市場で競争が大幅に低減する、②殺虫剤に係るイノベーション競争が大幅に低減する、③一部の石油化学製品で競争が大幅に低減する、という懸念から、調査に乗り出していた。なお、EU 企業結合規則では、全世界及び EU 市場で一定以上の売上等の要件を満たせば共同体規模（community dimension）があるものとして、加盟国ではなく EU レベルで取り扱うことになっていることから、本件も欧州委員会の所管となった。

欧州委員会は両社の合併承認に際し、デュポンのグローバルな殺虫剤事業の大部分の売却等を条件とし、その中に、デュポンのグローバルな研究開発組織（売却されない殺虫剤事業に関連する部分を除く）も含めた。本件研究開発組織の売却に関して、欧州委員会が市場占有度への貢献等に加えて、論拠の一つとしたのが、コモン・オーナーシップの問題である。

欧州委員会によると、両社を含む関連市場における主要企業 6 社の株主の状況を検証した結果、6 社の株式の相当部分がごく一部の投資家により集中的に保有されていることが判明した。そこで欧州委員会は、米国の学術研究が専ら価格競争に焦点を当てているものの、同様の効果はイノベーション競争にも当てはまると指摘した。

欧州委員会によると、ある企業が研究開発を強化することにより、当該企業は研究開発によってもたらされ得る将来の収益増のために現在の収益を犠牲にする。そうした将来の収益増は将来のプロダクトの価格競争を通じて具現化するが、それは競合他社の収益減少の上に成り立つ⁹。即ち、ある企業による今日のイノベーション競争の強化に向けた意思決定は、当該企業の足元の収益にマイナスに働き、競合他社の将来の収益にもマイナスに働く可能性が高い。これは、当該企業及びその競合他社の株式を保有する投資家のポートフォリオにマイナスの影響を及ぼすことを示唆する。故に、コモン・オーナーシップは、対象となる企業間におけるイノベーション競争を阻害することに繋がる可能性が高いという。

以上のことから欧州委員会は、①複数の大規模農薬企業において、高水準のコモン・オーナーシップが観察される、②こうした観察は、コモン・オーナーシップのある業界の

⁸ European Commission, “Commission Decision of 27.3.2017 declaring a concentration to be compatible with the internal market and the EEA Agreement (Case M.7932 – Dow/Dupont),” March 27, 2017.

⁹ ここでは、農薬品業界の特性として、参入障壁が高く、寡占が進んでいて、イノベーションが市場規模の拡大に繋がらないことが前提とされている。

方が、株主が分散している業界に比べて、イノベーション競争が抑えられることを示唆している、と結論する。これを論拠の一つとして欧州委員会は、研究開発組織の売却を合併の条件にしたわけである。

欧州委員会が指摘しているように、コモン・オーナーシップに関する学術研究は、いずれも価格競争に視座を据えたものであり、研究開発を正面から扱ってはいない。そのため、欧州委員会が反証を織り交ぜずにコモン・オーナーシップが研究開発を通して競争制限的な効果をもたらすと結論したことにも一理はある。しかし、コモン・オーナーシップが企業の競争行動・意思決定に与える影響については、後述するように否定的な見方も多い。そうした中、コモン・オーナーシップが企業の研究開発に影響を与えることを抽象的な形で結論付け、資産売却の論拠の一つとしている欧州委員会の上記決定は、やや拙速の感を否めないだろう。

2. 欧州委員会のコモン・オーナーシップに係る今後の方向

欧州委員会のマルガリース・ヴェスタガー委員（競争政策担当）は、変革期における競争政策に関する 2018 年 2 月の演説において、コモン・オーナーシップに関する見解を明らかにしている¹⁰。同委員はまず、原則として企業は独立したものであり、ある産業における個々の企業は異なる株主により保有されており、故に株主は保有する企業が競合他社を出し抜いて成功することのみを望むと認識されているとする。

しかし、同一の株主が同一産業内で複数の企業を保有することが増えており、そうした株主にとって、保有企業間の熾烈な競争は望ましくない可能性を指摘する。即ち、そうした株主が保有する企業のうち一社の株価が好調であると、同一産業内の他社の株式が低迷する可能性があるため、株主にとっては各社があまり熾烈に競争しない方が良いということになり得るといふ。その上でヴェスタガー委員は、米国における前述の学術研究、とりわけエアライン・ペーパーを引き合いに出し、欧州においても同一産業内の複数の企業が同一の株主に保有されることが多くあるのか、調査に乗り出しているという。

他方、コモン・オーナーシップが実際にどのような影響があるのかを理解する必要性も指摘する。即ち、投資家が競争の減少の恩恵を享受できるとしても、投資先の企業が、投資家の期待に従うとは限らず、企業の株式を保有することと当該企業の意思決定を左右することは異なると指摘する。そこで、実際に何が起きているのか、投資家が投資先企業に対して本当に競争を制限させられるのか、精査する必要があると主張している。

前述の通り、コモン・オーナーシップに関する学術研究では、大手パッシブ運用会社による同一産業内の企業保有の制限等が提案されているが、ヴェスタガー委員は、そうした措置を採ったり、資産運用業界を長期にわたる調査の対象とするようなことがあれば、欧州市民が広範な投資サービス享受し、商業銀行から事業法人のファイナンス負担を分散

¹⁰ European Commission, "Competition in changing times," February 16, 2018.

化する EU 資本市場同盟を阻害することにもなりかねないと指摘する¹¹。

3. 英国におけるコモン・オーナーシップの状況

英国政府は、OECD が 2017 年 12 月に開催したコモン・オーナーシップに関する公聴会へ英国の状況に関する文書を提出している¹²。同文書は、英国において米国のようなコモン・オーナーシップの状況を分析した学術研究は存在しないとした上で、競争・市場庁（CMA）が集計した英国リテール銀行業界及び保険業界に関するデータを提示している。

リテール銀行業界では、5 大銀行とチャレンジャー・バンク 4 行について、3 行以上において上位 20 位以内に入っている株主を確認したところ、単一の大株主がいる RBS（大株主は英財務省）とヴァージン・マネー（同ヴァージン・グループ）を除いても、株主が集中している実態が明らかになった（図表 1）¹³。また図表 2 は、同じく 9 行について、上位 20 位以内の株主による他行の保有状況を確認したものである。これによると、例えば、HSBC の上位 20 位以内の株主は、サンタンデールを 25%、ヴァージン・マネーを 24% 保有している。

特にブラックロックは 9 行で 10 位以内に入っており、2 行で最大株主になっている。他方、米国の学術研究にみられるほどの集中はない。英政府の文書では、RBS やヴァージン・マネーの株主のように、他行の株式を持たない大株主の存在が一因になっている可能性が指摘されている。また、各行の間で投資家の保有比率は大きく異なっており、結果、投資家がより多く保有する企業に対して、より積極的に競争するよう促すインセンティブが生じる可能性もある¹⁴。

以上から、英国政府の文書は、英国リテール銀行業界及び保険業界においてコモン・オーナーシップが観察されるものの、米国の学術研究で提示されているものほどは集中しておらず、既存の学術研究も未解決の部分がある中、更なる検証が必要と結論する。

¹¹ “Europe Targets U.S. Asset Managers,” *The Wall Street Journal*, March 27, 2018.

¹² OECD, “Common ownership by institutional investors and its impact on competition – Note by the United Kingdom,” November 23, 2017.

¹³ 英国政府の文書では、保険業界についても同様の分析が提示されており、同様の結果となっている。

¹⁴ Edward B. Rock and Daniel L. Rubinfeld, “Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance,” *NYU Law and Economics Research Paper No. 17-05*, March 1, 2017.

図表 1 英銀の株式保有比率

	HSBC	パークレイズ	ロイズ	RBS	サンタンデル	クライスデル	メトロ	ヴァージン	アルダーモア
パークレイズ		3.12 (5)	0.98 (19)						1.35 (18)
ブラックロック	7.53 (1)	7.29 (2)	7.44 (1)	1.71 (4)	3.41 (2)	3.08 (7)	3.26 (9)	2.67 (5)	2.54 (9)
キャピタル・グループ	1.16 (9)	10.26 (1)			3.21 (4)	0.97 (12)			
ドッジ・アンド・コックス		2.53 (4)	1.44 (10)		0.93 (8)				
フィデリティ					0.50 (13)		8.73 (2)	0.79 (20)	
HSBC	0.93 (12)	1.41 (13)	1.30 (11)			0.45 (14)			
JPモルガン					0.37 (19)		3.53 (8)		7.79 (3)
リーガル&ジェネラル・グループ	2.53 (5)	2.50 (8)	2.66 (5)	0.62 (12)		2.30 (9)	2.31 (15)	1.73 (10)	1.69 (15)
ノルウェー銀行	3.79 (3)	2.98 (6)	2.96 (3)	1.32 (5)	3.23 (3)	1.53 (11)	1.66 (19)	2.86 (4)	3.37 (4)
シュローダー	0.57 (16)	0.84 (19)	1.11 (14)	1.04 (7)		5.42 (3)		1.99 (8)	
スタンダード・ライブ・アパティーン	1.88 (7)	0.95 (17)	1.65 (8)					13.63 (2)	10.23 (2)
ステート・ストリート	2.28 (6)	1.08 (15)	1.21 (13)		11.36 (1)	0.52 (13)			
合計	20.67	33.96	20.75	4.69	23.01	22.68	14.45	23.67	26.97

(注) 主要9行において3行以上で上位20位以内に入っている株主の合計保有比率。単位は%。括弧内は保有比率順位。

(出所) OECD “Common ownership by institutional investors and its impact on competition - Note by the United Kingdom” November 23, 2017 より野村資本市場研究所作成

図表 2 英銀株主による他行の株式保有比率

	HSBC	パークレイズ	ロイズ	RBS	サンタンデル	クライスデル	メトロ	ヴァージン	アルダーモア
HSBC株主の保有比率	35.60	34.19	23.01	5.80	25.28	16.01	12.67	24.49	30.56
パークレイズ株主の保有比率	25.62	52.92	25.43	6.39	25.84	16.01	9.14	26.81	24.12
ロイズ株主の保有比率	23.11	28.08	40.42	10.34	21.85	15.04	9.14	31.06	24.12
RBS株主の保有比率	18.02	18.98	25.97	86.92	9.56	14.42	9.14	14.38	15.77
サンタンデル株主の保有比率	23.21	30.28	17.73	4.14	35.39	8.14	19.09	7.93	21.29
クライスデル株主の保有比率	21.39	28.96	19.36	5.70	24.11	50.60	9.14	13.75	9.49
メトロ株主の保有比率	20.56	15.37	15.74	4.13	10.00	8.65	74.06	9.66	17.28
ヴァージン株主の保有比率	18.90	19.40	19.50	6.02	9.63	14.81	17.87	82.75	22.95
アルダーモア株主の保有比率	23.44	21.22	20.37	5.08	11.93	8.65	12.67	24.20	79.07

(注) 各行の上位20位以内に入っている株主による他行の合計保有比率。単位は%。

(出所) OECD “Common ownership by institutional investors and its impact on competition - Note by the United Kingdom” November 23, 2017 より野村資本市場研究所作成

IV コモン・オーナーシップによる競争制限の見解に対する批判

コモン・オーナーシップが実質的な競争の制限に繋がり、競争政策上の問題を惹起するとの見解に対しては、学術研究・実務の両面から批判がなされている。

1. コモン・オーナーシップと競争制限を結びつける方法論(メソドロジー)への批判

前記のコモン・オーナーシップによる競争制限を主張する根拠となるメソドロジーに対しては、学術研究による批判がなされている。例えば、エアライン・ペーパーにおいて示されたコモン・オーナーシップと消費者に対するサービス価格の関係を表す計量分析の結果については、統計上の正確性について議論の余地があり、両者の因果関係を完全には実証できないとの批判がある。具体的には、①依拠する変数が消費者物価を左右するものであり、コモン・オーナーシップと個々の価格との間の関係を示すものではない、②競合他社の株式保有の議論から、機関投資家によるポートフォリオ投資の問題を推定しており、論拠として脆弱であると指摘されている¹⁵。

¹⁵ Pauline Kennedy, Daniel P. O'Brien, Minjae Song, Keith Waehrer, “The Competitive Effects of Common Ownership: Economic Foundations and Empirical Evidence,” SSRN, July 26, 2017.

また、バンキング・ペーパーの計量分析については、その結果の検証により、コモン・オーナーシップが銀行間の競争に及ぼす影響を裏付ける統計の信頼性は高いとは言えないとされている。そのため、あらゆる産業でコモン・オーナーシップが競争に与える影響について結論するには、更なる研究が必要だと指摘されている¹⁶。

2. 役員報酬がコモン・オーナーシップと競争制限の媒介になる との議論への批判

コンペンセーション・ペーパーでは、コモン・オーナーシップの下では役員報酬の決定において、収益の同業他社比較よりも絶対値を重視することを通じて競争のインセンティブが減殺されると論じられている。しかし、別の学術研究では、逆に、コモン・オーナーシップと役員報酬における同業他社比較とは正の相関にあり、故に、役員報酬はコモン・オーナーシップと競争制限との媒介になり得ないとして、コンペンセーション・ペーパーとは異なる結論が導出されている¹⁷。

実務的な観点からすると、資産運用会社による役員報酬に関する議決権行使は、自社の議決権行使ガイドラインに沿って行われ、原則として業態や発行体によって異なるものではない。また、報酬パッケージは取締役会によって策定され、株主は原則として承認するか否かでしか関与できない。そのため、投資家から個別の発行体に対して、競争制限的な報酬パッケージを働きかけるのは難しい¹⁸。

3. 株主エンゲージメントの実態からの批判

コモン・オーナーシップが競争制限をもたらすとする議論は、株主エンゲージメントの実態を踏まえているとは言い難いという批判もある。株主エンゲージメントは、株主総会における議決権行使から相対的 IR ミーティングまで様々な形態を採るが、取締役会の構成や報酬などのガバナンス問題、重要資産の売却や M&A などハイレベルな経営方針について行われるものであり、個別の競争戦略が論点になることは原則としてない。これは、議決権行使に関して公開されている記録からも証明されている¹⁹。そのため、機関投資家が競争を制限するような行為を投資先企業に求めることは、実態としては考え難い。

¹⁶ Jacob Gramlich, Serafin Grundl, “Testing for Competitive Effects of Common Ownership,” *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board Washington, D.C.*, February 19, 2017.

¹⁷ Heung Jin Kwon, “Executive Compensation under Common Ownership,” *Department of Economics University of Chicago*, November 29, 2016.

¹⁸ BlackRock, “Index Investing and Common Ownership Theories,” March 2017.

¹⁹ 前掲脚注 14 を参照。

4. 資産運用会社における意思決定の実態を踏まえた批判

資産運用会社の実務において、取り扱う様々な投資商品のポートフォリオは異なる投資マニフェスト及び運用担当者を有するため、ある大規模運用会社が競合関係にある 2 社を別々のポートフォリオで保有していても、①各々の運用担当者が異なる、②同じ銘柄を保有していても片方がインデックス運用で片方がアクティブ運用、③片方がロング・ポジションで片方がショート・ポジションを持っている、といったことがある。大量保有報告書においては、いずれも合算されることになるが、資産運用会社における意思決定の実態を踏まえると、投資先企業に競争制限を求めるインセンティブは少ない。発行体としても、こうした事実を認識しているため、仮に、ある機関投資家が筆頭株主または大株主となり、競合他社とコモン・オーナーシップの関係を有することになったとしても、自主的に競争制限的行為に出ることは考え難い。

加えて、同一業種内で複数の企業を保有していても、保有量は異なり得るわけであり、その場合、資産運用会社には、より多く保有する企業に対してより厳しく競争するよう求めるインセンティブが働き得る²⁰。また、パッシブ運用において資産運用会社が差別化を図るのは、コスト、トラッキング・エラー、顧客サービスであり、いずれも投資先企業の競争を制限することで促進されるものではない²¹。

V コモン・オーナーシップに係る政策提言に対する批判

コモン・オーナーシップにおける機関投資家が、反トラスト法に抵触していることを踏まえた政策提言についても、学術研究・実務の両面から批判がなされている。

1. 保有比率及び保有企業数制限とポートフォリオ理論との関係

コモン・オーナーシップの問題に関する政策提言として、ポズナー教授やロック教授等が指摘するように、法学的な観点に基づいて、機関投資家による保有比率制限、同業種内保有企業数制限などが提言されている。

しかし、そのような提言は、機関投資家によるポートフォリオの分散投資の原則に反することは論を俟たないであろう。同業種内で保有できる企業数が 1 社などに制限されたり、1 銘柄当たりの保有比率が 1%などに制限されては、長期・分散投資のために資産運用会社に運用委託している年金基金等の戦略が阻害されることになる。他にも、保有比率・保有企業数の制限が惹起する問題としては、①低コストで投資家の需要が増加しているインデックス運用が困難になる、②「同一産業」の規定と管理が現実的に困難、といった点も

²⁰ 前掲脚注 17 を参照。

²¹ 前掲脚注 14 を参照。

指摘される²²。

2. 既存の競争法によるコモン・オーナーシップに係る対応

コモン・オーナーシップによる競争制限の問題は、既存の競争法のツールで対応できるとする学説もある。ハーバード大学のアイナー・エルハウジ教授が2017年11月に公表した「水平的株式保有の問題への対応」と題する論文がそれに当たる²³。

同論文は、まず米国について、シャーマン法第1条・クレイトン法第7条を論点とする。エルハウジ教授は、コモン・オーナーシップが競争制限的な結果をもたらした場合及びもたらし得る場合に、クレイトン法第7条が適用可能となると主張する。コモン・オーナーシップにおける機関投資家は、投資先企業に対して議決権行使をしているため、同法の適用除外事項としての純粋投資目的には該当しないと考えられるためである。また、シャーマン法第1条は、取引制限に繋がる契約等を禁止する条項であるが、エルハウジ教授によると、投資家による企業の株式保有は、株主権行使について投資家と企業との間の合意であるため、シャーマン法第1条の要件を満たすことになり、株式保有が競争制限的な効果をもたらすとき、同条項の適用対象になる。

欧州では、EU機能条約第101条・第102条及びEU企業結合規則を論点とする²⁴。同論文によると、米国クレイトン法第7条に該当するEU企業結合規則は、支配的地位の取得を要件とするため、米国より範囲が狭く、コモン・オーナーシップの状況への適用は原則として困難と言える。但し、欧州委員会は、少数株主の間に強力な共通利益が存在する場合は共同行為とみなすことができるとし、この運用次第で、コモン・オーナーシップの文脈でEU企業結合規則も適用可能となる²⁵。

また、EU機能条約第101条は、競争制限に繋がる合意や共同行為を禁止する条項であり、米国シャーマン法第1条と同様の議論が成り立つという。更に、EU機能条約第102条は、市場支配的地位の濫用を規制する条項であるが、「一以上の事業者」による「不公正な購入価格、販売価格」への適用が規定されていることから、コモン・オーナーシップへの適用が可能だと主張する。また、独占企業による価格引上げは、独占的地位を正当に得た場合は競争に勝利した望ましい報酬とすることもできるが、コモン・オーナーシップによる収益は競争促進的な投資の望ましい報酬とは言えない立場を採る。

以上からエルハウジ教授は、米国・欧州のいずれにおいても、競争制限的なコモン・オーナーシップに対して現行の競争法で対応できると主張する。

²² 前掲脚注17を参照。

²³ Einer Elhauge, "Tackling Horizontal Shareholding: An Update and Extension to the Sherman Act and EU Competition Law," *Organisation for Economic Co-operation and Development*, November 28, 2017.

²⁴ Council Regulation (EC) No 139/2004 of 20 January 2004 on the control of concentrations between undertakings (the EC Merger Regulation).

²⁵ European Commission, "Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation 139/2004 on the control of concentrations between undertakings," October 30, 2017.

VI おわりに

コモン・オーナーシップによる競争制限の可能性については、賛否両論あり、寡占化された同一業種における同一株主をしての機関投資家の存在が、反トラスト法の精神に反すると結論付けるのは時期尚早である。加えて、コモン・オーナーシップに係る政策提言についても、批判が高まっており、仮に、ポズナー教授やロック教授等が指摘する通り、パッシブ運用ファンドの投資持分に上限を付与した場合、ポートフォリオ理論における分散投資を実現することは難しく、ETF等の低コスト商品の組成は困難になり、結果的に、投資家にコストを転嫁することになる。

それでも、ブラックロックは2018年2月、SECに提出した年次報告書(10-K)において、コモン・オーナーシップを問題視する外部の論評を新たな事業リスク要因として挙げた²⁶。資産運用会社に制約を課す政策が導入された場合、同社の事業運営、評判、もしくは財務状態に、不利な影響を及ぼす可能性があると言う。

アムステルダム大学のエルケ・ヒームスカーク教授は、コモン・オーナーシップを巡る議論は、米国における権力の集中に対する不信感が根源にあり、ブラックロックやバンガード等の台頭は、かつて、ジョン P.モルガン氏やジョン D.ロックフェラー氏が、米国経済を支配した時代に匹敵する所有権の集中である可能性を指摘している²⁷。今後も、ETFをはじめとするパッシブ運用ファンドが増加する可能性がある中、コモン・オーナーシップを巡る議論の行方は注目に値する。

²⁶ “BlackRock says outside commentaries on index funds could pose risk,” *Reuters*, February 28, 2018.

²⁷ European Commission, “Competition in changing times” FIW Symposium, Innsbruck, February 16, 2018.