

Alternative Systems Study Bulletin

第16巻第3号

(2008年8月21日)

現場から 政策提言に向けての準備

若者の社会参加のサポートから見えてきたこと 6.28 当日のレジュメ

世界恐慌の分析を目指して (第一回)

金融資本主義から信用、投機資本主義への移行

第一章 ジャン 『世界を壊す金融資本主義』

第二章 ボーグル 『米国はどこで道を誤ったか』

後記

編集 境 毅

連絡先 〒600-8691 京都市下京区東塩小路町 京都中郵私書箱 169 号 貿易研究会

ホームページ <http://www.office-ebara.org/>

メール sakatake2000@yahoo.co.jp

会費 正会員 : 年間 1口 10万円

賛助会員 : 年間 1口 3万円

購読会員 : 年間 1口 1万円

振込先 口座名 : 資本論研究会

(郵便振替) 口座番号 : 01090-5-67283

現場から 政策提言に向けての準備

共生型経済推進フォーラムは6月28日に総会を開催し、公開セッションを持ちました。そこで発表した政策提言に向けての準備の文書を掲載します。現状分析のポイントは金融市場の機能変化で、金融資本が信用、投機資本へと変化していることにあります。これについては後に掲載されている「世界恐慌の分析を目指して」を参照ください。なお6月28日の文書は、予め準備したものと、当日用意した簡略なものの双方を掲載します。

若者の社会参加のサポートから見えてきたこと

1. 社会参加していく社会の変動の動因

今日の社会はすごいスピードで変化していつている。この変化の大元はグローバルゼーションのもとで、国民経済から国際金融市場への富（価値）の吸い上げにあり、それがこれまでには見られなかったような社会の変動を引き起こしている。

2. 金融市場の機能変化

金融市場の機能の変化は、金融仲介機能（資金の融通）中心の場から信用・投機機能中心の場への移行に見られる。金融はお金の貸付、クレジット（信用）は財（お金も含む）の貸与。外国為替の変動相場制への移行と、その後、国際金融市場がオンラインで結ばれたことで、投機取引の全面開花のための経済的・技術的条件が出来上がり、金融工学は種々の金融商品（デリバティブから金融の証券化まで）を生み出した。しかし投機取引が栄えるためには、各国民経済から国際金融市場へ絶えず多くの資金が流れ込むことが必要である。小口の貯蓄を投資（投資信託）へと回すように仕掛けられた。また株式が企業から富を吸い上げる主要な手段となった（コーポレート・ガバナンスによる配当の増加と自社株買いなど）。

3. 国際金融市場の暴走

国際金融市場の取引の大部分を投機取引が占めるようになることで、そこでのプレイヤーは機関投資家とファンドマネージャーになり、おたがいにゼロサムゲームの担い手として競争しながら、共通の利害である国民経済からの国際金融市場への価値の吸い上げのために躍起となっている。だが一旦国際金融市場に吸い上げられた価値は、バブルでプレイヤーたちを潤したあと、その後の金融資産の目減りや不良資産化によって価値の破壊がなされるという、非生産的な浪費に任され、国民経済や世界市民には役に立ってはいない。

しかしサブプライム問題以降ニューヨークをはじめ世界の株式市場は不安定となり、世界恐慌が始まり、国際金融市場から資金が流出し、商品市場に流れ込んで、原油や穀物を初めとする商品の価格を上昇させ、第三世界の人々を飢餓に追いやり、OECD諸国でも経済成長を阻害する要因となってきた。

このような国際金融市場の暴走にノーということは出来るのか。世界銀行はすでに転換を始めている。アメリカの大統領選挙でも変化が起きるであろう。日本も福田が今解散すれば、自民党が敗北し、新しい政策へと転換することが可能である。しかし自民党政権が居座ることでこのチャンスをみすみす見逃している。

富を国際金融市場へ上納する体制は変えられるのか。大企業はコーポレート・ガバナンスを捨てて国際金融市場への従属を断ち切ることが出来るのか。ファンド（物言う株主）の言うことは無視できるのか。

4. 国民的競争国家から国際金融市場の代弁者へ

現在の国家は、国民経済からの国際金融市場への富の吸い上げを支持し支えるものと化している。それは自国の大企業に国際競争力をつけさせる国民的競争国家として始まったが、新自由主義政策を受け入れることで変質し、国際金融市場の代弁者へとなって、世界恐慌に際して金融機関の破綻を防止することに精力を使っている。国家に新自由主義政策をやめさせることが緊急の課題である。

5. 社会の軋みが労働価値説を復活させている

商品価値の実体が労働であること、これは長い間省みられなかった。しかし今日の信用、投機資本主義は、その経済的運動によって、逆に労働こそが資本価値の実体であることを示すに至っている。

もし価値が労働ではなく、差異によって決まるのであれば、国際金融市場での金融商品の取引においても価値が形成されるはずである。しかし国際金融市場での機関投資家やファンドの投機取引は、国際金融市場に吸い上げられた価値の分捕り合戦をしているだけで何ら新しい価値を創造してはいない。そして国際金融市場への価値の吸い上げは、個々人の貯蓄から投資へと向かわせることや、株式会社の経営陣にコーポレートガバナンスを強いて、それでもってより多くの価値を金融市場へと吸い上げさせることになっている。これ自体、従来労働賃金や税金として国民経済に振り向けられていた価値を株式市場へと奪い取ることを意味しているし、新たな価値は生産現場でしか形成されはしないことを示している。

ところで富の分配が、国際金融市場への吸い上げによって、国民経済へと回る分を減らされていっていることが、今日の社会の疲弊の基本的原因である。このようなことが続けば、労働者は結婚も出来ず、労働力の再生産すらおぼつかなくなり、労働種族の消滅にいたり、ひいては価値の実体を形成する種族を衰退させて結局は国際金融

市場への富の吸い上げを制限することになる。また大企業や大金持ちが税金を減らされることで国家財政も疲弊し、国家の機能麻痺に陥るだろう。

このような傾向を肌で感じた人たちの反撃が始まろうとしている。生活保護世帯以下の賃金収入に落としこめられているワーキングプアたちの運動が始まっている。

6. 個人化と主体性の変容

従来の主体性は個々人の外にある法則性への確信や集団へ帰属することで開かれるものであった。しかし個人化の結果、自分の内的欲求と感じられるもの以外は受け入れられないという事態が生まれている。そしてこの個人化と孤立化による不安は、現実世界は仮の世界で、真実の世界は別にあるという新興宗教やオカルトを流行させ、さらには心理学のカウンセリングや身体のケアによる心の癒し、といったことがブームとなっている。新しい形の感性的なものの分有。そのような中で環境運動や平和運動を推進している団体には次のような理念や活動指針が見られる。

* 地球村 高木善之

活動の基本 1. 事実を知る

2. できることから実践する

3. 広く伝えていく（ネットワークする）

基本理念 非対立

* 世界ともしびプロジェクト 吉田沙由里

何かのきっかけで気づき、「一人の想いが世界を変えると」という発想。

このような現代の人々の主体性に即した政策提言の形が必要だろう。

7. 新しい主体性の形成と溜め

社会主義的意識を外部から注入する、というやり方はなじまない。これについては、そもそも労働者は、外部から注入された社会主義的意識で闘ったのではなく、自分たちも共同体の一員であり、その運営に加わる義務があるという感性的なものの分有によるという、ランシエールの説は説得的である。

何かのきっかけで気づき、気づいた人々が自らの想いで運動を構築するというパターンがある。そうなら、気づききっかけを用意することが問われていることになる。ワークショップやファシリテーターがもてはやされる背景はここにある。また運動が縦型の組織ではなく、横型のネットワークとなることも理解できる。

このタイプの運動はある日突然たくさんの人が集まるがそれが終われば、従来の運動感覚からすれば、後に何も残らない、といったことが多い。この新しい運動の溜めは一体どこにあるのか。

8. 溜めとしての社会的経済

事業を伴った新しいタイプの NGO、NPO が登場してきた。

* 先駆者 生活クラブのワーカーズ・コレクティブ

もう一つの働き方の提案 ネットワーク型 おおぜいの私 私発の運動

* ナマケモノ倶楽部

環境 NGO として活動しながら、フェアトレード事業やカフェ事業を行っている。

① 新しい主体性の形成による運動の溜めとしての社会的経済、社会的企業、非営利セクターの新しい位置づけ。

② 伝統的な労働運動に問われていること

派遣労働者の労働条件の改善と一般労働者派遣法の廃止を掲げたコミュニティユニオン運動は伝統的な労働運動の枠内には収まらないが、しかし伝統的労働運動はこれと結びついて国際金融市場に対抗し国民経済を保全する大きな流れを作り出すべきである。

③ 伝統的な階級政党の変革

なんでも反対、議会で多数を取ってからでないと社会変革は出来ない、といった説得力を欠いた主張を考え直そう。反対することの必要性を否定はしないが、溜めをつくり拡大していくための政治的勢力として、社会的経済を推進する政党作りへと向かうべき。

(注) ここで「政党作り」と書いてしまいましたが、その後すぐその必要はないということが分かりました。今必要なのは政策であり、今必要な政策を立案できるシンクタンク的なものがあれば、それが超党派の議員連盟を呼びかけて、その政策を実現すればいいのです。(08年8月19日記)

6.28 当日のレジュメ

1. 国際金融市場が金融をしなくなり投機のためのカジノとなった。
2. カジノは外部からの資金の流入なしには繁盛しない。
3. カジノのプレーヤーはゼロサムゲームで張り合いながら、国際金融市場に富を吸い上げるという共通の目的で団結している。(ファンドマネージャーの言い草参照)
4. 国際金融市場がカジノ化することで、国民国家や世界市民に寄与することがなくなった。バブルと金融資産の目減り、金融危機を繰返し、富はカジノで膨張収縮を繰り返すだけで、現実経済と無関係となっている。
5. 国民経済と企業はカジノを仕切るプレーヤーの餌食となっている。企業は利益を労賃や税金として国民経済へと還元せず、もっぱら株式市場に提供している。これは国民経済と労働者を疲弊させ、回りまわって企業を疲弊させることになるにも拘らず。

6. そろそろ気づくべきである。現実経済に何の見返りももたらさないカジノに貢献する必要があるのか、と。それによって国民経済と企業とを疲弊させていいのか、と。

7. 非正規労働者の増大とワーキングプアの増大は、カジノに貢献ことの帰結としてもたらされた社会現象である。これを推進してきた政府と大企業はカジノのプレーヤーに騙され、国際競争に打ち勝つ手段といい含められてそうしたのだが、そろそろ気づくべきだ。カジノ自体が世界恐慌に陥り、より一層の困難が国民経済と企業に降りかかって来ているというのに。

8. 貧困との闘いが始まっている。それはカジノに貢献ことをやめ国民経済の保全に努力する国民的運動としての展望を切り開く。

9. 国民的運動を背景にして、国際金融市場をカジノとしてではなく、金融市場として再建するための方策が打ち出されなければならない。

10. 国家や企業はカジノと手を切り、国民経済の保全、人々の暮らしの保全に向かうべきである。

あとは冒頭論文6. 7. に続く。

世界恐慌の分析を目指して(第一回)

金融資本主義から信用、投機資本主義への移行

はじめに

07年夏の金融危機はサブプライム問題が引き金となりましたが、これはその後も断続的に金融危機を繰り返しています。その様相は1929年の世界恐慌の進行とは全く異なったものですから、宇野経済学を信奉する学者の中には恐慌ではないという見解を述べる人もいます。従来の恐慌論は、景気循環論とセットで、好況、その加熱、恐慌、不況という景気循環の一つの局面でした。このような理解からすれば、現在ではそもそも景気循環自体がこのような明確なサイクルを取らなくなっているのだから、分析不能になっていると思われれます。またかつては金融恐慌は直ちに産業恐慌へと波及しました。しかし今はニューヨークの株式市場で株価の暴落があっても、それがすぐ産業恐慌へと波及していくわけではありません。それはともかく、29年恐慌と比較すれば、その時には好景気の過熱のあとに急激な危機がもたらされたので、アメリカの労働者たちは恵まれた生活条件のあとに失業などの事態に見舞われたのですが、やはり余裕があったせいで、階級闘争に参加する人は少なく、失業しても何とかやりくりしながらしのいだのでした。

しかし今日のアメリカは、恐慌の前から社会の格差の拡大により、最低限の生活水

準の人たちが大勢います。彼らが失業すれば、闘うしか道がないように思われます。また日本でも、ここ数年かけてやっとワーキングプアたちの闘いが形になってきました。その圧力を受けて自民党政権も日雇い派遣の見直しなど、この間の労働行政についての改善のポーズをとらざるをえなくなっています。そして闘いが始まることで逆に今日の世界恐慌の特徴と、何が問題かが見えるようになってきています。

今日の資本主義がいわゆる帝国主義段階の金融資本主義とは異なる段階へと到達していること、この認識はだんだん広まりつつありますが、この間の事態の進展はこの認識を深めていくことを可能としています。いくつかの文献を紹介しながら、進行しつつある世界恐慌の分析へと進んでいくことにします。

第一章 ジャン・ペイルルヴァッド『世界を壊す金融資本主義（トータル・キャピタリズム）』

1) 株主による革命

ジャンは、フランスのブルデューなど左派の主張には全く耳を貸してはいず、またオルタナティブの提案も今ひとつ明確ではありませんが、しかし、現代の資本主義を株主による革命によってもたらされた点で示唆的です。

「現代の資本主義とは、巨大株式会社のように組織され、所有権構造も、また不詳である。三億人の株主のうち、その90%が北アメリカ、西ヨーロッパ、日本に集中しており、彼らは世界中のほとんどの株式時価総額を掌握している。こうした株主の特徴としては、熟年層であり、高等教育を受けており、比較的高収入であることが挙げられる。彼らの金融資産の半分は、それを運用するファンド・マネージャーに信託されており、投資信託、ミューチュアルファンド、年金基金、生命保険といった金融商品で運用されている。こうした金融商品の唯一の目的は、グローバル化を利用して資金の出し手を儲けさせることである。儲けるためのテクニックはアメリカもヨーロッパも似通っている。『企業統治』、いわゆるコーポレート・ガバナンスを抛り所としているのだ。」（『世界を壊す金融資本主義』、ジャン・ペイルルヴァッド、NTT出版、5頁）

ジャンによれば、古典的金融資本とは、ドイツ型資本主義モデルでそれは間接金融を特徴としていました。銀行は貯蓄された資金を産業へと振り向ける金融仲介をしていたのです。しかしこのやり方は、資本主義の変貌とともに行き詰まり、新たに直接金融の時代が始まります。この直接金融の特長についてジャンは次のように述べています。

「従来の銀行家とは異なり、このような資産管理業務を行うファンド・マネージャーが金融の仲介的役割を担うことはない。こうした機関投資家たちは、自らはリスクを取らず、預かった資産を運用するだけである。機関投資家は投資方法についての責

任は有するが、投資成績については関知しない。運用損益については信託者のリスクとなる。彼らは厳しい競争下において、運用実績が顧客獲得のための方便となったとしても、いわば無責任体制なのである。」（19頁）

たしかに人は慣用句に引きずられて、今日でも資本市場を金融市場と呼び、支配的資本を金融資本と呼んでいますが、ジャンによれば、このような名称は空洞化していることになります。というのも現代の機関投資家の役割は金融（お金をファイナンスする）とは関係がないからです。つまりすでに投資されている金融資産の売買で、その取引高は現実に生産などに投資されている資本の増大ではなく、架空の資本に他ならないからです。これはむしろ信用、投機の市場であり、機関投資家は、信用、投機資本主義とでも呼んだ方が正確だと思います。

「この直接金融がもたらした影響は甚大である。今後、本書で検証していくが、コーポレート・ガバナンスの発展とは、資本主義の内部機能のみを対象とし、外部への影響は決して考慮しない直接金融システム特有の教義のためのものであり株主に利益をもたらすように付加価値を創造していくという基本理念を尊重させるためのものである。・・・金融システム内部において公共の利益を表明する場はなくなった。市民と株主は相容れない二者となり、全く別の銀河系で生活することになったのである。」（23頁）

ここでジャンは株主と市民との間に対立を見ているが、それは正確には産業と株主とが対立するようになったというようことでしょう。たまたまほら吹きのリードマンの『選択の自由』（日本経済新聞社）を眺めていて第八章に「労働者を守るものは誰か」とあるのに気づき読んでみると、労働者は自由競争すれば結果として自分たちの地位を守れると書いてあって驚きましたが、彼らは市場といえばみんな同じで、労働市場、商品市場、金融市場、株式市場、資本市場などがそれぞれ異なるものであることを見てはいず、市場であれば何でも自由にしなければと考えているようなのです。この間の新自由主義の成功は市場なら何でも自由に、という主張が通ったことによりますが、そうであれば遅まきながらも、これら各市場の違いを明確にし、それぞれにおける規制の必要性を明らかにしていくことが必要でしょう。

2) 世界の株主たち

さてジャンは、第二章 株主が握る力、その理論と実践で、株式所有者を国民になぞらえて、民主主義体制に擬制している株式擬似民主主義という理論が幻想であることについて論じていますがそれは紹介せずに、アメリカでの直接金融の始まりについての説から見ていきましょう。

ジャンは、大恐慌時に実施されたグラス・スティーガル法（商業銀行と投資銀行の役割の分離）によってアメリカでは直接金融制度が発展したとみています。しかしそれはまだ今日見るようなものではなかったのですが、コーポレート・ガバナンスが誕

生するなかで株主主権が出来上がってきたと見ているのです。それは、1980年代のアメリカでの乗っ取り屋たちがくりひろげた敵対的買収を契機にはじまったコーポレート・ガバナンスで、上場企業の資本所有者と経営陣との間の予定調和の不在がはじまり、企業経営者は従来の経営方針とは異なる方針を押し付けられることになったのです。

「効率的な市場が存在するという過程において、市場における企業価値の極大化を図ることに相当する。つまりこれは株式時価総額の極大化である。」(41~2頁)

従来大企業の経営者たちは、株主への配当を目的に事業を営んできたのではなく、雇用している人々への生活権へも配慮し、また国民経済の成長にも貢献してきましたが、このような企業のあり方とはまったく別の、株式時価総額の極大化という目的で会社を支配しようという意志が働くようになっていったのです。そのために重役制度を改変し、信用、投機資本の利害を代表する勢力と企業側の代表(受任者)のCEOとの関係を調整していったのです。

「受任者の報酬が委任者の儲けと並行して上昇するように両者の関係をデザインするのである。また、企業の成果にさまざまな指標を設けるのである。特に、ストック・オプションの導入は急速に広まり、株式価格の上昇を利用して双方に恩恵が行き渡るようにデザインしたのである。」(44頁)

株式会社とは何かという定義が、新たに株主のもの、ということになり、株式時価総額が会社の価値を計る価値尺度となりました。その結果蔓延したのは、エンロンなどの不正会計でした。制裁とルールの厳格化、企業改革、取締役会の内部構成の変化、非執行役員による監査などをへてきはしましたが、絶対化する株主の権力は変わらなかったとジャンは見ています。

「大企業の経営陣は株主の使用人に過ぎず、株主は利益のみを追求している。」(4頁)

「大企業の経営者とは、儲けさせろと要求する株主全員のために働く熱心な奉仕人に過ぎないのである。」(54頁)

CEOの収入は増大していきましたが、ジャンは彼らが、黄金でできた監獄生活のなかで采配を振るっているとさえ看做しているのです。

それではこのような支配権を揮うようになった株主とは何者か?とジャンは問うています。まず、世界の株主たちの概略が描かれます。

「2003年後半の時点で、世界の株式時価総額は31兆ドルであり、これは世界のGDP合計額36兆ドルの86%に相当する。」(58頁)

この株式時価総額というものの自体は架空資本で、恐慌で株価が暴落すれば、あっという間に何割もの単位で失われてしまうものです。これは実際に事業に投資されている金額をはるかに上回っています。また株式市場も含めた金融市場の規模はどうでしょうか。

「金融資本市場の全体規模は世界のGDPの約三倍になるということの意味する。すなわち、世界全体の金融資本市場の規模は100兆ドルである。」(59頁)

GDPのうちの何パーセントかを占める株式会社の投資額が、株式時価総額となるとGDPの総額に迫り、さらに株式や外国為替が取引されている金融市場の規模となるとGDPの3倍となるとジャンは述べています。しかも証券資産は少数の国に偏在しています。

アメリカの人口は世界の5%で、生産は25%を占め、さらに株式時価総額は46%を占めています。EU15カ国で株式時価総額は世界の25%、日本は15%で、人類の5%が世界の株式資産のほとんどを所有しています。そして、0.2%が世界の株式資産の半分を持っているのです。

3) 株式による所得格差

ジャンは、蔓延する国際的な格差社会化の進展の原因の一つに、株式が生みだすいびつな所得格差があると見ています。世界の労働者人口の半分に相当する14億世帯は一日2ドル以下の生活を強いられているのに、株で潤っている金持ちの数は人口増を上回る形で増えていっているのです。

「株の高利回りと経済理論とのパラドックスとは、株の利回りが経済成長を大きく上回ってきたということである。」(65頁)

ジャンによればアメリカの過去半世紀の株式の利回りが7%であったのに対して、経済成長のほうは3.3%に過ぎませんでした。これは国民経済が生み出した富の再配分において、株主に有利に働いているということであり、株主の経済的権力を増大させているということなのです。

このように力を貯えた株主たちは「万国の株主よ!団結せよ」とばかりに、金融市場に富を吸い上げるあれこれの方策を国家と企業に対して要求してきています。高齢化社会になって、年金基金を初めとする機関投資家が台頭し、すべてお金で解決という形で、社会的連帯感の喪失が始まっています。

アメリカでは雇用主がリスクをとる確定給付型に代わり、リスクを個人化した確定拠出型年金基金が増大しています。そして、年金基金はアメリカの株式の時価総額の30%以上を保有しています。

「アメリカの株式市場の様相は様変わりしたのである。いわゆる世帯の金融資産を管理運営する機関投資家(年金基金、投資信託会社、生命保険会社)を通じた株式の間接保有が主流になろうとしているのである。」(74~5頁)

従来アメリカには大衆投資家の割合が多かったのですが、それも淘汰され、機関投資家を媒介者とした間接保有が主流となってきています。このタイプの資本家は生産に従事するわけではなく、預かった大衆の資金を投機によって増やそうとしているのですから、寄生的存在に他なりません。しかしもともとの資金がアメリカの労働

者の年金基金であるというところに問題の深刻さがあります。

株式市場についてのこのような分析を踏まえ、その全体像についてジャンは次のように述べています。

「現在の資本主義は巨大な株式会社として形成されており、それは恐るべきピラミッド型構造であり、顔の見えない構造である。三億人の株主が資本主義を支えているのである。裕福な先進国の一般市民は、個人の蓄えを老後に備えて株式で運用している。こうした行為は政治的・社会的正当性を得ているのである。こうした資産の大半は、信託された資産を増やすことが職務である数万社のファンド・マネージャーによって運用されている。ゆえにファンド・マネージャーは集めた弾薬（15兆ドル）を武器にして、上場している数千社の企業の経営者に対し、自らの方針を押し付けるのである。もはや企業の経営者は株主に対して逆らうことが出来ない献身的な奉仕人に過ぎない。反逆する経営者は不信任決議でパージされるのである。」（82頁）

このような資本主義について、ジャンはトータル・キャピタリズムと名付けています。そしてその特長について次のように述べています。

「現代の資本主義において決定権を握っているのは・ファンド・マネージャーをはじめとする資金の出し手をまとめ上げた組織であることは自明である。」（84頁）

この新たな資本主義の蓄積様式についてジャンは歴史的な視点から批判を試みています。まずその成長について、「先進国の年間経済成長率がおよそ2%から3%のときに、どうして株式市場は年間10%の成長を続けることができるのであろうか。」（106頁）と疑問を提起しています。そしてこれは株式市場が経済活動を破壊することによってのみ可能だと見ているのです。

「株式市場が企業をファイナンスするという理論とは反対に、企業が株主に資金を調達しているのだ。企業経営とは、いわば企業内の経営資源から利益を生み出し、これを企業外部に放出するのがその目的である。」（114～5頁）

従来株式市場を始めとする金融市場は、企業に資金を融通するためのものでした。しかし今では企業が株主に資金を貢ぐようになってきているとジャンは見ています。そしてその将来について次のように予測しています。

「こうした機能を持つ金融資本主義（トータル・キャピタリズム）は、長期的に反経済的となるのではないだろうか。・・・失業の増大に加え、経済成長率は低迷し、事後的な全体の収益性は低下するであろう。」（115頁）

世界的規模で暴走する市場経済の行く末をこのように予測するジャンは、トータル・キャピタリズムに対抗する提言として、まずは「万国の市民よ！団結せよ」と述べています。いずれにせよ、このような現代の資本主義の特徴を理解するところから、施策を打ち出すことが問われているのです。ジャンによるその施策の基本は「経済的・社会的不均衡を修正することのできる政治を改めて創造することである。」（序文、14頁）というものです。

第二章 ボーグル『米国はどこで道を誤ったか』

1) はじめに

ジャンはフランスの社会党政権時代に国有金融機関のCEOを歴任後民間銀行の会長兼CEOに就任した人物で、金融市場の当事者の一人でした。その政治的立場は左翼穏健派というところでしょうか。次に取りあげるジョン・C・ボーグル『米国はどこで道を誤ったか』（東洋経済新報社）はアメリカの共和党の保守派で世界最大のミューチュアル・ファンド・グループであるパンガード・グループを立ち上げ、以降20年以上もCEOを勤めた人物で、株式会社アメリカ、投資社会アメリカ、ミューチュアル・ファンドアメリカの三つの章でアメリカの現在の病巣を抉り出しています。病巣の内容はジャンの分析と一致するのですが、若者たちに「世界を一新する仕事を各自の立場で行ってほしい」と扉で呼びかけているボーグルは、マネージャー資本主義からオーナー資本主義への一新を説いており、資本主義企業のオーナーである株主に企業市民としての責任を果たすように求めている点で、ジャンとは政治的に異なっています。とはいえ今日の資本主義が所有社会ではなく仲介社会になっているという指摘は当事者からの告発という点でリアリティがあり、紹介しておくことにします。

2) アメリカの株式会社の病巣

ボーグルの批判は基本的には倫理的なもので、「過去20年間、米国の事業会社の指導者、投資銀行家、運用マネージャーたちの行動規範や価値規範が、目立って落ちてきた。」（2頁）という指摘に明らかですが、しかしボーグルはこの倫理的退廃の経済的基礎を株式市場のカジノ化というところに求めていて、しかもそのカジノの構造をマネージャー資本主義への変容というように解明している点で有益なものです。この変容についてボーグルは次のように述べています。

「株式会社アメリカがおかしくなった問題の核心には、資本主義の変異がある。伝統的なオーナー資本主義から、新種のマネージャー資本主義へと変化した。変化の影響は最近の株式市場のブーム崩壊からも読みとれる。この時期、少なくとも2兆ドルの富が一般投資家の手から企業インサイダー、起業家、金融仲介機関の手に渡った。かなりの部分までストックオプションのお陰で役員報酬が異常に膨らんだ。肝心の企業収益の伸びは、国内の成長率との対比で見れば、月並みにも満たない。しかも利益操作がシステムを支える原動力となった。暗黙の目的は株価引き上げであり、企業の本来の価値が向上したかどうかは関係ない。株式会社アメリカの不具合はかなりの部分までこの資本主義の病的異変で説明できる。」（53頁）

ボーグルは富の甚だしい偏在自体を病理と看做していますが、その分析は2002年のバブル崩壊後の株式市場の底値の時の勝者と敗者という具体的な実証によっています。

勝者は高値で株を売り切った者と金融仲介機関で、敗者は株を買った者と仲介コストを払った者です。バブルがピークに向かうころ売却された株式の大部分は、ストックオプションを通じて自社株を大量に取得した企業経営陣、ないし新規上場した起業家の保有株で、前者が2000億ドル以上、後者が8000億ドル以上で、合わせると1兆ドルの富の移転があったとボーグルは見ています。他方の金融仲介機関は、もっと大きい規模で富の移転を果たしました。投資銀行やブローカーや運用会社の手渡った手数料は、1997年から2002年だけで1兆ドルを超えているというのです。これにファンド運用会社の手数料2750億ドルが加わります。

勝者が手にした2兆2750億ドルを失ったのは敗者ですが、それは高値で買った者と、手数料を支払った者です。それにストックオプションで得た自社株を売った経営陣に対して株価を保つためにそれを買い戻した企業も貧乏くじを引いた口に入ります。ボーグルはこれを株主が二重に損をしたと見ています。

ボーグルにとっては経営陣がストックオプションで得た株をすぐに売り払ったり、法外な報酬を得ていたりすること事態が病的な症状でこのような事態を維持するために、企業の不祥事が引き起こされたと見ています。

ボーグルは大企業の不当行為について7つの例を挙げています。それぞれは腐ったリンゴの例なのですが、腐ったリンゴについて取りあげながらボーグルはリンゴの樽それ自体が腐っていると指摘しています。少し長くなりますが、7つの例について引用しておきましょう。

「* ケネス・レイ、ジェフリー・スキリング、アンドリュー・ファストウ。エンロンを崩壊に導き、仰々しい金融工学が一步間違えば詐欺になることを曝露した。また破綻をめぐって、優良取締役会がまるで役に立たず、会計事務所に抱き込まれ（この会社はエンロンにコンサルティング・サービスも提供していた）、銀行が違法ぎりぎりの取引にかなり関与していたことが注目を集めた。エンロンの時価総額は、不祥事発覚前のピーク時が650億ドル、最終的にゼロとなった。

* バーナード・エバース。破綻したワールドコム（後のMCI）CEOとして、不名誉の殿堂入りを果たした。同社の粉飾決算は最終的に110億ドル規模であったことが判明した。エバースは追加証拠金の支払いに自分の株を売却するのを避けるため、会社から4億800万ドルものローンを受け取り、取締役会がそれを保証していた（現在、経営陣への貸付はサーベンス・オクスタリー法で禁止されている）。ワールドコムの時価総額は、不祥事件発覚以前のピーク時が1650億ドル、最終的にゼロとなった。

* スプリントノウィリアム・エズレーとロナルド・レメイは、2億8700万ドルのオプション報酬を受け取り脚光を浴びた報酬の理由となった合併計画（よりもよって、前述のワールドコムとの合併）は結局実現しなかった。両名が利用した節税手段が後に合法性を疑われたことで、経営陣報酬の設定にあたり、社外監査人が果たした役割も問われる結果となった。スプリントの時価総額は、不祥事発覚前のピーク時に580

億ドル、2005年初めには320億ドルとなっている。

* タイコのテニス・コズロウスキーCEO。いくつかの逸話で不本意な脚光を浴びた。まず1300万ドル相当の美術品購入にあたり、高度とはいいがたい手法で州消費税を逃れようと試みた。いくらもたたないうちに、今度は妻の誕生日にイタリアのサルディニア島で200万ドルを費やしてローマ時代風パーティを開いた。饗宴では、いまや語り草となったミケランジェロのダビデ像を模した氷像がウォッカをいわば滴らせていた。じきに、経営者が株主の金と自分の金の区別を見失う典型的なパターンが明らかになった。コズロウスキーはタイコとその株主から6億ドルを横領したといわれる。タイコの時価総額は、不祥事時発覚前のピーク時が1170億ドル、2005年には680億ドルとなっている。

* ゼネラル・エレクトリック（GE）のジャック・ウェルチは、不倫騒動をきっかけに同じくらい不本意な脚光を浴びた。離婚手続きの過程で、退職したCEOが受け取る典型的だが、めったに開示されない『ステルス型』報酬が明らかになった。GEのCEOとして受け取った報酬は総額10億ドルに近かったはずだが、豪勢極まりない退職手当は、ある評論家によると年間200万ドルに相当する。ニューヨークのマンション、毎日届けられる花とワイン、社用ジェット機を無条件に利用する権利などだ。その上に73万4000ドルの年金が月々支給される。それでも台所事情は厳しいらしく、寄付金は月に614ドルだという。GEの時価総額は2000年のピーク時に6000億ドル、2005年初めには3790億ドルとなった。

* AOLのスティーブ・ケース。情報化時代を象徴する巨大化妄想の飛び抜けた例として、2000年初め、『ニューエコノミー』陣営のAOLと『オールドエコノミー』陣営のタイム・ワーナーの合併案が発表され、タイム・ワーナー株は当時過去最高の90ドルまで上昇した。ところがAOLの売り上げは、発表とほとんど同時に急減しはじめた。合併発表から約二年後、同社は合計980億ドルの損失を計上した。AOL創業者で合併会社の会長でもあるケースは、バブルが弾ける前の熱狂相場で、約5億ドルに相当する保有株を大半はピーク時に近い価格で売却している。AOLの株価は後に9.64ドルまで下落した。時価総額は不祥事発覚前のピーク時が2260億ドル、タイム・ワーナーとの合併時の時価総額は合わせて2400億ドル、2005年初めには820億ドルだ。

* ニューヨーク証券取引所（NYSE）会長のリチャード・グラッソは、2004年、呆れるほどの高額報酬（1億8750万ドル）が開示されて話題となった。自分が監督する相手から供与される報酬だ。この件が注目を浴びたことで、開示がもたらす健全な効果（爆発的ではないが）が明らかになり、さらに同取引所の統治構造が歪んでいること、メンバー会員、スペシャリスト会員がほぼ独占的な地位にあることが明らかになった。スペシャリストは投資家の買い意欲、売り圧力に関する膨大な内部情報を利用できる。NYSEの会員権価格は1999年のピーク時に265万ドル、2005年初めには97万5000ドルとなっている。」（41～4頁）

同じ CEO という地位にあるボーグルらしい書き方ですが、このような不祥事はマネージャー資本主義へと資本主義が病的に異変したため、「CEO は、経済成長が生み出した水準をはるかに超えて、自分のために莫大な富を創出したが、株主のために余分に創出はしなかった。」(46 頁) ばかりか、エンロンの場合は、株主のためには株を紙切れにしてしまったのです。

ボーグルがあげた 7 つの例に見られる症状は、他の企業にとっても例外的なものではありません。利益操作がほとんどの企業で行われました。

「CEO の過剰報酬と並行して、『利益操作』が株式市場のバブルに大きく貢献した。手品まがいの金融工学がひねり出した四半期決算をみて、投資家はそれが予想可能で持続的な収益だと思い込んだ。要するに、とんでもなく高すぎる収益目標を設定した経営陣が高額報酬で報われ、次に、錬金術師の手を借りて、発表したとおりの収益目標が達成された。」(48 頁)

利益操作の手段は色々あり、収益の認識を出来るだけ前倒しにし、経費の認識を出来るだけ先送りするためにありとあらゆる手段がとられます。というのも決算が一セントでも下回れば時価総額が数十億ドル吹っ飛ぶからです。しかしこのような操作は一時しのぎのもので、結局は不適切な会計は修正され、2000 年から 2004 年の決算を修正した上場企業は合計 1570 社にのぼり、これは 10 年前と比べれば、7 倍となっています(49 頁)。その他に、年金基金による予定運用利率の調整という手段も使われました。これについては証券取引委員会が調査中でこれから実態が明らかになるとのことです。

このほかボーグルは M&A についても否定的です。おおむね実体のない金融的手法に支えられたペーパー・カンパニーが実質的な事業基盤に支えられた会社を飲み込むのですが「どの合併劇も悲劇的な結末に終わった。最終的に、長年勤めた数十万人の忠実な社員が職を失い、退職年金が無残に減少した。」(76 頁) のです。

このようにアメリカの株式会社の病巣を抉り出したボーグルは次にどうすべきか、ということについての提言を行っています。それは、オーナーである株主がマネージャーから権力を奪うというものですが、項目だけを上げておきましょう(82~91 頁)。

1. 企業市民の概念を推進する。
2. 経営と所有を明確に分離する。
3. ストックオプション報酬を見直す。
4. 報酬の基準を他社の報酬ではなく成績とする。
5. 長期的視点に回帰する。
6. 会計の透明度を高める。
7. 取締役会の意識改革。

もっともボーグルも、このような改革が実現しにくいものであることを認めています。そして最終的には機関投資家が音頭を取ることに期待しています。

3) アメリカの投資社会の病巣

ボーグルが投資社会アメリカと名付けるのは米国企業を所有する株式保有者のことです。そしてこの多くは現在では機関投資家によって占められています。政府と民間の退職年金プランは 3 兆 7000 億ドルの米国株を保有し、これは全体の 26% にあたります。

この年金プランには、確定給付プランから確定拠出プランへの変更が進んでいます。前者は企業が資産を管理し、リスクは企業側にありましたが、後者では従業員が自分で運用します。「この変化は、莫大な投資リターンと投資リスクと投資コストが企業から個人へと移転されたことを意味する。個人は退職後の年金給付に自分で責任を負うようになった。」(112 頁) のです。そしてこの移行はミューチュアルファンド業界の成長に寄与しました。急成長したミューチュアルファンドは現在米国株の 28% を保有しています。

「こうした変化のなか、つまり、民間年金プランの構造が変わり、公的年金プランが急拡大して、ミューチュアルファンド業界が急成長するなか、大きなトレンドが着々と進行していった。株式会社アメリカの株式が機関投資家に保有されるようになったのだ。機関投資家は、公的・民間退職年金プラン、ミューチュアルファンド、財団基金、銀行信託部門を合計すると、現在、米国株全体の 66% を保有している。」(114 頁)

株式運用大手 300 社の保有額は 7 兆 5000 億ドルで米国株の時価総額が 13 兆 2000 億ドルですからその 56% に当たります。このなかでも集中が進んでいて上位 100 社だけで 52% を占めています。これらの大手には株式を保有する企業に対して支配権を振るう力があります。

それだけではなく、企業の内部情報に通じている機関投資家のマネージャーやアナリストたちは、その地位を利用して自らの財を築くために不正な取引に手をつけ始めたのです。ボーグルは次のような例を挙げています。

「* ヘンリー・プロジェクト メリルリンチの元アナリストでインターネット株を担当していたプロジェクトは、アマゾン・ドットコム目標株価を 400 ドルと予想して脚光を浴びた(一瞬とはいえ実現した)。『新時代のグル』のひとりであり、プロジェクトが好意的に評価すればそれだけで価格が急上昇することもあった。だがそうした銘柄(多くはメリルリンチが引き受けた銘柄だった)を外向きには推奨しながら、実際は正反対だったらしい。私的な電子メールでは推奨した銘柄を『ジャンク』だの『クズ』だのといい、もっとひどいこともいっている。プロジェクトは 400 万ドルの罰金を課せられ、証券業界での活動を永久に禁止された。

* ジャック・グラブマン 『電気通信業界最大の黒幕』といわれたグラブマンは最盛期には 2000 万ドルの年俸を稼ぎ、ウォール街史上最高の高額報酬アナリストだった。ソロモン・スミス・バーニー(SSB)の電気通信業界担当アナリストとして、1990 年代後半、セクターの劇的な拡大を支える中心的な役割を果たした。1998 年だけで S

SBは3億4300万ドルの手数料を稼いでいる。調査レポートでのセクターに対する見方は強気一本槍だった。おそらくはそのお返しに、電気通信会社からSSBに引き受け主幹事の指名が集まった。グラブマンのひいきはワールドコムとみえた。巨額の不正会計が発覚して破綻するほど直前まで、評価は変わらなかった。2003年、SECはグラブマンが不当な調査レポートを発表していたと判断した。グラブマンは1500万ドルの罰金を課せられ、証券業界での活動を永久に禁止された。

* フランク・クアトロン クレディ・スイス・ファースト・ボストン(CSFB)の元ハイテク担当投資銀行ヘッド、フランク・クアトロンは、当時最大級のIPO案件の責任者だった。クアトロンとCSFBは後に、そうした話題のIPO株の割り当てを求める機関投資家からリベートを受け取ったとして捜査の対象となった。人気のIPO銘柄はすぐに売却して荒稼ぎできるので、顧客はまとまった数量の割り当てと引き換えに、CSFBと別の取引を約束し、ウォール街の標準である一株当たり0.05ドルではなく最大1ドルの手数料を支払うことで合意していた。クアトロンの足をすくったのは、2000年後半、CSFBのIPO業務に当局の捜査が入るとの報せを受けて同僚に送った電子メールだった。ファイルを『消去』するよう指示していたからだ。2004年9月、クアトロンは司法妨害在で有罪判決を受け、18ヶ月の禁固刑を言い渡された。」(121~3頁)

このような不正な取引が行われるようになった背景について、ボーグルは次のように述べています。

「マネージャー資本主義を助長した変化は次のとおりだ。広範囲な変化を背景に、オーナーが大体において受身になった。まず株式所有が個人投資家から機関投資家へとシフトした。エージェンシー問題が起こり、代理人である運用機関が依頼人であるミューチュアルファンド投資家や年金プラン加入者の利益ではなく自分の利益を優先するようになった。明らかな利益相反問題が起こった。金融コングロマリット化が投資社会アメリカの特徴となった。さらに費用対効果の点からみて、受身の株主であることが有利となった。こうした展開がすべて逆風となり、投資家が企業の統治に参加する例は各段に少なくなった。」(129~30頁)

このような見方は、現在のマネージャー資本主義に対して、オーナー資本主義を復活させようとするボーグルの考え方から導かれたものですが、この考えはともかく、現在のマネージャー資本主義の欠陥については明確に指摘しています。まず株式時価総額がもてはやされるようになったことについて、次のように述べています。

「運用マネージャーの行動は企業経営陣の行動と切り離しては考えられない(この逆もいえる)。運用マネージャーが企業の本来的価値に目もくれずひたすら株価に注目するなら、企業経営陣が機に乗じて株価に注目するのは意外ではない。同様に、企業経営陣が利益を都合よく操作するなら、運用マネージャーが市場のおめでたさにつけ入るのは意外ではない。何しろ市場は企業の発表数値を鵜呑みにし、まやかしを無条

件に受け入れる。」(143頁)

次に短期主義です。投資と投機の違いについては古くから議論がありました。下部の長期の所有は投資で、転売のために買うのが投機です。ボーグルの短期主義への批判は、オーナー資本主義による企業市民としての活動の展開が不可能となるという見地からのものです。

「投資業界の大部分は『短期主義』の悪しき例の見本とっていいだろう。投機熱患者の熱を測るには、ポートフォリオの売買回転率をみればいい。たとえば株式ミューチュアルファンドの平均売買回転率を見ると、1960年代半ばまでの数十年間は年率約15%とかなり安定している。だが1990年代以降、100%以上に急上昇した。これに比例して、企業統治への関心は薄れていった。

ひと昔前、平均保有期間が6年だったころのミューチュアルファンド業界が『株式を所有する』業界なら、保有期間が1年となった現在の業界は『株式を借りる』業界だ。次の総会シーズンが訪れるころには株は手元にない可能性が高いのに、わざわざコストをかけて企業統治を評価する理由がどこにある？」(143~4頁)

ミューチュアルファンドですら短期主義となり、平均保有期間が一年だとすれば、90年代後半になってのし上がってきたヘッジファンドはまさに株を借りて、そのうえレバレッジを利かせています。投機そのものです。

「いまや長期投資と企業価値を基本とする理念は忘れさられ、投資家は株価に一喜一憂し、その株価は四半期利益の増減につれて上下している。有名大企業の一部で会計操作が横行しているのをみれば仰天するかもしれない。S&P500種を構成する大企業の公表利益と営業利益が大きく食い違っていることから、これは明らかだ。」(173頁)

株式時価総額の横行とそれに伴う会計基準の変化、さらには不正の横行、実態を知る立場にあるボーグルの発言は辛辣です。

4) ミューチュアルファンド

ミューチュアルファンドとは投資信託会社ですが、これは先にも触れたように、年金が個人にリスクを負わせる確定拠出型が増大するに伴い、成長してきました。

「ミューチュアルファンド・アメリカは、大型金融機関という大きなくりの分野として、投資社会アメリカが企業市民の責任を放り出す過程で大きな役割を果たしてきた。結果的に株式会社アメリカでオーナー資本主義が廃れ、代わりにマネージャー資本主義が台頭した。しかも独特のねじれた統治構造を持つため、ファンド業界そのものがマネージャー資本主義の極端なモデルとなっている。

ミューチュアルファンドのマネージャーらは、株式会社アメリカの独裁経営者さえ呆れる(そして驚く)に違いない構造の下、実質的に何の制約もなく自分の利益を投資家の利益に優先している。」(207頁)

ボーグルは機関投資家である従来の年金基金と比べてミューチュアルファンドは投資家へのリターンが少ないのですが、それはミューチュアルファンドのマネージャーが、投資家の利益よりも自分の利益を優先していることにあると見ています、そしてこの自らも属しているミューチュアルファンド業界が、ボーグルが告発してやまないマネージャー資本主義のモデルになっている、というのです。

「ファンドは通常、従業員はいないが取締役をもつ法人として、運用会社の手で設立される。運用会社とは別の財務目的をもつ別の法人だ。この仕組みの下でなら、ファンドのマネージャーは投資家をほぼ全面的に支配できる。そうなれば、いくら一般投資家の利益に貢献すると誓約していても、ファンド・マネージャーが権限を悪用するのはまず避けられない。深刻な利益相反がやがて明るみに出ることになった。」(208頁)

利益相反の具体例の一つはマーケットタイミング取引です。これはマネージャーが優良顧客に対して、例えば、明日の株価の上昇が予想されるときに、取引終了後の終値で株を売買するものです。ボーグルはミューチュアルファンドスキャンダルとして次の事例を挙げています。

「* デイリー・ピルグリムとハロルド・バクスター ファンド会社の経営者。優良顧客であるヘッジファンド数社にマーケットタイミング取引を容認し、さらに個人的に出資する別のヘッジファンド会社を通じて同様の取引を行っていた。PBHG(ピルグリム・バクスター・ホールディング・グループ) ファンドは1985年の開始以来、明らかに投機的な方針の下に運営されていた。攻撃的な短期取引を中心とし、リターンは上方にも下方にも大きく振れた。だが散発的とはいえときに目覚ましいリターンを達成し、そうした成績を大々的に宣伝して多額の資金を集めた。ただそれは好調期がピークを迎え、あとは下落するしかない時期だった。結果はこうだ。PBHGファンドの投資家は文字どおり数十億ドル単位の損失を被り、一方のピルグリムとバクスターは少なくとも10億ドルを稼いだ。1990年代だけでファンドから約4億5700万ドルの運用手数料をせしめた上に、上場会社に運用会社を売却している。運用会社はファンド・マネージャーが稼ぐ莫大な利益の一部を取り込むことだけを目的に設立されたものだ。両名がマーケットタイミング取引から稼いだ利益は、それ以外で積み上げた巨額の財産からみれば取るに足りない。SECとスピツァー長官との間で和解が成立し、罰金と賠償金を合わせて1億6000万ドルを支払った。バケツ一杯に稼いだ不当な利益に比べれば、すずめの涙とっていい(両名は民事訴訟の和解にあたり、罪を否認も是認もしていない)。

* リチャード・ストロング 運用会社ストロング社のオーナー。『ストロング・ファンズ』のマーケットタイミング取引を容認又は幫助していた。またストロング自身、自分や友人、家族のために同様の取引を実行していた。刑事告訴も一時取り沙汰され、運用業界での活動を永久に禁止された(民事訴訟の和解にあたり、罪を否認も是認も

していない) ストロング社が支払った罰金1億7500万ドルは、ファンド運用会社に課せられた罰金として最高額に近い。だがストロングからみれば採算は十分とれている。1992~2002年にファンドから2億1700万ドルの手数料を稼いだ上に、スキャンダルから約1年後、ウェルズ・ファーゴ・バンクに会社を売却して推定4億ドルの収入を懐にした。

* ジェームズ・コネリー アルガーの元副会長にしてアルガー・ファンズの販売・営業責任者。自社のミューチュアルファンドの不当取引を容認して運用会社が利益を得る戦略の『草分け』のひとりとみられる。1990年代半ばから、アルガーのミューチュアルファンドでマーケットタイミング取引を容認する仕組みを構築し、2003年までに投資会社十数社から2億ドル以上の資産を集めた。スピツァーの捜査が始まることに気づき、証拠隠滅を図ってますます立場をまずくした。40万ドルの罰金を課せられ、投資業界から永久に追放され、1~3年の禁固刑を言い渡されている。皮肉にも2002年、ある業界誌で『ファンド・リーダー・オブ・ザ・イヤー』に選ばれている。

* ローレンス・ラッサー パトナム・マネジメント・カンパニーで長年CEOを勤め、常に業界指折りの高額報酬CBOに数えられていた。1998~2002年だけで、総額1億6300万ドルの報酬を手に入れている(パトナムは金融コングロマリット、マーシュ・アンド・マクレランの子会社。マーシュ・アンド・マクレランの保険ブローカー子会社は、スピツァーが2004年に摘発した『不正入札と優先サービス契約』スキャンダルで関与を指摘されている)。パトナムの2004年の報告によると、ラッサーは2000年初めにはファンド・マネージャーによる不適切取引を認識していた(最終的に、6名のファンド・マネージャーを含む社員40名が摘発された)。受託者責任違反を認識しながら、懲罰も解雇もせず、会社にもファンド取締役にも投資家にも、連邦当局にも州当局にも、不正行為を報告しなかった(パトナムは後に1億9300万ドルの罰金と投資家に対する賠償金支払いに合意した)。ラッサーは、民事提訴も刑事告発もされなかったが、マーシュ・アンド・マクレランからは追い出された。ただし7800万ドルの退職金を受け取っている(213~15頁)

このような個々の不正を挙げた上で、ボーグルはその原因について次のようにまとめています。

「事実はこうだ。ミューチュアルファンド運用会社の大半は、自分自身の財産を増やすのに忙しく、顧客の財産を、つまり苦勞して稼いだ資金を自分に委託した人々の財産を増やす仕事を後回しにした。熱意と想像力と知性を(さらには膨大な資源を)注ぎ込んで、巧妙で都合のいいマーケティング手法を編み出す一方、責任ある企業市民として義務を果たそうとしなかった。資金を集め、アドバイザー手数料を稼げるだけ稼ぐことが大半の運用会社の必須条件となった。利益追求を第一とするこの姿勢は、違法な時間外取引にしても、時差を利用した不道德な短期取引にしても、スキャンダルを引き起こした大きな要因と考えられる。ほとんど注目を浴びてはいないが、

一般投資家に多様なマーケットタイミングの機会を提供し、結果的に莫大な資源が浪費された問題についてもそういえる。要するに、投資家がわれがちに、いくつものファンドに少なくない資金を投じて、次々に乗り換えた。」(221頁)

このような運用会社のやり方によって、投資家に帰属するはずの利益がマネージャーに吸い取られている、ということについて、ボーグルは数字を挙げています。

「投資家は資本の100%を出し、リスクの100%を引き受け、利益の57%しか回収できていない。ファンドを運用して販売する側は、資本を出さず、リスクを引き受けず、リターンの43%を回収している。ミューチュアルファンド・アメリカで、マネージャー資本主義がオーナー資本主義を圧倒する仕組みを説明したいとき、これが典型例にならないなら、何がそうなるのか考えにくい。投資家の資金の半分近くが、文字どおり失うものはなく、得るものばかりある側に吸い取られている。」(239~40頁)

投資信託において運用会社が手数料収入を目的に商品を開発し、結果として投資家の利益を損なうことになっている、という現状は、まさに一般投資家を食い物にして、ミューチャーファンド業界が成長してきたこととなります。

「ミューチュアルファンドのマネージャーが追求するのは、事業家としての利益だ。ファンドが稼ぐリターンではなく、マネージャーが設定する契約の下、ファンドが支払うアドバイザー料金が利益の源泉となる。ここではマネージャーは実質的に独裁者であり、取引の双方を代表している。」(248頁)

ジャンは現代の資本主義をトータル・キャピタリズムと命名しました。それは現代の資本主義が「地球規模で拡大し、世界の経済活動のすべてを包み込んでいる」(ジャン、160頁)という意味でしたが、その権力構造がここで描き出されています。金融資産を媒介とした価値の吸取、これが投機市場と化した資本市場で日々行われている現実です。

「ミューチュアルファンドの仕組みはたいがいこうだ。資産残高が数千億ドルであっても、自分で運用しているわけではない。外部の運用会社(株主も別)を雇い、運営を任せている。運用会社がファンドを管理し、受益証券を販売し、ポートフォリオを監督する。運用開始にあたり一方的に手数料の水準を決める。新ファンドをいつ設定するか決め、どんなタイプにするかを定める。成績が振るわなければ、ポートフォリオ・マネージャーを入れ替える。ただし新マネージャーも同じ運用会社の社員だ。ファンドが役に立たなくなれば、ふさわしい結末のつけ方を定める。あっさり清算する場合もあるが、一般的なのは、過去の成績がましで、やはり自社で運用する別のファンドと合併させる方法だ。始末されたファンドの成績は歴史の闇に葬り去られる。

しかもこうした運用会社はファンドに役員を派遣する。ファンドではなく運用会社に雇われた人物だ。さらに運用会社の経営陣はたいがい自社が運用するファンドに何ほども投資していないが、ファンドの取締役会には名を連ねている。つい最近まで、ファンドの『独立』取締役も選任していた。現在は取締役会の75%以上は独立取締役

でなければならないと法律で定められている。またたいいの場合、運用会社の取締役会会長はファンドの取締役会会長を兼任している。」(251~2頁)

銀行と産業との癒着といった時代から、企業は多国籍企業として、中位の国家のGNPと肩を並べ、銀行に頼らず資金調達し、他方銀行は外国為替のディーリングやファンドを組んで投機的利益を追求し、金融仲介といった本来の役割を放棄している、そのような事態をもたらしている信用、投機資本主義の権力構造は意外と脆弱かもしれません。問題は誰が権力を担いどのように行動しているかを明らかにすることです。ボーグルの著作はこの解明のための材料を提供しています。

後記

今回取りあげたジャンとボーグルの著作は、変貌著しい資本市場の現状と問題点を活写している好著でした。私は以前に世界単一の資本市場の形成について述べたことがありましたが、ジャンのトータル・キャピタリズムという認識は、それを裏付けるものでした。金融市場を土台にして形成された資本市場とは、投機市場であり、架空資本の運動の場です。この架空資本の運動が、現実資本から価値を吸い上げるとともにその再配分を行っているのです。

このイメージは20年前に信用商品ということを構想して以来ずっと頭にあったものですが、なかなか現状分析として具体化できませんでした。しかし今回の世界恐慌の進行によってその仕組みが露呈してきて分析可能となってきています。もう一度『資本論』第三巻の信用論について、大谷さんの原典解説に依拠して再検討してみようと思っています。また「金利生活者の安楽死」の政策を提起したケインズにも目配りしようと考えています。

なお、「現場から」を書いたときにジャンの著作を参照しています。ボーグルはそのあと読みました。ここに書いたことは荒削りですが、政策提言の基本的な方向性を示すことにはなっていると考えています。

世界は、明日何が起きるかわからないという状態で推移していますが、そのような状態で、社会的企業としての取り組みについても、ダイナミックなものが要請されているように思います。スローワーク協会の取り組みについては今回は触れませんが、ダイナミックな運動提起が必要となってきているようです。

デリダからソシュールへという課題は頭の中にはあるのですが、文章化は少し遅らせます。何よりも進行しつつある世界恐慌についての分析を優先させていきたいと考えています。人間が経済を分析できるのではなく、恐慌が世界経済を分析していつてくれている、というこのまたとないチャンスを生かしていきたい。

