

投資家像の変貌と現代資本主義

鈴木 芳 徳

(1) 投資家像の変貌と現代資本主義

株式会社制度は、株式会社企業と株式証券市場とを要素とし、両者の緊張関係の下で形成され、また機能する。この制度の中での《株主像の変貌》—— すなわち、かつてのような①個人株主が、②機関投資家へ、更に今日では③ヘッジファンドへと変貌を遂げていることの歴史的含意は何か、これが差し当たった課題である。同時に、株主は、現在只今の既存株主であるが、しかし株式に買い向かうであろう投資家の問題としてこれを考えることも出来る。すなわち、株主像の変貌は、換言するなら《投資家像の変貌》にほかならない。そして株式会社制度が持つ社会性とは、この投資家が、匿名性をもち、国籍や性別等々によって差別されることのない社会的存在であることからくるものである。そうした意味からすると、③ヘッジファンドこそは、世界的な広がりや支持基盤を持つものとして、世界的な観点からする社会性を固有にもつものであることが注目されねばならない。しかも、当然のことであるが、株主は〔1〕自益権としての利益配当請求権と、〔2〕共益権としての議決権とを持つのであって、この点では、①個人株主であろうと、②機関投資家であろうと、或いはまた③ヘッジファンドであろうと、異なるところは無い。従って、例えば②機関投資家に関するウォールストリート・ルールからの脱却＝議決権行使の懲慥にしても、エイボン・レターが投じられるに至った歴史的背景はあるものの、理屈から言って当然至極のことであり、アクティブでアグレッシブな機関投資家の行動が生じてくることには何等不思議はないといつてよかろう。

尤も、同じく株式会社というものの、例えば日・米間における制度上の違いは大きい。日本におけるとは異なり、米国にあっては、配当金に関する決定、取締役報酬の決定は、取締役会の専権事項とされる。すなわち、米国にあっては取締役会の権限が強いが、これに比べると日本では株主総会の権限が強い。米国の状況について、やや具体的に述べるなら、「模範会社法 (MBCA; Model Business Corporation Act)」（1950）並びにその改訂版である「改正模範会社法 (RMBCA; Revised Model Business Corporation Act)」（1984）における規定が参考になろう。すなわち、「取締役会は取締役の報酬を決定することができる。(The board of directors may fix the compensation of directors.)」（§ 8.11）とされており、これは「デラウェア会社法」の § 141(h) における「取締役会は取締役の報酬を決める権限を有する。(the board of directors shall have the authority to fix the compensation of directors.)」におけると同様である。また、RMBCA の § 6.40 は、「取締役会は株主に対する分配を授権することができ、かつ会社はこれを行うことができる。(A board of directors may authorize and the corporation may make distributions to its shareholders.)」としており、これは「デラウェア会社法」の § 170 「すべての会社の取締役は、利益配当を宣言しかつ支払うことができる。(The directors of every corporation may declare and pay dividends.)」におけると同様であり、また、「ニューヨーク事業会社法」の § 713(e) の「取締役会は、……取締役の提供する役務につき、その報酬を決定する権限を有する。(the board of directors shall have authority to fix the compensation of directors for services in any capacity.)」とも同様である。ここに、「配当を宣言する (declare a dividends)」という表

現がなされているように、配当支払いを「配当宣言 (declaration of dividends)」といい、「(取締役会が、一方的に) 宣言する」ものとされているのである。

このように米国においては、取締役報酬や利益処分は取締役会の決定事項とされており、株主総会で決定されるのではない。

わが国で株主総会の権限が強いということは、米国のヘッジファンドの活躍するに絶好の舞台を用意していることを意味したように思われる。にも拘らず、わが国で株主総会の権限の強さがそれほどまで意識されることがなかったのは、株式相互保有という〈株主権抹殺機構〉が永く作動してきたことが影響していたことによるものと考えられるが、それより先に、株主＝経営者という形のほうが望ましいとする思考があったことによるものと思われる。そのことは田口卯吉から上田貞次郎にいたる株式会社論の底に流れる考え方もあった。これに対して、米国ではBerle and Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932に見られるような株式分散と経営者革命が早くから存在していたことが知られている。

ある統計によれば、ヘッジファンドの総数は9千を超え、その運用額は1兆5千億ドルにも達し、米株式市場の日々の売買高の40%近くをヘッジファンドが握るといふ (HFR)。(また、金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」平成17年12月、およびFRB of Atlanta, *Economic Research*, 4th Quarter 2006 (Vol. 91 No. 4) の特集がさしあたり参考になる。)

それにしても何故、投資家像のかかる変貌が歴史的に生じてきたのか。この点について、ごく手短かに記してみよう。

第一に注目されるべきは、株式会社における内部留保の増大であって、その意味するところは、一方における利益の巨額化であるとともに、他方におけるこれをもって投資すべき領域の欠如である。根底にあるものが予想利潤率の低下であることはいまでもなからう。また、この投下すべき領域を見出せない資金の大量が企業内に存在するということが敵対的なM&Aの標的とされるひとつの要素となっている。会社企業が自身の内部に放出先のない資金を抱えるということは、一方では、企業収益の増大、減価償却の拡大などを表現するとともに、他方では、想定される期待利潤率を満足させる投資領域が存在しない、ということの意味する。すなわち、そこで生じているのは、「剰余価値の資本への転化」の過程におけるある種の滞りである。そして、想定される利潤率を満足させる投資分野が見当たらないということは、その資金が「過剰」であることを意味する。ここで注意すべきは、この「過剰」とされる資金は「実現された価値」に他ならず、「貨幣財産」の形成を意味する、という点である。更にいうなら、そのように投資領域が見当たらない中で、なおも企業利潤が入手されるについては、独占企業化・世界企業化して、発展途上国経済を自らに「内部化」してゆく点が注目されよう。また、巨額のネットキャッシュを保有するということが、買収の標的とされるリスクを増大させる。増配による株価の上昇を期待し、時価総額を引き上げて買収の標的とされるリスクを低減させ、或いは、自社株式を入手してこれを償却するとか、入手した自社株式を《買取通貨》として用いることで「時間を買う」戦略にでるなどの方策が採られる。そうした場合、《買取通貨》である株式には流動性が十分であるか否かが問われるから、証券取引所への上場の意義はこれまでとは異なった重要性を増す。(なお付言すれば、こうして「実現された価値」としての「貨幣財産」が市中に増加することにより、市中に資金が豊富化し、中央銀行は危機的な状況においてのみ、ペナルティ・レートで資金供給するに止まるようになって、ここにバンクレート・ポリシーは「画餅」に帰し、証券売買操作によるオープンマーケット・オペレーションをもって市中の金融における繁閑を調節することを専らとするようになるのである。)

ところで、こうした内部資金の増加は、マクロ的に見て経済の全般に大きな影響を与えるとともに、ミクロ的に見て会社企業の内部に影響を与える。まず、[1]経済の全般についていうと、特に、代表

的な大企業においては巨額の資金が積み上げられ、これを契機に〈資金不足経済〉から〈資金余剰経済〉への移行が生じ、会社企業の金融的自立化ないし金融主体化が生じる。これを「高圧経済から低圧経済への移行」と説いたのはアルヴィン・ハンセンであり、また同じことを「当座貸し越し経済から自立経済への移行」と説いたのはJ.R.ヒックスであった。こうしたことが旧来の銀行を中心とした金融機構の外回りに大規模なオープンマーケットを作り出し、〈1〉貨幣機関として厳正な監督と厳重な規制の下におかれた銀行の経営を窮地に追い込んだのである。当時のいわゆるナロウ・バンク論なるものは、こうした全体状況を反映してのものと考えることができる。〈2〉と同時に、証券取引所もまた窮地に追い込まれた。それは、金融主体化した大企業は、後に述べる機関投資家とともに、その専門的知識からして、また社会的信用からして、さらにはその資金力からして証券取引所の会員を凌駕する存在であり、取引所集中義務なるものは解体されたからである。〔2〕さらに、ミクロ的な観点からすると、内部資金源泉の増大は、従来からの「自己資本と他人資本」という分別を相対化し無内容化する。これに対して「内部資金と外部資金」なる分別が前面に出てくる。このことは資本金の意義についての再検討の必要を生ぜしめ、端的にいうなら「資本金の無意義化」が生じる。このことは早期にアメリカで検討され、またそのことがわが国でも法的な論拠からする再検討を余儀なくされてきたのであった。今日では、わが国の会社法でも、最低資本金の制度は完全に撤廃されるに至っており、このことと、剰余金分配規制（純資産額300万円を基準とする〔会社法458条〕）という異次元のものとの縫合は法的にみて難問であることが認識されてきている。

この「資本金」概念の消失の前触れは、日本の場合、「新事業創出促進法」（2003～08年の時限立法）であったと見ることもできなくはない。この法律は、経済産業省の所管であって、資本金は1円でもよいとし、但し5年以内に1千万円の最低資本金まで増やさなければならない、とするものであって、当時それなりの効果を上げえたところである。経済不況が長期化する中で、焦眉の急として経済産業省が策定した法律であった。或る意味では、今次会社法における最低資本金制度撤廃の現実的な背景は、「起業を促進し会社の設立を容易にする方向で規制を緩和するという政策的要請が高まってきているということであろう」（吉原和志「株式会社の設立」『ジュリスト』No.1295 2005. 8.1-15.）。そして、最低資本金規制の撤廃について、「実際に会社制度にかかわる者の要望を優先する形で」（郡谷大輔・岩崎友彦「会社法における債権者保護（上）」『商事法務』No.1746 2005年）決定されるに至ったものとされる。こうした一連の流れを見ると、事態の展開が経済界と経済産業省との連係動作を前提に進められてきたであろうことが、かすかに見えてくるのである。

元来、資本金は、株主有限責任原則の代償として会社債権者保護の見地から株式会社制度の基本的な制度とされてきた。これについて、『株式会社法辞典』（昭和45年、同文館）における次のような論述は典型とされよう。「株主は会社の債務については会社債権者に対して責任を負わないから、会社債権者にとって会社財産だけが唯一の担保である。そこで商法は、法の規定によって算出される一定の基金額すなわち資本を定め、少なくともそれに相当するだけの財産が会社に存在するように配慮している。」（476頁）しかし、債権者保護をいうのであれば、問題とされるべきは、資本金ではなくて純資産であった。資本金についての会社債権者保護の機能は、特にアメリカにおいて1970年代以降、疑問視され、それまでの法定資本制度を撤廃し、法定資本に依拠しない分配制限規制を設ける動きが生じた。まさに「資本制度の揺らぎ」が生じたのである（安藤英義「アメリカで揺らぐ資本概念」『会計』153巻1号、また、伊藤靖史「アメリカにおける資本制度と債権者保護」並びに齊藤真紀「イギリスにおける資本制度」、いずれも『商事法務』No.1601 2001. 7.25.）。そしてそれらは、むしろ自己資本比率や流動比率のような財務状態を基準とする考え方に取って代わられた。日本では、1958年、吉田昂「株式会社資本の債権者保護的機能」（『商事法務』116号）で問題が指摘されたのを嚆矢とする。

そもそも、資本金は債権者保護に役立つものか否かには疑問があり、吉原和志「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護(1)(2)」(『法学協会雑誌』102巻3号, 102巻8号, いずれも1985年)なる大部の論文は、その論文末尾に、「会社の資本維持と債権者の利益保護」という表題をあえて避けた旨を記している。かくて現実には、最低資本金規制は、「その会社形態を選択できる企業規模の規制の意味合いが大きかった」(江頭憲治郎『株式会社法』35頁)というのが偽らざるところであったであろう。

アメリカの場合について若干、付言すれば、元来、拠出資本金ないし払込資本 (contributed capital; paid-in capital) の維持を求める会計原則が主張されたのは1930年代のことであった (R.P. Marple, *Capital Surplus and Corporate Net Worth*, 1936)。ところが、1978~85年に公表された一連の米財務会計基準以降、法定資本概念による配当制限はその実効性を失い、支払い不能基準のみが現実的な配当制限基準となった。「旧模範会社法は最低資本の要件を1969年に削除し、時代の趨勢は確実に最低資本の要件を廃止する方向に向かっている。このように今日ではほとんどの州において僅か1セントの資本で会社を設立することが理論的に可能となっている (このことは、改正模範会社法の下においても同様である)。(ロバート・W・ハミルトン『アメリカ会社法』山本光太郎訳 木鐸社 1999年 58頁) すなわち、旧模範会社法 § 51では「会社は、……株式発行の対価として、最低1000ドルの価値に相当する対価が払い込まれるまでは、いかなる営業も行い、またはいかなる債務をも負担してはならない。(A corporation shall not transact any business or incur any indebtedness……, until there has been paid in for the issuance of shares consideration of the value of at least one thousand dollars.)」とされていたものが、1969年に削除されたのである (並木俊守『アメリカ会社法概論』有信堂 1980年 12頁, また、並木俊守『アメリカ会社法研究』中央経済社 昭和55年, 第9章「改正キャリフォルニア会社法の配当規制」, 第10章「アメリカの法的資本制度の廃止」を参照)。なお、以上に対して、ヨーロッパでは、伝統的な資本制度が維持されているものの、その緩和を主張する見解も強まっている。(片木晴彦「資本制度の国際比較」『企業会計』57巻9号, 2005.9.)

こうして日本の今次会社法にあっても、資本金はゼロでもよい、とされ、かつての最低資本金制度は撤廃された。(やや細部にわたっていうと、わが国の会社法は、創立費・株式交付費を資本金から控除することを認めており、例えば30万円出資し、創立費・株式交付費が40万円かかった場合には、利益剰余金がマイナス10万円で出発することになる。ただし、金融商品取引法はこうすることを認めていないのであって、資本控除を認めず、費用処理を求める。) 元来、出資と有限責任とは表裏一体であったとするなら、こうして有限責任だけが残って、出資が消えてなくなる、という事態に立ち至ったのである。資本金ゼロの会社なるものを認めてよいかには、疑問があつて当然であろう。財政基盤の脆弱な起業が生じようし、〈賭金なしでの賭博〉を認めるようなもの (稲葉威雄「新会社法——その運用のあり方を探る (第5回)」『企業会計』58巻6号 2006年)、会社が成功すれば儲けがあり、会社が失敗しても誰も責任を負わない、この不条理を認めてよいのか、疑問を持つほうが当然であろう。或いはまた、民法70条によれば、民法法人であれば当然、破産続きが開始される (稲葉威雄「新会社法——その運用のあり方を探る (第4回)」『企業会計』58巻5号 2006年)。であればこそ、今次会社法の制定時に、衆議院の付帯決議が「会社設立時の出資額規制の撤廃については、企業家のモラル低下、会社形態を悪用したペーパー・カンパニーの濫立、会社設立時の活動資金不足などの問題が生じることのないよう注視し、必要があれば、対応措置を検討すること」と述べざるを得なかったのである。

しかし、ここで大いに注目すべきは、アメリカにおいて資本金規制が撤廃されてから、既におよそ

四半世紀を経過しているという事実である。それは、成熟期に入った資本主義経済に固有の随伴現象と見るべきものではないか。そのことは、成熟期に入った資本主義経済の下で株式会社などがどこに向かおうとしているか、という問いを設定する必要があることを示しているように思えてならない。

第二に、こうした内部留保資金の増大こそが、機関投資家の資金的源泉の中心であり、機関投資家による新規活動領域の形成を意味する。機関投資家における資金的源泉を計数的に明らかにすることは決して容易なことではないが、個人資金の流入を促してゆく先導者の役割を内部資金が果たしたであろうことは推測できる。こうした機関投資家による資金の吸収と放出はオープン・マーケットの発達を促進し、機関投資家による国の内外を問わない運用・調達を盛んにする。このことこそ、企業の銀行離れを招き、銀行に比して国内外の証券市場を活性化させるに至った真因である。

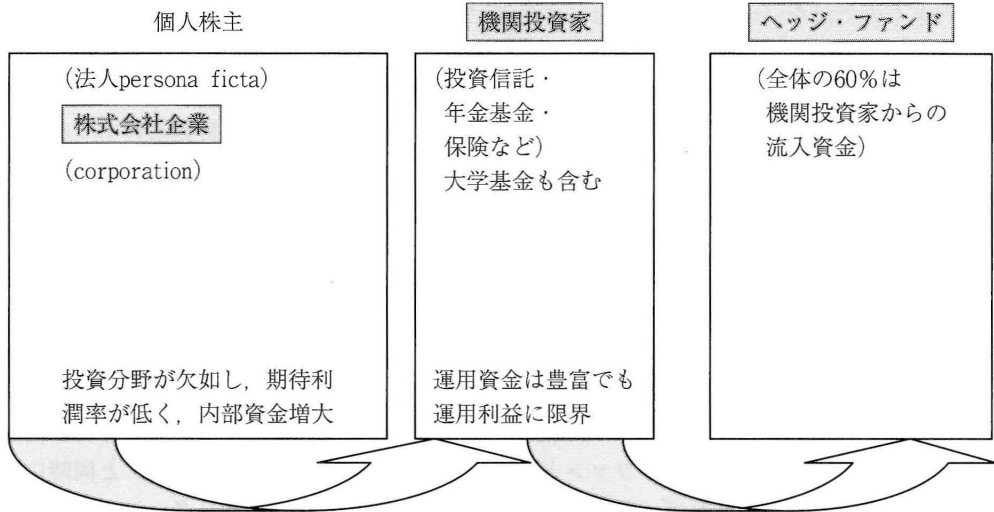
第三に、しかしそうした機関投資家による資金吸収・運用は然るべき利益を得るものでないことが明らかになるや、その保有し運用される資金がヘッジファンドへと提供される。金融が緩和される中で、あるいは株価が低迷する中で、ヘッジファンドのパフォーマンスはかなりの成果を上げることになった(OECD, *Financial Market Trends*, 2006/2 No.91 P.16)のであって、有体に言えば、機関投資家による資金の運用難がヘッジファンドへの資金提供をもたらしたのである。と同時に、機関投資家の巨額の運用資産からすれば、分散投資のために、ハイリスク・ハイリターンへの投資対象が含まれるとしても不思議はない。

最近の聞き取り調査によれば、わが国の年金基金は、今後もヘッジファンドへの投資を拡大する方針と伝えられる。ヘッジファンドの実態には様々のものがあるが、あえてひと括りにしてざっくりと言うなら、その態様は私募投信であり、短期の運用を旨とし、空売り・空買いを行い、商品取引・外為取引に投機の間を求め、総じて言うならオルタナティブ投資を専らとする。ここに「私募」というのは、証券取引法上の公開の義務を負うことがない、という意味であって、資金提供者とファンドとの契約があるのみであって、これを外部の第三者に公開する義務はない。従って、秘密の保持と迅速なデシジョン・メイキングとが可能となる。アメリカの場合には、これをLimited Companyの形態で行うものが多い。(アメリカにおけるLLC(Limited Liability Company, わが国会社法で新設された「合同会社」の原型とされたもの、但し税制上の取り扱い異なる点に注意)は、1977年アメリカで導入されたもので、産業上のリスクの増大がその歴史的背景にある。特徴とするところは、①法人格を有し、出資者は有限責任、②出資者が自ら経営に参画、組織内部の取り決めは出資者間で柔軟に決定、監視機関の設置は非強制、③パス・スルー課税(構成員に課税、会社自体は非課税)、の3点である。アメリカでこうしたLLCが発達した最大の理由は、それがハイリスク・ハイリターンの事業に大きなメリットがあるからである。

以上の根底にあるものは、一方における巨額の累積資金であり、他方におけるその運用の途を発見することの困難である。尤も、上の第1図のいずれの箇所においても、そうした状況をもたらすに至った「歴史的生成のロジック」と「成立した機構における機能上のロジック」とは区別されるべき二つの事柄であって、こうした点については、より丁寧な分析と記述が求められることは言うまでもなからう。

いまやヘッジファンドの如きに企業経営は振り回されつつある。特に注目されるべきは、会社企業を安く買って、高く売るというファンドの有り様からすると、その間の期間が短ければ短いほど投下資金の収益率は高いのであって、この内部収益率という観点からするなら、短期決戦が望ましいことになる。そうしたことから、被買収企業を解体し切り売りするなどの方策を専らとするabusive acquirerも登場してくるわけである。

第 1 図



しかし、こうした変貌を遂げつつある株式会社は、どこに向かおうとしているのであろうか。以上のところでは、近年におけるヘッジファンドに注目してきたのであるが、しかし、株式会社それ自体がファンド化しつつあるのではないか。このことについて若干考えてみよう。

元来、株式会社なるものを理解するについて最大の難関は、「経済実質的にいえば、資本団体に他ならない」はずのものが「人の団体として法的に構成されざるを得なかった」というところにある（新山雄三「規制緩和とコーポレート・ガバナンスの行方」、森淳二朗・上村達男編『会社法における主要論点の評価』中央経済社、2006年9頁）。改正前商法は「会社は営利を目的とする社団である」と規定していた。しかし、今次会社法では、この文言はあっさり消えている。しかし、あくまでも株式会社は「社団法人（incorporated association）」にはかならない。この社団法人たる株式会社が資本会社である、というこのことの中核をなしているのは、資本金である。すなわち、株式会社は、資本金を中核としてパラドキシカルな関係において社団法人性を維持している。したがって、《資本金が崩れると、これを基礎として逆説的關係において成り立っている社団法人性もまた同時に崩壊する》。こうしたことの結果、株式会社への資本投資は、「投資」にすこぶる近いものになり、会社は「投資」された資金の「受託者」というに近いものになる。資本金を失った株式会社は、「社団法人性」の核心的支柱を失ったものとなり、いわば《無内容な包括的利益追求装置》化しつつあるのである。日本でも、1兆円を遥かに超すネット・キャッシュ（＝保有有価証券＋現預金－有利子負債）を持つ株式会社がいくつも存在する。それらは、「金融主体」と化し、「投資主体」と化した株式会社である。そうした状況を念頭に置くなら、次のような指摘は至極尤もなことであって、さほど驚くには値しないのかもしれない。すなわち「新会社法は、会社の団体性を支える最低資本金制度をあっさり切り捨て、社団概念すらを削除した。」すなわち「会社法は投資契約法であることを鮮明にさせたといえよう。会社法は、団体法から投資契約法に変化したといえるかもしれない。」（森田章『『企業法入門』を執筆して』『書齋の窓』有斐閣、2007年1・2月）

この点は、より詳細かつ厳密に議論されるべき重大な論点であるので、若干、付言しておく。イギリスの場合には、joint-stock companyに発し、company limited by sharesに至り、更にはpublic limited company

という表現に至る。このイギリスのケースでは、終始、資本を出資する株主というものが意識されている。とはいえ、イギリスの場合でも、次第に「社団」すなわち「人的団体」の意味が薄れてきていることが知られる。ドイツでは、Aktiengesellschaftというように、Aktieというものが基本になっており、株式を通じる資本の出資が中心的な位置にある。ドイツ株式法は、「株式会社は株式に分割された資本を有する」と規定する。わが国では、明治23年商法では、「会社の資本を株式に分ちその義務に対して会社財産のみ責任を負うものを株式会社となす。」(154条)と規定していた。このように、株式会社は、元来、「資本団体的な会社」「財团的社団」と規定するのが本筋である。しかし、アメリカの場合には、株式会社をbusiness corporationと呼び、まず広くcorporationを捉えてから、その一種としてbusiness corporationを位置づける。こうしたアメリカの考え方にあつては、「人的団体」すなわち「社団」の意味合いが強く、「資本団体」すなわち「財団」という意味が薄い。近年、生じてきている問題群は、元来からのこうした位置づけとも深く関係し、また問題の内容そのものが屈曲に満ちたものであることを考えると、さらに厳密な考証を必要とすると考えざるをえない。(社員の資本出資に基づきつつ)〈金銭が構成員であるかのごとき観を呈する資本統合体〉としての株式会社を理解することは決して容易なことではない。(安藤英義「アメリカで揺らぐ資本概念」『会計』153巻1号を参照。)

ファンド化した株式会社という認識は、今次会社法が持っているいくつかの奇矯な箇所と合致する。それは単なる恣意的偶然的な或る主張の反映であるというよりは、現実の株式会社の無内容化・無概念化の歴史的反映と見るべきものであるように思われる。今次会社法における大きな特徴の一つは、「契約自由、定款自治、選択の自由といった私的取引ルールの集合体としての株式会社観そのもの」(上村達男「新会社法の性格と会社法学のあり方」森淳二郎・上村達男編『会社法における主要論点の評価』中央経済社 2006年、所収、89頁)であつて、言ってみれば、民法レベルに押し戻しての希釈された形の株式会社法制となっているように思われてならない。

(2) ヘッジファンドとマルチチュードに挟撃される現代資本主義

こうした諸問題を抱える現代資本主義は、天にヘッジファンド、地にマルチチュードという「双子」の「鬼子」を抱えている。下の第2図が示すように、現代資本主義における蓄積に独特の滞りがあるところから、これら両者を吸収するどころか、むしろ増大し、再生産する方向に作用しているのが現実であろう。

[1] ヘッジファンドに関して、legal definitionを持っている国は皆無であり、通常はその形態・機構・機能に関する特徴をもって語られる。IOSCOのCONSULTATION REPORT, THE REGULATORY ENVIRONMENT FOR HEDGE FUNDS — A SURVEY AND COMPARISON (March 2006)の末尾に、ヘッジファンドの定義について諸国の監督機関に訊ねた結果が一覧表のかたちで記載されているが、これによると法律上の定義を持っている国は存在しないことが分かる。こうしたことから、通常はヘッジファンドの形態や機能等をもって語られることになるのである。

例えば、わが国の金融庁は「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」(平成17年12月)において次のように定義している。すなわち、「ヘッジファンドは、一般に、私募、超富裕層向け、レバレッジ、多額のリスク、成功報酬等の要素を持つファンドと考えられているが、現状、ヘッジファンドの明確な定義はない。今回、当庁が行ったヘッジファンド調査では、いわゆるヘッジファンドの実態を広く把握するため、①レバレッジの活用、②成功報酬の徴収、③ヘッジファンド投資戦略の3要素を有するファンドと定義した。」

また、熊野剛雄「資本主義の現段階と株式会社」(経済理論学会編『季刊 経済理論』44巻1号、2007年4月)は次のように整理している。「法規制にも例外があつて、少数(50人以下)で投資に通

第2図 Hedge FundとMultitudeに挟撃される現代資本主義

Hedge Fund (globalization)	(かね)
現代の資本主義	<ul style="list-style-type: none"> ① 開発途上国との交易などを通じて、「世界企業」としての利益を得つつ、新次元を開拓する技術革新の停滞などから、適切な予想利潤率を生む投資分野が乏しい。その凝縮的表現として大企業の「内部資金の増大」を見ることができる。これが根底の要因となって、いわばその「双子」の「鬼子」であるHedge FundとMultitudeを吸収しえず、それらの跳梁を許すことになる。 ② 国家が資本のグローバル化の戦略的司令塔の役割を担っているため、National Interestsの枠組みを超えることが困難である ③ 温暖化、環境汚染の重荷＝「成長の限界」 ④ NIIMBY (Not In My BackYard) というDouble Standard

Multitude (globalization)	(ひと)
ヨーロッパ 現実を拒否し旧に復すべきを旨とする姿勢 Hedge Fund 規制と移民・難民規制とは 表裏一体	米国 現実を理解し認め、これに 即応して進み、更にこれを 利用しようとする姿勢

じており、富裕であって損失に耐えうるものだけに対して募集するときには規制から免除している。これを私募という。現在活発に活動しているファンドは大体この私募投資信託である。アメリカの少数の大富豪や機関投資家の資金を集めている。保険や年金基金はその背後には何十万人もいるわけであるが投資家としては一人である。規制を免れて自由奔放な運用を行っている。長期ではなく短期の投機的売買、実物ではなく空買い、空売りを盛んに行う。証券だけでなく商品取引や外国為替取引にも手を出す。商品相場はすべて先物で、空買い・空売りである。プレトン・ウッズ体制崩壊後は為替相場と金利が不安定であるから外国為替取引と金利先物取引が盛んに行われている。私募ファンドはあらゆる投機を行っている。これがヘッジファンドである。」(17～18頁)

要するにヘッジファンドは「ロング・ショートのアービトラージ」を巨大な「レバレッジ」を設定して稼働させるところに機能上の大きな特徴があり、それは「丁半ばくち」に極めて近接したきわどい存在であることは疑いない。こうした点は、なお「投機論」との関連においてより詳細な議論が必要などころである。(カルドアやミルトン・フリードマンらの投機論については、拙著『明治の取引所論』白桃書房 1998年、に所収の「投機論小考」を参照。)

なお、ヘッジファンドに関して若干の留意すべき点について付記しておく。①近年、特にここ2～3年、ヘッジファンドの「アクティビスト化」が目立つようになってきている。これは、どうしてもヘッジファンドの資金が似たようなところに集中してしまう傾向があるところから、資金運用が思い通りにいかなくなってきていることがある、と言われている。とりわけトップ・レベルのヘッジファンドにあっては、企業の株式を取得して経営者に戦略転換を迫り、取締役を送りこもうとし、或る場合にはプライベート・エクイティ・ファンド (private equity fund : 未上場株式を対象とするファンド) と手を組んで完全買収までもっていかうとする。(NEWSWEEK March 26, 2007 及び日本版NEWSWEEK 2007.4.4.) こうしたことは、ヘッジファ

ンドの「バイ・アウト・ファンド化」を意味する。②ヘッジファンドの評価に際して、いくつかのバイアスが存在することに注意がいる。例えば、消滅したファンドはインデックスの算出に用いられないといったバイアスを考慮する必要がある。(日本銀行金融機構局「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理について」2007年7月) ③ヘッジファンドに対する規制については、欧州とアメリカとの意見が対立している。例えば、2007年にドイツのエッセンで開催されたG7(7カ国財務省・中央銀行総裁会議、ハイリゲンダム・サミット)では、議長国であったドイツがヘッジファンド規制に積極的な姿勢を見せたのに対し、有力なヘッジファンドを数多く抱え二大金融センターを擁する米英は、金融技術革新は世界に利益をもたらしつつあるという確信の上に立っており、また、これに対する規制が米英の市場競争力を低下させることを懸念しつつ、規制に懐疑的・消極的な姿勢を示した。とはいえヘッジファンドについて透明性の確保が重要という点では一致し、アメリカでもヘッジファンドに発し全金融組織に波及するシステムック・リスクへの備えが求められつつあるという認識のもとに投資家保護という観点からする議論が行われつつある。とりわけ金融機関のファンド向け融資の点検が重要視されつつあり、BIS規制におけるリスク・ウエイトとの関連上、ヘッジファンドの透明性が注目点とならざるを得ない。しかし、ヘッジファンドの場合、売買回転率の速さに特徴があるのであるから、情報開示といっても急速に変化するポジションを追うことができるかどうか、困難な問題が隠されている。また、米英の場合、ファンドのリスク管理・情報開示について政府や金融当局の介入を回避するため、自主ルール作りに動きつつあることが注目される。(日本経済新聞 2007. 6.21.) 日本では、金融商品取引法の施行に伴い、ファンド(ヘッジファンド、企業買収ファンド、不動産ファンドなど)にも登録または届け出が義務づけられ、不正取引が疑われる場合には金融庁が立ち入り検査できるようになっている。こうした登録・届出の際には、「有価証券届出書」や「有価証券報告書」の提出が義務づけられているが、但しこの対象はかなり限定的なものとなっているため、提出を免れる方法がないではなく事実上「骨抜き」になることも考えられる。④最も懸念されるのは、最近にいたってヘッジファンドが例えば電力事業のような公益企業に触手を伸ばしてきている点であって、超長期の設備計画を余儀なくされるこれら業種と短期利益を求めるヘッジファンドとは考え方の相違があまりにも大きく、こうしたヘッジファンドの動向に立ち向かうことにはかなりの困難が予想されるところである。

また、ヘッジファンドがM&Aの動向と緊密に結びついていることはよく知られているところであって、M&Aそのものの評価についても慎重な考慮が必要なところである。ジョセフ・スティグリッツの『ミクロ経済学』は、その第二版で「多くの経済学者は、企業買収の効力は誇張されすぎていると考えている。」とし、しかもこの第二版を最後にこうしたM&Aに関する章は消えている。そのことが何を意味するか、M&Aの功罪について、改めて考察が深められる必要がある。(拙著『現代証券金融論の課題』(白桃書房 2005年)所収の「敵対的買収に関する覚書」を参照。)

しかし、ここは立ち止まって考えるべきところであるように思われる。かつてMax Weberは、『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』において、「パーリア・カピタリズム」という用語を用いた。「政治的、或いは投機的方向をもつ『冒険者』的資本主義」を意味する用語である。そして、Weberは「現時、営利の最も自由な地方であるアメリカ合衆国では、営利活動は形而上の意味をとり去られているために、ただ単に競争的な感情に結びつく傾向があり、その結果、それはむしろ競技の性質を帯びるに至ることが稀ではないのである。」として、営利活動のスポーツ化を指摘している(マックス・ウェーバー著、梶山力訳、安藤英治編『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の《精神》』未来社、第三刷、2003年)。

他方、『カジノ資本主義(Casino Capitalism)』においてSusan Strangeはこう書いている。「先物取引が広範に広がってから価格変動が一層激しくなっており、その変動に伴って無駄が生じていることが歴史的に証明できる」のであって、市場やオペレーターを維持する間接費用ばかりでなく、生産

部門でも労働と経営の無駄な調整コストが生じている。」かくて「不確実性は、リスク回避的対応の悪循環を始動させ、それが次には変数の変動性、したがって一般的な意味での混乱を増大し、世界の金融システムの長期的存続可能性への信認をいちだんと動揺させた。このような社会的信頼と信認の浸食は、人的及びその他の資源がギャンブルや投機に、あるいはそれらに対する自己防衛に向けられたのでいっそう悪化した。このように、不確実性に対処するために発展してきた先物市場などの工夫は、価格変動を抑えることによってシステムを安定させるどころか、実際にはそれを増幅し、永続化させてしまっている。」(スーザン・ストレンジ著、小林襄治訳『カジノ資本主義』岩波現代文庫、2007年)

また、*Financial Times*の associate editorであり、評論家としても名高いMartin Wolfは、同紙上で次のように書いている (June 19, 2007)。1930年代に制定された金融・証券界への様々の規制が緩和されたことによって状況は一変し、1900年代と同じような環境条件どころか、それを超える状況下にある。現今におけるヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等出現の歴史的意味は大きく、この間に私たちが目にしたことはといえば、「ローカルなものをグローバルなものが押し、経営者を投機家が超え、生産者に代わって金融業者が活躍する」という一連の現象であって、彼はこれをもって「金融資本主義のグローバル化 (globalization of finance capitalism)」と名づけている。そしてその結果生じたのは、「所得と富が労働に帰属するのになしに、専ら資本へと移動する」という現象であって、「financial speculatorが何百万ドルもの金を、一生の間ではなく、一年のうちに手にする」ようになった。そして、また、「この新しい資本主義は、新しいエリートを生み出したのであるが、この成熟した資本主義は、忠実なる部下 (loyal friends) と共に、獐猛な敵対者 (fierce foes) も生み出してきているのである。」尤も、彼はその fierce foes の実体について語ってはいない。私たちは、そこに踏み込んでみる必要がある。そして、私たちは、Martin Wolfが、「しかし、両者共に、その出現が現代における最も重大な出来事であるということについては同意するに違いない。」として稿を結んでいることに注目する必要がある。いずれもが現代におけるグローバル化した資本主義の所産だというのである。先に掲げた第2図の意義を改めて指摘しておきたい。


[2] マルティチュード (multitude) なる用語はネグリの著書 (*Empire*, by M. Hardt & A. Negri, 2000, 水島一憲ほか訳, 『帝国』以文社, 2003年) で広く知られるようになったものであるが、その想源はオランダの哲学者スピノザ (Spinoza, Baruch de) の著書にある。この言葉は、国家・資本から見捨てられた、或いは自らこれらを積極的に拒絶する姿勢の不特定多数の人々、しかも緩やかなネットワークを形成しているそうした人々を意味している。スピノザの『国家論 (Tractatus Politicus)』(「政治論」という訳のほうが当を得ていると最近、指摘されている) の第八章をみると、そこでは *multitudo* が、暗黙のうちに統治者を恐れさせることでしか自らの政治的要求を示すことのできないもの、として描写されている。マルティチュードは、*multitudo* (ラテン語)、*multitude* (英語)、*Menge* (ドイツ語) と表記され、スピノザの書物はラテン語で書かれている。古典政治学では、群集は、支配の対象でしかなく、賤民 (*vulgus*) ないし愚民 (*plebs*) としてのみ扱われてきた (浅野俊哉「〈群集=多数者〉の危機と倫理性をめぐって」『社会思想史研究』No. 27 2003年)。これに積極的な意味を与えつつ掘り起こすことに成功したのがスピノザであった。スピノザの生涯は数奇に満ちたものであり、ポルトガルを追われてアムステルダムに移住したユダヤ人の子として生まれ、加えてユダヤ人社会からも破門・脱出したのであって、〈国外追放〉と〈破門追放〉という二重の越境性が彼の立場を規定していると言われている (水島一憲「スピノザの異例性が開示するもの」『社会思想史研究』No. 23 1999)。スピノザには、『エティカ』『神学・政治論』『国家論』という三つの大き

な著作があるが、後二者は直面する政治状況に直接、関係するものである。スピノザは『エティカ』の中で、人間の本性を「欲望」において捉えており、諸個人を代替不可能なものとして捉えようとしている。従って彼は、multitudoにおいて、人々を代替不可能なものとして、すなわち差異あるままにコミュニケーションするものと考え、恐らくは文化・ジェンダー・人種・民族などからなる多様性をそのまま捉えようとしており、従って外部との境界はなく、常に新しい関係性に向けて開かれているものと性格付けようとしているように思われる。これを、ネグリ=ハートが、「群知性」ないし「分散型ネットワーク」との関連で見ようとしているのは興味深い(ネグリ=ハート『マルティチュード(上)』幾島幸子訳 NHKブックス 2005年)。また、ネグリがスピノザに接するに至るまでには、いわゆる「スピノザ・ルネッサンス」(ここでは1960年代のそれに注目しているが、歴史上、何回か異なった意味でのルネッサンスが見られた)があったことが大きく影響しているものと思われる。すなわち、一方ではアルチュセール(Althusser, L.)が『資本論を読む』(1965年)においてスピノザに關説し、他方ではドゥルーズ(Deleuze, G.)が1968年以降、スピノザを取り上げており、これらによってスピノザは「社会的政治的メッセージを放つものとなった。」(柴田寿子『スピノザの政治思想』未来社、2000年 15頁)のである。ネグリは、そうした流れの上に位置している。また、マルクス自身についていうと、1841年に「スピノザ・ノート」を書き記しており、〈Spinoza's Theologische-politische Tract〉と〈Spinoza's Briefe〉を残していることが「新MEGA IV」で知られる。また、モーゼス・ヘス(Moses Hess)が自らの著書にvon einem Jünger Spinoza's(一スピノザ学徒著)と記している(広松渉『マルクスの思想圏』朝日出版社 1980年 198頁)。思うに、スピノザの影響は一般に考えられている以上に大きいのではあるまいか。

TRACTATUS POLITICUS;

In quo demonstratur, quomodo Societas, ubi Imperium Monarchicum locum habet, sicut & ea, ubi Optimi imperant, debet institui, ne in Tyrannidem labatur, & ut Pax, Libertasque civium inviolata maneat.

CAPUT I.

§. I.  Ffectus, quibus conflictamur, concipiunt Philosophi veluti vitia, in quæ homines suâ culpâ labuntur; quos propterea ridere, flere, carere, vel (qui sanctiores videri volunt) detestari solent. Sic ergo se rem divinam facere, & sapientiæ culmen attingere credunt, quando humanam naturam, quæ nullibi est, multis modis laudare, & eam, quæ reverâ est, dictis lacessere nõrunt. Homines namque, non ut sunt; sed, ut eosdem esse vellent, concipiunt: unde factum est, ut plerumque pro Ethicâ Satyram scripserint, & ut nunquam Politicam conceperint, quæ possit ad usum revocari; sed quæ pro Chimæra haberetur, vel quæ in Utopiâ, vel in illo Poëtarum aureo seculo, ubi scilicet minimè necesse erat, institui potuisset. Cùm igitur omnium scientiarum, quæ usum habent, tum maximè Politicæ Theoria ab ipsius Praxi discrepare creditur, & regendæ Republicæ nulli minus idonei æstimantur, quàm Theoretici, seu Philosophi.

§. II. At Politici contrâ hominibus magis infidiari, quàm consulere creduntur, & potius callidi, quàm sapientes æstimantur. Docuit nimirum eisdem experientia, vitia fore, donec homines. Humanam

Ll 2 nam

CAPUT VIII. De Aristocratiâ. 317

Arragoneses post Ferdinandum libertatem, non jam jure; sed Regum potentiorum gratiâ usque ad Philippum secundum, qui eosdem feliciori quidem fato; sed non minori sævitiâ, quàm Confederatorum Provincias oppressit. Et quamvis Philippus tertius omnia in integrum restituisse videatur; Arragoneses tamen, quorum plerique cupidine potentioribus assentandi, (nam inficitia est contra stimulos calces mittere) & reliqui metu territi, nihil præter libertatis speciosa vocabula, & inanes ritus retinuerunt.

§. XXXI. Concludimus itaque multitudinem satis amplam libertatem sub Rege servare posse, modò efficiat, ut Regis potentia solâ ipsius multitudinis potentia determinetur, & ipsius multitudinis præsidio servetur. Atque hæc unica fuit Regula, quam in jaciendis imperii Monarchici fundamentis sequutus sum.

CAPUT VIII.

Quòd imperium Aristocraticum magno Patriciorum numero constare debet: de ejus præstantiâ, & quòd ad absolutum magis, quàm Monarchicum accedat, & hæc de causâ Libertati conservandæ aptius sit.

§. I. **H**Uc usque de Imperio Monarchico. Quâ autem ratione Aristocraticum instituentum sit, ut permanere possit, hic jam dicemus. Aristocraticum imperium illud esse diximus, quod non unus; sed quidam ex multitudine selecti tenent, quos imposterum Patricios appellabimus. Dico expressè, quòd quidam selecti tenent. Nam hæc præcipua est differentia inter hoc, & Democraticum imperium, quòd scilicet in Imperio Aristocratico gubernandi jus à solâ electione pendet: in Democratico autem maximè à jure quodam innato, vel fortunâ adepto; (ut suo loco dicemus) atque adeò, tamen imperii alicujus integra multitudo in numerum Patriciorum recipiatur, modò illud jus hæreditarium non sit, nec lege aliquâ communi ad alios descendat, imperium tamen Aristocraticum omnino erit. Quandoquidem nulli, nisi ex-

Rr 3 pressè

スピノザ『国家論』(神奈川大学図書館蔵)

(3) むすび

現代資本主義の病弊ともいふべきものを、現代資本主義の機構のどこに発見し、これをどう評価すべきか、論じられるべき課題は途方もなく大きい。各国における法制度の有り様やその歴史的経緯を明らかにしつつ、また providence とか norm とかいったものに立ち返りつつ、heritage の尊重とはいかなることかについて沈思し、議論が深められるのでなければなるまい。

参考文献（上記本文中に掲げたもののほか）

- 北沢正敬・浜田道代共訳『新版デラウェア会社法』商事法務研究会 平成6年
 並木俊守『アメリカにおける取締役の経営責任の法理』中央経済社 昭和58年
 東京銀行法務室編『アメリカ商事法入門』日本経済新聞社 昭和63年
 長浜洋一訳『ニューヨーク事業会社法』商事法務研究会 平成2年
 北沢正敬・平出慶道共訳『アメリカ模範会社法』商事法務研究会 昭和63年
 北沢正敬・戸田成弘共訳『カリフォルニア会社法』商事法務研究会 平成2年
 伊藤紀彦『ニュー・ヨーク州事業会社法史研究』信山社 平成16年
 Strachman, Daniel A. *Getting Started in Hedge Funds*, second ed. Wiley & Sons, 2005（入門書。特に p.151 以下。）
 Gregoriou, G.N., Hübner, G., Papageorgiou, N., Rouah, F. (ed.), *Hedge Funds*, Wiley & Sons, 2005.（特に, Chap. 2 Hedge Funds from the Institutional Investor's Perspective.）
 Strachman, Daniel A. *Essential Stock Picking Strategies*. Wiley & Sons, 2002
 Tran, Q. V., *Evaluating Hedge Fund Performance*, Wiley & Sons, 2006
 Altucher, J., *Super Cash — The New Hedge Fund Capitalism*, Wiley & Sons, 2006.（特に第二章のアクティビズムに関する記述。）
 J. レダーマン, R.A. クレイン 中央信託銀行オルタナティブアセット研究会訳『ヘッジファンドの世界』東洋経済新報社 1999年（仕組みや投資手法を知るためには好著）
 ルイ・ベルス 長尾慎太郎監修・岡村桂訳『ヘッジファンドの魔術師』パンローリング株 2002年
 IMF 松崎延寿訳『ヘッジファンドの素顔——IMF 報告書』シグマベイスキャピタル 1999年
 ジョセフ・E・ステイグリッツ 榎井浩一訳『世界に格差をバラ撒いたグローバリズムを正す』徳間書店 2006年
 Wolf, Martin. *Why Globalization Works*. Yale Univ. Press, 2004
 ウィリアム・クレarend 島大雅訳『ヘッジファンド&リスク』日経ラジオ社 2000年（特に第八章「機関投資家によるヘッジファンド投資の将来」）
 白木信一郎『投資ファンドの全て』金融財政事情研究会 平成18年（投資ファンドとして大きく括って種々のファンドを解説）
 山内英貴『オルタナティブ投資入門（第2版）』東洋経済新報社 2006年（簡潔な解説書）
 ジェームズ・アルタチャー 船木麻里訳『ヘッジファンドの錬金術』パンローリング株 2007年
 三菱UFJ銀行調査月報「ヘッジファンド投資の新潮流」2007年4月
 堀江貞之「ヘッジファンドを巡る最近の規制環境の変化」『月刊資本市場』2007年3月
 伊豆久「ファンド・ブーム下の国際資本市場」『甲南経済学論集』47巻4号 2007年3月
 日本銀行金融機構局「ヘッジファンドを巡る最近の動向」2005年7月
 金融庁「ヘッジファンド調査（2006）の結果」平成19年3月
 スピノザ, 畠中尚志訳『エチカ（上）（下）』岩波文庫 1975年
 スピノザ, 畠中尚志訳『神学・政治論』岩波文庫 1944年
 スピノザ, 畠中尚志訳『国家論』岩波文庫 1976年
 スピノザ, 畠中尚志訳『知性改善論』岩波文庫 1968年
 スピノザ, 畠中尚志訳『スピノザ往復書簡集』岩波文庫 1958年

- G. ドゥルーズ 鈴木雅大訳『スピノザ』平凡社ライブラリー 2002年
- 清水禮子『破門の哲学』みすず書房 1978年（巻末の文献目録は今日なお有益である。）
- 浅野俊哉『スピノザ——共同性のポリティクス』洛北出版 2006年（ドゥルーズ、ネグリらの思想との関連という視覚からのスピノザ論）
- ジル・ドゥルーズ 工藤喜作・小柴康子・小谷晴勇訳『スピノザと表現の問題』法政大学出版局 叢書ユニベルシタス 1991年
- アントニオ・ネグリ 小原耕一・吉沢明訳『〈帝国〉をめぐる五つの講義』青土社 2004年
- パオロ・ヴィルノ 広瀬純訳『マルチチュードの文法』月曜社 2004年
- 鈴木芳徳『証券市場と株式会社』白桃書房 2007年
- 鈴木芳徳『株式会社制度の行方——投資ファンド化への変化の予兆』神奈川大学『経済貿易研究』No. 33 2007年3月。
- 鈴木芳徳『現代証券金融論の課題』白桃書房 2005年（特に、所収の「制度論の位相と制度設計」、「敵対的買収に関する覚書」）