

# William H. Janeway [2012], *Doing Capitalism in the Innovation Economy* (Cambridge University Press 刊)

渡 部 亮

著者ウィリアム・ジェインウェイは、ウォーバーク・ピнкаス社などで活躍したベンチャーキャピタリストである。著者の多彩な実務経験を記した本書は、1975年の手数料自由化以降の米国証券市場の変遷を知るうえで、貴重な史実を提供している。それだけでなく、本書は現代資本主義の壮大な構図を理解するうえでも参考になる。

## 1. 株式委託売買手数料の自由化前後

著者によれば、株式の委託売買手数料が自由化されるまで（1975年以前）の時代、証券会社セールスの営業ツールは、3B (Booze, Babe, Baseball) であったという。評者も70年代の前半、米国証券会社のセールスマンから野球 (Baseball) の切符を貰い、ニューヨーク・メッツの試合を観戦に行った経験がある。筆者が所属していた証券会社グループが、米国株投資を行っており、米国証券会社にとっては上得意顧客だったからである。

しかしそうした営業手法も、1975年の手数料自由化を境として見直され、リサーチ（証券調査）の対価が正当に評価されるようになった。ドナルドソン・ラフキン・ジェンレット

(DLJ) やミッチェル・ハッチンスなど、機関投資家を主たる顧客とするリサーチハウス（インスティテューショナル・ブローカー）が台頭するとともに、ハイテクやバイオテクノロジーなど、特定業種の証券引受業務に強みを持つブティック型投資銀行も躍進した。しかしリサーチはすぐにコモディティ化した。著者の表現を引用すれば、「リサーチは非競争的（誰でも自由に利用可能）で、しかも非排他的（タダ乗りする利用者の排除が無理）だから、適正な価格を設定することが困難な公共財」である。

リサーチがコモディティ化した結果、ブロック・トレーディングに強いソロモン・ブラザーズやゴールドマン・サックスが台頭し、証券業界の勢力図は一変した。勢力変化を示す象徴的な出来事は、1979年にIBMが社債を発行した際に、発行体であるIBM側の主張によって、引受主幹事が従来のモルガン・スタンレー社単独引受から、ソロモン・ブラザーズとの共同主幹事に変更されたことであった。老舗の引受証券会社（モルガン・スタンレー）の市場支配力を、証券発行企業（IBM）とトレーディングに強みをもつ新興証券会社（ソロモン・ブラザーズ）の力が上回るようになったのである。

## 2. リサーチのコモディティ化

リサーチがコモディティ化した結果、セルサイド証券会社のアナリストは、バイサイドの投資ファンドに移籍したり、証券引受業務部門に配属替えになったりした。著者のジェインウェイも、最初はエバーシュタットというリサーチハウスで、ハイテクのアナリストとして証券界に身を投じたが、その後ベンチャーキャピタリストへ転身した。

ちなみに引受業務部門に移籍したアナリストの中には、後年、IT関連の投資対象企業の価値評価を偽って投資家に推奨するといった利益相反行為を犯し、証券業界から永久追放になる者も出現した。ネットバブルに沸き立っていた90年代後半、株式新規公開（IPO）を目指すインターネット関連企業が、引受業務部門の優良顧客だったので、企業価値が不確かでも、強引に推奨したのである。

エバーシュタットは、もともとは機関投資家を主要顧客とするインスティテューショナル・ブローカー（リサーチハウス）であった。しかし、手数料自由化後の1970年代後半になると、証券引受や企業財務アドバイズに特化したブティック型の投資銀行に生態変化して、未公開のベンチャー企業が発行する私募証券（SEC未登録）の引受業務などを手掛けた。

その後1985年に、同社は英系マーチャントバンクのロバート・フレミングに買収された。欧州とアジアに拠点を持つロバート・フレミングは、エバーシュタットを米国での橋頭堡として位置付けたのである。この買収を機に、著者はウォーバーク・ピнкаスに移籍し、ベンチャーキャピタル・ファンドを運用するようになった。著者の表現によれば、エージェント（代理

人）としてのインベストメントバンカーから、プリンシパル（主体者）としてのベンチャーキャピタリストへと転身したことになる。

なおウォーバーク・ピнкаスは、エリック・ウォーバークとライオネル・ピнкаスによって、1966年にニューヨークで設立された投資ファンドで、ベンチャー企業のIPOなども手掛けた。エリック・ウォーバークは、ドイツの金融業者ウォーバーク家一族の出身で、英国のマーチャントバンク SG ウォーバークの創始者シグモンド・ウォーバークとも、またいとこの関係にあった。

## 3. Cash と Control

ジェインウェイは、情報通信技術やバイオテクノロジーに通暁しているだけでなく、ケンブリッジ大学で経済学博士号を取得した経歴を持つだけあって、経済分析の素養がある。本書でも、ベンチャーキャピタリストとしての著者自身の経験に、マクロ経済学の知見を加味して、投資戦略に関する著者独自のグランドデザインを提示している。著者の経済観は、不確実性を重視するケインズ経済学の伝統を受け継ぐものだが、ハイマン・ミンスキーなど、いわゆるポスト・ケインジアンとの交流によって、現代的な分析の枠組みとしても、いっそう強固なものとなっている。

ポスト・ケインジアンは、政府、市場経済、銀行信用の相互作用がバブルとその崩壊を引き起こすメカニズムを強調するので、新古典派的な合理的期待形成論や効率の市場仮説を批判する立場である。ポスト・ケインジアンは、一時期、本家本元の英ケンブリッジ大学でも、新古典派やシカゴ学派の攻勢を受け、不遇の状況にあった。評者自身、ケンブリッジ大学の経済学

者から「マクロ経済学は、ミクロ経済学の一応用分野に過ぎない」という意見を聞かされたことがあった。そのポスト・ケインジアンが、2007～08年の金融危機で再評価され、復活したのである。

著者によれば、不確実性の高い状況では、証券投資は常に成功するとは限らない。投資が失敗したときに苦境を持ちこたえるためには、現金(cash)保有と、知的水準の高さに裏打ちされた自己統制(control)が不可欠である。これが、投資に関するジェインウェイの基本観である。現金保有と自己統制によって自立力を維持できれば、再考と熟考を重ねてみずからをリセットし、次の投資戦略を打ち出す余裕ができる。

#### 4. 無駄の効用

この不確実性という点に関連して、著者は資本主義経済におけるwaste(無駄)の役割を強調する。ベンチャーキャピタル・ファンドは、日本でも「千三つ(千ある投資案件のうち成功するは三つ)」といった表現で形容されるように、投資の成功確率は全体の0.3%、残り99.7%は失敗(無駄)である。0.3%の成功確率に賭けるわけだが、その0.3%の成功案件から投資資金を回収する方法は、基本的には株式新規公開(IPO)である。したがって、上場株式市場が活況を呈していないと、IPOの成功によって資金回収するのはむずかしい。ということ、0.3%の成功案件を選別する鑑識眼に加えて、株式市場環境が悪化したときに、苦境を持ちこたえられる懐の深さと冷静さ、換言すれば、99.7%の無駄を吸収できる資金的余裕(cash)と自己統制力(control)がなければ、ベンチャーキャピタリストは生存できない。

これはシュンペーターの「創造的破壊」に関しても言えることで、成功した革新的企業の裏側には、無数の失敗事例が隠されている。しかし近年、市場競争激化によって「無駄」を許容する余地は少なくなった。証券会社のブローカレッジ営業も御多分に漏れず、手数料自由化以降は、「無駄」なりサーチを維持する余裕がなくなった。それに加えて、2000年のネットバブル崩壊後、サーベンズ・オックスレー法の制定によって、内部管理の強化が要求されるようになり、株式上場の維持管理コストが増加したため、余計にIPOによる資金回収がむずかしくなった。こうしたことがベンチャーキャピタルにとっては大きな障害となっている。

#### 5. シュンペーターとマルクス

著者によれば、シュンペーターは革新を資金面から支える銀行信用の役割を重視した反面、ベンチャーキャピタリストのような投資家や資本家(資金提供者)の役割に関しては、ほとんど言及しなかったという。シュンペーターは資本家やベンチャーキャピタリストよりも、革新(新機軸)を実行するアントレプレナー(企業家ないし起業家)のほうを高く評価した。その点、資本家やベンチャーキャピタリストの役割を認識していたのはマルクスであったという。

マルクスは、「最初に商品を買って資金を入手し、その資金を使ってまた商品を購入する(商品→貨幣→商品)」のではなく、「最初に元手の資金を投入して商品を仕入れ、その商品売り資金を回収して儲ける(貨幣→商品→貨幣)」という論理を展開した。つまりマルクスにとって、企業家と資本家は一体であったというのが、著者のマルクスに関する論評である。この貨幣→商品→貨幣という連鎖を、貨幣→会

社→貨幣に置き換えれば、それはベンチャーキャピタリストの仕事にはかならない。

## 6. 政府の役割

ベンチャーキャピタリストというと、一見、自由放任の市場原理主義者（ないしは政府の民間経済への介入を忌避するリバタリアン）の権化のようにみえるが、ジェインウェイは政府の役割を重視する。この点は、従来から市場経済システムを調べてきた評者にとっては、目から鱗が落ちる指摘であった。

特に米国では、国防とヘルスケアの分野における政府の主導権が、情報通信技術（IT）やバイオテクノロジーを始めとする先端分野で、革新的技術の萌芽を生んできた。ベンチャーキャピタルによる投資の成功例が、ITとヘルスケアに集中しているのも、国防省（DOD）と国立衛生研究所（NIH）が、それぞれの分野で主導権を発揮し、後ろ盾になっているからである。

もっともDODやNIHが推進する研究開発が生み出す新技術の萌芽が、民間企業によって製品化されるまでの懐妊期間は非常に長い。そこで企業側で赤字が続く長い懐妊期間中、DODやNIHを始めとする政府機関が、さまざまな形で民間企業を支援する。つまり商業化の過程で発生する「無駄」を政府が吸収するのである。

技術の商業化や商品化に一定の目途がつくと、今度は新製品やサービスの大量生産や市場での交換取引（売買）のために、巨額の資金（信用）が必要になる。すると大規模生産と大量販売による規模の利益を追い求めて、銀行などの金融機関が信用供給に群がる。しかも金融機関は、みずからが政府に対するロビー活動に

よって金融規制緩和を促進し、信用供給の余地や方法を拡張することに力を注ぐ。

その結果、信用供給は行き過ぎてバブルが発生し、それが遂にはバブル崩壊となって金融機関自身を破綻に追い込む。すると再び政府が登場して、金融機関救済のために財政資金を投入する。バブル崩壊によって債務の肥大化が露呈し、引き続き負債返済（deleveraging）の過程で景気は長期間低迷するが、しばらくして負債返済もひと段落するころになると、再び革新的技術の萌芽が開花し、景気が再拡大する。西欧経済史は、そうした循環の繰り返しであった。ポスト・ケインジアン経済学も、まさにそうした信用循環を強調する点に特徴がある。

## 7. 制度、理論、技術

政府の役割は、単に革新的技術の種まきという入り口と、金融機関救済という出口だけに留まらない。有効需要拡大による雇用と所得の創出はもちろんのこと、民間部門へのキャッシュフローの供与、国債というリスクフリー証券の提供など、実物経済と金融経済の両面で、大きな影響力を行使する。1930年代の大不況後に、ソ連の脅威が強まるなかで、米国政府は国防に注力し、また欧州諸国政府は福祉国家建設に力を入れて、政府支出のGDP比が高まった。

その結果、民間部門の雇用と所得、キャッシュフロー、証券投資に大きな影響が及んだ。こうした政府部門の拡大は、第二次世界大戦後も続いたが、その背景では、次第に信用と負債の膨張が進行し、最後にはバブル崩壊につながった。しかし、2007～08年に金融危機が勃発するまでの間は、中央銀行が提供する安全網（俗に言うグリーンズパン・ブット）によって信用膨張と景気拡大が続いた。今になって振り

返ってみれば、金融危機勃発までの期間が、ベンチャーキャピタルの全盛期であった。

これもまた当然ながら、バブル形成の原因は政府部門の民間経済への関与増大だけによるものではなく、経済理論（財務理論）やコンピューター技術の発達も関係していた。理論に関しては、2007～08年に金融危機が発生するまでは、効率的市場仮説が流行し、市場は瞬時のうちに、その時点で存在するすべての情報を吸収することによって、価値と価格の乖離を瞬間的に解消すると想定された。この仮説に依拠した計量的演算モデルが構築され、コンピューター取引が盛んに行われた。ウォールストリートやシティの金融業は、分散処理環境のもとでコンピューターを大々的に導入した産業である。経済理論とコンピューター技術の発達も、バブル形成の一因となったのである。

つまり①政府による舞台設計（法制度）、②学界による脚本作成（理論）、③コンピューター処理による演出（技術）の三者による相互作用が、ダイナミックな信用循環と経済変動を生んだというのが、著者が描く資本主義の大局観である。

## 8. ベンチャーキャピタルの将来

こうした信用循環や経済変動は、ベンチャーキャピタリストのマイクロ企業に関する鑑識眼だけでは乗り越えられない大きなうねりである。著者は、株式投資を美人投票に例えたケインズの論法を引用して、ベンチャーキャピタリストは、ほとんど不可能な業（わざ）を要求されているとする。すなわち、一方では実物投資を実行する血気に満ちた企業家の決断力が必要であるが、他方では株式価値評価方法（美人の尺度）の変化に敏感な投資家（投機家）としての

観察力も必要である。リスクとリターンの兼ね合いを冷静に計算できると同時に、市場の流行の変化にも反応できる、この双方の資質を兼備するのは、至難の業だというわけである。

それにもかかわらずベンチャーキャピタル・ファンドが、少なくとも2000年のネットバブル崩壊までの間、一定の投資成果をあげることができたのは、ひとえに国防とヘルスケア分野での政府の主導的役割によるものであった。財政赤字削減が急務とされる現代において、政府の主導的役割をもはや期待できないとすれば、ベンチャーに関しても、明るい将来展望を描くことはできないであろう。著者も本書の末尾で、そうした悲観的な感懐を表明している。

しかし同時に、長い懐妊期間を経て、情報通信技術やバイオテクノロジーの商業化や実用化が進展しているのもまた事実である。最近のスマートフォンを使ったモバイル・ショッピングや、ビッグデータを駆使した新しいマーケティング、データセンターのサーバーを使ったクラウド・コンピューティングなど、新たなビジネスの可能性は枚挙に暇がない。著者の将来展望は、こうした悲観と楽観の狭間を揺れ動いているように見える。

## 9. 結語

著者は「将来とは、われわれの心の中にだけ存在する虚構である」というトマス・ホッブスの警句を引用して、将来の不可知性を強調している。評者の率直な読後感は、「もっと若いころに、本書で描かれたようなグランドデザインを知っていたならば、自分の人生も今とは違ったものになっていたであろう」というものであり、その点は著者も同感かもしれない。

著者は評者よりも数歳年長であるが、人生も

晩年において、その実態がほのかに浮かび上がってみえてくるようである。しかし人生の全貌が把握できるようになるまでの間に、壮年期は終了してしまう。またその間、ネットバブル期の利益相反行為によって失脚したアナリストのように、多数の敗北者（著者のいう「無駄」）が発生する。失敗や無駄は、資本主義や市場経済システムが健全に発展するために不可欠な要素であろう。

ただしもちろん、著者も指摘するように、その無駄が、若年層の失業や遊休設備の存在といった、ケインズ的な無駄である場合には、政

府による適正な有効需要管理政策が是認されるべきであろう。ケインズ的な無駄とシュンペーター的な無駄は、区別すべきである。

最後に蛇足ながら、本書の欠陥は、著者の知的水準の高さによるものか、英文および内容がきわめて難解なことである。また本書のタイトルも *Doing Innovation in the Capitalism Economy* としたほうが内容に即しているような気がする。

（法政大学経済学部教授・  
当研究所評議員・客員研究員）