

## 書 評

後藤直義, フィル・ウィックハム著, Sozo Ventures 監修 [2022]  
 『ベンチャー・キャピタリスト  
 —世界を動かす「キングメーカー」たち—』

(ニューズピックス, 3月)

佐賀卓雄

1.

一国あるいは地域の経済発展との関連で、イノベーションの波及（スピルオーバー）について引き続き強い関心が抱かれている。1980年代後半以降、イノベーションの震源地としての評価を固めたシリコンバレーをモデルとして、そのクローンを創り出す試みが、様々な国や地域で試みられてきた。わが国でも、度々、視察団や調査チームが送られ、そのシステムを移植することが試みられてきたことは周知の通りである。

世界各地で「…バレー」と名付けられ、起業に対する税制面での優遇措置や助成、施設（インキュベーション）の提供などの優遇策が採られた地域は決して少なくない。しかし、総じていえば、意図したような活発なイノベーションの創出には結びついていないといえよう。

この問題をめぐる議論の中で、類書とは異なる分析視点を提起し、傑出した成果をあげたのは Saxenian A. [1994], *Regional Advantage* (大前研一訳 [1995], 『現代の二都物語』講談社) であろう。

サクセニアンは、それまでエレクトロニクス

産業の中心地域であったボストンの「ルート128」とカリフォルニア州の「シリコンバレー」が、1980年代後半以降、衰退と一層の発展という対照的な経路をたどった背景についてフィールドワークの手法で分析を試みた。

まず、両地域の産業システムを類型化し、前者の独立企業型の産業システムに対して、後者をネットワーク型産業システムとして特徴づけ、両者の環境変化に対する適応力の違いを析出する。前者は少数の比較的独立性の高い企業が圧倒的な力を持ち、研究、設計、生産、販売などの機能が垂直的に統合され、権限は中央に集中して情報はほとんどの場合、縦に流れる。それに対して、シリコンバレーの産業システムは地域ネットワークをベースにし、様々な関連技術の専門企業どうしが集団で学習したり柔軟に調整を進めたりできる。企業は激しく競争しながら、非公式なネットワークや協力を通じて市場や技術の変化について学習していくのである。人材の流動性も極めて高い。

一言でいえば、閉鎖的で自己完結的な産業システムと外部に対して開かれた開放的な産業システムの違いということである。そのことが、ICT 関連の急激な技術革新の波という外部環境の変化に対する適応力の違いを生み出し、両

者の命運を分けたというのである。

彼女は、この産業（中でも人的な）ネットワークに注目した分析を足場に、イノベーションの移植という野心的なテーマに取り組む。その成果が *The New Argonauts*, 2007（酒井泰介訳、星野岳穂、本山康之監訳 [2007], 『最新・経済地理学』日経BP社）である。この問題を取り上げる場合、得てして「頭脳流出」(brain drain) に関心が集まりがちである。確かに、自国の研究環境や開発態勢への不満から優秀な人材が海外に流出し、自国にとって大きな損失になっているという議論は分かりやすく、研究費の増額などを主張する際にはよく持ち出される議論である。毎年、ノーベル賞の受賞時期になると、そうした問題が繰り返し指摘される。

彼女の立論はそれらの議論とは一線を画している。イスラエル、台湾、中国、インドを例証に、かつて流出した人材がネットワーク（特に人的なネットワーク）を自国に持ち帰り、時には規制の見直しを促すなど、産業の発展や新商品・サービスの開発に多大の貢献をしていることを明らかにしている。この「頭脳還流」(brain circulation)こそ、イノベーションのスピルオーバーの新たな形態だというのである。

これは彼女がいち早くシリコンバレーの（人的）ネットワークの重要性に注目していたからこそその分析視点であり、その慧眼に敬服させられる。

## 2.

前置きが長くなってしまったが、本書は個人的なベンチャー・キャピタリストへのインタビューにより、イノベーションの仲介機能の現代的な展開を明らかにしたものである。アメリ

カにおけるベンチャー・キャピタル（VC）の数は8000社を越えるので、インタビューの対象となった31社はそのごく一部に過ぎないが、それでもグローバルな広がりや投資哲学の多様性に圧倒される。ヨーロッパ、イギリス、中国、インド、東南アジア、南アメリカ、アフリカと、世界のほとんどあらゆる地域でVCの活動が広がっている（第5章）ことに加え、環境や気候変動、女性や黒人などのマイノリティの企業のサポートなど、ESGやSDGへの投資などへと質的な広がりを見せている（第6章）のに驚かされる。

とりわけ環境投資（EV、植物肉など）や気候変動（脱炭素、水素エネルギーなど）問題への取組みなどのインパクト投資に特化したVC（ダブル・ボトム・ライン・パートナーズ（DBL Partners）、プレイクスルー・エナジー・ベンチャーズなど）、クラウド・ファンディングを利用して一口50ドルでスタートアップへの投資を可能にしたリパブリックや、少額の「相乗り投資」で南アメリカ、中東、アジアの起業家の支援を行うエンデバー・カタリストをみると、金銭的なリターンとは結び付きにくい投資分野に果敢にチャレンジしていることが分かる。VCの一部は社会変革のパイオニアとしての役割も果たしているのである。

これらをサクセシアンの「頭脳還流」の現実の事例として読み取ることも可能である。本書には、ベンチマーク・キャピタル、クライナー・パーキンスなどの老舗の名門VCも含まれているが、新型コロナ・ワクチンを開発したモデルナに投資しそれを成功させたフラグシップ・パイオニアリングや超大型の10兆円ファンドを立ち上げVC業界の耳目を集めたソフトバンク・ビジョンファンドの他、「独自の仮説に

よって勝ちパターンを見い出すという『再現性』へのこだわり」(9頁)を特徴としたVCが紹介されている(第3章, 第4章)。ここでは理念や、特定の地域や業種、テクノロジーへのこだわりはあるものの、ある特定の運用哲学に対しての執着はなく、あらゆるチャネルを利用して徹底した情報収集に基づき自らの判断で投資案件を決定する。これは、プライベート・エクイティ(PE)、ヘッジ・ファンド(HF)など、非公開会社を主要な投資対象とする投資会社に共通した特徴である。公開企業への投資とは異なり、これらの投資分野では情報開示が義務付けられていないため、市場効率性が大きく見劣りがする。従って、この分野で継続的にリターンをあげるには、非公開情報を収集、解析し、それをビジョンに結び付けることが必要であり、人的ネットワークが極めて大きな役割を果たす。

特に目を引くのが、VCを立ち上げる際のパートナー探しに、スタンフォード大学や母国の出身大学などの人脈が決定的な役割を果たしていることである。これはサクセニアン「頭脳還流」の現代的な形態とあって良いだろう。

VCはスタートアップを金融的に支援する仕組みとしてアメリカで発展してきた。その起源は19世紀の捕鯨産業に求められるといわれている(78-80頁のコラムを参照)が、その投資のハイリスク・ハイリターンという特性、仲介業者、そしてストック・オプションに類似した成功報酬の仕組みは現代のVCの仕組みに受け継がれている。現代のVCは、金融的支援に止まらず、役員として経営に参画し、経営全般に対してアドバイスを提供する役割を果たす。その中でコンスタントにリターンを生み出すのはほとんど神業に近く、「勝ち組」はトップ1%のVC

に止まるといわれる(60-62頁)。同じことであるが、多くのVCは「3号ファンド」までに淘汰されるといわれる(518-20頁)。

VCの平均リターンは上場企業の株式投資(S&P)のリターンとはほぼ同じ水準であり、よりリスクの高い新興企業の集まるナスダック市場のインデックスと較べると2%以上も低い。要するに、VC投資は上場証券への投資とは異なり、正規分布ではなく、上位少数のVCに高いリターンが集中するべき乗則分布(ロングテール型分布)なのである。この中で高いリターンを達成するには、例えていえば、コッコツとヒット(単打)を積み重ね平均的な打率を維持するのではなく、コンスタントに一定以上の割合でホームランを打ち続けることが必要である。それが至難の技であることは容易に想像がつくであろう(512-17頁)。

シリコンバレーでもトップ1%といわれるVCは長年にわたってほとんど顔ぶれが変わっていない。例えば、ユニコーンと呼ばれる時価総額10億ドル以上の企業の投資家を見ると、ごく少数のVCの名前が繰り返し登場する。何故、このような状態が起きるのか、あるいはこれらのVCがどうやって長期にわたって高いリターンを実現しているのだろうか。それは、VCが「究極の情報産業であり、圧倒的な寡占構造を持っている」(60頁)ことによる。アメリカのVC産業はスタンフォード大学やハーバード大学などのエリート大学ビジネス・スクール卒業生が約40%を占めるといわれる。彼らは同窓や起業経験から築いた人的ネットワークによりできる限りの情報を収集し、将来、大化けする可能性の高いスタートアップを探索するのである。

### 3.

本書はVCの現場の生の声を集めたものであり、それ自体貴重であるが、それらの素材をいくつかの視点から評価することができる。例えば、歴史的なVCの発展の中で、特に1990年代後半から2000年代初頭のITバブルとその崩壊、そして2008年のリーマンショックを画期として、その仲介機能の多様な広がりを評価することができる。VCは果敢にリスクを取りながら、将来、大化けしそうなスタートアップを発掘し金融的支援を行うという初期の単純な金融仲介業務から進んで、現在では経営全般に関与しながらその成長に寄与している。このため、スタートアップとVCは日常的に緊密なコミュニケーションをとる必要性から、地理的に近い場所に所在するのが一般的である。

また、この間の全般的な金融緩和の基調の下で、VCの投資可能額も増加する一方、特殊な技術を持つスタートアップはその情報の開示に消極的なため、IPO（新規公開）を急がなくなっているといわれる。これが時価総額が10億ドルを越える非公開企業、いわゆるユニコーンの増加となって現れているのである。

さらに、このことはVCの投資対象が女性やマイノリティの事業の立ち上げの支援や、気候変動や環境問題への対策といったESG、SDG投資へと広がっている背景ともなっている。

本書からそのようなメッセージをえることもできるだろう。

### 4.

ここでは、プライベート・エクイティ（PE）

（いわゆるPEに加えて、HF、VCを含む）と市場効率性との関連、および投資哲学を取り上げてみたい。効率的市场仮説は過去に何度もノーベル経済学賞の受賞対象となっているので、資本市場理論の主流をなす思考の枠組みとって良いだろう。この仮説にはいくつかの類型（ウィーク型、セミストロング型、ストロング型）があるが、共通しているのは株価があらゆる公開情報（ストロング型の場合には、インサイダー情報までも）を織り込んで形成されるため、市場を出し抜くことはできず、最良の投資戦略はマーケットそのものに投資することであると主張する。すなわち、インデックス運用の優位性を主張するのである。

かつて、ノーベル経済学賞受賞者のポール・サミュエルソンは議会証言でトレーダーは市場に打ち勝つことはできないのだから配管工にでもなった方が良くいと述べたことがある。この限りでは、サミュエルソンは効率的市場仮説の支持者といえるのであるが、面白いのは、その一方でコモディティズ・コーポレーションというヘッジ・ファンドを立ち上げ、かなりのリターンをあげていたことである（このエピソードについては、Mallaby S. [2010], *More Money Than God*; 三木俊哉訳 [2012], 『ヘッジ・ファンド』（Ⅰ）（Ⅱ）、楽工社、第3章に紹介されている）。これを彼の矛盾した行動とみるか、プラグマティックな行動とみるかは意見が分かれるであろうが、評者はサミュエルソンのプラグマティズムの発露と解釈したい。

1997-98年の東南アジア、ロシア経済危機の過程であえなく破綻したヘッジ・ファンド、ロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）についても同様であろう。2人のノーベル経済学賞受賞者を擁しドリームチーム

と呼ばれたこのヘッジ・ファンドは、市場の非効率性から生じる利益機会に注目し市場間の裁定取引によって利益をあげることを投資戦略としていたが、経済、金融危機の発生にともなう過敏なリスク回避の動きの中で、膨大な裁定ポジションを前にそもそもの前提条件である市場流動性そのものの消滅という事態に直面し身動きが取れなくなったのである。

また、数学者、暗号解読者であるジェームズ・シモンズが立ち上げたヘッジ・ファンドであるルネッサンス・テクノロジーは市場の短期的変動パターンを徹底的に追究するトレンド追随モデルに依拠し、2000年代半ばまで年平均39%という驚異的リターンを実現した。このHFは数学、物理学、暗号解読の専門家から構成され、経済学専攻者はまったく採用しなかった。

要するに、十分な情報が公開されている株式市場ではかなりの市場効率性が実現し、市場に打ち勝つことは困難であるが、非公開株式のような十分な情報が流布していない投資分野では市場を出し抜くことは決して不可能ではないということである。PE投資は市場の非効率性を突いた典型的な投資である。ただし、PE投資の世界では、継続的に高いリターンを実現するのは至難の技である。

リーマンショックの際には、1千社以上のHFが破綻したといわれるから、サミュエルソンやシモンズのような特異な才能を持つ人間だけが成功しうることは特記されなければならない。そして、マラビーの前掲書に紹介されているように、新たな投資戦略を掲げるHFが次々と参入するものこの投資分野の特徴である。VCの世界もまったく同じで、新陳代謝が激しい。

さらに、理論の前提に関わる問題がある。ハーリー・マーコビッツ、ウィリアム・シャープ以来築き上げられてきた現代ポートフォリオ理論(MPT)、オプション価格についてのブラック・ショールズ・モデルなど、これまでにノーベル経済学賞の対象となった業績はすべて正規分布(ベル型カーブ)を前提にしてきた。この仮定の下では、例えば、1987年10月19日の「ブラック・マンデー」の時に一日で29.2%の下げ幅を記録する確率は、計算上、10の50乗分の1以下である(Mandelbrot B.B. and Hudson R.L. [2004], *The (Mis) Behavior of Market*; 高安秀樹監訳 [2008], 『禁断の市場』東洋経済新報社, 第1章)。正規分布の世界では、このような異常値の発生は「あってはならないこと」、「起きるはずのないこと」(ブラック・スワン)なのである。しかし、実際にはこのレベルの異常値は数十年に一度の割合で発生しており、効率的市場仮説の現実の説明能力は著しく見劣りがする。

だから、タレブはこの正規分布の仮定を「壮大な知的詐欺」(great intellectual fraud)とこきおろしたのである(Taleb N.N. [2008], *Black Swan* (望月 衛訳 [2009], 『ブラック・スワン』(上)(下), ダイヤモンド社, 第15章)。

効率的市場仮説の下では、株価はあらゆる情報を織り込んで形成されているはずなので、株価が大きく変動するのは市場に新たな情報がもたらされた時に限られる。従って、ブラック・マンデーのような株価の突然の暴落を説明することは難しい。これを契機に、効率的市場仮説の影響力は減退し、市場の非効率性を示す「一月効果」や「小型株効果」のアノマリー(特定の時期や、一部の株式の種類が相対的に株高になる傾向)についての研究の進展や、投資家心

理に注目する行動ファイナンスの影響力が強まるのである。

従って、ベキ乗則分布を示すPE投資には効率的市場仮説の議論は適用できないのである。市場の非効率的な部分を鋭敏に見つけ、他者を出し抜くことが最良の投資戦略ということになる。少々逆説的になるが、そのためには徹底した情報収集と解析が決定的に重要で、それを効果的に遂行するためには人的ネットワークを張り巡らすことが必要不可欠である。

## 5.

本書の中心（第3章～第6章）は31社（38人）のVCへのインタビューを整理したものであるが、それぞれが個性的で独特の投資哲学

（理念や、投資する地域、業務分野、あるいはテクノロジー）を持っているため、その多様性に圧倒される。そして、著者たちの編集の労に敬意を払った上ではあるが、ベースがインタビューで話し言葉であるため、散文的で深掘りに欠ける部分が散見されるのは止むをえない面がある。

ただし、VC投資のリターンの特性やVCにまつわる様々なエピソードを紹介した、第1章、第2章、第7章、そして適宜、織り込まれている「COLUMN」と、「おわりに」は、その欠落を補って内容を収斂させ本書全体にまとまりを与えている。

本書はVC業界の最先端の動きを鳥瞰できる最良の道案内の一つとして高く評価される。

（当研究所名誉研究員）