

書 評

Sebastian Mallaby (2022), *The Power Law*; 村井浩紀訳 (2023)  
『ベンチャーキャピタルが変える世界』  
(上) (下)  
(日本経済新聞出版)

佐 賀 卓 雄

1

アメリカの株式市場では、1990年代後半から公開会社数が減少し、それに並行して時価総額が10億ドルを越える非公開会社、いわゆるユニコーンが増加している。また、2012年からは私募による資金調達額が公募によるそれを上回る状態が続いている。

それにともない、ユニコーンによる不正行為も頻発している。革新的な血液検査装置の開発によって医療を革命的に変化させることを謳い文句とし、一時は時価総額が90億ドルに達したセラノス (Theranos, Inc.) の詐欺行為や虚偽の情報開示、またオンラインの保険会社、ゼネフィット (Zenefits, Inc.) による法律違反行為が世間の耳目を集めた他、ウィワーク (WeWork Company Inc.) やウーバー (Uber Technology Inc.) などのユニコーンについて、そのガバナンスが問題になった。

一体、アメリカの株式市場では何が起きているのか。新規公開 (IPO) 市場が縮小する中で、その中心的な仲介業者であるベンチャー・キャピタル (VC) はどのような役割を果たし

ているのか。こうした問題に対して多大の関心が寄せられ、関連した著書が次々と刊行されている。

本書は、アメリカのスタートアップ、そしてVCの中心地であるシリコンバレーを舞台に、関連文献を渉猟し、関係者へのインタビューを基に、創業者、VCなどの間で展開された興亡を臨場感溢れる筆致で丹念に描いている。ただし、いたずらにそのドラマ性に引きずられることなく、本書の書名ともなっている「ベキ乗則」(The Power Law) を前提としたVCのハンズオン投資の判断と、スタートアップの創業者の思惑、そして起業ブームに惹かれて新規に参入したヘッジファンド (HF) や投資銀行との間での投資判断をめぐる軋轢について明らかにしている。

著者のセバスチャン・マラビー (Sebastian Mallaby) は、1986年にオックスフォード大学卒業後、エコノミスト誌に入り、99年にワシントン・ポスト紙に移籍した。現在は、外交問題評議会のシニア・フェローである。本書は5冊目の著書であるが、前作の、*More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*, 2010; 三木俊哉訳 (2012), 『ヘッジファ

ンド』(I)(II), 楽工社は、同じく「ベキ乗則」の世界で市場を圧倒したディラー達を取り上げている。

## 2

本書の目次は次の通りである。

- 序章 合理的でない人々
- 第1章 アーサー・ロックと才能を解き放つための資本
- 第2章 ファイナンス理論に縛られないファイナンス
- 第3章 セコイア, クライナー・パーキンス, そしてアクティビストの資本
- 第4章 アップルをめぐるひそひそ話
- 第5章 シスコ, スリーコム, そして勢いづくシリコンバレー
- 第6章 「用意周到」派と「臨機応変」派 (Planners and Improvisers)
- 第7章 ベンチマーク, ソフトバンク, そして「誰もが1億ドルを必要としている」
- 第8章 これといった条件のないグーグルへの出資
- 第9章 ピーター・ティール, Y コンビネーター, そしてシリコンバレーの若者たちの反乱
- 第10章 中国へ, そしてかき回せ
- 第11章 アクセル, フェイスブック, そしてクライナー・パーキンスの凋落
- 第12章 ロシア系, タイガー, そして成長株の台頭
- 第13章 セコイアの数の力
- 第14章 ユニコーンをめぐるポーカー・ゲーム

結論 幸運, スキル, そして国家間の競争年表

補遺: 図表

HFを取り上げた前著と同じように、本書でも時系列に沿ってシリコンバレーを中心としたスタートアップとVCをめぐる動きを取り上げている。もっとも、序章では「ベキ乗則」とロナルド・コースの取引コスト論を手掛かりに分析視点を定置し、最終章ではVCをめぐる論点を整理し、巻末には年表と簡単な補遺: 図表が添付されVCの動向を鳥瞰できるようになっており、単なる通史には止まらない分析となっている。さらに、後にアナリー・サクセニアンによるアメリカの起業の中心であったボストンの「ルート128」とシリコンバレーをめぐる地域的優位性の根拠としての企業間ネットワークにも言及しており、これまでの研究成果が十分に活用され、類書とは一味違った水準の高さを示すものになっている。

序章では、本書の書名ともなっている「ベキ乗則」(The Power Law)を説明している。これは事象の分布の特徴を表す概念で、少数の企業が業界の大部分のリターンを占める状態を指している。パレートの法則、あるいは80対20の法則としても知られるが、要するに、全体の富の80%を20%の人々が占めているとか、売上げの80%を20%の商品あるいは営業マンが占めている、科学論文の総引用件数の80%を20%の論文が占めているなど、偏った分布を示すのに使われる。ただし、80%や20%に特に根拠はなく、全体の5%の商品が90%の売上げを占めている場合でも使われる。

マラビーはこれをさらに敷衍して、少数のベンチャーキャピタル(VC)が指数関数的にリ

ターンを獲得していく現象を指して使っている。

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ベキ乗分布(ロングテール型分布)なのである(pp.6-7, 邦訳(上); 27-28頁の図表を参照されたい)。

このような特性のある分野で高いリターンを継続的に実現するためには、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。VC投資の神髄はどうやって「外れ値」(outlier)をみつけるかにある。これはプライベート・エクイティ(PE)やHFとも共通しているが、VCの場合、外れ値のリターンがけた違いであることが最大の特徴である。

例えば、1980年に、遺伝子組換え技術の製品化を目指すジェネテックがNASDAQに上場したが、10万ドルの出資で発行株式の4分の1を保有していたVCのクライナー・パーキンスのリターンは200倍に達した。同VCが組織したリミテッド・パートナーシップは1984年の時点で2億8000万ドルの利益を計上したが、その95%はタンデム(コンピュータ)とジェネテックからの利益であった(p.79; 邦訳(上), 151頁)。

1995年に初のインターネット接続サービス企業ネットスケープが上場した時、VCのクライナー・パーキンスが当初出資していた500万ドルの株式は2億9300万ドルになった。株価はさらに上昇し、含み益は5億ドルに達し、リターンは約100倍になった。それ以外の何件が無価

値になったかはほとんど意味がなくなったのである(p.148; 邦訳(上), 272頁)。

2010年にVCのアンドリーセン・ホロヴィッツはインスタグラムに25万ドルを出資していたが、フェイスブックが2年後に10億ドルで買収したため、同VCは7800万ドル、すなわち312倍のリターンを手にした(p.213; 邦訳(下), 40頁)。

VCのセコイアは、2000—14年に、ネットで11.5億ドルのリターンを手にした。その内訳をみると、2003, 07, 10年に調達した資金で計155件の投資を行ったが、その内の半分は損失を記録した。しかし、20件ではリターンが10倍を越え、それぞれ最低でも1億ドルの利益を計上した(p.320; 邦訳(下), 233頁)。

これらはほんの一例に過ぎないが、こうした高収益を実現するVCの顔ぶれが、長期的には変動があるものの、ほぼ固定されていることである。これには過去の実績が影響を及ぼすという経路依存性(path dependence)という側面もあるが、情報ネットワークの力が強い。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%を占めており、同窓や起業経験から築いたネットワークが強力な武器になっているのである。

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。その起源を19世紀の捕鯨産業に求める研究者もいるが(Tom Nicholas (2019); *VC: An American History*; 鈴木立哉訳(2022), 『ベンチャーキャピタル全史』新潮社, 参照), その現代的形態はショックレー半導体研究所を離反した「8人の裏切者」がフェアチャイルド・セミコンダクターを立ち上げた1957年を起点とするのが通説

である。

ベル研究所でトランジスタの発明によりノーベル賞を受賞したウィリアム・ショックレーがスタンフォード大学リサーチパークにショックレー半導体研究所を立ち上げたが、その常軌を逸した偏執狂(パラノイア)的性格に嫌気がさした8人の若手技術者が独立して事業を始めたのである。当時はスタートアップにリスク資本を提供するVCは存在しなかったから、彼らはツテを頼ってニューヨークの証券会社ヘイドン・ストーンのアーサー・ロックに仲介を依頼した。後に「VCの父」と呼ばれるようになるロックは、フェアチャイルド・カメラ&インストルメント(FC&I)から140万ドルの融資を取り付けた(pp.36-7;邦訳(上),79頁)。

この研究所からスピノフした技術者達によって、1966年から69年にかけてインテルを始めとして19社の半導体(IC)関連企業が生まれ、サンフランシスコ半島は一躍ICのメッカとなった。2014年の時点では、テクノロジー系の上場企業の内、実に70%が何らかの形でフェアチャイルドの流れを汲んでいたといわれる(p.21;邦訳(上),53頁)。

本書のもう一つの重要な枠組みは、ロナルド・コースの取引コスト論である。コースはスポット的な市場取引にともなう様々な取引コストが企業組織の生成を要請すると主張した。長期継続的な取引は取引相手を探し取引条件を交渉する検索費用や交渉費用を削減することができるため、企業内取引あるいは垂直的統合が組織されるようになるという。1980年代後半以降、内部組織の経済学では日本の企業集団や系列は成功例としてもはやされたことがある。

しかし、市場と企業を結ぶ中間領域に関心が向けられることは減多になかった。VCは資

金、優れた人材、大口顧客を有望なスタートアップに提供するなど、経営全般に関与し、チームの編成、資源の調達、戦略的ビジョンの策定を遂行する。そして、スタートアップの当初の資金が尽きると、市場のテストに曝し、増資に応じる熱心な出資者が現れなかったら、その企業の価値の下落という価格シグナルが点滅し、VCはその企業を廃棄させ資源の浪費を避けるのである。

このように、定期的に価格シグナルという規制を働かせることによって、VCは市場と企業を融合する第三の制度・機関として位置付けることができるという(pp.12-13;邦訳(上),37-39頁)。

VCのこの機能を支えているのが、彼らのネットワークである。例えば、グーグルの創業者のセルゲイ・ブリンとラリー・ページはクライナー・パーキンスとセコイアというシリコンバレーを代表する2つのVCから合計2400万ドルの資金を得ていたが、VCは外部からCEOを招聘することを条件にした。しかし、既にカリスマVCとして一目置かれていたクライナー・パーキンスのジョン・ドーアにとっても、これらの若く個性的な創業者を巧く制御するCEOを見つけ出すことは簡単ではなかった。結局、サン・マイクロシステムズ出身で、ソフトウェア会社ノベルのCEOであったエリック・シュミットを推挙した。

しかし、シュミットはグーグルのビジョンやビジネスには興味を持ったものの、気ままな若い2人の創業者に未来を託すことは不安であった。それを取り除いて背中を押したのは、自分が創業者たちによって追い出されても、ドーアを始めとするVCが同じくらい良い仕事を見つけてくれるだろうという確信であった(pp.186-

87；邦訳（上），338-41頁）。

しかし、近年のトヨタ・グループの不正行為にみられるように、そのネットワークのガバナンスを維持することは容易ではない。VCの場合も同じで、自らの影響力の弱화에直面したVCがしばしば創業者の暴走を阻止できなくなる事態に当面している。

### 3

VCの原初的形態は、ボストンで1946年にスタートしたハーバード大学教授であったジョージ・ドリオのアメリカン・リサーチ・アンド・デベロップメント（ARD）である。同社はデジタル・イクイップメント・コーポレーション（DEC）の株式77%を10万ドルで取得し、1972年までに3億8000万ドルを獲得した。これは同社のキャピタル・ゲイン総額の8割に相当したという。しかし、同社は公開株式会社であったため、厳しい規制を受け、従業員に成功報酬を供与することができなかったために従業員の離脱が相次いだ。株価も低迷し、1972年に清算した（pp.30-31；邦訳（64-70頁））。

現代的な形態のVCの起源を1957年の「8人の裏切者」によるフェアチャイルド・セミコンダクターの設立に求めるとすると、現在までの発展をその思考パターンと行動様式を基に、大きく3つの時期に区分できる。第一期は、1990年代末のITバブルの時期までである（第1章－第6章）。この時期に、「外れ値」を狙う運用戦略のリスクに対応するいくつかの仕組みが確立した。それは、パートナーシップ組織、段階的資金投入、スタートアップの従業員のやる気を引き出すインセンティブとしてのストック・オプションである。

第二期は、2000年のITバブル崩壊からリーマン・ショックを挟んだ2010年頃までである（第7章－第13章）。この時期には、年金やミューチュアル・ファンドの運用規制緩和により、VC産業への資金流入が増加する一方、中国への進出が相次いだ。そして、最も大きな変化は、グーグルの場合に明確になったVCとスタートアップの力関係の変化である。ピーター・ティールのファンダーズ・ファンドのように、外部のCEOに頼らず創業者に任せるのが望ましいというVCや、ポール・グレアムのYコンビネーターのように、それまでのハンズオン型のVCに対して批判的な参入者が登場した。巨額な投資資金を持ったソフトバンクの孫正義もVC投資を攪乱する要因となった。

しばしばハンズオン型とハンズオフ型のVC投資がせめぎ合う局面が現れた。このことは、スタートアップの側からみれば、資金調達源が多様化することによって交渉力が強まることを意味したから、経営に介入するハンズオン型のVCを忌避する傾向を強めることになった。

第三期は、ユニコーンが増加し、ガバナンスが問題になった2010年以降である（第14章）。ユニコーンは時価総額が10億ドルを越える非公開会社であるが、その増加とともにガバナンス構造の綻びを示すスキャンダルが相次いだ。そこに至るまでには、ハンズオン型の投資を志向するVCとの間での確執が展開されたのである。

### 4

第一期は、VCの基本的な構造ができあがる時期である。スタートアップが上場にこぎ着けるまでの資金調達をみると、シードステージ、スタートアップ・ステージ、セカンド/サー

ド・ステージ、ブリッジ・ステージ(エグジット準備期)という段階を経過する。各段階でエンジェル、VC、投資銀行などが主要な資本提供者あるいは仲介者となる。

最初の時点では、アイデアがあるだけであり、財務データはもちろん、ビジネス・プランがない場合も珍しくない。資本提供者からみれば、投資判断の材料がほとんどないから、初期の段階ほどリスクが高い。この段階で投資を判断するには、スタートアップのアイデアと創業者の人格が決め手になることが多い。従って、エンジェルやVCは、ほとんどが専門的知識を持っているか、自ら起業経験のある人物である。

このようなハイリスクの投資の世界では、リスクを限定するための仕組みの構築が必須である。それにはパートナーシップ形態、段階的資金投入、ストック・オプション制度がある。まず、パートナーシップ形態は、7年から10年程度の期限でジェネラル・パートナー(GP)とリミテッド・パートナー(LP)から組織される。GPは事業の企画・立案、経営全般に無限責任を負い、年2%前後の管理手数料と利益の20%の成功報酬を受け取る。LPは経営には関わらず出資額の範囲で責任を負い、収益のうちGPへの報酬を除いたものを出資額に応じて受け取る。この形態は収益発生の時点では課税されず、LPが受け取った時点でのみ課税されるので、二重課税を避けることができ税制面のメリットが大きいといわれる。プライベート・エクイティ(PE)やHFの世界では一般的な組織形態であるが、VCでは1959年のドレイパー・ゲイサー&アンダーソンが最初のLP組織とされる。最初の最も成功した例としては、デービス&ロックのLPファンドが、サイエン

ティフィック・データ・システム(SDS)に25万ドル投資し、68年に清算した時に6000万ドルに達した。SDSは69年にゼロックスが買収した(p.50;邦訳(上),101頁)。

段階的資金投入(stage-by-stage financing)とは、一気に多額の資金を投入するのではなく、シリーズA、シリーズBというように、段階的に資金投入することである。これによって、市場の判断を仰ぎ、投資家に関心を持たずに資金が集まらなければ、清算に踏み切るのである。マラビーがVCを市場と企業を結ぶ第三の制度・機関と評価する所以である。これをVCのリスク管理という側面からみれば、投資リスクを限定する仕組みということになる。

そして、VCはスタートアップの経営にも積極的にコミットする(ハンズオン型投資)。多くの場合、取締役などの形で経営陣に参加し、経営のアドバイス、人材や顧客の紹介などを行う。アップルの場合、製品のコンセプトが斬新でVCの理解をえることが難しかったために、資金調達に苦勞した。人づてにクライナー・パーキンスとの面会を求めたが拒否された。セコイアのドン・バレンタインは興味を示したものの、出資の約束をえることができなかった。最終的には、ニューヨークのVC、ベンロックが30万ドルで10%の株式を取得することに合意したのを契機に、少額ではあるがインテルのアンドリュー・グローブも出資することになり、VCからの出資が集まり始めた。このように、VCのネットワークは稠密であるため、他のVCが投資したという情報が投資に踏み切る理由になるのである(第4章)。

VCは、場合によっては、シスコシステムズ(第5章)、最近の例としてはウィワーク、ウーバー(第14章)のように、創業者を追放する場

合もある。

VCが良好なパフォーマンスを記録し、機関投資家などの資金が流入し始めると、そのような介入はせずに創業者に経営を委ねるVCも現れる。また、創業者の中にはこのようなVCの伝統的なアプローチを忌避する傾向が強まる。この転換点は、グーグルの資金調達であろう(第8章)。

社員にインセンティブを与えるストック・オプション制度も、社員のやる気を最大限に引き出しスタートアップを成功に導くことを目的に、アーサー・ロックがインテルの創業に当たって採用した仕組みである。ストック・オプション制度自体は珍しくなかったが、インテルでは全従業員を対象に実施した(p.55; 邦訳(上), 110頁)。

## 5

第二期は、2000年のITバブルの崩壊からリーマン・ショックを挟んだ2010年頃までである。この時期を特徴づけるのは、何といてもVCとスタートアップの力関係の変化である。この背景には、好調なIPO市場に惹かれて多くの機関投資家の資金が流入し、スタートアップは様々な戦略を謳うVCから資金の調達ができるようになったことがある。これを機に、VCのハンズオン型投資は忌避され、より自分たちの意向に沿ったVCを見出すことができるようになったのである。

例えば、ヤフーの1995年のシリーズAの資金調達では、セコイアが97万5000ドルを出資して株式の32%を取得した。次のシリーズBでは500万ドルのうち、半分以上をソフトバンクの孫正義が出資した。ソフトバンクは総額で1

億ドルを出資したいと提案し、もしヤフーに出資しない場合には、競合するエキサイトとライコスに出資すると威嚇した。最終的に、孫のヤフーへの出資は1億ドルを越え、ヤフーの上場によって孫は1億5000万ドル余りの含み益を手にした(第7章)。

対照的に、ベンチマークは投資対象の選択とコーチングを50対50の比率で行い、起業家と一緒に経営上の課題に立ち向かう戦略を明確にしていた。アンチ・ソフトバンクである。これに基づき同VCが投資したのがイーベイである。ベンチマークはイーベイへの投資から10億ドルを越えるリターンを手にしVC投資のリターンの記録を塗り替えた(pp.169-70; 邦訳(上), 296-97頁)。

このように、VCの戦略はこの時期に経営にコミットする伝統的なハンズオンと、創業者に経営を任せるハンズオフに分かれた。後者は、ピーター・ティールのファンダーズ・ファンドやポール・グレアムのYコンビネーターに代表される。新規のテクノロジーを事業化する場合には、既存企業の経営の経験は役に立たず、そのアイデアについて考え抜いたスタートアップの創業者こそ経営を行うのに相応しいというのである。特に、グレアムはVCによる気前の良い出資には徹底的に批判的で、創業者に必要なのは家賃と食料品をまかなうための少額の現金だけで、それを起業経験のあるエンジェルから調達すべきだと説いた。それを実現したのが、起業を支援するアクセレレーター(Yコンビネーターである(第9章)。

## 6

第三期は、2010年以降のユニコーンの登場と

VC との関係である。この言葉を2013年に最初に使ったカウボーイ・ベンチャーズのアイリーン・リーは、2003年以降のデータベースを構築し、2013年で39社のユニコーンが存在するとした。

第二期に、VC の経営干渉を嫌ったスタートアップの創業者は、豊富な資金を背景に未公開のまま止まり、遂には時価総額が10億ドルを越えるユニコーンに成長した。しかし、それだけ大きくなっても、未公開であればSEC への情報開示は必要がなく、外部の投資家から口出しされることはない。ここから、ユニコーンのガバナンス問題が噴出する(第14章)。

その最悪の事例がテラノスである。血液検査結果の捏造や虚偽の財務データの提出を続け、破綻に追い込まれた。結果的には、シリコンバレーの主要なVC はテラノスにはまったく関わっていなかった。その資金は、創業者のエリザベス・ホームズの個人的な繋がりや富裕層から集めたものである。

さらに、ユニコーンとして人気のあったウィワークとウーバーでは、創業者のアダム・ニューマンとトラビス・カラニックがいずれも個人的利益の追求に走り、VC のベンチマークが中心となって創業者を追放した。ウィワークの場合、ハンズオフを方針とする孫正義の資金提供が支えたが、最終的には破綻した。ウーバーの場合、何としても出資したいメンロ・ベンチャーズとベンチマークとの間での確執が起きたが、最終的には創業者の追放に歩調を合わせた。

## 7

「結論」では、これまでのVC をめぐる様々

な研究を踏まえ、いくつかの論点を提示して評価している。第1に、「ベキ乗則」の下で特定のVC が勝ち続けているのは幸運と経路依存性によるもので、スキルはないという指摘についてである。マラビーはスキルを持つプレイヤーたちの中で勝者が絞られていく過程に対してだけ経路依存性が影響を及ぼすと主張する。いくつかの案件で成功を取めたVC が評価をえるのであり幸運は関係ないのである。

いったん評価が確立すれば、その後は実力は関係ないというのも言い過ぎである。投資案件を勝ち取るためには、ブランドと同じぐらいスキルが必要であり、投資の機会を得ても失敗する例は無数にあるのである。クリーンテック投資に傾斜したクライナー・パーキンスの凋落はその例である(第11章)。

第2に、VC が社会や経済にプラスの効果を及ぼしているかどうかという点である。これについて、マラビーはクリーンテックへの投資を例にあげ、VC が社会の進歩の原動力であることを主張している。

第3に、VC 業界に限られたエリート校出身の白人男性に支配されているのではないかという点である。確かに、VC 業界における女性のパートナーの比率は医者や弁護士の世界に較べれば大きく見劣りがするが、近年では上昇傾向にある。また、人種面では、アジア系の比率は高いが黒人やヒスパニック系の比率は他の業界と較べれば低い。VC 業界もこのことを認識しており、多様性を高める試みが続けられている。

第4に、政府の役割についてである。アメリカ政府は、1958年のソ連のスプートニック打ち上げの成功に衝撃を受けて、スタートアップを育成することを目的に中小企業投資会社

(SBIC) を創設した。この制度ではファンドの規模が45万ドル未満に制限され、ストック・オプションは禁止されていた。これでは、スタートアップに十分な資本を拠出することができず、民間主導のLP組織を前に存在感を失ってしまったという歴史がある (pp.43-45; 邦訳(上), 86-90頁)。

各国政府のVC育成の試みの中で、唯一成功を取めているのはイスラエルであり、それ以外は成功していない。同国の場合、アメリカのVCを誘致し、LP組織を採用した。政府の助成が成功しない理由としては、公的支援に付きものの縁故主義や官僚主義の弊害もあるが、制度設計のミスもある。VCの制度設計で最も効果的なのはLPによる二重課税の排除である。しかし、政府助成は補助金の供与が一般的であり、これでは損失を被ってもその一部を納税者が負担するため、政府資金を使った投機を促すことになってしまう。政府の振興策としては、VCへの税制優遇と高めの相続税の組合せが望ましい。

最後に、地政学的な側面の問題である。先端技術をめぐる中国との関係である。中国におけるVCの発展はアメリカのVCの進出による(第10章)。しかし、その後、中国のVCは現地化が進み、自己完結するようになった。従って、アメリカの資金提供者を中国から遠ざけても、戦略的利点はほとんどない。逆に、中国の資本がアメリカに入ってきてても、アメリカ側

は利点はほとんどない。

テクノロジーのデュアルユース(軍民両用)を考えれば、国家安全保障上、人的な交流にもなう技術の流出に警戒する必要がある。現在では、VCの交流よりもアメリカ国内における中国人研究者から得るものの方が大きいので、そうした活動には開放的であり続けながら、中国のスパイ活動には防諜作戦を展開すべきであると主張する。これはマラビーの外交問題評議会のシニア・フェローという現在の立場を反映するものであろう。

## 8

本書は歴史的にスタートアップの育成・成長に果たしてきたアメリカのVCの役割について、理論的であると同時に歴史的な視点から分析しており、現在のアメリカの新規公開(IPO)市場の実態を知る上で様々な示唆を与えている。日本経済の成長戦略を考える上でも、参考となる点が少なくない。

ただ、半世紀余りにわたるVCの歴史を対象にしているため、入り組んだ人物間のネットワークを理解するのにしばしば時間がとられる。欲を言えば、主要な登場人物の簡単なプロフィールをまとめて掲載すれば、本書の内容は読者にとってより理解しやすいものになろう。

(当研究所名誉研究員)