

プラットフォーム革命とネットワーク効果

—シリコンバレーで起きていること—

佐賀 卓雄

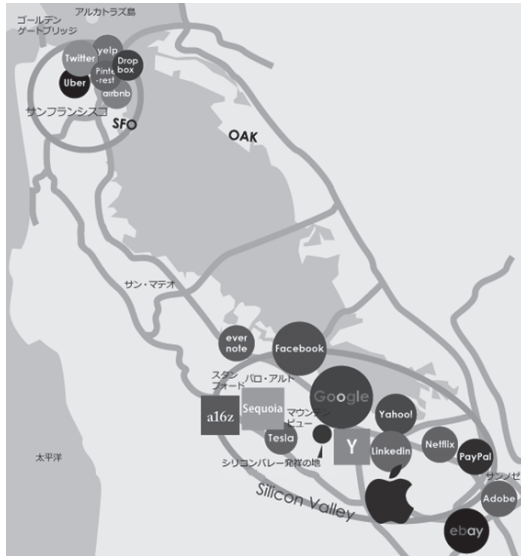
はじめに

六月二三日から数日間、サンフランシスコ（SF）とパロアルトでJETRO、日系の金融機関などを訪問し、この地域の変貌過程の一端に接する機会があつた。現在、ベンチャーキャピタル（VC）の投資額では、SFがシリコンバレーを越えており、起業によるイノベーションの波はSF半島全体に及んでいる。現実にも、ツイッター、エアビー・アンドビー、Uber、リフ

ト、SoFi、レンディング・クラブなどの新興ネット企業はSFに本社を構えている（図表1）。

この地域の活況をいくつかの指標で確認しておこう。まず、二〇一八年一月の失業率は、アメリカ全体では三・五%、カリフォルニア州は三・九%、それに対して、SFは二・二%、シリコンバレーは二・三%である。アメリカ全体に占めるシリコンバレーとSFを加えたVC投資額の割合は、ほぼ半分の四五%を占め、この地域がアメリカにおいてイノベーションを生む中心地であることが分かる（JVSIRS, 2019 Silicon Valley In-

図表1 サンフランシスコとシリコンバレーの主要企業



〔出所〕 Yahoo/

dex)。

その結果、二〇一七年の一人当たり所得の中位値は、アメリカ全体では五一、六四〇ドルであるのに対して、SFは一一九、八六八ドル、シリコンバレーは一〇二、四一〇ドルと、アメリカ全体の中位値の二倍近い所得である。他方、中古住宅価格の中位値はアメリカ全体では二五七、九〇〇ドルであるのに対して、SFは一、六五〇、〇〇〇ドル、サンマテオ郡（メンロパーク）は一、七七〇、〇〇〇ドルと、アメリカ全体の平均の六・四〇六・八倍もの高値である（JVS VIRS, *The Peninsula Economy*, July 2018）。

これだけ住宅費が高騰すると、かなりの高所得でないと持ち家が手が届かなくなり、ホームレスの数もニューヨーク、ロスアンゼルスに次いでアメリカで三番目に多い地域になっている。シリコンバレーの影の部分といえよう。

一、シリコンバレーのエコシステム

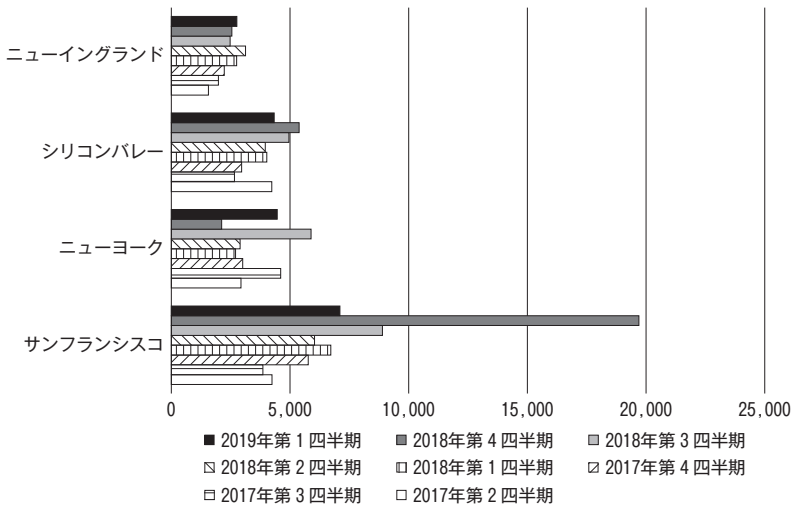
シリコンバレーの中心であるパロアルト周辺には、起業を支える多様なサービスを提供する組織が密集している。このうち、最も良く知られているのは、VCが密集しているサンドヒル・ロード、それに法律事務所が集まっているページミル・ロードであるが、北のメンロパークからマウンテンビュー、サニーベル、サンタクララ郡、SF半島最南部のサンノゼにかけて、ICT関連の企業、大学（スタンフォード、サンタクララ、サンノゼ各大学）、会計事務所、研究所（IBMアルマデン・リサーチ・センター、ゼロックス・パロアルト研究所）、エグゼクティブ・サーチ会社、コンサルタント会社が集中している。これだ

け広がりを見せているのは、この地域の活況により特にパロアルト周辺のオフィス料が高騰し、周辺地域に拠点を求めているためである。

ちょうどITバブル末期の二〇年前にこの地域で投資銀行、VCなどから話しを伺う機会があった（その時のレポートが佐賀「一九九九」である）が、今回の訪問によって改めてその変化に驚かされる。いくつかの点をあげよう。

まず第一に、地理的拡大である。当時は技術系企業はパロアルト周辺に集中していたが、現在は北はSF、南はサンノゼにまで広がっている。特に様々なサービスを提供する新興ネット企業（ツイッター、ウーバー、エアビー・アンドビーなど）はSFに本社を構えている。これにより、VCの投資額でもSFがシリコンバレー（*Silicon Valley Index*では、サンタクララ郡、サンマテオ郡、アラメダ郡（一部）、サンタクルーズ郡（ス

図表2 主要地域の VC スタートアップ投資額（四半期、百万ドル）



〔出所〕 PwC/CB Insights, *MoneyTree™ Report*, Q1 2019、より作成

コットバレー」をシリコンバレーと定義し、必要に応じてSFを加えている）を大きく凌駕している（図表2を参照）。

第二に、投資銀行の衰退とVCの役割の変化である。二〇年前には、シリコンバレーのITやバイオ関連ベンチャーの起業とその成長を背景に、SFにはモンゴメリー、ロバートソン・ステイブンス、ハンブレクト・クイスト（H&Q）という、ITやバイオ関連企業のIPOに強い三社の中堅投資銀行があった（これにアメリカ最古の投資銀行であるボルチモアのアレックス・ブラウンを加えて、頭文字をとって「HARM」（「HARM」と呼んでいた）。しかし、「HARM」は大手商業銀行に買収されるか、廃業に追い込まれ（ロバートソン・ステイブンス）、既にその名前はない。

また、当時から引受手数料は七%が「業界標準」とされ、一部にはカルテルではないかという

指摘もあり、それを打破すべくインターネットIPOのベンチャーが設立されたりしたが、その慣行を打破することはできなかった。しかし、二〇一二年のフェイスブックのIPO（モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスが主幹事）の手数料は一・一％であり、大口のIPOの場合には三％前後にまで低下した。さらに、一八年にはスポティファイ、一九年にはスラックが投資銀行を介在させない直接公開（Direct Public Offering, DPO）に踏み切り、エアビー・アンドビーもDPOによる公開を行う予定といわれる。

このような現象の背景には、発行体と投資銀行の力関係の変化がある。近年、金融緩和を背景にエンジェルやVCの資金調達力が強まり、スタートアップ企業が公開を急がなくなっていること、また、VCが単なる資金提供のみならずM&Aの仲介などによって出口（exit）を用意するといっ

た機能を果たすようになった。このため、ユニコーン（時価総額一〇億ドル以上）やデカコーン（時価総額一〇〇億ドル以上）と呼ばれる非公開企業が多数存在するようになっていく。特に、次に取り上げるプラットフォーム企業はそのネットワーク効果を發揮して、巨額の時価総額を実現している。

スタートアップに投資するVCは大株主でもあるから、経営全体にコミットする。従って、場合によっては取締役として経営意思決定に加わるが、それ以上に日常的に創業者とのコミュニケーションを円滑にし、モニタリングの機能を果たすことも必要である。このため、自ずから投資地域と投資先の数は限定せざるをえない。まず、投資地域であるが、シリコンバレーはパロアルトを中心に、北のSFと南のサンノゼまで車で電車（カルトレイン）でもそれぞれ一時間超程度で行

くことができるから、何かあったらすぐに駆けつけることができるということで、VCの投資範囲もSF半島に限定されている。また、投資案件もJAFCO（現在、現地ではICON Venturesという社名を使っている）の場合で、年間七件程度ということである。

投資決定の基準であるが、「第一に人物、第二にテクノロジー、第三に製品の市場性」（一九九九年のVCへのヒアリングより）であり、今回インタビューしたJAFCO (ICON Ventures) のCFO佐南武範氏も、投資にあたっては時間をかけて創業者の人となりを最も重視すると述べていた。

第三に、人材育成というか、一般的に教育の面でも大きな変化がみられる。これはアメリカ全体についての現象であるが、特にイノベータータイプな人材育成に力を入れているSFとシリコンバレー

では初等教育から特徴ある独自の教育プログラムを取り入れているいくつかの学校がある。ヤング吉原、木島「二〇一九」によると、アメリカでは二〇〇〇年代から教育界で提唱されたSTEMという概念に新たに「アート」が加わった「STEAM」(STEAM) 人材がこれからの人材育成で重要な役割を担うとされているという。ここで、Sは科学 (Science)、Tは技術 (Technology)、Eは工学 (Engineering)、Aはアート (Arts)、Mは数学 (Mathematics) の五つの頭文字をとった造語である。ここで、アートはいわゆる「芸術」という意味ではなく、一般教養を表すリベラル・アーツという意味に近い。このきっかけは、理系科目重視による教育の弊害や限界が指摘され、思考の根本的な枠組みから検討し直す必要性が認識されたことである。様々な分野における「デザイン思考」(Design Thinking) の浸透はこ

の傾向の現れである。

このSTEAM教育によって育てられた人材がイノベーターとして活躍しているという。著者たちは、このポイントは新しく加わったアートという分野にあるとして、STEAM人材の志向するところは「人間を重視すること」、「イノベーターのマインドセットを持つこと」、「様々な領域を越境し、デザイナーとしての発想でこれまでにない活動を展開していること」であるという。

ここでイノベーターとしてのマインドセットとして三つの特徴を指摘できるという。それは、

- ・型にはまらない (think out of the box)
- ・ひとまずやってみる (give it a try)
- ・失敗して、前に進む (fail forward)、である。

筆者自身、かつてシリコンバレーでスタンフォード大学のMBAコース在学中に知り合った仲間とVCの立ち上げを目指しながら目標のコ

ミットメント（資金提供の約束）が集まらず再起を期している日本人から話しを聞く貴重な機会があり、このシリコンバレー・スピリットともいうべき姿に接することができた。その際に、苦境にある彼にスタンフォード大学OBの人たちが手を差し伸べ、その内のある企業が週二〇時間のコンサルタント契約を提供してくれたとのことであった。後日、JAFCOの現法を訪問した際にこの話しをしたところ、ここでは悪いことをしないで、ガッツがあり頑張っている人間には手を差し伸べるという雰囲気があるということであった。今回の訪問でも、コミュニティの繋がりの強さについて言及されることがしばしばあった。

また、前回、サンドヒル・ロードのVCを訪問した際、会議室が手狭で収容できないことがあったが、同じ建物内（この通りは二階建てのビルが多い）に入居している五つほどの別のVCの一つ

が会議室を快く提供してくれた。JAFCOでも、同じ建物に同居しているVCとの間では日常的にコミュニケーションを取っているとのことであった。従って、投資先の選定などに当たっては、公式的ではないがある種のシンジケート的な投資の形が採られることが多いようである。シリコンバレーには六五四のVCがあり（Crutbase調べ、二〇一九年七月現在）、現在ではメガVCとそれ以外のVCとの間の資金動員力の格差も大きくなっているが、スタートアップのステージ毎に専門化している業者があり、これらのVC間で情報の共有が行われている。従って、投資先の選定にあたっては、VC間で一定のバリエーション（企業価値評価）についてのコンセンサスが存在する。この点、VCの数も少なく十分な競争と協力関係を欠き、適切な「目利き」が不在のわが国では、しばしばとんでもないバ

リエーションで投資が行われているのとは対照的である。もつとも、アメリカでもITバブルの際には、社名に「ドットコム」と付けば馬鹿高値が付いたから、洋の東西を問わず、歴史的には投機的ブームの仇花といえる。

このコミュニティのネットワークの存在こそ、失敗を恐れず挑戦し、仮に失敗してもそこから学んだ教訓を糧に何度も挑戦を繰り返すことを可能にしているこの地域の仕組みである。このような精神のあり様や非公式のセーフティネットは一朝一夕に出来上がるものではなく、長い年月をかけて形成、構築されてきたものであろう。人によっては、ゴールドラッシュ時代の果敢なリスクテイクにその起源を求める者もいる。近年では、この仕組みが一層深化され、Vコンビネーター（VC）の様に、起業家育成のプログラムを提供すると同時に、資金や人的なサポートで支援する組織

が高い評価を受けている。⁽¹⁾ このプログラムを受けることが大変、狭き門であると同時に、その修了者は一目置かれるブランド力を持っているという。

こうしたコミュニティの絆の強さがシリコンバレーの最も大きな特徴である。裏返せば、コミュニティ外部の人間はなかなか入り込むことは難しいのである。現在、シリコンバレーの技術者の三分の一はIC（インド人と中国人）であるといわれる。JETRO・サンフランシスコ事務所によると、二〇一八年の日系企業の進出は過去最大を記録したとのことであるが、日本人のコミュニティはかなり影が薄い。これは現地の日本人が数年すると東京に戻ってしまい、信頼されていないからだという。また、意思決定の遅さが災いしている面も大きい。案件を取りあえず持ち帰って検討しますという対応では、その時点でアウトであ

り相手にされない。このため、JAFCOの場合には大幅な裁量権が現法に与えられ、仕事がいやすいと言っていた。

二、プラットフォームとは何か

近年、プラットフォームと呼ばれるビジネスモデルが市場で高く評価され、時価総額上位をほとんど独占している。専門的な議論については佐賀「二〇一九」を参照してほしいが、その特徴はマッチング・ビジネスという点にある。⁽²⁾ つまり、売り手と買い手、サービス提供者とその利用者の出会いの場を提供することをビジネスとする企業のことである。従って、仲介業者を介するビジネスはすべてプラットフォームと呼ぶことも可能で、論者によっては、中国の古典で言及されている「お見合いの仲人」をルーツとして上げている

者もいる⁽³⁾。また、一八〇一年に証券取引の仲介業者（ブローカー）が組織して創ったロンドン証券取引所を初期のプラットフォームの例としてあげる者もいる。確かに、取引所の参加資格を限定した会員制度と、信用の担保としての機能を果たしている上場制度は、プラットフォーム発展の重要な条件であるガバナンスの問題を考える上で重要な示唆を与えるものである。

しかし、資本主義の発展とともに生じた市場組織としてみれば、せいぜいアメリカにおける一九五〇年のダイナースクラブによるクレジットカードの発行と、ショッピングモールが、現代的な仕組みのプラットフォームの最初の形態と呼べるものであろう。ダイナースクラブはニューヨークのアップアイーストサイドの富裕層にクレジットカードを発行するとともに、マンハッタンの一四の高級レストランにカードでの支払いを認める

ように説得したのである。また、ショッピングモールは集客力を高めるために、高級百貨店やブランドショップに出店するように説得した。レストランとカード利用者、出店者と買い物客というツースাইドのマッチング・システムの古典的な例である。

それでは、近年、急速に成長しているプラットフォームの本質的な特徴は何であろうか。それはデジタル化ということであろう。これにより、コストをかけずに一気に空間に制約されないつながりの拡大が可能になった。

ところで、何故、このようなビジネスモデルが、近年、脚光を集めるようになったのであろうか。スタンフォード大学医学部の池野文昭教授（同氏は Medventure Partners の取締役を兼務している）によれば、プラットフォームが注目されるようになった契機は二〇〇八年のリーマン

ショックであるという。これにより多くの中小のVCが淘汰され、スタートアップのための資金調達がままならない状態になったため、金のかからない事業の立ち上げを模索する中でプラットフォームという事業形態が発展してきたのである。この説明は確かに腑に落ちるものである。配車サービスで成長してきたウーバーやリフトは車を一台も所有していないし、六十ヶ国以上で宿泊サービスを展開しているエアビー・アンドビーもホテルや宿を一軒も所有していない。要するに、資産が成長を規定する要因ではなくなっているのである。

プラットフォーム自体はマッチング・サービスで売り手と買い手の出会いの場を設けるものである。また、フェイスブックのようなSNSでは、参加者同士のつながりの場を設けるものであり単純である。しかし、プラットフォームが爆発的に

成長するためには克服する課題も多い。俗に、「二つトリとタマゴの問題」といわれるが、両サイドが歩調を揃えて発展しないとプラットフォームの成功はおぼつかないのである。さらに、一見すると単純そうに見えるが、背後には複雑なシステムによって支えられていることも指摘しておく必要がある。

例えば、ウーバーやリフトの配車サービスを可能にしているのは、インターネットのインフラともいうべきGPS（位置情報）と地図情報をベースに、瞬時にスマホ画面上にユーザーの近くにいる車を表示、目的地までの経路、渋滞情報を考慮して料金を提示するシステムが稼働しているからである。

ここまで高度なシステムが構築されると、高い参入障壁となつてなかなか新規参入は難しい。逆に、この圧倒的な差別化要因がそのネットワーク

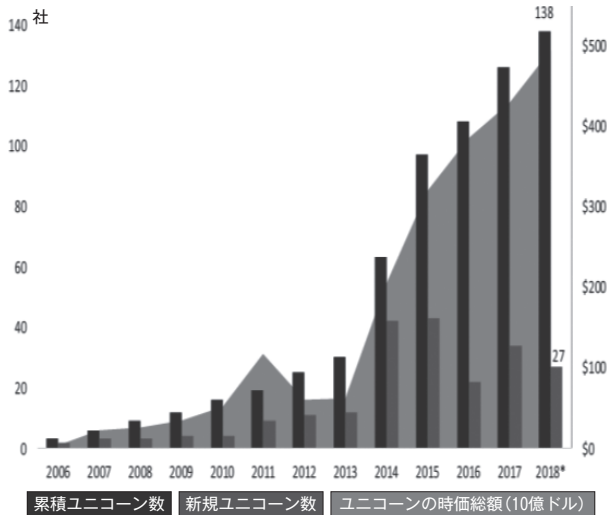
効果と相まって高い企業価値評価に結び付いているのである。高い時価総額を達成している他のプラットフォームについても同じことがいえる。

プラットフォームに限らず、新しいビジネスが顧客に受け入れられ成長するのは、何らかの意味で顧客の抱えているフリクション（問題）を解決し顧客満足度を高めることに成功しているからである。Uberやリフトのような配車サービスが成功した要因の一つには、チップの支払いに煩わされることがなくなったことがある。顧客は本部からあらかじめスマホ画面上で指示された料金をクレジットで支払い、チップは降車後に自分の裁量で支払えば良いのである。ドライバーとの間でお金のやり取りは一切必要ない。チップの多寡をめぐるドライバーと言い争いになることはなくなったのである。

三、ネットワーク効果とバリュ エーション（企業価値評価）

近年、時価総額が一〇億ドルを越える非上場企業、いわゆる「ユニコーン」が増加している。この命名者であるカウボーイ・ベンチャーズ（Cowboy Ventures）のアイリーン・リー（Aileen Lee）は二〇〇三年以降のデータベースを構築し、二〇一三年時点での「ユニコーン・クラブ」は三九社から構成されることを明らかにした。二〇一三年までの一〇年間にインターネット・ソフトウェア企業は約六万社設立されており、この中からユニコーンに成長した企業は、〇・〇七%、一五三八社に一社の割合であった。また、時価総額が一〇〇億ドルを越える「スーパード・ユニコーン」は一〇年に三社の割合で誕生していると

図表3 アメリカにおけるユニコーンの数及び時価総額の推移



〔出所〕 Pitchbook [2018], *Unicorn Report*

いう。⁽⁴⁾ユニコーンの数はその後も増加しており、二〇一九年五月現在、全世界で三四四社、その内、アメリカが四九%、中国が二六%を占めている。⁽⁵⁾図表3はアメリカにおけるユニコーンの数と時価総額の推移を示している。

何故、二〇一〇年代になって、一部では「IPOの死」とも呼ばれるほどIPOが顕著に減少し、ユニコーンの数が急増しているのだろうか。これには、三つの要因が影響している。

一つは規制強化の影響である。二〇〇〇年代初頭、ITバブルの発生とその崩壊によって顕在化した企業（会計）スキャンダルによって、サーベンス・オクスレー（SOX）法は内部統制システムの導入や情報開示規制を強化した。この結果、規制コストが増加し、それを忌避した企業が非公開会社化に踏み切る例もあった。スタートアップの企業にとってはもっと負担が重いのである。

第二に、同じく規制の影響であるが、二〇一二年四月のJOBS法 (Jumpstart our Business Startups Act) により私募市場の規制が緩和され(それまでの登録免除の上限であった株主数五〇〇人が二〇〇〇人まで引き上げられた)、資金調達が容易になったことである。

第三に、金融緩和による資金の累積である。運用資産額は二〇〇〇年の一兆ドルから一七年には五兆ドルに増加している。⁶⁾ この豊富な資金を背景に、メガVCは必ずしもIPOを急がなくなり、また豊富な資金を抱えるGAF AなどのプラットフォームにM&Aを仲介したりした。

そうはいっても、ユニコーンの数が多くなっているため、二〇一九年は大型IPOが続くと予想されている。

それでは、何故、プラットフォームが市場でこれほど高い評価を受けているのだろうか。かつ

て、ITバブルの時に、アマゾンが典型的な例であるが、同社は創業以来一〇年近く赤字が続いているにもかかわらず、株価は上昇していた。当時、証券アナリストは伝統的な株価収益率(PER)では高い株価水準を説明できないため、苦し紛れに株価が売上高の何倍かを示す「株価売上高比率」(PSR)なるものを考案したりしたものであった。

今年五月に上場したウーバーもITバブルの際のアマゾンの比ではない経常赤字を計上していた(二〇一八年で、売上高は一〇億ドルであるが、損失は三〇億ドルである)が、代表的なユニコーンの一つであった。当時と同じなのであるのか、あるいは異なるのであろうか。この問題を考える際に、二〇一四年に起きたウーバーの「ネットワーク効果」をめぐる論争がヒントになる。

一般的に、株価水準を決定する基本的要因は、

金利水準と市場における将来のキャッシュフローについての予想である。前者は市場で決まるため、投資家にとっては与件であり、後者が株価水準を左右する重要な要因である。現時点で赤字でも、高い確率で事業についての将来性が見込まれれば、投資家は期待を織り込んで投資をする。

投機的ブームの時には、市場全体が極度に楽観的になり、大したビジネスプランや事業基盤がなくともチャホヤされる傾向がある。一旦、市場の崩壊を迎えると、大部分の新興ベンチャーは破綻に追い込まれる。死屍累々の中から、ごく少数のしつかりとした事業基盤を持った企業だけが成長を続ける。これが、過去の投機的ブームとその崩壊から導き出されるパターンである。二〇〇〇年代初頭のITバブル崩壊の過程で生き残り、成長を続けたベンチャー企業としては、アマゾン、ペイパル、e ベイ、グーグルなどがあげられる。し

かし、当時、これらの企業についてビジネスモデルの新規性が指摘されることはなかった。

それに対して、今回はビジネスモデルとしてのプラットフォームと「ネットワーク効果」が成長を続ける企業の特質として強調されている。「ネットワーク効果」とは、「メトカーフの法則」としても知られている。イーサネットの共同開発者でスリーコムの実業家でもあるロバート・メトカーフは、電話ネットワークの価値が非線形的に増加し、加入者にとっての利便性が高まることを指摘した（電話加入者数（ E ）が増えると、ネットワークの数は $E(E-1)$ に増加する）。

これはワンサイドのネットワーク効果であるが、プラットフォームの場合には、ツーサイドのネットワーク効果がみられる。「同一サイド効果」と「クロスサイド効果」であり、それぞれに正と負の効果があるので、四つのネットワーク効

果を考える必要がある。⁽⁷⁾「負のネットワーク効果」とは、何らかの理由でネットワークの参加者の退出が増加することによって、ネットワーク数が非線形的に急激に減少し、衰退過程を辿ることである。かつて携帯電話市場のトップのシェアを押さえていたノキアとブラックベリーが、アップルのiPhoneとグーグルのアンドロイドの発売によって瞬く間にシェアを失っていったことはこの象徴的な事例である。

また、「クロスサイド効果」とは、片側のユーザーがもう一方の側にいるユーザーに影響を与えることで生じるネットワーク効果である。例えば、クレジットカードを使える加盟店が少なければ、カード保有者にとっての利用価値は大幅に低下する。また、レストラン予約サイトのオープン・テーブルは加盟レストランと顧客を並行的に増やすために、レストランからは予約ごとに1%

の手数料をとる一方で、予約客には一定の払い戻しをした。ペイパルは利用者を紹介してくれた者に一〇ドルの報酬を支払った。こうして、「二ワトリとタマゴの問題」を克服するために、まず片側のユーザーにある種の利得を与え、それを呼び水にして両サイドのユーザーにとっての顧客満足度を高めたのである。

さて、ウーバーの場合であるが、やはり最初はVCから調達した数百万ドルもの資金を使って、各利用者に三〇ドル相当の乗車サービスを無料で提供した。ドライバーと利用者の増加を軌道に乗せる好循環の呼び水としての効果を期待したのである。これにより、ウーバーと契約しているドライバーは客を待つ待機している空き時間を減らすことができ収入を増やすことができるし、利用者は数分でタクシーに乗ることができるのである。また、登録ドライバーが増えたと、ユーザー

の待ち時間が短くなり顧客満足度が向上する。こうして、「正のネットワーク効果」が発揮され市場は拡大する。ウーバーが起業の創業資金を準備していた〇九年にはSFのタクシーとリムジンの市場規模は一億二〇〇万ドルであったが、同社のデータによると一四年には既に三倍に拡大していた。ウーバーの時価総額も一七〇億ドルに達していた。

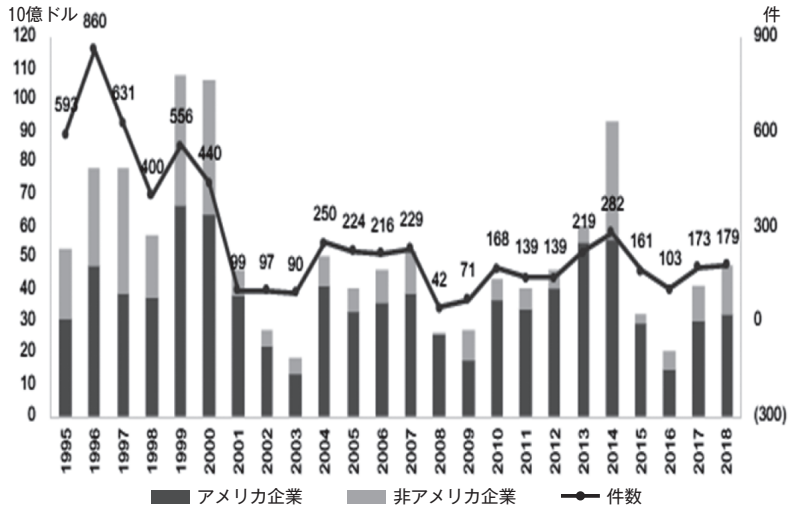
これに疑問を投げかけたのが、ニューヨーク大学のアスワス・ダモダラン教授である。⁽⁸⁾ダモダランはタクシー市場の規模、ウーバーの予想市場シェア、予想売上高に基づき、伝統的な企業価値の試算方法により、その企業価値を時価総額の約三分の一の五九億ドルと見積もったのである。

この評価に異を唱えたのがVCのベンチマーク・キャピタルのパートナーであるビル・ガリーである。⁽⁹⁾ガリーは市場規模の推定につい

て、ダモダランは過去を単純に延長して未来を見ているとして、若者の車離れや、ウーバーによる顧客満足度の向上（既存のタクシーの半分から三分の一の低料金、迅速な配車、現金による支払いの不要とチップの煩わしさからの解放）を考慮に入れると、市場規模とウーバーのシェアは今後大きく向上していくと予想され、ダモダランの評価は不当に低く、彼が見逃している一四年の市場規模で計算しても、彼の五九億ドルの約三倍の一七〇億ドルの企業価値は妥当であると主張した。そして、将来性を考えれば、ウーバーの企業価値はダモダランの評価である五九億ドルの二五倍でも不思議はないと主張したのである。

ウーバーは今年の五月にIPOを行っているのですが、その企業価値はそこまで高くなかったことは明らかであるが（もともと、これから先のことは分からないが）、この論争はどう評価すべきであ

図表4 IPOの件数と金額の評価



〔出所〕 SIFMA, 2019 outlook: Trends in the Capital Markets

結び

以上、シリコンバレーの現状につき、いくつかの話題を取り上げて紹介した。繰り返しになるが、この地域の変貌は急速で激しい。現在、注目されているプラットフォームを支えるシステムの

ろうか。上場後の時価総額は、ユニコーンであった時には問題とされなかったウーバーの収益力が問題にされ、公開価格を下回る場面もあり、決して堅調に推移しているという訳ではない。従って、この論争の評価は、両者の主張とも極端で、「真実は中間にあり」ということになりそうである。もともと、その評価方法は未だ議論が尽きないが、「ネットワーク効果」が企業価値評価に取り入れられるようになった功績は大きいといえる。

構築には、AI、IoT、ビッグデータなどの先端技術が不可欠であるが、それを支えているのはコンピュータ・サイエンスやデータ・サイエンスの分野の教育である。この面では、日本は決定的に立ち遅れており、早急にその充実のための施策を講じる必要がある。

(注)

(1) Yコンピネーターについては、宮地「二〇一六」、第五章を参照されたい。同社は二〇〇五年創業の、スタートアップの育成を目的とするVCであるが、これまでに二〇〇〇以上のスタートアップを支援し、その中にはドロップボックス (Dropbox)、エアビー・アンドビー (Airbnb)、ストライプ (Stripe) などがある。

(2) プラットフォーム自体は、ツースайд、あるいはマルチサイドのマッチングの仕組みであるが、ビジネスモデルとしては決して強固な仕組みではない。このため、プラットフォームと呼ばれる企業は補完財を組み合わせて顧客のロックイン (囲い込み) を図ることが多い。例えば、アップルの二〇〇万のアプリを擁するアップストアは iPhone の

補完財であり、全体としてエコシステムを構成している。

また、アマゾンには元々はインターネット上で書籍を販売するeコマースの企業であったが、アマゾン・マーケットプレイス、電子書籍キンドル、そしてアマゾン・ウェブ・サービスと次々とサービスを広げることによって、顧客のロックインを強固なものにしている。デジタル化によって業態の壁が取り払われるか著しく低下しているため、現実には従来型のビジネスモデル (サブプライチエーンによるバイプラインあるいは直線企業モデル) を組み合わせたプラットフォーム推進型エコシステム (レイエ、レイエ「二〇一九」) として拡大・成長している場合が多い。

プラットフォームが成長するために克服しなければならない主要な問題としては、マルチホーミング (例えば、配車サービスの場合、ドライバーがウーバーとリフトの両社に登録し、スイッチینگが簡単な状態、同じようにSNSであれば、フェイスブック、フレンダースター、マイスペースなどにも登録している状態、検索サービスであれば、グーグル、ヤフー、MSNのいずれにも簡単にアクセスできる状態をいう)、デイスインターメディアーション (プラットフォームの仲介を排してツースайдの両者が直接結びつくこと)、そしてプラットフォームのガバナンスの問題がある (Zhu and Iansiti [2019])。

(3) エバンス、シューマレンス [二〇一八]、三二―三三ページ。証券取引所については、二〇一〇四ページ、ショッピングモールについては、一九〇―九四ページを参照されたい。

(4) Lee [2013]。その後、ユニコーンの条件は、創業一〇年以内、評価額一〇億ドル以上、非上場、テクノロジー企業、と定義されている。なお、「スーパ・ユニコーン」は今では「ヘクトコーン」と呼ばれ、時価総額一〇〇億ドル以上は「デカコーン」と呼ばれている。

(5) CB Insights [2019], *Unicorn Hunters: These Investors have Backed the Most Billion-Dollar Companies*, May 7

(6) Partnoy [2018]

(7) バーカー他 [二〇一八]、第二章を参照された。

(8) Damodaran [2014]

(9) Gurley [2014]

【引用・参考文献】

佐賀卓雄 [一九九九]、 「起業を支えるファイナンス・メカニズム」、 『本誌』、 六月

「二〇一八」、『シリコンバレーとスタンフォード大学―産学連携とICTクラスターの生成・発展―』、『本誌』、八月

「二〇一九」、『プラットフォームと証券業のビジネスモデル』 JSRI Discussion Paper Series, No.2019-02

宮地ゆう [二〇一六]、『シリコンバレーで起きている本当のこと』朝日新聞出版

ヤング吉原麻里子、木島理江 [二〇一九]、『世界を変えるSTEAM人材』朝日新書

Damodaran A. [2014], "Uber Isn't Worth \$17 Billion", *FiveThirty-EightEconomics*, June 18

Lee A. [2013], "Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar Startups", *Tech Crunch*

CB Insight, each issue

Evans D.S. and Schmalensee [2016], *Matchmakers: The New Economics of Multisided Platforms*; 平野敦士カール訳 [二〇一八]、『最新プラットフォーム戦略』朝日新聞出版

Gurley B. [2014], "How to Miss by a Mile: An Alternative Look at Ubers Potential Market Size", *Above the Crowd*,

July 11

Joint Venture Silicon Valley Institute for Regional Studies (JVSIRS.), *Silicon Valley Index*, each year

『The Peninsula Economy』, each issue

Lee A. [2013], "Welcome to the Unicorn Club: Learning from Billion-Dollar Startups", *TechCrunch*

National Venture Capital Association (NVCA), *Pitchbook*, each issue

Parker G.G., Van Alstyne M.W. and Choudary S.P., [2016],

Platform Revolution: How Networked Markets Are

Transforming the Economy - And How to Make Them

Work for You, 妹尾堅一郎監訳、渡部典子訳 [二〇一八]、

『プラットフォーム・レボリューション』ダイヤモンド社

Partnoy F. [2018], "The Death of IPO", *The Atlantic*, Nov.

PwC/CB Insights, *Money Tree™ Report*, each Quarter issue

Reiller L.C. and Reiller B. [2017], *Platform Strategy*, 根来龍

之監訳、門脇弘典訳 [二〇一九]、『プラットフォーム

—勝者の法則—』日本経済新聞出版社

Zhu F. and Iansiti M. [2019], "Why Some Platforms Thrive and others Don't", *Harvard Business Review*, Jan-Feb.

【謝辞】 お忙しい中インタビューに応じて頂いた、中西豊紀（日本経済新聞社米州編集総局シリコンバレー支局長）、市嶋洋平（日経B P社シリコンバレー支局長）、佐南武範（ICON Ventures、CEO）、池野文昭（スタンフォード大学医学部教授、MedVentures Partners 取締役）、樽谷龍哉（JETROサンフランシスコ事務所次長）、の各氏に感謝する次第です。また、これらの方々の紹介の労を取って

いただいた、財務省関東財務局の田中琢二前局長、および日本証券業協会国際部の小野島貴弘部長にも深謝する次第です。

（さが たかお・当研究所特任研究員）