

「新しい資本主義」とスタートアップ育成

佐賀 卓雄

はじめに

ること、である。

岸田政権は「新しい資本主義」の政策構想において、資本主義がもたらした社会的課題の解決に向けた政策メニューを示した。それは、①「市場も国家も」、「官も民も」によって課題を解決すること、②課題解決を通じて新たな市場を創る、す

その政策メニューは広範で、宇宙、海洋、文化芸術・スポーツの振興にまで及んでいる。しかし、その根底に流れる「新しい資本主義」のビジョン、構想とどのように関連しているかは必ずしも明らかではない。ここでは、基本となる資本主義観と経済成長戦略のスタートアップ育成について取り上げてみたい。

なわち、社会的課題解決と経済成長の二兎を実現すること、③国民の暮らしを改善し、課題解決を通じて一人ひとりの国民の持続的な幸福を実現す

一、「新しい資本主義」の ビジョン

岸田政権は、二〇二一年一二月の発足以来、「新しい資本主義」を標榜する経済政策を掲げ、その後、その具体的な柱と政策メニューが提示されている。その中心は、資産所得倍増プラン（内閣官房（二〇二二A））であり、その実現に向けた資産運用立国実現プラン（内閣官房（二〇二三B））である。また、人的資本・イノベーションの面では、「リスクリングの推進」、「職務給の導入」、「労働移動の円滑化」の「三位一体の労働市場改革」、また、経済成長政策として「スタートアップ育成」（内閣官房（二〇二三B））、経済産業省（二〇二三））があげられている。これらの政策はその基本的な立脚点となっている「新しい資

本主義」の考え方を受け入れれば、一応の納得が得られるものであろう。しかし、その構想を示した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」（二〇二三A）（以下、「グランドデザイン」と略）にはいくつか受け入れがたい認識がある。

「グランドデザイン」には「資本主義を越える制度は資本主義でしかあり得ない」という文言がある。確かに、旧ソ連を中心とした権威主義的政治体制や、経済システムの破綻、そして決定的には一九八九年のベルリンの壁崩壊、旧ソ連邦の解体以降、社会主義がかつての魅力を失い、資本主義に代わる経済システムを構想しにくくなっていくのは事実であろう。

今日、資本主義が抱える様々な問題を検討し、経済体制の将来像を探ろうとすると、「（コモン）を再建する脱成長コミュニティ」か、資本主義の

枠内での改革しか方向が見当たらないのも事実である。⁽¹⁾しかし、後者の方向性を模索するにしろ、資本主義の本質に対する重大な疑問と深刻な課題を認識することが必要である。この問題をめぐる歴史を概観しよう。

ジョン・メイナード・ケインズは、一九二八年にケンブリッジ大学の学部生を前に「孫たちの経済的可能性」というテーマで講演を行った。講演録に手を入れてエッセーとして発表した一九三〇年には、世界経済は深刻な不況を迎えていた。⁽²⁾

「長期的には皆死んでしまう」という彼自身が残した言葉がしばしば引用され、基本的に短期の経済問題に対する政策を提示したケインズにしては珍しく、この中で一〇〇年後の社会を展望している。ケインズは、重大な戦争と顕著な人口増加がなければ、今後一〇〇年の間に所得が四―八倍に増加し、労働時間は一日に三時間程度になり、経

済問題は解決するか、少なくとも解決が視野に入ってくると展望した。他方で、それによって生まれる余暇をどう使用するかを真剣に考える必要があるとした。

現在から見れば、この予想は超楽観的であり、世界経済が抱える様々な問題を考えれば、著しく正鵠を逸しているということになる。ただし、ここで問題にすべきは、先進国に限定すれば、ケインズの予想通り所得はほぼ約五倍に増加しながら、なお満たされない人間の欲求である。利益獲得をめぐる競争を通じた際限のない拡大欲求こそ資本主義の本質であり、資本主義の歴史は非商品経済に留まっていた南アメリカやアジア、東欧、中国、そしてアフリカというフロンティアを間断なく商品経済のメカニズムに取り込むことによって発展を遂げてきたのである。資本主義の発展にとって、狭隘となった国内市場を越えて外延的に

市場を拡大する指向性はそのシステムに内在した本性である。従って、仮に古典派経済学のような「定常状態」(ジョン・スチュアート・ミル) (人の資本と物的資本のストックが一定の状態で経済的には停止している状態) やケインズのいう「経済問題の解決した社会」が実現したとすれば、どのような名称を付与するかは別にして、それはもはや資本主義とは異質の社会であろう。というのは、ここでは競争による利益追求を通じた際限のない拡大指向性が止揚されているからである。

しかし、この問題以前に、現在の世代が取り組まなければならぬ喫緊の課題がある。一九七二年に、国連、MITの科学者チームが『成長の限界』という報告書を発表し、極めて悲観的な見通しを示した。二〇三〇年から二〇四〇年までには、再生可能資源は限界に達し、汚染は地球の吸収力を越え始める。国家はこれらの問題を解決す

るために、莫大な資金を投入せざるを得なくなり、生産高、食料供給は滞り、生活水準は低下し、かなり急激で制御不能な減退がみられるであろうと展望した⁸⁾。

このレポートは世界中に衝撃を与え、その少し前の一九六六年にケネス・ボールドディングが「宇宙船地球号」において指摘した資源の限界と共に、地球という閉じた経済の資源の有限性が強く意識される契機となった。しかし、その後、これらの悲観的な見通しに対して研究者やマスコミから多くの批判や反論が提起された。その要点は、モデルが単純で、テクノロジーによる代替的エネルギーの開発や、食料生産の生産性の向上を考慮していないということである。

一九八八年以降のソ連邦の解体やアメリカを中心としたグローバル化の進展の中で、資本主義こそ将来の唯一の経済システムであるという雰囲気

が醸成され、『成長の限界』はほとんど顧みられることがなくなった。

しかし、その後、資源の限界とは異なる視点からの警鐘が鳴らされた。二〇〇九年に三人の生態学者は「プラネタリー・バウンダリー」（惑星の限界）という新しい概念を提唱し、地球環境が危険ゾーンに入っていると指摘した。地球の生態系は統合されたシステムで、一定の負荷には耐えられるが、その限界を越えると崩壊し始めるといわれる。地球システム科学のデータから、気候変動、生物多様性の喪失、海洋酸性化、土地利用の変化、窒素・リンによる負荷、淡水利用、大気エアロゾルによる負荷、化学物質による汚染、オゾン層の破壊、の九つのプロセスが不安定になっていることが指摘された。このうち、既に気候変動、生物多様性、森林破壊、生物地球化学的循環については、プラネタリー・バウンダリーを越

え、海洋の酸性化は限界を目前にしていることを実証的に示した⁽⁴⁾。

例えば、CO₂の排出量削減を目指した、再生エネルギーによる化石燃料の代位を考えよう。際限のない利益追求を本質とする資本主義の下では、現実には、再生エネルギーは代替的エネルギーとしてではなく、追加的エネルギーとして使われることになる可能性が極めて高いであろう。それ以上に、風力、太陽光などのクリーン・エネルギーへの移行は、銀、銅、亜鉛、アルミニウム、ネオジム、コバルトなど、莫大な量の金属とレアアースを必要とする。

例えば、電力源をすべて再生エネルギーで置き換えるとすれば、ソーラーパネルの主原料となる銀の採取には、世界最大の銀山であるメキシコのペニヤスキュー鉱山と同規模の鉱山があと一三〇ヶ所必要であるという。また、乾電池の主原料であ

るリチウムを一トン採取するためには、五〇万ガロンの水が必要で、その大半が採取されているア ندスでは地下水を大量に汲み上げるために、農業用水が枯渇するという問題が起きているし、そこから漏れ出た化学物質が河川を汚染し、淡水の生態系を破壊しているという⁽⁵⁾。

電力を再生エネルギーで置き換えるだけでも、生態系にこれだけの影響が及ぶのである。地球上の資源の絶対的な限界の前に、生態系の崩壊という危機を迎える危険性がある。これを回避するためには、物的資本の拡大につながる経済成長に歯止めをかける他ないであろう。

資本主義は極めて革新的でダイナミックなシステムであり、その歴史の中で数々の重要なイノベーションを現出してきた。もともと、現実には、二〇世紀以降のイノベーションは戦争や社会主義との東西冷戦を背景として生み出されたもの

が圧倒的に多い。例えば、コンピューター、暗号技術、通信、インターネットなどは軍事的動機から開発され、民事に転用されたものである。また、体制間の競争の中で、一九五八年のソ連のスパートニック打上げを発端に、宇宙開発に関わる技術が発展してきた⁽⁶⁾。

しかし、その際限のない拡大欲求は、地球という惑星の持つ資源面での受容能力、回復能力を越えつつあるようである。そうであれば、その衝動を制御する以外に、地球という惑星が長期的に存続する余地はないことになる。残念ながら、岸田政権の「新しい資本主義」にはそうした認識に基づく危機感はまったく感じられないし、それに関連した社会的問題も提起されていない。

二、スタートアップ育成の課題

「スタートアップ育成五か年計画」（以下、「育成五か年計画」と略）では、スタートアップへの投資額を五年で一〇倍にし、官民一体となってスタートアップ・エコシステムをアジア最大のハブとすることを目指すとしている。そして、具体的には、将来的にユニコーン一〇〇社とスタートアップ一〇万社の創出が掲げられている。後者とはかく、前者はどのような意味であろうか。定義上、ユニコーンとは時価総額が一〇億ドルをこえる非公開会社を指し、元々はベンチャー・キャピタル（VC）のカウボーイ・ベンチャーズのアイリン・リーが二〇一三年に命名したものである。この時点では三九社を数えたが、二〇二三年には六〇〇社を越えている。

非公開企業の時価総額は取引当事者間での交渉の結果、決められた価格であり、広く一般の投資家が参加する取引所で形成される客観的な価格ではない。従って、非公開会社には公式の価格は存在せず、時価総額は資金調達に携わるVCと出資者との間で交渉の末、決定された発行価格に基づき計算されたものである。上場企業のように、誰もが参加できる公開市場で形成された価格ではない。従って、従来から存在するカーギルなどの大手非公開企業も売上高などの数字は公表されているが、時価総額は表示されないのが普通である。日本のサントリーなどの非公開企業についても同様である。

ユニコーンが注目される以前は、スタートアップはシード、エンジェル、シリーズAからCくらいまでの段階的資金調達（ステージ・ファイナンス）を経てIPOに到達した。この期間は平均し

て創業から四年程度であった。その後、年金基金やミューチュアル・ファンド(MF)などの機関投資家のスタートアップへの投資の拡大などにより、私募市場が拡大するとともに、シリーズもFやGまで延長し、非公開に留まる期間も七年ぐらいいになった。

この期間、投資家に対してシリーズ毎に様々な権利内容を持つ優先株が発行され、ユニコーンは平均して八種類の普通株と優先株を発行しているといわれる。その時価評価は直近のシリーズの発行価格に発行株数を乗じて計算される。各シリーズで発行される優先株は権利内容が異なるので、同じ価格で時価総額を計算するのは極めて荒っぽい方法である。実際、ユニコーンの時価総額が過大評価であることを認めているVCも多いし、それが約五〇%の過大評価であることを明らかにした学術的な研究も存在する。

ところで、この問題を検討するためには、VCの役割と私募市場の発展についての分析が必要である。アメリカでもVCが集中しているのは、三大起業中心地(サンフランシスコを含むシリコンバレー、ボストンの「ルート一二八」、そしてニューヨークのシリコンアレー)に所在する有力なスタートアップを除けば、起業資金は三F(ファミリー、フレンド、フル(無知な人(?))から調達せざるを得なく、この点は日本とほとんど変わりが^{m)}ない。起業資金の調達は決して容易ではないのである。

一九九〇年代後半のITバブルの頃までは、VCはスタートアップに対して資本の提供のみならず、取締役会のメンバーに加わり、人材の斡旋、経営助言、販売先の紹介など、経営全般にコミットするハンズオン型の投資を行っていた。VCには、「二〇分ルール」と呼ばれるように、創業者

との日常的なコミュニケーションを図るために、オフィスから車で二〇分以内の範囲に所在することを求める習慣があった。交通通信手段が発達した現在ではそこまで厳格ではないが、情報の非対称性を解消するために地理的な距離を重視していることは変わらない。

しかし、その後は、投資銀行、プライベート・エクイティ（PE）、ヘッジファンド（HF）が参入し、スタートアップへの資金流入が急増するにつれ、スタートアップとVCの力関係が変化した。それにもない、いわば「金は出すが口は出さない」ハンズオフ型の投資を売り物にするVCが現れた。例えば、ポール・グレームが創業したアクセラレーターのYコンベネーター、「ペイパル・マフィア」の中心人物とみられているピーター・ティールのファウンダーズ・ファンド、あるいは孫正義のビジョン・ファンドなどである。

この結果、VCのチェックが効かなくなったウイークやワーバーでは創業経営者の私物化により経営が揺らぎ、最終的にはVCが中心となって彼らを追放した。

スタートアップが順調に軌道に乗り、知名度が上がってくると、年金やMFなどの機関投資家のスタートアップへの投資が増加し、投資家の範囲も地理的に拡大していく。VCの資金動員力が強化され、また私募市場の規制緩和の進展により、かつては「成功のゴールド・スタンダード」と呼ばれていたIPOを急がなくなる傾向が強まった。また、無形資産の比重が高いICT関連の企業は公開にともなう情報開示義務を忌避する傾向が強く、それが非公開を続ける動機になったことが指摘されている。その結果、時価総額が一〇億ドルを越えるユニコーンが登場し、増加したのである。

ユニコーンが増加した背景をみれば、公開・非公開区分をめぐる市場構造と非公開株式市場の生成・発展、スタートアップ投資家の顔ぶれ、あるいは層の厚い独立系VCの存在などの点で、日本との間には簡単には埋めがたい落差がある。繰り返しになるが、このような決定的ともいえる市場環境の違いを重視せずに、日本においてユニコーンの増加を目標とすることの意味が分からない。

もちろん、「育成五か年計画」でも、シリコンバレー・モデルに近づけるための様々の施策が提示されている。しかし、いくつかの国におけるこうした試みは総じてうまくいっていないし、アメリカと日本の文化的背景、日本人の習性などを考慮すれば、その成果について疑問視する意見も強い。⁽⁸⁾

むしろ、取引所市場を活用したスタートアップの育成・成長が可能性の高い方向性のように見え

る。もちろん、「育成五か年計画」では未公開株のセカンダリー・マーケットの整備も取り上げられているが、アメリカの場合には、民間の様々なレベルで自然発生的に未公開株の売買市場や、未公開株を組み入れた投資信託が企画、製品化されてきた。それが期待できない以上、官製の市場育成もやむをえないと思うが、ニーズのないところに市場は育たないのも現実である。

さらに言えば、公開会社は証券法上、発行開示、継続開示の義務が課せられ、重要情報が開示され、違反すれば罰則が科せられる。それに対して、非公開会社はそのような義務は課せられない。その結果、ここ数年、ユニコーンの不正行為が増加し、それに対する規制強化を求める動きが強まっているのである。⁽⁹⁾

このようなアメリカの現状を踏まえれば、ユニコーンを一〇〇社育成するというスタートアップ

育成の目標は意味が不明である。何故、取引所への上場を追求しないのであろうか。情報開示が厳しく透明性の高い上場を目指すには不都合な理由でもあるのだろうか。

「育成五か年計画」では、スタートアップ創出に向けた人材・ネットワークの構築、資金供給の強化と出口戦略の多様化、オープンイノベーションの推進、という三つの柱を提示している。しかし、「新しい資本主義」ではスタートアップの育成による社会的課題の解決といいながら、それほどのような内容で、戦略的にとのような分野に焦点を絞るかについての言及は少ない。経済産業省の資料（二〇二三）では、新型コロナウイルスの開発（ビオンテック、モデルナ）と自然エネルギー発電施設の開発（自然電力株式会社）が例としてあげられているが、資源の限界や、再生エネルギーの利用にともなう環境汚染などの副作用を

除去ないし予防できるブレイクスルーとなるテクノロジーの登場が待たれるのである。アメリカでは、相当数のSDGsに関連したスタートアップも注目されている。採算に乗りにくい分野だけに、資金支援、税制面での優遇措置など、多面的な公的支援も必要であらう。

終りに

国連のSDGs（持続可能な開発目標）の「持続可能」とは、後の世代の人々のために、少なくとも現在の世代と同じ水準の生活を可能にするということである。このためには、物的資本と人的資本に加えて、自然資本を考慮することが不可欠である。ただし、実際問題として、異なる時代の生活の質を判断するのは難しい。

成長率の指標として最も広範に使用されている

GDPについては、これまでも様々な欠点や限界が指摘されてきた。GDPは基本的に市場取引の対象ではないものは計測の対象とはしない。特に、環境に関わる要因はほとんど考慮されない。

このため、それに代わる様々な指標が提案されてきたものの、現在のところ経済成長の目安としてGDPに代わる有力な指標はない。⁶⁰⁾

最近では、日本のGDPがドイツに抜かれ、近いうちにインドにも抜かれることが話題になった。その指標としての限界を踏まえた上でも、国全体のフローの産出額を示すGDPそのものよりも、一人当りGDPの方がまだ生活実感に近い感覚がある。

経済政策の目標としてGDP六百兆円の達成とということがいわれるが、計測が難しいとはいえ環境に関わる自然資本の概念を考慮すると、それを唯一の指標として依拠することにも疑問を感じ

る。

(注)

- (1) 井出(二〇二四)
- (2) ケインズ『説得評論集』著作集第九巻、所収。なお、山形浩生訳はインターネットからダウンロードできる。ケインズの見通しが外れた理由については、スキデルフキー・スキデルフキー(二〇一四)、第一章、を参照されたい。
- (3) ヒッケル(二〇二三)、一二六―二八頁
- (4) ヒッケル(二〇二三)、一二九―一三〇頁。この問題をめぐる動向については、詳しくは同書第二章を参照されたい。
- (5) ヒッケル(二〇二三)、一四六―一五〇頁
- (6) コルナイ(二〇二三)は、社会主義との比較で、急速なイノベーションやダイナミズムが資本主義というシステム特有の性質に基づくものであることを主張している。社会主義が誕生した一九一七年以降の世界の百十一件の革新的イノベーションのリストを作成し、そのほとんど全部がアメリカを中心とした資本主義諸国において生み出されたものであることを明らかにしている(五二―五四頁、表二・一を参照)。
- (7) シェーン(二〇一三)は、学術的研究も踏まえてアメリカの起業活動の実態を明らかにしている。

- (8) シューデ (二〇二四)
- (9) 佐賀 (二〇二三) を参照されたい。
- (10) GDP の開発の経緯、およびその指標としての限界と問題点については、コイル (二〇一五) を参照されたい。

〔引用・参考文献〕

- 井出壮平 (二〇二四)、『世界の賢人と語る「資本主義の先」
講談社α新書
- ウリケ・シューデ著、渡部典子訳 (二〇二四)、『シン・日本の経営―悲観バイアスを排す―』日経プレミアムシリーズ
- 加藤雅俊 (二〇二四)、『スタートアップとは何か』岩波新書
- 経済産業省 (二〇二三)、『スタートアップの力で社会問題の解決と経済成長を加速する』。七月
- 佐賀卓雄 (二〇二二)、『アメリカにおける非公開株式流通市場 (セカンダリー・マーケット) について』、『証券経済研究』第一一四号、六月
- (二〇二三)、『アメリカ株式市場における情報開示制度と公開会社の衰退』、『証券経済研究』第一二四号、一月
- 内閣官房 (二〇二二A)、『資産所得倍増プラン』、一月二八日
- (二〇二二B)、『スタートアップ育成五か年計画』、一月二八日
- (二〇二三A)、『新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画』二〇二三改定版、六月一六日
- (二〇二三B)、『資産運用立国実現プラン』、一月二三日
- Coyle D. (2014), *GDP: A Brief but affectionate History*. 高橋璃子訳 (二〇一五)、『GDP―小さくて大きな数字―』みずず書房
- Hickel J. (2020), *Less Is Moore: 野中香方子訳* (二〇二三)、『資本主義の次に来る世界』東洋経済新報社
- Kornai J. (2014), *Dynamism, Rivalry, and the Surplus Economy*. 溝端佐登史、堀林 巧、林 裕明、里上三保子訳 (二〇二三)、『資本主義の本質について―イノベーションと余剰経済―』講談社学術文庫
- Shane S. (2008), *The Illusions of Entrepreneurship: The Costly Myths that Entrepreneurs, Investors, and Policy Makers: by* 谷口功一、中野剛志、柴山佳太訳 (二〇一一)、『起業という幻想―アメリカン・ドリームという幻想―』白水社
- Skidelsky R. and Skidelsky E. (2012), *How Much Is Enough?*. 村井章子訳 (二〇一四)、『じゅうぶん豊かで、貧しい社会』筑摩書房
- (さが たかお・当研究所名譽研究員)