



スタートアップ推進総合委員会意見

スタートアップエコシステムの更なる拡大に向けて

2024年7月

公益社団法人 経済同友会

Executive Summary	1
はじめに	2
I. 日本のスタートアップエコシステムの現状と課題.....	2
1. グローバルで勝てる領域へのリスクマネー不足.....	2
(1) レイターステージの資金不足.....	2
(2) 海外からのリスクマネー不足.....	3
(3) スタートアップの投資家構成の課題.....	5
2. 科学技術を支える基礎研究力の低下.....	6
3. 上場後に成長するスタートアップが少ない.....	8
II. グローバルに勝てるスタートアップを増やすための提言.....	9
1. ディープテック領域への注力.....	9
ディープテックスタートアップの支援.....	10
2. スタートアップのマインドセットの転換とグローバル化に向けた環境整備.....	12
(1) グローバルで通用するための経営者育成と投資家構成—マイノリティとしてリーダーシップを鍛える.....	12
(2) グローバル化に向けた環境整備.....	13
3. 大学発スタートアップ拡大に向けた基礎研究予算の拡充.....	13
4. 非上場のプライマリー市場とセカンダリー市場の活性化に向けた規制改革.....	15
5. ベンチャーデットの活用促進.....	15
III. 上場後も成長しつづけるスタートアップを増やすための提言.....	16
1. 上場後のガバナンス高度化を促す施策.....	16
2. M&A の活性化に向けた環境整備.....	17
3. RS（譲渡制限付株式）・RSU（譲渡制限付株式ユニット）活用円滑化に向けた施策.....	17
おわりに	18

Executive Summary

1. 日本のスタートアップエコシステムの課題

日本のスタートアップエコシステムには、リスクマネー、特にレイターステージの供給不足、海外ベンチャーキャピタルの投資対象になりにくい投資/Exit 規模や投資契約の慣行、上場後の成長の伸び悩み等の課題があることから、グローバルな競争力を有するスタートアップが創出されにくい環境にある。また、新産業に繋がる科学技術を生む基礎研究力も低下している。

2. 本意見の目的と提言

本委員会は、ディープテック領域におけるグローバルな競争力を有するスタートアップの成長段階を以下の3つのフェーズに分けて提言する。

フェーズ1：産業競争力向上に資する領域での技術・イノベーションの向上
フェーズ2：グローバル企業への発展を見据えたスタートアップの創業/成長支援

フェーズ3：上場後の持続的成長を促進する制度・環境整備

グローバルな競争力を有する企業の創出、それによる日本の国力向上という目標に向けて、これらが繋がりをもちながら実現されていくことが、スタートアップエコシステムを拡大する。

各フェーズの具体的提言			
<p>企業の持続的成長</p> <p>企業の創業/成長</p> <p>技術の創出</p>	<p>【フェーズ3】 上場後の持続的成長を促進する制度・環境の整備</p>	<p>提言 4・5</p> <ul style="list-style-type: none"> 非上場市場の活性化 ベンチャーデットの活用促進 <p>提言 6</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場後の成長を促していくための施策パッケージ 	<ul style="list-style-type: none"> 少数私募の募集人数制限、届け出免除基準の規制緩和 伝統的審査の枠組みを超えた新たな与信モデルの構築 グロース市場流通株比率の見直し、M&A活性化やRS* RSU**活用円滑化に向けた税制整備 <p><small>※ 譲渡制限付株式 ※ **譲渡制限付株式ユニット</small></p>
	<p>【フェーズ2】 ディープテック分野におけるグローバル企業への発展を見据えたスタートアップの創業/成長支援</p>	<p>提言 1-1</p> <ul style="list-style-type: none"> 海外のベンチャーキャピタリスト育成機関へのキャピタリスト派遣 <p>提言 1-2</p> <ul style="list-style-type: none"> アーリーからレイターまで支援出来るエコシステムの構築 <p>提言 2</p> <ul style="list-style-type: none"> スタートアップのマインドセットの転換とグローバル化に向けた環境整備 	<ul style="list-style-type: none"> 海外育成専門機関への派遣を通じ、日本人ベンチャーキャピタリストのスタートアップ企業をグローバル水準へ導くケイパビリティを養成、現地ネットワーキングも展望 主にディープテック領域への海外VCからのリスクマネー供給の呼び水として、日本企業と海外VCが共同GPとなったファンドの立ち上げ 各専門領域における海外TopTierVCをアンカー投資家として受け入れ可能な体制構築（グローバル水準での経営マインド醸成、資本政策、実務プロセス整備等）
	<p>【フェーズ1】 産業競争力向上に資する領域での技術・イノベーションの向上</p>	<p>提言 3</p> <ul style="list-style-type: none"> 大学発スタートアップ拡大に向けた基礎研究予算の拡充 	<ul style="list-style-type: none"> 社会課題解決や日本の産業競争力向上に資する分野等の研究者に、基盤的経費として研究費を年間100-200万円程度配分

3. 提言の実現に向けた活動

本意見で提言している政策や民間による取組みについて、本委員会で実現・実装に向けた活動を展開。

はじめに

スイスのビジネススクール IMD の「世界競争力年鑑」において、日本は 1990 年代初頭までは 1 位であったが、2023 年版では 35 位に低下している。この背景には、バブル崩壊後の 30 年に及ぶデフレ環境下、経済のダイナミズムを喪失し産業の新陳代謝が起こらなかつたことがある。

ヒト・モノ・カネそれぞれに制約があるなか、日本の国力を回復し持続可能な社会を構築するためには、グローバルな競争力を有するスタートアップを多数育成していくことが不可欠である。政府もその視点から 2022 年に「スタートアップ育成 5 か年計画」を策定し、ユニコーン 100 社、スタートアップ 10 万社創出を目標としている。

本委員会では、グローバルな競争力を有するスタートアップを創出するために、ディープテックスタートアップへの支援の強化と、上場後のスタートアップの成長を促すための施策に焦点を当てて検討を行った。それぞれについて、政府と民間が取り組むべきことを提言する。

1. 日本のスタートアップエコシステムの現状と課題

1. グローバルで勝てる領域へのリスクマネー不足

(1) レイターステージの資金不足

民間ベンチャーキャピタル（以降、VC）の投資期間が概ね 10 年に設定されているなか、投資がアーリーステージに偏っており、事業化までの期間が長いディープテック領域への資金供給は限定的である。官民ファンド¹においても、是正されつつあるものの、依然としてその傾向が見て取れる。

¹ 「JIC グループの投資活動について（2022 年度）産業投資革新機構投資先ファンドの投資先スタートアップのステージ別及び業種別件数割合」に依る

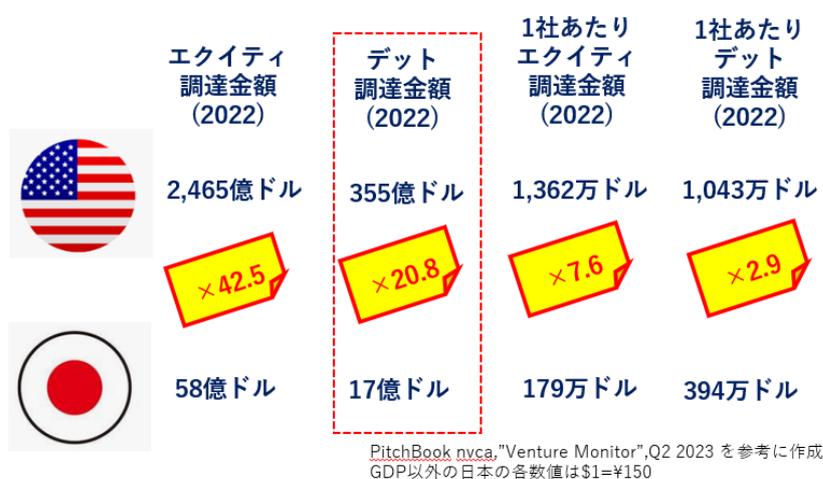
【図表 1】 ステージ毎の VC 投資割合 (2020 年)

	投資額の割合								Sum	投資ラウンド割合							
	Pre-seed	Seed	A	B	C	100-250M	250M+	Pre-seed		Seed	A	B	C	100-250M	250M+		
US	0%	3%	10%	15%	20%	23%	29%	100%	53%	17%	15%	8%	4%	2%	1%		
China	0%	0%	5%	8%	13%	28%	45%	100%	30%	11%	21%	16%	10%	9%	3%		
India	1%	4%	10%	12%	16%	23%	34%	100%	61%	17%	12%	5%	2%	2%	1%		
UK	2%	7%	16%	18%	22%	19%	16%	100%	58%	21%	13%	4%	2%	1%	0%		
Germany	1%	5%	15%	19%	24%	21%	15%	100%	59%	17%	13%	6%	3%	1%	0%		
France	13%	10%	18%	18%	18%	18%	5%	100%	42%	33%	16%	5%	2%	1%	0%		
Singapore	1%	6%	12%	12%	11%	11%	48%	100%	65%	19%	11%	3%	1%	0%	1%		
Japan	3%	13%	24%	21%	18%	20%	0%	100%	62%	22%	11%	3%	1%	1%	0%		

(出典) 総合科学技術・イノベーション会議第 4 回 イノベーション・エコシステム専門調査会)

また、レイターステージにおける資金調達手段の一つであるベンチャーデットが未成熟である。国内金融機関において、未上場企業にデットで資金を提供する事例や意識、考え方が十分浸透しておらず、供給量は、米国 355 億ドル (2022 年) に対して日本は 17 億ドル (同年) に留まる。

【図表 2】 日米のベンチャーデット供給量の比較



(出典：みずほ銀行にて集計)

(2) 海外からのリスクマネー不足

海外 TopTierVC が中国やインド、イスラエルには進出しているが、日本には進出していない。本委員会では、複数の海外 VC 等に、日本の市場やスタートアップエコシステムに対する認識についてヒアリングを行った。その結果、日本の市場については、技術力の高さ等からポテンシャルがあると見られており、実際、ディープテック領域のスタートアップに投資している事例もあることがわかった。

他方で、以下の課題があることを確認した。

- 日本のスタートアップには、資本政策やバリュエーション、投資契約²に関する構造的問題があり、米国からは投資がしにくい
- EXIT の規模が小さく、投資対象として検討の俎上に上がらない
- 海外市場と繋がる VC や政府系ファンドが殆ど存在しておらず、海外 VC との人的交流も乏しい

また、日本の VC については内外機関投資家から長期運用に資するアセットクラスとして見られていないことが理由となり、海外 VC と比較してファンドサイズが小さい。その結果、投資金額が小さくなるという構造が存在する。

【図表 3】海外 TopTierVC 進出先

主なグローバルトップVC	運用総額	本社	投資例	米国	中国	インド	英国	イスラエル	韓国	日本
ACCEL PARTNERS	183億ドル	米	Facebook, Slack	○	×	○	○	×	×	×
IDG Capital	29億ドル	中	Baidu, Tencent, Xiaomi	○	○	×	○	×	○	×
SEQUOIA Ⅲ	277億ドル	米	Apple, Google, NVIDIA, Zoom	○	○	○	×	○	×	×
ANDREESSEN HOROWITZ	272億ドル	米	Reddit, Coinbase	○	×	×	×	×	×	×
Index Ventures	124億ドル	英	Deliveroo, Robinhood	○	×	×	○	×	×	×
TIGERGLOBAL	322億ドル	米	Facebook, Xiaomi, Coinbase	○	○	○	×	×	×	×
INSIGHT PARTNERS	261億ドル	米	Shopify, WeWork	○	×	×	×	○	×	×
NEW ENTERPRISE ASSOCIATES	184億ドル	米	Uber, Robinhood	○	○	○	×	×	×	×
SPARK CAPITAL	38億ドル	米	Cruise, Coinbase	○	×	○	○	×	×	×

(出典)第4回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会

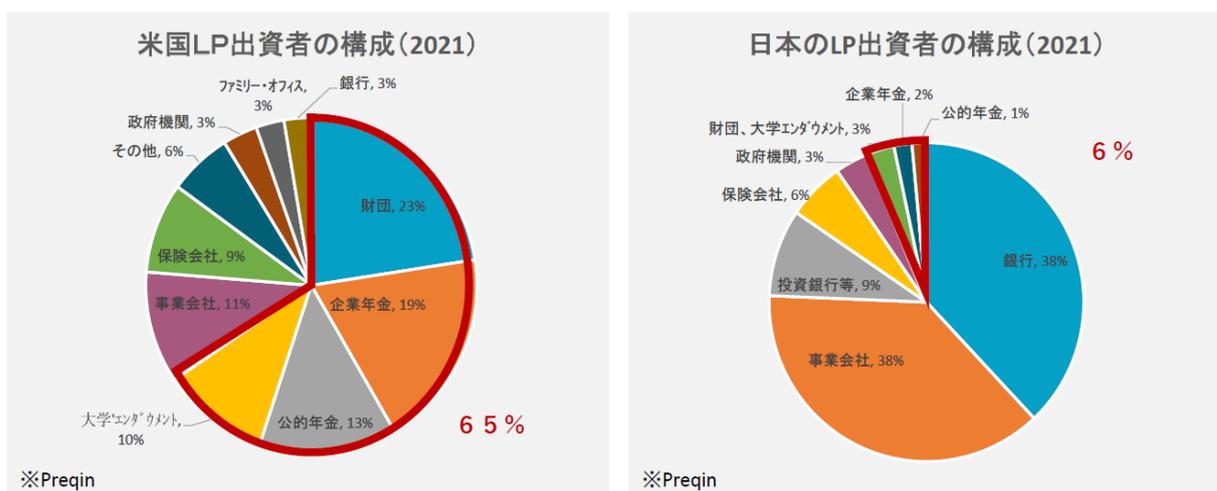
² シリーズ A から海外ベンチャーキャピタルが投資するには、グローバルに標準とされるタームシートで契約を行う必要がある。

【図表 4】 日米 VC 比較イメージ図

	米国VC	日本VC
VC市場規模	38兆円	0.8兆円
給与体系	業績連動	独立系：業績連動・その他：固定
ファンド評価ルール	公正価値評価	簿価評価
タームシート様式	グローバル準拠	国内様式

(出典) 総合科学技術・イノベーション会議第5回イノベーション・エコシステム専門調査会資料を基に事務局作成

【図表 5】 日米 LP 出資者構成



(出典) 総合科学技術・イノベーション会議第5回イノベーション・エコシステム専門調査

(3) スタートアップの投資家構成の課題

ディープテックスタートアップがグローバルな競争力を有し、上場する規模の企業に成長するには、創業時より継続して支援し、中核を成す投資家の存在や、その業種を専門とする海外 VC が投資家に含まれていること、さらにグローバルで成長させた実績のある株主による適切な支援が得られることが求められる。しかし、こうした投資家構成を有する日本のスタートアップは、多くない。

この背景には、経営者自身のグローバルマインドセットや経験の欠如および、外国籍人材を含む経営陣の多様化を行っていないことが一因と考えられる。スタートアップ側に自律的に海外 VC から資金調達するといった行動を起こすグロ

ーバルマインドセット³の醸成が必要である。

2. 科学技術を支える基礎研究力の低下

グローバル競争力を有する新産業を創出するには高い科学技術力が重要であるが、この分野における日本の国際競争力は低下している。実際、論文数、Top1%補正論文数⁴（質の指標）における日本の世界ランクは2000年代半ばから低下している。国立大学の法人化以降、科学・基礎研究を支援する大学運営費交付金が縮小し、研究環境の悪化、研究者の減少を招いたことがその原因と考えられる。基礎研究力は将来の技術・イノベーション創出に繋がるものであり、その低下はそれらをシーズとする新事業創出の凋落に繋がる。

【図表6】 国・地域別論文数、Top1%補正論文数：上位25か国・地域

全分野 国・地域名	1999 - 2001年(PY)(平均)			全分野 国・地域名	2009 - 2011年(PY)(平均)			全分野 国・地域名	2019 - 2021年(PY)(平均)		
	Top1%補正論文数				Top1%補正論文数				Top1%補正論文数		
	分数カウント				分数カウント				分数カウント		
論文数	シェア	順位	論文数	シェア	順位	論文数	シェア	順位			
米国	3,660	49.5	1	米国	4,544	40.1	1	中国	5,516	29.3	1
英国	635	8.6	2	中国	836	7.4	2	米国	4,265	22.6	2
ドイツ	470	6.3	3	英国	833	7.4	3	英国	1,033	5.5	3
日本	331	4.5	4	ドイツ	662	5.8	4	ドイツ	715	3.8	4
フランス	317	4.3	5	カナダ	430	3.8	5	オーストラリア	564	3.0	5
カナダ	260	3.5	6	フランス	429	3.8	6	イタリア	540	2.9	6
オランダ	183	2.5	7	日本	357	3.1	7	カナダ	481	2.6	7
イタリア	167	2.3	8	オーストラリア	322	2.8	8	インド	464	2.5	8
スイス	153	2.1	9	オランダ	282	2.5	9	フランス	399	2.1	9
オーストラリア	150	2.0	10	イタリア	282	2.5	10	スペイン	341	1.8	10
スウェーデン	105	1.4	11	スペイン	266	2.4	11	韓国	331	1.8	11
スペイン	103	1.4	12	スイス	207	1.8	12	日本	319	1.7	12
中国	98	1.3	13	韓国	160	1.4	13	オランダ	296	1.6	13
イスラエル	70	1.0	14	インド	148	1.3	14	イラン	277	1.5	14
デンマーク	68	0.9	15	ベルギー	116	1.0	15	スイス	229	1.2	15
ベルギー	58	0.8	16	スウェーデン	114	1.0	16	シンガポール	211	1.1	16
インド	54	0.7	17	デンマーク	103	0.9	17	サウジアラビア	157	0.8	17
フィンランド	50	0.7	18	シンガポール	96	0.9	18	トルコ	152	0.8	18
韓国	43	0.6	19	イスラエル	75	0.7	19	ブラジル	148	0.8	19
オーストラリア	39	0.5	20	台湾	72	0.6	20	スウェーデン	147	0.8	20
台湾	32	0.4	21	トルコ	66	0.6	21	パキスタン	133	0.7	21
ロシア	31	0.4	22	オーストラリア	66	0.6	22	ベルギー	131	0.7	22
ブラジル	28	0.4	23	ブラジル	65	0.6	23	デンマーク	120	0.6	23
ノルウェー	27	0.4	24	フィンランド	57	0.5	24	台湾	115	0.6	24
シンガポール	22	0.3	25	ポルトガル	53	0.5	25	エジプト	104	0.6	25

(出典) 文部科学省 科学技術・学術政策研究所、「科学技術指標 2023」を基に、経済同友会が加工

³ 広い視野を持ち、異なる文化、価値観、ビジネス習慣などを理解、尊重する能力。それを活かして、異なるバックグラウンドを持つ人々との間でもリーダーシップを発揮できること。

⁴ 論文の被引用数が各年各分野（22分野）の上位1%に入る論文の抽出後、実数で論文数の1/100となるように補正を加えた論文数。

国際競争の観点からは、各国の大学における研究開発費の推移との比較も重要である。政府から大学部門への研究開発費について 2000 年と 2021 年を比較した場合、他国では 1.9 ～6 倍の範囲で増加しているが、日本では増えていない。

【図表 7】 政府から大学への研究開発費流入推移

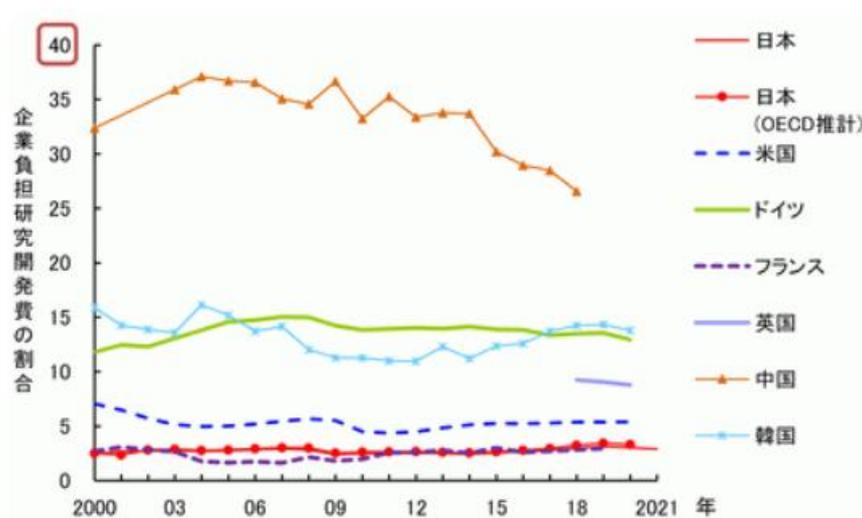
2000年を1とした各国通貨による大学部門の研究開発費の指数

年	名目額						
	日本	日本 (OECD推計)	米国	ドイツ	フランス	中国	韓国
2000	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
2001	1.0	1.0	1.1	1.0	1.1	1.3	1.1
2002	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1	1.7	1.2
2003	1.0	1.0	1.4	1.1	1.2	2.1	1.2
2004	1.0	1.0	1.4	1.1	1.1	2.6	1.4
2005	1.1	1.0	1.5	1.1	1.2	3.2	1.5
2006	1.1	1.0	1.6	1.2	1.3	3.6	1.7
2007	1.1	1.0	1.7	1.2	1.3	4.1	2.1
2008	1.1	0.9	1.7	1.3	1.4	5.1	2.5
2009	1.1	1.0	1.8	1.4	1.5	6.1	2.7
2010	1.1	0.9	1.9	1.5	1.6	7.8	3.0
2011	1.1	0.9	2.0	1.6	1.6	9.0	3.2
2012	1.1	1.0	2.0	1.7	1.7	10.2	3.4
2013	1.2	1.0	2.1	1.7	1.7	11.2	3.5
2014	1.2	1.0	2.1	1.8	1.9	11.7	3.7
2015	1.1	1.0	2.2	1.8	1.8	13.0	3.8
2016	1.1	0.9	2.3	2.0	1.8	14.0	4.1
2017	1.1	0.9	2.4	2.1	1.8	16.5	4.3
2018	1.1	0.9	2.5	2.2	1.8	19.0	4.5
2019	1.2	0.9	2.6	2.3	1.9	-	4.7
2020	1.1	0.9	2.7	2.4	1.9	-	5.3
2021	1.2	1.0	2.8	2.5	1.9	-	6.0

(出典) 科学技術・学術政策研究所科学技術指標 2023

一方、企業から大学への資金が研究費全体に占める割合（2021 年）については、中国が 26.8%で最も大きく、韓国 13.8%、ドイツ 12.9%であるのに対し、日本は 3.3%に留まる。大学と企業の共同研究等が活発に行われていない構造となっている。

【図表 8】 大学における企業負担研究開発費の割合

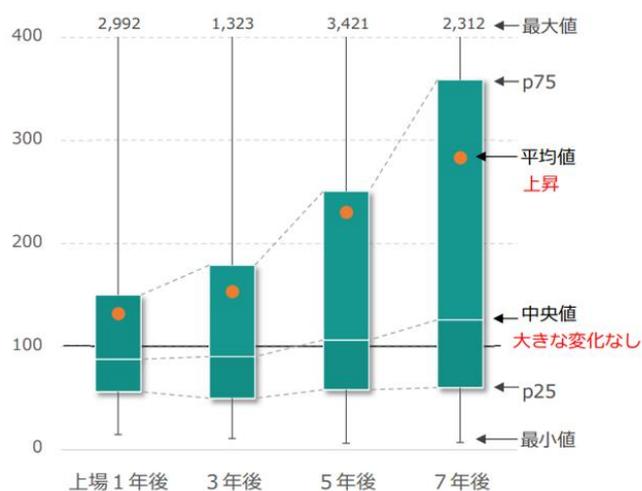


(出典) 科学技術・学術政策研究所 科学技術指標 2023

3.上場後に成長するスタートアップが少ない

グロース市場は「高い成長可能性を有する企業向け」⁵とされているが、時価総額の中央値では高い成長が見られず、約半数の企業は上場時の時価総額を下回る状況にある。この背景には、レイターステージのファイナンス手段が限られているため、売上高が低い段階や経営体制が未成熟な段階で上場していることが考えられる。また、上場後に成長資金確保のための公募増資を実施した企業が14%と低く、資本市場を活用することのインプリケーションや市場で調達を行うために求められる事業成長の必要性を経営者自身が十分に理解していない可能性がある。

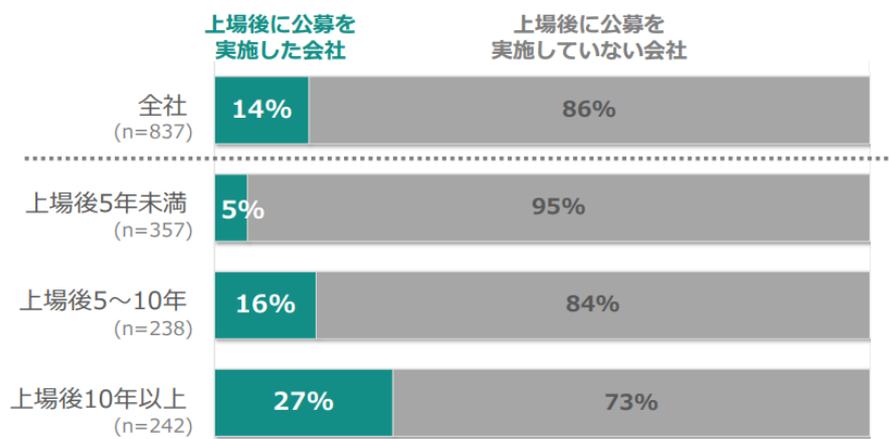
【図表 9】 上場月の月末時価総額を 100 とした場合の時価総額の経年推移



(出典) 東京証券取引 所市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第8回 東証説明資料

⁵ 日本取引所グループ ウェブサイト「市場構造の見直し」参照。

【図表 10】 上場後に公募をした企業の割合⁶



注：2003年以降にマザーズ・グロース市場に上場した837社を対象として集計

(出典)東京証券取引 所市場区分の見直しに関する フォローアップ会議 第8回 東証説明資料①

II. グローバルに勝てるスタートアップを増やすための提言

1. ディープテック領域への注力

高齢化や気候変動のように、日本国内に留まらない世界共通の課題に対するソリューションを有することは、国際競争力強化に向けて戦略的に重要である。持続可能な社会の構築に資する革新的な技術を活かしたビジネスはグローバル展開が可能であり、事業規模も大きくなる。その結果、新たな雇用を大規模に創出し、競争力が低下した産業からの労働移動の活性化が期待できる。日本には世界に先駆け、公害問題や省力化に技術を活用し取り組んできた歴史があり、ディープテック領域⁷において世界をリードできる素地がある。それを活かし、グローバル・スタートアップを創出するために必要な政策と民間の取組みを以下に提言する。

⁶ マザーズ・グロース市場に上場企業のうち、上場後公募を実施した会社は約 14%。上場から 10 年以上経過している会社（2012 年以前上場）に限っても約 27%

⁷ 優先すべき分野としては、海外 VC へのヒアリング等を踏まえ、人手不足の解決に繋がる自動化技術、環境負荷を低減する次世代リサイクル、脱化石化に繋がる革新的なモノづくりに加え、バイオ、素材、宇宙、エネルギー関連が考えられる。

(1) ディープテックスタートアップの支援

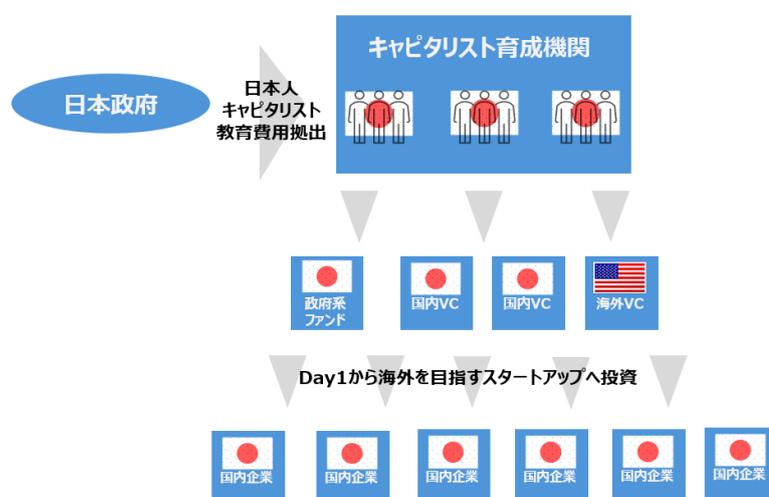
① 海外ベンチャーキャピタリスト育成機関への日本人キャピタリスト派遣

日本ではマーケット規模が一定程度あることから、これまでスタートアップは国内市場で成長した後に海外市場を目指してきた。しかし、海外市場を目指す段階になってから、スタートアップの組織体制、資本政策、ベンチャーキャピタルとの投資契約等をグローバル水準に引き上げることは容易ではない。したがって、グローバルに勝てるスタートアップの創出には、その経営を創業時からグローバル水準に対応したものにする必要がある。しかし、これを主導できる経営人材や、支援するベンチャーキャピタリストが日本には大幅に不足している。

こうした課題の解決に向け、まずは、ベンチャーキャピタリストがスタートアップのグローバル展開に必要な知識・能力、スキルを修得するために、海外のベンチャーキャピタリスト育成専門機関に日本人キャピタリストを派遣することが必要である。派遣費用は全額政府負担とし、VC のパートナー以上の実績ある人材数名（年間）を対象に、短期ではなく 1~2 年程度の研修から成る全プログラムの修了を必須とする派遣事業を行うべきである。

これにより、スタートアップがグローバルで成功するための知見・ネットワークを擁するキャピタリストが育成され、彼らをハブとして、日本と諸外国キャピタリストとの繋がりが構築される。グローバル水準のキャピタリストの人材層を厚くするためには、こうした派遣事業を中長期的に継続して行うべきである。また、海外ベンチャーキャピタルとの人的交流が深まることにより、わが国のベンチャーキャピタル全体がグローバル水準へ引き上げられることも期待される。

【図表 11】 キャピタリスト育成機関への日本人キャピタリスト派遣



②ディープテックスタートアップをアーリーからレイターまで支援出来るエコシステムの構築

ベンチャーキャピタリストのグローバル水準への引上げに加え、資金面におけるグローバル市場との接点を構築することは、ディープテックスタートアップの成長に必須である。

そのための施策として、シード・アーリーの段階に関しては、海外VCと日本企業が共同GPとなり日本のディープテックスタートアップに、国際的に標準とされるタムシートや、グローバルな成長に向けた資本政策に基づく投資を行うファンドを創設する。実績のある海外VCと組むことにより、創業間もない段階から海外市場への進出を志向するスタートアップを支援できる。

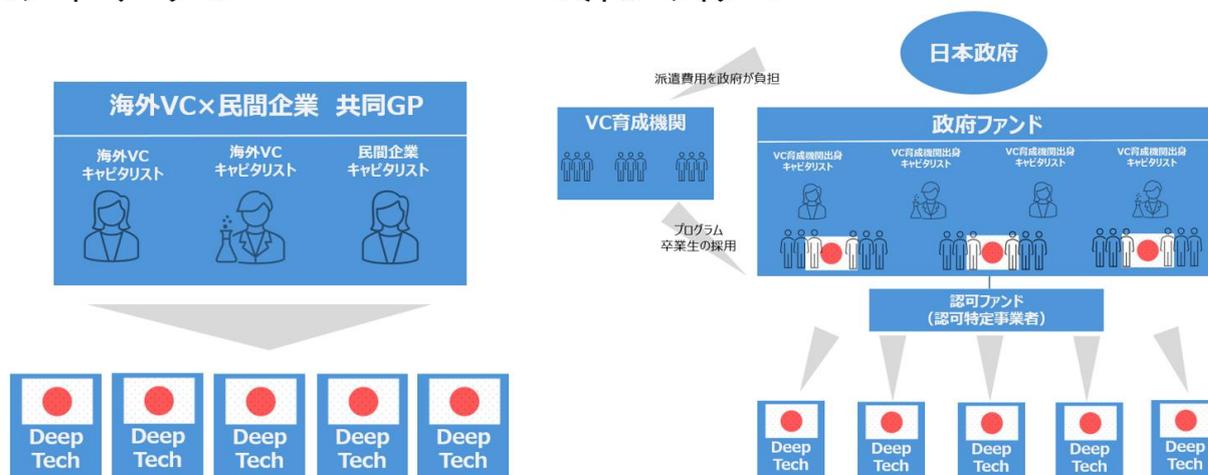
ミドル・レイター段階については、政策的には、海外ベンチャーキャピタリスト育成機関で教育を受けた人材複数名が市場水準の報酬で官民ファンドの中枢を担うことにより、政府系投資機関の進化を図ることである。具体的には、民間にとってはリスクの高い、ディープテックスタートアップの海外事業拡大に必要な大規模リスクマネーの供給や組織体制の強化を支援することが期待される。

一方、スタートアップ側がシード・アーリー段階から海外VCの出資に適う投資家構成や経営を行うことにより、ミドル・レイターを対象とする海外TopTier VCをリードとするラウンドがアレンジされやすくなる。ミドル・レイター段階においても海外からの資金を呼び込むことにより、ディープテックスタートアップのさらなる成長を支援するエコシステムが構築される。

【図表 12】

<シード・アーリー>

<ミドル・レイター>



なお、海外からのリスクマネー供給拡大を図るためには、日本のVCがアセットクラスとして内外の機関投資家から評価されるようになることが必須である。そのために、政府の「資産運用立国実現プラン」に記載されているVC向けのプリンシプル策定や、非上場株式の公正価値評価の促進、またファンドのガバナンスなど、日本のVCにおける課題の分析と改革が求められる。

2. スタートアップのマインドセットの転換とグローバル化に向けた環境整備

(1) グローバルで通用するための経営者育成と投資家構成—マイノリティとしてリーダーシップを鍛える

グローバルで通用するためには、経営者自身の成長と、グローバルのトップタレントおよび海外のTop Tier VCの参画が必要である。

海外VCの出資に適う投資家構成、さらにそうした投資家(株主)による実効性あるガバナンスを目指し、まずはスタートアップの経営者は意識的にグローバルマインドセットを醸成していく必要がある。そのためには、異なる文化、価値観、ビジネス習慣を持つ人々と仕事をする場に自身を晒し、ダイバーシティの中で、マイノリティとしての経験やオープンマインドを持ったリーダーシップを培う機会を積極的に追求し、獲得していかなければならない。そうした原体験を礎に築く経営・組織こそがグローバルに勝てる力を有していく。

(2) グローバル化に向けた環境整備

スタートアップの組織体制の多様化も求められるが、優秀な海外人材の呼び込みには政府による環境整備が不可欠である。グローバル化を推進するスタートアップでは、外国籍社員に定着してもらうために多くの努力をしている。その取り組み事例をスタートアップの間で広く学ぶとともに、政策的にも後押しすることが必要である。具体的には、スタートアップビザ制度の拡充、税制等における支援（日本での生活環境立ち上げや通訳に係る費用を所得税や社会保険料算定の対象となる所得から控除する措置⁸）が求められる。

また、JETROなどの政府関係機関や在外公館を通じた進出国でのスタートアップエコシステムと繋がるネットワーキングの強化、プロフェッショナルサービスへのアクセス支援、現地政府のFDI（Foreign Direct Investment）担当機関や現地企業との連携支援の拡充なども重要である。

既に述べている通り、ベンチャー投資に係る契約の国際化は、グローバルな資金調達や成長支援を得られるか否かに関わることから、グローバル化を志すスタートアップの早期対応が必要であることは言うまでもない。加えて、日本のスタートアップエコシステムをグローバルに開かれたものにする観点に立てば、スタートアップ全般で投資契約を国際的なスタンダードに合わせていくことが重要である。

3. 大学発スタートアップ拡大に向けた基礎研究予算の拡充

大学発スタートアップの数を増やすには、科学（基礎研究）、技術（応用技術）、イノベーションの社会実装を総合的に強化する必要がある。日本の科学技術関係予算では、選択と集中が進んでいるものの、国際比較でみるとわが国の科学技術力は低下し続けている。こうした状況から、さらなる選択と集中が科学技術力の強化に繋がるとは必ずしも言えない。

したがって、自然科学系の基礎研究においては、社会課題解決や日本の産業競争力向上に資する分野（例えば、ライフサイエンス、量子、宇宙、原子力、脱炭素化関連など）の予算を拡充し、幅広く配分する施策が必要である。具体的には、こうした分野の次世代を担う研究者を中心に、年間100～200万円の研究費を基盤的経費として複数年間にわたり配分することが考えられる。

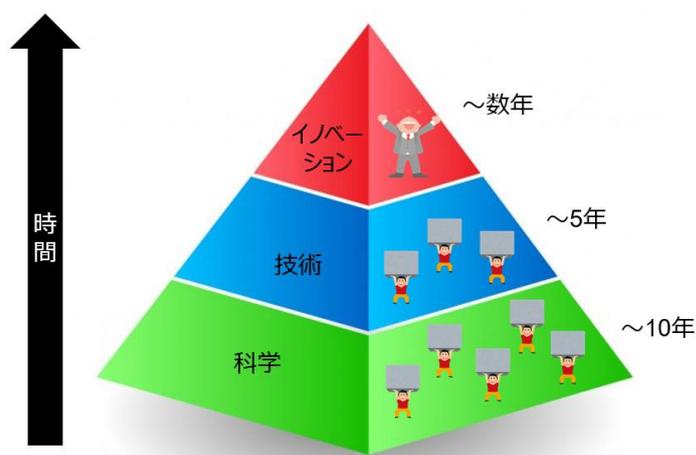
⁸ 来日のサポート（ビザ申請支援、航空券手配）、来日後の一次的な住居支援、来日や居住に必要な手続き）をスタートアップ側が支援している例がある。

科学技術力は、国の経済力、ひいては国力を左右するものである。挑戦か衰退かの分岐点にあるわが国としては、将来を見据え、基礎研究予算の拡充という挑戦を選択すべきである。したがって、その財源は、本来、国の予算全体のあり方についての議論の中で検討する必要があるが、現状の予算構造、及び財政状況の厳しさ踏まえると、競争的資金を効率化し捻出することが財源確保策の一つである。

なお、公的研究費の適正利用については、各大学において管理監督する仕組みになっているが、予算拡充に伴い、アカウントビリティ（説明責任）のあるルールが運用が一層重要となる。

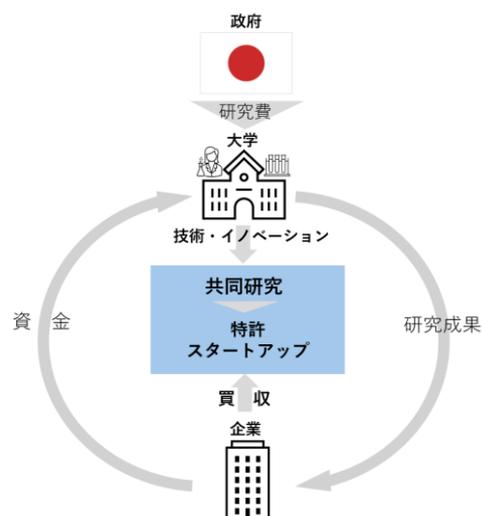
技術とイノベーションの領域については、民間企業と大学との共同研究を一層強化することにより、研究資金の増加を図る必要がある。政府及び民間企業が投じた資金が大学の研究成果を生み、それが特許や新事業のシーズとなり企業を買収する、といった日本の産業競争力に結び付く好循環をつくる必要がある。

【図表 13】 科学（基礎研究）・技術・イノベーションのイメージ



(出典) 東京大学大学院理学系研究科化学専攻 合田教授作成資

【図表 14】 技術・イノベーションにおける好循環



4.非上場のプライマリー市場とセカンダリー市場の活性化に向けた規制改革

日本では非上場企業の公募、私募での調達に関する規制が厳しく、厳格な開示義務、少人数私募の募集人数制限（勧誘対象者 49 名以下）や届出免除基準が調達金額 1 億円未満と少額であることなど、発行体、投資家、仲介会社全てにとって米国と比較して⁹使い勝手が悪いいため、非上場のプライマリー市場が拡大していない。

例えば、少人数私募の募集人数制限を勧誘者数ではなく購入者数により定義する、少額公募における届出免除基準の調達金額を 20 億円程度まで引き上げるなど当該規制を緩和することにより、非上場企業が、非上場株の流通市場を用いて、より広範で大規模な資金調達ができるようになる。その結果、非上場のまま短期間で高い時価総額となる環境が整備され、北米企業並みのスピード・規模感で成長することが可能となる。非上場のプライマリー市場が活性化することにより、セカンダリー市場も活性化し、相互に成長するプラスのスパイラルが生じる。

5.ベンチャーデットの活用促進

足元の金融機関はトラックレコードを有する産業や事業に対して資金供給する傾向が強い。この点は規制強化によりやむを得ない側面があるが、何よりも金

⁹ 米国においては、非上場株式が取引される非上場市場が活発化しており、非上場段階でのマーケットを利用した大型の資金調達が可能。

融機関自身が戦後復興期のベンチャースピリットを取り戻すことが重要である。ディープテック領域におけるリスクマネー供給において伝統的な審査の枠組みから一歩踏み出すことが求められる。例えば、赤字だから融資ができないというスタンスではなく、どうしたら融資が行えるかを考えることが求められる。

事業化までの期間が長いディープテック領域のスタートアップに関しては、技術や商品の社会実装の見極め、社会課題解決のビジョンを実現していく経営チームの経営力、有力 VC や社外取締役によるガバナンス体制、アカウンタブルな事業計画の存在とその検証がカギとなる。上記視点を盛り込んだ新たな審査の枠組みを各金融機関が自ら能動的に策定していくことや、金融機関同士で情報交換を行い切磋琢磨していくことが必要である。かかる動きが拡大していけば、シンジケートローン等の組成が可能となり、リスクマネーの供給が拡大する。一方で、スタートアップ側でも金融機関が必要な情報や体制を整備していくことが重要である。

Ⅲ. 上場後も成長しつづけるスタートアップを増やすための提言

1. 上場後のガバナンス高度化を促す施策

スタートアップは資本市場を活用することのインプリケーションを理解するとともに投資家に対し成長の果実を還元していく覚悟を持つ必要がある。資本市場活用の意味は、投資家の視点を入れることで経営のガバナンス体制を高度化させ結果的に成長していくことである。そのために以下 3 つの施策が考えられる。

第一に、現在のグロース市場の上場維持基準において流通株比率は 25%とされているが、プライム市場は 35%に設定されている。グロース市場に上場予定のスタートアップにとって、ガバナンス体制強化は成長のために重要な課題であることを鑑みると、グロース市場の流通株比率を 35%以上に設定することが妥当である。

第二に、低成長が続く改善が見られない企業には、成長戦略に関する説明責任を求める趣旨から、売上高成長率 20%未満の企業には同指標の向上施策の報告書を東京証券取引所に提出することを義務付けるとともに、開示を求める。

第三に、東京証券取引所が 2021 年に設け、現在経過措置期間にある上場維持基準（上場 10 年経過後から時価総額に係る上場維持基準を 40 億円以上とする

ルール) について、上場から 5 年後、10 年後と段階的に時価総額基準を引き上げる方式を導入することが考えられる。

なお、既上場企業へ与える影響を想定し、上記施策は一定の猶予期間を設けて導入すべきである。

2. M&A の活性化に向けた環境整備

大企業による未上場企業の M&A、上場したスタートアップに対する TOB による M&A は、スタートアップの Exit はもちろん、上場後の成長戦略の手段として有効であり、その活性化は企業の新陳代謝を促進する。

M&A 活性化に向けた環境整備としては、まず、会計基準の違いが障害とならないよう、のれんの償却に関する会計基準について、IFRS や米国基準へのコンバージェンスが必要である。また、大企業によるイノベーション、新事業領域の創造を担う CVC については、情報収集のための少額のスタートアップへの出資にとどまらず、自前主義脱却に向けたスタートアップとの協業を目的に M&A を積極的に行うべきであり、その際にはオープンイノベーション促進税制¹⁰を活用していくことが有効である。

3. RS (譲渡制限付株式)・RSU (譲渡制限付株式ユニット) 活用円滑化に向けた施策

未上場時には、ストックオプションの付与が優れた人材確保のインセンティブとなるが、上場後にはその魅力は低下する。上場後も優れた人材の採用、リテンションを行うために、そのインセンティブになり得る RS・RSU など、株式報酬制度の活用円滑化に向けた環境整備が求められる。具体的には、RS・RSU 等の株式報酬への所得課税について、給与所得として扱わず、売却時の譲渡益課税に一本化することを選択可能にすることや、報酬として取得した株式について譲渡益課税を時限的に軽減することを検討すべきである。

¹⁰ 令和 5 年度年税制改正により、国内の対象となる出資法人がスタートアップ企業の M&A (議決権の過半数の取得) を行った場合、取得した発行済株式の取得価額の 25% を課税所得から控除できる。

おわりに

既存の日本のスタートアップエコシステムは、起業件数の面では一定の成果をあげているが、真にグローバルな企業を生み出す仕組みにはなっていない。海外の優れた知見から真摯に学ぶことにより、日本から世界企業へ飛躍的成長を遂げるスタートアップ企業が数多く生まれ続ける仕組みの構築と、ステークホルダーの取り組み推進が本意見の目指すところである。

本意見で提言している政策や民間による取組みについては、今後、本委員会にて実現・実践に向けた活動を行い、日本のスタートアップエコシステムをグローバル競争に伍していける水準に引き上げたい。

その一環として、経済同友会だからこそできる活動を行っていく。例えば、大学と大企業との協働の推進や、研究者と経営人材が繋がる場づくり、会員所属企業の CVC を通じて、大企業から若手人材のみならず経験を積んだシニア人材をスタートアップへ派遣する取組を実践していきたい。

最後に今回の意見策定にあたり、スタートアップ、大学、金融機関、VC、CVC、PE ファンド、東京証券取引所、官公庁等多くの関係者にヒアリングを行い貴重な意見を頂戴した。ここに御礼を申し上げる。

2024年7月

スタートアップ推進総合委員会

(敬称略)

委員長

木原正裕 (みずほフィナンシャルグループ
取締役 執行役社長 グループCEO)

辻庸介 (マネーフォワード 取締役社長CEO)

出雲充 (ユーグレナ 取締役社長)

副委員長

石黒不二代 (ペガサス・テック・ホールディングス 取締役)

川上結子 (日本アイ・ビー・エム 執行役員)

鉢嶺登 (デジタルホールディングス 取締役会長)

松本恭攝 (ラクスル 取締役会長)

吉田浩一郎 (クラウドワークス 取締役社長CEO)

委員

會田武史 (RevComm 代表取締役)

青木邦哲 (ASJ 取締役社長)

秋山健太 (ラザードフレール 取締役社長兼CEO)

朝倉陽保 (HAMマネジメント 代表社員)

足立洋子 (SBI証券 専務取締役)

荒牧俊一 (住友商事 執行役員)

飯村慎一 (光陽エンジニアリング 取締役会長)

飯盛徹夫 (オリエントコーポレーション 取締役社長 兼 社長)

執行役員)

石 黒 憲 彦	(日本貿易振興機構 理事長)
石 塚 裕	(ゼロイン 取締役 COO)
伊 藤 昇	(日本アイ・ビー・エム 専務執行役員)
乾 亮 太	(フューチャーアーキテクト 取締役)
井 上 智 治	(井上ビジネスコンサルタンツ 代表取締役)
岩 井 一 郎	(ICMG Digital 執行役員)
岩 城 慶太郎	(アステナホールディングス 取締役)
岩 村 水 樹	(グーグル ヴァイス プレジデント)
岩 本 修 司	(構造計画研究所 執行役員)
内 永 ゆか子	(GRI 取締役社長)
江 口 有一郎	(ロコメディカル 江口病院 理事長)
大 我 猛	(boost technologies 取締役COO)
大久保 和 孝	(大久保アソシエイツ 取締役社長)
大 倉 正 幸	(ソミック石川 取締役副社長)
大 瀧 裕 樹	(日本たばこ産業 執行役員)
大 西 佐知子	(日本電信電話 常務執行役員)
大 西 徹	(かんぽ生命保険 取締役兼代表執行役副社長)
大 橋 光 博	(Groundcover Consulting 代表取締役)
岡 本 祥 治	(みらいワークス 取締役社長)
奥 村 洋 治	(フジタ 取締役社長)
尾 崎 弘 之	(パワーソリューションズ 取締役)

小 椰 博 史	(ソニーネットワークコミュニケーションズ エグゼクティブ・フェロー)
小 野 傑	(西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 顧問)
梶 川 融	(太陽有限責任監査法人 会長)
片 倉 正 美	(E Y新日本有限責任監査法人 理事長)
片 山 智 弘	(セガ エックスディー 取締役 執行役員)
勝 又 幹 英	(I N C J 取締役社長 C O O)
加 藤 奂	(京王電鉄 特別顧問)
金 澤 善 明	(明治安田生命保険 執行役員)
鎌 田 敏 行	(サガミホールディングス 顧問)
河 合 良 秋	(キャピタル アドバイザーズ グループ 議長)
川 上 登 福	(経営共創基盤共同経営者 (パートナー) マネージン グディレクター)
河 原 茂 晴	(河原アソシエイツ 代表 公認会計士 (日本ならびに 米国))
木 内 文 昭	(マクアケ 取締役)
菊 地 麻緒子	(日立建機 取締役)
北 野 唯 我	(ワンキャリア 取締役 執行役員)
木 村 將 之	(デロイト トーマツ ベンチャーサポート 取締役C O O)
草 鹿 泰 士	(マーサージャパン 取締役社長)
窪 田 昌一郎	(日本政策投資銀行 取締役常務執行役員)

久保田 正 崇	(PwC Japan 有限責任監査法人 代表執行役)
熊 谷 亮 丸	(大和総研 副理事長 兼 専務取締役)
倉 橋 隆 文	(SmartHR 取締役 COO)
栗 島 聡	(NTTコムウェア 相談役)
栗 山 浩 樹	(NTTドコモ・グローバル 取締役社長)
慶 松 大 海	(Blueship 代表取締役)
見 學 信一郎	(NTTアノードエナジー 取締役会長)
高 乗 正 行	(双日 顧問)
小 杉 俊 行	(JBIC IGP Partners 取締役CEO)
児 玉 知 浩	(INFORICH 執行役員副社長)
小 林 珠 恵	(アクセンチュア常務執行役員 シニア・マネジング・ ディレクター)
駒 形 友 章	(首都圏物流 代表取締役)
斎 藤 清 一	(サンフロンティア不動産 取締役社長)
齊 藤 昇	(BIPROGY 取締役社長 CEO CHO)
榊 原 彰	(パナソニック コネクト執行役員 シニア・ヴァイ ス・プレジデント・CTO)
佐 藤 光 紀	(コミックスマート 代表取締役)
佐 藤 昌 孝	(東海東京フィナンシャル・ホールディングス 取締 役社長)
志 賀 俊 之	(INCJ 取締役会長 (CEO))
志 水 雄一郎	(フォースタートアップス 取締役社長)

清水 亘	(アンダーソン・毛利・友常法律事務所 パートナー)
下野 雅承	(日本アイ・ビー・エム 名誉顧問)
白石 徳生	(ベネフィット・ワン 取締役社長)
新芝 宏之	(岡三証券グループ 取締役社長)
菅原 貴与志	(セジフィールド&パートナーズ・ジャパン 代表弁護士)
杉田 浩章	(ボストン コンサルティング グループ シニア・ アドバイザー)
杉野 文則	(ビーマップ 取締役社長)
杉本文 秀	(長島・大野・常松法律事務所 事務所代表)
鈴木 禎久	(電通 統括執行役員)
住谷 栄之資	(K C J GROUP 名誉会長)
諏訪 暁彦	(ナインシグマ・ホールディングス 取締役社長)
銭高 丈善	(銭高組 取締役専務役員)
妹尾 輝男	(コーン・フェリー・ジャパン 特別顧問)
曾谷 太	(ソマール 取締役社長)
平 皓瑛	(SMB Cクラウドサイン 取締役)
高島 宏平	(オイシックス・ラ・大地 取締役社長)
高橋 知裕	(HEROZ 代表取締役)
高橋 直司	(やる気スイッチグループホールディングス 取締役社長)
田久保 善彦	(グロービス経営大学院大学 常務理事)
伊達 美和子	(森トラスト 取締役社長)

田 中 潤	(ウイングアーク 1 s t 代表取締役 社長執行役員CEO)
田 中 豊 人	(B l u e L a b 取締役社長)
田 中 秀 夫	(ADワークスグループ 取締役社長CEO)
田 中 豊	(アートグリーン 取締役社長)
田 沼 千 秋	(グリーンハウス 取締役社長)
玉 塚 元 一	(ロッテホールディングス 取締役社長CEO)
千 葉 知 裕	(Macbee Planet 取締役社長)
張 士 洛	(日本能率協会マネジメントセンター 取締役社長)
塚 田 亮 一	(アシアル 取締役)
徳 永 優 治	(エゴンゼンダー パートナー)
富 田 和 成	(Z U U 代表取締役)
豊 田 正 和	(国際経済交流財団 会長)
鳥 越 慎 二	(アドバンテッジリスクマネジメント 取締役社長)
長 江 洋 一	(HEXEL Works 取締役会長)
中 尾 安 志	(田中建設工業 取締役社長)
中 島 基 善	(ナカシマホールディングス 取締役社長)
長 田 英 知	(良品計画 執行役員)
中 谷 昇	(レイモンジャパン 取締役社長)
永 久 幸 範	(ブラウン・ブラザーズ・ハリマン・インベストメント・サービス 取締役会長)
永 堀 真	(フィリップ証券 取締役社長)

中 村 善 二	(U B S 証券 取締役社長)
中 村 哲 也	(日本タタ・コンサルタンシー・サービスズ 副社長執行役員)
中 村 壮 秀	(アライドアーキテクト 取締役社長)
南 部 智 一	(住友商事 取締役 副会長)
西 川 久仁子	(ファーストスター・ヘルスケア 取締役社長)
橋 本 英 知	(ベネッセホールディングス 専務執行役員)
橋 本 優 希	(キョウデン 取締役)
樋 口 智 一	(ヤマダイ食品 取締役社長)
平 井 康 文	(楽天グループ 副社長執行役員)
平 野 哲 行	(平野デザイン設計 取締役社長)
平 松 哲 郎	(中央日本土地建物 特別顧問)
藤 井 剛	(富士通 Senior Vice President)
藤 井 輝 夫	(東京大学 総長)
藤 森 義 明	(日本オラクル 取締役 会長)
藤 原 浩	(iLAC 専務取締役)
布 施 達 朗	(セコム 専務取締役)
船 倉 浩 史	(野村総合研究所 顧問)
船 橋 元	(I C M G 取締役)
程 近 智	(ベイヒルズ 代表取締役)
堀 内 勉	(多摩大学サステナビリティ経営研究所 所長)
堀 江 徹	(日本信号 常務執行役員)

前 田 匡 史	(国際協力銀行 取締役会長)
牧 浦 真 司	(商工組合中央金庫 取締役)
間 下 直 晃	(ブイキューブ 取締役会長 グループCEO)
増 田 健 一	(アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法 共同事業 パートナー)
増 田 真 男	(日本政策投資銀行 常務執行役員)
益 戸 正 樹	(U i P a t h 特別顧問)
増 山 美 佳	(増山 & C o m p a n y 代表)
三 木 康 弘	(阿波製紙 取締役社長)
三 毛 兼 承	(三菱UFJフィナンシャル・グループ 取締役 執行役会長)
三 嶋 英 城	(SMB Cクラウドサイン 取締役社長)
三 宅 茂 久	(税理士法人山田&パートナーズ 統括代表社員)
本 村 健	(岩田合同法律事務所 パートナー弁護士)
森 健	(プログビズ 代表取締役)
森 哲 也	(日栄国際特許事務所 弁理士・学術博士・ 代表社員・会長)
森 川 智	(ヤマト科学 取締役社長)
森 川 徹 治	(アバントグループ 取締役社長グループCEO)
森 田 均	(FUND INNO 常勤監査役)
安 田 育 生	(ピナクル 取締役会長兼社長兼CEO)
山 口 公 明	(セントケア・ホールディング 取締役)
山 下 良 則	(リコー 取締役 会長)

若山 健彦 (ミナトホールディングス 取締役会長兼
グループCEO)

渡邊 靖久 (タルコット ファイナンシャル グループ
アジアパシフィック 代表)

以上157名

事務局

宮崎 喜久代 (経済同友会 執行役)

福山 正寿 (経済同友会 政策調査部 マネジャー)