



創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長に向けて

2022年4月

公益社団法人 経済同友会

目次

提言概要

はじめに	1
I. 創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長における課題・阻害要因	3
II. 「スタートアップ創出元年」に向けた政府による施策の方向性	6
III. 創業期を越えたスタートアップがさらなる成長曲線を描くために	7
① M&Aの阻害要因となる「のれんの規則的償却」の見直し	
② スタートアップへの出資・M&Aを促進する会計・税務処理の見直し	
③ 大企業のマインドセットの転換とそれを後押しする施策の実施	
④ 多様な投資家による投資の促進	
⑤ 規制改革推進体制の見直し・再設計	
⑥ 有償ストック・オプションの会計処理の見直し	
⑦ スタートアップの実情に対応した多様で柔軟な働き方の実現	
IV. われわれができること・取り組むべきこと	13
おわりに	14

規制・競争政策委員会 委員名簿

—提言概要—

はじめに

- ✓ 創業・起業支援により新規上場数などは年々増加しているが、メガスタートアップが生まれる兆しは見えない。米国では、大企業の積極的な株主還元がスタートアップの成長を支える投資の源泉に。
- ✓ 創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長を促す取り組みが重要に。

I. 創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長における課題・阻害要因

(1) ファイナンス

- ✓ 非公開企業の M&A が乏しく、EXIT の選択肢が IPO に偏重しているため、資金調達が必要なスタートアップは小規模 IPO を選択せざるを得ない。

(2) 市場環境

- ✓ 新たなビジネスモデルや技術だけではイノベーションは実現しない。スタートアップによる社会実装・事業化を妨げる岩盤規制を突破するためのスキームが適切に運用されていない。

(3) 人的資本

- ✓ 個人のパフォーマンスが業績に直結する社員数の少ないスタートアップでは、労働に関する諸制度が優秀な人材の活躍を妨げる大きな要因に。

II. 「スタートアップ創出元年」に向けた政府による施策の方向性

- ✓ 政府では、SPAC 上場制度の導入が具体的な検討項目の一つに。研究開発型スタートアップの資金調達に有効であり、SPAC には一定の意義がある。
- ✓ ただ、同制度の導入だけで突破口は開かれない。特効薬はないとの認識の下、考えられるあらゆる取り組みの推進を。

III. 創業期を越えたスタートアップがさらなる成長曲線を描くために

①M&A の阻害要因となる「のれんの規則的償却」の見直し

- ✓ 規則的償却を定める日本基準を見直し、IFRS や米国基準に合わせるべき。または日本基準でも一定要件の下、実態に合わせて処理方法を選択可能にすべき。

②スタートアップへの出資・M&A を促進する会計・税務処理の見直し

- ✓ 未公開企業への出資は、初年度からの費用計上を認め、経営判断で選択できるように会計基準を見直すべき。併せて、税務上も初年度からの損金算入を認めるべき。

③大企業のマインドセットの転換とそれを後押しする施策の実施

- ✓ 大企業による M&A を加速するため、各企業は、不確実性が高く非連続な

成長領域におけるトップダウン型の意思決定を加速させる。

- ✓ 政府には、スタートアップ買収に関する税法上の特別措置や税会計処理など、後年度にわたる投資リスクの負担軽減措置を講じる施策による大企業の後押しを期待。

④多様な投資家による投資の促進

- ✓ 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用資産に「イノベーション創出枠（仮称）」を設定し、スタートアップへの投資を検討すべき。
- ✓ リスクマネーの循環に向け、エンジェル投資家のキャピタルゲインへの減税、一定期間内に創業者が得たキャピタルゲインの減免を。

⑤規制改革推進体制の見直し・再設計

- ✓ 利害関係者間の協議が不調の場合、中立的な第三者による公益裁定の仕組みを取り入れるべき。
- ✓ 規制所管省庁が全国展開に反対する場合は、実証実験で発生した弊害と反対する合理的理由を当該省庁が説明・公開するよう義務付けを。

⑥有償ストック・オプションの会計処理の見直し

- ✓ 有償ストック・オプションは社員がリスク投資として自ら選択する取引と捉えるべき。そのため、上場して間もない企業が有為な人材を獲得しやすくなるように会計処理を見直し、柔軟な活用を認めるべき。

⑦スタートアップの実情に対応した多様で柔軟な働き方の実現

- ✓ 一定の対象範囲（企業要件）と適用要件を満たすスタートアップは、時間外労働の上限規制の適用対象から除外し、個人が自らの意思で実情に応じた多様で柔軟な働き方を選択できる実効性の高い制度を構築すべき。

IV. われわれができること・取り組むべきこと

- ✓ スタートアップの可能性を見極め、M&A や投資を加速するには、大企業とのトップ同士の継続的な交流と相互理解が必要。本会は、交流の場としての機能を引き続き発揮していく。
- ✓ 経営トップ自ら社内に変革への強い覚悟と意志を示し、迅速な意思決定を行う。また、買収したスタートアップ経営陣を上層部に登用し、人材確保と経営層のダイバーシティの向上を図る。

おわりに

- ✓ スタートアップ徹底支援の根幹は、エコシステムを支えるリスクマネー循環の確立。大企業もリスクマネーの循環に積極的に貢献していかなければならない。

はじめに

規制・競争政策委員会は、過剰な消費者保護や既得権益保護を見直し、イノベーションを創出しやすい公正な競争社会の実現を通じて、わが国の競争力の向上を図るべく活動を開始した。

イノベーションの創出が加速する公正な競争社会の実現には、失敗や挫折を許容・尊重し、新たな製品やサービスを積極的に受け入れる社会風土の醸成に努めるとともに、意欲ある者は誰でも挑戦できる市場環境の整備が求められる。

具体的には、日々リスクと向き合いながら、新しい技術や産業の創出に取り組むスタートアップが次々と登場し、競争を通じた新陳代謝を重ねながら、市場経済を牽引していくことが必要である。

近年、わが国の成長戦略では、スタートアップ支援が重要政策課題に掲げられており、地方自治体や大学などによる創業・起業支援の取り組みも広がっている。2021年まで堅調が続いたグロース市場（旧マザーズ市場）の影響もあり、この10年余りの期間で、国内スタートアップの企業数は約1.6倍に、ベンチャーキャピタル（VC）などからの上場前の資金調達額は10倍以上に増加¹している。さらに、岸田政権は、2022年を「スタートアップ創出元年」と位置付け、成長戦略の柱として官民をあげたスタートアップの徹底支援を掲げるなど、社会の動きとしては創業への追い風が吹いている。

2021年9月に米国の調査会社が公表したスタートアップが育ちやすい都市の世界ランキング²では、東京は前年の15位から9位に順位を上昇しており、海外と比較してもわが国の魅力は高まっている。しかし、世界ではGAFAMやBATHといった新興企業が急速に成長し、時価総額ランキングの上位を独占³している状況に対し、わが国では、国内の時価総額ランキング⁴にさえ新興企業の名前は見当たらず、スタートアップが経済を牽引するには至っていない。増加傾向にあるとはいえ、欧米諸国と比較するとリスクマネーは圧倒的に少なく、わが国

¹ スタートアップ（株式での資金調達や事業会社との事業連携など、事業成長のための投資を行い、新しい領域での事業成長・拡大に取り組む未公開企業と定義）の資金調達額は645億円（2012年）→7801億円（2021年）、企業数は1170社（2012年）→1919社（2021年）に増加。（出所：INITIAL『Japan Startup Finance 2021』（2022年1月25日時点））

² Startup Genome, Global Entrepreneurship Network “The Global Startup Ecosystem Report 2021”（2021年9月22日）

³ 出所：フォースタートアップス『2022年世界時価総額ランキング』（2022年1月14日時点）

⁴ 出所：日本経済新聞 時価総額上位ランキング（2022年3月1日時点）

では、創業期を越えた持続的成長を通じて、経済社会に大きなインパクトをもたらすメガスタートアップが生まれる兆しは見えない。

近年のスタートアップの資金調達環境や上場数、起業数の増加はグロース市場の好調によって支えられてきた。しかし、昨今のグローバル経済の動向と、「新しい資本主義」におけるわが国の政策運営への不安による影響を受けて大きく低迷する直近のグロース市場の状況は、本年を「スタートアップ創出元年」と位置づける政府の方針に逆行しているのではないかと危惧する。

日本企業の売上高、給与、設備投資が横ばいで推移している一因として、株主配当と自社株買いによる株主還元が増加が指摘されている。しかし、株主還元を抑制しても増えるのは内部留保だけであり、米国企業では、売上高や給与、設備投資を増加させつつも、過去6年間に利益合計 6.17 兆ドルとほぼ同額の 6.14 兆ドルの株主還元を行っている⁵。米国では、株主に還元された資金が原資となり、次の新たな投資を生み出すことによって経済成長が起きている。すなわち、大企業が余った資本を積極的に株主に還元し、それがスタートアップのさらなる成長を支える投資に繋がるエコシステムが形成されている。

スタートアップを取り巻く課題はさまざまな要因が相互に関係することで複雑化しており、すべてを一度に解決する特効薬はない。スタートアップエコシステムを構築し、リスクマネーの好循環を生み出すためには、本提言で提示する方策の実行に加え、グローバル競争における海外企業とのイコールフットィングの確保や起業家精神・文化の醸成も重要である。さらに、経営における心構えや事業への思い入れなど、スタートアップ経営者自身のマインドセットも必要な要素であろう。

こうした問題意識の下、本委員会では、創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長の実現に向けた課題を整理し、課題解決の一助となり得る規制・制度改革について取りまとめた。

⁵ 出所：武者リサーチ ストラテジーブレティン（294 号）『株式市場を巡る理論対立～米国で進む新しい資本主義の姿～』（2021 年 11 月 16 日）

I. 創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長における課題・阻害要因

創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長を実現する上での具体的課題や阻害要因を、ファイナンス、市場環境、人的資本の3つの観点から整理した。

(1) ファイナンス

わが国では、未公開企業の EXIT（出口戦略）における選択肢が IPO（新規株式上市）に偏重⁶しており、大企業による M&A（合併と買収）はもとより、ベンチャー・スタートアップ間での M&A の比率も少ない。米国では、創業した企業の売却で多くのキャッシュを得た起業家がエンジェル投資家への転身や連続的な起業をすることで、新たなスタートアップが次々と生まれている。すなわち、M&A を起点として資金が循環するエコシステムが形成されている。

起業後の支援拡充や未上市・上市の両方を投資対象とするクロスオーバー投資家の参入など、VC 以外からの非公開企業への投資も広がりつつあるとはいえ、VC などの上市前の出資規模は海外と比較すれば圧倒的に小さい⁷。さらに、一層の成長を見据えて事業投資の拡大を図る段階にあるスタートアップに対して、五十億～数百億円規模の投資ができる大型 VC が国内に極めて少ない。EXIT の選択肢が IPO に偏重している状況下において、資金調達を行う必要のある未公開企業あるいは早期に EXIT を目指す未公開企業は、小規模での IPO を選択せざるを得ない現状がある。⁸

もちろん、小規模であっても上市したスタートアップがさらなる成長を遂げ、キャッシュフローを生み出すようになれば、それが株主に還元されて新たな投資へとつながる資金の循環が起きる。しかし、米国と比較した場合、わが国の多くのスタートアップは、上市後に飛躍的な成長を実現できていない⁹。

⁶ 国内における EXIT の比率は、IPO が 76%、M&A が 24%（出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2021」）

⁷ OECD の国際比較によると、日本の VC 投資額の対 GDP 比は 0.03 であり、G7 諸国の中ではイタリア（0.01）に次いで低い（米国は 0.40）。（出所：OECD “Entrepreneurship at a Glance 2018”）

⁸ スタートアップの資金調達やリスクマネーの循環を活性化する仕組みとして、株主コミュニティ制度等を活用した非上市株式の発行・流通市場の整備拡大も重要な検討課題である。しかし、本委員会では十分な議論が尽くされていないため、今後の検討課題としたい。

⁹ 2013 年～2019 年で新興市場へ上市した企業 447 社のうち、時価総額 5 千億円を超えた企業は 2 社にとどまっている。米国ナスダック市場では、同期間に上市した 450 社のうち、時価総額 1 兆円を超えた企業が 21 社、時価総額 5 千億円を超えた企業が 56 社となっており、IPO 数はほぼ

成長が鈍化する一因として、上場後の投資家層の変化が挙げられる。小規模で上場した場合、時価総額基準・流動性の観点から VC や機関投資家による保有は減少し、株価や収益の短期的な変動に敏感な個人投資家が株主の大半を占めるケースが多い。発行体である企業は、PL（損益計算書）に影響しない範囲での投資による短期的な利益を求められることとなり、飛躍的成長に向けた大胆な投資が難しくなる。すなわち、小規模での上場自体がその後の成長を妨げる原因となっている。

M&A が低調なことによる小規模での IPO への偏重という EXIT の問題が、上場後の成長を阻害している以上、母数を増やすことでイノベーション創出の可能性を拡大する起業支援と同時に、創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長を支える資金循環のエコシステム構築に取り組まなければならない。

（２）市場環境

新たなビジネスモデルや技術だけではイノベーションは実現せず、スタートアップによる事業化が不可欠である。その際、障壁となるのが、既存の縦割り業法による各種規制の存在である。各種規制の背景にある過剰な既得権益の保護を脱し、社会実装や全国展開を促していく必要がある。

2018 年に創設された新技術等実証制度（「規制のサンドボックス」制度）は、実証を希望する事業者などが提出する実証計画を精査・認定し、実証の成果に基づいた大胆かつ迅速な規制改革を行うことで、速やかな事業化・社会実装を図る制度である¹⁰。しかし、制度創設以降、21 件 140 者の実証計画が実施されているにすぎず、迅速な事業化・社会実装が進んでいるとは言い難い。

同様に、岩盤規制に突破口を開き、「世界一ビジネスをしやすい環境」の創出に向けて整備された国家戦略特別区域制度においても、強力なリーダーシップによる推進力は失われており、創設時の趣旨に沿った適切な運用がなされているとは言い難い¹¹。

同じであるにも関わらず高時価総額に到達した企業数に大きな差が存在する。（出所：鈴木健嗣一橋大学大学院経営管理研究科教授・グロス・キャピタル株式会社『上場後の成長の谷に関する共同研究レポート』（2021 年 8 月 30 日））

¹⁰ その他、企業の個々の事業内容に即して規制改革を進めることを狙いとして創設された制度として、事業開始前に法令の解釈・適合性を確認する「グレーゾーン解消制度」と、企業単位で新たな事業における規制の特例措置を適用する「新事業特例制度」が存在する。

¹¹ 現在、国家戦略特区は 10 区域が認定されており、指定区域での規制緩和を認める規制の特例措置はこれまでに 121 件創設されている。その中で全国展開が実現した 53 件の内、特区での実証の成果が認められて全国展開された特例措置は 9 件（2021 年 3 月時点）。

そのため、スタートアップへの徹底支援を進めるうえでは、これら制度の運用を見直し、過剰な既得権益保護を超えて、社会実装・全国展開に至るまでのプロセスを構築する必要がある。

(3) 人的資本

スタートアップが成長していく上では、創業メンバーに続いて、イノベーションの創出に取り組む意欲ある人材の獲得が必要不可欠である。同時に、成長力に富むスタートアップに優秀な人材が集まることは、人材の適材適所での活用を通じて、日本経済全体にとっても大きな効果をもたらす。

スタートアップが置かれた状況や取り組んでいるビジネスモデルは多種多様であり、いわゆる正社員だけではなく、副業や兼業、短期間での転職など、社員のライフスタイルや希望に応じたさまざまな形態での就労が求められている。また、個人のパフォーマンスが業績に直結する社員数の少ないスタートアップでは、より働きがいのある待遇を提示して優秀な人材の獲得に力を入れている実情がある。グローバル競争に目を転じれば、急速な成長を目指す海外のスタートアップでは、個人の意思に基づいた意欲的な働き方が実態として行われている。

一方、日本社会では、スタートアップの実情とはかけ離れた新卒一括採用や終身雇用を前提とする旧来の雇用慣行と人材の最適な活用を阻む厳格な解雇規制、労働時間管理の厳格化が依然として根付いている。

その背景には、企業の規模や形態、働く個人の意思やライフスタイルが移り変わり、多様化しているにも関わらず、時間管理を柱として一律の働き方を求める現在の雇用・労働法制が存在する。コストをかけて獲得した優秀な人材を柔軟に活躍させられない諸制度も、創業期を越えたスタートアップの成長を妨げる一因となっている。グローバル競争に勝ち抜くスタートアップを育成し、日本の競争力を高めていくためにも、スタートアップの実情に応じた柔軟な雇用・労働制度へと見直しを進めていく必要がある。

Ⅱ.「スタートアップ創出元年」に向けた政府による施策の方向性

岸田政権は、2022 年を「スタートアップ創出元年」と位置付け、5 年間の創業支援計画を策定する方針を打ち出した。本年6 月までを目途に、リスクマネー供給強化のほか、公共調達への開放や海外展開への支援、株式公開制度の在り方見直しなどの検討を進めている。

また、首相が議長を務める「新しい資本主義実現会議」が取りまとめた緊急提言¹²では、特に、具体的項目として特別買収目的会社（SPAC）による上場制度¹³の国内導入を取り上げ、現在、検討が進められている。SPAC 上場制度には、従来の IPO と比べ、SPAC と買収企業間の交渉による合併対価の柔軟な設定によって公開価格が低くなるリスクの軽減や経験豊富なスポンサー（設立者）との連携による企業価値向上の可能性、セーフハーバー・ルール¹⁴の適用による業績見通しの開示が可能となる点などがメリットとして挙げられる。そのため、巨額の資金を必要とするものの、一般投資家には評価が困難な専門性の高い研究開発型スタートアップの資金調達には有効であり、導入には一定の意義がある¹⁵と考える。

一方で、前記の通り、創業期を超えたスタートアップの飛躍的成長を阻む要因が多岐にわたり、かつ相互に関連する中で複雑に関わりあっている現状に鑑みれば、SPAC 上場制度の導入だけでその突破口が開かれるとは考えにくい。政府には、特効薬はないとの認識を持ち、一つひとつは小さく目立たない施策であっても、考えられるあらゆる取り組みを推進することを求める。

¹² 新しい資本主義実現会議「緊急提言～未来を切り拓く「新しい資本主義」とその起動に向けて～」(2021 年 11 月 8 日)

¹³ 買収目的のために設立された SPAC (Special Purpose Acquisition Company) が先に上場し、投資家から資金を集め、事業会社を買収・合併することで、上場企業として存続するスキーム。

¹⁴ 発行体の開示書類などにおける将来予測に関する記述について、発行体が誤解を生じさせることを知って記載したことなどを原告が立証できない場合、発行体の証券法の責任が免除される。なお、従来の IPO には適用されていないため、事実上、従来の IPO では見通しの開示ができない。

¹⁵ ただし、国内導入にあたっては、IPO 段階における個人投資家の判断に資する情報開示のあり方やスポンサーの目利き力の実効性、De-SPAC の段階における上場適格性を確保するための審査の実施などの論点を踏まえた議論が必要であろう。

Ⅲ. 創業期を越えたスタートアップがさらなる成長曲線を描くために

本章では、第 I 章で整理したファイナンス、市場環境、人的資本に対応する形で、規制・制度改革の観点から進めるべき施策を提言する。わが国から飛躍的成長を成し遂げるスタートアップを生み出すためには、議論の俎上にない取り組みも含め、効果が期待される施策にはすべて取り組んでいくべきであると考えている。

1. ファイナンス

① M&A の阻害要因となる「のれん」の規則的償却の見直し

M&A の際に発生する「のれん」の会計処理には、現在、二つの方法が存在する。一定期間に規則的な償却を行う日本基準に則った方法と、規則的償却を行わず毎期ごとに価値を評価し、必要な減損処理を行う国際財務報告基準 (IFRS) ・米国基準に則った方法がある。

IFRS や米国基準では、「のれん」の規則的償却を行わないため、M&A を積極的に行いやすい反面、導入による負担が大きいことと、年単位での準備時間が必要なため、国内のスタートアップが機動的に導入することは難しい。一方、導入の負担が小さい日本基準の場合、「のれん」の費用を毎年処理する必要があるため、「のれん」が価値の大半を占めるスタートアップの買収を行うと、「のれん」の償却によって後年度一定期間の収益が圧迫され、スタートアップ同士の M&A 戦略並びに中堅・大企業による買収を阻害する恐れがある。特に上場して間もない、比較的規模がまだ小さいスタートアップは、前記の通り、財務諸表の詳細を正しく理解し、長期的な目線を持つ機関投資家による投資が少ないことから、財務諸表の見栄えで株価が左右され、「のれん」の大きな成長企業を買収することが困難になる。また、M&A を通じてグローバルに展開しようとした場合でも、のれんの償却負担もふまえて価格設定をせざるを得ず、他国の企業との入札競争で競り負けるリスクも高く、グローバルな成長の阻害要因ともなる。

したがって、日本基準における「のれん」の償却を見直し、IFRS や米国基準¹⁶に合わせるべきである。もしくは、日本基準を適用している企業でも、一定

¹⁶ IFRS における「のれん」の処理方法は議論があり今後変更となる可能性も否定できないが、圧倒的にスタートアップが多く誕生し成長する米国基準はのれんの償却がない。

の要件の下で、合理的な理由がある場合には、会計処理方針を開示することを前提に、企業の実態に合わせて「のれん」の処理を選択できるよう基準を見直していくべきである。

② スタートアップへの出資・M&A を促進する会計・税務処理の見直し

起業して間もないスタートアップの通常決算は多くが赤字であり、簿価が債務超過のケースも少なくない。未公開企業への出資にあたっては、適正な企業価値の算定が難しく、将来性に期待して簿価を大幅に上回る形で出資を行うことになる。数年を経て事業が失敗した場合、失敗が明らかになった段階で費用に計上することとなるため、その間、買収企業は財務上に計上し続ける必要があり、継続的に社外取締役などから追及を受けるといようなリスクを恐れ、機動的な M&A や大胆な出資を阻害しかねない。

そのため、未公開企業への出資金に関する会計処理について、初年度からの費用計上も認めることとし、各企業が実態に即して方針を選択できるように会計基準を見直すべきである。この措置により、大企業も含めて上場前のスタートアップ¹⁷へ大胆な出資や M&A をしやすい環境を整え、上場以外の EXIT の選択肢を増やしていくべきである。

併せて、税務上も同様に、初年度からの損金算入を認めるなど、スタートアップへの出資・M&A 促進策として税務基準の見直しをすべきである。

③ 大企業のマインドセットの転換とそれを後押しする施策の実施

IPO 以外の EXIT が低調となっている一因は、大企業によるスタートアップの M&A が少数に留まっていることにある。その背景には、大企業の組織内における失敗を恐れるネガティブなマインドやリスクテイクに過度に慎重となりがちなガバナンスの構造上の問題が存在する。とりわけ大企業においては、相応の技術開発を行っているため、現場に判断を任せると自社技術を活用した自前主義になりやすく、他社技術を梃子としたオープンイノベーションにつながりに

¹⁷ 受け手側であるスタートアップの要件としては、オープンイノベーション促進税制などにおける要件を用いることが考えられる。スタートアップ（受け手側）の主な要件は、①株式会社、②設立 10 年未満、③未上場・未登録、④既に事業を開始している、⑤対象法人とのオープンイノベーションを行っているまたは行う予定、⑥一つの法人グループが株式の過半数を有していない、⑦法人以外の者が 3 分の 1 超の株式を有している、など。

（出所：経済産業省「オープンイノベーション税制」について）

くい。また、現業が強いがゆえ、既存事業の現状肯定バイアスによる『イノベーションのジレンマ』に陥る可能性も高い。そのため、不確実性が高く非連続な成長領域においては、現場からのボトムアップ型でなくトップダウン型により、果敢にリスクを取る意思決定を加速させるべきである。

大企業のこうした意思決定を後押しするために、政府には「スタートアップ創出元年」として、大胆な施策を求めたい。例えば、スタートアップ¹⁸の買収に関して租税法上の特別措置（一定の要件のもとで支出時に全額損金算入を可能にするなど）や、スタートアップに対する買収・投資額を利益処分として税務処理をすることを認めるなど、後年度にわたる投資リスクの負担軽減措置を講じる施策を期待する。

④ 多様な投資家による投資の促進

現在、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の国内株式での運用資産額は全体資産の約1/4にあたる50兆503億円（2021年12月末時点）に達しており、時価総額の大きい企業の株式を中心とした運用が行われている。年金財政の健全性維持と日本経済全体の成長促進の観点に立てば、大企業に投資先を限定せず、成長が期待されるスタートアップ企業への投資もポートフォリオに含めていくことが望ましい。

そのため、運用資産の構成割合の一部を国内スタートアップに割り当てる「イノベーション創出枠（仮称）」を設定し、上場・未上場の有望なスタートアップやVCなどへの投資も検討するべきである。

また、リスクマネーの循環を担うエンジェル投資家の拡充も重要な課題である。金融所得課税を強化すべきとの議論もあるが、単なる引き上げでは個人の投資意欲を削ぐ恐れもあり、スタートアップの創出支援に逆効果となりかねない。むしろ、エンジェル投資家によるスタートアップへの投資に際しては、キャピタルゲインへの課税を減免するべきである。さらに、米国では、EXITした起業家がエンジェル投資家へと転身する例も多くみられることを踏まえ、創業者が一定期間内に得たキャピタルゲインについては、課税の減免を求める。例えば、2002年末まで選択可能とされていた源泉分離課税制度の水準¹⁹とするこ

¹⁸ 脚注17と同様の要件を設定することが望ましい。

¹⁹ 2002年12月31日までは、経過措置として個人が証券会社を通じて行う株式等の譲渡所得は、申告分離課税と源泉分離課税（課税額は売却代金の1.05%）のいずれかを取引毎に選択可能であった。この措置は2001年度税制改正により2002年12月31日に廃止され、申告分離課税制度に一本化されている。また、新規公開株式の譲渡益に関する特例として、上場前に3年を超えて保有かつ上場から1年以内に売却する場合、課税対象が譲渡益の50%に軽減される特

とが一案として考えられる。これにより、エンジェル投資や創業への意欲向上が図られる。併せて、減免が適用される期間を上場前から設定することで、創業者は早期の資金確保が可能となり、小規模での IPO を抑制する効果も期待できる。

2. 市場環境

⑤ 規制改革推進体制の見直し・再設計

優れたビジネスモデルや技術であったとしても、過剰な既得権益保護によって速やかな事業化・社会実装が妨げられれば、イノベーション創出は進まない。新技術等実証制度や国家戦略特区制度が創設されながらも十分に成果を挙げるに至っていない現状を打破するには、各種制度の運用を見直し、国民に規制のメリット・デメリットを明示し、透明性の高い意思決定を行う手続きを確立する必要がある。

具体的には、利害関係者間での協議がまとまらない場合には、期限を定め、中立的な立場にある第三者による公益裁定の仕組みを取り入れるべきである。一定期間内に決着を図ることで、迅速に全国展開や見直しを判断する PDCA サイクルを確立することが必要である。

また、該当規制を所管する省庁が全国展開に反対する場合には、実証実験によって発生している弊害と反対する合理的理由を当該省庁側が具体的に説明・公開するよう義務付けるべきである²⁰。

3. 人的資本

⑥ 有償ストック・オプションの会計処理の見直し

イノベーション創出に取り組む意欲ある人材の獲得には、相応の待遇を提示する必要があるが、上場後の飛躍的成長を遂げる前段階のスタートアップでは、給与をもって十分に報いることが難しい場合もある。一方で、働き手である社員にとっては、成長の可能性とリスクが同居するスタートアップでの就労には投資的側面が存在する。

例措置が設けられていた（申告分離課税への一本化に合わせて凍結）。

²⁰ 本会 2020 年度規制・制度改革プロジェクト・チームが公表した『国家戦略特区を改革の突破口に』（2021 年 5 月 6 日）の意見内容を再構成している。

有償ストック・オプションは、インセンティブの向上を目的として、役員・社員に有償で新株予約券を付与する取引であり、有為な人材を獲得するために、多数の上場企業やスタートアップが採用していた。しかし、2018年4月より、会計基準が有償ストック・オプションを「労働サービスや職務執行の対価」と位置づけたことで、費用計上が必要となっている。これにより、いまだ利益水準が低くこれから大きく成長しなければいけない上場後間もないスタートアップでは、導入を断念せざるを得ない環境になっている。現状では、代替となるインセンティブはなく、上場後、さらに大きく成長させるための人材確保に支障を来している。

少なくとも、上場して間もないスタートアップにおいては、有償ストック・オプションは社員がリスク投資として自ら選択する取引であると捉える方が実態に即している。そのため、例えば、上場後10年以内の企業には未上場企業と同様に費用計上を不要とするなど、一定の要件の下で、上場して間もない企業が有為な人材を獲得しやすくなるように会計処理を見直し、柔軟な活用を認めるべきである。

⑦ スタートアップの実情に対応した多様で柔軟な働き方の実現

スタートアップの躍進が日本経済全体の成長の原動力になることを鑑みれば、グローバル競争に勝ち抜いていくための有為な人材が集うことが重要である。そのため、彼らがより活躍しやすい多様で柔軟な働き方を実現することが求められる。

旧来の日本型雇用システムは、正社員で構成される企業の傘の下、働く個人を一律に保護しようとする考え方に基づいており、多様な働き方を求める現状との乖離が大きくなりつつある。

相対的に弱い立場にある社員の健康や生活を法律によって十分保護する必要は言うまでもないが、働き方やライフスタイルの多様化が進む現在、就労時間に基づく一律の規制は働く個人の自由を妨げている。守るべきは労働時間ではなく、社員の健康や生活である以上、多様な管理の仕方によって個人が自由な働き方を選択できる法制度を整えていくべきである。

特に、兼業・副業、短期間での転職や海外からのリモートワークなど、従来にない働き方の普及が進むとともに、自らの成長・キャリアアップを強く求める人材も多いスタートアップでは、健康管理を条件に労働時間の制約を見直ししていくことが必要である。

例えば、オープンイノベーション促進税制などスタートアップ関連施策で定

められている既存の企業要件よりもさらに対象を限定し、一定の対象範囲（企業要件）と適用要件を満たすスタートアップ²¹に関しては、時間外労働の上限規制の適用対象から除外し、個人が自らの意思に基づき、実情に応じた多様で柔軟な働き方を選択できる実効性の高い制度を構築すべきである。また、適用に際しては、労使合意の下、社員の健康と生活を守るための健康管理措置（例：定期的な健康診断、産業医との面談、ウェアラブルデバイスの取得データによる健康状況のモニタリング）などの設定が必要だと考えられる。

そのほか、創業間もないスタートアップについては、株式保有者（ストック・オプション含む）は役員（取締役）に準ずるものとし、時間外労働の上限規制の対象外とすることも考えられる。

また、新たな労働慣行をスタートアップから作っていく観点から、前記の企業要件を満たしている場合には、個別契約に労働の期間や形態、報酬、雇用の終了条件等を明記することで、スムーズな契約終了や再契約が行えるように既存の法律²²の見直しを図るべきである。雇用条件を明確に定め、人材の流動性を高めることで、労働者と雇用者の対等な働き方が実現する。また、機動的な経営が求められるスタートアップは必要な人材を柔軟に確保できるようになるため、わが国全体で人的資源をより適切に活用できると考える。

²¹ 例えば、「ベンチャーキャピタルからの出資を受けている」など、実質的にスタートアップと呼称するにふさわしい要件を備えていることを条件とすることが望ましい。

²² 労働契約の終了は、労働契約法、労働基準法、労働組合法、男女雇用機会均等法、育児・介護休業法などのさまざまな法律で制約されている。

IV.われわれができること・取り組むべきこと

スタートアップの飛躍的成長によるイノベーションを創出するためには、短期的な利益を迫るのではなく、当該スタートアップが潜在的に有している価値や成長力を見極め、未来に投資する資金の循環を作らなければならない。数値に表すことができないスタートアップの潜在的な成長可能性を見極め、M&A やクロスオーバー投資を加速するためには、大企業とスタートアップのトップ同士による継続的な交流と相互理解が必要である。また、その際には国内だけでなく、海外のスタートアップとも積極的に接点を作る取り組みが求められる。

したがって、本会は、両者の交流の場としての機能を引き続き発揮していく。具体的には、大企業経営者を中心とする会員と、スタートアップとの交流を目的として、「ラウンドテーブル」を引き続き主催していくとともに、幹部の積極的な参画によってスタートアップとの交流をさらに強化していく。また、双方向の出向・人事交流や経営支援等の橋渡しを担うプラットフォームの役割を果たすべく、具体的な方策を検討する。

各企業の経営にあたっては、経営トップ自らスタートアップとの協業に関与し、社内に変革への強い覚悟と意志を示すとともに、迅速な意思決定を通じてパートナーとの信頼関係を構築していくことが求められる。併せて、制度改革の実現を待つことなく、有望なスタートアップの積極的な M&A と、対象スタートアップを有効に活用するような経営トップがしっかりとコミットする統合プロセス（PMI）を進めていく必要がある。その際には、スタートアップ経営陣を上層部へ積極的に登用し、優秀な人材の確保と経営層のダイバーシティの向上を図ることで、自社のイノベーション創出につなげていく覚悟を持たなければならないがある。

おわりに

本委員会では、スタートアップをわが国の持続的な経済成長の原動力とするために、単に起業数を増やすのではなく、その成長を支援する観点も重要であるとの問題意識に基づき、創業期を越えたスタートアップの飛躍的成長について考えられる方策を議論した。

繰り返しとなるが、スタートアップを取り巻く課題は、さまざまな要因が相互に関係することで複雑化しており、すべてを一度に解決する特効薬はなく、今回の提言はあくまで一助に過ぎない。

スタートアップが真に飛躍的な成長を実現するためには、規制・制度改革だけではなく、スタートアップの経営者自身が自社の将来ビジョンやビジネスモデルの可能性を投資家に対して伝え、理解を求める努力が必要になることは言うまでもない。そのためには、一度や二度の失敗や挫折に挫けることなく粘り強く挑戦を重ねる人材を称え、彼らの志を後押しする文化・風土を醸成するとともに、日本社会のあらゆる場面で新たな取り組みを積極的に受け入れていくことが必要である。

欧米各国の金融緩和縮小の流れや地政学リスクの高まりにより、金融資本市場の動向が変化する中、岸田政権の発信が投資家や株式市場に影響を及ぼしている。特にスタートアップが上場するグロース市場は、他国の新興企業向け市場と比べても株価下落が著しい。グロース市場の低迷は、未上場企業の資金調達にも影響を及ぼしかねず、スタートアップの徹底支援に逆行する事態になりかねないと憂慮している。

わが国のスタートアップの成長を阻む大きな問題の一つは、大企業によるリスクテイクの不足も含め、成長分野への資金の循環が起きていないことにある。また、スタートアップの徹底支援の根幹は、エコシステムを支えるリスクマネーの循環である。資金の循環には適度な格差が必要であり、現時点で世界と比べて相対的に低い格差を単に埋めようとするだけでは、活発な資金の循環は妨げられ、スタートアップの創出や成長に資することはない。

上場企業は社会の公器として、ヒト・モノ・カネを効率的に活用する重要な役割を期待されており、大企業もリスクマネーの循環に積極的に貢献していかなければならない。これはわが国全体で取り組むべき課題であり、本会としても、引き続き、スタートアップの活性化に向けた提言や実践活動に努めていく所存である。

以上

規制・競争政策委員会

(2022年4月現在・敬称略)

委員長

間下直晃 (ブイキューブ 取締役会長 グループCEO)

副委員長

上田祐司 (ガイアックス 代表執行役社長)

瓜生健太郎 (瓜生・糸賀法律事務所
代表弁護士 マネージングパートナー)

大久保和孝 (大久保アソシエイツ 取締役社長)

木村尚敬 (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)

轟麻衣子 (ポピンズホールディングス 取締役社長)

松井敏浩 (大和証券グループ本社 取締役 兼 代表執行役副社長)

委員

相原輝夫 (ファインデックス 取締役社長)

吾郷康人 (山九 取締役副社長)

朝倉陽保 (丸の内キャピタル 取締役社長)

石黒不二代 (ネットイヤーグループ 取締役 チーフエヴァンジェリスト)

市川晃 (住友林業 取締役会長)

乾和行 (大豊産業 取締役社長)

井上雅彦 (有限責任監査法人トーマツ 執行役)

入江仁之 (アイ&カンパニー 取締役社長)

大 井 滋 (J X 金属 エグゼクティブフェロー)
大 賀 昭 雄 (東通産業 取締役社長)
大 古 俊 輔 (I D A J 顧問)
小 倉 祥 子 (銀座テラーグループ 取締役社長)
尾 股 宏 (S O M P O ホールディングス)
加 藤 奂 (京王電鉄 相談役)
上斗米 明 (パソナグループ 専務執行役員)
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)
川 名 浩 一 (ルブリスト 取締役社長)
菊 地 麻緒子 (日立建機 取締役)
鬼 頭 誠 司 (日本生命保険 取締役副社長執行役員)
木 下 信 行 (東京金融取引所 取締役社長)
行 天 豊 雄 (三菱 U F J 銀行 名誉顧問)
窪 田 政 弘 (前澤化成工業 取締役会長)
熊 谷 亮 丸 (大和総研 副理事長 兼 専務取締役)
見 學 信一郎 (スパークス・グループ グループ執行役員)
小 林 洋 子 (宇宙航空研究開発機構 (J A X A) 監事)
斎 藤 祐 二 (日本航空 常務執行役員)
佐々木 泰 介 (ビューローベリタスジャパン シニアアドバイザー)

佐藤 誠 治	(デサント 社外取締役)
志賀 俊 之	(INC J 取締役会長 (CEO))
白井 均	(日本カーバイド工業 取締役)
菅原 敬	(アイスタイル 取締役CFO)
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)
反町 雄 彦	(東京リーガルマインド 取締役社長)
高島 幸 一	(高島 取締役社長)
高橋 知 裕	(HEROZ 代表取締役)
武井 奈津子	(ソニーグループ 常務)
田中 孝 司	(KDDI 取締役会長)
田中 嘉 一	(日本カストディ銀行 取締役社長)
田中 能 之	(湧永製菓 取締役)
谷川 史 郎	(NTTアーバンソリューションズ 社外取締役)
津上 晃 寿	(キヤノントッキ 取締役副会長)
豊田 正 和	(国際経済交流財団 会長)
長江 洋 一	(HEXEL Works 取締役兼代表執行役社長)
中島 史 雄	(ユアサM&B 専務執行役員)
長瀬 玲 二	(長瀬産業 取締役副会長)
中山 泰 男	(セコム 取締役会長)
鍋嶋 麻 奈	(デジタルグリッド バイスチェアマン)

樽 崎 浩 一 (SOMPOホールディングス
デジタル事業オーナー 執行役専務)

能 見 公 一 (ジェイ・ウィル・コーポレーション 顧問)

野 澤 康 隆 (浜銀総合研究所 取締役会長)

外 立 憲 治 (外立総合法律事務所 所長・代表弁護士)

埴 栄 一 (日本生命保険 執行役員)

濱 田 昌 宏 (SOMPOホールディングス
グループCFO グループCSO 執行役専務)

林 明 夫 (開倫塾 取締役社長)

林 信 秀 (みずほ銀行 常任顧問)

平 野 大 介 (マイスターエンジニアリング 取締役社長)

福 田 誠 (あおぞら銀行 特別顧問)

藤 本 幸 弘 (シティユーワ法律事務所 シニアパートナー)

二子石 謙 輔 (セブン銀行 取締役会長)

星 久 人 (ベネッセホールディングス 特別顧問)

程 近 智 (ベイヒルズ 代表取締役)

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)

宮 内 淑 子 (ワイ・ネット 取締役社長)

宮 崎 裕 子 (スリーエム ジャパン 取締役社長)

村 上 雅 彦 (東海東京アセットマネジメント 取締役会長)

村 瀬 龍 馬 (ミクシィ 取締役C T O)
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)
山 内 雅 喜 (ヤマトホールディングス 取締役会長)
山 田 英 司 (日本電子計算 顧問)
ヨッヘン・レゲヴィー (K e k s t CNC 日本最高責任者)

ノミネートメンバー

伊 藤 豊 (スローガン 取締役社長)
本 間 真 彦 (インキュベイトファンド 代表パートナー)

以上83名

事務局

藤 井 大 樹 (経済同友会 代表幹事サポート室 グループ・マネジャー)
三 倉 敬 之 (経済同友会 政策調査部 マネジャー)
森 田 陽 一 (経済同友会 政策調査部 アシスタント・マネジャー)