

# 令和元年度 戦略的基盤技術高度化・連携事業

(ユニコーン創出に資する中小企業・スタートアップの海外展開  
及び資本政策のあり方に関する調査事業)

最終報告書

# 本調査の目的

## (背景)

Society5.0の実現に向けて、イノベーションの担い手である中小企業・スタートアップは重要な存在。世界では、シリコンバレーのみならず、フランス、イスラエルや中国深圳等、自国の産業競争力強化のためのスタートアップエコシステム構築競争が激化している。

我が国においても、世界で勝てる中小企業・スタートアップを創出することができるエコシステムの構築が喫緊の課題。

そのため、政府では「未来投資戦略2018」において企業価値又は時価総額が10億ドルを超える「ユニコーン企業」を2023年までに20社創出することを目標に掲げ、その実現に向けて、J-startup等の施策により、海外のイノベーション拠点における支援や海外エコシステムとの連携強化による海外展開支援やリスクマネーの供給によるファイナンス支援等を行ってきた。

## (本調査事業の目的)

我が国の国際競争力向上のための中小企業・スタートアップのエコシステム整備において特に重要な論点である海外展開と資本政策について、現状と課題の調査分析を行った上で対応策を検討することで、ユニコーン創出に向けた効果的な政府支援を加速させる。

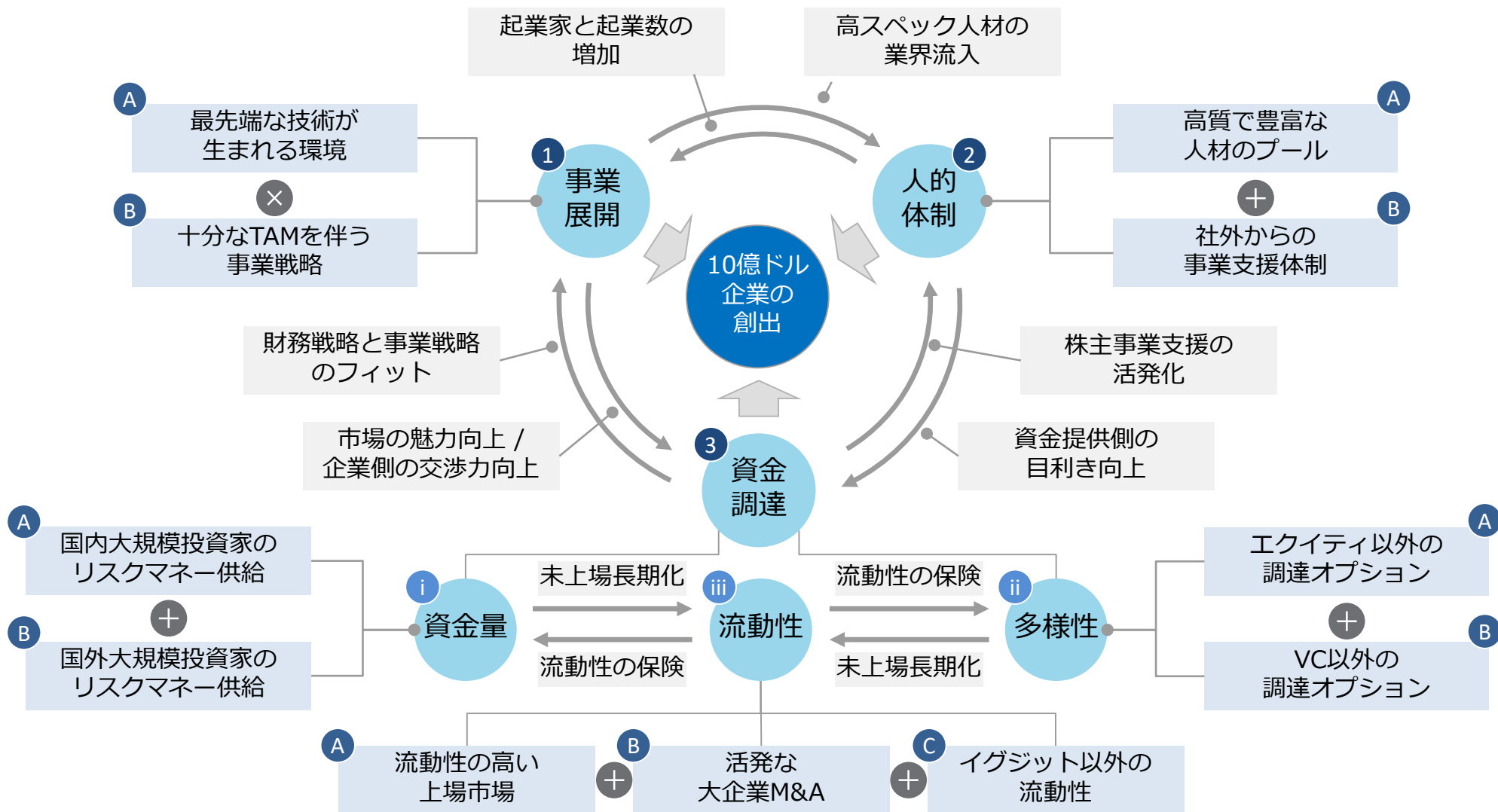
## (課題の所在)

我が国では、米国に比べ、調達額・評価額の伸びが弱く、ユニコーン（1,000億円企業）が生まれていない。その背景として、①**スタートアップの事業展開**、②**関連する人的体制**、③**資金調達環境のいずれにも課題が存在**し、10億ドル企業が量産される構造（市場環境の好循環）に至っていないのが現状

- 米国 / 中国といった巨大市場はもちろん、**積極的な政策支援を展開する韓国にも一部で見劣り**
- 本調査では、短期での政策展開の可能性があるテーマについて、対策を検討
  - 中長期テーマ（高TAM事業モデルの増加、人材の育成、機関投資家の呼び込み等）は別に検討

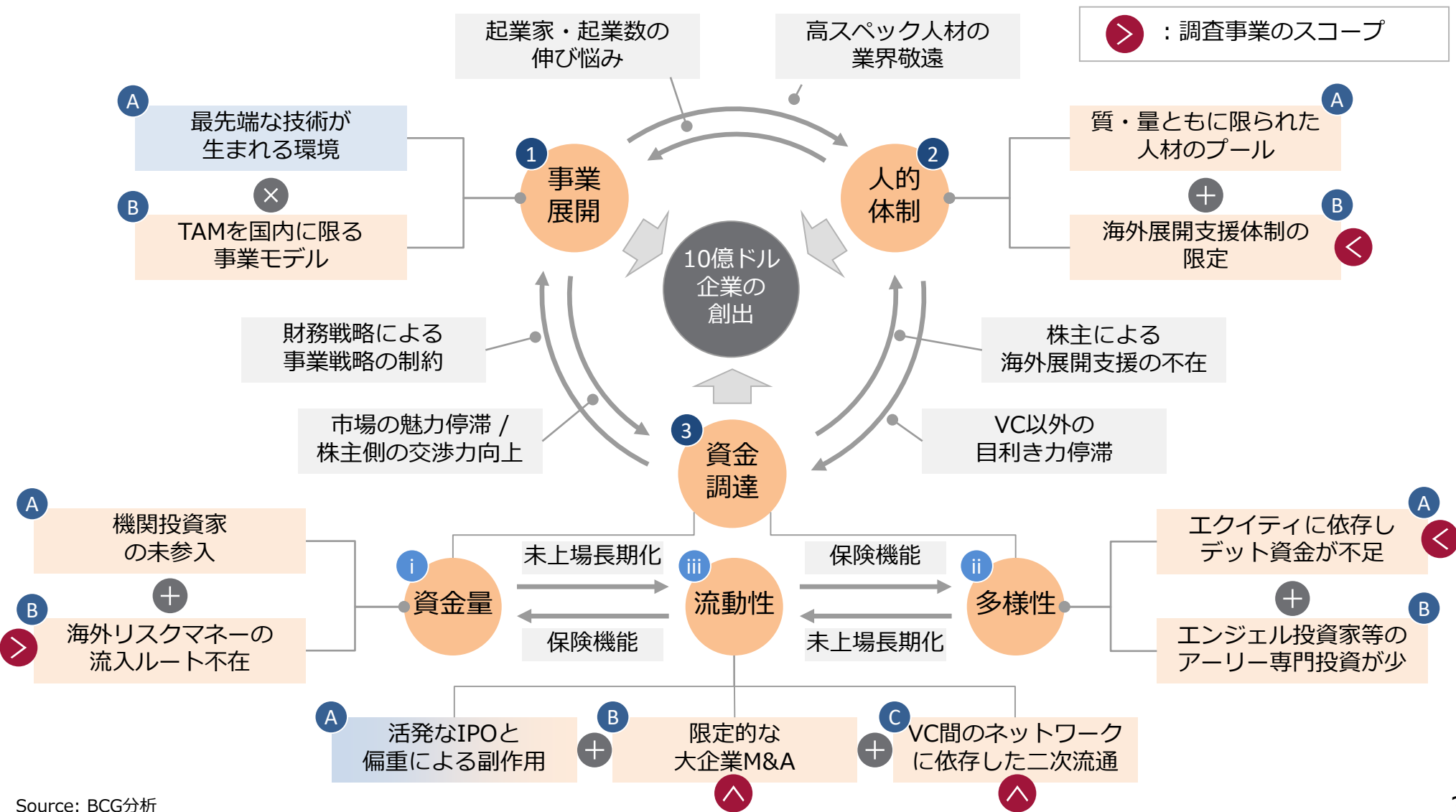
# 市場環境の相互連関 - 好循環のモデル

- 大規模ベンチャー企業の量産のためには、市場の各要素が好循環を描いている必要



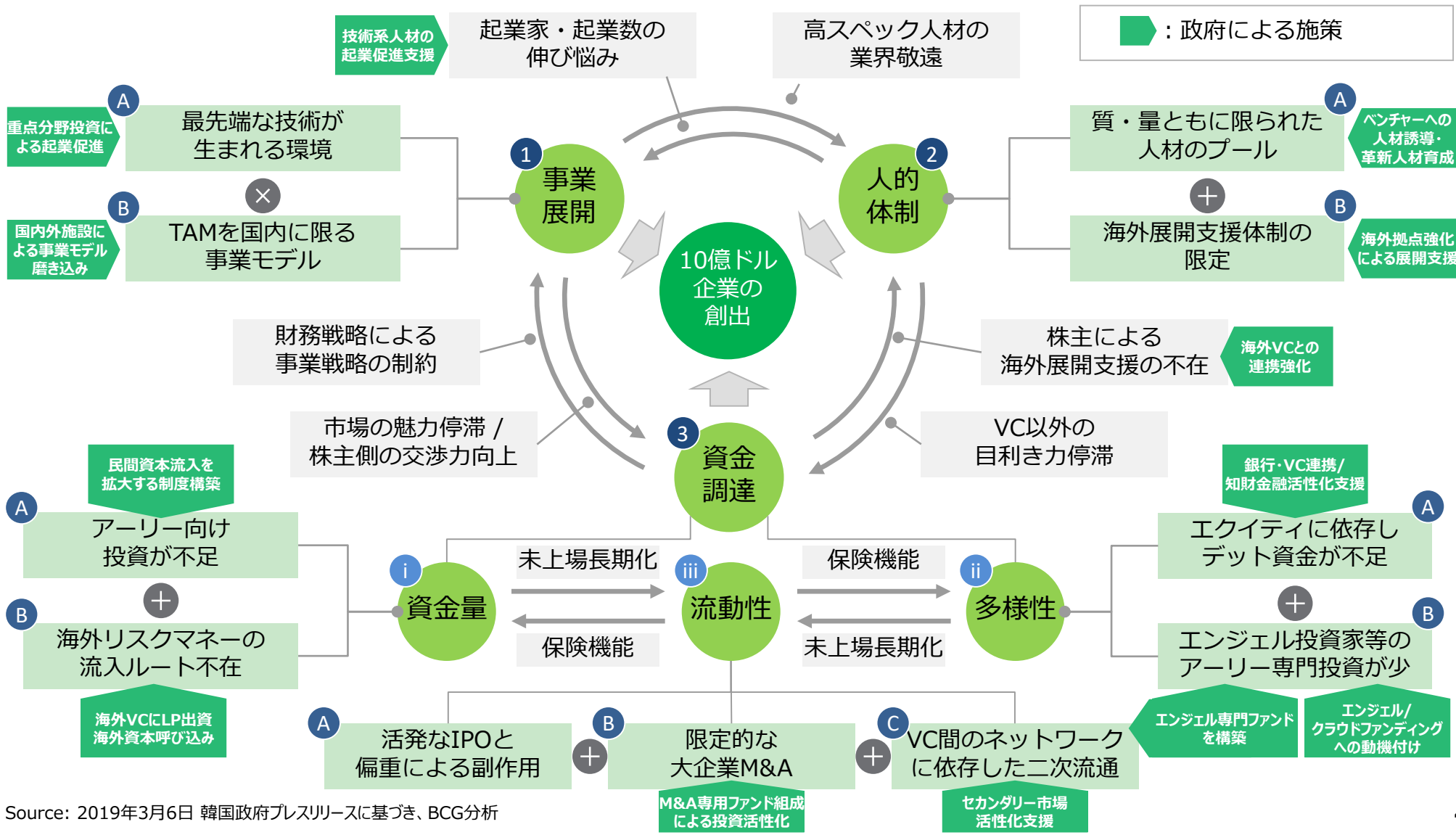
# 市場環境の相互連関 - 我が国の現状

- 我が国市場では、①～③のいずれにも課題が存在し、好循環に繋がっていない



# 市場環境の相互連関 - 韓国の状況

- 積極的な政策展開を続ける韓国にも、一部で見劣りしつつある



# ①海外展開のあり方 / 政策支援-サマリ (1/2)

(先進国事例からの示唆)

韓国・フランス双方に、**広範なTAMを持つ企業を選定した上での集中的な支援と、その他の企業を含めた一般的な支援を濃淡をつけて実施**

- 韓国では、有力企業に対して、海外トップアクセラレータによるメンタリングや海外展開徹底支援プログラムを実施しており、その他企業にはワークスペース開放等の幅広い支援を実施
- フランスでは、NEXT40に該当する有力企業に対しては、出資とメンタリングを実施しており、一般企業に対してはオンラインサロンを運営

日本においても、海外展開のポテンシャルが高い有力企業に特化した集中的な支援と、その他一般企業への支援を濃淡をつけて実施していくことが重要

- 拠点としても重要度に応じて注力する先を決めて行くべき

(既存支援策の評価)

一方で、我が国は精力的に支援策を展開しているものの、現行支援策の基本設計上、戦力が分散した「**広く薄い**」支援、さらには「**初心者向け**」支援との認知に繋がっている状態

- 海外展開の有望度を問わない、全社一律の支援
- シード～アーリー期を中心とした支援メニュー
- 拠点ごとの運営による支援内容のバラつき

特に、J-startup支援は、有カスタートアップの期待を満たす踏み込んだ支援までは至っていないのが現状

# ①海外展開のあり方 / 政策支援-サマリ (2/2)

(対策の方向性)

J-Startup内でもグローバル展開の有力企業数十社を絞り込み、VC/PEに対し政策的なLP出資をする形で、戦略立案から実行支援にまで踏み込んだ、ハンズオン支援を実行していくべき

- 海外におけるTAMの大きさ×競争力、支援のタイミング・支援の必要性・日本経済への波及効果の観点から対象を絞り込み

また、J-startup全般支援のため、重点拠点を絞り込み、エコシステム・メンタリングを強化

- 必要に応じて重要拠点を見直しつつ、提携先を強化・見直し

一般企業向けの施策の改善や、オンラインプラットフォームを通じたエコシステムの可視化等、全体に効果的な支援は、コストをかけずに緩やかに実施していくべき

(海外展開とマクロ経済効果)

従来、製造業主流だった時代には、「輸出代替」や開発迄の完全現地化により、GDP/税収毀損の可能性があったが、現在のスタートアップは、ウェブサービス系やテック系が主流なため、海外展開は我が国の経済を毀損するものではない

- ウェブサービス系では、サービスローカル化により開発・サーバは国内に保持すること、テック系ではライセンスによる新たな市場開拓により、GDP/税収へのプラスが発生
- また、ウェブサービス系では、優秀な海外人材の獲得、テック系ではオープンイノベーションによる共同開発の実現等、間接的にGDP/税収を増大させる効果

加えて、上記の業界においては、先端分野を巡る各国の地政学・地経学的な動向を踏まえ、政府としてもデータ保護主義への対応や、知財の保護等の支援施策の実行の必要性が高い

# 韓国支援策のポイント



a

- 韓国は、年間10億円/箇所クラスの予算で現地の支援拠点を運営

## 目標

## 海外展開支援

## 金融支援

### 対象ベンチャー企業 / 支援内容

### × 対象エリア / 拠点整備

2022年までにユニコーン企業20社

有力ベンチャー

有力候補約20社を選定し、集中支援

- 海外VCと連携したビジネスモデル進化と継続投資
- 海外グローバル企業と協力した支援

重点市場

重点4拠点ではスタートアップ向けに大規模拠点を整備

- 年間10億円クラスの運営予算
- 技術/マーケ等の既存支援機関も連携

大型の専用ファンドを組成し、4年間で12兆ウォン(約1.2兆円)投資

一般ベンチャー

国内のインキュベーションハブにおける海外展開アドバイス

その他市場

政府機関が保有する海外拠点70カ所を、共有オフィスの形でレンタル

# フランス支援策のポイント



a

- フランスは、オンラインツールを介したベンチャー企業間のコミュニティ形成を企図

## 目標

## 海外展開支援

## 金融支援

### 対象ベンチャー企業 / 支援内容

### × 対象エリア / 拠点整備

2025年までにユニコーン企業20社

有力ベンチャー

- 有力40社を選定し、集中支援
- ・ 国内外の知名度向上支援
  - ・ 弁護士/銀行家/監査法人等の専門家チームによる個別支援

重点市場

- オンラインプラットフォームを活用
- ・ ニュースレターの発信
  - ・ 自発的に自国/現地のベンチャー関係者が繋がること出来る様Webの仕組みを整備

50億ユーロ(約6,000億円)をスタートアップ向けに間接投資

その他ベンチャー

- 各国進出中の自国ベンチャー間のコミュニティ形成を重視
- ・ オンラインハブを基軸に自発的な交流・情報交換を推奨

その他市場

各地の大使館との連携

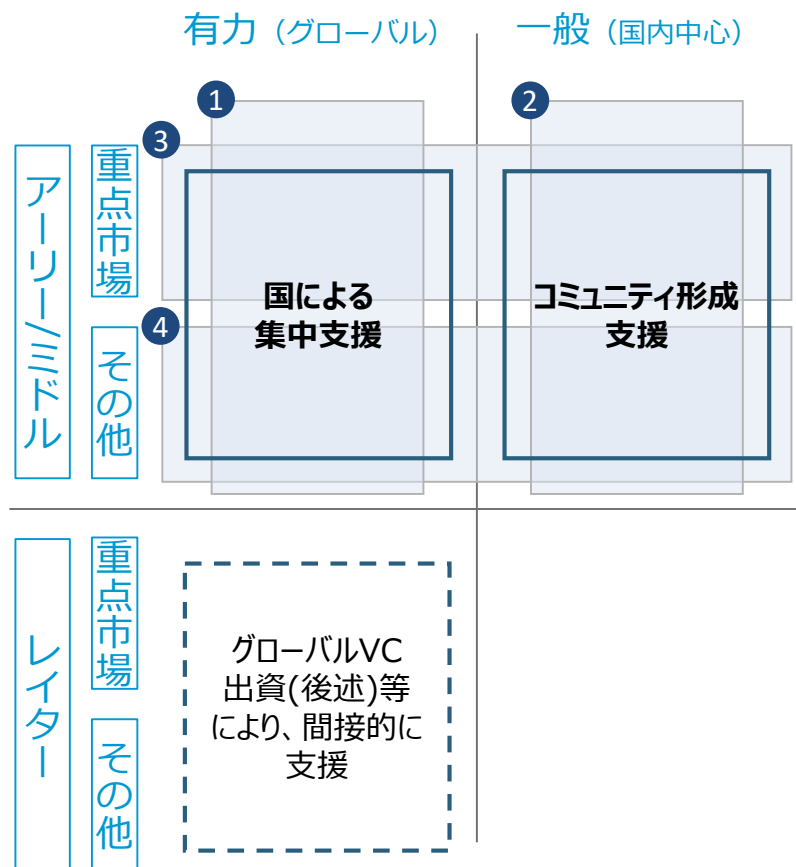
# 対策の方向性-事例からの示唆



- 両国の事例等に鑑みると、次のような方向で施策を整理・強化すべきではないか

## 支援の範囲

海外展開の潜在力 (TAMのスコープ)



## 支援の内容

### 具体支援

- 1 専属メンターの配置等、個社支援策を拡充
  - J-Startup内で、もう一段の選抜を実施
- 2 進出中の日系ベンチャー企業相互のコミュニティ形成を促進
  - ベンチャーではない日系企業も巻き込み

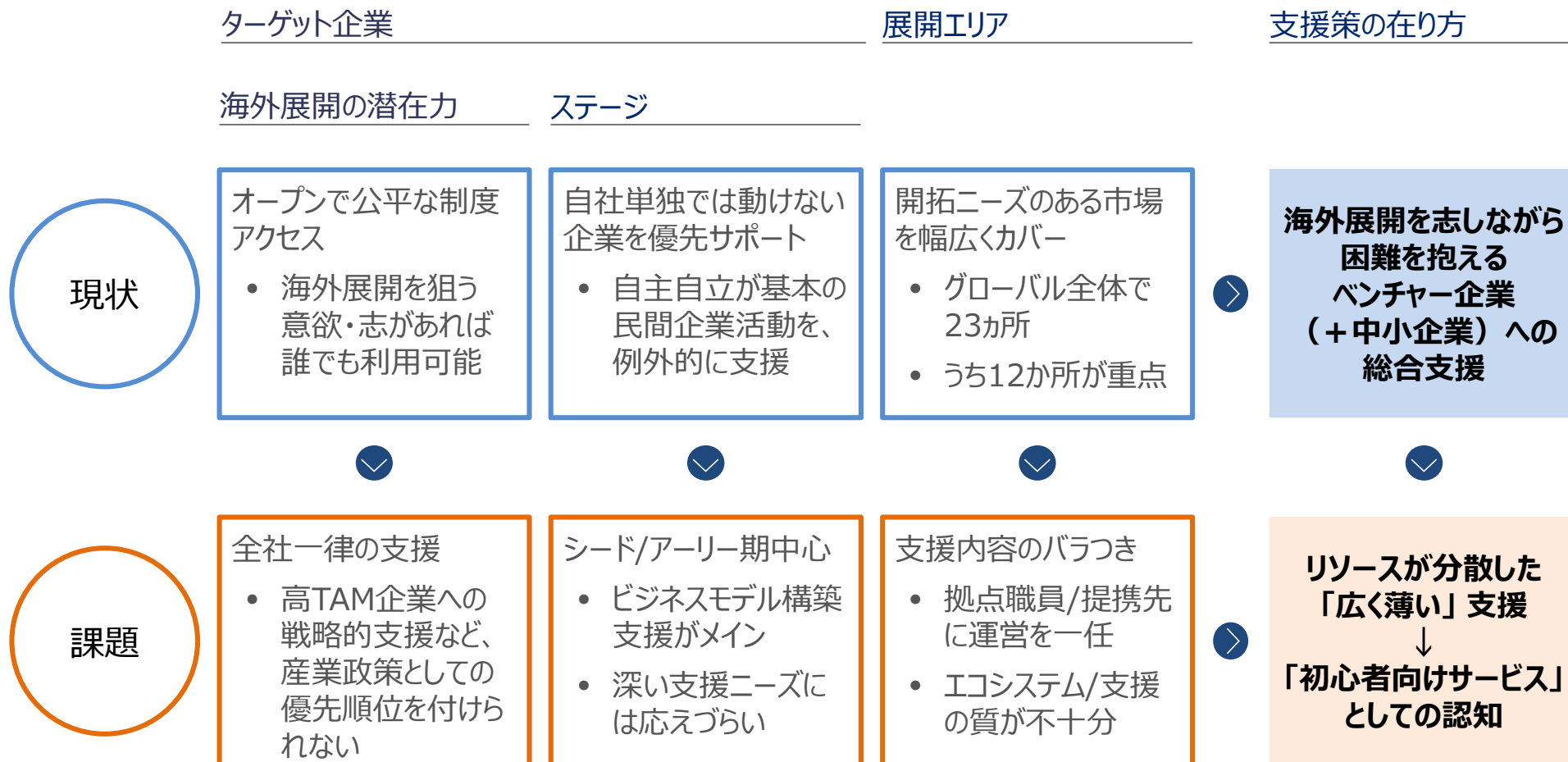
### 拠点整備

- 3 支援拠点（「場」）の拡充 / 外部連携強化
  - 専属コーディネイターの配置 / 企業・大学との連携
  - 通訳等のプロフェッショナルサービス拡充
- 4 オンラインツールを活用したプラットフォーム提供

# 既存支援策の評価



- 現行支援策の設計が、結果として「広く薄い」「初心者向け」支援に繋がっている可能性



# 目指す姿-課題からの示唆



- 対象企業・エリアを絞り込み、より深い支援で成功事例を生むことが必要ではないか

ターゲット企業

展開エリア

支援策の在り方

海外展開の潜在力

ステージ



課題

全社一律の支援

- 高TAM企業への戦略的支援など、産業政策としての優先順位を付けられない

シード/アーリー期中心

- ビジネスモデル構築支援がメイン
- 深い支援ニーズには応えづらい

支援内容のバラつき

- 拠点職員/提携先に運営を一任
- エコシステム/支援の質が不十分

リソースが分散した「広く薄い」支援

↓  
「初心者向けサービス」としての認知



目指す姿

高ポテンシャル企業への踏み込んだ絞り込み

- 数十社社程度の「J-Startup 海外班」(仮)の選定

ミドル / レイター期向け高度支援策のカバー

- ユニコーン間近の大規模な展開にも応えられるメニュー

波及効果が見込める重点拠点のモデル化

- 数か所の拠点を絞り、ヒト・モノ・カネを集中配置

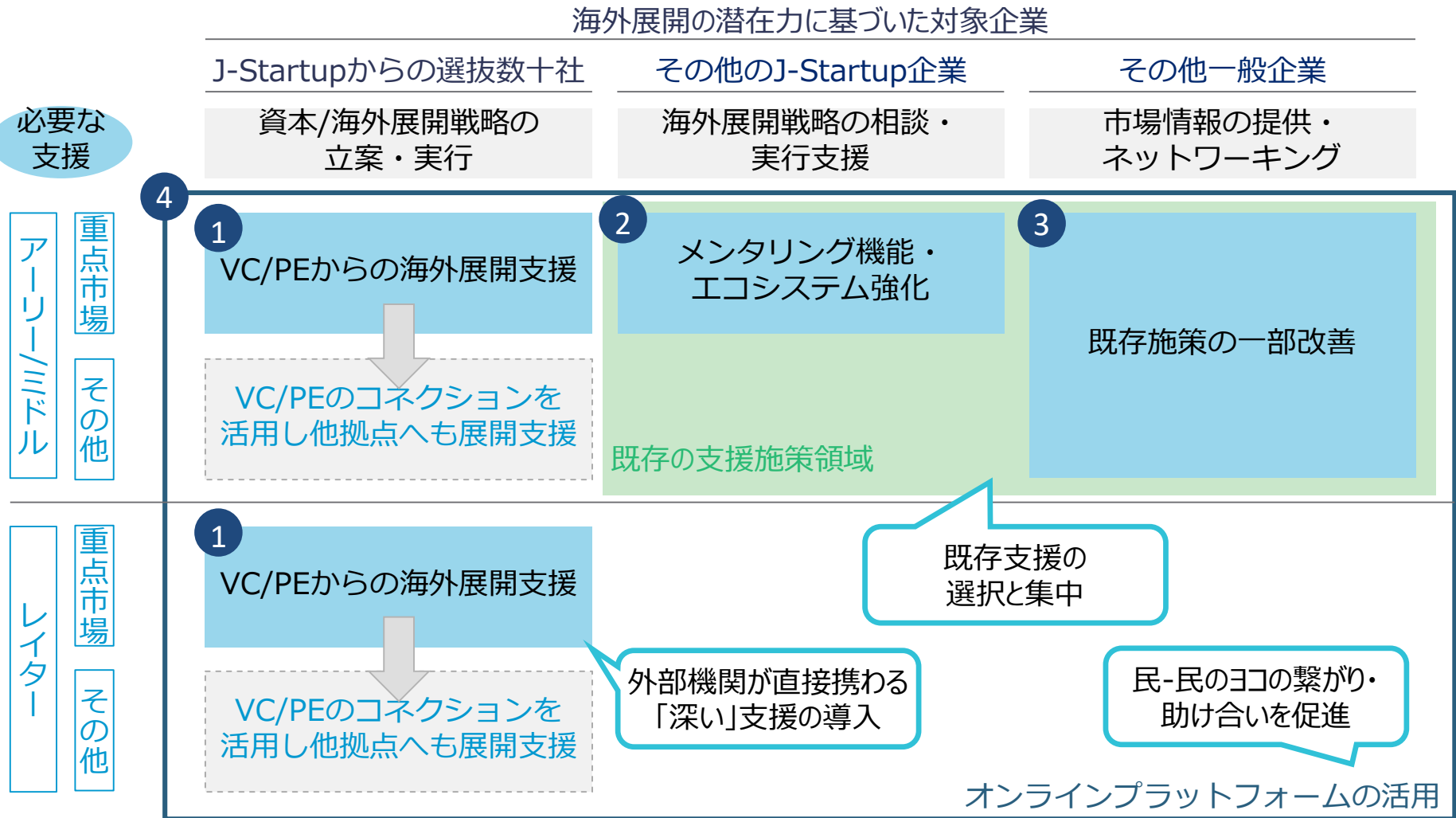
選択と集中によるメリハリの効いた支援

↓  
メジャープレイヤーの巻き込みと認知向上

# 対策の方向性- 施策強化のポイント



- 具体的には、支援階層の深化と選択・集中が鍵となる



# オプション評価（叩き台）

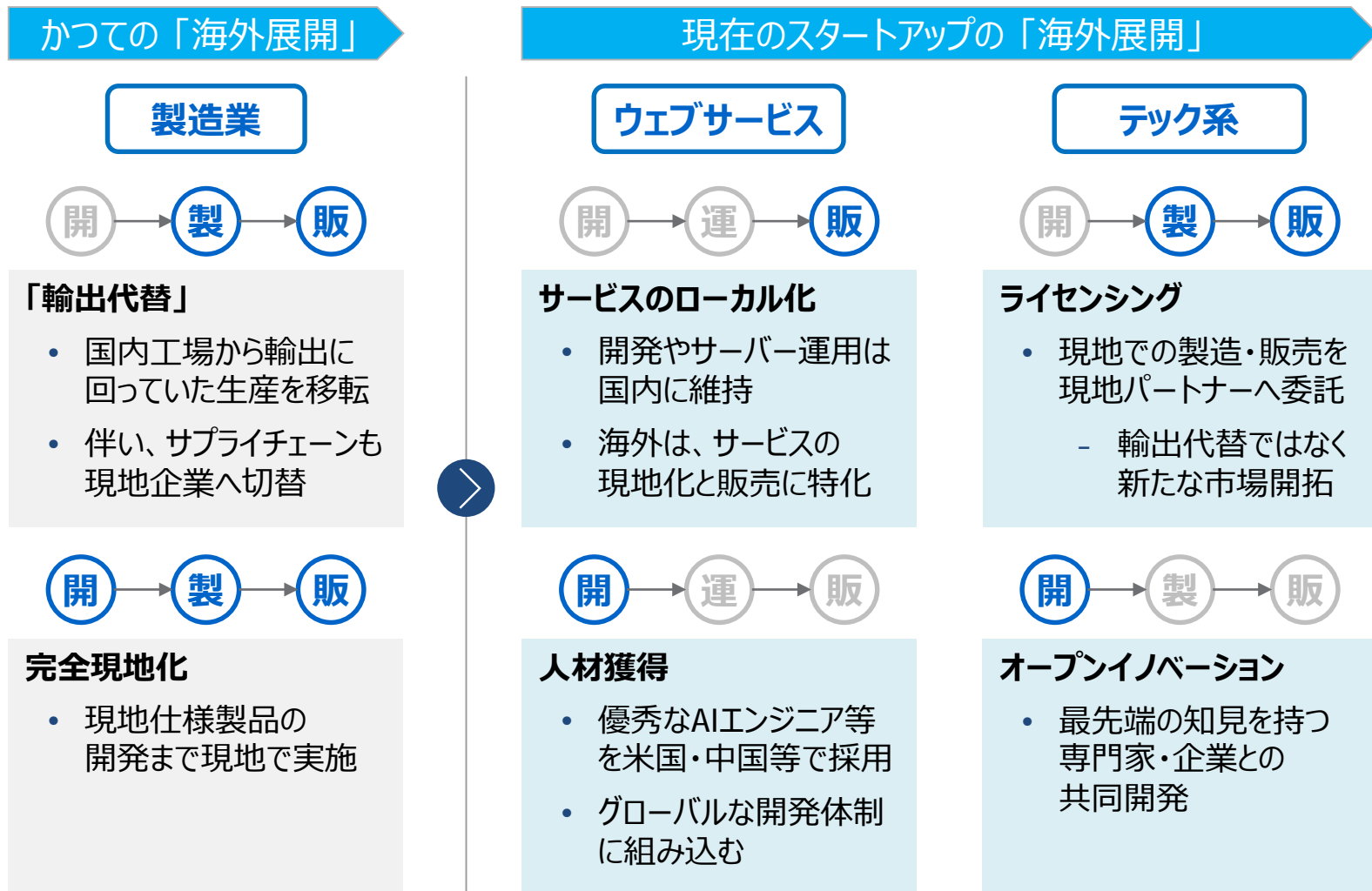


## ● 各対策の方向性に対し、具体的なアクションについて評価

支援の内容	具体的なアクション	インパクト (BCG案)	実現難易度 (BCG案)
1 VC/PEからの 海外展開支援	<ul style="list-style-type: none"><li>J-Startupの140社のビジネスモデルを評価し、海外展開を目指す数十社を選抜</li><li>VC/PE(海外展開済の日系VCが最適)に対するLP出資のスキームを検討</li></ul>	<b>大</b> 注力支援により、 ユニコーン創出に 集中寄与	<b>中</b> LP出資の主体について、 慎重な検討が必要
2 メンタリング 機能/エコシス テムの強化	<ul style="list-style-type: none"><li>最重要拠点を絞り込み</li><li>コミュニティメンバーとなり得る候補先をリストアップし、エコシステムへの取り込みを交渉</li></ul>	<b>大</b> 成功事例が構築され 他拠点にも波及 主要拠点プレゼンス向上 による全体イメージ向上	<b>中</b> 一定時間を投入しての 現地での交渉実施が必須
3 既存施策の 一部改善	<ul style="list-style-type: none"><li>職員スキル向上策（研修/新規採用等） / 既存取り組み施策の改善方法を関係支援機関と議論</li></ul>	<b>小</b> 既存の内容の 改善に過ぎず、 大きな波及効果は 見込めない	<b>易</b> 内部で完結する上 検討素材もあり 容易に実現
4 オンライン プラット フォームの活用	<ul style="list-style-type: none"><li>プラットフォームの基盤を用意<ul style="list-style-type: none"><li>サイトの下準備や掲載情報の設計等</li></ul></li><li>関係支援機関と連携し、イベントや現地情報の更新を依頼</li></ul>	<b>小</b> 即効性は無く 地道に築き上げていく 内容	<b>易</b> コストがかからない為 至急の取り組みが可

# 海外展開とマクロ経済効果（1/3）

- 昨今のスタートアップを対象にした「海外展開」の議論は、かつてとは内容が異なる



# 海外展開とマクロ経済効果 (2/3)

- こうした新たな形の海外展開は、必ずしも我が国の経済を毀損するものではない

## かつての「海外展開」

### 製造業



#### 「輸出代替」

- GDP / 税収にプラスとは限らない
  - 国内工場の雇用
  - 調達先の経営難



#### 完全現地化

- 輸出減による貿易収支への影響
  - 子会社からのIPライセンス料も減

## 現在のスタートアップの「海外展開」

### ウェブサービス



#### サービスのローカル化

- GDP / 税収にはプラス
  - 越境提供≒輸出。そもそも、新たな売上・利益の獲得
  - ビッグデータ獲得による新サービス・新産業創出効果
  - 新たな運用先の誕生により、年金等の運用益が増加



#### 人材獲得

- GDP / 税収にはプラス
  - 国内エンジニアの代替ではなく、新領域での人材
  - R&Dによる新サービス・新産業創出効果

### テック系



#### ライセンス

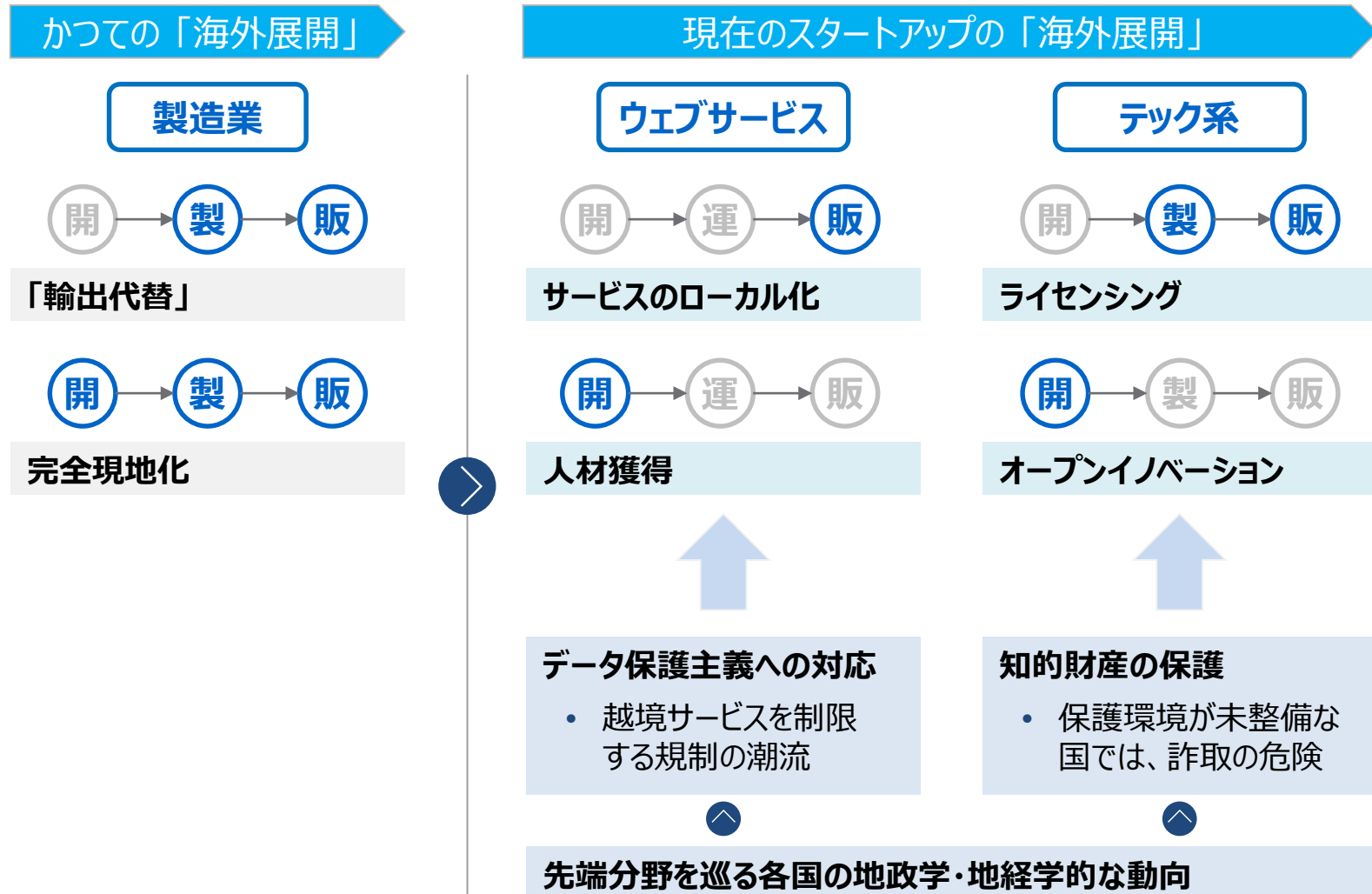


#### オープンイノベーション

そもそも赤字の企業も多いことにも留意

# 海外展開とマクロ経済効果 (3/3)

- プラス効果を生む海外展開を確保するには、一定の政府支援が必要



## ②海外資本の呼び込み – サマリ (1/2)

(海外からのリスクマネー供給)

海外の大規模投資家からのリスクマネー供給にはいくつかのルートが考えられるが、事業戦略（海外展開）への波及効果も期待できるグローバルVCの呼び込みは特に重要

- 海外機関投資家の国内LPとしての呼び込み、グローバルVCのファンドの越境出資…
- グローバルVCの海外展開支援力は、ベンチャー企業側からも高く評価されている

(越境出資事例のパターン)

グローバルVCが越境出資に踏み切るためには、まず対象市場に十分な魅力を感じる事が前提

- ベンチャー企業側の事業戦略傾向 / 「保険」としてのイグジットの充実
- 基準をクリアした市場に拠点が開設され、はじめて越境出資が動き出すことが一般的
  - 実際の越境出資事例の大半は、彼らの現地（米国外）拠点経由
  - 一方で、現地拠点がない国のベンチャーに対する越境出資も、数は限られるものの存在

## ②海外資本の呼び込み – サマリ (2/2)

(対策の方向性)

上記を踏まえると、市場環境整備等の「プル型」のアプローチを着実に進めると同時に、**例外的な越境出資を促す「プッシュ型」のアプローチ**を併せて取っていくことが必要

- プッシュ①：情報提供ルートの開拓
  - 日本国内に拠点を持つグローバルな金融事業者（例：PE）へ、有力ベンチャーを紹介
  - グローバルVCのアジア拠点へ、有力ベンチャーを紹介
- プッシュ②：LPポジション獲得による意思決定関与
  - 韓国で、政府系資金を米国VCのLPとして拠出し韓国への還流を実現。これを呼び水に、他のVCからの出資も伸ばした事例

LP出資については、**「海外で事業を行う日系VC」の活用**が重要になる見込み

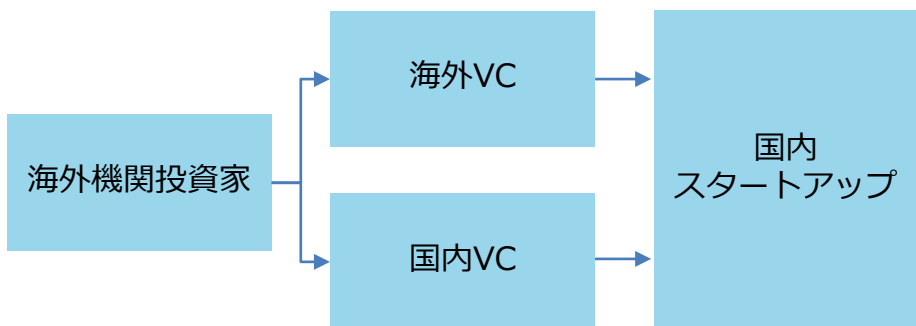
- 米国外を含めたグローバルな海外展開支援力、Tier1メガVCとのリレーションとも十分
- 日系ベンチャーへの関心度が高く、我が国ともリレーションを保有
- ファンド規模が限られることから、アンカーを取り影響力を高めることが可能

具体的なLP出資は、実績・制度/仕組み・出資先へのコントローラビリティを加味しつつ、国内VCプレイヤーの取組を加速化・補完できるように、政府系機関と連携して実行

# 海外からのリスクマネー供給の重要性

- 海外の大規模投資家からのリスクマネー供給にはいくつかのルートが考えられるが、事業戦略（海外展開）への波及効果も期待できるグローバルVCの呼び込みは特に重要

大規模投資の呼び込みには、いくつかのルートが存在



グローバルVCの海外展開支援力は、ベンチャー企業側からも高く評価されている

“海外VCはサポートの一環として、海外展開を手厚く支援してくれる。例えば、サンフランシスコのツアーだと、会いたかった会社のCEOとマッチングしてくれて、直接議論が出来たりする”

- 国内スタートアップ

出資先の海外展開支援は積極的に行っている。戦略構築の支援、ネットワーク構築の支援等を行う。実際に中国の会社をボストンにつなげて成功した例も存在

- 海外VC

# 越境出資事例のパターン

- グローバルVCが越境出資に踏み切るには、まず対象市場に十分な魅力を感じる事が前提

## 優良なスタートアップが存在

### 優良なスタートアップが複数存在

- スタートアップの質が高い
- スタートアップの数が多い

### 成功している

### 象徴的なスタートアップが存在

## エコシステムが整っている

### 環境面

- 無料の土地・オフィスビル
- 低価格作業スペースの提供

### 人材/ネットワーク面

- メンター/アクセラレータ
- 投資家
- スタートアップ関連の優秀な人材
- 大学・研究機関との密な連携

### 制度面

- 政府が、スタートアップを取り巻く法的な整備に積極的

## イグジットしやすい環境

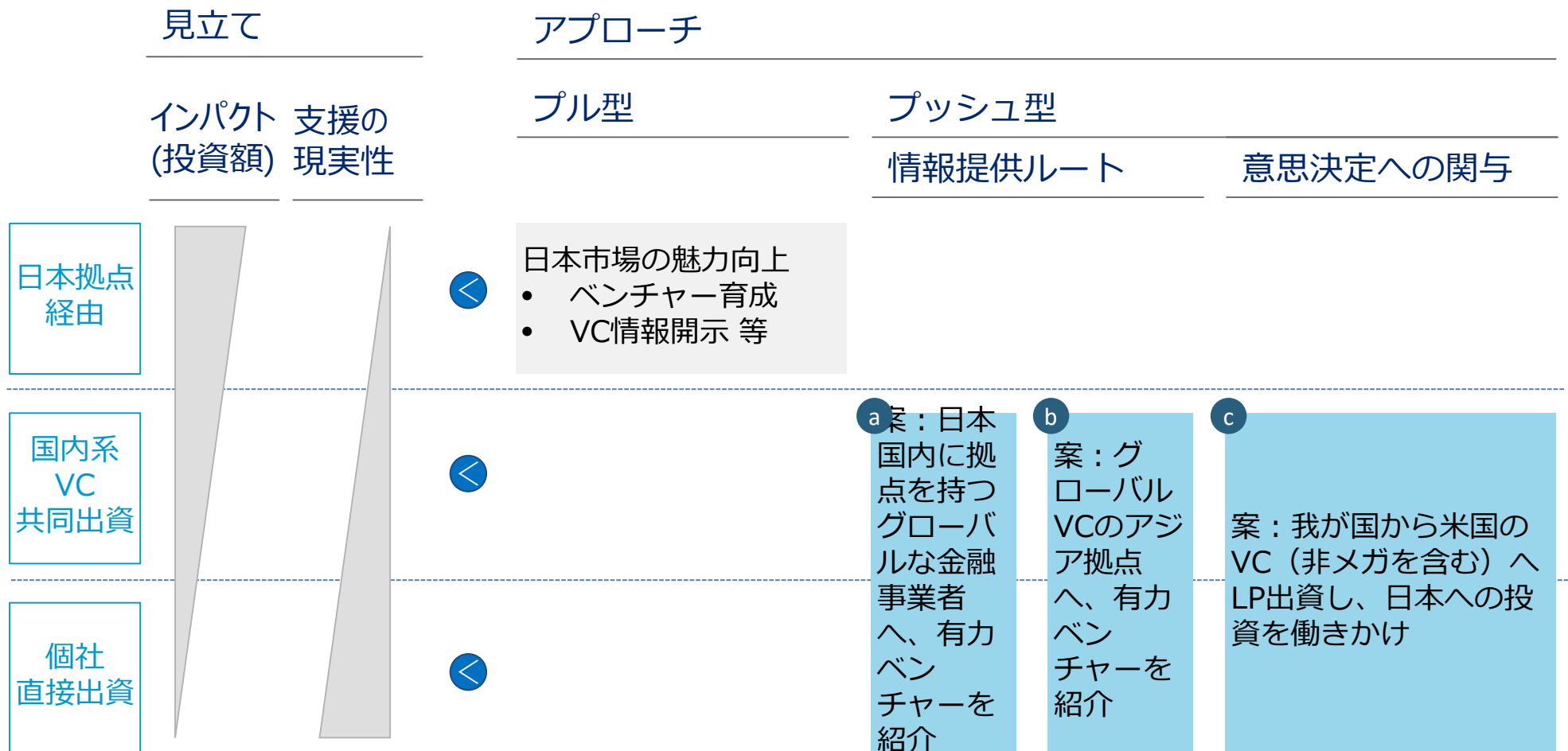
### 多様なイグジットの手段

- M&Aが活発
- マーケットの流動性が高い

# 対策の方向性（案）



● 市場環境整備等の「プル型」のアプローチを着実に進めると同時に、例外的な越境出資を促す「プッシュ型」のアプローチを併せて取っていくことが必要



# 「プッシュ型」アプローチの詳細検討 - 考え方



- 「プッシュ型」アプローチについて、ターゲットと具体アプローチを掛け合わせ評価する必要



# 「プッシュ型」アプローチの詳細検討 - オプション評価



- LP出資については、「海外で事業を行う日系VC」の活用が重要になるのではないか

アプローチとターゲット		施策案	インパクト (BCG案)	実現難易度 (BCG案)
i 情報提供	A Tier1-VC アジア拠点	<ul style="list-style-type: none"> <li>特に有望なJ-Startupによるロードショーの開催</li> <li>グローバルVCとの協力協定を締結し、日本の有力SU情報を共有するための定期協議を実施</li> </ul>	<p><b>中</b></p> 日本への投資の関心を利用し、具体的投資につながる可能性	<p><b>中</b></p> ロードショーの予算措置と日本側の体制構築
	B Tier2-VC (米系) SV拠点			
	C Tier2-VC (日系) SV拠点	<ul style="list-style-type: none"> <li>特に有望なJ-startupの絞り込み選考委員を依頼</li> <li>有望ベンチャーに対する理解を深める少人数懇話会</li> </ul>	<p><b>小</b></p> 既に十分な情報を持っている	<p><b>易</b></p> 協力依頼は容易
	D グローバルPE 東京拠点		<p><b>中</b></p> 情報は海外投資家イナサークルにも伝わる	<p><b>易</b></p> PEファンド側の関心は高い
ii LP出資	A Tier1-VC アジア拠点	<ul style="list-style-type: none"> <li>官民にわたる我が国の関連プレイヤーが、対象となるVC/PEへLP出資を実施</li> </ul>	<p><b>大</b></p> 海外VCが持つ高度なハンズオン支援や海外展開支援ノウハウを利用可能	<p><b>特に難</b></p> 施策実行、影響力行使の両方が難
	B Tier2-VC (米系) SV拠点			<p><b>難</b></p> 合意形成が困難
	C Tier2-VC (日系) SV拠点		<p><b>大</b></p> 日本のVC・PE産業全体に海外展開支援の取組強化を促す強いインセンティブに	<p><b>中</b></p> いくつかの政府機関で実績あり交渉次第で実現は可
	D グローバルPE 東京拠点			

# ①活発な大企業M&A– サマリー (1/2)

(課題の所在)

我が国では、大企業の構造的な特性に加え、ベンチャー評価額の高騰が大企業M&Aを阻んでいる

- 大企業M&Aが実現するためには、大企業内で4つの期待が醸成される必要
- 日本企業では、単線型の人事、縦割りで自前主義な組織、短期の利益による経営者評価などの構造的な要因に加え、近年の評価額高騰によるのれん負担が大企業の動きを阻んでいる

(シンガポールのM&A支援策)

M&Aによるエグジットが増加しているシンガポールでは、バリュエーションの高騰による副作用を抑える踏み込んだ対策を実施

- M&A準備のコスト軽減や適正化：DD等の事前調査に対する補助金
- 実行の出資金の負担軽減：政府系ファンドが事業会社のM&Aの際に共同出資
- M&A実行のインセンティブ付け(減税)：出資額の25%の損金算入、契約関連税の軽減、M&A実行経費の2倍を損金算入

(韓国のM&A支援策)

M&Aによるエグジットが少ないことが問題視されている韓国では、M&A実行の出資金の負担軽減、大企業に対するM&Aの啓発活動を開始

- 実行の出資金負担軽減：政府系ファンドが事業会社のM&Aの際に共同出資
- 啓発活動：M&A成功事例集の作成

# ①活発な大企業M&A- サマリー (2/2)

(日本への示唆)

シンガポールや韓国の支援策を分析すると、日本の"のれん"の問題の会計制度の打ち手は困難だが、企業の財務インパクト軽減を支援したり、経営判断を後押しする支援によるM&Aの加速化が可能

(財務会計面のアプローチ)

連結・持分法の適応範囲について、IFRSには明確な数値基準が存在しないため、一部の企業は必要以上に厳格な基準を用いている

- 日本基準は明確な数値基準が存在し、実務的にも多くのSUは除外されている

(結論)

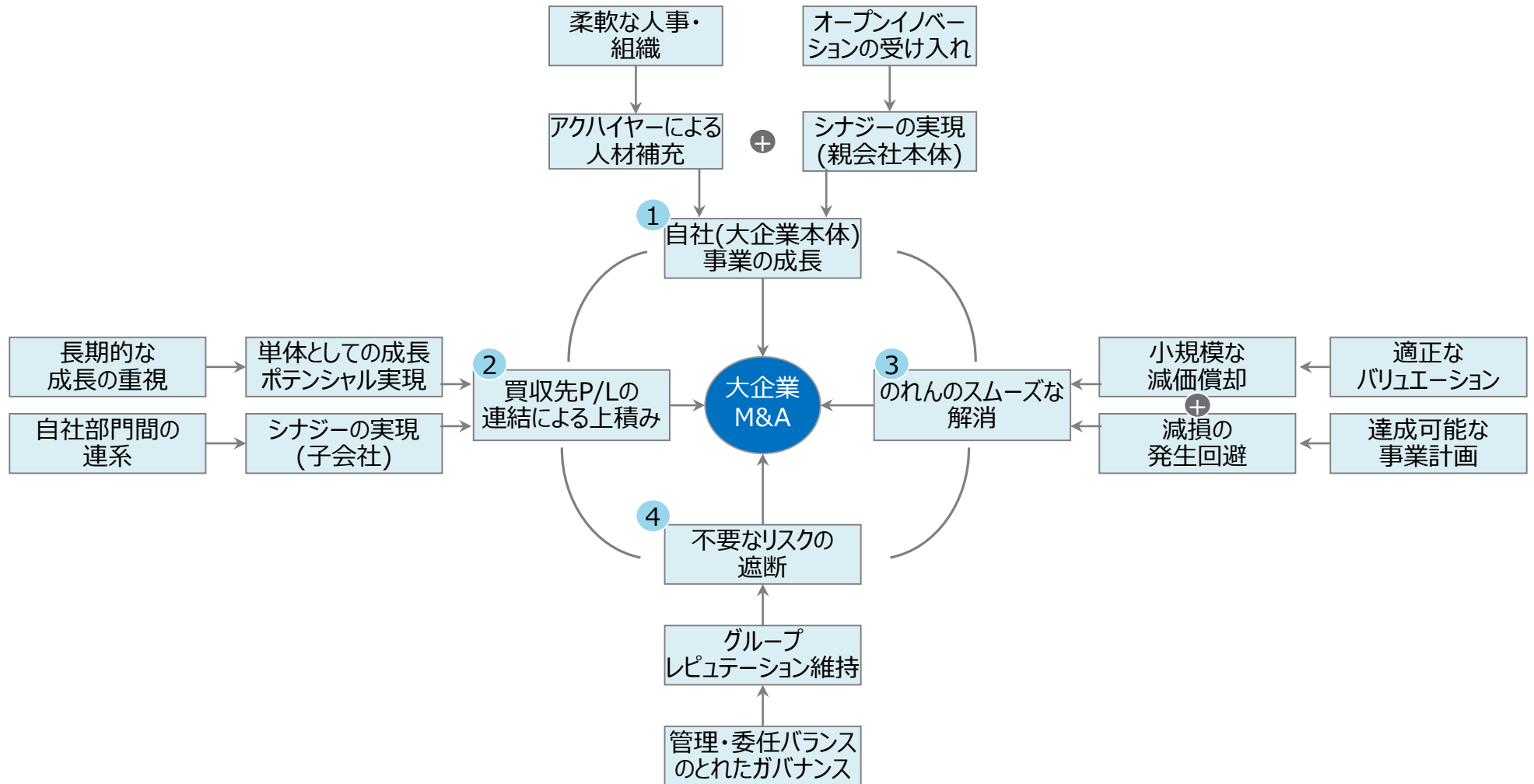
M&Aの財務インパクトを軽減するために、以下の支援策が有効ではないか

- 共同出資等によって出資負担を軽減
- DD補助金により買収者である企業側の適正なDD実施支援

また、「重要性の乏しい小規模子会社」に該当する出資先SUは連結対象や持分法適応会社から除外することを検討する必要があるのではないか

# 課題の所在 – 大企業M&Aのドライバー

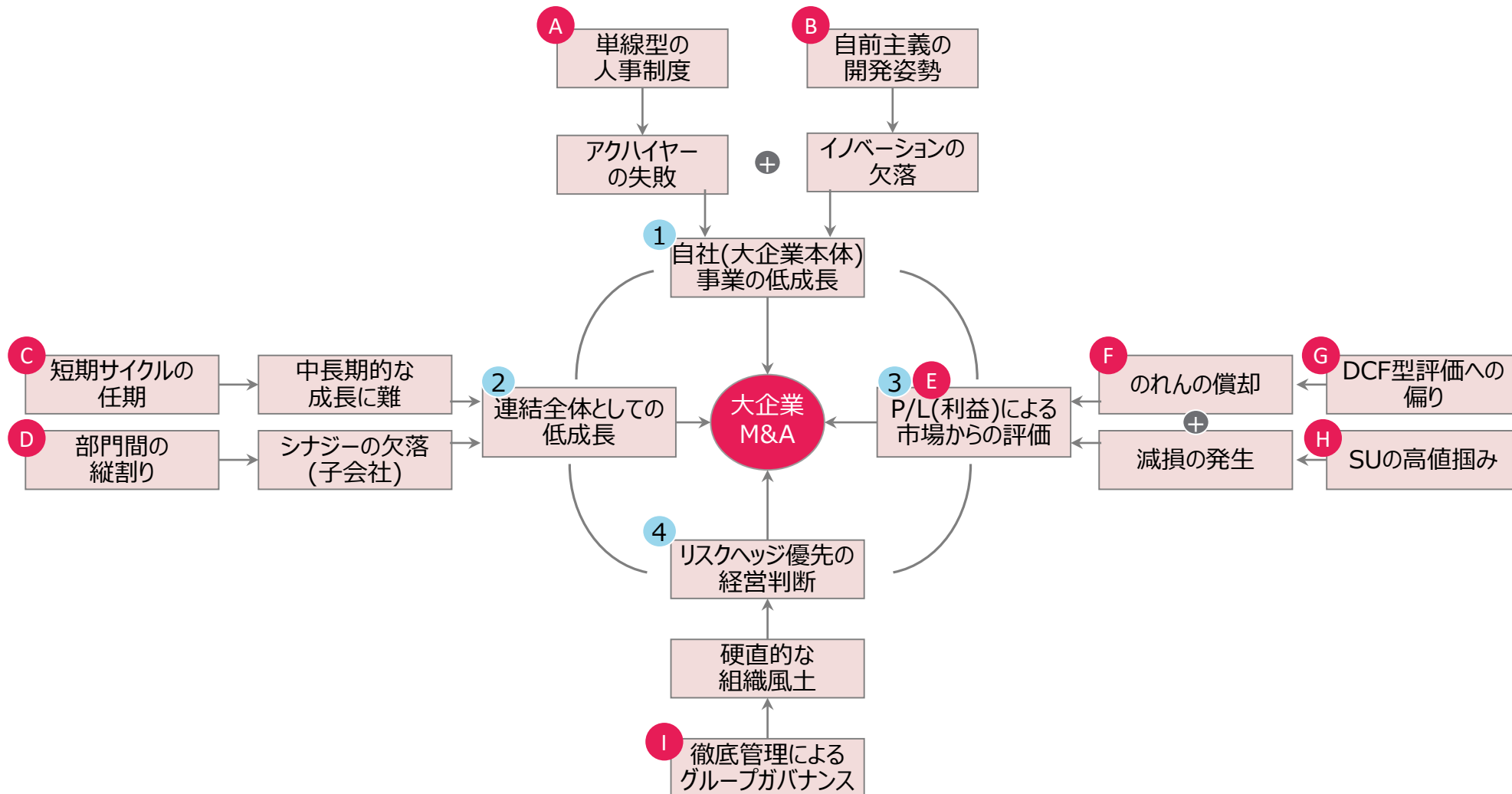
- 大企業M&Aが実現するためには、大企業内で4つの期待が醸成される必要



# 課題の所在 – 我が国の現状（1/2）



- 日本企業では、人事・組織等の構造的な要因により、そもそもの下地が整っていない



# 課題の所在 – 我が国の現状（2/2）



- さらに、近年の評価額高騰によるのれん負担の重さが、大企業の動きを阻んでいる

## のれんの会計処理

のれんが発生した場合、P/Lにどのような影響を及ぼすか

日本の会計基準では、B/Sに計上されたのれんが、近い将来に確実にコスト化する



### 1 減価償却

のれんの定額償却が必須なため、減損のみのIFRS等に比べP/Lが毀損される



### 2 減損

上記償却に加え、減損発生時には、二重にP/Lが痛む

## インパクトの規模

P/L上での影響は、どの程度重大なレベルになるか

元来資産規模と企業価値が一致しないベンチャー企業M&Aにおいて、近年はさらに乖離が拡大している



### 3 相場の水準

昨今の資金流入で、ベンチャー企業のバリュエーションが高騰している



### 4 個別案件の評価

DCF等による堅い評価が機能せず、バリュエーションの適否が判断できない

## 経営判断の軸足

経営判断において、左記のP/L上の影響を、どのように考慮するか

オーナー企業以外の一般的な大企業では短期かつP/L上の利益額を重視するいわゆる「P/L脳」が根強く経営を左右



### 5 株主コミュニケーション

メディアは「増益/減益」に注目し、株式市場はPERで株価を評価



### 6 経営者のインセンティブ

経営者個人の実績評価においても、P/Lの良し悪しが重視され、社内にも波及

# シンガポールのM&A支援



- シンガポールは財務インパクトの負担軽減や、減税によるインセンティブ付けの支援を実施し、M&A件数が増加中

## 会計上ののれんの会計処理

## インパクトの規模

## 経営判断の軸足

### 1 減価償却

-

+

### 3 相場の水準

- 政府系ファンドからの共同出資
  - M&A実施企業の出資負担を軽減
- 減税(出資金の25%の損金算入等)
  - PLの利益を拡大

+

### 5 株主コミュニケーション

-

+

### 2 減損

-

### 4 個別案件の評価

- DD等のM&Aの事前準備の補助
  - M&Aの検討を促したり、適正なDD実施を支援

### 6 経営者のインセンティブ

-

# 韓国のM&A支援



- 現状M&A件数が少ない韓国は、企業の出資負担の軽減や、株主への啓発などにより、M&Aによるエグジットの比率を2.5%から10%まで高める

## のれんの会計処理

### 1 減価償却

-



### 2 減損

-

## インパクトの規模

### 3 相場の水準

- 政府系ファンドからの共同出資
  - M&A実施企業の出資負担を軽減



### 4 個別案件の評価

-

## 経営判断の軸足

### 5 株主コミュニケーション

- M&A成功事例集の作成
  - M&A実施メリットの社会的啓発



### 6 経営者のインセンティブ

-

# のれんの負担に対する対策の方向性



- 会計制度への打ち手は困難だが、財務インパクトの軽減や経営判断の後押しにより、大企業のM&Aを支援

## のれんの会計処理

のれんの処理は会計ルールにより差異

### 1 減価償却

日本基準では償却が必要だが、IFRSや米国基準では不要



IFRSも償却型に変更される見込みで、制度変更は困難



### 2 減損

資産が少ないSU買収はのれんの金額が膨らみがちで、減損が出やすい



減損の繰り延べは会計の基本的な原則に反するため、許容は困難

## インパクトの規模

評価額と資産の乖離でのれんの額が拡大

### 3 相場の水準

金余りの投資マネーがVCに流入し、SUの企業価値が高騰



高い企業価値を保ちつつ、共同出資による支援で投資負担を軽減しつつ、減税でM&Aを後押し



### 4 個別案件の評価

DDが不十分で、高すぎる価格のM&A



買収者である企業側の適正なDD実施支援

## 経営判断の軸足

いわゆる"PL脳"で、実判断へ影響

### 5 株主コミュニケーション

PERなどの単純なバリュエーション



M&Aのメリット・効果の社会的啓発



### 6 経営者のインセンティブ

経営者のパフォーマンス評価は純利益に連動



経営者の評価指標をTotal Shareholder Return (TSR)に変更を促す

# 連結・持分法の適用範囲に関する実務指針



- 日本基準は明確な数値基準が存在し、実務的にも多くのSUは除外されている
- IFRSは曖昧さが存在し、範囲の基準は各社によってばらつき

## 法的根拠

## 実務指針に基づく判断基準

## 実務上の運用

### 【連結】

子会社であって、その資産、売上高等を考慮して、連結の範囲から除いても企業集団の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に関する合理的な判断を妨げない程度に重要性の乏しいものは、連結の範囲に含めないのである（連結会計基準）

### 【持分法】

連結財務諸表に重要な影響を与えない場合には、持分法の適用会社としないことができる（持分法会計基準第6項）

### 定量

下記指標の、当該SUとそれ以外の連結全体の比率を計算

- 総資産額（連結判断の場合のみ）
- 売上高（連結判断の場合のみ）
- 純利益
- 利益剰余金

注：持分法の場合は、持分比率を掛けて算出

### 定性

- 中・長期の経営戦略上重要な子会社ではない
- 一業務部門を実質的に担っていない
- セグメント情報の開示に重要な影響を与えない
- 多額な含み損失や発生の可能性が高い偶発事象を有さない

” SU規模の子会社の重要性は低く、監査における関心も低い。重要性が乏しい基準に合致することが多く、連結・持分法から除外するのが一般的。企業側と監査法人側で揉めることは稀”（以下、コメントは全てM&A専門会計士）

日本会計基準では、**定量基準は3-5%未満**であれば「重要性に乏しい」と判断するとされており、**5%未満と設定する社が多い**

- “平成20年の改正以前は、監査の実務指針に数値が明記されていた”
- “改正以後も実務上は同じ考え方で基準を設け、基準以下の子会社は連結・持分法適用会社から外している”

なお、細かい基準を設定しないIFRSには**数値基準は無い**が、**実務では1-5%未満**で設定

- “明確な規定がなく、企業と監査法人の間の「握り」で閾値が決まる”
- “企業ごとにバラつきがあるが、概ね1-5%”

# 打ち手の詳細検討 – オプション評価



- 各対策の方向性に対し、具体的な施策案について評価

打ち手の方向性	施策案	インパクト (BCG案)	実現難易度 (BCG案)	
<b>3</b> のれん対策	相場の水準 インパクトの規模	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策的な共同出資等によって企業の出資負担を軽減</li> </ul>	<b>大</b> 大企業の実質的/利益に直結するメリットとなるためM&Aを大きく促進できる	<b>難</b> M&A減税に追加で更なる大企業支援への財政支出は理解を得ることにハードル 共同出資の場合は、政府系金融機関との連携も必要
	個別案件の評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>買収者の企業側の適正なDD実施支援                              – M&amp;AのためのDDやリサーチ補助金</li> </ul>		
	株主コミュニケーション 経営判断の軸足	<ul style="list-style-type: none"> <li>M&amp;Aのメリット・効果の社会的啓発                              – M&amp;Aの成功事例集</li> </ul>	<b>小</b> ガイドラインや指標変更のみでは、M&A促進に向けた大きなドライバーにはならない	<b>易</b> ガイドライン策定は比較的容易
	経営者のインセンティブ	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営者のパフォーマンス評価指標をTSRに変更を促す                              – 評価指標のガイドライン</li> </ul>		
<b>4</b> リスクヘッジ 優先の経営判断	連結/持分法の適応範囲	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本基準の数値基準(3-5%)の引き上げ</li> </ul>	<b>小</b> 5%基準で除外できないSU事例は限定的	<b>難</b> 関係機関との合意形成を含めた慎重な対応が必要
		<ul style="list-style-type: none"> <li>IFRSでの除外基準の設定に関する検討</li> </ul>	<b>中</b> 1%に基準を設定している企業の負担軽減が可能	<b>中</b> 制度改正は不要であり、調整コスト小

## ②イグジット以外の流動性– サマリー (1/2)

(未上場SU株セカンダリーマーケットの必要性)

米国では、アーリー投資の回収を確実に行うために未上場株の流動性が重要視された結果、未上場株のセカンダリーマーケットが発達。セカンダリーマーケットは、創業者から経営のプロへのCEO職のバトンタッチ等を介し、スタートアップの長期的成長を促進することにも貢献

(韓国の事例：未上場SU株セカンダリー取引の流動性対策)

日本同様に米国VCからの投資呼び込みに取り組んでいる韓国は、海外VCのニーズを満たす売買の"場"と株の"買い手"の両方に手を打ってセカンダリーマーケットを強化し、アーリーステージSUへの投資拡大を図っている

- 場：投資家を適格投資家に限定することで、ほとんど規制が存在しない市場を構築
- 買い手：未上場株セカンダリーファンドにLP出資支援し、未上場株の流動性を向上

(日本の状況：未上場SU株のセカンダリー取引)

現状の日本は未上場SU株の流動性は極めて限定的で、海外VCファンドが日本に投資する際の足かせになる恐れ

## ②イグジット以外の流動性– サマリー (2/2)

(ファンド持分セカンダリー取引の必要性)

米国では、機関投資家のポートフォリオ調整の重要なツールとしてPE/VCファンドの持分のセカンダリー取引が重要になっている。近年セカンダリー専門ファンドの数や仲介業者の存在感が拡大

(日本の状況：ファンド持分のセカンダリー取引)

VCファンド持分の取引量・流動性は極めて限定的で、海外機関投資家が日本のVCファンドに投資する際の阻害要因になる恐れ

(結論)

2つのセカンダリー取引に関する日米の環境差は大きく、米国からの投資を呼び込んだり日本のSUエコシステムを進化させるためには、流動性を高めるための対策が必要。タイミングや難易度を考慮すると、未上場SU株の取り引きの場の整備の重要性が高い

# 未上場株セカンダリーマーケットの必要性



d

- 米国では未上場株の流動性が重要視され、未上場株のセカンダリーマーケットが発達
- 創業者から経営のプロへのCEO職のバトンタッチ等を促し、SUの長期的成長を促進

## 未上場株の流動性確保

### 海外有識者 インタビュー結果

“ Exit手段を担保する非上場のセカンダリーマーケットは、VCにとっては必須。取引に時間がかからず、政府から流動性が担保されているものだとお良い ”

### 海外VC インタビュー結果

“アメリカのVCはIRRを指標に、ハイリスク・ハイリターン投資を行っているため投資期間は長ければ長いほどよい。セカンダリーマーケットが存在すれば、IPOまでの期間を延ばすことができ、日本のスタートアップコミュニティが活性化される可能性 ”

## SUの長期的成長を促進

### 国内スタートアップ インタビュー結果

“ 0→1の創業と1→10のグロースでは経営者に求められるスキルが異なる。アメリカでは、創業者から経営のプロへCEO職を交代することが多く、その際、創業者が持ち株を売却するためにセカンダリーマーケットを用いることがある ”

“ 連続起業家となることで、0→1を実施するためのスキルセットが身につくため、創業者CEOの交代は、0→1に特化した連続起業家の誕生を促進し、スタートアップコミュニティを活性化させる ”

# 日米の主な未上場株セカンダリーマーケットの概要

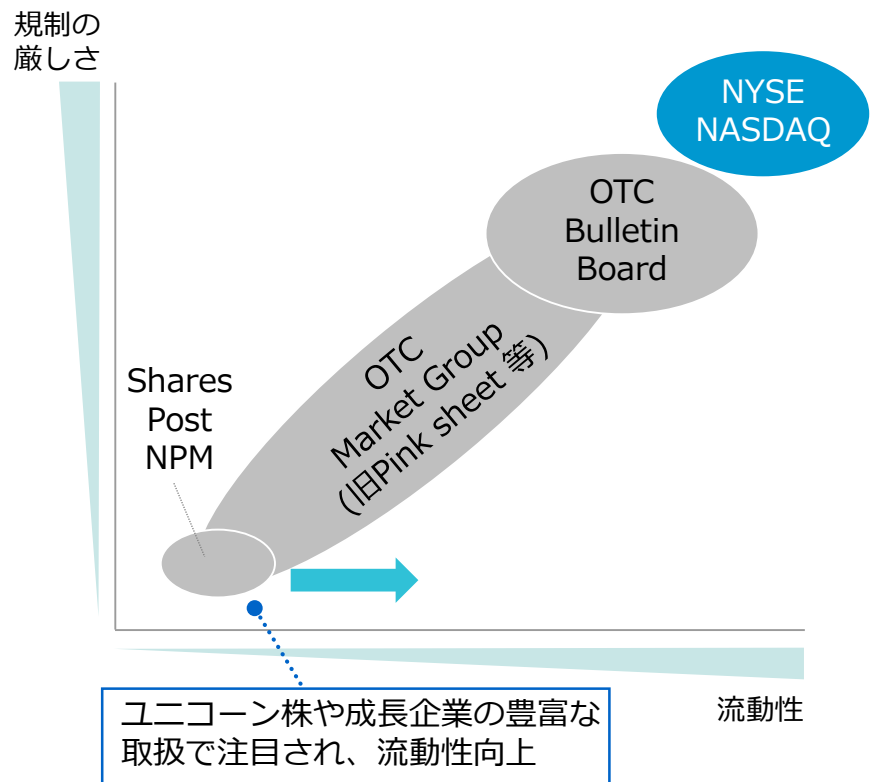


d

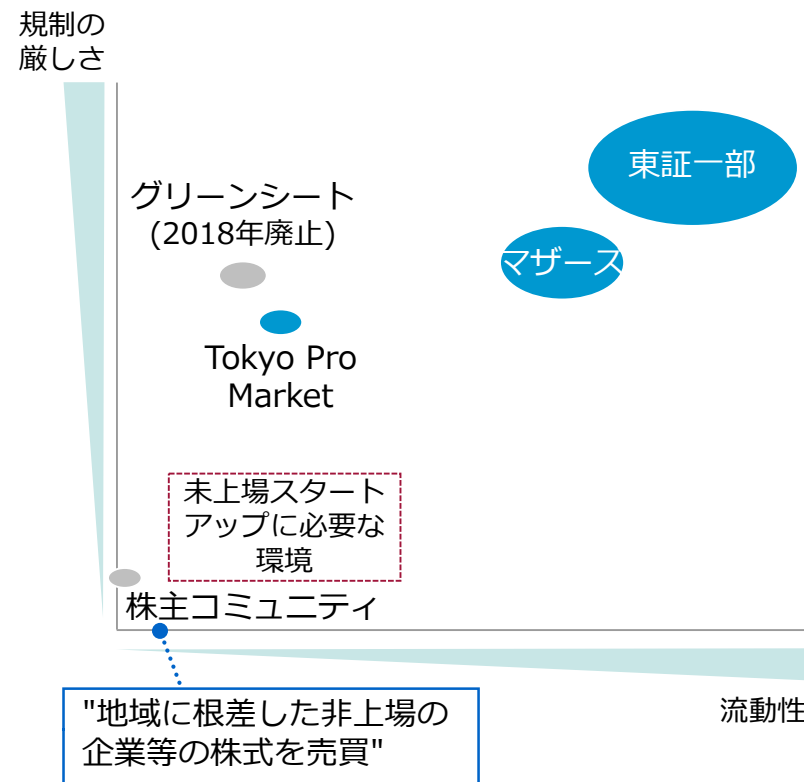
- 米国は、各企業の戦略や立場に応じて最適な株式の流通様式を選択可能
- 日本ではスタートアップ向けの "流動性は低い" が "規制に縛られない" 取引環境が欠落

Illustrative

## 米国



## 日本

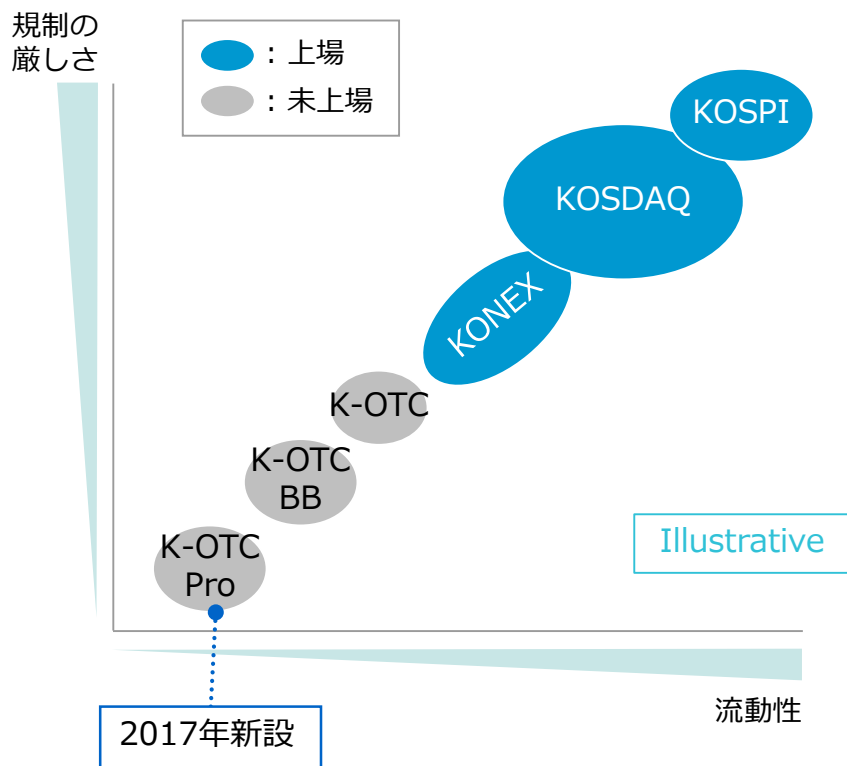


# 韓国の未上場株セカンダリーマーケットの概要



- 未上場SU株式の流動性を高めて投資回収を促進し、アーリーステージSUへの投資を拡大すべく、未上場株式のセカンダリーマーケットの場と株の買い手の整備を行った

## 韓国の未上場株式セカンダリーマーケットのポジション



Source: BCG分析

## 韓国政府の施策

### 場の整備

#### K-OTC Pro設立 (2017年)

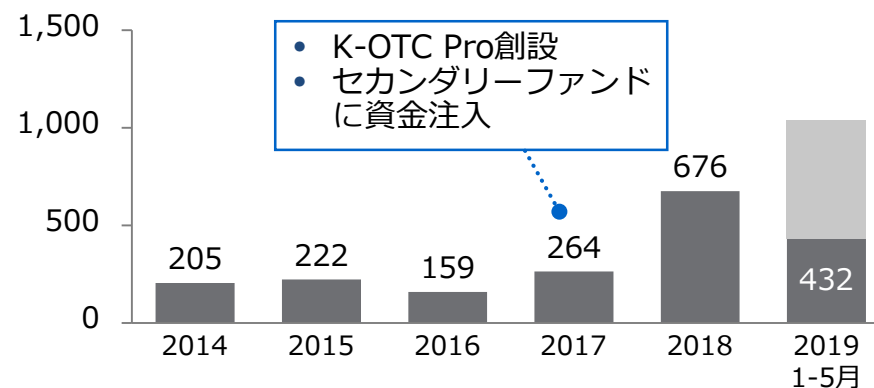
- 投資家を適格投資家に限定することで、ほとんど規制が存在しない市場を構築し、SU等の未上場株式の取引を活性化

### 買い手の整備

#### 未上場株セカンダリーファンドにLP出資支援

- 未上場株の流動性を高めることで投資資金の回収を支援し、アーリーステージへの投資の更なる拡大を図る

## 未上場株の取引高 (BKRW)





- 日本では、証券会社による未上場株式の投資勧誘は原則禁止
- 株式の売り手と買い手の情報の非対称性の懸念が少ないセカンダリー取引については、例外的に認められている

## 業界の自主規制

### 店頭有価証券に関する規則（平17. 3.15）

（店頭有価証券の投資勧誘の禁止）

第3条 協会員は、次条、第4条、第6条若しくは第8条、「株主コミュニティに関する規則」又は「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の規定による場合を除き、店頭有価証券については、顧客に対し、投資勧誘を行ってはならない。

（注）店頭有価証券：上場していない株式



## 例外規定とその背景

経営権の移転等を目的とした投資勧誘	経営の後継者への株式譲渡となり、情報が十分に伝達されるため
適格機関投資家に対する投資勧誘	投資のプロに対する勧誘は情報の非対称性の懸念が少ないため
フェニックス銘柄の投資勧誘	元上場企業であり、情報の開示が十分に行われているため
株主コミュニティ内での投資勧誘	当該企業を熟知した者のみがコミュニティに所属しているため

# 日米のファンド持分の二次流通比較



- 米国では機関投資家がポートフォリオ調整を目的に持分の二次流通を積極活用
- 日本での流動性は限定的であり、海外機関投資家の投資を阻害する恐れが存在

	規模	買手	売手	仲介者
<p>アメリカ</p> 	<p>ファンド持分のセカンダリー取引は増加傾向</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 5年間で約2倍</li></ul>	<p>欧米のセカンダリー専門のファンドがほぼ全てを占める</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 専門ファンドは増加傾向</li></ul>	<p>戦略的なポートフォリオの入れ替え等を目的に、年金基金や金融機関等の機関投資家が活用</p>	<p>Nasdaqがマッチングサービスを開始</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• 専門の仲介事業者も増加</li></ul>
<p>日本</p> 	<p>VCファンド持分の取引量・流動性は極めて限定的</p>	<p>ファンド持分の主要な買い手であるセカンダリー専門FoFは数社のみ</p>	<p>そもそも機関投資家がVC/PEファンドに投資していないため、売手も僅少</p>	<p>専門の仲介業者は存在するがごく少数に限定されている</p>



VCファンド持分の取引量・流動性は極めて限定的であることが海外機関投資家が日本のVCファンドに投資する際の阻害要因になる恐れ

# 対策の方向性（案）



d

- 米国からの投資呼び込み促進のために、ファンド持分、未上場SU株両方のセカンダリー取引の流動性を高めることが必要

## 未上場SU株のセカンダリー取引

米国の状況

- エンジェル投資家やVC等の初期投資家の投資回収手段として必須の手段となっている
- 背景に、SUのエグジットまでの期間の長期化や、未上場株取引プラットフォームの整備の進展による流動性の高まり

日本の状況

- VC等の投資家間の相対取引のみで、流動性は極めて低い



対策の方向性

米国のVCファンドから日本のSUへの投資促進（特にアーリーSU）のために、また経営者の交代などのSUの成長を促進するために流動性を高める

## ファンド持分のセカンダリー取引

- 機関投資家のポートフォリオ調整の重要な手段として存在感が高まっている
- 背景に、セカンダリー専門ファンドや取引仲介業者の増加による取引量や流動性の増加

- セカンダリー専門ファンドや取引仲介業者が少数誕生しているも、流動性はほとんど無い



米国等の機関投資家から日本のVCへの投資呼び込みのために、また円滑なファンド期間延長のために流動性を高める

# 打ち手の詳細検討ーオプション評価



## ● 未上場SU株の取り引きの場の整備の重要性が高いのではないか

アプローチ	施策案	インパクト (BCG案)	実現難易度 (BCG案)
未上場 SU株	場の整備 <ul style="list-style-type: none"> <li>関連ルールに配慮したうえで、未上場株のセカンダリーマーケットを創設</li> </ul>	<b>大</b> 海外VCからのセカンダリーニーズは強く、海外リスクマネーの呼び込みに大きく寄与	<b>中</b> 諸外国では推進・導入されており、関連ルール見直しの余地はあり
	買い手の措置 <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー専門ファンドの組成               <ul style="list-style-type: none"> <li>政策的なセカンダリー投資VCファンドへのLP出資、あるいは、セカンダリー専門ファンドの組成</li> </ul> </li> </ul>	<b>大</b> 米国・韓国でもセカンダリーファンドの増加が取引拡大をけん引	<b>難</b> SUに直接投資しないファンドへの支援について、合意形成がハードル
ファンド 持分	場の整備 <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー取引のマッチングサービスを創設</li> </ul>	<b>大</b> 流動性を高めることにより、投資家のLP出資のリスクを軽減	<b>難</b> 大きな取引ニーズは顕在化しておらず、現時点での創設は困難か
	買い手の措置 <ul style="list-style-type: none"> <li>セカンダリー専門ファンドの組成               <ul style="list-style-type: none"> <li>政策的なセカンダリー投資VCファンドへのLP出資、あるいは、セカンダリー専門ファンドの組成</li> </ul> </li> </ul>	<b>大</b> 米国でもセカンダリーファンドの増加が取引拡大をけん引	<b>難</b> SUに直接投資しないファンドへの支援について、合意形成がハードル

### ③エクイティ以外の調達オプションー サマリー (1/2)

(欧米でのVDの発展)

欧米ではアーリーSUへの融資も含めてベンチャーデット (VD) が活発化しており、その背景には以下のVD特有の融資審査ノウハウの発達がある

- VCとの連携により中長期的な将来の支払い能力を評価
- 知財等の伝統的な融資では担保と見なされなかった資産を担保として評価
- IPO等の手数料収入を見込んでの融資 (総合収入)
- メザニン等の株式引受権を組み合わせた新たな融資商品の開発

(韓国 of 取組)

日本同様にVDの活用が限定的な韓国では、VD推進のため、以下の支援施策で金融機関のVDノウハウを強化

- 銀行、VC、SUの連携促進チャネルを構築して緊密な情報共有を行う
- 銀行の知財融資を促進するため、知財融資を取り扱う銀行も3→6行に拡大。更に、担保知財を買収する回収支援事業
- ユニコーン候補となる15-20のSUに対する融資に特別保証を付与 (上限10億円/SU)

### ③エクイティ以外の調達オプションー サマリー (2/2)

(日本の状況)

徐々にVDが拡大してきているが、日本の金融機関がもつVDノウハウは限定的であるため、アーリー融資が極めて少なかったり、将来の焦げ付きリスクなどの課題

- 新たな取り組み
  - 銀行・証券一体戦略や、新株予約権付社債などの新商品開発 等
- 足りないノウハウ
  - 将来性の審査が出来ていない

(PEファンドによるVD融資)

PEファンドの融資はレイターステージSUを主な対象としており、アーリーSUへの融資のポテンシャルは高くないが、大規模なレイター融資や海外展開支援の担い手としては重要なプレイヤー

- ターゲットとなる少数の企業を集中的に調査・支援して大規模な利益を得るビジネスモデルのPEは、少額のアーリー融資には関心が低い

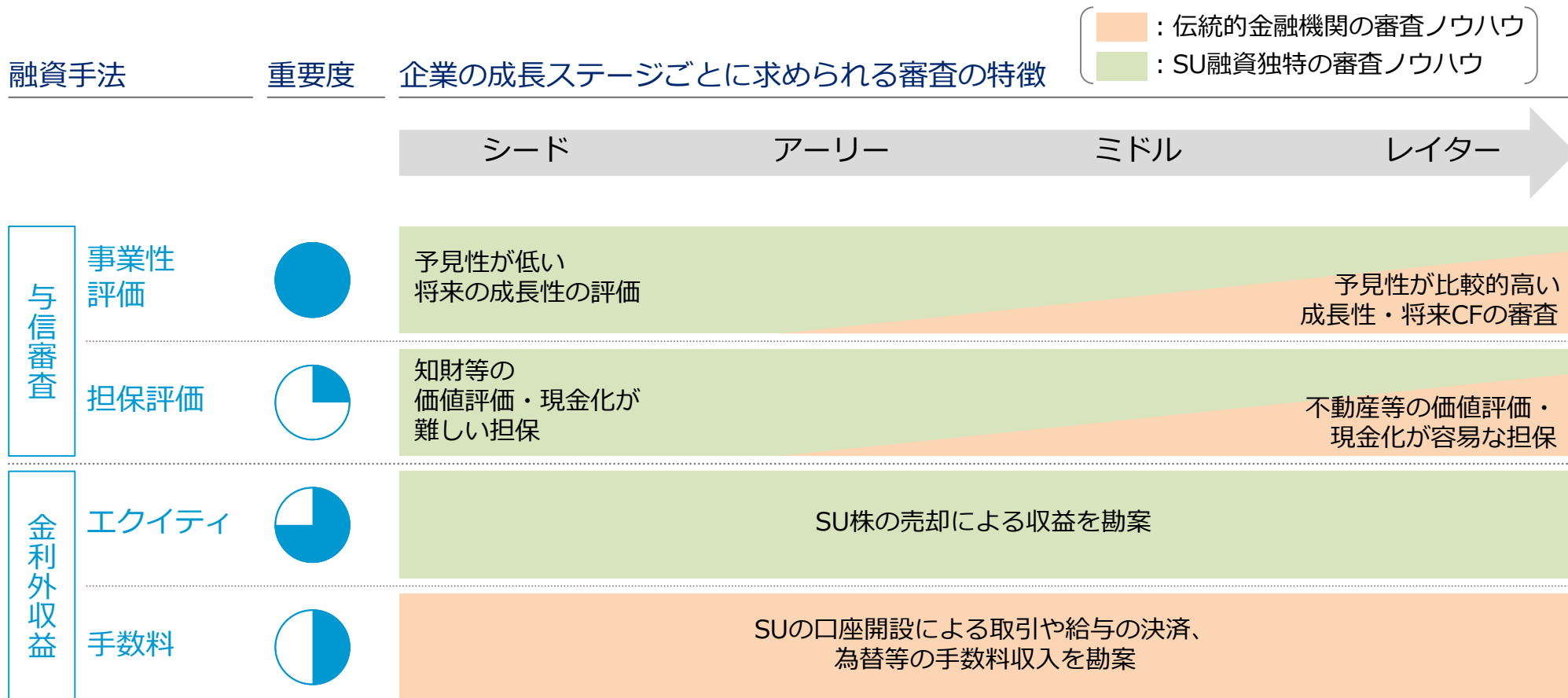
(結論)

アーリーVDの融資ノウハウを業界全体として底上げしたり、大規模なVDのリスクの軽減を行うために、以下の打ち手が有効でないか

- 新たな業界団体「VD協会」を発足
- 認定VCから出資を受けたSUについては、信用保証協会による保証限度額の引き上げ

# アーリーステージSUへの融資の特徴

- 融資対象のSUがアーリーになるほど、伝統的な金融機関の審査手法とは異なる新たなノウハウが重要になる



➤ アーリーのSUに融資するためには、旧来型の融資審査ノウハウのみでは困難



- デット活用を推進政策として、銀行・VCの連携/IP金融活性化/特別保証により、融資円滑化を支援

## 第2次ベンチャーブーム 拡散戦略



### 協力チャネル構築

- VC/スタートアップ業界との投資/融資情報共有に向けた協力チャネルを構築
  - 信頼度の高いVCから投資を受けたSUに融資実施
- 企業銀行が、スタートアップのスケールアップに必要な資金調達(追加投資・融資等)を支援

### 特別保証の実施

- ユニコーン候補となる15-20社のスタートアップへの融資に特別保証を付帯(上限約10億円/SU)

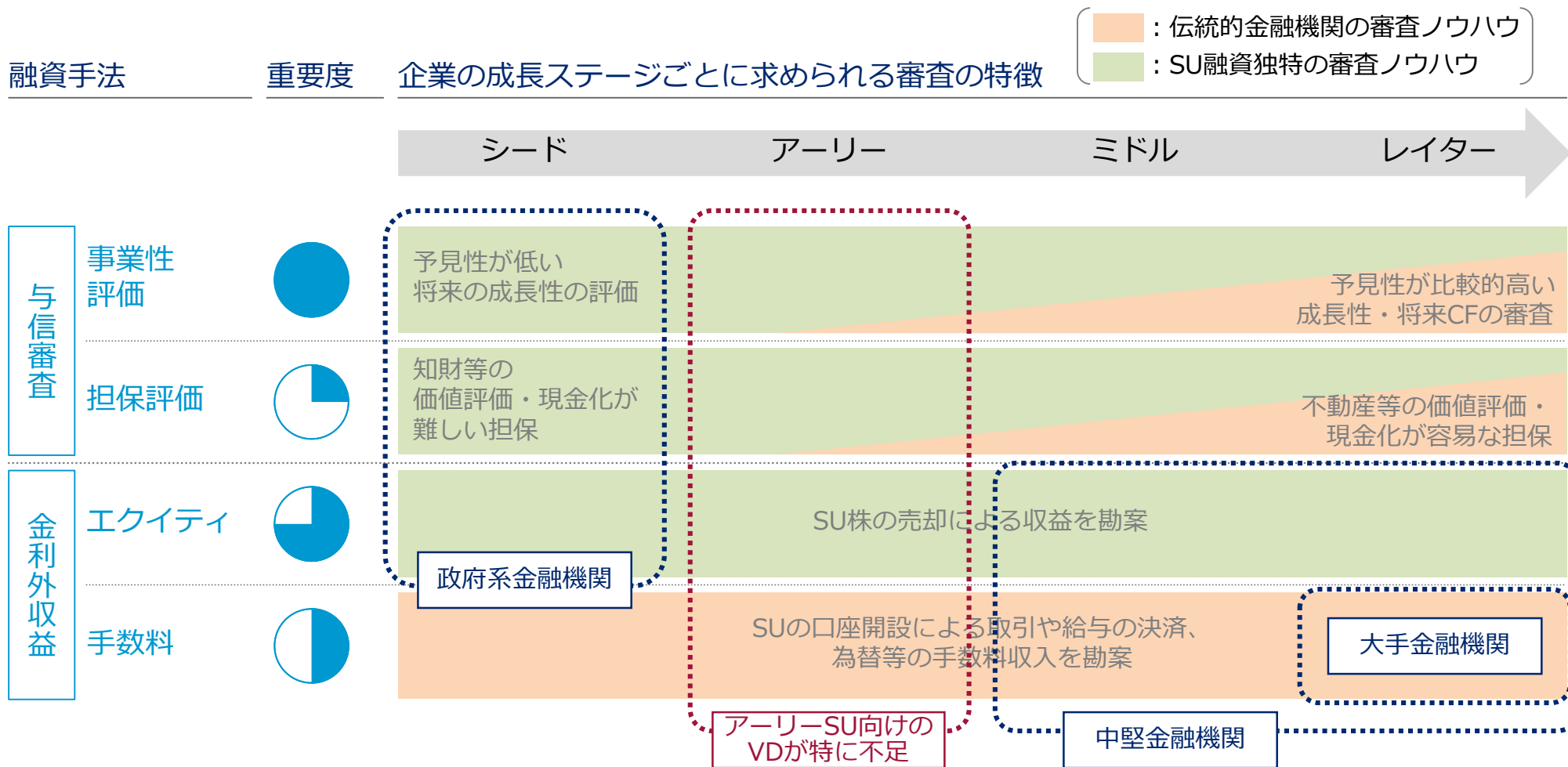
### 知財金融活性化支援

- IPファンドを1,100億₩から2,200億₩に拡大
- 知財融資を取り扱う銀行を3→6行に拡大
- 銀行と共同出捐金を組成して、知財融資の不良債権が発生した場合、担保の知財を買収する回収支援事業で、高リスクを緩和

# 日本の現状-各行のVD取組状況



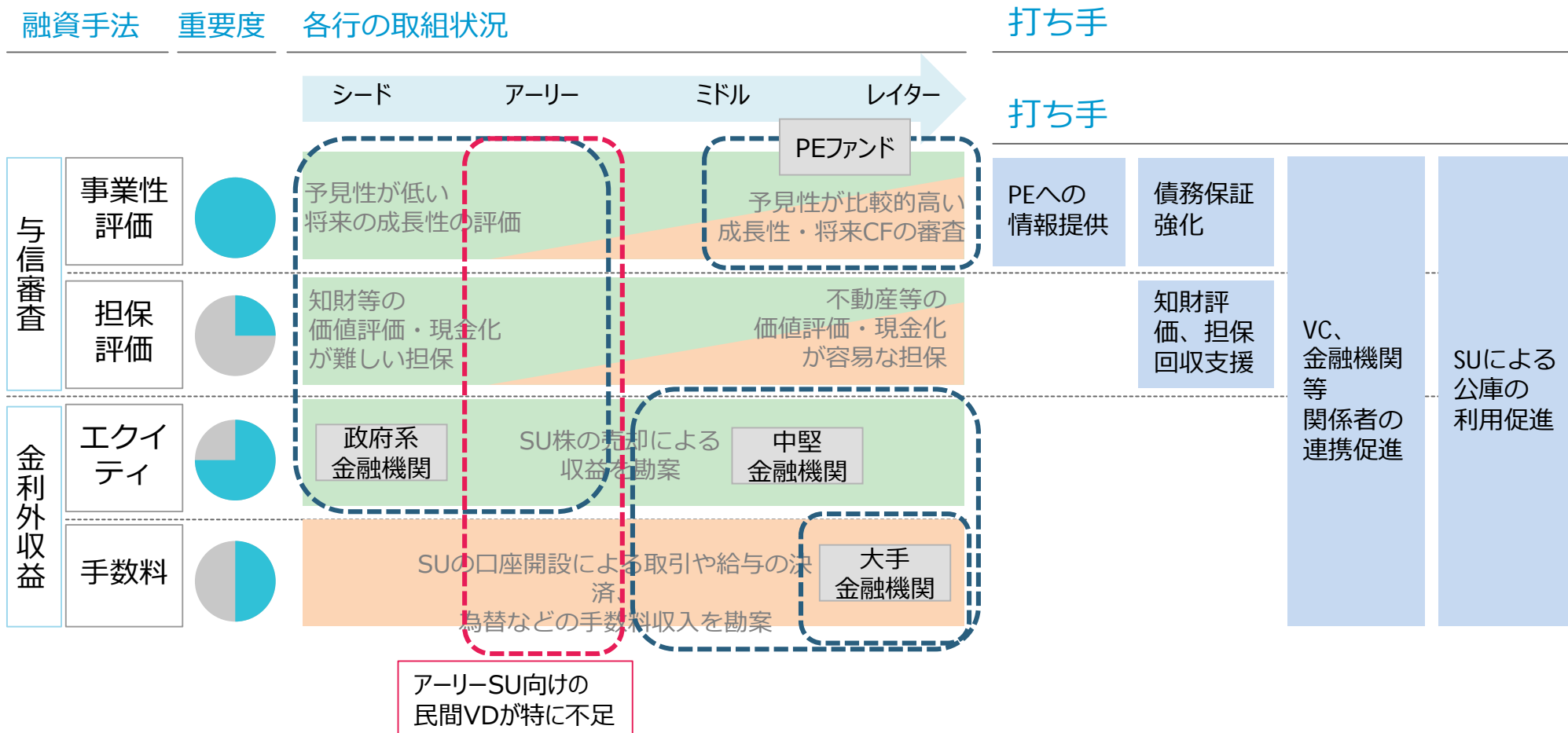
- 政策系金融機関がシード融資を、民間金融機関がミドル以降をカバーしている一方、アーリーステージの融資が欠落



# 対策の方向性（案）



- アーリーSUへのVDは公庫の制度融資が有効である一方で、健全なエコシステム構築のためには民間VDの育成も進めるべきではないか



# 打ち手の詳細検討 – オプション評価



## ● 各対策の方向性に対し、具体的な施策案について評価

打ち手の方向性	施策案	インパクト (BCG案)	実現難易度 (BCG案)
デットプレイヤー (銀行等) のVD取組促進	VC、金融機関等関係者の連携促進	<p><b>中</b></p> 日本ではアーリーステージ向けの融資評価手法は各行手探りで業界ケイパの底上げ/ノウハウの横展開が有効	<p><b>易</b></p> 業界団体の立ち上げは、複数実績がありノウハウあり。銀行等からも領域開拓ニーズあり
	債務保証の強化	<p><b>大</b></p> 有力SUを対象に、大規模な債務保証 ユニコーン化に向けた大規模な資金調達を円滑化	<p><b>中</b></p> すでに債務保証を行っている機関はあるも、新たなスキームは関係省庁との調整が必要
	知財担保の活用促進	<p><b>小</b></p> 専門機関による知財評価支援 - 知財担保の回収支援事業	<p><b>中</b></p> 知財を担保にとれる例は諸外国でも少ない 関連省庁と連携して評価ガイドラインや支援は可能
	SUによる政策金融の利用促進	<p><b>中</b></p> シード、アーリー期における政策金融の有効性・利便性の普及啓発	<p><b>易</b></p> 既存メニューは利便性が高く、SU側の利用啓発により更なる効果の増大が可能 制度変更の必要が無く、取り組みは容易
エクイティプレイヤーのVD取組促進	<p><b>中</b></p> PEによるデットの取組促進 PEファンドへの情報提供、人的ネットワークの提供	<p><b>中</b></p> 直接的にアーリーステージへの融資促進に繋がらない可能性があるが、有力ベンチャー情報が海外VC/PE等に広がり海外展開の促進には効果的	<p><b>易</b></p> 情報提供は、直ぐに取り組みことが可能 PEファンドからも関心も高い