

令和3年度 産業経済研究委託事業

我が国のオープンイノベーション促進とスタートアップエコシステム 構築を通じた産業競争力強化に関する調査研究

最終報告書

2022年2月28日

報告書の要旨 (1/2)

①

課題の所在

我が国の企業は、経営管理指標として近年重要度が高まっている、総合的な対株主リターンを示す「TSR」指標において、欧米企業と比較して低い水準に留まる

- コロナ禍以前でも日本の価値創造パフォーマンスは海外に比べて低調だったが、回復力においても米国や新興国との差が拡大している状況

②

原因・打ち手の方向性の推定

TSRの構成要素は利益成長、マルチプル変化、キャッシュフロー貢献に分けられるが、日本は利益成長の貢献度が低水準

利益成長の主要ファクターのひとつとしてイノベーションが挙げられるが、我が国企業はイノベーションの創出で苦戦

- 世界のイノベーション企業ランキング上位では、TOP50社中我が国企業は4社のみ
- 背景として、イノベーションへの投資意欲や社内体制整備等の観点で海外企業に相対的に劣後

自前主義が指摘されてきた日本の大企業において、スタートアップへの投資はイノベーション創出の有効な手段の一つと考えられており、スタートアップ投資の促進が、企業のTSR向上に貢献する可能性

報告書の要旨 (2/2)

③

真因と対策

マルチプル水準など、スタートアップ投資以外の他要因が影響している可能性はあるものの、日米の時価総額上位100社全体で比較した場合、米国の方がスタートアップ投資（≡オープンイノベーション）に積極的かつ財務パフォーマンスも高い

日米の財務パフォーマンスの差の背景として、**スタートアップ投資の「量」に起因する要因**が考え得る

- **少額予算で投資を行う**ため幅広いポートフォリオが組めず、有力なスタートアップに出会えていない
- **1件当たりの額も限られる**ため、有力スタートアップへ出資しても、業績への大きなインパクトに結びつかない
- 資金調達市場において**事業会社によるスタートアップ投資が件数・金額ともマイナー**なため、スタートアップ経営者の選択肢から外れ、優良な（将来巨額のリターンをもたらす）スタートアップが手を挙げていない

加え、日米の財務パフォーマンスの差の背景として、**スタートアップ投資の「質」に起因する要因**も考え得る

- 時価総額上位の米国企業は、スタートアップ投資の中でも「買収」の手法も積極的に活用

我が国でも、米国のようにスタートアップ投資成果を伴う事業会社を生み出すためには、**「量」の改善と併せ、より踏み込んだ手法を奨励することが効果を生む可能性**

経営管理指標としてのTSRの位置付け

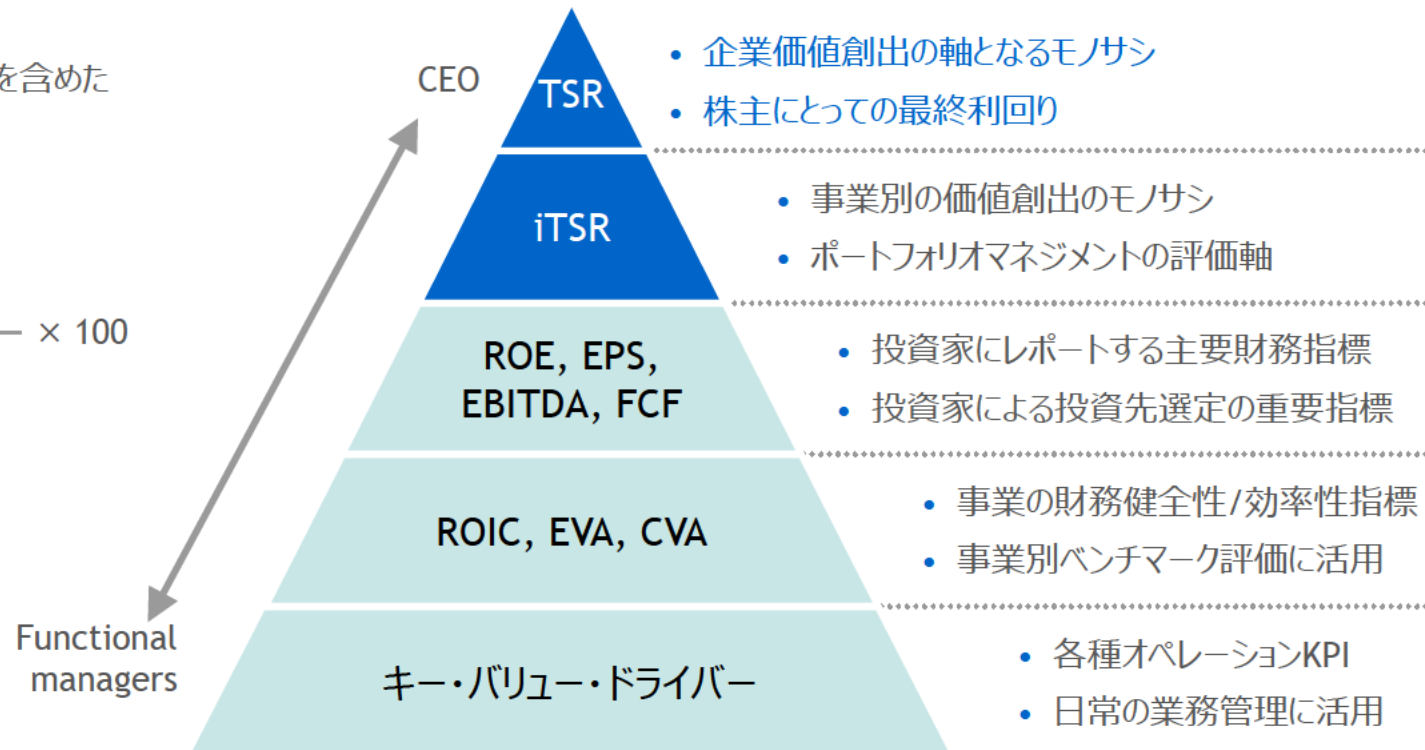
□ TSRは企業価値の創出力を測るモノサシとなる重要な経営管理指標

TSR (株主総利回り)とは?

- 株式の値上がり益(キャピタルゲイン)と配当(インカムゲイン)の総和
- 業績だけでなく、株式の価値を含めた経営の成果として分析できる

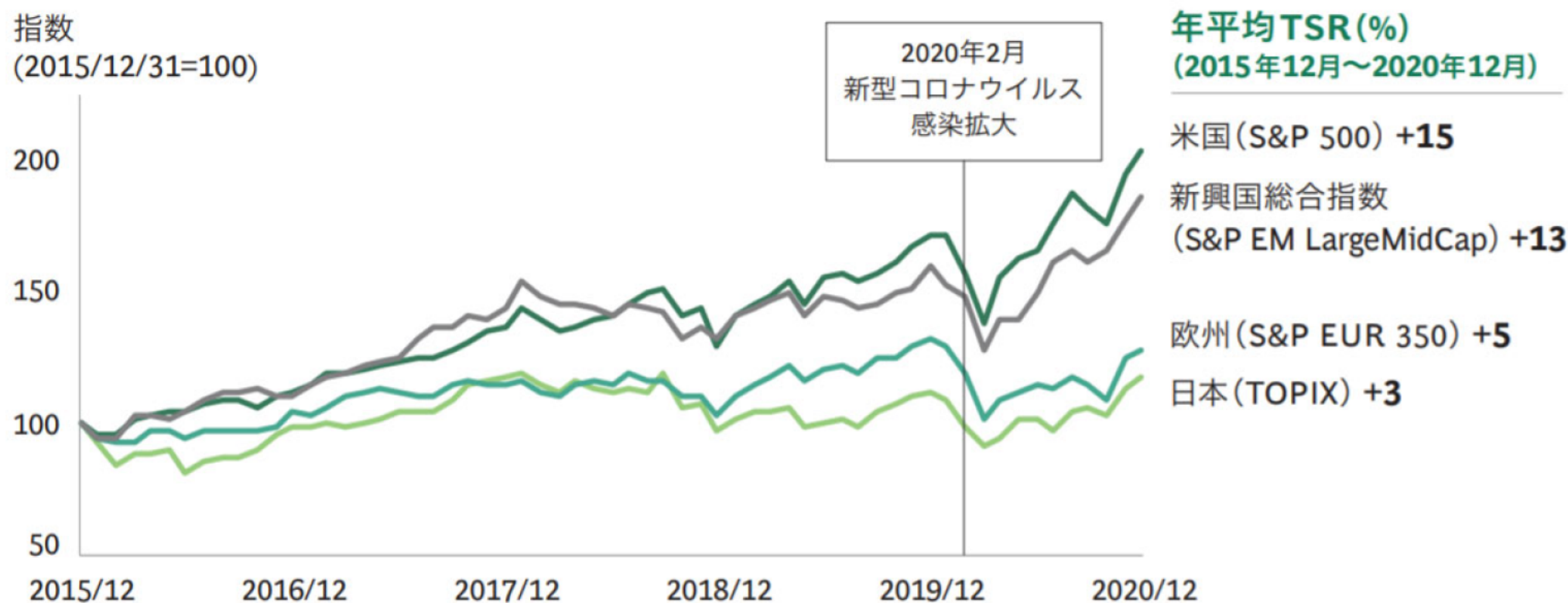
TSRの計算方法

$$\frac{\text{株価上昇} + 1\text{株あたり配当}}{\text{取得株価}} \times 100$$



日本と諸外国企業の年平均TSRの比較

- コロナ禍以前でも日本の価値創造パフォーマンスは海外に比べて低調だったが、回復力においても米国や新興国との差が拡大している状況

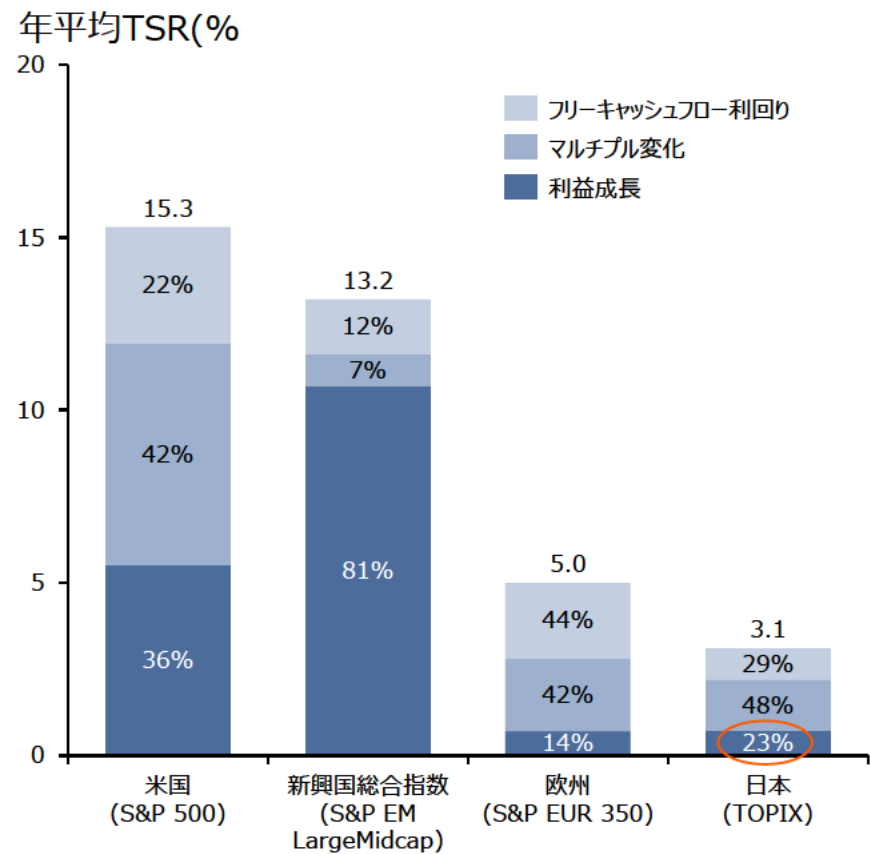


TSRの要因分解および向上のためのドライバー

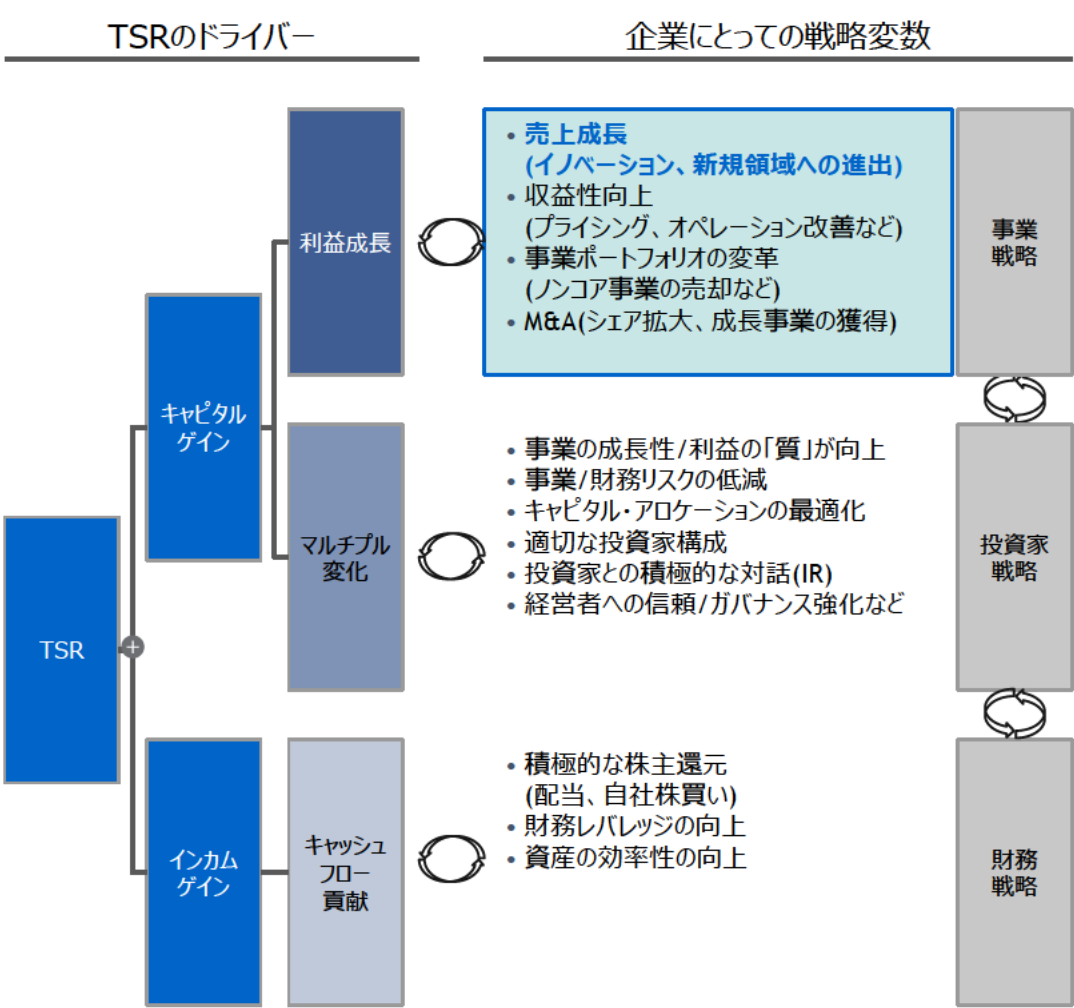
□ TSRのドライバーは利益成長、マルチプル変化、キャッシュフロー貢献に分けられるが、日本は利益成長の貢献度が低い。利益成長を伸ばすための主要ファクターの一つとしてイノベーションが挙げられる

TSRの要因分解の比較

日本企業では、マルチプルの上昇や配当などのキャッシュフロー貢献が相対的に高い一方、利益成長が占める割合が低い



TSRとイノベーションの関係



世界イノベーション企業ランキング

- イノベーションに優れた企業TOP50において日本企業は4社のみ
- 背景として、投資意欲や社内体制整備等の観点で海外企業に相対的に劣後

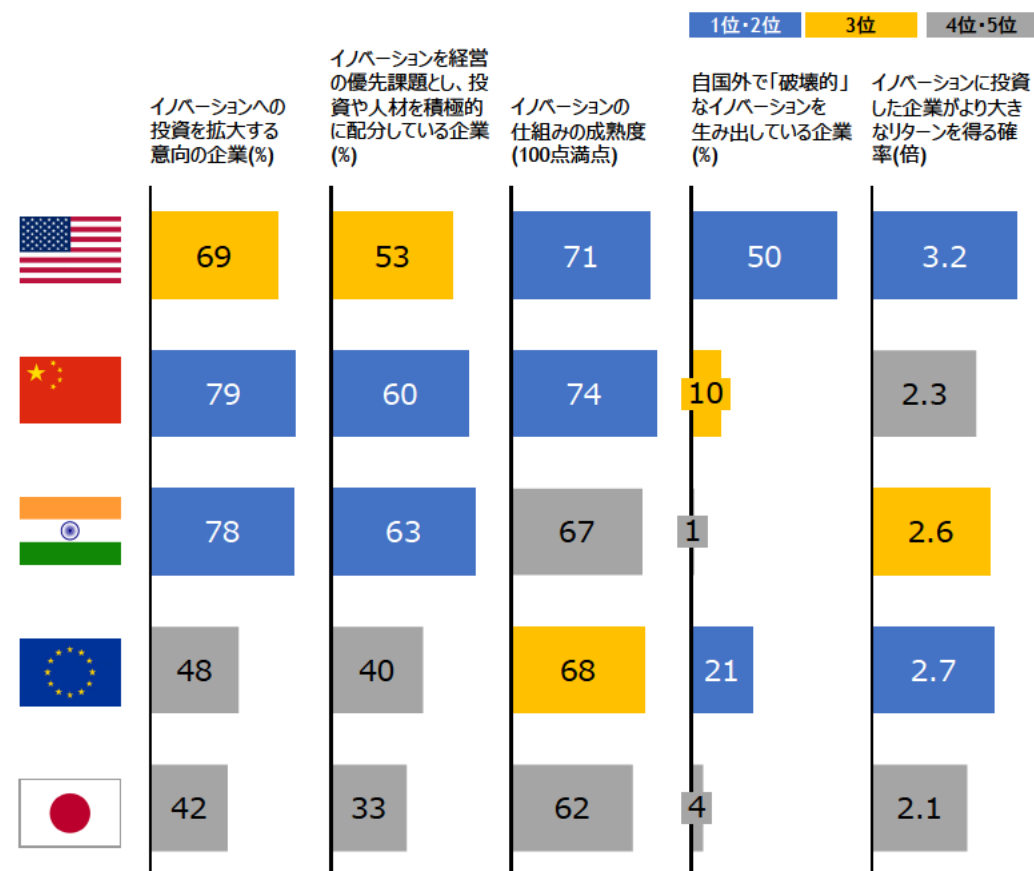
イノベーションに優れた企業TOP50

日本企業では、ソニー、トヨタ、ファストリテイリング、三菱商事の4社のみがランクイン

1 apple	21 Toyota	41 Inditex
2 alphabet	22 Salesforce	42 Moderna
3 amazon	23 Walmart	43 Philips
4 Microsoft	24 Nike	44 Disney
5 tesla	25 Lenovo	45 Mitsubishi
6 samsung	26 Tencent	46 Comcast
7 IBM	27 P&G	47 GE
8 Huawei	28 Coca-cola	48 Roche
9 Sony	29 Abbott labs	49 Astrazeneca
10 Pfizer	30 Bosch	50 Bayer
11 Siemens	31 Xiaomi	
12 LG	32 IKEA	
13 Facebook	33 Fast Retailing	
14 Alibaba	34 Adidas	
15 Oracle	35 Merck	
16 Dell	36 Novartis	
17 Cisco	37 Ebay	
18 Target	38 PepsiCo	
19 HP	39 Hyndai	
20 J&J	40 SAP	

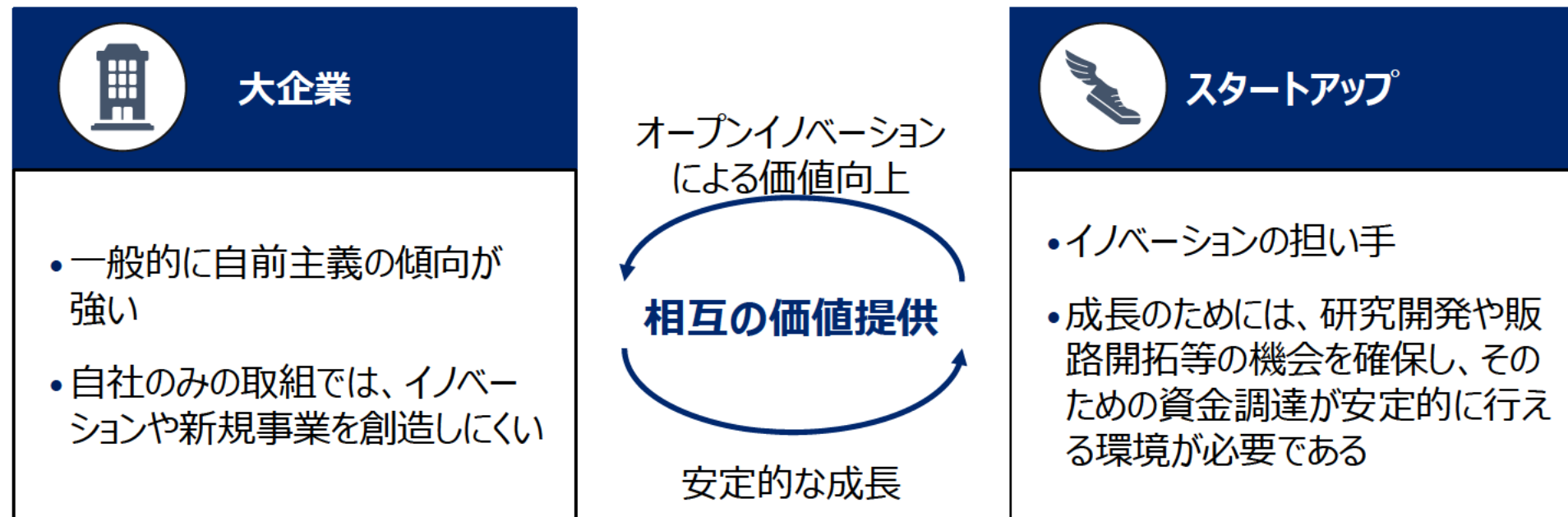
諸外国と比較した我が国のイノベーション水準

日本企業はイノベーションへの投資意欲や人材配分などが相対的に劣後



イノベーション創出のためのスタートアップ投資の有効性

- 日本の大企業は自前主義の傾向が強いとの指摘がなされているが、大企業にとって、スタートアップへのM&Aはイノベーション創出のために有効な手段の一つと考えられる
- スタートアップ視点でも、安定的な成長を遂げられるメリットを享受できる

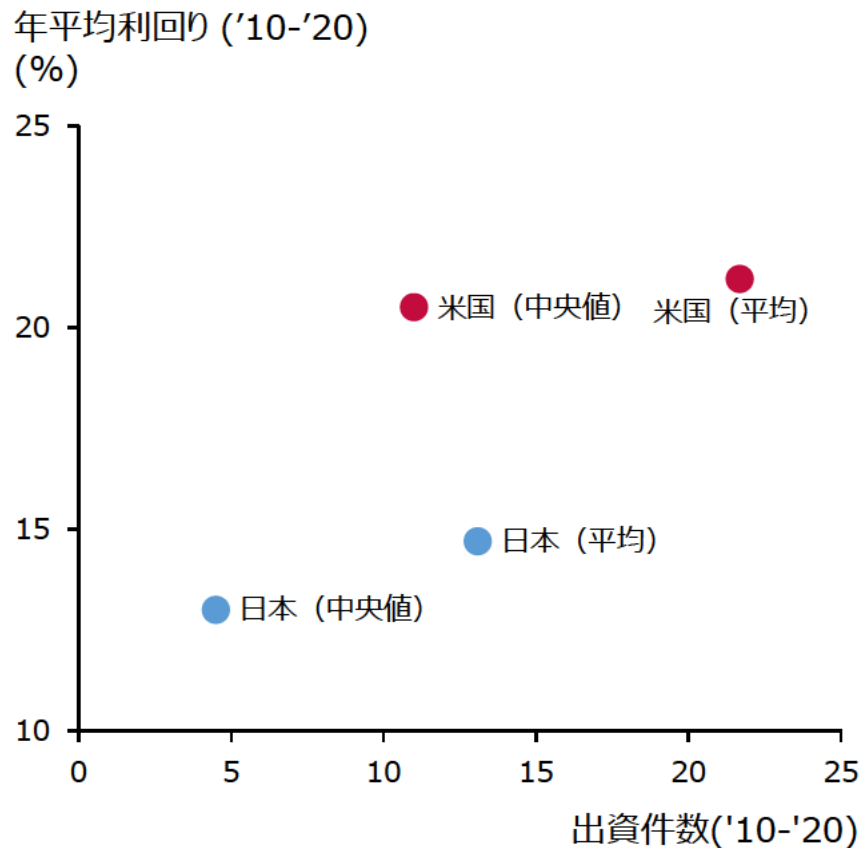


日本企業のイノベーション創出（ひいてはTSR向上）のためには
スタートアップへの投資/M&A促進が有効な手段の一つとなりうると考えられる

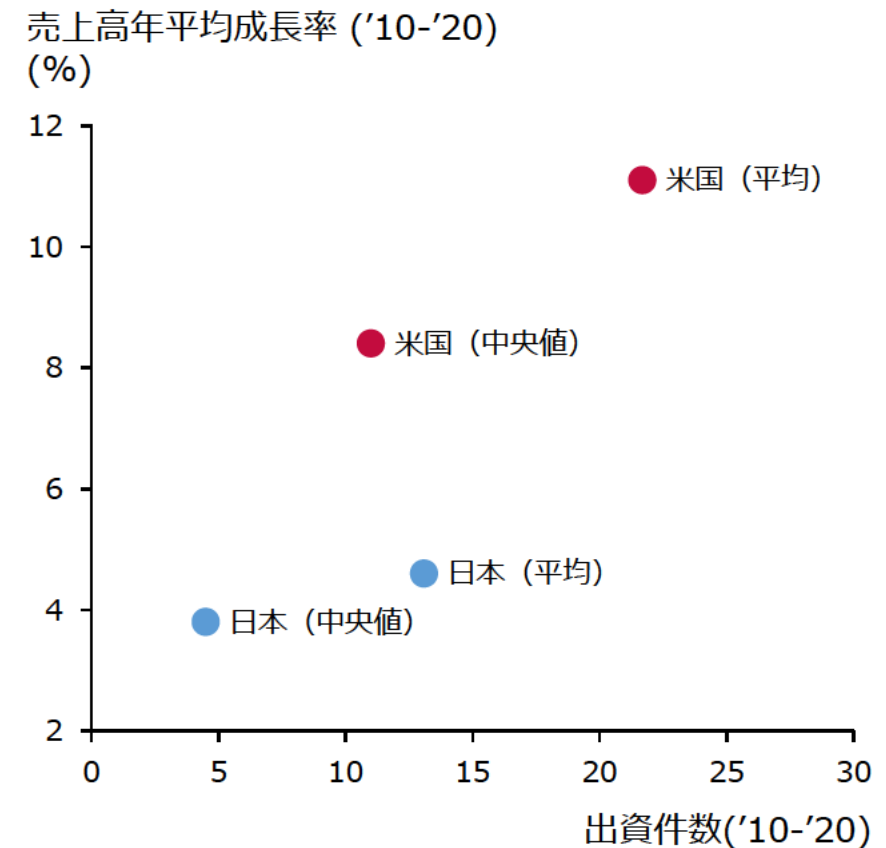
スタートアップへの出資件数と財務パフォーマンス（時価総額Top100企業）

- ❑ マルチプル水準など、スタートアップ投資以外の他要因が影響している可能性はあるものの、米国のほうが、スタートアップ投資に積極的かつ財務パフォーマンスも高い

スタートアップ投資件数とTSR



（参考）スタートアップ投資件数と売上高年平均成長率



注：出資件数は2011/1-2020/12、売上高年平均成長率は2011/3-2021/3で算出

スタートアップへの出資/M&A件数とTSR（産業別日米時価総額Top10企業）

- マルチプル水準など、スタートアップ投資以外の他要因が影響している可能性はあるものの、産業別に見ても米国の方が、スタートアップ投資に積極的かつ財務パフォーマンスも高い

分析対象産業	各産業時価総額上位10社のスタートアップ投資と財務パフォーマンスの比較（中央値）					
	出資件数('10-'20)		M&A件数('10-'20)		TSR	
						
製薬	6.0	< 19.0	1.0	< 6.5	14.7%	< 19.7%
テクノロジー・メディア	6.5	< 7.5	0.0	< 1.0	16.9%	< 23.3%
電子機器	6.5	< 7.5	2.0	< 5.5	12.9%	< 19.2%
ヘルスケア	3.0	< 9.0	0.0	< 4.0	15.2%	< 23.1%
金融	5.0	< 58.0	0.0	< 2.5	8.4%	< 16.7%
自動車	3.0	< 3.5	0.0	< 2.0	13.0%	< 13.4%

注：TSR(2011/3-2021/3)が公表されている企業についてのみ算出、出資件数は2011/1-2020/12で算出

(参考) 米国企業によるスタートアップ買収事例

□ 米国の大手各社は新規事業領域参入や顧客基盤・技術・人材の獲得等を目的にスタートアップを買収

企業例	概要
大手IT企業A社	• クリエイティブ分野から事業領域への拡大を狙う中、ECプラットフォームを買収しコマース分野に進出 • アドバイザリー会社や業界アナリストから、本買収は競争力に繋がるというコメント有り
大手IT企業B社	• 苦戦していたコラボレーションツール領域において、買収によりプロダクトと顧客基盤を獲得 • また開発の高速化のため、買収先の開発手法を採用するなど技術の取り込みを実施
大手IT企業C社	• 音楽配信ビジネスを熟知したスタートアップ企業の創業者とその音楽配信チームを買収により獲得 • 獲得した技術・知見を活用して音楽のストリーミングサービスを展開
大手IT企業D社	• 米国にてオンライン薬局を展開する企業を買収し、薬局分野へ参入

スタートアップへの出資/M&A件数とTSRの現状分析の解釈

- 日米の財務パフォーマンスの差の背景として、スタートアップの「量」・「質」に起因する要因が考え得る
- 我が国でも「量」の改善と併せ、より踏み込んだ手法を奨励することが効果を生む可能性

考える要因と対策①：「量」の違い

日本企業は財務パフォーマンスに影響を与えるほどの十分な量のスタートアップ投資が行われていない

- 少額予算で投資を行うため幅広いポートフォリオが組めず、有力なスタートアップに出会えていない
- 1件当たりの額も限られるため、有力スタートアップへ出資しても、業績への大きなインパクトに結びつかない
- 資金調達市場において事業会社によるスタートアップ投資が件数・金額ともマイナーなため、スタートアップ経営者の選択肢から外れ、優良な（将来巨額のリターンをもたらす）スタートアップが手を挙げていない

「量」に起因する要因を克服し市場のトレンドを転換することが必要な可能性

考える要因と対策②：「質」の違い

加え、日本企業は米国と比較して、「買収」の手法の活用には非積極的である

買収というアプローチを積極的に活用できるようにするためには、スタートアップが手掛ける事業をPMIしてマネジメントするためのノウハウの蓄積が求められる

- 従来型の事業とは異なる基準での財務（事業計画等）の許容
- アクハイヤーを可能にする柔軟な人事・報酬制度
- 既存事業部門と被買収部門の繋ぎ込みの仕組み 等

我が国においても、より踏み込んだ手法を奨励することが効果を生む可能性

(参考) スタートアップ視点での事業会社によるM&Aのメリット

- バイオ、製造、Deeptech等の巨額な初期投資が必要となる業態のスタートアップは、事業会社のM&AによるExitにより、開発・量産ケイパなどの活用メリットが得られることは確認できる

	M&A	IPO
主なメリット	早期かつ費用を抑えてExit可能 • 短期間でEXITが可能 • IPO準備のリソース投下が不要 • 上場に伴う追加コストや制約の回避 事業会社の製造ラインやその他資本を活用可能	経営権等を維持したままに企業の内部体制や資金・知名度の強化が可能 • 内部管理体制の強化 • 資金調達力の増大と多様化 • 社会的信用力の増大と知名度の向上
業種・業態	初期投資がかかり、製造工程が必要なスタートアップは量産化に対する資本投下が難しく、M&AのExitとなる傾向 • バイオ • 製造 • Deep techなど	初期投資が少ない業種はアーリーステージからグロースが可能であり、継続的な資金調達が可能なケースが多く、相対的にIPOが選択肢となりやすい • SaaS • ソフトウェアなど