

# GROWTH & EXIT PLAYBOOK

ヘルスケアスタートアップと事業会社間の  
連携・出資・買収のための手引書

# Contents

- 01 本手引書の背景と目的 ..... 03
- 02 本手引書におけるヘルスケアスタートアップの定義 ..... 05
- 03 ヘルスケアスタートアップの特徴・課題 ..... 07
- 04 ヘルスケアスタートアップの資金調達状況 ..... 11
- 05 ヘルスケアスタートアップのエグジットに向けた手引 ..... 14
- 06 事業会社によるヘルスケアスタートアップへの出資・  
買収の手引 ..... 21
- 07 結びに:エグジットを超えた成長のパートナーシップを  
目指して ..... 27
- 08 参考:カテゴリーとステージの課題 ..... 30

# 01

## 本手引書の背景と目的

本手引書の想定する読者は誰か？

ヘルスケアサービスの社会実装を加速するために本手引書が果たす役割とは何か？

## ● 背景

我が国の高齢化率は世界最高水準にまで高まり、老化に伴う疾患や生活習慣病への対策が喫緊の課題となっている。そのため、国民の健康・医療に関する様々なニーズに対応した新たなヘルスケアサービスを社会に実装することで、健康長寿社会の実現と新産業の創出を目指す必要がある。ヘルスケアスタートアップの数は2015年以降着実に増加しており、課題解決に向けた貢献が期待されている。

しかし、国内のヘルスケアスタートアップは、他業界のスタートアップに比べ、サービスを利用することでペインポイントが解消できると証明するためのエビデンス作りや、スケール化などに多くの課題を抱えている。加えて、エグジット（スタートアップの出資者の利益を確定させ、スタートアップとしての活動の区切りをつけること）の事例が少ないという現状も指摘されており、このことが「エグジットしない＝停滞」という印象を与え、ヘルスケア市場全体への評価を低下させる一因となっている。

今後のヘルスケアスタートアップの発展には、成長戦略とエグジット戦略の実行が不可欠である。適切に次のステップに進み、エグジットが行われることで、理想的なエコシステムを構築することが重要である。そのためには、成長戦略やエグジット戦略の立案が不可欠であり、事業会社との連携が鍵となる。また、当初想定していた成長やエグジットが実現できない場合でも、緩和的な環境の中で消極的に停滞するのではなく、専門的知見を有したスタートアップの人材が大企業などで新たな活躍の場を得るような人材目的でのM&Aや清算を通じて事業リソースの流動性を高め、新たな挑戦を促進する環境を構築することが求められる。

## ● 目的

本手引書は、ヘルスケア産業の成長や適切なエコシステムの構築に向けて、ヘルスケアスタートアップと事業会社（本手引書では、「事業会社」とは、ヘルスケアスタートアップと連携する大企業等を指すこととする）との間の連携・出資・買収を促進することを目的としている。

本目的を達成するに当たっては、ヘルスケアスタートアップ自身が、事業遂行において考慮すべき事業領域別・ステージ別の課題およびその解決策に加え、他企業との事業提携やエグジットの具体的な事例を知っておく必要があり、また、事業会社としても、スタートアップとの協業を推進する際に、ヘルスケア領域におけるスタートアップの成長戦略やエグジット戦略を理解し、効果的に実行するための知識が必要となってくる。

したがって、本手引書では、想定読者を、①ヘルスケアスタートアップ、②当該スタートアップとの連携・出資・買収を検討する事業会社の2者とし、ヘルスケア業界に関する基本的な市場環境や、ビジネス領域ごとの課題について、グローバルな視点も交えて提供することとする。

例えば、ヘルスケアスタートアップの成長に向けた課題、資本政策、M&AやIPOの手続き、投資家との契約関係などの「ハード」な要素から、事業提携におけるマッチング機会や知識の不足といった「ソフト」な要素まで、ヘルスケアスタートアップと事業会社がM&AおよびM&A後の更なる成長戦略を検討するうえで障壁となりうる事項について幅広い視点を提供する。さらに、事業提携やエグジットの個別事例も盛り込むことで、企業や行政機関がヘルスケアスタートアップとの協業を促進し、具体的な事例を参考にしながら、M&Aのみで完了するのではなくその後の持続的なコミットメントによる成長戦略を形成・実行できるような内容とする 것을目指している。

## 02

# 本手引書における ヘルスケアスタートアップの 定義

本手引書ではどのようなヘルスケアスタートアップを対象としているか？

これらのスタートアップは誰に対してどのようなサービスを提供しているか？

## ● 対象となるスタートアップ

本手引書における「ヘルスケアスタートアップ」とは、ヘルステック領域で事業展開する企業を対象としており、主に以下のカテゴリーに焦点を当てたスタートアップを対象としている。(創薬、医療機器領域は対象外)

### 1. 健康増進、疾患予防に関わるアプリやサービス

健康な生活を支援し、生活習慣病などの疾患を予防することを目的としたアプリケーションやサービスを提供するスタートアップが該当する。

#### 主な機能

パーソナライズされた健康データの記録・可視化、目標設定のサポート、行動変容を促進する機能(リマインダー、報酬プログラムなど)。

#### 具体例

- ・ Welby社: ユーザーが自身の健康データ(血圧、血糖値、体重などのPHR(パーソナル・ヘルス・レコード))を一元管理できるプラットフォームを提供。
- ・ Wellmira社: PHRを活用し、食事、運動、睡眠データの記録や、AIと専門家による健康支援を通じて、個人や企業の健康課題を解決するAI健康アプリ「カロママプラス」を提供。

### 2. 疾患の治療的介入のためのアプリやサービス

疾患を抱える患者に対し、診断や治療の補助として機能するデジタルツールを提供するスタートアップが該当する。これらは、医師の指導の下で用いられることが多く、SaMD(Software as a Medical Device)とも呼称される。

#### 主な機能

病状のモニタリング、治療計画の提供、患者の服薬・治療の順守を支援。

#### 具体例

- ・ CureApp社: 喫煙や高血圧治療を支援する医療用アプリ等を提供。
- ・ サスメド社: 不眠症治療を支援する医療用アプリ等を提供。

### 3. 医療機関や処方薬に関わるDX

医療現場の効率化や患者体験の向上を目的として、デジタル技術を活用し、診療や処方プロセスを変革するスタートアップが該当する。

#### 主な機能

電子カルテや診療予約システムの高度化、処方薬の管理・調剤支援、遠隔診療のサポート。

#### 具体例

- ・ カケハシ社: 調剤薬局向けの業務支援ツールを提供し、服薬指導を効率化し、患者データを適切に管理。
- ・ アルム社: 医療機関間の情報共有プラットフォームや遠隔医療システム提供で医療の質と効率を向上。

### 4. 介護領域のDX

高齢化社会における課題解決を目指し、介護現場での業務効率化や利用者のQOL向上を支援するデジタルソリューションを提供するスタートアップが該当する。

#### 主な機能

ケアプランの立案支援、業務プロセスの効率化、介護スタッフと家族間の情報共有プラットフォームの提供。

#### 具体例

- ・ rehab社: リハビリプログラムのデジタル化により、利用者の進捗を管理し、リハビリ効果を最適化できるアプリケーションを提供。

# 03

## ヘルスケアスタートアップの 特徴・課題

グローバルと比較して、日本におけるヘルスケアスタートアップの市場参入状況はどうか？

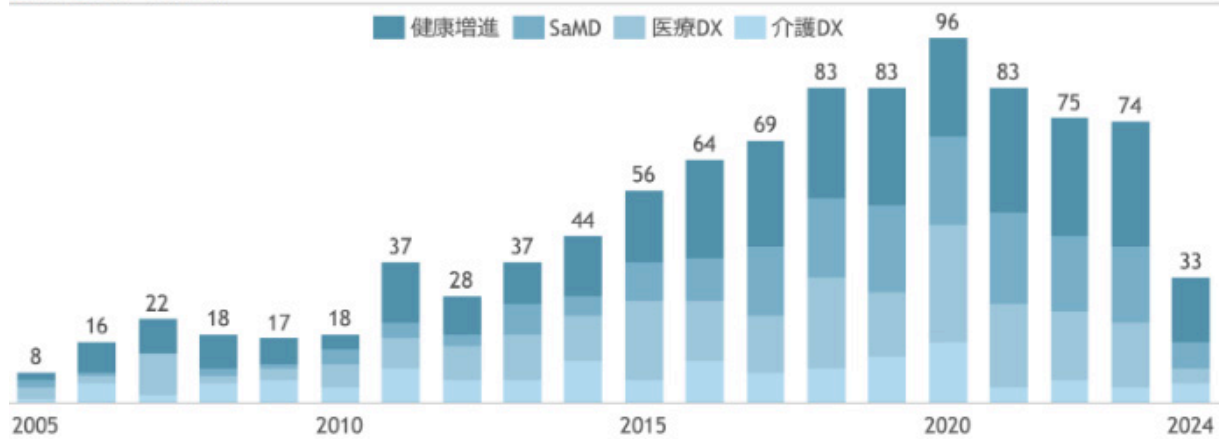
ヘルスケアスタートアップが直面する主要な成長課題とは何か？  
各領域でどのような違いがあるのか？

## ● ヘルスケアスタートアップの市場参入状況

ヘルスケア業界は、医療機関等のデジタル化の進展の遅れから市場のポテンシャルを見込み、多くのスタートアップの市場参入が見られた。

ヘルスケアスタートアップの設立年別推移を見ると、2010年以降に特に多くの企業が参入していることが分かる。

設立年別スタートアップ数

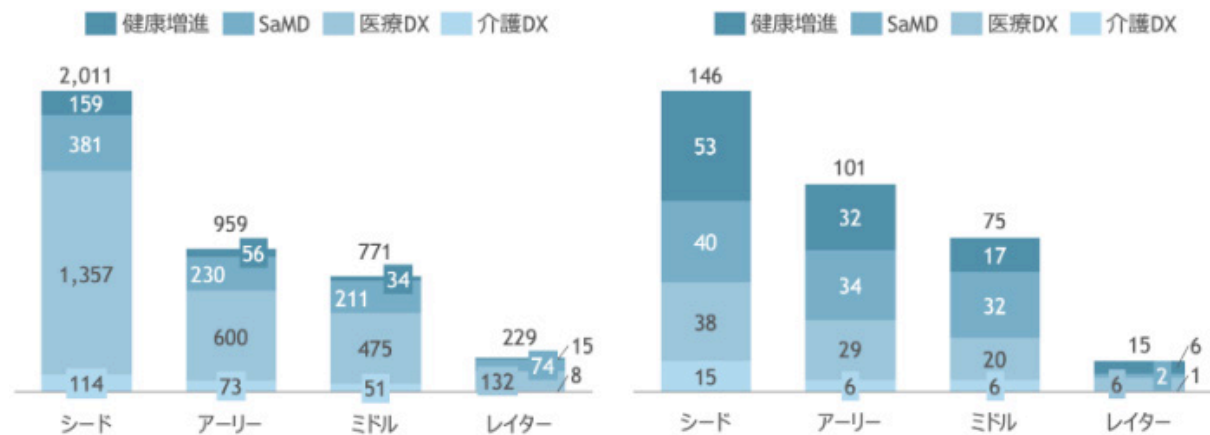


Note: 2024年は2024年11月時点の数値 Source: スピーダ スタートアップ情報リサーチ

また、ヘルスケアスタートアップの数をグローバルと日本で比較すると、日本のスタートアップ数はグローバル全体の約10%に相当し、一定の市場規模を有している。

Globalでの企業数(2020-2024にDealのあったスタートアップ)

日本での企業数(2020-2024にDealのあったスタートアップ)



Note: アーリーはシリーズA、ミドルはシリーズB-C、レイターはシリーズD以降と定義 Source: Pitchbook, スピーダ スタートアップ情報リサーチ

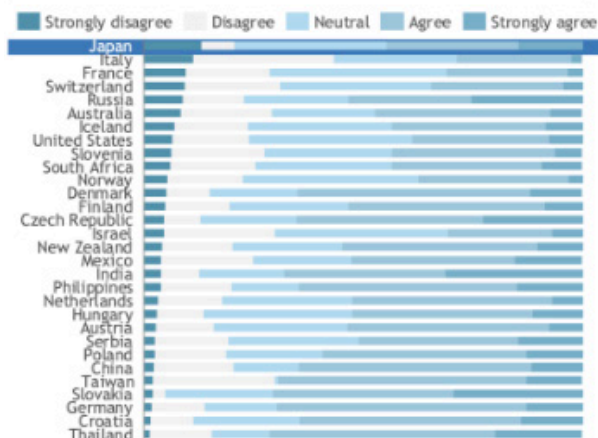
## ● 健康意識の低さとマネタイズの難しさ

ヘルスケアスタートアップが直面する課題として、健康増進や疾患予防、治療的介入のためのアプリやサービスに関しては、医療従事者との協業を通じたエビデンス作りが必要とされることも多いことや、健康意識が低く、ユーザーに対して課金するビジネスモデルに限界があることが挙げられる。

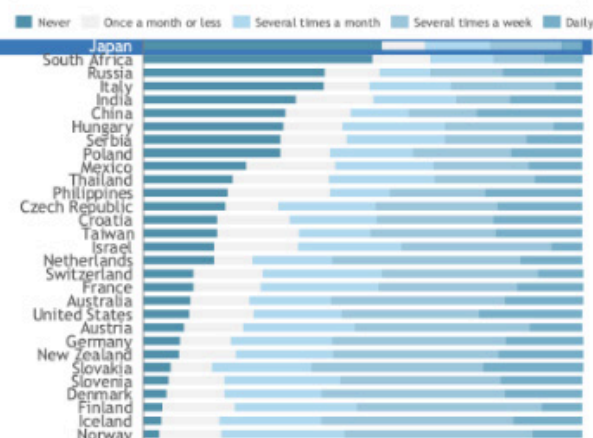
特に、日本では“健康は当たり前”と認識される傾向が強く、健康問題に対する自己責任意識が低いという社会的背景がある。多くの消費者は、自分の健康を積極的に管理したり記録を残したりする習慣を持たないため、ヘルスケア関連のサービスやアプリを利用する動機が希薄である。加えて、運動不足などの健康課題に対しても関心が低い層が多く、サービスのターゲットとなるユーザーを獲得することが難しい。



重篤な健康問題は、健康を損なう行動を取った結果

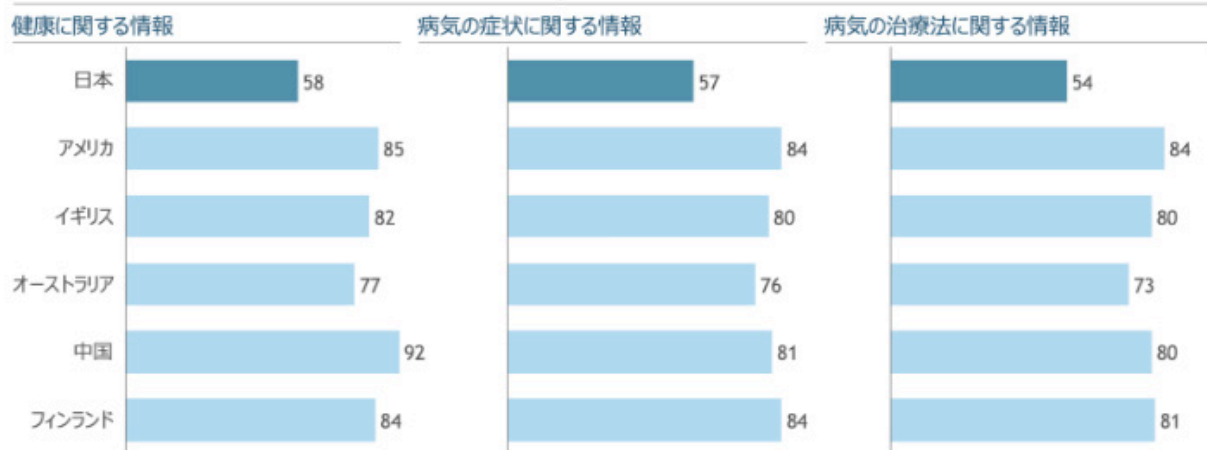


20分以上の普段より息が弾む運動をどの程度の頻度で行うか



Source: ISSP(2021)

健康や医療に関する情報を判断できるか (%, 各国 N=500, できる+少しはできる計)



Source: ジョンソン・エンド・ジョンソン (2023)

さらに、日本では手厚い医療制度が整備されており、健康や病気に関する多くの問題が公的な医療機関や保険制度によってカバーされている。このため、消費者の健康リテラシーが低いままでも基本的な医療サービスを受けられる環境にあり、結果として健康や病気について自ら情報を収集し判断する必要性を感じない人が多い傾向にある。こうした背景から、消費者は健康関連サービスの価値を十分に認識せず、課金モデルを構築する上での障壁が生じている。

日本の消費者の多くは、無料や低価格で提供される公共サービスに慣れており、商業的なヘルスケアサービスに対してコストを負担する意識が低い傾向がある。このため、単純な課金モデルの採用だけでは収益性を確保するのが難しく、持続可能なビジネスモデルを構築するためには、消費者の行動変容を促進し、付加価値を理解させる工夫や消費者以外のステークホルダーから収益を得るモデルの検討が必要となる。

また、医療機関や薬剤処方、並びに介護領域でのDXに関しては、初期的に導入する医療機関のオペレーションやポイントに合わせたサービスになりがちであり、その他の施設に展開する際に再度カスタマイズをしないとスケールができないという課題が挙げられる。

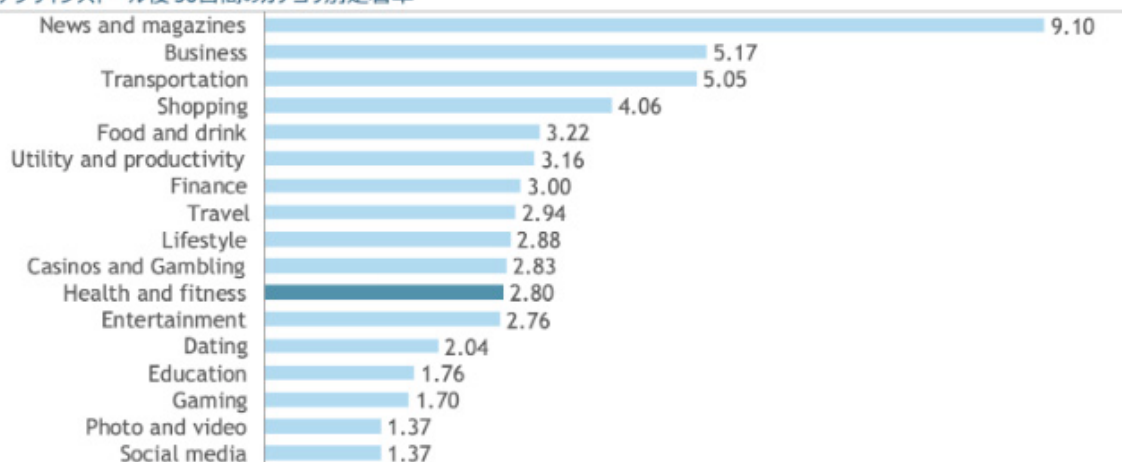
## ● 領域ごとに見た、ヘルスケアスタートアップが直面する壁

これらの課題はヘルスケア業界全体に言えるものであるが、インタビューを通じて、より詳細な状況を見ていくと、領域ごとの代表的な課題としては次のようなものがある。

## 1. 健康増進、疾患予防に関わるアプリやサービス

- ・生活習慣病などは市場規模が大きそうに見えるが、支払う層は罹患者（特に重症化している患者）に限定され、またチャネルとしても医師からの推奨でしか動かないため、ニッチな市場にとどまる。
- ・B2Cのモデルを志向した際、公的保険システムが充実していることによる日本人の健康意識の低さ、および、健康に対する支払い意欲の低さ。
- ・消費者の行動変容の難しさ、例えばヘルスケア・フィットネスのアプリのダウンロードから30日後のアプリの継続利用率をみると3%以下と低い。

モバイルアプリインストール後 30日間のカテゴリ別定着率



Note: 2023年第3四半期、Global平均 Source: Statista

- ・B2B2C/Eのモデルを志向した際、健康保険組合が導入に必要なエビデンス構築に時間がかかるうえに、実証フィールドが少ない。
- ・最終利用者の行動変容が進まず、ROI（投資対効果）が合わない。

## 2. 疾患の治療的介入のためのアプリやサービス

- ・保険収載されるSaMDの数が少ない。
- ・保険収載された場合でも、薬価ほどの評価を得られず、治験や承認プロセスに必要なリソースが多いため、ビジネスモデルとして成立しにくい。
- ・エビデンス構築するための時間がかかるうえに、実証フィールドが少ない。

## 3. 医療機関や処方薬に関わるDX

- ・医療機関の財政が厳しく、新しいソリューション導入には国からの補助金頼みになってしまう。
- ・医師だけでなく、看護師や医療事務スタッフなど、現状のオペレーションを変更することに対する忌避感があり、仮に効率性や生産性が上がるとしても導入ハードルが高い。
- ・病院ごと、診療科ごとにオペレーションが異なり、サイロ化されていることから、横展開にも時間がかかる。

## 4. 介護領域のDX

- ・経営のリテラシーの低さやリソース不足、財務基盤の弱さのためアナログな業務フロー（紙による記録や管理）がまだまだ多い
- ・介護による効果測定もデータ化されておらず、見える化が進んでいない
- ・介護市場は老人ホーム、デイサービス、訪問介護といった異なる業態に分かれており、それぞれのニーズやペインが異なる。また、法人の種類や規模（社会福祉法人、民間企業／大手、中小など）によってもオペレーションが異なり、それに応じた戦略を立てる必要がある

# 04

## ヘルスケアスタートアップの 資金調達状況

日本におけるヘルスケアスタートアップは、どのステージで脱落しやすいか？

ヘルスケア業界は資金調達しやすい環境か？

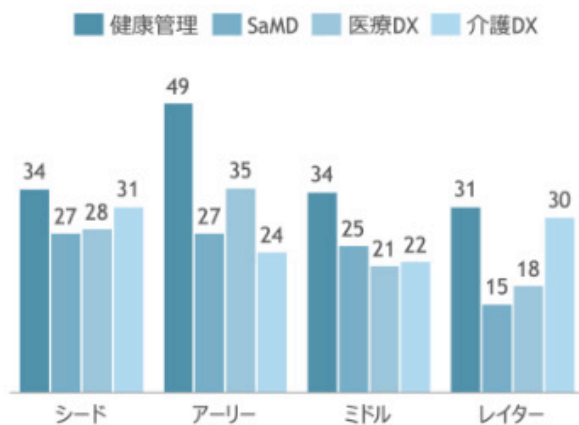
## ● 日本とグローバル市場の資金調達環境の違い

日本のヘルスケアスタートアップの資金調達の状況をみるに、比較的資金調達が容易であった過去の寛容な評価から、より厳格な評価への転換期にあると言える。

スタートアップの成長ステージでみると、海外ではシードからレイターステージに至るまで、脱落率が20%超で大きく変わらない。各ステージで求められるKPI(例:ユーザー数や売上など)の達成状況を評価軸として、適正な基準が適用され、ステージ毎に明確な取捨選択がされていると言えるだろう。

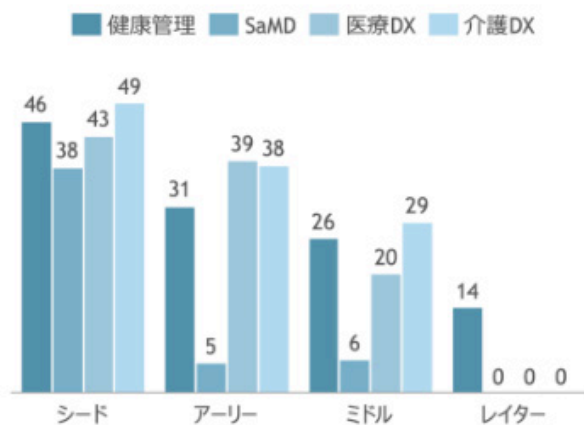
一方で、日本はシード期を除くと緩和的な市場である。領域・ステージ別でみると、日本はサービス検証の段階にあるシードでの脱落率が高い(45%)ものの、それ以降は脱落率が大きく落ち、ステージが進むほど手厚い支援が取られていることが伺われる。

Globalでの脱落割合(%、2024年時点)

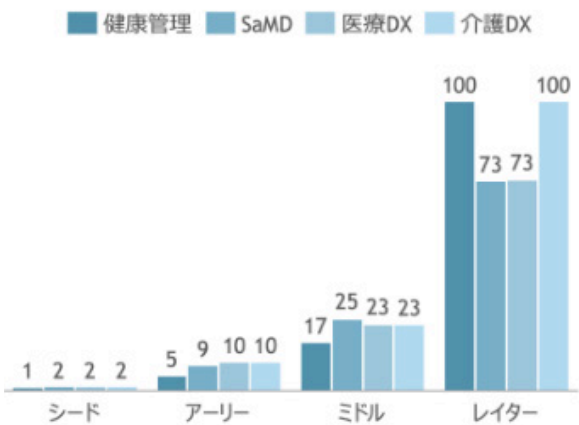


Note: Globalは日本を除いた世界全域を対象、集計範囲は2020-2024、ミドルはシリーズB, C、レイターはシリーズD以降と定義  
Source: Pitchbook, スピーダスタートアップ情報リサーチ, World Bank

日本での脱落割合(%、2024年時点)

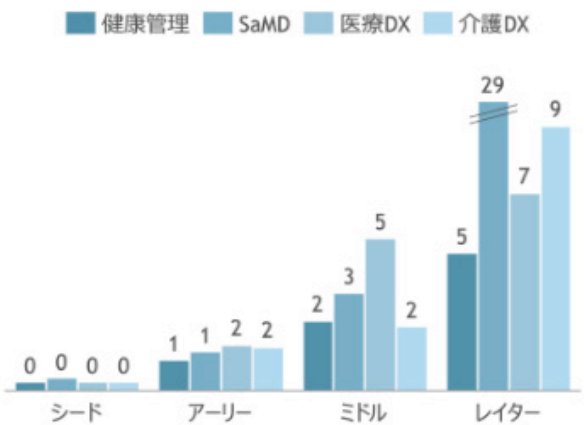


Globalでの領域別調達額/企業(\$M、中央値、2020-2024年)



Note: Globalは日本を除いた世界全域を対象、集計範囲は2020-2024、ミドルはシリーズB, C、レイターはシリーズD以降と定義、\$1=150円で換算、なおレイターのSaMDはCureAppの大型調達の結果を反映したもの Source: Pitchbook, スピーダスタートアップ情報リサーチ

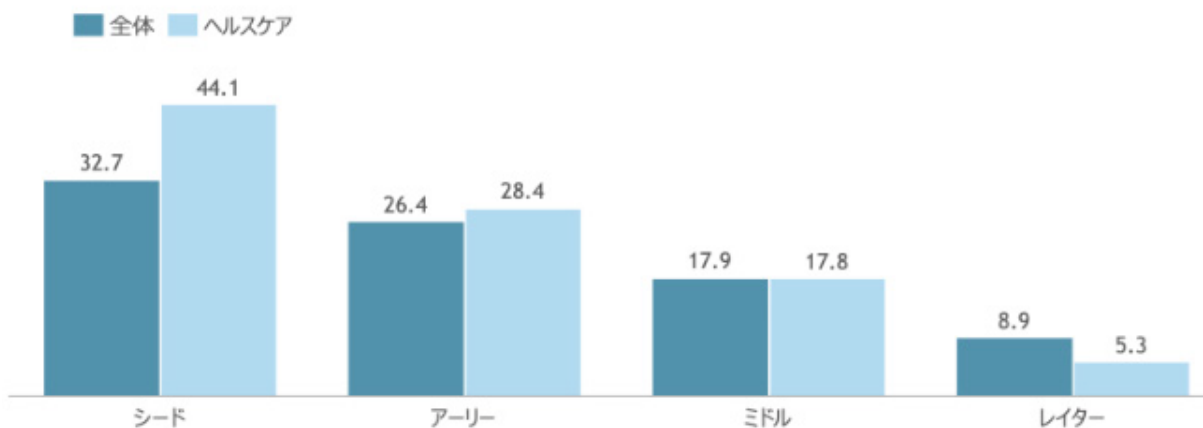
日本での領域別調達額/企業(\$M、中央値、2020-2024年)



グローバルにおけるヘルスケアスタートアップはステージ毎の脱落率が変わらない一方、ミドルからレイターステージに移る段階で、バリュエーション(調達額)が著しく上がる。日本におけるスタートアップをみると、レイターでのバリュエーションがそこまで上がらない一方、シードからレイターに至るまで概ね一定の傾きでバリュエーションが上がっていくため、初期段階にあるスタートアップの評価軸がグローバルと異なる可能性がある。具体的には、事業KPIやビジネスモデルに関する評価に加え、経営陣の素質などよりソフト面での評価が日本ではより重視されていると考えられる。また、レイターステージにおいて直線的な成長しか描けない背景には、日本において収益性の高いビジネスモデルを十分に生み出せていないという課題があると考えられる。

なお、日本におけるヘルスケアは、他の領域と比べると特にシード・アーリー期における競争環境が厳しい領域といえる。例えば、スタートアップの離脱率を全産業とヘルスケア領域で比較したところ、ヘルスケアのほうが全産業よりも脱落率がシード、アーリーのフェーズで高くなっている。

日本での脱落割合(%、2024年時点)

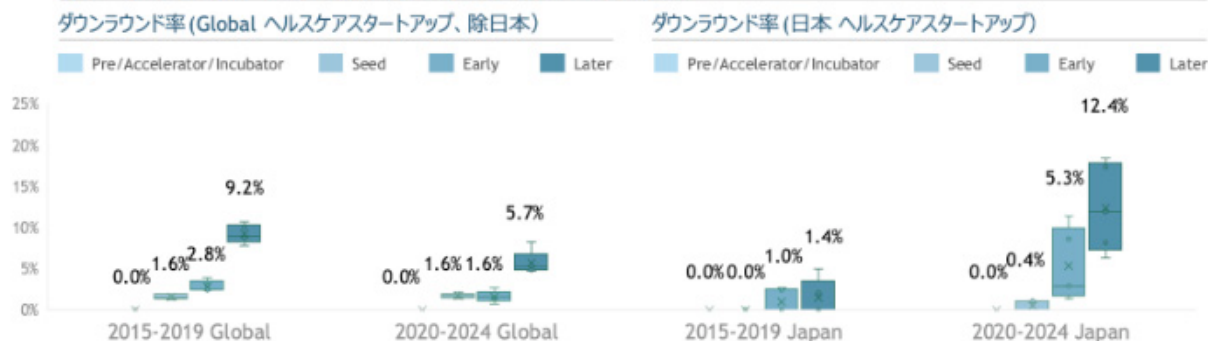


Note: ミドルはシリーズB, C, レイトーはシリーズD以降と定義  
Source: スピーダスタートアップ情報リサーチ, World Bank

## ● ダウンラウンドが示す新たな潮流

直近の資金調達動向として、日本におけるヘルスケアスタートアップは前回調達時の企業価値評価額から、評価額を下げた形での調達(いわゆるダウンラウンド)が見られ、今後は日本市場も海外同様にスタートアップの峻別が進むと予測される。市場の成熟と適切な新陳代謝を進めるためには、健全な動向であると言えるだろう。2020-2024年には、ミドルの5%、レイトーの12%のスタートアップがダウンラウンドとなっており、オーガニックな成長が難しいことによる事業譲渡、あるいは、撤退を余儀なくされている。

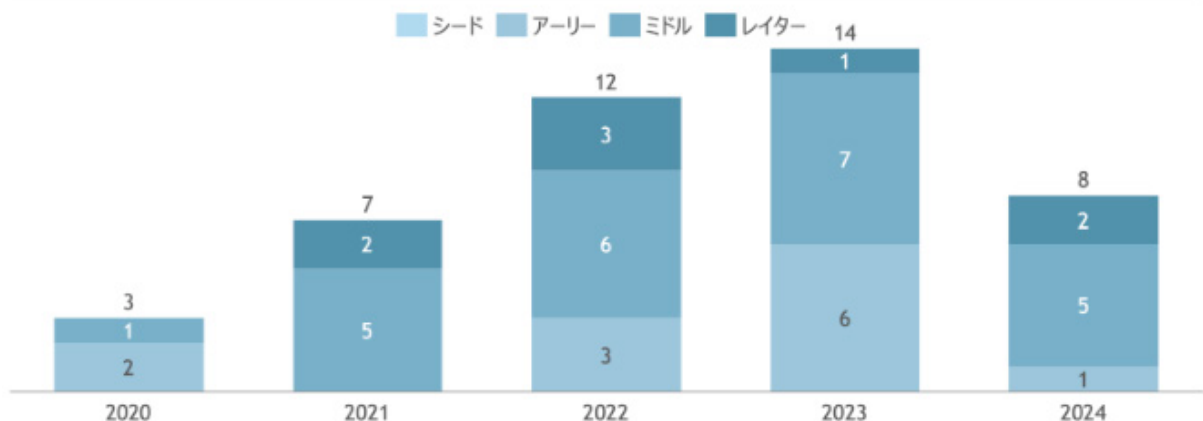
2015 - 2019年、2020 - 2024年における各年のダウンラウンド率の分布比較



Note: 各年のダウンラウンド率を算出したうえで、それぞれの期間(2015 - 2019、2020 - 2024)における単純平均を数値で記載している。各フェーズの定義は下記のとおり。  
Pre/Accelerator/Incubator: 企業が初期段階で、自己資金やエンジェル投資、クラウドファンディング、アクセラレーター/インキュベーターのプログラムを通じて資金や支援を受けるフェーズ。  
Seed: 企業が設立初期に、初めて外部の投資家から資金を調達するフェーズ。  
Early Stage VC: 企業設立後5年以内に行われるシリーズAからシリーズCまでのベンチャーキャピタルによる資金調達フェーズ。  
Later Stage VC: 企業設立後5年以上が経過し、シリーズC以降のベンチャーキャピタルによる資金調達フェーズ。  
Source: Pitch Book

ヘルスケアスタートアップの各ステージにおけるダウンラウンド数の推移をみると、2020年以降ミドル-レイトーを中心にダウンラウンドが増加傾向にあり、調整局面に入っていることが示唆される。

スタートアップダウンラウンド件数



Note: 2nd round又はSeries Aをアーリー、3rd roundから4th round又はSeries BからSeries Cをミドル、それ以降をレイトーと定義  
Source: Pitchbook (2024年12月時点)

# 05

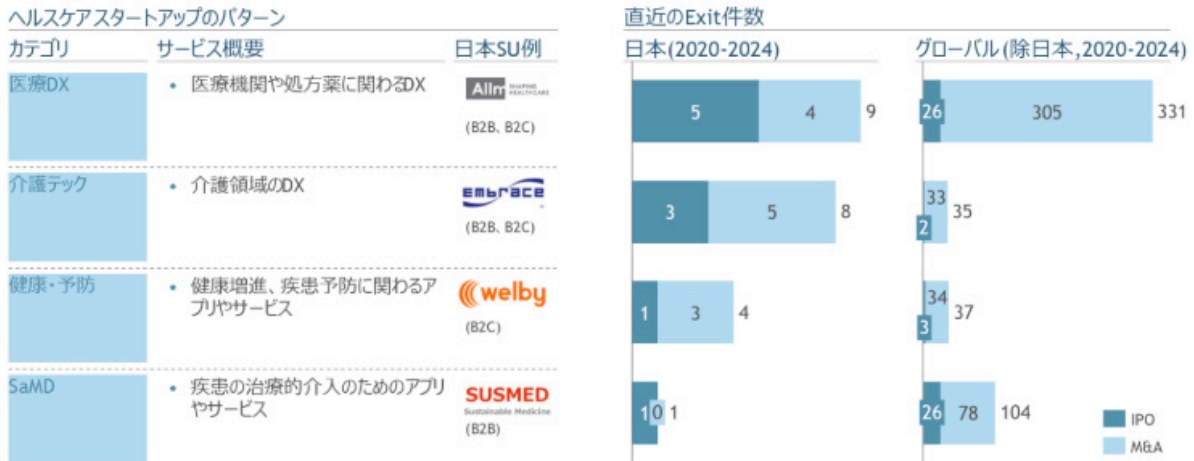
## ヘルスケアスタートアップの エグジットに向けた手引

ヘルスケアスタートアップのエグジットに見られる特徴は何か？  
ヘルスケアスタートアップのエグジットに向けて、スタートアップや  
事業会社、VCがどんなコミュニケーションをとるべきか？



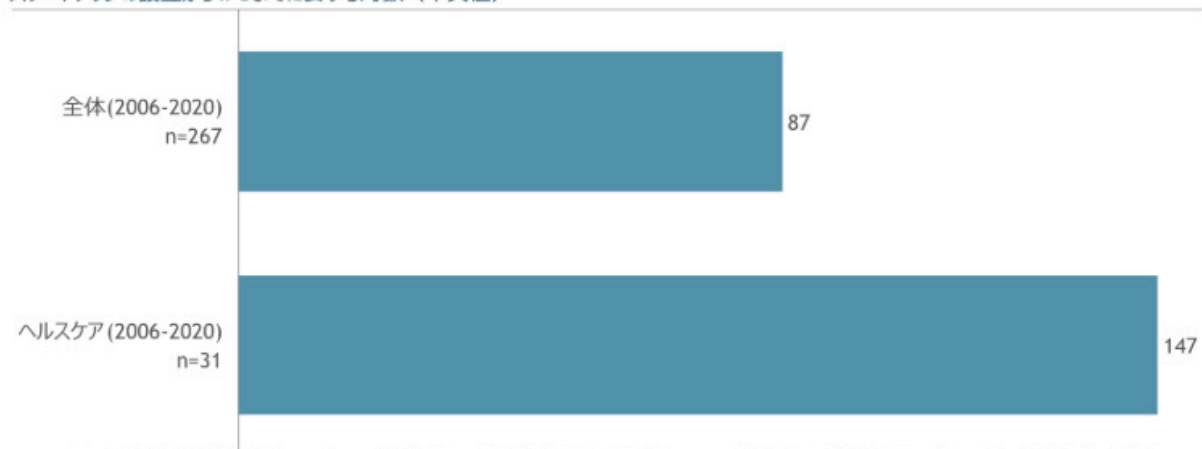
## ● エグジットの現状と課題

日本におけるスタートアップはエグジットとして、事業会社によるM&Aに比べ、IPOや清算のケースが多い。ヘルスケアスタートアップにおいても、M&AよりもIPOおよび清算が多い傾向は変わらない。ヘルスケアスタートアップを見てみると、日本では各領域でIPOの比率が高い一方、グローバル市場ではM&Aの比率が高い。日本では小規模なIPOが多く、事業会社のPMI (Post-Merger Integration: 買収後の統合プロセス) やM&A経験の不足が障壁となりM&Aによるエグジットが限られているということが推測できる。



Source: スピーダスタートアップ情報リサーチ, Pitchbook

スタートアップの設立からIPOまでに要する月数（中央値）



Note: ステージ別の調達掲載されている2006年以降のIPOを達成したスタートアップについて、設立からの各調達ステージまでの中央値を用いて計算。  
Source: スタートアップ全体は特許庁(2022)、ヘルスケアスタートアップはスピーダスタートアップ情報リサーチの2024年11月時点データ

加えて、ヘルスケアスタートアップはエグジットまでに要する期間が長くなる傾向がある。2006年以降にスタートアップの一般的な設立からIPOまでに要する時間は設立から87ヶ月であるのに対して、ヘルスケア系では147ヶ月とやや長くなっている。

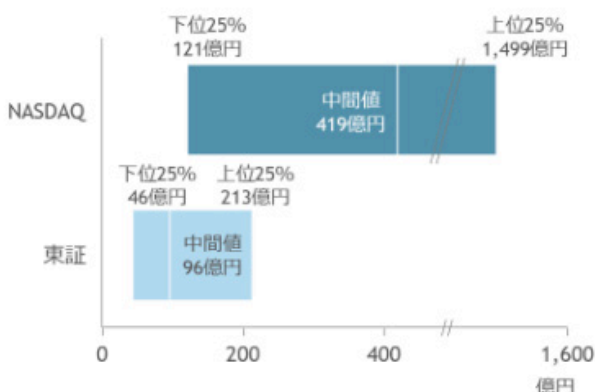
これらの課題を克服するためには、ヘルスケアスタートアップの中から魅力のある企業を伸ばしていく成長戦略と、それらのスタートアップをエグジットさせ、更に成長を加速させていくためのエグジット戦略の双方が必要になる。

日本におけるスタートアップのエグジットに関わる共通課題として、上場がゴールとなってしまう、小規模なIPOになってしまうことや、買収側の事業会社がM&AやPMIの経験が乏しいためにM&A エグジットの数が少ないといった点が挙げられる。これらの課題は、ヘルスケアスタートアップにも共通している。また、エグジット自体を目的とするのではなく、そこからさらなる成長を目指すよう意識を促す必要がある。この意識の違いは時価総額の推移にも影響しており、例えばアメリカでは上場後も時価総額が年1割以上成長することが一般的であるのに対し、日本では上場後に時価総額が横ばいで推移する

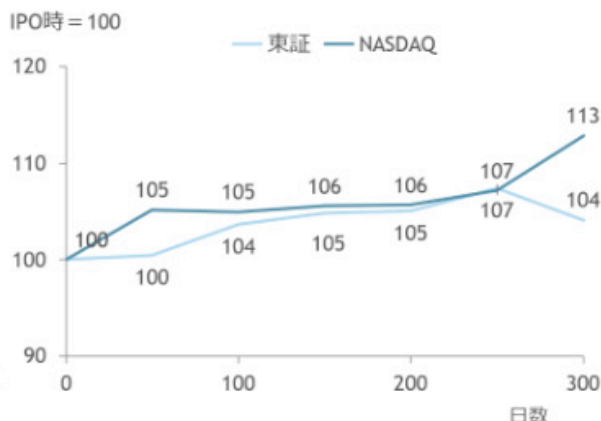
例が多い点も課題といえる。

さらに、2024年12月10日に東京証券取引所（東証）は、「グロース市場における今後の対応」と題した資料を公表し、小規模なIPO（スモールIPO）を抑制する方針を示した。この資料では、上場企業の質の向上と市場の信頼性向上を目的として、上場基準や維持基準の引き上げ、経営者の意識改革、M&Aの促進などの施策が検討されている。この施策により、今後はスモールIPOの実施がより困難になると見込まれる。

IPO時の時価総額



IPO後の時価総額の推移 (2020-2024、平均値)



Note: 1ドル=150円で換算 Source: スピーダ

## ● エグジット戦略の方向性

エグジットはあらゆるフェーズで起こり得るが、現実的にはミドルステージまでのエグジットが多い。エグジット後も成長を続けるためには、時間、人材、投資が引き続き必要となる。エグジットはゴールではなく新たな成長のスタートであるという認識を持つことが重要である。

		立ち上げ			スケール		
		シード	アーリー	ミドル	レター	IPO	Post-IPO
事業成長	医療DX	<ul style="list-style-type: none"> <li>• カテゴリごとの課題                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ヘルスケア領域では、通常のスタートアップに比べてMFを達成するまでに時間がかかる</li> <li>- 加えて成長における課題や打ち手はカテゴリ(医療DX、介護、健康増進、SaMD等)で異なる</li> <li>- 各カテゴリに応じた市場規模、顧客ニーズ、参入障壁を理解する必要がある</li> </ul> </li> <li>• 戦略の重要性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Exit、特にM&amp;Aは相手次第であるため基本はIPOを目指して成長戦略を策定する必要がある</li> <li>- Exitまでのトラックに加え、Exit後を含めた成長戦略を策定することが、成功したExitのカギとなる</li> </ul> </li> </ul>				<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exit後の成長戦略                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Exitはゴールではなく、新たな成長のスタート地点と考えるべきであり、Exit後も引き続きカテゴリ別の打ち手を探る必要がある</li> <li>- Exit後も事業の持続的な成長を維持するためには、時間、適切な人材の確保、追加の投資が必要である</li> </ul> </li> </ul>	
	介護DX						
	健康増進・予防						
	SaMD						
出口		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exitの発生タイミング                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Exitはあらゆるフェーズで発生する可能性があり、通常はM&amp;Aはミドルステージで発生するが、シード段階でも事業会社がスタートアップを早期購入を検討するケースもある</li> </ul> </li> </ul>					

ヘルスケアスタートアップの中でも、どの領域のスタートアップで、成長に向けてどういった課題に直面しているのか、課題を解決するために必要な時間がどの程度必要か、リソースが十分なのかという点を考慮した上で、成長戦略を決めていく必要がある。

各カテゴリにおいて小さなペインポイントを感じる人は多数いるものの、実際にお金を払ってまで解決したいとのレベルまでペインを感じる人数が少ないこと、逆に言うとスタートアップに対して対価を払う主体に必ずしも支払う意欲や余力が少ないこと、また成長するために必要な時間が他のサービ



ス・業界に比べて長いことから、TAM(Total Addressable Market :潜在的に獲得できる市場全体の規模)の大きさによって参入したスタートアップが、成長に向けた資金調達に苦戦している。

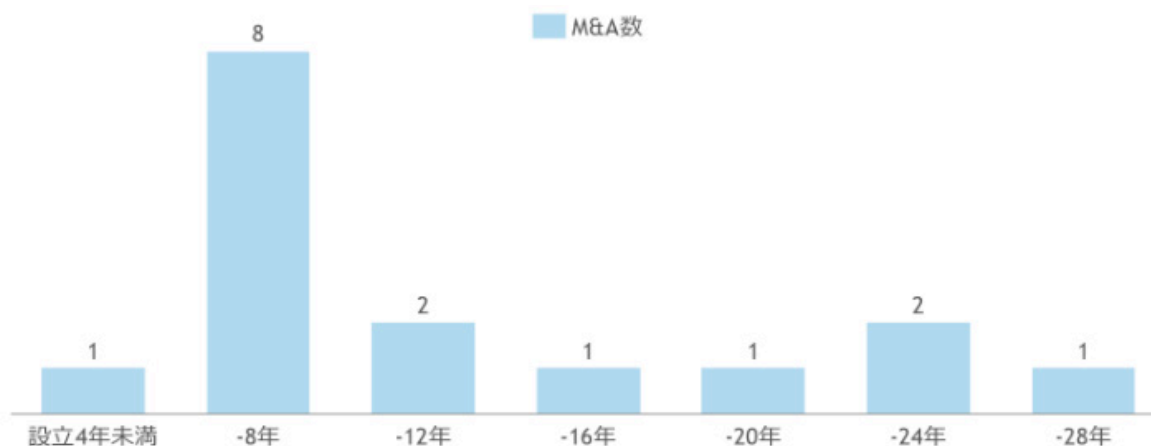
このように、ヘルスケア領域は領域別・ステージ別の課題の存在によって事業立ち上げの難易度は高く、その結果として、事業立ち上げからエグジットまでに要する期間は他の産業と比べても長い傾向がある。

ただし、ヘルスケア領域は、創薬・医療機器のように治験の成否が明確に出ることで、企業価値が失われるものではなく、また、ある程度成長に課題が見えてきた段階でも、特にヘルスケア以外の業界の事業会社によるM&Aが見られることが、VC等の有識者からのヒアリングでも確認できた。この背景には、ヘルスケアスタートアップが保有する独自のデータや技術、人材が、異業種の事業会社にとって新たな成長の機会や競争優位性をもたらす重要な資産とみなされることが要因として考えられる。例えば、2020年-2024年のヘルスケアスタートアップの上場会社とのM&Aの実績をみると、ヘルスケア以外の業界の事業会社は16件の買収案件中7社と半数程度を占めている。

時期	名前	事業内容	M&A相手	M&A相手業種	スピード調達 シリーズ	設立からの 年数	総調達額 (億円)
2020年2月	ミーカンパニー	医療機関や薬局のデータベース開発・病院検索・ソリューション	JMDC	ヘルスケアデータ	シート	9.2	0.1
2021年2月	トリコ	肌診断から処方するサプリメントと美容メディアの提供	ホーラ・オルビスホールディングス	化粧品・美容	シート	3.1	1.86
2021年3月	エンブレス	医療介護専用SNSや連携支援アプリの提供	スズケン	医療流通	シリーズC	19.3	15.72
2021年3月	A-Traction	腹腔鏡手術支援ロボットの開発	朝日インテック	医療機器	シリーズB	5.6	9.76
2021年8月	アンター	医師向け情報プラットフォームや学習動画の提供	JMDC	ヘルスケアデータ	シリーズA	5.1	2.74
2021年8月	アイシーエム	病院向けITソリューションの提供	JMDC	ヘルスケアデータ	シリーズA	22.1	3.68
2021年10月	ミナカラ	オンライン薬局や医薬品開発・販売	NTTドコモ	通信	シリーズA	7.9	52.97
2022年3月	ロジック	介護業界向け介護SaaSや買い物支援ネットワークの提供	エムスリー	医療PF	シリーズA	26.9	3.28
2022年5月	アルム	医療ICTソリューションや救急支援アプリの提供	DeNA	ITサービス	シリーズB	21.0	305.6
2022年10月	3Sunny	医療機関向け入退院支援クラウドの提供	帝人	医療機器・化学	シリーズA	6.9	3.94
2023年4月	Dr.健康経営	企業向けメンタルヘルスサービスや産業医紹介サービス	プロジェクトカンパニー	コンサルティング	シート	4.1	0.06
2023年12月	PREVENT	医療データ解析による生活習慣病予防サービス	住友生命	保険	シリーズC	7.4	11.64
2023年12月	キャンサーキャン	予防医療の推進を支援するサービスを展開	JMDC	ヘルスケアデータ	シート	15.0	0.11
2024年3月	サルース	ビル特化オンライン診療サービスの提供	ゼレス	ITサービス	シート	5.6	0.72
2024年4月	当直連携基盤	在宅医療特化型往診支援サービスの提供	エムスリー	医療PF	シート	6.0	0
2024年8月	Mediplat	オンライン医療相談プラットフォームの運営	アドバンテッジリスクマネジメント	人事関連サービス	シート	8.7	0.14

Source: スピードスタートアップ情報リサーチ

また、比較的早いステージの企業の買収案件も多い特徴がある。同じくM&Aの実績をみると、設立から4-8年のスタートアップは16件の買収案件中8社と半数を占めている。



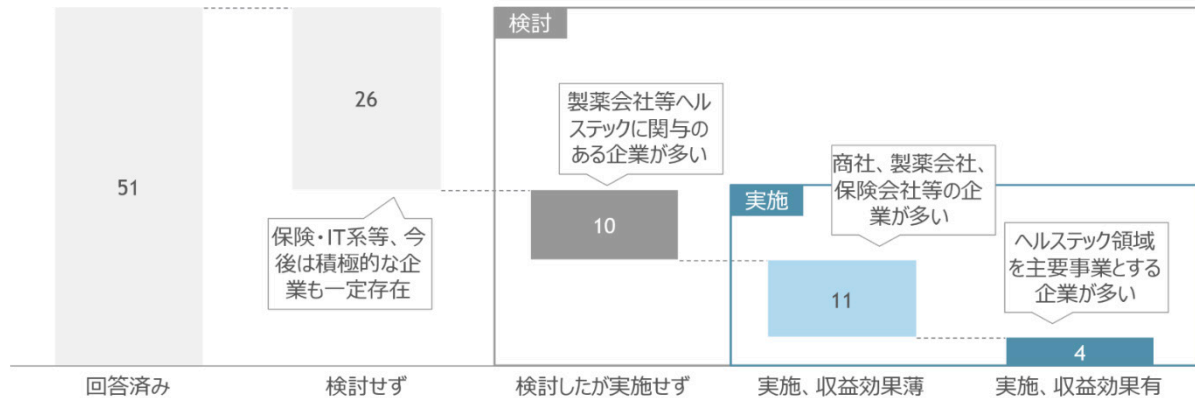
## ● エグジットによる成長を実現するための方向性

一方で、買収を検討する会社はあるものの、アンケートからみると、実際に買収に至る数はまだまだ少ないのが現状である。ヘルスケアスタートアップのエコシステム構築に協力をいただいている経済産業省Healthcare Innovation Hub(通称:InnoHub)のサポーター団体(ヘルスケアスタートアップ)

プとの連携・支援に関心のある事業会社、自治体、投資家などが所属。今回は主に事業会社を対象にアンケートを実施)であってもM&Aを過去に実施したのは3割弱であり、うち収益効果があったと回答した企業は全体の1割以下であった。

買収の至る数が少ない原因として、PMIやM&Aの実務に慣れた事業会社が少ないことが挙げられる可能性がある。とはいえ、VCに比較して事業会社はより中長期の時間軸で事業を評価しうることから、今後は出口戦略において重要な位置づけとなることが期待される。

#### M&Aの検討・実施及び実施時の収益効果の有無



Source: BCG実施アンケート

資金調達の様子は、事業会社が今後スタートアップとの協業や買収を検討する上で、ヘルスケアスタートアップ特有の課題を理解し、当該スタートアップの持つビジネスモデルの確からしさ、買収時点での事業指標から見られる成長性や事業インパクトなどを精査する必要性を改めて示しているものと言える。

## ● エグジットを見据えた事前準備の重要性

エグジットを見据えたときに、ヘルスケアスタートアップは、事業会社からの買収を受け入れることができる土壌を作るという観点では、紋切り型の資金調達手法やIPOを前提とした資本政策を安易に採用するのではなく、来るタイミングでエグジットの方法が柔軟に選択できるような準備をしておくべきである。



「初期の資本政策は後に取り返しがつかない影響を及ぼすため、慎重な検討が必要である。例えば、エンジェル投資家と共同創業するケースでは、資金調達力や投資経験が豊富であっても、時間軸や資金に関する考え方の違いが後々のエグジットの選択肢や交渉に影響を及ぼすことがある。」

ヘルスケアスタートアップ創業者



「スタートアップにとっては、シード段階からエグジットを見据え、柔軟な資金調達と契約スキームの選択が必要であるが、多くの企業が契約リテラシー不足により、最適な選択肢を見逃しているのが現状。契約には幅広い選択肢があり、特に株主間協定書の工夫がエグジット戦略に大きく影響する。このように多様な契約形態を理解せずに進めてしまうことが多いため、契約内容への理解を深めることが肝要である。」

ヘルスケア分野特化エンジェル投資家

スタートアップ側も、資金調達時にVCや事業会社と適切な契約を締結し、成長マイルストーンに基づく投資判断を行うことが重要である。また、スタートアップにとって、資金調達の手段は、エクイティ投資に限らず、補助金・助成金や融資など、多様な選択肢を検討しておくことも重要である。

ヘルスケア領域では、事業検証やスケール化に時間を要するため、長期的な資金計画が求められるところ、多様な資金調達手段によることで、資金リスクの低減や実態に沿ったバリエーションにつながり、結果としてエグジットの選択肢を広げることができる。

スタートアップにとって、M&Aによるエグジットはあくまで自発的な選択ではなく、買収者が存在して初めて成立するものである。そのため、今後のオーガニックな成長が見込めるかどうかを判断するまで、IPOも視野に入れたエグジット戦略を策定する必要がある。

もし、オーガニックな成長がスタートアップ側で見込めない場合には、IPOではなく事業会社への譲渡を検討すべきである。これは、スタートアップが自社の独自技術やノウハウをスタートアップ単体では活かすきれない一方、事業会社の持つ既存のビジネスモデルや顧客基盤と組み合わせることで、短期間で市場規模を拡大し、競争優位性を高めることができるためである。しかしながら、M&Aによるエグジットでは、売り手となるスタートアップ側、買い手となる事業会社の双方にとって、まだ十分な経験や知識が不足しているのが現状である。

また、既存株主との間では、オーガニックな成長に対する株主の期待成長率とのギャップ、そのギャップを埋めるための施策、そして今後の方向性についての議論が必要である。



「世の中では評価額を上げることが正しいとされがちだが、実態に合わない高い評価額で調達すると、IPOの準備段階で事業計画を現実に合わせている際に数字が合わなくなる。また高い評価額で出資した投資家にとって、エグジットの際に大きく評価額が下がることは受け入れがたく、目線が合わなくなる。調達の際に評価額を上げすぎるとは後輩にはお勧めしていない。」

ヘルスケアスタートアップ創業者

さらに、自社のキャッシュ残高とバーンレートを常に意識し、株主が求める成長が見込めない場合には、早い段階で潜在的な買い手を探索する行動を開始すべきである。



「IPOをするのであれば、上場後も売上成長率20%を維持し続ける必要があるが、参入していた市場自体が非常に小さく、その成長を長期にわたって維持することが難しいと判断した。また、上場しても市場規模が300億円未満にとどまる可能性が高く、参入していた市場の規模が小さすぎるため、いわゆる「リビングデッド」となるリスクがあると考えた。仮にIPOできたとしても、長期的な成長の見込みが立たなければ意味がないと判断した。M&Aを選択し、2周目で再度挑戦すれば良いと考えた。」

エグジット経験を有するヘルスケアスタートアップ創業者

買収側の意思決定には、スタートアップ側の想定以上に長い時間がかかる場合がある。そのため、キャッシュが枯渇する1年前を目安に、早期に対応を進めることが重要である。

また、創業者や経営陣、事業内容を理解している買収側の経営陣との議論を開始するだけでなく、必要に応じてM&Aアドバイザーなどの専門家を活用し、譲渡先の選択肢を増やすことも検討すべきである。

近年では、いわゆる「メガベンチャー」や、過去10年ほどでIPOを果たした事業会社を買収を進めるケースが増加しており、企業カルチャーの観点からも譲渡先として有力な候補となり得る。

## ● スタートアップのエグジット準備に係るチェックリスト

ヘルスケアスタートアップが適切なタイミングでエグジットを成功させるための準備状況を確認・検討するための指針として「スタートアップのエグジット準備に係るチェックリスト」を作成した。M&AやIPOを含むエグジット戦略をスムーズに進めるために最低限必要な項目を網羅しているため、目安として活用いただきたい。

### エグジット戦略の策定

- 戦略の妥当性**  
当初からエグジットを意識したビジネスプランになっているか？買い手がいない/つかないビジネスとなっていないか？
- 戦略の柔軟性**  
M&Aは自発的ではなく買収者が存在して初めて成立するため、エグジット戦略にはIPOの可能性も含めて策定しているか？また、オーガニックな成長が見込めない場合には、IPOではなく事業会社への譲渡を検討しているか？

### M&Aプロセス

- 株主との議論**  
成長率に対する株主の期待と実際の成長見込みのギャップを把握し、今後の施策や方向性について議論・調整しているか？
- キャッシュ状況の把握・買手探索**  
自社のキャッシュ残高とバーンレートを適切に管理し、資金が枯渇する前に潜在的な買手を探しているか？
- 有力な買収候補の検討**  
買収候補として「メガベンチャー」やここ10年でIPOを果たした事業会社なども注目しているか？いわゆる「大企業」だけではない、広い目でみているか？
- 買収側との交渉**  
買収者との意思決定に時間がかかることを見越し、キャッシュが枯渇する1年前には交渉を開始しているか？
- M&Aアドバイザーの活用**  
必要に応じてM&Aアドバイザーなどの専門家を活用し、譲渡先の選択肢を増やす努力をしているか？

# 06

## 事業会社による ヘルスケアスタートアップ への出資・買収の手引

事業会社はスタートアップの評価をどのように行うべきか？  
買収後も継続的な成長を促進するために、事業会社は  
どのように対応していくべきか？



## ● 事業会社による適正評価の重要性

上記のヘルスケアスタートアップの特徴の調査、InnoHubのサポーター団体である事業会社へのサーベイ、並びに、有識者へのインタビューを通じて、日本におけるヘルスケアスタートアップの特徴を踏まえ、事業会社がどのように出資・買収を通じてヘルスケアスタートアップの出口を作り、さらに成長を加速させていくために必要なことを明らかにした。

事業会社は、出資・買収候補先のスタートアップが参入している領域における典型的な課題を明確にし、これまでの事業KPIや売上などの実績に基づく企業価値評価を行うことが重要である。サーベイの結果からも、買収を通じて自社の成長を加速している事業会社では、シナジーではなく、直接的に得られる事業インパクトを早期に見極めることができる機会がほしいという回答が目立った。これらの事業会社にとっては、買収先のスタートアップ事業が、そのまま継続した場合でも、投資に対するリターンが見込めると判断をしておき、その際には当該スタートアップの直近のファイナンス時の企業価値を参照するのではなく、実績やKPIなどを用いて企業価値評価額を算定するべきである。

M&Aを成長戦略の一環として適切に活用するためには、買収後の成長にどの程度リソースを投入できるかを明確にする必要がある。また、その投入するリソースがもたらす「シナジー」や事業へのインパクトについても、客観的かつ具体的に評価することが重要である。なお、投資は単に買収金額で完結するものではなく、買収後に発生する追加的なリソース投入や運営コストも含めて総合的に検討すべきである。



「M&AはM&Aそのものを戦略ととらえているのではなく、成長戦略の中の一手段である認識。過去は、既存事業における規模拡大を目指したM&Aも検討したが、近年は主に新規領域展開の手段の一つとして検討」

帝人ファーマ株式会社



「M&Aは目的ではなく成長の手段の一つ。今後も必要に応じて外部企業との様々な連携を進める。非保険領域にも事業を拡げる目的で、2C向けサービスやWell-being経営に資するサービスの拡充を目指している。」

住友生命株式会社

M&Aによって収益効果を上げている企業は、シナジー効果の最大化に過度な期待を寄せていない傾向がある。このような企業は、現実的な見通しに基づいて効果を評価し、堅実な戦略を取ることで収益を確保していると考えられる。



「シナジーを期待してM&Aを進めることはリスクが高い。まずは事業が単体で黒字化できるかの判断が重要。また、買収後は事業会社側の経営陣による、事業成長に向けた強力なコミットメントが必要」

エグジット経験を有するヘルスケアスタートアップ創業者

民間セクターがM&A成功を促進するために行うべき介入策	25%以下		75%以上		
	全体	実施、収益効果有	実施、収益効果薄	検討のみ	検討せず
社数	51	4	11	10	26
シナジー効果の最大化 (例: M&A候補企業との密なコミュニケーションの構築、既存事業との統合プロセスを強化し、買収企業との連携で事業拡大を目指す)	55%	25%	64%	70%	50%
事業戦略の最適化 (例: M&A前後の事業戦略の見直しと適応、市場ニーズに即した事業再構築、投資予算の確保)	47%	50%	36%	60%	46%
共同研究・開発の推進 (例: 他分野や他企業との共同研究・開発による新たな市場の開拓、大企業とスタートアップの連携による技術革新の推進)	47%	50%	45%	30%	54%
ネットワーキング機会の提供 (例: 業界横断型の交流イベントの開催や参加、M&Aアドバイザーの活用)	41%	75%	64%	30%	31%
スタートアップ支援プログラムの展開 (例: インキュベーターやアクセラレーターを増やし、支援内容を充実させる、スタートアップの成長段階に応じた支援を提供)	35%	75%	9%	30%	42%
メンタリングの提供 (例: スタートアップ創業者向けに、経験豊富な経営者や専門家によるメンタリングを実施、スタートアップの成長を支援するためのプログラムを展開)	16%	25%	9%	10%	19%

Source: InnoHubサポーター団体向けアンケート結果2024)

事業会社が最終的に買収に至る場合、上記のようにシナジーを見込まない場合でも、買収者によるバリューアップを考慮に入れる場合であっても、事業会社によって妥当性が検証された評価額を採用するべきであるが、一方、事業会社が「戦略的投資家」として、VCがメインのリスクマネーの供給者であるラウンドに、少数株主として参加する場合、評価額が市場の妥当性から乖離しないことが求められる。過度に高い評価額は、その後の資金調達を困難にするリスクがあるため注意が必要である。

ヘルスケアスタートアップにおいては、成長までの時間の長さやスケールの難しさが特有の課題として挙げられる。このような課題はエグジット時にも影響を及ぼし、特にスタートアップの主要な資金提供者であるVCが通常10年+2年の償還期限を設定している点との不一致が問題となる。この期間内に収益を上げたりスケールアップを達成することが難しいヘルスケアスタートアップにとって、VCとの時間軸の違いは大きな障壁となる。さらに、成長が鈍化した場合や成長曲線を描けなかった場合、セカンダリーマーケットでの売却も困難となり、リターン確保が難しくなる。譲渡対象がVCとなるケースもあるが、十分な成長性が見込めない場合にはリターンを確保することが難しくなる。

一方で、事業会社との連携を図ることで、M&Aによるエグジットは有望な選択肢となり得る。事業会社への譲渡は、スタートアップにとって成長に必要なリソースや時間を確保する手段となり得るだけでなく、GTM (Go-to-Market: 顧客獲得手段やチャネル) の支援を受けることで成長を加速させる可能性を秘めている。また、他業界からヘルスケア事業への参入を目指す事業会社が一定数存在することから、スタートアップが保有する独自技術やデータ、人材が大きな魅力となり、M&Aが成立するケースも増えている。

さらに、分野による違いもエグジット戦略に影響を与える。創薬や医療機器のスタートアップでは、治験結果によってエグジットの成否が左右されるため、結果次第では事業会社にパイプラインとして組み込まれず、エグジットの手段を失うリスクがある。一方、予防や健康増進を目的としたサービスの場合には、治験のような厳密な客観的評価を要しないため、比較的容易に買い手を探索することが可能である。

最終的に、スタートアップがオーガニックな成長を見込めないと判断した場合には、バーンレートを考慮して1年程度の事業遂行が可能なキャッシュを残している段階で、計画的に潜在的な買い手の探

索を始めることが一般的である。このようなタイミングでの戦略的アプローチは、エグジットの成功可能性を高める上で重要な要素となる。

## ● PMIにおける課題

多くの事業会社が、買収後のPMIに課題を感じている。報酬体系の見直し、投資枠の設定や裁量といったハード面での整備に加え、カルチャーフィットといったソフト面での調整が必要不可欠である。スタートアップ経験者へのインタビュー等を踏まえると、近年IPOを達成したヘルステック系企業やメガベンチャーなど、スタートアップに比較的近い事業会社であっても、カルチャーフィットを重要な課題として挙げている点は注目に値する。

PMIの失敗要因は共通しており、主に以下の3点が挙げられる。

**財務目標偏重:** 財務目標だけを追求し、買収先企業を過度に締め付ける統合方針により、短期的な利益目標の達成を優先することで、長期的な成長や買収本来の目的が見失われるケースが多い。

**プロセスの放置:** 買収後に統合プロセスが進まず、買収先企業が放置されることで、期待されたシナジー効果が発揮されないまま成長が停滞するケースも多い。

**文化的融合の強要:** 買収先企業の文化や価値観を軽視し、強引な統合を進めることも失敗の大きな要因となる。特にクロスボーダーPMIでは、日本側の主導的な統合アプローチが現地文化との軋轢を生み、期待通りの成果が得られないケースが多い。

### カルチャーギャップ

- ④ 創業者が非常に遣り手で買手との良好な関係によりスムーズに進行したが事業の成長は限定的
- ④ メガベンチャー相手であっても、進め方やカルチャーが違ってギャップを感じた



### 経営者コミットの欠如

- ④ 大企業の既存事業とのシナジーが期待できない場合が多く、経営陣のコミットが不可欠
- ④ 大企業がヘルスケア部門の売上目標達成のためにM&Aを行ったが、事業成長せず失敗



### 横展開の難しさ

- ④ 創業メンバー同士で過去から交流があり、データも健保と医療で補完的でありPMIは順調に進んだ
- ④ コスト削減や製薬企業向け営業は進んだが、医療機関は非常にサイロで横展開は進んでいない



Source: BCGインタビュー結果(2024)

これらの課題により、買収後の統合が円滑に進まない場合、買収による本来の価値や目的が達成されないリスクが高まる。比較的スタートアップに近いヘルステック系企業やメガベンチャーであっても、カルチャーフィットを課題として認識していることから、統合プロセスの計画と実行の重要性が改めて浮き彫りになっている。

特にヘルスケア業界以外の事業会社においては、ヘルスケアスタートアップが直面する成長課題を正確に理解した上で、買収後の成長に向けて自社が提供できる価値やコミットメント、成長に必要な時



間軸を明確にし、スタートアップ側と合意を形成することが重要である。

また、スタートアップ側の事業状況を十分に考慮し、意思決定のタイミングを適切に設定する必要がある。意思決定に必要な材料を揃えることが求められ、特に買収先企業の企業価値評価は慎重かつ適切に行う必要がある。企業価値算定にはDCF法(Discounted Cash Flow法)が用いられることが多い。

さらに、買収するスタートアップとの間でカルチャーや働き方、報酬体系などの差異を懸念する声が多いことから、買収前の段階でスタートアップの経営陣とも十分にすり合わせを行うことが必要である。その上で、買収後の統治(ガバナンス)の在り方についても事前に検討を進めることが求められる。



「ストックオプションの取扱いは、買収後の従業員のモチベーション維持の観点から重要な要素」

株式会社PREVENT 代表取締役 萩原 悠太氏

M&Aによるエグジットが、被買収先のスタートアップ創業者・経営者にとってその事業の終焉になるのではなく、一旦の区切りにはなるものの、引き続き事業成長に対してコミットができる環境を、買収する事業者側は整備するべきである。ただし、新たな環境下において、創業者・経営者が事業成長に対して貢献できない(いわゆる事業フェーズが変わり、求められる役割が変わってしまう)場合、新たな挑戦の後押しをする必要もあるだろう。



「インセンティブ構造や環境が整わない場合、創業者はモチベーションを維持できず、結局はその場から離れることになる可能性が高い。例えば、M&A後も創業者に頑張りを続けてもらうためにロックアップを設定するケースもあるが、必ずしも効果的ではない。むしろ、創業者が新しい挑戦をしたいと考える場合、それを後押しする環境を整える方が、結果として双方にとって良い形になる。」

エグジット経験を有するヘルスケアスタートアップ創業者

## ● 出資・買収に係るチェックリスト

このチェックリストは、事業会社がヘルスケアを含むスタートアップへの出資や買収を進める際に、戦略的で効果的な意思決定を支援することを目的として作成されたものである。特に、M&Aを目的化せず、成長戦略の一環として適切に活用するための視点を整理している。

主な内容として、買収先の選定における自社戦略との整合性、買収候補の成長課題への対応、適切な企業価値評価の実施といった、買収前の計画段階での留意点を挙げている。また、買収後のガバナンスやリソースコミットメント、PMI(Post-Merger Integration)計画の具体化といった統合プロセスも重視している。

## 目的の明確化

### リソース投資の妥当性

M&A自体を目的化せず、成長戦略の一環として位置づけ、リソース投資の妥当性を検討しているか？

## 買収先の選定

### 買収事業との整合性

自社の戦略と買収先事業に整合性があるか、議論しているか？

### 領域特有の課題認識

ヘルスケアの参入領域（健康増進、疾患予防、医療機関DX、介護DXなど）に応じた特有の課題を正確に把握しているか？

### シナジー効果の期待に対する慎重さ

シナジー効果を過度に期待せず、まずは買収事業が単独で黒字化できるか等を重視しているか？その成長性を適切に評価しているか？

### 買収企業の価値選定

買収先の企業価値評価をスタートアップの直近ファイナンス時の評価額ではなく、実績やKPIに基づき、適切な手法（例：DCF法）で行い合理的な基準で評価しているか？

### 買収候補の成長課題の特定

買収候補のスタートアップが直面する成長課題を明確化し、それに対応する支援計画を検討しているか？

## M&Aプロセス

### ガバナンスの在り方

買収するスタートアップとのカルチャーや報酬体系、働き方の違いを理解し、事前に経営陣とすり合わせを行いガバナンスの一環としてPMIの計画を具体化しているか？

### スtockオプションの取扱い

買収後の従業員のモチベーション維持のために、ストックオプションの扱いについて適切に対処しているか？

### 買収後のリソースコミットメント対効果

買収後の成長に向け、どこまでリソースをコミットできるか議論しているか？また、そのリソースに対して得られるシナジーや事業インパクトを客観的に評価しているか？

### 意思決定タイミングの適正化

スタートアップ側の事業状況を踏まえ、意思決定のタイミングを適切に設定しているか？買収後の創業者や経営者の役割を明確化し、事業成長への貢献が難しい場合のキャリア支援を検討しているか？

# 07

## 結びに:エグジットを超えた 成長のパートナーシップを 目指して

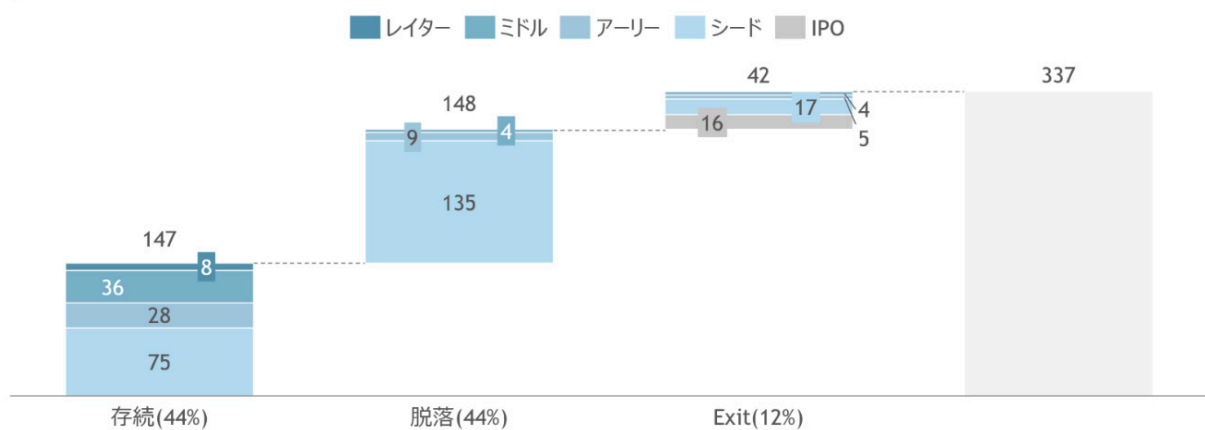
エグジット後も成長を続けるためには何が必要か?  
ヘルスケアスタートアップのエコシステムの中で事業会社が担う  
べき役割は何か?

## ● エグジットを超えた成長のパートナーシップを目指して

本手引書で定義している日本におけるヘルスケアスタートアップをスタートアップ全体のマクロ的視点からみると、必ずしも順風満帆とは言えない状況にある。シード段階から次のステージに進みIPOにまで至るスタートアップは一握りであり、一方で競争環境の中で新陳代謝が起こっているかというところでもない。つまり、IPOもM&Aも叶わず、清算もできないスタートアップが一定程度存在する。

例えば、2010-2015年に設立したヘルスケアスタートアップのうち、約40%が脱落し、約10%がエグジットを果たしている。一方で、約40%はスタートアップのまま存続している。

2010-2015年設立のヘルスケアスタートアップの状況 (2024年12月時点)



Note: Exitでシリーズの分類があるものはM&Aの対象となったスタートアップを指す、ミドルはシリーズB, C, レイターはシリーズD以降と定義  
Source: スピード スタートアップ情報リサーチ

エグジットができないスタートアップはどうなるのか?ヘルスケアスタートアップの起業家にとっては新たな挑戦ができず、投資家にとっても期待するリターンが見込めない状況で、生き延びることになる。一方で、成長を目指す事業会社や新たにヘルスケア領域へ参入を検討する事業会社にとって、スタートアップに事業のエグジットの機会を提供することは、適切な企業価値算定とPMIが行われる前提のもとで、双方にとって利益のある関係を構築できる可能性がある。

しかしながら、「適切な企業価値算定とPMI」に課題を抱えている事業会社が多いことも今回のサーベイやインタビューを通じて明らかになった。また、事業会社による買収による出口を指向する場合、スタートアップとしては資本政策やこれまでの株主構成、株主間協定書の内容など、見直すべき点も多く、柔軟性も求められる。また、買収企業は、経営陣や創業者との信頼関係を築き、買収後も彼らの知識やリソースを継続的に活用できる体制を整備する必要がある。

スタートアップが採用する契約やファイナンスの仕組みは、エグジット後の展開に大きく影響を与えるため、創業時からM&AやIPOといったエグジットの可能性を見据えた上で、契約内容や株主間協定の条項を慎重に検討する必要がある。特にヘルスケア領域では、医療系や研究系のバックグラウンドを持つ経営陣がスタートアップや事業会社の双方に多くみられるが、契約条項について汎用的な雛形を用いて十分な注意を払わないケースが散見される。これにより、エグジットのタイミングで想定外の課題が発生しやすい。

加えて、ヘルスケアスタートアップでは、経営陣やキーパーソンが持つノウハウや人的資本が企業価値の主要な要素となる。このため、買い手が経営陣やキーパーソンの協力を得られない場合、M&Aの

成立が難しくなることがある。たとえ強制売却権を設定していたとしても、人的資源が重要な領域では契約条項だけで解決できないケースが多い。買い手側が経営陣や創業者と信頼関係を築き、買収後も彼らが持つ知識とリソースを継続的に活用できる体制を構築することが必要である。

本手引書は、ヘルスケアスタートアップが直面する現状を、スタートアップ自身や、出資・買収側となる事業会社の視点から理解し、エグジットの機会を提供するために必要な手引を紹介している。買収の完了はスタートアップにとっては「エグジット」であり、活動の区切りになることは認識しつつ、買収した側の事業会社は、当該事業を継続して成長をさせることを追求するべきであり、成長に向けて、もはやスタートアップではない創業者・経営者と最善の方策を模索することが求められる。

# 08

## 参考:カテゴリーとステージ の課題

ヘルスケアスタートアップは、成長の段階でどのような課題が存在するか？

領域・フェーズ特有の課題を踏まえ、どのような成長戦略が求められるか？

ヘルスケアスタートアップにとって、成長の段階ではいくつかの独特な課題が存在する。エグジット戦略としてM&Aは有力な手法の一つであるものの、実際にそれを狙いにいけるスタートアップは少なく、事業拡大に向けた成長プロセスにおいて、領域・フェーズ特有の課題を踏まえたより実践的かつ継続的な成長戦略が求められる。

## 健康増進、疾患予防サービス

各フェーズで異なる課題に直面するが、共通して「成長のための信頼性確立と収益モデルの構築」が重要なテーマとなる。このため、大企業、医療機関、VC、行政といったプレイヤーとの協力を適切に活用することが、サービスの成功に向けた重要な要素となる。

		シード	アーリー	ミドル	レイター
課題		一定のエビデンスを構築する必要があるが、効果が不確かでペインが弱いユーザー側の協力インセンティブが弱く、実証が進まない。	収益モデルが確立していない企業が多く、事業の成長が停滞しがち。これによりエビデンス構築も進まず、信頼性の確立が難しい。	サービスの立ち上げには成功しているが、利用者が限定的であり、医療機関や事業会社との強固な協力関係を構築するのが難しい。	特定の領域に依存した事業モデルとなりがちで、事業拡大の難しさからエグジット戦略の確立が困難。
打ち手	大企業との連携	健康プログラムを活用し、実証フィールドを確保。	企業向け健康サービスとしての収益モデルを確立。	福利厚生プログラムを通じて企業内展開、利用者拡大。	パートナーシップを拡大し、複数領域でのサービス提供を実現。
	医療機関との連携	予防効果の検証を進める。	共同研究を進め、科学的なエビデンスを構築。	予防効果データを基にサービス導入を促進。	保険適用の可能性を模索し、事業の安定性を強化。
	VCとの連携	将来の収益化に向けたビジネスモデルを検討、成長資金を確保。	収益モデルを強化するための資金調達を実施。	エグジット戦略実現のため、資金調達とマーケティングを実施。	現実的なエグジット戦略（M&AやIPO）を具体化し、エグジットに向けた準備を加速。
	行政との連携	助成金や健康促進事業を活用して資金とフィールドを確保。	地域での実証実験を進め、収益モデルを多様化。	地域健康プロジェクトに参加し市場を拡大。	健康促進プログラムと協力し新市場進出をサポート。

## 疾患の治療的介入のためのアプリやサービス

エビデンスの構築と収益モデルの多様化が重要なテーマとなる。同時に、利用者拡大と信頼性向上に向けた取り組みを進めつつ、現実的なエグジット戦略の具体化が重要となる。

		シード	アーリー	ミドル	レイター
課題		デジタルサービスやアプリの介入効果等のエビデンスを示す必要があるが、効果が不確かな段階では医療機関側の協力インセンティブが弱く、実証実験が進みにくい。	治療効果のエビデンスが不十分なため、医療機関を通じたサービス提供が困難であり、収益化の見込みが立たない。	サービスの立ち上げには成功しているが、利用者数が限られており、規模の拡大に必要な信頼性や実績が不足している。	特定の事業者や領域に依存した収益モデルとなっており、収益性の多様化が進んでいないため、エグジット戦略の確立が難しい。
打ち手	大企業との連携	大企業のリソース（データ解析や技術支援）を活用して、効果検証のリソースを確保。	研究開発部門や技術支援を活用し、臨床データの収集や解析を効率化する。	既存のサービスを活用した新機能の開発やマーケティング支援を受け、利用者拡大を図る。	新たなパートナーシップを構築し、複数の収益モデルを確立する。
	医療機関との連携	データ提供やリスクの低い協力モデルを提案し、協力インセンティブを高める。	臨床試験や共同研究を推進し、信頼性の高いエビデンスを構築する。	共同開発や共同研究を積極的に進める。	連携を深化させ、デジタルサービスの導入を拡大し、持続的な収益源を確保する。
	VCとの連携	エビデンス構築のロードマップ及び資金調達計画を立て、持続的な成長を見据える。	収益モデルを強化するための資金調達を実施。将来的なエグジット戦略を視野に入れた収益性の拡大を図る。	エグジット戦略を実現するために、利用者の拡大と収益性向上に向けたマーケティングと資金調達を実施する。	現実的なエグジット戦略（M&AやIPO）を具体化し、事業拡大に必要な資金調達と市場戦略を強化。
	行政との連携	スタートアップ支援プログラムや助成金を活用し、実証研究に必要な資金を確保。	支援プログラムを活用して、規制対応や治療効果の認証プロセスを円滑に進める。	医療実証フィールドを活用し、地域医療機関でのサービス導入を推進する。	保険適用外の分野に加え、保険適用が可能な領域にも参入し、収益構造を強化する。



## 医療DX

医療機関のサイロ化を解消し、全国展開を進めることが重要である。医療機関や大企業との早期連携を図り、導入プロセスを簡略化し、システムや運用の標準化を進めることが求められる。また、エグジットに向けた戦略の策定が求められる。

		シード	アーリー	ミドル	レイター
課題		医療機関が規模や診療科によってサイロ化しており、十分な事業規模を持ちながらも、医療機関にとって利用価値のあるサービスの設計が非常に難しい。	サイロ化した医療機関との連携が進まず、導入プロセスが複雑で時間がかかるため、事業展開に困難を伴う。	サービスの立ち上げには成功しているが、医療機関間での横展開が進まず、ローカルな展開にとどまっておき、全国規模での拡大が難しい。	全国展開を模索するも、医療機関のサイロ化が横展開の障壁となり、エグジットに向けた説得力のある事業見通しを示すことが難しい。
	大企業との連携	医療関連部門や事業部と協力し、リソースや専門知識を活用して医療機関向けのサービスを最適化。	導入プロセスを簡略化し、標準化されたプラットフォームを提供する。	標準化されたソリューションを提供し、医療機関での横展開を促進する。	全国的な連携モデルを確立。地域ごとに異なる医療機関のサイロ化を解消する仕組みを提供する。
打ち手	医療機関との連携	早期から連携し、小規模なパイロットプロジェクトを実施して、サービスの有効性と導入メリットを検証。	共同研究を進め、科学的なエビデンスや効果検証を行い、サービス導入の信頼性を高める。	共同プロジェクトを進め、地域にとどまらない全国規模での事業拡大を目指す。	強固なパートナーシップを築き、地域間での協力体制を構築し、全国展開を進める。
	VCとの連携	将来の収益化に向けたビジネスモデルの検討や成長資金の確保を行う。	導入拡大を目指すための資金を調達し、将来のエグジット戦略を視野に入れつつ、導入プロセスの効率化を進める。	エグジット戦略を実現するために、全国規模での拡大に向けた資金調達とマーケティング戦略を強化する。	現実的なエグジット戦略（M&AやIPO）を具体化し、全国展開に向けた資金調達と市場戦略を強化。エグジットに向けた準備を加速させる。
	行政との連携	支援プログラムや助成金を活用し、実証フィールドを確保。初期段階での資金調達を円滑に進める。	医療機関間の協力を推進する地域プロジェクトに参加し、サービスの拡大を促進する。	全国的な医療機関ネットワークを活用した事業展開を進め、信頼性とスケールの両立を図る。	支援プログラムを活用し、地域医療のサイロ化を解消しつつ、事業領域を広げる。

## 介護DX

介護分野のサイロ化を解消し、デジタル化を基盤とした全国展開を推進することが重要である。また、初期のサービス設計、収益モデルの構築、介護施設での横展開、デジタル化の推進を通じて、成長基盤を確立することが求められる。

		シード	アーリー	ミドル	レイター
課題		介護現場が事業規模や領域ごとにサイロ化しており、デジタル化が遅れた領域であるため、介護現場にとって利用価値のあるサービスの設計が極めて難しい。	介護事業者の支払い能力に限られており、ニッチなニーズに対応したサービスが多いため、収益性や事業拡大が難しい。	介護DX（デジタル化）のみでは事業規模に限界があり、横展開や収益拡大が進まず、成長の限界に直面する。介護現場のデジタル化が進まないことが障害となる。	エグジットに向けて全国展開を模索するも、介護施設のサイロ化が横展開の障壁となり、エグジットに向けた説得力のある事業見通しを示すことが難しい。
打ち手	大企業との連携	関連事業部門と協力し、リソースや専門知識を活用して、介護施設向けのサービスを最適化する。	介護施設向けの収益モデルを構築し、より多くの事業者が負担できるコストモデルを設計する。	介護施設向けのソリューションを横展開し、標準化されたサービスの導入を推進する。	全国的な連携モデルを確立。地域ごとに異なる介護施設のサイロ化を解消する仕組みを提供する。
	医療機関との連携	小規模なパイロットプロジェクトを実施して、サービスの有効性と導入メリットを検証する。	共同研究を進め、効果的な介護業務支援サービスを実現し、サービスの信頼性を高める。	施設内業務のデジタル化を進め、サービス導入のハードルを低くする。	強固なパートナーシップを築き、地域間での協力体制を整え、全国展開を進める。
	VCとの連携	長期的な成長を見据えた事業モデルを構築。将来の収益化を視野に入れた資金調達計画を策定する。	将来のエグジット戦略を視野に入れた資金調達を行い、事業の拡大を目指す。収益性を強化するため、他の関連サービスとの連携を検討する。	エグジット戦略を実現するために、収益性の向上や横展開に向けた資金調達とマーケティング戦略を強化する。	現実的なエグジット戦略（M&AやIPO）を具体化し、全国展開に向けた資金調達と市場戦略を強化。エグジットに向けた準備を加速させる。
	行政との連携	支援プログラムや助成金を活用し、実証フィールドを確保し、初期段階での資金調達を円滑に進める。	支援プログラムを活用して、実証実験を進め、事業展開を促進する。	介護現場のデジタル化を推進するプロジェクトに参加し、全国規模での展開を促進する。	支援プログラムを活用し、介護分野のサイロ化を解消しつつ、事業領域を拡大する。

# GROWTH & EXIT PLAYBOOK

ヘルスケアスタートアップと事業会社間の  
連携・出資・買収のための手引書



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry