



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

令和2年度産業経済研究委託事業

（企業の成長投資・オープンイノベーション促進に向けた環境整備のための調査研究）

大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書

（バリュエーションに対する考え方及びIRのあり方について）

令和3年3月

はじめに

－企業の成長投資・オープンイノベーション促進－

- **イノベーションの担い手であるスタートアップ**は社会にとって重要な存在であり、今後の新しいビジネスがスタートアップを中心として次々に創造されていくことが期待されている。
- 近年、オープンイノベーションの推進によって、スタートアップと大企業等との連携が図られるようになってきているところであるが、**日本の大企業は、一般的に自前主義の傾向が強いとの指摘がなされている**。スタートアップとのオープンイノベーションは、時間・費用・リスク等の面で、自社単独での研究開発よりも効率的なケースがあるが、**多くの企業は、自社の成長戦略の中にオープンイノベーションの活用を組み込んでいないと考えられる**。
- そこで、本調査報告書では、**オープンイノベーションの一つの手段として「大企業等の事業会社とスタートアップのM&A」に着目し、「大企業とスタートアップの両者がM&A時のバリュエーションを適切に評価するための考え方」や、「M&Aの有用性を投資家に理解してもらうためのIRのあり方」を取り纏めた**。
- 日本は米国と比べてエグジット手段に占めるM&Aの割合が低い状況であるが、**大企業等の事業会社が自社の成長戦略の中にスタートアップのM&Aを組み込んでいくことは、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上につながるものであるとともに、スタートアップにとっては安定的な成長に資する選択肢となり得ると考えられる**。

本調査報告書上の用語の定義

M&A	スタートアップの成長手段の一つとして「大企業等とのM&A」を検討することから、本調査報告書においては、M&A後もスタートアップが存続する「Acquisition(買収)」にフォーカスしており、スタートアップが存続しない「Merger(合併)」や、マイナー出資から段階的に支配権を獲得するケース等は想定していない。
バリュエーション	M&Aなどで企業価値や株価を算定することであり、本調査報告書ではスタートアップの価値を価額にして表すことを指す。
スタートアップ	本調査報告書では、革新的な技術やアイデアで新たなビジネスを展開する非上場の成長企業を指す。
スタンドアローン	バリュエーションに関する記述で「非財務情報（スタンドアローン）」という用語を使用しており、当該文脈では「買収企業とのシナジー等を考慮しない、スタートアップ単体の価値」を指す。
非財務情報	一般的には、ディスクロージャー情報のうち、財務諸表などで開示される情報以外の情報を指すが、本調査報告書ではディスクローズされていない情報も含み、間接的に財務数値にインパクトし、事業計画の蓋然性に影響する要素を指す。

目 次

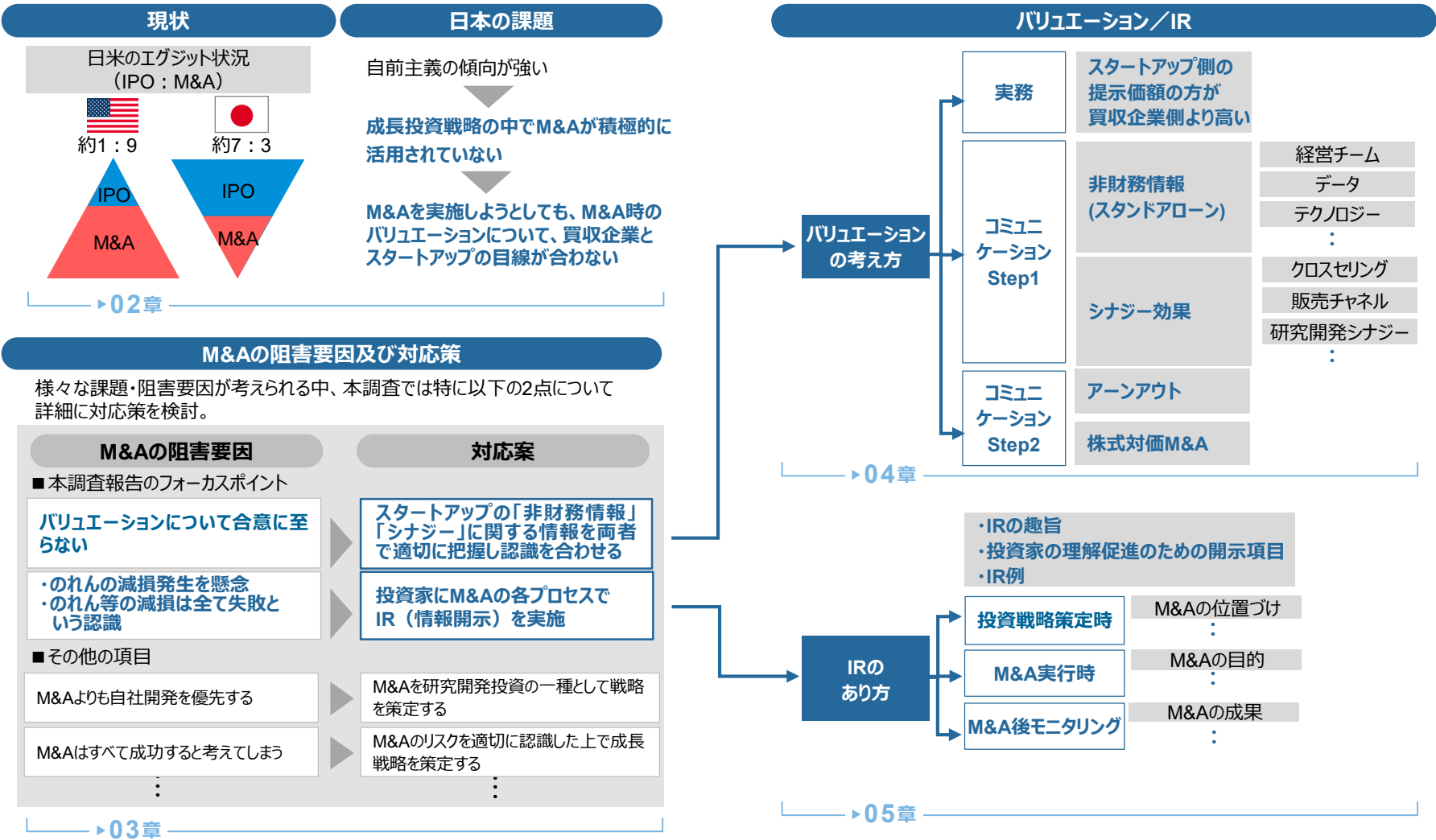
	エグゼクティブサマリー	P.4~7
01	本調査の背景と目的	P.8~12
02	エグジットに関する現状・分析	P.13~17
03	M&Aに関する様々な課題と対策	P.18~23
04	バリュエーションの考え方	P.24~54
05	M&Aに関するIRのあり方	P.55~78

大企業×スタートアップのM&Aに関する調査 全体像

01章

目的

スタートアップはイノベーションの担い手であり、大企業が自社の成長戦略の中にスタートアップを対象としたM&Aを組み込むことで、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上が実現できる。また、スタートアップにとっては、M&Aが安定的な成長に資する選択肢となり得ると考えられる。

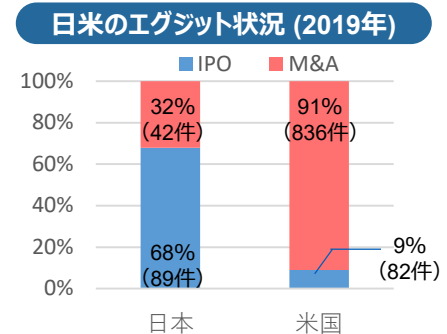




01 本調査の背景と目的 / 02 エグジットの現状・分析

日本の大企業は、一般的に自前主義の傾向が強いとの指摘がなされており、多くの企業が、自社の成長戦略の中にM&Aによるオープンイノベーションの活用を組み込めていないと考えられる。成長戦略の中にM&Aを組み込んで実施していくことは、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上につながるものであるとともに、スタートアップにとっては安定的な成長に資する選択肢となり得る。

- 米国では、GAFAMに代表されるような大企業で、スタートアップに対して積極的にM&Aが行われて非連続的な成長を遂げている一方、**日本の大企業は一般的に自前主義の傾向が強いとの指摘がなされており、多くの企業が、自社の成長戦略の中にM&Aによるオープンイノベーションの活用を組み込めていないと考えられる。**
- ベンチャーキャピタルの投資先のエグジット状況を見ると、**日本は米国と比べてM&Aの割合が非常に少ない**状況であるが、**大企業が自社の成長戦略の中にM&Aを組み込んで実施していくことは、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上につながるものであるとともに、スタートアップにとっては安定的な成長に資する選択肢となり得る。**
- 大企業×スタートアップのM&Aが活発に行われていない要因は、以下をはじめとして様々考えられるが、本調査報告書では、調査ヒアリングを通じて最もよく挙げられた④⑤に焦点を当てて、その対策案を検討する。
 - ① M&Aよりも自社単独での研究開発を優先する。
 - ② 株主から短期的な利益を求められるため、M&Aのような中長期的な投資が選択肢に入りにくい。
 - ③ スタートアップに対するM&Aの成功率が10割でないといけない（失敗が許されない）と考える傾向がある。
 - ④ 買収企業と被買収企業（＝スタートアップ）の間で、バリュエーションが合意に至らない。
 - ⑤ のれんの減損が発生すること、及び投資家からのネガティブな評価を懸念する。 など





03 M&Aの様々な課題と対策

大企業×スタートアップのM&Aが活発に行われるためには、M&Aの各プロセスにおいて様々な課題・阻害要因を取り除く必要がある。自社における課題・阻害要因を特定し、対策を講じる必要があるが、本調査では特にバリュエーションとIRに係る対応策を詳細に検討する。

- 投資戦略の検討段階からM&A後のモニタリングまでの各プロセスの中で、様々な阻害要因が考えられる。
- 調査ヒアリングを通じて最もよく挙げられた課題・阻害要因は以下の2点であるため、本調査報告書ではこの2点に焦点を当てて対策案を検討する。

① M&A時のバリュエーションの目線の相違

買収企業とスタートアップの間では、将来の事業計画に対する認識の相違からバリュエーションに違いが生まれるため、財務数値に反映されていない非財務情報やシナジーを両方で把握し、認識をすり合わせる必要があるのではないか。

② のれんの減損発生への懸念

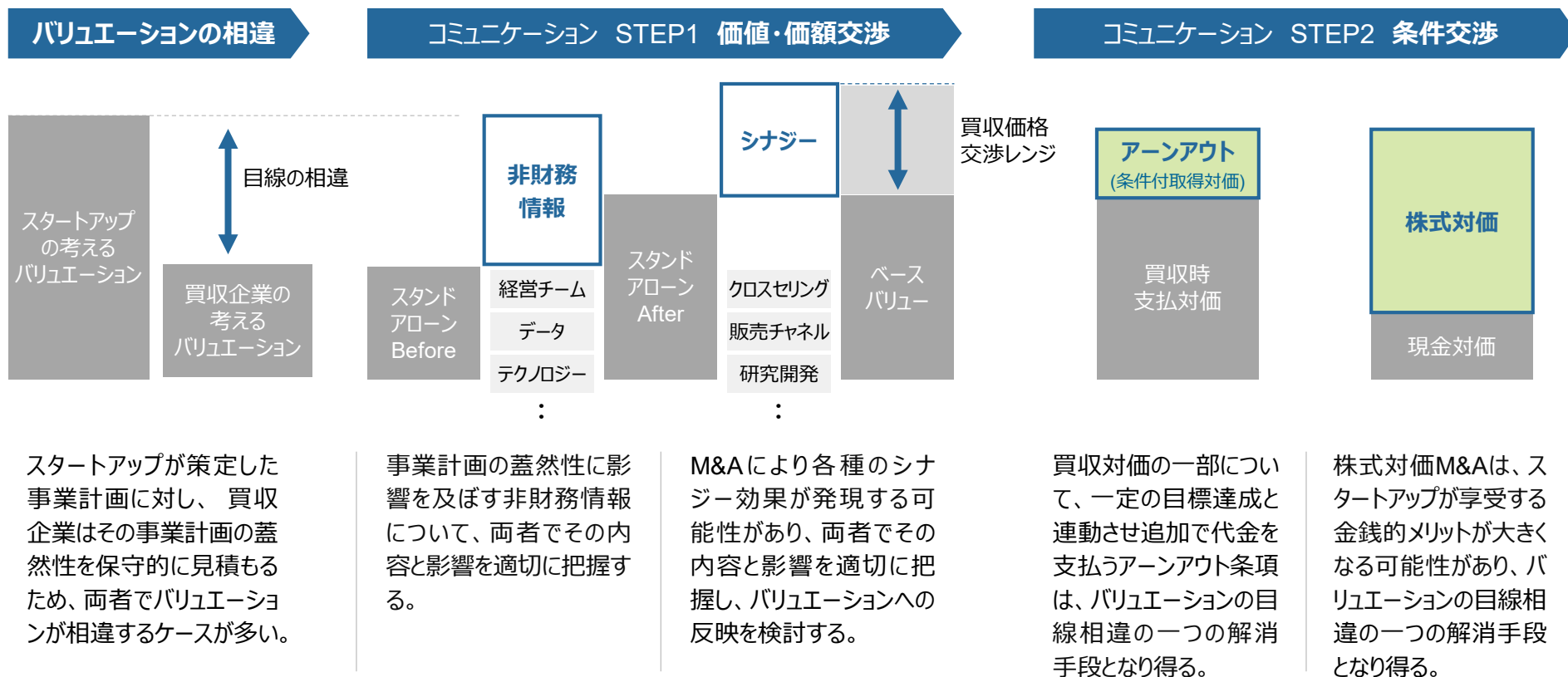
のれんの減損リスクに対する投資家からのネガティブな評価への懸念を払拭するため、買収企業は、イノベーション創出を目的とした成長投資としてM&Aを実施していることについて積極的なIRを行い、投資家の理解を深めることが重要なのではないか。

プロセス	課題・阻害要因	対策案	
全般	短期的な利益の評価を重視する傾向にある	中長期的な企業価値向上を考慮した成長投資戦略を策定	
	M&Aは全て成功すると考えてしまう	M&Aのリスクを適切に認識した上で成長投資戦略を策定	
投資戦略 策定	具体的なM&A戦略が策定されていない	成長投資戦略の目的に沿った具体的なM&A戦略を策定	
	M&Aよりも自社単独による研究開発を優先する	スタートアップに対するM&Aを研究開発投資の一種として戦略を策定	
実行	M&A後に買収先の問題が発見される	DD等の実施体制整備	バリュエーション の考え方
	M&Aに精通した人材が不足している	人材採用・育成、専門家関与	
	バリュエーションが合意に至らない	スタートアップの「非財務情報」や「シナジー」に関する情報の両者での適切な把握及び認識のすり合わせ	
モニタリング	M&Aの成果を適切に評価できない	M&A後の具体的なモニタリング体制整備	IRのあり方
	PMIが上手いかわない	具体的な統合方針・プランの策定/ミッション・ビジョン・カルチャー共有	
	人材留保に失敗する	ミッション・ビジョン・カルチャー共有/M&A後のインセンティブ付与	
	のれんの減損発生に懸念がある のれん等の減損は全て失敗と認識する	M&Aの各プロセスでのIR（情報開示）の実施	



04 バリュエーションの考え方

M&Aの阻害要因の一つである「バリュエーションに対するスタートアップと買収企業の目線の相違」は、情報の非対称性に起因する両者の認識の相違（主に事業計画に対する認識の相違）によって生じることが多い。その解消のために、スタートアップの「非財務情報」や「シナジー効果」に関する情報を両者で適切に把握し、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ寄与するのか、認識をすり合わせる事が重要と考えられる。また、M&A交渉時に「アーンアウト条項」や「株式対価M&A」を検討することも、目線の相違の解消につながる可能性がある。





05 IRのあり方

スタートアップのM&Aは、イノベーション創出を目的とする成長投資の一つの手段であるが、それが十分に理解されず、のれんの減損リスク等に目が向きがちである。そのため、買収企業が、企業価値の向上に資する投資としてM&Aを実施している（しようとしている）ことを積極的にIRを行い、投資家の理解を促すことで、のれんの減損等への懸念がM&Aの阻害要因になっている状況を打破できる可能性があると考えられる。

- スタートアップの成長率の高さゆえに、M&A時点の純資産価額に比して、買収企業側では多額ののれん・有価証券が計上される傾向が強く、これらの減損リスクが生じる。買収企業が、当該リスクに対する投資家からのネガティブな評価を懸念することで、M&Aが活発に行われない側面があると考えられる。
- M&Aの合理性や成果を投資家に評価してもらうためには、投資家に対して自社の成長投資戦略やM&Aに関する情報を積極的かつ具体的に開示していくことが求められる。
- M&Aを活用しつつ、IRも積極的に行っている企業の事例を分析し、IRのあり方を取り纏めた。
- 任意の開示書類（決算説明資料など）を作成する際に、当調査報告書を参考とされたい。

フェーズ	情報開示のねらい・目的	投資家の理解促進のための開示項目
投資戦略 策定時	M&A実行時の合理性、M&A後の成果を投資家が評価するための前提情報となる	成長戦略の現状・今後の取り組み
		成長戦略におけるスタートアップM&Aの位置づけ
		M&A対象領域
		M&Aの主な実施判断基準
M&A 実行時	成長戦略に従ったM&Aが実行されているかどうかを投資家が理解できる	実行したM&Aの経営戦略における位置づけ
		M&Aの目的
		実行したM&Aによる中長期的な展開
		投資金額、算定方法等
M&A後の モニタリング	M&A実行後のスタートアップの売上高、利益、のれんの減損リスクなどの情報を積極的に開示すると、投資家がM&Aの成果をより理解できる	M&Aの成果（パフォーマンス）
		M&Aによって発生したのれんの内訳及び減損リスクの高低
		減損が生じた場合、減損の理由、今後の対策方針等

01 本調査の背景と目的

M&Aを活用した中長期的な成長・価値向上の必要性

スタートアップはイノベーションの担い手であり、大企業は自社の成長戦略の中にスタートアップを対象としたM&Aを組み込むことで、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上が実現できると考えられる。また、スタートアップにとっては、M&Aが既存株主に対するエグジットを担保しつつ安定的な成長に資する選択肢となり得る。

スタートアップ

- スタートアップはイノベーションの担い手である。
- 成長のためには、研究開発や販路開拓等の機会を確保し、そのための資金調達が安定的に行える環境が必要である。

大企業

- 大企業は、一般的に自前主義の傾向が強い。
- 自社のみの取組では、イノベーションや新規事業を創造しにくい。

- 米国では、GAFAMに代表されるような大企業で、自社にないビジネスアイデアや人材を有するスタートアップに対して積極的にM&Aを行い、自社の事業の中に取り込んで、非連続的な成長を遂げている。
- 他方、日本の大企業は、一般的に自前主義の傾向が強いと指摘されている。自社の成長戦略の中にオープンイノベーションの活用を組み込んでいない企業が多いと考えられ、スタートアップを自社に取り込んでいくM&Aを実施するケースは多くない。
- スタートアップ側に目を向けると、日本では、エグジット手段としてIPOを志向するケースが大半であり、M&Aが選択されるケースはまだまだ少ない。一方で、特に「ディープテック系」や「リアルテック系」と呼ばれるスタートアップは、先行投資に係る資金需要が大きいことに加え、短期間の内に利益をあげることが困難であることから、IPOを中心とした既存のエグジットモデルに見合わないことも少なくない。

「大企業等の事業会社によるスタートアップのM&A」の促進が、スタートアップにとっては既存株主に対するエグジットを担保しつつ安定的な成長に資する選択肢であるとともに、大企業側にとってみても、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上につながるものであり、これによって、両者がWin-Winの関係を構築できる可能性があると考えられる。

M&Aの現状・課題及び本調査のフォーカスポイント

スタートアップを対象としたM&Aは、米国と比べて非常に少ない状況であり、そこには様々な阻害要因があると考えられる。本調査では、それらの阻害要因のうち、「適正なバリュエーション」及び「IRのあるべき姿」について対応策を検討する。

M&Aの 現状及び課題

- 日本は、米国と比較すると、スタートアップを対象としたM&Aは非常に少ない状況。（P14参照）
- M&Aが少ない理由としては、以下のように様々な阻害要因が存在していると考えられる。（詳細はP19参照）
 - M&Aよりも自社単独での研究開発を優先する。
 - 株主から短期的な利益を求められるため、M&Aのような中長期的な投資が選択肢に入りにくい。
 - スタートアップに対するM&Aの成功率が10割でないといけない（失敗が許されない）と考える傾向がある
 - 買収企業と被買収企業（＝スタートアップ）の間で、バリュエーションが合意に至らない。
 - のれんの減損が発生すること、及び投資家からのネガティブな評価を懸念する。 など

■ エグジットの比率（M&A：IPO）



約 3：7



約 9：1

出所：ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書」
を元にあずさが集計

本調査の フォーカスポイント

- 本調査では、
 - 大企業×スタートアップのM&Aが実施される際の適正なバリュエーション
 - 「M&Aが企業価値向上に資する成長投資であること」への理解を深めてもらうためのIRのあるべき姿
 という点について焦点を当てて対策案を検討する。

本調査のフォーカスポイント ①バリュエーション

M&A交渉の際、スタートアップと買収企業の間ではバリュエーションにおける目線の相違が生じやすい。これは、主に事業計画に対する両者の認識の相違が原因であり、バリュエーションへの反映が考慮されうる「スタートアップの非財務情報」や「M&Aによるシナジー効果」への両者の認識が異なることがその一因と考えられる。

M&Aの阻害要因とその発生理由

- M&A時のバリュエーションは、DCF法（インカム・アプローチ）や類似会社法（マーケット・アプローチ）で行われることが多い。
- スタートアップは成長過程にあるため、M&A交渉の時点では、まだ売上や利益がない場合も多い。また、革新的なビジネスを展開していることから類似企業も少ない。そのため、DCF法や類似会社法等を用いる際に設定する前提条件について、買収企業とスタートアップの間に認識の相違が起きやすく、その結果、両者間でバリュエーションの差異が発生し、それがM&Aの阻害要因になっていると考えられる。
- 言葉を換えると、**バリュエーションの差異は事業計画に対する両者の認識の違いとも言え、事業計画の蓋然性に影響を与える「スタートアップの非財務情報」や「M&Aによるシナジー効果」についての両者の認識の違いが、バリュエーションの目線相違の一因と考えられる。**

本調査のフォーカスポイント

- バリュエーションの考え方をまとめ、「スタートアップの非財務情報」及び「M&Aによるシナジー効果」について、以下の点を検討する。
 - ✓ バリュエーションへの反映を考慮されうる項目
 - ✓ それらの項目について両者で考慮すべき点
- M&A時のバリュエーションに関連する「アーンアウト条項」や「株式対価M&A」についても言及する。

「バリュエーションの考え方」の想定利用者

- 買収企業の経営者、投資実務の責任者・担当者
- スタートアップ経営者

本調査のフォーカスポイント ②M&Aに関するIRのあり方

スタートアップの成長率の高さゆえに、M&A時点の純資産価額に比して、買収企業側では多額ののれん・有価証券が計上される傾向が強く、これらの減損リスクが生じる。買収企業が、当該リスクに対する投資家からのネガティブな評価を懸念することで、M&Aが活発に行われない側面があると考えられる。

M&Aの阻害要因とその発生理由

- M&A対象がスタートアップである場合、スタートアップの成長率の高さゆえにM&A時点の純資産価額に比して多額ののれん・有価証券が計上される傾向が強く、これらの減損リスクが生じる。また、M&Aにより獲得した非財務情報（スタートアップの人材、テクノロジー等）やシナジーの効果は、財務情報にあらわれるまでに時間がかかる傾向にある。
- 買収企業が、**減損リスク等に対する投資家からのネガティブな評価を懸念することが、M&Aの阻害要因の一因**と考えられ、M&Aの合理性や成果を投資家に評価してもらうためには、投資家に対して自社の成長投資戦略やM&Aに関する情報を積極的かつ具体的に開示していくことが求められる。

本調査のフォーカスポイント

- 投資家にM&Aの重要性・有用性を理解してもらうためのIRのあり方を検討する。
- 具体的には、投資家の理解促進に有用な開示項目を提示するとともに、積極的な情報開示を行っている企業のIR例を紹介する。
- これにより、
 - ✓ M&Aがイノベーション創出を目的とする成長投資であることにつき積極的にIRを行い、その成長投資が企業価値向上に資するものであることを投資家に理解してもらう。
 - ✓ 中長期的な成長に資するイノベーションを起こすためにはリスクをとる必要があることや、その効果が出るには時間がかかることを投資家に理解してもらう。

「IRのあり方」の想定利用者

- 買収企業の経営者、投資実務の責任者・担当者、IR担当者

02 エグジットに関する現状・分析

日米比較：M&A時の買収価格

日本と米国では、M&A時の買収価格に大きな開きがある。その要因として、M&Aが実施されるステージの違いなどが挙げられるが、「スタートアップの非財務情報やM&Aによる買収企業のシナジー等が買収価格に適切に反映されていない可能性がある」という点も要因の一つと考えられる。

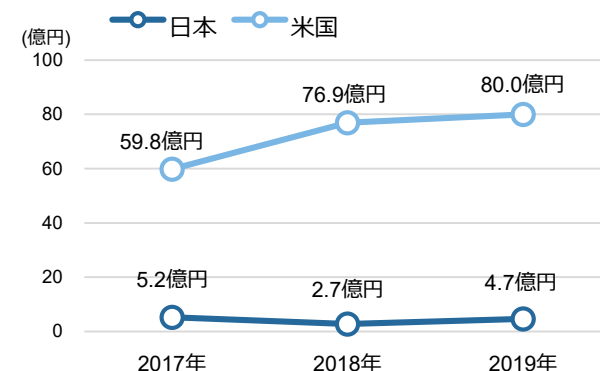
【調査ヒアリングより】

- M&A時の買収価格に日米で大きな開きがある理由について、以下のような点が挙げられた。
 - 米国では、エンジニアの能力や特許等の非財務情報を評価して買収価格に含めるケースが多い。
 - 米国では、M&Aによる買収企業のシナジーをM&Aの買収価格に含めているケースが多い。
 - 日本と米国では、M&Aが実施されるステージが異なる（米国はレイター段階でのM&Aが多い）
 - 米国では、日本よりも買い手が多く、競争が起きやすい。
- ▼
- 本調査において確認できた上記の点から、日本のM&A時の買収価格には、スタートアップの非財務情報やM&Aによるシナジー効果等が適切に反映されていない可能性があると考えられる。

【参考事例】

- GoogleによるYouTubeの買収
GoogleがYouTubeを買収した際、YouTubeは設立から間もない企業であったが、同社が保有するユーザー数やデータ等の価値が考慮された結果、約2,000億円での買収が実施されている。

M&A時の買収価格



出所：ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書」よりあずさ監査法人が作成

※買収価格は買収価格の総額÷買収件数として計算しており、平均値を記載
円換算は、期中平均レートをあずさ監査法人が算定し、計算
2017年は1ドル＝111.9円、2018年は1ドル＝110.3円、2019年は1ドル＝109.0円

日米比較：主要企業のM&A件数及び企業価値推移

日本企業は「自前主義」の傾向が強く、成長投資戦略の中でM&Aが積極的に活用されていないことが多いと考えられる。一方、米国の主要企業（GAFAM）では、M&Aを積極的に行い、企業価値の向上につなげていることが読み取れる。

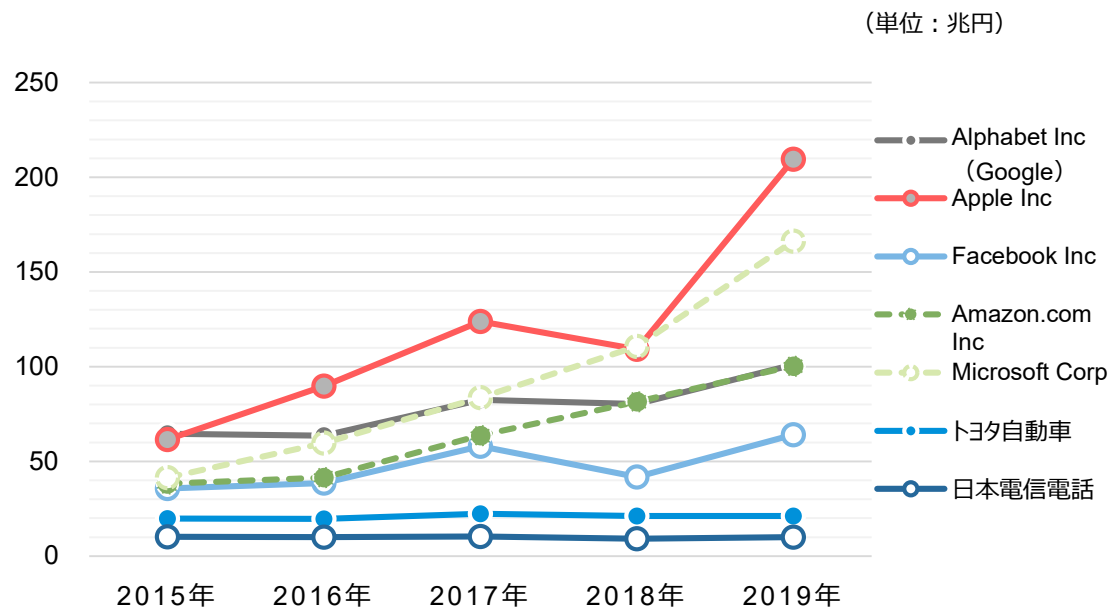
- 米国の主要企業（GAFAM）では、買収した企業の技術や人材を取り込んで研究・開発を継続して事業に反映している。自社の成長投資戦略の中でM&Aが積極的に行われ、それが現在の高い企業価値に大きく寄与していると考えられる。

日米主要企業のM&A件数

会社名	M&A件数 (2010～2020年)	1年あたり 平均件数
Alphabet Inc (Google Inc.)	229件	約20件
Apple Inc	128件	約11件
Facebook Inc	101件	約9件
Amazon.com Inc	143件	約13件
Microsoft Corp	223件	約20件
トヨタ自動車	38件	約3件
日本電信電話	74件	約6件

出所：Zephyrよりあずさ監査法人が集計

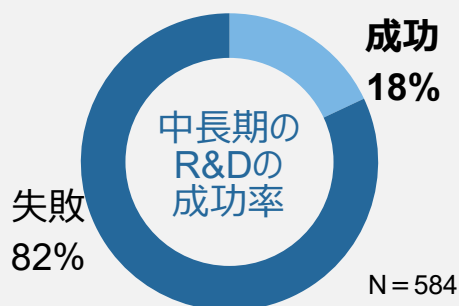
日米主要企業の企業価値推移



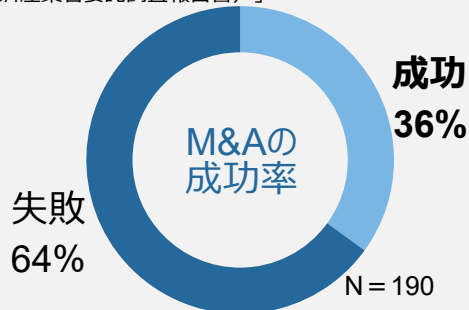
出所：各社公表データよりあずさ監査法人が集計

(参考) 研究開発活動とM&A

- 企業の成長やイノベーション創出のためには研究開発投資が必要である。
- その手段としては、「自社での研究開発」が「M&Aの実施」が考えられる。
- 中長期の研究開発活動の成功率が約18%という調査結果がある中、別の調査ではM&Aの成功率が約36%という結果が示されている。



出所：一般財団法人 日本総合研究所「中長期的視点に立った日本版イノベーションシステム構築に向けた調査（平成24年度経済産業省委託調査報告書）」



出所：デロイトトーマツコンサルティング株式会社
「M&A経験企業にみるM&A実態調査（2013年）」

- 成長戦略の中に、研究開発投資としてM&Aを組み込むことで、自社単独で研究開発を行う場合に比べて、効率的に企業の成長・価値向上を実現できる可能性があると考えられる。
- 研究開発をR&D（Research and Development）というのに対して、**このようなM&Aの手法はA&D（Acquisition and Development）と呼ばれる。**これは、自社で技術の研究開発を行うのではなく、優れた技術を持つ企業を買収することによって、その技術を獲得するというもので、**A&Dには、優れた外部リソースの取り込みというメリットに加え、自社で研究開発を行う場合のリスクを軽減できるというメリットもあるとされている。**

【A&Dの実例】

シスコシステムズは、このA&Dで成長した典型的な企業。企業買収により被買収企業の人材を獲得し、その人材が持っている有力な技術を自社の研究開発に取り込むことにより、新しい製品やサービスを生み出してタイムリーに市場に展開することで、業績拡大につなげていったとされている。

03 M&Aに関する様々な課題

課題・阻害要因及び対策案の概要 一覧

M&Aが活発に行われるためには、M&Aの各プロセスにおいて様々な課題・阻害要因を特定し、対策を講じる必要があるが、本調査では特にバリュエーションとIRにかかる対応策を詳細に検討する。

- 投資戦略の検討段階からM&A後のモニタリングまでの各プロセスの中で、様々な阻害要因が考えられる。
- 調査ヒアリングを通じて最もよく挙げられた課題・阻害要因は以下の2点であるため、本調査報告書ではこの2点に焦点を当てて対策案を検討する。
(※第4章、第5章で詳述)
 - ①M&A時のバリュエーションの相違
 - ②のれんの減損発生への懸念

プロセス	課題・阻害要因	対策案	
全般	短期的な利益の評価を重視する傾向にある	「中長期的な企業価値向上」を考慮した成長投資戦略を策定	
	M&Aは全て成功すると考えてしまう	M&Aのリスクを適切に認識した上で成長投資戦略を策定	
投資戦略 策定	具体的なM&A戦略が策定されていない	成長投資戦略の目的に沿った具体的なM&A戦略を策定	
	M&Aよりも自社単独による研究開発を優先する	スタートアップに対するM&Aを研究開発投資の一種として戦略を策定	
実行	M&A後に買収先の問題が発見される	DD等の実施体制整備	
	M&Aに精通した人材が不足している	人材採用・育成、専門家関与	
	バリュエーションが合意に至らない	スタートアップの「非財務情報」や「シナジー」に関する情報の両者での適切な把握及び認識のすり合わせ	▶ バリュエーション の考え方
モニタリング	M&Aの成果を適切に評価できない	M&A後の具体的なモニタリング体制整備	
	PMIが上手くいかない	具体的な統合方針・プランの策定/ミッション・ビジョン・カルチャー共有	
	人材留保に失敗する	ミッション・ビジョン・カルチャー共有/M&A後のインセンティブ付与	
	のれんの減損発生に懸念がある のれん等の減損は全て失敗と認識する	M&Aの各プロセスでのIR（情報開示）の実施	▶ IRのあり方

課題・阻害要因及び対策案の概要 – 全般

短期的な利益だけでなく、中長期的な企業価値向上につながる成長投資戦略を策定し、その中にM&Aを組み込むことを積極的に検討する。その際、M&Aのリスクとリターンを適切に認識した上で成長投資戦略を策定することが重要となる。

プロセス	M&Aの課題・阻害要因（調査ヒアリングより）		対策案
全般	短期的な利益の評価を重視する傾向にある	● のれん等の減損損失が計上されてしまうことをおそれ、積極的なM&Aを実施できない。 ● 中長期的な成長戦略が描けておらず、M&Aという選択肢が視野に入らない。	短期的な利益だけでなく、「持続的な成長」と「中長期的な企業価値向上」を考慮した成長投資戦略を策定する。
	M&Aは全て成功すると考えてしまう	● M&Aの成功率は10割でないといけないという考えになりがちである。 ● リスクを織り込んだ成長投資戦略を策定できていない。 ● 一度の失敗を過度にネガティブに捉え、その後、M&Aに消極的になってしまう。	M&Aのリスクを適切に認識した上で成長投資戦略を策定する。

課題・阻害要因及び対策案の概要 – 投資戦略策定

成長投資戦略の目的に沿った具体的なM&A戦略（実施目的、対象領域など）を策定するとともに、自社による研究開発とM&Aを比較して、M&Aの必要性・有用性を判断する。

プロセス	M&Aの課題・阻害要因（調査ヒアリングより）	対策案
投資戦略策定	具体的なM&A戦略が策定されていない ● 目的が明確でなく、失敗の可能性が高いM&Aが実行されてしまう。 ● 失敗の経験により、M&Aはリスクが高い投資と認識され、その後、M&Aに消極的になってしまう。	● 成長投資戦略の目的に沿った具体的なM&A戦略を策定する。 -M&Aの位置づけ・目的 -M&A対象領域 -実施判断基準 など
	M&Aよりも自社単独による研究開発投資を優先する傾向にある ● 「研究開発の一手段としてのM&A活用」の方が、「自社単独による研究開発」よりも効率的なケースがあるにもかかわらず、両者を十分に比較することができていない。	● M&Aを研究開発投資の一種として戦略を策定する。 ● M&Aと自社単独での研究開発を共通の指標（投下資本利益率、投資回収期間など）で比較し、投資の優劣を判断する。

課題・阻害要因及び対策案の概要 – 実行

情報の非対称性に起因した課題が発生しやすいため、適切なデューデリジェンスを実施するなどの対応のほか、スタートアップの「非財務情報」や「シナジー効果」に関する情報を、買収企業とスタートアップの両方で適切に把握して、バリュエーションに対する認識をすり合わせることも重要であると考えられる。

プロセス	M&Aの課題・阻害要因（調査ヒアリングより）		対策案
実行	M&A後に買収先が抱える問題が発見される	M&A実行までのプロセスが適切に構築されていない。	デューデリジェンスの実施方針など、M&Aの具体的な推進方法を策定する。
	買収企業にM&Aに精通した人材が不足している	M&Aを経験していないと、適切な交渉や必要な対応が十分に実施されず、M&Aの成果が十分に上がらない。	人材の採用・育成及びコンサルタント等の専門家を関与させる。
	バリュエーションが合意に至らない	情報の非対称性に起因し、スタートアップの非財務情報やM&Aによるシナジー効果について、両方で目線の相違が生じてしまう。	スタートアップの「非財務情報」や「シナジー効果」に関する情報を両方で適切に把握し、認識をすり合わせる。

課題・阻害要因及び対策案の概要 – モニタリング

実行したM&Aが成果をあげていくために、PMIは重要な要素の一つであり、具体的な統合プランを策定・実行することが求められる。また、M&Aがイノベーション創出を目的とした成長投資であることについて積極的なIRを行い、M&Aに対する投資家の理解を深めることが重要と考えられる。

プロセス	M&Aの課題・阻害要因（調査ヒアリングより）		対策案
モニタリング	M&Aの成果を適切に評価できない	M&A後のモニタリング体制が整備されておらず、その後のM&A実施につながらない。	KPIの設定など、M&A後のモニタリング体制を整備する。
	PMIが上手くいかない	M&A実行後のPMIのプロセスが適切に構築されておらず、M&Aの成果が十分にあがらない。	統合方針や統合プランを具体的に策定する。
	M&A実施後の人材留保に失敗する	- 以下のような理由から、スタートアップ側のキーパーソンが離職し、M&Aの成果が上がらなくなってしまう。 ✓ ミッション、ビジョン等に共感できない。 ✓ スタートアップ経営者が会社に残るインセンティブが少ない。	- M&A実行時から継続的にミッション・ビジョン・カルチャーの共有を図る。 - スタートアップ経営者に予算等の裁量を付すほか、アーンアウト条項を設定するなどの対応を検討する。
	のれんの減損発生について強い懸念がある	M&Aの実施により発生するのれんの減損リスクに対し、投資家からのネガティブな評価を懸念してM&Aに消極的になってしまう。	スタートアップに対するM&Aが、イノベーション創出を目的とした成長投資であることについて積極的なIRを行う。
	のれん等の減損は全て失敗と認識する	減損が発生しても、長期的にはM&Aの目的を達成できるケースがあるが、すべて失敗とみなされ、過度にネガティブな評価がなされてしまう。	

04 バリュエーションの考え方

1. 全体像
2. 目線相違の発生要因
3. 主な非財務情報とバリュエーションにおける考慮・検討事項
4. 主なシナジー効果とバリュエーションにおける考慮・検討事項
5. アーンアウト
6. 株式対価M&A

04 バリュエーションの考え方

1. 全体像

「バリュエーションの考え方」の全体像

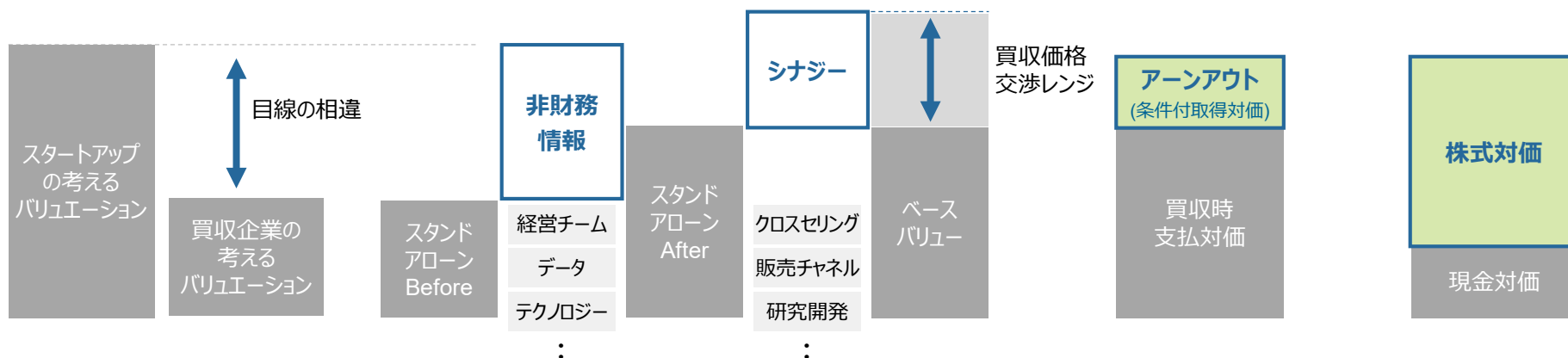
M&Aの阻害要因の一つである「バリュエーションに対するスタートアップと買収企業の目線の相違」は、情報の非対称性に起因する両者の認識の相違（主に事業計画に対する相違）によって生じることが多い。

その解消のために、スタートアップの「非財務情報」や「シナジー効果」に関する情報を両者で適切に把握し、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ寄与するのか、認識をすり合わせる事が重要と考えられる。また、M&A交渉時に「アーンアウト条項」や「株式対価M&A」も検討することで、目線の相違の解消につながる可能性がある。

バリュエーションの相違

コミュニケーション STEP1 価値・価額交渉

コミュニケーション STEP2 条件交渉



スタートアップが策定した事業計画に対し、買収企業はその事業計画を保守的に見積もるため、両者でバリュエーションが相違するケースが多い。

事業計画の蓋然性に影響を及ぼす非財務情報について、両者でその内容と影響を適切に把握する。

M&Aにより各種のシナジー効果が発現する可能性があり、両者でその内容と影響を適切に把握し、バリュエーションへの反映を検討する。

買収対価の一部について、一定の目標達成と連動させ追加で代金を支払うアーンアウト条項は、バリュエーションの目線相違の一つの解消手段となり得る。

株式対価M&Aは、スタートアップが享受する金銭的メリットが大きくなる可能性があり、バリュエーションの目線相違の一つの解消手段となり得る。

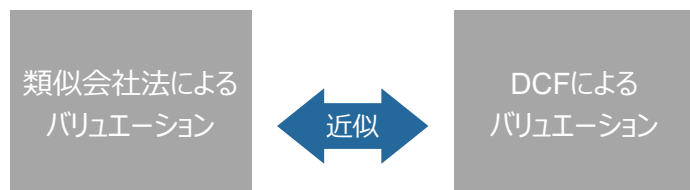
04 バリュエーションの考え方

2. 目線相違の発生要因

M&Aのバリュエーションの理論と実務（1/2）

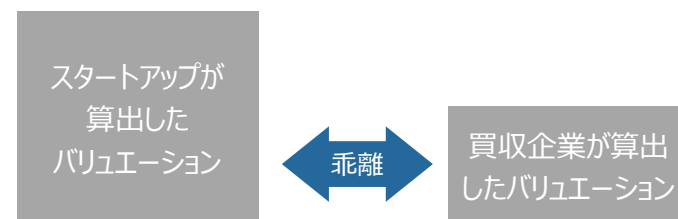
- ・M&A時のバリュエーションは、買収企業側はDCF、スタートアップ側は類似会社法等で算出することが多い。
- ・DCFによるバリュエーションと類似会社法によるバリュエーションは、理論上は近似するはずである。
- ・しかしながら、M&A時にスタートアップと買収企業が算出するバリュエーションには差異が生じている。

1 理論



- 理論的にはDCFと類似会社法のバリュエーションは近似する。
- これは、DCF法と類似会社法は、将来キャッシュフローから導き出される株式価値を、直接的に算出するか間接的に算出するかの違いであるためである。

2 実務

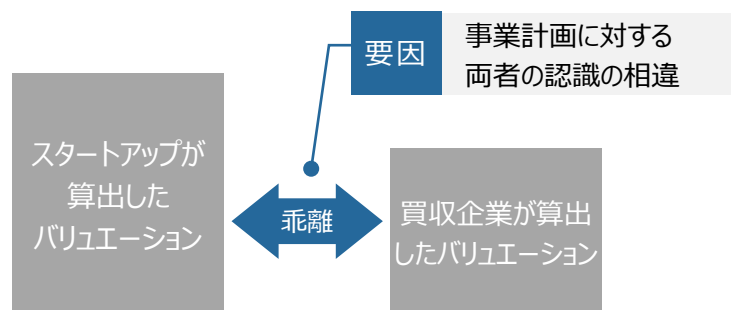


- M&Aのバリュエーションの実務では、スタートアップは類似会社法やDCFを組み合わせてバリュエーションを算出し、投資交渉を行う。
- 一方で買収企業は、スタートアップの提示する事業計画について主にDCFでバリュエーションを行う。
- 理論上は、両者のバリュエーションは近似するはずであるが、実際の買収交渉の際には、一般的に、売り手であるスタートアップ側の算出したバリュエーションの方が、買収企業側よりも高くなる傾向がある。

M&Aのバリュエーションの理論と実務 (2/2)

スタートアップと買収企業との間で発生するバリュエーションの差異は、スタートアップが策定する事業計画の蓋然性に対する認識が異なることが原因であると考えられる。事業計画の蓋然性に影響を及ぼす「スタートアップの非財務情報」や「シナジー」といった項目について、両者の認識の相違があることがその一因と推察される。

3 実務の分析

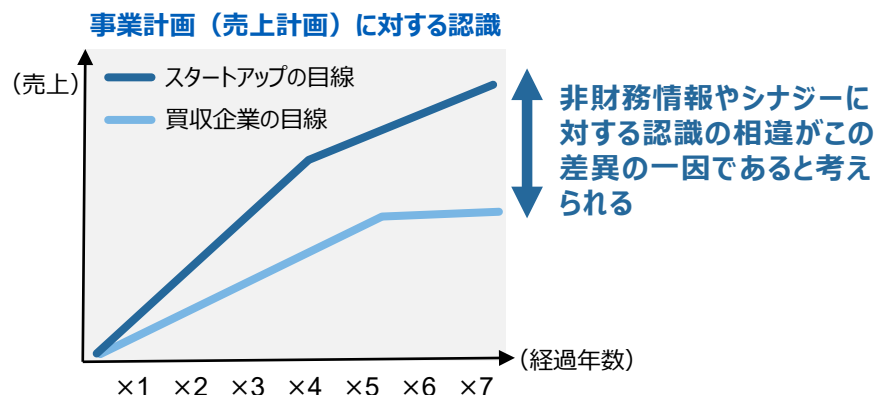


- 前頁に記載の通り、理論上では、評価手法が異なる場合でもバリュエーションは近似するはずであるため、両者のバリュエーションの差異は評価手法の違いが理由ではないと考えられる。

- 実務上では、スタートアップが自社の事業計画に基づいて算出したバリュエーションに対して、買収企業は保守的に事業計画をみてその価格を見積もることが多い。
このことから、バリュエーションの差異の発生理由は、事業計画の蓋然性に対する両者の認識の差異であると考えられる。

- その事業計画の蓋然性の根拠となるのは、財務情報のみならず、スタートアップの本質的な価値である非財務情報や、M&Aによるシナジー効果があげられる。

- そのため、バリュエーションの差異は、スタートアップの非財務情報に対する両者の認識の相違や、M&Aによるシナジー効果を適切に把握しきれていないことが一因となって発生している可能性があると考えられる。



04 バリュエーションの考え方

3. 主な非財務情報と バリュエーションにおける 考慮・検討事項

スタートアップの非財務情報（スタンドアローンの価値）

スタートアップの非財務情報は、事業計画の蓋然性の根拠であり、スタートアップの超過収益力の源泉である。買収企業とスタートアップの両方で、スタートアップの非財務情報を適切に把握・評価することで、バリュエーションに対する目線の相違を埋められる可能性がある。

POINT

- 「非財務情報」とは、**事業計画の蓋然性の根拠情報**であり、スタートアップの『**超過収益力の源泉**』とも言える。（※本調査報告書での「非財務情報」の定義はP1を参照）。
- 非財務情報を適切に評価するということは、バランスシートに計上されていない項目を適切に評価する（＝のれん計上）ということにもつながり、バリュエーションに対する目線の相違を埋められる可能性がある。

スタートアップの非財務情報の例

経営チーム



テクノロジー



製造資本



データ



ユーザー



提携先



スタートアップの非財務情報と財務情報の関係性

スタートアップの非財務情報は、その種類によって影響する財務諸表項目が異なる。特に、事業計画の蓋然性を検討する際には、関連する非財務情報を正しく把握する必要がある。

POINT

- 非財務情報は定性的な情報も多く、その重要性を定量的に判断するのが難しいケースが多い。また、どのような非財務情報が重要であるかは買収側の企業によって異なるため、統一的な判断尺度がない。そのため、非財務情報のバリュエーションへの反映については、買収企業とスタートアップの間で認識の相違が起きやすい。
- スタートアップの事業計画の蓋然性について検討する場合には、その事業計画の根拠となる非財務情報の把握が必要であり、それが事業計画のどの財務情報と関連性があるかを把握することがポイントとなる。

財務情報	非財務情報					
PL	経営チーム	テクノロジー	製造資本	データ	ユーザー	提携先
売上高	○	○	○	○	○	○
売上原価	○		○			
研究開発費	○	○				
広告費					○	○
営業費					○	○

※上記の関連性は、あくまで参考であり、個々のケースによっては○印のない箇所にも関連性が発生しうる。

経営チーム

過去の財務数値だけではなく、経営チームのビジョン、専門性、キャリア等について、それらがどれだけ事業計画の蓋然性に寄与するかを考慮し、バリュエーションへの反映を協議する。

「経営チーム」の要素例

多様なCxO人材（例：シリアルアントレプレナーのCEO、元大手企業幹部のCOO、大学教授・研究者のCTO等）

よくある目線・考え方（調査ヒアリングより）

〔買収企業〕

- 経営チームの知見、キャリア実績も考慮はするものの、重視するのはスタートアップの過去の売上高及び損益実績である。
- 経営チームが持つ優れたビジョンは評価するものの、自社の弱みや課題を認識できていない場合は、事業計画の蓋然性に懸念を抱く。

〔スタートアップ〕

- 経営チームのキャリア実績や知見、及び経営チームが持つビジョンは、自社の成長性に大きく影響するものであり、バリュエーションに反映される要素だと考えている。

目線・認識の相違の解消方法・事例

〔解消方法〕

- 過去の財務数値だけではなく、経営チームのビジョン、専門性、キャリア等について、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ寄与するかを協議する。

スタートアップは成長過程にあるため、過去の数値のみでは将来性を適切に評価することはできない。そのため、過去の財務数値だけではなく、経営チームのビジョン、専門性、キャリアといった要素について、事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを協議する。

〔買収企業・スタートアップの声（調査ヒアリングより）〕



買収企業

スタートアップの経営チームと、将来構想、成長戦略シナリオについて協議した結果、事業計画達成のためには、彼らの知見・専門性が欠かせないと判断した。

経営チームのキャリア等は、会社設立当初などの過去実績がない段階では特に重視される。その後ステージが進むにつれて事業の進捗度合いも重視されるようになる。



スタートアップ

事業計画の影響項目

- 売上高、売上原価、研究開発費他の財務諸表全般

テクノロジー

スタートアップが有するテクノロジーは、成長性や競争優位性の重要な要素である。テクノロジーの特異性、潜在的な市場規模、特許戦略及び研究開発の進捗等を両者で適切に把握し、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを考慮する。

「テクノロジー」の要素例

- ・模倣困難な製造技術、自社で特許を取得した技術
- ・先端医療技術、ロボティクス技術 など

よくある目線・考え方（調査ヒアリングより）

〔買収企業〕

- スタートアップが有するテクノロジーの優位性を維持していくためには、継続的な研究開発投資が必要になる可能性があると考えているが、M&A時点ではその規模感が明確でないため、事業計画を保守的に評価する。



〔スタートアップ〕

- 自社の保有するテクノロジーは、今後の事業展開や競争優位性に直結するものであると認識しており、その点を踏まえて策定した高い成長率の事業計画には蓋然性があると考えている。

目線・認識の相違の解消方法・事例

〔 解消方法 〕

● テクノロジーの特異性、潜在的な市場規模、特許戦略等に着目する

スタートアップが有するテクノロジーにつき、買収企業とスタートアップの両者が以下のような点について適切に把握し、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを検討する。

- ・ 開発の進捗状況、今後必要な投資の規模感
- ・ テクノロジーの特異性（模倣リスク）、潜在的マーケットの規模
- ・ 特許の出願・取得状況、特許の活用可能性 など

〔 買収企業・スタートアップの声（調査ヒアリングより） 〕



買収企業

- ・ テクノロジーの優位性を維持しつづけるためにどれだけの研究開発投資が必要になりそうかを確認し、事業計画の蓋然性を検討した。
- ・ スタートアップが保有する技術の特許取得状況を確認し、技術が模倣されるリスク（≡競合出現可能性）について検討した。

特許を取得するだけでなく、マーケティングを行い、PMFを達成することが重要。製品・技術が売れて初めて特許の価値が出た。

※PMF・・・プロダクトマーケットフィット



スタートアップ

事業計画の影響項目

- 売上高、研究開発費

データ

スタートアップが有するデータは、その活用による収益化等が見込まれるため、データの独自性、質、累積量及び潜在的な市場規模等の要素を両者で十分に把握した上で、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを考慮し、バリュエーションへの反映を協議する。

「データ」の要素例

- ・顧客の取引履歴、行動履歴、属性データ
- ・商品データ、POSデータ、リサーチデータ など

よくある目線・考え方（調査ヒアリングより）

〔買収企業〕

- スタートアップが保有するデータについて、それを利活用した事業の展開や収益化のイメージが十分につかず、その結果、スタートアップの事業計画を保守的に評価する。

〔スタートアップ〕

- 自社が有するデータの独自性や希少性の高さに加え、自社のデータが利活用できる領域の広さなどは、今後の成長性に大きく影響すると考え、その点を踏まえて策定した高い成長率の事業計画には蓋然性があると考えている。

目線・認識の相違の解消方法・事例

〔解消方法〕

● データの独自性、累積量、収益化実績や展開マーケット等に注目する

スタートアップが有するデータは、その活用による収益化等が見込まれるため、以下の点を両者で十分に確認し、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを検討する。

- ・データの利活用が可能なマーケットの規模感の確認
- ・データ累積量、独自性、希少性
- ・データ活用による収益化の実績及び見込 など

≫ 〔買収企業・スタートアップの声（調査ヒアリングより）〕



買収企業

これまでのデータ利活用状況及び収益化実績を確認するとともに、今後の展開マーケットの大きさを確認することで、事業計画の蓋然性を確認した。

データの累積によってアルゴリズムの精緻化が進み、サービスの付加価値が高まった。それが収益性の向上につながるため、データの累積量も重要な評価要素となった。



スタートアップ

事業計画の影響項目

- 売上高

製造資本

スタートアップがどれだけの生産能力を有しているかは、将来的な売上高等に大きく関わるため、過去の生産実績、今後の生産計画及び生産体制等について両者で確認をした上で、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを考慮し、バリュエーションへの反映を協議する。

「製造資本」の要素例

工場ライン、生産拠点、生産体制 など

(例) 新製品を低コストで量産可能な生産体制
注文から出荷まで短期間で生産可能な体制

よくある目線・考え方（調査ヒアリングより）

〔買収企業〕

- スタートアップの工場及び保有する製造設備の生産能力が、事業計画で見込んでいる販売量の増加に対応できるかに懸念を抱き、スタートアップの事業計画を保守的に評価する。

〔スタートアップ〕

- 保有する製造設備によって、今後の増産及び増産による低コスト化が可能であり、その点を踏まえて策定した高い成長率の事業計画には蓋然性があると考えている。
- M&A時点では、まだ製造設備を保有していないケースがあり、事業計画の蓋然性を立証することが困難なことがある。

目線・認識の相違の解消方法・事例

〔解消方法〕

● 過去の生産実績、今後の生産計画及び生産体制等に着目する

どれだけの生産能力を有しているかは、将来的な売上高や製造原価に大きく関わるため、両者で以下の点を十分に確認し、事業計画の蓋然性について協議する。

- 過去の生産実績
- 今後の生産計画・生産体制（増産に対応できる体制の有無） など

〔買収企業・スタートアップの声（調査ヒアリングより）〕

M&A時は、まだ製造設備への投資を行っていない段階であったが、設備投資に関して国の補助金の承認を得ている（＝第三者による評価実績がある）こと等を示し、買収企業に事業計画の蓋然性を評価してもらった。

過去の生産ノウハウから、低コストで量産可能な生産体制が構築可能であることを買収企業に評価してもらった。



事業計画の影響項目

- 売上高、製造原価

提携先

提携によって、他の企業が持つ販売チャネルや技術、経験、知見等を活用することは、売上高の増加や顧客獲得費用の減少等に寄与すると考えられる。提携の具体的内容を把握し、それが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを考慮して、バリュエーションへの反映を検討する。

「提携先」の要素例

- ・販売チャネル、技術開発、実証の場の提供等に関する業務提携
- ・大手商社や大手製薬会社との業務提携 など

よくある目線・考え方（調査ヒアリングより）

〔買収企業〕

- 既に提携先がある場合、安定的なビジネス展開が期待されるが、特定の提携先への依存度が高い場合、将来の成長性に懸念を抱き、事業計画を保守的に評価することがある。



〔スタートアップ〕

- スタートアップにとって、他社との提携は事業拡大に直結するものであり、提携先を有していることは今後の自社の成長に大きく寄与すると考えている。

目線・認識の相違の解消方法・事例

〔解消方法〕

● 提携の実施状況や提携内容等に着目する

提携によって、他の企業が持つ販売チャネルや技術、経験、知見などを活用することは、売上高の増加や顧客獲得費用の減少等に寄与すると考えられるため、提携の状況やその内容の把握を行い、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを協議する。

- ・業務提携の実施状況（※特定の提携先への依存度が高すぎると、リスクと捉えられる場合もある）
- ・提携の具体的内容 など

〔買収企業・スタートアップの声（調査ヒアリングより）〕



買収企業

各企業との提携が売上等にどれだけ寄与しているかを確認するとともに、それ以外の企業との提携実施見込みなども把握し、将来的な売上向上の可能性やその規模感を確認した。

販売ノウハウや販売チャネルを有する企業と提携していることが評価され、事業計画の蓋然性が買収企業から認められた。



スタートアップ

事業計画の影響項目

- 売上高、広告費

ユーザー

ユーザー数やユーザーの質（利用頻度、利用単価）等は売上高に直結する要素であるため、それらが事業計画の蓋然性にどれだけ影響するかを考慮し、バリュエーションへの反映を協議する。

「ユーザー」の要素例

- ・マンスリーアクティブユーザー数（MAU）
- ・ロイヤルカスタマーの数・割合
- ・サービスの解約率 など

よくある目線・考え方（調査ヒアリングより）

【買収企業】

- 自前でユーザーを獲得していくコストは大きく、対象マーケットで多くのユーザーを抱えるスタートアップは魅力的な投資対象。主



【スタートアップ】

- ユーザー数の多さだけではなく、解約率の低さやユーザー獲得コストの低さも、今後の収益拡大に大きく寄与する要因であり、それらの要素もバリュエーションに反映され则认为している。

目線・認識の相違の解消方法・事例

【解消方法】

- **現在のユーザー数及び潜在的な市場規模、サービスの解約率等に着目する**

ユーザー数に関連する項目は、売上高等に直結する要素であるため、それらが事業計画に及ぼす影響について、両者で十分に確認を行う必要がある。

- ・ ユーザー数、ユーザー数の伸び率、シェア
- ・ 今後のユーザー数拡大見込み（潜在的市場規模）
- ・ ユーザー層、ユーザーの質（サービスの利用頻度、利用単価等）
- ・ サービスの解約率、ユーザー獲得コスト など

【買収企業・スタートアップの声（調査ヒアリングより）】

ユーザー数の多さや解約率の低さ等が、今後の売上向上につながると判断され、事業計画の蓋然性が認められた。



事業計画の影響項目

- 売上高、広告費

04 バリュエーションの考え方

4. 主なシナジー効果と バリュエーションにおける 考慮・検討事項

シナジー効果の概要①

M&Aの実施により各種のシナジー効果の創出が期待される。具体的には「異質共有・相互補完」によるシナジー効果や、「重複排除」によるシナジー効果の創出が考えられる。

POINT

- M&Aのシナジー効果は、両者の持つ経営資源の強み・弱みを「異質共有・相互補完」させ、「重複を排除」することにより生み出されるものである。
- 買収企業の成長戦略において、M&Aによって具体的にどのようなシナジー効果を創出できるかを検討する。

創出が期待されるシナジーの一例

異質共有・相互補完

事業分野拡大

- ・ 販路の共有・拡大
「クロスセリング」「販売チャネル」

バリューチェーン強化 ～開発・生産・販売

- ・ 「研究開発」、購買、仕入、生産
「量産化」、効率化

人材・組織力強化

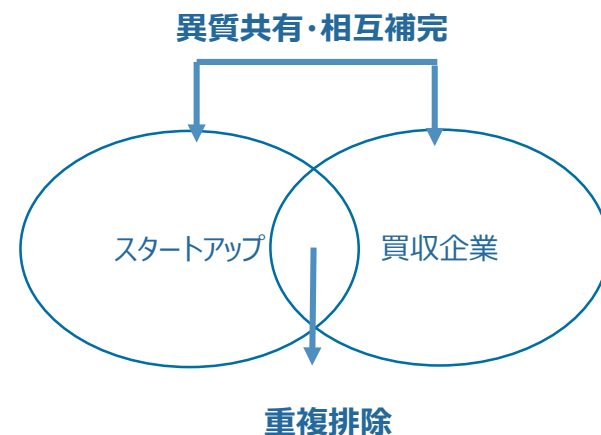
- ・ 買収企業風土改革
(意思決定、スピード、リスクテイク)

重複排除

重複する機能・投資の一本化

～インフラの共有によるコストシナジー

- ・ 本部機能（財務、総務、法務、人事）
- ・ ITシステム基盤
- ・ 販売先、取引先等の新規開拓

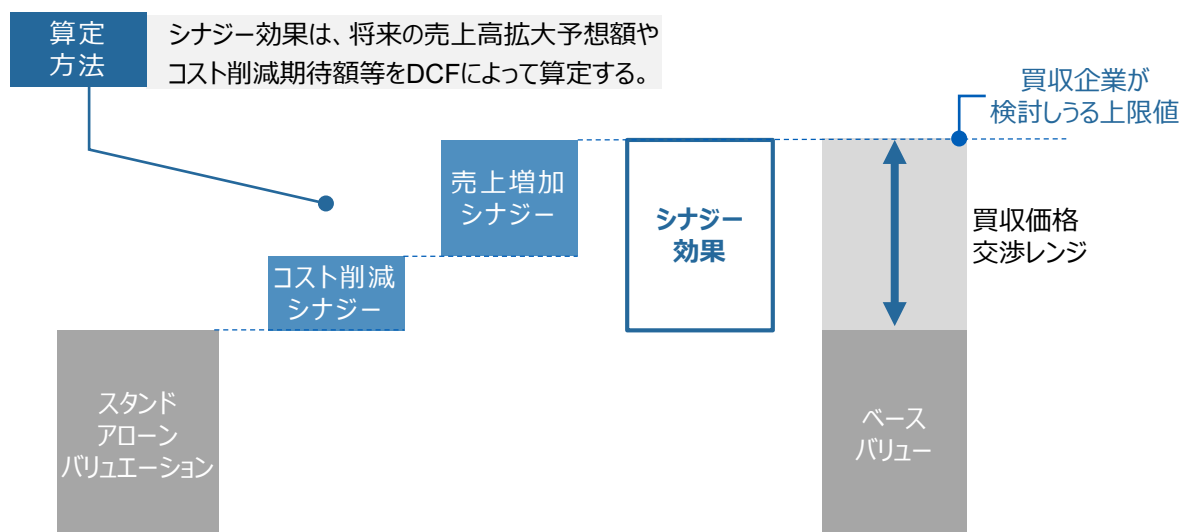


シナジー効果の概要②

シナジー効果は、M&Aの交渉において買収価格に考慮されうるため、具体的に創出できる効果について買収企業とスタートアップの間で認識をすり合わせ、定量的に試算をして、バリュエーションへの反映を協議する。

POINT

- 蓋然性の高いシナジー効果は、交渉において買収価格に考慮されうる。そのため、具体的に創出できるシナジー効果について買収企業とスタートアップの間で認識をすり合わせ、定量的に試算をし、バリュエーションへの反映を協議することが望ましい。
- 買収企業は、スタートアップがシナジー効果を検討しやすいよう、スタートアップとの間で双務契約のNDAを締結し、積極的に自社情報の提供を行うことが望まれる。
- シナジー効果は、買収企業とスタートアップのいずれにも創出されうるものであり、創出されたシナジーがどちらの貢献によるものなのかを明確に区分するのは難しい側面がある。また、シナジーは、買収企業がM&Aを実施することによって初めて創出されるものであることから、必ずしもシナジー効果のすべてがバリュエーションに反映される（＝シナジー効果の価値をスタートアップがすべて享受する）というわけではない点に留意が必要である。



クロスセリング・販売チャネル

クロスセリングや販売チャネルの共有によって継続的な売上高の増加が期待される。その効果を両者で適切に認識した上で、バリュエーションへの反映を協議する。

想定されるシナジー



両者の成長につながるM&A交渉や具体的なアクション

[買収企業]

- スタートアップの顧客・販売チャネルを活用し、新たな顧客の獲得を見込むことができる。
- クロスセリング（既存の顧客に対する追加の製品サービスの販売）により、既存顧客に対して追加の価値を提供し、売上高の増加を見込むことができる。

[スタートアップ]

- 買収企業の販売チャネルを活用することにより、新たな顧客を獲得し、その顧客に対して自社商品を売り込むことができるようになる。

[実施すべき交渉ポイント]

- 販売チャネルの共有やクロスセリングが、売上増加にどれだけ寄与するかを明らかにする。そのため、以下の点について両者で十分な確認を行い、シナジー創出の蓋然性を協議する。
 - 両者の商品・サービスのラインナップや顧客層・顧客ニーズ
 - 販売チャネルの相互の活用可能性 など

[シナジー効果の具体的な検討例・創出例（調査ヒアリングより）]



買収企業

互いの事業戦略・商品戦略についてオープンな討議を実施。以下のような点について協議を行い、創出しうるシナジーを検討した。

- 既存商品・ソリューションラインナップについての相互理解
- 将来の開発ロードマップ
- クロスセリングについての販売方針・戦略 など

これまでは店舗での販売が中心だったが、スタートアップが持つオンラインの販売チャネルを活用して事業成長（＝シナジー創出）が実現した。

事業計画の影響項目

- 売上高

量産化

買収企業の生産設備の有効活用による製造原価の削減や、量産化による売上高の増加が期待される。その効果を両者で適切に認識した上で、バリュエーションへの反映を協議する。

想定されるシナジー



両者の成長につながるM&A交渉や具体的なアクション

[買収企業]

- 工場の生産能力を有効活用し、工場の稼働率を上げることができる。

[スタートアップ]

- 買収企業の生産技術及び生産設備の有効活用による製造原価の削減や、量産化が可能になったことによる売上高の増加が見込まれる。

[実施すべき交渉ポイント]

- 買収企業の生産設備や生産技術の活用が、売上高向上や製造原価の削減にどれだけ寄与するかを明らかにする。そのために、以下の点について両者で十分に確認をし、創出されるシナジーの蓋然性について協議する。
 - 買収企業の保有する生産技術、生産設備の活用可能性
 - 買収後の生産体制（＝量産化のための生産能力）
 - 製造原価削減の効果 など

[シナジー効果の具体的な検討例・創出例（調査ヒアリングより）]

M&A時に、買収企業側の持つ生産技術や生産能力、及び今後の生産体制について確認を実施。その結果、買収企業の工場や生産技術を活用して当社製品の量産化ができる（＝シナジーが創出できる）ことが確認された。



事業計画の影響項目

- 売上高、売上原価（製造原価）

人材・組織能力の成長

スタートアップのカルチャー等から好影響を受けることが、買収企業の人材・組織能力の成長につながりうる。その成長による売上高の増加や、業務の効率化による人件費の削減等が期待されるため、それらの効果を両者で適切に認識し、バリュエーションへの反映を協議する。

想定されるシナジー



両者の成長につながるM&A交渉や具体的なアクション

[買収企業]

- スタートアップの持つ風土（自由闊達さ、アグレッシブさ等）や意思決定の速さなどに強い影響を受けて、自社の変革・創造に向けた化学反応が起こりやすくなる。
- 成長や新規事業創造に向けた気運が醸成され、具体的な新事業や新規ソリューション開発が加速されやすくなる。

[スタートアップ]

- 買収企業の業務オペレーション（特に、バックオフィス関連業務）を見習うことで、スタートアップの業務運用の標準化・効率化が図られる。
- 買収企業の優れた経営チームと関わることで、経営者としての視座を高め、経営実務能力・スキルを高めることができる。

[実施すべき交渉ポイント]

- スタートアップのカルチャーから派生する下記の項目が、買収企業の人材・組織能力の成長に及ぼす好影響について両者で十分に確認し、当該シナジーが事業計画の蓋然性にどれだけ寄与するかを検討する。
 - 意思決定スピード、変革への意欲
 - ノウハウの共有による業務効率化 など

[シナジー効果の具体的な検討例・創出例（調査ヒアリングより）]



買収企業

スタートアップの意思決定のスピード感、所作、アクションの取り方に学びがある。その学びを他のプロジェクトにも波及させ、既存事業のプロセス、オペレーションの見直しにつながった。

お互いの良さを取り入れやすい体制にするため、相互の人事交流（特に買収企業からスタートアップの経営チームへの参画）等の要員体制について議論・検討した。

事業計画の影響項目

- 売上高、人件費（教育訓練費）

研究開発シナジー

買収企業の研究結果の活用による研究開発費の削減や、スタートアップの効率的な研究開発体制の活用による売上高の増加が期待される。その効果を両者で適切に認識した上で、バリュエーションへの反映を協議する。

想定されるシナジー



両者の成長につながるM&A交渉や具体的なアクション

[買収企業]

- スタートアップの効率的な研究開発体制の活用により、プロダクト開発のスピードアップが期待できる。
- 自社製品・サービスにスタートアップの技術・製品を融合することで付加価値が高まり、競合優位性が構築できる。

[スタートアップ]

- 買収企業の過去の研究結果データ等のリソースを活用して、自社プロダクトの開発速度を速め、研究開発効率を向上させることができる。

[実施すべき交渉ポイント]

- お互いの研究技術、研究開発体制を活用することが、売上高向上や研究開発費削減等にどれだけ寄与するかを明らかにする。そのために、以下の内容を両者で十分に確認し、バリュエーションへの反映を協議する。
 - 研究データの共有による新技術開発の可能性
 - 研究開発体制の整備による効率化の可能性 など

[シナジー効果の具体的な検討例・創出例（調査ヒアリングより）]



買収企業

PoCまで進んでいるスタートアップの買収により、早期に製品化する手法や文化を取り入れて研究開発効率が向上し、研究開発投資の効率も向上した。

M&A時に、買収企業の研究技術等を確認し、買収企業の資源（研究結果、人材、開発資金など）を活用すれば当社のテクノロジーの優位性をさらに向上させられることが両者の間で確認できた。



スタートアップ

事業計画の影響項目

- 売上高、研究開発費、人件費

コストシナジー・財務シナジー

買収企業とスタートアップの重複排除等による各種費用の削減や、買収企業の傘下に入ることでの資金調達コストの低減等が期待される。これらのコスト削減効果を両者で適切に認識した上で、バリュエーションへの反映を協議する。

想定されるシナジー



両者の成長につながるM&A交渉や具体的なアクション

[買収企業]

- M&Aによって企業規模が大きくなることで、スケールメリットが得られる。（価格交渉力の強化）
- 営業拠点や物流拠点などの統廃合により、効率化が図られる。

[スタートアップ]

- スタートアップの本部機能を買収企業側に統合することでコストの削減を図ることができる。
- 資金調達コストが下がる。

[実施すべき交渉ポイント]

- 買収企業とスタートアップの重複排除等によってどれだけのコスト削減が見込めるかを明らかにする。そのために、以下の点を両者で十分に確認し、バリュエーションへの反映を協議する。
 - ・ スケールメリット、拠点の統廃合、本部機能の統合によるコスト削減効果
 - ・ 資金調達コストの削減効果（買収企業の信用力による借入金利低下）など

[シナジー効果の具体的な検討例・創出例（調査ヒアリングより）]



買収企業

拠点の共有により、賃料の二重コストを避けることができた。

買収企業の本部機能（財務、総務、法務、人事、ITインフラ）等の社内インフラを利用することによるコスト削減ができた。

- ・ 買収企業の傘下に入ること信用力が増し、優秀な人材が採用できた（採用コストの低減）。
- ・ 資金調達コストの低減を事業計画に反映させた。



スタートアップ

事業計画の影響項目

- 売上原価（製造原価）、営業費、支払利息

（参考）防衛的価値

シナジー効果だけでなく、**M&Aが実施できなかった場合の機会費用の削減（防衛的価値）**によって価値が創出されるケースも考えられる。

具体的には、防衛目的のM&Aを実施することで、スタートアップが有する経営資源（拠点、ユーザー数、技術等）を競合他社に奪われないようにし、自社の競争上の優位性を保つことができると考えられる。

〔検討すべきポイント〕

- M&Aを実施しないことで発生しうるマイナス要素（シェアや売上高の低下）がバリュエーションに及ぼす影響を明らかにする。
そのために、以下の内容を十分に検討する。
 - 買収企業の競合他社の状況、マーケットシェアの状況
 - スタートアップが有する経営資源（拠点、ユーザー数、技術等） など

〔防衛的価値の具体的な検討例（調査ヒアリングより）〕



買収企業

とあるスタートアップにつき、当社がM&Aを実施しなければ、競合他社に奪われる可能性があった。その際、M&A実施によるプラス要素はもちろんのこと、M&Aを実施しないことで発生しうるマイナス要素も考慮して、バリュエーションを検討した。

事業計画の影響項目

- 売上高、研究開発費、広告費、営業費

04 バリュエーションの考え方

5. アーンアウト

アーンアウトの概要

M&A実行時に、一定の目標達成を条件に追加の対価支払いを行う「アーンアウト条項」を用いることで、バリュエーションの目線相違の解決につながる可能性がある。

(1) アーンアウトの概要

項目	内容
概要	- 買収企業が、クロージング日に支払う買収代金とは別に、買収した企業または事業によって、クロージング後の一定期間に、予め定めた業績が達成された場合に、一定の計算方法によって算出した金額を買収価格の一部として売り主に追加で支払う条項である。M&Aの契約において、追加的に付す条項の一つである。 - アーンアウト（条件付取得対価）発生の条件となる業績基準は、売上高やEBITDAの他、純利益、営業利益、営業キャッシュフロー等の財務情報のほかにも、ユーザー数等の非財務情報がKPIとして使われることがある。
対価	現金、新株予約権、株式

(2) アーンアウトのメリット・デメリット（調査・ヒアリングより）

項目	買収企業	スタートアップ
メリット	- 未知数な事業に対する過大な投資リスクを回避することができる - スタートアップ経営者を留保するためのインセンティブを付与できる - 一度に多額の資金の支払いを避けられる	条件を達成すれば、一括で買収資金を受け取るよりも多くの資金を受け取ることが出来る可能性がある（業績向上のインセンティブ効果）
デメリット	- 内容・手続が複雑になり時間がかかる - 適切な条件（業績達成条件、評価期間、買主側の再売却時の対応）を設定することが難しい - IFRSを適用している場合、公正価値評価にかかる事務負担・コストがかかる	- 内容・手続が複雑になり時間がかかる - 売却時に希望売却額の全額を手に入れることができない - 条件が達成できなかった場合、追加での支払を受けることができない。

アーンアウト条項を利用するときの留意点

アーンアウト条項のメリットを最大限発揮するためには、評価条件、評価期間等の設定を十分に考慮する必要がある。また、アーンアウト条項と併せてロックアップの設定も行うことで、スタートアップ経営者に引き続き経営に携わってもらうことも重要だと考えられる。

項目	内容
評価指標の合意	- アーンアウトの業績達成条件には、財務指標（売上高、EBITDA、当期純利益など）、非財務指標（ユーザー数など）がある。 - スタートアップ経営陣へのインセンティブ付与になる一方、業績達成条件の指標によっては、スタートアップ経営者が自社のスタンダードローンの価値上昇を追求し、買収企業側にシナジー効果が生じる取組は後回しになる可能性もある点に留意が必要。
評価期間	予測不能な事態による影響をできる限り小さくするために、アーンアウトの評価期間は長すぎないように留意（3年以内が一般的）
ロックアップの設定	- ロックアップとは、M&Aの実施後、スタートアップの経営陣が一定期間は会社に残り、経営に携わることを義務付ける期間のこと。 - 事業計画の蓋然性を高めるためには、ロックアップによってスタートアップの経営陣に一定期間残留してもらうことが重要な一方、必要以上に長いロックアップ期間はスタートアップ経営陣のモチベーションを下げかねないため、必要最低限で設定することが望ましい。 - ロックアップとアーンアウト条項はセットで検討し、ロックアップ期間のスタートアップ経営陣のモチベーション維持に留意する。
税務の取扱い	スタートアップ側の税務として、アーンアウトの収入時期は、原則、「アーンアウト条件の達成時」となるが、アーンアウトの条件によっては異なるケースがあるため、条件設定時に税理士に相談等するように留意する。その他、所得区分にも留意する。
適用会計基準による会計処理の違い	- アーンアウト条項に係る会計処理は、日本基準とIFRSとで異なる。 - 企業結合日に計上されるのれんは、IFRSの方が条件付取得対価の時価部分だけ日本基準より大きくなる。その後、条件達成の可能性が確実になったとき、日本基準ではのれんを追加計上して、のれんの残存償却期間に対応して償却される。一方、IFRSでは条件付対価を時価評価し（負債等に計上）、変動金額は一時の損益になる。

アーンアウト条項の事例

■ 近年、日本企業が実施したM&Aの中で、アーンアウト条項が付されている主な事例

No	事例	実施時期	概要	
			内容	業績条件 (評価指標、評価期間等)
1	ユーザベースの Quartz Media LLC (米国) の買収	2018年7月	- 当初の取得対価として、普通株式で2,500万ドル（約27億5,000万円）と、現金5,000万ドル（約55億円）の支払。 - その後、Quartz Media LLCの業績の達成具合に合わせ、株式で最大2,500万ドル（約27億5,000万円）相当、及び現金最大1,000万ドル（約11億円）を追加で支払。	① 2018年12月期に係る Quartz Media LLCの売上の うち、諸条件を満たした売上 ② 2018年12月期末時点の有 料課金ユーザー数
2	マネックスグループの コインチェックの買収	2018年4月	マネックスグループのコインチェックの当初の取得対価としては、株式による買収価格は36億円であったが、不正アクセスによる仮想通貨NEMの不正送金に関し、経営管理態勢及び内部管理態勢の改善を図っている途上だったこともあり、アーンアウト条件があり、右記の業績条件が付されている。	今後3事業年度（今後3年間）に及ぶコインチェックの業績に応じ、最終利益の2分の1を上限に支払う
3	グリーの3ミニッツの 買収	2017年2月	現金を取得対価とした買収価格は42億円、のれん計上額は42億円	今後3事業年度（今後3年間）に及ぶ3ミニッツ社の業績に応じ、追加代金を支払う（内容は非開示）
4	ユーグレナのMEJの 買収	2019年6月	- MEJのキーパーソンである同社CEOのコミットメントを高めるために、現金ではなく当社株式を対価として交付する株式交換方式としている。さらに、MEJの成長に向けたインセンティブを与えるとともに、同社CEOのリテンションを図る観点から、業績条件付の株式報酬型ストック・オプションを割り当てる。 - 取得対価である株式の時価は7億4,300万円、のれん計上額は5億7,800万円	下記を行使条件にした新株予約権を発行 2020年9月期又は2021年9月期において売上高20億円かつ営業利益1.2億円以上の水準超過 2020年9月期、2021年9月期、2022年9月期いずれかの期において売上高35億円かつ営業利益3.5億円以上の水準超過

04 バリュエーションの考え方

6. 株式対価M&A

株式対価M&Aの概要

株式対価M&Aは、現金対価に比べ、スタートアップが享受する金銭的メリットが大きくなる可能性があり、バリュエーションの目線相違の解決につながる可能性がある。

POINT

- 株式対価M&Aとは、買収企業が自社の株式を対価として被買収企業の株主(※)から株式を取得するM&A手法である。
- **株式対価M&Aは、現金対価に比べて享受する金銭的メリットが大きくなる可能性があり、「バリュエーションの目線が合わない」という課題への対応策となりうる。**

※本調査報告書では、「被買収企業の株主＝スタートアップ経営陣」として上記効果を検討しており、自社株式を対価として他の株主（ベンチャーキャピタル等）から株式を取得することは想定していない。

株式対価M&Aには、一般的に以下のようなメリットとデメリットが存在する。

	メリット	デメリット
買収企業	• 買収資金を調達することなく対象会社の株式を取得できる	• 事務手続きが煩雑
スタートアップ	• 現金対価に比べ、享受する金銭的メリットが大きくなる可能性がある • 買収企業の経営に参画できる可能性がある • 一定の要件を満たした場合、税務メリットが発生する	• 買収企業の業績によって株価が変動するリスクを負う • 買収企業の株式が非公開であればキャッシュ化が困難

株式対価M&Aの事例

株式対価M&Aは、買収企業グループの事業成長に向けたスタートアップ経営陣のコミットメントを高める目的で採用しているケースが多いと考えられる。

■スタートアップに対するM&Aにおいて株式対価M&Aが利用されている事例

No.	事例	実施時期	利用目的（各社適時開示情報より）
1	ユーグレナによる MEJの買収	2019年5月	MEJ のCEOのデジタルマーケティング分野における手腕を当社グループ全体のデジタルマーケティングの強化においても活用していく予定であることから、MEJ を含む当社グループの事業成長に向けたMEJの経営陣のコミットメントを高めるために、現金ではなくユーグレナ株式を対価として交付する株式交換方式を完全子会社化の手法として採用した。 出所：株式会社ユーグレナ 適時開示情報
2	シキラボによる MAGES.labの買収	2020年7月	MAGES.Labの代表取締役社長に本株式交換でシキラボ株式を割り当てることを予定しております。これは、シキラボの中長期の成長を実現するためのインセンティブを株式という形で付与することで、当社グループのプラットフォームサービスのさらなる強化と SaaS 受託開発等による業績拡大に向けたコミットを強化することを目的としております。 出所：株式会社識学 適時開示情報

05 M&Aに関するIRのあり方

1. 目的及び全体像
2. 投資戦略に係るIR
3. M&A実行時に係るIR
4. M&A後のモニタリングに係るIR

05 M&Aに関するIRのあり方

1. 目的及び全体像

「IRのあり方」の目的

大企業×スタートアップのM&Aは、イノベーション創出を目的とする成長投資の一つの手段であるが、それが十分に理解されず、のれんの減損リスク等に目が向きがちである。そのため、企業価値の向上に資する投資としてM&Aを実施している（しようとしている）ことを積極的にIRを行い、投資家の理解を促すことで、のれんの減損等への懸念がM&Aの阻害要因になっている状況を打破できる可能性があると考えられる。

スタートアップ M&Aの特徴

- 自社のみの取り組みではイノベーションや新規事業を創造しにくい傾向にあり、オープンイノベーション（特にスタートアップとの連携やM&A）に取り組む企業が増加している。
- スタートアップのM&Aを実施した場合、**獲得した非財務情報やシナジーの効果は、財務情報にあらわれるまで時間がかかる傾向にある。**
- また、M&A時点の純資産価額に比して多額ののれん・有価証券が計上され、**減損リスクが生じる。**

積極的な開示 のメリット

- M&Aの合理性や成果を投資家に評価してもらうためには、投資家に対して自社の成長投資戦略やM&Aに関する情報を積極的かつ具体的に開示していくことが求められる。
- **積極的な開示を行い、投資家に自社の成長性を理解してもらうことができれば、情報の非対称性が解消され、企業価値の向上につながる可能性が高まると考えられる。**
- IR協議会によると、IRを積極的に行っている「IR優良企業」は株価や時価総額が高水準に保たれる傾向が見られる。

「IRのあり方」の 目的

- 以上を踏まえ、成長投資の一つの手段としてM&Aを活用し、IRを積極的に行っている企業の事例をとりまとめた。
- 本調査報告書では、投資家の理解促進のための開示項目等を取りまとめ、実際のIR例を用いながらIRのポイントを紹介している。
- 当該IR例のポイントを参考に、任意の開示書類（決算説明資料など）を作成することで、以下の点などについて投資家への理解を促していただきたい。
 - **M&Aがイノベーション創出を目的とする成長投資であることを積極的にIRを行い、その成長投資が企業価値向上に資するものと考えること。**
 - **中長期的な成長に資するイノベーションを起こすためにはリスクをとる必要があることや、その効果が出るには時間がかかること。**

「IRのあり方」の全体像・構成

任意の開示書類（決算説明資料など）の作成時に、本章の「情報開示のねらい・目的」及び「投資家の理解促進のための開示項目」、「IR例」などを参考とされたい。

- PBRの倍率が高い企業やIRに関して表彰されている等、外部から高い評価を得ている企業のうち、M&A（スタートアップに対するものを含む）に関して積極的に開示されている事例をIR例としてとりまとめている。
- とりまとめたIR例を分析するとともに、M&Aのプロセスごとに、「情報開示のねらい・目的」と「M&Aに関して投資家の理解を促進するための開示項目」を検討した。任意の開示書類（決算説明資料など）を、本章を参考にして作成することで、M&Aに対する投資家の理解を促進していただきたい。
- IR例は、抜粋・省略を行っている。IR例の各ページに、対象開示資料と該当ページを記載しているので、各社ウェブサイトで検索の上、ご確認いただきたい。また、本章の開示項目はあくまでも一例として示すものであり、実際の開示内容は、自社の状況を鑑みて適宜判断される必要があることに留意されたい。

	情報開示のねらい・目的	投資家の理解促進のための開示項目	IR例
投資戦略 策定時	M&A実行時の合理性、M&A後の成果を投資家が評価するための前提情報となる	成長戦略の現状・今後の取り組み	P-61、62
		成長戦略におけるスタートアップM&Aの位置づけ	P-63、64、65
		M&A対象領域	P-64、66
		M&Aの主な実施判断基準	P-65、66
M&A 実行時	成長戦略に従ったM&Aが実行されているかどうかを投資家が理解できる	実行したM&Aの経営戦略における位置づけ	P-69、72
		M&Aの目的	P-69、70、71、72
		実行したM&Aによる中長期的な展開	P-70
		投資金額、算定方法等	P-71
M&A後の モニタリング	M&A実行後のスタートアップの売上高、利益、のれんの減損リスクなどの情報を積極的に開示すると、投資家がM&Aの成果をより理解できる	M&Aの成果（パフォーマンス）	P-75、77
		M&Aによって発生したのれんの内訳及び減損リスクの高低	P-76
		減損が生じた場合、減損の理由、今後の対策方針等	P-78

05 M&Aに関するIRのあり方

2. 投資戦略に係るIR

投資戦略に係るIR

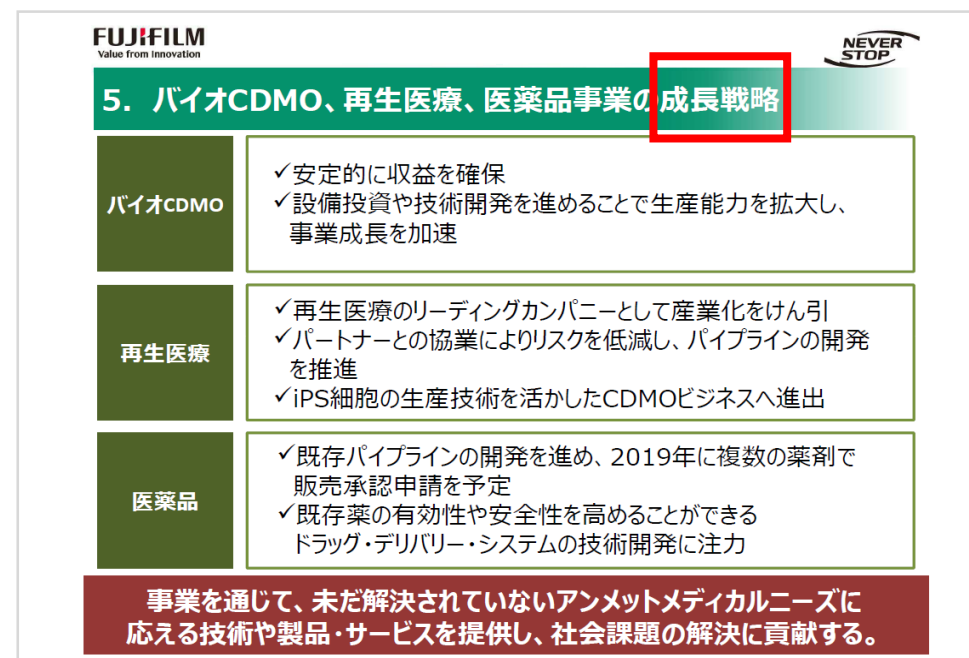
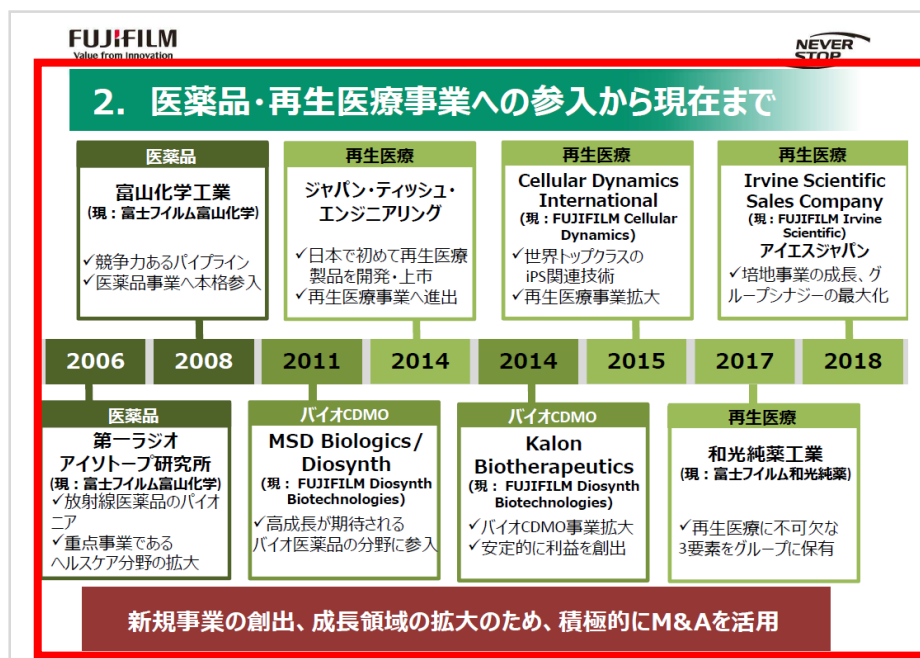
成長戦略の現状や今後の取り組みを開示し、その中でM&Aをどう位置づけているかを発信することにより、投資家が、成長戦略とM&Aの関連性（＝M&Aの必要性）を理解することができる。具体的には、M&Aの実施判断基準やM&Aの対象領域などを開示することが、投資家の理解促進に有用であると考えられる。

投資家の理解促進のための開示項目	IR例	情報開示のねらい・目的
● 成長戦略の現状・今後の取り組み これまでの取り組みをM&Aも含めて記載。 今後の成長戦略をこれまでの取り組みと関連させて記載する。	P-61、62	● 「成長戦略の現状・今後の取り組み」の具体的な内容、「成長戦略におけるM&Aの位置づけ」「M&A対象領域」により、成長戦略とM&Aの関連性が理解でき、M&A実行時の合理性、モニタリング時の成果を投資家が評価する前提の情報として有用と考えられる。 ● また、スタートアップに対するM&Aを研究開発の一つの手段としている場合、その旨を記載することにより、イノベーション促進のための投資であること、研究開発と同様にM&Aが100%成功するものではないという点について投資家が理解できると考えられる。
● 成長戦略におけるM&Aの位置づけ スタートアップに対するM&Aが研究開発の一つの手段の場合、その旨を記載	P-63、64、65	
● M&A対象領域 成長投資戦略に沿って重点的にM&Aを実施する事業領域を記載	P-64、66	● M&Aの主な実施判断基準は、M&A実行時の合理性やモニタリング時の成果を投資家が評価する前提の情報として有用と考えられるため、法定開示では求められない項目ながら、開示の必要性を検討することが望まれる。
● M&Aの主な実施判断基準 成長投資戦略に沿った定性的判断基準、数値の判断基準（ROICなど）を記載	P-65、66	

M&A投資戦略 IR例① (株)富士フイルム 医薬品・バイオCDMO*・再生医療事業説明会資料

POINT

- これまでの成長戦略の取り組み（新規事業創出のためのM&A）を説明
- 今後の成長戦略をこれまでの取り組みと関連させて説明



出所：(株)富士フイルム 医薬品・バイオCDMO*・再生医療事業説明会資料 P-6（2019年1月15日）

https://ir.fujifilm.com/ja/investors/ir-materials/presentations/main/0118/teaserItems1/0/tableContents/03/multiFileUpload2_0/link/ff_presentation_20190115_001j.pdf

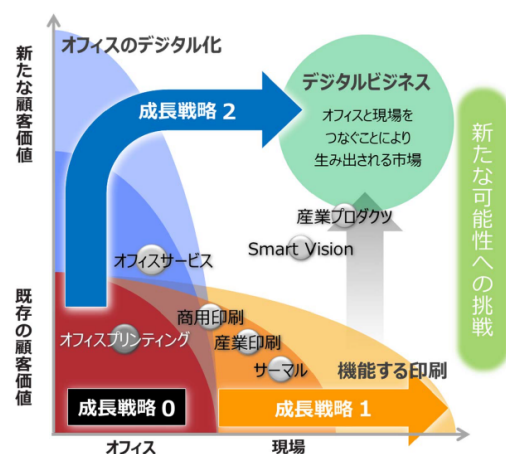
M&A投資戦略 IR例② (株)リコー IRDay オフィスサービス事業 説明会資料

POINT

- 成長戦略におけるデジタルビジネスへの転換のために実施してきたこれまでの取り組み（M&Aを含む）や今後の展開に関する説明を実施

成長戦略「リコー挑戦」

RICOH
imagine. change.



開示セグメント

オフィスプリンティン

オフィスサービス

商用印刷

産業印刷

サーマル

産業プロダ

Smart Vis

その他

新たな可能性へ

関連会社

成長戦略 0 成長戦略 1 成長戦略 2

デジタルビジネス（振り返りと今後の展開）

1 オフィスサービス
2 プラットフォーム
3 デジタルビジネス

RICOH
imagine. change.

これまでの取り組み	成果	今後の展開
「企業間取引」「企業内・企業間コミュニケーション」の事業開発	● 発注・請求等の取引プロセスのデジタル化に向けた投資実施 ■ 企業間取引のMakeLeaps社を買収 - AIを用いたドキュメントワークフロー開発 (Cloud-OCR) ● 様々なシーンでのコミュニケーションの一元化に向けたリソース獲得 - ヒアラルデバイスのBONX社、音声認識のHmcomm社と資本業務提携	● さらなる事業拡大のために積極投資 - 「企業間取引」「企業内・企業間コミュニケーション」の事業拡大をさらに加速 - 有望業種（製造・小売・物流・医療等）のデジタル化支援のための積極投資 ■ 資本業務提携を含むパートナー戦略の展開
オフィスや現場向けのデジタルビジネス企画開発	● 画像×AIによる外観検査の省力化 (Ridge-i社と資本業務提携) ● ドローン×画像による発電インフラ検査 (中利利豊社と資本業務提携) ● 音声×AIによる業務自動化PoC	● デジタルビジネスの推進を通じた新規IoTデバイスの開発
事業インキュベーション加速のための資本業務提携	● 7社と資本業務提携*1 スタートアップとのパートナーシップを加速 ● UB Ventures社へLP出資 ● 2018年度投資金額 50億円	

*1: MakeLeaps社買収含む

出所：(株)リコー IRDay オフィスサービス事業 説明会資料(2019年4月11日) :P-1、13

https://jp.ricoh.com/-/Media/Ricoh/Sites/jp_ricoh/IR/events/2019/pdf/IRDay_09.pdf

POINT

- 成長投資戦略において、イノベーションのためにスタートアップに対するM&Aを活用していることを説明
- スタートアップの技術と自社の技術の融合について説明

研究開発 / 生産・供給体制

新領域の創造

1 パーソナライゼーションの強化

化粧品のパーソナライゼーションが大きな潮流となっている中、当社は新たな美容イノベーションの開発に積極的に取り組んでいます。

日本では、新スキントートしています。気候や気分・体調な態に適した美容液とスマートフォンを保有するMA術を保有するGiaran社

【赤枠内抜粋】

当社は新たな美容イノベーションの開発に取り組んでいます。
(中略) さらに米州では、スマートフォンのアプリを使ったパーソナライズドファンデーション技術を保有するMATCHCo.社、AIを駆使したバーチャルメイクアップ技術を保有するGiaran社を、2017年に取得しています。

今後も、新たなデジタル融合することで、ビューティーにおけるパーソナライゼーションをさらに拡大します。



AIを活用したGiaran社のバーチャルメイクアップ技術

2 革新的な人工皮ふ形成技術「Second Skin」

特許技術「Second Skin※」は、ポリマーベースのクリームの上に専用の乳液を重ねて塗ることで、肌と一体化し凹凸を補正する人工皮ふを形成し、シワやたるみを瞬時に隠すことを可能にする革新的な技術です。今後は、資生堂グループの研究技術開発力とグローバルでのマーケティング力の相乗効果により、即効性のあるシワやたるみの補正、高い効果が持続するスキンケアなどの開発を進め、多くの価値を世界中のお客さまに提供していきます。

※ 米国ベンチャー企業Olive Laboratories社より2018年1月に取得



Second Skin

【赤枠内抜粋】

特許技術「Second Skin※」は(中略)革新的な技術です。今後は(中略)開発を進め、多くの価値を世界中のお客さまに提供していきます。
※米国ベンチャー企業Olive Laboratories社より2018年1月に取得

M&A投資戦略 IR例④ オリンパス(株) 経営戦略説明会 (2019年11月6日)

POINT

- 成長投資戦略における、M&Aの位置づけ、M&Aの対象領域を明示して説明

C 治療機器事業への注力と拡大

治療機器事業の成長を加速に向けて、以下の施策を今後3年間で実施

消化器科	主要カテゴリーにおいて、付加価値の高い製品を拡充 ERCP、消化管ステント、止血デバイスなどを社内リソースやM&Aを通じて開発
泌尿器科	- 前立腺肥大症の処置ソリューションを泌尿器科クリニックに提供 - ファイバーレーザ技術を用いた結石処置デバイスの導入と泌尿器内視鏡処置デバイスによるラインアップ拡充
呼吸器科	- 気管支内バルブシステムによる成長加速 - 穿刺針の製品開発によるEBUS分野の成長
その他の治療領域	
コマーシャルエグゼクティブ	

~8%

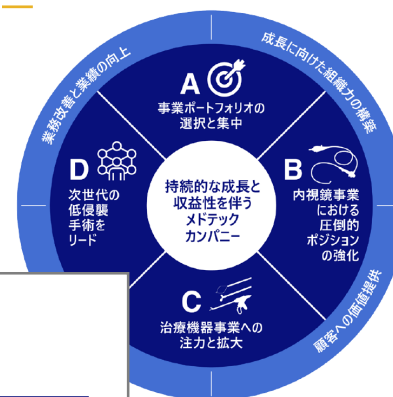
治療機器事業
年平均成長率
今後3年間

成長の実現と変革の取り組み



3年間の業績インパクト
> 20%の営業利益率¹

経営戦略



- A** 医療分野を軸にした事業ポートフォリオ
- B** リユース内視鏡の競争力堅持
シングルユース内視鏡によるポートフォリオ拡充
内視鏡の販売・サービスモデルの強化
保守サービス、症例ベースのビジネスモデルにシフト
- C** 市場セグメンテーションによる治療機器事業の成長加速
(消化器科、泌尿器科、呼吸器科)
- D** 医学的有用性、経済性の向上に寄与する統合技術を導入し次世代の低侵襲手術における競争優位性確立

OLYMPUS

出所：オリンパス(株) 経営戦略説明会 (2019年11月6日) P-10,22,32

https://www.olympus.co.jp/ir/data/pdf/corporate_strategy_20191106.pdf

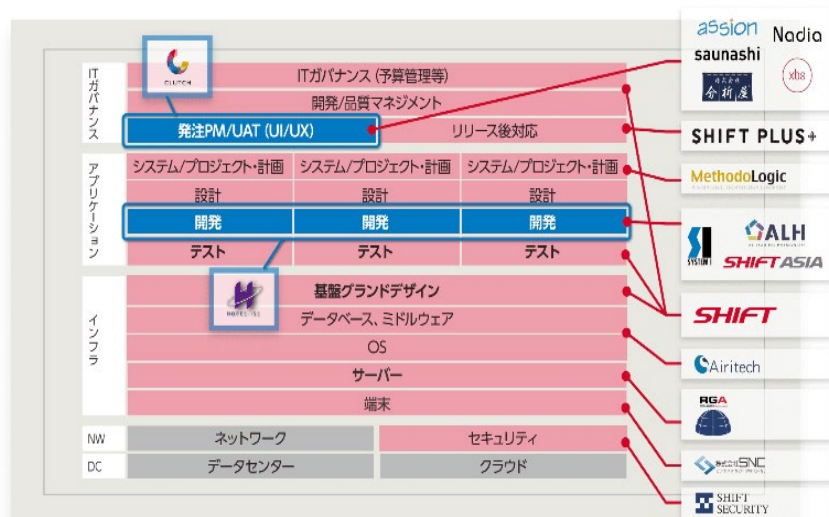
M&A投資戦略 IR例⑤ (株)SHIFT 会社ホームページ 中長期戦略

POINT

- 成長投資戦略における、M&Aの位置づけ、目的、実施判断基準を説明

M&A戦略の強化

サービス体制の強化、ソフトウェア開発プロジェクトにおける一気通貫サービスの実現、サービス供給力の増強、顧客基盤の獲得などを目的とし、積極的にM&Aを実施しております。M&Aは、ソフトウェア開発領域での役割を細分化し、M&Aマッピングを作成。そのなかでターゲット領域、企業の選定を推進しています。



1. M&A候補先選定基準

- 上記マッピングと照らし合わせ、SHIFTグループにとって新しい商材を持っている企業
 - 優秀なエンジニアが在籍しながら事業継承に課題を抱えている中小IT企業
 - 事業会社の顧客を持つ大型プライムベンダー
 - プラットフォーム事業 (※) の構築に際し、必要となる商材 (ヒト・モノ・カネの情報) を持っている企業
- ※プラットフォーム事業の詳細については、本ページの下部をご参照ください

2. M&A実施判断基準

実際のM&A実施に関する意思決定については、追加で以下の項目についても考慮しています。

- 付加価値が高く、今後の単価向上が見込めるか
- 顧客母集団を活用できるか
- のれん負けせず、すぐに利益貢献できるか
- 購入価格が割安か (EBITDA5倍～8倍程度を目安)

M&A投資戦略 IR例⑥ テクノプロ・ホールディングス(株) 決算説明会資料(2020年6月期)

POINT

- 成長投資戦略における、**M&Aの対象領域**を明示して説明
- M&Aの主な**実施判断基準**を説明

(5) M&Aによる成長戦略

事業の変革を加速する、持続的な成長を実現する手段として、機を見計らってM&Aを積極的に推進

M&A対象領域

高付加価値化

- 国内・海外を問わず、
上流工程資源（人材・技術）の獲得
- ・ コンサル/プロジェクトマネジメント/デリバリー機能
 - ・ デジタル/新技術領域
 - ・ COE（Center of Excellence）拠点

グローバル化

- オフショア・デリバリー能力の獲得
- ・ インド等のデリバリー拠点
 - ・ オフショアサービスを提供している欧米の顧客基盤

ソーシング

- 明確な中長期戦略に沿った、当社作成ターゲットリングリストに基づく能動的なアプローチ
- 当社インド子会社は、M&Aのソーシング拠点としても活用
- M&Aチーム、事業部門・PMI担当者との早期連携強化

選定基準

- ROIC > 10%（買収後2-3年を目途に達成）
- マネジメントチームの質
- 日系顧客基盤のレバレッジによる、グループ協業シナジーの実現可能性

COVID-19の影響により公表を先送りした**新中期経営計画**は、**1年後の発表に向けて策定中**

TECHNOPRO

出所：テクノプロ・ホールディングス(株) 決算説明会資料(2020年6月期):P-53

https://ssl4.eir-parts.net/doc/6028/ir_material_for_fiscal_ym3/85194/00.pdf

05 M&Aに関するIRのあり方

3. M&A実行時に係るIR

M&A実行時に係るIR

投資家は短期的な成果を重視する傾向が強い一方、M&Aの成果が、売上高・利益などの財務数値にあらわれるのには一定の時間が必要なケースが多い。そのため、実行したM&Aの経営戦略における位置づけやM&Aの目的をより具体的に開示すると、成長戦略に従ったM&Aを実行していることを投資家に理解してもらいやすい。

投資家の理解促進のための開示項目	IR例	情報開示のねらい・目的
● 実行したM&Aの経営戦略における位置づけ 実行したM&Aの全体的な事業戦略と関連付けを記載	P-69、72	● スタートアップを買収してイノベーションを促進していくという成長投資戦略のストーリーに沿って実施されたM&Aであることを投資家に理解してもらうことが重要と考えられる。
● 実行したM&Aによる中長期的な展開 M&Aを実施した事業に係る中長期的な展望、中長期的な視点に立ったシナジーの可能性	P-69、70、71、72	» ● そこで、実行したM&Aの経営戦略における位置づけ、買収したスタートアップとのグループ全体の中長期的な展開について開示すると、投資家が企業の成長戦略及びその実行状況をより理解できると考えられる。
● M&Aの目的 事業領域拡大、シナジー効果、人材等の非財務情報獲得などのM&Aの目的をより具体的に記載	P-70	● 個々のスタートアップに対するM&Aの成果が売上高・利益などの財務数値にあらわれるのには一定の時間が必要であるケースが多い。 ● そこで、M&Aの目的について、事業領域拡大、シナジー効果、人材などの非財務情報獲得などより具体的に開示することにより、投資家が買収したスタートアップに何の価値を見出して投資したかをより理解できると考えられる。
上記以外に、M&Aの重要性に応じて、 ● 投資金額、投資金額の算定方法 ● 算定の根拠となる事業計画の概要 ● シナジーの見込金額、実現の見込時期、買収したスタートアップの事業計画の数値など	P-71	» ● 上場規程に基づく開示義務（買収対象企業の売上高が買収企業の売上高の10分の1以上など）に該当しない場合、M&Aの投資金額などの詳細な開示は求められない。 ● 実行したM&Aの投資金額や事業計画数値などの定量的な情報を開示することにより、投資家が成長戦略の実行状況をより深く理解できると考えられる。

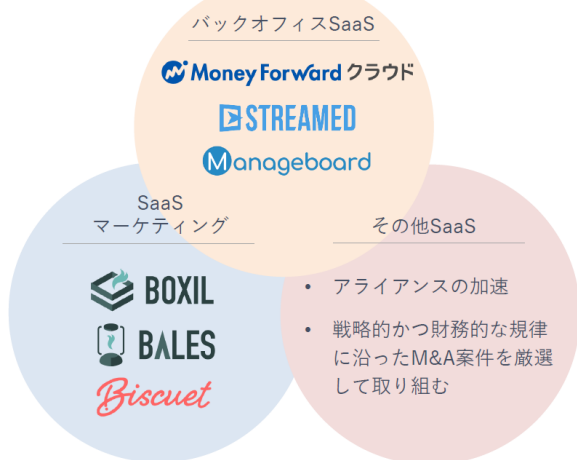
M&A実行時 IR例① (株)マネーフォワード IR資料「スマートキャンプ株式会社のグループ会社化について」

POINT

- 経営戦略において、**実行したM&Aの位置づけ**を説明
- **M&Aの目的（事業領域拡大、シナジー効果、人材などの非財務情報獲得）**を説明

マネーフォワードグループのSaaSビジネス戦略 31

高成長の国内SaaS市場において、バックオフィスSaaS及びSaaSマーケティング領域で圧倒的No.1を目指す。今後もアライアンス・M&A等を通じ、その他SaaS領域への展開を図る。



グループジョインの目的 26

① Money Forward Businessの事業領域拡大

② シナジー創出による両社事業の成長加速

A. 『BOXIL』『BALES』利用者の拡大

B. オフラインマーケティング事業への展開

C. マネーフォワードクラウド事業の強化

③ 経営人材獲得による経営力の強化

※本IR資料のP-1に、本案件の概要として投資金額や取得持分も記載されている

出所：(株)マネーフォワード IR資料「スマートキャンプ株式会社のグループ会社化について」P-26以降

https://ssl4.eir-parts.net/doc/3994/ir_material_for_fiscal_ym1/72516/00.pdf

M&A実行時 IR例② エムスリー(株) 2020年3月期決算発表資料及びManthan社の買収時の適時開示資料

POINT

- 実行したM&Aによる中長期的な展開についても説明
- 想定している具体的なシナジー効果を説明

Manthanの医師調査事業を買収

海外・調査事業

【名称】 m360 Research (買収後命名)

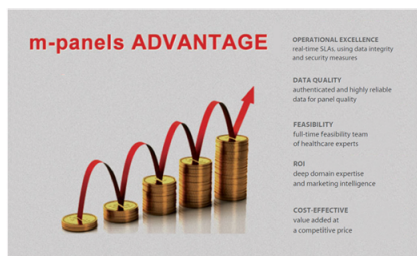
【設立】 2003年

【所在地】 インド、
カルナータカ州ベンガルール

【従業員数】 約110名

■ グローバル企業を顧客として、主に北米・欧州の30か国以上に在籍する100万人以上の医師パネルを対象とした市場調査サービス

■ 本社をインドに置き、AI分析アプリケーション等の高度なIT技術を活かして事業を展開



■ シナジー効果

- － 既存事業とのクロスセルによるグローバル調査事業の拡大
- － インドでのオペレーション活用による効率化

Copyright © 2020 M3, Inc. All rights reserved.

35

2. シナジー効果

本案件の実現により、エムスリーグループが世界各地で行っている医療従事者を対象とした市場調査サービス（“M3 Global Research”）において、以下のシナジー効果を想定しています。

(1) 調査事業の拡大

- M3 Global Research と m360 Research の双方の顧客に対するクロスセル
- m360 Research の 100 万人以上の医師パネル（ブランド名：“m-panels”）※の内、特に強みのある米国、カナダにおいて、医師会員の新規獲得やアクティビティの向上

(2) インド高品質 IT サービスとオフショア・オペレーションの獲得

- インドのオフショア・オペレーションをグローバルに活用することによる、M3 Global Research 事業全体の競争力強化
- m360 Research がインドで開発・提供している各種医師向け IT アプリケーションや顧客向け分析ツールの活用

さらに、将来的には M3 Global Research の枠内にとどまらず、本件を活かし、インド国内におけるエムスリーグループ各種提供サービスの強化や、インドの IT 技術やオフショア・オペレーションのグローバル展開を検討してまいります。

出所：エムスリー(株) 2020年3月期決算発表資料P-35 及びManthan社の買収時の適時開示資料

https://corporate.m3.com/ir/library/presentation/pdf/20200515_presentation%20.pdf
https://corporate.m3.com/ir/release/2019/pdf/2003_Mpanels-PressRelease%28J%29_cl.pdf

M&A実行時 IR例③ ユーグレナ(株) 決算説明会資料（2019年9月期第2四半期）

POINT

- 想定している具体的なシナジー効果を説明
- 実行したM&Aの対象会社の事業計画数値を説明

直販領域におけるM&A

直販チャネルの成長加速化を図り、デジタルマーケティングに強みをもつMEJ社を完全子会社化



期待されるシナジー

- オフラインマーケティング中心の当社直販チャネルで**デジタルマーケティングを強化**
- **若中年の顧客層へアプローチを拡大**
- 当社事業基盤とMEJ社のマーケティングノウハウの組み合わせにより、**オンライン分野でも両社の成長を加速**

名称	株式会社MEJ
所在地	東京都港区
事業内容	ヘルスケアDtoC事業 ■ 化粧品・健康食品などの製造、販売、卸売業 ■ 広告宣伝の企画、制作、配信事業
主なブランド	 AGEST

(百万円)	2018/9期 (実績)	2021/9期 (計画)	2022/9期 (計画)
売上高	721	1,747	2,907
営業利益	57	22	181

※本買収案件の適時開示資料（2019年5月8日リリース）には、本案件の概要として投資金額や投資金額の算定方法、算定の基礎となる事業計画の概要が記載されている。

M&A実行時 IR例④ (株)リクルートホールディングス Glassdoor社の株式取得(子会社化)に関するお知らせ

POINT

- 実行したM&Aの経営戦略における位置づけや中長期的な展開を説明
- 想定している具体的なシナジー効果を説明

1. 株式取得の目的

当社は、人材事業領域におけるインターネット・テクノロジーを活用した事業変革の可能性を追求するために、グローバルオンラインHRプラットフォームとして成長する求人検索サイトのIndeedを2012年に子会社化しました。中期的に、米国及びグローバル市場においてIndeedの既存事業の拡大とM&Aを通じてHRテクノロジー事業を積極的に拡大する戦略を掲げています。

この成長戦略に沿って、世界でも最大級の規模と成長性を誇る求人サイトを運営するGlassdoor社の発行済全株式を取得する決定をいたしました。求職者と求人企業が各々直面している様々な問題の解決を目指してGlassdoor社とIndeedが協働することで、更なる成長を実現する事業機会を創出したいと考えています。当社は、オンライン求人検索、オンライン求人情報アグリゲーション、求職者と求人企業のマッチング、そして求職者による求人企業の口コミ情報によって、求職者の仕事探しを更に強力にサポートし、オンラインHR領域におけるポジションを確固たるものとします。

Glassdoor社は、2007年に米国で創業され、社員や求職者による求人企業に関する膨大な口コミ情報からなるデータベースの提供によって、就職先候補企業の透明性を高めたことで世界的に有名な企業です。同社は、これらの有益なデータを求人情報と結びつけ、求職者が自分に相応しい気に入った仕事を容易に見つけられる環境を創造しました。同時に、求人企業はGlassdoor社を通じた求人広告や企業ブランディングといった効果的な求人活動を通じて、自社を事前に充分研究した候補者を採用することが出来るようになりました。

Glassdoor社のサイトには、世界190カ国以上で投稿される77万社を超える企業の口コミ情報やその他の情報が掲載されており、2018年1月現在、月間で5,900万を超えるユーザーが訪れています。同社は現在米国カリフォルニア州サンフランシスコ・ベイエリアに本社を置き、約750名の従業員を擁しています。

Q3：Glassdoorの強みは？

A：求職者あるいは社員ユーザーの口コミ情報をベースにした、透明性の高い企業情報を膨大に保有していることです。Glassdoorは、口コミを始めとする、求職者が求人企業を理解するために必要となる様々な情報をデータベースとして求職者ユーザーに提供することで、求職者の就職活動をより良いものにする事に注力してきました。

その結果、Glassdoorは企業評価やCEO評価、給与情報といった、多様で信頼性の高い情報を提供するサービスとして、米国を中心に求職者ユーザーからの非常に高い認知と支持を獲得しています。最新の月間UV数が5900万を上回っているのがその証拠です。

Q4：リクルートホールディングスは今後Glassdoorの経営・PMIにどのように関与していくのか？何かシナジーなどは想定しているか？

A：GlassdoorはHRテクノロジーSBU傘下で、既存Glassdoor経営陣の指揮のもとで運営していくこととなります。GlassdoorとIndeedが協働して、求職者と求人企業により良いサービスを提供することを一緒に考えていく中で、様々な事業拡大機会が創造できると考えています。

Q5：GlassdoorはどのようにIndeedのビジネスを補完するのか？

A：Indeedが、仕事探しというものを、全ての人にとってより簡単にスピーディーなものにするために検索技術を磨くことに注力してきた一方で、Glassdoorは、求職者が就職先を決める際に必要な企業情報を如何に透明性高く集め提供するかということに注力してきました。それらは補完性が高いと考えています。

双方の強みが異なる一方で、両社の事業推進上の基本的な考え方は、「求職者を第一に考え、求職者にとってより良い就職活動を提供する」という点で共通しています。

GlassdoorとIndeedが長期的視野に立つて協業の機会を創造することによって、求職者・求人企業双方に対してよりよい機会の提供が可能になると考えています。

出所：(株)リクルートホールディングス Glassdoor社の株式取得(子会社化)に関するお知らせ 2018年5月9日

https://recruit-holdings.co.jp/ir/_news/20180509_18389.html

05 M&Aに関するIRのあり方

4. M&A後のモニタリングに係るIR

M&A後のモニタリングに係るIR

M&A実行後のスタートアップの売上高、利益、のれんの減損リスクなどの具体的な情報を開示することで、投資家がM&Aの成果を把握でき、M&Aに対する理解が深まると考えられる。

投資家の理解促進のための開示項目	IR例	情報開示のねらい・目的
● M&Aの成果（パフォーマンス） 財務数値を記載 財務数値に加えて、非財務情報も記載	P-75、77	>> - 上場規程に基づく開示義務に該当しない場合でも、スタートアップの売上高、利益、M&A実行時の選定基準（ROICなど）を開示することにより、投資家がM&Aの成果や達成状況をより理解できると考えられる。 - さらに、事業領域ごと、成長戦略ごとに達成状況を開示すると投資家がM&Aの成果をより理解できると考えられる。
● M&Aによって発生したのれんの内訳及び減損リスク	P-76	- スタートアップに対するM&Aの成果が売上高や利益などの財務数値にあらわれるのは時間がかかる傾向にある。 - そこで、財務数値だけでなく非財務情報も開示すると、投資家がM&Aの成果や達成状況をより理解できると考えられる。
● 減損の発生 減損が生じた場合、M&Aの重要性に応じて ・減損の理由 ・事業進捗の説明 ・今後の対策方針 など	P78	>> - そもそも買収は100%成功するものではなく、減損が生じた場合でも、今後の対策により、長期的にはM&Aの当初の目的を達成できる場合があると考えられる。 - その場合、減損の理由に加えて今後の対策を開示することにより、長期的には企業の成長に貢献することを投資家に伝えることができると考えられる。

M&A後のモニタリング IR例① テクノプロ・ホールディングス(株) 決算説明会資料(2020年6月期)

POINT

- M&Aの成果を、事業領域ごと・成長戦略ごとに説明
- M&Aの成果をM&A実行時の選定基準（本事例の場合、ROIC）により説明

(2) M&Aのパフォーマンス

- COVID-19の影響もあり、FY20.6のM&Aクローリング案件はゼロ（フリーキャッシュフローの一部は自己株式取得に充当）
- 5ヶ年投資枠200億円に対し、3年経過時点で投下資本合計は**112億円**（テクノプロ社に合併した3法人含む）
- 資本コストを意識して、投資分野ごと、個別各社それぞれの**ROICも10%以上**を目指し、価値の創造を進めていく

FY20.6実績	機械・電子	情報システム	その他	投下資本	ROIC
① コア（技術者派遣） 事業の安定的成長				1,104 百万円	15.3%
② 高付加価値化の推進			  	4,358 百万円	7.3%
③ グローバル化の推進				4,238 百万円	6.8%
投下資本	1,660 百万円	5,214 百万円	2,826 百万円	投下資本 9,700百万円	
ROIC	9.2%	8.4%	6.4%	ROIC 8.0%	資本コスト 7.9%

* 投下資本は、100%取得会社の場合、株式取得額+承継した純有利子負債。それ以外は、株式取得額
 ** ROIC (Return on Invested Capital) = 税引後営業利益 (PPA資産償却前、株式持分割合) ÷ 投下資本

TECHNOPRO

※ テクノプロ社に合併した法人（テクノライブ、
 エムアイシステム、ソフトウェア）は除く
 - 合併法人3社への投下資本総額 1,503百万円

M&A後のモニタリング IR例② テクノプロ・ホールディングス(株) 決算説明会資料(2020年6月期)

POINT

- 事業領域ごとにのれんの内訳を記載し、減損リスクを説明

Appendix) 2020年6月期末現在のリスク資産

- R&D/施工管理アウトソーシングセグメントの主なのれん(292億円)は、投資ファンドと経営陣によるMBO時に生じたもので、COVID-19の影響を反映して新たに試算した使用価値はまだのれんの帳簿価額を大きく上回っており、**減損リスクは極めて低い**
- フロービジネスであるトクオ社とテクノプレーン社は、FY20.6にのれんの減損損失を先んじて計上し、COVID-19の影響がしばらく続いたとしても、**追加の減損リスク額は限定的**
- 人材紹介事業のBoyd & Moore Executive Search社の業績も景気変動に左右されやすいが、COVID-19の環境下でも勢いのあるIT産業の顧客も多く、たとえ減損が生じたとしても、リスク額は**最大で11億円**
- 海外2社の減損リスクは引き続き残るが、業績悪化はPut Option債務の公正価値を低下させ、その変動益によって一部を相殺可能

(百万円)

資金生成単位 (CGU)	株式持分	のれん				PPA資産		Put Option債務	
		MBO	M&A*	合計	割合	M&A*	償却期間	M&A	価値算定期間
R&Dアウトソーシング									
機械・電気・電子領域	100.0%	13,674	977	14,651	40.6%				
組込制御、ITインフラ領域	100.0%	7,969		7,969	22.1%				
ソフト開発・保守領域	100.0%	2,912	2,769	5,681	15.7%	714	～30.3月		
化学、生化学領域	100.0%	1,262		1,262	3.5%				
施工管理アウトソーシング									
施工管理領域	100.0%	3,383		3,383	9.4%				
トクオ	100.0%		190	190	0.5%				
国内その他									
ピーシーアシスト	100.0%		96	96	0.3%				
Boyd&Moore Executive Search	100.0%		1,104	1,104	3.1%				
テクノプレーン	100.0%		151	151	0.4%				
海外									
Helius	51.0%		661	661	1.8%	659	～26.3月	1,673	17.4～22.6月
Orion	63.2%		961	961	2.7%	470	～26.9月	1,205	18.4～23.6月
合計		29,202	6,913	36,115	100.0%	1,844		2,879	

* テクノプロ社に合併した法人を含む

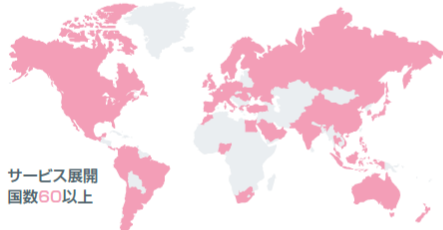
M&A後のモニタリング IR例③ (株)リクルートホールディングス Inside Out 2020

POINT

- M&A後の状況について、**非財務情報**である月間ユニークビジター数を用いて説明

HRテクノロジーSBUの概要 03
What We Do / HR Technology SBU

オンライン求人情報プラットフォームおよび求人情報サイトIndeedとGlassdoorおよび関連する事業で構成されています。IndeedもGlassdoorも、求人検索、履歴書の掲載、企業情報やレビューなど、求職者のためのツールを提供しています。



サービス展開
国数60以上

IndeedとGlassdoorのパートナーシップ

IndeedとGlassdoorは連携し、Indeedの求人広告を通じて、IndeedとGlassdoor両方の求職者にアクセスできるようにし、雇用主が自社のストーリーを伝えるための共同ブランドソリューションを提供することで、雇用主の効率的な採用を支援していきます。



Attract & Nurture



Hire Top Talent

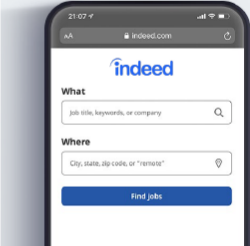
RECRUIT GROUP PROFILE INSIDE OUT 2020 P.43

Indeed

Indeedは毎月2億5,000万人以上のユニークビジターを持つ世界No.1の求人サイトです。Indeedは求職者を第一に考えており、求職者は無料で求人情報の検索、レジュメの投稿や企業研究をすることができます。

月間ユニークビジター数 2.5億人以上
Google Analyticsに基づく2020年1-3月における月間平均数

履歴書登録件数 1.7億件以上
2019年12月時点

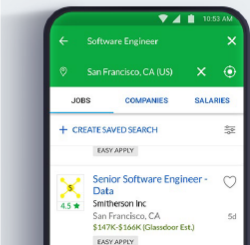


Glassdoor

Glassdoorでは、最新の求人情報と数千万件のレビューとインサイトを掲載しており、世界中の人々が自分の好きな仕事や会社を見つけるのを支援しています。

月間ユニークビジター数 5,000万人以上
Google Analyticsに基づく2020年4-6月におけるピーク数

レビューとインサイト数 7,000万件以上
2020年6月末時点



M&A後のモニタリング IR例④ 架空の企業A社(※)

POINT

- 減損の理由と金額、M&A時の計画と実績数値の比較、今後の対策を明示
- 当初の事業計画から遅れはあるものの、継続的な利益創出がなされていくことを説明

子会社α社の減損と今後の対応方針

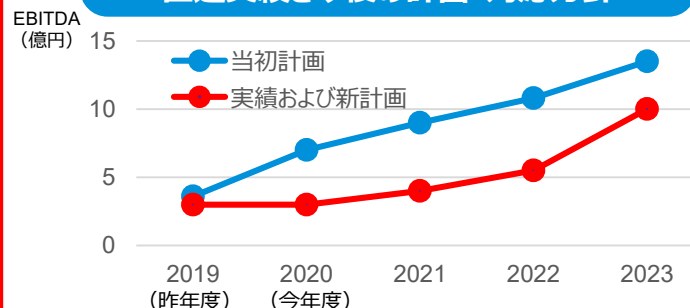
α社概要

- 2018年4月に株式70%を×××億円で取得
- 化粧品や健康食品の開発・販売を展開
- 従業員は約70名
- ECを活用した販売に強みを持つ

減損損失の計上理由・金額

株式取得時の事業計画で見込んでいた新規事業の立ち上がりが当初の想定よりも遅れ、計画値の達成には時間を要すると判断したことから、2020年度にのれんの未償却残高●●億円を減損損失として計上。

直近実績と今後の計画・対応方針



■ 今後の対策

- ・マーケティング体制の強化による集客力の向上
- ・海外市場を含めた新規顧客の開拓
- ・人員体制の強化による事業スピードの向上

業績は伸長しており、継続的な利益創出が可能

※減損について積極的にIRを実施し、IR関連の表彰を受けている事例もあるが、本調査報告書では「架空の企業A社」としてIR例を作成した。

(参考) 有識者研究会 概要 (敬称略)

委員	事業会社	● オムロンベンチャーズ株式会社 代表取締役 井上 智子 ● リコージャパン株式会社 執行役員 デジタルビジネス事業本部 事業本部長 本多 正樹
	スタートアップ	● ラクサス・テクノロジーズ株式会社 代表取締役社長 児玉 昇司
	ベンチャーキャピタル	● DNX ventures Chief Partnership Officer兼Partner 中垣 徹二郎
	専門家	● 株式会社ストライク 代表取締役社長 荒井 邦彦 ● 株式会社KPMG FAS 執行役員 パートナー 岡本 准 ● グロービス経営大学院 教授 森生 明
事務局	経済産業省	● 経済産業政策局 産業創造課 新規事業創造推進室
	委託調査事業 受託事業者	● 有限責任 あずさ監査法人 企業成長支援本部 NEXTユニコンアドバイザー部

