



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

スタートアップM&Aガイドンス

— スタートアップ・エコシステムの成長・発展
並びに新産業の創出に向けて —



2026年5月
経済産業省

本ガイドンス作成にあたっての背景

スタートアップは、**イノベーションと社会課題解決の担い手**として、注目を集めています。政府では、令和4年11月に「**スタートアップ育成5か年計画**」(以下「5か年計画」という)を取りまとめ、この着実な実行を行うべく、スタートアップ・エコシステムの育成に不可欠な制度面の整備を進めています。

スタートアップ・エコシステムを発展させていくうえでは、スタートアップ各社が個社の事業フェーズや特性等を踏まえ、**IPOやM&Aといった次の成長手段を適切に選択**していくことが重要であり、投資家・事業会社等にとっても、IPOやM&Aといった投資回収の機会が活発であることが、**積極的な投資活動の継続**にも繋がると考えられます。

これまでにおいて、スタートアップによる資本政策上の成長手段としては主にIPOが選択、志向されるケースが相応にあり、M&Aがスタートアップの成長手段として今後更に活用される余地は大きい状況です。また、(株)東京証券取引所において、**上場維持基準の見直し**を含めたグロース市場の改善に向けた取り組みが行われているところであり、今、**スタートアップにとってのM&Aの重要性**が非常に高まってきています。

加えて、スタートアップによる成長手段としてのM&Aがより活性化されることは、スタートアップ・エコシステムの発展のみならず、**大企業とスタートアップによるオープンイノベーション**を促し、大企業・スタートアップ双方の**ビジネススケールアップ**や**新産業の創出**にも繋がると考えられています。

そこで、本ガイドンスでは、**スタートアップによる成長手段**としてのM&Aをより加速・活性化していくうえで、**売り手であるスタートアップ**(特に経営者)と**大企業をはじめとした買い手側**のそれぞれにおいて留意することが望ましいと考えられる事項を、各業界の有識者へのヒアリングをもとに体系的にまとめています。

スタートアップ及び買い手側(大企業等)の双方が、スタートアップの有効な成長手段としてのM&Aの重要性や、**M&Aを効果的かつ適時に活用**するために留意すべき事項を理解し、その結果としてM&Aが活発化され、スタートアップ・エコシステムの発展並びに新産業の創出に寄与することに、少しでも役立てば幸いです。

経済産業省 イノベーション・環境局
イノベーション創出新事業推進課

エグゼクティブ・サマリー



スタートアップM&Aを取り巻く状況・課題

第1章

- 日本では IPOが資本政策上の主たる成長手段として認識されており、**諸外国と比較しても、成長手段としてのM&Aの活用が十分に進んでいない。**
- M&Aがより活用されることで、**スタートアップの事業成長**に繋がりがよくなるだけでなく、大企業にとってはスタートアップが得意とする「0→1」の成果を取り込むことで**大企業自身の事業成長**や、**新たな産業の創出**等にスタートアップ・エコシステム全体の強化・発展に繋げることが期待できる。



"売り手" へのガイダンス

第2・3章

- M&Aの実施においては、経営者・投資家等、**複数のステークホルダー間で利害が対立しやすく、これらの調整が滞ると適時のM&Aの実施が難しくなる。**
- そのため、経営の早期からIPOとM&Aの双方を見据えて経営する**"デュアルトラック経営"**によって、会社にとって**ベストな成長手段を最適なタイミングで実施**できることに繋がる。
- デュアルトラック経営においては、**資本政策・ガバナンス・事業戦略・人材を一体的に検討**することが有用。
 - 資本政策
 - 中長期的な視点を持ちながら、資金調達手段や投資家の選定を行う
 - ガバナンス
 - 株主の意思決定に係る事項（拒否権等）や取締役会の運営に留意
 - 事業戦略
 - 経営の早期から売上/利益といった基本的な財務的指標を意識することは有用
 - 人材
 - 外部専門家との連携体制を整備しつつCFO等ともM&A等への方針を共有



"買い手" へのガイダンス

第4・5章

- 自社にとって**戦略的に重要な新規の領域を定め、スタートアップの買収をインオーガニックな成長戦略を実現する手段**として、**経営戦略上に位置付けることが重要。**
- スタートアップM&Aが持つ特有の性質を理解し、意思決定・予算策定・インセンティブ設計等について**既存事業とは異なる枠組みを構築**することが有用。
- 買収の実務では、**戦略的価値を定義**した上で、探索、買収価格の算定、買収後の統合を進めることが有用である。
 - 意思決定プロセス
 - 経営トップも含めたチームで迅速に判断できる専用プロセスを設けることが有効
 - 予算策定
 - 新規の戦略ドメインの立上げに投資する予算は複数年度での確保を検討
 - インセンティブ設計
 - M&Aの実施に係るリスクを組織として吸収できる制度設計が重要
 - Corporate Development部署の設置
 - 部・経営陣・取締役会の意向を束ね、実行を司る部門として設置



M&A実行時の留意点

第6章

- M&Aの**円滑な実施**、及び**M&A後の事業成長**の観点から実務的留意点を解説。
 - M&Aの流れ、ストラクチャーの検討（即時買収、段階的買収）、新株予約権等の処理
 - 買収後のインセンティブ設計、PMI に向けた事前調整
 - スタートアップの従業員に対する説明方法
 - 契約時の留意点（スクイズアウト、表明保証）

本ガイドスの主な想定読者

スタートアップ
経営者の皆様



- M&Aを視野に入れてスタートアップ経営を行う重要性及びその際の留意点、M&Aを実行するときの実務的な留意点をまとめております。また、実際のM&A事例も整理しております。
- 是非、ご自身の企業を経営する際の手引きとしてご参考ください。

対象となる主な章：第1～3章、第6章、第7章

スタートアップ
への投資家の
皆様
(VC・CVC 等)



- 投資先のスタートアップとM&Aをはじめとした資本政策上の成長手段の議論をする際、またスタートアップへの経営支援の参考として、本ガイドスを参照ください。
- なお、幅広いフェーズの投資先にご活用、ご参考いただける内容となっております。

対象となる主な章：第2章、第3章、第6章

スタートアップの
買収にご関心
のある皆様
(事業会社、メガ
ベンチャー 等)



- スタートアップM&Aを検討するべき背景、スタートアップM&Aを活用し、事業成長に繋げるための留意点についてまとめております。
- スタートアップM&Aを実施する際に直面する課題を解説し、それを踏まえた留意点や対応の方向性について整理しております。また、すでにスタートアップの買収経験のある皆様にも必要に応じてご活用いただくことが可能な内容となっております。

対象となる主な章：第1章、第4章、第5章

その他、スタート
アップM&Aに
ご関心のある皆様



- スタートアップのエコシステムの状況、M&Aの重要性などを整理しております。
- 自治体等でスタートアップ政策に携わっている方、大学等のスタートアップ支援部署の方など、スタートアップエコシステムに携わられる全ての方に必要に応じてお読みいただければ幸いです。

対象となる主な章：第1章

起業家／スタートアップ経営者の皆様にとっての M&A(グループイン)の意味合い

起業家/スタートアップ経営者にとってのM&Aの位置づけ



一般にM&Aは "EXIT" の一つと呼称されることがあるが、これは主には投資家にとっての EXIT (投資資金の現金化の手段) という意味である。

一方で、スタートアップの経営者にとっては、買い手の企業に「グループイン」したことで事業の拡大・成長に繋がるケースや、買い手の企業で経営に従事し、経営者自身の新たなキャリアに繋げることが可能であり、スタートアップ及びスタートアップの経営者双方にとって有効な成長手段の一つになりうるものである。

起業家/スタートアップ経営者がM&Aする意義の主な類型



事業成長の スピードアップ



買い手 (大企業やメガベンチャー) が持つ顧客基盤や販売網、ブランドといったアセットを活用することで、単独よりもより早く、大きな事業成長を狙える。場合によっては、将来的に上場することも可能である。

買い手企業の 経営陣となる



買い手企業の経営陣として活躍し、より大きな規模の企業を運営するスキルが身に着くことで、自身のキャリアパスの多様化や社会的インパクトを向上させることが可能である。

新しい挑戦に 進むことができる



エクイティなど流動性の低い資産を現金化でき、M&Aの後、一定のタイミングで事業経営から退き、自らはシリアルアントレプレナーとして起業する、新しくVCを立ち上げる等、新しい挑戦に進むことができる。

⋮

⋮

目次 (1/2)

第1章: スタートアップM&Aを取り巻く状況・課題

売り手

買い手

- 1-1.日本におけるM&A/IPOの現状・・・ p. 9～13
 - ①概観、②東証グロース市場、③M&Aの現状
- 1-2.M&Aによるイノベーションの強化・・・ p. 14
- 1-3.M&Aによるスタートアップ・エコシステムの進化・・・ p. 15

第2章: "売り手" へのガイダンス (1)

売り手

買い手

ー 経営の早期段階からのM&Aとの向き合い方 ー

- 2-1.資本政策・成長手段としてのIPO・M&A・・・ p. 20-21
 - ①総論、②比較表
- 2-2.M&Aによる事業のグロース・・・ p. 23
- 2-3.経営早期からのデュアルトラック経営・・・ p. 24
- 2-4.M&A実施時のステークホルダー間の利害衝突・・・ p. 26
- 2-5.デュアルトラック経営の留意点:まとめ・・・ p. 27
- 2-6.M&Aにおける資本政策とガバナンスの重要性・・・ p. 28
- 2-7.M&Aの「前工程」: 買い手候補とのパートナーシップ・・・ p. 29

第3章: "売り手" へのガイダンス (2)

売り手

買い手

ー 経営早期からM&Aを見据える際の留意点 ー

- 3-1.資本政策・・・ p. 31～43
 - ①基本的な考え方、①投資家にリターンを返す方法を見据える、②適切な投資家の選定・調達、資本政策×事業戦略:M&Aを見据えた連携、③投資契約条項の条件(留意点)、④エクイティ以外の調達(デッド活用)
- 3-2.ガバナンス・・・ p. 45～47
 - ①ガバナンス設計の留意点、②拒否権(事前承認事項)の設計、③ガバナンスの成熟化
- 3-3.事業戦略: 財務的指標の重要性・・・ p. 49
- 3-4.人材・・・ p. 51～53
 - ①組織として必要な経営スキル、②経営人材の確保、③外部専門家の連携

目次 (2/2)

第4章: "買い手" へのガイダンス (1)

— 経営戦略としてスタートアップM&Aを捉える —

売り手

買い手

- 前提: "買い手" へのガイダンスのスコープ … p. 55
- 4-1. 経営戦略としてのスタートアップM&A: 総論 … p. 56
- 4-2. スタートアップM&A専用の「枠組み」構築 … p. 61
- 4-3. スタートアップM&Aを進める「体制」の構築 … p. 63
- 4-4. 経営戦略としてのスタートアップM&A: まとめ … p. 65
- 4-5. 戦略的価値 (Strategic Value) の定義 … p. 66

第5章: "買い手" へのガイダンス (2)

— スタートアップM&Aを推進する際の留意点 —

売り手

買い手

- 5-1. スタートアップの探索・M&A前連携… p. 69
- 5-2. 探索・前連携: 外部との連携… p. 70
- 5-3. スタートアップ買収における買収価格設定の考え方… p. 77
- 5-4. スタートアップ買収後の統合 (PMI) … p. 79
- 5-5. 制度的理解: 会計処理 (のれんの償却) … p. 80~81
- 5-6. 制度的理解: 政府による後押し… p.82

第6章: M&Aを実施する際の留意点

売り手

買い手

- 第6章のまとめ … p. 85
- 6-1. M&Aの流れの理解… p. 86
- 6-2. M&Aのストラクチャー検討 … p. 87
- 6-3. M&A時における新株予約権等の処理 … p. 89
- 6-4. 買収 (グループイン) 後のインセンティブ設計 … p. 90~96
- 6-5. 買収 (グループイン) 後の PMI を見据えた調整 … p. 97
- 6-6. M&Aの実施に関する従業員への説明 … p. 98
- 6-7. M&A契約時の留意点 … p. 99

第7章: ケーススタディ

売り手

買い手

- 株式会社カム … p. 101~103
- 株式会社UPSIDER … p. 104~106
- GRAND株式会社 … p. 107~109
- スマートキャンプ株式会社 … p. 110~112



第1章

スタートアップM&Aを取り巻く状況・課題

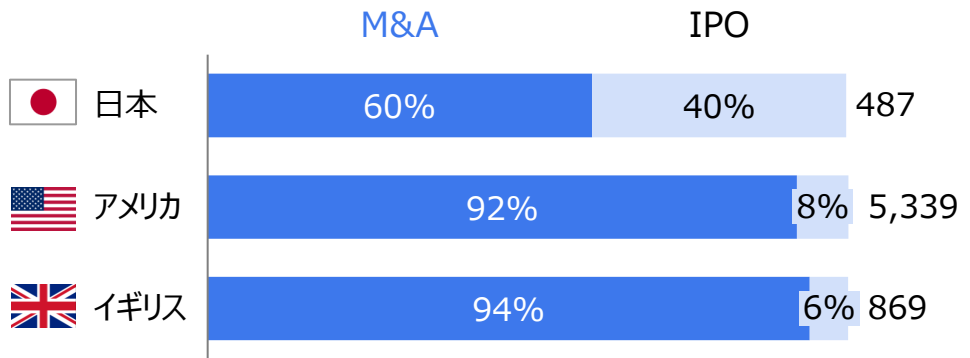


日本では IPOが資本政策上の主たる成長手段として認識されている傾向があり、諸外国と比較しても、成長手段としてのM&A活用の余地は大きい。

日本におけるM&A/IPOの状況

アメリカやイギリスと比べ、日本では **成長手段に占めるM&Aの割合が低い。**

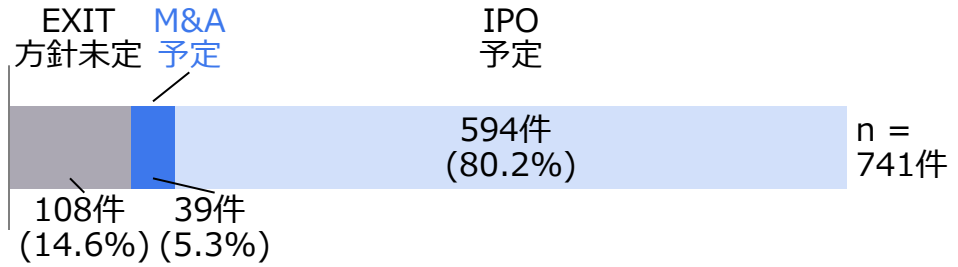
IPO/M&Aの比率 (2020~2024年件数ベース)



(出典) JETRO「日本と東南アジア等諸外国とのスタートアップエコシステムの比較調査報告書」(2025年6月)の「IPO・M&A比率に関する調査」の内容・情報を元にポストンコンサルティンググループ作成
 * データは2025年3月時点で取得したもの。本分析の対象スタートアップは2010-2024年にIPOまたはM&A取引を行った企業のうち、取引時点までにVCからの出資を受けたことがある企業としている
 * M&AはPitchbookによる分類「合併/買収」、「買収/LBO」、「経営陣による投資家買収」、「対等合併」、「逆さ合併」のうち、「合併/買収」のみを対象としている
 * Source: PitchBook, a Morningstar company
 * The cited data has not been reviewed by PitchBook analysts and may be inconsistent with PitchBook methodology.

スタートアップ経営者への意識調査でも**8割の経営者が成長手段としてIPOを想定しており、M&Aを想定している経営者は5.3%にとどまっていた。**

将来の成長手段の方針に関する意識調査

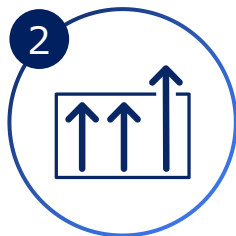


出典: 三井住友信託銀行『スタートアップサーベイ2025』内の「IPO予定年別構成比」の内容・情報を基にポストンコンサルティンググループ作成

M&Aの活用が進んでいない背景として考えられる主な仮説 (詳細は次頁)



1 上場基準が諸外国と比べて相対的に低い



2 IPOとM&Aのフラットな検討・比較ができていない



3 経営の早期から、M&Aも視野に入れた経営戦略が十分に行えていない



4 買い手側においてM&Aの経験や体制整備が進んでいない

M&Aの活用が進んでいない背景と考えられる主な仮説

市場構造

1 上場基準が諸外国と比べて相対的に低い

IPOのハードルが相対的に低く、スタートアップが早期に上場しやすい市場構造となっている可能性がある。

日本はアメリカよりも上場ハードルが低く、小規模IPOが成立するため、IPO EXITが選ばれやすい。一方で東証グロース市場改革によりトレンドが変わる可能性がある



スタートアップ経営者

スタートアップ

2 IPOとM&Aをフラットに検討・比較ができていない

「上場＝起業家の成功」という社会的認知や経営者の心理的なハードル（M&Aは「譲渡」や「終了」と感じやすい）等を背景に、IPOとM&Aをフラットに検討・比較ができていないケースが少ない可能性がある。

本来であればIPO・M&Aをフラットに比較・検討がなされるべきところ、IPOを前提に資本政策等を組んでおり、M&Aが視野に入っていない経営者も相応に多い



VC

3 経営の早期から、M&Aも視野に入れた経営戦略が十分に行えていない

M&Aの意思決定過程では、経営者・投資家・買い手等複数のステークホルダー間で利害が対立しやすい。こうした調整が滞り意思決定が遅れると、M&Aの成功確率が低くなることが指摘されている。

ステークホルダー間の利害衝突が起こることを理解し、当該リスクを可能な限り軽減できるように資本政策やガバナンスの構築を行うことが、適時にM&Aをできるうえでは重要



VC

買い手（事業会社）

4 買い手側においてM&Aの経験や体制整備が進んでいない

スタートアップM&Aに必要な買い手側の意思決定プロセスやインセンティブ設計が十分ではないケースもあり、またスタートアップ特有の事情（ガバナンス、資本政策等）の知識が不足しているため、案件形成が進みにくくなっている。

買い手側に、スタートアップM&Aをうまく進めるための仕組が不足している。スタートアップの価値を正しく評価する方法を持ち、買収後に必要な予算措置も含めて正しくデザインできている事業会社は少ない



事業会社（買い手）



アメリカにおいてM&Aの活用が進んでいる背景

アメリカで IPO を実現するためには、実態として相応に高いハードルがあるため、M&Aが現実的な選択肢として選ばれている可能性が指摘されている。



アメリカでIPOを実現するために重要な要素（有識者ヒアリングより作成）



大手投資銀行が主幹事として引き受けること

- 主幹事は案件全体を取り仕切り、価格設定・投資家配分・上場後の市場形成に責任を持つ存在
- 誰が主幹事かによってIPOの信頼性が大きく左右される



機関投資家によるIPO株の買い支え

- アメリカでは、IPO の際、大規模な成長資金を調達するファイナンスが行われることが多い
- 年金・運用会社等の機関投資家が IPO のファイナンスに一定規模で参加しなければ成立がしにくい

アメリカでは財務基準を満たすのみでなく、主幹事が誰か、機関投資家の存在も重要であり、**IPOは形式的にも実質的にも厳しく狭き門**である。そのため、**スタートアップは初期からM&Aを現実的な出口として検討する会社が多い。**







スタートアップ経営者（アメリカでの売却経験有）



参考：アメリカにおけるIPOの上場基準

Nasdaq Capital Market の財務基準

項目	基準内容
① Equity Standard 	<ul style="list-style-type: none"> 株主資本 \$5 million (約7.5億円) 以上 公開株式の市場価値 \$15 million (約22.5億円) 以上 事業実績 2年以上
② Market Value Standard 	<ul style="list-style-type: none"> 上場証券の市場価値 \$50 million (約75億円) 以上 公開株式の市場価値 \$15 million (約22.5億円) 以上
③ Net Income Standard 	<ul style="list-style-type: none"> 継続事業からの純利益 \$750,000 (約1.1億円) 以上 (直近年度または過去3年のうち2年) 株主資本 \$4 million (約6億円) 以上 公開株式の市場価値 \$15 million (約22.5億円) 以上
共通 (全基準共通) 	<ul style="list-style-type: none"> 公開株式数 100万株以上 ラウンドロット株主 300名以上 マーケットメーカー 3社以上 株価 \$4 (約600円) 以上 (一部基準では終値 \$2~3可)

注：1ドル=150円で計算；①②③基準のいずれか1つを満たすことが必要。財務基準以外にも流動性やガバナンス要件有

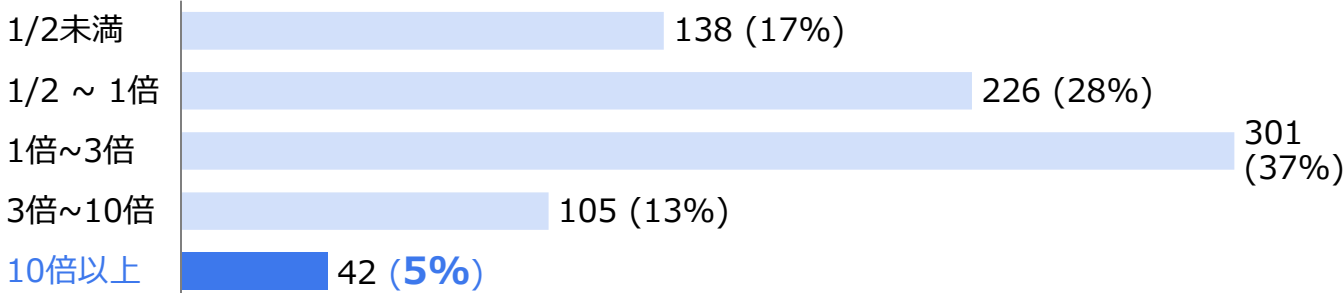
出典：Initial Listing Guide, Nasdaq (2025)の「Nasdaq Capital Market」に係る内容・情報を元にポストンコンサルティンググループ作成

IPO後の成長に必ずしも繋がっていないスタートアップも相応に多く、IPO前提の資本政策だけでは成長機会を狭める恐れがある。

グロース市場への上場後に高い成長を実現する企業は少数に留まる

グロース市場への新規上場時から10倍以上に成長した会社は5%

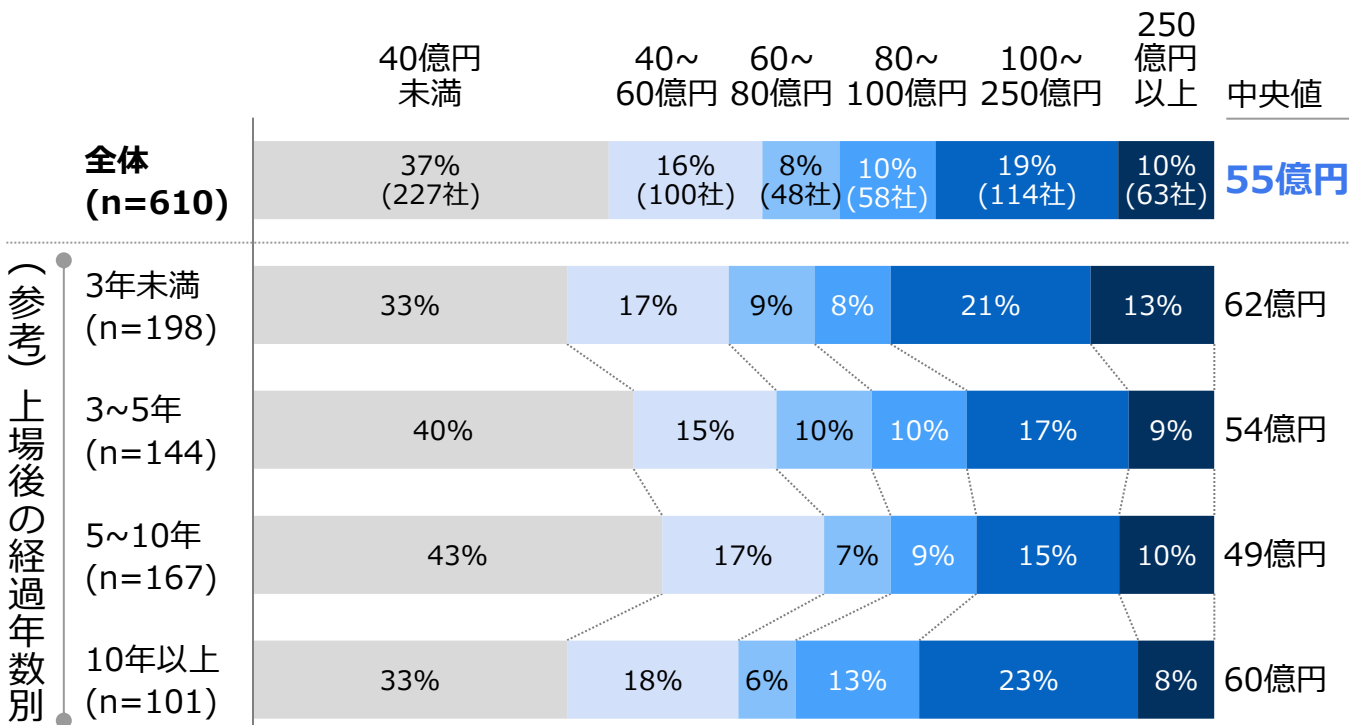
 グロース市場に上場した会社の時価総額成長率



注: 2004年7月~2024年末までにマザーズ/グロース市場に上場した会社(上場廃止会社を除く)が対象
 注: 時価総額成長率は、現在の時価総額(2024年10月~12月の終値平均ベース)を新規上場時の時価総額(公開価格ベース、ただし公開価格がない場合は上場月末終値ベース)で割ることで計算
 出典: [グロース市場における今後の対応\(東京証券取引所上場部資料\)](#)の「現状(時価総額の成長率)」の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成

2024年末時点でのグロース市場上場会社の時価総額中央値は55億円

 グロース市場上場会社の時価総額分布

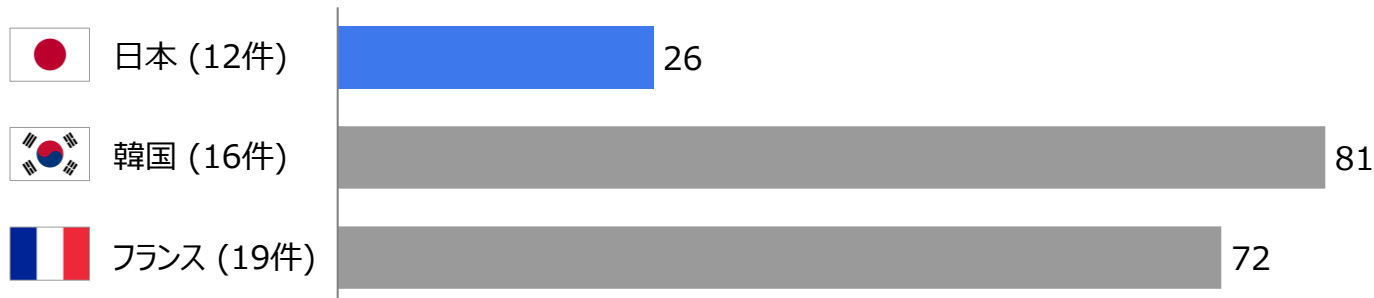


注: 2024年末時点におけるグロース市場上場会社が対象。時価総額は2024年10月~12月の終値平均ベース
 出典: [グロース市場における今後の対応\(東京証券取引所上場部資料\)](#)(東京証券取引所上場部資料)の「現状(時価総額の分布)」の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成

M&Aの平均単価は他国に比べて小規模な状況。その背景に、事業成長タイミングでのM&Aが少ない傾向があることが指摘されている。



2023年度のスタートアップM&Aの平均買収額 (US\$M)



注: 件数、平均金額は、金額開示あった案件のみに限られる。また、2023年度にエグジット時にVC投資を受けている案件を抽出。経営権の51%を取得する買収を指し、PEによる買収は“Buyout/LBO”に含めるため、対象外。

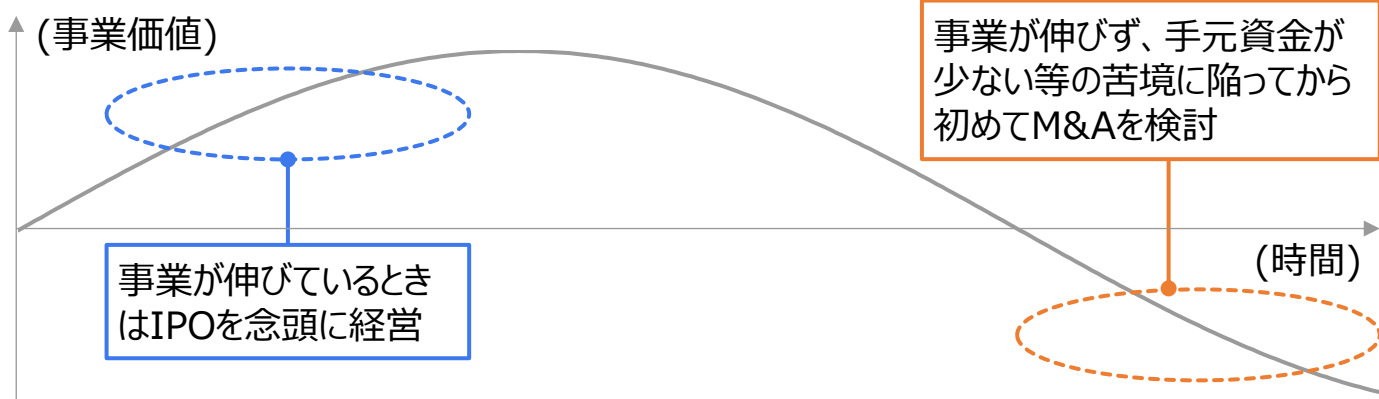
出典: Source: PitchBook, a Morningstar company の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成

注: This data may be inconsistent with PitchBook methodology, and the following must be added to the citation: The cited data has not been reviewed by PitchBook analysts and may be inconsistent with PitchBook methodology



スタートアップの事業が成長段階にある時期にM&Aを模索するケースが相応に少なく、経営が行き詰ってからM&Aの検討・模索を開始するため、本来の事業価値が買収金額に十分に反映できていない可能性が考えられる。

事業価値が反映されにくいスタートアップM&Aの典型的なパターン (一例)



成長が鈍化してからM&Aを検討しても価格がつきにくい。

売上2~4億で成長が止まった企業は、買い手も投資家も扱いにくい。



VC

資金ショート間際で慌てて買い手を探しても見つからないか値が付かないことが多い。



M&A仲介

スタートアップのM&Aが活性化することで、スタートアップが得意とする「0→1」の成果を大企業が取り込むことができ、イノベーションに繋がる。

日本における大企業とスタートアップの特徴

大企業



- 海外輸出等により外需を取り込んで成長している
- 海外での販売チャネルや製造管理等、スケラビリティを担保できる
- 「イノベーションのジレンマ」等の要因により、新規事業の創出が困難な場合がある

スタートアップ



- 基本的には国内マーケット（内需）でビジネスを行う傾向
- マーケットニーズに合致したプロダクトをスピード感をもって構築することができる
- 外需の取込みやビジネスのスケールアップに課題がある



大企業とスタートアップの相互補完のあるべき姿

スタートアップが開発したプロダクトを、
事業会社の生産力/販路を活用し、グローバルマーケットに届ける

スタートアップ



⋮

大企業



販路拡張

大量生産

⋮

グローバル
マーケットへの
進出



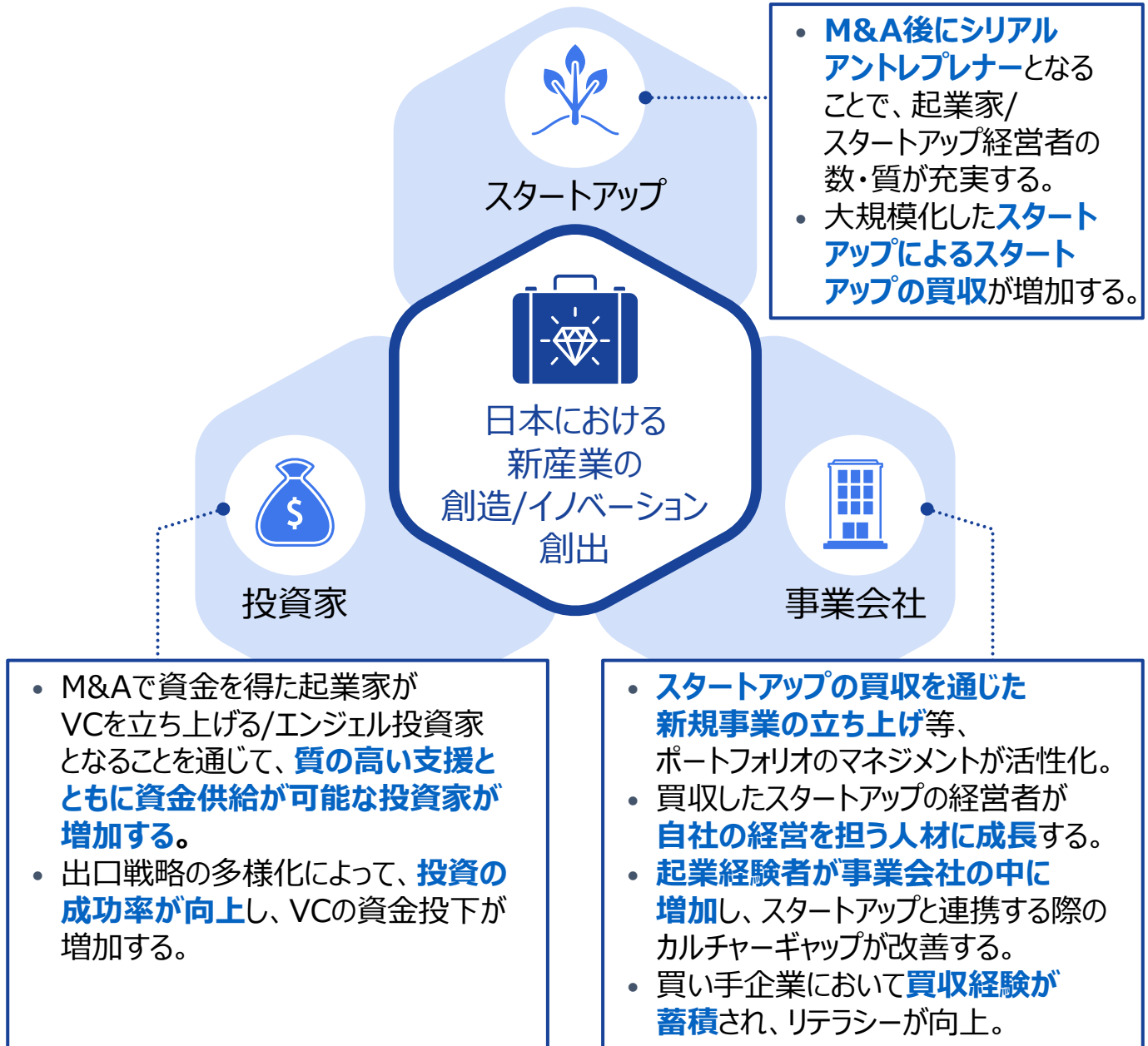
新産業の
創出



日本経済の
成長

M&Aがより活用されることで、スタートアップのみならず、投資家や事業会社にも利点があり、エコシステム全体の発展に繋がります。

M&Aの活性化がもたらすスタートアップ・エコシステムの進化



M&Aの活性化を通じたエコシステムの進化に向けては、**投資家や買い手企業（事業会社・メガベンチャー等）が力を合わせて取り組むことも重要**



スタートアップM&A後の起業家の挑戦

スタートアップの経営者は、M&Aによって得た経験・資金・ネットワークを起点に、新しい挑戦を始める等、キャリアを転換することが可能。

次の挑戦としての典型的な事例

シリアル アントレ プレナー



- EXITで得た資本により、次の創業では自ら資金投入しやすくなり、資金調達時の制約や希薄化リスクを抑えられる
- 1回目の企業で得た経営ノウハウや人脈を2回目に活かすことができる

“

M&Aで得た資本があるため、二回目は厳しい条件でVCに頼らず自ら資金投入できた。一度グループインした後、2回目の起業をしたが、**買収企業との関係性や業界ネットワーク**を生かすことができている。



スタートアップ
経営者
(売却
経験者)

投資家 (VC/ エンジェル)



- M&Aで得たキャピタルゲインをもとに、後進のスタートアップへ資金・知見を還元できる
- なお、海外では、起業家から投資家への転身が一般的なキャリアパスとして確立している

“

アメリカでは**起業家から投資家になるのも一般的なルート**。成功した創業者が投資家として「人のお金」を運用する立場になると、責任感も伴い高い実力を発揮することがある。



スタートアップ
経営者
(売却
経験者)

∴ (その他、多様なキャリアパスがあり得る)

“

ほとんどすべてのアントレプレナーはルーキーである。

スタートアップの経営は、失敗を通じて上達していく。

M&Aでキャッシュが入るとすぐ次の挑戦に移れるので、**M&Aは起業家のキャリアパスを多様化する手段**であり、エコシステムを駆動するカギである。

スタートアップ経営者
(売却経験者)



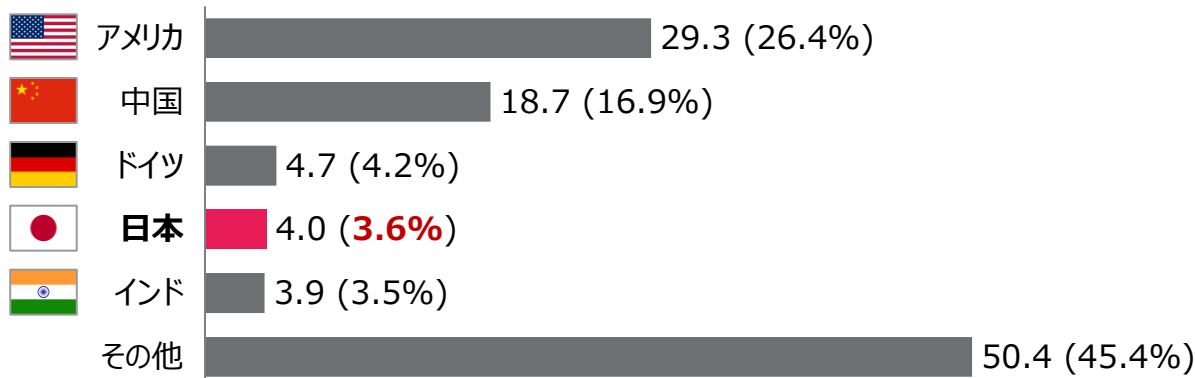


日本のスタートアップと "内需の壁"

日本発スタートアップがより大規模な事業展開・規模拡大を見据える場合、早い段階から内需ではなく外需を取り込む戦略が重要と考えられる。

日本のGDPは世界GDPの約3～4%となっており、国内向け事業だけでは市場規模や事業規模の拡大・発展可能性に限界があることが考えられる。

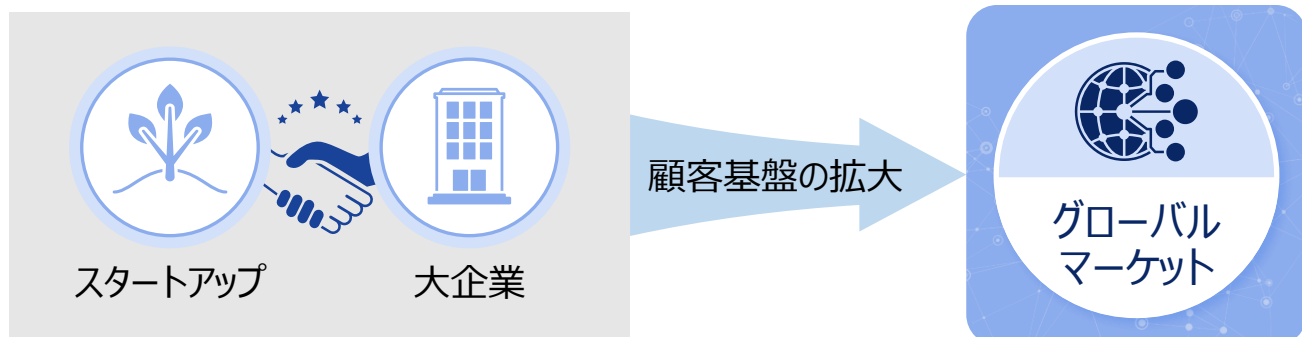
2024年名目GDP(兆USドル)



出典：IMF(International Monetary Fund)の「World Economic Outlook」の内容・情報を基にボストンコンサルティンググループ作成

この "内需の壁" は、大企業との連携やM&Aの重要性を高めている

- スタートアップ単独では不足しがちな世界規模のチャネルや顧客基盤を、大企業のプラットフォームの活用により補うことで内需の壁突破に繋がる可能性。



“日本の内需だけでは世界の3～4%しか市場がなく、スケールに限界がある。たとえば、**アメリカ市場で存在感を出す**と世界中から問い合わせが来る。だからこそ、大企業のチャネルを活用してスケールアップする戦略が重要である。

スタートアップ経営者 (アメリカで売却)





アメリカにおけるスタートアップM&Aの好事例

アメリカでは、買収時点で比較的小規模な企業であっても、買収企業のチャネルやプラットフォームに統合されることで大きく成長した事例が存在。



スタートアップ経営者
(アメリカで売却)

YouTubeという "プロダクト" を、Googleという "コンセント" に挿すように、スタートアップが開発した事業を、大企業のチャネルやプラットフォームに統合することで、スタートアップは急成長する。これこそがM&Aの本質である。

代表的なスタートアップM&A事例

事例① PowerPoint (Microsoftによる買収)

- 買収対象：Forethought社(1983年創業)
- 買収額(1987年)：約1,400万ドル(約21億円)
- 買収時の規模：非上場の小規模企業
- 統合ポイント：Office(Word・Excel)にバンドルし、世界標準パッケージへ拡大
- 結果：買収6年後に年商1億ドル超、以降は世界10億台以上のPCに搭載

→Microsoftの中核プロダクトとして成長



事例②：YouTube (Googleによる買収)

- 買収対象：YouTube, Inc.(2005年創業)
- 買収額(2006年)：16.5億ドル(約2,475億円)
- 買収時の規模：社員68名、売上約18億円
(買収額の約140分の1)
- 統合ポイント：Googleの広告基盤(AdSense/AdWords)と検索技術に統合
- 結果：ユーザー数が急増し、世界最大の動画プラットフォームへ成長

→広告モデル導入で収益加速、Googleの収益柱に



事例③ Instagram (Facebookによる買収)

- 買収対象：Instagram, Inc.(2010年創業)
- 買収額(2012年)：10億ドル(約1,500億円)
- 買収時の規模：社員13名、ユーザー約3,000~4,000万
売上ゼロ(広告未実装のため)
- 統合ポイント：Facebookの広告ターゲティング基盤と統合しプロダクト改善を高速化
- 結果：月間ユーザーは約2年で3,000万 → 3億人へ急拡大

→広告導入後はFacebook収益の主力に成長



Instagram



出典：Microsoft acquisition of Forethought (1987), Britannica, Google acquisition of YouTube (2006), SEC Press Release, Facebook acquisition of Instagram (2012), Meta Newsroom

注：為替レートは1ドル150円で換算



第2章

"売り手" へのガイダンス (1)

— 経営の早期段階からのM&Aとの向き合い方 —



IPO・M&Aに対する捉え方・イメージには日米で違う可能性がある。
事業成長に資する一つ的手段として、フラットに検討・比較することが重要。

● 日本

- 日本のスタートアップは「IPO重視」で事業・資本政策を設計する傾向。
- その結果、本来はM&Aのほうが合理的な局面でも、**選択肢が狭まり、機会損失**を生むケースも一部存在。

日本では「IPO=成功」「M&A= ギブアップ」という価値観が相当程度あり、経営者はまずIPOを志向する傾向があると感じる。



VC
投資家



アメリカ

- M&A自体は事業を次のステージへ進める**有効な選択肢**として認識されており、一般的な選択肢である。

アメリカではスタートアップのM&Aはギブアップではなく、むしろ**成功と祝福されるもの**。M&Aで事業のフェーズを切り替えることで、次の成長と投資回収を両立している。



スタートアップ
経営者
(アメリカで売却)



前提として持つておくべき考え方

- IPOもM&Aも、**持続可能な事業成長や投資家へのリターン提供**等を実現するための**手段の一つ**として捉える。
- その上で、**M&Aの特徴も理解し、複数の方法の中で事業・会社にとって最も良い手段を適時に選択**できることが重要。



IPO

M&A

(参考) セカンダリー



フラットな比較・検討

“単独で IPO して成長を続けられる市場セグメントや事業モデルなのかをフラットに考え、大企業のアセットを活用する必要があるならM&Aも検討すべき (事業会社役員)

“成長手段をフラットに比較するときには、「**成功確率**」と「**時間軸**」も考慮すべき。例えば IPO の可能性はあるが、確率が低かったり、実現に時間がかかる場合、戦略的にM&Aを選ぶこともあり得る。(VC)

“小規模でのIPOでは上場後も成長に必要なリソースが十分に確保できない場合がある。**大企業のリソースを活用できるM&Aも、成長手段としてフラットに検討すべき**。(スタートアップ経営者)

“まずは事業をどう伸ばすかを考え、その後でどのような手段でファイナンスをするのかを考える。**この順番を間違えてはいけない**。(VC)

“市場環境の変化で起業家の「上場一択」志向は弱まり、M&Aが現実的オプションとして受容する素地ができつつある。**小規模～アーリー段階のM&Aは既に増加し始めている印象** (VC)

IPO やM&A、場合によってはセカンダリも含めて、各手法の特徴を理解し、会社のフェーズや志向・事業の特性に合った手段を検討するのが望ましい。

検討の原則

- 事業成長を成し遂げていくために必要かつ有効な手段は何か、という観点を第一に検討することが大切。
- 検討にあたっては、IPOだけでなく、M&Aやセカンダリも含めた複数の手段の特徴を理解し、自社の戦略や事業環境等を踏まえ比較した上で、最適な手段を選ぶことが重要。

比較表

	 IPO	 M&A	 (参考) セカンダリ
	上場企業として、市場からの資金調達が可能	親会社の資本・人材・事業基盤を活用	資本・株主構成の調整
成長手段の確保	<ul style="list-style-type: none"> • 公募増資等、市場からの資金調達が可能になる • 流動性の状況等によっては、実施が難しい場合もある 	<ul style="list-style-type: none"> • 親会社の資本・人材・事業基盤等を活用することができる。信用力の獲得にも繋がる。 	<ul style="list-style-type: none"> • 新たな株主の元で、事業成長をし、IPO、M&A等の機会を探ることが可能
株主の現金化	<ul style="list-style-type: none"> • 任意ロックアップ*等、既存株主の売却タイミングに制約が生じる場合がある <small>*任意ロックアップ:引受証券会社との契約に基づき株主が自主的に同意する売却制限のこと</small>	<ul style="list-style-type: none"> • 既存株主にとってはIPOと比して適時かつ早期に現金化できる場合がある 	<ul style="list-style-type: none"> • 既存株主にとっては、IPOと比して適時かつ早期に現金化できる場合がある
留意点	<ul style="list-style-type: none"> • 多数の株主から業績・株主還元等に関する期待・プレッシャーを受ける • 適時開示等の対応を別途要する 	<ul style="list-style-type: none"> • 親会社との関係性を踏まえたうえで事業運営・意思決定を行う必要がある • 買い手との親和性、PMI・組織統合が成否を左右 	<ul style="list-style-type: none"> • 売却先が中々見つからない、あるいは、探索に一定時間を有する場合がある



東証グロース市場に関するデータ

IPOには特有のリスクも存在するため、「IPO が難しい場合にはM&A・セカンダリーを選ぶ」と考えるのではなく、当該リスクを踏まえ、自社の事業の成長にとって最も適切な資金調達手段は何か？ を考え続けることが重要。

上場はバラ色の世界ではなく、特有のリスクがあることを認識しておいたほうがよい

グロース投資家



市場全体として株価がダウントレンド

東証グロース市場250指数 (配当なし)



出典：J P X 総研資料の「東証グロース市場250指数」の内容・情報を基にポストンコンサルティンググループ作成

- 東証グロース市場では、株価動向や流動性の観点から機関投資家の参加が比較的限定的。
- 一方、安定株主や長期資本の観点でその存在は重要であり、個社として投資魅力を適切に伝え、機関投資家の参入を促す取組も求められつつある。

長期投資の観点では、株価が上昇している、あるいは上昇が見込めるかが重要になる。
ダウントレンドの局面では投資に踏み切りづらいというのが実務的な感覚。

機関投資家



グロース市場の流動性

約32.461兆円

》 約1,298億円

》 約2.1億円

2024年 1/4 - 12/30 の
東証グロース市場の売り合計

1営業日あたりの平均的な
東証グロース市場の売り合計

グロース市場610社の1社
あたりの平均的な売り合計

出典：投資部門別売買状況うち2024年金額データ (東京証券取引所公開データ)の内容・情報を基にポストンコンサルティンググループ作成
※ 年間営業日は約250日と仮定し計算。なお、グロース市場610社については、2024年の年末時点での社数。

- 一定の流動性がなければ、機関投資家がポートフォリオに対象を組み入れる (ポジションを構築する) のに時間を要する。
- そのため、流動性が低い銘柄は機関投資家の投資対象から外れる傾向にある。
- 結果として、上場後、適時に必要な規模の資金を調達できない可能性がある。

流動性が低いと、市場で売買されなくなり、株式を担保とした他の資本政策も実施しづらくなる

グロース投資家



買い手企業の販路・営業ネットワークを活用することで、短期間で新規顧客獲得や販売規模拡大を実現することを狙うことができる。

買い手の資本・販路・人材を活用し、スタートアップが単独で経営を続けることでは確保が難しい機能を統合することで、成長を加速させることに繋がる。

事業会社とのM&Aによって得られる事業上のメリット（典型的な例）

ブランド力・信用力による事業加速



大企業のブランド力を背景に、顧客・パートナーからの信頼獲得が早まり、**新規顧客開拓や提携の成功率**が向上するとともに、**採用力の強化**にもつながる

大手傘下となり**ブランドのおかげで採用力が大幅に向上した**。大手メーカー出身者が入社し、技術開発のレベルが大きく向上した。

スタートアップ経営者



信用力の向上により、借入枠が増え、調達コストが下がる（実質的な資金基盤の安定に繋がる）こともある

運転資金の確保は永遠の課題だったが、大企業のグループ入りにより信用力が向上し、実質的な資金基盤の安定に繋がった。

スタートアップ経営者（売却経験者）



営業基盤・顧客チャネルの獲得



買い手企業の営業網・顧客基盤をそのまま活用し、**新規顧客獲得や販路拡大**を実現できる

自社だけでは届かない販路も、**買い手企業の営業網に乗ることでリーチできる**ようになり、成長曲線が変わった。

スタートアップ経営者



“ 本来、M&Aは自分達では補えない機能を持つ相手と組み、成長スピードを上げるための手段である。事業に必要な機能を全部自分で揃える必要はなく、不足する機能を外部から獲得し組み合わせることが、事業成長を加速させる合理的な選択肢となる。

VC



“ スタートアップの中にはIPOを目指すモデルもあるが、多くはそうとは限らない。短期でバリュエーションを高くすること自体を目的にしてしまうと、資本政策が崩れ、かえって将来的に事業成長に必要な資金を得る選択肢が狭まるケースもある。事業成長を軸に考えれば、M&Aが最適な選択肢となる場合もある。

VC



経営の早期から、IPOとM&Aの両方を選択肢に据えることが、適時に自社にとってベストな成長手段を選択できることに繋がる。

原則として、IPOとM&Aの両方を見据えることが望ましい理由



M&Aの実施を円滑に進めるため

- M&Aの実現には、経営者・投資家など、多くのステークホルダーの合意が必要となる。
- 資本政策やガバナンスなど、"後戻り"ができない要素が原因となり、"デッドロック"に陥ってしまうことが多い。
- 経営早期からM&Aも一つの選択肢に据えることで、資本政策・ガバナンス・事業戦略・人材について留意した経営が可能となる。

IPOとM&Aの双方を視野に入れる場合、**IPO前提の資本政策やガバナンスに寄り過ぎると不可逆性が生じる**ため、M&Aオファー後の対応では間に合わなくなることがある。

VC



適時・適切なM&Aを行うため

- M&Aの成立可能性は、シード～レイターまで全フェーズに存在する。そのため、M&Aは自社にとって合理的な選択肢となり得るかを常に見極めておく必要がある。
- M&Aは"出会い"で決まることが多いので、最適な"タイミング"で意思決定できることが必要になる。

数十社以上にM&Aを提案してきたが、ほとんどの場合は"そんな選択肢があるのか?"と驚かれる。本質的には、**M&Aの可能性を早期から前提に置くことで最適タイミングを逃さないことが重要**

メガベンチャー経営者



企業の本質的な成長につなげるため

- M&AもIPOも重要な指標は類似している。(売上成長率、収益性、将来の事業成長性、ガバナンス等)
- IPO準備で整う管理体制・開示力は、M&Aにおける評価向上や価格交渉力の向上に繋がりうる。
- そのため、両方を見据えることで交渉力が強まる。

「IPOにも行ける状態」を維持しておくことが、**M&Aでも交渉力の源泉になる。**

M&A仲介会社



デュアルトラック経営

経営の比較的早期から成長戦略の選択肢としてM&Aの可能性も検討する

- 結果として、M&Aを"選択肢として持っておくだけ"でもよい。その可能性を踏まえることで、投資家選定・資金調達額設計・事業戦略などが適切なものになることが重要である



アメリカのスタートアップがM&Aされるタイミング

アメリカでは、M&Aされるスタートアップの多くがシリーズ B 以前に実施されており、プレシードやシード段階でのM&Aが一定多い。このことから、経営の「早期」からM&Aを意識することの重要性が示唆されている。

ただし、アメリカと日本では、各ステージの意味合いに差異があるため（調達する資金規模が異なる等）、日本にそのまま当てはまるわけではない点には留意が必要である。

“アメリカでは、IPOがごく一部の企業に限られるため、創業者やアーリーステージのVCは、**早い段階からM&Aを現実的な出口として織り込みながら成長戦略を描く**。また、事業会社やPEファンドへのバトンタッチを前提に、**段階的に経営を引き継いでいく文化が根付いており、アーリーステージでのM&Aが活発**になる背景となっている。

スタートアップ経営者
(アメリカで売却)

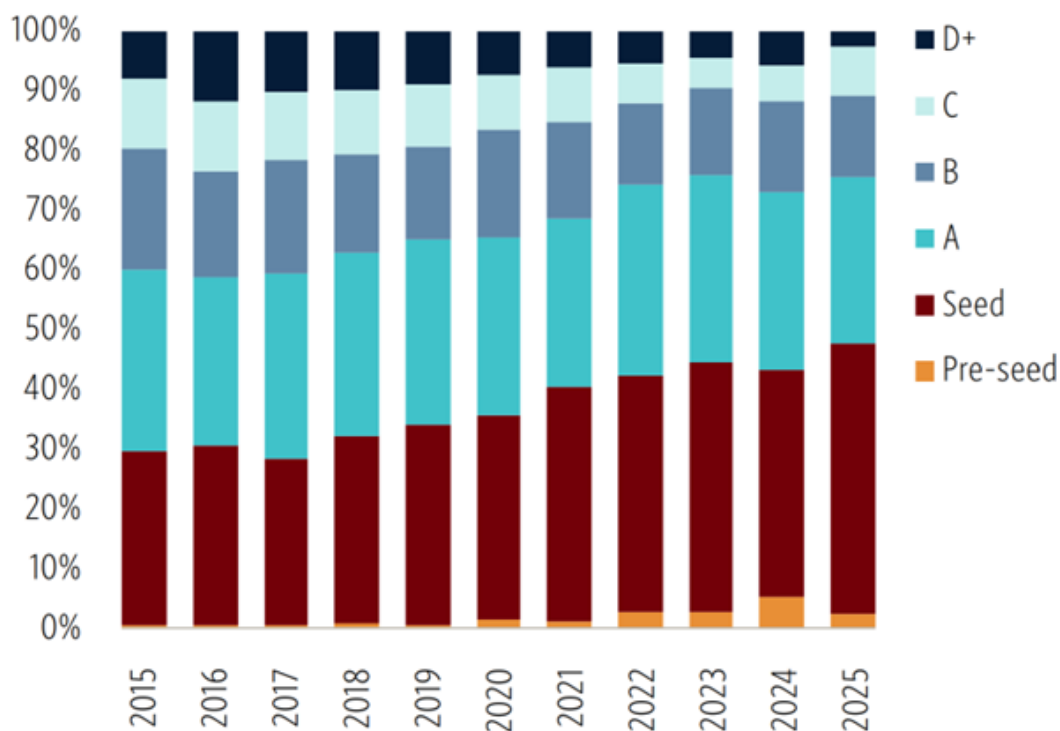


“アメリカでは、**グロース確度が完全に定まる前でもM&Aを志向する傾向がある**。成長競争が激しいため、**早期に事業価値を実現する判断が合理的となる場合が多い**。一方で、成長余地がある局面では創業者は売却を検討しにくく、経営株主の同意が得づらいことも少なくない。

VC



アメリカにおけるM&A直前の資金調達ステージ



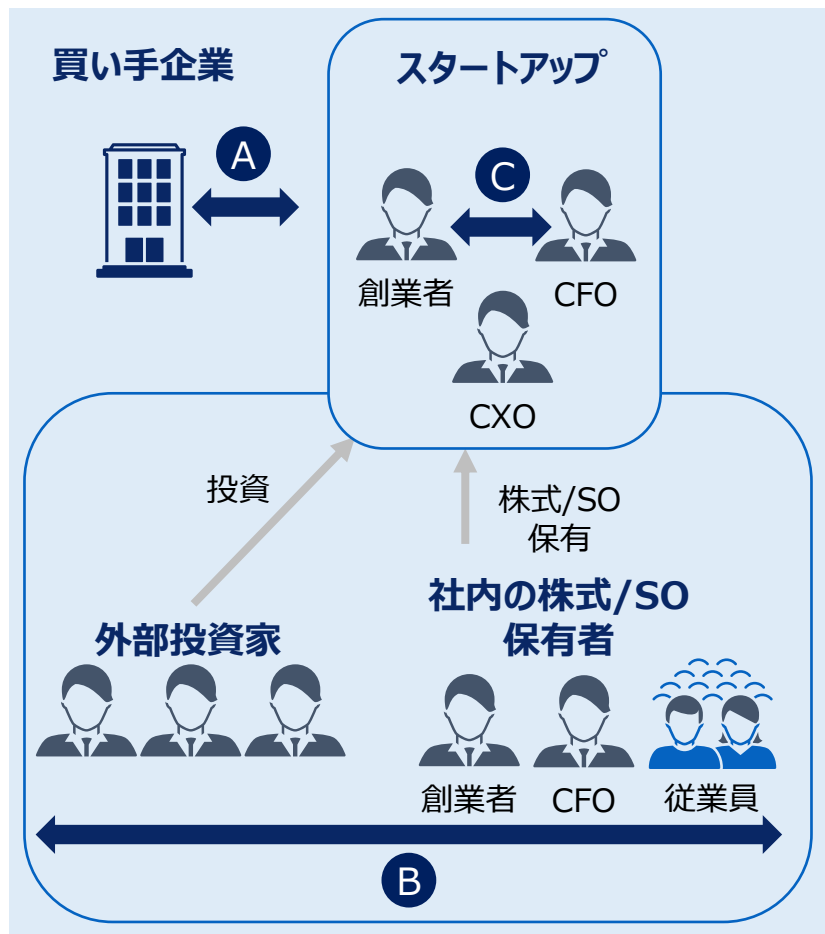
PitchBook-NVCA Venture Monitor • As of June 30, 2025

•出典：PitchBook, nvca "Venture Monitor Q2 2025の「Share of VC round count by series where next round is an exit via acquisition」より引用

M&Aの実施においては、経営者・投資家等複数のステークホルダー間で利害が対立しやすく、これらの調整が滞ると適時のM&Aの実施が難しくなる。

利害衝突が起こるケース

ステークホルダー間の利害関係



× 背景となる構造要因 (例)

分配構造



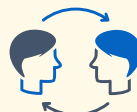
優先株等の設計で、ステークホルダー毎のリターンが異なる

時間軸のずれ



ファンドの償還期限等により、短期での回収を志向する主体と、長期での事業成長を重視する主体が混在

所有と経営に対する考え方



「会社 = 自分」と捉える創業者と、「所有と経営は分離する」と考える株主の前提が異なる

ステークホルダー間の利害衝突 (例)

A 買い手と売り手のバリュエーションの不一致

将来成長を見込む売り手と、足元実績を重視する買い手で、企業価値の見方が乖離しやすい

B 経済的インセンティブの不一致

種類株式（優先株）、VCのファンド構造（投資時期、ファンド期限）やSOの分配構造によって、リターンが大きく異なる

C 経営陣個人の役割・キャリア志向による不一致

CFO にとっては上場実績が次のキャリアに繋がりがやすい等、個々人のキャリア志向の違いにより、資本政策や成長戦略について意見が割れる

経営早期からM&Aを一つの選択肢に据えて経営を行う場合、資本政策・ガバナンス・事業戦略・人材について留意することが有効である。

ステークホルダー間の利害衝突例 (再掲)



M&Aを見据えた場合に、スタートアップが経営早期から意識しておくべきこと

- 中長期的な視点に立って資本政策を設計する。
- 投資家にリターンを返す方法を見据える。
- 投資家の選定に留意する。
- バリュエーション以外の要素 (投資契約事項や資金調達額等) を設計する。

資本政策 ①

資本政策はガバナンスと繋がっているため、両者を連動させて諸々の設計を検討するべき

- 単独の株主に拒否権を与えることを避ける。
- 法人の成熟度に合わせて、必要に応じて、取締役会によるモニタリングを中心とするガバナンスへ移行するなど、ガバナンスの成熟化を図る。

② ガバナンス

事業会社やCVCからの出資と事業提携は連動させて考えるべきものである

- マインド
- IPO = 「ステータス」、M&A = 「敗北」と捉えず、フラットに選択肢とする
 - 一定規模以降は経営と執行の分離を意識する
 - 創業者と会社を一体に捉えず、事業成長にベストな判断をする

ガバナンスの設計により事業において求められる人材像も変化するため、一体で考えるべき

事業戦略 ③

- 事業成長によって売上や利益を伸ばすことを重視する。
- 買い手の理解を深める。
- M&Aの買い手候補は早期から検討し、中長期的な視野でパートナーシップを構築する。

事業の成長によって必要な人材も変わるため、一体で考えるべき

④ 人材

- 事業・経営フェーズの変化により経営者も含めて人材ポートフォリオの入替を図る。
- 適切なCFOを獲得・配置する。
- 弁護士・FA等の外部専門家と早期に接点を持つておく。

将来的にM&Aが選択しづらくなるケース・状況を避けるうえでは、特に資本政策とガバナンスを一体として捉え、経営早期から留意を行うことが有効である。



資本政策

財産分配やバリュエーション等の検討においては、持続可能な事業成長を目的に置き、中長期かつ複眼的な視点をもつことが重要

優先株/普通株

参加型/非参加型

ストックオプション (SO)

バリュエーション/エクイティ調達額

⋮



ガバナンス

会社として適時適切な意思決定が行えるよう、取締役会の運営や拒否権等について留意することが有用

取締役会の構成

拒否権 (事前承認事項)

取締役としての義務

⋮

資本政策とガバナンスに起因してM&Aが選択しづらくなる例

適切なスピードで決められない



- 単独の株主がM&Aに関する拒否権を持っているため、その一部の株主の反対によってディールが膠着状況に陥る
- 投資家が個別で持っている拒否権が積み上がり、M&Aの条件交渉時にやり取りする株主が増え、スピードが落ちる

⋮

全体最適を目指した議論ができない



- 株主の優先交渉権等により、他社からの魅力的な提案に対する検討が遅延し、結局、機会を損失してしまう
- 取締役が自らを指名した株主の利害を重視してふるまい、会社全体としての最適解を目指していない

⋮

M&Aの最低条件が高くなりすぎている



- M&Aではバリュエーションの "ものさし" が売り手と買い手でズれることで、買収価格/買い手の予算と折り合わない
- 優先株の設計等により、一定価格以下では普通株・SOのリターンがほぼゼロになり、創業者・従業員が反対する

⋮

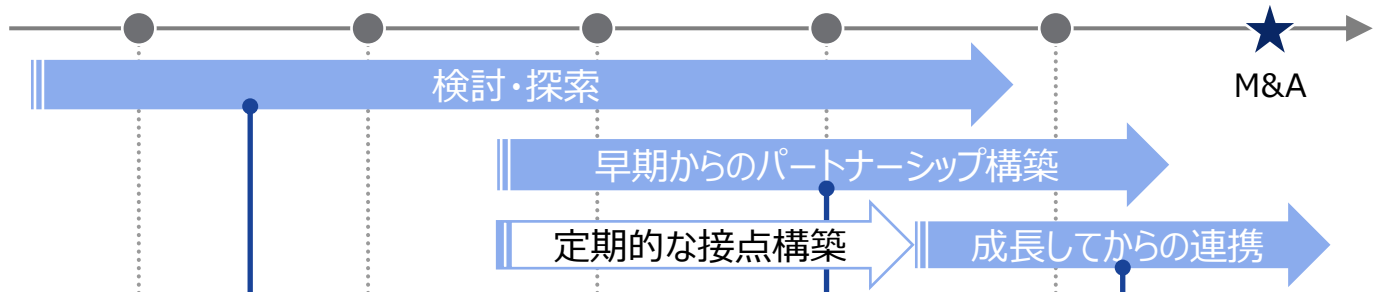


資本政策とガバナンスに関する留意点 (詳細は次章を参照)

- 単独の株主が拒否権を有しており、一人でも反対すると止まる構造になっていないかを確認。必要に応じて単独の株主がM&Aに関する拒否権を持たない状態にする
- 経営陣や取締役が取締役としての責務・義務の考え方について適切に理解・認識を行いつつ、事業フェーズを踏まえ必要に応じて取締役会によるモニタリングを中心とするガバナンスへの移行等を検討する
- 売り手と買い手のM&Aにおけるバリュエーションの不一致等を理解した上で、バリュエーションや資金調達設計を検討する



M&Aを実施するタイミングの「前工程」として、買い手候補を能動的に探索し、早期からパートナーシップ構築をすることも重要である。



ポイント①

買い手から声を掛けられるのを待つだけではなく、買い手を能動的に探索することが肝要

“誰に株式を売るかを自分で選べるのは未上場の強み。買い手のロングリストを作るくらいの能動性が必要”
グロース投資家

顧客から探す

“自社プロダクトの顧客であれば、相互に信頼理解が構築しやすい。”
スタートアップ経営者

VCに相談する

“VC側から「早めに買い手候補と接点を持つ」と起業家に働きかけるケースもある。”
VC

ポイント②

買い手候補が見つかった後も、すぐに提携すべきか否かは事業の性質によって異なるので、適切なタイミングを検討することが重要

早期から徐々にパートナーシップを構築

“いきなりM&Aではなく、**経営初期から連携し、相性を確認**したほうが、M&Aの後にも事業成長を続けやすい。
その際、**資本政策と事業戦略を有機的に連動**することが重要である。
【資本政策×事業戦略：M&Aを見据えた連携における留意点は詳細後述】”

メガベンチャー経営者

事業を伸ばしてから一気に事業提携

“初期段階では、**あえて事業会社と深い業務提携に踏み込まなかつた**。
システム開発が必須なB to C事業の形態だと、**短期で数字で示せる成果が出にくいので、中途半端なステージで提携すると、成果の数字をみて『この程度なら大きな投資はしない』と判断**されて、むしろM&Aが遠のクリスクもある。”

スタートアップ売却経験者

“私が経験した約70件の案件も、**ほとんどがリファラルだった**。経営者やキーマン同士が外でコミュニケーションする中で関係が生まれ、協業や資本の議論を経て、気づいたら買い手側のM&A検討部門も入ってきて、M&Aの検討に進むことが多かった。
M&Aは単発イベントではなく、関係構築の延長線上で出てくる選択肢である。

事業会社執行役員



第3章

"売り手" へのガイダンス (2)

— 経営早期からM&Aを見据える際の留意点 —



資本政策を検討する際には、持続可能な事業成長を目的に置き、中長期的で複眼的な視点をもつことが重要である。

資本政策を検討する上でのポイント (例)

<p>中長期的な視野で考える</p>	<p>足元の資金需要や目の前のラウンドだけではなく、中長期的な視点に立って資本政策を設計する。</p>	<p>エクイティ調達額が大きくなりすぎると、次のラウンドでダウンラウンドになる / M&A機会があっても買収金額が折り合わない等、事業成長に支障が生じる場合もある。 (VC)</p>
<p>投資家にリターンを返す方法を見据える ⇒詳細後述①</p>	<p>売り手と買い手のM&Aにおけるバリュエーションの不一致等を理解した上で、バリュエーションや資金調達設計を検討する。</p>	<p>価格算定においては売り手と買い手で目線が違うので、それを事前に認識・把握しておくことは有用。 (VC)</p>
<p>適切な投資家の選定・調達を行う ⇒詳細後述②</p>	<p>投資家の属性による違いやリテラシーをアセスした上で、早期から資本政策のすり合わせを行う。</p>	<p>資金提供力だけでなく、個々の投資家のリターンに対する考え方やケイパビリティを正しく見極め出資を受けることが重要。 (VC)</p>
<p>投資契約条項における条件を総合的に検討する ⇒詳細後述③</p>	<p>バリュエーション以外にも、投資契約条項における条件 (優先残余財産分配、事前承認事項など) も総合的に検討する。</p>	<p>バリュエーションを高くて希薄化が抑えられても、優先残余財産分配の設計によっては、将来的に起業家へのリターンが確保できないこともある。 (VC)</p>
<p>エクイティ以外の調達方法も検討する ⇒詳細後述④</p>	<p>必要な資金をエクイティ以外 (デットファイナンス等) で調達できないか検討する。</p>	<p>M&Aの成否はバリュエーションそのもの以上に、エクイティ調達額によって左右されることもある。 (メガベンチャー経営者)</p>

資金調達で直面する課題 (一例)

- 既存株主の株式の希薄化を避ける、あるいは経営陣として、企業価値の最大化を目指す観点でもバリュエーションを上げるインセンティブは働きやすい。
- 少数の投資家の合意形成により株価が決まるので、将来の成長ストーリーへの期待が反映されやすい。
- その結果、バリュエーションが実態以上に上振れするケースもあり、そのような場合、中長期的な資本政策が組みにくくなる可能性がある。

“ 事業価値は本来、事業計画に基づく将来利益・キャッシュフローから算出すべきである。希薄化を避けることを目的に、株式の持ち分から逆算してバリュエーションを設定すると、本質的な企業価値から乖離し、後のM&Aで価格が合わなくなることがある。

事業会社役員



M&Aではバリュエーションの "ものさし" が売り手と買い手で整合しない傾向にある。また、IPO とM&Aの典型的な差異も理解しておくことは有用。

M&Aにおけるバリュエーションの不一致: "ものさし" の違い

売り手 (スタートアップ側)

- VCは将来価値を織り込んで評価する。
- 将来成長・シナジーが見込める前提で、VC調達時の価格を基準に評価する。
- M&A実施時にVCをはじめとした外部投資家へリターンを返す必要がある。

高めに評価する傾向 

買い手 (事業会社)

- 既存の財務数値 (売上/利益/キャッシュフロー) を基盤に企業価値を評価する。
- 事業会社であれば再売却の前提がない場合が多く、保守的に評価する傾向にある。

安めに評価する傾向 

バリュエーションのものさしのズレ

“未上場株は流動性のないクローズドマーケットで取引される中で、VCによる高い将来性の評価・織り込みがなされる結果、**高いバリュエーションが付与される**ケースも相応にある。



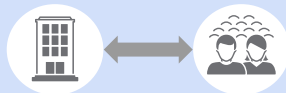
“買い手はDCF等の別の "ものさし" で評価するため、実際の提示価格は直前のポストバリュエーションより大幅に下がるケースが多い。



IPO とM&Aの典型的な差異

IPO

- IPOでは、現在の収益性に加えて、**将来の成長期待や成長ストーリー等も加味し企業価値が評価される** (売上成長率や市場の成長性といった将来性も織り込まれた形で評価される) ことで、M&Aと比較し高いバリュエーションが付くケースもある。

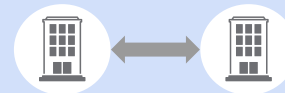


“IPOの評価は足元の利益よりも将来の成長期待が重視されるため、現時点で赤字でも成長余地が説明できれば高いバリュエーションが成立し得る。



M&A

- M&Aの際、買い手企業は**将来キャッシュフローに基づく企業価値算定 (DCF)** 等で企業価値を計算する。
- また買い手側の**投資予算がキャップ**となるため、バリュエーションが高すぎると、M&Aが成立しにくい。



“あまりに赤字額が多いと、DCFで企業価値を評価する買い手とのディールが成立しにくくなる。





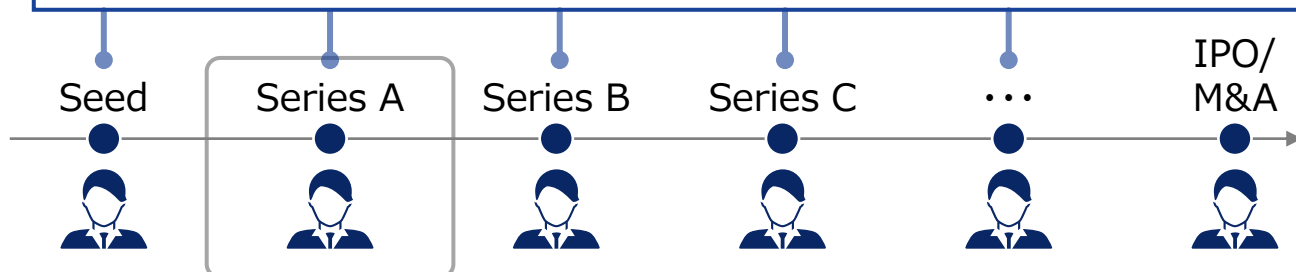
M&Aも見据えたバリュエーション・資金調達額設計の事例

M&Aを見据えて、バリュエーション・資金調達額的设计をする際には、例えば、買い手候補の予算感を踏まえたうえで企業価値の最大値を検討することが方法の一つとしてありうる。

但し、この方法はバリュエーションや資金調達額的设计をするための一つの考え方であり、実際にはM&Aの際の価格は様々な要素も関係してくるため、この方法はあくまで、考えられる方法・プラクティスの一つであることに留意が必要である。

ポイント①

初期段階も含め各資金調達ラウンドで「M&A」を一度検討する。結果として、M&Aの可能性が少しでもありそうなら、M&Aも想定したうえで企業価値の検討を行う。



評価の基盤は将来キャッシュフロー（DCF）であり、持続的なCF創出力が企業価値を決定づける。

その上で…

資金調達時の考え方

希薄化の考慮、成長可能性の折り込み、経営陣として企業価値最大化を目指す等

M&Aを見据えた場合

買い手候補の予算を踏まえると企業価値の最大値はどこになるか？

上記の観点等を元に検討される企業価値の水準

比較

M&Aも見据えた際の企業価値の水準

各資金調達ラウンドでのバリュエーション

ポイント②

買い手候補の予算等を踏まえた場合、企業価値の水準に一定乖離が生じる可能性がある

ポイント③

M&Aも見据えた際の企業価値の水準も把握したうえで最終的な企業価値の検討を行うことが考えられる

投資家の属性によって、スタートアップに求めるものが異なるため、自社の成長戦略を踏まえて、適切な投資家から出資を受けることが重要となる。

スタートアップとしての資金先の類型

VC

事業会社/CVC

特徴

- VC
 - LP(投資家) から預かった資金でスタートアップに投資
 - スタートアップには**財務的リターン(企業価値の向上)**を求める傾向
- 事業会社/CVC
 - 事業会社本体、またはその傘下にあるCVCからスタートアップに投資
 - スタートアップには**戦略的リターン(本業とのシナジー獲得等)**を主な目的として投資する傾向
 - ただし、VCと同様、財務的リターンを求めるCVCも存在し、個別に目的は確認することが重要



M&Aに向けた留意点

- VC
 - 投資時のバリュエーションや契約条件を踏まえ、M&Aに**リターンが返ってくる**ことが求められる
 - ただし、**M&Aの考え方は個々のVCによって異なる**ため、早期に会話をした上で資本政策を設計することが有用(詳細後述)
- 事業会社/CVC
 - 協業・シナジーがある場合はM&Aに積極的**になりやすい
 - 他方、出資を受けることで、**特定企業への依存が強まると将来のM&A・提携機会を狭めかねない**ため、出資を受ける際は慎重な確認・検討が求められる。(詳細後述)



“投資家から資金調達するということは、**リターンを返す責任を負う**ということなので、起業家は「**投資家からのお金を預かっている**」ということをもっと意識したほうが良い。

人のお金を預かる以上、エクイティには2-3倍にリターンを返さないといけない、銀行に利子付けて返すことと同じ。

スタートアップ経営者: 上場経験有



“CVCからの投資を受けて、M&Aに繋がる例は、グローバル・日本ともに多い。**CVCからの投資をきっかけに、事業会社との協業が進む**例もある。

さらに、戦略的価値を重視する投資家は上場後も株を保有し続けるので、M&Aに加えて、IPOも狙う、「**デュアルトラック経営**」でも重要な株主になり得る。

元CVC経営者



レイトーステージにおける「クロスオーバー投資家」という選択肢

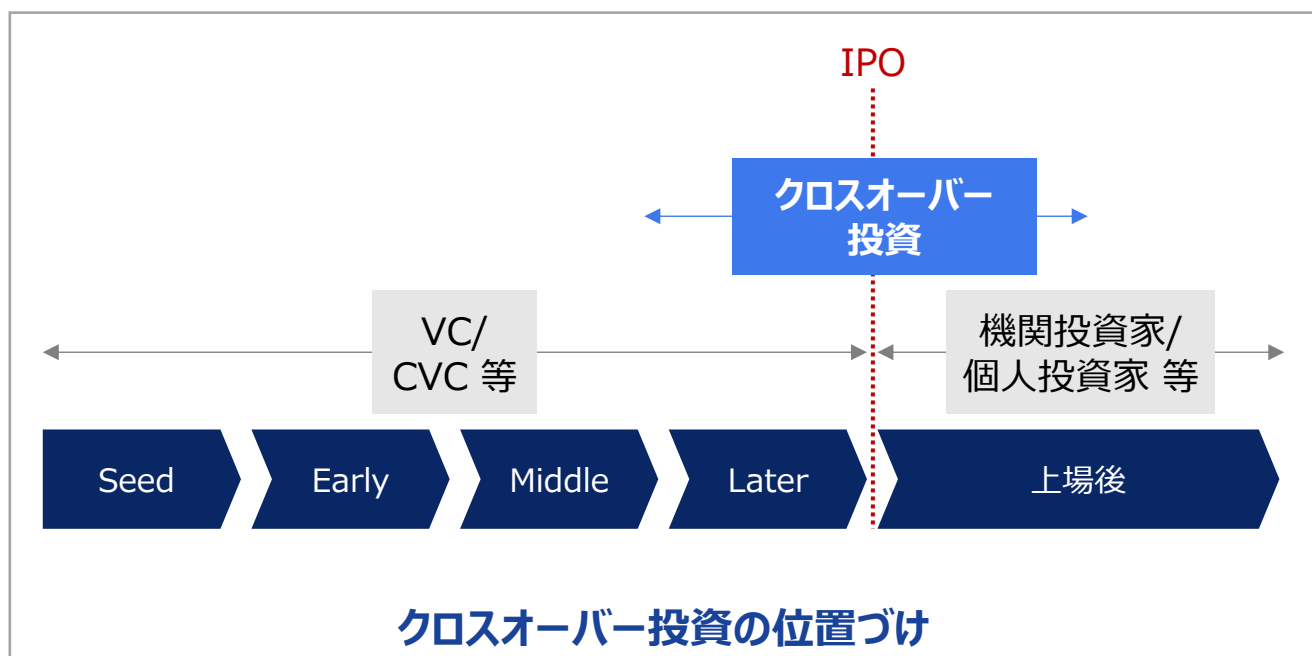
クロスオーバー投資家とは



未上場 (レイトーステージ) から上場直前・上場直後までを一気通貫で投資する

VCとは異なり ファンド期限の制約を受けない
ケースが多く、IPOのタイミングやM&Aの実施等
資本設計を柔軟に設計できる可能性がある

上場後まで見据えて長期で投資するため、
上場後の安定株主にもなり得る



“ VCは、ファンド期限が迫ると、スタートアップの経営者に対して IPO が前提の戦略を立てるように提案する傾向にある。このような IPO 前提の経営をしている際に、M&Aに後から切り替えてもほぼ間に合わない。

一方で、**クロスオーバー投資家から投資を受けることで、VCの償還期限とは関係なく、事業の観点からあるべき資本戦略を再設計できる。その中でM&Aを選択肢の一つとして積極的に検討しやすくなる**

機関投資家



投資家選定では、資金提供力だけでなく、M&A・セカンダリーに関するリテラシーと実務能力を重視することも重要である。

VCを選ぶ観点

M&Aでは、投資契約・バリュエーション・株主構造・買い手との交渉など、専門性の高い判断と実務能力が求められる。M&AをはじめとしたEXITの仕組みを理解しないまま調達を重ねると、後からM&Aが成立しづらい株主構造や不利な契約が残り、選択肢が大きく制約される



リテラシー/
ナレッジ

資本政策に関する論点を正しく理解し、どの選択肢が最適か判断できる力

- ・ 事業戦略と資本政策をどう統合するか考えられる力
- ・ 契約条項・バリュエーション・株主構造等が資本政策に与える影響の理解



実務能力

買い手との調整・条件交渉・DD対応など、実務を現場で動かす力

- ・ M&Aに関与した実績
- ・ 買い手選定～条件交渉～クロージングまでの実務経験



事前にVCのトラックレコードやEXITへの姿勢を確認することが重要



日本では、将来的なM&Aに向けた議論がされないまま契約が積み上がり、スタートアップ側が後から動きづらくなるケースが多い。**VC側にもM&Aのリテラシーが必要**であり、実務を動かせる人材が不足している

事業会社
(買い手)



具体的には**過去のM&A実績 (トラックレコード)** や、事業戦略の中でM&Aをどう位置付けるのか、**起業家と資本政策や成長戦略に関する "思考のステップ" を描けるVC**か確認するのが大事。

スタートアップ経営者



M&Aに関する考え方は VC ごとに異なるため、個々の VC の考え方の違いを理解した上で、早期から資本政策をすり合わせておくことが有用。

VCごとに考え方の違いが生じやすいポイント (例)

投資する スタートアップ のステージ



投資するスタートアップのステージごとに、期待する成長規模や回収タイミングが変わる傾向にある。

投資金額



投資金額が大きいほど、期待される回収額も大きくなることもあり、M&A実施時の価格に対する期待水準が経営側の想定と一致しにくくなる場合がある。

ファンド償還期限



VCはファンド期限(例: 5年、10年等)の制約を受けるため、ファンド満期が近い場合は比較的早期に投資を回収することを志向することがある。

実務上起きがちなケース (例)

ケース①： M&A提案が出ても 株主 (VC) 間で判断が 割れる

あるVCは「まだ成長余地がある」と考え、別のVCは「今の価格で回収すべき」と考えるなど、投資家ごとに資本政策に関する認識が異なり、M&Aの意思決定がまとまらないことがある。

ケース②： 資金調達時の バリュエーションが後の 売却を難しくする

成長を実現するための手段として考えると合理的なM&Aでも、資金調達時のバリュエーション価格との関係で、一部投資家の期待リターンを満たせず、売却判断が進まないケースがある。

ケース③： ファンド期限により、 適切なタイミングのズレが 生じることがある

VCはファンド期限の制約を受けるため、満期が近づくとき早期に投資を回収しようとする場合がある。そのため、経営者とM&Aのタイミングを巡って認識がずれることがある。

資金調達の段階から、個々のVCと売却の時間軸や期待リターンについて率直に議論し、共通認識を形成しておくことが重要

“ リード投資家やそのGPの性格・思想によっても異なるため、ファンドの属性を見るだけでなく、リードVCのGP等と事前にどのようなタイミング・方法で、投資に対するリターンを返すか、すり合わせが重要

VC投資家



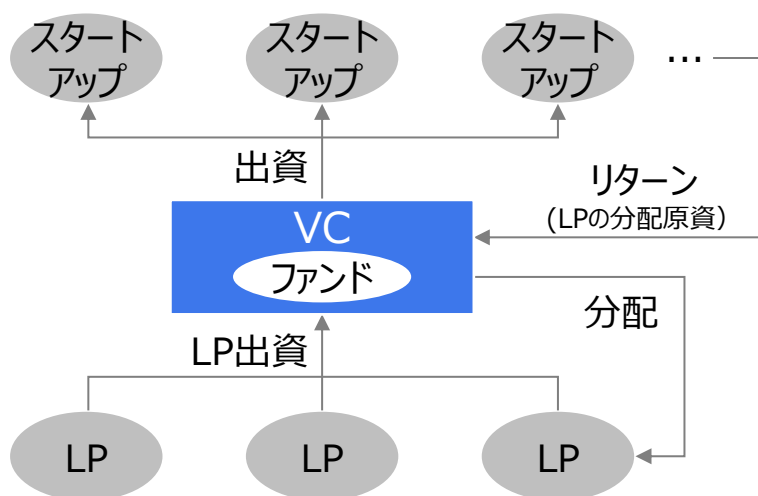
VCのビジネスモデル

VCは出資者から集めた資金を運用し、"キャッシュでリターンを返す" ときに成功報酬を受け取るビジネスモデルをとっている。そのため、適正価格のM&Aか否かで、M&Aに対するVCの意思決定は変わる

VCのビジネスモデル

VCは投資家(LP)から預かった資金をファンドとして運用し、投資先スタートアップのEXITによって株式を現金化し、そのリターンの一部を成功報酬(キャリア)として受け取る

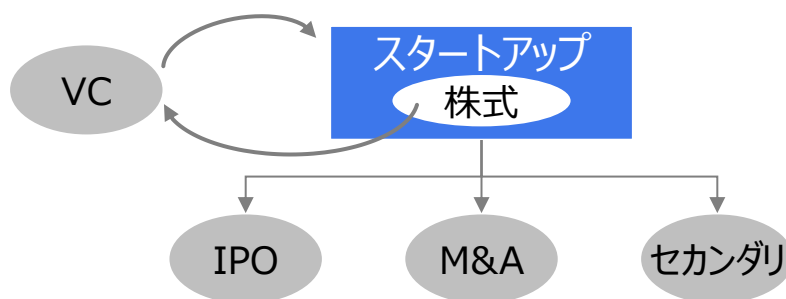
- LP → VC → スタートアップに資金が流れる
 - EXIT (IPO/M&A/セカンダリー) でキャッシュが戻る
 - 得られた回収額をまずLPへ分配し、その成果に応じてキャリアを受け取る
- VCは、LPから預かった資金を運用する受託者として、LPに対する説明責任およびリターン最大化の責任を負う



*キャリア = LPへの分配後、一定条件を満たした場合にVCが受け取る報酬

リターンを生む手段

- スタートアップがリターンを生む手段はIPO・M&A・セカンダリーである
- いずれのEXIT方法でもVCにとっては回収機会となる



“日本のVCは機関投資家の資金を運用していることが多く、LPに対して説明責任がある。そのため、リターンをLPに返せるような適正な条件でM&Aのデールがまとまれば、VCに反対するべき理由は基本的にはなく、M&Aに賛同するはずである。

メガベンチャー
経営者



スタートアップの "買い手" には、特性の異なる様々なプレイヤーが存在する。M&Aの後の事業成長なども見据え、最適な買い手を選ぶのが望ましい。

大企業

巨大なアセットを持つが、カルチャーフィットや、意思決定のスピードには留意

- 自社単独で取り組むよりも、一定の実績を持つスタートアップを買収する方が、**より早く確実に、新規事業を立ち上げられる**と考える大企業も一定数存在している
- 買収後、**自社のアセットを活用し、事業を非連続的に成長**させることが可能である
- 一方で大企業は**意思決定スピードや企業カルチャーがスタートアップと異なる可能性**がある



新しい領域では、すでに動いている**仕組みを取り込む方が時間もリスクも抑えられる**大企業は多い



スタートアップ売却経験者

経営体制（業績管理や意思決定プロセス等）やカルチャーがスタートアップとフィットせずM&Aが進まないケースも往々にして存在



事業会社役員

メガベンチャー／スタートアップ

スタートアップとの相性が一定良い

- **自社事業に近い領域で、既存サービスと組み合わせるプロダクト・人材を**求める傾向がある
- **CEOが直接M&Aの意思決定**をすることもあり、意思決定スピードは大企業と比べて早いこともありうる
- 意思決定の仕組みや企業カルチャーがスタートアップと一定近く、PMIをはじめとした**事業統合が進みやすい**場合がある
- 経営スタイルの類似を背景に、買収後も次期経営陣として、買収先の経営者を育成する狙いを持つケースもある

成長を続けるスタートアップは、**人材や技術を "時間を買う形" で**取り込みたいケースがある



VC

メガベンチャーがスタートアップを買収するケースは**双方のカルチャーがフィットするケースもあり、PMI が成功しやすい**傾向にある



VC



ファンド

新たな株主のもとで成長期間を確保

- PEファンドやレイターVC等、新たな株主のもとで事業成長をし、IPO、M&A等の次なる成長手段の機会を探ることが可能。
- 親会社や市場から評価される環境よりも事業成長に向けた投資や資金調達等が行いやすい場合もある。

VCにとってM&Aやセカンダリーは**有力な回収手段として重要**になる



VC

新たなファンドのもとで成長期間を確保することは、スタートアップにとっても有効



グロース投資家



買い手候補との関係を深めたいと思った場合、関係を深める選択肢として、資本面・事業面の2面から、自社の戦略に応じて選択することが望ましい。

特徴 連携パターン 事業
連携

- 事業面でのシナジー創出の実効性を検証できる。
- 事業成長に直結し、買い手候補としての相互理解が深まる。

- スタートアップのプロダクト活用
- 共同でのプロダクト・PoC開発
- 顧客基盤を活用した相互送客
- 両者の営業組織を活用した共同販売

資本
連携

- 更なる連携に向けた買い手側の社内推進力が高まる可能性がある。
- 但し、他の企業との協業の制限やファーストリフューザルライト等をつけるか否かの判断は、特に早期では慎重になることが望ましい。

- 出資元: CVC、事業会社
- 出資形態: マイノリティ出資 (資本業務提携)
- ガバナンスとの連動: 取締役派遣、事前承認 (拒否権)、ファーストリフューザルライトの有無 等

早期からの資本提携を実施する場合の留意点 

“ファーストリフューザルライト/先買権 (第三者との取引を行う際、取引条件を提示し、優先的な交渉を認める権利) は、事業会社・CVCが出資の際に組み込もうとする傾向にある。しかし、スタートアップとしては、その後の資本政策等を制約するものであるため、マイノリティ出資の際は組む込まない、調達するステージによって許容するか判断する等、戦略的に対応することが必要である。

事業会社 

“CVCからの出資では、「サイドレター等で過度な制約や優越的地位が付与されていないか」に注意すべき。事業自由度を狭めると長期的な企業価値を損なう。出資の対価はあくまで株券であるという原則を堅持し、サイドレターを結ぶなら、事業上の連携をセットにするべき。

VC 

“ファーストリフューザルライト/先買権が入った条項だと、M&Aのオファーがあった際に進めにくいので、なるべく避けたほうがよい。

アメリカでのスタートアップ経営者 

“資本提携は、事業会社側の戦略変更で株が“塩漬け”になり、売却できなくなる例もある。

事業会社 

“戦略的なリターンを求めるCVCは「ネガティブドライバー (追加投資拒否・売却制約)」になりうるため、「この株主構成ではまとめられない」と買い手が離脱する理由になるケースもある。

事業会社 

M&Aを視野に入れて経営するために、投資契約条項にM&Aに関して意思決定しにくくなる条項が含まれていないか留意することも有用。

定義・M&Aへの影響

留意点 (有識者ヒアリングより作成)

課題① 少数又は単独の株主がM&Aに反対する (あるいは拒否権を有している)

事前承認条項 (拒否権)

- 【定義】株式の譲渡やM&A等の一定の事項に対して、投資家の事前の承認を必要とする条項のこと。
- 【M&Aへの影響】M&Aに関する拒否権を単独で持つ投資家がいる場合、交渉がデッドロックになり得るので留意が必要である。
- 単独の株主がM&Aに関する拒否権を持たない状態にし、取締役会および株主の多数 (過半数または2/3以上) の同意により実行できるようにすることも必要に応じて検討する。
【詳細はガバナンスに関する節を参照】

ドラッグアロング条項

- 【定義】大株主が売却するとき、ほかの株主も一緒に売ってもらうことを強制できる条項
- 【M&Aへの影響】大株主が会社売却方針を決めたのに、少数株主が反対して取引が成立しないことを避け、リード投資家の先導が容易になることで、クロージングの確度向上が期待。
- 経営陣の意向が必要になるか否かの設定に関し、経営陣が納得していないにもかかわらず買収が実行されると、企業価値を維持できない場合もあるため、一定の範囲の株主だけでなく経営陣の同意が必要であることを明記する例もある。

課題② M&Aの経済的インセンティブが揃っていないため、合意しにくい

優先残余財産分配 (次項コラムも参照)

- 【定義】投資家が出資したお金を "まず先に" 回収できるように、会社売却や清算時の分配順を優先する仕組み
- 【M&Aへの影響】売却価格によっては優先株主にリターンが偏り、経営者や従業員に配分されない場合があり、M&Aが合理的であっても合意形成が難しくなることがある。
- 優先残余財産分配の内容は、出口の想定シナリオに応じた帰結、ガバナンスやドラッグ・アロング・ライトの設計等を踏まえ、契約当事者間で交渉され、決定するよう留意する。

課題③ 起業家・スタートアップ経営者が IPO が最善・M&Aは次善の策だと誤解する

上場努力義務

- 【定義】会社や創業者が「将来 IPO を実現するよう努力すること」を義務付ける条項
- 【M&Aへの影響】努力義務ではあるが、特に初期の起業家が「上場」=ファーストチョイスと誤解しやすくなるため、留意が必要
- 例えば、①上場努力義務を定めない。あるいは、②上場に限定するのではなく、M&A等の選択肢も含めた、EXIT努力義務にする、といった対応が考えられる。

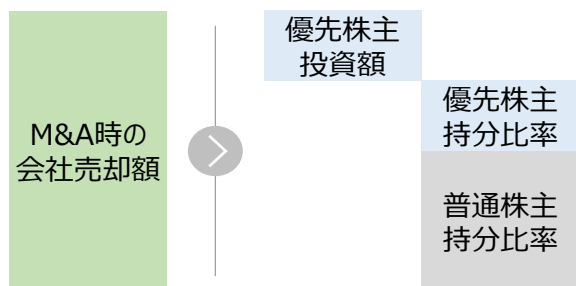
優先残余財産分配のデザイン

M&A時の「経済的リターンの分配構造」を理解したうえで、投資家等と丁寧にコミュニケーションを行いながら分配構造を検討・調整することが有用。

普通株主と優先株主間の財産分配

1倍・参加型優先株式

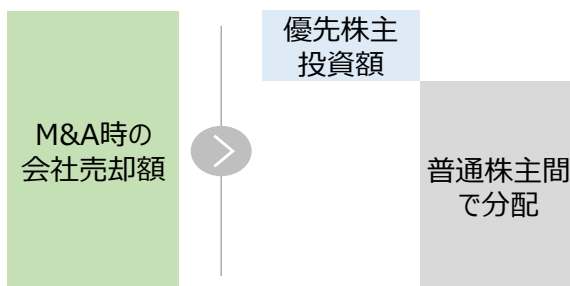
投資家はまず投資元本を回収。その後、普通株主と残余財産を再分配。



まず優先的に 残った分の
分配され 分配にも参加

1倍・非参加型優先株式

投資家は「元本回収」のみ行う。但し、普通株式に転換することで、普通株式と同じ比率で残余財産分配を得ることが可能



優先的に 残った分の
分配されるが 分配には非参加

図出典：一般社団法人スタートアップ協会：スタートアップ投資契約条件の日米比較の「参加型優先株式と非参加型優先株式の違い」の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成

リターンが1.1～1.2倍でも投資家の取り分が確保されるため、参加型の方が優先株主はM&Aに合意しやすい

M&A仲介会社



非参加型のほうが創業者に取り分を残すことができ、創業者へのインセンティブという意味においてはプラスに働きやすい

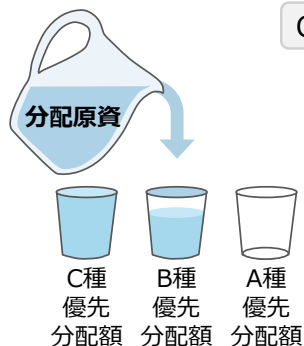
スタートアップ経営者



投資家間の財産分配

スタック構造

$C > B > A > \text{普通株}$



- C→B→Aの優先株主の順に分配
- 残っていたら普通株主に分配

パリティ構造

$C = B = A > \text{普通株}$



- C・B・A種優先株主に平等に分配
- 残っていたら、普通株主に分配

図出典：CoralCapital：優先株式と投資契約の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成

スタック型では、優先順位が直近ラウンドに偏り、古い投資家が損をするため、M&Aに反対しやすく、合意形成が詰まりやすい。そのため、「パリティ」が望ましいのではないか？という議論も足下において広がっている

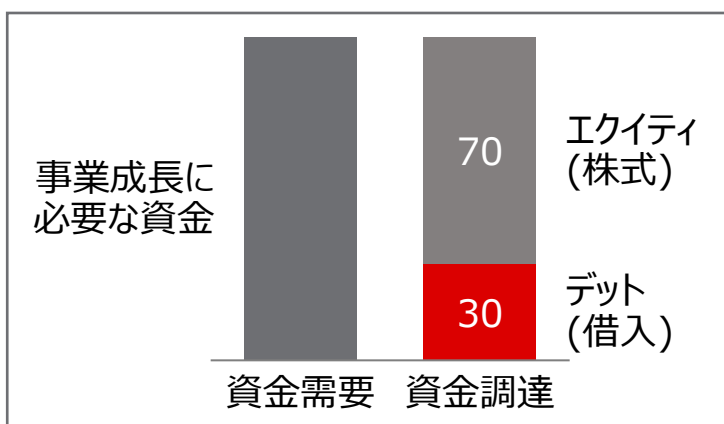
VC



エクイティ調達額自体もM&A実施時の買収金額に影響を与えるため、デットファイナンスも資金調達の選択肢として検討を行うことが有用である。

デット活用による資金調達額の調整

- M&Aを視野に入れた資本政策においては、バリュエーションだけでなく、「エクイティ(株式)での調達額」がM&A実施時の買収金額に影響を与える。
- 特に事業化までの期間が長く、必要資金が大きい場合は、デット(借入)を組み合わせることも有効である。
- デットファイナンスも活用することで、M&Aを円滑に進められる可能性が高まるケースもあることに留意して資本政策を検討することが望ましい。



デットを活用
(エクイティ調達額の抑制)

M&Aの際に既存株主が求める買収金額の水準(下限額)を一定程度抑制できる場合がある

“

多くの優先株は「まず投資額を回収する」構造のため、このラインを下回るM&Aは投資家が損をする構造になり、合意は事実上困難である。

そのため、エクイティ調達額が増えるとM&Aの下限価格が上がり、買い手の予算帯とズレやすく、M&A成立の難度が上昇するケースがある。

調達段階でこのメカニズムを理解しないと、将来の選択肢が狭まる可能性がある。

M&A仲介会社



コラム

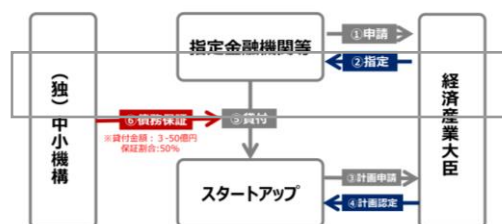
ディープテックベンチャーへの民間融資に対する債務保証制度



- 政府では、令和3年7月に、事業計画を認定されたベンチャー企業が、経産大臣に指定された民間金融機関から行う一定の借入れについて、(独)中小企業基盤整備機構が債務を保証する制度を創設
- 詳細は、[経済産業省HP](#) を参照

制度の概要

指定金融機関等によるスタートアップ企業への貸付に対し債務保証を付与。



コンバーティブル投資手段の活用

コンバーティブル投資手段を活用することで、バリュエーションを行うタイミングをずらすことができ、より適正なバリュエーションに近づきやすくなる。

経済産業省では「コンバーティブル投資手段活用ガイドライン」を令和2年に公開しており、ここでは転換価額の算定式のみが設定された新株予約権等により資金調達を行い、将来価値評価の正確性が高まったタイミングで株式転換を行う方法を紹介している。

このように、厳格な企業価値評価を先延ばしにできる手法を活用することで、より正確なバリュエーションに近づけやすくなる事が可能。

具体的な手法としては、Coral Capital が公開している J-KISS や Y Combinator が公開している SAFE 等がある。

詳細は、経済産業省が公開している「[コンバーティブル投資手段活用ガイドライン](#)」を参照のこと。

我が国でも、VCが無償公開する契約ひな形が普及を加速

Coral Capital「J-KISS」の概要



概要

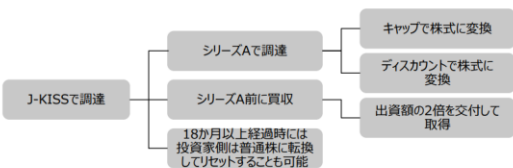
- 2016年4月に無償公開された、シード期投資のためのフォーマット
 - https://coralcap.co/2016/04/j-kiss/
 - なお、海外投資家からの資金調達にあたっては、英語版フォーマットの利用も可能。
- 500 Startups Japanが無償公開し、Coral Capitalがメンテナンスを実施
- 米国で利用されている「KISS (Keep It Simple Security)」を日本の規制や実務に合わせる形で設計されており、弁護士・税理士によるチェック済
- 必要最小限の箇所を更新するのみの簡易な構成
- 契約時の企業価値評価は簡易評価・評価無しと出来、BS上資本計上される点が特徴

ルール

- 契約時にはJ-KISSが何株になるかは決まず、転換価額決定時の計算式のみ決定
 - 株数決定が不要なため、企業価値評価は簡易評価・評価無し
 - 転換価額は、ディスカウントand/orキャップを用いて決定
- シリーズAに進んだタイミングで、J-KISSを消滅させて株式に転換
 - シリーズAラウンドの定義は「株式で1億円以上を調達するタイミング」

調達後のシナリオパターン

- 調達後は、シリーズA調達が発生した場合・転換前売却・満期まで調達無しの場合の3パターンに応じて決められている



出典:Coral Capital 公開資料

第3章 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達 36

我が国企業による海外スタートアップへの投資についてはSAFEも多用されている

Y Combinator「SAFE」の概要



概要

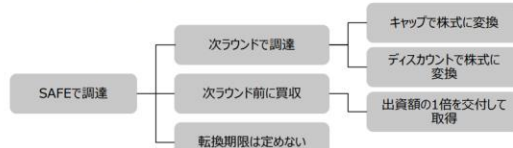
- 2013年12月にY Combinatorが無償公開した、シード期投資のためのフォーマット
- 契約パターン別に4つのフォーマットが存在するのが特徴
 - キャップ有無×ディスカウント有無
- 米国でのシード期の資金調達はSAFEを利用して行われることが多い
- 必要最小限の箇所を更新するのみの簡易な構成
- 契約時の企業価値評価は簡易評価・評価無しと出来る

ルール

- 契約時にはSAFEが何株になるかは決まず、転換価額決定時の計算式のみ決定
 - 株数決定が不要なため、企業価値評価は簡易評価・評価無し
 - 転換価額は、ディスカウントand/orキャップを用いて決定
- 次の資金調達ラウンドに進んだタイミングで、SAFEを消滅させて株式に転換

調達後のシナリオパターン

- 調達後は、シリーズA調達が発生した場合・転換前売却・満期まで調達無しの場合の3パターンに応じて決められている



SAFEによる調達に必要な契約ひな形が存在

- SAFEによる4つの契約パターンごとに必要となる契約ひな形をY combinatorのオフィシャルホームページで公開

SAFE FINANCING DOCUMENTS
Investment Agreement for Startup



出典: John F. Coyle and Joseph M. Green "The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts" (2019)

第3章 活用の具体策① - シード期スタートアップの資金調達 38

適時・適切なM&Aを実現するためには、速く・質の高い意思決定を実現できるように、適切にガバナンスを設計する必要がある。

ガバナンスの基本的な考え方

避けたいこと



- 投資家の拒否権や初期の契約条件により特定の株主や創業者等の影響力が過度に強い場合、M&A判断に係る意思決定が遅延・硬直化する場合がある
- 初期ラウンドの契約条件が固定化し、資金調達ラウンドが進んでも、その時点の経営体制や株主構成を踏まえた契約条件の見直しが行われない

基本的な考え方



- M&Aは、**速いスピードで、質の高い意思決定**が求められることが多く、それに対応できるようにガバナンスを整備しておく
- 資本政策とガバナンスは一体となっているため、経営の早期から意識することで、「**後戻りできない**」事態を防ぐ
- 日頃から、M&Aを一つの**選択肢**として経営において議論することで、意思決定の軸の明確化や情報の感度を高める



ガバナンスの具体的なポイント

詳細本節

投資家の事前承認事項 (拒否権) を調整する



- 売却に関する拒否権を特定株主に集中させないように、契約条項を調整することを検討する
- 会社の事業の性質やガバナンスの成熟段階、投資家(株主)の増加に伴う資本構成の複雑化に応じて、あるべきガバナンスを全体設計するよう努め、拒否権もその中の一論点として位置付けて議論する

and/
or

詳細本節

取締役会を中心とするガバナンスへ移行する等ガバナンスの成熟化を図る



- 株主構成が多様化すると、利害調整が必要となり、意思決定の複雑性が増すため、必要に応じて取締役会によるモニタリングを中心とするガバナンスに移行すること等を検討する
- 取締役会で質の高い議論を実施することを目指して、取締役会のアジェンダ設計や取締役の人选に留意する

and/
or

詳細「人材」の節参照

社内体制を強化する (CFO の採用 等)



- 役員や管理部門が資本政策・ガバナンスを理解し、投資家と対等に議論できる組織を構築する
- M&Aの必要性や条件設計をリードできるCFOを採用する

エクイティで資金調達する際、拒否権(事前承認事項)の設定には早期から留意するとともに、会社のステージ必要に応じて見直しも検討することが有用。

拒否権によって発生する課題(例)

個別株主にM&Aの実施に関する拒否権(事前承認事項)が設定されている

取締役会または株主の多数がM&Aに賛成なのに、一部の株主の反対によって、ディールが流れてしまう

資金調達ラウンドが進むごとに、投資家が個別で持っている拒否権が積み上がってしまう

合意形成の難しさを恐れて買い手がディールを進めようとしなくなってしまう

M&Aの条件交渉の際に、個別でやり取りする株主が増えて、交渉のスピードが落ちてしまう

上記課題への対応策(例)

これから拒否権の設定をする場合

M&Aを視野に入れる場合は、**単独の株主がM&Aに関する拒否権を持たない状態**にし、取締役会及び株主の多数(過半数または2/3以上)の同意によりM&Aが実行できるようにすることが有用と考えられる。

拒否権の行使条件の設計については、各スタートアップの株主構成等の個別事情に応じて法律専門家等とも検討・相談のうえ適切に設計することが重要であるが、例えば、「全投資家の過半数の同意が必要」や「各ラウンドの投資家の過半数の同意が必要」等の規定が考えられる。

既に単独の株主への拒否権が設定されている場合

会社の事業の性質やガバナンスの成熟段階、投資家(株主)の増加に伴う資本構成の複雑化によって事前承認事項とすべき事項が変わり得ることから、**スタートアップのフェーズに応じて適時その範囲について見直しを図ることが適切である。**

“

既に設定されている拒否権を調整する交渉において、拒否権だけを論点に設定すると調整が難航することが多い。法人の成熟度合いに合わせ、あるべきガバナンスを全体設計し、拒否権もその中の一論点として位置付けて議論することで、拒否権を調整することの必要性が理解されやすくなる。

VC



企業のステージに応じて取締役会によるモニタリングを中心とするガバナンスに移行する等、ガバナンスの成熟化を図ることが重要である。

株主によるガバナンス



取締役会によるガバナンス



- 創業～アーリーの**初期段階**では創業者（または少人数の創業チーム）が実質的な意思決定主体となることが多く、迅速な判断が可能である。株主数も限定的であり、個別対話を通じた柔軟な意思決定が行いやすい。
- 一方、資金調達ラウンドを重ねて株主構成が多様化すると、様々な利害調整が必要となり、意思決定の複雑性が増す点には留意が必要である。

- 取締役会が、会社の利益のために経営判断を行う。
- 株主構成が多様化するなど一定成長したフェーズで機能**することが多い。
 - 経営陣・投資家以外に独立社外取締役を構成員とすることで、中立的かつ建設的な議論・検討を行いやすくすることも可能。

取締役会での議論の質を上げるポイント

アジェンダ設定

執行レベルの議論とは明確にアジェンダを区分し、M&Aのオファーがあった際の意思決定やその際の考え方等、**資本政策上の重要事項の議論に時間を割くことが有用。**

Not This...

- 会社法等のルールで求められていることのみに対応する
- 業績報告と課題への対応策に終始している等



But this

- 中長期的で不可逆的な意思決定に関する議論に時間を使う
 - 資源配分、資本政策等



取締役会の構成

適時・適切なM&Aの意思決定を行うためには、**経営の視点で、企業成長を目的として、議論できる人材を配置することが重要**である。また**適切なスピードで意思決定がしやすい構造**を保つことも重要である。

ラウンドを重ねるごとにVC派遣の取締役が増える。意味ある議論をする観点で適切な構成か、常に意識が必要。



VC

M&A経験の多い投資家が取締役にいたことで、質の高い判断をスピード感をもって実施できた。



売却経験のある
スタートアップ
経営者

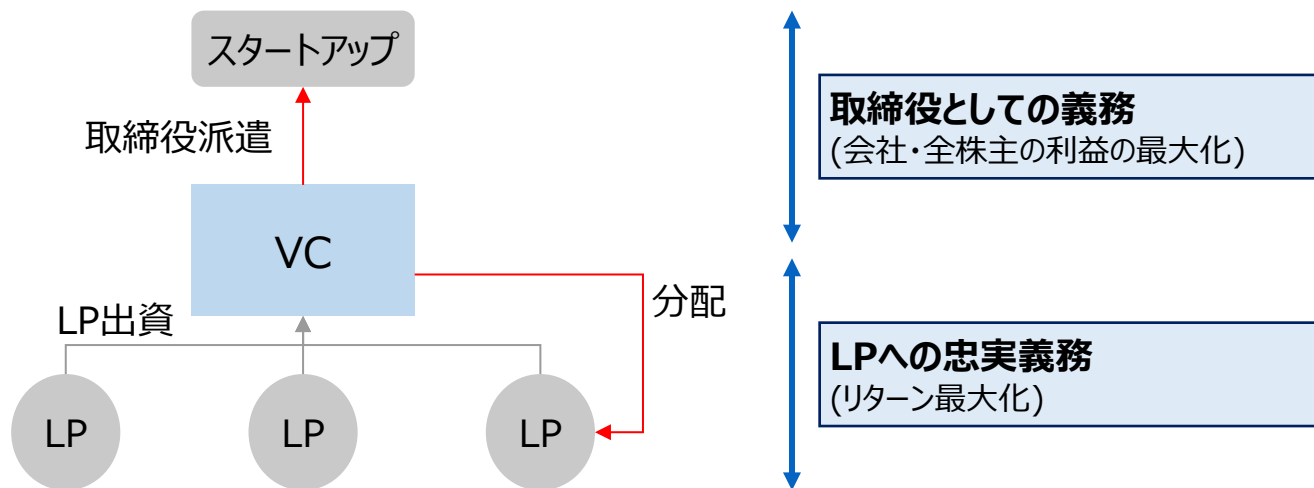
執行の中核を担う社内人材を取締役とする際は経営の視点の有無を確認するのが望ましい。



VC

VCがスタートアップの取締役となる場合の責務のコンフリクト

VCからスタートアップへ取締役を派遣する場合、"GPとしてLPに対して負っている責務"と"取締役として会社・全株主に対して負っている責務"の二つがコンフリクトしやすい構造がある。



スタートアップにおいても、いわゆるボードガバナンスが主流であるアメリカでは、2つの責務が衝突した場合には、**取締役は"会社とすべての株主"の利益を守る義務を負い、LPへの責務よりもそれが上回る**と考えられることが多い。

そのためアメリカでは、M&Aの場面でも、取締役は、それがたとえ自らがLPに負っている責務と反する場合でも、**"最も株主価値が高い選択肢"**であれば、**機関としてそれを意思決定することが責務**となる。

取締役に就任した時点で、**会社全体と全株主の利益を代表する立場**になる。つまり、**フィデューシャリー・デューティに基づき行動**する必要があり、取締役は特定の投資家の利益のみを優先して意思決定を行うべきではないとされている。

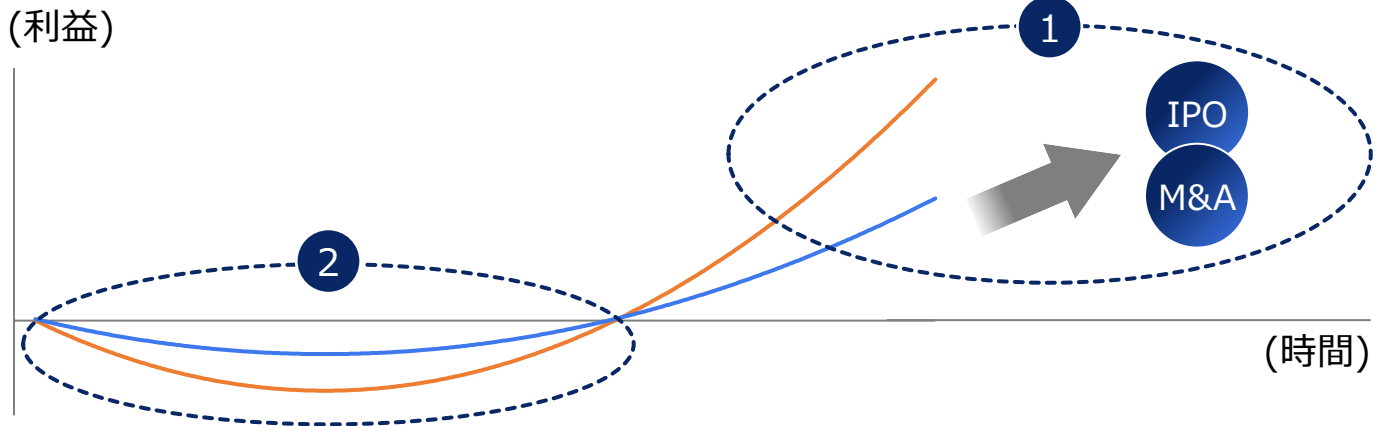
スタートアップ経営者
(アメリカでの売却経験有)



日本においても米国と同様のコンフリクトのリスクが存在するため、
例えば、独立社外取締役の設置を検討すること等が考えられる。

※「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」増補版 11頁参照。

買い手は事業の進捗・成長状況を重要指標として捉える場合があるため、売上/利益といった基本的な財務的指標を早期から意識することは有用である。



事業が伸びていることが重要なのは、IPO / M&Aの双方で変わらない。そのため、デュアルトラック経営でも、事業成長を重視することは重要

事業が伸びていないスタートアップはM&Aの検討対象にならない。短期的な売却を前提に事業成長を犠牲にする経営は、結果としてM&Aから遠ざかる可能性が高いことに留意が必要である。



メガベンチャー経営者

M&Aの際には、売上のみならず、利益も重要な観点となる。スタートアップでは、事業規模の成長を求め、売上がKPIになりやすいが、利益も意識して事業戦略を立てることが有用となる。

- スタートアップは赤字を前提として集中的に先行投資を行い、後から回収する事業モデル(いわゆる"Jカーブ")が相応に多い。
- しかし、M&Aを見据えると、買い手側において許容できる赤字の規模が変わってくる可能性があることには留意が必要である。

但し、初期段階(シード等)で利益を意識しすぎると、事業の立ち上げが難しい可能性があるため、利益ではなく、売上をKPIにするべきフェーズもあることには留意が必要である。

特に事業会社は、売上や利益といった"読みやすい数字"に依拠して企業価値の算定などを行う傾向がある。事業会社側の評価方法改革も重要だが、スタートアップの側も利益を伸ばせる事業を育てることを意識する必要がある。



M&A仲介会社

東証のグロース市場改革の影響もあり、日本でも利益を確保しつつ成長を目指すスタートアップが増えており、風向きが変わってきた。M&Aの買い手側の視点としては、このような変化は追い風であると感じている。



メガベンチャー経営者

最初からM&Aを意識して利益を追い求めると、投資を控えてしまい、成長につながらないので、本末転倒になり得る。



スタートアップ経営者(上場経験あり)



ディープテック企業におけるキャッシュフローを意識した経営

ディープテック企業でも企業価値を評価する際には、将来キャッシュフローが問われることもある。ディープテック企業であっても、自社の事業特性を踏まえて、キャッシュフローに意識を向けて経営を行うことが有用である。

一般的な誤解:

ディープテックでは、キャッシュフローを意識した経営は難しい

研究開発に
長期間を要する

既存のビジネスモデル
が適用しにくい

市場・需要の
推定が困難

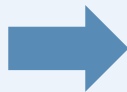
...



事業経営上の工夫:

ディープテックならではの要素を押さえることで、
キャッシュフローを意識した経営が実施できる可能性がある

ディープテックは
B to B のビジネスモデルを
取るのが比較的多い



サプライチェーン全体を踏まえ、
最終需要の大きさを推定した上で
事業計画を立てることで、
キャッシュフローを見立てやすくなる
可能性がある

<イメージ>

- 自動車業界であれば、最終需要である「自動車の生産台数」から市場の大きさを推定し、サプライチェーンに分解し、自社サービスによる付加価値を定義することで、事業計画や生まれるフリーキャッシュフローを推定できる可能性がある。



「ディープテックだからDCFでは評価できない」「ディープテックだから特別なロジックで高く評価してよい」といった前提は、根本的に誤りでミスリード。

企業価値は本来、将来生み出すフリーキャッシュフローの大きさを説明されるべき。ディープテックであっても、基本原則は変わらない。「前回ラウンドの評価額」や「その時々市場マルチプル」に引きずられることは原則として避けたほうがよい。

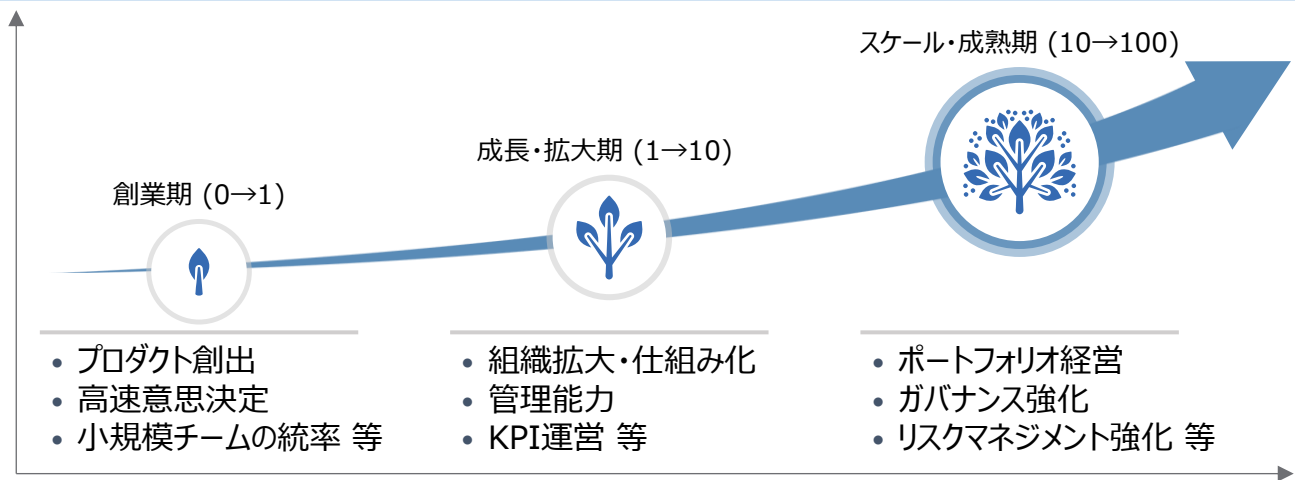
VC投資家
(ディープテック知見有)



経営者自身のサクセションも選択肢の一つとして考慮して経営をすることが有用。これは 成長手段がM&A/IPO の場合、双方に共通である。

- スタートアップは、成長ステージによって、組織として求められる経営ケイパビリティが大きく変化する傾向にある。
- 経営者のサクセションについて、スタートアップがCEO自身が日頃から良く考えると共に、社外取締役 (VC等の投資家) 等も必要に応じてスタートアップに提言することが有用
- ただし、必要な経営ケイパビリティを全て自社で揃える必要があるわけではなく、組織のケイパビリティを補うためにM&Aを目指すという考え方もある。

要求される経営スキルは変化する



スタートアップ経営者の多くは一周目の企業家であるが、起業から7~8年たつと本来得意な0→1フェーズを終え、**仕組み化・戦略的アライアンス・大規模オペレーション等、別のケイパビリティが求められるフェーズ**に入る。

日本では、創業者がスタートアップの経営を続けることが慣例になっているケースが相応にあるものの、**アメリカでは資金調達タイミング等**で、経営者が交代することも相応にある。

M&A
仲介会社



コラム

アメリカにおける経営者のサクセションを分析した論文

- 1995-2008年に設立されたアメリカのVCが投資しているスタートアップ約11,900社を対象とした論文では、創業者交代はIPO・質の高いM&Aの確率を上げることが示された。
- 特に CEOやCFO等CXOレベルの交代で効果が大きいことも明らかになった。
- 交代先の経営者は創業者よりもビジネス経験が長い、自身で起業した経験は少ない (所謂「大企業出身のプロ経営者」が多い) ことも示された。
- 特に、資金調達ラウンドの直後のタイミングや、投資家取締役が多い企業で交代確率が高いことも示された。

出典 : Ewens, Michael and Marx, Matt, Founder Replacement and Startup Performance (May 15, 2017). Review of Financial Economics, Vol. 31, No. 4, 2018, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2717124>
の内容・情報を基にボストンコンサルティンググループ作成

個人の志向や、CFO/COO等のプロ人材のキャリア志向の違いにより、「いつどの資本政策を選ぶか」に対する考え方が経営陣内で分かれることがありうる。

意識しておくべきポイント



課題の例

- 創業時からのCFOがM&Aに長けていると限らない
- ミドル以降でCFOを採用した場合に、CFO 個人にM&AよりもIPOを志向する場合がある。
 - スタートアップ CFOにおいては、上場後に退任した後、再び未上場企業へ転職するキャリアも相応に存在



人材確保の上での留意点



- CFO採用・任用する時点でM&Aも成長手段の選択肢にあることを説明し、方針をすりあわせておく。
- 投資銀行/証券会社経験者以外に、事業会社側でM&Aの経験が豊富な人材も選択肢の一つである



CFOに求められるのは「M&Aを実務として回した経験」であり、それが投資銀行か事業会社かは本質ではない。むしろ、事業会社側でPMIや統合後の経営、投資判断・撤退判断まで含めてM&Aを何度も経験している人のほうが実務的に強いケースも多い

機関投資家



キャリア志向の違い (例)

創業者同士の方針の違い

創業者とプロ人材 (CFO・COO 等) の方針の違い

事業を伸ばしていきたい
上場を目指したい



創業者A

事業は一区切りついたので、
次の挑戦に進むならM&A
も選択肢



創業者B

上場を実現した実績が
自分のキャリアとして重要



CFO



たとえば、スタートアップではM&A局面でよく利害がぶつかりやすいのはCFO。CFOにとっては、IPOを達成し上場企業としての開示・資本市場対応を担うことが、実績として強く評価され、次のキャリアにも繋がる。

スタートアップ
経営者



円滑にM&Aを進めるためには、弁護士・FA・税務等の外部専門家とも早期から連携体制を整えておくことが重要である。

外部専門家との連携

スタートアップは社内リソースが限られるため、M&Aを視野に入れる中で、外部専門家（弁護士・FA・税務等）とも早期から連携する（ないしは相談できる体制を整備しておく）ことが、ディールの成功確率を高めることに繋がる。

✓ Do

M&Aの手前から早期に相談

日常的に専門家と関係を作っておくことで、DDのスピード、説明の信頼性、価格交渉力が上がる可能性がある

“ 早期から専門家と連携できれば、M&A経験の浅いスタートアップが不利にならないよう、交渉ができる

メガベンチャー経営者



✗ Don't

M&Aの直前に相談

実施（企図）の直前に外部専門家に相談しても、DD準備等が不十分になり、価格・条件面で不利な合意に至りやすい

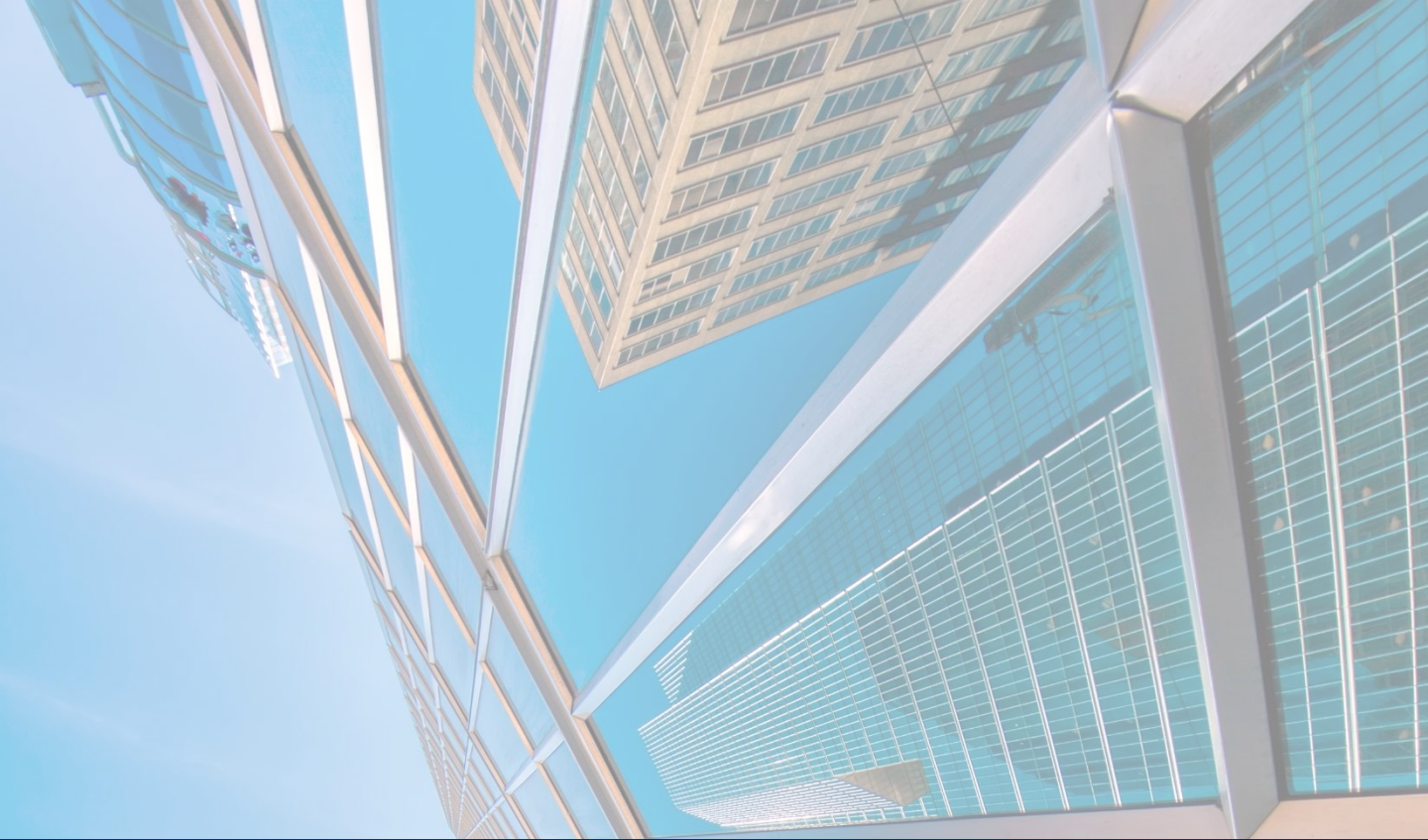
“ 例えば、あと2ヶ月で資金ショートするような状態で外部専門家に相談しても、巻き返しがきかないケースが多い

M&A仲介経営者



早期に相談しておく専門家と主な相談内容（例）

弁護士 (M&A分野)	投資契約条項・SO設計・契約リスクの整理 (例: 拒否権の設計、M&A時のSOの取り扱い、表明保証リスクの確認等)
FA (財務アドバイザー)	企業価値レンジの把握、買い手候補の整理、交渉方針の検討 (例: どの企業が潜在的買い手になり得るか、想定価格レンジの整理等)
税理士	売却スキームと税務リスクの確認 (例: 株式売却と事業譲渡の税負担差、潜在債務の税務影響等)
会計・ 監査アドバイザー	DD対応の準備、財務リスクの整理 (例: 売上認識、資産計上、簿外債務の有無の整理等)
VC・既存株主	買い手候補の紹介、資本政策の整理 (例: どのタイミングで売却検討を開始するか、株主間の方針調整等)



第4章


"買い手" へのガイダンス (1)

— 経営戦略としてスタートアップM&Aを捉える —




本ガイダンスの "買い手" セクションでは、主に事業会社（大企業）やメガベンチャーを想定して作成している。

事業会社（大企業）



- 本ガイダンスのメイン・ターゲット
- M&Aに向けた体制が既存事業の枠組みを前提に構築されているケースがある。
- 公開企業であることも多く、さらにスタートアップ・カルチャーとの親和性の観点もあるため、スタートアップM&Aで難所に直面しやすい。

メガベンチャー




- 本ガイダンスのサブ・ターゲット
- 本ガイダンスの記述が参考になる部分もあることが想定される一方で、意思決定の仕組みやスタートアップカルチャーの近さ等に起因して、本ガイダンスの記載が当てはまらない部分が存在することもある。

"買い手" の状況に応じたガイダンスの活用方法（例）


"買い手" の状況（例）

既存事業の枠組みを前提としたM&Aの体制




- 既存事業を中心とした内製での成長が基本線となり、飛び地領域のスタートアップの探索が受動的になるケースがある。
- 既存事業部等との連携が進まず、シナジー創出の議論が抽象論に留まり、案件が前に進みづらいケースがある。
- 買収後においても、業績評価等の観点で、既存事業の評価基準に引きずられる傾向が強まる。

公開企業であり、説明責任が大きい



- 買収は資本市場への説明を伴う経営判断となる。
- 公開企業として説明責任が大きく、のれんや減損リスク、IRでの説明可能性、事業計画との整合性等が厳しく問われる。
- それらを背景に、DCFを用いた保守的な算定が行われ、スタートアップとバリュエーションの目線が折り合わないこともある。

スタートアップのカルチャーと親和性がない



- 既存の制度や評価基準への同化圧力が強く働くため、買収しても、摩擦が生じやすく、統合がうまくいかない。その結果、価格に織り込んだシナジーが実現しにくくなることもある。

ガイダンスの活用方法（例）

第4章 スタートアップの買収で、既存事業や従来のM&Aと考え方を変えるべき点を解説

第5章 買収先の探索や買収後の統合について解説

第4章 IRとの連携を含めた体制構築のポイントを解説

第5章 買収金額設定の考え方を解説

第5章 スタートアップの探索・連携・買収後の統合など、実務的なノウハウを解説

経営トップが主導し、スタートアップ買収を、インオーガニックな成長戦略*を実現する手段として、経営戦略に位置付けることが重要である。

スタートアップM&Aにおける特有の難しさ

スタートアップM&Aは、通常のM&Aとは異なる特徴が存在するため、既存のM&Aに対する考え方や体制をそのまま適用するのではなく、特有の対応が必要になる

本ガイダンスで主な対象とするM&A

- | 目的 | 事業特性 | 体制 |
|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> インオーガニックな成長を実現 自社にとって戦略的に重要で、新しい分野の立ち上げに必要 | <ul style="list-style-type: none"> 将来の P/L が読みにくい場合があり、客観的な企業価値がつけにくい 中長期で効果・シナジーが発現する | <ul style="list-style-type: none"> 通常のM&Aとは考え方・人材要件が異なるため、新しい（専門の）部署の設置・拡充が有効 |

(参考) 一般的なM&A

- 既存事業の成長、規模拡大
- 将来の P/L を仮定しやすいので、客観的に企業価値を算定し易い
- 短期的なP/Lリターンも見込める
- 既存部署（経営企画部など）に、M&Aを担当する部署があることが多い

スタートアップをM&Aする場合に原則として留意すべきこと

経営トップが通常のM&Aとの違いを理解した上で、① スタートアップM&Aを経営戦略に位置づけ、独自の枠組みを整備し、必要に応じて、② スタートアップM&A専用の体制を構築することが有用。それがあって初めて、各論 ③ ~ ⑥ が機能するようになる



- 経営戦略（中期経営計画等）で自社にとって戦略的に重要な新規の領域（戦略ドメイン）を明確に定める。それに基づき、経営トップがM&Aの前段階から能動的にスタートアップを探索し、自社にとって重要な将来のM&A対象を見極める。
- 既存事業・部署とは根本的に異なる、「スタートアップM&A専用」の独立した枠組み・体制を構築する。

*本ガイダンスでは、インオーガニック成長を、M&A・資本提携等を通じた外部資源の獲得による成長と位置付ける。

スタートアップM&Aに関する大企業のスタンス (有識者ヒアリングより作成)

日本の大企業は内製主義が強い傾向があるのに対し、アメリカの大企業はスタートアップM&Aを成長戦略の中核プロセスとして組み込んでいる。



日本大企業のモデル (例)



アメリカ大企業のモデル (例)

① 成長の基本構造



既存事業を基盤に連続的に積み上げる「延長線型モデル」。新規事業は内製での成長を目指す傾向がある。

外部スタートアップを取り込み、事業ポートフォリオを再構築する「統合型モデル」。非連続な成長を前提に設計されている。

② M&Aの役割



成長の中核プロセスとしてというより、不足機能を補うための補完手段としての側面が強い。

成長の中核プロセスとして位置づけられ、継続的にM&Aを積み重ねることでインオーガニックな成長に繋げる。

③ 成長の再現性



個別案件に依存し、買収したスタートアップの成長は成功・失敗の振れ幅が大きい。その結果、M&Aを通じた成長ノウハウが組織能力として蓄積されにくい。

プログラマティックM&A（継続的に小規模案件を積み重ねる手法）として制度化されており、買収から統合・成長までのプロセスが標準化され、再現性を持って運用されている。

④ リスクの吸収構造



個別案件の減損を強く意識し、リスクを回避する方向に働きやすい。

ポートフォリオ全体で吸収。一定の失敗を前提に設計されている。

⑤ 統合の思想



既存組織への同化が前提。スタートアップの強みが埋没しやすい。

異質性を活かす設計。買収対象の強みを増幅することを前提に統合。



日本のスタートアップM&Aで大企業等が直面する課題例

スタートアップM&Aを実践するとき、その特徴ゆえに、課題に直面することがある。これらの課題を根本的に乗り越えるためにも、経営戦略へのスタートアップM&Aの位置づけ、専用の枠組み・体制の構築が有用になる。

意思決定・予算・評価 等（内容は有識者へのヒアリングを元に作成）

① 戦略と接続した探索・評価・意思決定の不在



- スタートアップとの連携を取る部門と、M&Aを検討する戦略部門が分かれており、両者の連携が十分でない場合、案件探索が受動的になりがちで、自社の成長戦略から逆算したターゲティングやロングリスト形成が弱くなりやすい。
- 加えて、判断基準やリスク許容幅が組織として構造化されていない場合、案件推進が特定の個人の経験やネットワークに依存しやすくなり、評価や意思決定が遅れやすい、ないしはモメンタムを失いやすい。

② "短期P/L基準" が重視される



- スタートアップの評価額には中長期の成長期待が織り込まれていることが多い。一方、買い手側は取得後に連結PL・減損リスクを負う構造となるため、短期的な業績インパクトとの緊張関係が生じやすい。
 - 単年・単体での業績影響が強く意識されやすく、時間をかけた価値創出を前提とした判断が難しくなりやすい。
- R&D段階を経て、事業化のフェーズになると大規模事業と同一の評価軸（短期P/L、早期黒字化、固定的な撤退ライン）で評価されることがある。
- 「評価・責任の切り替え」が過度に急な場合、市場形成期に必要な先行投資（販売体制、顧客導入、プロダクト改善等）が確保されず、事業がスケールする前に縮小・中止に追い込まれやすい。

③ 企業内の既存案件との相対評価



- スタートアップなら成功といえる規模でも、大企業内では既存事業との相対比較により小さく見えることがあり、社内評価や十分な投資が得られない場合がある。
 - 既存事業や他のM&A案件と横並びで比較される中で、「数字（業績）が既に立っている案件」の方が説明しやすく、将来ポジションやプロダクトの戦略的意義が相対的に評価されづらいことがある。
- また、新規事業に対する評価基準や撤退判断が既存事業と類似の基準（すなわち短期的なP/L責任）で運用され、市場やプロダクトの成熟前における早期撤退等を招く要因となる可能性がある。

日本のスタートアップM&Aで大企業等が直面する課題例

スタートアップM&Aを実践するとき、その特徴ゆえに、課題に直面することがある。これらの課題を根本的に乗り越えるためにも、経営戦略へのスタートアップM&Aの位置づけ、専用の枠組み・体制の構築が有用になる。

人材・人事評価・インセンティブ 等（内容は有識者へのヒアリングを元に作成）

④ 0→1に必要な人材ケイパビリティの不足や社内ルールによる制約・負荷



- 既存の製品・サービスで実績のある人材が必ずしも新規事業立ち上げや製品の企画・提案等に必要なケイパビリティを持っているとは限らない。
- 人材のアサインが適切になされない場合には、製品企画の質の低下、推進の萎縮が生じ、スタートアップM&Aを実施するにあたっての新規事業の立ち上げ等が遅延する。ブランドや既存知見が活用しにくい領域では、こうした人材制約がより顕在化する可能性がある。
- 大企業では業務内容が細分化されているため、新規事業をスピーディに拡大する際に必要となる「複数領域（事業・プロダクト・財務等）を横断して判断できる人材」が育ちにくい。
- また、新規事業としてはシンプルな事業ラインであっても、既存の広範な事業に対応するために作られた重厚な社内ルールの適用や関係部門調整の負荷を受けやすい。この結果、推進者の時間と熱量が調整業務に吸われ、疲弊により挑戦が連鎖しにくくなる結果、組織としてのスタートアップM&Aへの推進力が失われるケースがある。

⑤ 人事評価・インセンティブの不一致



- 新規の製品・サービスは成果まで時間がかかる傾向にある中で、例えば、営業・販売担当への評価・報酬が短期の売上等に偏っている場合等においては、担当者にとって合理的な選択として既存商材が優先され、結果として社内外の販売チャネルが新規商材の販売に十分コミットされないケースがある。
- スタートアップと大企業側において、人事評価や報酬ルールが整合しておらず、例えば、M&A後に大企業側からスタートアップへ出向者を派遣する、あるいは転籍を行うといった人材配置の最適化に向けたアクションの実施ハードルが上がるケースがある。
- また、買収後もスタートアップ経営陣やキーパーソンの継続関与が価値の前提となるケースでは、既存の評価制度や報酬体系との不整合から、リテンション上の課題が生じやすい。



スタートアップM&Aにおける経営トップのリーダーシップの必要性

スタートアップのM&Aにはトップのリーダーシップが必要であることは、スタートアップ・エコシステムに関わる各有識者が指摘している。

中期経営計画等への記載が社内の理解を生み、プロセスが円滑化

経営トップがスタートアップM&Aの推進を**明確に経営方針として打ち出しており**、「社外イノベーションの取り込み」「スタートアップ技術の活用」が**組織文化として浸透**している。



大手事業会社 (オープンイノベーション責任者)

買い手

成功する案件はトップが関わるが多い

大型ディールほど「**役員自身や経営層が信頼する人物からの紹介**」であり、トップが関与しているケースが多い。



大手事業会社 (オープンイノベーション責任者)

買い手

スタートアップ経営者と一担当社員では**価値観ギャップが大きく、トップ同士の対話**が不可欠。



メガベンチャー経営者

買い手

M&Aは企業間の出会いの側面が強く、**トップ同士が会って議論**する中で『こういう成長の形なら一緒にやれる』という像が見えてくると、結果としてM&Aが**選択肢として立ち上が**ってくる。



ベンチャー経営者

売り手

買収後の事業成長には、**組織改革も含めた意思決定が必要**

大企業とスタートアップでは**人事制度・給与水準・ワークスタイルが大きく異なる**。そのため、買収後の成長には各種制度の統合や必要に応じた**組織再編等**、の大きな経営判断が必要となるため、**トップのコミットメントが欠か**せない。



大手事業会社 (オープンイノベーション責任者)

買い手

買収後に成長させるには、**人材・ストックオプション (SO)・報酬を含めたインセンティブの再設計**が避けられない。そこを**買い手経営と腹を割って議論**できないと難しい。



メガベンチャー経営者

売り手

成長戦略としてスタートアップM&Aを実行するには、意思決定、予算策定、インセンティブ設計等について既存事業とは異なる専用の枠組みが必要。

大企業における経営の前提

既存事業 (従来の事業運営)



- 収益モデルや顧客基盤が確立しており、短中期の業績目標を前提に運営される。
- 投資判断は売上・利益・ROIC等の財務指標に基づく場合が比較的多い。
- 成否は適宜業績へ反映され、年度計画との整合が重視される。
- 意思決定・予算配分・責任の所在が明確である。

新規事業 (スタートアップM&A後の事業運営)



- 既存事業とは異なる市場や技術に挑戦するため、**不確実性が高い**。
- 中長期の成長戦略に基づく投資が多く、**成果が顕在化するまで時間を要する**ため、短期的な財務指標だけでは合理性を十分に説明できない。
- **減損や失敗のリスク**が強調されやすく、意思決定や予算確保が難しくなる。



スタートアップM&A専用の「枠組み」構築のポイント

社内の連携 プロセス

成長戦略の実現に向けた戦略的意義を踏まえ、経営トップと接続させたうえで、スタートアップの探索・評価、意思決定がなされるようプロセスを構築することが有効である。



スタートアップM&Aの経営戦略上の位置づけや、探索方針、判断基準等が経営層も含めて認識・共有されていることが重要。



スタートアップ経営者

予算策定

自社にとって戦略的に重要な新規の事業領域（戦略ドメイン）の立ち上げに投資する予算を複数年度で確保する。単年度・単案件で業績管理するのではなく、ポートフォリオ全体でかつ複数年度で予算を確保し、業績管理を行う視点を持つことが有用。



事業部が腹落ちした計画を持ち、予算化することが重要。単年度・単案件で業績管理するのではなく、ポートフォリオ全体で管理する視点が必要



事業会社執行役員

インセンティブ 設計

統合後の減損や失敗の説明責任を強調すると推進者は挑戦を避ける行動をとりやすい。そのため、成果だけでなく、挑戦・推進自体を評価対象に含める。買収後の統合が失敗した際に全てを推進者の責任とすることは避け、リスクを組織として吸収できる制度設計が重要。



買収による成長を追求するインセンティブよりも、失敗リスクを忌避する心理的バイアスが働きやすい



スタートアップ経営者
(アメリカでの売却経験有)



アメリカにおけるM&Aの特徴

アメリカでは資本市場・株主からの規律や、株主価値を最大化する観点から、M&Aを通じてインオーガニックな成長を求める志向になりやすい。

資本市場・株主からの規律

- 内部留保を積むとアクティビストに狙われやすく、日本と比べ配当・自社株買や資本効率向上に向けたアクション等を求められる動きが生じやすい。
- 機関投資家等からは、買収等を含めた企業価値向上につながるアクションの実施が期待されている。



- ROE等の向上により、株主利益を最大化するため、余剰資金を成長投資に回すインセンティブが強い
- 成長を実現する手段として、M&Aが選択される傾向にある



アメリカでは、株主価値の最大化の観点から、ROE等に着目した経営が求められる。

一方で、日本では株主に対して説明のないままに積み上がる内部留保が非常に多く、全く成長していない事業も放置され、有望な成長投資も追伸されない。



取締役会の特徴

- 米国では、取締役は株主利益を最優先に考慮する善管注意義務・忠実義務を負う。
- そのため外部取締役も含めた取締役会において、株主価値の最大化の観点から意思決定が行われる。



- 株主価値を最大化する観点から、M&Aが合理的であれば、取締役会の意思決定において、M&Aが強力に推進される傾向にある



アメリカの会社の取締役会では、報告だけで終わる、あるいは議論が十分になされることなく意思決定するといったことはあまりない。取締役会の議論には常に緊張感がある。



スタートアップ経営者
(アメリカでの売却経験有)



アメリカでは、資本市場からの規律と株主価値の最大化の観点から、M&Aが企業価値向上のための標準的な手段として選択されている

トップ主導の成長戦略に基づき、戦略策定から投資、PMIまでを貫く専門体制を構築することで、スタートアップM&Aを有効に活用できる可能性が高まる。

考え方



- スタートアップM&Aを単発の意思決定ではなく、企業の成長戦略に位置付けて実行するためには、**トップの成長戦略とリーダーシップ**が重要である。同時に、**部・経営陣・取締役会の意向を束ね、実行を司る部門**として、Corporate Development部署等を設置することが有効である。
- 買い手側にM&A経験の蓄積が行われるとM&Aのパフォーマンスが高くなる傾向にあり¹⁾、Corporate Development 部署の設置は、**知見蓄積の観点からも重要である**。
1. 出典 [ポストコンサルティンググループ "Ten Lessons from 20 Years of BCG's M&A Report"](#)
- ただし、スタートアップM&Aには特有のリスクもあることから、成長戦略における位置づけに加えて、**リスクを適切に認識できるようにしておくことも重要**である。

アメリカで大企業がスタートアップを買収する場合は、Corporate Development が組織内に存在し、買収候補リストの作成、交渉、評価等を担う。しかし、日本企業には、この機能がほとんど存在しない。

スタートアップ経営者
(アメリカでの売却経験有)



一般的なM&Aの延長線でスタートアップのM&Aを扱うと、スタートアップとバリュエーションの算出や、PMIの方針について噛み合わず、ディールが成立しないことが多い

大手事業会社
(オープンイノベーション責任者)



Corporate Development 部署に必要な機能 (例)

新規ドメイン
戦略策定機能



- 取締役会・経営陣の成長戦略を具体化・構造化する役割を担い、自社にとって "飛び地" となるドメインの戦略仮説を整理し、トップの成長戦略と接続したうえで、予算・リスク許容幅を明確化。

ソーシング
機能



- トップの戦略意図に基づき、ロングリスト・ショートリストを作成し、能動的にスタートアップを探索し、関係を構築。

PMI機能



- 買収後、スタートアップと全社的な考え方の差分がある中で、社内のネットワークを活用してスタートアップを支援しつつ、社内に対してスタートアップの代弁者となって調整を行う、"通訳" 機能を担う。

バリュエーション
機能



- 初期段階から買収金額の大まかな方針を伝える役割を担い、実際に買収する際には戦略的価値を織り込んだ事業計画・バリュエーションを策定。

IR・リスク
マネジメント機能




- 特に大型の買収を行う場合に、減損リスクも含めて、全社に与えるリスクをアセスメントし、必要に応じて事前に株主・投資家へ説明するためのストーリーを検討し、IR部門と連携。



アメリカにおける スタートアップM&A担当部門の状況

アメリカでは専門のCorporate Develop 部門がM&Aの担当部署として能動的に動き、技術・人材等を取り込む傾向にある。

項目	 アメリカ (Corp Dev) ※有識者へのヒアリングを元に作成
主な役割	M&A・戦略提携・投資を専任で担当
人材	IBD/PE/コンサル出身の専門家で、財務・交渉・業界知見を備えていることが多い。
評価指標	加点主義で "ディールを生み出すこと" が評価されるため、挑戦が合理的になる。
外部活用	専門アドバイザーに "買い手側の探索" を依頼し、売りに出ていない企業にも接触している。
情報源	独自DB・スカウト網・テーマ別探索により、プロアクティブに情報を取得している。



アメリカで Corporate Develop 部門を設置して、M&Aを事業成長に繋げている企業の例

Cisco Systems:

自社で0→1を作らず、外で育てて取り込み技術獲得を高速化



- 社内の優秀なエンジニアや外部の起業家チームに対し、Cisco が資本を拠出する形で独立スタートアップを設立させ、特定技術の開発を外部で進めるモデル
- 事前に関収権 (オプション) や成果連動の買収条件を設定し、技術・製品が一定の成果を上げた段階で、本体に確実に取り込む仕組みを構築

Google (Alphabet):

技術 × 人材の獲得を目的化した "戦略的スカウト型M&A" を展開



- 将来重要となる技術を早期に見極め、戦略的にM&Aを実行する体制を整備
 - 例えばAndroidの買収時には、Corp Dev部門がモバイルOSの戦略的重要性を予見し、約5,000万ドルで買収
- 開発チームや主要エンジニアもそのまま取り込み、中核事業に迅速に組み込むなど、優秀なエンジニア人材そのものの確保にも寄与

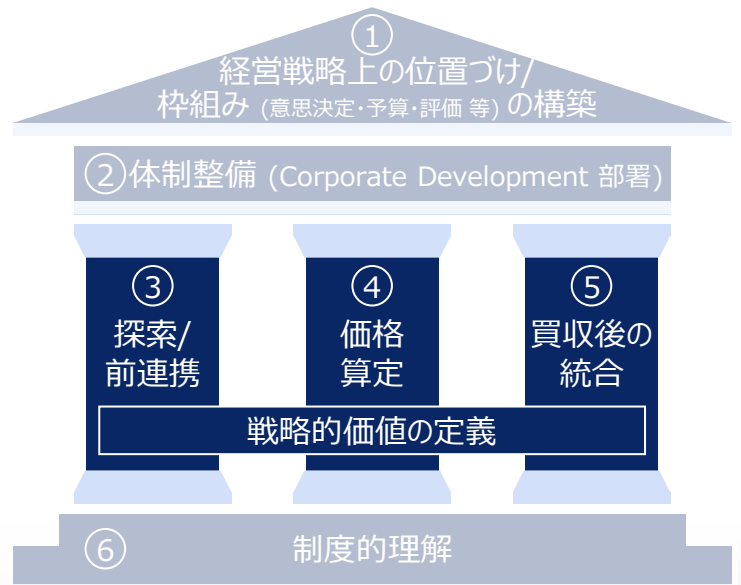
出典：Cisco Systems (2002), Cisco Systems to Acquire Andiamo Systems, Cisco (2006), Cisco Announces Investment and Option Agreement with Nuova Systems, Reuters (2010), Google exec: Android was 'best deal ever'.の内容・情報を基にボストンコンサルティンググループ作成

スタートアップM&Aは、戦略や枠組み構築、体制を整備した上で、探索/前連携、価格算定、買収後の統合等の各論を一貫して進めることが有用。

スタートアップをM&Aする場合に原則として留意すべきこと

M&Aを効果的に進めるためには、前提として①経営戦略上の明確な位置づけと枠組みの構築、②それを実行する体制整備が重要である。そのうえで初めて、③探索、④買収価格の算定、⑤買収後の統合といった各論を実効的に検討できる。

- 特に、既存事業とは異なる前提を許容するマルチスタンダードな枠組みと体制をあらかじめ整備しておくことで、各論は個別対応ではなく、戦略に沿った一貫した意思決定として進めることが可能となる。



各論 (③～⑤) のポイント

③ 探索/前連携



- 持ち込み案件に依存せず、自社の成長戦略から逆算したターゲット像を定義し、**経営トップも含めて、能動的にスタートアップとの関係を構築**する。
- 必要に応じて**M&A前から協業等を実施し、戦略シナジーを具体化し、適切な連携手段を選択**できる状態をつくる。

④ 価格算定



- 買い手・売り手間で希望する買収価格には、**構造的な理由によって差異が生じやすい**ことを理解する。
- 算定において唯一の正解がない中で、**シナジーを具体化し、実行も見越し、事業計画に定量的に織り込む**ことを目指す。

⑤ 買収後の統合

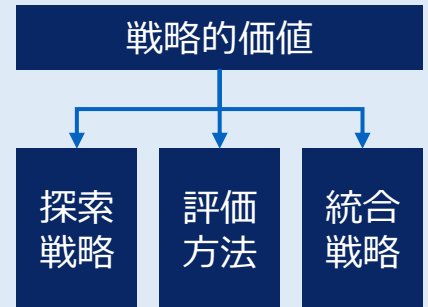


- M&A後も**役員や担当者が事業成長に継続コミット**できる体制・インセンティブを設計する。
- 人材のリテンションと価値創出を軸に、**権限・評価・報酬を統合設計**し、同化ではなく**成果創出型のPMI**を目指す。

スタートアップの買収を円滑に進めるためには、前提として、買収によって達成したい戦略的価値 (Strategic Value) を明確に定義することが有用。

戦略的価値を定義する重要性

- 戦略的価値 (Strategic Value) とは、買収を通じて、買い手が実現を企図する価値である。
- 戦略的価値 (Strategic Value) の設定は、探索・評価・統合の全フェーズに影響する。
- そのため、戦略的価値は最初に定義するべきものである。



“ 戦略的価値が定まっていなくて、どのようなスタートアップを探るか、買収金額をどのような考え方で算出するか、買収後の統合 (PMI) で何に留意するべきかが決まる。しかし、日本では戦略的価値の定義が曖昧なままM&Aのプロセスが進むことが多いのが課題である。

弁護士
(M&A支援経験豊富)



戦略的価値の類型

① 人材

- 専門技術、知識を持つ人材の獲得
- 新規事業の創造に長けた人材
- 将来の幹部候補になる人材等

“ 売却を経験した際、買い手の大企業は、事業のみでなく、起業家人材に投資・買収したいという狙いがあった

売却経験のある
スタートアップ経営者



② 知財/ テクノロジー

- 自社では開発・入手が困難な技術・特許・データ
- 「時間を買う」必要がある技術・知財等

“ スタートアップは大企業に比べて、速いスピードで開発できるため、自社開発が可能であっても「時間を買う」ことは有効

VC



③ プロダクト

- 既存事業と補完し合い、価値を最大化
- 競合になり得るプロダクトを買収し、脅威を除去

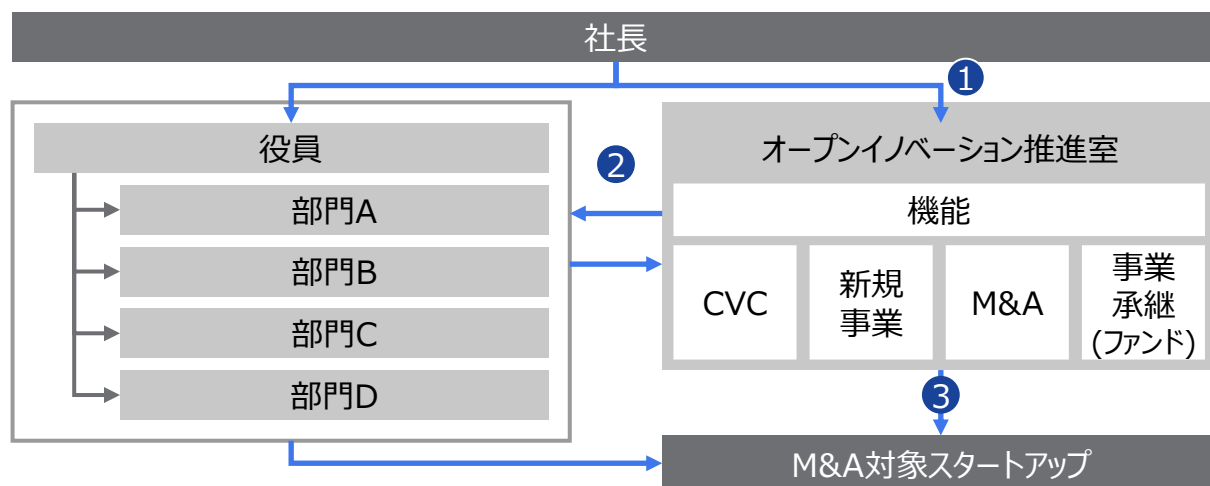
“ 大企業のサービス体系に組み込まれることで、単体では伝わりにくい価値が明確になり、商談の進み方が大きく変わる

事業会社執行役員



事例：セイノーホールディングスのオープンイノベーション推進室

セイノーHDは、社長直轄でオープンイノベーション推進室を設置。事業部の当事者化とPMI前提設計によりスタートアップ協業を強化。



オープンイノベーション推進室の組織設計のポイント

① 社長直下による成長投資判断の一本化

オープンイノベーション推進室は社長直轄の下、CVC・M&A・新規事業・事業承継ファンドを統合的に管掌する部室として設置。ロングリスト作成や外部VC・仲介との交渉から、M&A時の買収価格起案、PMI支援までを一本化することで、スピード感を持った意思決定を行う。

② 事業部のコミットを前提とした連携

成長戦略の策定主体はあくまで各事業部であり、必要な機能を事業部に言語化してもらうことでM&Aや連携を"他人事"にしない設計としている。M&Aの前の連携においても投資先スタートアップと事業部が直接議論し、その場で事業連携案を提案する場を設けている。

③ 事業創出を目標とした PMI

統合後は本体ルールを一律適用せず自律性を尊重し、成長スピードとガバナンスのバランスを案件ごとに最適化している。

「ハコベル」
買収事例

セイノーHDは物流系スタートアップ「ハコベル」を買収。

単なる取り込みではなく、成長加速を前提とした統合設計を採用した

- 将来性を評価し、一定期間の先行投資型の業績を許容することを事前に決めておいた
- 統合後もグループ本体のルールを一律適用せず、スタートアップ側の運営に寄せた体制を維持した
 - 経営陣も原則継続
 - 当社からの常勤役員派遣は行わず、自由度を確保

出典：セイノーホールディングス執行役員河合氏インタビュー



第5章

"買い手" へのガイダンス (2)

— スタートアップM&Aを推進する際の留意点 —



M&Aの前段階でスタートアップと連携・協業をする場合、目標・役割分担・マイルストーン等を適切に設定しておくことが有用である。

戦略的ソーシング



受動的に "持ち込み案件" (スタートアップ側や仲介会社からの提案) に対応するに留まっている



自社の戦略にとって重要なスタートアップを明確化し、能動的にソーシングを行う

- スタートアップエコシステムに飛び込み、情報を集める
- 求めている技術・事業領域を明確化し、ウェブサイトやイベント等で公開する

日本だと、すでにマーケットで売りに出ている企業から、M&Aの候補を考えることが多いが、アメリカでは逆でまだマーケットに出していないが、買収すべき企業のリストを創っている。このように「売っていないが、自社にとって重要なスタートアップのリスト」を創ることが日本の事業会社でM&Aを成功させる上では急務である。



アメリカ在住スタートアップ経営者

アメリカでは、買い手が、自社の戦略と連動し、どのような事業や技術を買収したいか、スタートアップ・エコシステムに提示していることもある。



メガベンチャー経営者

(必要な場合) 前連携



- ソーシング後にすぐM&Aの交渉に入ることもある一方で、事業面・資本面等で前連携をすることが適切な場合もある
- ただし、常に前連携することが正しいわけではないので、狙いによって適切に連携の有無や連携方法を判断することが重要である

マイノリティ出資だけでは戦略的な関係が築けず、事業会社側の方針変更で将来のM&Aが難しくなることもある。初期はマイノリティ出資より、事業提携を軸に関係を深めるほうが望ましいケースも存在。



事業会社役員

前連携したほうがM&A後に双方の「誤解」がないケースが多い。一方で、前連携なしでM&Aを実施したほうが事業成長のスピードは速く、ディールが成立しやすいケースもある。そのため、ディールの成功確率とM&A後の事業成長の成功確率についてどう考えるかで連携の有無は変わる。



事業会社オープンイノベーション担当者

戦略に合致する企業を能動的に発掘するため、ファイナンシャル・アドバイザーの活用とデータドリブンな市場把握を組み合わせたソーシング体制が有用。

ファイナンシャル・アドバイザー（以下、FA）の活用



- 売り手主体・仲介会社経由の案件に依存すると、市場に出ている案件 (For Sale) に限定され、戦略的に欲しい未売却企業へのアクセスが困難な場合がある。
- そのため、戦略テーマに沿った**ターゲットリストの作成や未売却企業への初期接触等**、能動的な探索業務について、FAの支援を活用し、**社内の探索機能を補完・強化**することが有効である。

アメリカではFAにリテナー（月額固定報酬）を支払うことで、売りに出ていない企業も含めた「スタートアップ探索」への継続投資を行っている。



スタートアップ経営者（アメリカでの売却経験有）

データ・ドリブン・ソーシング



- データを活用することで、網羅的に「見えないターゲット」の可視化をすることが可能である。
- 企業データベースの可視化にとどまらず、**成長率・採用動向・技術動向等の指標や外部ツールを用いて候補企業を体系的に抽出し、特定テーマを起点にバリューチェーン上の企業をマッピング**する等、網羅的に探索できる体制を構築することが有効である。

アメリカでは、Corp Devが外部ツールを活用し成長や売却の兆しを分析する。まだVCさえ入っていないような初期段階のスタートアップをリストアップし、競合他社が気づく前に接触する。



スタートアップ経営者（アメリカでの売却経験有）



アメリカにおけるFAの活用状況

アメリカでは、FAを活用して**"買い手起点"** の能動的な探索が行われている。

アメリカのFAの活用モデル（例）

報酬モデル	リテナー（月額固定報酬）＋成功報酬の報酬モデル
探索方針	クライアントの戦略に合う相手を探す
提供価値	候補探索・接触・条件交渉を一貫支援
対象	Not For Sale企業含む市場全体

アメリカでFAが機能する背景（有識者ヒアリングより作成）

報酬構造

- リテナーが支払われる報酬構造により、アドバイザーは「売れやすい案件」ではなく「戦略に合う会社」を基準に探索が可能である。
- そのため、市場をマッピングし、リストアップされた数百社のターゲット企業に対してコールドコールやネットワーキングを行い、売却の種をまくといった時間をかけた発掘活動に注力することが可能。

制度/文化

- アメリカでは**株主価値最大化義務**の法的枠組みがあると考えられており、経営陣は株主価値を大きく上回る提案があれば、M&A実施について検討を行うことが比較的多い。
- このため、投資銀行等が行う高値の買収提案や飛び込み接触が正当な手段として機能しやすい側面がある。

専門ファーム

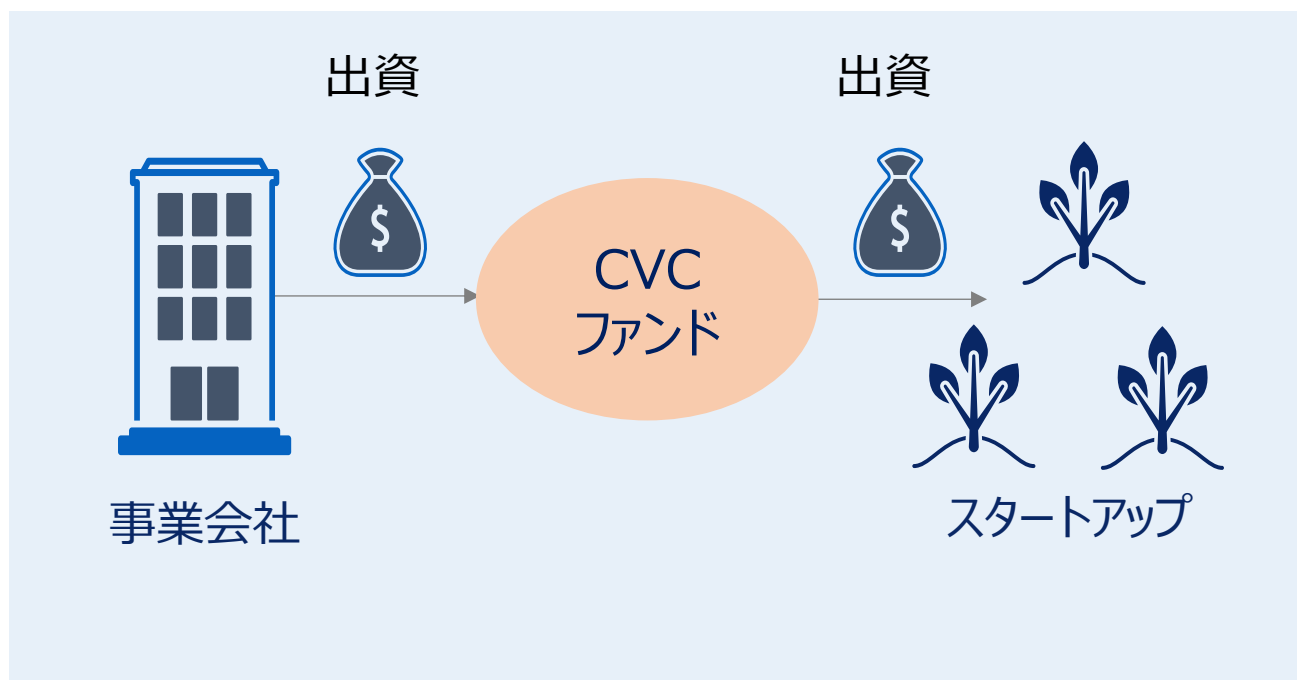
- 近年、従来の投資銀行に加え、「Deal Origination（案件組成）」に特化した専門ファームやプラットフォームが台頭している。
- 特定の投資テーマに基づいて市場をスクリーニングし、オーナー経営者に直接アプローチを行う。成果物は「紹介」そのものであり、その後実務とは切り離されて評価されることも多い。



アメリカモデルから示唆される日本における実務上の留意点（例）

- FAやM&A仲介を活用するにあたっては、売り案件が存在しない前提で候補先の探索や接触が必要となるため、成功報酬のみではなく探索活動にも対価を支払う設計（例：着手金・月額固定報酬＋成功報酬）を検討することが有用な場合がある。
- FA等の役割を買収の実行支援に限定せず、ターゲット探索や事前検証からDD、PMI設計まで一貫して関与させることで、案件創出から実行までのプロセスを切れ目なく推進することが可能になる。

CVCの活用に関する留意点



小規模でスピーディなリスク限定投資が可能で会計/監査上の扱いが明確で運用しやすい一方、マイナー出資に留まる場合、経営や事業運営への実質的な関与が難しくなる場合もある。

そのため、CVC（マイノリティ出資）に留まらず、Corporate Development（M&A）までを見据えた体制を構築することも必要に応じて検討することが有用。

“ CVCでの投資がマイナー出資に留まる場合、経営や事業運営への実質的な関与が難しく、共同開発など事業部を巻き込んだ連携が難しい点には留意が必要である。その結果、本来、事業シナジーを目的に設置したCVCが単なる財務投資の一形態に近づき、オープンイノベーションの実効性が低下してしまう点には留意が必要である。

スタートアップ経営者



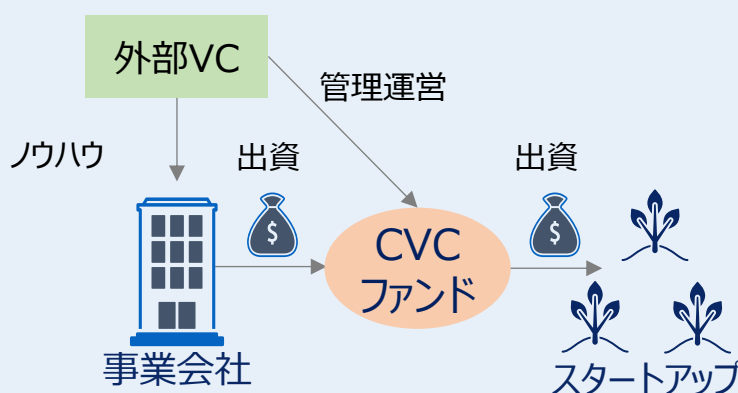
外部VCの活用に関する留意点

外部VCとの組合組成・運用委託（二人組合等）は、**案件アクセスと投資実務を短期で整えるうえで有効であり、社内に投資人材が薄い場合等には合理的な選択になりうる。**

しかし、**案件アクセスや投資実務委託などの表面的な機能補完に留まり、オープンイノベーション創出目的から乖離するリスクがある。**

外部VC活用（二人組合等）の仕組み

外部のVCとCVCファンドを組成する、あるいはCVCファンドの運営を委託する体制のことを意味する



“投資実務などが外部VC任せになると、投資段階で社内事業部を巻き込むことが難しく、スタートアップとの関係が単なる資本提携に留まる可能性がある。

二人組合を受託するVCにとって、Invested-capital（投資残高）がインセンティブとなり、予算消化のための投資が行われる危険性や、当該VCが運用する他ファンドの既存投資先への投資など、戦略目的から逸脱した投資になる危険もある。

このため、二人組合を取る場合、事業会社側における投資判断の検証能力の向上や、事業会社と外部VCとの間での情報・戦略の共有が重要である。

スタートアップ経営者





事業会社がM&Aの前にスタートアップと連携するための手法の全体像

事業会社がスタートアップと連携する際の手法は多岐にわたり、目的や得られる効果も踏まえて取捨選択が必要である。

		概要	手法毎に期待される効果	
(必ずしも)投資を伴わない手法	インキュベーションプログラム	集中的なメンタリングやネットワーキングなどを通じ、SUの短期的な成長を支援 <ul style="list-style-type: none"> 主にシードステージのSUを対象とした支援活動 	<ul style="list-style-type: none"> 企業文化への刺激 先進分野に関する初期的な情報収集 将来的な連携候補先の育成 	
	アクセラレータープログラム	数ヶ月程度、VB ¹ のビジネスプランをブラッシュアップし、事業成長を加速させるプログラム。プロトタイプが完成しているスタートアップ企業が対象となることが多い	<ul style="list-style-type: none"> 企業文化への刺激 先進分野に関する初期的な情報収集 共同ビジネスアイデアの発掘 	
	業務・技術提携	ベンチャー企業と資金、技術、人材等の経営資源を提供しあい、共同で事業を行うこと。資本の移動を伴わない	<ul style="list-style-type: none"> SUの持つ技術等を、特定の問題解決に活用 共同ビジネスアイデアの発掘 	
投資を伴う手法	CVCによるベンチャー投資	本体投資	<ul style="list-style-type: none"> 企業が資金を拠出し、事業部門などの本体企業がベンチャー企業に対して出資を行うこと 	<ul style="list-style-type: none"> 自社プラットフォームの強化、イノベーション探求、企業文化への刺激 <ul style="list-style-type: none"> 主体的な投資・Exit判断が可能
		CVCファンド・子会社による投資	企業が資金を拠出し、自社との事業シナジーが見込めそうなベンチャー企業に出資を行うこと。ファンドの運用は自社の投資部門や外部VCが行う	<ul style="list-style-type: none"> イノベーション探求、新規市場の洞察理解の深化 <ul style="list-style-type: none"> 事業戦略リターンを求める場合と、財務リターンを求める場合が存在
		VCへのLP出資	企業が資金を拠出し、VCへのLP出資を通じベンチャー企業に出資を行うこと	<ul style="list-style-type: none"> 事業戦略領域に関する情報収集、新規市場の洞察理解の深化 <ul style="list-style-type: none"> 出資額は他の投資より少ない
	ベンチャーとのJV	ベンチャー企業と合同で出資して会社を設立すること	<ul style="list-style-type: none"> 自社事業・プラットフォームの強化 企業文化への刺激 	

1. VB=venture business

出典：KPMG FAS 2018『実践CVC』を基に作成された経済産業省「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き（第三版）」P17, 18を基に経済産業省・ポストコンサルティンググループが作成した『ディープテックスタートアップの評価・連携の手引き』より引用。ただし、本体出資はマイノリティ出資のみではないことから、その点は修正している。



事業会社がM&Aの前にスタートアップと連携する場合の留意点

出資比率に応じた適切なスタートアップとの連携や、スタートアップの見極め、リターン設計等に課題が指摘されることが一定程度多い。

	現状の課題	あるべき姿
出資比率に応じた適切な「付き合い方」	スタートアップへの要求・付き合い方について、マイノリティ出資/事業連携段階と、マジョリティ出資/M&Aの段階で峻別できていない。	特にマイノリティ段階における付き合い方に留意し、過度な期待値・要求をスタートアップに押し付けないようにする。
事業ポートフォリオの現状、及び目指す姿に応じた「見出すべき」スタートアップの探し方	自社が目指す事業展開や、スタートアップを通じ獲得したい事業・機能を明確にできていない。	既存事業との連動度合いで探索範囲を変更する。 <ul style="list-style-type: none"> 連動する場合：スタートアップの領域や技術を明確にした上で探索を実施する。 事業展開の幅を広げる場合：市場の将来性や事業の確度等の軸を設定する。
(特にCVCにおいて) 連携、出資等を通じ、目指すリターンの設定	「事業戦略リターン」か、「キャピタルゲイン」か、を二項対立で考えている。	いずれも最終的に収益につながるものであり、対立するものではなく、むしろ両方を得る前提で出資、評価をする。 一方、各時点でいずれを重視するのか、(もしくは両方を追求するのか) は明確にする必要がある。

出典: 経済産業省・ポストコンサルティンググループが作成した『ディープテックスタートアップの評価・連携の手引き』の「事業会社側のあるべき姿と現状の課題」の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成



事業会社とスタートアップとの交流の場

日本でも事業会社が主催してスタートアップと交流する場を能動的に設け、自社にとって有用なスタートアップを探索し、なるべく早期から連携を模索する事例も出始めている。

KDDIの事例 (KDDI ∞ Labo)



- KDDIは、2011年に国内事業会社初のインキュベーションプログラムとして**大企業とスタートアップの事業共創につながる活動を推進**
- 100社以上のパートナー企業が参画し、ピッチイベント等を通じて**年間1000件以上**のマッチング機会を提供。メンタリングや個別商談、PoCなど**年間800件以上の事業支援**が行われている
- 他、**宇宙共創プログラム「MUGENLABO UNIVERSE」**等も展開

支援事例

企業名/概要



- マーケットプレイス型の荷物預かりサービス

協業

- 2014年にKDDIのメインCVC (KDDI Open Innovation Fund、以下KOIF) より出資
- 2025年にKDDI直営店(au Style)の関東4店舗(新宿/池袋/上野/みなとみらい)にてPoCを開始
- 2025年4月のピッチイベントを契機として、東武電鉄でも自社商業施設でのサービス導入を開始

ONE. MEDIA

- TikTok及びYouTubeのマーケティング、広告制作・配信、動画制作
- 2019年にKOIFより出資し、動画広告制作などで連携
- 2025年9月のピッチイベントを契機として、KCJ GROUPでもキザニアのマーケティング施策における事業連携を決定

出典: [KDDI ∞ Labo \(KDDI株式会社公式HP\)](#)、[MUGENLABO Magazineインタビュー](#)の内容・情報を基にポストコンサルティンググループ作成

財務指標にのみ基づく買収価格では折り合わないことが多いため、シナジーを具体化し、実行も見越し、事業計画に定量的に織り込むことが有用である。

基本的な考え方



✓ 買収価格の根拠は、事業計画にある。

- 特に公開企業では、のれん計上や減損テスト、監査対応との整合が求められるため、価格を裏付ける実行可能な計画が不可欠である。
- そのため、戦略的シナジーを買収価格に織り込むには、抽象的な「戦略的意義」では不十分であり、具体的かつ定量的に事業計画に反映させる必要がある。

✓ 買い手と売り手の希望価格に差が出る背景には、構造的な前提の差がある。

- 買い手は現状事業を前提に保守的に評価し、取得後の減損リスクや財務リスクを負う。
- スタートアップの売却では、既存株主や取締役の合意が必要となるため、エクイティ調達額や優先株の清算優先権等を踏まえて、投資家がリターンを回収できる水準を意識せざるを得ない。

買収価格設定の流れ

¥ 88.88

買収価格設定は大きく3ステップで整理できるが、実務では ① 価格レンジ、② 戦略シナジー、③ 事業計画を行き来しながら仮定を磨き込み、最終的に経営が引き受けられる水準へ設計することが有効である

ステップ	目的	設計の要点
① 価格レンジ (現実制約) の確認	許容可能な買収 価格の下限・上限の 目途をつける	<ul style="list-style-type: none"> 売り手スタートアップの資本構造・最低売却価格を把握する
② 戦略シナジー の仮説設計 (定性)	自社にとって対象 スタートアップを買収 する意味を明確化	<ul style="list-style-type: none"> シナジーが見込みうる既存事業を具体化し、当該事業部の事業計画に組み込む方向性を明確化する シナジー効果のタイプ（売上向上・コスト低減等）を明確化する
③ 事業計画へ の落とし込み (定量)	シナジーを定量化し、 実行を見据えて、 事業計画に落とし込む	<ul style="list-style-type: none"> 事業計画の売上・利益へ反映する シナジー実現の確率（事業計画を作成する際に仮定した事項の実現確率）を明確にする 事業計画を着実に実行するための体制（人員・責任者）を具体化する 事業計画の達成に必要な予算を見積もり、社内で予算の合意を形成する

アメリカにおける DCF法以外の企業価値算定の考え方

日本でのM&Aの実務では、DCF法を中心として、キャッシュフローやEBITDA等に注目することが多いが、アメリカでは買収目的に応じて、異なる考え方でスタートアップの企業価値を算定する事例が出始めている。

シード～アーリーステージのスタートアップを買収する場合、まだアセット構築への投資段階であり、キャッシュフローが生まれていないため、DCF法を活用することが難しい場合がある

課題

メインの買収目的：
知的財産など

考え方①

- まだ市場が未成熟で、合理的なキャッシュフロー予測や、市場での比較可能な取引もない場合には、対象となる知的財産の創造/再創造コストを価値算定に用いることができる。
- 研究開発コスト、保護コスト（特許関連費用）、人件費、設備費、間接コスト（光熱費等）、税金等を含めることが多い。
- 売り手が実際に投入したコスト（創造コスト）、または買い手が再度当該の知的財産、あるいは類似の知的財産を創造する場合に必要なと見積られるコスト（再創造コスト、代替コスト）として計算する。
- 但し、買い手は売り手よりもアセットを持ち、コストが低く出やすいこと、またコスト法は、知的財産が将来生み出す価値を反映するわけではないので、その点には留意が必要。

出典：世界知的所有権機関『Intellectual Property Valuation Basics for Technology Transfer Professionals』の内容・情報を基にポストンコンサルティンググループ作成

メインの買収目的：
人材（アクハイヤー）

考え方②

- アクハイヤー（Acqui-hire）とは、特定の人材・チームの獲得そのものを主目的としたM&Aを指す。
- 高度な技術人材・エンジニアリングチームの確保が難しい領域において、大手企業が迅速にケイパビリティを獲得する手段として用いられる。
- 買い手が獲得したいキーパーソンの「採用代替コスト」（通常採用によって同等人材を獲得すると仮定した場合のエージェント/リクルーティング費用や、採用までの時間および機会損失等）で計算することが多い。
- なお、個別の人材に加えて、チームに価値があると考えられる場合は、チームのプレミアムが付く場合もある。
- スタートアップは、引き抜きに対して訴訟しないことを合意した契約を結び、その対価として資金供与を受ける。

出典：増島雅和（編著）・飯島隆博（編著）・岡野貴明（編著）・SMBC日興証券グループ（編著）『スタートアップ買収の実務：成功するオープンイノベーションのための戦略投資』（2023年）の内容・情報を基にポストンコンサルティンググループ作成

M&Aは「ゴール」ではなく「スタート」であると理解し、買収した事業の成長を実現するために、会社全体としてコミットすることが重要である。

買い手側としてPMIにおいて重要な要素

経営：
買い手側
キーパーソンの
継続的なコミット



- スタートアップの事業成長には、中長期にわたる一貫した意思決定と支援が求められる。そのため、**役員レベルのキーパーソンが継続してコミット**することが重要



買い手側のキーパーソンが異動すると、温度感や優先順位が一気に変わり、進んでいた協議が白紙になることもある。売り手側のスタートアップにとって、買い手のキーパーソンの継続的コミットメントは極めて重要。

スタートアップ経営者



組織・報酬：
リテンション



(買収後に株式報酬やボーナスなどでインセンティブを設計)

- 株式報酬やボーナス等を組み合わせ、買収後も経営陣・従業員が事業成長にコミットし続けるインセンティブを設計する



買収を通じた売り手・買い手双方の事業成長を実現するうえでは株式報酬やボーナス等のインセンティブ設計を通じて、**経営者のリテンションを適切に行う**ことが重要。

スタートアップ経営者



事業：
事業としての
期待値の明確化



- 事業会社の事業計画はその達成状況が、株主等からよりシビアに見られる等、スタートアップの作成している事業計画とは前提が異なる可能性がある。そのため、PMI初期に事業計画の位置づけや前提を明確にした上で、**現実的な事業計画・KPIへ引き直す**必要がある。



PMI段階では、**大企業として株主と対話する観点から、現実的に達成できる事業計画に引き直し、その上でアップサイドを狙う**ほうがよい。

大手事業会社
OI責任者



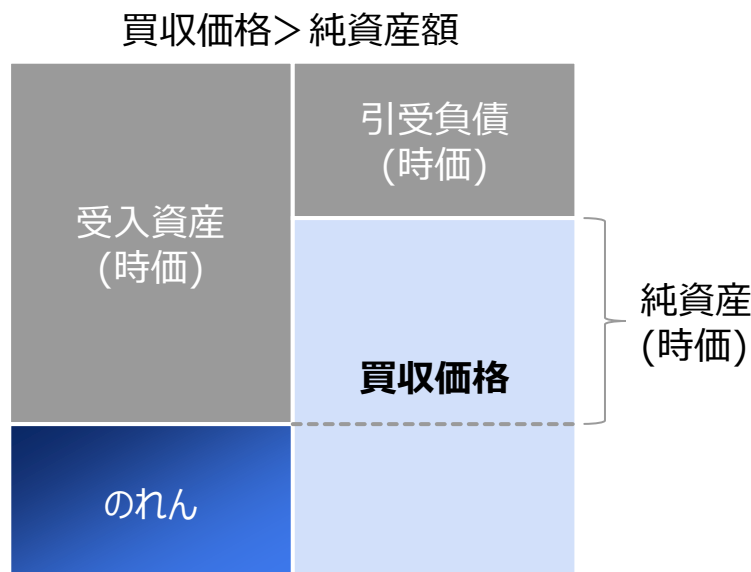
スタートアップのM&Aを実施する際には、その前提となる会計処理について理解しておくことが有用。

のれんの概要



＝ 企業（又は事業）を合併・買収する際の**買収価格**と**被取得企業（又は事業）の純資産額との差額**を指し、シナジーや従業員能力等から構成される一種の**プレミアム（超過収益力）**を意味する

貸借対照表におけるイメージ (図)



M&Aとの関係についての関係者からの声

日本の会計基準では、「のれん」を定期的に償却する必要があるが、「のれん」の償却費は買い手企業の収益を圧迫ないしは下押しすることに繋がるため、買い手側において、M&Aの判断を慎重にさせることがある



大企業はスタートアップ買収で初年度に減損が出ることを極端に嫌う。そのため、買収判断そのものが慎重になり、M&Aプロセス全体が“リスク前提”で設計されることがある



注: のれんの概要及び貸借対照表におけるイメージについては、[経済産業省資料](#)に掲載の(参考)「のれんの概要」を基にポストンコンサルティンググループ作成

スタートアップのM&Aを実施する際には、その前提となる会計処理について理解しておくことが有用。

国内外の会計基準におけるのれんの扱い

日本の上場企業は、**日本基準**、**IFRS基準**、**米国基準**のいずれかを選択可能。

項目	日本基準 のれん償却	IFRS のれん非償却	米国基準 のれん非償却
会計処理	規則的償却 (20年以内) +減損アプローチ	減損のみアプローチ	減損のみアプローチ
減損テスト	兆候*がある場合に実施。 割引前CF総額が簿価を 下回る場合に、回収可能 価額を見積り減損損失を 測定 (2ステップアプロ ーチ)。	毎年実施。 回収可能価額が簿価 を下回る場合、減損 損失を認識 (1ステッ プアプローチ)。	毎年実施。 公正価値が簿価を下 回る場合、減損損失 を認識 (1ステップア プローチ)。

* 投資回収できない可能性を示唆する事象や状況変化
(継続的な営業赤字、経営環境の著しい悪化など)

IFRS について

“

日本においても、商社・医薬・輸送機器・電機など、グローバル競争とM&Aが常態化している**大企業**では、**IFRSが実務標準として定着してきている**

一方で、特に製造業を中心とした**中堅企業等**においては、連結経営・子会社管理・システム・ガバナンス整備などの**導入負担が大きく、IFRSへの移行は容易ではない**。結果、日本基準の会社が多く、のれん償却がM&A判断に影響しやすい

スタートアップ経営者
(アメリカでの売却経験有)



なお、東証上場会社の時価総額 (1,012兆円) のうち、IFRS適用済会社、IFRS適用決定会社、IFRS適用予定会社が占める割合は49.8%となっている (2025年6月末時点)。
出典: [東京証券取引所「会計基準の選択に関する基本的な考え方」の開示内容の分析](#)における「Ⅲ-4. IFRS適用状況 ‹東証上場会社›」

注:「国内外の会計基準におけるのれんの扱い」における表については、[経済産業省資料](#)に掲載の「国内外の会計基準におけるのれんの扱い」の図を基にボストンコンサルティンググループ作成

政府では、M&Aも含めたスタートアップと大企業のオープンイノベーションを促進することを目的に、税制面からも後押ししている。

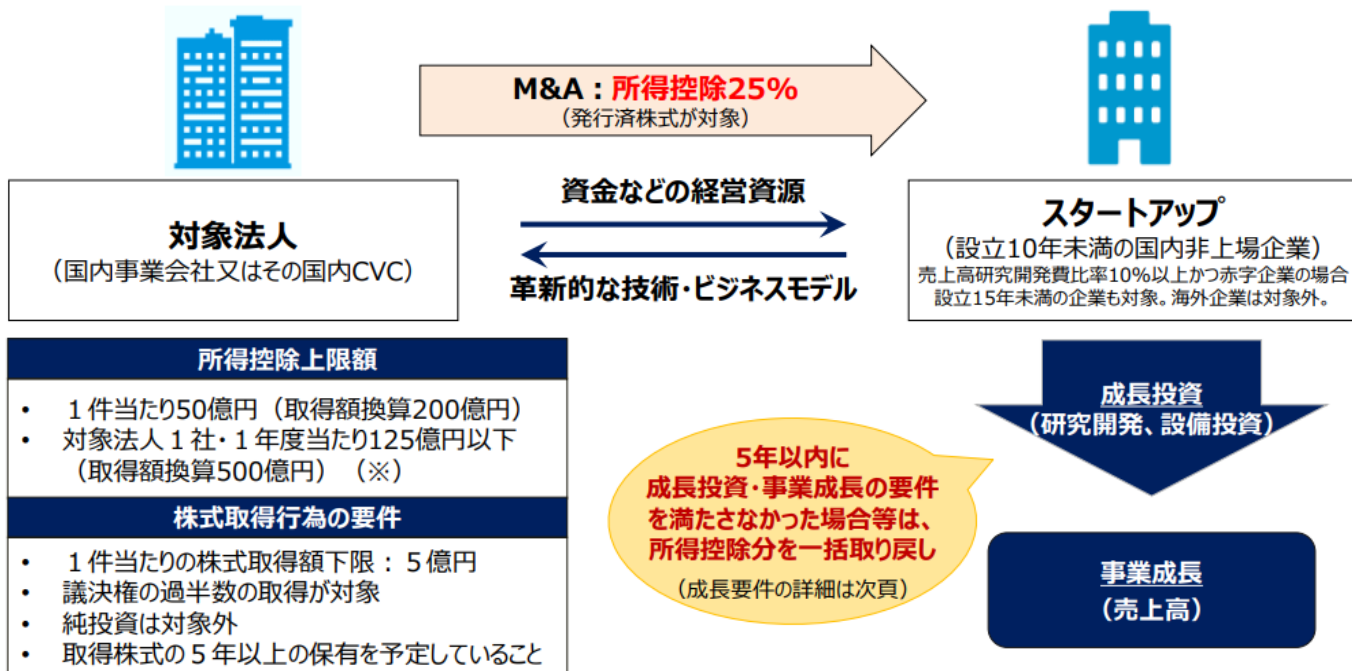
オープンイノベーション促進税制（M&A型）〈2023年4月〜〉

詳細は、[経済産業省HP（オープンイノベーション促進税制）](#) から確認のこと。

オープンイノベーション促進税制（M&A型）の概要

- 国内の対象法人等が、スタートアップ企業のM&A（議決権の過半数の取得）を行った場合、**取得した発行済株式の取得価額の25%を課税所得から控除**できる制度。

※令和5年4月1日以降のM&A（株式取得）が対象



※：オープンイノベーション促進税制（新規出資型）と合算。

注1：上記は「オープンイノベーション促進税制（M&A型）の概要（PDF形式397KB）」からの引用。

注2：当該制度概要は令和7年度末までの内容となっており、令和8年度税制改正により、令和8年度以降については、制度の一部内容が変更となっている。例えば、「株式取得行為の要件」における「1件当たりの株式取得額下限」は「5億円」から「7億円」に変更となっている。その他の改正内容を踏まえ、今後において適宜経済産業省HP及び掲載資料を更新予定である。

政府が発出しているガイダンス

政府では、スタートアップの主な買い手となる事業会社とスタートアップの連携を深めるため様々なガイダンスを発出している。

- 本ページに記載されている各ガイダンスは、[経済産業省HP（スタートアップ企業と事業会社の連携）](#)からダウンロードすることができる。

スタートアップとの事業連携及び
スタートアップへの出資に関する指針

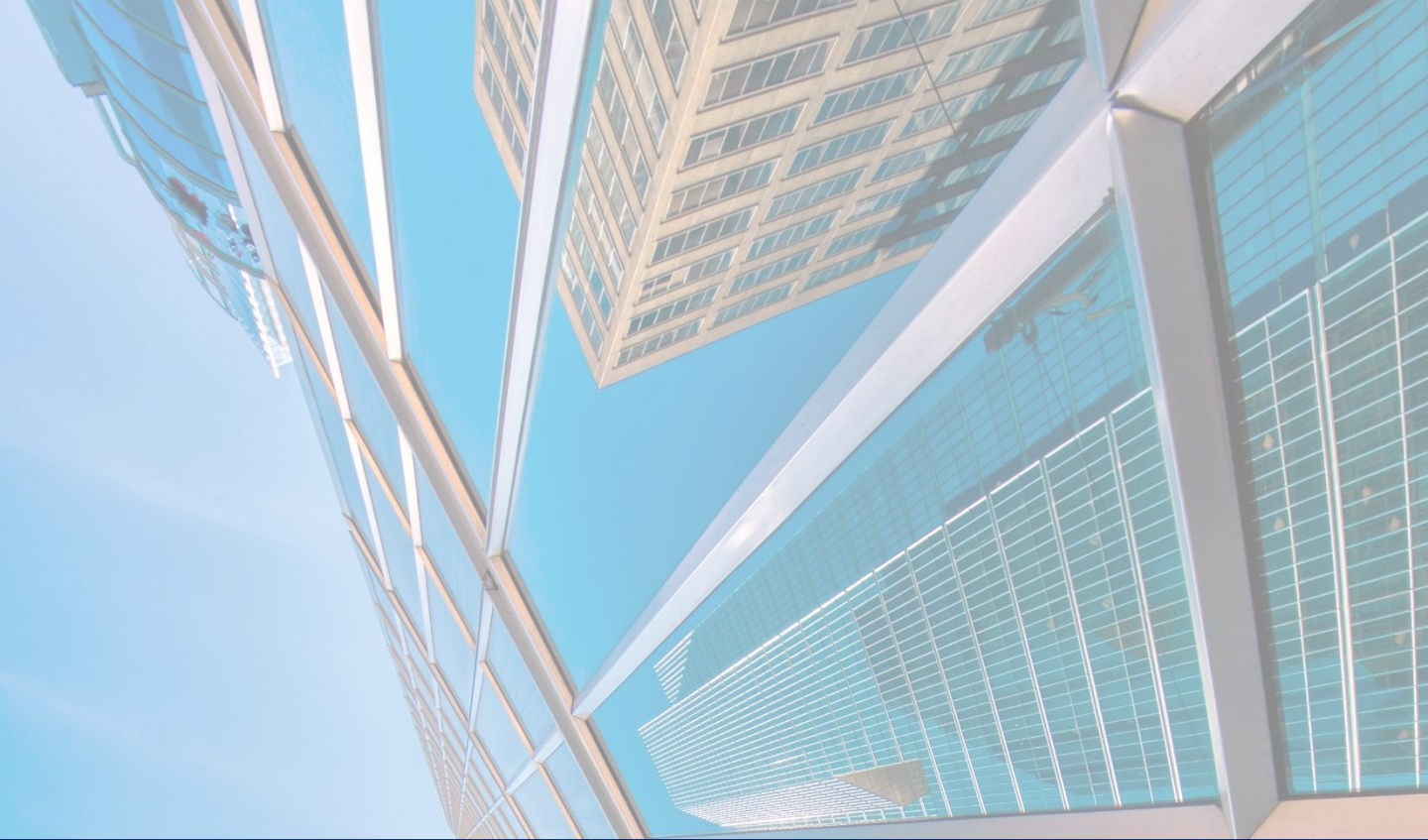
令和4年3月31日

公正取引委員会
経済産業省

ディープテックスタートアップの評価・連携の手引き

- 事業会社とディープテックスタートアップの連携に向け -

研究開発に係る無形資産価値の可視化研究会
研究開発型スタートアップの無形資産価値の
可視化に係る課題検討ワーキンググループ

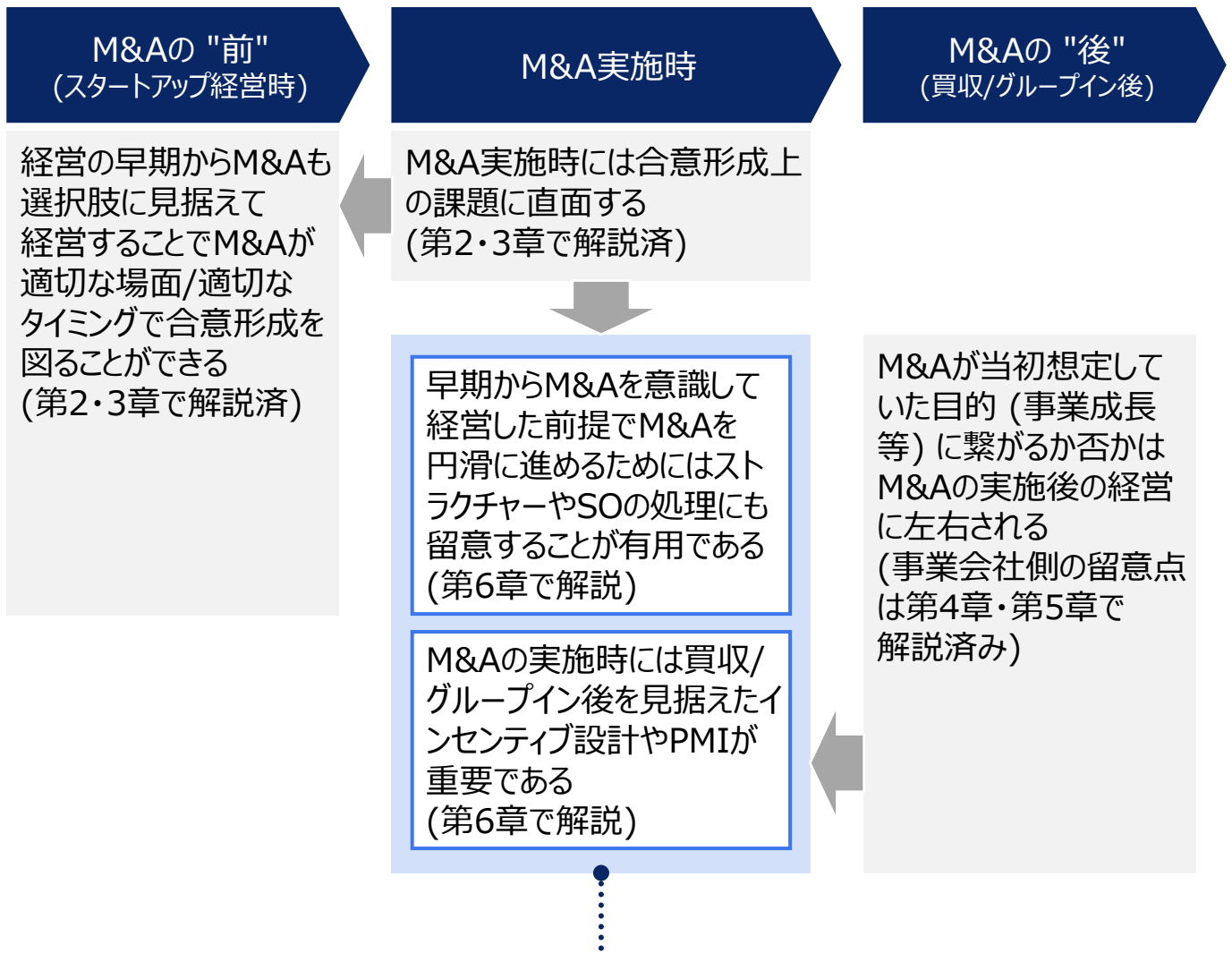


第6章

M&Aを実施する際の留意点



M&Aを成功に導くには、第2・3章で解説したようにM&Aの "前" からの経営が重要であると共に、M&Aの "後" を見据えた交渉・契約が重要である。



第6章で解説する事項

- M&Aの円滑実施**
1. M&Aの流れの把握
 2. M&Aのストラクチャー検討
 3. M&A時における新株予約権等の処理
 6. スタートアップの従業員に対する説明方法
 7. 契約時の留意点

- M&A後を見据えた計画策定・合意**
4. 買収 (グループイン) 後のインセンティブ設計
 5. 買収 (グループイン) 後のPMIを見据えた調整 等

売り手がスタートアップのM&Aでも、全体の流れは一般的なものと類似するが、スタートアップならではの留意点も存在する。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ

ストラクチャー

新株予約権等

インセンティブ

PMIの調整

スタートアップの従業員に対する説明方法

契約時の留意点

M&Aの流れとスタートアップならではの留意点

案件組成

売り手起点

- 売却意向・条件整理
- 買い手の探索（仲介やFAへのコンタクト）

買い手起点

- 戦略テーマの策定
- ターゲット仮説構築
- 売り手企業の探索

契約交渉

売り手・買い手共通

- NDA締結
- 意向確認
- 価格レンジ提示・交渉

DD/契約

売り手・買い手共通

- 財務DD
- 法務DD
- 税務DD
- 知財・人事
- 表明保証・スキーム設計

PMI

売り手・買い手共通

- 統合ロードマップ策定
- キーパーソンリテンション
- ガバナンス設計

株式譲渡が中心

- スキーム設計について、一般企業のM&Aでは、事業譲渡や会社分割なども多く使われる。
- 一方、スタートアップのM&Aでは簡便に契約を進められ、投資家の持分を整理しやすいことから、株式譲渡が多い。

インセンティブ設計

- スタートアップは人材が最も重要な要素であるが、スタートアップの経営者はM&Aの後、事業にコミットし続けるインセンティブがなくなりやすい。
- そのため、インセンティブ設計が重要となる。
- 金銭面（リテンションボーナス、成果連動対価など）、権限面（ポジション・決定権の付与など）、様々な側面のインセンティブが考えられる。

企業文化の維持

- スタートアップの企業文化が維持されることは、事業の価値を高めるために重要であることが多いが、M&A後は買い手の文化への統合が志向されやすい。
- そのため、買収後も独立ブランドでの運営がなされるような条項を盛り込むなど、企業文化の維持に資する内容とすることが重要。

M&Aを実施する差異にはいくつかのストラクチャーがある。
ストラクチャーごとのメリット・懸念点を踏まえた経営を行うことが有用。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ

ストラクチャー

新株予約権等

インセンティブ

PMIの調整

スタートアップの従業員に対する説明方法

契約時の留意点

株式取得の段階に着目したストラクチャーの分類

M&Aを実施する際には、株式取得の方法によってPMIの難易度・成功確率が大きく異なる。ストラクチャーごとのメリット・懸念点を理解したうえで、目的とフェーズに応じて、適切な選択をすることが重要である。

即時買収 (過半数以上取得)



- ✓ **スピード重視**で意思決定・統合を進められる
- 意思決定権限を一本化でき、後工程での条件調整や再交渉が発生しにくい

- ⚠ **期待ギャップやカルチャーの摩擦が顕在化**しやすいので、買収前の期待のすり合わせが重要
- 初期で失敗すると、その影響が事業価値へ跳ね返りやすいため、PMIの初期設計が重要

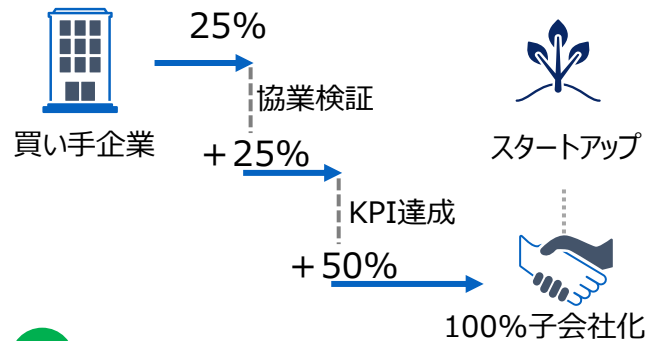
“ ”
段階的に買収すれば期待ギャップが減る一方、破談になる確率が上がる。一方、いきなり買収はスピードを優先できるが、PMIリスクは高まる。

"成立確率"と"成立後の成功確率"のトレードオフをどう考えるかは案件ごとに異なる

事業会社
(オープンイノベーション責任者)



段階的買収



- ✓ 協業・実証を通じて**相互理解**を深められる
- 特に、**高リスク領域・新規事業**では、**事業性を見極めながら**進められる

- ⚠ **無目的なマイノリティ取得は株主構成を複雑化**し、資本政策設計の障害になりやすいため、初期の設計が重要
- 協業検証等を踏まえた、**更なる連携や追加の株式取得等**についても事前に検討・認識の共有を図っておくことが有用

“ ”
日本では"とりあえず少額マイノリティ出資"が多いが、株主が散らばりM&Aの妨げになるケースが非常に多い。

企業が十分に成長し、買い手と売り手が"この会社と腰を据えてやる"と相互に判断した段階でストラテジックな買収・提携へ移行するのが望ましい

事業会社





「スイングバイIPO」という選択肢

スイングバイIPOとは、成長手段の一つとして、スタートアップ企業がM&Aを通じて企業価値を向上したのちに IPO を目指す手法のことである。



特徴

親会社のリソースを活用し、事業成長を加速できる

- 親会社の資金・顧客・ブランド・販売網を活用し、成長投資を一気に進められる
- 赤字期の資金繰りを親会社が支えることで、単独では難しい投資が可能になる

株主構成・企業価値の整理が進みやすい

- 株主構成が整理され、かつ、親会社が上場後の安定株主にもなりうる

経営者のモチベーションを維持できる (リテンション効果)

- 経営者株を残す構造の場合、上場に向けた企業価値向上にインセンティブが働く

“スイングバイIPOはあらかじめ設計して進めるものではなく、まずは事業そのものを伸ばす中で、結果として選択肢として立ち上がってくるもの。トップ同士の対話や協業を通じて具体像が見えたときに、リソースを活用した成長手段として結果的に選ばれるべきもの。

スタートアップ経営者
(売り手)



“スイングバイIPOは最初から完成形を設計して実行するものではなく、会社ごとに最適な形が異なるため正解は一つではない。小さなディールや協業を通じて関係を築きながら、実務の中で学びつつ段階的に進めていくことが重要。

事業会社
(買い手)



“スイングバイ IPO を見据えて、M&Aの際にスタートアップ経営者が持っている株式を一定程度残すことで、買収後も事業成長に向けたモチベーションを維持しやすくなる。

事業会社
(買い手)



M&A時における新株予約権等の処理については、「CB・CE」や「SOの取り扱い」に関し、留意が必要である。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ

ストラクチャー

新株予約権等

インセンティブ

PMIの調整

スタートアップの従業員に対する説明方法

契約時の留意点

CB・CE (J-KISS含む)

内容

発行要項上、M&Aが行われる場合、以下のいずれかの処理がなされるように設計されていることが実務上一般的である。

- 株式への転換:
評価上限額を発行済株式総数(完全希釈化ベース)で割った額を転換価額として株式に転換する
- 金銭による償還:
売り手企業からCB・CEの発行価額ないし一定額を上乗せした金銭の支払いを受ける

注意すべき点

- 新株予約権者としては、基本的に、M&Aの際に十分なバリュエーションが付いた場合、CB・CEを行使して株式に転換した上で当該普通株式を買い手企業に売却し、十分なバリュエーションが付かない場合、金銭の償還を受けて投下資本を回収することとなる
- 買い手企業としては、基本的に、新株予約権者の選択に応じ、株式への転換が行われる場合、株式を買い取り、金銭の償還が行われる場合、当該金銭対価分を売り手企業のバリュエーションに反映させることとなる

注: CBはConvertible Bond(転換社債)、CEはConvertible Equity(転換可能エクイティ性証券)をそれぞれ指す。

なお、J-KISSとは、Coral Capitalがメンテナンスを行いオープンソースとして無償公開しているコンバーティブル・エクイティを使ったシード投資のための投資契約書を指す。

SOの取扱い(買取・放棄等)

内容

以下のいずれの方法にせよ新株予約権者の同意が必要となるため、同意取得を最終契約におけるクローリングの前提条件とすることが考えられる。

- 新株予約権者がSOを行使して取得した株式を買い取る方法
- SO自体を買い取る方法
- SOを放棄させる方法(代替インセンティブの付与等を検討)

【SO設計については詳細後述】

注意すべき点

- SOを放棄させる場合、新株予約権者はこれまで付与されてきたインセンティブを失うこととなるため、M&Aを見据え、SO付与の段階から、M&Aが行われた場合にもSO保有者の合理的な期待が損なわれないような制度設計やコミュニケーションを行っておくことが重要
- なお、SOの買取等の方法によっては、税務上の取扱い(税制適格性の有無等)に影響が生じ得るため、ストラクチャーごとの税務面の検討が必要

買収（グループイン）後にスタートアップが継続して成長するためには、キーパーソン人材が事業にコミットし続けられるよう、適切なインセンティブ設計が重要。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

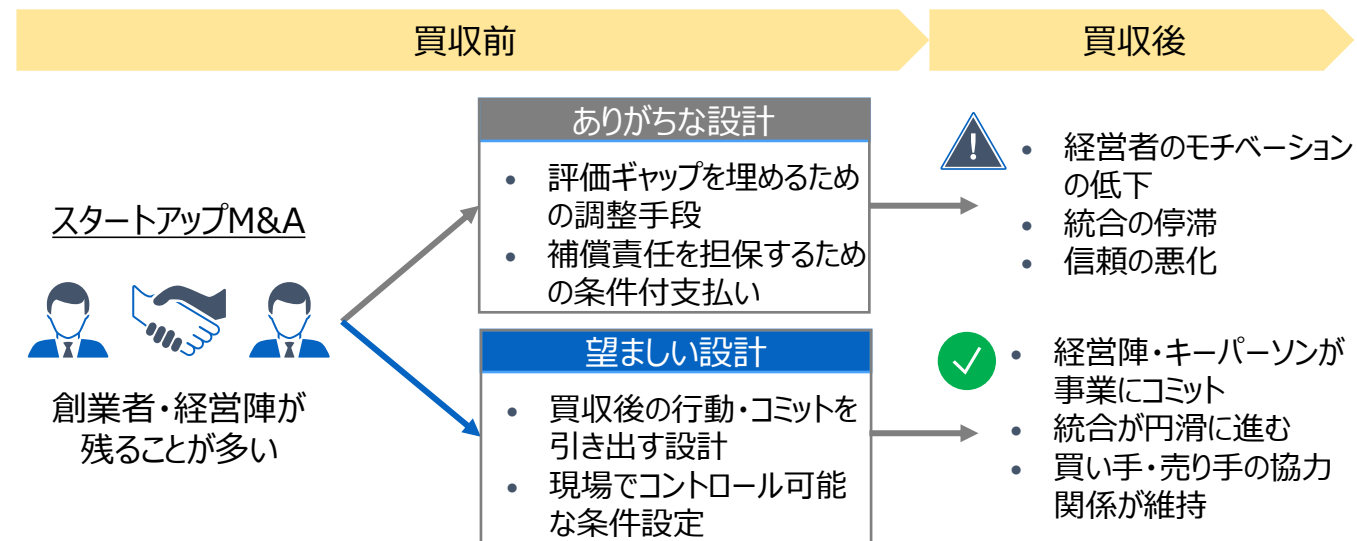
M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ	ストラクチャー	新株予約権等	インセンティブ	PMIの調整
スタートアップの従業員に対する説明方法				
契約時の留意点				

インセンティブ設計の重要性

スタートアップの企業価値の源泉が「人」にあるため、買収後に経営陣・キーパーソン人材が事業成長にコミットしたくなるインセンティブを設計することが買収の成否を左右する。



買収時～買収後インセンティブ設計の種類

買収時インセンティブ

買収後リテンション

買収条件	取引設計	SO設計	報酬設計
<p>アーンアウト</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収後の業績達成状況に応じて、買収対価の一部を追加で支払う仕組み 	<p>株式交換</p> <p>現金の代わりに買い手企業の株式を用いて買収対価を支払う取引スキーム</p>	<p>SOのM&A時の取り扱い</p> <ul style="list-style-type: none"> M&AよりSOが行使できなくなるケースも存在するため、SOの契約設計にあたっては、法律専門家等との丁寧に相談・議論が有用 	<p>リテンションボーナス</p> <ul style="list-style-type: none"> 買収後一定期間の在籍を条件に、経営陣・キーパーソンへ支払う報酬 <p>業績連動型報酬</p> <ul style="list-style-type: none"> 役割やKPIの達成度に応じて支払額が変動する中長期的な報酬

買収対価の渡し方は、買収後に経営陣・キーパーソンが事業成長にどれだけコミットし続けるかに大きく影響する。

インセンティブ設計

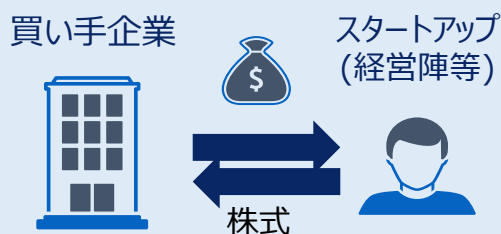
取引設計

買収条件

SO設計

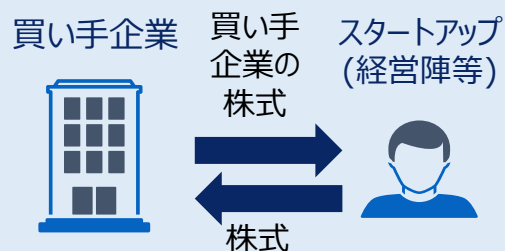
報酬設計

現金対価による買収



- 取引の確実性が高く、売り手にリスクが少ないため、ディールが成立し易い。
- 他方、売却時点で、売り手と事業との経済的関係が終了するため、買収後の事業成長と、売り手のリターンが切り離される。

株式対価による買収



- 売り手の経営陣にとって、買い手企業の事業成長がそのまま自身のリターンにつながるため、経済的インセンティブが買い手企業の経営陣と揃う。
- 買い手の企業にとって、現金よりも資本コストが安くなり、買収する際の選択肢が広がるというメリットもある。
- 他方、売り手企業の経営陣が現金を欲している場合もある。

取引設計の際、現金対価のみならず、株式対価もバランスよく組み合わせることで、売り手企業の経営陣が中長期の事業成長にコミットしやすくなり、関係者のインセンティブが揃うため、経営を一体として行いやすくなる。
(なお、現金と株式を組み合わせた混合の設計も可能)

“アーンアウトは KPI の設計などが難しいため、あまり使っていない。むしろ、株式交換によってグループインした会社の株式を持ってもらうほうが、グループ全体の事業成長と一緒にコミットできるようになるため、インセンティブが揃いやすいと感じている。

メガベンチャー経営者



注：ここでの株式対価には、株式交換等の組織再編に限らず、現金対価の一部を買い手企業（またはグループ）の株式に再投資する形態等を含む。

買収（グループイン）の後、スタートアップがさらに成長するためには、買い手とインセンティブを合わせつつ、事業の裁量も残すための設計が重要である。

インセンティブ設計

取引設計

買収条件

SO設計

報酬設計

内容

交渉上のポイント・留意点

アーンアウト

- アーンアウトは、買収対価の一部を将来の業績やKPIの達成に応じて追加支払とする仕組みである。
- 将来価値の見立てが分かれる場合に価格ギャップを埋めるために用いられる。
- 買い手は過大評価リスクを抑えつつディールを成立させやすくなり、売り手は成長仮説を条件付きで価格に反映できる。

- 業績指標の定義や算定方法（計上基準、調整項目等）を明確に合意しなければ、達成判定を巡る紛争の原因となる。
- 買収後の経営裁量が業績達成に影響するため、責任範囲と意思決定権限を整理しておく必要がある。
- 上場企業では、価格の合理性を事業計画や KPI で説明できる設計としておくことが望ましい。



(参考) ホールドバック

- ホールドバックは、買収対価の一部を一定期間留保し、表明保証違反や偶発債務への補償原資とする仕組みであり、主にリスク配分を目的として設計される。
- エスクロー*等を通じて対価を留保することで、買い手の回収確度を高めつつ、売り手側の責任範囲を明確にする。

- 留保金額と期間は、売り手企業のリスク水準と整合させる必要があり、過度な設定はディール成立を妨げ得る。
- 返還条件や補償請求手続を明確に定め、留保金の解放時期を巡る紛争を避ける設計が重要である。
- ホールドバックはリスク担保の仕組みであり、人材インセンティブ設計とは切り分けて整理すべきである。



*エスクロー：M&Aを実施する際、買い手と売り手との間に、金融機関等の第三者を仲介させて、代金を受け渡す仕組みのこと。

M&AによりSOが行使できなくなる設計等も存在するため、発行時点から法律専門家等と相談・議論しながら、丁寧に契約設計等を行うことが有用。

インセンティブ設計

取引設計

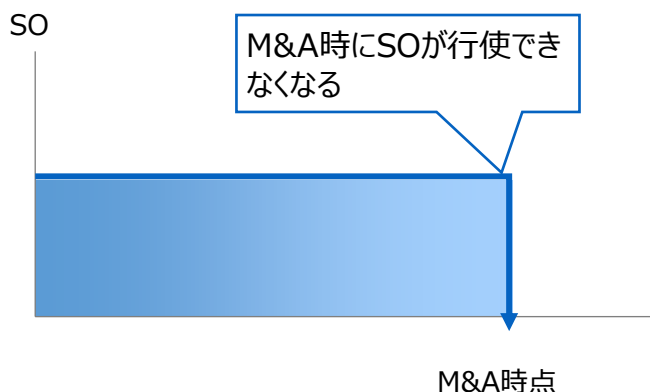
買収条件

SO設計

報酬設計



M&AによりSOが行使ができなくなるケース



- 日本では、M&Aにより行使条件を満たさなくなる、あるいは取得条項の対象となる等により、SOを行使できなくなるよう設計されているケースがある。
- そのような場合には、発行したSOがインセンティブとしての効果を十分に発揮できない可能性がある。

“

日本のSOのうち5~6割はM&Aにより行使ができない状態となるケースがある。さらに参加型優先株により、経営陣・従業員の取り分が大きく削られてしまうケースが一定数存在。

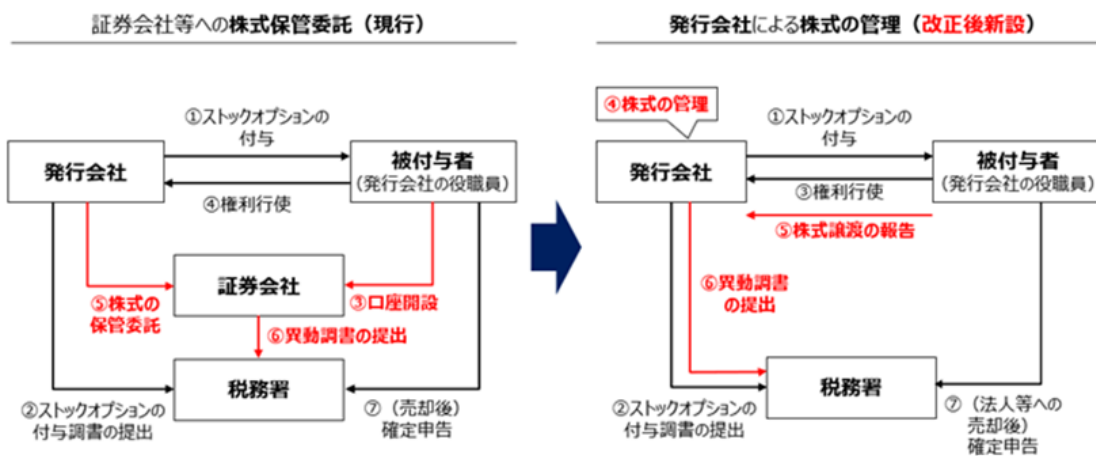
VC投資家



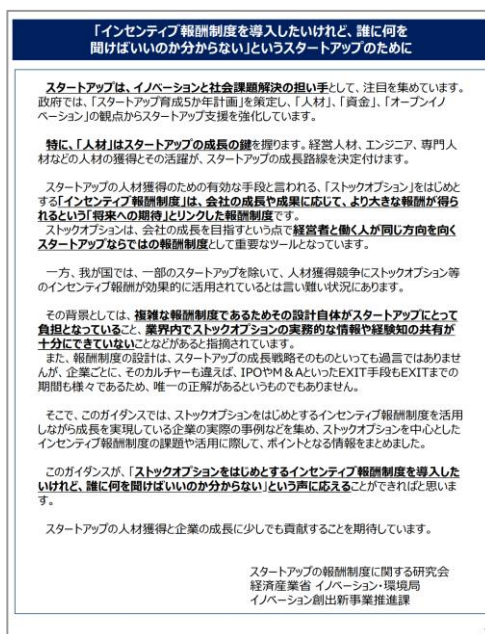
M&A後もSOをインセンティブとして機能させるうえでは、発行時点から法律専門家等と相談・議論し、発行時から買収シナリオも見据えて適切に制度設計するとともに、買収時にも実際にインセンティブが機能するように交渉・合意することが必要かつ有用

ストックオプションに関する税制改正

従前、ストックオプション行使により取得する株式については、証券会社等による株式の保管委託を行うことが税制適格の要件となっていたが、令和6年度税制改正により、譲渡制限株式に限り、証券会社等による株式の保管委託に代えてによる株式の管理も可能となった。その結果、非上場の段階での税制適格ストックオプションの行使が容易になり、株式譲渡によるM&Aの実行に際して転換株式を譲渡対象に含ませるなどの運用が従来より円滑になったと指摘されている。



ストックオプションの設計の詳細については、経済産業省『スタートアップの成長に向けたインセンティブ報酬ガイダンス —人材獲得のためのストックオプション活用術—』も参照のこと。

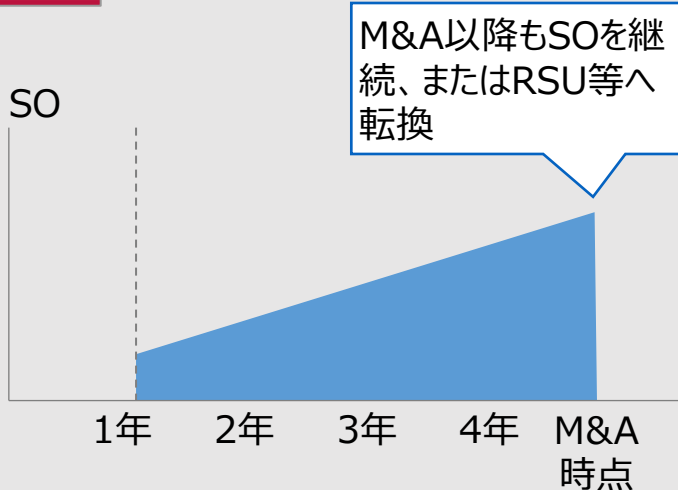


出典：経済産業省HPの内容・情報を基にボストンコンサルティング作成



アメリカのSO設計

アメリカでは、買収後もキーパーソンが事業成長を担う前提で、現金報酬と株式報酬を組み合わせたリテンション設計が買収条件の一部として組み込まれることが一般的。



- アメリカでは在籍1年を超えると在籍している間は4年間の間少しずつSOが積みあがっていく仕組みが一般的である。
- また、M&A以降においてもSOの権利が残る、ないしは行使が引き続き可能となるような契約設計となっているのが一般的である。
- なお、M&A時にRSU*等への転換を行うケースもある。

*RSU = Restricted Stock Unit: 一定の条件 (在籍期間など) を満たすと、将来株式をもらえる権利



リテンションが有効に機能し、キーパーソン人材が買収後も残り、PMIや事業成長を主体的に推進できるケースが多い

“ リテンションは極めて重要で、アメリカでは**相当な予算をかけてでも人材を残す。**

例えばMicrosoftでは、買収後にSOをRSUへ転換し、リテンションを実現している

スタートアップ経営者
(アメリカでの売却経験有)



買収後の報酬設計では、短期の「人材定着」と中長期の「行動・成果創出」を分けて設計することが重要である。



① リテンションボーナス

買収直後～統合期に経営陣・キーパーソンの離脱を防ぎ、安定的な立ち上がりを支えることが目的

売り手

- 買収後にどの期間・役割を担うことが期待されているのかを具体的に把握
- 「在籍していれば支払われる」のか、「一定の役割・貢献が前提か」など、支払い条件を明確に確認

買い手

- 統合期に人材が離脱するリスクを前提に、誰を・どの期間つなぎ止める必要があるかを整理した上で設計
- 単なる在籍条件ではなく、最低限の役割・責任と結びつけ、懲罰的にならない条件設定とする

② 業績連動型報酬

中長期で経営陣・キーパーソンが事業成長・統合に主体的に関与し続けるよう促すことが目的

売り手

- 買収後に担う役割・責任と、KPIが具体的に結びついているかを確認
- 親会社の意思決定やグループ全体の方針変更など、自分たちではコントロールできない要素に左右される条件になっていないか見極め

買い手

- 買収後に実現してほしい行動・成果を明確化し、売り手側の成果が反映される指標を設計
- 業績連動型報酬を、評価ギャップの後払いではなく行動を引き出す仕組みとして位置づけ

PMI調整では、買収後に「意思決定が回り、価値とオペレーションが接続される状態」を事前につくることが有用。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ

ストラクチャー

新株予約権等

インセンティブ

PMIの調整

スタートアップの従業員に対する説明方法

契約時の留意点

PMIで留意すべき事項

意思決定プロセス

- 大企業とスタートアップでは、**意思決定の基準（短期KPI/リスク管理 vs 長期の価値創造）** や**スピード感が大きく異なる**
- 統合時にこれらを曖昧にしたまま進めると、文化ギャップとして表面化し、意思決定が停滞する

価値設計

- 買い手・売り手共に「何を優先的に取り込みたいか（人材・技術・プロダクト等）」を曖昧にすると、PMI全体が迷走しやすい
- 買収後にどの価値を伸ばすのかが不明確だと、リソース配分や意思決定が場当たり的になる

オペレーション

- 実行段階では、**現場の承認プロセスやシステム制約がPMIのボトルネック**になりやすい
- 特に、**BtoC領域**では、親会社の承認やシステム改修に時間を要すると、統合が停滞するケースが多い

“

大企業では、1年ごとの予算達成が最重要視される傾向があり、**意思決定が短期志向になりやすい。**

一方、ベンチャー側は、「潜在的な価値を信じ、Jカーブを描きに行く」**価値創出志向**。これらはカルチャーの違いにもつながる

スタートアップ経営者



“

売り手もそうであるが、買う側もPMIの専門性・経験が十分でないケースが多い。

そのため、「M&A後に何を得たいか」を事前に可能な限り具体化し、**得たいリソース・支援内容に優先順位をつけることが重要**

スタートアップ経営者



“

顧客基盤の相互送客など大きなPMIの絵は両社で握れていた。

ただし、いざ実現しようとする、**現場の承諾を得ることや大企業側のシステム開発に相当な時間がかかってしまった**

スタートアップ経営者



売り手

買い手

買収後に誰が・何を・どこまで決めるかを領域別に明確化し、**PMI初期に意思決定スピードが落ちない承認プロセスを設計する**のが重要



売り手

買い手

買収後に最優先で伸ばす価値（人材・技術・プロダクト・顧客）を定め、**PMIにおける判断軸とリソース配分の基準を事前**に共有



買い手

現場の承認プロセスやシステム制約を事前に洗い出し、**実行段階でPMIが止まらないよう制約条件と代替手段を整理**

買収（グループイン）の後に事業が順調に成長するためには、従業員に対し、M&Aの位置づけや意義を丁寧に説明することが望ましい。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ

ストラクチャー

新株予約権等

インセンティブ

PMIの調整

スタートアップの従業員に対する説明方法

契約時の留意点

従業員への説明における留意点

M&Aの発表後は、従業員が役割や処遇への不安を抱きやすいので、事業の目的や今後の方針を繰り返し説明し、安心して働ける環境を整えることが重要である。

ただし、環境の変化は一定程度は避けられないため、全ての従業員が残ることを目指すのは現実的ではなく、M&A後の入れ替えも視野に入れておく必要がある。



社内向け説明

グループインの意義の説明 売り手

- 経営者からM&Aを前向きな文脈で説明し、従業員の不安を最小化する。
- 例えば、グループイン後の親会社における事業の位置づけや、シナジー創出方針、意思決定の方法やスピード感等を明確にする。
- なお、説明の際に「買収」「M&A」といった言葉は親会社との上下関係を連想させ、スタートアップ社内の不安を招きやすい。そのため、「グループイン」など前向きな表現を用いることも有効。

インセンティブの説明 売り手 買い手

- 従業員が保有するSOについて、どのような扱いになるのかを明確に説明する。【→SOの扱いについては、6-4. 買収（グループイン）後のインセンティブ設計を参照のこと】
- グループイン後の評価・報酬設計方針も説明する。



対外的発信 売り手 買い手

- メディアを通じて、売り手・買い手の双方のキーパーソンがグループインの意義を語る。
- メディアで対外的に発信することで、スタートアップの従業員も、売り手、買い手の経営陣が事業成長にコミットしていると感じられる。



△△社はグループの成長戦略の中核となる存在です。統合を通じて、事業と人材の価値を一緒に高めていきます。

M&A契約書を締結する際、クロージングに関する手続きや補償責任に関わる事項は、買い手・売り手ともに適切に認識のうえ対応することが望ましい。

M&Aを実施する際の留意点 全体像

M&Aの円滑実施

M&A後を見据えた計画策定合意

M&Aの流れ

ストラクチャー

新株予約権等

インセンティブ

PMIの調整

スタートアップの従業員に対する説明方法

契約時の留意点

M&A契約書の全体像

譲渡対価

→株式対価、アーンアウト/
ホールドバック等、
6-4節を参照

クロージングに関する 事項

→スクイズアウトについて、
右項参照

クロージングの前提 条件

表明保証

→内容と留意点について
右項参照

誓約事項

補償

その他一般条項

内容

- 少数株主の同意を得ずに完全子会社化を実現する手法のこと。議決権に応じて、株式等売渡請求（90%以上）や株式併合（2/3以上の特別決議）等の手法を用いて少数株主の整理を行う。

- 売り手企業自身の実在性や契約締結権限、譲渡株式に瑕疵がないこと、売り手企業の事業内容等について、事実の表明とその内容が真実かつ正確であることを保証する旨の規定。
- 考え方は、売り手企業に関する不確実な事項についての売り手と買い手の責任分担。

交渉上のポイント・留意点

- 議決権割合によって実施できる手法が異なるため、目標持株比率と手続の整合を踏まえた取得設計・スケジュールを事前に整理しておくことが重要。

- スタートアップでは、事業内容に最も詳しい経営株主が表明保証の主体となるケースが多い。（VC等の投資家は、事業運営に直接関与していないことを理由に責任を限定することが一般的）
- 経営株主に個人として補償責任を負わせる場合、資力面で実効性に限界がある点に留意が必要。（例：経営株主の持株割合を超える補償責任（対価全額相当の責任等）となっていないかを確認する。）
- そのため、表明保証違反への備えとして、補償範囲・金額上限・期間を明確にしておくことが有用。



第7章

ケーススタディ



決済事業で成長するカムがMUFGと組み、カムは厚いB/S・信頼を獲得、MUFGは若年層基盤や決済ノウハウを取り込み、双方の事業価値が向上。

会社概要とM&Aの狙い

売り手 (スタートアップ)

株式会社カム

創業年

2011年

事業内容

プリペイドカードや投資機能付き
クレジットカードなどの決済・資産形成
サービスの企画・開発・運営

全社売上

N/A

買い手 (大企業)

株式会社三菱UFJ銀行

2006年 (統合により発足)

国内外で預金・融資・決済・法人
向け金融サービス・投資銀行
サービスを提供

9.7兆円(25年3月期/連結)

M&Aの 狙い・効果



- **資金調達手段の多様化**
- ユーザーの離脱減少・CV改善
- 採用市場での**信頼向上**
- 若年層顧客を中心に**提供サービスを拡大**
- 決済ノウハウを自社サービスと
掛け合わせ、**機能強化**

M&Aに至った背景 / M&Aを選んだ経営上の効果

経緯

創業当初～M&A検討までの背景

- 初期フェーズでは、「フィンテック」という言葉もまだ普及しておらず、B/Sがどこまで必要かも見通しにくかった。しかし、M&Aを経験した先輩起業家と話す中でM&Aが身近な選択肢であることは認識していた。そのため、**経営の早期からM&Aのオプションも意識はしていた。**
- 事業の特性上**まとまった資金が必要であったこと**や、個人としての距離の近さから、2018年にフリークアウト社のマジョリティ出資を受け入れた。

M&Aの具体的な検討～M&A

- 主幹事証券と東証上場を目指していたが、2022年前後の市況悪化で時期を再考する必要が生じ、主幹事証券から事業提携先としてMUFGを提案された。
- **MUFG と既存株主も合理的なリターンを見込めるバリュエーションを合意できたことからディールが成立。**

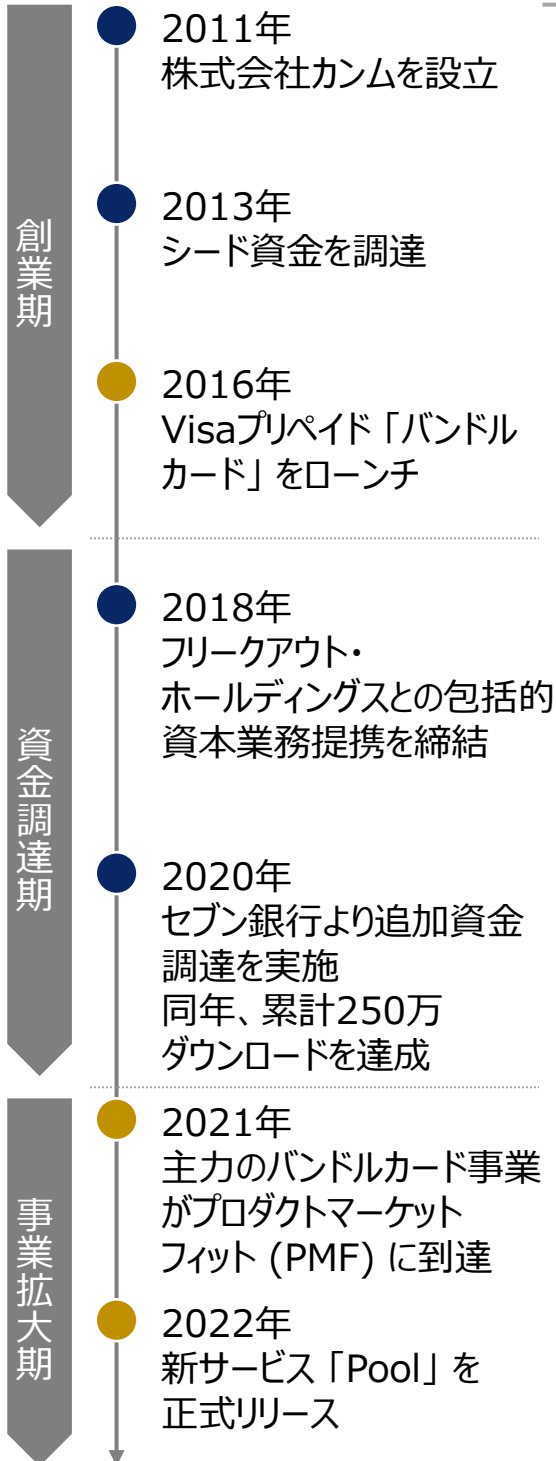
出典：カム創業者八巻氏インタビュー、[三菱UFJ銀行プレスリリース \(2022/12/27\)](#)

創業初期からバリュエーションを抑えてM&A・IPOの選択肢を保持。M&A準備では、キーパーソンの巻き込みや早期から社内にメッセージングを行った。

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと (1/2)

主要な出来事

●：資本政策 ●：事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

資本政策

M&Aも視野に入れたバリュエーション設計

- 創業当初から、M&Aも選択肢として残したかったため、大型調達前のラウンドでは常に「買い手の予算感から逆算」し、バリュエーションを当時のM&Aの予算感から10億台前半以上に上げない方針を維持した。



高バリュエーションを追わなかったことで、M&AもIPOも両方の選択肢を保持できた。

資本政策

VCのファンド構造を踏まえた株主設計

- カムの場合、既存株主との関係値が形成されていたことから、早期に利害調整が進みやすかった。
 - すでに他投資先でリターンを確保しているファンドが多かった。
 - もともとの知り合いから資金調達しており、日常的に頻度高くコミュニケーションができていた。



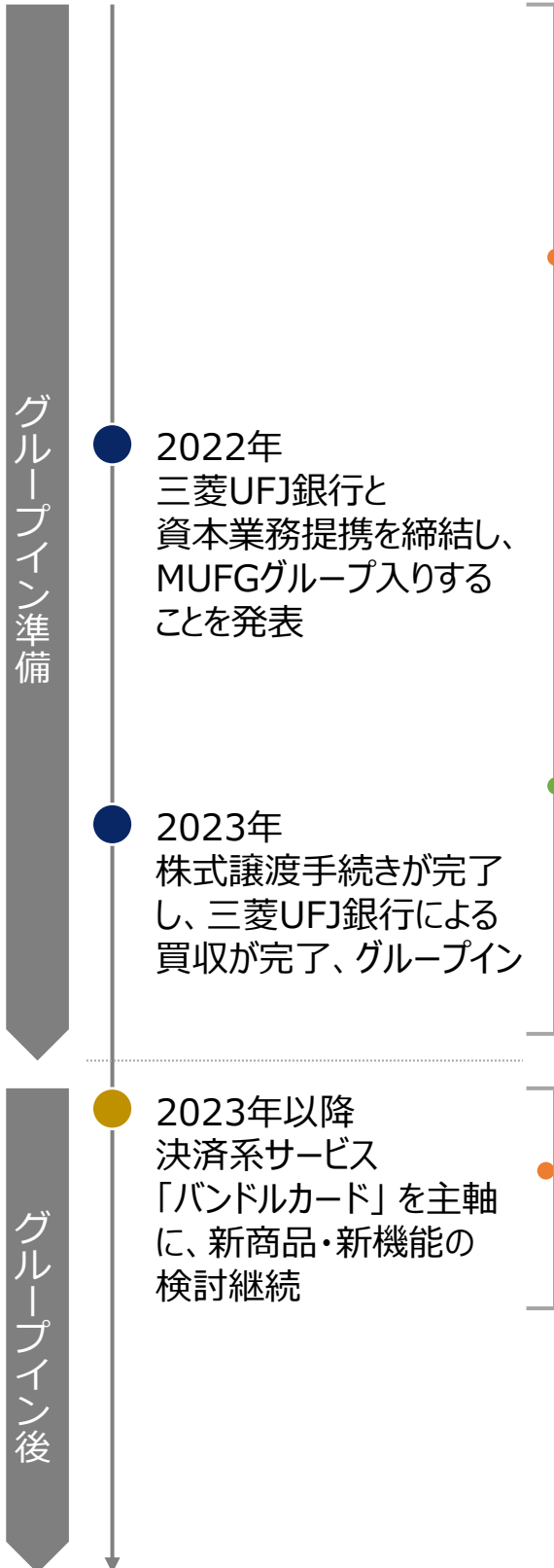
各ラウンドでM&Aの可能性を見据えて、株主を選定することが重要である。

出典：カム創業者八巻氏インタビュー

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと (2/2)

主要な出来事

●：資本政策 ●：事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

事業戦略

事業特性を踏まえた買い手へのアプローチ

- 「事前に資本業務提携で "お試し" してからM&A」の考え方もある一方、特にBtoCでは成果が出るのに時間がかかるため、最初からM&Aを選択した。
- 一方で、BtoBのモデルであれば、比較的效果が早く出やすいため、事前に資本業務提携するのも可能だと考える。

BtoBかBtoCか/数値が早期に出せるかによって、最適な買い手へのアプローチプロセス設計は変わる。

人材

キーパーソンの巻き込みや社内メッセージ

- 上位20名程度のキーパーソンは早い段階から個別に説明を行っていた。
- 社内向けのメッセージとしては、「ここで終わりではなく、ここからさらに大きくしていくための一手である」という点を意識して伝えていた。

社内にメッセージングを行う、キーパーソンの早期段階からの巻き込みより、社内混乱を防げた。

事業戦略

BtoC特有の「プロダクト主導型シナジー」に時間を要した

- 人的な相互送客が即効性を持つBtoBモデルと異なり、BtoCモデルの本質的なシナジーは、ユーザー体験レベルでの統合によって初めて発揮される。
- そのため、サービスの根幹となるシステム連携や、マスメユーザーに耐えうる堅牢なセキュリティ基準への適合が必須であった。

業種特有の構造を踏まえ、リードタイムを前提としたシナジー設計が重要

出典：カム創業者八巻氏インタビュー

スタートアップ・中小企業向け決済・与信領域に強みを持つUPSIDERと金融大手の〈みずほ〉が組むことで、AI×人の新たな金融サービスを目指す。

会社概要

売り手 (スタートアップ)

**株式会社UPSIDER
ホールディングス**

買い手 (大企業)

株式会社みずほ銀行

創業年

2024年
※株式会社UPSIDERの設立は2018年5月。2024年にホールディングス化。

2013年 (発足年)

事業内容

法人向け無担保のコーポレートカード「UPSIDER」など、スタートアップ・中小企業向けの決済・金融サービス

預金・貸出・融資・企業金融・資金調達支援・企業成長支援などの総合金融サービスを提供

全社売上

NA

9.0兆円(25年3月期)
※みずほフィナンシャルグループ連結

M&Aの狙い



- 両社のサービス・ソリューション・ネットワークを組み合わせた、お客様への一体的なサービスソリューションの提供
- AIと人の共創による新たな与信モデルの構築
- 多様なパートナー企業とのオープンな連携を通じ新たなエコシステムを構築

M&Aに至った背景 / M&Aを選んだ経営上の効果

経緯

創業当初～M&A検討までの背景

- BtoB決済・与信サービスは、必要となる財務基盤の規模も大きく、資本関係のない銀行からの借入で可能な規模を超える可能性がある。さらに、事業の特性上、大きな経済圏を持つプラットフォームに組み込まれたほうがスケールしやすいという考えもあった。
- そのため、UPSIDERは創業初期から最終的にはM&Aも視野に入れ、常に複数の買い手とコンタクトを能動的に取り続けており、「どこと組むと事業・経済圏として最大化できるか」を模索していた。

M&Aの具体的な検討～M&A

- 〈みずほ〉とは2023年より「UPSIDER BLUE DREAM Fund」を共同設立し協業を進めていた。
- 当初少額出資の話も出ていたが、よりコミットするにはマジョリティ出資が効果的であるという結論に至り、最終的にグループインに至った。

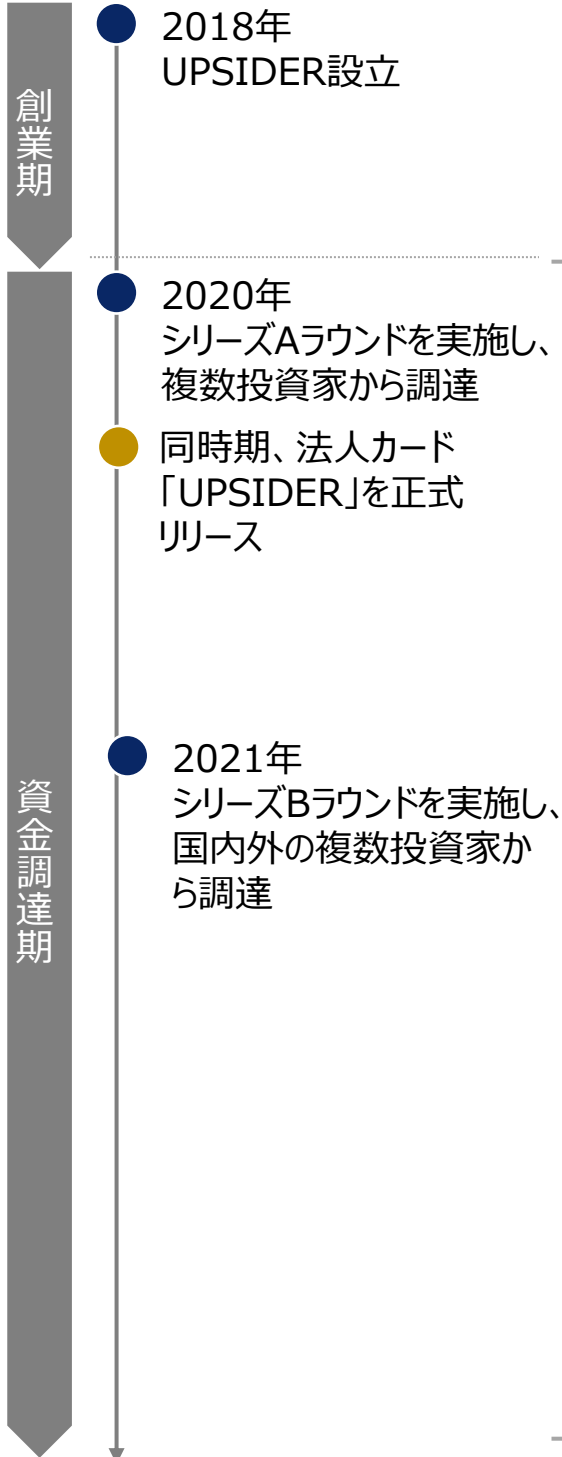
出典：UPSIDER創業者宮城氏インタビュー；株式会社UPSIDERプレスリリース(2025/7/19)

創業初期から、機動的な意思決定を可能にするガバナンスと、将来の選択肢を閉じないバリュエーション設計を行ってきた。

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと(1/1)

主要な出来事

● : 資本政策 ● : 事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

資本政策

複数投資家からの調達

- シリーズごとにリードVCが7社、優先株主は15社程度だったため、M&A検討時には丁寧な合意形成が必要となった。

⚠ 意思決定を円滑に行うには、株主構成をシンプルにする、あるいは、投資家間の横断的な信頼関係の構築が重要

資本政策

ガバナンス

M&Aを熟知したVCの選定

- 社外取締役として、大型M&Aを経験し、買い手との交渉・スキーム設計・リスクの勘所を熟知したVCが入っており、M&Aの進め方においても重要な役割を果たした。
- また、他のVCに対しても説得力を持ち、株主間の合意形成を前に進められた。

👍 M&Aの知見や経験を持つVCを選定し、取締役を依頼することで、M&Aに関する合意形成が図りやすくなる

ガバナンス

取締役会の構成

- 取締役は共同創業者2名・社外取締役2名。社内取締役の人数は「痛みのある意思決定」もできるようにするため最小限。
- VCからのボードシートを増やさないことを明言し、新しく入るのであれば既存のVCと交代する体制とした。

👍 機動的な意思決定を可能するには、取締役の人数を意図をもって設定することが重要

出典：UPSIDER創業者宮城氏インタビュー

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと(2/2)

主要な出来事

●: 資本政策 ●: 事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

資本政策

市場と乖離しないバリュエーション

- ・ シリーズCで高評価を受けたが、同じ倍率でバリュエーションをあげると、将来のM&Aやセカンダリーが成立しない懸念があった。
- ・ そのため、シリーズDでは「なぜこの価格か」説明できる材料（DCF・マルチプル・市場比較）を揃えた上で、バリュエーションを設計した。



将来のM&Aを見据えた場合、M&Aを前提とした計算式でバリュエーションを設計し、資金調達することが重要

資本政策

ガバナンス

拒否権・承認条項の範囲設計

- ・ スタートアップ業界の標準的な記載に準拠したものにはなっていたが、業界全体としてIPOが念頭にあり、必ずしもM&Aを想定した記載にはなっていなかったり、M&Aの場合に明確性を欠く定めもあった。



IPOだけでなく、M&Aについても『誰の・どの意思決定に拒否権が及ぶのか』条文上で明確にすることが重要

資本政策

ガバナンス

ドラッグアロングの活用



本件では投資家の賛同を得られたために発動に至らなかったものの、一般論として、一部株主の反対によりM&Aの成立が阻害されることを防止するために、資金調達の段階からドラッグアロングを設定すること、その発動要件を明確化しておくこと、M&Aをスムーズに進められる

エレベーターメディアで成長するGRANDと、リアルアセットを持つ三菱地所の融合により、媒体の拡大と新たな顧客体験の創出につながった。

会社概要

売り手 (スタートアップ)

GRAND株式会社

創業年

2017年

事業内容

エレベーターメディア「GRAND」をはじめとする各種メディアの運営・開発・広告販売

買い手 (大企業)

三菱地所株式会社

1937年

(旧三菱合資会社から分離独立して設立)

オフィスビル・商業施設・住宅・ホテル・物流施設・空港等の開発・運営

全社売上

N/A

1.5兆円 (25年3月期/連結)

M&Aの狙い・効果



- 三菱地所のブランド・信用力を背景に、エレベーターメディアの設置許可の獲得、媒体ブランドや広告主からの評価向上
- リアルな不動産アセットとデジタルテクノロジーの融合による、新たな顧客体験の創出

M&Aに至った背景 / M&Aを選んだ経営上の効果

創業当初～M&A検討までの背景

経緯

- 創業当初は「IPO/M&Aを強くは意識せず、事業が伸びれば自然と選択肢は広がる」というスタンスで経営していた。
- 既存株主から三菱地所を紹介され事業提携を開始。三菱地所としては、分散市場で面を取りに行くためには自社が全面に出すぎないほうがよいという点や、立ち上がりのスピードを確保できる点を評価していた。
- この段階から三菱地所とエレベーターメディアの実証を共創した。

M&Aの具体的な検討～M&A

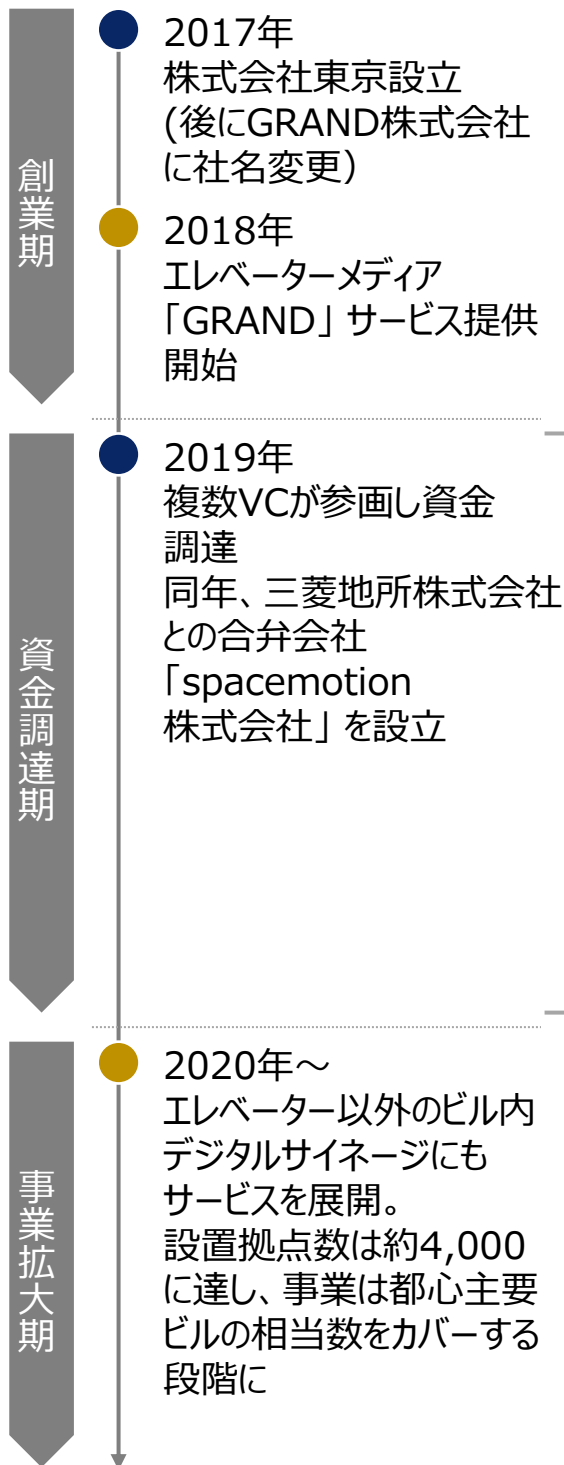
- 中国エレベーターメディアの日本参入可能性が高まったことにより、大規模な設備投資・営業投資の資金ニーズが一気に顕在化した。
- 既存株主と協議する中で、「大型資金を入れることと、グループインすることには本質的に違いがない」と判断し、M&A検討にシフトした。

資金調達期では、事業に理解のあるVCの選定や、創業者とVCの利害が揃う優先株設計が重要。M&A準備では、SOにより従業員の安心感を高めた。

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと (1/2)

主要な出来事

● : 資本政策 ● : 事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

資本政策

VC選定における着眼点

- エレベーターメディア特有の「先に投資して後で回収するモデル」を理解してくれるVCを重視した。
- 必要資金や黒字化までの道筋を逆算して議論してくれた点が決め手であった。



事業モデルに理解のあるVC選定が重要。

資本政策

優先株の設計

- 創業者に有利な条件に寄せすぎるとVCのリターン構造と乖離するため、参加型優先株を全面的には外さなかった。
- 一方で、EXITで高い評価となった場合の利益配分は、普通株に近づくようバランスを調整した。



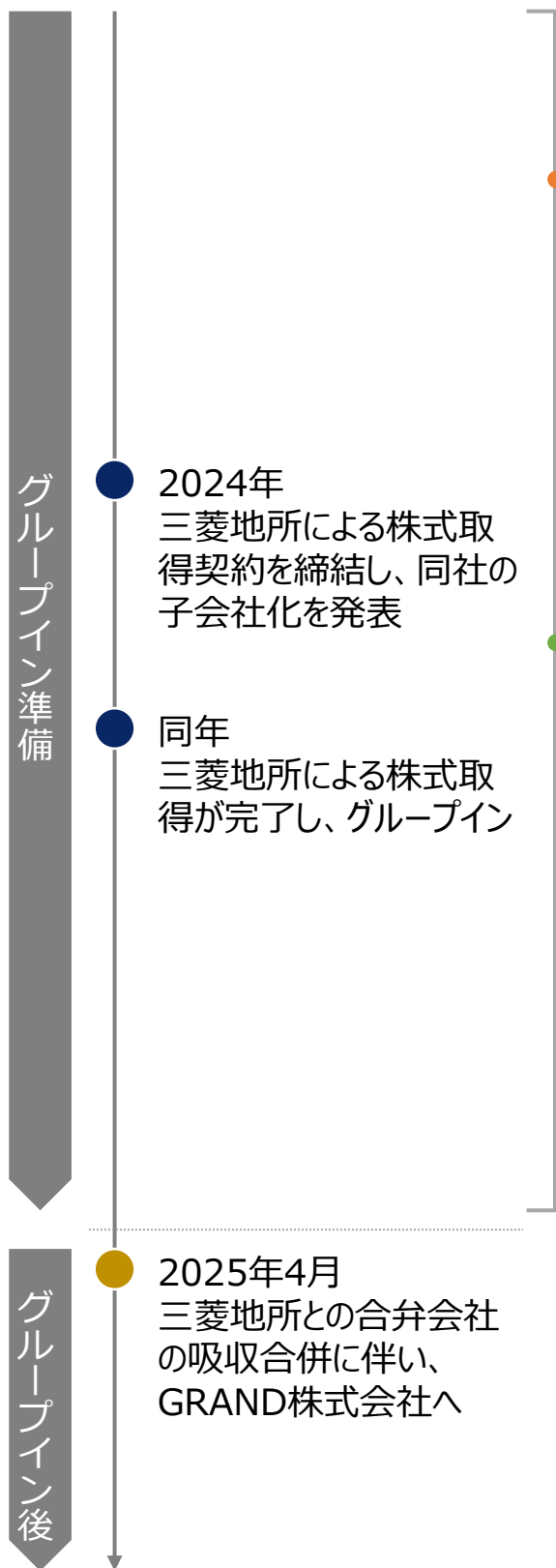
創業者・VC双方がEXIT判断で同じ方向を向けるよう、インセンティブ整合を意識した優先株設計が重要である。

出典：GRAND創業者羅氏インタビュー

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと(2/2)

主要な出来事

●: 資本政策 ●: 事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

事業戦略

スキーム（株式譲渡・株式交換）

- 株式交換は、買い手規模が大きい場合、売り手の貢献が株価に表れにくく創業者リターンが限定されるため、「株式譲渡」で実行した。

👍 最適なスキームは買い手の規模感によっても判断が必要である。

人材

従業員インセンティブ

- M&Aではストックオプション（SO）の価値がなくなるケースが多く、従業員への還元が課題となりやすい。
- 買収額の一部をSO（ストックオプション）に振り替えることにより、買収額自体が下がることになるため、それによって創業者自身も、結果として一部自分の取り分を減らしつつ、従業員への報いを重視した設計にし、株主とも交渉。

👍 従業員のリテンションには、買収条件における還元方針の整理が重要。

出典：GRAND創業者羅氏インタビュー

SaaSマーケティングで成長するスマートキャンプと、中小企業基盤を持つマネーフォワードの補完性が高く、双方の価値向上を狙った買収となった。

会社概要

売り手 (スタートアップ)

スマートキャンプ株式会社

創業年

2014年

買い手 (メガベンチャー)

株式会社マネーフォワード

2012年

事業内容

国内最大級のSaaSマーケティングプラットフォーム「BOXIL」や、インサイドセールス代行・コンサルティング「BALES」の運営

家計管理・資産管理サービスから法人向けクラウド ERP まで幅広い金融サービスを提供

全社売上

40.4億円(24年11月期)

403.6億円(24年11月期)

M&Aの狙い・効果



- ブランド力・営業ネットワークを活用した**顧客基盤拡大**
- **SaaSマーケティング事業への新規参入**
- 上場企業のファイナンス・市場との向き合い方等経営視座の獲得

M&Aに至った背景 / M&Aを選んだ経営上の効果

経緯

創業当初～M&A検討までの背景

- 当時スタートアップでは「調達後5～6年でIPO」が一般的なパスであった。
- しかし、同社はIPO未経験の経営チームであることやリード発生課金モデルによる売上ボラティリティを踏まえ、**IPO一辺倒ではリスクがあると判断**。
- 主力事業の BOXIL が成長の軌道にのった 2019年ごろより、**M&Aも視野に入れたデュアルトラック経営**を本格的に採用した。

M&Aの具体的な検討～M&A

- 2019年、買い手候補であったマネーフォワード創業者・辻氏と接点を持ち、ほぼ毎週のように議論を重ねることで、長期的な協業イメージが固まった。
- 買い手比較の中でも、マネーフォワードは「**経営陣同士のフィロソフィーの一致**」と「**買い手の顔が見えること**」が決め手であった。

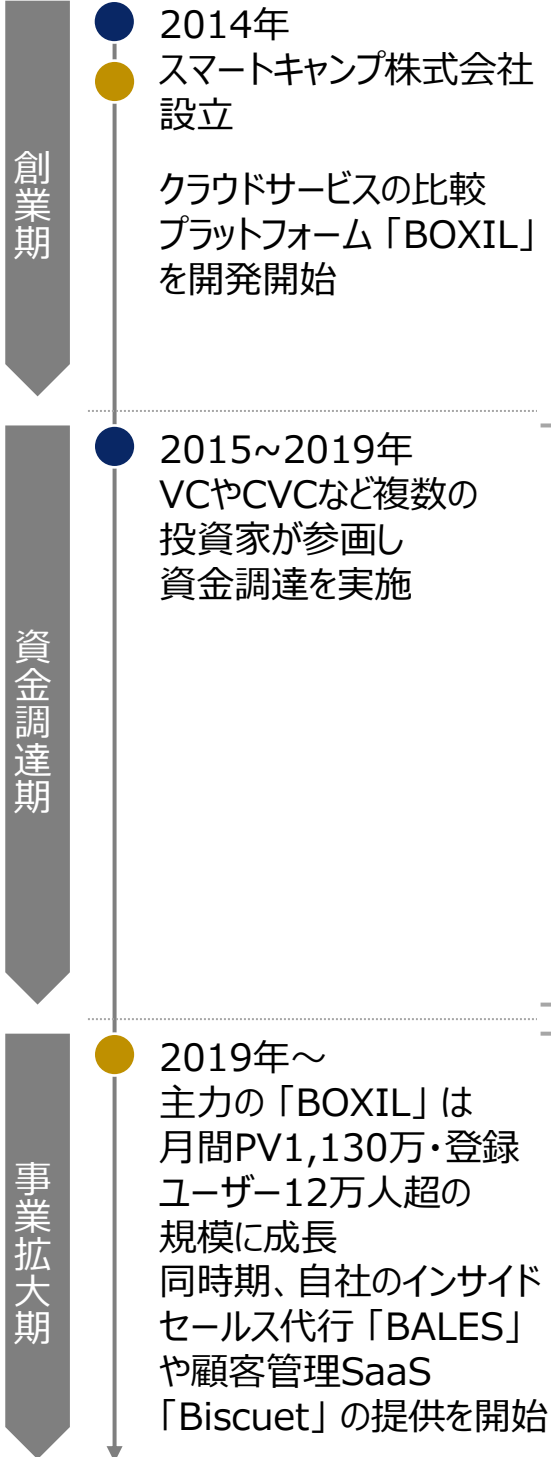
出典：スマートキャンプ創業者古橋氏インタビュー、Spedal「マネーフォワード辻氏 × スマートキャンプ古橋氏 対談記事」(2019/12/24)

早期から複数の買い手候補と接点を持ち、自社に合う相手を見極めた。
M&A準備では株主と密に対話を重ね、スムーズな意思決定につなげた。

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと(1/2)

主要な出来事

●：資本政策 ●：事業の出来事



留意しておいてよかった/おけばよかったこと

資本政策

VC選定における着眼点

- 日本でも 起業家出身や実務経験の豊富なVC が増えている。
- EXITプロセスやM&Aの進め方を理解する投資家を選ぶことで、成長フェーズ～EXITフェーズの意思決定がスムーズになった。

VCを選ぶときは、実務経験やEXITの知見も考慮することが重要。

資本政策

調達手段の設計

- 創業当時はエクイティ中心の資金調達で、累計調達額は抑制的だった。
 - 一方で現在は、資本性ローンやベンチャーデットなど非エクイティの選択肢が拡大。これにより、エクイティ希薄化を抑えつつ成長投資を行う設計が可能になっている。
- 成長ステージや事業リスクに応じて、エクイティとデットを組み合わせた調達設計を検討するのがよい。

事業戦略

買い手の探索

- 事業成長が見えてきた2018～19年頃から、IPO一辺倒ではリスクがあるとの認識から、M&Aも本格的に検討した。
 - この頃から、複数の事業会社と継続的に接点を持ち、自社にとって最適なパートナー像を探り始めた。
- 早期から複数の買い手候補と関係構築を進め、自社に合った企業を能動的に探すのが重要である。

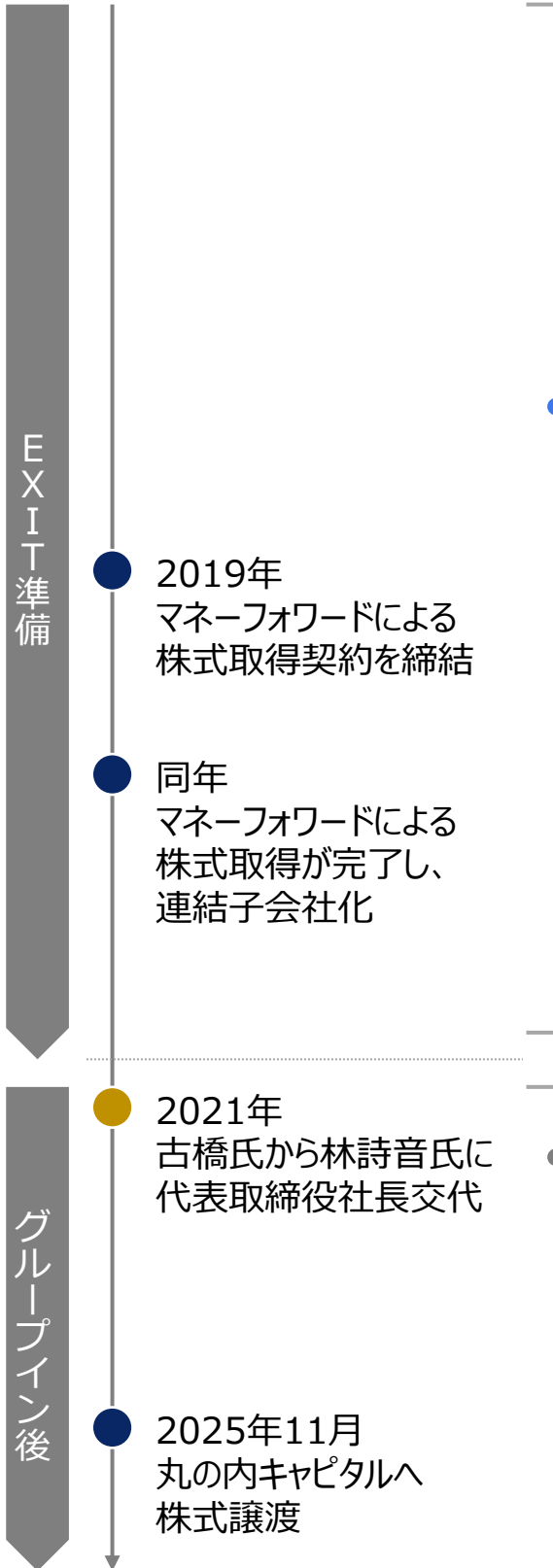
出典：スマートキャンプ創業者古橋氏インタビュー

M&Aに向けて留意しておいてよかった/留意しておけばよかったこと(2/2)

主要な出来事

留意しておいてよかった/おけばよかったこと

●：資本政策 ●：事業の出来事



資本政策

方針決定と株主コミュニケーション

- IPO またはM&Aのどちらにするか、その方針は創業者が主導して検討した。
- シードVCとは深い関係性があり、日常的に悩みや候補先の状況を共有することで認識のズレを最小化していた。
- 一方、レイターで入った投資家の中には、IPO前提でのリターン設計をしている場合もあった。そのため、M&Aが決まってから知らせるのではなく、プロセスを共有するため、定期的な情報開示・方向性の共有・候補先の進捗共有を徹底した。投資家と密に透明性高くコミュニケーションを取ることでプロセス中の対立を防げる。

M&A後の創業者古橋氏のキャリア

- 古橋氏は起業・M&Aで得たネットワークや経営の視座を活かし、マネーフォワードの中で新規事業である、スタートアップ向けVC「HIRAC FUND」を2020年に立ち上げた。
- さらに、2023年にはヘルスケア事業を手がけるアンドエル株式会社を設立
- M&A後も起業で得た経験を活かし、新しいキャリアの道が開ける

出典：スマートキャンプ創業者古橋氏インタビュー



付録

本ガイドの作成にあたって開催した 有識者検討会の構成員一覧



有識者検討会構成員一覧

委員8名、オブザーバー3名（敬称略・所別五十音順）

	所属・役職	氏名
スタートアップ 売却経験者	株式会社カム 代表取締役 執行役員 CEO	八巻 渉
	General Partner, Carbide Ventures / Chairman & Co-Founder, Treasure Data, Inc.	芳川 裕誠
VC	UntroD Capital Japan株式会社 代表取締役社長	永田 暁彦
	シニフィアン株式会社 共同代表	村上 誠典
スタートアップ 買収経験者	株式会社マネーフォワード 取締役 執行役員	金坂 直哉
	株式会社みずほフィナンシャルグループ/ 株式会社みずほ銀行 執行役員 CBDO	中馬 和彦
M&A 仲介会社	株式会社ストライクグループ 代表取締役社長 株式会社ストライク 代表取締役	荒井 邦彦
法律事務所	森・濱田松本法律事務所 外国法共同事業 パートナー弁護士	飯島 隆博
オブザーバー	慶應義塾大学 准教授	芦澤 美智子
	一般社団法人スタートアップ協会 理事	横川 毅
	一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 理事	白木 信一郎

本ガイドの作成にあたっては、各業界の有識者（30名程度）へヒアリングを実施のうえ素案を作成したうえで、上記で構成された有識者検討会にて重要論点について検討・ご意見を頂戴し、それらを踏まえ最終調整を行い内容をまとめている。

検討会の各委員は、3回（1回2時間程度）の検討会において、限られた時間の中で、意見を求められた点について意見を述べたものであり、本資料に対して全体的な監修はしておらず、本書の内容は、各委員の意見と必ずしも一致しているものではない。また、本資料は、各委員個人及び各委員が所属する組織の意見を必ずしも反映したものではない。



経済産業省

Ministry of Economy, Trade and Industry

本ガイドスは、経済産業省「令和7年度技術開発調査等の推進事業（スタートアップ・エコシステムの育成のための調査事業）」（受託者：ボストン・コンサルティング・グループ合同会社）を通じて作成