

令和5年度産業経済研究委託事業 (スタートアップの成長のための調査)調査報告書 -スタートアップのM&A活用に関する調査-

経済産業省 経済産業政策局 新規事業創造推進室 (委託事業者:デロイトトーマツ ベンチャーサポート株式会社) 2024年6月18日

- 1. 調査の背景
- 2. IPO前の他社M&Aを実行するポイント
- 3. エグジットとしてのM&Aを実行するポイント

<sup>■</sup> 本報告書に記載されている情報は、公開情報とともにヒアリング等で第三者から提供を頂いた情報も含まれています。これらの情報自体の妥当性・正確性については、デロイトトーマツベンチャーサポート株式会社(以下、「弊社」)では責任を負いません。また、内容の採否や使用方法については、経済産業省(以下、「貴省」)自らの責任で判断を行うものとします。

<sup>■</sup> 本報告書における分析手法は、多様なものがありうる中での一つを採用したに過ぎず、その正確性に関して、弊社がいかなる保証を与えるものではありません。

- 1. 調査の背景
- 2. IPO前の他社M&Aを実行するポイント
- 3. エグジットとしてのM&Aを実行するポイント

## 本調査は、日本の投資環境のグローバル水準への引き上げ、IPOとM&Aのデュアルトラック・海外展開の促進を後押しするための要諦を明確にすることを目的としている

#### 検討背景



#### ユニコーン企業100社創出するには、海外vcからの投資や海外市場の取込みを促進する必要がある

- スタートアップ育成5か年計画で掲げた大きな目標を達成するためには、海外の投資家やベンチャーキャピタルを呼び込むための環境整備が不可欠だが、海外投資家にとって日本の契約書式等が参入障壁となる場合があるとの指摘がある
- また、スタートアップの成長に資するM&A を促進するため、令和 5 年度税制改正において、オープインイノベーション促進税制のM&A 型を創設するなどの措置を講じたものの、売り手であるスタートアップ側が設立当初からIPOを前提とした資本政策を作成していることにより、M&A を選択するのが難しい状況となっているとの指摘がある。スタートアップが上場後も大きく発展するために、上場前にスタートアップが買い手として他の企業を買収等することも考えられるが、実際に上場するまでは様々な要因によりM&A が進められないという声もある
- さらに、スタートアップが大きく成長するためには、海外市場を取り込むことが必要。他方、海外展開にあたっては、 国内事業とは異なるハードルやプラクティス等があると考えられる、そうしたハードルやプラクティス等を明らかにした 上で、更なる支援策の検討等に繋げることが必要



## 海外vcが日本のスタートアップに投資しやすい環境を整備するとともに、スタートアップ側がグローバル市場を取り込み、様々な成長エクイティストーリーを志向できる機会を提供することが重要である

- スタートアップへの投資額を増やすためには、投資環境の健全な発展が必要である。経済産業省では、平成29年度、令和3年度と各種環境整備、調査研究事業を行ってきた。また、スタートアップの成長に資するM&Aを促進するため、令和5年度税制改正において、オープインイノベーション促進税制のM&A型を創設するなどの措置を講じている。しかしながら、更なる環境の変化に応じて新たな更新が必要になっている
- 本調査事業では、スタートアップ育成5か年計画で掲げた大きな目標を達成するため、日本の投資環境をグローバル水準としていくための調査のほか、IPOとM&Aのデュアルトラック思考の資本政策やグローバル展開を成功させるためのビジネスモデルの設計など、スタートアップが上場後も継続的に成長するためのポイントについて、調査しまとめることを目的とする

## IPO準備期間でも適切な対応を行うことで他社M&Aは可能。また、IPOとM&Aのデュアルトラック型の戦略により、複数のエグジットが選択可能となる

#### 本調査結果のサマリー

#### IPO前に他社をM&Aする場合のポイント

上場審査上、IPO準備期間のM&Aを禁止するルールはなく、以下のポイントについて適切な対応を行えばIPO準備期間における他社M&Aも可能

M&Aの規模

■ <u>M&Aの規模や影響度を踏まえた</u>事業計画の策定やグループ全体の内部管理体制の整備・運用が求められる

事業計画

■ 事業計画の蓋然性を高めることが重要であり、 M&Aを実施したことによる事業への影響を<u>適切</u> に整理し、説得力のある形で示す

内部管理体制

■ 必要に応じ、M & A対象会社のコーポレートガバナンスや内部管理体制を上場に適切な水準に引き上げることが求められる

会計上の論点

■ M&Aによる、のれんの償却や減損の検討、子会 社株式の評価など、会計上の重要論点を合理 的に整理する必要がある

#### エグジットとしてM&Aを選択する場合のポイント

IPOのみ前提とした戦略でなく、<u>IPOとM&A両にらみの</u> <u>デュアルトラックの戦略により</u>、IPOのみならずM&Aも 選択可能になる

戦略

■ エグジットのタイミングはいつにするか、IPOと M&Aどちらにするかの選択は事業成長に影響を 与える

スキル/制度

■ M&Aエグジットを進めるためには<u>ファイナンスに関する専門知識が不可欠</u>

投資契約・ 株主間契約 ■ 投資契約・株主間契約は内容によっては、M&A のエグジットの意思決定スピードに影響が出る可 能性がある

バリュエーション

■ M&A前のラウンドでバリュエーションが高くなり過ぎた場合、M&A時の交渉時に、金額が見合わず交渉が難航する可能性がある

# スタートアップの成長に資する選択肢としてM&Aが考えられるが、IPO前は様々な要因により実施できないとの声を聞く。本調査では実現に向けたポイントを調査した

検討背景①:IPO前の他社M&A

#### スタートアップの声

■ 赤字となることや、社内体制の大きな変更を 懸念し、IPO前の他社M&Aは控える場合が ある。しかし、<u>積極的な他社M&Aを見送った</u> <u>結果、本来ならより成長できたはずのチャン</u> スを逃している恐れがある

IPOとM&Aの両立は 難しいのではないか? 特に、直前期は難しいの ではないか?



#### 上場審査関係者の声

- 証券取引所、証券会社、監査法人ともに、 IPO前の他社M&Aを認めていない訳ではない
- <u>適切なスケジュール下で、留意すべきポイントを踏まえて進めることで、IPO前の他社M&A</u> は実現可能である



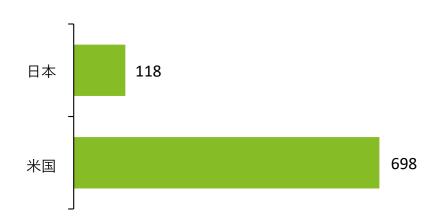
IPOと他社M&Aを両立するための進め方や 留意すべき論点を明らかにする

# エグジット後も継続的に成長するためには、M&Aも選択肢として検討できる一方、日本ではIPOに偏重している。本調査ではエグジットとしてのM&Aを実現するポイントを調査した

#### 検討背景②:エグジットとしてのM&A

- 創業から資金調達を経てエグジットに至る過程の中で、多くのスタートアップは脱落していき、IPOできるスタートアップは一握りである。M&Aが多く行われている米国と比較し、日本はIPOに偏重しているとの指摘があり、日本でもM&Aを選択肢の1つとして検討しておくことで、状況に応じて柔軟にエグジットの選択ができるようになると考えられる
- IPOを優先することで、M&Aによるエグジット/資金調達の選択肢を逃す恐れがある。また、十分に成長していない状況でのIPO (スモールIPO)は成長鈍化につながることが懸念され、<u>必ずしも「成長を実現するためのIPO」となっていないのではないかと</u> <u>の指摘がされている</u>

#### スタートアップM&A件数の日米比較

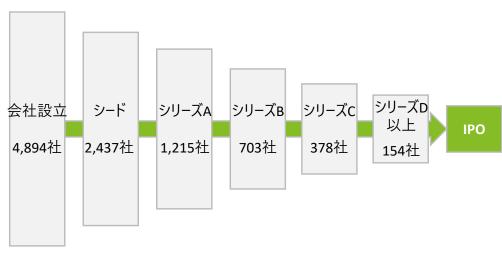


期間:2023年1月~12月

日本:2024年1月23日時点(被買収・子会社化・主要株式取得を対象)

米国:2023年12月31日時点

#### IPOに至るスタートアップの数



#### 2024年1月23日時点

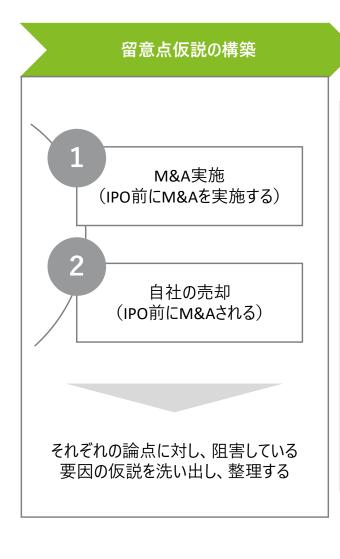
- 注1)集計時点の対象企業の最新ラウンドのシリーズを対象とし、今後の調査進行により変化する
- 注2) 2015年以降に対象の増資ラウンドがあった10.493社を対象とし、判定不可ステータスは712社ある
- 注3)シリーズの定義は、INITIALが独自に定めた定義に従い、当該ラウンドは企業が公表するものと必ずしも一致しない

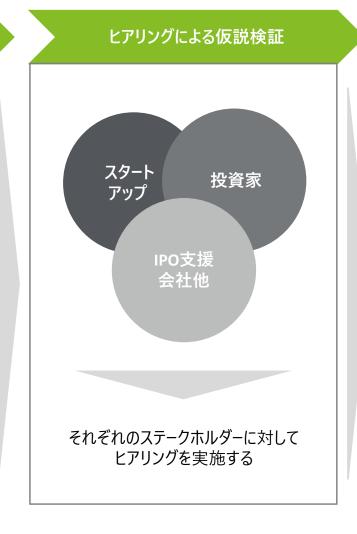
注4) INITIALが調査終了と判断した企業は対象としない

出所:経済産業省「大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書」、株式会社東京証券取引所「グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応について」、Initial「Japan Startup Finance 2023」、Pitchbook-NVCA「Q4 2023 PitchBook-NVCA Venture Monitor」を基にDTVS作成

## IPO前の他社M&A及びエグジットとしてのM&Aに対する留意点をヒアリング調査し、スタートアップが留意すべき事項を本調査としてまとめた

#### 本調査の実施方針





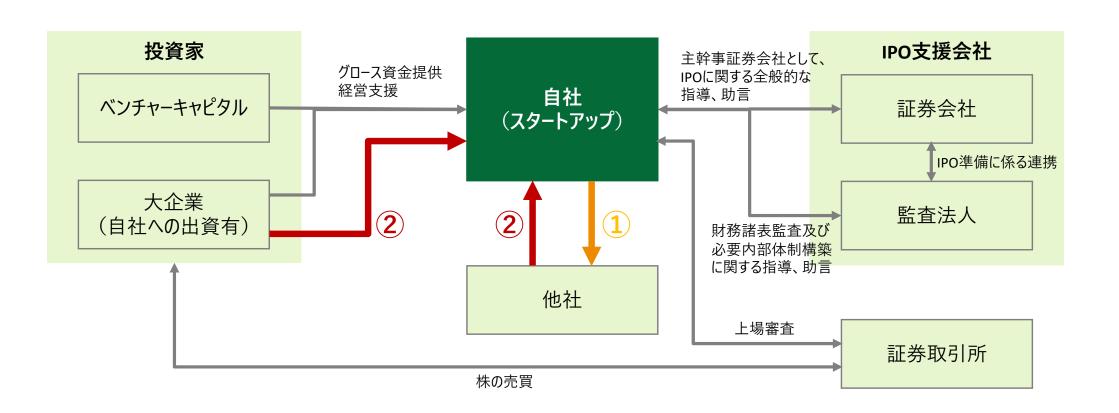


# スタートアップが関わる主なステークホルダーは投資家とIPO支援会社である。本調査では、 ①IPO前の他社M&A ②エグジットとしてのM&A の両方を対象とする

#### 本調査に関わるステークホルダー 一覧

調査対象

- ①IPO前に、他社をM&Aする
- ②エグジットとしてM&Aを選択する



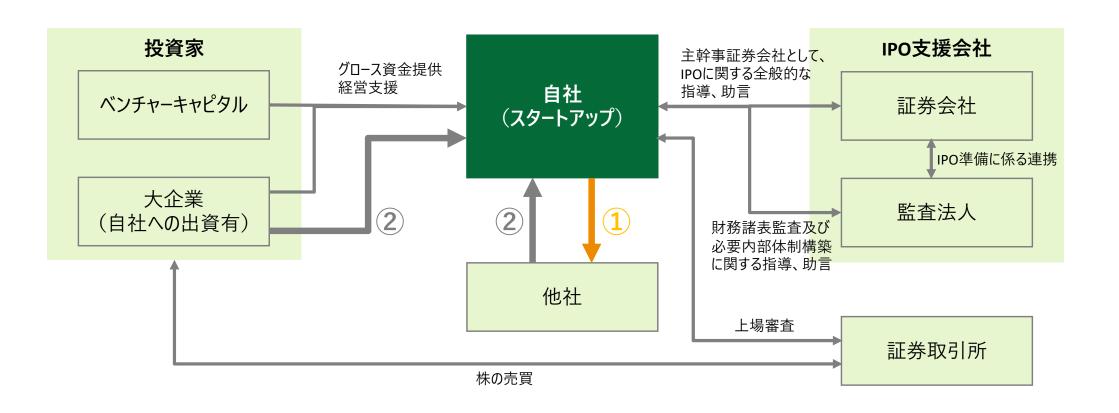
- 1. 調査の背景
- 2. IPO前の他社M&Aを実行するポイント
- 3. エグジットとしてのM&Aを実行するポイント

## 本章では、自社スタートアップがIPO前に他社スタートアップをM&Aする際のポイントについて 解説する

本調査に関わるステークホルダー 一覧

調査対象

- ①IPO前に、他社をM&Aする
- ②エグジットとしてM&Aを選択する



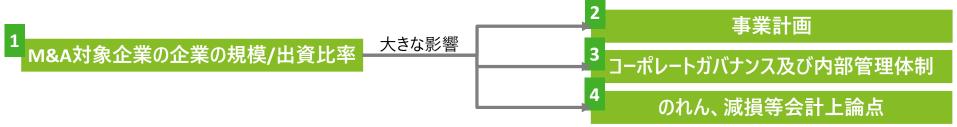
### IPO前の他社M&Aも、上場準備に関わるいくつかの留意事項を踏まえることで実行可能と なることが確認された

IPO前の他社M&Aに関わる主なステークホルダーと留意事項



#### IPO前に他社M&Aを行う時の留意事項

各ステークホルダーからの確認や審査では以下の観点が求められ、適切に対処できれば、IPOとM&Aの実施は両立可能であるという意見を確認した



出所:デロイトトーマツ「株式上場(IPO)までの流れ」、ヒアリングを基にDTVS作成

## M&A対象企業の規模が大きいM&Aを行う場合、IPO時に評価される事業計画や内部管理体制への影響を考慮して十分な対応が重要となる

### IPO前の他社M&A | ①M&A対象企業の規模/出資比率

#### 論点と留意事項

#### 有識者からのコメント

#### 論点

- 後述の事業計画や内部管理体制両方に関わる論点として、M&A により買収する企業の規模/出資比率がある
- IPO準備を進める中でのM&A検討は、スケジュールとの兼ね合いになる。特に大規模なM&Aの場合、上場時及びその後の事業計画の 蓋然性や、内部管理体制が適切であるかを説明することが重要となる



東京証券取引所

IPO前のM&Aの有無にかかわらず、上場審査では事業計画の合理性や内部管理体制の有効性を確認しているが、M&Aを行っている場合には、その影響を踏まえて事業計画が合理的に策定されているか、M&A後のグループ全体の内部管理体制が有効に整備・運用されているかを確認することとなる。IPO前に規模が小さい企業が大きい企業を買収する場合は、それらの事項に大きな影響を与える場合があり、適切に対応を行うことが重要

#### 留意事項

- IPO前にM&Aが実施できるかは、主幹事証券会社や監査法人等と 議論を行うことになる。M&Aを行う場合、自社の事業規模に対する 買収対象企業の影響の度合い/出資比率は、求められる説明・審 査資料等に影響する場合があるため、適切な対応が重要となる
- 特にM&Aの規模が大きい場合、<u>自社の内部管理を充分機能させるだけの体制が管理部門等に必要となる</u>



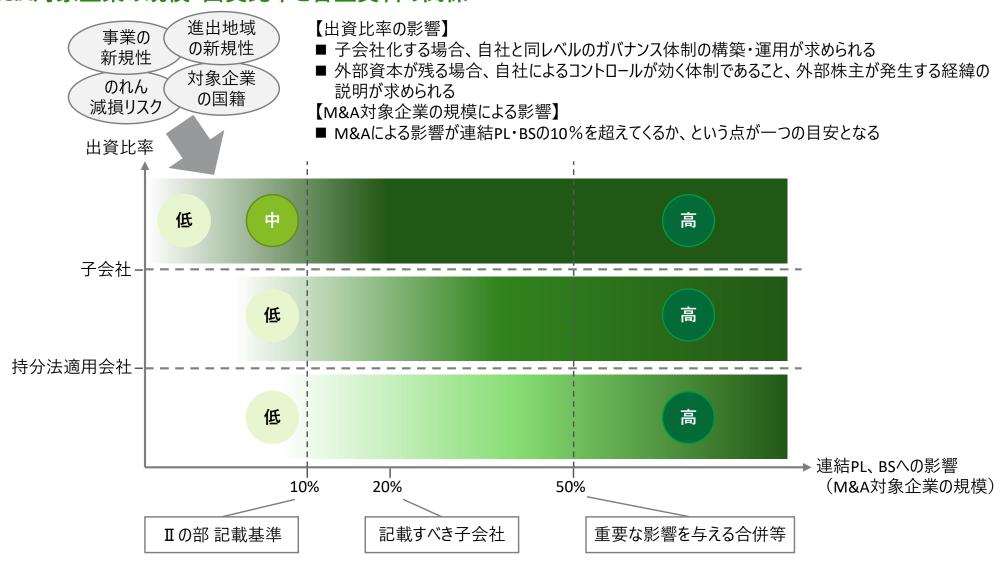
N-1期に入ってからM&Aの実施が不可能というわけで はなく、証券審査までに体制を整え、対応が可能な 場合もある。その結果審査が遅れ、通常は申請期の 第三クオーターに上場する中で、第四クオーターや期越 えになる可能性もある

出所:ヒアリングを基にDTVS作成

13

### 【参考】M&A対象企業の規模に加え、出資比率も審査資料等の対応に影響する点として 挙げられる

IPO前の他社M&A | ①M&A対象企業の規模/出資比率 M&A対象企業の規模・出資比率と審査資料の関係



出所:大和証券株式会社作成資料を基にDTVS作成

### 上場するにあたり、事業計画の蓋然性を高めることが必要である。M&Aが与える影響や、 そのM&Aが成長に必要であることを明確に示す必要がある

### IPO前の他社M&A |②事業計画

#### 論点と留意事項

#### 論点

- IPOに当たっては、上場後も継続的に事業を成長させ、企業が長期的に存続できるか、収益を生み出すことができるか等を投資家等へ示す必要がある
- 事業計画の蓋然性を高めることが重要であるが、M&Aを実施したことによる事業への影響が、適切に整理され、説得力のある形で示す 必要がある。適切でないと判断された場合、審査延期等の対応に 迫られる場合がある

#### 留意事項

- M&Aを実施する/しないに関わらず、事業計画の蓋然性を高めることは必要である中、M&Aを実施した際に、それらが自社の業績にどのように影響し、どのようにシナジーを生み出すことができるのかを明確に説明する必要がある
- 専門家や有識者の意見も聞きながら、第三者から見て、M&Aが自 社の成長にとって適切な判断であるかを、具体的に検討することが 求められる

出所: ヒアリンクを基にDTVS作成

有識者からのコメント



東京証券 取引所

M&Aの実施による<u>前提条件の変化を踏まえ、事業計</u> <u>画を適切に見直したうえで、投資家から見て納得感</u> のあるように説明・開示していくことが必要である

M&Aを行うことによって、上場対象企業のオーガニック グロースが分かり難くなるため、投資家に対する補助的 な情報(それぞれの企業の成長度合い等)開示 必要が生じる。



証券会社 B社 最近はM&Aを行うことで、成長ストーリーの一つとする、 若しくは、PLを伸ばしていくといったニーズもあり、<u>N-1,N-</u> 2,若しくはN期に実行する事例も出てきている



証券会社 C社 上場時バリュエーションへM&A実績を反映させるには、 審査の際に提出される中期経営計画等、買収後の 業績予想を鑑みて算出することになる。

M&A実施後の内部管理体制等が適切に運用されているかを評価する期間が必要であり、申請期に大型の M&Aを実施した場合には、基準期が変更されること になる

## 上場するには、内部管理体制を整備することが求められるため、買収先の内部管理体制の統合を行い、それが適切な水準まで引き上げられるかという点がポイントの一つとなる

### IPO前の他社M&A |③コーポレートガバナンス及び内部管理体制

#### 論点と留意事項

#### 有識者からのコメント

#### 論点

- 上場会社は、公開企業として経営・事業を適正に行っていくことが 必要であり、IPOにあたっては、、ユーポレートガバナンスや内部管理体 制を整備することが求められる
- M&Aを実施する際に、必要に応じて、対象会社のコーポレートガバナンスや内部管理体制を、上場に適切な水準に引き上げる必要があり、<u>適切でないと判断された場合、審査延期等の対応に迫られる</u>場合がある

#### 留意事項

■ IPOの準備を進めていく上で、自社のコーポレートガバナンスや内部管理体制は、適切な水準まで整備されていることが想定される。M&A を実施し、M&Aの対象会社がグループインした場合でも、審査基準に達する水準であるかを、審査の段階で示す必要がある。スケジュールにも左右されるが、M&A後適切な運用さがれていることを示すことや、IPO直前でのM&Aの場合は、過去のM&A実績を踏まえて、適切に運用できるであろうことを示すことが求められる



取引所

買収先の内部管理体制の水準が、上場会社の子会社として十分な程度に引き上げられているかを確認する。その他、ガバナンス体制等もチェックする。M&A後の運用をどこまで確認するかという点については、グループ全体における影響度や過去のM&A実績にもよるため一概には言えないが、上較的短期間であっても問題ないと認められるケースもある



証券会社 B社 クライアントの一例として、申請期にM&Aを実施した事例がある。通常、申請時期のM&Aにおいては、内部管理・コンプライアンス上、大きな問題がないかが論点となるが、より精緻なDDの実施や弁護士による検証により、問題がないことを確認して実現した



監査法人 A社 ビジネス側面でのメリットを重視し、M&Aを行うケースが多いが、併せて**管理リスクに着目することが重要**。取締役会において、買収によって生じると想定されるリスクについて十分な協議がなされ、ガバナンスルールに沿って適切にM&A実施の判断が求められている点を理解する必要がある

出所:ヒアリングを基にDTVS作成

16

# スタートアップ企業を買収する際は、純資産に比較して高い金額で買収するため、のれんが発生するケースが多い。適切な価値評価と統合及びステークホルダーの理解が求められる

### IPO前の他社M&A | ④のれん、減損等会計上論点

#### 論点と留意事項

#### 論点

- のれんとは、M&Aの買い手が支払う買収金額のうち、売り手企業の 純資産を上回った金額を指す。無形固定資産として、差額である のれんを、適切に会計処理を行う必要がある
- 現在の日本の会計基準では、一定期間に規則的な償却を行う必要がある
- 売り手となるスタートアップは、M&A時点でほとんど利益が出ていないことが多く、純資産と買収金額の乖離が大きい。買い手としては、 高額ののれん償却及び減損検討の必要性が生じるケースがあり、 M&Aの検討を断念するケースがあると想定される

#### 留意事項

- 第一に、売り手企業のデューデリジェンス等を適切に行うことや、シナジーの検討を精緻化することで、企業価値を正確に評価することが重要である。さらに、PMIを適切に実施し、当初想定していたM&Aの効果を実現させることが重要である
- のれんの償却や減損リスクといった、財務面での影響について、株主 や主幹事証券会社等と積極的に議論を行い、ステークホルダーから、 M&Aの実行について理解を獲得することが求められる

有識者からのコメント



監査法人 A社 会計監査の視点における大きな論点は「のれん(買収金額)の処理」「内部統制評価」の二つである。 のれんの処理については、減損リスクの評価、識別可能資産/PPA処理(のれんの妥当性、無形資産の 識別判断)など、**適切な評価がなされているかといっ** た観点おいて、会計監査業務への負荷が大きくなる



B社

会計上いくらで買い、どれだけのれんを償却するかという論点は影響度が大きい。監査法人として、のれんの評価を適切に行えるのかを判断する。償却する場合は、PLへ計上する必要があることに加え、毎期末に減損の判定も必要である



監査法人 C社 スタートアップが他社を買収する場合、純資産に対して高い金額で買収するため、のれんが生じることが多い。 買収価格の妥当性・差額に対する対応も含め、会計 監査上の対応が、各期どのタイミングでも必要である。 会計上の懸念点としては、買収価格、のれんの償却 期間、PPA(Purchase Price Allocation)などが主に なる

出所:ヒアリングを基にDTVS作成

17

# 【参考】上場準備期間中にM&Aした事例を調査の上記載。2023年にIPOした会社の中でも、上場準備と並行してM&Aを実施した事例は存在する

#### 2023年にIPOした会社のうち、直前々期・直前期中のM&A実施事例

上場日	会社名	市場	上場直前期 売上高 (億円)	上場直前期経常 利益 (億円)	時価総額 (初値、億円)	M&A概要
2023/03/29	AnyMind Group	東証グロース	192.5	-5.4	569.9	21/1にENGAWAを完全子会社化
2023/06/21	シーユーシー	東証グロース	353.1	36.2	1,286.0	21/4にメディカルパイロットを連結子会社化 23/1にネイチャーなど複数連結子会社化
2023/07/24	トライト	東証グロース	442.0	55.6	1,133.0	21/8にHAB&Co.を完全子会社化 22/1にウェルクスを完全子会社化
2023/07/28	GENDA	東証グロース	460.9	40.1	556.2	22/1に宝島を吸収合併 その他事業譲受など実施
2023/10/04	くすりの窓口	東証グロース	74.2	9.4	173.5	21/4にエーシーエスを子会社化
2023/11/16	Japan Eyewear Holdings	東証スタンダード	107.2	13.1	304.3	21/8にフォーナインズ等を完全子会社化
2023/12/27	yutori	東証グロース	24.7	-0.5	44.3	22/4にKANDORのファッションブランドを事 業譲受 22/8にA.Z.Rを完全子会社化

出所:各社有価証券報告書を基にDTVS作成

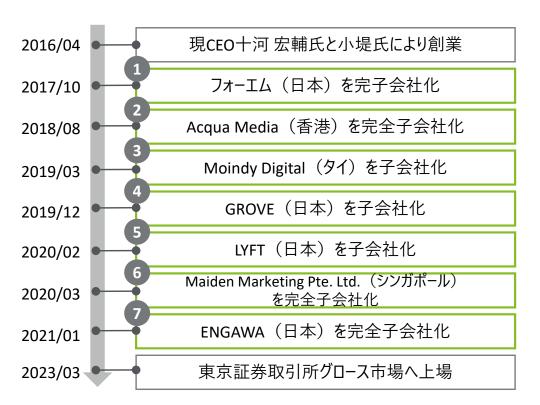
### AnyMindはステークホルダーのサポートを受けながら、戦略的にM&Aを積極的に実施するこ とで、IPO前に7件のM&Aを実施することができた

### IPO前に他社をM&Aした事例 | AnyMind

## **AnyMind**<sup>™</sup>

#### AnyMindのIPO前のM&Aスケジュール

- 2016年に設立。ブランドコマース事業とパートナーグロース事業の2軸 で事業を展開しており、2023年3月の東証グロース市場への上場ま でに、累計7件のM&Aを実施
- 設立から約7年での上場で、上場直前期となる2022年の社員数は 1,300人超、売上は247億円で、半数を海外で売り上げた



出所:INITIAL、AnyMind社有価証券報告書、ヒアリングを基にDTVS作成

#### 監査法人 と証券会 社について

- M&Aに関する成功要因やポイント(ヒアリング内容を基に作成)
  - 創業時よりシンガポールのPwCと監査観点でのやり取り を実施しており、東証へ上場することに決めた2019年頃 より、PwCあらた監査法人と連携。1年目より連携を深 めることによって、DDやレギュレーション設計をうまく行うこ とができた
  - 証券会社についても、海外での上場を見据え、香港で 探索していたが、最終的に日本の証券会社との連携を 決定

#### IPO準備と の両立に ついて

- IPOを申請する1~1年半前は、M&Aが難しかった。
- 特に予実を合わせることが一番の論点であり、M&Aする ことによって、事業や業績の計画の前提がずれてしまうこ とがその理由である
- その他の論点として、管理やコンプライアンス等も挙げら れるが、買収先に同じルールを導入することができる前 提であれば、大きな問題にはならないとのことだった

#### その他 成功要因 に関する コメント

- 戦略的にM&Aを実施した。売りに出ているものを買うの ではなく、国と事業のマトリックスを作成し、自らリストを 作り、順番に会いに行っていた
- 早い段階から監査法人等のステークホルダーの力を借り、 M&Aに関するトラックレコードがある状態であった。社内 にノウハウが蓄積されていることもあり、多くのM&Aを短 期間で実施することができた

- 1. 調査の背景
- 2. IPO前の他社M&Aを実行するポイント
- 3. エグジットとしてのM&Aを実行するポイント

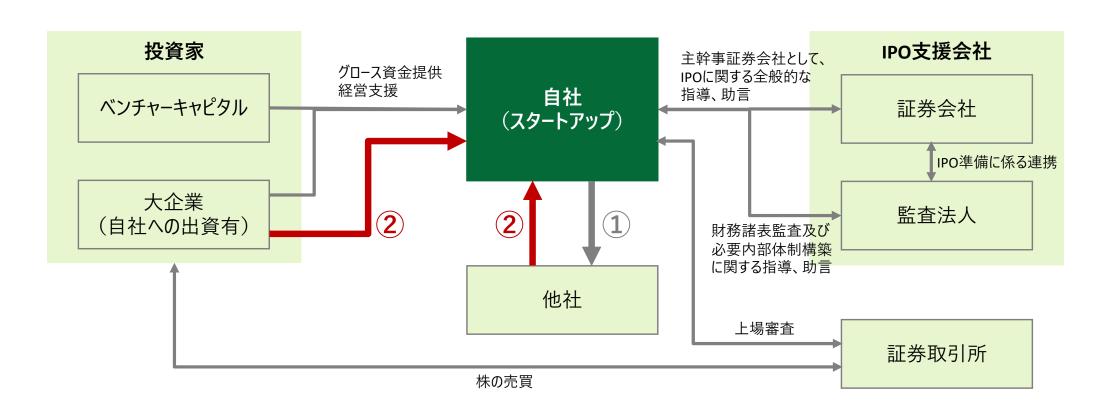
## 本章では、エグジット手段としてM&Aを選択、或いは見据える際のポイントについて 解説する

本調査に関わるステークホルダー 一覧

調査対象

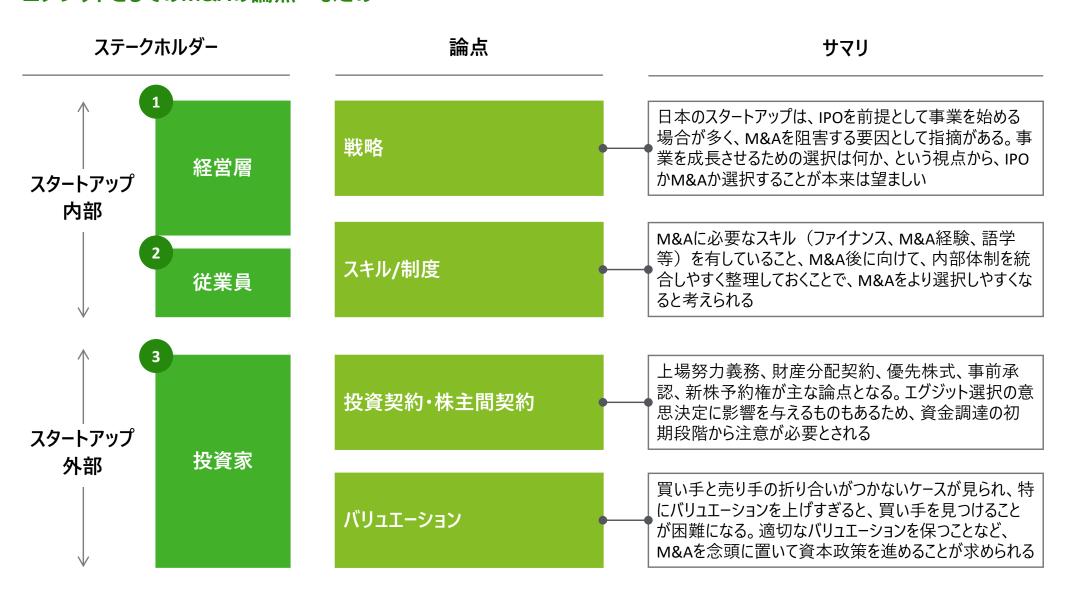
①IPO前に、他社をM&Aする

②エグジットとしてM&Aを選択する



## IPOを前提にすると、エグジットとしてM&Aの選択が困難になる恐れがある。初期段階から IPOとM&Aのデュアルトラックを念頭に置き、外部・内部と交渉を進めることが肝要である

#### エグジットとしてのM&Aの論点 まとめ



# 日本のスタートアップは、IPOを念頭に置いて事業を始める傾向にある。選択肢はIPOだけではなく、長期的に事業の成長に資する選択であれば、M&Aも検討に値する

#### ①経営層|戦略

#### スタートアップの意向

■ スタートアップの多くが、IPOを前提に創業する。<u>デュアルトラックを妨げる一番の要因</u>として、ヒアリング時に挙げた有識者も少なくない



スタートアップ A社 IPOが比較的容易、M&Aの買い手がいない 状況からIPOしかエグジットの手段がないと考 える人は多いと聞いている



VC B社 エグジットとしてのM&Aは、VC等投資家ではなく、起業家本人が嫌がるケースが多いと聞いている



証券会社 B社 経営者がIPOを優先するマインドが強い。上場に対する価値観、ステータスが高く、M&Aをネガティブにとる傾向がある

 ①経営層
 ②従業員
 ③投資家

 戦略
 スキル・制度
 契約
 バリュエーション

デュアルトラックで経営を進めるための留意事項

- M&Aを選択することで、より多くのリソースを入手できる可能性もある。 M&Aも当初から選択肢に入れておくことで、事業の成長に資する選択を柔軟に行うことが可能になる
- IPOかM&Aかは、<u>事業の進捗や自身の適正等を考慮し、方</u> <u>向性を定めることが重要</u>である
- IPO準備は数年にわたる長期のプロジェクトであるため、<u>投資</u> 家や主幹事証券会社、監査法人等とコミュニケーションを行い、最適な選択肢を模索することが望ましい



証券会社 A社 スタートアップが持続的に成長するためには、 上場がゴールだというマインドを変えないと いけない



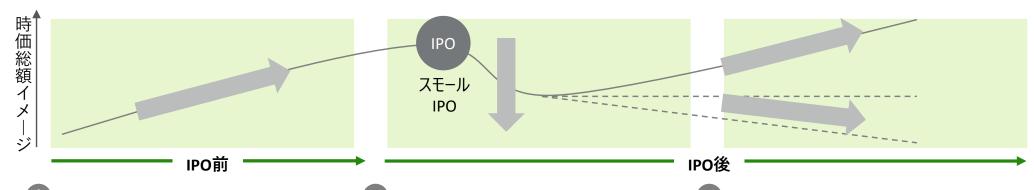
証券会社 B社 連続起業家が増加していることにも起因し、 創業当初から、M&Aエグジットを選択肢とし て有している創業者は増えてきている

出所:ヒアリングを基にDTVS作成

# 【参考】IPO時の時価総額が低い場合、IPO後に成長が伸び悩む場合がある。エグジットのタイミングはいつにするか、IPOとM&Aどちらにするかの選択は事業成長に影響を与える

①経営層|戦略|スモールIPOした場合のデメリットとその背景





- 1) VC等から資金調達を行い、**時価総額はラウ** <u>ンド毎に伸びていく。</u>経営資源が乏しい場合、 ハンズオン支援等も受けることができる
- 時価総額が小さい場合、株価の変動率が 高くなるため、機関投資家ではなく、個人投 資家が購入する。 VC等が株主から抜けて、 経営リソースが乏しくなり、適切なIR戦略をと れない場合もある
- 個人投資家は短期的な利益をもとに購入するため、機関投資家が購入する場合よりも 株価が不安定になりやすい。IR戦略の不足も相まって、公募調達が困難になる。その結果、IPO後に成長が伸び悩む企業が現れる

#### 有識者からのコメント



A汁

IPO時の時価総額が小さいと、その後に成長しづらい。 流動性がない株はいざという時に売れないため、投資 家の立場に立つと買いづらい。株価が上がらず、流動 性もないため、エクイティファイナンスを活用できない上 場会社が多く、特に時価総額が小さい会社は、公募 増資がほとんどできていないのではないか。

同じサイズ感の会社であれば、未上場企業の方が、VC 等からリスクマネーを調達できると考える



証券会社 C社

IPO時のディールサイズが一定程度小さい場合には、特にIPOポップする場合が多い。ディールサイズが小さい場合には、需給の関係でポップしてしまう構造になっている。時価総額が一定金額以上ないと、そのようなリスクを抱えることになるため、IPOサイズの大型化は必要である認識。また、上場後に機関投資家が購入を検討するに値する流動性を有することが望ましいという観点でも、大型化が望ましい

出所:経済産業省「スタートアップによるレイター期・IPOファイナンス等の見直しに係る調査報告書」、ヒアリングを基にDTVS作成

# 【参考】マザーズ・グロース市場におけるIPOサイズは米国と比較して小さく、個人投資家が多くの割合を占めている

### ①経営層|戦略|スモールIPOした場合のデメリットとその背景

①経営原	②従業員		③投資家	
戦略	スキル・制度	契約	バリュエーション	

#### IPO時の時価総額・資金調達額

日本におけるIPOでの配分状況(2020年~2022年における平均)

	マザーズ、ク	ブロース市場	米国		
年	平均 時価総額	平均 資金調達額	平均 時価総額	平均 資金調達額	
2017年	83億円	8億円	1,834億円	260億円	
2018年	163億円	23億円	1,934億円	300億円	
2019年	151億円	13億円	3,546億円	420億円	
2020年	101億円	10億円	4,996億円	450億円	
2021年	159億円	14億円	4,582億円	458億円	
2022年	101億円	9億円	2,305億円	220億円	
2023年 170億円		16億円	-	-	



機関投資家等 **、** 16%

#### 米国と比較して規模が小さい

出所:株式会社東京証券取引所「グロース市場の機能発揮に向けた今後の対応について」を基にDTVS作成

### スタートアップは事業のグロースを最優先とした体制づくりを行っていることが想定される一方、 それらがエグジットの選択肢を狭める要因とならないように留意が必要である

①経営層・②社員|スキル・制度

#### 語学面、M&A・資本政策に係るファイナンスのスキル

海外投資家と契約するための語学力、適切な資本政策の策定、 M&Aディールを進める上での専門知識・ファイナンス力がデュアルトラック に向けては必要となるが、不足するスタートアップも多く、ボトルネックの 一つとなっている



M&Aのバイヤーはアメリカが多い。英語での情報発信がない会社が多く、買い手にとってのターゲットになり難い



M&A仲介 A社

資本政策は後戻りができないため、シード・アーリー時の条件を後々引きづる可能性も出てくる



#### 内部管理

エグジットとしてM&Aを検討する場合は、程度の差はあれど、買主の企業へのガバナンス/内部管理体制やシステムツール、カルチャー等の統合が必要となる



M&A専門家 A氏

スタートアップが使っ ているシステム等は 情報管理が弱いこ とも多く、それらの論 点がディールをブレイ クさせるケースもある



M&A仲介 A社 VCが株主の場合、 株主向けの資料を 定期的に作成する と思うが、それらの 対応をしっかり行うこ とが重要である

- バリュエーションが高い場合、**海外企業が買い手の候補となる。** M&Aの買い手を見つけるには、英語での情報発信は有効である
- 資本政策は、初期に決めた契約内容を変更することは容易ではなく、後続の投資家もそれらの条件をベースに契約を結ぶことが多い。また、実際にM&Aエグジットを進めるにあたっても、ファイナンスに関する専門知識が欠かせない。初期段階から資本政策に長けた人材を採用することや、専門家へアドバイスを求めることで、適切に資本政策の策定や、M&Aエグジットの検討・実行を進めることができる
- 有識者からは、第一の阻害要因とはならないとの意見が多かった。 一方、買い手の立場に立つと、PMIの難易度が高いと思われるス タートアップは購入しづらく、実際に交渉が決裂する場合もあるため、 M&Aを選択するためには、PMIを意識した管理体制が必要とされる
- 株主への定期報告等を通じて、体制整備を適切に行い、必要に応 じてフィードバックを受けることも重要である

出所:ヒアリングを基にDTVS作成

## 資本政策は連続的であり、不可逆性が高い。ステージが進んだ際に成長のボトルネックにならないよう、初期よりIPOとM&Aのデュアルトラックを念頭に置いた検討が求められる

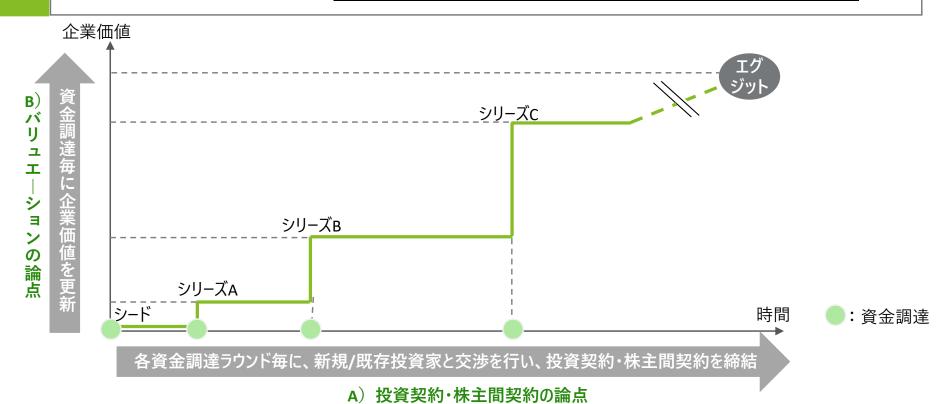
③投資家 | A)投資契約・株主間契約とB)バリュエーション

 ①経営層
 ②従業員
 ③投資家

 戦略
 スキル・制度
 契約
 バリュエーション

A 投資契約・ 株主間契約

- 資金調達のタイミング(各ラウンド)で投資家と条件等を交渉し、投資契約・株主間契約を締結する。
- 初期の契約をベースに、後続ラウンドでも交渉を行うことが多い。**不利な契約を結んだ場合、後から変更できない恐れがある**
- B バリュエー ション
- スタートアップの企業価値は、資金調達のタイミングでバリュエーションを行い、アップデートされることが一般的である。
- バリュエーションが高くなりすぎた場合、後続のステージでエグジットとしてM&Aを選択することが困難になる恐れがある



### 上場努力義務はあくまでも努力義務である一方、優先株式や財産分配契約は利益分配 や意思決定スピードに関わるため留意が必要である

### ③投資家| A) 投資契約·株主間契約|条項

①経営層 ②従業員 ③投資家 スキル・制度 戦略 契約 バリュエーション

上場努力義務

一定の時期までに上場等、投資家に対して投下資本の回収の機会を確保するよう最大限の努力をする義務である。ファンドの期 限等により、投資家との契約には本条項に入るケースが多い。本条項が原因の一つとなり、エグジットの選択でM&Aが俎上に上がら ず、IPOのみを検討するスタートアップも存在すると声が寄せられる。本条項はあくまでも努力義務であり、強制力が弱い

財産分配契約

みなし清算条項と同時売却請求権(ドラッグ・アロング・ライト)によって構成されており、前者はM&Aの場合に、発行会社が清算 したものとみなし、株主間で対価の分配を行うことを定めた条項である。後者は多数の投資家の賛成等の任意に設定された一定の 要件を満たした場合、その他株主に対しても株式の売却に応じるべきことを請求することができる権利である。これらの条項はM&A エグジットの際の利益の分配や関係者間の意思決定スピードに大きな影響を与える

優先株式 (残余財産の分配) 種類株式の一種であり、他の株式に比べて優先的地位を持つ株式のこと。みなし清算時に、優先株主へ残余財産を優先分配す る機能等を有し、その場合、参加型と非参加型がある。参加型では、優先株主へ投資額を分配後、さらに分配可能売却益を、全 株主が持ち分比率に応じて分け合う。また、分配倍率も規定でき、例えば2倍では、みなし清算時に、優先株主が出資した金額の 2倍が優先的に分配される。同条件により、**エグジット時の各ステークホルダーの取り分が大きく変わる可能性がある** 

#### 有識者からのコメント



VC A汁

上場努力義務はあくまでも「努 力 | 義務なので、条項に入って いても、そこまで問題にはならな いのではないか



A汁

上場努力義務等の条項を投 資家と交渉する場合は、バリュ エーションを下げるか、優先株 における分配条項倍率を下げ るなど、他条件面での交渉が 必要になるかもしれない



A社

みなし清算条項により投資家 が利益を多く持っていってしまう ケースや、上場努力義務が経 営者の意思決定を阻害してい るケースを見かけたことがある

出所:経済産業省「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」、ヒアリングを基にDTVS作成

## 事前承認は拒否権でもあるため、エグジットへの意思決定に影響する恐れがある。新株予約権はデュアルトラックを妨げることはないが、M&A時に消滅しないよう留意が必要となる

### ③投資家 | A) 投資契約·株主間契約 | 条項 2/2

 ①経営層
 ②従業員
 ③投資家

 戦略
 スキル・制度
 契約
 バリュエーション

事前承認

発行会社が一定の重要事項を決定しようとする場合に、事前に投資家の承諾を得ることを求める条項である。<u>事前承認は拒否権でもあるため、項目が多岐に渡る場合、発行会社の意思決定を妨げる</u>恐れがある。過剰に事前承認を求める雛形での契約ではないか、契約時に注意する必要がある

新株予約権

一定の期間内に、自社株を予め定められた金額で取得できる権利である。<u>IPO条件を入れた場合、エグジットとしてM&Aを選択すると、行使することができなくなる恐れがある。</u>M&Aエグジットの際に、買主に対し譲渡するケースやクロージングと同時に放棄するケース、放棄するにあたって対価を支給するケース等、複数のパターンがあり、最適な選択ができるよう、報酬制度の設計時より念頭に入れておく必要がある

総論

今回取り上げた論点はいずれも、投資家とのコミュニケーションや、適切なステークホルダー間の意思決定に関わり、スタートアップの中長期的成長を踏まえて設計する必要がある。その前提下、<u>過度にスタートアップ側にとって不利な投資契約とならないよう、適切な範囲で契約を締結することが望ましい。</u>後続の資金調達ラウンドでは、既存の契約内容・スキームをベースにすることが多く、<u>途中で変更する場合、既存株主を含む多数の株主へ承諾が必要となるため、初期フェーズから注意を要する</u>

#### 有識者からのコメント



VC A社 当初からM&A狙いのみのスタートアップに投資することは難しい。大規模な買収を行う企業が日本には少ない点が背景にある。

我々VCとしての成功事例にはならないが、M&Aを希望するのであればそれを止めることはしない



VC B社 VCとの投資契約内容は、エグジットとしてのM&Aの選択には関係ない。

上場努力義務は記載されていても影響はない。 事前承認により、M&AにVCが反対するケースは考えられるが、多いケースではないのではないか

出所:経済産業省「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」、ヒアリングを基にDTVS作成

## 【参考】海外投資家から出資を受け、契約を結ぶケースも考えられる。文化やカルチャー等の違いに起因し、日本の投資家とは異なる対応を求められる場合がある

### ③投資家 | A) 投資契約・株主間契約等 | 海外投資家との契約

①経営層②従業員③投資家戦略スキル・制度契約バリュエーション

海外投資家への対応では、投資契約のひな型や言語、カルチャーの違いに起因して、以下に示すような論点に留意していく必要がある

契約

日本と比べて、海外では<u>投資家に有利な条項も存在</u>する。<u>日本の契約をベースにすると、海外投資家が後から投資しづらい</u>場合もある。初期から海外調達を見据えた契約に留意する必要がある

言語·文化

言語や文化の違いから、<u>コミュニケーションコスト</u>がかかる場合がある。海外とのやりとりに必要な書類の準備にかかる費用はスタートアップが負担することもあり、<u>金銭面でのコスト</u>も発生することが想定される

その他

海外から投資を受けるためには、**英語での情報発信が必要**である。前述した通り、契約の違いから途中参加が難しい場合があるため、 初期から海外投資家にアプローチすることも有効である

#### 有識者からのコメント



米国と比較すると、日本の経営者、投資家共にエグジットの選択に対する知識が少ないと感じる



C計

言語の問題等に起因して、外国法人とのやりとりの難易度が高い。弁護士への支払いなどの必要が生じた



VC A社 契約内容そのものではなく、進め方やカルチャーの違いで、海外投資家とは交渉が長引くケースがある

A社

000 X 13 ± 0

### スタートアップと買い手企業でバリュエーションの折り合いが合わないと、M&Aの交渉が進ま ない。高すぎるバリュエーションは、買い手を見つけることを困難にする

③投資家 | B) バリュエーション 1/3

バリュエーションに関する阻害要因

■ IPOを前提とし、バリュエーションを高く設定しようとするスタートアップ や投資家は少なくない。一方、エグジットとしてM&Aを実現するため には、買い手を見つける必要があり、バリュエーションが高すぎると、 金額が見合わず、交渉が難航する。バリュエーションが高くなるにつ れて、買収に必要な資金力を有する企業も少なくなる



①経営層 ②従業員 ③投資家 スキル・制度 バリュエーション 戦略 契約

#### M&Aの買い手と売り手のバリュエーションの考え方の違い

■ 算出の考え方が異なることから、交渉が難航する場合がある

スタートアップ



今後の成長に対する 期待を含めて算出す る。VCの期待収益 率等が加味される場 合もある

買い手企業



スタートアップやvcよ りも、今後の成長や 事業シナジーを保守 的に見積もる傾向に ある

非財務情報に対する 両者の認識が異なる。 M&Aシナジーを適切に 把握することが難しい

#### 有識者からのコメント



道すがらのバリュエーションに拘 りすぎてはいけない。スタートアッ プと同じ目線で共にボートに 乗ってくれる投資家を見つける ことが大切である



スタートアップ D社

エグジットのM&Aを阻害する要 因は、バリュエーションの観点が 大きい。創業者、投資家、買 い手全員が合意できるバリュ エーションを見つける必要がある



VC B汁 エグジットとしてM&Aを選択す るには、バリュエーションを上げ すぎないことが肝要だ

出所:経済産業省「大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書」、ヒアリングを基にDTVS作成

# M&Aを選択するためには、バリュエーションを上げすぎないこと、買い手企業と早期から接点を持つこと、資金調達先は慎重に決めることが有効である

③投資家 | B) バリュエーション 2/3

 ①経営層
 ②従業員
 ③投資家

 戦略
 スキル・制度
 契約
 バリュエーション

デュアルトラックにおけるバリュエーションに関する留意事項

- バリュエーションはM&Aをエグジットとして考える際に、ボトルネックになりやすい。IPOを目指してバリュエーションを上げていくと、M&Aを選択したいと思った時には、買い手が見つからなくなる恐れがある。バリュエーションが高くなるほど、買える企業は少なくなるため、エグジットまでに上げすぎないよう注意が必要である
- M&Aを選択したいと思った際に、すぐに買い手を見つけることは難しい。選択肢に入れるためには、**早期の段階から、買い手候補となる** 企業と接点を持つことが有効である
- 意思決定を円滑に進めるためには、投資家の数を増やしすぎないことが肝要である。特に事業会社から投資を受ける際は、競合からのM&Aに難色を示す恐れがあるため、事業会社からの投資は、業界内での立ち位置を考慮しながら検討する必要がある

#### 有識者からのコメント



想定する上場株価が高すぎると、どんどんバリュエーションを上げていかなければならない。次回の資金調達時に、想定より事業進捗が悪い場合、ダウンラウンドせざるを得ないが、投資家がそれを止めてしまい、スタートアップが苦しむケースを見ている



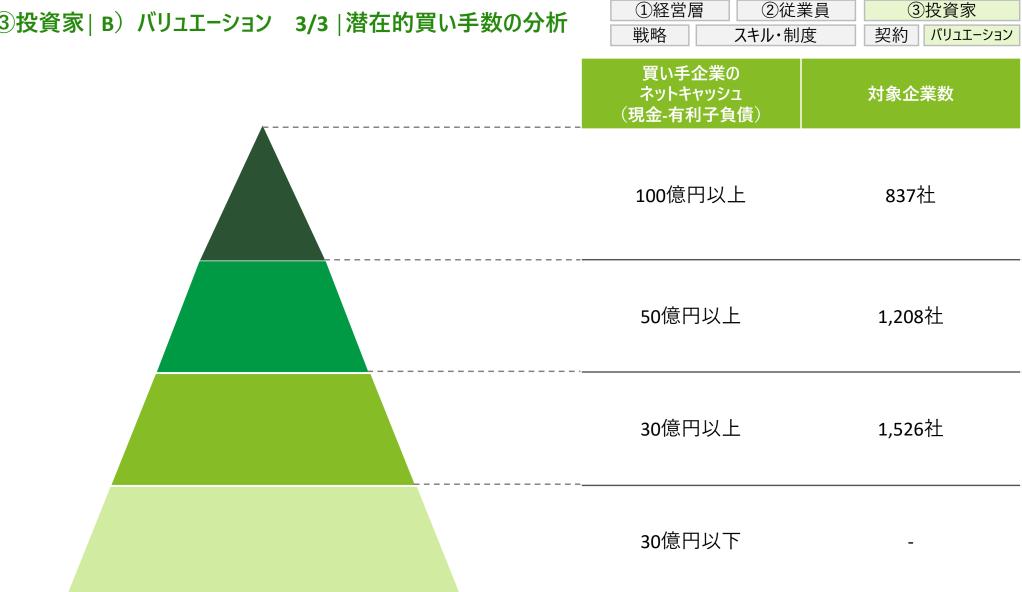
M&A1中 A計

30億円越えると買い手は減ってきて、50億円、100億円を超えると、さらに少なくなる。200億円を超えると、買い手はファンドか海外企業等少数に限られる。また、分配倍率が1倍の場合、累計調達額を超えれば、全優先株主にリターンが出るため、バリュエーションに加え、累計調達額も意識するようアドバイスを行っている

出所:経済産業省「大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書(バリュエーションに対する考え方及びIRのあり方について)」、ヒアリングを基にDTVS作成

### 【参考】上場、非上場企業数はネットキャッシュ保有規模に対する企業数の分布は下記の 通り。バリュエーションが上がるほど、潜在的な買い手数は減少することが示唆される

③投資家 | B)バリュエーション 3/3 |潜在的買い手数の分析



出所:各社有価証券報告書を基に株式会社M&Aクラウド作成、提供(2024年3月6日時点)

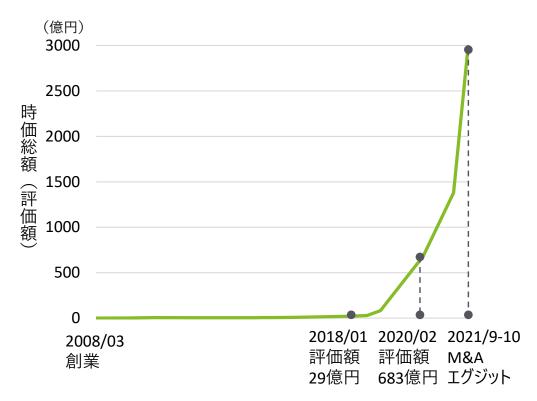
# PaidyはIPO準備を進める中で、既存投資家であったペイパルよりM&Aを打診され、急遽検討を開始した。そして、最終的には約3,000億円でのM&Aエグジットを選択した

### エグジットとしてM&Aを選択した事例 | Paidy

## 🔥 paidy

#### Paidyのエグジットまでのスケジュール

- 2008年に会社を創業。2014年7月にオンライン決済サービス「ペイディ」を開始
- ラッセル・カマー氏が創業し、2017年11月に杉江陸氏がCEO職を引き継いだ。2021年9月にPaypalホールディングスが27億ドル(当時のレートで約3,000億円)で同社を買収すると発表した



エグジットに至った背景、要因 (公開情報、ヒアリング内容を基に作成)

#### Paypalとの 関係

- ペイパルは、2019年11月のシリーズCエクステンションラウンドでPayPal Venturesを介して投資を実行
- 世界3位の規模を持つ市場でありながら、特にEC分野でのキャッシュレス化が出遅れている日本には大きなチャンスがあるとの意識を共有していた
- 2021年の4月に、デジタルウォレットの支払い方法として 「ペイディ」を選択できる新機能にてペイパルと連携

#### IPOとの デュアルト ラックにつ いて

- 大規模資金調達を目的にIPOの準備を進めていたところ、 IPOの直前にペイパル側からLOI(意向表明書)を受け 取り、それ以降急ピッチでM&Aについても検討を開始した
- この日時までに契約が締結しなければIPOをすると期日を 設定しており、結果的にその日時に間に合う形でM&Aの 合意がなされた

#### Paidy コメント等

- ペイパルとの会話の中で、経営の自由度を担保できる確証が得られたため、M&Aエグジットに合意した
- Paidyでは英語が話せる社員が大半。投資家も過半数が海外投資家であり、投資家選定は、国内外問わず、自社の成長戦略にフィットするか、という点を検討していた
- 創業者がいつまでも大株主でいると、次の世代へのバトンタッチができず、他株主の声も届かない。 いつまでも株を持ち続けたいのであれば、上場しない方が良い

出所:INITIAL、ヒアリングを基にDTVS作成

## ヒアリング協力者

### 下記の企業・有識者にヒアリングを実施した ※社名(氏名)の公開許可をいただいた方のみ掲載

#### ヒアリング実施先一覧

No.	日付	対象企業	参加者
1	2023/12/11	シニフィアン株式会社	共同代表 朝倉 祐介氏
2	2023/12/15	株式会社 Paidy	代表取締役社長 兼 CEO 杉江 陸氏
3	2023/12/18	株式会社Coral Capital	創業パートナー 澤山 陽平氏
5	2023/12/19	AnyMind Group株式会社	代表取締役CEO 十河 宏輔氏
6	2023/12/22	株式会社メルカリ	-
7	2024/2/27	株式会社M&Aクラウド	代表取締役CEO 及川 厚博氏 アドバイザリー事業部 ヴァイスプレジデント源 道直氏
8	2024/2/27	株式会社日本取引所グループ	株式会社東京証券取引所 上場部、 日本取引所自主規制法人 上場審査部

その他 監査法人4社 証券会社3社 にヒアリングを実施