



KPMG

K P M G N e w s l e t t e r

KPMG Insight

Vol.

49

July
2021

Topic

新しいオープンイノベーションの姿
大企業×スタートアップのM&A (前編)

新しいオープンイノベーションの姿 大企業×スタートアップのM&A (前編)

あずさ監査法人 企業成長支援本部

坂井 知倫 / パートナー、執行理事 本部長

あずさ監査法人 企業成長支援本部 NEXTユニコーンアドバイザー部

北郷 高史郎 / マネジャー

KPMG FAS

岡本 准 / 執行役員 パートナー

2021年3月26日に経済産業省は、『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)』¹(以下、「調査報告書」という)を公表しました。その背景には、イノベーションの担い手であるスタートアップと大企業のM&Aを活性化させるための環境整備の促進があります。

スタートアップとのオープンイノベーションは、時間・費用・リスク等の面で、自社単独での研究開発に比べ効率的なケースがありますが、多くの日本企業では自社の成長戦略の中へ組み込むことに苦慮しているという声が聞かれます。一方で、米国ではGAFAMなどの企業がスタートアップのM&Aにより急成長し続けているという報道もあります。日本企業にとっても、スタートアップに対するM&Aは、オープンイノベーションによる中長期的な価値向上に繋がるものであるとともに、スタートアップにとっても安定的な成長に資する選択肢となり得ると考えられます。

KPMGジャパンでは、従来より時代のニーズに合わせたスタートアップ支援の取組みをすすめておりましたが、今回の調査の委託を受け、改めて日本において企業成長のためにスタートアップのM&Aの必要性を認識しました。

本稿では、前編として、大企業およびスタートアップの両者の成長に資するようなM&Aが今後多く行われるように当調査報告書について解説します。

なお、調査報告書以外の本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りします。

POINT 1

日本の大企業が米国の大企業のように企業価値を高めるための成長投資として、スタートアップのM&Aを行うケースはまだ多くはない。また、スタートアップのM&Aエグジット自体も少ない状況である。

POINT 2

スタートアップに対するM&Aには様々な阻害要因がある。なかでもバリュエーションの考え方については、スタートアップの非財務情報やシナジーなどの要因を考慮して、大企業とスタートアップの目線の相違を検討することが重要である。

POINT 3

大企業がスタートアップのM&Aを検討する際には、のれんの減損リスクという壁が立ちはだかる。この課題に対しては、成長投資について考慮したIRのあり方を検討する必要がある。



坂井 知倫
Tomomichi Sakai



北郷 高史郎
Koshiro Hongo



岡本 准
Jun Okamoto

I 日本の大企業×スタートアップのM&Aの現状

1. 米国におけるスタートアップのM&A

米国ではGAFAMに代表されるような大企業が、M&Aによりスタートアップを積極的に自社に取り込み、非連続的な成長を遂げていると言われています。その背景には、企業価値の向上を意識した企業文化があります。その結果、GAFAMの企業価値は日本の大企業の企業価値より高い成長率で遷移しています。

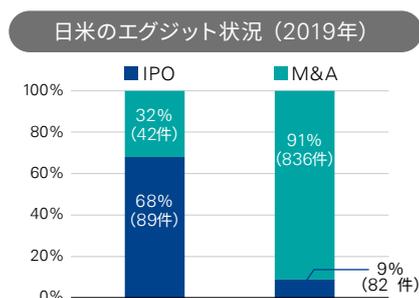
2. 日本の大企業の成長戦略とスタートアップのエグジット状況

従来、日本の大企業は自前主義の傾向が強と言われていましたが、近年では多くの大企業が、自社の成長戦略としてオープンイノベーションを位置付け、積極的にCVC設立やスタートアップ投資等を行っています。

その理由の1つに、自社のみでの研究開発よりもM&Aのほうが効率的であることが挙げられます。自社の成長戦略にM&Aを組み込むとM&Aが成長を加速させ、中長期的な価値向上に繋がると考えられているのです。

大企業によるM&Aは、スタートアップに

図表1 スタートアップのIPOおよびM&Aの状況(日米比較)



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)』を加工して作成

とっても有益な選択肢となり得ます。それは、IPO以外にも資金調達が可能であれば、安定的な成長に繋がるからです。しかしながら、日本の大企業によるスタートアップのM&Aは、米国に比べて圧倒的に少ないのが現状です(図表1参照)。

3. スタートアップのM&Aの阻害要因

日本の大企業によるスタートアップのM&Aが増えない要因には様々な要素が考えられますが、代表的なものとしては次の6つが挙げられます。

- ① M&Aよりも自社単独での研究開発を優先している
- ② 株主から短期的な利益を求められるため、M&Aのような中長期的な投資が選択肢に入りにくい
- ③ スタートアップに対するM&Aの成功率が10割でないといけ(失敗が許されないと考える傾向がある)
- ④ 買収企業(大企業)とスタートアップとで、買収価格(バリュエーション)が合意に至らない
- ⑤ のれんの減損の発生、それによる投資家からのネガティブな評価を懸念する
- ⑥ M&A後にスタートアップのキーパーソンの留保が上手くいかない

ただし、これらの阻害要因は、それぞれが単独に成立するものではありません。たとえば、のれんの減損に対する市場からのネガティブな評価への恐れと失敗が許されないという企業風土が組み合わさって、バリュエーションの合意に至らない、ということもあります。いくつもの阻害要因が相互に関連し合えば、どれほど魅力的なスタートアップでもM&Aは成立しないでしょう。

そこで本調査報告書では、阻害要因として最もよく挙げられた④と⑤に焦点を当て、バリュエーションとIRに係る対策案を検討します。

II バリュエーションの考え方

1. バリュエーションの現状

M&A時のバリュエーションは、DCF法(インカム・アプローチ)や類似会社法(マーケット・アプローチ)で行われることが多いと言われています。

しかし、スタートアップは成長過程にあるため、M&A交渉の時点では、まだ売上や利益がないことが少なからずあります。また、革新的なビジネスを展開しているスタートアップの場合、類似企業がほとんどありません。そのため、DCF法や類似会社法等を用いる際に設定する前提条件についての認識が、買収企業(大企業)とそれまでIPOも指向してきたスタートアップとで異なることが多々あります。その結果、両者間でバリュエーションの差異が発生、M&Aの阻害要因になっていると考えられます(図表2参照)。

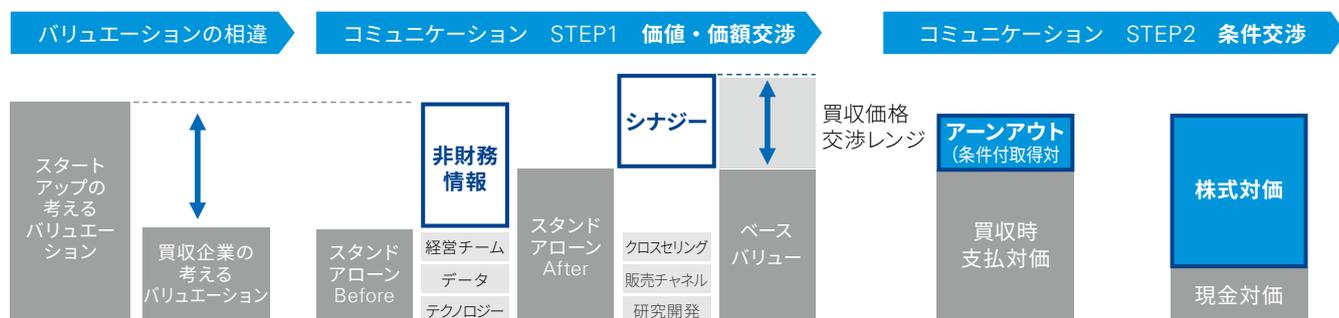
このバリュエーションの差異は、スタートアップの事業計画に対する両者の認識の違いであり、主に情報の非対称性から生じます。具体的には、事業計画の蓋然性に影響を与える「スタートアップの非財務情報」や「M&Aによるシナジー効果」についての認識の違いが一因と考えられます。

かつて米Google社が設立間もない米Youtube社を数千億円で、米Salesforce社が赤字の米Slack社を多額で買収した背景には、スタートアップ独自(スタンドアロン)の価値とともに、そのスタートアップの価値を買収企業の経営資源で十二分に活用できるシナジーがあったと考えます。

2. 非財務情報

近年、非財務情報の開示について大企業でのIR上の重要性が高まり、多くの開示例が見られるようになりました。「非財務情報」とは、経営戦略やガバナンス、

図表2 バリュエーションの考え方



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）』を加工して作成

リスクなど財務数値には直接反映されない、事業活動を実現させるための見えな要素のことで。

この非財務情報は、スタートアップの企業価値を考える場合、極めて重要となります。なぜならば、スタートアップの場合、スタンドアローン価値の算定根拠となる事業計画について、その蓋然性の根拠となり得ると考えられているからです。

たとえば、スタートアップの経営チームが描くビジネスプランは、経営チームの専門性、キャリア、テクノロジーの特異性など多くの要素によって、実現可能性が変わってきます。そのため、買収企業はこれら非財務情報を、スタートアップとのコミュニケーションや独自のリサーチによって見極める必要があります。

『大企業×スタートアップのM&Aに関する調査報告書』では、経営チームやテクノロジーの他にも、データ、ユーザー、提携先等様々な角度から、スタートアップの非財務情報を検討しています。詳しくは同調査報告書をご参照ください。

3. シナジー

M&Aでは、買収企業とスタートアップのいずれにもシナジー効果の創出が期待されています。

たとえば、販売シナジーであれば、スタートアップが買い手の大企業の販売チャネルを活用することにより、新たな顧

客を獲得し、自社商品を売り込むことができるようになります。買収企業の潤沢な経営資源とのシナジーが見込めるわけですが、ここでは販売方針や戦略について相互理解やコミュニケーションが必要となります。

一方で、必ずしもシナジー効果のすべてがバリュエーションに反映されるわけではないという意見もあります。シナジー効果は、M&Aの交渉において買収価格に考慮されるため、具体的な効果について買収企業とスタートアップの間で認識をすり合わせたいうえでバリュエーションに反映する必要があります。同調査報告書では、いくつかのシナジーの種類や検討例についても触れています。

4. 条件交渉

(1) アーンアウト

スタートアップの経営では経営者の重要性の比重がとて高く、M&A後の経営参画が重要となります。そのため、M&A実行時にバリュエーションの目線がどうしても両社で折り合わない場合は、目標達成を条件に追加の対価支払いを行う「アーンアウト条項」を用いることを検討します。その際、アーンアウト条項と併せて、評価条件や評価期間、ロックアップなどを設定することで、スタートアップ経営者に引き続き経営に携わってもらうことが可能となります。

(2) 株式対価M&A

買収対価は現金対価だけでなく、買収企業が自社株式を買収対価とする株式対価M&Aという手法もあります。スタートアップ経営者のエグジットという観点では少ないように思えますが、買収企業グループの事業成長に向けたスタートアップ経営陣のコミットメントを高める目的で実施している事例もあります。

III 目指したいIRのあり方

1. のれんの減損リスク

M&A対象がスタートアップである場合、スタートアップの成長率の高さゆえに、M&A時点の純資産価額に比して多額ののれん・有価証券が計上される傾向が強くなります。その結果、のれんの減損リスクが生じます。また、M&Aにより獲得した非財務情報（スタートアップの人材、テクノロジー等）やシナジーの効果は、財務情報にあらわれるまでに時間がかかる傾向もあります。買収企業が、減損リスク等に対する投資家からのネガティブな評価を懸念することは、M&Aの阻害要因の1つと考えられます。

図表3 目指したい IRのあり方

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

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(バリエーションに対する考え方及びIRのあり方について)』を加工して作成

2. 積極的な開示のメリット

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

3. IRのポイント

以上を踏まえ、同調査報告書では、M&Aを活用しつつ、IRを積極的に行っている企業の事例を分析し、IRのあり方を検討、M&Aのプロセスごとに「情報開示のねらい・目的」と「M&Aに関して投資家の理解を促進するための開示項目」等を取り

まとめました(図表3参照)。また、実際のIR例を用いながらIRのポイントも紹介しています(実際のIR例については、同調査報告書をご参照ください)。

各企業において、これらを参考に任意の開示書類(決算説明資料など)を作成することで、以下の点について投資家の理解を促進できると考えます。

- ・ M&Aがイノベーション創出を目的とする成長投資であることを積極的にIRにより開示し、その成長投資が企業価値向上に資するものと考えること
- ・ 中長期的な成長に資するイノベーションを起こすためにはリスクをとる必要があることや、その効果が出るには時間がかかると考えること

4. 投資戦略に係るIR

成長戦略の現状や今後の取組みを開示し、そのなかでスタートアップM&Aをどう位置付けているかを発信することで、

投資家は成長戦略とM&Aとの関連性(=M&Aの必要性)を理解することができません。具体的には、M&Aの実施判断基準や対象領域などを開示することが、投資家の理解促進に有用であると考えます。

5. M&A実行時に係るIR

投資家は短期的な成果を重視する傾向が強いとされています。しかし、M&Aの成果が売上高・利益などの財務数値にあらわれるには、一定の時間が必要となります。成長戦略に従ったM&Aを実行していることを投資家に理解してもらうには、実行したM&Aの経営戦略における位置付けや目的をより具体的に開示する必要があります。

6. M&A後のモニタリングに係るIR

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

IV 今後望まれるM&A

1. 望まれるM&Aとは

今回の調査では、日本企業によるM&Aの多くが水平型か、新興企業によるスタートアップM&Aや海外スタートアップM&Aであり、非連続な成長という観点からの大企業による日本のスタートアップM&Aはまだ事例が少ないことが判明しました。

ところで、同調査報告書では触れていませんが、現在、大企業ではESG投資も喫緊の課題となっています。スタートアップに対するM&Aには、ESG投資の側面もあることから、成長投資の可能性はさらに広がると期待されています。

現在、日本企業の多くが新型コロナウイ

ルス感染症(COVID-19)の影響により大変苦しい状況に置かれています。同調査報告書により、日本の大企業による成長戦略の一環として、スタートアップに対するM&Aが1つでも多く生まれ、大企業およびスタートアップともに成長発展に繋がれば幸いです。

V KPMG日本のスタートアップ支援

KPMG日本では、日本経済全体の活性化のために、2019年11月にインキュベーション部ならびにNEXTユニコーンアドバイザー部を新設し、時代のニーズに合わせたスタートアップ支援の取組みを進めています。

ここでは大企業、大学、取引所、金融機関、スタートアップ等とKPMG日本のグループ各社が緊密な連携体制を強化し、起業を目指す方から、成長支援を求める起業家、そして上場を目指す経営者まで、各ステージの起業家の方々へ、シームレスなサポートの実現を目指しています。

その一環として、NEXTユニコーンアドバイザー部では、様々なスタートアップに対して、事業計画・資本政策支援、組織再編、会計税務相談他、企業価値の向上に繋がるような助言活動を行ってきました。またM&Aアドバイザー業務を提供するKPMG FASおよび受託調査業務を行っているパブリックセクター本部などKPMG日本のグループ会社とも連携して調査研究を実施しています。

KPMG日本では引き続き、グループ会社が一体となり、会計に関する職業的専門家として、スタートアップ支援を通じ、起業家がビジネスに集中できるための環境整備に取り組んでまいります。

1. 『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)』

https://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/r2houkokusho_ma_report_2.pdf

関連情報

ウェブサイトでは、企業成長支援に関する情報を紹介しています。

<https://home.kpmg/jp/ja/home/services/audit/ipo/domestic-listing.html>

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人
坂井知倫 / パートナー
北郷高史郎 / マネジャー

✉ Koshiro.hongo@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

home.kpmg/jp

home.kpmg/jp/socialmedia



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供できるよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2021 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2021 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.