

# GCA FAS News

August 2017

Vol.36



*For Client's Best Interest*



**GCA FAS**

# 事業会社によるベンチャー企業 M&A の留意点

## 【本号の内容】

1. はじめに
2. ベンチャー企業の特徴
3. M&Aにおける主な留意点
4. おわりに

## GCA FAS 株式会社

マネージャー  
コンサルタント

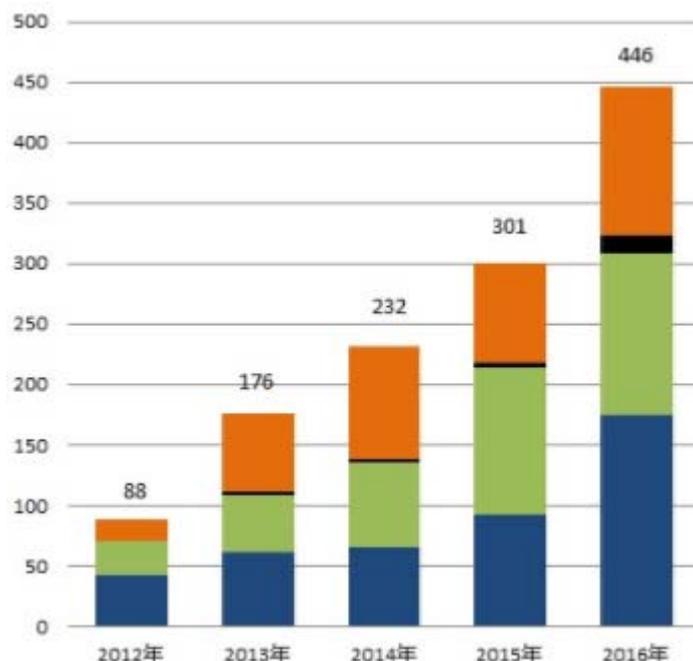
和泉 徹  
坂本 純士

### 1. はじめに

近年、国内では事業会社によるベンチャー企業への M&A が活況を呈しています。

買い手別のベンチャー企業への M&A 件数推移を見ますと、事業会社による直接投資は 2016 年度に 175 件と 2015 年度の 93 件から 88.1%もの増加を記録し、事業会社の CVC<sup>\*1</sup>による投資も 2016 年度に 134 件と 2015 年度の 121 件から 10.7%増加しています。

図表 1 ベンチャー企業への M&A 買い手別件数の推移



出所:レコフ M&A データベース(株式会社レコフ)より作成

\*1: CVC(Corporate Venture Capital)とは、事業会社がベンチャー企業等に投資するために設立した組織を指します。通常の VC とは違い、協業や本業とのシナジー効果を目的として設立されることが多くなっています。

事業会社によるベンチャー企業への M&A の増加要因として、近年、事業会社がオープンイノベーションによる成長に注力していることが挙げられます。オープンイノベーションは、自社技術だけでなく他社が持つ技術やアイデアを組み合わせ、革新的な商品やビジネスモデルを生み出そうとする手法ですが、オープンイノベーションの一環として、事業会社にとって魅力的な技術力、研究開発力を有するベンチャー企業に対して、出資、買収を行う事例が増えてきています。

本稿では、ベンチャー企業の主な特徴について触れたうえで、ベンチャー企業投資の Exit 戦略としての M&A を前提に、買い手である事業会社の視点から実際に M&A を実施する際の主な留意点について解説します。

なお、本稿では、ベンチャー企業として、新しい技術や高度な開発力等をベースに大企業では実施しにくい新規性の高い事業や革新的な事業を営んでいるが、現段階では成長途上にある中小企業(非上場企業)を想定しています。

## 2. ベンチャー企業の主な特徴

### (1) 多様な資本政策による複雑な株主構成・投資契約

ベンチャー企業の主な特徴として、成長のための資金需要が旺盛であることから、様々な資金調達手段を講じていることが挙げられます。主な調達手段としては、VC やエンジェル投資家への新株発行、種類株式の活用、新株予約権の活用、銀行融資等がありますが、返済の必要がある銀行融資による調達には限界があるため、資本政策による調達に比重が置かれることとなります。結果、ベンチャー企業の成長過程(シード、アーリー、ミドル、レイター)に応じて資金調達が多様化していくケースが多くなります。

そのため、事業会社がベンチャー企業に対して M&A を行う場合、既に創業者以外の投資家(VC 等)が株主として複数存在しているケースが多いと考えられます。

また、VC 等の投資家が出資を行う際には、配当や残余財産の分配等に優劣を付した優先株式が発行されるケースや、少数株主である投資家の権利を保護する目的で、新株発行の基本条件、株式の譲渡等に関する事項等が投資契約として定められるケースが多々あります。

このように、ベンチャー企業においては多様な資本政策が採られることから、結果として株主構成、投資契約が複雑となる傾向にあります。

---

ベンチャー企業では、多様な資本政策が採られることから、結果として株主構成、投資契約が複雑になる傾向にある

---

図表 2 主な投資契約

契約名	内容
優先引受権	新株発行の際に自己の持株比率を維持する範囲で優先的に引き受けができる権利
優先買取権 First Refusal Right	他の株主が株式を譲渡する場合に、優先的に買い受けることができる権利
強制売約権 Drag Along Right	第三者に株式を売るときに他の株主も当該第三者に同条件で売らせることができる権利
譲渡参加権 Tag Along Right	他の株主が第三者に株式を売る際に当該第三者に同条件で株式を買い取らせることができる権利

十分な実績がなく計画に恣意性が多分に入ること、及び資金調達的手段であることから、一般的にベンチャー企業の事業計画の蓋然性は低くなる傾向にある

## (2) 事業計画の蓋然性の低さ

ベンチャー企業においては、事業が本格的に稼動していない、または現在は先行投資の時期で成果実現は今後、といった状態にあることが多いため、過去は利益があまり出ていない(または赤字)傾向にあります。一方で、事業計画では、経営者が今後の事業成長を見込んだ右肩上がりの業績を見込むケースが多くあります。

この場合、過去実績がまだ出ていない状況である以上、事業計画の売上や対応する費用の見積りにおいて、計画作成者の恣意性が多分に入ることになり、多くの場合楽観的な事業計画になりがちです。加えて、類似する商品・サービスがない新しい事業を行っている場合には、市場の成長性や競合に対する情報が現時点で不明である点も事業計画の精度を阻害する要因となります。

また、事業計画は、ベンチャー企業にとって重要な資金調達の奏功に影響する要素の一つであり、経営者の想定どおりに事業が成長した場合に投資家にメリットを享受できることをアピールする手段でもあるため、半ば必然的にストレッチして作成されがちです。

上記により、一般的にベンチャー企業の事業計画の蓋然性は、事業基盤が確立した企業よりも低くなる傾向にあると考えられます。

## (3) キーパーソンへの依存度の高さ

ベンチャー企業においては、その競争力及び企業価値の源泉が経営者をはじめとした一部の人材に集中していることが多く見られます。ベンチャー企業の M&A の中には、対象企業の優秀な経営陣や技術者等の人材獲得を主な目的としたものもあり、キーパーソンへの依存度が高くなっている企業が多いと言えます。

#### (4) 管理体制の脆弱さ

ベンチャー企業(特に成長段階の初期)においては、管理業務に割くことの出来る社内リソースが限られていることから、全般的に管理体制が脆弱であるケースが多いと考えられます。

例えば、決裁権限規定はあるが機能していない、リソース不足で月次決算/年次決算の確定が遅い、勤怠管理体制及び労務コンプライアンス体制の整備が不十分であること等が挙げられます。

### 3. M&A における主な留意点

ベンチャー企業への M&A は、他の非上場企業の M&A と類似する点も多いですが、先述したベンチャー企業の特徴を踏まえ、ベンチャー企業の M&A 検討に当たって留意すべきポイントを解説いたします。

#### (1) 資本政策の多様性における留意点

先述のとおり、ベンチャー企業においては通常、株主構成、投資契約が複雑となる傾向にあることから、買収後に買い手が望む株主構成を見据えて、どの株主から取得するのがよいか(及び実際に取得できるのか)を検討する必要があります。

検討に当たっては、現状の株主構成及び投資契約、種類株式や新株予約権の発行状況等を詳細に調査する必要があります。

投資契約については、買い手が株式取得の際や買収後に制約となる項目がないか(例えば Drag Along Right や Tag Along Right による想定外の株式取得の可能性等)を、DD において優先的に調査することになります。

また、種類株式や新株予約権については、将来の普通株式転換による持分の希薄化の可能性等を考慮したうえで、必要な対処(例えば新株予約権については買取り又は買い手の新株予約権交付を条件として消却させる等)を検討することが重要となります。

#### (2)-1 事業計画における留意点(スタンドアロン検証)

ベンチャー企業の事業計画の蓋然性は一般的に低い傾向にあると考えられますが、その中でも「どの程度であれば実現可能か」をできる限り把握するために、M&A 検討時に DD により調査しておく必要があります。

主な調査内容としては、過去の業績推移や直近足元の業績の要因分析、進行期着地見込の達成可能性の調査、事業計画の前提条件の分析となりますが、その際、特に売上計画の根拠となっている KPI(重要な業績評価指標)について、過去から直近足元までの推移の分析、同期間の事業環境の変遷/今後の見通しから想定される今

---

現状の株主構成及び投資契約、種類株式や新株予約権等の発行状況等を、DD で調査することが重要となる

---

---

ベンチャー企業の事業計画の分析に当たっては、売上の前提となる KPI の現況を精査することが重要となる

---

後の KPI 予測の分析を行い、事業計画の前提条件との整合性を確認する作業が重要となります。KPI は業種業態により異なりますが、例としては以下の通りです。

- ✓ 研究開発におけるマイルストンの達成状況
- ✓ 生産準備に係る設備投資計画の進捗状況
- ✓ ポータルサイトへのアクセス数、アクティブユーザー数の推移

なお、上記 KPI の分析とともに、KPI の増加を売上増加につなげる方法、確度、及びその根拠についても調査が必要であると考えられます。近年のベンチャー企業には、KPI は増加しているものの、マネタイズが上手くいかずに売上が想定通りに増加しないケースも散見されるため、留意が必要です。

---

ベンチャー企業の価値評価にあたり DCF 法を使用する場合、シナジー効果の検討が特に重要である

---

## (2)-2 事業計画における留意点(シナジー効果の検証)

シード、アーリー等の成長初期のベンチャー企業へ投資する場合やマイノリティ出資の場合等、事業計画を用いないで株式価値算定を行うケースも実務上見受けられますが、ここでは、ベンチャー企業の株式価値算定方法として DCF 法を使用するケースを前提に考えてみたいと思います。

DCF 法の場合は事業計画の見立てが価値評価に大きな影響を与えますが、上記のスタンドアロン事業計画の調査により、当初の事業計画は下方修正されることが多く、その結果、買い手にとっての対象企業の価値(スタンドアロン価値)は低くなります。

一方で、売り手である投資家の価格目線は、一般的に将来の成長性を織り込んだ当初事業計画による価値(場合によっては IPO Exit を前提とした価値)を基にしているため、買い手のスタンドアロン価値との間で乖離が生じることになります。乖離幅は案件により様々ですが、過去実績が出ていないベンチャー企業ほど乖離幅が大きくなる傾向にあります。

ここで、買い手にとっての価値は、対象企業のスタンドアロン価値だけではなく、M&A の目的である対象企業との協業関係の強化や対象企業の技術力・開発力の取込等により新たに発生する価値(シナジー効果による価値)も含まれます。

そのため、M&A 実施により見込んでいるシナジー効果が、上記乖離幅を補うことができるかどうかを検証することが重要となります。その際には、買い手が考えるシナジー効果の実現可能性の調査及び定量化が必要となります。

シナジー効果を考えるうえでは、自社と対象企業が有する経営資源を買収によってどのように双方で有効活用が出来るかをより具体的に検討することになります。例えば、ベンチャー企業が持つ多数のユーザーネットワークを利用して自社の商品を宣伝・販売する、ベン

チャーの最新技術を利用して自社開発に活かす、といったことが考えられます。

図表 3 買収価格とシナジー効果の関係(イメージ)



また、ベンチャー企業においては、B/Sの(時価)純資産が比較的小さいケースが多く、結果として買収価格と(時価)純資産の差額であるのれん計上額が大きくなるケースが多いと考えられます。このような状況においては、買収後に当初想定したシナジー効果が実現出来なかった場合、のれんの減損が生じることとなります。そのため、シナジー効果の検証は買収後ののれん減損リスクを低減させるうえでも重要となります。

### (3) キーパーソンにおける留意点

競争力及び企業価値の源泉となっているキーパーソンについては、買収後も会社に残ってもらうことが必須となります。そのため、DDの過程でキーパーソンを見極め、リテンションのための必要な対策を講じることが重要となります。代表的なりテンションプラン・インセンティブプランは以下の通りです。

- ✓ キーパーソンの報酬・給与体系を業績連動型とする
- ✓ キーパーソンに対して親会社となる買い手のストックオプションを付与する

### (4) 管理体制における留意点

ベンチャー企業のM&A検討時には、管理体制が脆弱であることを予め想定して、脆弱であることにより顕在化している問題点の有無を調査し、買収時の価値算定への反映及び買収後経営に与える影響を把握することが肝要となります。

例えば、DDにより、勤怠管理が不十分であることに起因して未払残業代等の労働債務が発生していることが検出された場合、株式価値にマイナスの影響を与える事項として、株式価値算定時の調整項目となります。

また、買収後に対象企業が買い手企業の子会社となる場合には、原則として買い手グループと同様の管理体制（人事制度、会計方針、内部統制、コンプライアンス対応等）が求められることとなります。例えば、決算業務については、年度末決算の早期化及び月次ベースでの決算報告等が要求されることが多くあります。

その場合、現状の管理体制では対応できない、または過度な負担がかかり、本業に支障をきたすことがあるため、買い手企業から必要な人材を派遣又は新規採用する、あるいは許容できる範囲内で一部暫定的・特例的な取扱いを認める、といったマネジメントが必要になると考えられます。

## 4. おわりに

本稿で述べてきたように、ベンチャー企業には、多様な資本政策や事業計画の蓋然性の低さ、キーパーソンへの依存度の高さ、管理体制の脆弱さといった特徴があるため、通常の M&A に比べて当該特徴への対処が論点になることが多いと考えられます。そして、ベンチャー企業が買収後も競争力及び企業価値の源泉を維持していくためには、ディールの段階で上記論点をいかにマネジメント出来るかが重要となります。その際には、ベンチャー企業が営む事業に対する目利きが重要なのはもとより、ベンチャー企業の M&A における交渉や調査において豊富な知見を有する専門家を、必要に応じて活用していくことも有効な手段といえます。

オープンイノベーションは、国内企業の成長戦略の鍵となると考えられていることから、今後も事業会社によるベンチャー企業への M&A は増加していくものと考えられます。本稿がベンチャー企業の買収を検討されている方々の一助になれば幸いです。

ここに記載されている情報は概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。したがって一般的な参考目的の利用に限られるものとし、個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく本書の情報を基に判断し行動されないようにお願いします。本書に含まれる情報は正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではありません。本書に含まれる情報に基づき行動または行動をしないことにより発生した結果について、GCA FAS はいかなる責任、義務も負いません。

お問い合わせ：

**GCA FAS 株式会社**

〒100-6230

東京都千代田区丸の内 1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内 30 階

TEL:03-6212-1850 (代表)

E-mail:info@gcafes.com

<http://www.gcafes.com/>

和泉 徹 torizumi@gcafes.com

坂本 純士 jsakamoto@gcafes.com