

一橋大学経済学部 商工中金寄附講義
「中小企業の経済学」

第9回 「中小企業とM&A」

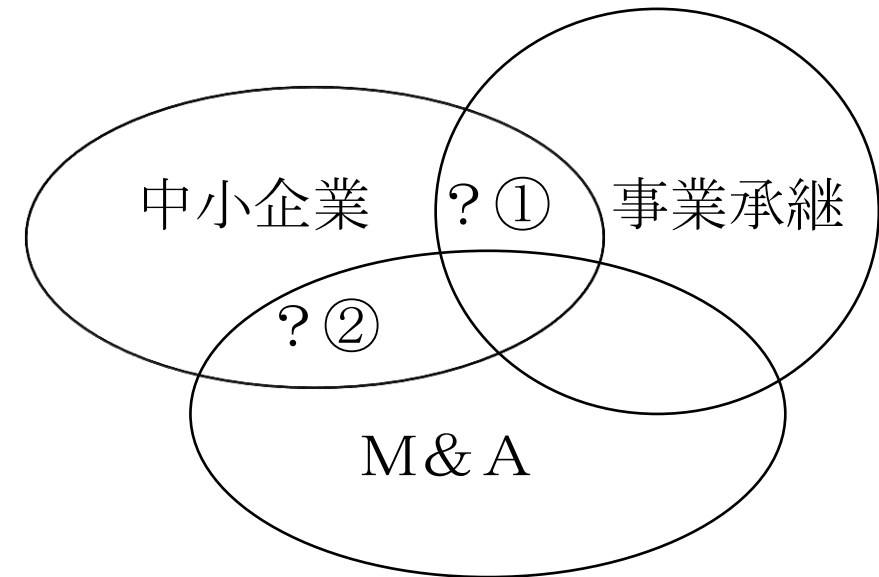
2016年6月8日

本内容はテキスト第8章
P174～185に対応しています。

一般財団法人 商工総合研究所
筒井 徹

(はじめに) 問題意識

- ・ 中小企業の事業承継問題が注目を集めている。
 - ・ 中小企業のM&Aについては、専ら中小企業の「事業承継」の視点で語られる。しかしながら、M&A以外にも第三者承継の方法はある…？①
 - ・ また、中小企業がM&Aの買い手となる場合もあれば、売り手となる場合でも「事業承継」以外の目的もある…？②
- 冷静に中小企業のM&A市場
について考察を試みたい



< 構成 >

- ・ 第1章 わが国のM&Aの現状—概観
- ・ 第2章 中小企業のM&Aの実態—「事業承継」以外の視点を含めた分析

1. わが国のM&Aの現状

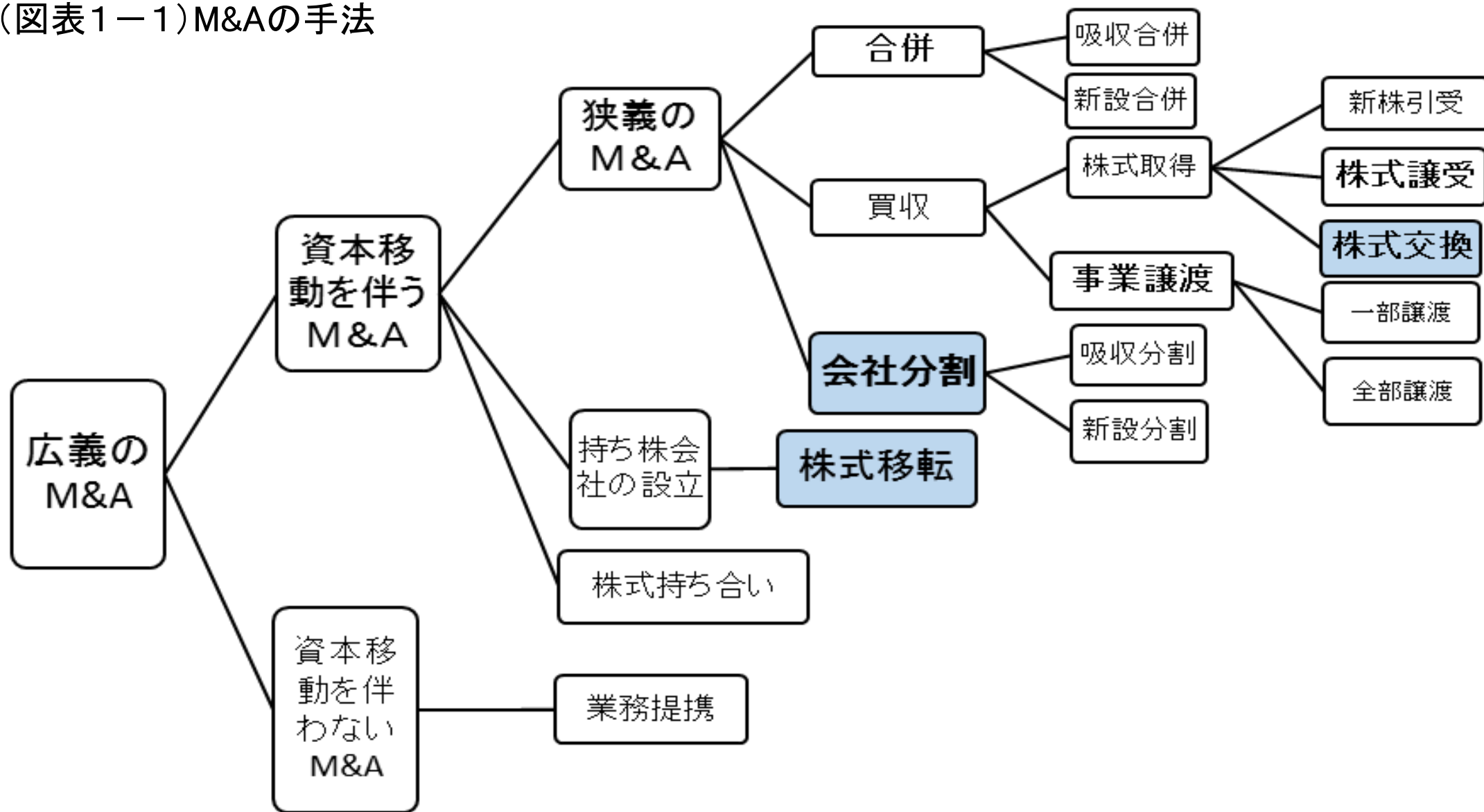
(1) 目的

- M&A...Mergers (合併) and Acquisitions (買収) の略
- 買い手の目的
- 売り手の目的
- PMI (Post Merger Integration)
- 中小企業にとって

(2) 手法(図表1-1)

- 狭義のM&A…合併、買収、会社分割
- 中小企業の場合

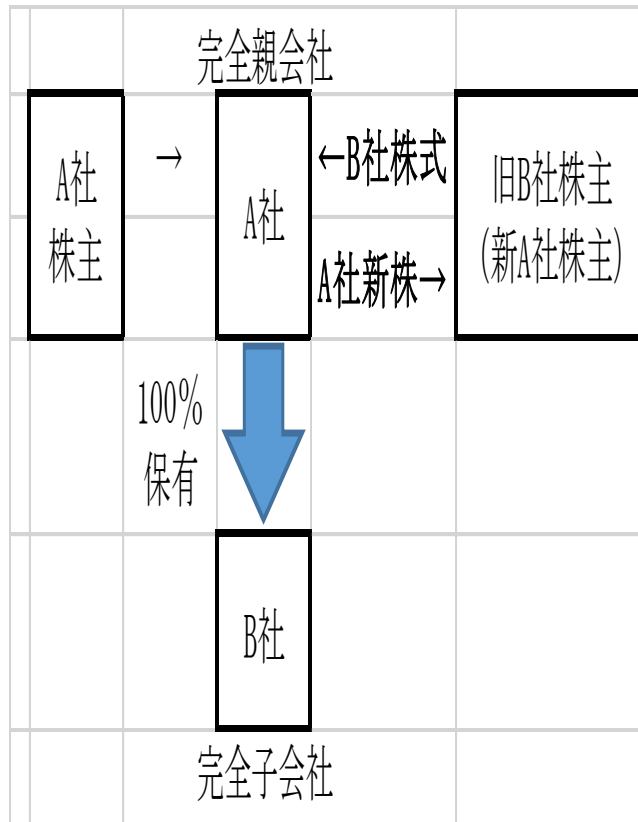
(図表1-1) M&Aの手法



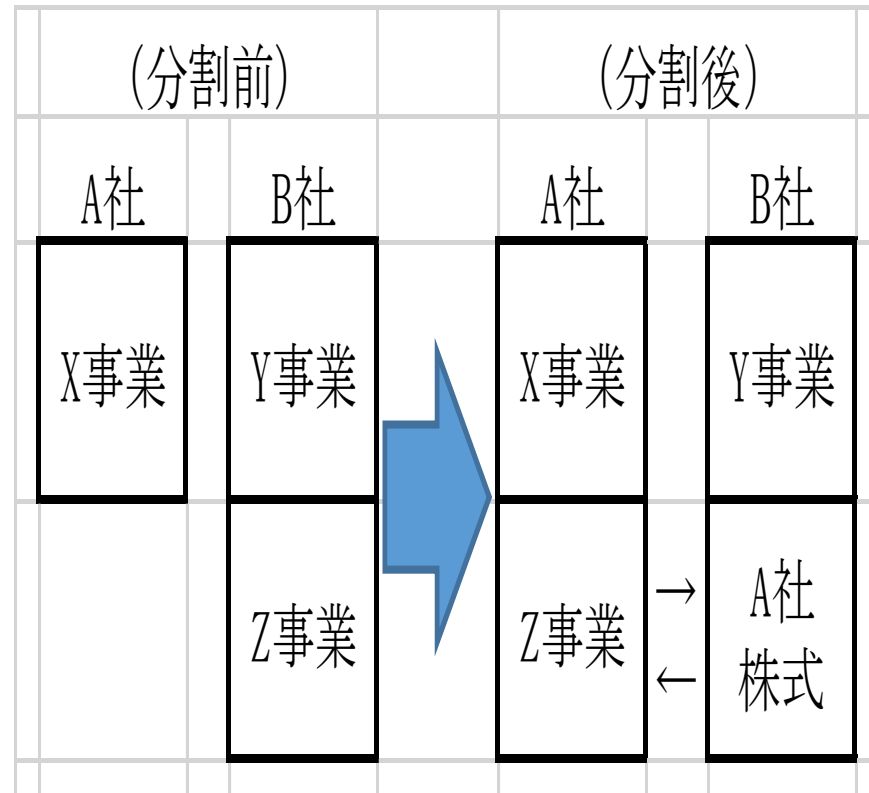
(出所) 分林保弘 (2011) 『中小企業のためのM&A徹底活用法』 PHP研究所 p. 83に基づき筆者作成

- 合併…2つの会社が契約によって1つの会社に統合（「新設」と「吸収」の違い）
- 株式譲受（譲渡）…経営権を取得
- 株式交換…100%の株式を所有する完全親子関係の会社をつくる（図表1-2）
- 会社分割…事業部門の分離・分割（図表1-3）

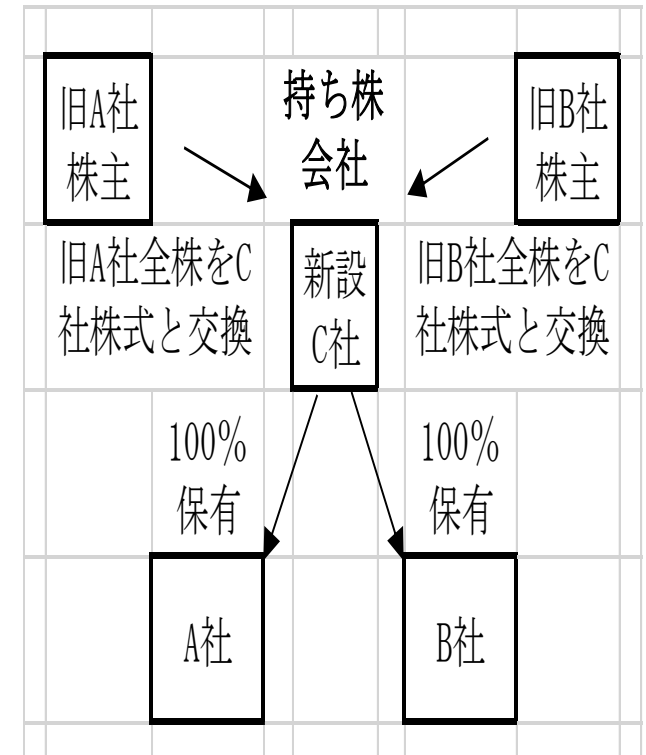
（図表1-2）株式交換



（図表1-3）会社分割（吸収分割）



（図表1-4）株式移転



(3) 関連法制度等の整備

- 法制面(図表1-5)…事業再編を後押しする…産活法→2016年産業競争力強化法

(図表1-5) 主なM&A関連法制度の整備状況

(施行)年	内容	法律	備考
1997	合併手続きの簡素化	商法 (改正)	吸収合併における報告総会不要 新設合併における創立総会不要
1997	持ち株会社の解禁	独占禁止法 (改正)	
1999	産業活力再生特別措置法 (産活法) の制定		バブル崩壊後の景気低迷を打破 会社法の現代化改正の先取
1999	株式交換・株式移転制度の創設	商法 (改正)	
2001	会社分割制度の施行	商法 (改正)	2000年創設
2006	組織再編の条件緩和	会社法	簡易組織再編要件の緩和 略式組織再編制度の新設
2007	対価の柔軟化	会社法	交付金合併、三角合併

・ 会計制度面…企業結合に関する会計基準（企業結合会計）の変更の動きも

(図表 1 - 6) のれん代償却の影響

買い手企業の貸借対照表

借方	貸方
A 資産	D 負債
	のれん
	C 資本

買収資産の 時価評価額	買収額… 買い手企業 の資産に計 上
のれん	

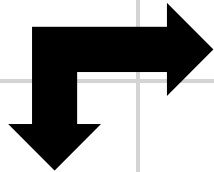
… 買収額が時価評価純資産額
を上回る部分 …



20年以内で均等償却 ← 企業会計基準委員会



買収後の費用負担発生



「企業結合に関する会計基準」

最終改正 H25. 9. 13

国際会計基準 (IFERS)、米国基準は非償却

(4) 企業価値の評価方法

- M&Aは売買取引
- 企業価格についての3つの考え方(図表1-7)…一物多価

(図表1-7)企業価値の考え方

考え方	代表的手法	算出方法
インカム・アプローチ	ディスカウント・キャッシュフロー法	将来の予想フリーキャッシュフローを現在価値に還元した合計額を基礎に算出
	収益還元法	将来の予想純利益を資本還元率で除して算出
マーケット・アプローチ	類似業種比準法	類似業種の上場企業一株当たりの配当金額、利益金額、純資産価額と株価の批准値をもとに算出
	類似会社比準法	類似会社の上場企業一株当たりの配当金額、利益金額、純資産価額と株価の批准値をもとに算出
ストック・アプローチ	時価純資産価額法	時価ベースの資産から負債を控除して算出

- 中小企業の場合…ストック・アプローチによる「時価純資産価額」 + 「営業権」で評価する方法が一般的
- 営業権…継続企業としての将来の利益という考え方→「のれん」
(技術力、将来性等の非財務面の強み)

(参考) 営業権の評価…一般的には「年買法」により算定する
年買法…役員報酬や交際費の過大分・過小分等修正後の税引き後利益の
3～5年分

⇒買い手企業は、営業権を上回るシナジー効果を追求

- 廃業する場合は清算後手取り額 < M&Aによる売却収入
- ただし「営業権」がマイナス評価となることもある

(5) わが国のM&Aの動向

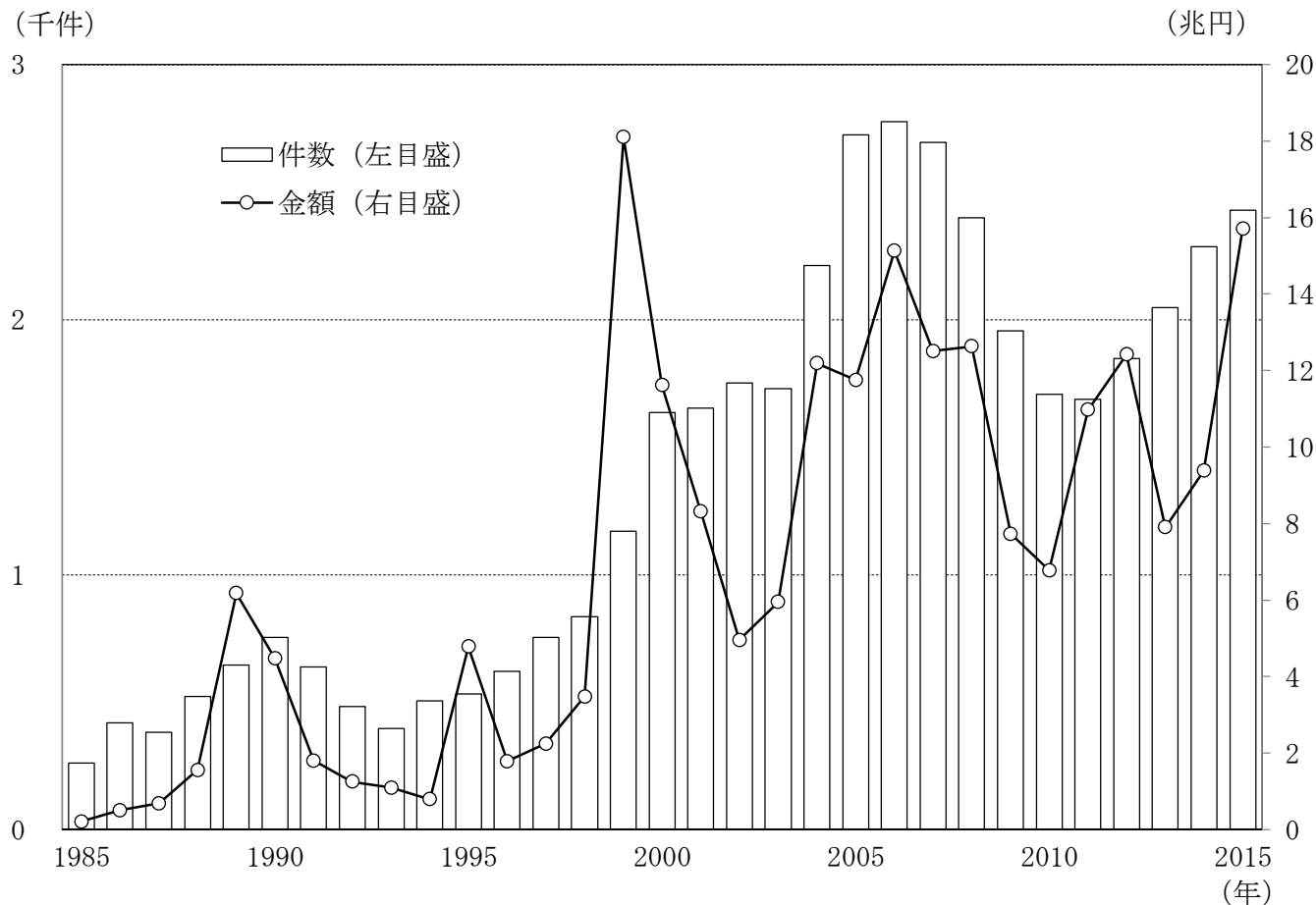
- 短期的動向と中長期的動向(図表1-8)

1990年代

2000年代

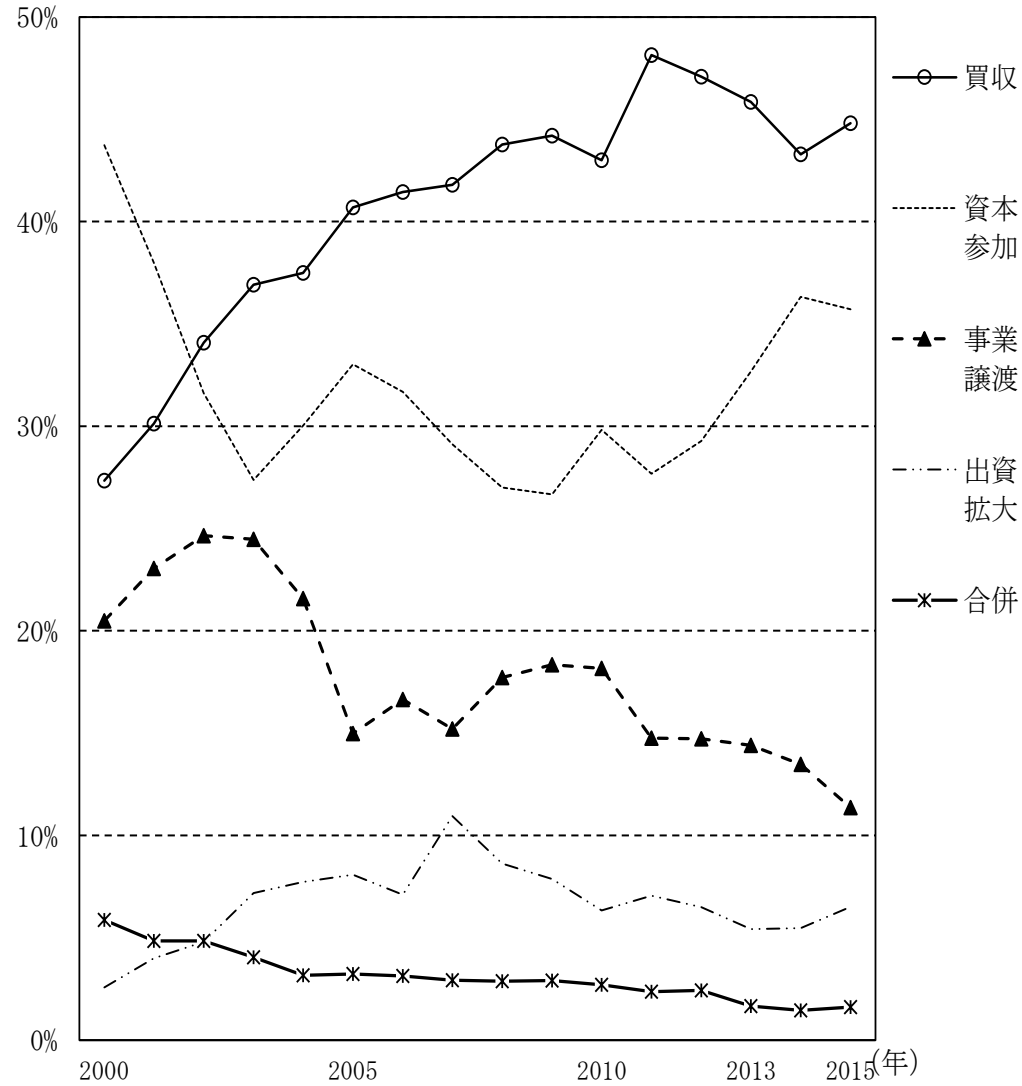
- 一件当たりの金額
- マーケット別
 - 国内（買）－国内（売）
 - 国内（買）－海外（売）
 - 海外（買）－国内（売）
- 形態別 (図表1-9)
- 買い手の目的別 (図表1-10)
- 地域別 (図表1-11)
 - 大都市圏と地方圏

(図表1-8) M&Aの件数・金額の推移



(出所) 図表1-8から1-11まで(株)レコフ調べ

(図表1-9) M&Aの形態別シェア



(図表1-10) M&Aの目的別シェアの推移(%)

目的 年	既存強化	周辺拡大	関係強化	バイアウト・投資	新規参入・多角化	その他・不明
2011 (A)	79.3	0.7	3.7	11.6	1.8	2.9
2012	78.6	0.4	6.3	9.3	3.2	2.1
2013	78.5	0.2	4.2	13.3	1.6	2.1
2014	71.8	1.4	3.2	17.7	3.7	2.2
2015 (B)	67.0	2.9	4.8	18.7	4.7	1.9
(B)-(A)	▲ 12.3	2.2	1.1	7.1	2.9	▲ 1.0

(図表1-11) 2015年の地域別件数のシェア(%)

	売り手 (A)	買い手 (B)	(A)-(B)
北海道・東北	5.6	2.5	3.1
関東・甲信越	65.5	70.7	▲ 5.2
北陸・中部	6.6	6.5	0.1
近畿	13.2	13.4	▲ 0.2
中国・四国	4.1	3.8	0.3
九州・沖縄	4.9	3.1	1.8

(注) 会社分割は原則として事業譲渡に分類

(6) M&Aの評価

- かつての評価－（参考）H19年度経済財政白書（**図表1-12**）
- 最近の評価
- 評価が変わってきた背景

（図表1－12）M&A実施前後の企業業績の変化（M&A非実施企業との比較）

	被買収企業平均	買収企業平均
ROA改善幅	有意に高い	有意に低い（*）
ROS改善幅	有意に高い	有意に低い
総資産回転率改善幅	有意に高い	有意に高い
売上高増加率	有意に低い	
資産合計増加率	有意に低い	
売上高原価率低下幅	有意に大きい	

（出所）内閣府『経済財政白書』平成19年版
P127第2-2-12表に基づき筆者作成

（注1）対象先はレコフ社の「MARR」データベースにより入手した1997～2002年にM&Aを実施した上場企業（買収企業延べ1,572社、被買収企業延べ387社）

（注2）M&A実施1年前から実施3年後の業績変化（増加率、変化幅）をみた

（注3）ROA＝総資産経常利益率、ROS＝売上高経常利益率

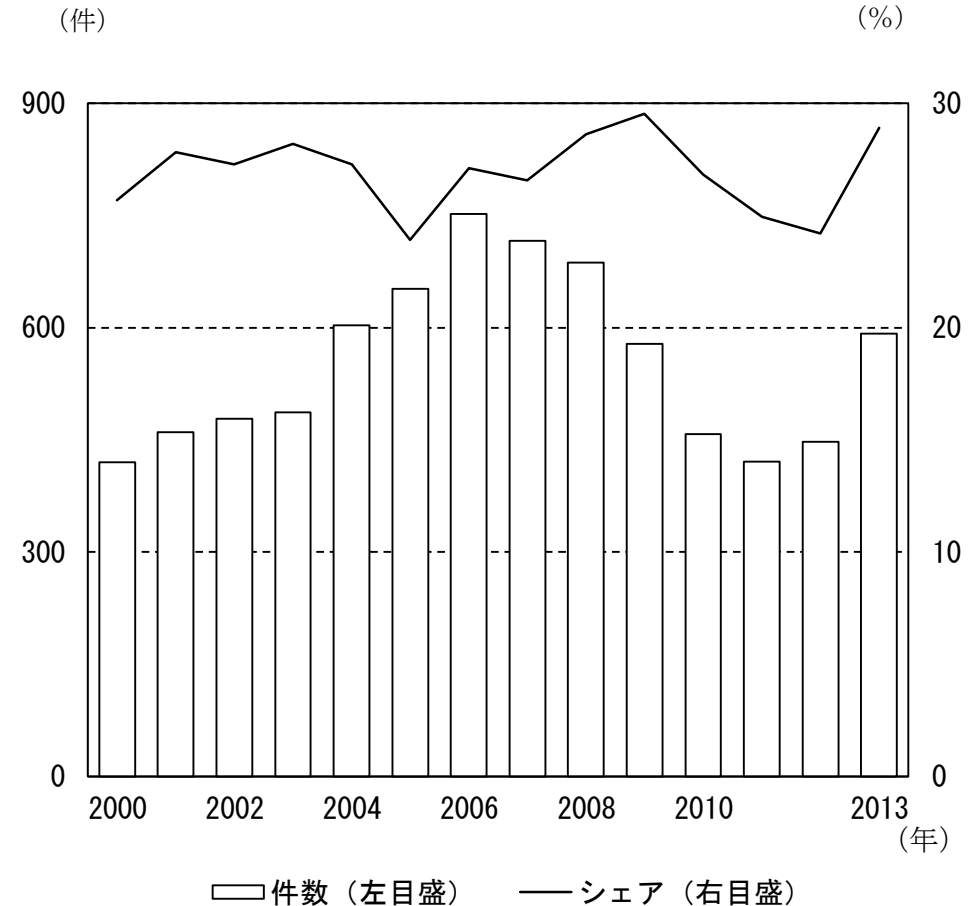
（注4）1%有意水準、ただし（*）は10%

2. 中小企業のM&Aの実態

(1) 市場動向

- 1970年代後半
- 1980年代
- 1990年代
- 2000年代
- 2000年以降の推移(図表2-1、1-7)
- 中小企業のシェア
- 地域別動向
- 未上場企業が当事者となるM&Aの件数

(図表2-1)未上場企業同士のM&Aの推移



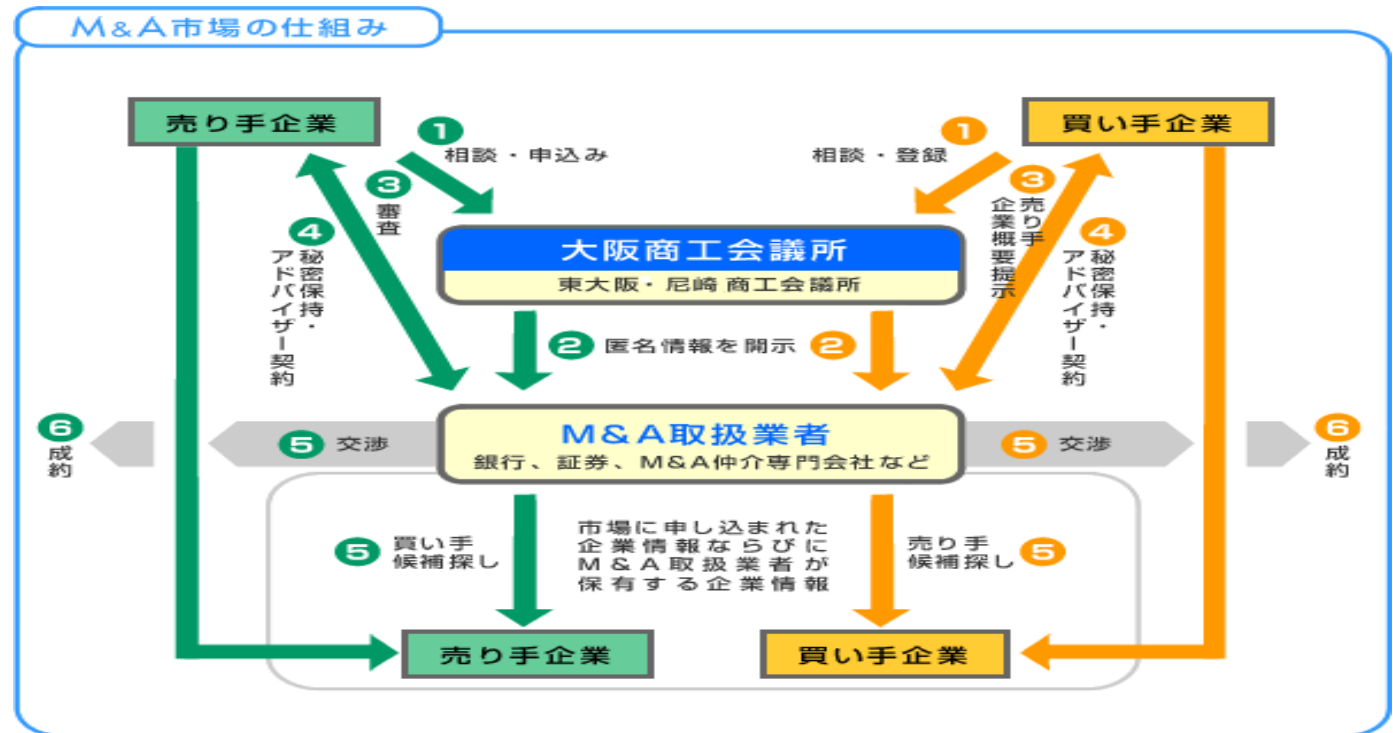
(出所) (株)レコフ調べ

～大阪商工会議所のM&Aデータの分析（1997.10～2013.9）～

- 大阪会議所は公的機関として最初に中小企業のM&A支援をスタート（1997年～）
- 会議所は相談受付後指定の仲介機関（M&A取扱業者）に繋ぐ（図表2-2）。

（図表2-2）大阪商工会議所のM&A市場

- 売り案件の申込件数と買い案件の登録件数の比較
 - 売り手の目的
 - 買い手の目的
 - 取引手法（図表2-3）
 - 手数料（図表2-4）
- 取引金額が小さいほど割高
→中小企業者の負担大



（出所）大阪商工会議所Webサイト

(図表2-3) M&Aの手法別成約状況

大阪商工会議所

手法	比率
株式譲渡	71%
事業譲渡	16%
第三者割当	6%
その他	6%
計	100%

2013.9末現在

中小企業事業引継ぎ支援本部

手法	比率
株式譲渡	71%
事業譲渡	19%
その他	10%
計	100%

2011~2014年度上期累計

日本M&Aセンター

手法	比率
株式譲渡	84%
事業譲渡	7%
出資持分譲渡	4%
会社分割	3%
その他	3%
計	100%

2012年度実績

ストライク

手法	比率
株式譲渡	55%
事業譲渡	35%
第三者割当増資	4%
その他	6%
計	100%

2014年2月末現在

(図表2-4) 大阪商工会議所「M&A市場」成功報酬表

成約金額	手数料率
2億円以下の部分	8%
2億円超5億円以下の部分	6%
5億円超10億円以下の部分	4%
10億円超の部分	2%

(出所) 大阪商工会議所Webサイト

(注1) 成約金額には役員退職金を含む

(注2) 成功報酬の最低金額は原則とし1,000万円(消費税別)であるが、成約金額がかなり少額となった場合は別途相談に応じる

例えば 1億円の場合→10百万円(10%)
 5億円の場合→34百万円(6.8%)
 10億円の場合→54百万円(5.4%)

(2) 事業承継とM&A

- 休・廃業増加の背景
- 中小企業の事業承継対策が注目を集めている理由…社会的損失の回避

～中小企業事業引継ぎ支援本部データより～

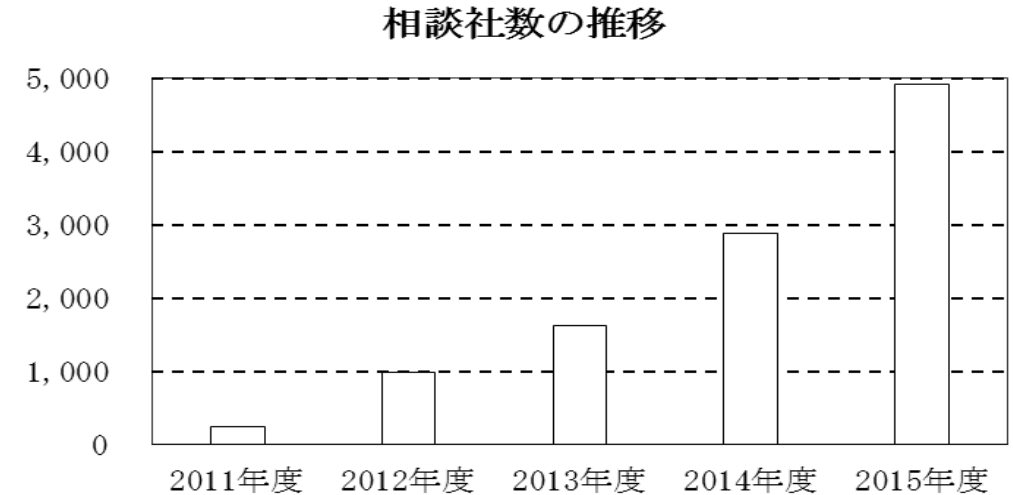
- 事業引継ぎに対する関心の高まり(図表2-5)
- 事業引継ぎの承継形態(図表2-6)

*事業承継の実態…『図説日本の中小企業2015』

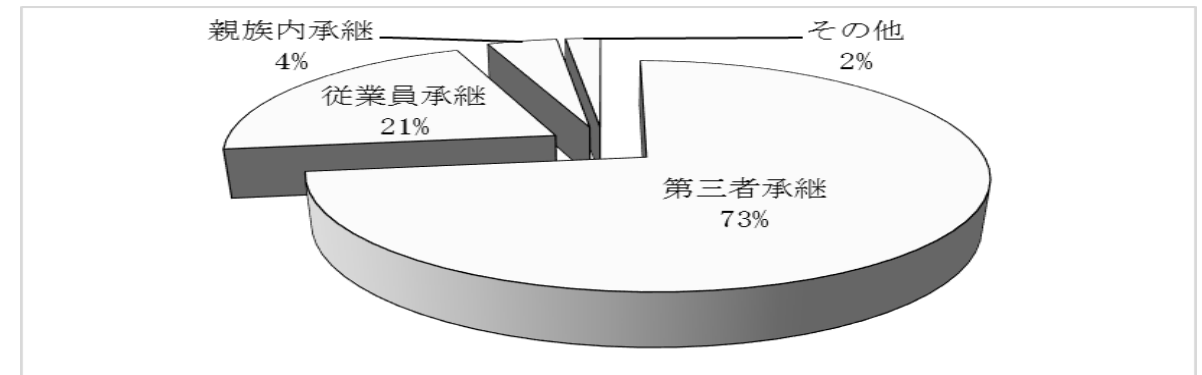
P46～50参照

- 中小企業の事業承継に対する支援策
 - 「親族内」承継
 - 「親族外」承継
- 最近の傾向
- 小規模企業の事業承継支援強化の動き

(図表2-5)事業引継ぎ支援センター相談受付状況(件)



(図表2-6)事業引継ぎの承継形態(～2014年9月)



(出所) 図表2-5、6ともに中小企業事業引継ぎ支援全国本部

～参考～ 事業引継ぎ支援業務の強化の動き

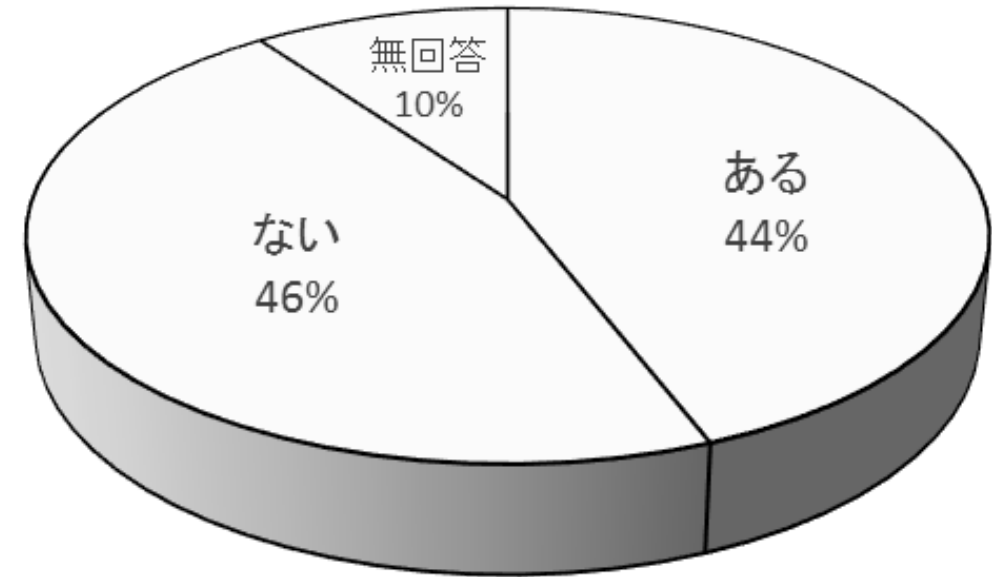
- 2011年5月…47都道府県に「事業引継ぎ相談窓口」を設置（産活法）
- そのなかで需要が多く、支援体制が整った地域については、「事業引継ぎ支援センター」を設置
- 2013年…7箇所にとどまっている「事業引継ぎ支援センター」を全国展開（日本再興戦略）
- 2014年…中小企業基盤整備機構内に「全国本部」を設置（産業競争力強化法）
- 2015年2月…上記機構内に「事業承継・引継ぎ支援センター」設置
- 2015年3月末…「事業引継ぎ支援センター」設置済都道府県**16**
- 2015年4月…「事業承継・引継ぎ支援センター」のデータベースの運用開始
2015年度末データベースの蓄積9千件、年度間問い合わせ5千件、実績209件
2011年度以降の実績…**0→17→33→102→209件**
- 2016年3月末…「事業引継ぎ支援センター」設置済都道府県**46**
- 2016年度下期（予定）…データベースのオープン化

(3) M&Aの印象

- 抵抗感(図表2-7)
- 手続きに際して(図表2-8)
- リスク、コスト負担(図表2-8)

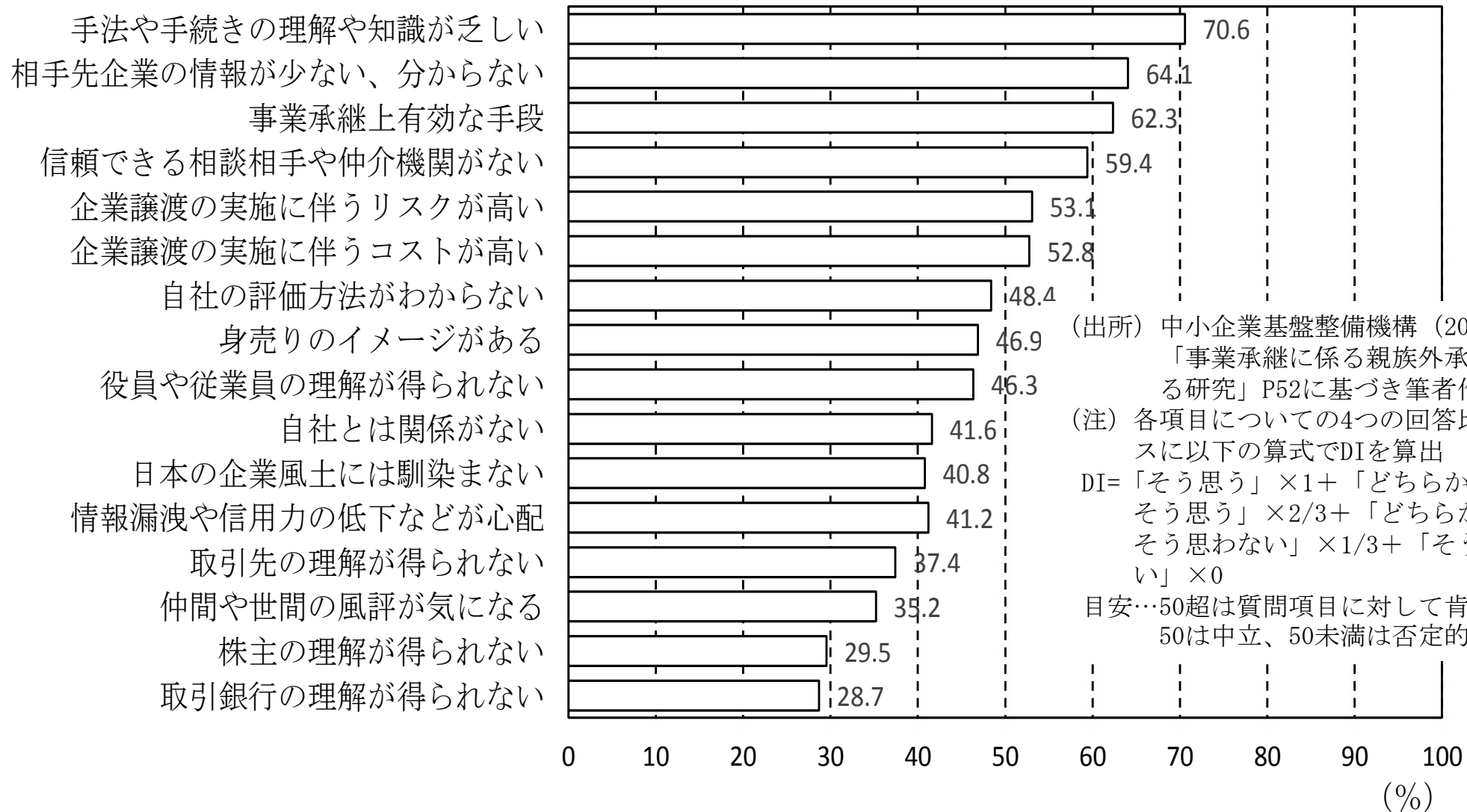
- 企業譲渡に際し希望すること(図表2-9)
- 一般的な市場取引との相違
- 企業譲渡を決定した要因(図表2-10)

(図表2-7) M&Aによる企業(事業)売却への抵抗感



(出所) 中小企業基盤整備機構 (2011.3) 「事業承継実態調査報告書」 P31

(図表2-8) 企業譲渡(M&A)に関する考え方・課題(DI)



(出所) 中小企業基盤整備機構 (2008. 3)

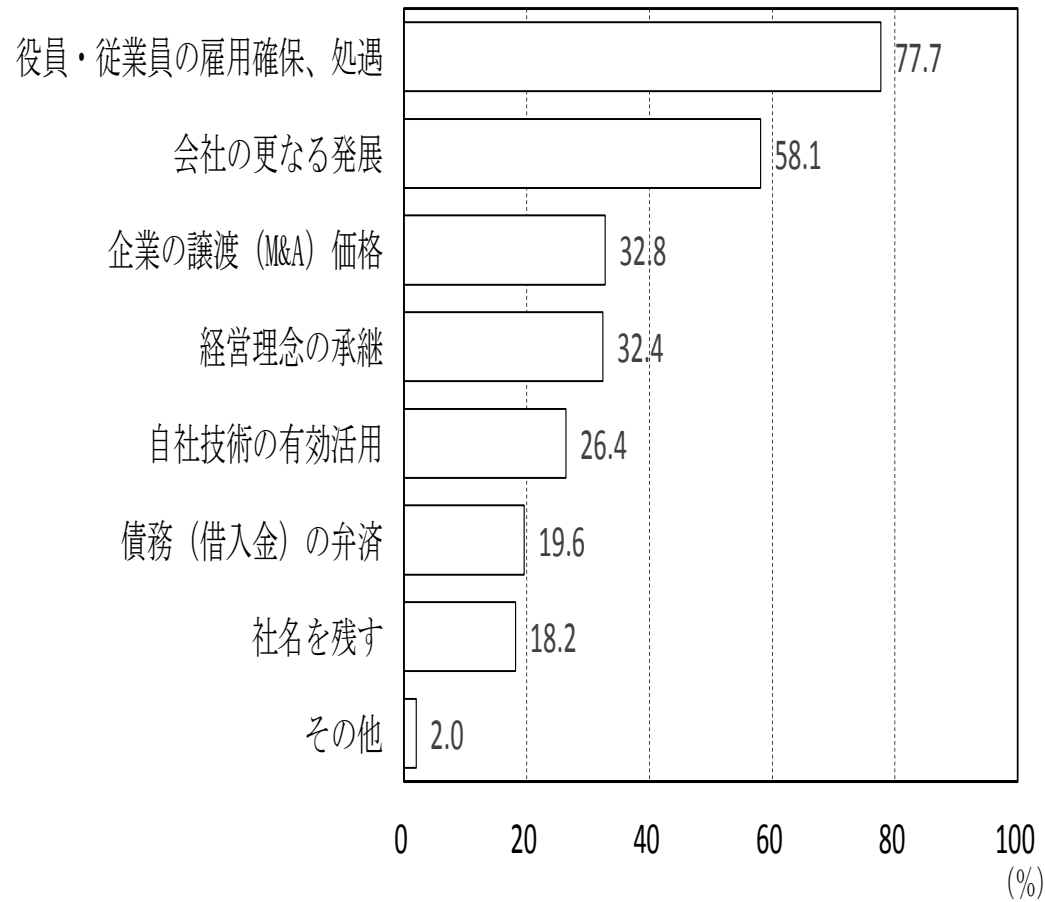
「事業承継に係る親族外承継に関する研究」P52に基づき筆者作成

(注) 各項目についての4つの回答比率をベースに以下の算式でDIを算出

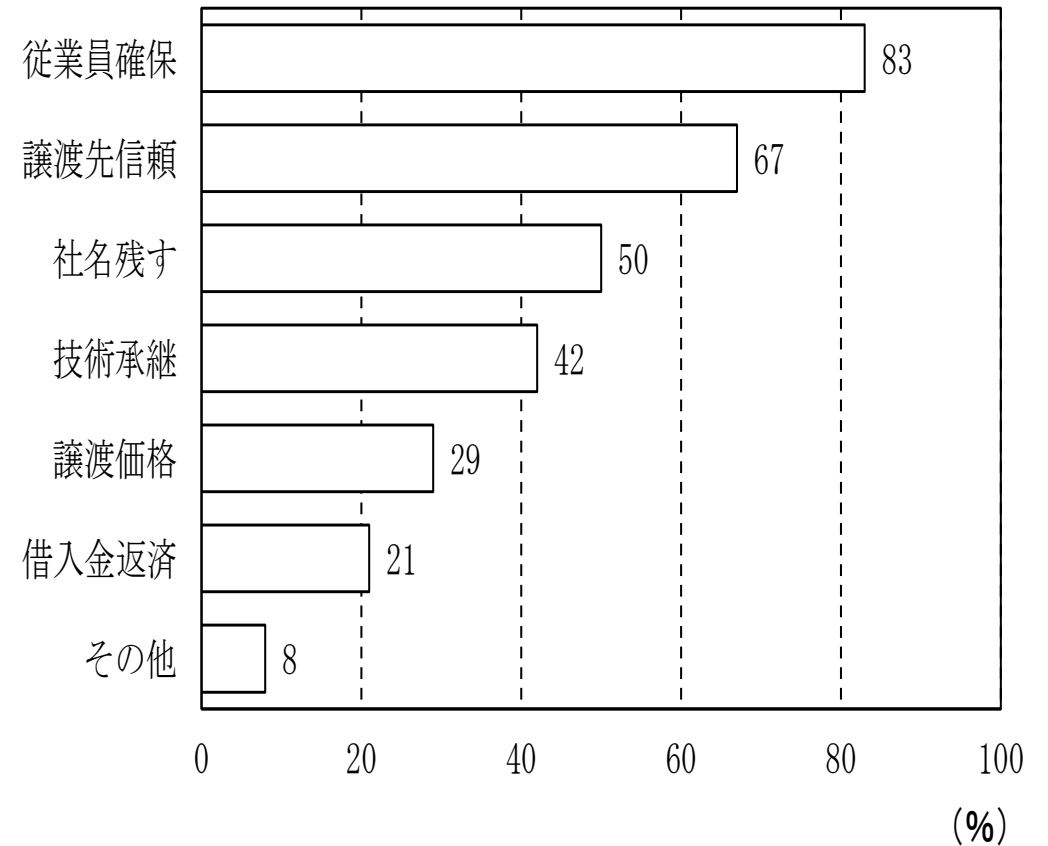
$$DI = \text{「そう思う」} \times 1 + \text{「どちらかというそう思う」} \times 2/3 + \text{「どちらかというそう思わない」} \times 1/3 + \text{「そう思わない」} \times 0$$

目安…50超は質問項目に対して肯定的、50は中立、50未満は否定的

(図表2-9) 企業譲渡に際し希望すること



(図表2-10) 企業譲渡を決定した理由



(出所) とともに中小企業基盤整備機構 (2008. 3) 「事業承継に係る親族外承継に関する研究」

(4) 中小企業のM&Aの特殊性

(中小企業が買い手の場合)

- 中小企業の多くは地域密着型単一事業というビジネスモデル
- M&Aのシナジー効果を考えた場合のターゲット先

(中小企業が売り手の場合) – 古瀬公博 (2011) 『贈与と売買の混在する交換』 参照

- 後継者不在を主たる（譲渡）理由として行われる中小企業のM&A取引の特徴(図表2-11)
 - ①会社・従業員に対するオーナー経営者の感情→一般的な売買市場とは異なり、部分的に「贈与交換」でみられる特徴が観察される
 - ②企業売却に対する社会的な負のイメージ
 - ③情報の非対称性の高さ→買い手は売り手企業の財務諸表の信憑性を疑う傾向有

(図表2-11) 上場企業と未上場企業のM&Aの相違点と中小企業の特異性

	上場企業	未上場企業		中小企業が売り手となる場合の特異性
売却の際重視する点	株主利益保護の観点から <u>譲渡価格の条件は最優先</u>	会社の存続・発展や従業員の雇用維持を重視し、 <u>譲渡価格は必ずしも最優先ではない</u>		会社・従業員に対するオーナー経営者の感情
M&A情報の匿名性	金融商品取引所の定める「適時開示基準」に該当した段階でM&A交渉の事実を <u>開示する</u>	最終合意まで <u>秘密裏</u> に進める		企業売却に対する社会的な負のイメージ
情報開示	企業情報は <u>公開</u> されている	企業情報の大部分は <u>非公開</u>		情報の非対称性の高さ

(出所) 岡田悟 (2008. 11. 25) 「M&Aによる中小企業の事業承継」 国立国会図書館『調査と情報』—ISSUE BRIEF—第620号などに基づき筆者作成

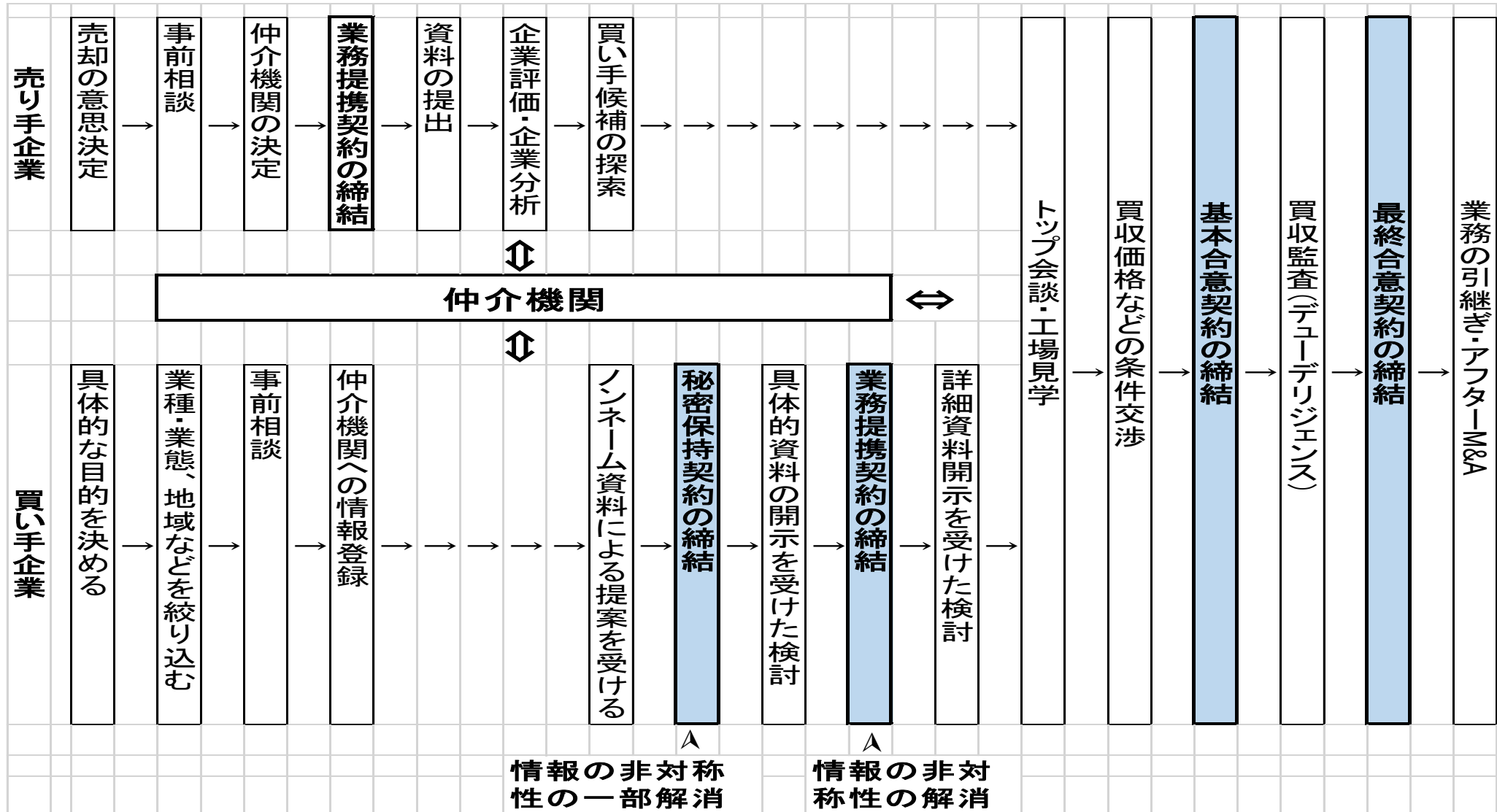
(5) 中小企業のM&Aプロセス

- 法制面、税制面等の制約…専門的な知識やノウハウが要求される
- 売り手の制約…売却意図を知られずに手続きを進めたいと考えている
- 買い手の制約…自身で情報を収集することができない

→中小企業のM&A取引は多くの場合仲介機関などのサポートが必要になってくる

- 仲介機関の役割
- 仲介機関が関与する一般的なプロセス(図表2-12)
- 成約までの道程は長い
- 手数料負担有
- 時間とコスト→小規模企業にとっての負担感は大い

(図表2-12)一般的なM&Aのプロセス



(出所) 分林保弘 (2011) 『中小企業のためのM&A徹底活用法』 P H P 研究所、東京商工会議所 (2011) 『M&Aハンドブック』 に基づき筆者作成

(6) 中小企業のM&Aの実態 (仲介機関4先のインタビュー結果を分析)

- 取材先…大阪商工会議所、東京商工会議所、日本M&Aセンター、ストライク

- 切り口…以下の①～③の3視点

① 中小企業のM&A市場に影響を与える要因 (6つのカテゴリーに分類)

- 「情報」、「インフラ」…市場拡大を阻害する要因
- 「売買ニーズ」…市場拡大促進要因
- 「制度」…中立
- 「意識」…阻害要因と促進要因がせめぎ合っている (図表2-7)
- 「その他」…手数料負担については阻害要因

② 仲介実務の実態

- 「中小企業の特殊性」(売り手)と「市場取引性」(買い手)のバランス
- 上記以外はM&Aの「目的」に関するコメントが多い。

③ 仲介実務のポイント

- 「情報」、「業種」、「地域」、「その他」に分けてみると「情報」に関連するコメントが多い。また、コメントの多くは経験則で、実務経験が重要…
マニキュアル化困難

(7) 中小企業のM&Aの留意点

- ①秘密保持－売り手は勿論のこと買い手にとっても重要
- ②目的の明確化－買い手の「本当の要望」
- ③信頼関係の醸成－部分的に贈与にみられる特徴が観察される
- ④リスクの回避－買収監査では判明しないリスク有→信頼関係の醸成が必要
- ⑤タイミング－「後継者不在」による売却の場合には、先送りの傾向有
- ⑥その他－譲渡先社長への気遣い（地元の名士としての「引退の美学」）、譲渡先企業の従業員へのディスクローズ

(8) 事例(図表2-13)

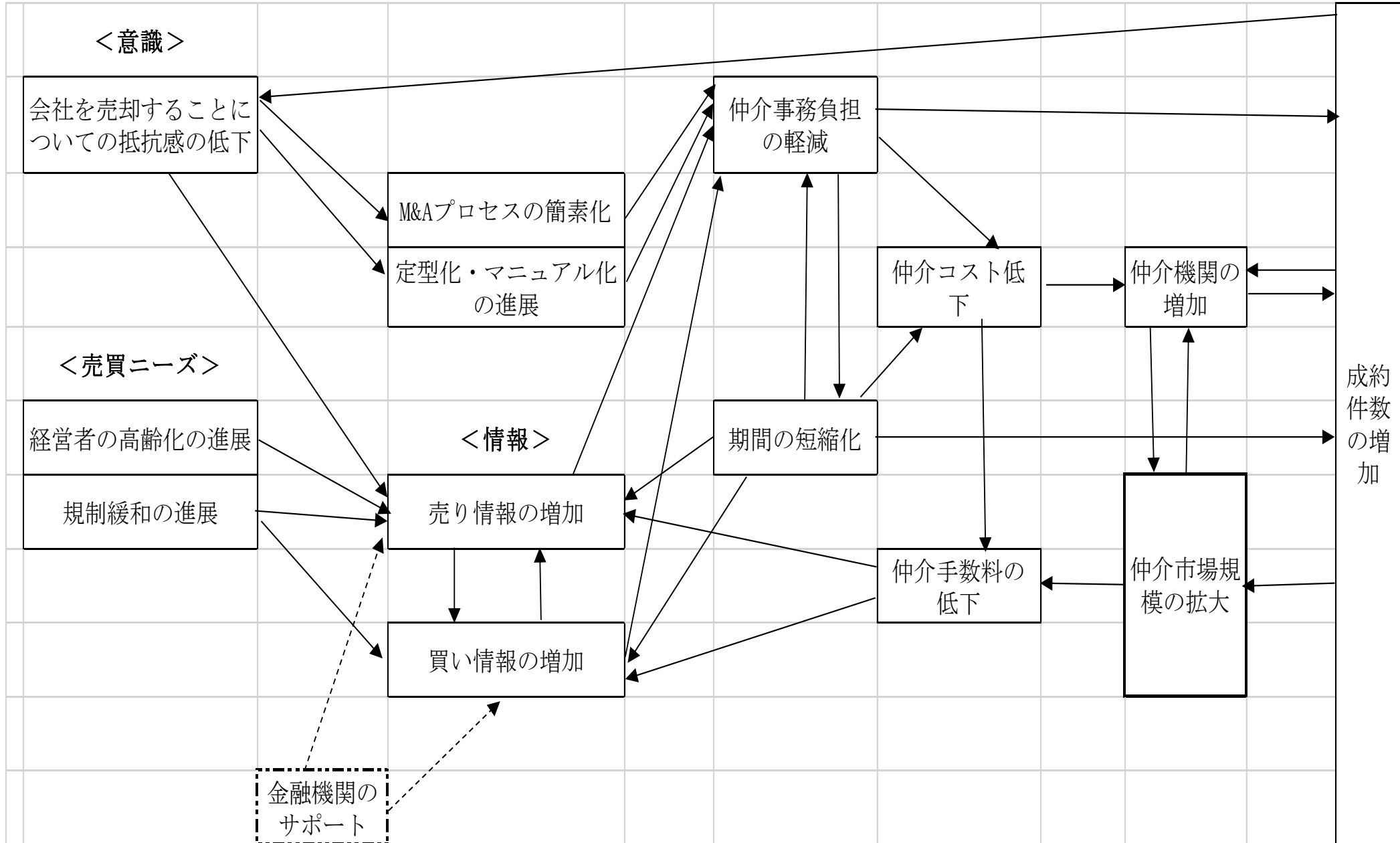
- 売り手－事業承継対策、業界再編等への対応、ノンコア事業売却等
- 買い手－既存事業の強化、商品、顧客、市場・商圈の拡大、隣接業種への拡大、新規事業進出、合弁会社設立などその目的は多岐にわたっている。
- このように中小企業にとってもM&Aの活用についてはいろいろな可能性有

(図表2-13) 事例の概要

No.	業種		目的	特色等
1	売	電子部品卸売	事業撤退	売り手は年商20百万円、従業員1名の赤字会社ながら、大手家電メーカーとの取引口座有。買い手は売り手の顧客と東京の拠点を取得。
	買	金属部品加工	既存事業の強化（新規顧客獲得、東京の拠点確保）	
2	売	携帯電話のフランチャイズ 上記の子会社であるフランチャイジー	業界再編対応（有力先の傘下に入る）	売り手は独立系の一次代理店として黒字経営を続けていたが、上場企業の傘下に入ることで、信用力強化による事業拡大を図る。買い手は移動体通信販売事業に進出。
	買	電気機器、情報通信機器等の販売（上場）	既存事業の強化（新商品の販売）	
3	売	医薬品・医薬部外品・健康食品等の製造販売	業界再編対応（有力先の傘下に入る）	売り手は好業績企業であるが、大規模企業の傘下に入ることで、さらなる収益力の向上と長期的な発展を図る。買い手は健康食品関連分野での新規事業進出。
	買	青汁等の製造販売（成約当時上場）	隣接業種への拡大	
4	売	小売業	事業再編対応	売り手は中部地方で小売業を展開、事業再構築のために子会社を売却。買い手は同地域へ商圈拡大を図る。関東圏M&Aネットワークに参加している他県の商工会議所からの紹介で成約。
	買	同上	既存事業の強化（商圈拡大）	
5	売	ソフト製造・販売 ゴルフ用品販売	選択と集中	売り手は本業のソフト製造・販売に経営資源を集中。買い手は新規にゴルフ用品販売に進出、その際に現在は取扱のないゴルフウェアの企画開発によるシナジー効果を狙う。
	買	繊維、衣服卸	新規事業進出	
6	A	情報セキュリティシステム	新規事業進出	異なる経営資源を持つ会社が合併でITエンジニアサービス事業を手掛ける新会社を設立。 A社が資金調達を、B社が人材採用、教育研修を担当。
	B	ITアウトソーシング、エンジニア派遣	資金調達力強化	

(出所) 大阪商工会議所 (2007) 『中堅・中小企業のためのM&Aハンドブック』、東京商工会議所 (2011) 『M&Aハンドブック～中堅・中小企業のために～』、㈱ストライク 『経営者のためのM&A情報誌SMART』 2013年7月号、同社Webサイト等に基づき筆者作成

(図表2-14) 中小企業M&A市場拡大の経路(イメージ)



(9) 今後の見通し

- M&A取引に要する時間やコストを負担に感じる中小企業が多い→「意識」や「売買ニーズ」面での変化を受けてM&A活用のニーズが高まってきたとしても、少なからぬ中小企業は仲介の依頼を躊躇→「情報」の提供・蓄積まで至らない
 - 新たな動き
 - ①2015年に中小機構内に「事業承継・引継ぎ支援センター」が設置され、**M&A情報のデータベースを構築**→マッチング支援（2015年度実績209）
 - ②大阪商工会議所の「スモールM&A市場」…着手金不要、成功報酬下限2M
 - ③民間の仲介機関の動き…サービスメニューを絞り込み低コスト化、ITを活用した情報収集・蓄積、成功報酬型により負担感軽減
 - 年商1億円以下の企業の事業引継ぎの探索に特化したサポートシステム
 - オークションシステムを採用したマッチングサイトの運営（譲渡対象資産5億円以下）
 - M&A関係者向けに独自の中小企業特化型のM&Aニーズ情報掲載システムの開発
 - 基本合意あるいは最終合意に至るまで手数料不要
- 小規模企業の利用を促す選択肢が増えればM&A利用が進み、市場拡大を促す²⁹

(まとめ)

- M&Aに係る法制面等の環境整備は進み、大企業を中心にM&Aを戦略的に活用しようとする動きが定着化している。
- 中小企業のM&A市場は大きいとは言えず、市場拡大に向けては様々な障壁が横たわっている。
- ただこのところ「事業承継」問題が注目を集めるなか、M&Aを活用した問題解決に向けて政策面の支援が強化されてきている。
- こうしたなか、民間の仲介機関の一部では、仲介サービスメニューに工夫をこらし、中小企業のM&Aニーズを取り込もうとする動きもみられ、中小企業にとってもM&Aを利用しやすい市場環境が整備されてきている。
- 中小企業にとってもM&Aの活用用途は広く様々な可能性がある。
- 中小企業も視野を広げて「事業承継」問題の解決以外にM&Aの戦略的活用について検討することは有意義

～参考文献～

- 大阪商工会議所（2007）『中堅・中小企業のためのM&Aハンドブック』
- 岡田悟（2008）「M&Aによる中小企業の事業承継」国立国会図書館『調査と情報』第620号
- 当財団（2015）『図説 日本の中小企業 2015』
- 当財団（2016）『中小企業 絶えざる革新』
- 株ストライク（2013）『経営者のためのM&A情報誌SMART』2013年7月号
- 中小企業基盤整備機構（2008）「事業承継に係る親族外承継に関する研究」
- 中小企業基盤整備機構（2011）「事業承継実態調査報告書」
- 中小企業庁（2015）「事業引継ぎハンドブック」
- 東京商工会議所（2011）『M&Aハンドブック～中堅・中小企業のために～』
- 内閣府（2007）『経済財政白書』平成19年版
- 古瀬公博（2011）『贈与と売買の混在する交換』白桃書房
- 三宅卓（2010）『会社が生まれ変わるために必要なこと』リュウ・ブックスアステ新書
- 分林保弘（2011）『中小企業のためのM&A徹底活用法』PHP研究所