



大阪府

資料 No.145

平成 27 年 3 月

競争力強化を目的とした中小企業の M&A ～実践企業のケーススタディ～

大阪府商工労働部

(大阪産業経済リサーチセンター)

まえがき

近年、M&Aは企業の競争力向上に有効な手段として定着してきた感があります。しかしながら、M&Aは上場企業が主体となっているケースが多く、未上場企業、とりわけ中小企業での活用は進んでいません。今、わが国では、国際競争力の向上や地域産業の活性化のため、大規模な金融、財政政策に引き続き、第三の矢として成長戦略に取り組んでいます。そのなかで地域産業において重要な役割を担う中小企業の活性化も重要な課題となっておりますが、M&Aが企業の経営向上に有効な手段であるとすれば、中小企業にも普及を図るべきではないかと考えられます。

当センターではこうした問題意識に基づき、中小企業のM&Aを阻む課題を見極めるために調査を実施いたしました。

調査の実施に当たりまして、ご多忙な中にも関わりませず、格別のご協力をいただきました皆様に対し、心より御礼申し上げます。

本報告書が、地域産業の活性化に日々努力されておられる中小企業経営者や各種団体、行政担当者など多くの方々の一助となれば幸いです。

なお、本調査は当センター主任研究員 越村惣次郎 が担当いたしました。

平成 27 年 3 月

大阪産業経済リサーチセンター

センター長 小林 伸生

目 次

要約	1
第1章 わが国の M&A の現状と中小企業	
1. 国内における M&A の現状	4
2. 中小企業における M&A の現状	5
3. 調査の問題意識	5
4. 報告書の構成	6
第2章 M&A の理解（手法、プロセス、目的、効果）と調査領域	
1. M&A の手法	7
2. M&A のプロセス	8
3. M&A の目的	9
4. M&A の企業業績への効用	10
5. 調査の対象領域と意義	11
第3章 中小企業に関する M&A 関連支援の現状	
1. 我が国の中小企業の M&A に対する支援の状況	13
2. 主な支援の概要	13
3. 今後の支援の方向性	14
第4章 中小企業における M&A の特性と課題	
1. 中小企業における M&A の特性	15
2. 中小企業の M&A において想定される課題	16
第5章 ケーススタディ	
1. 分析のフレームワーク	20
2. ケースの紹介	21
3. ケースの考察	33
第6章 まとめ	
1. ケーススタディのインプリケーション	36
2. 買い手としての M&A 普及にむけた課題	37
3. おわりに	39
参考文献	40

要 約

第 1 章 わが国の M&A の現状と中小企業

近年、国内において企業の合併や買収などの M&A は経営手法として定着してきた感がある。株式会社レコフの資料によると、1985 年頃は年間 500 件に満たない件数で推移していたが、近年は年間 2,000 件程度と 4 倍以上にまで増加している。こうした M&A の普及は、他社の経営資源を包括的に獲得することによる競争力強化やバブル期などに膨らみすぎた企業グループ内の再編成において、有効な手法であったためと考えられる。同時に規制緩和等の関連法の整備が進んだことも追い風となっている。

しかし M&A の主体となっているのは上場企業であり、未上場企業、とくに中小企業への普及は進んでいないように思える。国内企業の圧倒的多数を占める中小企業は、わが国経済の競争力向上や地域産業活性化の鍵を握る存在である。そのため中小企業においても、必要に応じて M&A を活用できることが望ましい。

そこで本調査では、「中小企業において M&A が普及していないのは、中小企業特有の課題があるため」との仮説に基づき、その実態の把握に努めていく。

第 2 章 M&A の理解（手法、プロセス、目的、効果）と調査領域

M&A には多様な手法や目的、その効果が存在するが、本調査が主に対象とするのは、競争力強化を目的とした中小企業が買い手である M&A である。中小企業の M&A としては、ほかにも事業承継問題の解決策やベンチャー企業における IPO（株式の新規公開）に代わる投資回収（EXIT）手段などもある。とくに深刻化が進む事業承継問題の解決は極めて重要な問題である。本調査はこうした売り手としての中小企業の M&A を軽視するものではなく、むしろ買い手としての中小企業による M&A の促進は、翻って事業承継問題に解決にも繋がると考えている。また調査では、これまで実態が明らかにされてこなかった中小企業の M&A に焦点をあて、その実態の把握を試みる。

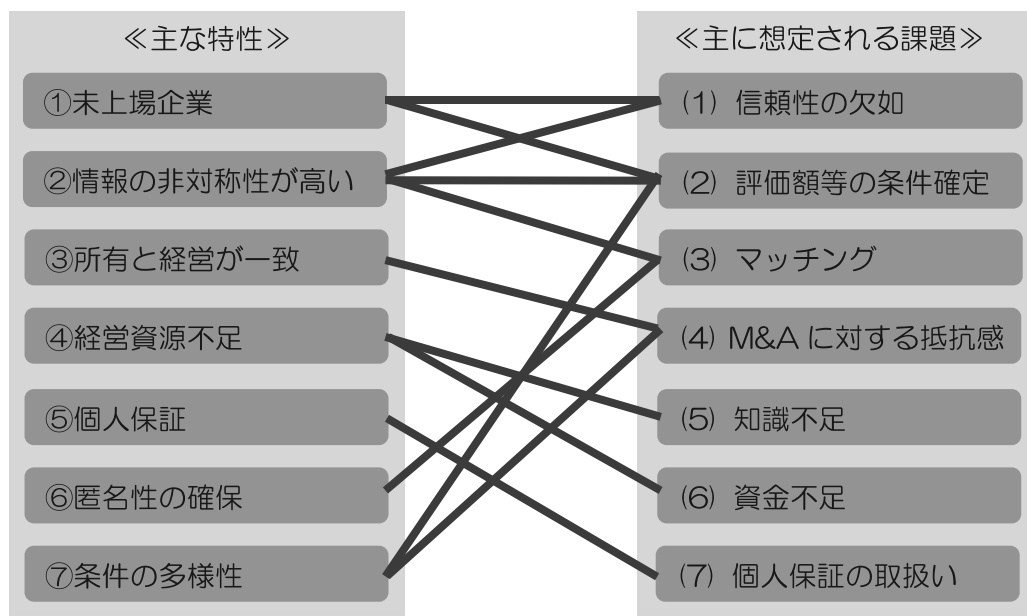
第 3 章 中小企業に関する M&A 関連支援の現状

わが国では中小企業の M&A 促進を目的とした公的機関や民間事業者による支援がすでに実施されている。大阪商工会議所が設置する M&A 市場は、全国初となる公的機関による匿名方式のマッチング市場であり、現在までに公的機関では全国最多の 34 件の実績を誇っている。また民間では、中小企業の顧問などの立場にあり身近な存在である弁護士や税理士などの専門家がいるが、こうしたなかには M&A に特化した知識やノウハウを有する専門家もいる。このほか M&A の仲介事業を専門とする民間事業者も多数存在する。

このように多様な支援者が存在するが、公的機関ではとくに事業承継問題に焦点をあてた支援が目立つ。今後はそれらに加え、競争力強化を目的とした買い手側の中小企業による M&A に焦点をあてた支援の充実も必要である。

第4章 中小企業における M&A の特性と課題

中小企業特有の課題を検討するため、大企業との比較による中小企業の特徴から整理し、それらの特徴から想定される課題を検討した。その結果は、下の図のとおりであった。



第5章 ケーススタディ

M&A によって他社の事業等を獲得した経験を有する中小企業 6 社のケースを考察し、以下の結果を得た。

1. M&A の経緯・きっかけについて

- ①はじめての M&A は、主体的ではなく関係先などからの要請による場合が多い
- ②関係先等から持ち込まれるのは事業継続が困難となった企業の案件が多い
- ③中小企業が M&A に取組む際には企業の評判が鍵となっている可能性がある
- ④買い手にも M&A に抵抗感はあるが、救済することの社会的意義を感じる場合もある

2. M&A 評価額算定等の手続きについて

- ①M&A の手法では事業譲渡が多い
- ②顔なじみの弁護士や税理士、公認会計士に依頼することが多い
- ③評価額は、資産の簿価や時価をベースに両者の交渉により妥当な金額を決めている

3. M&A の効果について

- ①M&A を自主的に取組むケースは少ないが、結果として経営向上を実現していた
- ②M&A は想定外の効果をもたらすこともある
- ③経営難にある事業でも、経営者が変わることで黒字化する場合がある

4. M&A の課題について

- ①相手側の正確な情報が得られないため信頼性の確保が難しい

- ②客観的な評価ができないため双方が納得できる評価額の算定が難しい
- ③資金不足が M&A 実施の障害になる場合がある
- ④売り手側の人材の管理や活用が難しい

5. M&A の今後の意向について

- ①M&A を経験したことでメリットへの理解や M&A に対する抵抗感の解消がみられた
- ②今後、積極的に M&A に取組む意向は少ないが、相談には前向きである

第6章 まとめ

ケーススタディから得られたインプリケーション及び、買い手としての中小企業による M&A 普及にむけた今後の課題はつぎのとおりであった。

1. ケーススタディのインプリケーション

- (1) M&A は馴染みの手法と言えないが、良縁との出会いがきっかけとなり得る
- (2) M&A は経営向上に貢献するだけでなく地域社会への貢献を果たすこともある
- (3) M&A の経験は次の新たな M&A の実行可能性を高める可能性がある
- (4) 情報の非対称性が高い中小企業では、信頼のおける仲介者の存在が重要となる
- (5) M&A には問題が多く創意工夫が必要となるが、専門支援機関等に頼る道もある

2. 買い手としての M&A 普及にむけた課題

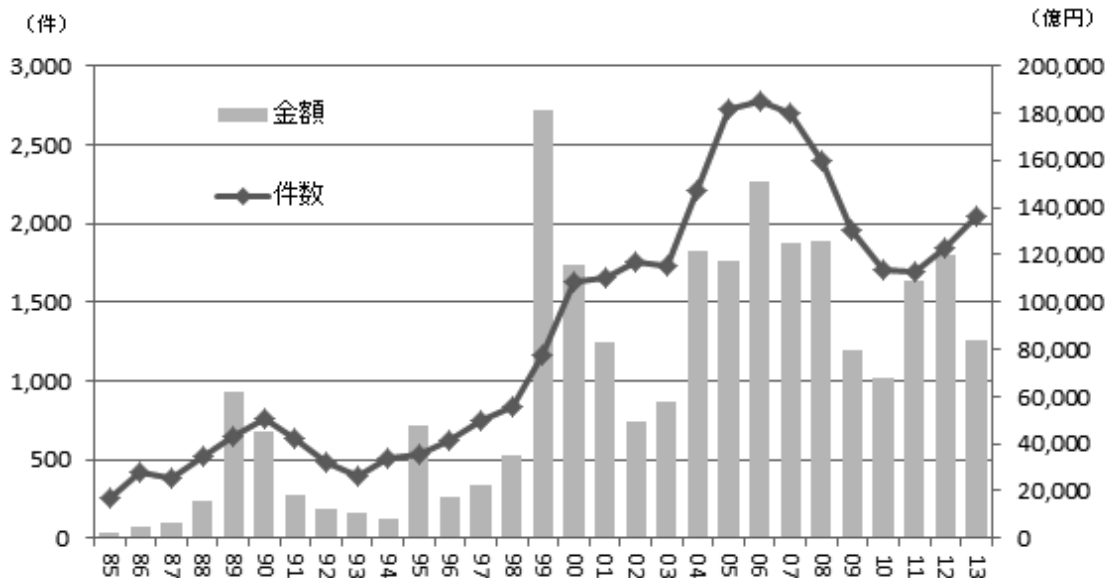
- (1) 買い手候補となる中小企業に M&A 機会の提供
- (2) M&A 経験企業の把握とネットワークの構築
- (3) 官民による信頼のおける仲介者の確保
- (4) M&A に関する一貫した資金の支援
- (5) M&A 実施後の事業推進への支援

以上のように本調査では、中小企業が競争力強化を目的に買い手として実施する M&A に着目して、その実態を明らかにしてきた。これまで中小企業の M&A については、事業承継問題の解決策として売り手側に力点を置いたものが主流で、買い手について言及されたものは多くはない。今回は、インタビュー調査によって、定性的にその実態をみてきた。その結果、中小企業が買い手として取組む M&A の経緯や課題などを把握することができた。とくに M&A が中小企業の競争力強化に貢献していることや、M&A を経験する企業では、知識不足や抵抗感などの問題が軽減され、つぎの M&A の実行可能性が高まることがわかったことは本調査における重要な成果である。こうした成果は、買い手としての中小企業支援にとどまらず、事業承継問題を抱える売り手側の中小企業を支援する際にも役立つものと思われる。

1. 国内における M&A の現状

近年、国内において企業の合併や買収などの M&A は経営手法として定着してきた感がある。国内の M&A について公式な統計データは存在せず、正確な実態はつかめないが、株式会社レコフ¹の資料によると、1985 年頃は年間 500 件に満たない水準であったが、その後急速に普及し、一時減少もみられたが 13 年には 2,000 件を超えており、取引金額も大幅に増加している（図表 1－1）。集計に漏れがあることを考慮すると実態はさらに多いと思われる。日本政策投資銀行（2006）は、国内における M&A 増加のマクロ的要因として、①企業の収益性の悪化、②税制改革を含めた M&A の利便性を高める規制緩和等の制度改革、③株持ち合い解消の 3 点を挙げている。M&A は他社が有する人材や施設、さらにブランド力や販路など事業に必要な資源を早期かつ包括的に獲得することができる。グローバル市場などへの対応として事業のスピード化のため、オープン・イノベーションなどに取組む企業において M&A は有効な手段となっている。またバブル期に膨らみすぎた企業グループ内の再編成などにも M&A は活用されている。このように企業戦略において有効な手段である M&A は、規制緩和など関連法の整備²が進んだことも追い風となり、国内の取組みは増加している。

図表 1－1 M&A の件数と金額の推移



出典：株式会社レコフ『MARR データ』。

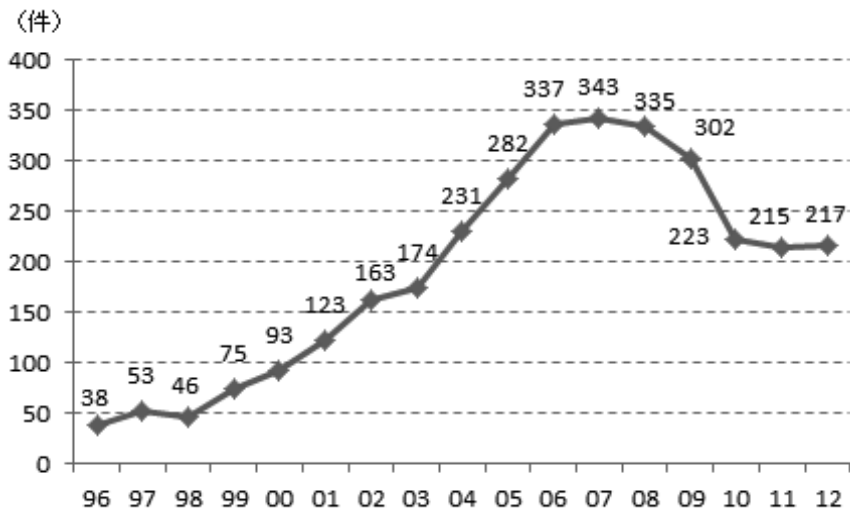
¹ M&A の仲介を事業とする株式会社レコフでは、1985 年から新聞情報などから独自に M&A の件数や金額を集計している。

² 主なものとして 1997 年の独占禁止法改正による持分会社の設立・転化の解禁や商法改正による合併手続きの簡素化、さらに商法改正による 99 年の株式交換・移転制度の創設、01 年の会社分社制度の創設、会社法改正による 06 年の組織再編の条件緩和、07 年の対価の柔軟化などがある。

2. 中小企業における M&A の現状

このように M&A は日本企業において重要な経営手法として定着しつつある。しかしながら M&A の主体となっているのは上場企業であり、未上場企業、とくに中小企業には必ずしも普及していないように思える。レコフ資料によると、未上場企業の M&A 件数は上場企業と同様に増加傾向にある（図表 1－2）。このなかには中小企業も含まれるため、中小企業にも M&A は広がりつつあるとの見方もできる。しかし中小企業の総数を考慮するとその数は極めて少ないといわざるを得ない。近年の上場企業の M&A 件数は図表 1－1 のおよそ 2,000 件から未上場企業の 200 件をのぞき 1,800 程度となるが、国内の上場企業数がおよそ 3,557 社³であることから、2社に1社が毎年 M&A を実施していることになる。これに対し中小企業の総数はおよそ 385 万社⁴であるが、未上場企業の M&A として捕捉されている件数はおよそ 300 件と極めて少数である。たしかに中小企業では、上場企業のように情報公開の必要がないため M&A を確認することが困難であり、実数はさらに多いと考えられるが、中小企業において上場企業と同程度に M&A が普及しているとは考え難い。

図表 1－2 未上場企業同士の M&A 件数の推移



出典：株式会社野村総合研究所（2013）。

原典：株式会社レコフ『MARR データ』。

3. 調査の問題意識

国内企業の 98% を占める中小企業は、わが国の経済の基盤を成し、とりわけ全国各地の地域産業を担う重要な存在である。今、国をあげて国際競争力向上や地域産業活性化が図られるなか、中小企業はその鍵を握る存在として認識されている。M&A が企業の競争力

³ 上場企業数は、東洋経済新報社（2015）の掲載企業数を用いた。

⁴ 中小企業数は、中小企業庁（2014）の付属統計資料 1 表を参照した。

強化に有効な手段であるとすれば、中小企業においても必要に応じ M&A を実行することは望ましい。しかし本来 M&A は、企業規模に関係なく採用できる手法であるにもかかわらず、中小企業では大企業ほど普及していない。とすれば、それは M&A の採用や実行において中小企業特有の課題が存在するためとの仮説が考えられる。そのためこの中小企業特有の課題を把握し、その解消に努めることが必要となる。

本調査では、以上の問題意識に基づき、中小企業による M&A、とくに買い手として取組む M&A の現状や課題について明らかにしていく。

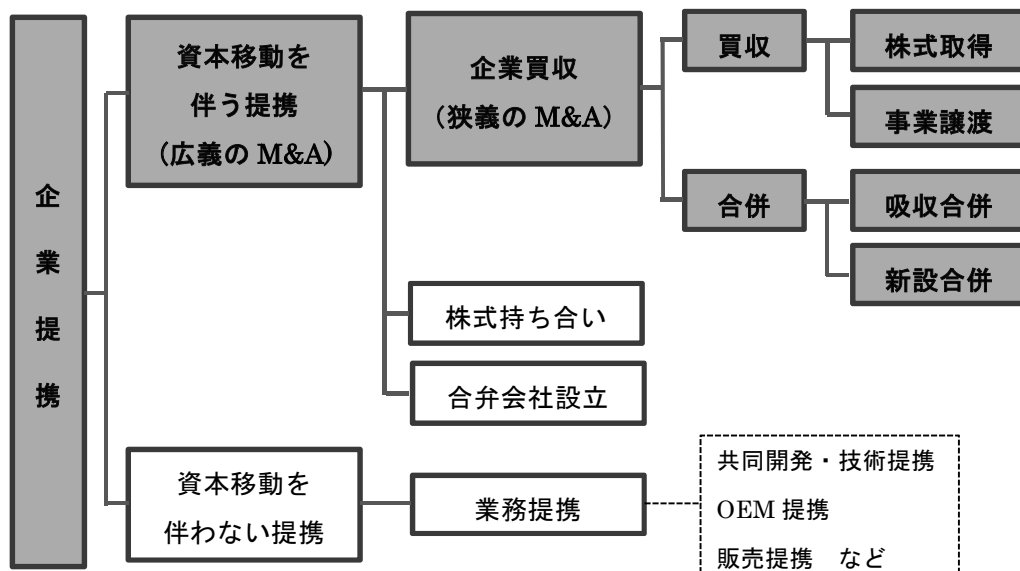
4. 報告書の構成

本書は6章からなる。まず第1章では、わが国の M&A は上場企業を中心に増加しているものの、中小企業ではその限りではないことを概観した。そのうえで、今後、中小企業においても競争力強化を目的とした M&A の普及が必要であるが、そのためには M&A において中小企業が直面する課題の把握が必要であるとの本調査の問題意識を示した。第2章では、多面的な側面を持つ M&A について、手法や目的などについて幅広く解説していく。そのうえで本調査の対象である中小企業の視点から、調査における対象領域を示すとともに、調査の意義についても述べていく。第3章では、中小企業の M&A に関するわが国の支援の現状をみたうえで、今後の支援の方向性について検討する。第4章では、後のインタビュー調査における調査項目を整理するため、M&A に関する中小企業の特徴を大企業との比較に基づき整理し、さらにそれらの特性から想定される中小企業特有の課題を検討していく。第5章では、前章で整理した課題を調査項目に反映して実施した M&A 経験を有する中小企業へのインタビュー調査の結果からケーススタディを行い、中小企業における M&A の実態を明らかにしていく。第6章では、本調査のまとめとして、ケーススタディから得られたインプリケーションを示し、さらに中小企業による競争戦略を目的とした M&A を促進するための課題についてまとめていく。

1. M&Aの手法

近年、M&Aという用語は一般的にも広く使われるようになったが、その用いられ方は統一されていない。M&Aを言葉通りに捉えると「2つ以上の企業が1つになる合併(Merger)と企業が他の企業や事業を買い取る買収(Acquisition)の略称」となる。このようにM&Aは企業同士の合併や株式取得、事業譲渡などの買収により他社もしくはその営業権を取得する行為をさす。しかし一般的にM&Aは企業間で共同に事業を行う企業提携の1つとして広く捉えられることもある。図表2-1は、企業提携を含めたM&Aの手法を一覧化したものである。このようM&Aは幅広い概念であるが、本調査が対象とするのは買収と合併による狭義のM&Aとする。調査対象が中小企業であることから、具体的な手法としては未公開株式の取得および事業譲渡による買収が議論の中心になると考えられるためである⁵。また中小企業のM&A支援に豊富な実績を有する弁護士によると、中小企業では株式取得を採用するケースが多いという。その理由として、事業譲渡では全ての取引先の了承が必要になるなど手間を要するが、株式取得ではその必要はなく、手続きが比較的簡便なためである。さらに株式取得では、売り手の負債も引き継ぐことになるが、そのため評価額が少なくなり、買収の資金負担が軽減される場合もある。但し、簿外債務なども引継ぐことになるため、その内容を十分に把握できない場合は、リスク回避のため事業譲渡が採用されることが多い。

図表2-1 企業提携の手法



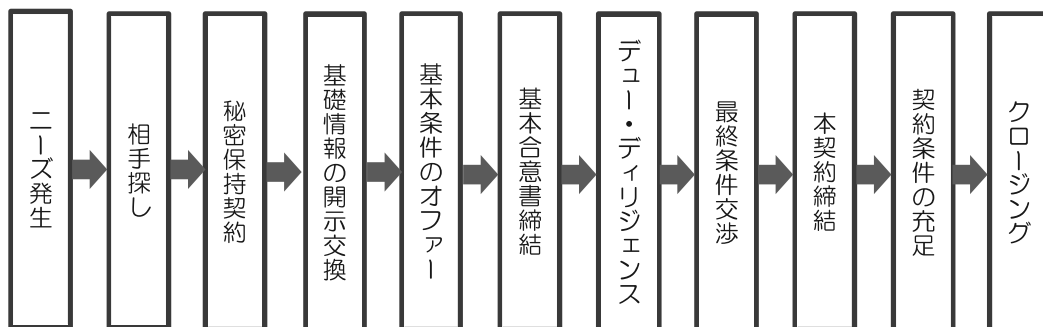
出典：日本M&AセンターWebサイトをもとに作成。

⁵ 商工総合研究所（2014）では、各種の支援機関の実績を集計し、中小企業のM&Aでは株式譲渡と事業譲渡が主流を占めることを示している。

2. M&Aのプロセス

つづいて後の議論のため、M&A を実行するための一般的なプロセスを確認しておく（図表2-2）。まず買い手企業（以下、買い手）もしくは売り手企業（以下、売り手）においてM&Aを行いたいとするニーズが発生し、相手を探す作業が必要となる。この時点で、仲介機能を持つ専門機関等を活用する場合は、別途契約が必要となる。また自社にニーズがない場合でも、相手から話をもちかけられM&Aに着手する場合もある。候補となる企業が見つかり、買い手はM&Aの実施について本格的に検討するために売り手から詳細な企業情報を入手する。この情報には社外には知られたくない機密事項も含まれるため、売り手は事前に情報の取り扱いについての秘密保持契約を結ぶ必要がある。買い手は、入手した情報をもとにM&A推進を判断した後、売り手に対して自社が希望する買収対象や価格、スケジュールなど基本条件を提示する。売り手は、この基本条件や自社の条件などから売却先としての適性を判断する。売り手が条件に合意した場合、基本合意書が締結され本格的なM&Aの手続きに入っていく。まずは先に開示された情報では十分に把握できなかった詳細な企業情報を確認するデュー・ディリジェンスが実施される。この手続きでは売り手に関する事業の実態や財務的な現状、事業の将来予測、さらに法的な権利関係の実態などを確認することになるが、法律や会計等の専門知識が必要な場合となるため弁護士や公認会計士などの専門家を活用することが多い。売り手の実態を精緻に把握し、先に開示された基本情報を否定する内容や重大な問題が発見されない場合は、最終条件について両者で交渉後、本契約が締結されクロージング、つまり契約に基づく取引が実行に移される。

図表2-2 M&Aのプロセス



出典：鈴木（2012）をもとに作成。

このようにM&Aの手続きには法律や会計、税務、不動産鑑定などの専門知識が求められる。また契約に基づき進められるため、契約内容が自社にどのような結果をもたらすかを事前に想定するだけの知識やノウハウも必要となる。これはM&Aを経験したことがない中小企業にとっては極めて大きなハードルとなると考えられる。仮に中小企業がM&Aに関心を持ったとしても、これらのプロセスを目の当たりにして二の足を踏み、断念する

こともあるであろう。そのため中小企業に M&A を薦める専門書や各種ガイドライン等では、専門知識に加え M&A の実績やノウハウを有する M&A 専門支援機関等の活用を勧めている。ただしこれらには専門支援機関等の広報活動の意味もある。とはいえ M&A のプロセスを見る限りにおいては、中小企業が M&A に取組む際には M&A 専門でなくとも弁護士や税理士などの専門家への相談が必要であることは容易に想像がつく。

3. M&A の目的

企業が M&A を行う目的は多様であるが、ここでは買い手と売り手に分けてそれぞれで考えられる主な目的をみていきたい。

まず買い手の目的として、鈴木（2012）は①新規事業の開拓、②シナジー効果の追求、③スケールメリットの追求、④地域戦略、⑤業界再編成、⑥優秀な人材の確保を挙げている。また日本政策投資銀行（2006）は①合理化、規模の拡大や範囲の経済などのシナジー効果と②敵対的買収などからの防衛を M&A の目的としてあげている。このように買い手の目的としては、新規事業の開拓や規模の経済、範囲の経済などによる企業の競争力強化が第一にあげられる。M&A は、通常の設定投資や人材獲得と異なり、特定事業のために有機的に結びついた有形・無形の経営資源を包括的に入手できる手法である。たとえば製造業では、特定の製品を生産するためのノウハウを持つ人材や固有の設備、製品知識を持った営業人材、さらには販売先や調達先、ブランドなどを一括して獲得することも可能である。同様に、小売やサービス用においても、ノウハウを持つ営業人材や店舗設備、顧客、ブランドなどを同時に入手できる。そのため新分野や新市場への進出においても、自社で全ての資源を準備する場合に比べ、早期に事業を立ち上げることが可能となる。

競争力強化以外の目的としては、防衛や業界再編の目的がある。防衛は、TOB（株式公開買付け）⁶による敵対的買収などへの対抗手段であり、その手法としては、株式持合いや友好的な第三者に自社株を買収してもらうホワイトナイトなどがある。しかしこうした防衛目的は、株式が流通している上場企業において求められるものであり、中小企業の目的とは考えにくい。また業界再編では銀行の合併などが盛んにみられたように、時代に応じた組織編成のために M&A が実施されている。こうした再編は業界においてイニシアティブを有する主体が中心となることが多く、中小企業が主体となり実行することは考えにくい。

一方、売り手側の目的としては、鈴木（2012）は①不採算事業の売却などの資源の集中、②事業承継対策および創業者利潤の確保、③経営不振に陥った会社の再生をあげている。日本ではバブル期の過剰投資などによって膨れ上がった事業をその後の長期にわたる景気後退期において売却、統合することで、重点分野に資源を集中させる M&A が多くみられた。しかしこうした M&A は、大企業や中堅企業でこそみられるが、資本金の乏しい中小

⁶ 買収対象の株式等の買い付けについて、不特定多数の株主に対して価格や期間を公示し、株式市場の外で買い集めること。

企業では必ずしも多くはない。一方、近年、M&A による事業承継は、近年、中小企業の深刻化する後継者問題の解決手段として注目されている⁷。また創業者利潤の確保は一般的な中小企業においてもあてはまるが、ベンチャー企業における IPO（株式の新規公開）に代わる投資回収（EXIT）としても有効な手段といえよう⁸。最後に会社再生について、重要な取引先が経営不振に陥った場合、事業を維持するために M&A が実行されるケースなどが考えられ、中小企業がその対象をなりうるケースである。

このように M&A には多様な目的があるが、中小企業に該当するものは限定的である。

4. M&A の企業業績への効用

本稿では冒頭から M&A が企業の競争力強化の手段であるとして議論を進めてきたが、ここでは M&A が企業業績にもたらす効用について先行文献を参考に改めて確認していく。

まず、Barney（2002）は、「M&A は経営多角化を追求する企業にとって有力な戦略オプションである」とその有効性を認めつつも「実証研究からは、M&A は経済価値を創造するが、その多くは売り手側が獲得し、買い手には標準的な利益しかもたらさない」と結論付けている。これは M&A 市場は、複数の買い手が売り手をめぐり競争する環境にあり、その結果、売買価格にプレミアムが付与されるためと考えられている。にも関わらず買い手が M&A を選択する理由として、「市場における競合と自社のバランス維持したいため」、「キャッシュフローが十分えられているため標準的利益で構わないため」、「売り手よりも優れた事業ができるとした経営者の傲慢」、「標準以上の利益が得られる潜在可能性」をあげている。

つぎに平成 19 年版の経済財政白書は、多数の先行研究の結果から、「海外事例を含めた M&A の効果に関する結論は常に一致しているわけでない」と結論付けている。買い手と売り手による効果の二面性や M&A の形態などによっても効果が異なるためである。たとえば、買い手よりも売り手の企業価値にプラスの効果が表れるケースでは、買い手側から売り手側の株主に期待シナジー効果に基づいた買収プレミアムの移転が生じている可能性がある」と指摘した。また M&A が従業員や取引先との間の富の再分配にとどまり、M&A に伴い雇用削減や取引停止などが行われた場合は、コストダウンによって短期的に収益は上昇するが、企業価値の上昇には至らない。さらに白書では日本の上場企業について、M&A 後の企業業績を分析している。その結果、実施 3 年後も売上高拡大は顕著には表れていないこと、ROA（総資産利益率）上昇に寄与する要因はコスト削減などの可能性があること、工場の統合・閉鎖などの資産売却により資本回転率が上がっていることなどの可能性を示している⁹。ただ分析においては、M&A 以外の業績変化要因を完全に排除できないこと、

⁷ 中小企業庁(2014)では、中小企業経営者の年齢層は 60-64 歳がもっとも高く、70 歳以上の年齢層が過去からもっとも高くなっているなかで、事業承継については対応が不十分であることが指摘されている。

⁸ 経済産業省（2014）では、日本産業の新たな旗手として期待されるベンチャー企業を創造がされ、成長する好循環を生み出すため、出口戦略として M&A の促進について提言している。

⁹ 1997 年から 2002 年に M&A を実施した上場企業（買い手延べ 1,572 社、売り手延べ 387 社）につい

関係会社の整理・統合などの業績向上を直接目的としない M&A が含まれていることが影響している可能性を指摘している。

つづいて経済産業研究所（2008）は、合併の効果をj得るには、企業間で異なる組織文化や経営方式、考え方などの調整や新体制に適した仕組みの導入といった統合プロセスを経ることが必要であるとした。そのため合併効果を分析するにあたり、統合プロセスに必要な一定の時間やコストを調整・取引コストとして考慮した。そして分析の結果、合併直後は、各種の調整・取引コストが発生するため企業業績は一時的に低下するが、それが解消された後は改善することを明らかにした。また調整・取引コストは、製造業よりも非製造業の方が、合併企業間で関係のない場合よりのある場合の方が相対的に低くなり、コストが低いほど効果が表れるまでの時間が短くなることを示した。

このように既存の研究成果をみる限り、M&A が買い手の経営向上に貢献するとは一概には言い難い。これは1つには M&A の目的が、自己防衛や組織再編など直接に業績向上を狙ったものでないケースが含まれることが要因と考えられる。また2つ目の要因としては、Barney などが指摘する売り手への価値の移転である。しかしこれらは主に上場企業において想定される要因であり、本調査の対象とする中小企業では考えにくい。そのほかの理由としては、経済財政白書が指摘するように、分析において M&A 以外の業績変化要因を排除できないことが考えられる。M&A 後の統合プロセスの議論もあったが、そもそも M&A は競争力強化を目的としている場合においても、収益獲得の直接的な活動ではなく、そのための投資活動である。そのため M&A 実行後の業績は、その後の事業運営が大きく反映されると考えることが妥当であろう。つまり M&A は、企業の競争力強化に直結するのではなくその手段であり、実施後に獲得した資源を機能させることで企業ははじめてその効果を得ることができる。こうした視点は、上場企業だけでなく中小企業の M&A においても重要である。

5. 調査の対象領域と意義

ここまで多様な側面を持つ M&A の手段や目的などについてみてきたが、本調査の対象となる中小企業の視点から改めて整理しつつ、本調査を行う意義について述べていく。

さきに示したとおり本調査の目的は、国内における中小企業の M&A、とりわけ競争力強化を目的とした M&A を促進するため、その実態を把握することにある。そのため主な調査対象は、競争力強化を目的に買い手として M&A に取組む中小企業となる（図表2-3）。もちろん、事業承継問題の解決策やベンチャー企業における IPO に代わる EXIT の手段としての M&A も重要である。とくに深刻化が進む事業承継問題の解決は極めて重要な問題である。本調査はこうした売り手としての中小企業の M&A を軽視するものではない。これまで中小企業の M&A に関する調査等は、事業承継を中心に売り手の視点に立っ

て、M&A 実施1年前から実施3年後の企業業績の変化を分析。

たものが多い。しかし M&A は買い手と売り手の両方の問題であることを考えると中小企業を買い手と捉えてその実態を解明し、促進を図ることは、翻って事業承継問題に解決にも繋がると考えられる。

また調査では、インタビュー調査により M&A に取り組む中小企業の実態を把握していく。近年は、中小企業の M&A を支援する公的機関や専門事業者が増えており、こうした支援者から多数の M&A 事例や課題などが報告されている。しかしながら中小企業では M&A 実施において支援者を介さずに実行しているケースも十分に考えられ、こうした中小企業の実態はほとんど把握できていない。そこで本調査では、これまで実態が明らかにされてこなかった中小企業の M&A に焦点をあて、その実態の把握を試みたい。

図表 2-3 企業概要別の M&A 目的のイメージ

	【買い手】	【売り手】
【中小企業】	競争力強化	事業承継
【ベンチャー企業】	競争力強化	投資回収 (EXIT)
【中堅・大手企業】	自己防衛 事業再編	資源の集中

1. 我が国の中小企業の M&A に対する支援の状況

わが国では中小企業の M&A 促進を目的とした公的機関や民間事業者による支援がすで
に実施されている。そうした支援のうち、とくに公的機関が実施するものは後継者問題を
抱える中小企業の事業承継を目的としたものが多い。

また M&A では、マッチングにおいて可能な限り多くの企業情報が必要であり、また具
体的な支援においては法律、税務、会計、その他の専門ノウハウなど多様な専門知識が求
められる。そのため支援においては、官民の各種支援機関や専門家が連携をとりつつ実施
することが多い。

以下では、主な公的機関と民間事業者の支援についてその概要を紹介していく。

2. 主な支援の概要

(1) 公的機関による支援

まず公的機関としては、大阪商工会議所が運営する「匿名方式による非公開企業の M&A
市場」がある。この市場は、1997 年にはじまった公的機関としては全国で初となる企業名
匿名方式による M&A のマッチング市場である。現在は他の地域の商工会議所等でも同様
の事業が実施されているが、当市場は現在までに全国最多の 34 件の実績を誇っている¹⁰。
さらに大阪商工会議所では、M&A 促進に向けて、実施に悩む中小企業向けの相談窓口の
設置や「中堅・中小企業のための M&A ハンドブック」の発刊、Web サイト等による関連
情報の発信なども実施するほか、民間の仲介事業者や金融機関などの外部機関と連携する
ことで支援の実効性を高めている。また支援にあたっては売り手、買い手の両方を対象に
客観的・中立的な観点から支援することを謳っている。こうした観点に立った支援は公的
機関が運営するメリットであると考えられる。さらに大阪商工会議所では、2011 年より小
規模な M&A を対象としたスモール M&A 市場を創設し、後継者問題がより深刻な小規模
企業向けに簡便で安価な M&A の支援サービスを展開している。

また国は、後継者問題に悩む中小企業のために「事業引継ぎ相談窓口」を全国 47 都道
府県に設置し、事業引継ぎの課題への対応や課題解決のための支援施策や支援機関の紹介、
情報提供等を行っている。そのうえでとくに事業引継ぎ支援の需要が多い全国 13 箇所に
「事業引継ぎ支援センター」を設置し、事業引継ぎの専門家による企業間の仲介や契約成
立に向けた支援等を行っている。これらの支援は、事業承継に関するものであるが、この
なかでは第三者への売却も含まれている。

このほか買収資金の調達を支援するため日本政策金融公庫による低利融資制度や中小
企業基盤整備機構による「がんばれ！中小企業ファンド（事業継続ファンド）」による出資

¹⁰ 大阪商工会議所 Web サイトによる調査時点の実績。

事業が用意されている。

(2) 民間事業者による支援

中小企業の M&A を支援する民間事業者としては、弁護士、税理士、公認会計士等の専門家が考えられる。とくに顧問の立場にあるなど日ごろから付き合いのある場合は、経営者としても気軽に相談しやすい存在であると考えられる。しかし各分野専門家といえども M&A を必ずしも経験しているわけではない。そのため M&A に特化した知識やノウハウを有する弁護士や公認会計士などの専門家に改めて依頼することもある。

つぎに身近な存在という意味では取引のある金融機関も同様である。とくに買い手で資金調達が必要な場合はなおさらであろう。しかし金融機関のなかには融資事業とは切り離し、M&A の仲介事業に特化したサービスを提供しているケースもある。たとえば関西アーバン銀行では M&A 専門の人材を配置し、M&A の仲介サービスを行っている。担当者の話では、売却案件の場合、企業は融資審査への影響を懸念し、取引先金融機関には相談しにくいという。また相談窓口を設置し、大企業から中堅・中小企業まで幅広く対応しているが、近年は後継者問題の顕在化により売却を検討する企業からの相談が増えているとのことである。具体的なサービスとしては、まず相談段階では、売り手に対する売却メリットの相談や企業評価、譲渡方法の検討・提案など、また買い手への買収会社の選定などである。つぎに対象がみつかり、売り手と買い手との条件についての交渉業務を支援し、さらに契約段階では、デュー・ディリジェンスの手配や、基本合意書および契約書の作成アドバイスを行う。

このほか M&A の仲介事業を専門とする民間事業者として、株式会社レコフや株式会社日本 M&A センターなどがある。こうした専門事業者では、近年の国内における M&A 件数が増加していることからわかるように事業規模を拡大している事業者が多い。

3. 今後の支援の方向性

このようにわが国では、中小企業に対する M&A 普及に向けた支援が官民で行われている。しかしながら冒頭で述べたとおり、中小企業への普及は大企業ほど進んでいない。そのため今後はこうした支援をさらに強化することが必要であろう。また公的機関では事業承継問題に焦点をあてた支援を重視している節がある。この問題は、今後さらに深刻さを増していくことが予想されていることから、支援を維持強化していくことに異論はない。しかし M&A が買い手と売り手の両方の問題であることを考えると、買い手への普及促進は翻って、事業承継問題の解決策として M&A を促進することにもつながると考えられる。本調査の問題意識である競争力強化を目的とした中小企業の M&A の促進を目指すためにも、買い手としての中小企業に焦点をあてた支援も重要と考えられる。

1. 中小企業におけるM&Aの特性

すでに問題意識において、M&Aにおける中小企業特有の課題の存在があるとの仮説を示した。こうした課題は大企業との比較による中小企業の特性に起因するものと考えられる。そこでまずM&Aに関する中小企業の特性をみていく。

M&Aでは、株式の売買が伴うことが多いため、株式市場に上場する企業と未上場企業とでは状況が大きく異なる。たとえばM&Aの目的として敵対的買収への防衛があったが、これは上場企業における目的とみなせる。中小企業は、いわゆるベンチャー企業などの一部の例外を除いては、その資本規模からして未上場企業が圧倒的多数と考えられる。この『未上場企業』であることは、M&Aにおける中小企業の1つの特性と考えられる。

このように未上場企業である中小企業には、上場企業のように企業情報の公開や監査が義務付けられていない。そのため中小企業では財務資料など詳細かつ正確な企業情報を整理し、公開している企業は数少ない。また一般的に中小企業では、税務会計を重視する傾向があることも企業実態把握を困難とさせている¹¹。この結果、取引相手は中小企業の経営実態などを正確に把握することができないという情報の非対称性¹²が高くなる傾向がある。これはM&Aにおいても同様であり、取引相手は限られた情報のなかで企業を探し、評価せざるをえない。この『情報の非対称性が高い』ことは中小企業の特性の1つである。

つぎに中小企業の特性としては、経営者層が過半数の株式を所有するいわゆる所有と経営が一致した企業が多い¹³ことがあげられる。こうした企業では経営者と企業が一体として捉えられる傾向があり、企業を売買するM&Aに何らかの影響を及ぼすものと考えられる。そのため『所有と経営が一致』していることは特性の1つと考えられる。

つづいて企業の経営課題に着目すると、中小企業では人材や資金などの経営資源不足の課題が中小企業白書等においてたびたび取り上げられてきた。M&Aでは、第2章でみたM&Aのプロセスのとおり、実施において様々な専門知識やノウハウが必要であり、また買収等のための資金も必要となる。このため『経営資源が不足』していることは、中小企業のM&Aの特性といえよう。

さらに特性として個人保証が考えられる。上場企業に比べ財務基盤の不安定な中小企業では銀行等から融資を受ける際に、企業の債務を経営者個人が連帯保証する個人保証が商慣習的に行われてきた。M&Aでは、債務も負の資産として引継ぎ対象となることがある。しかし、債務が引継がれたとしても、個人保証は企業ではなく売り手企業経営者が個人で負うものであり、自動的に引継がれることはない。この個人保証をどのように扱うかは、

¹¹ 税務会計では税負担の軽減を目的とする傾向があり、財務会計の結果に比べ利益額が過小に評価されることがある。

¹² 契約関係にある主体間で、一方の主体がもう一方の主体よりも多く情報を持っている状態をいう。

¹³ 統計資料はないが、中小企業庁（2006）コラム3-2-1では、中小企業においては会社の所有と経営が分離しておらず、経営者に株式の過半が集中しているケースが多いことを指摘している。

売り手、買い手、金融機関の三者で調整が必要となる。こうした『個人保証』は、とくに売り手の M&A に影響すると考えられる¹⁴。

このほか岡田（2008）は、中小企業は売却を意図していることが取引先や金融機関に伝わることで、今の取引に悪い影響がでることを恐れていることや、経営者自身は企業の売却を身売りや責任放棄などの悪い印象として捉える傾向があると指摘する。そのため中小企業経営者は、M&A に取組む際には、企業名などを明かさず進めることを望むことが多い。同様の意見は、関西アーバン銀行の担当者からも聞くことができた。こうした M&A 推進における『匿名性の確保』は中小企業の 1 つの特性である。

また岡田（2008）は、中小企業では売買価格は必ずしも最優先事項ではないことも指摘している。確かに価格は重要であるが、所有と経営の一致する中小企業では価格以上にこれまで自ら育ててきた企業の存続や従業員の維持を優先する傾向があり、そのために価格引下げに応じるケースもあるという。こうした M&A における『条件の多様性』は、既存の株主利益に直結する売買価格が最優先事項となる上場企業とは異なる特性である。

図表 4-1 M&A における中小企業の特性

- ①未上場企業
- ②情報の非対称性が高い
- ③所有と経営が一致
- ④経営資源不足
- ⑤個人保証
- ⑥匿名性の確保
- ⑦条件の多様性

2. 中小企業の M&A において想定される課題

前節でみてきた特性から M&A において中小企業が直面する特有の課題を想定することができる。本調査では、主な課題として以下の 7 項目を取り上げる。

（1）信頼性の欠如

大多数が未上場企業である中小企業では情報の非対称性が高いという特性があった。これは中小企業を相手に M&A を進める際に、評価をするための十分な情報が得られないことを意味する。買い手は購入先として相応しいかを評価するためや、将来のリスクとなる簿外債務などを正確に把握したい。売り手においても所有と経営の一致する中小企業では、売却条件として、事業の継続や従業員の維持を重視しているため、その約束が守られるか事前に評価しておきたい。しかしこうした情報を入手できないため M&A において相手方

¹⁴ 中小企業庁（2013）では、第三者に事業承継する際の課題として個人保証をあげる企業がもっとも多いとしている。

と信頼関係を構築することが難しくなる。そのため中小企業ではいかにして信頼性を補完するかが重要な課題となる。

(2) 評価額等の条件確定

上場企業であれば、株式市場の株価などに客観データに基づく企業評価が可能であるが、未上場企業である中小企業ではこうしたデータはない。そのため客観的な売買価格の算定が難しくなる。一般的な評価手法としては、将来予測される収益から現在の価値を算出する収益還元法、株価などの市場価格に基づいて算出する市場評価法、資産等の時価に基づく時価評価法がある。このうち収益還元法は、将来に獲得する収益の予測が必要となるが、それには自社や市場に関する正確な情報が必要であり、大企業においても難しい評価方法である。ましてや税務会計が中心であるなど正確な利益情報が得にくい中小企業では信頼のおける予測は困難である。市場評価法は、未上場企業の場合は類似会社と比較する方法がとられることがあるが、多種多様であり企業の実態を正確に掴めない中小企業では類似企業を見つけることは困難である。また仮に見つけられたとしてもそれが中小企業であれば評価も難しい。最後に時価評価法は中小企業においても比較的採用しやすい。ただし企業の価値としては単純な時価合計値を上回る価値である営業権（のれん）があり、時価評価法においても必要に応じて算出されることがある。この営業権を評価する場合においても、中小企業の限られた情報のなかで算出せざるを得ない。

また所有と経営の一致する中小企業では、売買価格ではなく事業の維持や従業員の雇用維持が優先されることがある。このように多様な条件について買い手と売り手において十分に交渉し、M&A 後にも条件が満たされるように契約を交わすことが必要である。

(3) マッチング

未上場の中小企業は知名度も相対的に低く、情報発信力も低い傾向があり、買い手、売り手ともに自社のニーズに合った相手先を見つけることが難しい。また匿名性の確保を重視することでさらに情報発信力の低下が予測される。金融機関やマッチング市場の担当者は、相談件数としては売り手よりも買い手の方が多い傾向があることを指摘している。つまり市場では買い手が売り手を探すケースが多い。これについて中小企業診断士協会愛知県支部（2005）では、「買い手は M&A が企業や業績の拡大につながることを見抜いているが、売り手はあまり認めていないため積極的でない」としている。また藤井（2013）は、「売り手では、売れるものは直ぐに成約し、売れないものは早期に断念するが、買い手は数年掛けて探すことが多い」と指摘している。事業承継に問題を抱える企業が中小企業、とくに小規模企業に多いことを考えると、M&A の潜在的ニーズを持つ売り手はまだ多いと考えられる。いずれにしても、中小企業を対象とした M&A において、企業が自ら相手を探すことは相当難しい状況にあると思える。そのため仲介者が必要となるが、匿名性の確保を重視する中小企業では、自ら M&A の意思を公開し、相手を探すことは考えにくい。そのため、匿名性を保ったまま相手を探してくれる信頼のおける仲介者を見つけることが重要となる。

(4) M&A に対する抵抗感

中小企業では、企業を売却することを身売りや経営責任の放棄と捉える経営者が少なくない。この点について中小企業基盤整備機構(2008)のアンケート調査結果が参考になる。中小企業に対して事業承継における企業譲渡への心理的抵抗の有無を質問した結果、「抵抗がある(30.6%)」が「抵抗はない(27.7%)」を若干上回った。これと別に M&A 経験を有する中小企業へのアンケート結果では、「抵抗なし(42%)」よりも「抵抗があった(25%)」とする企業は少なかった。しかしこれらが M&A を実施した企業群であることを考えると、そもそも M&A に関心が高い可能性もあり、その企業の4分の1が抵抗感を持っていることは注目に値する。同様に野村総合研究所(2013)の調査では、事業承継についての M&A への抵抗感は「ある」が44.3%で、「ない」45.5%を下回っていた。いずれにしても中小企業経営者には、相当の割合で M&A に抵抗感を持っていることがわかる。所有と経営が一致する中小企業では、株式会社であっても、経営者は企業を社会の公器とは捉えず、自身の所有物と意識する傾向があると思われる。そのため企業内の事業や従業員への意識も強くなり、売却において「身売り」との意識が高くなる¹⁵と考えられる。そのため売却時の条件として、売買価格以上に事業の維持や雇用の継続を考える経営者が多くなるのであろう。またこの抵抗感は売り手の意識として顕著であるが、買い手においても、他の経営者が手塩をかけて育て上げた人材や事業を買うことに対し、社会通念上の倫理観として、マイナスの印象を持ったとしてもおかしくはないと思われる。

(5) 知識不足

M&A のプロセスでみたとおり、M&A の手続きでは秘密保持契約や基本合意書、本契約といった契約があり、その都度、財務評価や資産評価、権利関係の確認など将来のリスク回避を含めた各種の評価が必要となる。これらには法律や税務、会計、労務、不動産売買など幅広い分野の知識やノウハウが必要となる。大企業では専門の部署や人材を有することもあるが中小企業ではそれは考えにくい。そのため仮に M&A に関心を持ったとしてもこうした専門知識を有する人材が確保できないため、経営者自身がそうした知識を得るか、外部の人材に頼らざるを得ないことになる。

(6) 資金不足

中小企業の M&A においては、株式交換などの手法は考えにくく、株式や事業を現金で購入することが多くなるため、とくに買い手では買収のための資金を確保する必要がある。また M&A に関する専門知識を得るために、仲介者として専門支援機関や専門家を活用する場合もあるが、その際には仲介手数料が必要となる。仲介手数料は、売買の成約金額に対して一定の割合で算出されることが多く、割合は成約金額が低いほど高くなる傾向がある¹⁶。これは成約金額が低いからとって、仲介支援に伴う負担が大幅に減少はしないため

¹⁵ 中小企業基盤整備機構(2008)の調査結果では、M&A のイメージとして「身売りのイメージがある」で思うが僅差だが多数となっている。

¹⁶ 大阪商工会議所 Web サイトで、成約金額に対する成功報酬の算定割合が示されている。それによると

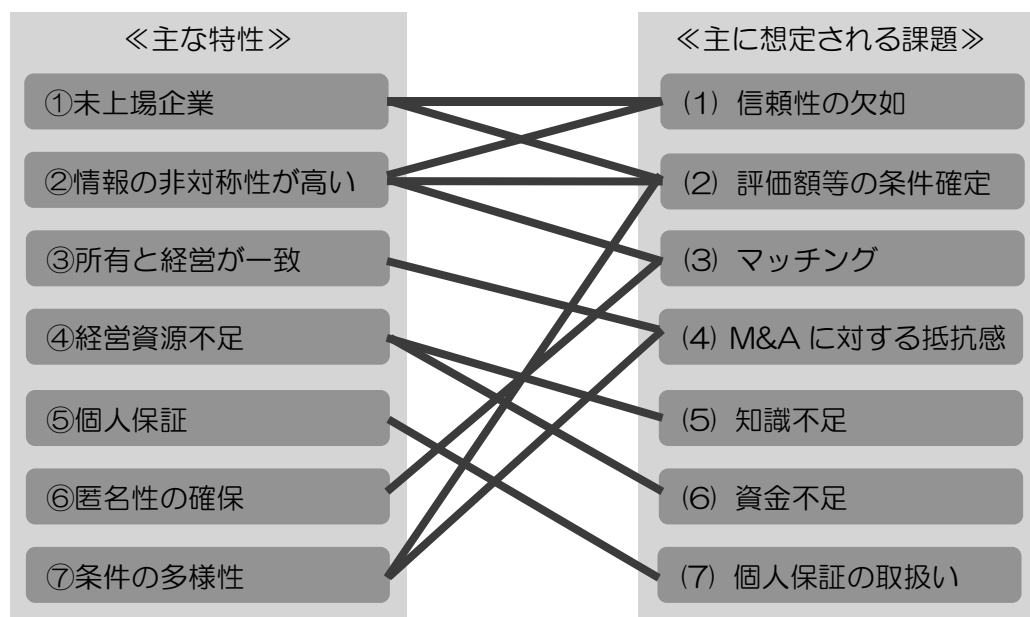
と考えられる。そのため中小企業の場合、仲介手数料の負担感大きくなると思われる。大阪商工会議所が小規模事業者のために創設したスモール M&A 市場はこうした課題も考慮したものと思われるが、M&A の実施における資金確保は、資金調達能力に限りがある中小企業の課題といえよう。

(7) 個人保証の取扱い

売り手側の経営者が金融機関に対して負う個人保証は、M&A の実施にブレーキを掛けている。さきにも示したとおり、事業承継における M&A 活用の課題として、この個人保証はもっとも重要な課題の 1 つにあげられていた。売り手としては、M&A 後も個人保証が残ることは、自身とは関係のない他社事業を保証することになるため、容易に売却することができなくなる。この点について M&A の支援経験を多数有する弁護士は、「個人保証は確かに売り手企業の経営者にとって重要な問題であるが、多くの場合は、金融機関と買い手側において新たな取り決めを行い、売り手側の保証は解消することもある」と指摘している。このように売り手側の個人保証をうまく解消できるか否かは M&A の推進にかかわる重要な課題といえる。ただしこの問題は、本調査の主たる対象である買い手ではなく、主に売り手に関する問題である。

以上が、中小企業の特徴から想定される中小企業特有の課題であるが、改めてこれらを整理したものが図表 4-2 である。次章では、実際に M&A を実施した中小企業へのインタビューを通して、これらの課題の有無や対応方法などについて確認していく。

図表 4-2 中小企業の M&A における特性と課題の関係図



10 億円超は 2%、5~10 億円が 4%、2~5 億円が 6%、2 億円以下は 8%となっている。

1. 分析のフレームワーク

前章で整理した中小企業における M&A に関する特性や課題に基づき、インタビュー調査における調査項目を検討する。調査項目は M&A 実施の流れに従い「経緯・きっかけ」、「価格評価等の具体的手続き」、「実施後の効果・課題・意向」の3項目に集約した（図表5-1）。まず「経緯・きっかけ」では、M&A に対する中小企業の関心や抵抗感やマッチングに至るまでの経緯について確認する。つぎに「価格評価等の具体的手続き」では、情報の非対称性に起因する売り手の信頼性の補完を明らかにする。また価格評価や条件設定などの実態を確認するとともに、買い手における M&A に関する知識ノウハウの保有状況や専門家活用の実態、資金調達などについても聞き取る。なお前節で課題として取り上げた個人保証については、主に売り手の問題であるため、独立した調査項目として取り扱わないことにした。最後に「実施後の効果・課題・意向」では、買い手が狙いとしていた目的の達成状況や想定外の効果を確認する。また前章の課題では取り上げなかったが、第2章第4節では、M&A による企業業績を獲得するには、実施後の経営の統合プロセスを含めた経営活動が重要であった。そこで M&A 実施後に直面する課題やその対応についても確認する。加えて一度 M&A を経験した経営者は、M&A に対する関心や抵抗感などの認識や知識などに変化が生じると考えられるため、今後の企業経営における M&A の実施意向についても聞き取ることにした。

図表5-1 主な調査項目一覧

《経緯・きっかけ》

- ・ M&A の認識（関心、抵抗感）
- ・ マッチングの経緯

《価格評価等の具体的手続き》

- ・ 売り手の信頼性の補完
- ・ 価格評価・条件設定
- ・ M&A の知識
- ・ 専門家活用
- ・ 資金調達

《実施後の効果・課題・意向》

- ・ 実施後の効果
- ・ 実施後の課題
- ・ 今後の M&A の意向

2. ケースの紹介

前節で示した調査項目について、M&A の経験がある中小企業にインタビュー調査を実施した。調査対象は、過去の別調査等においてインタビューを実施したことがある企業や企業の Web サイトから M&A の実績がある中小企業を抽出した。インタビューを実施した企業の一覧は下のとおりである。以下では、企業ごとのケースをみていく。

《インタビュー企業一覧》

	業種	従業者数	M&A の手法
Case 1 A 社	医療附带サービス業	100～150 人	事業譲渡
Case 2 B 社	金属素形材製品製造業	50～100 人	事業譲渡
Case 3 C 社	工業用プラスチック製品製造業	20～50 人	事業譲渡
Case 4 D 社	ソフトウェア業	100～150 人	事業譲渡、 吸収合併ほか
Case 5 E 社	金属用金型・同部分品製造業	20～50 人	事業譲渡ほか
Case 6 F 社	製造業	20～50 人	事業譲渡

Case1

事業と雇用の維持を目的にした結果、新たな収益事業を獲得 A 社（医療附带サービス業、100～150 人）

◎—— 経緯・きっかけ

Point：M&A 認識（関心、抵抗感）、マッチングの経緯

A 社と同種のサービス事業を近隣で営む財団法人（以下、財団）が、経営難に陥り、A 社に支援を要請してきた。両者は同業種であるが顧客層が異なるため、これまで競合することはなかった。財団は複数の外部有識者が経営する体制をとってきたが、現体制では経営悪化に対して迅速な対応が取れないこともあり、A 社に経営面の支援を求めてきた。

A 社は支援に向け財団と話を進めていたが、その後、財団では支払い遅延や給与未払いなどが発生するなど経営状況がさらに悪化してきた。さらに退職者が多数でたが、退職金が支払えず存続が危ぶまれるところまで追い込まれた。そこで両者間で事業と従業員雇用の継続を最優先に考え、支援ではなく A 社への事業譲受を検討することになった。

A 社では、これまで事業譲受など M&A を検討したことはなく、とくに知識もなかったが、同地域の同業種として事業と従業員の雇用継続という目的に意義を感じ事業を譲り受けることにした。

◎—— 価格評価等の具体的手続き

Point：売り手の信頼性の補完、価格評価・条件設定、M&A 知識、専門家活用、資金調達

当初、財団からは法人ごと引き取る合併案が出た。しかし財団は関係者が多く手続きが煩雑になることや負債額が多いことから、合併案は断り、事業譲渡を引き受けることにした。

財団については、長年、近隣の同業者であったため事業内容はある程度理解していたが、財団の詳細な実態については、可能な限り調べたが、正確には把握はできず困ったという。

M&A の主な条件は、従業員と関連設備一式、及び顧客の引継ぎであった。

手続き上の課題としては、双方が納得できる適正な評価額の算定がもっとも困難であった。譲渡価格では、とくに外部専門家などに依頼せず、設備や在庫などの主な資産の簿価を合算しておよそ 1,000 万円となった。財団から営業権（のれん）を考慮してほしいと提案があったが、A 社では、とくに収益向上に期待を持っていたわけではなかったため、計上しないことで了承を得た。

事業譲受の手続きなど全く理解していなかったが、財団の理事であった弁護士に、契約等の手続きの全てを無料で引き受けてもらえた。このほか A 社の顧問弁護士にも随時相談をしたが、改めて M&A の専門家などを活用することはなかった。結果として、3 人は財団に残りたいと希望が出たため 9 人と関連設備、顧客の譲渡を受けた。

◎—— 実施後の効果・課題・意向

Point：実施後の効果、実施後の課題、今後のM&Aの意向

購入時は、事業と従業員雇用の維持が主な目的で、事業上のメリットまで具体的に考えていなかったが、現状では事業の柱の1つとなっている。A社と財団は同地域の同業種であったが顧客層が異なっていた。財団の顧客層は、手間がかかるが収益性はとくに高いわけではなかったため、改めて新規参入をするほどの魅力はないと考えていた。しかし事業譲受のみで大きな投資もなく、従業員や設備、顧客などをまとめて入手できたため、容易に参入し比較的短期間で収益を上げることができた。また財団時代、当事業は赤字であったが、それは外部の有識者が理事に名を連ね実質的な経営者が不在の状態であったためと思われる。今回、A社に経営が移り管理が一新されたことで、業績を改善することができたのである。

M&Aにおいては互いに納得できる適正な評価額の算定が難しいことから、信頼の置ける仲介者に算定してもらうなど、何からの仕組みがほしいと感じた。

事業譲受後、従業員間の人間関係にも特に問題は起こっていない。財団の元従業員には、当初、肩身の狭い思いもあったかもしれないが、従来の仕事そのまま一事業部として運用し、さらに業績も上がってきたため、そうした気持ちも和らいでいると考えている。給与額は財団と同水準であるが、業績不振であった財団に比べ賞与はあがっているはずである。但し新規雇用扱いとしたため、財団時代の退職金は引継がれていない。

前回は事業支援の相談をきっかけに、結果的に事業を譲り受けたもので、今後、自ら積極的にM&Aを実施するつもりはない。ただ年に2~3回は、同様の相談が舞い込んでおり、そうした相談には対応している。たとえば昨年、大阪市内の医療法人から経営の先行きが見えないので引き受けて欲しいとの相談を受けた。それに対し秘密保持契約を結び、先方の事業内容、売上などの資料を受け取り前向きに検討した。しかし先方は他社にも事業譲渡を持ちかけていたようで条件がよかったのかそちらと契約したようである。ほかにも近隣県の医療関連事業者などから同様の相談がある。

Case2

新技術獲得によるシナジー効果で、国内事業を拡大

B 社（金属素形材製品製造業、50～100 人）

◎—— 経緯・きっかけ

Point：M&A 認識（関心、抵抗感）、マッチングの経緯

B 社は、1989 年ごろ、既存のプレス事業の対象である量産品の国内需要は減少すると考えられたため、金型を使わない単品・小ロット生産が可能な板金分野への進出を模索しはじめていた。そのころ取引先である大手メーカーから、B 社と同様の取引先である中小企業 G 社の買収について打診があった。G 社は、主に試作品製造を行う板金事業者であるが、一昨年に経営者が他界し、その後、適任者いなかったため妻が代わりに経営を担ってきた。しかし徐々に経営状況が悪化し、今は事業の引き取り先を探しているという。

B 社は、これまで M&A を考えたことはなかった。しかし G 社の買収は、B 社が検討している板金事業の早期立ち上げに有効であり、また取引先と同じ県内の企業であるため、輸送コストや時間が省けるなどのメリットが期待できた。そこで買収を積極的に検討することにした。

◎—— 価格評価等の具体的手続き

Point：売り手の信頼性の補完、価格評価・条件設定、M&A 知識、専門家活用、資金調達

まずは両経営者と仲介の大手メーカー部長とで話し合いの場をもった。G 社のことは名前を知っている程度で事業内容は全く知らなかったため、先方の設備や製品などを直接見ることにした。G 社の評価においては、同じ大手メーカーの取引先であり、その大手メーカーの紹介であったため、ある程度信用することができ、とくに調査会社などを利用しなかった。

これまで M&A は考えたことはなく、とくに知識もなかったが、外部専門家として活用したのは、価格評価時に顧問の公認会計士と契約時の司法書士のみであった。

交渉では当初から G 社側は売却意向が強く、条件として雇用の維持と希望売却額を提示してきた。面談後、事業内容なども想像していた内容であったため、具体的な検討に入った。買収価格の評価は、顧問の公認会計士に依頼した。評価対象は土地と設備、原材料在庫などの資産であった。工場の土地建物は賃貸であったが、G 社は将来の工場拡張のため県内に土地を保有していた。これらの評価額と G 社の希望価格を考慮し、両者で妥当な額を探り契約に至った。価格は B 社の売上高のおよそ 2 カ月分であった。

◎—— 実施後の効果・課題・意向

Point：実施後の効果、実施後の課題、今後の M&A の意向

M&A によって、板金事業の早期立ち上げが実現した。G 社の取引先は仲介した大手メーカーのみのため取引先は増えなかったが、プレス事業と板金事業を併設することで、単に板金事業が増えただけでなく、板金事業から新たなプレスの仕事が取れるなどシナジー効果があった。国内市場は予測通り、量産品の需要は海外にシフトし、単品・小ロットの需要が残るようになってきた。そのため新規受注は板金を中心であったが、B 社がプレスにも対応できるため、部分的にプレスを望む顧客もでてきた。現在の事業構成は、プレスと板金で 6：4 の割合であるが、板金がなければかなり売上を落としていたと思われる。

また M&A 後に取得した土地に工場を建設することで、同じ県内にある既存取引先向けの拠点としても機能するだけでなく、同県内で新たな顧客を獲得することもできた。

M&A の課題は、実施後の人の問題につきる。買収された側は特別な思いが生じるだけでなく、企業としての考え方や給与、役職なども納得できない様子であった。こうした問題は、一朝一夕には解消できず、時間をかけて理解してもらわなければならないと考えている。給与は G 社時代のものを引継ぎ、徐々に B 社に合わせていった。G 社では、技能などを積極的に評価し、個人差をかなりつけていたために調整が難しかった。退職金は、B 社の勤続年数に G 社での年数を加えて出してきた。当初、元 G 社の社員は 8 人であったが、定年退職や退社により現在は 1 人となっている。新規採用も行っているため、結果的に G 社の色は薄まっていった。

今後 M&A については、機会があれば取組みたいと思っているが、今のところ案件はない。

Case3

取引先の紹介をきっかけに新市場への進出を実現

C 社（工業用プラスチック製品製造業、20～50 人）

◎—— 経緯・きっかけ

Point：M&A 認識（関心、抵抗感）、マッチングの経緯

数年前、東京進出のために候補地を探していたところ、偶然、仕入先の材料メーカーから東京の樹脂メーカー H 社の買収について相談があった。H 社は創業 80 年以上の歴史を有する老舗企業であったが、当時は経営不振にあえいでいた。従業員 10 名で、本業の売上高は月 500 万円にとどまり赤字体質に陥っており、近年は不動産収入で何とか凌いでいるような状況であった。そのような状況にあったが、歴史のある企業である H 社の経営者は、取引先との関係や従業員の雇用維持のため、適切な企業があれば引き継いでもらいたいと考えるようになった。仲介をした材料メーカーとしても、できれば H 社の事業を継続したいと考え、C 社に相談を持ち込んだ。

C 社では、これまで M&A を考えたことはなかったが、H 社の買収は自社が検討する東京支店を早期に立ち上げる手段として期待できることから、申し出について具体的に検討することにした。

◎—— 価格評価等の具体的手続き

Point：売り手の信頼性の補完、価格評価・条件設定、M&A 知識、専門家活用、資金調達

M&A の実施検討にあたり、H 社について仲介の材料メーカーや信用調査会社から情報入手して判断した。

評価額は、顧問の税理士に依頼し、在庫や設備の簿価に予測収益を加味して算出した。その後、評価額を H 社に提示し、それを基に交渉した結果、評価額に若干上乗せした 2,500 万円が成約となった。条件としては、従業員 10 名の雇用及び設備と事業を引き継ぐことであった。

なお今回、H 社の工場はそのまま活用することにしたが、借地であったため土地建物は購入せず、工場も賃貸とした。現在は、別に土地建物を購入し、元 H 社の工場から移転している。

C 社では、M&A の知識が全くなかったため、急遽、本などから知識を得ようとした。具体的な手続きでは、評価額算定を税理士に、契約書作成を弁護士といずれも C 社の顧問にお願いしたが、それ以外に M&A 専門の機関などを使うことはなかった。

◎—— 実施後の効果・課題・意向

Point：実施後の効果、実施後の課題、今後のM&Aの意向

東京進出のための支店設置が目的であったが、その役割は十二分に果たしている。当初は、自社で独自に支店を設立するつもりであったが、H社から事業譲受することで事務所、従業員、設備、仕入先、販売先を一度に獲得することができたため、円滑に事業を立ち上げることができた。とくにH社は近年、経営不振であったとはいえ、創業80年の歴史を有する老舗企業であるため市場で高い信用を得ていた。そのためH社からC社への事業譲受についての案内状が各関係先に配布されたことで、C社は容易に市場参入を果たすことができた。とくに通常では難しい信頼のおける仕入先も確保できたことが大きかった。

しかしH社の設備は総じて古く、更新が必要であった。また販売先との取引も利益を確保できる関係になっていなかった。そのため事業を立ち上げた後に、全体を一新する必要がある。まず工場や設備では、長い歴史のなかで電気配線の継ぎ足しを繰り返してきたようで、漏電が複数個所にみられるなど手入れが必要な状態であった。結局、工場を2週間休ませ配電をやり直す工事を行った。販売面では、現地の経営を任せているC社経営者の子息が東京支店長として販路開拓にあっていた。とくに東京の生産地である東北地方を中心に営業していたが、その矢先に東日本大震災が発生した。震災後、部品を求めC社の東京支店に相談が多数寄せられた。C社の大阪本社は震災の影響は受けていなかったため、多くの仕事を引きけることになった。ただ需要も生産能力があるが、交通が制限され、物流手段がないため全ての仕事を引き受けることはできなかった。しかしこの結果、東京支店は多くの新規顧客を獲得することができた。

こうした経緯もあり、東京支店の売上高は、事業譲受当時は500万円であったが、約2,500万円に拡大し、大阪本社の売上2,500万円とあわせ企業全体の売上は倍増した。

また事業譲受による副次的効果として、マネジメント人材の育成ができた。対象が遠隔地であったため、本社経営者以外に、現地をマネジメントする人材が必要であった。C社では経営者の子息が現地の支店長として経営を担い成果をあげることができた。そのため東京支店長を次の本社経営者の候補者として育成することができた。今後は、次の東京支店長の育成を新たな課題と考えている。ちなみに従業員の構成は、大阪本社は18名で、東京支店は13名である。H社から引き継いだ従業員は10名であったが、ベテランが多く数年で定年退職を迎え、現在は一人も残っていない。

M&Aの実施における課題としては資金の確保である。買収資金が大きいだけでなく、購入後も設備更新などの支出が必要となるため、これらも含めた資金確保が求められる。

M&Aについては、今後もよい話があれば検討していく。今も後継者難にある他県の同業者から従業員と設備を引き受けてほしいと相談を受けている。具体的な話はこれからであるが、まずは検討していく考えである。

Case4

取引先等の相談をきっかけに複数の M&A を実現

D 社（ソフトウェア業、100～150 人）

◎—— 経緯・きっかけ

Point：M&A 認識（関心、抵抗感）、マッチングの経緯

D 社はこれまでに M&A に類する申し出を何度も受けており、はじめのうちは成約に至らないケースが続いたが、その後数回の成約にいたっている。

はじめて D 社に M&A 関連の話が持ち込まれたのはおよそ 10 年前である。取引先である大手メーカーから D 社を買い取りたいとの打診を受けた。しかし当時、D 社では M&A の知識がほとんどなく、正確に自社を評価することすら難しい状況であったため、具体的に検討するまでもいかず断ることになった。つづいて別の大手メーカーから、その子会社と D 社の合併についての提案があった。合併後の新会社では D 社の代表が経営者となるなど、条件も悪くないようであった。しかし合併企業の事業分野の知識が乏しく、経営者として評価ができる状況でなかったため見送ることにした。このほか、東京の IT 関連の販売会社 I 社から、救済してほしいとの要請があった。しかし D 社には、I 社の商品を販売するノウハウがなかったため、M&A をするのではなく、経営を立て直すための指導をすることにした。また別の大手メーカーから取引先である部品メーカー K 社の事業を引き継いでほしいとの要請があった。そのためまず K 社を訪問して話を聞くことにしたが、K 社経営者は 40 代で、やる気も十分にあったため、自力で回復する方がよいと思い D 社は手を引いた。

このように D 社には何度も M&A に関連した申し出が持ち込まれていたが、M&A の知識不足や、M&A は不要との判断から成約には至らなかった。しかしこの後も引き続き複数の案件が持ち込まれ、D 社は M&A を実現していった。

◎—— 価格評価等の具体的手続き

Point：売り手の信頼性の補完、価格評価・条件設定、M&A 知識、専門家活用、資金調達

まず IT ベンチャー L 社から買収の打診があった。L 社は半導体事業で米国進出するほど急成長したが、取引先の手メーカーが半導体事業から撤退し、その後、経営難に陥った。大手 IT 企業出身者が設立した企業で優れた技術を持っていたが、市場を開拓する能力には長けていなかった。L 社にはベンチャーキャピタルからの出資もあり、当時の経営陣は厳しい追及をうけていた。そこで D 社に救済が求められた。しかし中小企業である D 社では、L 社をそのまま購入するには資金負担が大きすぎるため、L 社に減資による資産規模の圧縮や従業員の取引先への引き取りなどを要請し、負担を軽減し事業を引き継ぐことにした。

つぎに知人経営者の紹介から生産管理システム会社 M 社の買収の要請を受けた。当初の希望金額は、D 社にとって高額であったため一旦断ったがその後、M 社が清算することになり、M 社従業員やその取引先のこともあるので、人と事業の継続のため引き取ることにした。

ほかに国立大学出身者が 3 名で設立した IT ベンチャー N 社は、技術力はあるがそれをうまく事業に活かすできていなかった。ある時、N 社から直接、事業を引き取ってほしいと依頼を受けたが、N 社に投資する企業など関係先との調整などもあり、結果として主要メンバーが退職し、D 社が新規採用する形をとった。その際、N 社の出資者には D 社経営者個人から資金を提供することで了承を得た。

最後に、D 社の取引先である大手家電メーカー O 社から事業譲受の打診がありこれを受けた。その事業は、D 社がシステム部分を受注している事業で、事業ノウハウをすでに有していた。O 社では、全社的な事業再編のなかで比較的規模の小さな本事業から撤退することを検討していたため、事業部からは譲渡金額にはこだわらないと聞いていた。しかし本契約になると O 社の財務担当部署から事業の評価額が提示されたため、これに従った。

このように D 社では、複数の M&A を経験しているが、評価額算定では、O 社のケース以外では、D 社の提示額に基づき相手企業と協議することで決めている。その他手続きにおいても、とくに M&A に長けた外部専門家などを活用したことはなかった。

◎—— 実施後の効果・課題・意向

Point：実施後の効果、実施後の課題、今後の M&A の意向

O 社から譲り受けた事業は、当初の売上高を数年で倍に成長させることができた。また L 社や N 社の場合は、優れた技術者が獲得でき、M 社の場合は新事業に参入ができた。このように D 社では M&A による効果は得られている。

中小企業の M&A では、資金の確保が課題となる。D 社では資金負担が大きいため M&A を断念せざるを得ないこともあった。また相手先に減資による負債の圧縮や取引先への人材の引き取り依頼などで規模の縮小を図るよう依頼することで負担を軽減する工夫をすることで実現に至ったケースもあった。今後、中小企業で M&A を促進するには M&A のための資金融資やファンド事業などの支援が必要と考える。

D 社では、M&A を経験する以前は、会社を売り買いすることに抵抗感を抱いていたが、実際に経験することで会社が持つ技術やノウハウ、事業を引き継ぐことは、それまでの人材や技術を活かすことになるため意義があると考えられるようになった。

Case5

上場企業を買収し新たな事業の柱を構築

E 社（金属用金型・同部分品製造業、100～150 人）

◎—— 経緯・きっかけ

Point：M&A 認識（関心、抵抗感）、マッチングの経緯

E 社では、主力である弱電関連の金属プレス事業のほかに新たな柱となる事業を模索していた。そこで取引である商社の部長から東北にあるプレスメーカー P 社を救済してほしいと相談があった。P 社はプレスメーカーという共通点があったが、取り扱う製品品種が異なっていた。そこで 2 本目の柱となることを期待して M&A を検討することにした。

P 社の従業員規模は 60 名程度であったが、大手弱電メーカーの主力部品となるハイエンドな製品を得意としていた。この部品は壊れやすいため、市場でも高い品質水準が求められていた。当初は日本メーカーに供給していたが、その品質の高さに目をつけた欧米メーカーからも発注を受けることになった。こうしたこともあり、買収直後から比較的早期に事業は軌道に乗り、残っていた借金も数年で完済できた。しかし徐々に当該部品も、アジア企業との価格競争が強いられるようになってきた。その結果、徐々に収益性は悪化し、近年は赤字体質に陥り、解散も考えるまでになっていた。そうした時に、同部品で上場したベンチャー企業 Q 社の買収話が舞い込んできた。

Q 社は、最盛期には折りたたみ式携帯電話用の部品で世界の半数以上のシェアを有するまでに急成長したが、その後、スマートフォンが主流になり一気に業績が悪化した。E 社はかつてアジアの大手メーカー R 社から同部品を受注していたが、過度な価格競争を嫌い撤退した。その後に R 社に部品を供給していたのが Q 社であった。Q 社の業績が悪化した際に、R 社の日本人担当者から、Q 社を買収して事業を引き継いで欲しいと要請があった。

このように E 社では、とくに M&A を意識していたわけではないが、新たな事業の柱を模索していたなかで、その実現に期待がもてる話が持ち込まれ、M&A に取り組むことになった。

◎—— 価格評価等の具体的手続き

Point：売手の信頼性の補完、価格評価・条件設定、M&A 知識、専門家活用、資金調達

P 社は、そもそも E 社の取引先企業 S 社が買収によって取得した子会社であった。S 社とは今も付き合いがあるほどの関係であった。また Q 社は、上場もしていたため企業としての信頼性は高かった。そのため M&A においてとくに調査などは実施しなかった。

条件はいずれも、事業と従業員雇用の維持であった。評価額の算定は、従来から付き合いのある公認会計士に依頼した。このほか契約等は同様に付き合いのある弁護士に依頼しており、とくに M&A の専門事業者などは活用していない。

ただし E 社は、これらの M&A 以前に、日本市場で事業や企業を探していた際に M&A も視野にいれ金融機関や M&A 専門事業者を活用したことがあったが、その際には条件に合う候補企業を見つけることは出来なかった。

◎—— 実施後の効果・課題・意向

Point：実施後の効果、実施後の課題、今後の M&A の意向

E 社の当初からの目的である新しい事業の柱の獲得は M&A によって実現できている。

M&A の課題としては、1 つに相手企業の正確な把握が難しいことがある。とくに簿外債務など将来のリスクが隠されていないかを確認することは極めて重要であるが、把握は困難である。もう 1 つの課題は、売買価格の評価である、両者が納得できる客観的な金額を算出することは難しい。

相手先の元従業員については、事前評価が重要となる。面接時に従業員の正しい評価ができればいいが、現実には、面接と実際は大きく異なっていた。会社は人で持っているのでも重要な問題である。P 社の場合は、同じ中小企業であったが、Q 社は上場企業であったため、給与水準や企業への考え方などが大きく異なっていた。そのため、元 Q 社従業員は E 社の管理方法に馴染めず、今は別の管理方法をとっており、給与も高い水準を維持している

M&A では、通常の経営と異なり、専門ノウハウが必要となる、そのためそうしたノウハウを有する専門支援機関などを活用すべきだと思う。中小企業は高額な手数料に躊躇してしまうが、後々の効果を考えると出す意味はある。とはいえ中小企業にとっては資金負担が大きいため現実には難しいかもしれない。

Case6

競合先大手子会社を合併し、売上高拡大と生産性向上を実現 F 社（製造業、20～50 人）

◎—— 経緯・きっかけ

Point：M&A 認識（関心、抵抗感）、マッチングの経緯

F 社は、大手化学メーカーからその関連子会社 T 社を吸収合併した。同業者であったが、親会社による事業の見直しにより事業リストラの対象となった。T 社の事業規模が大企業としては小規模であったことがその要因と思われた。F 社には、仲介する大手総研を經由して話が持ち込まれた。

F 社はこれまで M&A を考えたことはなかったが、同業種であり新たな顧客の獲得や受注増加による生産効率向上が望めるため、前向きに検討することとした。

◎—— 価格評価等の具体的手続き

Point：売り手の信頼性の補完、価格評価・条件設定、M&A 知識、専門家活用、資金調達

T 社は、大手企業の子会社であり情報は信頼でき、また同業者であるため事業内容もある程度把握できていた。なおかつ、調査会社も活用したがとくに問題は見当たらなかったため、本格的に話を進めることにした。

企業評価や契約関係などは顧問の公認会計士や弁護士に依頼した。

買取価格は全て自己資金により賄った。その他の条件では、顧客への製品供給と営業人材数名を引き継ぐ事業譲渡の形をとった。F 社の目的の 1 つが自社工場の効率化でもあるため、T 社の工場は引き継がず、結果、閉鎖することになった。

◎—— 実施後の効果・課題・意向

Point：実施後の効果、実施後の課題、今後の M&A の意向

狙い通り先方から引き継いだ事業の売上高が増加し、自社工場の生産効率を高めることもできており、M&A の効果は認められる。

M&A 実施においては、買取価格の評価が課題であった。公認会計士等の専門家を活用しながら T 社側と交渉し、最終的に決めることができたが、評価額に客観性がなく妥当な額を定めることは難しかった。

今後は、新事業への参入を検討する場合は M&A も考慮すると思うが、今はその予定もなく、自ら M&A を検討するつもりはない。ただ T 社のように、良い話があれば前向きに考えたい。

3. ケースの考察

ここでは前節でみてきた6つのケースから中小企業におけるM&Aの実態について、調査項目ごとに考察していく。

(1) M&Aの経緯・きっかけ

①はじめてのM&Aは、主体的ではなく関係先などからの要請による場合が多い

全てのケースにおいて、自ら計画したM&Aはなく、取引先や知人経営者など関係先等からの紹介、相談をきっかけに実施に至っていた。そのため、買収先を探すこともなく、この点は図表2-2でみた一般的なプロセスとは異なっていた。

②関係先等から持ち込まれるのは事業継続が困難となった企業の案件が多い

関係先等から持ち込まれる案件は、同業で経営難にある中小企業の企業または事業の譲り受けが多い。E社の事例でもあったように、関係先等では経営難に陥った取引先の事業の維持に期待してこうした話を持ち込んでいると考えられる。またこのほかにケースでは、大企業による子会社や事業のリストラによる売却案件などもみられた。

③中小企業がM&Aに取り組む際には企業の評判が鍵となっている可能性がある

関係先等が経営不振にある取引先の事業維持に期待してM&A案件を持ち込むとすれば、そこで話を持ち込む先は、おそらく関係先等において高い評価を受けている評判のいい企業と思われる。こうした案件が持ち込まれることが中小企業はじめてM&Aに取り組むきっかけとなっていることから、企業の評判が、M&A実施の鍵の1つになっていると考えられる。ただしこうした評判は一般的に広く認知されるものではなく、特定の取引関係間など閉ざされた情報であると推察される。

④買い手にもM&Aに抵抗感はあるが、救済することの社会的意義を感じる場合もある

買い手側でもM&Aに対して心理的な抵抗感（マイナスのイメージ）があるケースもみられた。しかし多くのケースでは、自社の事業目的に合致していることもあろうが、A社やD社のようにむしろ事業や従業員雇用の維持などにより救済することへの使命感（プラスのイメージ）からM&Aに取り組むケースもみられた。

(2) M&A評価額算定等の手続き

①M&Aの手法では事業譲渡が多い

全てのケースでM&Aの手法は事業譲渡が採用されていた。中小企業のM&Aでは、手続きが簡便である株式取得が多いとの専門家の意見もあったが、今回のケースでは負債を引継ぎが困難であることや把握できない簿外債務の存在の懸念から、株式取得ではなく事業譲渡が採用されたと考えられる。

②顔なじみの弁護士や税理士、公認会計士に依頼することが多い

評価額の算定や各種の手続き、契約など専門知識が必要な場合は、日ごろから付き合いのある顧問の弁護士や税理士を活用するケースが多くみられた。E社はかつてM&Aを計画したことがあったが、その際にはM&A専門の仲介事業者を活用している。つまり企業が主体的にM&Aを検討する際、とくに相手方をみつけるためには、専門の支援

機関等の活用を必要とするようである。しかし相手方が特定されており、単に手続きを進める場合は、新たに M&A 専門の専門家に依頼するケースはなかった。但し、ケースでは、M&A 実施後のことを考えると、多少の負担をしてでも専門家を活用しておけばよかったとの意見も聞かれた。

③評価額は、資産の簿価や時価をベースに両者の交渉により妥当な金額を決めている

評価額の算定は、設備や在庫、土地などの資産の簿価や時価をベースに算定されることが多い。この算定においては顧問の税理士などに依頼することが多い。

(3) M&A の効果

①M&A を自主的に取組むケースは少ないが、結果として経営向上を実現していた

M&A を自社の戦略として明確に位置付けて取組むケースはほとんどみられなかった。しかし結果的には、全てのケースで、自社が持たない技術・ノウハウの獲得による新分野進出や他地域での拠点確保による事業エリア拡大などを実現し、最終的に売上拡大などの経営向上に繋がっていた。

②M&A は想定外の効果をもたらすこともある

A 社は新規参入するには採算性が低いと考えていた事業に M&A により参入したことで収益を確保できた。また B 社は買収した企業の地域内での信頼が活用できた。さらに C 社では、後継者となる経営者人材の育成に繋がっていた。このように多面的な側面を持つ M&A では、企業が当初考えていなかった効果が生まれることがある。

③経営難にある事業でも、経営者が変わることで黒字化する場合がある

A 社や C 社でみられたように、経営不振に陥っている事業であっても、M&A によって経営者が変わることで収益をあげるまでに事業が改善するケースがある。これは、たとえば事業としては安定した基盤を有していたが、後継者難などでモチベーションが低下していたため経営不振に陥っていた場合など、経営不振の原因が企業内部にある場合、M&A によってそれが解消されるためと考えられる。また D 社や F 社のケースでは、大企業から子会社や事業を引き継いでいた。これらの場合は、大企業の事業再編のなかで小規模な事業が外部に出されたものであり、事業そのものが問題を抱えているわけではなかった。そのためいずれのケースでも M&A の効果が得られていた。

(4) M&A の課題

①相手側の正確な情報が得られないため信頼性の確保が難しい

M&A の着手時や評価の際に、相手側の正確な情報を得ることが難しいためリスクを抱えたまま判断することになる。多くのケースでは取引先などの関係先が仲介しているが、こうした関係先等が間に入ることで信頼性を一部補完している可能性がある。中小企業では、相手の情報を正確に把握することには限界があるため、こうした信頼のおける仲介者の確保が重要であると考えられる。

②客観的な評価ができないため双方が納得できる評価額の算定が難しい

評価には税理士等の専門家を活用するケースが多くみられたが、そもそも算定の基礎

となる情報が不十分であるため、客観的な評価を実施することは困難である。そのため算定額をベースとして、両者が交渉を通じて妥当と感じられる評価額を探る作業が必要となる。

③資金不足が M&A 実施の障害になる場合がある

D 社では、買収資金の負担が大きいため M&A を断念する場合もあった。また買収負担を軽減するために、売り手側に減資などの手続きを依頼するなどの工夫がなされていた。また C 社のように買収資金だけでなく、事後的にも経営を軌道に乗せるまで追加的に資金需要が発生することもある。このことから買い手が中小企業の場合では、資金確保は M&A 推進の重要な課題となっていると考えられる。

④売り手側の人材の管理や活用が難しい

売り手側の人材は、以前とは経営方針や事業システム、給与体系などが異なることに戸惑うことが多いようである。とくに E 社のように上場企業を買収した場合は、従業員は大企業と中小企業の違いから、なかなか馴染めないようである。また M&A は手段であり、効果を得るには獲得した資源を機能させることが必要である。なかでも事業のノウハウを有する人材の能力を引き出すことは重要な課題と考えられる。

(5) M&A の今後の意向

①M&A を経験したことでメリットへの理解や M&A に対する抵抗感の解消がみられた

M&A を経験したことで、自社でも実施可能な手法であることや、その効果を理解することができたようである。またこれまで漠然と抱いていた抵抗感が解消されるとの声もあった。

②今後、積極的に M&A に取組む意向は少ないが、相談には前向きである

M&A を経験し、そのメリットを実感するケースは多くみられたが、今後、自ら積極的に M&A を検討するまでには至っていない。しかし M&A に関する新たな相談が持ち込まれている企業が多く、そうした相談に対しては前向きな姿勢で対応している。

本調査では、中小企業の競争力強化を目的とした M&A を促進することを目的に、M&A を経験した中小企業のケースを通じて、その実態を明らかにしてきた。以下では、本調査を終えるにあたり、ケースから得られるインプリケーションと買い手としての中小企業による M&A 普及にむけた今後の課題を示していく。

1. ケーススタディのインプリケーション

(1) M&A は馴染みの手法とはなっていないが、良縁との出会いがきっかけとなり得る

M&A を経験していない中小企業では、自らの戦略として M&A を検討することもあまりなく、「馴染みの経営手法」となりえていない。むしろ抵抗感を持つなど、マイナスのイメージを持っている場合もある。しかし、相談を持ち込まれるなど具体的な案件に触れ、それが魅力的であるなど意義が認められれば、自らの事業における活用の可能性を検討するようになる。中小企業に案件をもたらすのは、取引先などの関係先が多い。こうしたすでに信頼関係が構築されている仲介者から持ち込まれていることも、中小企業が M&A の着手に動き出す 1 つの要因になっている可能性がある。ただし、全ての中小企業に案件が持ち込まれる可能性があるとは考えにくい。仲介者が話を持ち込むのは、自らの取引の維持などの理由が考えられるため、従来の取引関係において一定の評価を受けている企業が買い手の候補として選ばれると思われる。このように案件を持ち込まれる側、持ち込む側の両方にとって良縁となる場合に、M&A が実施に向けて動き出すきっかけになっているようである。

(2) M&A は経営向上に貢献するだけでなく地域社会への貢献を果たすこともある

中小企業においても、M&A はノウハウや設備、顧客などの必要資源を包括的に獲得することで新事業参入や新市場参入などの事業の早期立ち上げに効果があり、競争力強化の手段として有効となり得ることがわかった。ケースでは、事前に明確な事業上の目的を持たない M&A が多数みられたが、それらも結果としては、企業の経営向上に貢献していただけでなく、企業自身も予想していなかった効果が得られることもあった。また経営不振にあった事業であっても、M&A により黒字化するケースなどもみられた。こうした M&A は従業員や取引先などの事業関係者にも有益であり、さらに大きな視点でみると地域社会で喪失する可能性のあった事業や資源を存続させるという社会的にも意義のあるものと考えられる。

(3) M&A の経験は次の新たな M&A の実行可能性を高める可能性がある

中小企業は M&A を経験することで、それまで乏しかった知識やメリットを理解するようになる。またそれまで抱いていた抵抗感などのマイナスイメージが軽減され、場合によっては、社会的意義などのプラスイメージを持つ場合もある。そのため中小企業の M&A に対する認識はかなり変化し、新たな案件に触れた際の実行可能性は高まっていると思わ

れる。一方で、M&A を経験した企業には、それ以後も新たな M&A 案件の相談が持ち込まれるケースが多くみられた。そもそもはじめての M&A も関係先等からの相談をきっかけとしていたこともあるが、これらの企業は仲介する立場からも相談先として選択される傾向があるためと考えられる。インタビューでは、今後についても自ら M&A に取り組むとの回答はほとんど聞けなかったものの、相談には前向きに対応するとの意向が多かった。これらのことを勘案すると、M&A の経験を有する企業は、M&A の新たな機会に出会う可能性が高く、また実行可能性も高くなると考えられる。

(4) 情報の非対称性が高い中小企業では、信頼の置ける仲介者の存在が重要となる

情報の非対称性が高い中小企業では、簿外債務の存在など相手企業の正確な情報を把握できないことが M&A の実施を難しくしている。ケースでは、調査会社を活用する場合もあったが、それでも十分でなく、リスクを抱えたまま M&A を実行していた。しかしこうした状況でも M&A を推進できている理由の 1 つとして、仲介者の存在があった。多くの場合、取引先などすでに信頼関係が構築できている関係先等が仲介していたが、こうした仲介者が、信頼を補完する機能を果たしていた可能性がある。

(5) M&A には問題が多く創意工夫が必要となるが、専門支援機関等に頼る道もある

買い手では買収資金のほかに事後の設備投資などのためにも資金が必要となるが、この資金負担は中小企業では大きな問題となっていた。資金負担を軽減するために売り手に減資を依頼するなど工夫もときには必要となる。また買収価格の算定においても、客観的データが乏しいため、両者が納得できる妥当な金額を算出することも困難である。さらに引き継いだ売り手側の元従業員の管理は、経営方法や給与体系の違いだけでなく心理的な問題も含んでおり、その対応は容易ではない。これらの問題の解消については、各企業が創意工夫するほかにないが、問題を長期化させたり大きくしたりしないためには、M&A を専門とする官民の支援機関など、経験やノウハウを有する支援者に頼ることも必要であろう。

2. 買い手としての M&A 普及にむけた課題

(1) 買い手候補となる中小企業に M&A 機会の提供

ケースで取り上げた企業の多くは、事前に M&A の採用を予定していたわけではなく、取引先など関係先からの紹介や相談をきっかけに M&A に着手していた。また M&A を実施し、成果を挙げた企業であっても、今後の M&A の戦略的活用までには至らなかった。あくまで機会があれば検討するという姿勢を崩していない。中小企業においてそもそも M&A という手法への馴染みのなさが色濃くでている。だからといって M&A が中小企業に受け入れられないということではなく、むしろ M&A は中小企業の競争力強化に貢献していた。この点を考えると中小企業にいかに良縁を提供できるかが、今後の中小企業における M&A 普及の鍵になる。とくに今回は、特定の業界や分野において、おそらく評判の高い買い手の中小企業に対してそうした良縁が持ち込まれ、結果として M&A が成立していた。このことを考えると、そうした買い手候補となる企業群に対して、売り手案件を紹

介することが重要となる。

(2) M&A 経験企業の把握とネットワークの構築

M&A を経験した企業では、実施に必要な知識やメリットへの理解が進み、また M&A の抵抗感が軽減するなど、新たな M&A 実施の実行性が高まる傾向がみられた。そのため各種の支援施策の広報活動を効率的に進めるには、こうした M&A 経験企業群に積極的に働きかけることが望ましい。またこれらの企業の経験を未経験企業が共有できれば、同様に M&A への理解や抵抗感軽減に効果が期待できる。そのためできる限り多くの M&A 経験企業を把握し、情報交換が可能なネットワークを構築することで M&A 案件についての情報を共有していくことが望ましい。また未経験企業の M&A への理解を深めるためには、経験企業が M&A に着手したきっかけや直面した課題、得られた効果などのケースを蓄積し、匿名性を確保しつつ、公開していくことも必要であろう。

(3) 官民による信頼のおける仲介者の確保

中小企業の場合は、情報の非対称性のため相手企業が十分に評価できない問題があるが、ケースでは買い手と関係の深い仲介者からの相談であったため、信頼を補完することができていた。中小企業の情報の非対称性を解決することは容易でないと考えられるため、こうした信頼のおける仲介者の存在は大きいと思われる。しかし現状ではこうした存在は取引先など特定の対象に限られてしまう。そこでそれに代替する存在として、あくまで中立的立場に立ち M&A を仲介する大阪商工会議所による M&A 市場など、公的な支援機関の役割が今後も重要となる。また民間において中小企業による M&A の支援者が増えていることを考えるとこうした力の活用も積極的に進めることも検討すべきであろう。その際には、民間支援者に公的機関が信用を付与すると同時に、その活動をモニタリングするなど、信頼性を確保する仕組みが必要と思われる。

(4) M&A に関する一貫した資金の支援

M&A の経験、とくに成果が得られるほどの経験が中小企業における M&A をさらに促進するならば、成功事例を多く生み出すことが重要と考えられる。そのための課題として中小企業では、買収資金や事後的に発生する支出のための資金確保が、場合によっては M&A を断念するほど大きなものであった。そのためこうした資金の調達が円滑に行える体制を整備することも重要であろう。この場合、買収時だけでなく、実施後に発生する設備更新なども新たな資金需要にも配慮し、M&A に関して一貫した資金支援が望ましい。

(5) M&A 実施後の事業推進への支援

成功事例の輩出に向けては、M&A 実施後の事業推進への支援が考えられる。M&A はあくまで企業の競争力強化のための手段であり、直接的な目的ではない。企業が M&A の効果を得るには、新たに獲得した各種資源を活用し成果に繋げられる新たな体制の構築が必要となる。とくに売り手側の従業員の活用に向けた管理手法のノウハウは重要である。そのため中小企業に対する M&A を促進するためには、支援機関等は、実施後の運営にも配慮し、支援メニューや体制を構築することが望まれる。

3. おわりに

本調査では、中小企業が競争力強化を目的に買い手として実施する M&A に着目して、その実態を明らかにしてきた。これまで中小企業の M&A については、事業承継問題の解決策として売り手側に力点を置いたものが主流で、買い手について言及されたものは多くはない。今回は、インタビュー調査によって、定性的にその実態をみてきた。その結果、中小企業が買い手として取組む M&A の経緯や課題などを把握することができた。とくに M&A が中小企業の競争力強化に貢献していることや、M&A を経験する企業では、知識不足や抵抗感などの問題が軽減され、次回の M&A の実行可能性が高まることがわかったことは本調査における重要な成果である。こうした成果は、買い手としての中小企業支援にとどまらず、事業承継問題を抱える売り手側の中小企業を支援する際にも役立つものと思われる。調査を終えるにあたり、今後の課題としては、本調査ではできなかった定量的な実態の把握がある。今回得られた知見等を定量的に検証することで、さらに本調査も問題意識に対する答えが明確になるとと思われる。

参考文献

- Barney, Jay B. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Second Edition* Pearson Education Inc. (岡田正大訳『企業戦略論(下)』ダイヤモンド社、2003年)。
大阪商工会議所 Web サイト (<http://www.osaka.cci.or.jp/ma/plan/index.html>)。
岡田悟 (2008) 「M&A による中小企業の事業承継」『調査と情報 - ISSUE BRIEF - 』 620号。
(株)関西アーバン銀行 Web サイト (https://www.kansaiurban.co.jp/shohin/service/ch_9.html)。
(独)経済産業研究所 (2008) 『企業のパフォーマンスは合併によって向上するか：非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析』 RIETI Discussion Paper Series 09-J-005。
経済産業省 (2014) 『ベンチャー有識者会議とりまとめ』。
(社)商工総合研究所 (2014) 『中小企業と M&A』。
鈴木義行編 (2012) 『M&A 実務ハンドブック第 6 版』中央経済社。
高橋琢磨(2012) 『戦略の経営学 - 日本を取り巻く環境変化への解 - 』ダイヤモンド社。
(独)中小企業基盤整備機構 (2008) 『平成 19 年度ナレッジリサーチ事業 事業承継に係る親族外承継に関する研究～親族外承継と事業承継に係る M&A の実態～』。
(財)中小企業診断士協会愛知県支部 (2005) 『中小企業 M&A に関する調査研究報告書』。
中小企業庁 (2006) 『中小企業白書 2006 年版』ぎょうせい。
中小企業庁 (2013) 『中小企業白書 2013 年版』佐伯印刷株式会社。
中小企業庁 (2014) 『中小企業白書 2014 年版』日経印刷株式会社。
ディスクロージャー実務研究会(2013)『株式公開白書平成 25 年版(平成 24 年 1 月～12 月)』。
東洋経済新報社 (2015) 『会社四季報』 2015 年 1 集新春号。
内閣府 (2007) 『経済財政白書』時事画報社。
(株)日本 M&A センター Web サイト (<http://www.nihon-ma.co.jp/>)。
(株)日本政策投資銀行 (2006) 「日本の M&A 動向と企業財務の改善効果」『調査』第 93 号。
日本ビジネス開発(株) (2012) 『ベンチャー企業白書 2011 年版』。
(株)野村総合研究所 (2013) 「平成 24 年度中小企業の事業承継に関する調査に係る委託事業作業報告書」。
藤井一郎 (2013) 『トップ M&A アドバイザーが初めて明かす中小企業 M&A の 34 の真実』ベクトル印刷。
松尾浩之、山本健 (2006) 「日本の M&A - イベント・スタディによる実証研究 -」『経済経営研究』 Vol.26, No.6, 日本政策投資銀行設備投資研究所。
(株)レコフ (2013) 『MARR』 2014 年 3 月号。
(株)レコフ Web サイト (<http://www.recof.co.jp/>)。



大阪産業経済リサーチセンター 平成 27 年 3 月発行
〒559-8555 大阪市住 港北 1-14-16 咲洲庁舎 24 階／電話 06(6210)9937