

# 中小企業の国内間M&A ～売り手企業属性別にみるM&A提案～

中小・中堅企業によるM&Aのニーズが高まっている。「事業の拡大・成長」、「企業価値の向上」、「事業承継」を比較的低リスクで行う手段として活用されており、M&Aを行う企業には、競争激化による事業拡大の必要性、市場の飽和状態の中での選択と集中、自社で設備投資をしても利益が見込めない等、様々な背景がある。本稿では、譲渡する側の企業の立場から、どのような場合にM&Aの対象になるのか、成功のポイントなどについて解説する。



津田 敏夫

## 1. 会社を譲渡する理由

法人担当者にとって、M&Aが特別なことでなくなってから、まだ日が浅いが、近年、M&Aは更に一般的になり、会社を売却してもよいと考える経営者が増えている。

それには様々な理由が考えられるが、ひとつには後継者がいないということである。また、業績不振から会社を手放したいという切実な願いもあるだろう。更に、事業がうまくいっている場合でも、企業を売却して相応の資産を手に入れ、ハッピーリタイアメントしたいという経営者もいる。

このように自分の会社を売却しても、企

業を身売りするというような暗いイメージを持たれなくなった。法人担当者がM&Aに接する機会は、企業の買収よりも、譲渡についての相談の方が多いと思う。そこで、譲渡する側の企業の立場から、どのような場合にM&Aの対象になるのかを考えてみよう。

業績の良し悪しと、後継者の有無で企業を場合分けすると、次の4つに区分できるだろう。

	後継者あり	後継者なし
業績良い	①	②
業績悪い	③	④

それぞれについて、M&Aの対象になるかどうかを次のようにランク付けする。◎多い、○良くある、△まれにある。

### ① 業績良い・後継者あり△

通常の場合、業績が良くて後継者がいれば、当該企業を売ろうとは思わないだろうが、更なる高みに上るために、戦略として、他社（大手企業）の傘下に入るケースなどがある。

### ② 業績良い・後継者なし◎

どんな企業でも、経済社会の一員として、社会的に意義のある事業を営んでいるはずだ。急に廃業すれば、従業員のみならず、取引先など多くの関係者に迷惑をかけてしまうことになる。

しかし、身内や社内に後継者がいなければ、社外に求めざるを得ない。そこで、M & Aが検討されることになる。

### ③・④ 業績が悪いケース…○

債務超過で、会社を清算した場合に、負債を完済できないケースだ。たとえ後継者がいても、後を継がせたくないのが人情であろう。従業員にも適当な人材が見当たらなければ、廃業するしかなく、経営者は保証責任の履行を免れない。したがって、経営者は、誰かが自分の企業を引き継いでくれないかと考える。

「今までこれだけがんばってきたのだから、いくばくかの資金になるはず。うまくいけば、融資を完済できるのではないかと甘い夢を見る。

こうして銀行には、誰かに会社を買ってもらえないかという相談が寄せられる。銀行も少しでも資金を回収できれば良いと考える。筆者の経営するコンサルティング会社には、特に地域金融機関から、不振企業

を買ってくれる企業はないだろうかという相談が数多く寄せられている。

## 2. 事業承継の手段としてのM & A

経営者の高齢化に従い、事業承継が会社運営上の重要テーマになった。事業承継には、①親族内承継、②従業員への承継、③M & Aの3つの類型がある。

### (1) 経営者の高齢化

帝国データバンクの社長交代率調査(2010年)によれば、資本金1億円未満の経営者の平均年齢は、59歳まで上昇している。この20年間で約5歳上昇した。ある日突然廃業することができない以上、計画的な事業承継の準備が大切である。しかし、事業の後継者を決めている企業は、43%しかない(中小企業庁「事業承継ガイドライン」)。高齢の社長が、経営権を握り続けると、次のような事態になりかねない。

経営者の判断能力が低下したケースを紹介する。

当社は、大阪近郊で製造業を営む中小企業で、大手企業数社の下請けを中心に、50年以上の業歴を誇る先だが、景気低迷の影響を受け、徐々に売上が低迷し、銀行へ返済ができない状況に陥った。相談を受けた際、社長は75歳であった。取引銀行(実質1行)の支店長と筆者を交えて相談の結果、銀行の協力が得られたので、その時点で、当社が関与することはなかった。

2年ほどのブランクの後、当該企業の顧問税理士が、新社長を連れて再び当社へ来

られた。話の内容は、前社長が年齢からくる判断力の低下により、永年の大口発注先（大手メーカーの一次下請け）の担当部長と揉めたので、取引を打ち切られたとのことであった。

ある日、社長が取引先を訪問して、担当部長に「貸した金を返してほしい」と言われたというのである。もちろん、そのような事実はなかった。ほどなくして、社長が体調を壊して入院したので、営業部長が後継社長になったが、資金繰りは破綻寸前となり、保証協会から緊急融資を受けることになった。その際に、新社長が保証人とならざるを得なかった。それを知った取引銀行が、新社長に、既存融資に対する連帯保証も求めたので、そのアドバイスを求められたものである。

最終的には、取引銀行にも事情を理解してもらった。新社長は、会社の仲間を路頭に迷わせたくなって、やむを得ず社長を引き受けたのである。サラリーマンとして数十年間勤めてきた彼に、「社長になったのだから、10億円を超える融資の保証人になれ」というのは、酷だ。

銀行とも協議の結果、業績を回復させることこそ、急務であるという結論に達し、我々が業績向上のお手伝いをさせていただくことになった。

一方で、業績が振るわないとは言え、当社は大手企業の生産拠点のすぐそばに主力工場があり、二次下請けとして、発注元にとって、欠くことのできない存在である。したがって、関係各社は、当社の破綻だけは避けたいと考えている。そこで、当社を一次下請けの関連会社にしようという計画

が持ち上がり、前社長の遺族も交え、現在、協議中である。

誰でも平等に年を取る。前社長が元気なうちに、これらの動きが始まっていれば、新社長の保証人問題等、悩ましい問題は発生しなかったはずである。

## (2) 事業承継の3つの類型

前述の事例に見るとおり、事業承継は方法を誤ると、会社の存続にも影響を及ぼす。そこで、事業承継にあたって、選択肢ごとに整理してみよう。考えられるのは、以下の3つだ。

### ① 親族内承継

親族内承継は、関係者から受け入れられやすい。また、後継者は、幼いころから家業として事業を見ているので、経営者としての自覚が芽生えやすい。したがって、後継者教育が可能である。

また、中小零細企業の場合、工場・店舗を個人所有としているなど、資産と法人・個人資産が一体化しているケースが多い。その場合、相続人が後継者になれば、事業の継続が容易となる。

しかし、近年の傾向として、高学歴化・大企業への就職などで、子供がいても継がないケースが増えてきた。20年以上前には9割以上を占めていた親族内承継の比率は年々低下し、最近では6割になった。一方で、従業員等への承継、M&Aの割合が増加し、4割程度の水準に達している（中小企業白書2004年、「後継者教育に関する実態調査」東京商工リサーチ2003年）。また、候補者が複数いる場合には、経営権をめぐ

る争いが発生しかねない。

## ② 従業員への承継

業績が良い企業では、従業員に、株式取得の資力がないケースが多く、業績が悪い企業では、連帯保証の問題を解決しないと、引き受け手がない。

また、中小企業の場合、本社・工場等の資産が個人名義であったり、個人資産が銀行へ担保に供されたりしているなど、法人・個人の資産・負債が分離されていないことも多い。

こうした関係を整理するだけでも資金が必要となるので、資力のない従業員への承継には、幾重にも渡るハードルがある。逆に言えば、業績が一定の水準で、資産・負債ともに小額であるような企業、例えば弁護士法人・税理士法人などの士業は、従業員へ経営権を承継しやすい。

## ③ M&A

親族内に後継者がおらず、また、従業員への承継も困難であれば、社外に後継者を求めざるを得ない。

実際には、保証人も引き受けてくれるような経営者候補を見付けることは困難なので、会社ごと、他社に引き受けてもらうM&Aしかない。

M&Aであれば、広く社外に経営陣を求めることができる。新たなスポンサーの出現で、より一層、企業の発展が望めるかもしれない。

現経営者個人にとっては、株式の譲渡益を得ることができる。

また、借入の完済もしくは借入を引き継

いでもらえれば、個人保証の解除が可能である。

## 3. M&A～買い手側の事情～

企業を売りたいくても買い手がいなければ意味がない。買い手がどこまで価値を見出すかは、既存事業との相乗効果で決まる。事業の買収は、一から立ち上げないでもよいという利点は大きいですが、突発的あるいは潜在的なリスクを考慮する必要がある。

### (1) 買い手が見出す価値

買い手にとっては、対象企業が、価格に見合った「価値」があるのかどうかを買収の判断基準だ。そして、その「価値」とは、その企業の収益がいくらであるかといった単純なものではない。場合によっては、赤字企業であってもかまわない。経営に自信があれば、安く買って黒字にすればよいし、既存事業の収益が高まって、トータルで儲かるのであれば、買収事業が赤字のままでも問題がない。既存事業の価値を高める買収は、いくつかの類型に分類できる。事業の垂直化（川上・川下～製造から販売までの一環体制）、水平展開（他の地域、あるいは類似製品への進出）、そして事業拡大（同業者を合併）、事業の多角化（新分野進出など）などである。

### (2) 買い手側のM&Aのメリット

最大のメリットは、時間を買うことができることだ。工場を建て、従業員を集めるといった行程を経て、事業を立ち上げるこ

とに比べると、できあがったものを購入するというメリットは、計りしれない。また、当該事業のトラックレコードがある点でも有利だ。事業を一から始めるコストと、買収するのに必要な価格とを天秤にかけて、どちらを選ぶかという選択になる。

### (3) 注意点

一方で、買い手側が注意しないといけないのは、特に次の2点である。

#### ① 簿外債務などのリスク

巧妙に振り出された簿外の手形が存在するかもしれない。経営者が、自己の取引のために、金融機関に対して、会社に保証をさせているかもしれない。そういったことは、売られた後に発覚すれば刑事事件となる類のことであるが、大きな不安要因だ。その点、金融機関からの紹介などで、信用できる相手先を選ぶことが大切だ。

#### ② 社員・ブランドの確保

せっかく、技術力・ブランド力を持った企業を買っても、核となる社員がすぐに辞めてしまい、彼らが支えていた技術力・ブランド力が落ちるようでは、目的が果たせない。限られた時間内で、限られたメンバーとの面談しかできないにしても、最大限の情報収集を惜しむべきではない。

## 4. M&Aの手法

M&Aの手法を整理しておこう。事業の譲渡には、全部譲渡と一部譲渡がある。売

買価格に、理論値はあるものの、実際には需要と供給の関係で決まることが多い。

### (1) 会社の全部を譲渡する方法

- ① 合併：売り手側の株主＝経営者は、資金を受領することが可能
- ② 株式売却：同上
- ③ 株式交換：売り手側株主が、自社株と買い手側の株を交換する

### (2) 会社の一部を譲渡する方法

- ① 会社分割
- ② 事業の一部譲渡

いずれも譲渡代金は会社に入る。これらの手法を使うことで、会社の必要な部分だけを売却できるため、不芳企業の場合でも、健全な部分あるいは必要とされる部分だけを譲渡することが可能となる。また、不良債権を整理する場合には、このようなスキームが都合よい。そうすることで、各金融機関が譲渡代金を受け取ることができる。

### (3) 価格付けの方法

価格付けには、大きく分けて以下の方法がある。

#### ① 純資産法

B / Sを元に、純資産を時価に引き直して計算する方法。

#### ② 収益還元法

P / Lを元に、税引後営業利益を資本コストで還元し、企業価値を算出する方法。これに、預貯金や借入金等を加減して価格を決定する。

ただし、こうした理論値は、価格を決定する場では、議論のたたき台にすぎない。実際の取引では、価格は買い手の「欲しさ加減」で決まるからである。運転資金であれ、借入の返済であれ、買った途端に資金が必要になるのであれば、当該企業にはマイナスの価格がつく。買い手側からすると、ただでも高いということだ。例えば、大手上場企業が傘下のゴルフ場を売却する場合、会員に返すべき預託金があれば、相当額を持参金とする事例も多い。

## 5. 成功のポイント

魅力がない企業は極端に不人気である一方、魅力的な企業は、買い手間の競合が激しく、買い手が不利な立場にある。トラブル防止のためにも、専門家の手を借りることが不可欠だ。売り手にとって、企業の売却とは、人生を賭けてきたものを人手に渡すということだ。それが現実の金額となって表現されるので、「こんな低い金額では売れない」となる。優良企業ばかりではなく、そうでない企業のオーナーであっても、これは変わらない。一方、買い手側はというと、手に入れたいという度合いによって、当然態度は変わる。魅力的な企業を前にした場合、買い手側は圧倒的に不利だ。情報の非対称性と言われる問題があり、売り手は自分の企業の本質あるいは価値をよく理解しているが、買い手は売り手からしか情報を得られない。しかも、優良企業が売りに出されると競合が発生し、限られた時間の中で結論を出さないといけないから、売

り手の言い分が通ることが多い。

反対に、金融機関が不良債権を整理する一環で企業が売却されるような事例では、買い手が極端に強くなる。銀行の立場として、地域の雇用を守るという観点から、価格は割り切るのなら、成約も不可能ではない。ただし、先に述べたように、売り手側の経営者がそれで納得してくれるかどうかは別。すべて銀行返済に充当される場合でも、売り手側の経営者が価格について納得せず、売却を拒否することがよくある。

M&Aは、売り手側、買い手側ともに譲れないことと、譲れることを最初から決めておくことが重要だ。そして、早い段階から専門家に相談してほしい。それぞれを引き合わせたのだから、後は双方で話し合っ…というのは、無責任だ。仲介者が、絶対に必要である。筆者の経験では、売り手側と買い手側にそれぞれ専門家がついた方が、スムーズに進みやすい。

<参考資料>

「M&Aにおけるプライシングの実務」アビームM&Aコンサルティング、「現場で役立つM&Aの勘所」小林一郎、「事業承継ガイドライン」中小企業庁、「中小企業白書2004年」中小企業庁、「帝国ニュース」株式会社帝国データバンク、「日本M&Aセンター（あいきM&Aセンター）」ホームページ

津田 敏夫

株式会社ジーケーパートナーズ 代表取締役  
S 60年 富士銀行入行後、預金保険機構・整理回収機構などを経て、H 15年 株式会社ジーケーパートナーズ設立  
東京都港区赤坂 1-1-14 03-5549-4891  
大阪市中央区安土町 3-4-16 06-6261-2131