

年次大会報告⑦

親族外事業承継における正しい M&A の進め方

桐明 幸弘

(ファミリービジネス事業承継研究所 株式会社インテグリティサポート)

今回は、現在の日本経済を支えていると言われる中小企業の事業承継において、親族ではない第三者への承継が為される場合の、いわゆる M&A の進め方について、学会発表として提言をしたいと思えます。

1. 日本の M&A の現状と戦略的意義

(ア) 日本の M&A マーケットは、1980 年代のバブル時期に流行した In-Out 型（日本企業が海外の企業を買収する形態）の発展が、バブル崩壊後に低迷した時期を経て、その後 1993 年から 2006 年ごろにかけて事業再生の手法として In-In 型（国内企業同士のグループ外 M&A）が普及することで市場として離陸（テイクオフ）しており、2000 年代に入ると Out-In 型（海外企業が日本企業を買収する形態）も始まり、M&A が企業経営者の間でも浸透した。

(イ) その後のリーマンショックにより、一時国内の M&A は低迷したが、その後、後継者不在の企業が、その出口を M&A によって事業を承継する手法を取り始めた（これについては、経済産業省・中小企業庁の強い推奨があったものと理解している。）ことを背景に再び 2011 年から継続して前年を常に上回る M&A 件数を記録している。

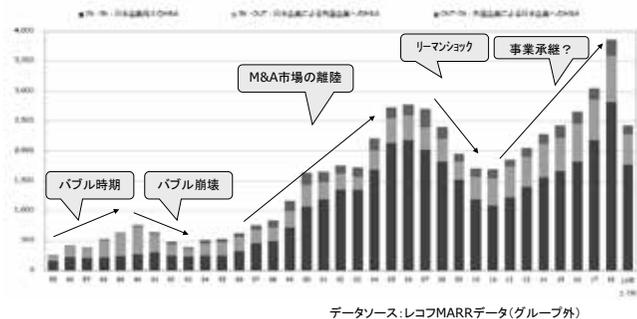
(ウ) このように、M&A の戦略的意義はその時代によって変化してきており、現在はそのほとんどが事業の継続成長を図るための事業承継手段としての「承継型 M&A」が主流となっている。しかし、M&A の本当の意義は、エクイティファイナンスというコーポレートファイナンスのひとつの手法に過ぎないということを理解していない経営者や仲介業者が正しい M&A の進め方を知らず、多くの M&A 取引が間違っていると考えているので、今回の発表において正しい M&A の進め方について提言を行いたいと思う。

<添付資料①ご参照>

2. 日本の M&A 市場の現状課題

現在の M&A 取引が正しく行われぬ理由を

(資料①)日本の M&A マーケット推移



検証してみると以下のような課題が考えられる。

- (ア) 譲渡側と譲受側の企業の橋渡しをするM&A仲介業者は、不動産仲介業者のように免許を必要とするものではなく、何らの資格がないものでもその業務を行うことが可能であるため、正しい知識や機能を持ち合わせていない業者が存在し、機能不全を起こしている案件が散見される。
- (イ) あるいは、上場企業として一見このような知識や機能を備えていると考えられる業者であっても、そのひとつひとつの取引内容を検証すると、とてもプロフェッショナルとは思えない対応をしているケースも見聞している。その理由としてM&A仲介業者が上場をしてしまったがために、自社の利益追求を優先してしまい、譲渡側や譲受側の無知や情報不足をいいことに、事情のわからぬ経営者が知らぬ間に手続きが進んでしまい、意に沿わない取引が行われることもあると聞いている。
- (ウ) 中小企業の事業承継については、M&Aもひとつの手法として検討すべきとは思いますが、その正しい進め方について事業承継学会としてもしっかりした指針を示しておくべきではないだろうか。

の企業

通常のM&Aプロセス（承継型M&A）による譲渡が可能。

- (イ) 資産超過であるが、本業の営業利益が赤字の企業
経営改善をなし得るスポンサー企業との再生型M&Aが必要。
- (ウ) 債務超過だが、営業利益は黒字の企業
金融債権者と債務整理の交渉（私的整理）を行ったうえで、再生型M&Aを行う。
- (エ) 債務超過でなおかつ営業利益も赤字に企業
基本的には廃業を勧めるべきだが、場合によって撤退側M&Aも可能。

<添付資料②ご参照>

4. 事業承継のための正しいM&Aプロセス

事業承継を目的としてM&Aを行う場合には、以下のようなプロセスを踏むことが非常に重要であり、現在はこのプロセスがおざなりになっている可能性が高く、問題があると思われる。

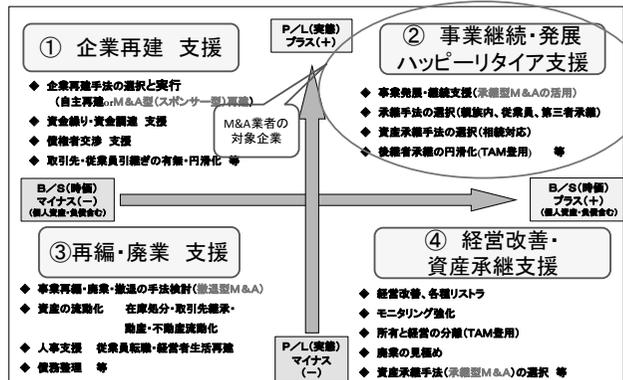
- (ア) ベンダーデューデリジェンス（VDD = Vender Due Diligence）
財務DD、事業DD、設備DD、法務DDなどを実施し、当該事業の価値を正確に評価

3. 事業承継を行う企業の財務状況別M&A活用分類

そもそも、対象となる企業の財務状況によってM&A活用の方法も違うのであるが、そのことを理解していない仲介業者が多すぎると思われる。ここに、財務状況別のM&A活用を分類してみたい。企業を以下の分類により4つの象限に分けて考えている。

- (ア) 資産超過でかつ営業利益が黒字

(資料②)事業承継を行う企業の財務状況とM&A活用分類



する必要がある。これによりはじめて企業を譲渡する正当な対価が想定できる。

(イ) 事業承継計画の策定

VDDを踏まえ、どのような企業に事業を引き継いでもらい、その後どのように事業展開を図るのかについて、計画を策定すべきである。これによって適正な相手を選別できることになる。

(ウ) ステークホルダーとの協議

銀行や株主あるいはファミリービジネスの場合であれば、株主ではない親族も含めて企業のステークホルダーと事業承継方法について協議し、M&Aによることを合意しておく必要がある。

(エ) 譲渡側企業を代理するアドバイザーによる譲受側企業探索

譲受企業を探索する方法として、安易にM&A紹介サイトに登録するのではなく、譲渡側専任のアドバイザーを委託して、意に沿った相手企業を探索すべきである。中外業者が勝手に斡旋してくる相手と交渉することは非常に不利だと思われる。

(オ) 譲渡側と譲受側企業の基本合意書締結

譲渡側の意に沿った相手が見つかり、その基本的な条件（対象資産の範囲、対価、支払い方法、従業員の扱い、決済時期の目安、許認可の引継ぎ可否等）を合意するプロセス。この合意によって始めて銀行や取引先、従業員などにM&Aを行うことを発表し、譲受側との詳細な交渉に入ることが可能となるので、どんな小さなM&A取引にあっても必須のプロセス。このプロセスをスキップすることを勧めるような業者は素人なので留意すること。

(カ) 譲受側による詳細なデューデリジェンス（従業員インタビューなどを含む）

(キ) 最終の売買契約書締結

譲受側のDDの結果を最終的な契約書の条件に反映して、売買契約書を締結する。

5. M&A取引における仲介サービス

(ア) 仲介機関の役割

取引の円滑化（媒体の役割）、取引の公正性担保（第三者としてのアドバイス）、専門的な知識と手続きの正確性

(イ) 仲介機関の活用方法

基本的には、譲渡側と譲受側が別々のプロフェッショナルを雇って交渉をすべきだが、場合によっては結婚における仲人としての仲介機関の活用もありうる。しかし、単純に複数の売手を複数の買手とマッチングさせて、取引を強引に成立させようとする仲介業者があるので、注意してほしい。

(ウ) 仲介機関の特徴

銀行や証券会社が仲介を行う場合には、譲渡側企業との間で利益相反となることがありうるので、注意すべきである。また仲介業者は先に述べているように、自社の利益を優先することがあり、事業価値評価や譲受側企業の推薦についてよく注意することが必要である。あるいは、会計士や弁護士が仲介機能を発揮することを期待する事業者もあるかもしれないが、決してM&Aアドバイスのプロフェッショナルではないことを理解したうえで活用すべきである。

6. M&A取引実務考察

(ア) 企業の事業価値を算定する方法については、現在はDCF法（Discounted Cash Flow Method）という事業の将来想定されるキャッシュフローを現在価値に割り戻す方法が一般的だが、仲介業者のなかには旧態

依然として純資産方式（企業の純資産に営業利益の3～5年分を上乗せして事業価値とする方法）を主張するところがある。これは30年も前の手法であり正確性を著しく欠く可能性があることを認識すべきである。

- (イ) 取引の結果として会計上認識される営業権（のれん）については、その意義をよく理解して、正の「のれん」と負の「のれん」の違いなどに留意すべきである。また、不動産の評価においては、金融機関の担保価値評価と事業価値は異なるものであることを理解しておいてもらいたい。
- (ウ) 譲渡側の企業には大きく分けて、ストラテジックバイヤーという同業企業とファイナンシャルバイヤーという投資ファンドがあることと、その両者では企業価値評価が大きく違うことを理解してもらいたい。

7. M&A アドバイザーの一般的な報酬について

最後に一般的なM&Aの報酬体系について説明する。譲渡側がプロフェッショナルアドバイザーを起用する場合の体系を説明しておく。

- (ア) 着手金・調査費用
譲渡側に必要なVDDを行うための費用であり、アドバイザーによって様々だが、固定一律で着手時点で一括支払うことが一般的である。
- (イ) リテイナーフィー

基本的にはM&A仲介の報酬は成功報酬なのだが、長期間（通常6カ月～1年程度）にわたって譲渡側企業の面倒をみることになるので、報酬の前払いと解約手数料の2つの意味合いから、想定される成功報酬の1割から2割程度を契約期間の毎月割り振って支払うことになる。ただし、これは最終的に成功報酬を支払う際にその合計を控除することになる。

(ウ) 成功報酬

成功報酬は、一般的にリーマンスケールという名前と呼ばれる掛率表に応じて計算される。取引金額に応じて段階的に定めた料率を掛けて計算されるが、最低報酬金額（ミニマムチャージ）が設定されるのが一般的で、この金額が取引サイズと釣り合っていないと不当に高い報酬となることがあるので注意が必要。

なお、最近着手金やリテイナーフィーを一切取らずに、成功報酬のみでM&A仲介を行うということを謳っている業者があるが、その場合には必要なサービスを提供せず、自社にとって都合の良い相手企業を斡旋して、不当な報酬を得ようとしていると考えられるので、そのような業者を選定するときには充分サービス内容を理解すべきだと考える。

以上