慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	中小M&A市場の実態と正しい発展についての考察
Sub Title	
Author	安部, 裕貴(Abe, Yuki) 清水, 勝彦(Shimizu, Katsuhiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2022
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2022年度経営学 第3947号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002022-3947

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2022　年度）

論文題名

中小 M&A 市場の実態と正しい発展についての考察

主　査	清水勝彦
副　査	磯辺剛彦
副　査	齋藤卓爾
副　査	

氏　名	安部裕貴

論 文 要 旨

所属ゼミ	清水勝彦 研究会	氏名	安部裕貴

（論文題名）

中小 M&A 市場の実態と正しい発展についての考察

（内容の要旨）

成長市場とされつつも社会課題への解決策として期待される中小 M&A 業界の 2022 年時点での実態について調査し、M&A 市場の正しい発展について考察・提言した。

変化し行く業界の中で、黎明期～成長期にある M&A 市場の実態を様々な立場の M&A 関係プレーヤーに対するインタビューベースで調査し、正しい発展のための一助としたい。加えて、中小企業経営者（特に、年商 3 億円以下の小規模企業を含む）の計画的な経営判断に寄与するために必要な提言を行った。実態を踏まえた上で、インタビューで今後に対する提言について意見を尋ねながら、特に譲渡企業経営者にとって最適な承継・経営計画が達成されやすくなるための M&A 市場の発展について提言した。

1.成功事例の共有が進んでおらず､M&A のイメージ改善ができていない､2.譲渡価格を高める財務･税務的な働きが進んでいない、3.大企業 M&A を前提とした手順・料金が大きな負担になっているといった課題を抽出した。また、それぞれに対して 1.「M&A 支援機関登録制度のプレゼンス向上・基準の明確化と、中小企業庁からの公的な情報開示・事例共有」、2.「事業承継診断シート制度新設とその義務化」、3.「マッチングサービスとディールプロセスの分業」および「デューデリジェンス業務の中小 M&A に適し形での低コスト化」という提言をした。

目次

第1章　序論
　第一節　執筆者のバックグラウンド
　第二節　問題意識
　第三節　本論文の目的
第2章　議論の前提
　第一節　中小 M&A 市場を取り巻く環境について
　第二節　先行研究のレビュー
第3章　研究方法
　第一節　研究方法
　第二節　調査概要
第4章　結果
　第一節　成功事例の共有が進んでおらず、M&A のイメージ改善ができていない
　第二節　譲渡価格を高める財務・税務的な働きが進んでいない
　第三節　大企業 M&A を前提とした手順・料金が大きな負担になっている
　第四節　その他重要な示唆
　第五節　譲渡企業事例インタビュー
第5章　考察・提言
　第一節　情報共有アプローチ
　第二節　申告制度的アプローチ
　第三節　価格破壊的アプローチ
第6章　結論
参考文献・参考資料

第1章　序論

第一節　執筆者のバックグラウンド

執筆者の祖父は文具屋と不動産ビル管理事業を営む事業主・経営者であった。私の母を含む4人の子を育て上げ、従業員の家族の生活を支えるなど責任の重い日々を送り、そのプレッシャーから十二指腸潰瘍を患うほど一人で多くを抱えむような経営者だった。その祖父が昨年(2021年)亡くなり、事業承継や資産分配などもすることなく廃業してしまった。この経験から、中小企業の事業承継に携わり、経営者の計画的な人生プランを実現し、ひいては中小企業経営者・事業主の地位向上（せめて家族や周囲の人々からリスペクトされる世界観）を実現したいと考えている。この想いから、2023年4月より株式会社日本M&Aセンターに新卒入社する予定である。

また、執筆者は慶應義塾大学法学部政治学科在学時に2年間、株式会社VOYAGE GROUPにてWEB広告運用の長期インターンに従事したが、その中で株式会社rakanu（ペットメディア事業会社）の完全子会社化を主導するプロジェクトに参画した。また、株式会社電通との経営統合（株式会社サイバー・コミュニケーションズ（CCI）と株式会社VOYAGE GROUPが経営統合し株式会社CARTA HOLDINGSに）を現場で経験した。これらの経験から企業の統合が大きな事業成長・事業領域拡大を促す事を学び、企業全体や経営についての専門性を高めたいと考え慶應義塾大学大学院経営管理研究科に入学した。

これらの経験を経て、M&Aや経営統合について深く学び、日本の状況に合わせたより良い事業承継M&Aのあり方や考え方について研究してみたいと考え、本論文の構想に至った。

第二節　問題意識

近年、日本において、中堅・中小企業のM&A（Mergers & Acquisitions）の案件が増加している。増加の背景としては、後継者問題を抱える中堅・中小のオーナー企業の事業承継の一手段としての認知度が高まってきた点、中堅・中小企業でも買手としてM&Aを活用して成長していく意欲のある企業が増えている点などが挙げられる。しかし、M&Aの先進国と言われるアメリカと比べると、その認知や活用は進んでいない。

特に、喫緊の課題ともいわれる中小企業・小規模事業者の後継者不足問題への解決策として期待される事業承継M&Aについて、譲渡企業の経営者にとって最適な環境が整っているとは言えないだろう。企業評価の頻度やM&A成立後の譲渡企業・譲受企業間での関係性などの慣習が他国と異なる中で、単純比較でM&A手法を輸入・適用するべきではなく、日本独自に最適な方式を探る努力をすべきである。さらに、そもそもM&Aという専門性の高い取り組みが内包する情報の非対称性やM&A成立後の不確実性に対するリスク、それらに由来する多くの企業とのネットワーク網の重要性、M&A事

業者による利益相反性などの課題も多数存在する。
中小企業庁委託「企業経営の継続に関するアンケート調査」(2016年11月、株式会社東京商工リサーチ)によると、中規模法人の後継者の選定状況は、後継者が決まっている(1369名)候補者はいるが、本人の了承を得ていない(950名)後継者候補を探しているが、まだ見つかっていない(453名)後継者を探す時期ではない(401名)後継者候補についてまだ考えたことがない(248名)という結果が出ており、中小企業の事業承継の難しさが窺える。MARR Onlineのデータによると M&A の件数は1996年の年間約600件から2019年の年間約4000件と、公表されている件数だけでこの20年間で6倍以上となっているものの、後継者不足の課題を解決するという点において、まだまだ件数としては足りていない。2025年までに70歳を超える中小企業・小規模事業者の経営者は約245万人となり、うち約半数の127万(日本企業全体の1/3)が後継者未定のままであると言われ、「大廃業時代」を迎える上で、事業承継 M&A は社会課題解決のための一つの手段として有効たりえる。一方で、「M&A を検討したいが何をすればよいか分からない」「ここまで一人で抱え込んで経営してきたので安心して相談できる相手がいない」という中小企業経営者の方が多い。さらに、「M&A 手数料が高額で大きな負担である」「M&A 仲介会社の営業・担当者が強引」といった声も見られ、M&A そのものに関する課題も多い。

第三節　本論文の目的

本論文における目的は2点ある。
1点目は成長市場とされつつも社会課題への解決策として期待される中小 M&A 業界の2022年時点での実態について取りまとめることである。変化し行く業界の中で、黎明期〜成長期にある M&A 市場の実態を様々な立場の M&A 関係プレーヤーに対するインタビューベースで調査し、正しい発展のための一助としたい。
2点目は中小企業経営者(特に、年商3億円以下の小規模企業を含む)の計画的な経営判断に寄与するために必要な提言を行うことである。実態を踏まえた上で、インタビューで今後に対する提言について意見を尋ねながら、特に譲渡企業経営者にとって最適な承継・経営計画が達成されやすくなるための M&A 市場の発展について提言したい。

第2章　議論の前提

第一節　中小 M&A 市場を取り巻く環境について

2021年4月に、事業継承支援ネットワークと事業引継ぎ支援センターが事業承継・引継ぎ支援センターとして統合され、各都道府県に1カ所ずつ拠点が設置された同センターを軸として、地域金融機関、M&A を支援する民間の事業者、弁護士や税理士などの士業等が連携し、相談受付・アドバイス、両社の経営統合までの支援を提供する

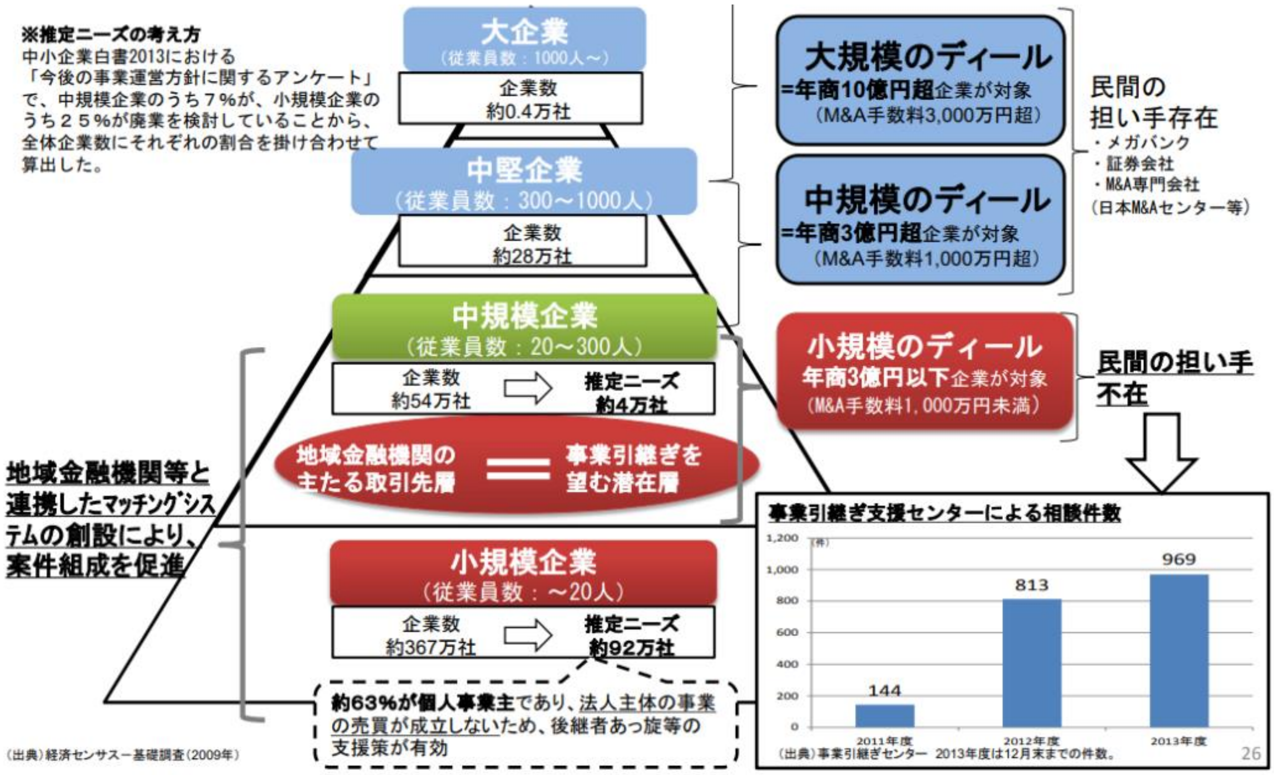
体制の整備が図られている。
　また、M&A 支援事業者の増加に伴い、これらを利用する中小企業とのトラブルが相次いでいることを受けて、同事業者の質の向上と利用者の安心の担保を目的に、2021年８月から中小企業庁所管の「M&A 支援機関登録制度」がスタートした。ただし、この新制度は、実績や利用者からの苦情等で登録を取り消されることがあるとはいえ、M&A 支援業務についての許認可制度ではない。「中小 M&A ガイドライン」の遵守を宣誓して申請すれば、原則として登録されるものであり、サービスの質を担保するものとはなっていない。2023 年１月６日時点での登録件数は 2,817 件である。
　補助金については、2021 年度に、新たな「事業承継・引継ぎ補助金」が制定され、M&A の仲介料や財務・法務等調査（デューデリジェンス、DD）の費用、M&A 後の設備投資や販路開拓費用を補助し、旧補助金制度に比べ上限額が引き上げられた。専門家活用費用について補助金を求める中小企業は、前述の「M&A 支援機関登録制度」に登録されている機関・事業者を通じて、登録制度事務局に対して実績報告をしなければならないこととなっている。
　一方、民間にも、M&A 支援の質向上に向けた動きが出てきている。2021 年 10 月に、大手 M&A 仲介事業者５社（日本 M&A センター、ストライク、M&A キャピタルパートナーズ、オンデック、名南 M&A）が、業界の健全な発展と M&A 仲介の公正かつ円滑な取引の促進を目的に自主規制団体として一般社団法人 M&A 仲介協会を立ち上げた。同協会では、会員となる事業者に「中小企業ガイドライン」をはじめとする関連法制度を徹底させるばかりでなく M&A にかかわる人材の育成を促進したり、相談窓口を設置し利用者からの苦情情報を収集したりすることで、サービスの質の向上を図る計画である。同協会の会員募集は、2022 年１月からスタートしている。

第二節　先行研究のレビュー

「中小企業の経営資源集約化等に関する検討会取りまとめ～中小 M&A 推進計画～」（2021.4, 中小企業庁）によると、大きな課題の一つは小規模のディール（年商３億円以下、M&A 手数料 1000 万円未満）に対応する民間の担い手が不在であることだ。中規模企業の推定ニーズ約４万社、小規模企業の推定ニーズ約 92 万社（ただし約 63%は個人事業主）に対応できるような M&A 市場を整備する事が求められている。社会課題に対応するために必要な圧倒的な M&A 件数の課題は、小規模ディールに対応できていないことが大きな原因であることがわかる。
　また、『中小企業による M&A の現状と課題―その定着に関する考察』(2022.4,株式会社日本総合研究所)によると、中小 M&A の現状として、M&A のイメージは向上しているものの、根強い売却への懸念が残っているとされ、依然件数が足りていないとされている。事実、2020 年度の M&A 仲介大手３社の成約件数合計が 760 件、事業承継・引継ぎ支援センターの成約件数が 1,379 と報告されており、その他件数を推計しても年

間で3000-4000件程度に過ぎず、社会課題で必要とされる数十万社以上へ対応するには程遠い件数となっている。また、同レポートでは中小M&Aの定着に向けて求められることとして、(1) 中小企業経営者における売却意識の改善、(2) 一次対応機関における分析力の強化、(3) 地域のM&A支援体制の強化・拡充が挙げられている。

図表1 譲渡企業の年商規模階層
(「中小企業の経営資源集約化等に関する検討会取りまとめ～中小 M&A 推進計画～」(2021.4, 中小企業庁) より)



M&A仲介業界を牽引し、中小M&Aをビジネスとして確立し業界をつくり上げた株式会社日本M&Aセンターの歴史に目を向けると、その成り立ちは相続税支援問題へ取り組むことが始まりであり、前職で培った全国の会計事務所とのネットワークに立脚していた。一見、個人の営業力・知識水準に大きく依存するように思われるM&Aコンサルタントの業務を標準化し、できる限り属人性を排除した事業モデルと人材戦略を徹底する事で加速度的に毎年M&A件数を伸ばし、累計7000件超、単年で996件(2021年度)のM&Aを実施した。株式会社日本M&Aセンターの成長は、M&A仲介という業務は個人の能力に委ねることなく、標準化する事ができるものであることを物語っていると言え、その点で、本論文における提言を下支えする根拠たりえる。つまり、M&Aとは時と場合により大きく異なり、規定することができないと考えるのではなく、制度化やパッケージ化を恐れすぎずに標準化を進めて普及に努めるべきであるという考えである。

第3章　研究方法

第一節　研究方法

本研究では、2022 年時点での中小 M&A 市場についての実態調査が目的であるため、M&A に関わるあらゆる立場のステークホルダーにインタビューを行った。具体的なインタビュイーの属性（および、インタビューの実施日と実施場所）については図表 2 にある通りであり、譲渡企業（売り手企業）の経営者、譲受企業（買い手企業）の経営者、M&A 仲介会社営業員、M&A 事業会社会長、金融機関 M&A 担当者、M&A プラットフォーム GM、税理士、公的機関従事者など計 14 名である。

インタビュー方法は、事前にある程度の質問項目を決め、インタビュイーに共有しておくものの、場合によっては情報提供者の語りに合わせて、自由に聞き取りを行うという半構造化インタビューの形式を採用することとした。これは研究者がインタビュイーを誘導することをせず、インタビュイーの自由な語りを重視することによって、インタビュー内容にバイアスがかからないようにすることが狙いとしてあった。特に、インタビューアー（執筆者）はこれから M&A 仲介会社営業員になるという立場であったため､インタビュイーがそれを考慮･配慮した回答にならないよう心掛けた。また、インタビュー内容を踏まえた上で生じた新たな疑問については、後日メールを通じて追加質問を行った場合もある。

第二節　調査概要

インタビューにあたって事前に準備をしていた質問項目は主に以下の 4 点である。

1 点目は「中小企業の事業承継 M&A における現状の大きな課題」についてである。立場に関わらず、M&A に関わる現場の方々が感じている課題を伺った。その際、ただ漠然と問いかけるのではなく、中小企業庁から発表されている「中小 M&A ガイドライン-第三者への円滑な事業引継ぎに向けて-」（2020 年 3 月）や「中小企業の経営資源集約化等に関する検討会取りまとめ～中小 M&A 推進計画～」（2021 年 4 月）の中で触れられている課題などを少し紹介し、インタビューをより深く進めようと試みた場合もある。

2 点目は「中小企業 M&A における顧問税理士の働き」についてである。事前の調査の中で中小企業経営者にとって、多くの場合において経営の相談、特に税務・税務の相談については顧問税理士に依ることが多く、税理士の働きが M&A においては重要であることが明らかだったからだ。また、インタビュイーによっては自社で備えた経理部や財務担当について聞く場合もあった。

3 点目は「現在の M&A 業務の料金相場」についてである。特に、売り手・買い手両側から手数料を取る M&A 仲介のビジネスモデルは利益相反で不適切であることや、M&A 仲介会社が異常な利益率を計上していることから、マスコミでは批判的な意見も

多く、その所感についても含め、幅広く仲介サービスの価格設定についての意見を尋ねた。
最後に、「今後中小 M&A 市場が正しく発展するために期待されること」についてである。これは課題と大きく関連するところである一方、それを単調に発展させるにとどまらぬようにするためにも、質問の聴き方として「誰が」「どのように」ということを聞き出せるように心掛けた。6 回目以降のインタビューではそれまでのインタビューをもとに執筆者が考えた提言案についても意見を伺った。
　なお、インタビュイーの立場に応じて適宜質問内容を変えている。
　これらのインタビューをもとに 2022 年時点での中小 M&A 市場についての実態を調査するとともに、インタビュイーの立場の違いによって意見が異なるところや、意見が重なるところに着目して考察へとつなげていった。

図表 2 インタビュー概要

組織	役職	インタビュー実施日	インタビュー実施場所
日系 PE ファンド	バイアウト担当	2022 年 6 月 25 日	Zoom（オンライン）
M&A 仲介会社	営業員（M&A コンサルタント）	2022 年 9 月 23 日	大阪某所
M&A 事業会社	会長	2022 年 10 月 18 日	Zoom（オンライン）
税理士・会計事務所	代表（自身も税理士・会計士）	2022 年 10 月 24 日	Zoom（オンライン）
税理士事務所	代表取締役社長	2022 年 11 月 4 日	Zoom（オンライン）
税理士事務所	代表	2022 年 11 月 15 日	Zoom（オンライン）
譲受企業（買い手企業）	代表取締役社長	2022 年 11 月 16 日	Zoom（オンライン）
譲渡企業（売り手企業）	代表取締役社長、顧問	2022 年 11 月 25 日	有限会社 P
金融機関（銀行）	コンサルティング営業部（3 名）	2022 年 12 月 5 日	Zoom（オンライン）
M&A プラットフォーム会社	ゼネラルマネージャー	2022 年 12 月 9 日	Zoom（オンライン）
公的機関（事業承継・引継ぎ支援センター）	担当者	2022 年 12 月 14 日	Zoom（オンライン）

第4章　結果

計14人へのインタビューの中で､インタビュイーの立場に関わらず意見が重なり、先行研究では大きな問題として取り上げられていなかった点や深堀るべきと考えた点を中心に、中小 M&A 市場の課題について以下に節立てし纏める。

第一節　成功事例の共有が進んでおらず、M&A のイメージ改善ができていない

中小企業の事業承継 M&A における現状の大きな課題について尋ねた中で、売り手目線での意見では、M&A の成功事例が世にあまり知れ渡っていないため、M&A のイメージ改善ができていないことが多く挙がった。先行研究にあった通り、中小 M&A について、イメージは向上しているものの、まだまだ根強い売却への懸念がやはり感じられた。特に、たとえ経営者個人として M&A という手段に対して良いイメージを持っていたとしても、周囲からの評価や世間体を気にするあまり、M&A に踏み切れない、あるいは潜在意識で M&A を遠ざけている場合が多いようである。執筆者の祖母や母に聞いたところ、祖父に対しても亡くなる 15 年程前に土地資産を買いたいというオファーが来たことがあったが、親族や商店街の仲間からの反対意見・同調圧力も強く、検討をやめたそうだ。以下は、経営者が周囲の人々が持つ M&A へのイメージを気にすることについての意見である。

「M&A の話をしても、商店街の人からは裏切られたと言われ、親族からはもったいないと言われてしまう。私たち自身は本来の意義を理解しているが、売り手企業への風当たりの強さからは理解が行き届いていないことを感じるし、人によってはこれが大きな障壁となると思う。特に、何代も続く老舗企業や地元で有名な企業であればあるほど世間体は切り離せないと思います。」(譲渡企業経営者)

「相手側(売り手側)の経営陣の気持ちを汲んで、M&A をしたことをあまり周囲に言わないことがある。少し企業の形が変わっただけ、という程度の認識で済ませたほうが円滑に進む。」(譲受企業経営者)

その原因については、M&A の成功事例が世の中に伝わっていないことが挙がった。中小企業は上場会社と異なり多くの情報が開示されておらず、M&A の情報についても内密になっていることが多く、M&A を検討しようにもイメージが掴みづらい実態がある。M&A に踏み切る際に不安を覚えたという譲渡企業経営者の意見が以下である。

「自分たちの会社の企業と同じような業種・規模の M&A 事例が見当たらず、PMI のイメージが掴めなかった。その頃の不安を思い返せば、自分たちのような成功事例をもっと世の中の中小企業経営者の人に知ってもらいたいと感じる。」(譲渡企業経営者)

第二節　譲渡価格を高める財務・税務的な働きが進んでいない

中小企業 M&A における顧問税理士の働きについて尋ねた中で、譲渡価格を高めるような財務諸表をつくることが難しいという意見が多く挙がった。
この問題については、顧問契約が失われる可能性がある M&A という変革を見越し、企業価値（株価）を高めるような業務・アドバイスに税理士が取り組んでくれるかどうかという論点が挙がった。そもそも、税理士は公正な税負担のもとで、納税額を抑えるためのアドバイス・申告書作成をすることが基本業務である。それにより毎月数万円の顧問料を受け取るビジネスである以上、ある種無駄な業務によって顧問先を失う可能性があるという損しか感じられないようなことには基本的に気が進まない。

「売り手側の税理士は、そもそも顧問契約を切られたくないから M&A に 9 割反対する。協力してくれればディールは素早く進むが、期待できないので成約寸前の DD までは税理士には内密に進めていくことがほとんど。」（金融機関）

「以前までは節税のために行きたくもない社員旅行に行ったりもしていました。M&A を考え始めてからは税理士先生に相談して財務諸表を整えていきました。ただし、M&A のことは明言せずに。もちろん税理士先生も何かおかしいなとは思っていたと思いますが…。それでも財務諸表がある程度整うまでに 5 年ほどかかりました。」（譲渡企業経営者）

また、そもそもの能力として税理士が譲渡価格を高めるための税務やアドバイスをできるかどうかも論点であった。

「そもそも M&A について税理士はわからないので話を出したがらない。正直、できる税理士なんているのか？というレベルです。」（税理士事務所）

「知る限り、税理士で M&A を提案するような人はいない。知識もないし面倒くさいので誰もやりたがらないが、明確に”儲かる”ことが認知されれば増えるかもしれない」（税理士事務所）

「M&A のためには企業価値を高める B/S,P/L を整えたいが、納税額を下げることが至上命題の税理士業務を徹底している場合には、経営者側から時間をかけて説明しないといけなくなっている。」（譲渡企業経営者）

第三節　大企業 M&A を前提とした手順・料金が大きな負担になっている

現在の M&A 業務の料金相場について尋ねた中で、立場に関わらず多く挙がった意見が手数料体系とディール規模の不一致、つまり、そもそも大企業同士の M&A を前提とした価格設定や手間の多さに対する疑念であった。これが中小企業の M&A にも適用されていることが負担となっている。

「中小 M&A の場合は比較的リスクが小さいため現在の仲介料率・DD/バリュエーションの手間などは改めたほうがいいのではないか」（税理士事務所）

「中小企業の場合は全ての権限が社長に集約され、社長のマンパワーで仕事を取ってきていることが多い。その場合の価格妥当性は大企業の形式で比べられるものではない。」（金融機関）

「価格云々の前に、手数料も払えないような手遅れの企業もある。しかし地域に必要な雇用・サービスを守るために必要ならば既存の枠組みを取り払う。この手間が大変で取り組めない実態がある。」（金融機関）

第四節　その他重要な示唆

M&A 仲介（両側）のビジネスモデルが売り手買い手に対して利益相反で不適切でという世間的な評価に対しては、多くのインタビュイーが賛同せず、むしろ評価する声が多かった。中小 M&A の論点は価格や報酬体系だけではなく、むしろ、M&A 仲介のモデルは現状、市場の需要に応えているようだ。

「仲介サービスがプラットフォームとしての一番の効果である良いマッチングを行えている以上、悪いとは思わない。多くの売り手・買い手を抱えることこそが価値。」（税理士事務所経営者）

「欧米と異なり、日本型の M&A は今までの文化・風習を引き継ぎ、従業員の雇用を守り、相手先を理解する事が重要。その点では両側を理解する仲介者がいることはメリット。片側では価格勝負の色が強くなる。」（金融機関）

「仲介会社に対する不満はほぼない。要望を考慮した上で複数社紹介してもらい、長期間にわたって尽力していただいた。手数料以上の働きをしてくれた。」（譲渡企業経営者）

「数をこなすうえで仲介会社の働きは必須。」（M&A 事業会社会長）

一方で、仲介モデル自体には問題はないと答えたインタビュイーも、今後の M&A 市場のためには誰がどうするべきかという問いに対しては、仲介会社をどう変えるべきかの話から始まることが多かった。また、その着地としては仲介会社だけではどうにもならないとの話になることが多かった。良くか悪くか、仲介会社が目立ってしまっており、その他のステークホルダー全体にまで議論が進みづらくなっていることは世間的な評価通りと言えるようだ。

第五節　譲渡企業事例インタビュー

本論文の主眼である譲渡企業経営者にとって最適な承継・経営計画が達成されやすくなるための M&A 市場の発展について考える上で最も深く考えるべきである実際の M&A 譲渡事例について記す。

インタビュー対象は、都内 2 店舗で洋菓子を製造販売している芸能人の常連も多い人気店（売上高： 約 1 億円 従業員数： 14 名）が、後継者不在問題の解決とさらなる成長戦略を描くため、ライン生産が可能な設備を持つ製菓メーカー（売上高： 約 1.4 億円 従業員数： 7 名）に株式譲渡を行った事例である。

―会社を存続させるための M&A について、認知したのはいつごろですか。

「起業した 25 歳当時から会社の出口を意識していました。というのも、洋菓子業界では老舗を大切にするというよりは、新しい流行をどんどんつくり出して盛り上げていく風潮があります。特に雑誌やテレビなどのメディアがそういう風に次々に店を取り上げてブームが早く移り変わるので、長くやっていくことは難しいと考えていたのです。また、職人としても味覚もセンスも衰えていくことを予期していたのもあります。後継者についても、子どもたちには自由に進路を決めてほしいと思っていましたし、店の職人は独立の意思を持っていたので、問題意識がありました。実際に M&A をする 15 年以上前から出口戦略については検討していましたが、その中で本格的に M&A を意識始めたのは 5 年ほど前からです。ポイントとなったタイミングは子どもたちが就職して自立したことです。あとは夫婦の老後の生活まで考えるだけになったので、決断しやすくなりましたし、そのための資金を意識するようになりました。早くから M&A について準備してきたことが成功の要因だったと思います。」

―M&A を進めていく中で顧問税理士がどのように機能しているか教えていただきたいです。

「M&A 仲介の方から、税理士には言わないでくれと言われていました。今売るのはもったいない、などと止められてしまうかもしれないということでした。なので、M&A

成約が決まって従業員に説明するタイミングと同じくらいの時期に伝えました。ただし、私たちの場合は５年ほど前から税理士先生に相談して財務諸表を整えようと動いていましたので、税理士先生も「何か動きがあるんだろうな」と感づいていたと思います。もともとは極力会社側に資産を載せないように社長夫妻に短期貸し付けをしたり、行く必要のない社員旅行に行ったりもしていたので、その変換には数年かかりました。」

―M&Aについての周囲の反応はいかがでしたか。

「妻は当初すごく反対していました。というのも、M&Aをするということは会社をばらばらにすることだというイメージだったからなんです。そこで、M&Aについて十分に理解するために夫婦でM&A仲介会社が開催するセミナーに参加しました。セミナー後に仲介会社から手紙と電話が来て、本格的に検討・相談し始めたという感じです。その中で、ブランドを残すこと、M&A後も自分たちが店に残ることができるということを理解していくうちに自分たちにとって最適な形を探っていきました。M&Aをしてからは、商店街の人からは裏切られたと言われることもありました。親族に報告すると、もったいないと言われてしまうこともありました。私たち自身はM&Aの本来の意義を理解していますが、会社を売るということに対する風当たりの強さとM&Aに対する理解が行き届いていないことを感じました。会社を売ることを検討している場合、人によってはこれが大きな障壁となると思います。特に、何代も続く老舗企業や地元で有名な企業であればあるほど世間体は切り離せないと思います。」

―M&A仲介会社の働きについてはどのように感じましたか。

「不満はありませんし、むしろよく働いてくれたと感じます。着手金についても、3年間私たちのために働いてくれた分は十分に価値があったと感じます。私たち個人に対してのお金の残し方についても、最適な形を提案してもらいながらすべて手続きをしてくれました。ただし、M&A後のイメージが掴みづらいなと感じるところはありました。実際、誰にもわからない部分ではあるのですが、過去のM&A事例がもっとあればいいなと感じました。」

上述の通り、中小企業経営の実態を踏まえると、実際にM&Aに取り組むにあたっての障壁は地縁やコミュニティ意識であることも多いことが伺える。しかし、それでもM&Aに踏み切り、結果に満足する譲渡企業が存在しているという本事例のようなM&Aの成功事例が広まっていくことが重要だということは間違いないだろう。

第5章　考察・提言

第一節　情報共有アプローチ

ここでは第 4 章第一節で取り上げた「成功事例の共有が進んでおらず、M&A のイメージ改善ができていない」という課題への施策について考察・提言する。提言内容は、「M&A 支援機関登録制度のプレゼンス向上・基準の明確化と、中小企業庁からの公的な情報開示・事例共有」である。

成功事例の共有を進める為には多くの情報が公に発表されることが必要だが、そこで必要なことは情報を取り扱う公正さ・基準を確保することと、事例の共有を誰が責任を持って進めるかの 2 点である。

1 点目の情報を取り扱う公正さ・基準を確保することについては、まず、M&A 支援機関に対する免許制度に近い形で基準を明確化すべきだと考える。現状、M&A 支援機関登録制度は存在するが、その基準をより厳正化すべきだと考える。M&A 仲介サービスの質を確保しなければ、企業の重要な情報を正しく取りまとめることはできない。現状の M&A 仲介サービスが玉石混交であることについてのインタビュー内での意見が以下である。

「M&A 仲介は儲かるという安易な考えで、参入しようとするブローカー的な人がごろごろいる。今も一週間に 3 人くらい問い合わせがある。こういう人には任せられないが、その判断はこちらでするしかないのが難しい。資格がなくとも誰でも始められてしまうことの弊害です。」(金融機関)

「月に数百件以上の DM が来るという経営者仲間がいますが、どれがちゃんとしているかわからないから全部見てないそうです。」(譲渡企業経営者)

「M&A 市場も競争が激しくなればお客様にとってもより良いサービスを受けられるだろう。ただし、経営者の人生を売るような責任感の重い業務において、質の低い参入者を放置することは許されない。」(M&A 事業会社)

2 点目、事例の共有を誰が責任を持って進めるかについても、中小企業庁が執り行うべきだと考える。なぜならば、仲介者がそれぞれで事例を取り上げるだけでは仲介者のさじ加減次第になってしまい多くの事例が世に知れ渡らない可能性や、不透明な事例紹介に終始する可能性があるからだ。また、ステークホルダーへの配慮により仲介者が公表しづらい場合もある。そこで、中小企業庁（公的機関）への成約報告義務を設けること、そして中小企業庁からの情報開示がなされることが最も望ましいと考える。以下、これに関連するインタビュー内での意見である。

「自分たちも営利企業としての立場と地域を支える機関としての立場がある以上、積極的にM&A成約事例を発信する事は難しい。義務として報告し、それを第三者の公的機関が発表してくれるとみんな助かるのではないか。」（金融機関）

「給料が高くて儲かっているという話が出回っている以上、この業界はまだ始まったばかりだし、（世間から見て）誰かが悪者というか、矢面に立たないといけないという側面がある。既存業界は公的機関ないしはそれに順ずる巨大企業がそれを請け負ってくれている。」（M&A事業会社）

第二節　申告制度的アプローチ

ここでは第4章第二節で取り上げた「譲渡価格を高める財務・税務的な働きが進んでいない」という課題への施策について考察・提言する。

この課題のポイントは経営者・税理士の関係性によって状況が変わるという事だ。この課題は①そもそも経営者が企業価値を高める財務諸表を作りたがっているか否か（計画的にM&Aを考えられているか）②それを税理士に伝える関係値があるかどうか（顧問契約が失われる可能性があるM&Aという変革を見越した業務に税理士が取り組んでくれるかどうか）③税理士が譲渡価格を高めるための税務やアドバイスをできるかどうかという3点に分かれているだろう。

①については、M&Aを早期から経営者に意識づけさせ、M&Aを世に浸透させていくことが必要だ。②については、個別の経営者・税理士の関係値については言及しがたいが、税理士にとってM&Aに携わるインセンティブがある事を明確にすることが重要であろう。③については、そもそもの税理士業務の領域とは外れたものであるため、税理士全員が行うことは困難だと思われる。場合によっては税理士以外の手を借りながら、しかし税理士・経営者が状況を把握した上で取り組む必要がある。

この中で特に①の「計画的なM&Aを経営者に意識付けさせる」ということが根本的に重要だと考えられる。インタビューの中でもそれを思わせる以下のような発言がたびたびあった。

「たしかに税理士は納税額を抑えることを優先的に考えます。また、承継をイメージするときも基本的には親族内承継など、企業価値が関係ない場合です。その場合は株価を下げたほうがよいので、全く逆の働きになる。そういう業務をやっていたらいきなり経営者から譲渡価格が低いと言われても当たり前の話です。」（税理士）

「結局は経営者の意識次第です。正直、もっと早くからM&Aの話を税理士にしてくれていればもっと高く売れただろうに、というケースはたくさんあります。それは税理士が悪いわけではありません。経営者が責任をもって話し合うべきことです。」

（M&A 事業会社）

また、①-③のいずれにしても、当人たちを説得する（啓蒙する）ということだけでは課題解決の威力が低いと考えられる。仕組みとして経営者が「考えなければいけない」ことというレベルにまで事業承継を引き上げる必要があるだろう。（あくまで、M&A は一つの方法に過ぎないが、少なくとも M&A を含む計画的な経営判断の選択肢を想起してもらうことが必要だろう。）今も中小企業庁や全国各地の事業承継・引継ぎ支援センターが尽力しているものの、大きな成果は現状得られていない。例えば、地方自治体、商工団体、地域金融機関、士業等専門家等の協力を得ながら、事業承継ネットワークによる事業承継診断の取組みが進められており、足下では年間 1 万件超の事業承継計画策定支援を実施している。後継者不足に陥る可能性があるすべての中小企業が意識すべきことに対し、様々な後押しがある中で年間 1 万件超の実績では、127 万社に上る後継者不在の中小企業は到底対応できない。

そこで、事業承継診断シート制度をつくり、その「義務化」を提言する。事業承継診断シートについては、2009 年に行われた「第５回日銀グランプリ」において敢闘賞に選ばれた論文「中小企業 M&A 事業承継を活性化させる新システムの提案―事業承継準備シート―」において提案されている（導入には至っていない）。事業承継準備シートとは、毎年度の決算の度に事業承継に向けての時系列的計画・資産内容・業績分析などを纏めたものである。年度ごとに計画を立てることで、現時点で事業承継Ｍ＆Ａに向けて何を行うべきかを明確にでき、また、毎年度自社の資産内容や業績を把握することで、M&A に向けての基本的な準備が整うことに繋がる。また、事業承継準備シートを軸にして、M&A 仲介業者・金融機関・専門家（税理士等）など M&A に関わる者が、売り手側の情報を画一的に共有することが可能となり、マッチング時の手続きとしても効率的である。
今回、インタビューの中で事業承継診断シートについて意見を尋ねたところ、以下のような返答があった。

「中小企業は自分たちの資産について、相続税評価しかわかっていない事が多い。M&A も視野に入れた企業評価を知ることは、M&A に限らず、株価を意識させ、企業成長につながり得る。」（金融機関）

「早くから M&A を意識し始めたことが私たちの M&A の成功要因だったと思っている。経営者が早めに出口戦略、キャリアの終わりを意識してくれる仕組みを作ることはとてもよいことだと思う。」（譲渡企業経営者）

なお、先述の論文では事業承継準備シート制度を管理・運用する主管機関として

は、独立行政法人中小企業基盤整備機構に一任し、参加企業はM&Aを将来的に検討している中小企業（希望制）であり、事業承継準備シートについては中小企業基盤整備機構の審査・登録を受けた金融機関・M&A仲介業者・買い手となる企業・専門家（税理士等）のみが閲覧できることとなっている。
この論文に対して当時の審査員からの評価の中には「事業意欲のある中小企業経営者に対し、１０年前から買収の対象となるようなシートの登録をさせるには抵抗が予想されます。その辺をどう説得してシートに記入してもらうかが課題であると思います。」という表現がある。
　10年以上経った現在、インタビューの中で改善案について尋ね、以下のような意見があった。

　「我々としてはコストのかかる作業であっても無料で行いたい。将来的な案件獲得につながり、経営者の方と長期計画を立てることでM&Aに限らず支援をしやすくなり、ひいては地域社会への貢献に繋がる。」（金融機関）

「税優遇などで任意提出は議題に上がっているようだが、義務付けとは母数が圧倒的に異なる。義務付けが望ましい。」（公的機関）

「義務付けるならば繁忙期と提出時期をずらすことが望ましいだろう。3月決算の場合は9月提出にするなど。本格的なデューデリジェンスまでするわけではなく、意識付けを促すためのシート作成ならできるはずだ。」（公的機関）

その上で提言する新たな事業承継準備シート制度を管理・運用する機関は中小企業庁。参加企業は全中小企業（義務付け）。その上で、事業承継準備シートの金融機関・M&A仲介業者・買い手となる企業などへの閲覧共有は前提として必要がなく（任意で企業側が提出・共有する事は可能）、制作に多大なコストがかからない簡素なシートとすることが必要である。はっきりとした企業価値、譲渡価格を割り出す必要はなく、「今売ったら自分の会社はこのくらいの価値らしい」という意識付けをさせることが出発点であり、その発展としてより正確な企業評価を受けることが望ましい。例えば、そのような企業評価を金融機関や専門業者が行い、それを中小企業庁に提出した場合には手当や補償金が出るといったインセンティブを設けることが好ましいだろう。先述のインタビューでの回答の通り、企業によっては無償でもやりたいと述べている。ただし、あくまでこれは希望者の場合に限り、前提として全中小企業が計画的な承継を考えるべきことである以上、まずは簡単な形であれ、義務化を提言する。
　研究の限界として、事業承継準備シートの詳細なサンプル作成や作成にあたってのコスト試算、導入にあたっての予算などについては検討ができていない。ただし、事

業承継・引継ぎ支援センターの方からは「実現可能だと思う。ぜひ君が中小企業庁に入って進めてほしいアイディア。」とのお言葉を頂き、計画的な事業承継（M&A）を経営者に意識付けさせるための施策については、今後さらに議論すべき問題であることは間違いない。

また、中小企業庁と仲介サービス機関が連携することで、事業承継準備シートの普及を加速させる事ができると考えられる。例えば、事業承継準備シートを仲介サービス機関を通じて提出する事で、M&A を実施した際には M&A 仲介手数料が利用者（譲渡企業）に対して減額される制度を整える事ができれば、仲介サービス機関にとっての集客と事業承継準備シートの普及を両立させる事ができる。特に、全国銀行協会や全国地方銀行協会などと連携し、その指導の下で一律的に制度化する事が最も効果的だと考えられる。

第三節　価格破壊的アプローチ

ここでは第 4 章第三節で取り上げた「大企業 M&A を前提とした手順・料金が大きな負担になっている」という課題への施策について考察・提言する。以下、制度的な「上からの」変革ではなく、市場原理のもとで考える。価格については多くの産業において競争やイノベーションのもとで変わってきたものであり、M&A は生活基盤となるようなインフラ価格とは異なるものである以上、市場原理のもとで社会的需要に応えるべきだと考えるからだ。（ただし、その補助として支援金などの措置が図られることは他の業界と同じように十分あり得るだろう。）

大企業 M&A を前提とした手順・料金を見直すうえで考えるべきことは何に対して手数料が払われているかである。仲介サービスが提供していることは、①マッチング、②ディールを進める業務（契約書締結、デューデリジェンスなど）の 2 点が主である。つまり、手数料とはすなわち①情報料と②作業費用に大別できる。

「M&A の仕事はマッチングの情報料とディールを進める事務作業の 2 つだけ。その 2 つを一緒くたにせずに分ける発想を持つ事が価格の柔軟性につながると思う。」（公的機関）

これを踏まえ、以下 2 点を提言する

1 点目は①マッチングサービスと②ディールのプロセスを分業できる状態にすることである。仲介サービスの間で差がつく部分は①マッチングの部分が非常に大きい。にもかかわらず、多くの仲介サービスは①、②を一貫して行っているため、②に関しては価格競争が起こる余地もなく価格が硬直してしまうことが懸念される。②に関してだけであれば他の事業者でも可能であることも多く、場合によっては譲受企業（買い手企業）が自社で対応可能な場合もある。良い例が M&A プラットフォーム事業の活

発化である。①マッチングについてはプラットフォーム側がサービスを提供し、②ディールのプロセスに関しては事業者を選ぶことができるようになっている。

「従来のM&A仲介会社はマッチングも人力、企業調査や成約までの業務も当該仲介者が担うものでした。しかし、マッチングのみに特化したM&Aプラットフォームは利用者にとってコストが低く、成約までの業務についてもアドバイザーの選択肢を提示できます。」(M&Aプラットフォーム)

2点目は②マッチングプロセスの一部であるデューデリジェンス業務について、中小M&Aに適し形で低コスト化することである。例えば、国内最大級のM&A総合支援プラットフォームを展開する株式会社バトンズはデューデリジェンスのパッケージ化を進めている。彼らが提供する「バトンズデューデリジェンス（企業調査)」は、小規模企業に特化したDD（企業調査）のプロが時価純資産や正常収益力を見極め、企業や事業の実態を把握することにフォーカスして調査を行うものであり、従来100万円以上かかるデューデリジェンスの費用を398,000円（税込437,800円）で抑える事ができる。また、追加費用無しで中小M&A保険「M&A Batonz」が自動付帯される。これは譲受企業が安心してM&Aを実施するために、買収後に発覚したリスクに対し最大300万円が補償される保険であり、東京海上日動火災保険株式会社と協働開発されたものである。多くの中小企業のM&A実績から、必要な調査項目をパッケージ化したことにより小規模M&A向け表明保証保険を整備することができたのである。また、株式会社バトンズはM&A支援専門家向けに「バトンズM&A大学」というサービスを発信し、「バトンズデューデリジェンス（企業調査)」の担い手となるM&Aアドバイザーを100名以上輩出するなどM&Aの低価格化・普及に努めている。

現状では上記のような例は稀有であるが、このような新興企業・サービスが台頭することで価格破壊が起き、譲渡企業・譲受企業双方が最適な形でM&Aに取り組む事ができる状況が徐々に整っていくことが期待される。また、前節で述べた事業承継準備シートについても本節の提言と重ね、中小M&Aに適し形で低コスト化し手間を極力省いた形でM&Aの普及に寄与する施策が打たれることにも期待したい。

第6章　結論

本論文の考察・提言として大きく3点から述べたが、それぞれの提言で対象としている時期・ポイントが異なっているため改めて整理したい。1点目「M&A 支援機関登録制度のプレゼンス向上・基準の明確化と、中小企業庁からの公的な情報開示・事例共有」はこれからすぐに事業承継の問題に直面する譲渡企業のため、という観点が強く、中小企業庁の監視のもとで仲介者とともに M&A を普及させるという提言である。2点目「事業承継診断シート制度新設とその義務化」については、今後事業承継の問題を抱える可能性がある潜在的な企業に対して長期的な承継計画を促す意味合いが強く（必ずしも M&A を行う企業だけではない)、そのためにも税理士や周辺サービスの連携を深めるために中小企業庁が「上から」介入すべきであるという提言である。3点目「マッチングサービスとディールプロセスの分業」および「デューデリジェンス業務の中小 M&A に適し形での低コスト化」については、M&A をすることが決まった譲渡企業・譲受企業に対して、より幅広い選択肢や価格体系を提供し、M&A の質を向上させるための提言である。いずれの提言も、本論文の目的であった中小企業経営者の計画的な経営判断に寄与するものであると信じている。

成長市場とされつつも社会課題への解決策として期待される中小 M&A 業界の 2022年時点での実態について取りまとめた本論文が、数年後・数十年後には良い意味で時代遅れの情報になっていることを期待したい。

最後に、本論文の執筆にあたりご指導を頂いた指導教員の清水勝彦教授、副指導教員の磯辺剛彦教授、齋藤卓爾准教授に心より御礼申し上げます。また、インタビュー調査にご協力くださったすべての皆様と、インタビュー実現にあたり助力してくださったすべての皆様に深く感謝いたします。

参考文献・参考資料

一般社団法人金融財政事情研究会(2021)『日本の M&A の歴史と未来』一般社団法人金融財政事情研究会
島田直樹（2020)『日本型ブリッツスケール・メソッド 日本 M&A センターの経営成長戦略』日本経済新聞出版
中小企業庁(2008)『中小企業事業承継ハンドブック～これだけは知っておきたいポイント２０問２０答』
三宅卓（2021)『会社を“守る”M&A、“伸ばす”M&A』日本経済新聞出版
・日本政策金融公庫総合研究所［2020］.「中小企業の事業承継に関するインターネット調査（2019 年調査)」、2020 年１月 28 日
・日本政策金融公庫総合研究所［2020］.「経営者の引退、廃業、事業承継の研究」、同友館、2020 年７月
・日本総合研究所［2022］．「中小企業による M&A の現状と課題―その定着に関する考察」、 2022 年 04 月 13 日
・中小企業庁［2016］.「平成 28 年中小企業白書」、2016 年
・中小企業庁［2020］.「中小 M&A ガイドライン」、2020 年３月
・中小企業庁［2021］.「中小企業の経営資源集約化等に関する検討会取りまとめ」、2021 年４月 28 日
・中小企業庁［2021］.「令和３年中小企業白書」、2021 年
・経済産業省ホームページ（http://www.meti.go.jp/）
・厚生労働省ホームページ（https://www.mhlw.go.jp/index.html）
・総務省統計局ホームページ（http://www.stat.go.jp/）
・中小企業庁ホームページ（https://www.chusho.meti.go.jp/）
・独立行政法人中小企業基盤整備機構（https://www.smrj.go.jp/）
・日本政策金融公庫（https://www.jfc.go.jp/）
・帝国データバンクホームページ（http://www.tdb.co.jp/index.html）
・東京商工リサーチホームページ（http://www.tsr-net.co.jp/）
・レコフホームページ（https://www.recof.co.jp/）
・日本 M&A センターホームページ（https://www.nihon-ma.co.jp/）
・事業承継・M&A エキスパート協会ホームページ（https://www.jme-a.jp/）
・一般社団法人 M&A 仲介協会（https://www.ma-chukai.or.jp）
・M&A キャピタルパートナーズホームページ（https://www.ma-cp.com/）
・M&A 総合研究所ホームページ（https://masouken.com/）
・ストライクホームページ（https://www.strike.co.jp/）