



中小企業支援に携わる弁護士が
知っておくべき
M&Aの基本的事項について

@大阪弁護士会研修会
平成29年3月27日

三谷 康生

今回のテーマ

(1) M & Aの基本的事項

- M & Aの戦略と目的
- M & Aのスキーム
- ディールフロー概観
- 企業評価

(2) 日本のM & Aの変遷

- 件数推移とその背景
- ディール推進者の変遷

(3) 中小企業M & Aへの適切な助言のために

- Buyer/Sellerの動機
- アドバイザー（仲介業者）の思考形態を知ろう
- アドバイザー（仲介業者）の必要性を考える
- 論点考察

M&Aの戦略と目的

(1) 営業シナジー

a. 総論

シナジー (Synergy)

物理学用語、複数の物質が一緒になることによって、それぞれが単独で存在するよりも大きな力を発揮すること。転じて、複数の企業が別々に事業活動するよりも、一体化して活動するほうが効率性が向上し企業価値も大きくなること。

i 規模の経済性

ii 範囲の経済性

iii 経営資源の補完性

iv 垂直統合の経済性

v 効率性の向上

M&Aの戦略と目的

b. 水平統合

- 同種の製品やサービスを提供している企業同士のM&A
- 現実のM&Aの大半が該当。規模の経済性を狙うことが多い

c. 垂直統合

- 製品、サービスの売手の企業と買手の企業のM&A
- 親子会社間で実行されるケースが多い

(2) 財務シナジー

• 典型的なケース

成熟産業A社は新規投資・研究開発費はほとんど不要なため、安定した売り上げによって潤沢なCFを創出

一方、成長産業B社は設備増強等資金需要旺盛で外部からの資金調達が必要
両者のM&Aにより、A社の余剰資金をB社が利用でき、資金調達コストの低いA社の活用により資金コストが節約できる

M&Aの戦略と目的

(3) 多角化

- 外部要因

企業は業界内での企業ポジションが固まり売上安定するとFCFが潤沢となり、多角化による投資対象探索誘引も持つ

- 内部要因

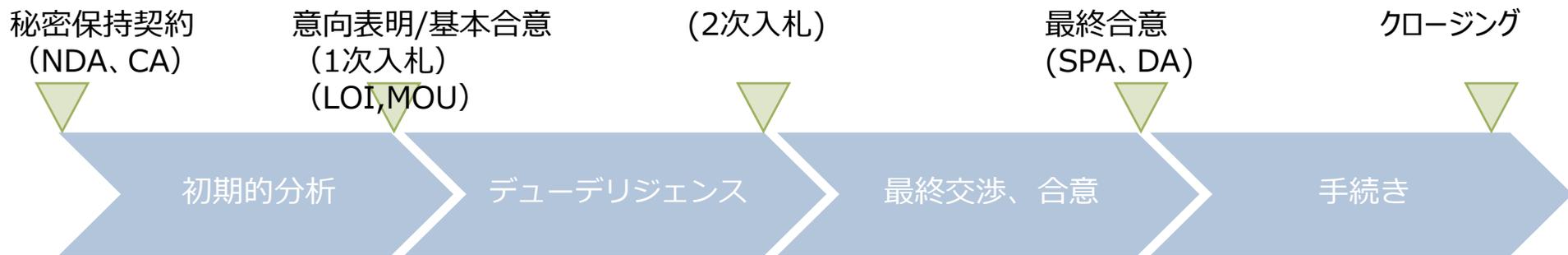
企業は事業活動を続けるうちに、他の用途に転用できる経営資源を知らず知らずのうちに蓄積し、中には有望な新事業につながるものがある

経済成長期の安易なM&Aが、結果的に「選択と集中」という名の下に後に損切りを強いたため、「多角化」そのものに否定的なイメージがあるが、市場縮小が明らかな業界では、多角化以外には生き残り策がないのも事実である

M & Aのスキーム

- (1) 合併
- (2) 株式交換
- (3) 会社分割
- (4) 事業譲渡
- (5) 株式取得

ディールフロー概観



項目	秘密保持契約	意向表明/基本合意	2次入札	最終合意
■ 取引の法的拘束力	なし	なし	原則としてなし	あり
■ 買収価額の提示	不要	原則として提示	提示	合意
■ 独占交渉権	なし	なし (買い手からは求めていく)	原則としてあり	あり
■ 公表	なし	要検討	要検討	原則として開示

企業評価の概念

(1) 価値と価格

価格 = 売り手と買い手の間で決定された値段

(当事者間で取引として成立)

価値 = 評価対象会社から創出される経済的便益

(評価の目的や立場・状況によって一物多価となる)

(2) 企業価値概念

事業価値	事業から創出される価値	
企業価値	事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値を含めた企業全体の価値	
株主価値	企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値	
	株式価値	特定の株主が保有する特定の株式の価値 例えば、ある株主が保有する普通株式あるいは種類株式の価値

企業評価の方法

(1) 評価アプローチと評価法、その特徴

アプローチ名	内容	評価法	客観性	市場での取引環境の反映	将来の収益獲得能力の反映	固有の性質の反映
インカム・アプローチ	評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュフローに基づいて価値を評価する方法	FCF法 調整現在価値法 残余利益法 配当還元法 利益（収益）還元法	△	○	◎	◎
マーケット・アプローチ	上場している同業他社や、評価対象で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法	市場株価法 類似上場会社法（倍率法、乗数法） 類似取引法 取引事例法（取引事例価額法）	◎	◎	○	△
ネットアセット・アプローチ	主として評価対象会社の貸借対照表記載の純資産に着目して価値を評価する方法	簿価純資産法 時価純資産法（修正簿価純資産法） その他	◎	△	△	○

(2) 総合評価

総合評価の方法	内容
単独法	評価アプローチの中から特定の評価法を単独で適用して、価値評価を行う方法
併用法 (重複併用法)	複数の評価法を適用し、一定の幅をもって算出されたそれぞれの評価結果の重複等を考慮しながら、評価結果を導く方法
折衷法	複数の評価法を適用し、それぞれの評価結果に一定の折衷割合を適用して、加重平均値から評価結果を導く方法

価格決定のメカニズム

M & Aにおける譲渡価格はM & Aの最大の交渉条件

売り手としては高く売りたい、買い手は安く買いたい、というのは自然なこと

売主の譲渡希望価格について

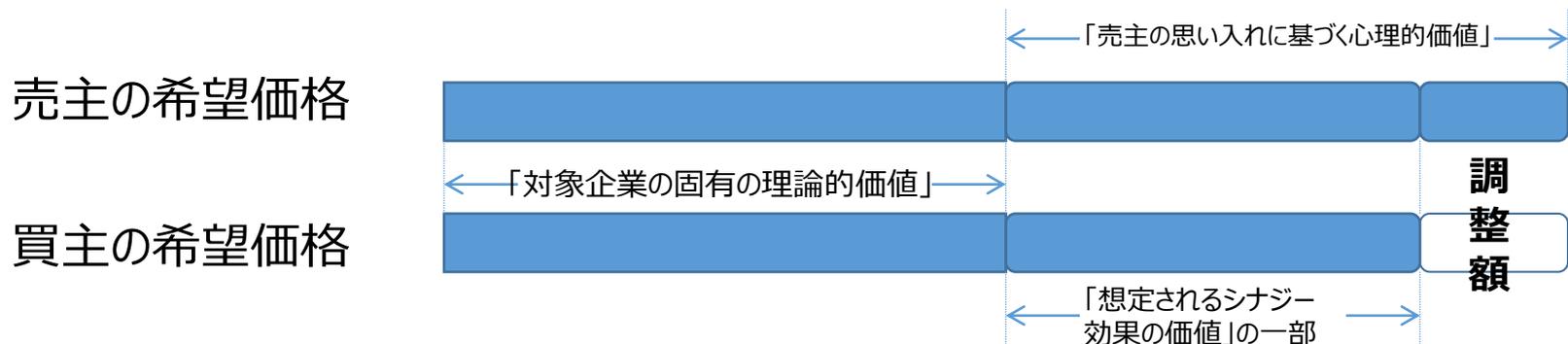
譲渡希望価格

=「対象会社の固有の理論的価値」+「売主の思い入れに基づく心理的価値」

買主の譲受希望価格について

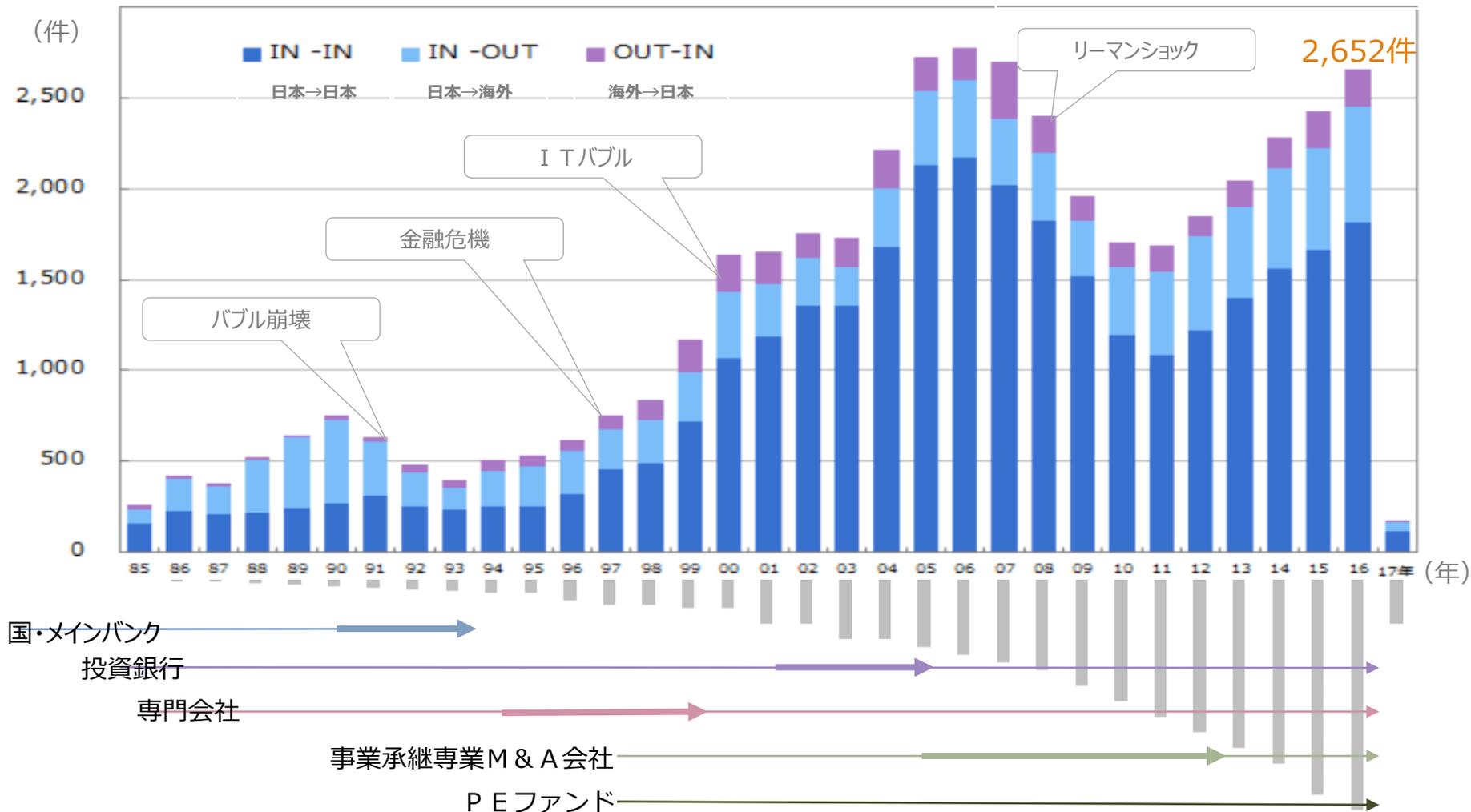
譲受希望価格

=「対象会社の固有の理論的価値」+「想定されるシナジー効果の価値の一部」

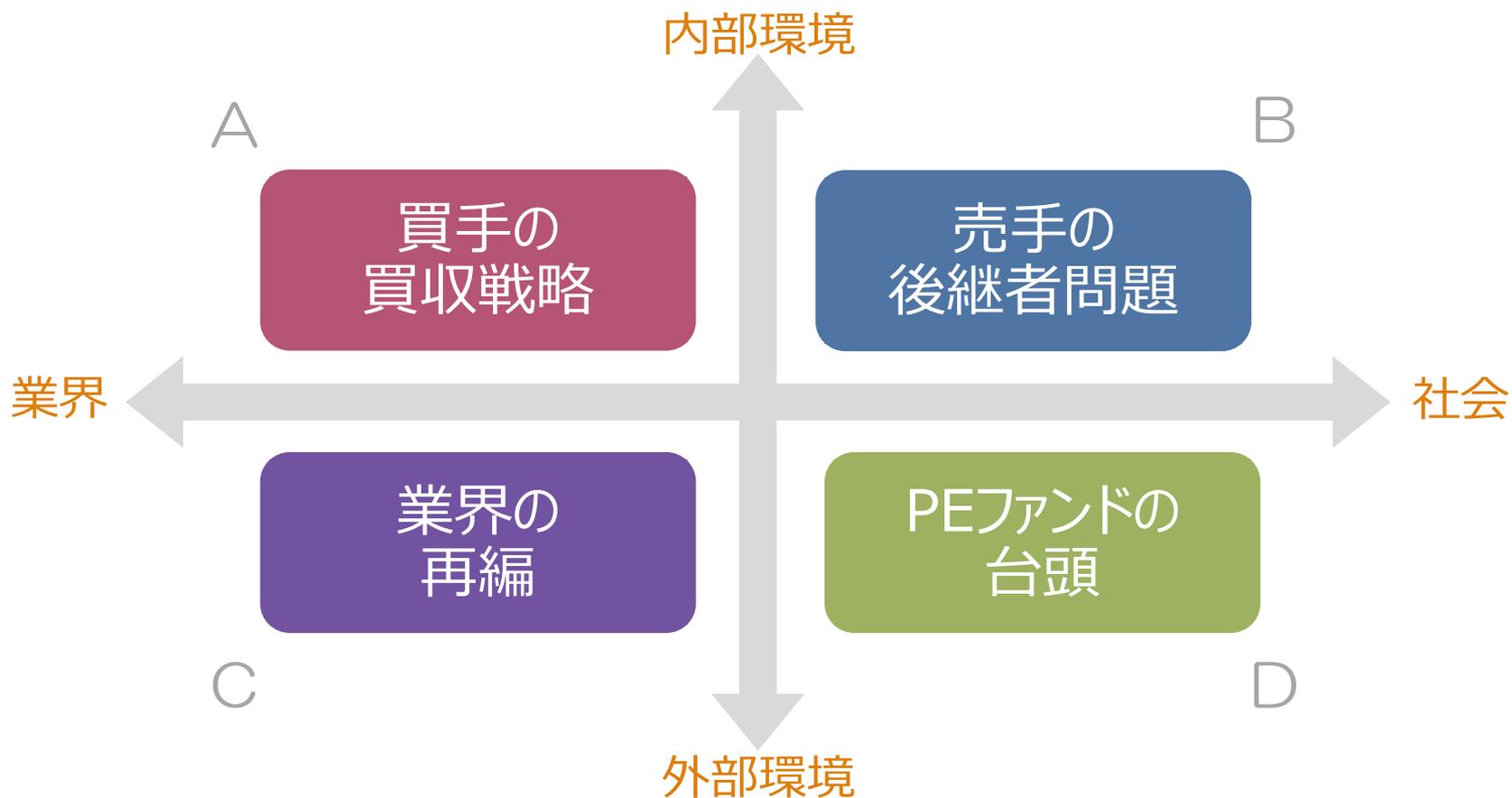


M & A 件数の推移

株式会社レコフ「MARR」を基に加筆



M & A 増加の背景

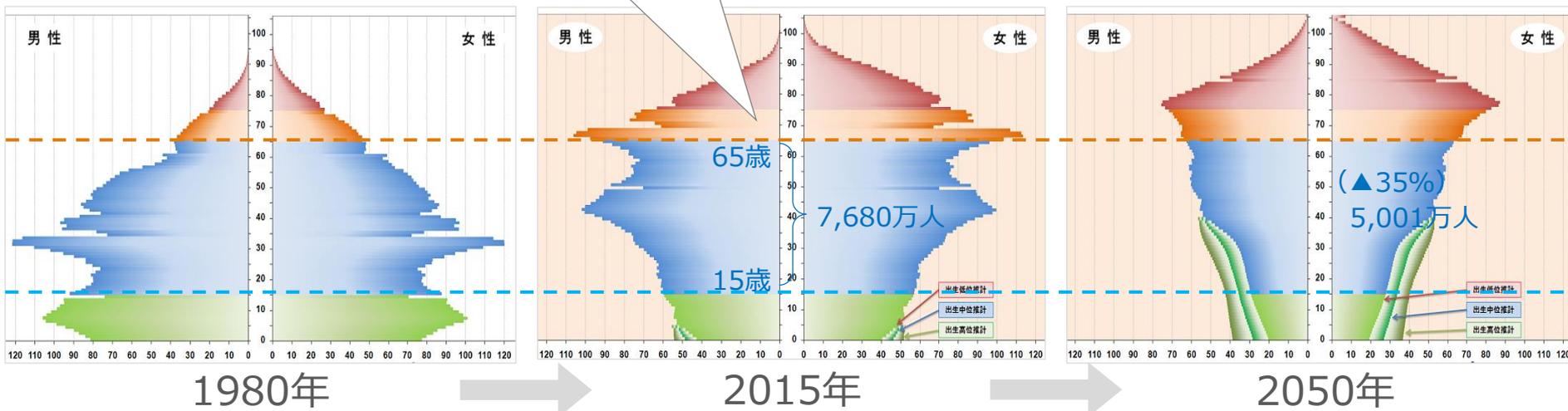


M & A 増加の背景

A 買手の買収戦略

団塊の世代：800万人
→ 全て65歳以上へ

国立社会保障・人口問題研究所 (歳/万人)
(資料：1920-2010年/国勢調査、推計人口 2011年-/日本の将来推計人口)



縮小する国内マーケット

- ・国内企業同士の合従連衡
- ・海外企業の同業を買収
- ・コンテンツを有する企業と提携

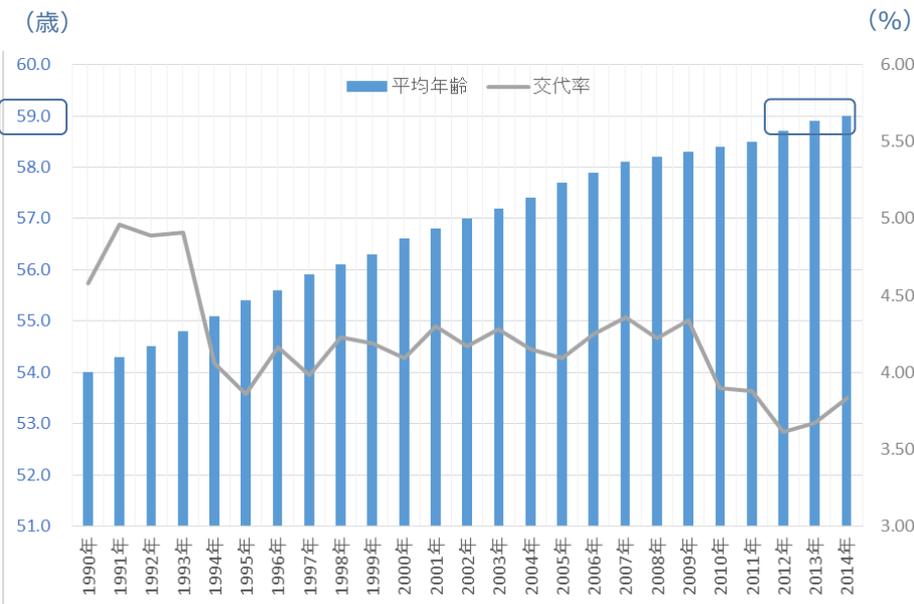
- 寡占化による生き残り
- 世界展開の確保
- 新たな市場の形成

M & A 増加の背景

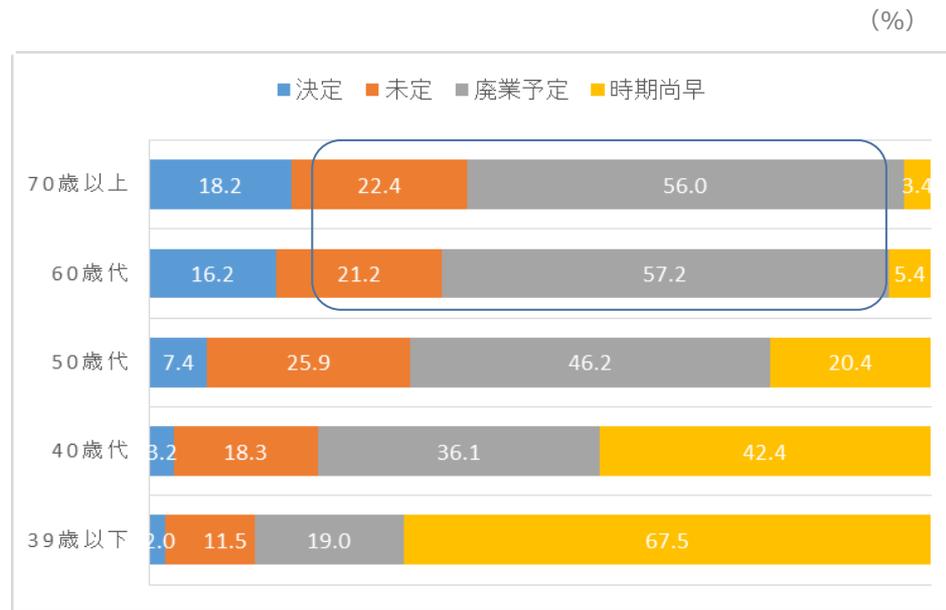
B 売手の後継者問題

社長の平均年齢： 59歳

後継者が不在： 78%



帝国データバンク「2015年全国社長分析」

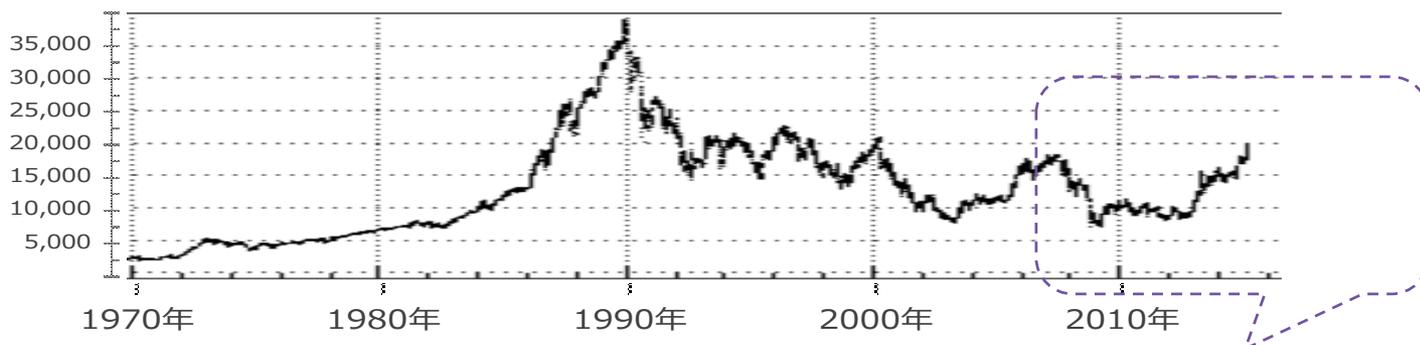


日本政策金融公庫 (2016.02)
「中小企業の事業承継に関するインターネット調査」

M & A 増加の背景

C 業界の再編

日経平均プロフィール「日経平均株価の推移」



銀行主導型

救済型

業界再編型

高度経済成長期

通産省・大蔵省と
メインバンクの誘導
によるM & A

バブル崩壊後

経営破綻先や悪化先
に対する資本参加
(ファンドの登場)

規制緩和

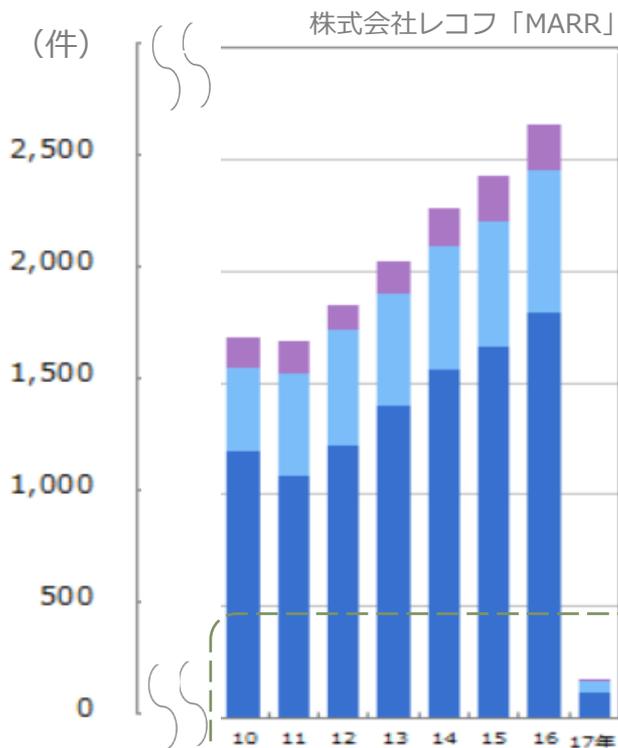
ex. タクシー
ex. 人材派遣
ex. 医療・介護

業際拡大

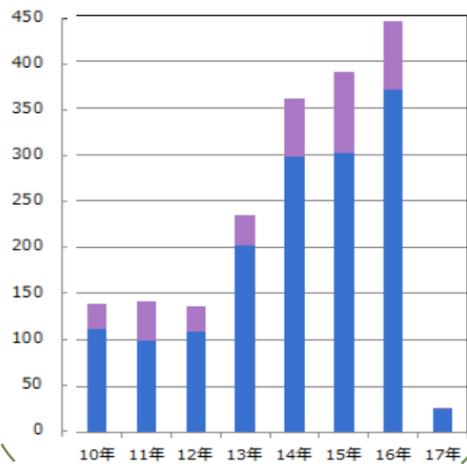
・ I O T
・ オムニチャネル
・ 仮想通貨

M&A増加の背景

D PEファンドの台頭



ファンドによる M & A 件数



- 空前の低金利継続
- ファンド活用の一般化
- 大型再生案件の減少
- 金融危機時の投資案件 Exit到来

- 投資対象の多様化
- 中小企業への投資に特化したファンド登場

ディール推進者の変遷

- 高度経済成長期
- バブル出現前
- バブル期
- 金融危機
- I T バブル期
- 敵対的買収の増加
- P E ファンドの台頭
- 事業承継型の定着
- 現在

事業承継型 M & A に吹く風

親族内の承継が困難

- いない/継がない/継げない

M & A 成功事例の増加

- 経験者の情報、薄れる抵抗感

M & A への後押し

- 公的機関 / 銀行 / ファンド

M & A 手法の優位性

- 手続きの簡易さ・税制面の優遇

相手先の探索
両者の利害調整
税務、各種法制 …etc

ビジネスとして30年
上場企業誕生から10年

ノウハウを蓄積した
アドバイザーも存在感
を増している、が…

Buyerの動機

事業領域拡大

- 既存事業への閉塞感
- 「問題解決型」
- 「救済型」
- 経営陣の交代
- 「お祭り型」
- 投資機会
- 「テーマ型」（オムニチャネル 等）
- 株主からの圧力

Sellerの動機

- オーナー（経営者）による事業承継ニーズ
- 「生き残り」をかけた水平統合
- 選択と集中
- （リスク回避型）選択と集中
- 企業存続のための「虎の子」の売却
- 投資回収機会
- 経営陣の交代
- 「先人の呪縛からの解放」型
- 金融機関からの圧力
- 法令・政府からの圧力
- 株主からの圧力

Q. M&Aディールには何が必要か？

A. Seller 譲渡対象企業（事業）

あるいは、合併や経営統合を考える企業

Sellerの動機（再掲）

- オーナー（経営者）による事業承継ニーズ
- 「生き残り」をかけた水平統合
- 選択と集中
- （リスク回避型）選択と集中
- 企業存続のための「虎の子」の売却
- 投資回収機会
- 経営陣の交代
- 「先人の呪縛からの解放」型
- 金融機関からの圧力
- 法令・政府からの圧力
- 株主からの圧力

Sellerの受動的動機から
生ずるディールだけでは
Buyerのニーズは満たせない

さらに

M & A アドバイザーが
ビジネスとなったことによって
「Seller・Buyerを創出すること」
が必要となった

Seller創出のために

(1) 提案型

- 経営統合提案
- 売却提案

株主に対して（創業家オーナー、P Eファンド）

親会社に対して

事業部門に対して

⇒Buyerも創出する必要がある

(2) Seller発掘・囲い込み型

a. イベント活用型

オリジナル、地方銀行・会計事務所・新聞社共催

- 事業承継セミナー
- 株価診断セミナー

Seller創出のために

b. ネットワーク活用型

- メガバンク、証券会社、（カタカナ）生保

c. 業界横断型

- 卸売業
- 業界コンサル

d. ネット活用型

- 売却に関心ある人間をSEO対策等で引き寄せる

(3) Buyerからのリクエストによるアプローチ型

(4) 債権者地位活用型

- 経営再建中の企業に対する金融機関 等

アドバイザーをビジネスとして考える

(1) 提案型

- 元々はこの手法からスタート、これしかなかった
- (2) の手法の台頭により、事業会社側の期待値が下がる
- 提案内容がヒットしたからといってアドバイザーの地位に立てる保証はない

(2) Seller発掘・囲い込み型

- 排他的地位を確立することが容易であり、希少性・優位性を有する案件においては、フィーを含めたディールコントロールが容易となる（そうでない案件においては、滞留等によるレピュテーションリスクを負うこともある）
- これにより、「仲介」の地位を獲得することも可能
- 潜在Sellerへのアプローチにおいて何らかの優位性を有する必要がある

(3) Buyerからのリクエストによるアプローチ型

- プッシュ型の営業力が必要となり、リクエストに応えられないリスクが比較的高い
- アプローチ先は受動的なSellerとなるため、価格交渉が困難

(4) 債権者地位活用型

- アドバイザーとしてのビジネスとはいえない

アドバイザーをビジネスとして考える

※アドバイザー等による創出を必要しない能動的なsellerのケースも増えています

i 入札 F A

ii ディールが組みあがった後の F A

これらについては「コモディティ」となっており、フィー設定をキーファクターとする、ビューティコンテストが行われるため、収益性は極めて低いものとなります

「プレスリリース」での公表、「トムソンロイターランキング」による投資銀行としてのアピールを重視するところは積極的に参加しています

一方、「コモディティ」ではあっても、T O Bを伴うディール等においては、店舗網や知名度を有する大手証券が、相応のフィーで受託できるケースがあるのも事実です

アドバイザーの必要性を考える

- (1) ノウハウ不足の補完
- (2) 直接交渉による交渉決裂の回避
- (3) M & A 戦略担当セクションのリスクヘッジ
- (4) 弁護士・会計士等のチームアップ・ワンストップ化
- (5) 情報開発・案件創出ルート
- (6) 案件推進役
- (7) 相手側のコントローラーとして
- (8) T O B が絡む場合
- (9) セカンドオピニオン
 (「仲介」型アドバイザーオリジネーションの場合)

⇒これらの必要性が全てなければアドバイザーは不要？

論点考察

(1) M & Aにおける仲介業務とその注意点

- 業法規制がない（金融商品取引法は別論とする）
- 業務範囲の逸脱や一方当事者の利益の実現がしばしば発生
- 準委任契約（実現不保証、当事者の判断と責任に委ねる）

(2) 仲介業者との契約における注意点

- （狭義の）サバイバル条項
- 専任専属条項
- 開示制限条項

(3) 仲介業者の業務進行における注意点

- 依頼者からは仲介業者の活動は見えない
- 依頼獲得がゴール、ということも

アドバイザーのルール？

候補先

数多くの候補先
任せて安心

手数料

レーマン・最低額
業界で決まっています

秘密保持

誰にも相談
してはいけません

事業承継

全株売却して
ハッピーリタイア

「業界の常識」や「業者の慣習」に対し
クライアントのスタンスを明確にさせる助言が必要