

非上場企業を対象にしたM&Aの実際

TOKYO企業情報株式会社 代表取締役社長 古川 英一

1. 本稿の目的

非上場企業が対象となるM&Aが拡大している。新聞報道¹によると2006年1月～9月における非上場企業が対象となったM&Aの件数は、前年同期比に比べ13%増加した。非上場企業同士のM&Aは公表されていないケースも多く、実際はこの数字を上回っているものと見られる。その要因としては、後継者に悩む中小企業経営者の事業承継や、大企業の事業再編のための子会社の売却の増加などが指摘されている。

非上場企業とは一般に、取引所等に上場していない企業のことを指すが、必ずしも企業規模が小さい中小企業というわけではない。大企業グループであっても、上場会社である親会社以外のグループ企業のほとんどは、非上場企業である。一方で、所謂中小企業の大部分は非上場企業であり、かつ、同族企業でもある²。日本の法人数が約257万社（株式会社は約104万社）³といわれている中で、上場企業の数はずか約4,000社であり、99%以上は非上場企業ということになる。その中でも98%以上は資本金1億円未満の中小企業であり、雇用ベースでも70%以上を中小企業が占めている⁴。

平成13年に中小企業庁が実施したアンケート結果によれば、事業承継にあたって、何らかの障害があると認識している経営者は全体で4割強にのぼっている。また、調査会社の調べでは、中小企業の経営者の平均寿命は60歳に近づき⁵、経営者自身が考える引退の年齢の平均が約67歳であるという調査結果を踏まえて考えると、過半の中小企業は今後10年程度の間、事業承継問題の対応を迫られることになる⁶。

これまで、日本経済の基礎力を中小企業が支えてき

たことは言うまでもない。中小企業の優れた技術や技能が継承され、健全に発展していくために、円滑な事業承継の方法としてM&Aが果たす役割は大きく、中小企業の経営者にM&Aが幅広く活用されることが望まれる。

本稿では、非上場企業を対象としたM&Aの場合に、上場企業の場合と比較して、留意しなければならないポイントをまとめ、非上場企業のM&Aで陥りやすい問題点を整理する。

なお、非上場企業の中には、証券取引法に基づき有価証券報告書提出している企業も含まれるが、本稿では対象にしないことを予めご了承ください。

2. 事業承継におけるM&A

非上場企業の経営者にとって、事業承継のためにとりうる手段は、1) 親族への承継、2) 役員・従業員等の社内関係者への承継、3) M&Aの3つが考えられる。これまで、非上場企業、とりわけ同族企業においては、親族への承継が最も多い手段となっていた。理由の一つとして、中小企業のほとんどは同族企業であり、会社の資金調達のために個人財産や個人保証を銀行等へ提供しているなど、一族の財産が企業経営の中に事実上組み込まれていることが多く、親族内で承継せざるを得ない状況が挙げられる。

事業承継には、会社の資本を誰が継承するかという「所有」問題と、後継社長として誰が会社を運営するかという「経営」問題とがある。同族企業であっても、親族の中で後継者が見当たらない場合などには社内外から経営者を探すことになるが、もともと同属企業は所有と経営が一致しているため、所有権（資本）の引

1 日本経済新聞朝刊11面（平成18年10月7日）

2 国税庁「平成16年分税務統計から見た法人企業の実態」（平成17年12月）によれば、資本金又は出資金が1億円未満の企業のうち、約95%が同族会社（株主等3人以下及びこれらの同族関係者（個人及び法人）が有する株式の総数又は出資金額の合計額が、その法人の発行済株式の総数又は出資金額の50%以上に相当する法人）とされている。

3 国税庁「平成16年分税務統計から見た法人企業の実態 第12表法人数の内訳」（平成17年12月）

4 中小企業白書（2006年版）

5 帝国データバンク「第27回：社長交代率調査」

6 事業承継協議会「事業承継ガイドライン」（平成18年6月）

受けが後継の経営者の前提条件とならざるを得ない。しかし、金銭的な理由で引き受けられないケースも多く、その際には所有と経営を一体として外部に求めざるを得ない事態となる。このようなケースでは、M&Aが事業承継の受け皿となる。

会社の売却は「身売り」のイメージがつかまとうため、経営者にとって踏み切りにくいと考えられているのも事実だが、M&Aを正しく認識することによって、M&Aによる円滑な事業承継が「成功者」としてイメージされるようになれば、M&Aは事業承継の手法として急速に広まると思われる。

3. 非上場企業をターゲットにしたM&Aの プロセスの留意点

M&Aにおける買収対象が非上場企業の場合、上場会社との最も大きな違いは、対象企業の情報が入手しづらく、対象企業と買手企業との間の情報の非対称性が大きい状況からプロセスがスタートする点である。M&Aプロセスは、言い換えれば、その情報の非対称性を解消していく作業といえるものである。情報には、単なる財務情報だけでなく、経営理念や会社の歴史などの定量化されないものも含まれてくる。以下のM&Aプロセスに順じて、留意点を述べる。

1) 買収ターゲットのスクリーニング

買収ターゲットの選定作業は、通常、まず買収基準を設定し、第1段階の検索の結果として、ロング・リストと呼ばれるターゲット企業リストを作成する。次に、リストアップされた企業の資料を収集し、第2段階の絞り込みを行ってショート・リストを作成する。

買収ターゲットの選定作業では、買収ターゲットの会社情報の量が、このスクリーニング作業の精度を大きく左右する。昨今、インターネットの普及により、自社のホームページを開設している非上場会社も多くなってきており、以前よりは会社情報を入手しやすくなっている。ターゲット企業が非上場企業である場合のスクリーニングでは、民間信用調査機関のデータベースを活用したり、業界団体などがあれば、加盟企業の名簿などを入手して作業を行う。また、一般

紙ではなく、業界紙などの情報を丹念に収集していくことなども重要である。財務情報の詳細は、業法等で財務諸表の開示が義務付けられているような許認可業種を除き、一般に公開されていることはないのも、これも民間信用調査機関を利用することとなる。

また、スクリーニングする際には、売却の可能性を推定する作業も重要である。上場企業であれば、IR活動の一環として様々な情報発信がなされており、ターゲット企業の経営戦略や社長の考え方などを知ることによって売却の可能性を推測する手助けになるが、非上場企業の場合には、業界内での噂や社長の年齢などを頼りに、買手企業側で一方的に推測せざるを得ない場合が多い。ただし、上場企業のグループ企業であれば、非上場企業であっても、親会社のIR資料により、戦略的な適合性の理由から、ターゲット企業が売却対象となりうるかどうかなどを推測しやすい。

2) 買収ターゲットへのコンタクト

ターゲット企業のスクリーニングにより買収候補企業が選定されたら、買収意思を確認するために買収候補企業へ接触しなければならない。その場合に注意すべきは、このような接触が業界内での噂や話題となる可能性があることを認識しておくことである。通常、当事者同士の接触は、業界内でのライバル関係があったり、買収候補企業のプライドを傷つける恐れがあるので、買手企業が自ら行うよりも外部のアドバイザーに依頼した方がうまく行く場合が多い。買収候補企業がオーナー企業である場合には、感情論に発展して冷静な提案がしにくくなる場面も出てくる。一方、買収候補企業に親会社があれば、親会社にまず接触した方が良い。買収候補企業の経営陣への直接の接触は、経営陣の保身を誘発し、提案内容を受け付けられない等の対応をとられる可能性がある。経営陣が必ずしも株主のために行動するとは限らない。

3) 買収ターゲットの分析

買収候補企業が買収提案を検討する段階まで進めば、いよいよM&Aの実務フェーズとなる。ここで重要なことは、これまで買収候補企業に関する情報が極めて限定的な中で提案を行ってきているわけであるの

で、買収候補企業の会社情報をなるべく多く入手し、これまで推測の範囲で考えてきたことを早急に確認し、検証することである。そこで提案の重要な部分に誤解があるようなことがあれば、早い段階で軌道修正を行う必要がある。

会社情報の入手にあたっては、買収候補企業と機密保持契約を締結することとなる。ただし、買収候補企業が最初から要求通りの資料を開示してくれることは稀で、要求した資料に対する回答率は、まだまだ低い段階である。買収候補企業が上場企業のグループ企業であれば、この段階で、外部のアドバイザーに依頼することもあるが、オーナー企業であれば直接的な交渉となることも多く、資料の網羅性に欠けたり、準備などに手間がかかることが多い。

従って、予備的な会社分析や買収価格の検討を行う場合でも、制約された資料で行わざるを得ず、上場企業を対象としたM&A以上に、M&Aプロセスを通じて、情報がアップデートされる度に会社分析や企業評価を繰り返し実行することが重要である。この段階では、書面の資料や数字データに拘るより、ミーティングなどでの口頭ベースで収集した情報に依る方が、対象企業の外部環境分析や内部環境分析を有効に行える場合が多い。

4) 買収価格、スキームの検討

非上場企業の買収価格については、上場企業と違い株式市場の市場株価がないので、評価結果の検証が難しい。従って、いくつかの評価方法を組み合わせることにより、合理的な買収価格を算定することが必要となる。

非上場企業の価格は、上場企業よりも相対的にディスカウントされる傾向にあるが、こうした非上場企業の株価に関するディスカウントは、非流動性割引と呼ばれる。背景には、株式の非流動性の低さや、企業情報の信頼性の低さ、上場企業であれば当然備わっているであろう内部統制等のガバナンス体制の欠如など、経営管理体制の脆弱さがあると考えられている。非上場企業の株価評価において、複数の株価評価方法による算定結果に対してある程度のディスカウントを行う

ことは、リスク回避上も合理的な行動と言える。

DCF法を例にすると、まず事業計画を確認する場合、事業における将来キャッシュフローの見積もりにおいて、スタンドアローン問題などを考慮しておく必要がある。つまり、オーナー企業を買収する場合、オーナー経営者が交代したことによるインパクトが事業計画から欠落していないか、という確認である。特に、オーナー経営者から不動産を賃借していたり、特許や商標権がオーナー経営者に帰属していたりすることで、その買戻しコストを見込まなければならない場合や、オーナー経営者と特定顧客との深い関係により取引が成立しているような場合の売上・利益への影響額の見積もりなどが必要となる。オーナー経営者が交代したことを契機として、潜在的な訴訟の要因が顕在化するリスクなども買収価格の構成上重要なファクターである。

割引率においても、上場企業では、株式資本コストをその会社のヒストリカルな株価データから直接推定できるが、非上場企業では、類似会社の β 値や産業 β 値を使用して間接的に推定することになる。さらに、小規模企業の資本コストには、小企業プレミアムを上乗せすることなどが実務上は行われている。

一方、M&Aスキームにおいては、非上場企業の方が、証券取引法の規制を受けない分、柔軟性の高いスキームが可能である。典型的な例としては、上場企業で発行済み株式数の1/3を超えるような株式の買付けにあたって公開買付け制度の規制を原則受けるが、非上場企業の場合は、発行済み株式の全部の買付けであっても証券取引法上の規制を受けない。その他、会社法上の組織再編スキーム（合併、会社分割、株式交換、株式移転等）では、少なくとも被買収企業側では株主総会の承認手続きが必要となるが、非上場企業の株主総会の招集手続きは、譲渡制限会社であれば原則として1週間前の通知で足り、機動的にM&Aの実行スケジュールを組むことができる。

5) 基本合意書の締結

基本合意書の締結の目的は、売り手と買い手で合意してきた内容を両者で確認することにある。特に、デ

ューデシリジェンスの実施前の段階で、買収予定価格の前提となった条件および事実関係を具体的に織り込んでおくことが重要である。これまで述べてきたように、非上場企業を買収対象とした場合には、上場企業の場合と比べて、企業情報の信頼性や網羅性が劣っていることが多い。従って、非上場企業を対象にしたデューデシリジェンスでは、基本合意段階での認識と大きな相違が生じてくる可能性が高いため、曖昧さを極力排除したより明示的な内容の基本合意書の作成を心がけるべきである。

6) デューデシリジェンス

デューデシリジェンスは、買い手にとってM&Aのプロセスの中で最も重要な作業である。特に買収対象企業が非上場企業の場合には、M&Aの成否を決めるといっても過言ではない。オーナー企業の場合、この時点まで経営者以外の誰も当該M&Aについて知らない状態であることもよくあり、その場合には、幹部社員へのインタビューなどにも制約が生じ、デューデシリジェンスの実効性を妨げることに繋がる場合もある。

つまり、M&Aの買い手の本質的なリスクは、限られた時間内で実施したデューデシリジェンスを通じてしか買収対象企業を理解できておらず、情報が不足したままM&Aを実行することである。ほとんどの非上場企業の場合には、その財務諸表に監査証明が付されていることはなく、また、上場企業ほどの社会的な責任感が無く、経営者もディスクロージャーに対する認識が希薄な場合が多い。買収対象企業が意図的に隠蔽するケースなどは論外であるが、買収対象企業がそもそも問題点に気付いていないケースや情報の重要度を買収対象企業が勝手に判断して買い手に対してその情報を提供しないケースなどもある。また、内部統制などが十分に機能しておらず、デューデシリジェンスの過程の中で問題点が見つかり、買収対象企業もそこで初めて認識するようなお粗末なケースもある。

4) で述べたオーナー経営者のスタンドアローン問題もデューデシリジェンスの重要なチェックポイントで、買収対象企業のこれまでの強みが、アフター

M&Aでは、弱みやリスクに変わることがよくあるので、留意が必要である。

7) M&A契約書の締結とクロージング

最終M&A契約書では、デューデシリジェンスの結果を反映して、M&A条件の再調整がなされることになる。ここでは、上場・非上場企業の違いというよりも、オーナー経営者が売主となる場合の留意点を述べる。

オーナー企業によくあることだが、退職慰労金の支払いや会社の資産が公私混同される場合に、M&Aにあたってこれを如何に処理するかが、交渉上の重要なポイントになる。オーナー経営者にとっては、これからの人生の大切な軍資金となるので真剣である。このような問題は、プロセスの最終フェーズにクローズアップされると感情的な議論になることが多いため、基本合意書を締結する時点で交渉テーマとして議論を尽くし、あらかじめ解決方法を合意しておくことが肝要である。また、アフターM&Aでも、引き続き経営者として陣頭指揮をとる場合には、予め目標設定とそのインセンティブを決めておいたほうが良い。M&Aの最終段階になると、当事者にとっては案件を成立させることに没頭しているケースが多いので、問題をできるだけ先送りにしないように心がけるべきである。オーナー経営者は多額の財産を築くので、従来の経営に対する情熱さや真剣さは期待できないし、買収後に親会社の下で働くことで自尊心が傷つき、うまくいかないケースも散見される。

また、M&Aに関するディスクロージャーにおいて、買い手が上場企業であれば適時開示ルールに則った情報開示が求められるが、売主として、特に買収価格などが公表されることに抵抗を示す場合もある。取引所の規則である以上、適時開示を行わないことはできないが、売主がディスクロージャーに関する知識に乏しいことが多いので、予め取引所規則等と適時開示の役割を理解をしてもらうように務める必要がある。

4. まとめ

非上場企業を買収ターゲットとする場合と上場会社をターゲットとする場合とで、M&Aの本質的なもの

が違うわけではない。M&Aは経営戦略に則って、シナジーを求める経済行為であり、適切な投資回収ができる投資基準で買収契約がなされるという点では、上場企業であっても非上場企業であっても何ら変わりはない。

しかし、M&Aの裾野が広がり、中小企業も含めた非上場企業が買収当事者となる比率が高くなる昨今、売り手も買い手もM&A行為を正しく理解した行動が求められる。特に非上場企業は、会社法上の公告等を除けば、基本的に情報を開示する義務のない企業であるわけだから、ディスクロージャーに対する見識の違

いや社会的な責任感の違いが、本稿で述べたM&Aのプロセスの留意事項の背景に存在するのである。非上場企業のM&Aにおいては、上場企業の場合と異なり、M&Aが株式市場を通じて市場の効率性に従った牽制機能や経営者に対する規律付けの役割を果たすことはないものの、非上場企業の経営者層にM&Aが幅広く受け入れられ、M&A市場が健全に育成されれば、上場・非上場を問わず企業支配権の適切な移転行為が促進され、企業活動の永続と経済活動の活性化に大きく寄与するものと考えられる。

受講者募集

税務研究会・M&A Review共同企画：

第9期「企業成長戦略とM&A実践講座」 2007年1月18日開講

【開催要領】

- * 受講時間：全15回（30時間）
- * 日 程：1月18日（木）～3月12日（月）毎週月・木曜日18：15～20：15
- * 受講料：260,000円（消費税込み）
- * 開催場所：税務研究会実務研修センター（東京都千代田区三崎町2-20-9 税研第2ビル）

【カリキュラム】

(1) 経営戦略におけるM&Aの役割、(2) M&Aとコーポレートガバナンス、(3) M&A取引のプロセスとアドバイザー業務、(4) 事業再編におけるファンドの活用、(5) バイアウト市場とLBO、MBO手法の活用、(6) M&Aにおける株価・比率算定等、(7) M&Aにおける資金調達、(8) M&Aシナジー効果を上げるための人事・組織統合戦略、(9) 新会社法に基づく法律問題、(10) 企業再編における会計問題、(11) 企業再編のタックスプランニング、(12) 未上場会社（中堅・中小企業）におけるM&A、(13) 事業会社におけるM&Aの実際、(14) TOBのプロセスと敵対的買収をめぐる諸問題、(15) 企業成長のためのビジネスモデル・イノベーションとM&A

【講師陣】（講義順・敬称略）

島田裕二（ゴールドマンサックス証券）酒井雷太（MIDCグループ）高瀬圭太（三井住友銀行）本澤実（日本みらいキャピタル）東伸之（野村プリンシパル・ファイナンス）岩田宣子（GMDコーポレートファイナンス・KPMG）大畑康寿（みずほキャピタルパートナーズ）西口尚宏（マーサ・ヒューマン・リソース・コンサルティング）藤田浩（森・濱田松本法律事務所）久保田孝一（監査法人トーマツ）田島龍一（税理士法人トーマツ）古川英一（TOKYO企業情報）中津武（資生堂）貫名保宇（モルガンスタンレー証券）金巻龍一（IBMビジネスコンサルティングサービス）

【お問合せ・お申込み先】

- * 税務研究会M&Aネット事務局：Tel. 03 (3264) 6120 Fax. 0120 (67) 2209
101-0061 東京都千代田区三崎町2-20-9 税研第2ビル
- * MIDC・教育事業部：Tel. 03 (5294) 1540 Fax. 03 (5294) 1543
101-0021 東京都千代田区外神田3-16-13 日進ビル