

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年3月31日現在

機関番号：34304

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2009～2011

課題番号：21530368

研究課題名（和文） 中小企業の事業承継における企業価値評価とM&Aの成功要因

研究課題名（英文） Successful Factors of Mergers & Acquisitions and Corporate Valuation for the Succession of SMEs.

研究代表者

中井 透 (NAKAI TORU)

京都産業大学・経営学部・教授

研究者番号：50237202

研究成果の概要（和文）：

本研究は、中小企業における事業承継を、子息等への親族間承継と第三者への事業譲渡に分け、後者をM&A取引の一つと位置づけた上で、M&A取引価額の算出基準となる企業価値の決定要因を明らかにすることを目的としている。この目的達成のために、1) 事業承継がその後の企業業績に与える影響とその内容を分析することで「事業承継によって新たに創出される価値」について定量、定性の両面から考察するとともに、2) 事業譲渡にともなうM&A価額算出基準とその決定のプロセスについて検討を行っている。

研究成果の概要（英文）：

The purpose of our study is to examine about an ideal method of the corporate valuation in the succession of the small and medium-sized companies. To achieve this goal, we made a comparative study of valuation for succession value between net-assets value method and the discount cash flow method. We also made a regression analysis to find determinants of corporate value.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	700,000	210,000	910,000
2010年度	600,000	180,000	780,000
2011年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	1,900,000	570,000	2,470,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：企業経営、中小企業、事業承継、M&A

1. 研究開始当初の背景

(1) 本研究が必要とされる社会的背景

本研究テーマを設定するに至った背景は以下の通りである。

まず、オーナー企業を中心とした中小企業が後継者難に直面している実態である。従来

まで「廃業」という選択を余儀なくされてきたものに、事業譲渡型M&Aという新たな選択肢が加わることで、オーナー経営者のみならず従業員を中心とした多くのステークホルダーの富が維持・増大することになる。世代交代時に事業の継続を望む中小企業にと

って、事業譲渡型M&Aは重要な検討課題のひとつとなりつつある。

次に、中小企業がかかわるM&Aの増加である。大企業のM&Aや事業統合に関する情報が各種メディアで取り沙汰されるにつれて、中小企業においても、M&Aに対する否定的なイメージが薄れつつある。加えて、新会社法の施行により、M&Aが中小企業にとって重要な成長戦略として機能するようになった。

(2) 理論的枠組み構築の必要性

上記のような背景があるにもかかわらず、事業承継におけるM&Aについて、アカデミックな視点から取り上げた既存研究はない。本研究では、「企業価値」というキーワードから、事業承継におけるM&Aを理論的枠組みの中で整理し、分析を行うことで、研究対象としての新たな分野を構築しようとするものである。

2. 研究の目的

(1) 効率的事業承継のためのモデル構築

本研究では、事業承継の効率性に焦点を当て、効率的に事業承継が行われたかどうかについての評価を2つの観点からおこなう。

まず、事業承継された企業が、承継前の経営者によって蓄積された経営資源を毀損することなく有効活用して効率的な経営が行われているかという観点である。これについては、事業承継後の企業業績の変化を見ることによって、どのような事業承継のパターンがその後の業績にプラスの影響を与えるのかを考察し、望ましい事業承継についてのモデルを構築する。

つぎの観点としては、第三者事業譲渡型M&Aの効率性である。その際、事業承継が効率的であったかどうかの判断は売却価額（M&A成立価額）となる。将来の期待収益を現在価値に割り引いたものとして認識される売却価額が高いほど、事業承継後も高い業績が期待されているということになるが、この価格決定プロセスと企業価値評価の関係を分析対象とすることで第三者への事業譲渡が効率的であるかを分析するものである。

(2) 企業価値向上のための指針の提供

オーナー企業経営者を中心に、所有と経営が一致するような中小企業においては、これまで、企業価値の向上についてあまり関心が寄せられてこなかった。本研究において、買

取価額算定のための企業価値評価モデルを構築することで、中小企業の経営者は、自社の価値を高める施策を検討することが可能となる。このことを通して、中小企業の企業価値向上のための指針を提供することを目的に置いている。

3. 研究の方法

(1) 研究対象

事業承継は、「承継されるものは何か」の観点から、物的承継（財産の承継、モノの承継）と人的承継（経営者・事業経営の承継、ヒトの承継）に大別される。中堅・大企業を対象とした先行研究では、これら2つのうちどちらかひとつに焦点を絞ったものが多い。本研究では、中小企業を研究対象とし、その中でも特に多数を占める同族企業に焦点を当てている。わが国における中小同族企業の多くは経営者が大多数の株式を保有しており、いわゆる「所有と経営の一致」がみられるのが特徴である。このことから、「所有」機能の承継である物的承継と、「経営」機能の承継である人的承継の双方を考察対象とすることが重要であるとの認識の下、2つの観点を包含した事業承継の研究をおこなう。

(2) 研究方法

本研究は質問票調査によって得られたデータを分析する定量的実証研究と、その検証結果をもとにさらなる実態を把握するためのインタビュー調査および事例研究による定性的実証研究の、2つの方法によって遂行される。

まず定量的実証研究については、筆者が独自におこなったアンケート調査をもとに、そこから得られたデータを分析している。加えて、東京大学社会科学研究所から提供を受けたアーカイブデータを利用して、2つの多変量解析をおこなっている。具体的には、①事業承継をもたらす企業価値の要因についての分析であり、②「第二創業」としての価値創造の実態についての分析である。

次に定性的実証研究については、事業承継を控えた現任経営者の企業価値に対する考え方、企業価値の評価方法に対する考え方などを知ることを目的として、7社に対してインタビュー調査を実施している。さらに、3社のケースを作成して事例研究をおこなっている。

4. 研究成果

(1) 事業承継としてのM&A

同族企業などにおいて、後継者がいない場合の事業承継の手段として、事業を第三者に譲渡する事業譲渡型M&Aが有効な手段として認識されつつある。本研究では、この事業譲渡型M&Aが事業承継においてどう位置づけられていて、どのように機能しているのかについての考察をおこなった。

中小企業基盤整備機構（2008）によれば、事業譲渡（M&A）を経験したり、検討したりしたことがある企業は4社に1社を超える割合で存在しており、後継者難の中で、M&Aが有効な選択肢として機能していた。また、後継者難などの理由から、自社を他企業に譲渡することについての心理的抵抗感は、半数以上の企業が、あまりないとしていた。加えて、60%を超える企業がM&Aに関心を示していた。また、中小企業庁（2006）によれば、企業を譲渡することについての抵抗感は、小規模企業ほど少ないという、興味深い実態を明らかにしていた。みずほ総合研究所（2008）も、70%を超える企業が、M&Aを事業承継上の有効な手段であるとしながらも、一方でM&Aについての情報不足や支援体制の不備など、環境整備が不十分なため、M&Aが十分に機能していないことを明らかにしていた。

このような実態把握を踏まえた上で、本研究における独自の視点である企業価値評価にかんする分析を加えて考察をおこなった結果、以下のようなことが明らかになった。具体的には、筆者が実施したアンケート調査において、M&Aによる他社の取得は、事業承継のため、あるいは成長のための有効な手段であるとする回答が、とくに子息・子女以外の第三者への事業承継を予定している企業で顕著であり、統計的にも有意であった。後継者問題を抱える企業や同族企業にとって、M&Aという選択肢は十分に認識されていることが確認できたのである。

しかし一方で、既存の調査結果同様に、情報不足や支援体制の不備などを背景とする、M&Aに対しての否定的な考え方も根強く存在することも明らかになった。

M&Aを肯定的に捉えるか否定的に捉えるかは、経営者の価値観や企業が置かれている状況などに依存するが、少なくともM&Aに対する認知度が高まっていること、そして

それゆえに事業承継の選択肢が増えていると認識していることは確認できたこととなる。インタビュー調査においても、後継者候補の実子が戻ってくる気配がない状況下では真剣に廃業を考えていたが、今では「戻って来なければ売却すれば良い」と割り切って考えられるようになった企業が複数社あったことも明らかにした。

しかし、M&Aに対する認知、関心が高まったとしても、最終的にM&Aを成立させるためには買収取引価額で合意にいたらなければならない、そのためには買収取引価額算出の根拠となる企業価値を適正に評価しなければならない。本研究の分析によって、自社の企業価値を適正に評価することについての関心は低く、その方法論も含めて、明確な共通認識がないことが明らかになった。

(2) 企業価値は何で規定されるか

中小企業、特に同族企業における企業価値の評価は、これまでも相続税評価における自社株式の評価額を算出するにあたって、おこなわれてきた。そこでは、相続税額をなるべく低く抑えたい誘因から、自社株式の評価をいかに低くするかが関心事であった。しかし、事業承継の形が多様化する中で、企業価値を適正に評価する必要が生じてきたのである。本研究では、この企業価値の適正評価について、分析をおこなった。

アンケート調査の結果では、企業価値を評価する際の指標として、自社のこれからの成長性・発展性、営業利益の額、経常利益の額を挙げる企業が多くなっていった。財務諸表で表される企業の実績値以上に、今後の成長性、発展性などの将来性を重視する考え方が明らかになったわけであるが、中小企業の場合、将来を予測して適正な評価をおこなうことには困難がともなう。したがって、現実的には、営業利益や経常利益の額が企業価値の評価指標として相応しいことになる。総資産や純資産といった貸借対照表で記載される指標よりも、営業利益や経常利益の額といった損益計算書で示される利益指標の方が、企業価値を評価する尺度として相応しいと考えていることが明らかになった。

ところで、企業価値の評価方法としては、企業の資産価値に着目して貸借対照表をもとに企業価値を算出する純資産価額法と、企業の収益に着目して損益計算書をもとに企業価値を算出する収益還元価額法がある。と

くに中小企業においては、評価の簡便性と客観性の高さから、純資産価額法を中心におこなわれてきた。同様の理由から、M&A取引価額算出にあたっては、純資産価額法が中心的に用いられてきた。しかし、企業価値を適正に評価するという視点に立てば、新たな考え方にもとづく企業価値の評価方法が求められることになる。

(3) 企業価値を高めるのは資産か収益か

それでは、新たに求められる企業価値の評価尺度とはどのようなものであろうか。本研究では、このことを明らかにするために、多変量解析の手法を用いて定量分析をおこなった。具体的には、①「どのような企業が事業承継の対象となるのか、どのような企業が（たとえ後継者がいても）事業承継をおこなうことなく廃業するのか」、②「同じ事業承継でも、親族間事業承継と第三者に対する事業承継のひとつである事業譲渡型M&Aをおこなう企業との間にどのような違いがあるのか」という2つの研究課題を設定し、分析視角に企業価値を取り入れることでこの課題を明らかにした。

承継先が見当たらずやむなく廃業・清算を余儀なくされる事例も少なくない中で、承継引き受け希望者が存在しているにもかかわらず事業承継をおこなわなかった企業が多数存在する。本研究の分析では、こうした、主体的意思にもとづいて事業承継しないことを選択した企業と、事業が承継されて存続している企業との比較をおこなうことで、事業承継それ自体の意思決定要因を明らかにしようとした。その上で、事業承継がおこなわれる場合、その承継先として親族を対象とする場合と、それ以外の第三者を対象とする場合との間でどのような差があるのかについて、やはり企業価値の観点から分析をおこなった。

実際に事業承継をおこなった企業と、引き受け先があったにもかかわらず事業承継をおこなわなかった企業でサンプルを取って事業承継の決定要因を分析した結果、企業が有するストックとしての資産価値より、フローとしての収益性が高いかどうかことが事業承継をおこなう確率を高めることが明らかになった。

また、そうした企業が事業承継をおこなう相手先として、親族間承継と第三者への譲渡に分けて承継の決定要因を分析した結果、超

過収益力をもたらす相対的な強みがなく、借入金があり、従業員規模が小さく、経営者の在任期間が長い企業において、親族間承継となる確率が高いことが明らかになった。反対に、上記のような条件に合致しない企業の企業価値は高く、こうした企業については事業譲渡への誘因が働くことを指摘した。

(4) 企業価値を高める「第二創業」

これまでの分析結果に鑑みれば、事業承継は企業価値を低下させるものではなく、新たな価値を付加させるべきものであるということが出来る。このことから、事業承継を、企業価値を増大させるための経営のターニング・ポイントとして捉え、価値を創造するような事業承継を促進させることの必要性が示唆されるようになる。

本研究では、事業承継によって経営者が交代した企業を、新たな経営者によって再スタートを切ったという観点から「第二創業」と呼び、創業経営者が経営を継続している創業企業と比較して、企業業績（パフォーマンス）に差が生じているのかについて検証した。さらに、その差をもたらした経営上の決定要因を明らかにするために、多変量解析の手法を用いて定量分析をおこなった。

既存の事業が清算・廃業に至ることなく次世代に承継され存続している「第二創業」企業は、経験や市場とのネットワークに乏しい創業企業と比べて、蓄積された経営資源を活かしつつ新たな事業機会への挑戦が可能になる分、リスクも少なく、新たな価値を創造する機会が豊富なはずである。こうした仮説が正しいとすれば、創業企業の誕生と育成に対して投資すること以上に、「第二創業」企業が継続的に生み出される環境を整えるための投資をおこなうべきであるということになる。ここでの分析は、こうした考えにもとづいている。

分析の結果、財務指標を中心としたパフォーマンス指標における平均の差の分析では、特に自らの意思で事業承継した積極的「第二創業」企業が創業企業を有意に上回っていた。加えて、平均の差をもたらした経営上の要因について分析をおこなった結果、法人企業で、社歴が長く、従業員も多いといったことが示された。「第二創業」企業は、創業企業との比較において、承継前からの「資産」を引き継いで相対的に高い業績を上げていることが確認できたことになる。

創業企業との比較において、「第二創業」企業が低い業績を上げるものである以上、企業は廃業・清算してスクラップ・アンド・ビルドされるより、事業承継されていくことで新たな価値が創造されていくと考えられるのである。このことは、投資1単位あたりの限界効率が、創業企業よりも、「第二創業」企業の方が高いとする本研究での仮説を支持するものとなった

(5) 先代の関与と価値創造

定量分析から得られた発見事実をもとに、インタビュー調査と事例研究をおこなうことで、定性的側面からの分析をおこなった。

ここでは、先代経営者から後継者への引継ぎを価値創造のプロセスと捉えて、引継ぎ段階における価値の源泉は何であるかについての考察を、インタビューと事例研究から定性的に分析をおこなっている。

インタビューでは事業承継プロセスにおける現任経営者と後継者の持株比率とその推移もヒアリングしている。後継者候補の持株比率は、一部を除いては、事業承継プロセスにしたがって増加しており、事業承継が進み、マネジメントの権限が委譲されるにつれて株式の移管も進んでいる。一方で、現任経営者と後継者候補の持株比率の合計が相対的に少ない企業では、ファミリーを中心とした第三者が株主として影響力を有することになるから、権限委譲も思うように進んでいない。

こうした権限委譲は、現任経営者が事業承継を受けた経緯と関連づけて考えることで、より問題の本質がみえてくる。

現任経営者が事業を承継するまでの経緯は多様であるが、必ずしも当初から、積極的に事業承継を考えていたわけではないことが示された。しかし多くの場合は、自分自身の就職活動にあたって既に承継を意識しており、同業種への就職や実務経験を生かせる職種に就くなどしている。その結果、事業承継がおこなわれたときは、覚悟を決めて家業の経営に積極的にかかわっていくだけの素地が形成されているのである。

先に示した定量分析において、積極的「第二創業」企業を、自らの意思で主体的かつ積極的に承継した後継者が率いる企業と定義したが、承継以前から承継時点までに積極的であったかどうかを評価するだけでなく、承継時点からその後の経営に積極的にかかわ

ったどうかを評価する必要がある。事業承継が企業価値を創造する契機であると捉えるならば、むしろ、承継後の積極性にこそ焦点を当てなければならないと思われる。

(6) 本研究の貢献

本研究が果たした学術的貢献と実務面での貢献は以下のとおりである。

まず学術的貢献について記す。事業承継が、他の意思決定事項と同じように経営上の出来事（イベント）である以上、たとえばイベント・スタディとして分析が可能となるはずである。しかし、わが国において、事業承継を考察対象としたイベント・スタディは筆者の知る限りにおいておこなわれてこなかった。この理由として、2つあげることができる。それは、①そもそも事業承継が経営管理上の意思決定を要する「イベント」として認識されてこなかったからであり、②イベント・スタディをおこなうための評価指標と価値尺度が明確に示されていなかったからである。本研究は、この2つについて論じることで、事業承継を学術的研究対象とすることの必要性と重要性を示唆したといえる。

また、中小企業を対象とした研究では、財務データをはじめとする定量的なデータの入手が困難である。それゆえ、経営の効率性の観点から事業承継を論じることが少なかったといえる。しかし、適正な企業価値評価がおこなわれぬままの事業承継や事業譲渡（M&A）は、中小企業に限らず、その後の経営に大きな負の影響をもたらすことになりかねない。また、そうしたことが懸念されるがゆえに事業承継がおこなわれずに廃業・清算に至るとすれば産業全体にとって大きな損失となる。本研究では、アーカイブデータを用いて効率性にかんするいくつかの指標を抽出し、事業承継を経営の効率性の観点から論じてきた。一般化しにくい中小企業の事業承継問題を、大量のアーカイブデータを用いることによって一般化できたことは、今後の派生的研究の基盤となるものである。

次いで実務面に与える貢献について記す。本研究の問題意識は、中小企業において、後継者不足の中で事業承継が円滑におこなわれていない現状を直視し、事業承継が円滑におこなわれていくためには何が求められるのかということが出発点になっていた。また、中小企業のM&Aが増加していく中で、事業承継における選択肢のひとつである事

業譲渡型M&Aが円滑におこなわれるためには何が求められるかを明らかにすることであった。このように、実際の中小企業の現場で起こっていることを研究の出発点に求め、それを分析することで実務面での問題解決に資することを意図していたのである。

オーナー企業経営者を中心に、所有と経営が一致するような中小企業においては、これまで、企業価値の向上についてあまり関心が寄せられてこなかった。本研究において、企業価値の評価尺度を明らかにしたことで、中小企業の経営者にとって、自社の企業価値を高める施策を検討することが可能となる。このことを通して、中小企業の企業価値向上のための指針を提供することで実務への貢献ができるのではないかと考える。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 6 件)

(1) 中井透「中小企業の事業承継プロセスにおける企業価値創造」広島大学大学院社会科学部研究科博士後期課程学位請求論文、広島大学、査読なし、2010年、1-234頁。

http://ir.lib.hiroshima-u.ac.jp/metadb/up/diss/diss_ko5163.pdf

(2) 中井透「小規模企業における事業承継の決定要因」『日本経営診断学会論集』日本経営診断学会、査読有り、第9号、2010年、46-52頁。

https://www.jstage.jst.go.jp/article/jmda/9/0/9_0_46/_pdf

(3) 中井透「『第二創業』としての事業承継—創業企業とのパフォーマンス比較と『第二創業』を生み出す要因の分析—」『年報財務管理研究』日本財務管理学会、査読有り、第14号、2009年、15-27頁。

<http://ci.nii.ac.jp/els/110007227882>

(4) 中井透「事業承継について考える(1)—実態の把握とフレームワークの構築—」『商工振興』、大阪府産業労働部、査読無し、第62巻4号、2009年、10-13頁。

(5) 中井透「事業承継について考える(2)—効

果的な承継のための経営とは—」『商工振興』、大阪府産業労働部、査読無し、第62巻5号、2009年、9-12頁。

(6) 中井透「事業承継について考える(3)—アンケート結果にみる事業承継の実情—」『商工振興』、大阪府産業労働部、査読無し、第62巻6号、2009年、10-13頁。

[図書] (計 2 件)

(1) 井上善海編著『中小企業の戦略』同友館、2009年7月、1-299頁、第7章、中井透「中小企業の成長とM&A戦略」161-179頁。

(2) 坂本恒夫・鳥邊晋司編著『スモールビジネスの財務』中央経済社、2009年4月、1-209頁、第6章、中井透「事業承継とM&A」85-102頁。

6. 研究組織

(1) 研究代表者

中井 透 (NAKAI TORU)
京都産業大学・経営学部・教授
研究者番号：50237202

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし