スモール M&A における PMI リスクを踏まえた企業選定基準に関する研究

―小規模企業・小規模事業を引き継ぐ買い手の確認視点に着目して―

久 米　譲 治

キーワード：スモール M&A、PMI、事業承継、デューデリジェンス、企業選定基準

1. はじめに

1-1. 研究背景

日本では、中小企業経営者の高齢化や後継者不足を背景として、事業承継が重要な経営課題となっている。中小企業庁（2024）によれば、2023 年時点における中小企業の後継者不在率は 54.5%に達しており、半数近くの企業で後継者が定まっていない（中小企業白書 2024 年版,第 1 部,第 3 章,第 6 節）。そのため、親族内承継や従業員承継が難しい企業にとって、第三者承継としての M&A は、事業を継続するための有力な選択肢となっている。

一方、買い手企業にとっても、M&A は新たな顧客基盤、人材、技術、ノウハウ、商圏、取引関係を獲得する手段となり得る。

中小企業庁（2022）『中小 PMI ガイドライン』は、中小企業の M&A を、その目的に応じて、成長型 M&A と持続型 M&A の 2 つに類型化している。成長型 M&A は、シナジーの創出や事業転換により、企業・事業の成長・発展を目的とするものである。一方、持続型 M&A は、経営不振や後継者不在等の課題を M&A により解決し、企業・事業の存続、地域経済や従業員雇用の維持を目的とするものである。このように、M&A は中小企業の成長や事業承継の手段として重要性を増している。

しかし、M&A は契約成立のみによって終わるものではない。買収後には、対象企業が有していた顧客、人材、業務ノウハウ、管理機能、取引関係などを買い手側が引き継ぎ、運営できる状態にする必要がある。この買収後の統合作業は PMI（Post Merger Integration）と呼ばれ、M&A の成果を左右する重要なプロセスである（中小企業

庁, 2022)。

この PMI 上の課題は、後継者不足等を背景として小規模企業・小規模事業を第三者が引き継ぐ M&A においても生じる。こうした M&A は、黒字であっても承継先が見つからず廃業に至る小規模企業の事業を引き継ぎ、顧客、人材、技術、ノウハウを残すための一つの手段となり得る。

本研究では、こうした M&A を「スモール M&A」と呼ぶ。スモール M&A は、中小企業 M&A のうち、小規模企業・小規模事業の承継に焦点を当てた概念である。想定される規模感は、従業員数が数名から数十名程度、売上規模が数千万円から数億円程度である。ただし、これらの数値は、機械的な判断基準ではなく、対象範囲を説明するための目安である。

なお、ここでいう第三者には、個人、中小企業、大企業のいずれも含まれる。本研究では、スモール M&A に該当するかどうかを、買い手の規模ではなく、引き継がれる企業・事業が小規模であるかによって判断する。

一方で、小規模企業では、顧客関係や業務ノウハウが前経営者や主要人材に集中している場合があり、買い手がそれらを引き継ぎ、維持・運営できるかが課題となる。

1-2. 問題意識

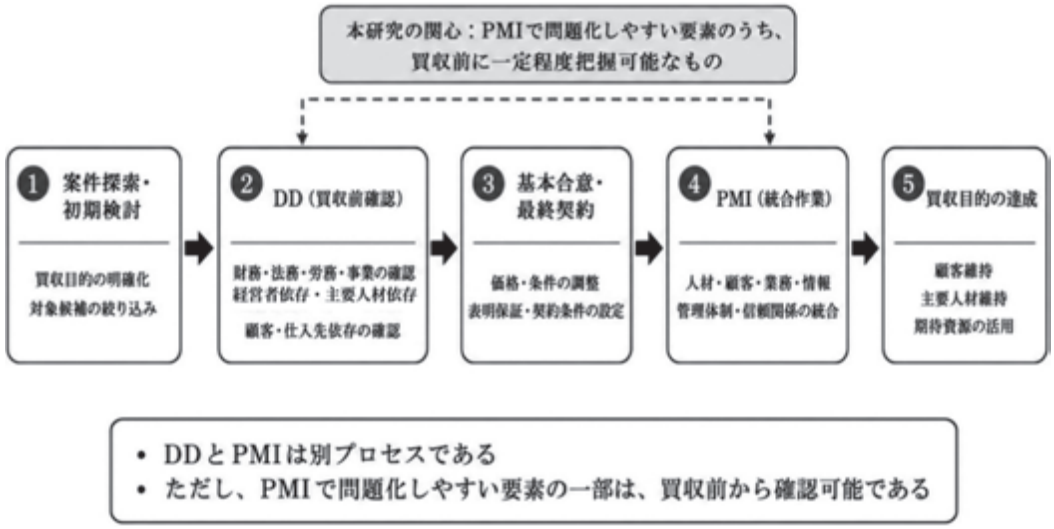
M&A の実務において、デューデリジェンス（以下、DD）と PMI は実施される局面と主たる目的が異なる。DD は主に M&A 成立前に対象企業のリスク等を精査する調査であり、PMI は主にクロージング後に対象企業を買い手側に統合していく作業である。

中小企業庁（2024、中小 M&A ガイドライン第 3 版）においても、DD は対象企業における各種のリスク等を精査するための調査、PMI はクロージング後の一定期間内に行う経営統合作業として整理されている（同ガイドライン, p. 21)。

もっとも、中小企業庁（2022)『中小 PMI ガイドライン』では、PMI を単なるクロージング後の作業、すなわち狭義の PMI にとどめず、M&A 成立前の取組を含めた一連のプロセスとして広く捉えている（中小企業庁『中小 PMI ガイドライン』, pp. 7-10)。これは、DD と PMI を同一のプロセスとして扱うという意味ではなく、買収前から PMI 上の課題を意識して準備する必要があるという整理である。

ただし、DD によって PMI の課題を完全に予測したり、PMI 上の問題を買収前にすべて解決したりすることは困難である。顧客の継続取引や従業員の受け止め方など、買収後の運営によって初めて明らかになる部分もある。この関係を図表 1 に示す。

図表 1：DD と PMI の関係



（出所：中小企業庁（2022）、中小企業庁（2024）を参考に筆者作成.）

しかし、PMI で問題化しやすい要素のすべてが、買収後に初めて発生するわけではない。買収後に顕在化する問題の中には、買収前から対象企業に内在している兆候として把握できるものがある。たとえば、前経営者への売上・顧客関係の集中、特定人材への業務ノウハウの集中、業務手順の未標準化、会計・労務・契約・規程・IT・リース・許認可・資産・負債等の未整備である。これらは、買収後の顧客離脱、主要人材の退職に伴う品質低下、業務再現の困難、管理機能移管の支障につながり得る。

以上のように、PMI 上の問題は買収後に顕在化するが、その兆候の一部は買収前から対象企業に内在している場合がある。したがって本研究では、DD と PMI を同一のプロセスとして扱うのではなく、両者が別のプロセスであることを前提としたうえで、PMI で問題化しやすい要素のうち、買収前に一定程度把握可能なものを研究対象とする。

1-3. 研究目的とリサーチクエスチョン

本研究の目的は、スモール M&A において、買収後の PMI で問題化しやすい要素のうち、買収前の企業選定段階で一定程度把握可能な確認視点を整理することである。

具体的には、①対象企業側の内在要因、②買い手側の統合可能性・受け皿という 2 つの観点から、スモール M&A における企業選定時の確認視点を整理する。対象企業側

の内在要因には、属人性・依存関係、管理・契約・労務上の未整備などを含める。

以上の研究目的を踏まえ、リサーチクエスチョン（以下 RQ）を「小規模企業・小規模事業を対象とするスモール M&A において、買収後の PMI で問題化しやすい要素のうち、買収前の企業選定段階で一定程度把握可能な確認視点は何か」と設定する。

さらに、この RQ に答えるため、3 つのサブクエスチョンを設定する。第一に、スモール M&A の PMI で問題化しやすい要素には何があるか。第二に、それらの要素のうち、買収前から対象企業に内在し、一定程度把握可能なものは何か。第三に、買い手側の人材、管理機能、現場関与力は、企業選定時にどのような確認視点となるのかである。

2. 先行研究レビューおよび実務文献の整理

本節では、先行研究および実務文献を整理し、スモール M&A における買収前確認視点を検討するための前提を確認する。具体的には、中小企業 M&A・事業承継、DD、PMI、M&A コンピタンス、本社能力、VRIO 分析に関する議論を取り上げる。これらを踏まえ、先行研究で明らかにされている点と、なお十分に整理されていない点を確認する。

2-1. 中小企業 M&A・事業承継に関する研究

まず、中小企業 M&A・事業承継に関する研究を確認する。中小企業 M&A に関する先行研究では、主に後継者不足、事業承継、成長戦略、地域経済、雇用維持といった観点が扱われてきた。

加藤（2024）は、中小企業 M&A が売り手側にとっては事業承継の手段であり、買い手側にとっては成長手段であることを整理している。また、同研究は、中小企業 M&A 研究において売り手側や仲介実務に関する議論が多く、買い手側視点のデータ収集に課題があることも指摘している（加藤,2024）。

この指摘は、本研究の問題意識と重なる。本研究は、後継者不在等を背景とする小規模企業・小規模事業を引き継ぐ買い手が、買収前に対象企業をどのような視点で確認すべきかを検討するものである。

岡崎（2014）は、地方中小企業の事業承継における M&A の活用と普及について考察し、後継者不在の中小企業の経営者にとって M&A の活用が有効な手段になり得ることを論じている。同研究は、本研究が扱う「後継者不在企業の第三者承継」という問題意識を、地域の中小企業 M&A の文脈から支持するものといえる（岡崎,2014）。

中小企業庁（2024）『中小企業白書 2024 年版』では、M&A の目的として、市場シェ

アの拡大、人材の共有、販売先等の取引先の共有、技術・ノウハウの共有などが挙げられている。これらは、買い手が M&A を通じて対象企業の経営資源を獲得しようとしていることを示している。しかし、その経営資源が買収後も維持・活用できるかどうかは、別途検討が必要である（中小企業庁,2024）。

近年では、加藤（2024）が指摘した買い手側データの不足を補う動きも見られる。神戸大学（2026）は、『中小 M&A 白書（2026-27 年版）』において、従来の M&A 仲介データに加え、新たに買い手企業アンケートデータを用いた分析を行っている。同白書では、経営者保証の取り扱いや仲介業界の課題など、実務上の論点についてもデータに基づく整理が行われている（神戸大学,2026）。こうした買い手側データの蓄積は、買い手視点から中小企業 M&A を検討する際の重要な参考資料となる。

以上のように、中小企業 M&A は事業承継および成長手段として重要性を持つ。しかし、M&A の実行にあたっては、買収前に対象企業をどのように確認するかが問題となる。そこで次節では、DD と企業選定に関する議論を整理する。

2-2. DD と企業選定

M&A における DD は、買収前に対象企業の状況を確認する手続きである。一般的には、財務、税務、法務、労務、ビジネス、IT などの領域について、リスクや価値を調査する。DD は、買収価格の妥当性判断、契約条件の検討、表明保証、買収可否の判断に関わる重要なプロセスであり、買収前の企業選定において重要な位置を占める。

皿谷（2023）は、中小 PMI ガイドラインにおいて、DD が M&A 成立前に PMI を見据えて行う現状把握の手法の一つとして整理されていることを踏まえたうえで、M&A 実務における DD は必ずしも PMI を見据えたものではなく、主に M&A の実行可否や取引条件を判断するために行われることが多いと指摘している。また、DD に PMI 特有の調査を追加しようとすると、実際には時間的な余裕や資金面の制約に直面することもあると述べている。さらに、DD において、PMI 上どのような対応が望ましいかまでを深掘りすることが望ましいとの見解も示している（皿谷,2023）。

これは、小規模企業・小規模事業を対象とするスモール M&A において、買い手側に十分な人材や管理機能がない場合には、より切実な制約となり得る。

中小企業庁（2024）「PMI 実践ツール活用ガイドブック」では、PMI 分析ワークシート、PMI アクションプラン、統合方針書という 3 つの実践ツールと、その活用ガイドブック・取組事例集を公表している（中小企業庁,2024）。これらのツールは、DD 段階で得られた情報を PMI の優先課題整理に接続することを企図したものであり、実務に

おいても、買収前情報を買収後の統合課題へ接続する必要性が認識されつつあることを示している。

以上のように、DD は買収前のリスク確認や買収可否判断に関わる手続きである一方、実務文献では、買収後の PMI を見据えた確認の必要性も示されている。そこで次節では、買収後の統合プロセスに関する PMI 研究を整理する。

2-3. PMI 研究

PMI 研究では、M&A 成立後の統合プロセスが M&A の成果に大きな影響を与えることが示されてきた。西本・柳・山田（2025）は、M&A 後の統合に関する研究を系統的にレビューし、PMI が M&A 後の価値創造において重要であることを整理している。同研究では、PMI における主要論点として、シナジー獲得、従業員維持、顧客維持、知識移転、組織文化などが扱われている（西本・柳・山田,2025）。

このような PMI 研究は、M&A の成果が買収契約の成立だけではなく、買収後の統合活動に大きく左右されることを示している。一方で、PMI 研究は主として買収後のプロセスを対象としており、買収前の企業選定段階で何を確認すべきかを直接的に示すものではない。本研究では、PMI 研究そのものを拡張するものではなく、そこで示されている課題のうち、買収前から対象企業に内在し、一定程度把握可能な要素に着目する。次節では、買収後の統合を担う買い手側の能力に関する議論を確認する。

2-4. M&A コンピタンスと買い手側能力

丹下（2025）は、M&A を実施した中小企業の特徴を M&A コンピタンスの視点から分析している。M&A コンピタンスの概念は、中村（2003）が M&A を成功させるための組織能力として提示したものであり、丹下（2025）はこれを中小企業に援用し、中小企業においても M&A を推進する能力が重要であること、また M&A を進めるための体制やプロセスの整備が十分でない企業が存在することを示している。具体的には、「専門担当者や専門部署の設置など、組織内において M&A を推進するための体制が確立されている」とする企業の割合は 15.8%にとどまり、「M&A プロセスにおける最も効果的な方法を抽出し、体系化するなど、M&A プロセスのシステム化が行われている」とする企業も 17.1%にとどまっている（丹下,2025）。

ただし、丹下（2025）の調査対象は、従業者数 20 人以上・設立 7 年以上・年商 5 億円以上の企業であり、本研究が主に想定する小規模企業・小規模事業の承継とは、対象とする規模や前提が異なる（丹下,2025）。それでもなお、これだけの規模を持つ企

業においてすら推進体制やプロセスの整備が不十分な企業が多数を占めるという事実は、利用可能な経営資源が限られる買い手にとって、買収後の受け皿確保が一層困難な課題となることを示唆するものとして参照できる。

また、芳賀・立本（2023）は、M&A の成果を対象企業の経営資源だけではなく、買い手側が資源を評価し、再配分し、統合する本社能力から捉えている。同研究は、専門家へのインタビュー調査から、M&A 成功に必要な 7 つの本社能力を抽出し、これらが戦略立案、ディール実行、PMI という 3 つのフェーズを横断的に求められることを示している（芳賀・立本,2023）。ただし、同研究は本社機能を有する企業を前提とした議論であり、スモール M&A において、買い手側の人材・管理機能に制約がある場合の企業選定時の確認視点までは十分に整理されていない。

丹下（2025）の M&A コンピタンス概念、および、芳賀・立本（2023）の本社能力概念には、共通する前提がある。いずれも、中村（2003）が示したマルチプル M&A、すなわち複数回の M&A を通じた企業間学習によって能力が形成されるという考え方を基盤としており、案件を重ねることで組織内に知識やスキルが蓄積されていくプロセスを前提としている（丹下,2025）。しかし、小規模企業・小規模事業を対象とするスモール M&A において、買い手が複数回の M&A 経験や専門部署を持たない場合には、このような組織的学習の機会が十分に存在しないことも多い。この点は、買い手側の受け皿を検討する際の重要な論点となる。

以上のように、M&A コンピタンス論および本社能力論は、買い手側の能力の重要性を示している。一方で、買い手側に統合能力があっても、対象企業の経営資源が買収後に維持・活用できるものかどうかは、対象企業側の資源の性質にも左右される。そこで次節では、対象企業が有する経営資源を評価する補助的視角として、VRIO 分析を確認する。

2-5. VRIO 分析と経営資源評価

対象企業が有する経営資源を考える補助的な視角として、VRIO 分析を確認する。（Barney,2003 邦訳）の資源ベース理論では、企業内部の経営資源が競争優位の源泉となり得ることが示されている（Barney,2003 邦訳）。VRIO 分析では、経営資源が価値（Value）、希少性（Rarity）、模倣困難性（Inimitability）、組織による活用可能性（Organization）を有しているかを検討する。

M&A においても、対象企業が有する顧客基盤、技術、ノウハウ、ブランド、取引関係、人材は、買い手にとって価値ある経営資源となり得る。しかし、M&A の場合、その

経営資源が対象企業内で価値を生んでいたとしても、買収後に買い手がそれを維持・活用できるとは限らない。たとえば、顧客基盤が前経営者個人の人間関係に依存している場合、その顧客は買収後に離脱する可能性がある。技術が特定の職人の暗黙知に依存している場合、その人材が退職すれば技術は失われる可能性がある。業務ノウハウが標準化されていない場合、買い手側がその事業を再現することは難しい。

したがって、本研究では、VRIO を対象企業の経営資源評価の補助的な視角として用いる。特に「O」、すなわち組織として資源を活用できるかという視点は、M&A 後に買い手が対象企業の経営資源を維持・活用できるかを考えるうえでも参考となる。そのため、第 3 節では、対象企業側の経営資源の性質に加え、買い手側の統合可能性・受け皿を確認する視点として、分析枠組みに組み込む。

2-6. 本研究の位置づけとリサーチギャップ

以上の先行研究および実務文献を踏まえ、本研究の位置づけとリサーチギャップを整理する。中小企業 M&A において事業承継や成長手段としての意義があること、M&A 後の PMI が成果に影響すること、買い手側の M&A コンピタンスや本社能力・統合能力が重要であることは、先行研究において示されている。しかし、スモール M&A における買収前確認視点を整理するという本研究の問題意識から見ると、既存研究にはなお課題が残る。

第一に、PMI 研究は買収後の統合プロセスを中心に扱っており、買収前の企業選定段階で何を確認すべきかを直接的に示すものではない。

第二に、DD や企業選定に関する議論は、財務、法務、税務、労務、契約関係などの確認項目を整理する一方で、それらを PMI で問題化しやすい属人性、依存関係、業務手順の未標準化、管理機能の未整備などと結びつけて検討する視点は十分ではない。

第三に、買い手側能力の重要性は指摘されているものの、複数回の M&A 経験や専門部署を持たない買い手が、対象企業側に内在するリスクを引き受けられるだけの人材、管理機能、現場関与力を有しているかを、買収前に確認する視点は十分に整理されていない。

3. 分析の枠組みと研究方法

第 2 節で示したリサーチギャップを踏まえ、本節では本研究の分析枠組みと研究方法を提示する。まず、PMI で問題化しやすい要素を、買収前に確認すべき視点として

整理するための分析枠組みを示す。次に、その対応関係を図表として整理する。そのうえで、文献レビューと実務者インタビューを組み合わせる本研究の研究方法について述べる。

3-1. 買収前確認視点の分析枠組み

本節では、スモール M&A における買収前確認視点の分析枠組みを示す。本研究では、買収前確認視点を、①対象企業側の内在要因、②買い手側の統合可能性・受け皿という 2 つの観点から整理する。

第一に、対象企業側の内在要因である。これは、買収後に PMI 上の問題として顕在化し得るが、買収前から対象企業に存在している要素を指す。具体的には、前経営者や主要人材への依存、顧客関係の属人化、業務ノウハウの未標準化、管理・契約・労務上の未整備などである。これらは買収後に初めて発生する問題ではなく、買収前から対象企業に内在している場合がある。

第二に、買い手側の統合可能性・受け皿である。対象企業側に価値ある顧客基盤、人材、技術、ノウハウ、取引関係が存在していても、買い手側がそれらを引き継ぎ、維持・活用できなければ、M&A の成果にはつながらない。買い手によっては複数回の M&A 経験や専門部署を持たない場合もあり、買収後に十分な PMI 人材や管理機能を投入できるとは限らない。そのため、買い手側に、管理機能、現場関与力、顧客引継ぎ力、従業員対応力があるかも、買収前に確認すべき視点となる。

この整理は、VRIO 分析の考え方とも関係する。2-5 で確認した通り、VRIO 分析は、経営資源が価値、希少性、模倣困難性を有するだけでなく、それを組織として活用できるかを確認する視点を含んでいる。本研究では、対象企業側の経営資源が有する価値・希少性・模倣困難性を、買い手側が組織として維持・活用できるかを考える補助的視角として VRIO を用いる。すなわち、対象企業側に価値ある経営資源が存在していても、それが前経営者や特定人材に依存している場合、買い手がその資源を組織として引き継げるとは限らない。そのため、本研究では、対象企業側の経営資源の性質と、買い手側の統合可能性・受け皿をあわせて確認する。

3-2. 買収前確認視点の整理

先行研究および実務文献を踏まえ、PMI で問題化しやすい要素と買収前確認視点の対応関係を、図表 2 のように整理する。

図表 2：PMI で問題化しやすい要素と買収前確認視点

分類	PMI で問題化しやすい要素	買収前確認視点
買収対象企業側の内在要因	経営者依存	売上、顧客、仕入、意思決定が前経営者に集中していないか
買収対象企業側の内在要因	主要人材依存	特定人材が退職した場合に、業務継続が困難にならないか
買収対象企業側の内在要因	顧客関係の属人化	顧客が会社ではなく、前経営者や特定担当者についていないか
買収対象企業側の内在要因	業務ノウハウの属人化	手順書、教育体制、品質管理、原価管理が整備されているか
買収対象企業側の内在要因	管理機能の未整備	会計、労務、契約、規程、IT、リース、許認可等が整理されているか
買収対象企業側の内在要因	従業員不安	処遇、説明、前経営者の協力、組織文化への不安がないか
買い手側の統合可能性・受け皿	買い手側受け皿不足	PMI 人材、管理機能、現場関与力、従業員対応力を有しているか

（出所：第 2 節で整理した先行研究および実務文献を参考に筆者作成.）

ここでの買収前確認視点とは、買収後の PMI で問題化しやすい要素のうち、買収前の企業選定段階で一定程度確認可能な項目を指す。これは、PMI 上の問題を買収前にすべて予測・解決することを意味するものではない。本研究では、対象企業側の小規模性に伴う属人性や管理機能の未整備に加え、買い手側が PMI を引き受けられるかという統合可能性・受け皿も、買収前確認視点として扱う。

図表 2 は、PMI で問題化しやすい要素を、対象企業側の内在要因と買い手側の統合可能性・受け皿に分けて整理したものである。対象企業側の内在要因については、買収前から存在する属人性、依存関係、未整備事項を確認する。買い手側の統合可能性・受け皿については、対象企業側に内在するリスクを買い手が引き受け、買収後に事業

を維持・運営できるかを確認する。

これらの項目は、買収前に完全に判断できるものではない。買収後の顧客の反応、従業員の心理的変化、実際の業務負荷などには不確実性が残る。そのため、図表 2 は、買収後の問題を事前にすべて予測するための一覧ではなく、買収前に確認可能な兆候を整理するためのものとして位置づける。

3-3. 研究方法

研究方法として、文献レビューと実務者インタビューを組み合わせる。文献レビューでは、中小企業 M&A、DD、PMI、M&A コンピタンス、本社能力、VRIO 分析に関する議論を整理し、図表 2 に示す買収前確認視点を構築した。その際、中小企業庁（2024）が示す PMI 実践ツールの考え方も参考にし、買収前情報を買収後の統合課題の整理につなげる視点を取り入れている。

さらに、文献レビューから導出した分析枠組みを、実務者インタビューによって具体化・補強する。インタビューでは、M&A・PMI 実務経験を有する担当者、スモール M&A を実践した買い手本人、M&A 法務実務に携わる弁護士を対象とした。いずれも半構造化インタビューの形式をとり、買収後に問題化しやすい要素、買収前に確認すべき事項、買い手側に求められる受け皿能力を中心に質問した。

これらのインタビューは、先行研究および実務文献に基づく分析枠組みの妥当性と具体的内容を、実務的観点から確認・補強するために用いる。なお、インタビュー対象者の詳細および事例の背景については、第 4 節で述べる。

4. 実務者インタビュー

第 3 節で示した研究方法に基づき、本節では実務者インタビューの結果を報告する。インタビューでは、買い手として一定の PMI 経験と管理機能を有する A 社の M&A・PMI 実務者、スモール M&A を実践した買い手企業である株式会社 OGA の小笠原由晃氏、M&A 法務実務に携わる藤原唯人弁護士を対象とした。これらは、異なる立場から、買収後に問題化しやすい要素と買収前確認視点を具体化するために実施したものである。

4-1. A 社における M&A・PMI 実務者へのインタビュー

本インタビューは、大企業グループである A 社において、M&A を統括する同社関係者、および、PMI 実務を担当する社員を対象に実施した。A 社は、海外案件を含め 30

件を超えるM&Aを実施した企業であり、買収後の統合について一定の経験と体制を有している。また、A社が手掛ける案件には、本研究が主に想定するスモールM&Aの規模感を上回るものも多い。そのため、A社の事例は、本研究が主に想定する前提と同一ではない。一方で、買い手側に人材・管理機能・PMI経験の受け皿を一定程度有する企業であっても、買収後の統合には具体的な負荷が生じることを確認できる。そこで本研究では、A社を、買い手側に比較的十分な受け皿がある場合の参照事例として位置づける。

A社による対象企業の選定では、既存事業との親和性、具体的には業務用食材の構成比が一定水準にある企業であることが基準の一つとされていた。これは、財務数値だけでなく、対象企業の顧客・商圏・商品・ノウハウが既存事業と接続できるかが重視されていることを示している。

初期PMIでは、経理・給与・規程・IT・ネットワーク・資金管理といった管理機能について、買収後3〜6か月を重要な初動期間として本社側の管理体制へ接続する方針が語られた。ある案件では、経理システムの本体システムへの統合やIT運用の擦り合わせが続き、買収から1年近くを経た時点でようやく収束が見えてきた段階にあるとの説明があった。これは、管理機能の接続が初期PMIの中心課題であり、対象企業の規模によっては一定の期間を要することを示している。

また、IT運用をめぐる考え方・方針の相違から、本来は残留を期待していた主要人材が退職に至った例も語られており、管理機能の統合が対象企業側の人材の定着可否にも影響し得ることがうかがえる。

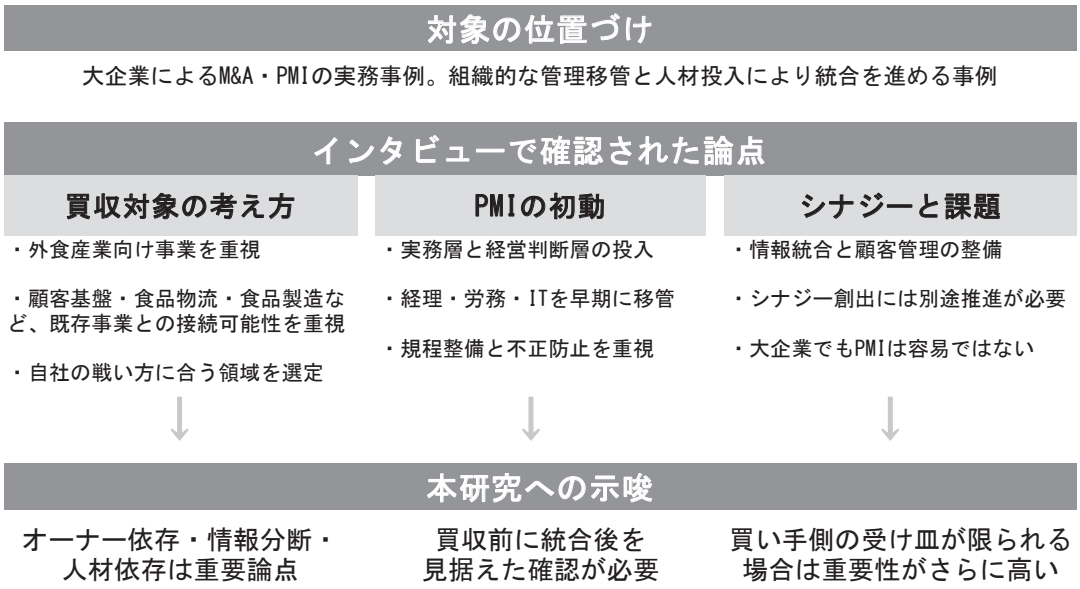
PMI体制については、ある案件で現地に部長級・役員級の2名を送り込むとともに、本部側でも買収成立前の段階から準備に当たる人員を置き、相応の体制が組まれていた。同社の「概ねの成功パターン」は、PMI実務者と経営判断層を組にして送り込むことと思われ、これが実現できなかった案件では、企業文化の浸透が十分に進まなかったという教訓が語られた。「成功」の定義については、買収価格とのれん代を償却できるだけの収益性を確保することが最低限の基準として語られた。

なお、同社のM&A担当部署は、M&Aを専属で扱う専門部署ではなく、他業務と兼務する体制で運営されている。一方で、これまでの案件経験から得られた教訓は、担当者間の暗黙知としてDD段階やPMI実行時の判断に反映されているものと考えられる。この点は、丹下（2025）が指摘するM&Aプロセスのシステム化の課題とも整合しており、案件経験の蓄積が実務判断を支えている実態がうかがえる。

A社では、買収後の統合体制が一定程度整えられていた。それでも、買収後には管

理機能の接続、業務運用の擦り合わせ、主要人材への対応が必要となっていた。この点は、買い手側の受け皿が十分でない場合には、買収前確認の重要性がさらに高まることを示している。以上のインタビュー内容を図表 3 に整理する。

図表 3：A 社インタビューの整理



（出所：A 社インタビューを基に筆者作成.）

4-2. 株式会社 OGA・代表取締役　小笠原由晃氏へのインタビュー

惣菜製造販売業「鬼平コロッケ」をはじめ、給食事業、美容事業、スモール M&A、不動産仲介・売買等を手掛ける株式会社 OGA 代表取締役の小笠原由晃氏へのインタビューでは、買収判断において、財務数値や契約条件だけでなく、事業を引き継ぐ意味や、自分が関与することで利益を出せるかという実践的な視点が重視されていた。単に黒字か赤字かではなく、小笠原氏自身が現場に入ることで事業価値を高められる余地があるかどうかが判断の中心に置かれており、「買収したら終わり」ではなく「買収後に自分が現場に入って改善する」ことを前提とした判断であることが示された。なお、小笠原氏自身が現場に入る背景には、単なる経営方針というよりも実際に現場に時間を割ける人材が自分以外にいないという、買い手側の人材面での制約によるところが大きい。

小笠原氏は、小規模企業では、売上、顧客、仕入、意思決定が前経営者に集中して

いる場合が多く、前経営者の人間関係によって顧客が維持されている場合、経営者交代後に顧客が離脱する可能性があると指摘した。この発言からは、売上や顧客が存在していても、それが会社の商品・仕組みに帰属しているのか、前経営者個人の信用や人間関係に帰属しているのかを見極める必要があることが分かる。前経営者の退任後に顧客が残るかどうかは買収前には完全には分からないが、顧客との関係性、契約の有無、前経営者の関与度、業務の標準化度合いから、一定の兆候は把握できるという。

特定の人の技能や感覚に事業価値が強く依存する商売については、慎重な判断が示された。工程の大部分が仕組み化・機械化されている事業と、価値の大部分が特定人材の感覚や技能に依存している事業とでは、買収後のリスクが大きく異なるという。この視点は、VRIO 分析における「経営資源を組織として活用できるか」という観点とも関係する。すなわち、対象企業に価値・希少性・模倣困難性を備えた経営資源が存在していても、それが前経営者や特定人材個人に帰属している場合、買い手は組織としてその資源を活用できない可能性がある。この事例は、「価値ある会社」を見るだけでなく「引き継げる会社」を見極める必要性を示している。

従業員対応については、経営者交代に伴い給与・勤務条件・職場環境が変わるのではないかという不安が生じやすいため、処遇を急に変えず、買収後に新経営者が丁寧に説明することが重要であるとされた。従業員数が少ないスモール M&A では、1 人の離職が事業に与える影響が大きいため、こうした関係構築が安定運営に直結する。

ただし、こうした配慮をもってしても、離職を完全には防げない業種もあるという。介護タクシー事業を買収した際には、ドライバーの離職が相次いだが、これは運転手という職種が、車両と社名が変わるだけで他社でも同様に働けるため、特定の会社への帰属意識が生まれにくいことが背景にあるという。これは、従業員の定着可能性が職種そのものの転職のしやすさにも左右されることを示しており、買収前には業種特性を踏まえた離職リスクの評価も必要であることを示唆している。

買収前に十分確認しておかないと買収後に問題化し得るリスクとして、有給休暇や未払残業などの労務条件、会社資産と経営者個人資産の混在が挙げられた。これらは財務数値には表れにくいが、確認を怠れば買い手が想定外の負担を引き継ぐことになる。また、この事例では、法人そのものは引き継がず、店舗・設備・従業員等の事業のみを引き継ぐ事業譲渡の形式が採られていた。このことは、買収前に「何を引き継ぎ、何を引き継がないか」を明確にする重要性を示している。

なお、この論点は、中小企業庁（2022）のコラム「対象企業の前経営者に関連する資産・負債等」でも指摘されており、対象企業と前経営者との間の債権債務、前経営

者による借入債務の個人保証、対象企業が所有する前経営者関連の非事業用資産などが多く見られるとされている。このことは、本事例で示された会社資産と個人資産の混在という論点が、一事例に限らない一般的な傾向であることを裏付けている。

買収判断のもう一つの軸として、現場における改善余地の有無も挙げられた。小笠原氏は、非効率な作業や職場環境の整理などは、買収後の価値向上につながり得ると述べている。この発言からは、改善余地は対象企業側の魅力であると同時に、買い手側の能力を問う要素でもあることが分かる。改善余地が存在していても、買い手に改善力や現場関与力がなければ、その価値を実現することはできない。この点は、VRIOの「O」、すなわち買い手が資源を組織的に活用できるかという視点とも関係する。

小括すると、経営者依存、主要人材依存、従業員不安、管理機能の未整備といった論点が、買収判断および買収後運営において実際に確認・対応されていた。ここから得られるのは処方箋ではなく、買収前に確認すべき視点を具体化する手がかりである。以上のインタビュー内容を図表 4 に整理する。

図表 4：株式会社 OGA インタビューの整理

対象の位置づけ

スモールM&Aの実践者による事例。社長自らが現場に入り、引継ぎと改善を同時に進めるケース

インタビューで確認された論点

買収前に見ていた点	統合過程で直面した論点	買い手側の対応
・続けられる商売か	・経営者依存	・買い手自身の現場関与
・売上を伸ばせるか	・主要人材依存	・改善の優先順位付け
・前経営者依存は強すぎないか	・従業員の不安と信頼形成	・意思決定の速さ
・従業員・現場人材は残るか	・資産・契約・管理の未整備	
↓	↓	↓

本研究への示唆

「良い会社か」だけでは不十分	「引き継げる会社か」を確認する必要	「自分が受け皿になれるか」も同時に問われる

（出所：小笠原氏へのインタビューを基に筆者作成.）

4-3. 神戸パートナーズ法律事務所　藤原唯人弁護士（兵庫県弁護士会所属）へのインタビュー

本節でインタビューを行う弁護士は、M&A 案件を専門に扱う仲介系の実務家ではなく、地域の企業を中心に顧問弁護士として日常的に関与する中で、顧問先やその紹介を通じて、売却側・買収側の双方の立場から複数のスモール M&A 案件に携わってきた人物である。契約書の作成・確認などクロージングまでの法務対応を中心に担っており、オーナーの立場に立って誠実に助言する姿勢に特徴がある。

買収前に確認すべき危険信号として、対象企業の価値が会社の仕組みではなく、経営者個人の専門性に依存しているケースが挙げられた。実際に携わった案件では、天然水を採水・ボトリングして販売する企業において、事業の核心的な価値が経営者本人の企画力・人脈に依存しており、外部からはその価値の源泉が把握しにくいということが指摘された。単に商品を製造・販売するだけの事業であれば仕組みが見えやすいが、経営者本人にしか担えない独自の付加価値によって成り立っている事業は、経営者交代後に同じ成果を維持できるとは限らない。

買収後に問題化しやすい要素として、売上や仕入先が特定の相手に偏っている点も挙げられた。売上の半分以上を特定顧客に依存している場合、その顧客が離れた時点で事業価値が大きく毀損する。同様に、仕入先との関係が経営者個人の人間関係で成り立っている場合、経営者交代後に同条件での取引が継続できるとは限らない。さらに、こうした依存関係を実際に握っているのが主要人材であり、その類型として、顧客との関係を持つ人材、仕入先との関係を持つ人材、社内で影響力を持つ人材、技術・製造ノウハウを持つ人材が挙げられた。主要人材が退職した場合にどの機能が失われるかを、買収前に把握しておく必要があるという。

技術やノウハウが形式知化されておらず、特定の職人・専門人材の感覚や経験に依存している場合、その人材が離職すると商品・サービスを再現できなくなるリスクも指摘された。この点は、4-2 で示された、株式会社 OGA の事例における主要人材依存への慎重な姿勢とも符合する。このほか、事業内容によっては有資格者が運営に不可欠な役割を担っている場合があり、そうした人材が複数同時に離職した場合の影響も確認しておくべき論点として挙げられた。これは、知的財産権のような明確な権利関係とは異なり、専門性がどこまで会社に、どこまで個人に帰属するのかが曖昧になりやすい領域であるとの指摘であった。

会社と経営者個人の資産・負債が混在しているケースとして、会社名義の資産（社用車など）を経営者が個人的に使用している例が挙げられた。また、役員報酬が同業

他社と比べて不自然に高いケースについては、買収後に報酬水準を適正化すれば収益性が改善する可能性がある。一方で、単に報酬を引き下げればよいのではなく、なぜ高い水準に設定されているのか、実態を見極める必要があることがうかがえる。

また、契約上のリスク管理の手法として表明保証があるが、その効力には限界があるとの指摘があった。「退職金規程は存在しない」「従業員が短期間で離職するとは聞いていない」といった事項を表明保証に含めることはできるが、従業員本人の本心や退職意向までは、売り手・買い手のいずれにも完全には把握できない。表明保証は買収前確認の一手段ではあるが、PMI リスクを完全に解決するものではないという。

このほか、実際に取り扱った案件から、対象企業の価値が会社の仕組みに帰属している場合と、個人に帰属している場合における、事業価値の承継可能性の対比を示す例が挙げられた。ある食品スーパーの売却相談では、仕入れが経営者個人に強く依存していたため、承継先が見つからず、最終的に廃業に至ったという。一方、ある洋菓子店の買収案件では、特徴的な原材料の仕入れルートと、それに対応した専用機械を継続利用できることが、対象企業の価値の中心であった。これは、対象企業の価値が個人に帰属しているのか、会社の資産・仕組みに帰属しているのかを見極める必要性を示している。

さらに、あるインテリア照明器具メーカーの売却案件では、売り手企業の経営者自身がデザイナーを兼ねており、売却後もデザイナーとして専属契約を結び、継続して業務に携わっている例も紹介された。買収したファンドは、照明器具事業にとどまらず家具事業への展開を進めており、専属契約という形で経営者個人の専門性を確保しつつ、事業を承継後も成長させているという。これは、経営者個人に帰属する専門性であっても、契約による関与継続という形で、一定程度は買収後に引き継げる可能性を示す事例である。

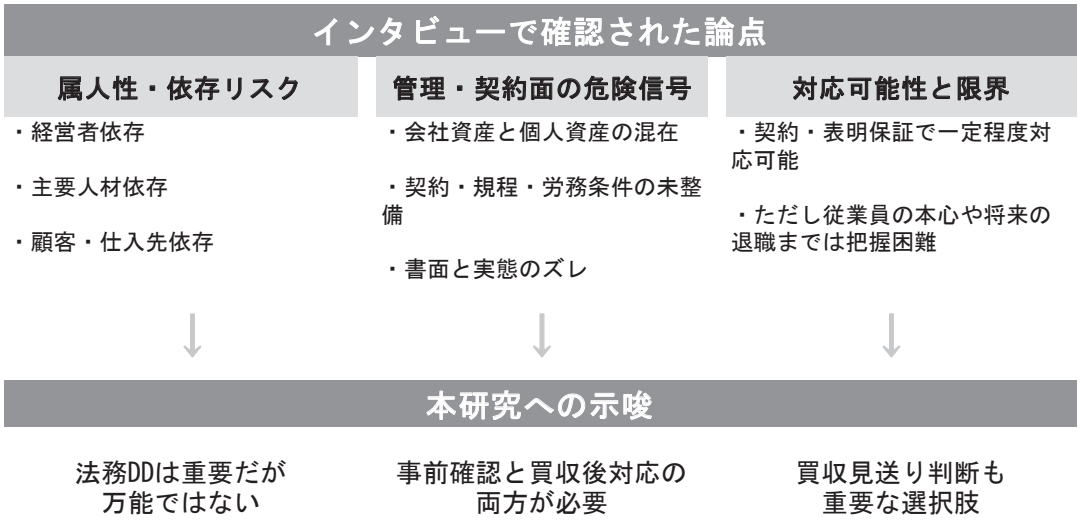
買い手側の意思決定プロセスについても、実務的な知見が得られた。買収を検討する際には、まず何を目的に買収するのか（人材、設備、仕入力、特定の主要人材など）を整理し、絶対に譲れない要素を明確にすることが重要であるという。同時に、簿外債務、顧客トラブル、リース契約、未払残業代といったマイナス要素については、まず DD によってその有無と内容を把握したうえで、可能な限り契約条項で対応し、買収代金の分割払いによってリスクを分散する方法も紹介された。属人化しているかどうか、その人物でなければ本当に担えない業務かどうかを見極めることが、この判断の前提になるという。

最後に、買収前確認の位置づけについて、特定の要素があるから買収対象から除外

するのではなく、買収目的に照らして譲れない要素を明確にして、対応可能性を判断することが重要であるとの趣旨が示された。この見解は、買収前確認視点を、機械的な選別基準ではなく、見落としを減らすための補助的枠組みとして位置づける本研究の立場とも一致する。

小括すると、藤原弁護士へのインタビューからは、経営者依存、主要人材依存、顧客・仕入先依存、技術・ノウハウの属人化、契約・資産・負債上の未整備が、買収後に問題化しやすい要素として確認された。また、表明保証や契約条項は重要な手段である一方、従業員の退職意向や属人的な関係性を完全に把握することには限界があることも示された。以上のインタビュー内容を図表 5 に整理する。

図表 5：弁護士インタビューの整理



（出所：藤原弁護士へのインタビューを基に筆者作成.）

4-4. インタビュー結果の横断的整理

以上 3 つのインタビューが、図表 2 に示した主な確認視点に、どのように実務的な裏付けを与えたかを、図表 6 に整理する。

図表 6：確認視点とインタビュー結果の対応

確認視点	大企業型 PMI 実務者	スモール M&A 実践者	法務実務者
経営者依存	経営者依存・顧客関係の属人化・情報分断の確認	前経営者の人間関係による顧客維持、退任後の離脱リスク	経営者個人の専門性への依存
主要人材依存	IT に詳しい主要人材の離職事例	職人的技能への依存と、資源の個人帰属	顧客・仕入先・社内影響力・技術に関する主要人材依存
業務ノウハウの属人化	—	仕組み化の度合いによる買収後リスクの違い	職人依存、有資格者の離職リスク
管理機能の未整備	経理・給与・IT 統合の実務	資産混在、労務条件の確認	資産混在、役員報酬の実態把握
従業員不安	—	処遇・役割維持による不安抑制策	表明保証では把握しきれない退職意向
買い手側の受け皿	PMI 実務者と経営判断層の投入、経験の蓄積	買い手本人の現場関与力・改善実行力	買収目的の整理、契約・分割払いによるリスク分散

（出所：実務者インタビューを基に筆者作成.）

図表 6 が示す通り、3 つのインタビューは対象や立場が異なるにもかかわらず、多くの確認視点について相互に補完し合っている。特に、経営者依存、主要人材依存、顧客・仕入先依存、業務ノウハウの属人化については、買収後に突然発生する問題ではなく、買収前から対象企業側に内在している要素として確認された。

また、買い手側の受け皿についても、3 つのインタビューから異なる形で確認された。A 社では、PMI 実務者と経営判断層を組み合わせた組織的な統合体制が重視されていた。株式会社 OGA では、買い手本人が現場に入り、改善を実行する力が重要であった。弁護士インタビューでは、買収目的を明確にし、リスクを契約条項や支払条件によって一定程度管理することが示された。これらは、買収対象企業の価値だけでなく、

買い手がその価値を引き継ぎ、維持・活用できるかを確認する必要性を示している。

これらの結果は、対象企業に価値ある経営資源が存在することと、買い手がそれを買収後に活用できることは同じではないことを示している。この点については、次節においてVRIO分析の観点から改めて考察する。

以上を踏まえると、スモールM&Aにおける買収前確認視点は、対象企業の魅力を評価するためだけのものではない。買収後にその価値を維持・活用できるか、また、買い手側にそれを引き受ける受け皿があるかを確認するための視点である。次節では、これらのインタビュー結果を踏まえ、スモールM&Aにおける買収前確認視点を考察する。

5. 考察

第4節では、A社、株式会社OGA、藤原弁護士への実務者インタビューを通じて、スモールM&Aにおいて買収後に問題化しやすい要素と、買収前に確認すべき視点を確認した。本節では、これらの結果を踏まえ、第3節で示した分析枠組みに照らして考察する。

本研究では、買収前確認視点を、①対象企業側の内在要因、②買い手側の統合可能性・受け皿という2つの観点から整理してきた。第4節のインタビュー結果からは、買収後のPMIで問題化しやすい要素の多くが、買収後に突然発生するものではなく、買収前から対象企業側に内在している場合があることが確認された。一方で、それらの要素が実際に問題化するかどうかは、対象企業側の状態だけでなく、買い手側がそれを引き継ぎ、維持・活用できるかにも左右される。

5-1. 対象企業側の内在要因としての確認視点

第一に、対象企業側に内在する経営者依存、主要人材依存、管理機能等の未整備を、買収前に確認することが重要である。

4-2および4-3で確認した通り、小規模企業では、売上、顧客、仕入、意思決定が前経営者に集中している場合が多く、対象企業の価値そのものが経営者個人の専門性や人脈に依存している事例も見られた。したがって、買収前には、売上や顧客、仕入先との関係、業務上の強みが、会社の商品・サービス・仕組みに支えられているのか、前経営者や主要人材の信用・人間関係に依存しているのかを確認する必要がある。売上や顧客が存在していても、それが個人に強く依存している場合、買収後に同じ状態で維持できるとは限らない。

主要人材依存についても同様である。4-1 では、管理機能や IT 運用をめぐる考え方・方針の相違が、主要人材の退職の一因となった例が確認された。また、4-3 では、顧客、仕入先、社内影響力、技術・製造ノウハウという類型ごとの主要人材依存が確認された。これらが示すのは、従業員数や組織図の確認だけでは不十分であるということである。誰が顧客との関係を維持し、誰が仕入先との関係を担い、誰が技術やノウハウを保持しているのか、そしてその人物が退職した場合にどの機能が失われるのかを把握することが、買収後の PMI リスクを見極めるうえで重要となる。

管理機能・契約・労務・資産・負債上の未整備も、対象企業側に内在する確認視点である。4-2 および 4-3 では、未払残業などの労務条件、会社資産と経営者個人資産の混在、役員報酬の水準の実態が挙げられた。これらは財務数値だけでは把握しにくい一方、買収後には買い手が想定外の負担として引き受ける可能性がある。財務数値や買収価格の妥当性を確認するだけでは、こうした要素は見落とされやすい。

以上のことから、スモール M&A における買収前確認視点では、対象企業の価値を支えている関係性、ノウハウ、管理機能、契約・労務・資産・負債の実態を確認することが重要である。

5-2. 買い手側の統合可能性・受け皿

第二に、対象企業側の内在要因だけでなく、買い手側にそれを引き受ける受け皿があるかを確認する必要がある。対象企業に価値ある顧客、技術、ノウハウ、仕入先との関係が存在していても、買い手側がそれを引き継ぎ、維持・活用できなければ、M&A の成果にはつながらない。

4-1 で確認した A 社の事例は、買い手側に一定の受け皿がある場合でも、PMI には具体的な負荷が生じることを示している。同社は一定の PMI 経験と管理機能を有していたが、それでも管理機能の接続には相応の期間を要し、PMI 実務者と経営判断層を組にして送り込むという体制が成功パターンとなっている。すなわち、買い手側に一定の体制がある場合であっても、PMI は自然に進むものではない。管理機能の接続、業務運用の擦り合わせ、主要人材への対応は、買収後に具体的な負荷として現れる。

一方、4-2 の株式会社 OGA の事例では、買い手側の代表本人が現場に入り、改善を実行することが買収判断の前提となっており、その背景には買い手側の人材面での制約もあった。非効率な作業や職場環境の整理は買収後の価値向上につながり得るが、それは買い手に改善力や現場関与力があって初めて価値となる。改善余地は対象企業側の魅力であると同時に、買い手側の能力を問う要素でもある。買い手に現場へ入る

時間や改善を実行する力がなければ、それは価値ではなく負担となる可能性がある。

このように整理すると、2-4 で確認した M&A コンピタンス論・本社能力論を、スモール M&A の文脈で捉え直すことができる。中村（2003）が示した M&A コンピタンス、芳賀・立本（2023）が示す本社能力は、いずれも複数回の M&A 経験を通じて組織に蓄積される能力として論じられている（中村, 2003；芳賀・立本, 2023）。しかし、買い手が複数回の M&A 経験や専門部署を持たない場合、そうした蓄積の機会は十分とはいえないこともある。

そのため、買い手側が M&A や PMI に関する能力を十分に有していることを前提にするのではなく、買収前の段階で、買い手自身がどこまで対応できるのかを確認する必要がある。具体的には、対象企業の依存構造を見極める判断力、管理機能を引き継ぐ体制、現場に関与して改善を進める力を、買い手自身が有しているかを確認する。また、不足する部分については、士業等の専門家や外部支援機関によって補完できるかも確認すべき視点となる。4-3 で示された買収目的の明確化や、DD を前提とした契約条項・分割払いによるリスク対応も、この意味での受け皿の一部である。

以上のことから、買い手側の統合可能性・受け皿とは、買収後に対象企業を運営するための人材や管理機能だけを意味するものではない。買収目的を明確にし、対象企業のリスクを把握したうえで、自ら対応できるか、あるいは外部の支援を得て対応できるかという、より広い意味での受け皿を指す。

5-3. VRIO から見た承継可能性

5-1 と 5-2 で整理した 2 つの観点は、VRIO 分析の観点から横断的に捉え直すこともできる。2-5 で確認した通り、VRIO 分析では、経営資源が価値、希少性、模倣困難性を有しているかに加え、それを組織として活用できるかが問われる。本研究では、特にこの「O」、すなわち経営資源を組織として活用できるかという視点を、買収後の承継可能性と結びつけて捉える。

スモール M&A では、対象企業に価値ある顧客、技術、ノウハウ、仕入先との関係が存在していても、それらが前経営者や主要人材に属人化している場合、買い手がそのまま引き継ぎ、活用できるとは限らない。すなわち、対象企業に価値ある経営資源が存在することと、買い手がその経営資源を買収後に活用できることは同じではない。この点は、4-2 で示された「価値ある会社」を見るだけでなく「引き継げる会社」を見極める必要性と一致する。

したがって、買収前には、その経営資源が何によって支えられているかを確認する

必要がある。4-3 では、仕入れが経営者個人に強く依存していたため承継に至らず廃業に至った事例と、特徴的な仕入ルートと専用機械という会社の資産に価値が帰属していたために承継が可能であった事例が、対比的に示された。手順書、設備、仕入ルートのように会社の仕組みとして維持されている資源であれば、買い手が引き継げる可能性は高い。一方、特定個人の経験・技能・人間関係によって支えられている資源は、その人物の退職や関与低下によって失われる可能性がある。

もっとも、経営資源が個人に依存しているからといって、直ちに買収対象から除外すべきとは限らない。4-3 では、売り手企業の経営者自身がデザイナーを兼ねていた事例において、売却後も専属契約を結ぶことで、経営者個人に帰属する専門性を一定程度引き継いでいる例が示された。属人的な経営資源であっても、買収前に関与継続の方法を確認し、契約や体制によって補うことで、承継可能性を高められる場合がある。

以上のことから、スモール M&A における買収前確認視点では、対象企業の経営資源の有無を確認するだけでは不十分である。その資源が会社の仕組みによって支えられているのか、そして買い手側がそれを組織として引き継ぎ、維持・活用できるのかを、あわせて確認する必要がある。本研究が VRIO 分析を補助的視角として用いる意義は、この点にある。

5-4. 買収前確認視点の位置づけ

本研究で整理する買収前確認視点は、買収可否を機械的に判断する基準ではなく、買収後に対応可能かどうかを事前に検討するための視点である。経営者依存、主要人材依存、管理機能の未整備などが確認された場合でも、直ちに買収対象から除外するのではなく、買い手がどのように対応できるかを見極めることが重要である。

4-3 では、特定の要素があるから買収対象から除外するのではなく、買収目的に照らして譲れない要素を明確にし、対応可能性を判断することが重要であるとの見解が示された。これは本研究の立場と一致する。買収前確認視点は、買収後の問題を完全に予測するためのものではなく、PMI で問題化しやすい要素を見落とさず、対応可能性を検討するための補助的枠組みである。

一方で、買収前に確認できることには限りがある。顧客が経営者交代後も残るか、主要人材が退職しないか、従業員がどのような不安を抱くかは、買収前に完全には把握できない。4-3 で示された通り、表明保証や契約条項によって一定程度のリスク対応は可能であるが、従業員本人の本心や将来の退職意向まで担保することはできない。

したがって、買収前確認視点は、DD や契約によってすべてのリスクを取り除くためのものではない。むしろ、買うか買わないかを判断するためではなく、どうすれば引き受けられるかを設計するための視点である。属人性や未整備が存在すること自体は、買収を見送る理由に直結するものではない。重要なのは、その要素が何によって支えられているかを見極めたうえで、自らの受け皿で対応できるか、対応できない部分を契約や外部支援によって補えるかを、買収前に検討することである。1-2 で確認したように、DD と PMI は別のプロセスであるが、買収前に確認した内容は、買収後の PMI 課題を想定し、対応策を準備するうえで意味を持つ。

このように考えると、スモール M&A における企業選定では、対象企業が魅力的かどうかだけでなく、その魅力を買収後に維持・活用できるかを確認することが重要となる。対象企業側に内在するリスクと、買い手側の受け皿をあわせて確認することで、買収後の PMI で問題化しやすい要素を一定程度見通すことができる。次節では、本研究の結論として、リサーチクエスチョンへの回答、本研究の意義、限界および今後の課題を整理する。

6. 結論

本節では、これまでの検討を踏まえ、本研究の結論を述べる。まず、リサーチクエスチョンへの回答を示す。次に、本研究の意義およびスモール M&A に取り組む買い手への実務的示唆を整理する。そのうえで、本研究の限界と今後の課題を整理する。

6-1. リサーチクエスチョンへの回答

本研究のリサーチクエスチョンは、「小規模企業・小規模事業を対象とするスモール M&A において、買収後の PMI で問題化しやすい要素のうち、買収前の企業選定段階で一定程度把握可能な確認視点は何か」であった。本研究の結論として、買い手が買収前に確認すべき視点は、①対象企業側の内在要因、②買い手側の統合可能性・受け皿という 2 つに整理できる。

第一に、対象企業側の内在要因である。具体的には、経営者依存、主要人材依存、顧客関係の属人化、業務ノウハウの未標準化、管理・契約・労務・資産・負債上の未整備、従業員不安である。これらは買収後に顧客離脱、主要人材の退職、業務ノウハウの喪失、想定外の負担として顕在化する可能性があるが、その兆候は買収前から対象企業に内在している。対象企業の組織、顧客関係、業務手順、管理体制、契約関係

を確認することで、これらは一定程度把握できる。したがって買い手は、対象企業に売上や顧客が存在するかだけでなく、それらが会社の商品・サービス・仕組みに支えられているのか、前経営者や主要人材の信用・人間関係に依存しているのかを確認する必要がある。

第二に、買い手側の統合可能性・受け皿である。具体的には、PMI を担う人材や管理機能を有しているか、現場に関与し改善を実行できるか、従業員や顧客との関係を引き継げるか、そして買収目的を明確にし、契約条項等によってリスクに対応できるかである。買い手が複数回の M&A 経験や専門部署を持たない場合には、これらを自ら備えているかに加え、士業や公的支援機関等の外部支援によって補えるかも確認視点となる。対象企業にどれほど価値ある経営資源が存在していても、買い手側にそれを引き受ける体制がなければ、買収後に維持・活用することはできない。

本研究が設定した 3 つのサブクエスチョンは、いずれもこの 2 つの視点に集約される。すなわち、PMI で問題化しやすい要素と、そのうち買収前に把握可能なものは第一の視点に、買い手側の人材・管理機能・現場関与力は第二の視点に対応する。

以上のことから、買い手は、財務・法務・労務・税務といった従来型の確認に加えて、対象企業側の内在要因と、買い手側の統合可能性・受け皿を、企業選定時の確認視点として持つ必要がある。これにより、買い手は、買うか見送るかという二択ではなく、どうすれば引き受けられるかを検討したうえで判断できるようになる。DD と PMI は別のプロセスであるが、買収前に確認できる兆候を整理しておくことは、買収後の PMI 課題を想定するうえで意味を持つ。

6-2. 本研究の意義

本研究は、2-6 で示したリサーチギャップに対して、以下の点で意義を有する。

第一に、PMI 研究が買収後の統合プロセスを中心に扱ってきたことに対し、本研究は、PMI で問題化しやすい要素のうち、買収前から対象企業に内在し、一定程度把握可能なものに着目した。DD と PMI を同一のプロセスとして扱うのではなく、両者が別のプロセスであることを前提としたうえで、買収前の企業選定段階で確認できる範囲を明確にした点に特徴がある。

第二に、DD や企業選定に関する議論が財務、法務、税務、労務、契約関係などの確認項目を整理してきたことに対し、本研究は、それらを PMI で問題化しやすい要素と結びつけて整理した。具体的には、対象企業の属人性・依存関係や管理機能等の未整備が買収後にどのような形で顕在化し得るかという観点から、買収前確認視点として

体系化した。

第三に、既存の M&A コンピタンス論・本社能力論が、複数回の M&A 経験を通じて組織に蓄積される能力を前提としてきたのに対し、本研究は、これらの能力を、買収を判断する時点で買い手がすでに保有しているか、あるいは外部から補えるかを確認する対象として捉え直した。この捉え直しにより、既存の能力論は、いずれ組織として備えるべき能力の一覧としてではなく、買収前に自らへ問うべき確認項目として機能する。

なお、この整理にあたっては、VRIO 分析を補助的な視角として用いた。M&A では買収を境に経営資源を活用する組織が入れ替わるため、対象企業に価値ある経営資源が存在することと、買い手がそれを買収後に活用できることは同じではない。この視点が、対象企業側の内在要因と買い手側の受け皿をあわせて確認する必要性を支えている。

6-3. スモール M&A に取り組む買い手への示唆

スモール M&A では、買収後に問題が顕在化してから、十分な人材や資金を投入して修正することが難しい場合がある。特に、買い手が個人や少人数の中小企業である場合、買収後に投入できる資源は限られる。そのため、買収前の段階で、経営者依存、主要人材依存、顧客関係の属人化、業務ノウハウの未標準化、管理・契約・労務上の未整備といった兆候を確認しておくことに意味がある。

同時に、本研究が示すのは、対象企業を評価するための視点だけではない。買収を検討する際には、対象企業の魅力や買収価格の妥当性だけでなく、買収後に誰が現場に入り、誰が管理機能を担い、どこまで自ら対応し、どこから外部の支援を得るのかを、あらかじめ具体的に想定しておくことが重要である。

本研究で示した確認視点は、DD や PMI に代わるものではない。しかし、初めて M&A を検討する買い手や、PMI 体制が十分でない買い手に対して、買収前に見落としやすい視点を提示することができる。

後継者不在に直面する小規模企業には、それぞれの経営者が築いてきた技術、顧客との関係、従業員との関係、地域での信用が蓄積されている。事業として成立していても、承継可能性を見極められないまま廃業に至れば、これらは失われる。本研究が示す確認視点が、スモール M&A に取り組む買い手にとって、引き受けられる事業の範囲を広げる一助となることを期待したい。

6-4. 本研究の限界と今後の課題

本研究にはいくつかの限界がある。

第一に、本研究は限られた実務者インタビューに基づくものであり、すべてのスモール M&A に一般化できるものではない。本研究では、異なる立場の 3 者を対象とすることで、買収前確認視点を多面的に整理することを試みたが、業種、買収目的、対象企業の状況、買い手の体制によって、確認すべき視点は異なる可能性がある。また、本研究では、買収後に困難に直面した買い手や、売却側の経営者・従業員の視点までは十分に含めることができていない。

第二に、本研究は、PMI で問題化しやすい要素のうち買収前に把握可能なものを整理したものであり、買収後の PMI 成果を定量的に検証したものではない。したがって、本研究が提示した確認視点が、実際に M&A の成果を高めるかについては、今後の検証が必要である。この点については、買い手企業を対象としたデータのさらなる蓄積が進むことで、定量的な検証の可能性が広がると考えられる。

第三に、買い手側の統合可能性・受け皿について、どの程度の人材、管理機能、現場関与力があれば十分かまでは明らかにできていない。本研究では、A 社と株式会社 OGA という受け皿の性質が異なる 2 つの事例を取り上げたが、一定の管理機能を持つものの専門的な PMI 体制までは有しない買い手や、外部支援を活用して受け皿を補った買い手の実態については、十分に検討できていない。

今後の課題としては、以下の 3 点が挙げられる。第一に、買収目的別、業種別、買い手の規模別に、確認視点をより精緻化することである。第二に、買収前に確認した内容が買収後の PMI の取組にどのように反映されたかを、同一の事例について時系列で追跡することである。第三に、士業等の専門家や外部支援機関が、買い手側の受け皿をどの程度補完し得るかを検討することである。買い手が複数回の M&A 経験や専門部署を持たない場合、外部支援の活用可能性は、買収前確認視点の実効性を左右する。

謝辞

本稿の執筆にあたり、兵庫県立大学大学院社会科学研究科教授 當間克雄先生には、論文の構成から分析視点の整理に至るまで、繰り返しの質問にもかかわらず最後まで丁寧にご指導を賜り、心より感謝申し上げます。また、兵庫県立大学大学院の先生方には各講義や研究指導を通じて、経営を捉えるうえでの多くの視点と学びを得ることができました。深く感謝申し上げます。

同期の皆様には、授業での議論や日々の意見交換を通じて、多くの刺激と学びをい

ただきました。それぞれの分野で実務に携わる皆様と共に学べたことは、本研究に取り組むうえでの支えであると同時に、かけがえのない財産となりました。

また、インタビューにご協力いただきましたA社の皆様、株式会社OGA代表取締役の小笠原由晃氏、神戸パートナーズ法律事務所の藤原唯人弁護士には、ご多忙のなか貴重なお時間を割いていただき、現場に根ざしたご経験と知見をお話しいただきました。皆様からいただいたお話は本研究を実務に即したものにするうえで欠かすことのできないものでした。「事業の承継に取り組む買い手や実務者に何らかの示唆を提供し、後継者不足などを背景とする廃業を少しでも減らしたい」という本研究の思いは、皆様のご協力によって形にすることができました。ここに深く感謝申し上げます。

最後に、仕事と学業の両立を支え、在学期間中もいつも応援し、温かく見守ってくれた家族に心から感謝します。多くの方々の支えにより、本稿を完成させることができました。ここに記して、心より御礼申し上げます。

参考文献

[1] Barney, J. B. (2002) Gaining and Sustaining Competitive Advantage, Second Edition, Pearson Education Inc. 岡田正大訳(2003)『企業戦略論 上 基本編―競争優位の構築と持続―』ダイヤモンド社.

[2] 岡崎聡(2014)「地方中小企業の事業承継におけるM&Aの活用と普及に向けての考察」『商大ビジネスレビュー』第4巻第1号, pp. 57-80.

[3] 加藤雄士(2024)「わが国中小企業のM&A研究に関する一考察―買い手側視点のデータ収集に関する課題を中心として―」『ビジネス&アカウンティングレビュー』第33号, pp. 45-65.

[4] 神戸大学大学院経営学研究科中小M&A研究教育センター(MAREC)編(2026)『中小M&A白書 2026-27年版』中央経済社。

[5] 皿谷将(2023)『M&Aを成功に導く 中小企業のPMI実践マニュアル』日本法令。

[6] 丹下英明(2025)「M&Aを実施した中小企業の特徴とは―M&Aコンピタンスの視点から―」『イノベーション・マネジメント』第22巻, pp. 291-307.

[7] 中小企業庁(2022)『中小PMIガイドライン』中小企業庁。

[8] 中小企業庁(2024)「中小企業のPMIを促進する、実践ツール・活用ガイドブック・事例集」中小企業庁。

[9] 中小企業庁(2024)『中小M&Aガイドライン 第3版―第三者への円滑な事業引継ぎに向けて―』中小企業庁。

［10］中小企業庁編(2024)『中小企業白書 2024 年版』日経印刷。
［11］中村公一(2003)『M&A マネジメントと競争優位』白桃書房。
［12］ 西本圭吾・柳淳也・山田仁一郎(2025)「M&A 後の統合(PMI)研究の系統的レビューと今後の展望」『経済論叢』第 198 巻, pp. 19-42.
［13］芳賀裕子・立本博文(2023)「M&A に必要な本社能力に関する研究―M&A 成功のための具体的な本社能力とは―」『赤門マネジメント・レビュー』第 22 巻第 1 号, pp. 1-34.

引用ホームページ

［1］中小企業庁「2024 年版『中小企業白書』第 1 部第 3 章第 6 節 事業承継」
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2024/chusho/b1_3_6.html（2026 年 7 月 20 日アクセス）
［2］ 中小企業庁「2024 年版『中小企業白書』第 2 部第 3 章第 2 節 中小企業の成長に向けた取組」
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2024/chusho/b2_3_2.html(2026 年 7 月 20 日アクセス)
［3］中小企業庁「中小 M&A ガイドライン」
https://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/shoukei/m_and_a_guideline.html(2026 年 7 月 20 日アクセス)
［4］中小企業庁「PMI を実施する」
https://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/shoukei/sme_pmi_guideline_course.html(2026 年 7 月 20 日アクセス)
［5］経済産業省『中小企業の PMI を促進する、実践ツール・活用ガイドブック・事例集を公表します！』
https://www.meti.go.jp/press/2023/03/20240329007/20240329007.html(2026 年 7 月 20 日アクセス)
［6］神戸大学大学院経営学研究科「中小 M&A 白書(2026-27 年版)」
https://b.kobe-u.ac.jp/books/b179/(2026 年 7 月 20 日アクセス)
［7］ 日本法令オンラインショップ「M&A を成功に導く 中小企業の PMI 実践マニュアル」
https://www.horei.co.jp/iec/products/view?pc=2472964(2026 年 7 月 20 日アクセス)