

CROSS-BORDER M&A · BUY-SIDE GUIDE

# 日本企業を 買う側から見た 落とし穴

バリュエーションの基準、事業承継案件の実像、  
仲介とFAの構造、デューデリジェンス、  
スキーム、表明保証、手数料、PMI——  
買い手が最もつまずく八つの論点。

公的統計と一次資料に基づく・相場観ではなく、出典で

作成：SEISEI INC.（東京）・財務アーキテクチャ・コンサルティング  
版 v1.0・2026年7月・日本語版

## PREFACE &amp; CONTENTS

# 買い手が負けるのは、 値段ではなく段取りで

日本の中小企業M&Aは、明確に**売り手市場**です。買い手が案件を落とす理由は「高値を出せなかった」ことより、**売り手が見ている基準を読み違えた**ことの方がはるかに多い。

**50.1%**

後継者不在率（2025年）。7年連続で改善し過去最低 —— 帝国データバンク

**60.8歳**

社長の平均年齢（2025年12月時点）。35年連続で過去最高 —— 同

**82.7%**

売り手が重視する確認事項の首位＝従業員の雇用維持 —— 2021年版中小企業白書

後継者不在率は改善傾向にあり、「放っておけば買える案件が溢れる」という時代認識は既に古い。事業承継の類型でも、2025年は**内部昇格36.1%が同族承継32.3%を初めて上回り**、M&A等は20.6%です（帝国データバンク）。つまり**外部の買い手に回ってくる案件は、選ばれた買い手にしか回らない**。

本書は、その「選ばれ方」と、契約・DD・手数料で損をしない実務を八つの論点に整理したものです。数字はすべて公的統計または一次資料から取り、出典と年次を明記しています。

## 目次

|    |                              |     |
|----|------------------------------|-----|
| 01 | バリュエーション —— 「純資産＋数年分」の中身     | P3  |
| 02 | 事業承継案件の実像 —— 売り手が本当に見ているもの   | P4  |
| 03 | 仲介とFA —— 構造的利益相反を理解する        | P5  |
| 04 | デューデリジェンスの死角 —— 帳簿の下にあるもの    | P6  |
| 05 | スキームと許認可 —— 株式譲渡か事業譲渡か       | P7  |
| 06 | 表明保証・補償 —— リスクを紙に落とす         | P8  |
| 07 | 手数料 —— レーマンの「基準となる価額」で倍変わる   | P9  |
| 08 | PMI —— 「乗っ取り」に見えた瞬間に人が辞める    | P10 |
| —  | 着手前チェックリスト・タイムライン・SEISEIについて | P11 |

## PITFALL 01・VALUATION BASIS

## 「純資産＋営業利益3～5年分」 という説明を、そのまま信じない

巷でよく聞く「年買法：時価純資産＋営業利益の3～5年分」。この言い回しは、中小企業庁の公的ガイドラインには**存在しません**。

### 公的な整理はこうなっている

中小企業庁「中小M&Aガイドライン（第3版）参考資料2」が挙げるのは①簿価純資産法 ②時価純資産法 ③類似会社比較法（マルチプル法）の三つ。純資産に利益を加算する場合の公的な口径は次のとおりです。

加算対象の利益は「**税引後利益又は経常利益等**」、年数は「**通常1年～3年**」。  
そして——「**事例ごとに異なり、交渉によって決まるケースが多い**」と明記されています。

つまり「営業利益×3～5年」は理論値ではなく、**交渉の出発点として置かれたアンカー**にすぎません。営業利益は税引後利益より大きく、年数も上振れ——この二重の上乗せを基準として受け入れると、入口から不利になります。

### 実際の成約倍率（公的統計）

| 指標        | 件数     | 第1四分位 | 中央値   | 第3四分位 |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 1,987件 | 3.6倍  | 7.3倍  | 15.5倍 |
| PER       | 2,191件 | 5.8倍  | 11.7倍 | 23.1倍 |
| PBR       | 2,830件 | 0.7倍  | 1.3倍  | 2.5倍  |

出典：中小企業庁「M&A支援機関登録制度」統計（2022年4月～2025年3月に最終契約に至った案件、譲渡側報告ベース）。業種別中央値は概ね5～10倍。同庁は「データが必ずしも統一されていない場合がある」「あくまで参考として」と注記。

**非流動性ディスカウント**：中小企業は上場会社に比べ株式の流動性が低いため、**30%程度ディスカウントするケースもある**と公的資料に明記されています（同参考資料2）。マルチプル法を使うなら、この論点を先に潰しておくこと。

**実務の型**：初回提示の前に基準を一文で固定する。「弊社が申し上げる○億円は**株式譲渡対価**であり、企業価値ベースであればネット有利子負債の内訳をご提示ください」。この一文を意向表明書に入れておけば、以後の数字はすべてこのアンカーに紐づきます。

## PITFALL 02 ・ WHAT SELLERS ACTUALLY WEIGH

## 売り手は価格だけで 買い手を選んでいる

最高値を出したのに断られる——事業承継型の案件では珍しくありません。理由は感情論ではなく、**売り手の評価軸がそもそも違う**からです。

### 公的調査が示す優先順位

2021年版中小企業白書（2020年10～11月調査）によれば、売り手として M&A を実施する際に重視する確認事項の首位は「**従業員の雇用維持**」で**82.7%**。白書は「ほとんどの経営者が売却・譲渡後の従業員の雇用維持を重視している」と総括しています。

さらに年代差があり、**40代以下・50代では「経営陣や従業員の人柄や意向」**を、**60代・70代以上では「自社名や自社ブランドの存続」**を重視する割合が高い、とされています。相手の年齢層で刺さる論点が変わるといことです。

そして、その約束は実際に守られている

同白書の買い手側調査では**8割以上の企業がM&A実施後も全従業員の雇用を継続、半数以上の企業で売り手側経営者が何らかの形で事業に関与**を続けています。売り手が雇用維持を求めるのは非現実的な要求ではなく、**市場の標準的な着地点**です。

### 買い手が誤解しがちな三点

- 「**後継者不在＝売り急いでいる**」ではない。後継者不在率は2025年に50.1%と7年連続で改善（帝国データバンク）。売らずに内部昇格を選ぶ会社が増えており、2025年は内部昇格36.1%が同族承継32.3%を初めて上回りました。
- 「**高く買う**」は差別化にならない。雇用・屋号・取引先という非価格条件で並ばれた時点で、価格差は決め手を失います。
- **引退時期は交渉可能な変数**。社長交代前の平均年齢は68.5歳（同）。引継ぎ期間をどう設計するかは、価格と同じ重みで議論すべき条件です。

**実務の型**：初回面談で価格の話から入らない。「従業員の処遇をどうお考えか」「社長にはいつまで、どのような形で関わっていただきたいか」「屋号は残すべきか」——この三問を先に置くだけで、他の買い手と情報の質が変わります。

## PITFALL 03 ・ INTERMEDIARY VS ADVISOR

## 相手方の代理人と 同じ人に相談していないか

日本の中小M&A市場は**約8割が仲介**、FAは約2割です（中小企業庁 2024年度報告：仲介8,029件／FA1,619件）。仲介は**双方と契約し双方から手数料を受け取る形態**——欧米の片側代理を前提にしていると、構造を読み違えます。

### 利益相反は「公的に認められた論点」である

中小企業庁「中小M&Aガイドライン（第3版）」は、仲介者について次のように明記しています。

「仲介者が**一方当事者（特に、リピーターになり得る譲り受け側）の利益を優先**して取引をまとめるように動く動機があるという**構造的な利益相反のリスク**が指摘されている」  
——ただし同ガイドラインは「利益相反が直ちに違法となるものではない」「仲介者という業態を中小M&Aにおいて不適切であると断ずることは現実的ではない」とも述べています。仲介＝悪ではなく、**構造を知った上で使う**ものです。

### 第3版が明文で禁じた5類型（仲介契約書に落とすべき義務）

1. 譲り受け側から追加で手数料を取得し、当該譲り受け側に便宜を図る行為
2. リピーターとなる依頼者を優遇し便宜を図る行為
3. 成立額と希望額の差分の一定割合を、正規手数料とは別に成功報酬として要求する行為
4. 一方当事者から伝達を求められた事項を伝達しない、又は偽って伝達する行為
5. 一方当事者にとってのみ有利／不利な情報を認識した場合に、当該情報を秘匿する行為

**仲介はバリュエーションとDDに結論を出せない**：ガイドラインは、仲介者は一方に偏り得る工程（バリュエーション・DD）について**結論を出さず**、依頼者が士業等専門家に別途意見を求められる旨を伝えるべきとしています。**相手方とも契約している人に「この価格は妥当か」を判定させないこと。**

**実務の型**：契約前の重要事項説明は17項目が公的な標準です（仲介／FAの違い、手数料、相手方の手数料、専任条項、テール条項、利益対立想定事項ほか）。書面で受け取り、テール条項が**2～3年以内かつその仲介者が実際に紹介してきた相手に限定**されているかを必ず確認する（同ガイドライン参考資料6のベンチマーク）。

PITFALL 04・DUE DILIGENCE BLIND SPOTS

# 財務DDは出発点にすぎない

日本の中小企業のリスクは、損益計算書の表面ではなく**労務台帳・許認可書類・特定の個人の頭の**  
**中**にあります。財務だけ見て終わると、決算書が「きれい」な会社ほど危ない。

| 死角        | 何が起きるか                     | 確認方法                      |
|-----------|----------------------------|---------------------------|
| 簿外債務・偶発債務 | 保証債務、係争中の案件、未履行契約が科目に出ない   | 訴訟一覧・保証契約・重要契約の開示と、書面での表明 |
| 退職給付引当    | 長年の計上不足が、退職の集中で一気に顕在化      | 退職金制度の全体像と、勤続年数ベースの実際の債務額 |
| 未払残業・社会保険 | 遡及是正の負担が想定を超える。株式譲渡なら承継される | 勤怠と給与台帳の整合、社会保険の加入状況      |
| 連帯保証      | 現オーナーの個人保証が解除できず融資が動かない    | 金融機関との事前折衝と、解除の手順・期限の明記   |
| 不動産の含み損益  | 簿価と時価の乖離が実質純資産を書き換える       | 独立した評価と、処分時の税務影響          |
| 属人化       | キーマンの退職で顧客・技術が同時に消える       | 引継ぎ設計、競業避止、残留インセンティブ      |

**三線並行が原則：**財務税務・法務・業務の三本を**同時に**回す。財務線で見つけた違和感は、法務線の契約書と業務線のヒアリングで裏を取って初めて確定します。順番にやると、最後の線が終わる頃には交渉の時期を逃しています。

**経営者保証について：**経済産業省の「中小M&A市場改革プラン（中間とりまとめ）」（2025年8月）では、経営者保証の解除等の契約違反時の**買戻し条項**の仕組みが検討課題として挙げられています。制度が動いている領域なので、**案件着手時点の最新の枠組みを確認**してください。

PITFALL 05・STRUCTURE & LICENCES

# 株式譲渡か事業譲渡かは、最初に決める戦略事項

「手続きの細部」だと思われがちですが、**承継する債務の範囲と許認可の可否**が丸ごと変わります。走り出してから変更すると、DDもスケジュールも組み直しになります。

|        | 株式譲渡                       | 事業譲渡                              |
|--------|----------------------------|-----------------------------------|
| 承継する範囲 | 法人そのもの。 <b>過去の債務も原則すべて</b> | 選んだ資産・負債のみ。不要なリスクは残せる             |
| 許認可    | 法人格が変わらないため多くは継続           | <b>取り直しが必要な場合が多い</b>              |
| 手続     | 相対的に簡素                     | 個別の契約承継・従業員の再雇用等、重い               |
| 税務     | 株主の譲渡課税                    | 資産の移転として課税関係が発生。のれん相当が資産調整勘定となり得る |

**許認可は株式に付いてこないことがある**：法人格が変わらなくても、**経営者個人の資格や常勤要件に紐づく許可**は、代表者の交代自体が変更届・再審査の対象になり得ます。中核事業が一枚の許可に依存している場合、ここを確認せずにクロージングすると**翌日から適法に営業できない**という事態になります。対象事業の許認可を一件ずつ、承継可否と手続で棚卸しすること。

## 買収主体を海外法人にする場合の注意

外国投資者が日本企業の株式を取得する場合、**外為法（外国為替及び外国貿易法）の対内直接投資規制**の対象となり、業種や投資家の所在によっては**事前届出**が必要になります。届出後は原則として一定の禁止期間があり、スケジュールに直接影響します。

なお2026年6月5日に外為法改正法が公布され、海外法人を通じた**間接取得**の規制等が追加されますが、主要部分の施行日は公布後1年以内の政令指定日とされています。買収ストラクチャーを海外主体にするなら、**着手時点の施行状況を必ず確認**してください。

**実務の型**：スキームは意向表明の前に仮決めし、DDの設計をそれに合わせる。負債構造が読めないうちは事業譲渡を選択肢に残し、許認可が重い業種なら株式譲渡に寄せる——という判断軸を先に持つておくこと。

## PITFALL 06 ・ REPS, WARRANTIES &amp; INDEMNITY

## DDで見つからなかったものを、 誰が負担するのか

中小企業のDDには限界があります。**見つけられなかったリスクの配分**を契約で決めておかないと、発見した時点で全額が買い手の損失になります。

### 最低限、紙に落とすべき四つ

- **表明保証の範囲**——簿外債務がないこと、未払残業・社会保険に不足がないこと、許認可が有効であること、係争がないこと。DDで潰せなかった項目ほど、明示的に書かせる。
- **補償の上限・期間・下限**——いくらまで、いつまで、いくら以上の損害から補償されるのか。上限が譲渡対価の何%か、労務・税務など**特別補償**を別枠にするか。
- **価格調整**——クロージング時の純資産や運転資本の変動をどう精算するか。アーンアウトを使うなら、指標の定義と算定方法まで書く。
- **誓約事項**——連帯保証の解除、キーマンの残留、競業避止。**いつまでに誰が**を明記する。

#### 表明保証保険（W&I保険）について

中小M&Aガイドラインは、表明保証保険を「表明保証や補償の範囲に関する交渉が円滑化する場合もある」と位置づけ、「**日本国内でも一部の損害保険会社により提供が開始されている**」と記述しています。引受には**DDレポート等の提出と引受審査**が必要とされており、DDが簡易な小型案件ではそもそも付保しにくい構造です。

※日本の中小M&Aにおける付保率・利用件数についての公的統計は確認できていません。本書では普及度を数値で述べることを避けます。

**補償は「相手に支払能力があるか」まで見る**：個人株主から買う場合、譲渡対価を受け取った後に補償請求しても回収できないことがあります。**エスクロー、支払の分割、アーンアウト**など、回収可能性を担保する設計を価格交渉と同時に議論すること。

PITFALL 07・FEES

# レーマン方式の「%」より、 「何に掛けるか」で額が変わる

中小企業庁ガイドラインは明言しています——「仲介者・FAの手数料には一般的な法規制がなく」、料金体系は各社次第です。

## 公的資料が示すレーマンの一例

| 基準となる価額       | 乗じる割合 |
|---------------|-------|
| 5億円以下の部分      | 5%    |
| 5億円超 10億円以下   | 4%    |
| 10億円超 50億円以下  | 3%    |
| 50億円超 100億円以下 | 2%    |
| 100億円超        | 1%    |

同ガイドラインは「あくまで一例であり、各階層における価額・割合は各仲介者・FAにより異なる」と注記。

**本当の分岐点は「基準となる価額」**：公的資料が挙げる基準は ①譲渡額 ②移動総資産額（譲渡額＋負債額） ③純資産額。同じ譲渡額でも、借入金が多い会社ほど②の基準では手数料が跳ね上がります。ガイドラインも「採用される考え方によって報酬額が比較的大きく変動し得る」と警告しています。契約前に、どの基準かを必ず書面で確定させること。

## 実際の報酬率（株式譲渡額に対する報酬総額の中央値）

| 株式譲渡額   | 中央値   | 株式譲渡額    | 中央値   |
|---------|-------|----------|-------|
| ～1千万円   | 50.0% | 1億～1.5億円 | 13.3% |
| 5千万～1億円 | 16.6% | 5億円超     | 4.3%  |

出典：同統計（2022年4月～2025年3月）。「一般に4～10%」という説明が当てはまるのは**数億円以上のレンジのみ**だと、公的數字で確認できます。

**もう一つの注意**：同統計は**成約案件のみ**が対象で、「未成約で着金や中間金のみ受領するケースも多数」あるが件数・金額は不明、と当局自身が注記。着金の有無と返還条件は契約前に確認を。

## PITFALL 08 ・ POST-MERGER INTEGRATION

## 買った瞬間からの100日で、 買った価値が決まる

最も高くつく間違いは、**クロージング翌日に自社から社長を送り込むこと**です。売り手が雇用維持を条件にした会社ほど、この一手で人が抜けます。

### 日本の中小企業で実際に起きていること

2021年版中小企業白書の買い手側調査では、**半数以上の企業で売り手側経営者がM&A後も何らかの形で事業に関与**しています。これは温情ではなく**合理的な選択**です。顧客・仕入先・金融機関との関係、現場の暗黙知、許認可の実務——これらは前経営者に紐づいており、引継ぎには時間がかかります。

### 最初の100日で必ずやること

- **主要取引先への挨拶を、前経営者と一緒に回る。**順番と同行者が、日本の商習慣では強いメッセージになります。一人で行くと「乗っ取り」に見える。
- **雇用条件は当面変えない。**契約で約束したかどうかに関わらず、初動での待遇変更は最も強い離職シグナルです。
- **金融機関に早期に説明する。**連帯保証の切替と、既存借入の継続はここで決まります。
- **キーマンを特定し、残留の設計を先に済ませる。**誰が辞めたら何が消えるのかを、DD段階で把握しておく。
- **変えるものと変えないものを、明示的に伝える。**不確実性そのものが離職の理由になります。

**屋号・社名は軽く扱わない：**白書は、60代・70代以上の売り手ほど「**自社名や自社ブランドの存続**」を重視**する**としています。統合効率を理由に早期に社名を変えると、売り手と従業員の双方に対して約束を破ったと受け取られます。

## SELF-CHECK &amp; TIMELINE

## 着手前の一枚チェックリスト

### 価格・条件

- ・提示額が**株式譲渡対価か企業価値か**を書面で固定したか
- ・マルチプルを使うなら、非流動性ディスカウントの扱いを先に議論したか
- ・「純資産+利益〇年分」を提示された場合、加算利益が**税引後利益か営業利益か**を確認したか

### 相手方と支援機関

- ・相談相手は**仲介かFAか**、相手方とも契約しているかを確認したか
- ・契約前の重要事項説明（17項目）を**書面**で受け取ったか
- ・テール条項は2～3年以内、かつ紹介先限定になっているか
- ・手数料の「**基準となる価額**」がどれかを書面で確定したか
- ・着手金・中間金の有無と、不成立時の返還条件を確認したか

### DD・契約・実行

- ・財務税務・法務・業務の三線を**並行**で設計したか
- ・退職給付引当の実際の債務額を、勤続年数ベースで確認したか
- ・未払残業・社会保険の遡及リスクを、労務を独立の線として調べたか
- ・連帯保証の解除の**手順・期限・当事者**を契約に書いたか
- ・中核事業の許認可について、承継可否を一件ずつ棚卸したか
- ・補償の上限・期間・下限と、回収可能性の担保を設計したか
- ・買収主体を海外法人にする場合、外為法上の届出要否と所要期間を確認したか
- ・クロージング後100日の計画（挨拶回り・雇用・金融機関・キーマン）を用意したか

**順序について：**資金計画・スキーム・外為法の要否は、案件を選び始めるのと**同時に**着手してください。これらを「基本合意の後で片付ける事務」と考えたために、売り手を待たせて破談になる——最も多く、最も避けやすい失敗です。

## ABOUT SEISEI

# 買い手側に立ち、 最後まで責任を持つ

SEISEI INC. は東京を拠点に**買い手側のファイナンシャル・アドバイザー**を提供しています。双方から手数料を受け取る仲介ではなく、**買い手の一方のみと契約するFA**です。

## 一緒にできること

| 領域      | 内容                            |
|---------|-------------------------------|
| 条件整理    | ご予算・目的・対象条件の言語化と、案件供給側への提示設計  |
| 案件の評価   | バリュエーションの基準整理、公的統計に照らした水準感の検証 |
| ストラクチャー | 買収主体・資金調達・税務面を含むスキームの設計       |
| DD設計と統括 | 財務税務・法務・業務の三線設計と提携専門家の統括      |
| 交渉と契約   | 表明保証・補償・価格調整の論点整理             |
| PMI     | クロージング後100日の設計と業務・システム統合支援    |

### ご相談の入口

買収のご意向は [seisei.tokyo/ma/apply/ja/](https://seisei.tokyo/ma/apply/ja/) にてご登録いただけます（所要5分程度）。ご記入内容は当社サーバーのみで管理し、第三者のフォームサービスを一切経由しません。1～2営業日以内に担当よりご連絡いたします。

お問い合わせ：[ceo@seisei.tokyo](mailto:ceo@seisei.tokyo)

### 本書のお取り扱いについて

本書は一般的な情報提供を目的とした資料であり、個別の税務・法務に関する助言ではありません。記載の統計・制度は作成時点（2026年7月）の公表資料に基づくもので、その後の改正により変更される場合があります。とりわけ外為法については2026年6月5日公布の改正法の施行が控えており、実際のご検討にあたっては着手時点の最新の規定をご確認ください。

当社は買い手側のファイナンシャル・アドバイザーを提供するものであり、**資金のお預かり・募集・運用、及び投資勧誘は行いません**。税務申告・登記・法律事務等の有資格業務は、**提携する税理士法人・弁護士等の有資格者**が担当いたします。

主な出典：中小企業庁「中小M&Aガイドライン（第3版）」及び参考資料2・6／中小企業庁「M&A支援機関登録制度」統計／2021年版・2025年版 中小企業白書／帝国データバンク「後継者不在率動向調査（2025年）」「社長年齢分析調査（2025年）」／財務省・日本銀行 外為法関連資料