

M&Aによる成長戦略と 評価視点

(株)オーティスマネジメント 取締役 事業本部長

滝田正之

M&Aのトレンド 異業種にみるマーケット環境の変化

近年、国内においてM&Aが活発化したのは1990年代後半である。バブル経済崩壊から日本経済は長期的な不況に陥り、それまで大量仕入れのスケールメリットによる薄利多売を目指して積極的な店舗展開をしてきた大手スーパーマーケットや家電量販店などの小売業界は、価格競争の激化と個人消費の落ち込みに伴い各社の業績は大きく悪化した。その結果、大手企業同志のM&Aによる合併・統合が進み、これからもさらなる再編が起きて寡占化も進むと考えられる。

一方、製造業においても海外企業の日本進出による競争の激化や為替の変動に伴う影響などから、過大な設備投資や雇用を抱えた企業は、技術革新とコストの削減が不可欠となり必然的に事業再編の波が進んできた。

パチンコホール業界における 近年のM&A事例

パチンコホール業界は、前記の業種とは状況が少し異なる。ホール業界はバブル経済が崩壊した1990年代前半以降も市場規模は20兆円台後半を維持し、2002年には30兆円の大台に乗せ、05年に約34兆8600億円とピークを迎えたのである。

前述の小売・家電量販店・製造業などはこの

図表1 2015年以降のパチンコホール業界の主なM&Aの動き

年月	動向
2015年9月	(株)ブローバホールディングスが(株)ブローバ島根を設立し、(株)中央商事のパチンコ事業(4店舗)を承継
2015年10月	アンダーツリー(株)が金馬車グループ3社(会社更生)を支援。(株)アンダーツリー-東京発足
2015年11月	(株)ダイナムジャパンホールディングスが夢コーポレーション(株)(39店舗)を株式交換により子会社化
2015年11月	(株)遊楽が(株)ワイズコーポレーションの8店舗を承継
2016年4月	(株)合田観光商事が(株)正栄プロジェクトから「イーグルパーク」(札幌市豊平区)を吸収分割により取得
2016年6月	アンダーツリーグループの(株)レッドウッドが神友商事(株)から6店舗を吸収分割により取得
2016年9月	(株)ダイエーが仙台観光(株)のパチンコ事業(10店舗)を承継
2016年10月	(株)正栄プロジェクトが(株)スーパートゥデイ(5店舗)の全株式を取得し子会社化
2016年12月	(株)ブローバ島根が(有)洪商事のパチンコ事業(2店舗)を承継
2017年2月	アンダーツリーグループの新設会社(株)キョーナロードが(株)藤光のパチンコ事業(7店舗)を取得
2017年3月	ピーアークホールディングス(株)が(株)NEOPARISの全株式を取得し子会社化

資料:「パチンコ産業年鑑」(総合エヌコム(株)企業調査および開示資料、報道をもとに作成)

時点で第一次の業界再編がスタートしているが、ホール業界は他業種の上場企業によるホール事業の売却などが一部あったものの、まだ同業種のM&Aははじまる気配さえ感じられなかった。パチンコが不況に強い業種といわれた所以である。そのような意味ではM&A分野において、ホール業界は後手を踏んだといえるだろう。

これまでホールの売上げや収益を牽引してきたパチスロ4号機が07年には完全に5号機に代わり、ここで一気にM&Aの機運が高まってきたのである。この5号機問題以降も度重なる遊技機のスペック改正や個人消費低迷が続く、現在はさらにM&Aに拍車がかかってきたといえよう。

図表1は近年の主なM&A案件であるが、実はこれらの事例は氷山の一角であり、1店舗だけの運営企業から10店舗以内の零細企業のM&Aは相当な件数があると考えている。

近年、パチンコ・パチスロの低価格営業比率が増加しているが、この流れは今後さらに高

図表2 低価格営業の導入割合別のキャッシュフロー比較

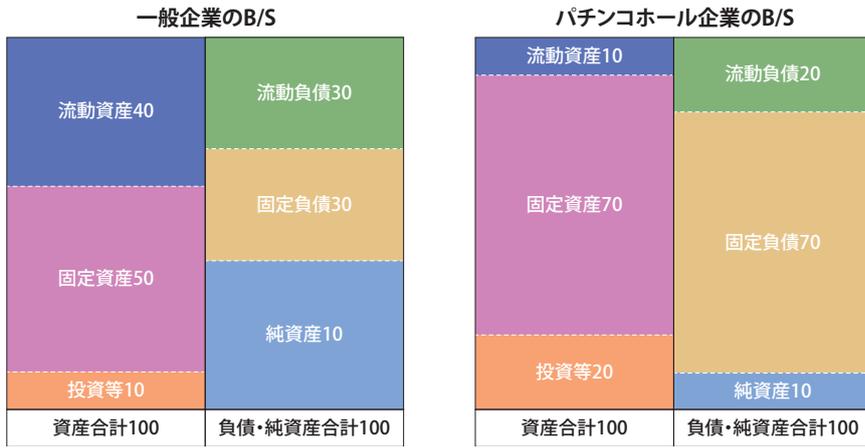
設定条件

		旧来店舗	低価格営業併設店①	低価格営業併設店②	低価格営業併設店③
4円P	台数	315台	169台	158台	63台
	稼動	15,660個	15,660個	15,660個	15,660個
	玉単価	1.56円	1.56円	1.56円	1.56円
	玉粗利	23.0銭	23.0銭	23.0銭	23.0銭
1円P	台数	台	146台	157台	252台
	稼動	個	23,530個	23,530個	23,530個
	玉単価	円	0.34円	0.34円	0.34円
	玉粗利	銭	7.0銭	7.0銭	7.0銭
P合計	台数	315台	315台	315台	315台
	平均稼動	15,660個	19,308個	19,583個	21,956個
	(日)売上げ合計	7,695,324円	5,296,632円	5,115,908円	3,555,115円
	(日)粗利合計	1,134,567円	849,181円	827,679円	641,983円
20円S	台数	185台	142台	93台	37台
	稼動	9,093枚	9,093枚	9,093枚	9,093枚
	コイン単価	2.84円	2.84円	2.84円	2.84円
	コイン粗利	41.0銭	41.0銭	41.0銭	41.0銭
5円S	台数	台	43台	92台	148台
	稼動	枚	10,040枚	10,040枚	10,040枚
	コイン単価	円	0.80円	0.80円	0.80円
	コイン粗利	銭	15.0銭	15.0銭	15.0銭
S合計	台数	185台	185台	185台	185台
	平均稼動	9,093枚	9,313枚	9,564枚	9,851枚
	(日)売上げ合計	4,777,462円	4,012,401円	3,140,587円	2,144,228円
	(日)粗利合計	689,704円	594,152円	485,268円	360,829円

キャッシュフロー

	旧来店舗	低価格営業併設店①	低価格営業併設店②	低価格営業併設店③
収入予想				
パチンコ・稼動	15,660個	19,308個	19,583個	21,956個
玉単価	1.56円	0.87円	0.83円	0.5円
台売上げ	24,430円	16,815円	16,241円	11,286円
パチスロ・稼動	9,093枚	9,313枚	9,564枚	9,851枚
コイン単価	2.84円	2.33円	1.78円	1.18円
台売上げ	25,824円	21,689円	16,976円	11,590円
玉粗利	23銭	14銭	13銭	9銭
パチンコ台粗利	3,602円	2,696円	2,628円	2,038円
P粗利率・S粗利率	14.74%・14.44%	16.03%・14.81%	16.18%・15.45%	18.06%・16.83%
コイン粗利	41銭	34銭	27銭	20銭
パチスロ台利益	3,728円	3,212円	2,623円	1,950円
(日)売上げ合計	12,472,786円	9,309,033円	8,256,495円	5,699,344円
(月)売上げ合計	361,710,800円	269,961,947円	239,438,365円	165,280,966円
(日)粗利合計	1,824,271円	1,443,333円	1,312,947円	1,002,811円
(月)粗利合計	52,903,860円	41,856,665円	38,075,469円	29,081,531円
月額収入	52,903,860円	41,856,665円	38,075,469円	29,081,531円
支出予想				
人件費関連	6,000,000円	6,000,000円	6,000,000円	6,000,000円
水道光熱費等	1,500,000円	1,500,000円	1,500,000円	1,500,000円
その他管理費	4,320,000円	4,320,000円	4,320,000円	4,320,000円
遊技機入替え費	10,800,000円	6,480,000円	5,400,000円	2,160,000円
広告宣伝費	1,080,000円	1,080,000円	1,080,000円	1,080,000円
賃料	5,832,000円	5,832,000円	5,832,000円	5,832,000円
減価償却費	3,500,000円	3,500,000円	3,500,000円	3,500,000円
借入返済 (5億円・10年返済)	4,166,000円	4,166,000円	4,166,000円	4,166,000円
金利支払(3.0%)	1,250,000円	1,250,000円	1,250,000円	1,250,000円
月額支出	34,948,000円	30,628,000円	29,548,000円	26,308,000円
(月)キャッシュフロー	17,955,860円	11,228,665円	8,527,469円	2,773,531円
(年)キャッシュフロー	215,470,325円	134,743,974円	102,329,622円	33,282,371円
(月)営業利益	18,621,860円	11,894,665円	9,193,469円	3,439,531円
(年)営業利益	368,062,325円	235,495,974円	190,121,622円	82,194,371円

図表3 一般企業とパチンコホール企業のB/Sの比較



まっていくだらう。そうなるにキャッシュフローは減少し、これまでのような遊技機投資を惜しまない高コスト体質のホール経営は行き詰まることが必至であろう。

昨年7月末の時点でパチンコ機全体の46.4%、パチスロ機全体の23.2%が低価貸営業となっている。図表2は、遊技機設置台数を500台（パチンコ機315台、パチスロ機

185台）と仮定して、低価貸営業がどのくらい粗利額やキャッシュフローに影響を及ぼすかを試算したものである。

はじめに、低価貸営業を導入していない時代の旧来店舗と現在の低価貸営業併設店①とのキャッシュフローを比較すると、月間粗利額の減少ぶん1104万円を遊技機入替え費の削減（432万円減）でカバーしても月間キャッシュフローは1795万円から1122万円と672万円（37.5%）も減少する。

次に、パチンコ・パチスロとも設置台数の50%を低価貸営業にシフトした場合（低価貸営業併設店②）、遊技機入替え費を削減したとしてもキャッシュフローは852万円まで下がり、低価貸営業併設店①に比べると270万円（24.1%）減少、旧来店舗と比べると942万円（52.5%）減少する。

さらに、パチンコ・パチスロとも設置台数の8%を低価貸営業とすると（低価貸営業併設店③）、キャッシュフローは277万円となり、ほぼ損益分岐点となってしまふ。旧来店舗よりも1518万円（84.6%）減少、低価貸営業併設店①よりも845万円（75.3%）減少、低価貸営業併設店②よりも575万円（67.5%）減少する。

かなり極端な例かもしれないが、現実にはこのように稼動を上げるために低価貸営業に注力した結果、金融機関の返済が重くのしかかり、経営難に陥って不採算店舗の売却もしく

は会社ごと売却するようなケースも想定される。

今後、低価貸営業比率の増加とともにホール企業のM&A案件は確実に増加すると見込まれ、他産業よりも少し遅れてホール業界も再編の動きが加速していくと考えられる。

パチンコホール業界における近年のM&A事例

パチンコホール業界は一般的に装置産業と呼ばれるように、新規出店に莫大な投資額がかかる。

図表3は、一般企業とパチンコホール企業の貸借対照表(B/S)を比較したものである。企業の安全性を示す指標に「自己資本比率」と

「流動比率」があるが、一般的にホール企業の純資産額の比率は小さく、総資産に占める純資産の割合（自己資本比率）は低い。一般企業が40%とするとホール企業は10%程度である。

また、流動資産を流動負債で除した流動比率は、本来100%以上が理想であるが、一般企業が133%であるのに対しホール企業は50%である。さらに、ホールの固定資産は前述のように土地・建物・営業設備などが大きく、一般企業が全体の50%であるのに対し、ホール企業は20%である。そしてそのすべてを固定負債（長期借入金）で賄っている。

このようにホール企業のB/Sは一般企業と比較してかなり脆弱であり、不健全な財務状態のように思われる。しかし、ホールの売上げはすべて現金であり、在庫もなく、固定資産の調達のための固定負債（長期借入金）の返済が利益償還可能な年数であれば資金繰り上はまわっている。しかし、新たな設備投資が必要となったとき、B/S上の現金が少なく、金融機関の支援も困難となった場合、調達能力に乏しい非常に不安定な財務体質となってしまう。

その対策として当然ながらさまざまな企業努力をするが、それでも業績回復がむずかしいと判断される場合、金融機関や遊技機メーカーを通じてM&A案件が発生するケースが多い。最初は極秘のなかで進められていく案件も長期化すると白日の下に晒される可能性が高いため、M&Aはできるだけ短期間に集



中して買い手企業を探すことが重要である。それでは、売り手企業と買い手企業に分けてM&Aのメリットをあげてみたい。

(1) 売り手企業

売却の理由は大きく二つあると考える。

① 業績不振

一つは業績不振に陥り、資金不足により事業が継続できなくなった場合である。このケースで注意しなければならないのは、完全に営業継続ができないほどのダメージを受ける前に経営者が売却の決断をすることである。

たとえば、金融機関の返済が滞ったり、業者の買掛金支払いや従業員の給与などの未払いが発生してしまうと、売り手と買い手の対等のM&Aにはならず、売り急ぐために買い手優位となり対価も下がってしまう。業績回復のために、各種リストラを含めあらゆる努力を重ねても見込みが立たないと判断したら、経営者は早めに英断を下すことが肝心である。最低でも金融機関の借入金を返済し、少なからず手もとに現金を残すことができるようにしたい。

② 後継者不在

二つ目の理由は、経営者が高齢になり後継者が存在しない場合である。このケースでは事前に周到な準備もできることから、十分に時間をかけて買い手を探すことが可能である。売り急ぐ必要がないため、買い手先とじっくり交渉ができ、対価も希望の金額に近づけることができる。

また従業員の雇用を維持するとともに、創業者としての利益を確保し、余生を不安なく過ごすことができる資金を残すことも大切である。

どちらのケースでも重要なのは、できる限り買い手は同業者になつてもらふことである。その理由は、土地以外の建物や営業設備を対価に乗せることができるからである。仮に、他業種が買い手となり別の商売をする場合、建物や島設備・機械などの営業設備は不要となり、取壊し費用や撤去費用が必要と

なってしまうからだ。

(2) 買い手企業

買い手企業のメリットとしては、以下のような点がある。

① 短期間に店舗数をふやし、スケールメリットを得られる

新規出店の場合、店舗用地を探してから購入(賃借)し、建物を建て、営業設備を搬入し、並行して所轄警察署に許可申請をして検査を受けると、少なくとも半年から1年以上の期間を要する。M&Aであれば、慎重なデューデリジェンスが実施されたとしても3か月から半年程度であればオープンが可能である。

② 投資金額が少ない

土地は別として、M&Aの対象となる既存の建物や営業設備は一定の償却期間が経過しているため、B/S上の簿価はかなり下がっている。通常は多額の資金を投入しなければならぬ新規出店と比較して、開業費用は数分の一で済むことが多い。また従業員の雇用を維持することにより、採用などの期間とコストも軽減できるメリットがある。

パチンコホール企業の特異性とM&Aの意思決定における留意点

(1) 経営者としてM&Aの意思決定で注意すべき点

M&Aの意思決定には、あらゆる業種にお

いて当然買収企業との間でシナジー効果が得られることが前提である。ホール企業においても基本的なスキームは同様であるが、特に以下のような点に注意しておきたい。

① 各種規制の遵守状況

「ぱちんこ営業」は16年6月23日に「改正風営法」が施行され、これまでの7号営業から4号営業に変更となったが、許認可事業であることに違いはない。ホール企業のM&A案件が出た場合、買い手側はまず売り手企業が法規制(遊技機規制・広告規制・業界等価交換規制など)に則った営業をしているかを十分に調査する必要がある。お客に提供した賞品をホールが買い取る「自家買い」と呼ばれる行為は、明らかに風営法違反となる。

② 資金調達

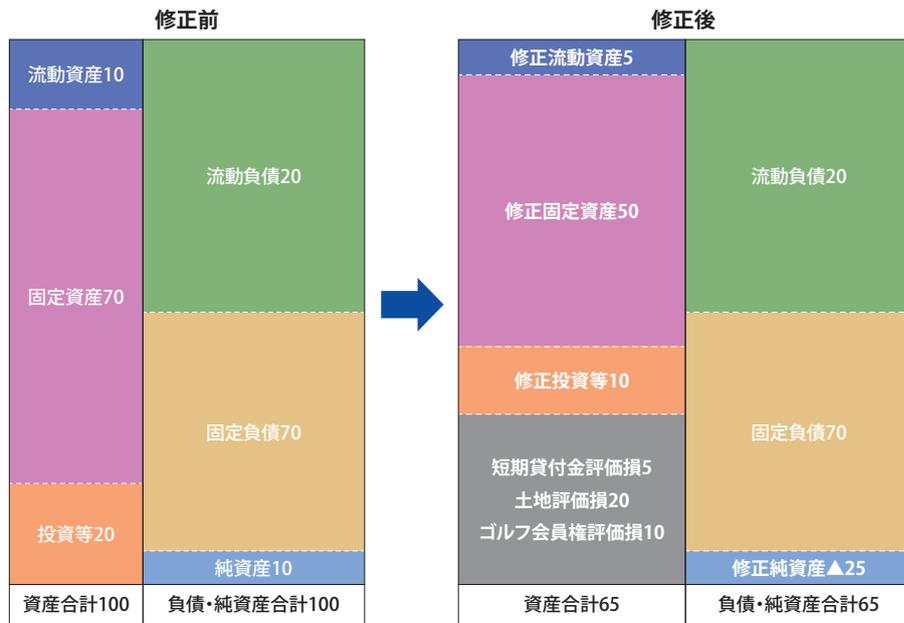
ホール企業の資金調達は、他の業種より相当難易度が高い。これは一時よく報じられていたように、車内幼児死亡事件や巨額脱税事件をはじめ、最近ではのめり込み問題などもあり、金融機関(特に銀行)は「パチンコホール」というだけで与信に対する拒絶反応を示すところも多い。またどんなに担保があっても、一般の業種に適用する公的融資制度(保証協会・日本政策金融公庫など)の利用もできない。

したがって、買い手企業はホール事業買収の際、事前に申込金融機関の内諾を得ておくことが重要である。

③ 競合店状況

ホールに適したロケーションとしては、利

図表4 パチンコホール企業のB/S



用客の多い駅前型店舗、交通量の多い生活道路に面したロードサイド店舗が主流となっている。そして、そのような場所には既存競合店がひしめいている。さらに大手チェーン店は資金力を活かし、ここぞとばかり狙い撃ちのような新規出店攻勢をかける。

したがって、現在捻出しているキャッシュ

フローが将来も確実に確保できる保証はない。近隣の新規出店情報などを事前にチェックすると同時に、店舗の属性と顧客の動線をよく把握しておかなければならない。

(2) 企業価値・事業価値算定の際の評価ポイント

対象企業のM&Aの対価を決定するのは、最終的には売り手企業と買い手企業の合意による。しかし、その金額を決めるための目安として、売り手企業の企業価値を算出しなければならぬ。

その方法としては、コストアプローチ（簿価時価純資産法など）、マーケットアプローチ（倍率法、マルチプル法など）、インカムアプローチ（DCF法など）、これらの折衷法などさまざまあるが、ホール企業にあてはめると筆者はまず収益の基盤となる事業価値をDCF法により算出し、B/S上の資産と負債を現在の時価に引き直して差額が資産超過であればプラス、債務超過であればマイナスするものが最も適当であると考えている。

具体的な事業価値の算出方法は、将来キャッシュフローをリスクなどを勘案した割引率によって現在価値に割り引いた金額とするものである。約10年前にホールの事業証券化による資金調達の際に使用した評価方法で、店舗ごとの向こう10年間のキャッシュフロー（営業利益+減価償却費+遊技機投資額等-本経費）を合計し、一定のリスク（地震等の災害リスク、競合店出店リスク等）を割り引いた店舗事業価値を全店舗合計した金額である。

ファイナンス理論に最も忠実な評価方法といえ、実務的にさまざまな場面で利用されている。事業価値が算出できたら、最後に実質資産から負債を引いた純資産を加える。この方法は前記DCF法と簿価時価純資産法のハイブリッド型といえよう。

パチンコホールの企業価値Ⅱ
 (営業利益+減価償却費+遊技機投資額等-本経費)×割引率(●%)+(修正資産-負債)

さらに資産の評価であるが、図表4のパチンコホールの修正後のB/Sをみていただきたい。

流動資産のなかにはさまざまな科目があるが、ホール関係で注視したいのは未収入金、短期貸付金、立替金などである。中身は多様だろうが、実際に回収が困難と思われるものは差し引いて考えよう。この例では短期貸付金の相手先企業が倒産寸前で返済が不可能な金額が「5」あると仮定する。次に固定資産は土地・建物の時価評価をして簿価との差額を比較する。建物は減価償却をしているので大きな差異はないとして、土地は通常購入した時点の時価を簿価としている。以前に購入した土地については、ほとんどの場合は現在の時価のほうが下がっているケースが散見される。この例では土地が「40」から「20」に減少したと仮定する。投資部門にはゴルフ会員権などがあり、バブル経済期に数千円で購入したものは現在ではほとんど価値のないものが多い。この例では「10」が「0」になったと仮定する。

これらの評価損により、このホールの企業B/Sの総資産は「100」から「65」に目減りした。この差額「35」は純資産から差し引かなければならない。したがって、営業利益100、減価償却費30、遊技機投資額等15、割引率8%、本経費5と仮定して前記算式にあてはめてみよう。このホールの企業価値は「53」となる。

パチンコホールの企業価値Ⅱ
 (営業利益100+減価償却費30+遊技機投資額等15-本経費5)×割引率8%
 +(修正資産65-負債100)Ⅱ企業価値53

※営業利益、減価償却費、遊技機投資額、本経費は10年間の累計とする。
 注・実際のDCFの算出においては、割引率は毎年変わり初年度が低く後半ほど高くなるが、かなり複雑な算式になるので、この例では簡易的に10年間の平均割引率を8%と仮定する。

**事業多角化や
不動産の有効活用も促進**

少子高齢化が進み、人口減少が加速すると、パチンコ業界もこれまで以上に参加人口が減少することは明らかである。他の業種の場合には国内市場が飽和状態であれば海外市場への進出も検討できるが、現状パチンコにはその選択肢はない。

では、買い手企業の立場から成長戦略の環境としてM&Aを活用する場合、どのような動きになるだろうか。

(1) 大手企業同志の大同連合

市場規模の縮小は、当然のことながら勝ち

組と負け組が鮮明になり、負け組は倒産や清算を余儀なくされる。勝ち組といつても先細りの市場のなかで未来永劫に企業を継続するために、販売管理費の圧縮や人件費の削減などのリストラ策が不可欠である。

そこで考えられるのは大手企業同志の合併である。かつての銀行や百貨店のように、大手企業同志の合併により遊技機を含めた仕入れコストが圧縮できる。また、重複する営業エリアに立地する店舗を統廃合し、別のエリアに新規出店して余剰人員を吸収していくのである。この効果は営業シェアの拡大と人員の効率的な配置が期待できる。

(2) 異業種への参入

ホール企業同志のM&Aと並行して、大手ホール企業を中心として異業種への参入を議論する企業が出てくるのではないだろうか。

その理由は、パチンコ事業だけでは今後さらなる遊技機のスペック低下に伴い、売上げや利益の大幅な減少が生じる可能性を否定できないからだ。そこでこのリスク回避のために飲食、アミューズメント施設、温浴施設など、ホール企業による異業種の買収案件も増加するのではないかと思われる。

(3) 遊休不動産の効率的活用

多店舗展開しているホール企業において、すべての店舗が潤沢にキャットシユフローを生み出しているとは限らない。絶対人口の少な

い地域や競争激戦地区などはさまざまな戦略を施しても黒字化しないケースもある。

そこでこのような店舗は早急に見切りをつけ売却するのも一つの方法だが、公営競技の場外券売場を誘致するのも一策である。公営競技とは、国の法律に基づき、地方財政への寄与、関連産業の振興など公益増進を目的として、地方公共団体および中央競馬会などが行なう競技である。ホール企業が設置者となり、施行者(地方公共団体)に土地、建物を貸与して一定の収入を得ることができ。場外券売場のメリットは、他の同一競技の券売場と原則半径20km以内には出場することができない点である。また、販売管理費が少なく、一定の集客が見込めることから、安定収入を目的として最近では全国的にホールからの参入希望が増加している。

国内市場だけに依存しているホール企業が、今後成長戦略を見出すとすれば、確かにM&Aを活用し、少ない投資で大きなキャットシユフローを生み出すことは一つの方法である。

先日、実際にM&Aを手がけたあるホール経営者と面談する機会があった。その方は「弱い企業を吸収合併していくことも必要であるが、それぞれの企業の強みを活かした業務提携も視野に入れている」という。まさにこの業界の行く末を見通した発言であると思う。M&Aによる支配という縦のつながりも重要で

あるが、同じ強みをもつ企業同志の横のつながりよりもっと大事であるということだろう。これは市場が縮小する過程において、いたずらに規模を拡大するより、いかに労働生産性を高めていく方法を構築できるかという考え方である。

パチンコ産業は公営競技やカジノと異なり、大衆娯楽である。それゆえ筆者が理想と考える顧客還元率85%以上を目指していくべきだ。それを達成するために、M&Aの目的は単に規模の利益を追うにとどまらず、次の課題である限られた労働時間での従業員1人当たりの生産性向上も追求しなければならない。したがってパチンコ産業の将来の展望は、M&Aが收拾したあとで同じ思想をもつ経営者同志が腹を割って切磋琢磨できるかにかかっているのではないだろうか。

滝田正之(たきた まさゆき)

1978年(株)東京相和銀行入行。支店長歴任後、2001年に東京スター銀行初代池袋支店長、02年池袋法人室長として中小企業の新規融資開拓業務に従事。04年、福友産業(株)(現(株)テンガイ)入社、東京事業本部事業部長として事業証券化に着手。同年個人にて経営コンサルタント開業。05年12月(株)ガイア、(株)ダイエーの事業証券化を組成。06年10月事業証券化の組成メンバーで(株)オーティスマネジメントを設立、ホール企業の資金調達、財務内容の改善、新規出店の支援などを主な業務として現在に至る。企業再生を主たる業務とする。NPO法人PRENET21理事、AFP、宅地建物取引士。