

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

1 M&Aの主なスキーム概要

2018年以降、パチンコホール業界は規則改正に伴う出玉規制やみなし機の撤去を控え、これまでの改正のなかでは07年のパチスロ5号機問題に匹敵する大きな節目を迎える。みなし機撤去の時期は定かでないが、いずれにしても新基準機になればアウトと玉(コイン)単価が下がり、売上げが減少することは明らかである。そうすると現在、毎月のキャッシュフローが拮抗しているホールは確実に赤字に陥るだろう。一方で大手チェーン店においても、売上げが下がり粗利額が減少するなかで、玉(コイン)粗利に転嫁すれば、さらに顧客が減りアウトが減少してしまうため、粗利率での調整はむずかしい。すなわち、これ以上粗利率を上げることは困難な状況にある。

あまり遠くない将来、仮に台当たり売上げが1万円、台当たり粗利が1,500円程度まで減少した場合、ホール業界が生き残るためには薄利多売の営業に徹する必要がある。その場合、少数の店舗営業では利益水準が低く、本社経費や設備投資、有利子負債の返済などの負担が重くなる。そこで、大手チェーン店は規模の利益を追求するために、M&Aにより最小限の投資負担で短期間に店舗をふやす戦略をとろうとしているのだ。

中小零細のホール経営者は、従業員とその家族の生活を守る義務があり、絶対に倒産だけは避けなければならない。経営の厳しいホールは単独で今後の事業継続が困難と判断したならば、できるだけ早い段階でM&Aの意思決定をすることにより、受け皿となる大手チェーン店の傘下となることは双方にとって賢明な判断だと考える。

ホールの経営は風営法の許認可事業であり、他のホール企業が単純な不動産の売買で店舗を引き継ぐ場合

は、新たに営業許可を申請しなければならない。さらに、既得権によって店舗が住居系の用途地域に存在していたり、市街化調整区域で営業できていた物件は、この方法では新たな営業許可は取得できない。しかし、M&A手法(会社分割等)により会社ごと取得することができれば、その営業許可は承継され、新会社に移行するまで営業も継続できるという大きなメリットがある。

本稿では、近年増加しているホール企業のM&Aについて、そのスキーム、メリット・デメリット、各種デューデリジェンス(DD)について考察する。

(1) 株式譲渡方式

株式譲渡は、売り手企業の株主が保有している株式を買い手企業に売却して対価を得るスキームで、M&Aで最も利用されている(図表1)。

(2) 事業譲渡方式

事業譲渡は、会社の一部の事業や会社の資産の一部または全部を売り手企業が買い手企業に譲渡するもので、株式譲渡に次いで多く用いられる(図表2)。

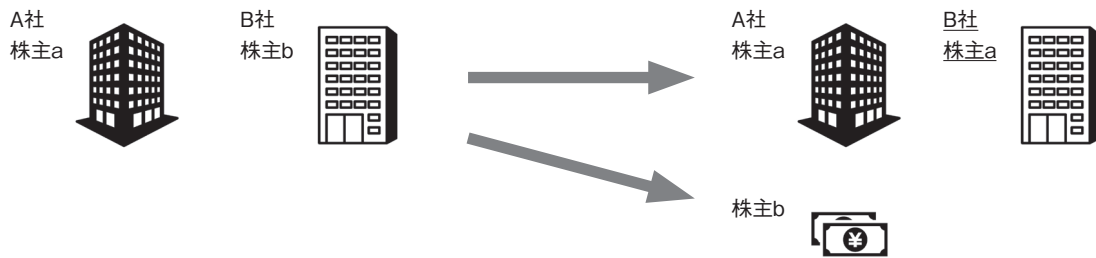
(3) 株式交換方式

株式交換は、売り手企業の株主が保有株式を買い手企業に譲渡し、買い手企業はその対価として自社の株式を割り当てるスキームである(図表3)。

(4) 会社分割方式

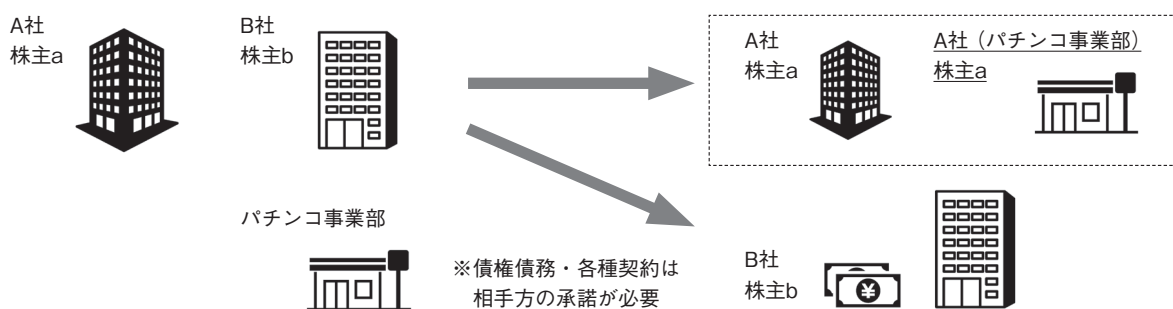
会社分割とは、売り手企業が会社を複数の法人に分割してそれぞれの法人格に組織・事業・資産を移転するスキーム(図表4)。分割した事業を買い手企業が新たに設立した会社に引き継ぐ方法を「新設分割」といい、買い手企業がそのまま引き継ぐ方法を「吸収分

図表1 株式譲渡方式とそのメリット・デメリット



	買い手企業	売り手企業
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ・手続きが容易である ・持株の比率を自由に設定できる ・資産の引き継ぎが容易である ・従業員の雇用契約も引き継げる（新たに採用の手間が省ける） ・パチンコホールの営業許可が継続できる 	<ul style="list-style-type: none"> ・手続きが容易である ・売却株式の比率を自由に設定できる ・譲渡益の税率が低い（20%） ・従業員の雇用契約も引き継げる（従業員の雇用が守られる） ・株式売却代金を現金で受け取れる
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・不要な資産、簿外債務、保証債務等も引き継がれる ・株式取得のために現金が必要 	<ul style="list-style-type: none"> ・議決権の過半数を売却すると経営権を失う

図表2 事業譲渡方式とそのメリット・デメリット



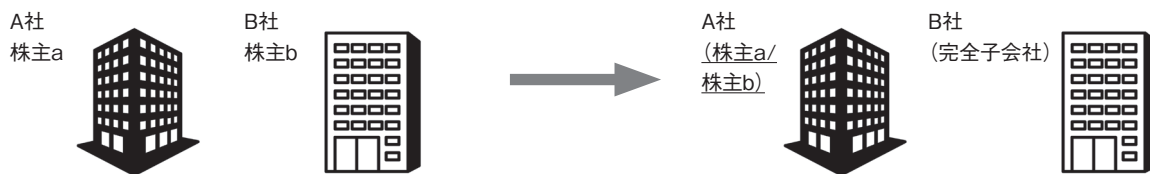
	買い手企業	売り手企業
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ・不要な資産、簿外債務、保証債務等の引き継ぎを回避できる 	<ul style="list-style-type: none"> ・譲渡したい事業や資産を切り出して譲渡できる
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・各種資産の名義変更や契約の変更等が煩雑である ・パチンコホールの営業許可の再申請が必要 ・代金として現金が必要 	<ul style="list-style-type: none"> ・譲渡益について法人税が課税され株式譲渡よりも税率が高い

割」という。事業譲渡と違い、資産の名義変更や契約の変更が不要である。

では、現実にパチンコ業界においてはどのようなM&Aのスキームが用いられているだろうか。代表的な事例を図表5に示した。前記の(1)～(4)のいずれのスキームも使われており、その傾向は図表6のように類

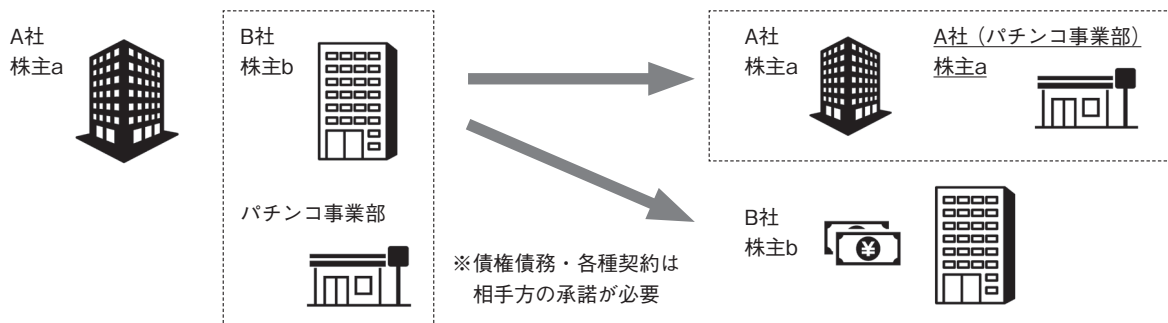
型化される。また、後継者不在の売り手企業の社長がホール企業を売却した後も安定した収入を得るために、事業譲渡により売却した店舗の不動産オーナーとなり、永続的に賃料を確保できるようにしたケースも存在している。これは双方にとって望ましいM&Aの姿といえよう。

図表3 株式交換方式とそのメリット・デメリット



	買い手企業	売り手企業
メリット	<ul style="list-style-type: none"> 現金の準備が不要 資産の引き継ぎが容易 パチンコホールの営業許可が継続できる 	<ul style="list-style-type: none"> 買い手企業の買収後に価値が上昇する 一定の要件を満たせば、交換で取得した株式を売却するまで非課税
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> 手続きが煩雑 株式の交換比率の決定がむずかしい 	<ul style="list-style-type: none"> 手続きが煩雑 買い手企業が非上場であると株式売却が困難 買い手企業の価値に連動するため、買い手企業の業績が悪化すると価値が下がる

図表4 会社分割方式とそのメリット・デメリット



	買い手企業	売り手企業
メリット	<ul style="list-style-type: none"> 対価として株式を交付する場合は現金の準備が不要 資産の引き継ぎが容易 パチンコホールの営業許可が継続できる 	<ul style="list-style-type: none"> 一定の条件を満たせば資産の含み益が非課税
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> 不要な資産、簿外債務、保証債務等も引き継がれる 対価として金銭を交付する場合は現金が必要 	<ul style="list-style-type: none"> 税法上の取扱いが煩雑 買い手企業が非上場であると株式売却が困難

2 法務DD、財務・税務DD、事業価値評価上の留意点

(1) 法務DD

法務DDは、M&Aの対象企業の会社の内容や事業において、取引に影響を及ぼす法務上の問題点がないかを調査する手続きである。内容は、株主・関連会社・特許・許認可・資産・負債・各種契約・労務問題・訴訟関係・職場環境等と幅広い。特に企業や事業を引き

継ぐ場合に注意したいのは、許認可をそのまま引き継げるのか、新たに取得しなければならないかはよく調査しなければならない。同様に、簿外債務や訴訟関係についても十分注意を払う必要がある。

ホール事業の場合は、特に許認可がスムーズに引き継げるかどうか重要である。また、売り手企業は経営難に陥っている場合が多いため、決算書には表われない隠れ債務にも気をつけなければならない。

図表 5 2015年以降の主なホール業界のM & Aの動き

年月	動向
2015年9月	(株)プローバホールディングスが(株)プ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が新設分割により承継
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）を事業譲渡により承継
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）の株式取得により子会社化
2016年12月	(株)プローバ島根が(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)キコーナロードが(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)が株式譲渡により(株)NEOPARIS（2店舗）の全株式を取得し子会社化
2017年9月	(株)延田カンパニーがゲンダイグループ（(株)ゲンダイ、(株)レジャーオートの6店舗）の経営権を承継
2017年10月	NEXUS(株)が(株)パラダイス（12店舗）の株式を取得し子会社化

資料：『パチンコ産業年鑑』企業調査および開示資料、報道をもとに作成

図表 6 事例からみたM & Aのパターン

	株式譲渡	事業譲渡	株式交換	会社分割
大手企業同志（ともに存続可能）			○	
大手企業が中小企業（存続不能）を買収	○	○		○
売り手企業がホール事業のみを売却		○		○
売り手企業に不要な資産や簿外債務の懸念がある場合		○		
売り手企業の財務内容が良好の場合	○			
売り手企業が不動産を残したい場合		○		
パチンコ店舗の営業許可を継続する場合	○		○	○

(2)財務・税務DD

財務・税務DDは、対象企業の財務内容・経営成績・資金繰り等の状況と税務申告が正しく行なわれているかを調査する手続きである。具体的には、企業の会計方針や貸借対照表における資産の内容、損益計算書における収益力、販売管理費が適正かなど、さまざまな観点から調査をする。特に各種M&A手法により税金の種類や税率の適用が異なるため、この部分は十分な調査が必要である。

ホール事業においては、資産部分に価値のない遊技機や島設備等の不健全な資産が含まれている場合もあるので注意したい。また、各種税金や社会保険料等の未払金勘定が正確であるかも確認しなければならない。

(3)事業価値評価

本来、M&Aの対価は最終的には売り手企業と買い手企業の合意によって決まる。その目安となる金額を

図表 7 事業価値の代表的な算定方法

①純資産方式	企業のストックとして純資産に着目して、企業の価値および株価を算定する
②収益方式	企業のフローとしての収益または利益に着目して、企業の価値および株価を算定する
③配当還元方式	企業のフローとしての配当に着目して、企業の価値および株価を算定する
④比準方式	業種、規模等が類似する会社、または業種の平均株価と比較して、対象会社の株価を算定する
⑤併用方式	上記のいくつかの方式を組み合わせ、企業の価値および株価を算定する

決定するにあたり、その企業の事業価値を算出することは不可欠となる。ホール事業のような非上場企業の事業価値を算出するにあたり、その代表的な方法には、①純資産方式、②収益方式、③配当還元方式、④比準方式、⑤併用方式がある（図表7）。

ホール業界では、海外で上場を果たした一部の大手ホール企業はあるが、国内においては業界全体で抱えるリスクが多く、当面はむずかしいと考える。そこで③配当還元方式と④比準方式を採用することはむずかしい。ホールの事業価値、そして企業価値を算出する際に、筆者は①純資産方式と②収益方式を組み合わせた⑤併用方式がベストであると考えている。

①の純資産の評価については、まず資産のなかに価値がない不健全なものが隠れていないかを見る。次に、決算書に記載された資産を現在の価値に評価し直す必要がある。まず土地の評価であるが、非上場会社の場合は購入時の金額が簿価となっているので再評価が必要である。そのほかに、ゴルフ会員権の現在の取引価格や貸付金・未収入金・立替金の回収可能性なども考慮して実質資産価値を算出しなければならない。もし、その金額が目減りした場合は純資産額から差し引いたものを「実質純資産額」とする。この「実質純資産額」は債務超過（マイナス）になる場合もありうる。

②収益方式は、まずその企業の事業価値を算出しなければならない。具体的な事業価値の算出方法は、ホ

ール事業においては、将来キャッシュフローからリスク等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「DCF法」が最適である。

この方法は約15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、各店舗の向こう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-本社経費）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て評価金額とするものである。

$$\begin{aligned} &\cdot \text{パチンコホールの事業価値} = \{ (\text{各年度営業利益} \\ &\quad + \text{減価償却費} - \text{遊技機投資額等} - \text{本社経費}) \times \text{各} \\ &\quad \text{年度割引率} (\bullet\%) \} \text{の10年分累計} \\ &\cdot \text{企業価値 (M\&A対価)} = \text{事業価値} + \text{実質純資産} \\ &\quad \text{額 (実質資産額} - \text{負債)} \end{aligned}$$

DCF法は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「実質純資産額」を加える。この方法は、前記「DCF法」と「純資産法」のハイブリッド型といえよう。

3 売上げの減少に伴い、キャッシュフローも毀損

今後のホール企業のM&A進展は、経営企業と店舗

数の減少を意味する。たとえば前述したように、将来、台当たり売上げが1万円、台当たり粗利が1,500円で、遊技機入替えコストを0.3回転（新台単価40万円）と仮定すると、300台、500台、1,000台規模のホールのP/Lは**図表8**のようになる。

販売管理費は規模の大小にかかわらず発生する固定費等を考慮し、大きな店舗ほどスケールメリットにより粗利に対する販売管理費の割合は小さくなる。この例では300台で粗利額の80%、500台で75%、1,000台で70%と仮定して年間キャッシュフローを計算してみた。その結果、300台の店舗はキャッシュフローが450万円赤字となり、500台の店舗はなんとか550万円の黒字となり、1,000台の店舗は3,700万円の黒字となった。つまり、300台の店舗は存続が不可能となり、500台の店舗であってもキャッシュフローではほぼ損益分岐点となってしまふ。

以上のことから、今後ホール事業は顧客獲得のためにますます薄利多売が進展すると考えられる。それは同時に、規模の拡大（店舗の大型化、チェーン店舗数の増加）に発展していくことになり、企業業績の二極化がさらに進むだろう。まさにそこに成長戦略としてのM&Aの活用が不可欠となる。すなわち、キャッシュフローがマイナスとなるような500台以下の店舗とその経営企業がM&Aの売り手企業の対象となるため、必然的に店舗の大型化と企業の寡占化が避けられない状況になるだろう。

しかしこの現象は、スーパーマーケット業界や家電量販店業界においては成熟期にあって来た道であり、遅まきながらようやくホール業界にも訪れたと感じている。それゆえ、ホール業界においても他業種同様にスケールメリットを追求していくしか生き残る術はないだろう。今後、単独で生き残るのが不可能と判断したら、数社で連合体制を築くか、大手の傘下に入り子

図表 8 ホールの規模別の P/L 予測

(百万円)

設置台数	300台	500台	1,000台
①売上高 (350日)	1,050	1,750	3,500
②売上原価	892.5	1,487.50	2,975
③売上総利益 (粗利額) (①-②)	157.5	262.5	525
粗利率	15.00%	15.00%	15.00%
④販売管理費 (粗利×70~80%)	126	197	368
⑤営業利益 (③-④)	31.5	65.5	157
⑥遊技機入替えコスト (0.3回転)	36	60	120
⑦キャッシュフロー (⑤-⑥)	▲4.5	5.5	37

会社として経営を存続させるかを、経営者は早急に検討する必要に迫られた。

最後に遊技機メーカーにお願いしたいことがある。出玉規制によりこれまでのような高射幸性機種の開発は当然できなくなるが、ゲーム性に優れた、顧客が長時間遊んでくれるような機種をぜひ早急に開発していただきたい。ホールの疲弊は限界まで来つつあり、みなし機だけでなく認定機についても早晩ホールから姿を消す時期が近づいている。現状はキャッシュフローの減少ぶを遊技機の入替え費の圧縮で賄っているが、これにも限界がある。M&Aが進展し、最終的に優良な企業が残ってもこの遊技機の問題はこれからも続くだろう。

現在、各メーカーの売上げは軒並み大幅に減少し、赤字転落となっている企業も多い。これではホール企業が存続できても業界全体の安定や発展はありえない。そこで、これからはホールとメーカーが意思の疎通と協力体制を組み、ホールの役割は来店する顧客の声をよく聞き、メーカーの役割はそのホールの要望に応えるような遊技機を開発できれば、顧客・ホール・メーカーともに好循環が生まれる結果になると確信している。