

円滑な事業承継には 株主政策の実行が不可欠

地域金融機関はグロースキャピタルファンドをうまく活用せよ

「事業承継問題を探ると株主の高齢化にいきつく」——このことは意外と知られていないが、問題の本質をいい当てる。事業承継では、M & Aなどの最終的な施策を選択する前に、まずは経営者が普段から戦略的な株主政策を構想しておく必要がある。グロースキャピタルファンドは、まだ日本では認知が進んでおるとはいいがたいが、マイノリティ出資をベースに経営支配株主と経営者を支援するファンドであり、地域金融機関との協業が期待されている。

WMパートナーズ
代表パートナー

松本 守祥



なぜ事業承継が むずかしいのか

「昨日、「事業承継は一筋縄ではいかない」という言葉をよく耳にする。しかし、私のようなプライベートカンパニー（非上場会社）への投資に長らく携わった人間からすると、問題の本質は「経営の交替」ではなく、株主の高齢化により意図せざる「株主の交替」が生じ、機能不

全となることに起因しているように感じる。もう少し詳しく説明すると、つねに衆人環視のなかに存在する上場会社と比べると、プライベートカンパニーは、①株主が高齢化している、②経営（事業）をサポートできない、または関心がない株主が増えていく、③ダイバーシティ、イノベーションといった中期の課題に株主からの貢献がない、という実態が浮かび上がってくる。

結果として、(i)たんに配当を待ち、要求するだけ（事業に関心がない）、ただの金儲け投資家、(ii)権利を振りかざして文句しかいわない（エライと勘違いして私物化）、(iii)概して変化（リスク）を許容できない場合が多いという弊害が生まれてくる。とりわけ、こうした弊害が目立つようになるのは、大幅な事業環境の変化が起こっているからだ。よく「企業年齢30年」と

いわれることがあるが、それは30年もすると創業時に比べて事業環境が大きく変化し、同じことを続けていても成長がおぼつかなくなるということにほかならない。また、ディスラプティブ（破壊的）なテクノロジーや、データプラットフォーム（膨大な情報をわかりやすく整理して提供する者）の出現により、これまでの競争政策やパートナーシップ戦略ではシナリオが描

きにくくなっている。さらには、自動運転車の開発をみてもわかるとおり、従来の競争の枠組みは大きく変わりつつあり、もはやロボティクスプロセスオートメーション（業務の効率化）やAI（人工知能）を意識せずに経営方針を語ることには大きなリスクがある。

実は、こうした事業環境の変化をふまえ、30年来の事業の洗出しや棚卸をすることが、既存の経営陣がいままで敬遠してきた（遺産相続の問題と似たような性格をもつ）「経営と株主の後継問題」に向き合うきっかけとなることも意外と多い。事業の洗出しや棚卸に時間がかかるのはしかたがない面はあるが、市場の変化のスピードは速く、それに合わせられないと、せっかくやった洗出しや棚卸自体が意味のないものにもなってしまう。だから、最初から100点を目指すのではなく、できることから始めることが肝要である。

経営者が直面する二つの課題

それでは、事業承継に悩むプ

ライベートカンパニーの経営者が抱える課題とは何か。私は、大きく二つに分けられると思っている。

一つは、会社にとり、支援してくれる力のある株主が多ければ多いほどよいが、会社に貢献できるような株主をみつけれないということだ。多くのプライベートカンパニーは、グローバル化社会のなかにあっても、地域依存のままになってしまっている。たとえば、デジタルテックノロジーが先導する経済社会では、本来、すべてを自社で解決することはむずかしいし、またそうすべきでもない。モノやサービスを売るというコマースのあり方そのものが変わってきている以上、金融やプラットフォームマーとの新たな関係構築も欠かせない。しかし、地域内に閉ざしているため、そういった対外的なネットワークの整備も至難の業である。このため、新しいビジネスパートナー（＝株主）を探し、こうした状況を開示することが求められている。二つ目は、会社の情報発信能力が低いということだ。そもそ

も、グーグル検索やソーシャルメディアへの対策ができていなければ、かなり深刻な状況といえるが、実はそうした対策がとられていないところのほうが少ない。当然、新しいメディアによるブランディング・デザイン機能を自社単独で実装することなどは望むべくもない。結局、これらの施策のための人材獲得や育成もできていないというのが現状といえよう。

こうした経営課題は、会社を売却し、オーナーが変わることによって解決できるかといえば、必ずしもそういうものでもない。あくまでもその会社を愛し、だれよりも深く事業を理解する者にこそリーダーシップを発揮してもらいたいものだ。

株主政策が必要な典型的なケース

ここで一つ、象徴的な事例を紹介しよう。当事例で登場する会社は、WMパートナーズが同社と協議のうえ、事業の現状のレビューおよび、その課題と対策の立案をコンサルティング会社に依頼したところだ（事例は

都合上断りなく変更を加えているので、事実関係と異なることをあらかじめ申し添えたい）。

同社は、いろいろと課題を抱えているが、優秀な人材を多く擁し、既存の顧客基盤を活用できるビジネスチャンスにも恵まれている。とくに近時では、EC物流の増加によるオムニチャネルシステムやサブプライチエーンの最適化へのニーズが高く、たんなるソフトウエア・ハードウェアのベンダーという立場を超え、倉庫やロジステイクス事業者との連携によるソリューション提案を行える状況にあるともいえる。

【企業概要】

- 事業内容…物流・在庫管理関連のソフトおよびハード開発設計、販売
- 設立年月日…1989年
- 従業員…1000名
- 売上高…25億円
- 利益水準…マイナス0・5億円からプラス0・5億円の範囲で推移
- 株主名簿…図表1を参照
- 現状と課題…

- ・設立から28年が経過し、市場や競合会社が大きく変貌
- ・株主が高齢化・非戦力化する一方で上位株主は臨時的な存在。株主間の意見も相違
- ・リーダーシップの不在で、3年5年、10年後の経営ビジョンがない
- ・後継者育成を先送りしてきた
- ・現金や純資産が大きいいため、株主の価値が高く、株式の移動がむずかしい
- ・売上げが低迷し、技術の陳腐化が進む。自前主義のR&Dが非効率で、スピード感がない
- ・ユーザーニーズの変化に対する調査能力が欠如し、マーケティング戦略も不在

同社は、オーナーが数年前に死去して株式が分散し、筆頭株主はベネフィシヤリーオーナー（真の会社所有者・銀行借入れによる役員持株組織の買取りで、借入れ返済のメドはたっていない）でしかなく、適切な株主対策が講じられないままの状態が続いている。業績は低迷しているものの、銀行借入れは、事実上ゼロに等しく、特定の大口取引先もない。しかしこれは、裏を返すと、第三者目線が経営に

〔図表1〕 株主の構成

順位	株主名	年齢(歳)	株数	持株割合(%)
1	役員持ち株会		30,000	28
2	旧オーナー未亡人	76	22,500	21
3	現社長	68	14,500	14
4	自己株式		11,000	10
5	従業員持ち株会		10,000	9
6	現取締役 X氏	54	3,000	3
7	個人 A氏	67	2,000	2
8	現取締役 Y氏	58	2,000	2
9	取引銀行 A		2,000	2
10	個人 B氏	65	1,500	1
11	その他 (個人10名)		7,000	7
合計			105,500	100

反映しにくくなっているということでもある。しかも、企業統治機能が備わっておらず、的確な意思決定もなされていない。経営者（この場合、社長）の決断が遅れば、同社は早晚どこかの企業傘下に納まらざるをえず、経営の自主性の確保がむずかしくなることが懸念されている。市場の変化が非常に速く（直近の決算では赤字幅が拡大）、迅速な経営判断が求められている。

実際のところ、同社にはいくつか他社からの提携打診が舞い込んでいる。しかし、調査や情報収集によるセルフプロファイリングができなければ、どのような相手とどのような提携交渉をすればいいのか、持ち込まれた話を鵜呑みにするのはなく、だれと会って協議を進めれば企業価値を向上でき、ひいては将来の持続的な成長をも確保できるのかという点に対する判断もあやしくなる。

それでは、具体的にどうすべきか。よく会社の成長ドライバーとして、株式公開や会社売却が狙上に載ることがある。しかし、同社に限らず、一般に他の企業の傘下に入れば、事実上、会社の文化・アイデンティティが失われることになる。もちろん、必ずしもそれは悪いことではない。ただし、本来、経営者は、自社が他の企業傘下に入ることを決める（＝白旗を上げる）前

に、まずは会社に残る若い社員や顧客と向き合い、会社の将来について真剣に議論すべきではないか。そうすることで、会社の3年、5年、10年先の姿を描くことができるはずである。目指すべき姿が明確になれば、その実現に向け、積極的に協力してくれる株主をいかに確保するかということも重要になってくる。つまり、「株主政策」の立案だ。その際に、会社の成長・イノベーションに資するアイデアをもつ社外取締役やアドバイザーを招聘することも、新たな株主との関係構築にはきっとプラスとなる。

同社の場合、株主政策の立案の前に、まずは3年間のロードマップを作成した。社長をプロジェクトオーナー、企画担当の取締役をリーダーとし、ソリューション営業を国内外で展開するというビジョンを掲げた。重要なことは、持ち込まれる提携話に一喜一憂せず、自社でできる分野と、パートナーを見出すべき分野を明確に区別し、柔軟に提携戦略を模索していくことだ。WMパートナーズは、こう

した会社からの情報とは別に、（たんに会社の新しい事業方針を支援できるかというだけでなく、株主になった場合、どのような付加価値支援ができるかといった）事業可能性に関する独自の評価も実施している。その際に、出資形式が新株引受けか（自社株も含めた）発行済株式の引受けかといったことも検討することになる。

株主政策では アーンアウトも有効

ところで、実務的な問題として、経営陣が戦略的な株主を招聘したくとも、既存の株主が譲渡要請に応じてくれなければ株主政策に着手できないということがよくある。譲渡の際に生じる典型的な問題は二つあり、一つは株価、もう一つは経営陣が譲渡制限の権利を行使する場合である。とくに株価については、買手と売手の間に価格の合意が得られないケースが多い。その際に、こうした価格の不一致を将来の会社業績やその他の条件を設定して事後的に調整する「アーンアウト取引」という手

法を用いることがよくある。アーンアウト取引とは、企業買収時に買取対価を一括で支払わず、一定の条件を付けた分割払い形式とした取引契約のこと。M&A（とくに海外M&A）などではさほどめずらしくない手法だが、経営支配株主や代表者が交替するというような状況でなければ、M&Aの場合と異なり、多くの停止・制約条件を付す必要もない。ただし、法的な権利の移転や税務上の取扱いについては実務経験を要するので、専門家のアドバイスを仰いだほうがよい。

なお、株価についてはさまざまな評価方法があるのは周知のとおりだが、どれだけ論理的に構成されていてもそこで利害関係のない第三者がその値段で取引に参加しなければ絵に描いた餅でしかない。裁判所で決めるのはあくまでも最後の手段であり、会計事務所が作成する株価評価書も参考程度のものにすぎない。その点、資金力があり、当事者能力を備えたファンドは、株価を設定する際にもよい相談相手となるだろう。

他方、既存株主に現金化のニーズや相続などのイベントがあり、当該株式を売ろうとするが、定款上の譲渡制限を理由に経営陣が拒絶するケースがある。これは、支配株主（オーナーシップ）が不在になってしまった会社でよく起こることだが、普段から経営陣と株主との間で対話を欠いていることも影響している。そもそも株主は会社の成長段階に応じて、求められる役割・貢献も変わってくるものであり、経営陣は、単純に譲渡制限を理由に譲渡を拒否するのではなく、将来、会社にとって望ましい株主を迎えるために、譲渡先を紹介するくらいの器量が必要だ。そのためにも、経営陣は、日ごろから、会社や事業に関心をもつパートナー（ファン）づくりを常に意識しておかなければならない。

銀行が果たすべき 役割とは

銀行が会社の成長に貢献できなくなってきた久しいとの指摘がよく聞かれるが、銀行は、助言者ではあっても経営当事者でない

以上、そもそも債権者の役割はおのずと限定的にならざるをえないはずである。とはいえ、会社になんらかの変化が求められるときに、債権者として銀行の支持は欠かせず、しっかりと株主・経営陣をバックアップする必要があるのである。

ところで、銀行OBが時折、融資先の役員に就任しているケースがある。過去に土地・工場などを担保に長期性ローンを実行したが、事業環境の変化で十分なEBITDAを獲得することができず、返済が長期化しているため経営のテコ入れのために招聘されたのだろう。だが、はたして、こうした人材交流によって本当に会社にとって成果が出ているのだろうか。そもそも、社長にとり、株主は余計な存在で、一定の距離感を保つ銀行との関係さえ維持できていれば十分と考えてしまう節がある。銀行からみれば、人的関係のある取引先は大口融資先であり、地域のお得意様である。しかし、事業の将来性が不確実で具体的な行動がとりにくい面もある。今後もwin-winの関係が

維持できる保証はなく、悪くすれば共倒れにすらなりかねない。

本来、社長やその他の経営陣はなぜ顧客が自社の製品やサービスを買わないのか、顧客が求めている価値はどこにあるのか、価格・販売政策は妥当なのかといったことを真摯に検討していかなければならない。しかし、創業時から30年以上経過した会社には、起業家（創業者）マインドが欠けてしまっていることが多い。多くの関係者の善意に囲まれている一方で、本当の執行当業者が不在となり、不作為による企業価値の劣化が進んでしまっている。そうした状況を銀行はどう打開していくのか。たんに返済スケジュールの組み直しについて協議するのではなく、また経費削減等の引き算で利益を捻出するのではなく、社長やその他の経営陣を支援するのに十分な経験とインセンティブをもった戦略的な株主を紹介するなど、適切な人材・情報の仲介を通じて地域の会社の未来にかかわることこそ、真に求められる役割だろう。

その点、地域金融機関は地場

の会社に最もふさわしい相談相手といえる。オーナーにとり、会社は自分の分身である。プライベートカンパニーの株式をだれに引き受けてもらうべきかといった最もシリアスな案件について相談できるのは、絶対にその場所から逃げたりせず、長期的な視野に立つて企業経営をサポートしてくれる地域金融機関であるはずだ。地域金融機関がこれまで築いてきた地域との太い信頼関係を足がかりにすれば、新しいパートナーともいえるべき株主と出会うチャンスも高まるに違いない。

異彩を放つグロースキャピタルファンド

グロースキャピタルファンドが経営に参加することによって得られる大きなメリットは、出資によって会社自身に光が当たるということだ。いままで存在すら知らなかった、また会ったこともない人たちからの提案が、新しいビジネスの機会を生み出すことにつながる。日本では、ファンドというと、創業支援のベンチャーキャピタルファンド

やMBO買収ファンドになるが、欧米ではマイノリティ出資をベースとするグロースキャピタルファンドが存在感を発揮している。マイノリティ出資といっても、経営支配株主に次ぐ水準の株式保有比率を占め、**“参謀”**として積極的に事業にかかわる。

グロースキャピタルファンドの真の狙いは、経営支配権、いわゆるオーナーシップの転売でなければ、会社の売却（M&A）でも株式公開でもない。会社の未来に貢献すると確信できる新しい株主にバトンを渡すことこそ最も重視している点だ。

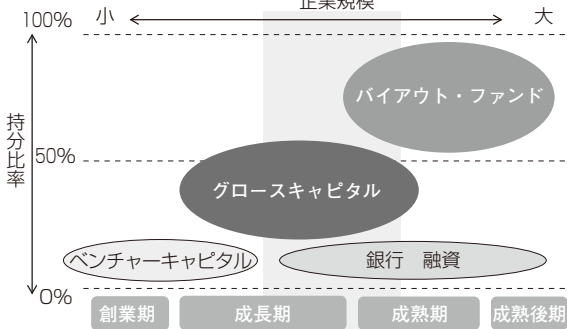
そのため、投資前後に時間をかけて経営陣と共同して調査を実施し、戦略を立案・執行していく。たとえれば、あたかもオーナー経営者が新しい挑戦をする際に寄り添う伴走者のような役割を果たしていく。もちろん、伴走の結果が出なければ、自らの投資を危うくすることになる。だからこそ、他人事ではすまされず、同じ当事者としての立ち位置にあるといえるのだ。

もとよりグロースキャピタルは事業再生投資を実行するもの

ではない。通常、債務整理や人員削減が必要となる会社ではなく、成長の可能性のある会社に投資する。投資リターン源泉は、会社のバランスシートリスクチャリングではなく、売上（トップライン）と利益（ボトムライン）の引上げによる。ノンリコースのレバレッジを用いずにエクイティの増強（普通株式・優先株式などの組合せ）を企図することから、結果として会社のクレジット格付が向上し、通常のコーポレートローンの借入れ枠の増強にも寄与する。

グロースキャピタルファンドの投資対象となる会社は大きく二つに分けられる。一つは、すでにキャッシュリッチで、成長資金も自ら保有しているような会社である。この場合、既存株主の戦略的な交替ニーズが高い。事業が成熟しているため、次の成長につなげるには、技術やアイデア、ネットワークをもつパートナーの存在が欠かせない。もう一つは、事業（新製品・海外マーケット・他社買収など）が開発途上で、もう少しでキャッシュフローが黒字に転じるが、

〔図表2〕 グロースキャピタルと他のプライベート・エクイティ（P/E）ファンド、銀行融資との違い



そのためにはさらに追加資金を必要とする会社である。この場合、当然のごとく、調達資金ニーズは強い。

ベンチャーキャピタルファン ドとの違いは、①まだ売上げが立たず、顧客基盤も脆弱な中小・零細の会社は投資対象外となるため、設立後10年以上の中堅・大会社が中心となること、②分散多数投資による多産多死型ではないので、少数の会社に数億円以上の投資がピンポイント

で実行されること、③投資先には、取締役やアドバイザー、場合によってはラインの部長クラスまで派遣するような深い関与が前提となること、④株式公開は、いくつもある資本政策の一つにすぎず、それを目的化しないこと、があげられる(図表2)。

グロースキャピタル ファンドとの協業

中小企業庁はすでに、「事業承継マニユアル」や「事業承継ガイドライン」を作成している。そこでは、「経営権の分散防止」「後継者対策」「相続対策」などが盛り込まれているが、会社売却や相続対策を考える前に他のファンドとは役割が異なる新しい当事者(グロースキャピタルファンド)との協働を検討することを提案したい。必ずしもグロースキャピタルとの協業が事業承継というわけではないが、こういったファンドとも、普段から情報交換をしておくことで、いざというときに会社の潜在能力を引

き出すのに役立つはずだ。

ファンドという点、いまだにハゲタカのイメージがついて回る。買収時に高い金利でノンリコースローン(LBOローン)を会社に背負わせて資本効率を確保しようとするのは典型的な過半数獲得を志向するプライベートエクイティ(P/E)ファンドの戦略ではあるものの、これをもって、「ハゲタカ」というのは品のない物言いだ。どのファンドであっても、会社の転売により投資リターンを生み出すべくとすることには変わりがなく、要は安く買って高く売ることが基本路線としている。

違うのは、繰り返しになるがグロースキャピタルファンドが会社を買収するわけでも支配するわけでもないという点だ。そのため、他のP/Eファンドとは既述のとおり、金融アプローチも異なってくる。それらのことをふまえたうえで、グロースキャピタルファンドを選ぶときも、ファンドの投資理念が何か、過去にどのような投資行動をとっているか、だれが代表者で、どういう経験をもっているのか、ス

ポンサーは独立系か、それとも金融機関系かといったことを見極めながら、間違いない選択をしてほしい。

「変化」はだれにとってもしんどいものだ。だからこそ、時間をかけてでも対話のできるよいパートナーを選ぶ必要がある。

デジタルエコノミーや海外事例に精通し、税務や契約などの実務経験をもったファンドをしつかりと選んでほしい。今後、グロースキャピタルファンドが日本でも認知度が高まることを期待したい。

まつもと もりよし
82年慶應義塾大学法学部卒。89年日本アセアン投資(現JAI C)入社。00年から取締役、シリコンバレー駐在などを経て09年代表取締役社長。退任後、13年に日本政策投資銀行の支援を受け、シリーズ第3号となるグロースキャピタルファンドを設立し、現職。DBJキャピタル投資委員、米国ルビコンVCベンチャーパートナーを歴任。連絡先 corp@ympartners.jp