

2

MB Oによる事業承継事例 ～若手役員への事業承継を実現～

株式買取資金や個人保証の問題で実現が難しいのが現実だが、後継者が不在の場合でも、できれば企業理念を共有し、会社の成長を実現してきた役員や従業員に経営を任せたいというのが創業社長の希望であろう。本稿では投資ファンドを活用したMB Oの成功事例を紹介したい。

税理士法人トラスト パートナー

公認会計士・税理士 足立 好幸

1. 役員・従業員への承継が後継者難の創業社長の希望

事業承継において後継者が決まっている企業のうち、約7割は親族以外の役員・従業員への事業承継を予定しており、後継者を決めていない企業でも約5割が従業員・役員に事業を承継することを希望している（中小企業基盤整備機構「事業承継に係る親族外承継に関する研究」）。創業者にとって親族内に後継者がいない場合に、会社の経営理念を共有し、長年会社の成長を共に支えてきた役員・従業員に後継者になってもらいたいと考えるのは至極当然であろう。しかし、役員・従業員への事業承継においては資金調達・個人保証という資金的な問題があり、この問題を解決できずに、最終的にM&Aへと方針転換せざるを得ない事業承継も非常に多くなっている。つまり、相思相愛でもお金がない、ということである。

したがって、事業承継型MB Oの事例はあまり多くないのも現実である。一方で、近年、投資ファンドなどの登場により、資金調達の問題を解決し、役員・従業員による事業承継を実現している企業も存在している。また、今後は経営承継円滑

化法における金融支援の特例の活用により、事業承継型MB Oが増加していくことが予想される。

そこで本稿では、投資ファンドと共同のMB Oにより役員・従業員への事業承継を実現した事例をそのポイントとともに解説する。

2. 事例の概略

T電子の創業者であるK氏は3年前に事業承継を考え、顧問税理士に相談をした。親族には会社を引き継ぐ意思はないため、役員・従業員による承継またはM&Aによる会社売却のいずれかにより事業承継を行うことを考えていた。

実際、金融機関を通じて同業他社であるA商事から買取金額35億円でT電子を買収したいという要請があった。その一方で、T電子にはK氏が後継者として期待する若手役員F氏がいたため、A商事との交渉前に会社を引き継ぐ気がないか確認を行った。F氏は、同業他社であるA商事に買取されるよりも、経営トップとして会社を承継したい旨をK氏に伝えた。

しかし、顧問税理士を中心に事業承継の問題点を洗い出した結果、図表2-1（次頁）に示した課

■ 図表2-1 役員・従業員による事業承継の課題

① 資金調達の問題

創業者は、A商事が提示した買収価額である35億円をT電子の事業価値と考えており、F氏への株式の売却価額も35億円とすることを希望した。サラリーマンであるF氏にとって35億円を自力で調達することは不可能であった。金融機関とも交渉したが、F氏に直接融資することはできず、F氏の経営者としての能力を評価してもらえなかったため、最終的には支援を受けることができなかった。

② 個人保証の引継ぎの問題

T電子は金融機関からの借入れをしており、借入れには創業者の個人保証が付されていた。事業承継をする場合に創業者は個人保証の解除を希望したが、金融機関は受け入れてくれなかった。また、F氏も個人保証の引継ぎに難色を示した。

③ 他の役員の説得と親族の意志の確認

T電子には創業以来の役員が数名おり、そのうち何名かはF氏に会社を引き継がせることに納得しなかった。また、K氏の親族には事業承継の意思がないことは明らかであったが、実際には本人達と真剣に話をしたことがなかった。

④ 少数株主からの株式の買取り

T電子の株式の所有は、創業者一族（資産管理会社を含む）が99%を所有しているが、残りの1%は元従業員であるOB（40名）が所有していた。OB株主の多くはT電子との「繋がり」の証として株式の所有を継続することを希望しており、過去に買取りの要請をした際にも株式の売却に応じてくれなかった。

⑤ 共同経営期間の設定

T電子は創業者であるK氏の実力と信用力により取引先や金融機関との関係が成り立っており、意思決定の権限もほとんどがK氏に委ねられていた。そこで、F氏の対外的な認知度・信用力の向上と段階的な権限移譲のために共同経営期間を設定する必要がある。

題をすぐには解決できないことが分かった。したがって、3年の準備期間において課題を解決できるか否かにより、M&Aにするか、F氏に事業承継をするかを最終決定することとした。

そして、最大の障害であった資金調達については、顧問税理士の勧めもあり、ここ数年、事業承継でも活躍している投資ファンドを紹介してもらい、粘り強く検討と交渉を続けた。

その結果、3年後に創業者とF氏は、投資ファンドと金融機関と共同でMBOというスキームにより事業承継を実現することに成功した。

3. 各関係者の考え

(1) 創業者

創業者は、役員・従業員への承継とはいえ、その後の生活も考え、適正な譲渡価額により事業承

継を行う必要がある。また、後継者には事業承継後も会社を発展させてくれることを希望する。この点、MBOであれば、経営を後継者に引き継ぐことができるとともに、投資ファンドと金融機関からの資金調達により、適正な譲渡価額で事業承継を実現することが可能となる。また、投資ファンドのネットワークなど人的・物的な経営資源を活用することができるとともに、将来上場を実現することができれば会社の発展に大きく寄与することになる。したがって、十分な対価により役員・従業員に事業承継を行い、会社をさらに発展させる方法として事業承継型MBOは有効な手段であるといえる。

ただし、実質的な会社の支配権は投資ファンドに移るため、投資ファンドの投資方針、エグジツトの計画、専門性や実績について、時間をかけて理解し、投資ファンドを慎重に選定する必要がある。

(2) 後継者

後継者には、通常、事業承継を実現するための資金力がない。その点、MBOの場合は、投資ファンドと金融機関からの出資・融資により資金不足を補うことが可能となる。実際には、投資ファンドの管理下に置かれ、経営者の選任権を握られることも事実であるが、M&Aにより会社が第三者に引き渡されることを考えると、後継者にとってMBOが自分の夢を実現する唯一の手段になる場合も多い。

さらに、上場を実現すれば、自己の出資に対してキャピタルゲインが発生することも経営に対するモチベーションに変わる。

(3) 投資ファンド

MBOにおいて、投資ファンドはキャッシュフローが安定している企業を対象とすることが多い。そして、投資対象の事業が将来も発展していく魅力ある事業か、経営者の経営能力はあるか、事業計画を達成することはできるか、を評価し、エグジットによる投資回収はいくらになるのか、つまり、利回りは何%になるのかを冷静に分析して投資を実行するか決定する。したがって、同じMBOであっても、創業者と後継者側では事業承継としての側面（感情）が強い反面、投資ファンド側はあくまで投資としての側面を重視することになる。

また、投資ファンドは後継者との投資契約において、エグジットや役員を選任を含めたMBOの条件を締結することになる。

(4) 金融機関

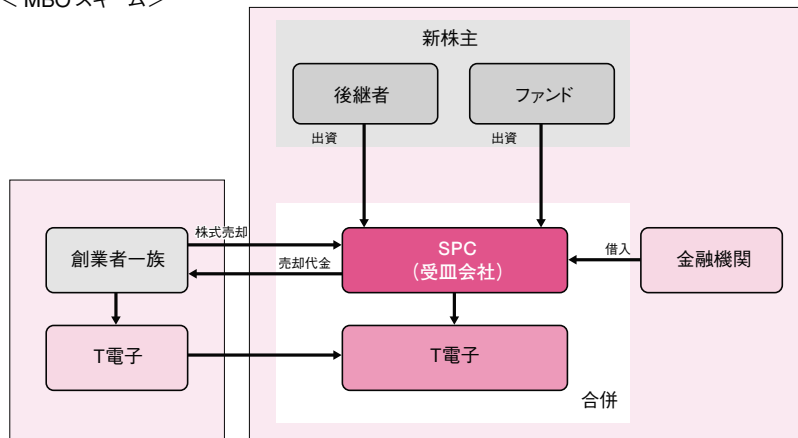
MBO資金は巨額になることが多いため、金融機関がMBO資金として融資するのは、投資ファンドと同様にキャッシュフローが安定している企業を対象とすることが多い。また、大規模なMBOの場合は、複数の銀行で銀行団を形成してMBOのファイナンスを行うこともある。そして、融資回収の保全のために経営者の個人保証と会社の資産に対する担保設定を融資条件とすることが多く、さらに、会社の預金を自己の口座で保管するように指定することもある。なお、MBO前の既存の借入れについては、MBO資金により一括返済することで創業者の個人保証と個人資産の担保提供を解消することもある。

4. 描いたスキームのポイント

本事例におけるMBOスキームは図表2-2のとおりであり、MBOでは通常この方法が採用され

■ 図表2-2 MBOの基本スキーム

< MBOスキーム >



る。

- ① 後継者と投資ファンドが新会社SPCを設立する
- ② 金融機関がSPCに融資を行う
- ③ SPCが旧株主から株式を買い取る。これにより対象会社がSPCの100%子会社となる
- ④ SPCが対象会社を吸収合併する。

ただし、本事例では「③旧株主からの株式の買取り（100%子会社化）」と「④SPCと対象会社の合併」において、次の（1）～（3）の問題を解決するスキームを採用する必要があった。

(1) 分散した株式の集中化

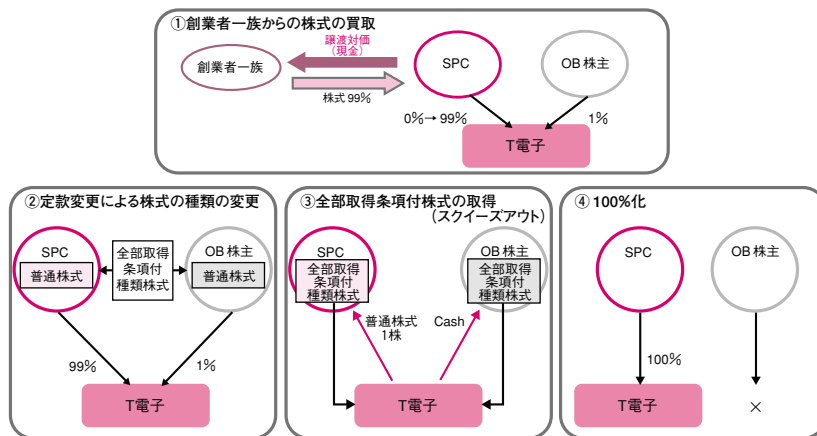
MBOスキームを完結させるためには、SPCがT電子の株式の全てを所有する必要がある。しかし、本事例では、OB株主の多くがT電子との「繋がり」の証として株式の所有を継続することを希望していた。このように売却価額が問題になるのではなく、感情的に売却を受け入れられない株主がいる場合は株式の買取りに時間がかかってしまう。

この分散した株式をどう集中化するか？ という問題を解消する方法としては、T電子からSPCが事業譲渡を受けるスキームも考えられる。しかし、この場合、事業譲渡後にT電子を清算する必要があること、また、事業譲渡益と配当所得（残余財産の分配）に対して二重課税が生じるため、

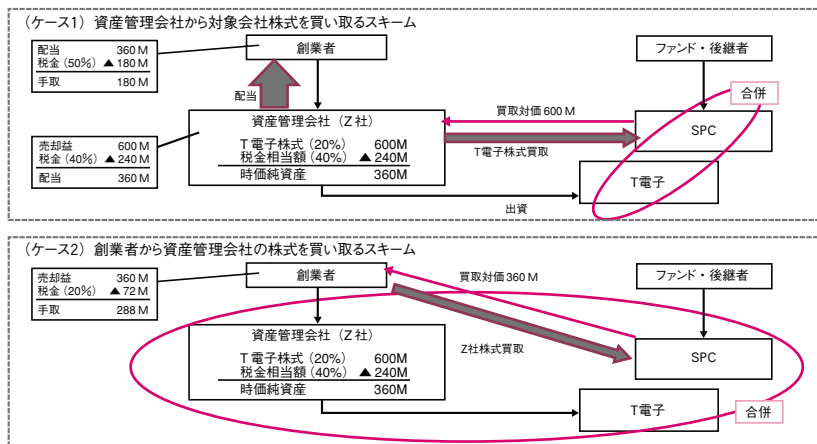
税率20%である株式の売却の方が創業者の手取りが有利であることから、このスキームは採用できなかった（なお、旧株主が法人株主である場合は配当の益金不算入により有利・不利が異なることがある）。

そこで、本事例では会社法によって新たに発行が可能となった全部取得条項付種類株式という種類株式を活用することによって株式の集中化を行うこととした（図表2-3参照）。この手法は、上場会社が非上場化するための少数株主退出法（スクイズアウト）としても活用されている。同じ少数株主退出法として現金交付型株式交換方式もあるが、非適格となることにより時価評価の問題が生じるため、組織再編税制の対象外である全部取得条項付種類株式方式が実務上採用されている。

■ 図表2-3 全部取得条項付種類株式方式



■ 図表2-4 資産管理会社がある場合の株式買取スキームの有利・不利



※創業者の資産管理会社株式及び資産管理会社のT電子株式の取得原価は少額であるため、影響額の計算上考慮していない。
 ※最終的に事業価値総額は30億円となった。

本事例においてこの方式が適していたのは、次のような理由による。

- ① OB株主は強固に売却を拒否しているわけではないため、株式売買契約書に押印するという能動的な売却方式よりも、自動的に売却を行うこととなる方式がよかったこと
- ② 本事例では、OB株主40名の全員と売却交渉することは現実的でなかったこと
- ③ OB株主の課税関係と税負担は、株式を売却した場合と同じであること

(2) 資産管理会社が所有する株式の買取り

T電子の株式の20%は資産管理会社によって所有されていた（なお、資産管理会社はT電子の株式保有以外の事業を行っていなかった）。このように創業者の資産管理会社がある場合の株式買取りのスキームには図表2-4に示す二つが検討されるが、創業者から資産管理会社の株式を買取り、SPCと資産管理会社が合併した後で、対象会社と合併するスキームを採用する方が創業者の手取りとSPCの資金調達額が有利となるケースが多い。

本事例でも創業者の手取りが108百万円増加した。また、SPCの資金調達額も240百万円減少した。

(3) 投資用不動産の含み損に係るタックス・プランニング

本事例のようにSPCと対象会社が合併するMBOスキームを採用した場合、①50%超の特定資本関係発生日から5年以内に適格合併を行い、また、②SPCと対象会社はみなし共同事業要件（事業関連性要件）を満たさないことから、③含み損益の特例

計算を適用できない場合は、対象会社（被合併法人）の繰越欠損金と含み損の一部または全部に利用制限が生じることになる（法法57、法令112、法規3、法令113、法規26の4、法法62の7、法令123の8、法規27の15、法令123の9、法規27の15の2）。

本事例ではT電子の業績が安定しており繰越欠損金は存在しなかった。しかし、T電子は含み損8億円が発生している投資用不動産を所有していた。当初、投資ファンドとの話し合いで当該資産を合併後に売却する予定であったが、顧問税理士から特定資産譲渡等損失額の損金算入制限により合併事業年度開始日から3年以内に当該資産を売却した場合は売却損を損金算入ができないことを指摘されたため、最終的にはMBOスキーム開始前に売却を行い、通常の課税所得と相殺することで税負担を軽減することとした。

このように、SPCとの合併を行うMBOスキームでは、繰越欠損金と含み損がMBO後も活用できるように税務上の取扱いとタックス・プランニング（含み損益を実現するタイミング）を検討する必要がある。

5. 必要資金の調達方法

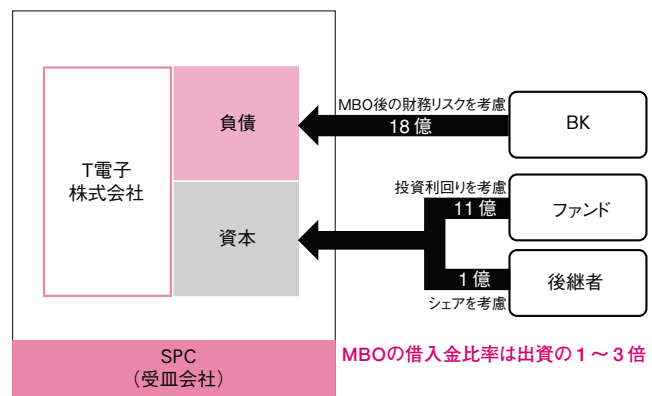
(1) ファイナンス・ストラクチャー

役員・従業員への事業承継では、後継者に事業承継をするだけの資金力がない。しかし、MBOでは、投資ファンドが後継者と共に出資を行い、金融機関からファイナンスを受けることにより資金調達が可能となる。資金調達の構成比率は会社とファンドが共同で検討することになる。

本事例では、事業価値30億円として投資ファンドと金融機関から図表2-5のような調達割合により資金調達を行った。

ここで重要なのは、借入が過大となった場合、MBO後の財務リスクが高くなることである。したがって、将来のキャッシュフローから十分な返

■ 図表2-5 ファイナンス・ストラクチャー



済原資が得られることを検証して借入額を決定する必要がある。ただし、借入が多額になるからといって投資ファンドの出資額を増やすと投資の利回りが低下するため、投資ファンド側も出資金額を増やすことに限界がある。

本事例では、後継者本人が役員報酬を増額させたことなどにより1億円を調達することができたため、投資ファンド11億円、銀行融資18億円という資金調達の構成にすることができた。なお、資金調達の総額が30億円にしかならず、創業者がA商事から提示された買収価額35億円に満たない金額となったが、最終的には創業者がF氏への事業承継を優先して買収価額30億円です承した。

(2) 個人保証と担保提供の問題

本事例では、T電子の既存の借入れに対して創業者の個人保証が付されていた。また、創業者の自宅は担保に提供されていた。既存の金融機関は創業者の個人保証と担保提供を解除することに難色を示した。しかし、事業承継の準備期間において設備投資を抑えることにより既存の借入金を圧縮した結果、事業承継時には借入金が5億円となったため、創業者は個人保証と担保提供の継続を了解した。また、MBO実行のための融資については、後継者が個人保証を付すことに合意をした。

(3) 新金融支援制度

一般に投資ファンドは、一定水準以上の事業価

■ 図表2-6 新金融支援特例の概要

特例	支援対象者	支援内容	特例額
特例1	中小企業信用保証法の保証の特例	認定中小企業者の株式・事業用資産の買取資金や運転資金などの資金調達に対する債務保証として信用保険枠の拡大	普通保険：別枠2億円 無担保保険：別枠8,000万円 特別小口保険：別枠1,250万円
特例2	日本政策金融公庫法及び沖縄振興開発金融公庫法の融資の特例	認定中小企業者の代表者に対して、事業資金、株式・事業用資産の買取資金、相続税・遺留分減殺請求の資金需要などに融資を実施	融資限度：7億2千万円（うち、運転資金4億8千万円） 返済期限：15年以内（運転資金は7年以内）

値があり、財務状況が良好であり、さらに、エグジットとして上場を目指せる会社以外は投資対象としない。したがって、中小企業が事業承継のためにMBOを実行するのは非常に難しいのが現実である。

そのようななか、平成20年10月1日に経営承継円滑化法が施行され、経済産業大臣の認定を受けた中小企業者（認定中小企業者）は事業承継に際して金融支援を受けることが可能となった（図表2-6参照）。

したがって、今後は、この金融支援の特例を活用することにより、投資ファンドの協力がなくても事業承継型MBOを実行できる中小企業が増加することが期待される。

6. 成功の要因

今回の事業承継型MBOが成功したポイントは次のとおりであった。

- ① 投資ファンドと金融機関の協力が得られたこと
- ② 個人保証のある既存の借入金を圧縮できたこと
- ③ 創業者が売却価額を5億円引き下げたこと
- ④ 会社法による種類株式を活用し、株式の集中化を実現できたこと
- ⑤ 創業以来の役員のうち、財務担当役員以外

は特別退職金を支給して創業者とともに退任し、顧問に就任してもらったこと

- ⑥ 創業者及び後継者が、個人保証や担保提供の継続、投資ファンドの支配、エグジット（上場準備）などについて了承（我慢）したこと

7. 課題意識

MBOの真の成功はエグジットをいうのであり、事業承継の成功もエグジットを迎える時に確定することになる。したがって、後継者は次に掲げるような課題と目標を意識し、承継した会社を経営していくことになる。

- ① 結果を残し、投資ファンドとの良好な関係を維持すること

事業承継が完了しても、会社の支配権は投資ファンド側にあることを強く意識する必要がある。すかいらーくの横川元社長は投資ファンドとの経営方針の違いから投資ファンドから解任させられることになった。

したがって、MBO後は、経営責任を意識することが重要となろう。特に投資ファンドのエグジットは3年から5年であるため、後継者が考える以上に短期間で結果を残す必要があることに注意が必要である。

- ② 上場を実現するまたは投資ファンドの株式を買い取ること

投資ファンドはエグジットの手段として3～5年で上場または第三者への売却を検討することになる。第三者への売却は後継者にとって事業承継の意味をなくすため、後継者は上場を実現するか、あるいは自社株買いにより投資ファンドの持ち分を買い取るというエグジットを実現することが目標となろう。