

中小企業の事業継続と投資育成会社の役割 社内承継（非同族承継）という選択

大阪中小企業投資育成株式会社

常務取締役 馬 場 正 人

はじめに

中小企業の企業継続に関して「後継者不在」が言われて久しい。廃業数の増加に歯止めがかからない状況である。理由は様々である。そもそも経営者自身に子供がいない、いても子供自身に後を継ぐ気がない、あるいは親心として子供が自身の道を見つけ、完全に自立しているなら事業の承継を無理強いしたくないというものもあるだろう。本心とは裏腹に理解のある親でありたいと思うのも今時なのかもしれない。

2021年度版「中小企業白書」によると、2020年の中小企業の休廃業・解散数は年間49,698件、うち約60%が直前期に黒字だという。休廃業・解散の大きな理由は「後継者不足」である。中小企業及び小規模事業者の経営者の年齢は、2025年には約245万人が70代に突入する予測がされており、そのうち約半数の127万人は後継者未定となっていることから、事業承継は日本社会の喫緊の課題となっている。

事業承継の意義

事業承継は経営資源の引き継ぎをすることであるが、引き継ぐべき経営資源とは事業用の設備や資金といったいわゆる資産、経営理念や技術ノウハウ・顧客情報・知的財産権等の知的資産はもちろんであるが、企業の経営権に直結する株式の承継も同様に重要である。

また、事業承継においては現社長の後継者（経営責任者）を誰にするかによって、①親族内承継と②親族外承継に分類でき、②は更に社内にいる現社長親族でない役員や社員に引き継ぐ社内承継（いわゆる非同族承継）と近年増加するM&Aといわれる第三者承継に細分される。

そして、いずれのパターンの事業承継においても経営資源の引き継ぎがなされ

る訳であるが、経営資源のうち経営権に直結する「株式」の承継については、特に社内承継の場合には事業承継後の「経営の安定」という点において、他の二つの承継とは別の観点が必要である。

経営権の安定-長期安定株主導入の必要性

上記観点を考える前提として、株主の権利について整理する。

図表1は主要な株主の権利をまとめたものである。専門家にとっては当たり前のことであるが、株主との間でトラブルがなかった企業の経営者、および社内承継における経営責任を引き継ぐ後継者にとっては頭に入れておく必要がある。

(図表1 株主の権利)

単独株主権	取締役の違法行為差止請求権
	発起人、設立時取締役・監査役、役員等、清算人への責任追及等の訴え
議決権の1%以上/議決権300個以上	株主提案権
議決権の1%以上	株主総会の招集の手続き及び決議に関する検査役の選任の申立て
議決権の3%以上	株主総会の招集の請求
	定款の定めに基づく役員等の損害賠償責任免除に関する取締役または取締役会の決定に関する異議
議決権の3%以上又は発行済株式数の3%以上	業務及び財産検査役の選任の申立て
	会計帳簿の閲覧または謄写の請求
	清算人の解任の申立て
	特別清算に係る調査命令の申立て
	職務の執行に関し不正の行為等のあった取締役、監査役、会計参与の解任請求の訴え(総会否決が前提)
議決権又は発行済株式数の10%以上	会社の解散の訴え

事業承継を円滑に進めるためにも留意すべき点の一つに「株式の分散防止」ということが挙げられる。

多くの同族会社の場合、株式の分散は歴代経営者の相続発生や生前贈与など会社を経営する一族の財産分与的発想、あるいは後継者が先代経営者から株式を承継しようとするとき、その税負担に耐えられず、他の相続人等に承継させること

によって生じる。

同族会社でありながら経営に全く関与しない一族株主が存在する「同族内分散」だけでなく、経年による「安定株主の非安定化」が現代の事業承継を複雑化している。

中小企業の成長過程において、典型的に見られる株主構成上の特色と問題点について図表2のように整理できる。次に中堅・中小企業における株主構成において一般的に見られる株主構成から各株主の意義や留意点について考える。

(図表2 株主毎のメリット・リスク分析)

安定株主の候補先	メリット	リスク	リスクの管理方法
1. 社長(先代含む)直系同族	・経営理念の共有(創業者意思の継続)。 →意思決定のスピード感	・分散(相続の繰り返して直系以外へ)。 ・意思対立が深刻化(中立客観的仲裁者が不在)。	・可能な限り経営陣と株式保有者を一致させる(極力、経営者以外に株式を持たせない)。 ⇒既に分散した状況では買い戻しが大変。新たに 直系同族以外に経営者サイドの安定株主 を設けて安定化を図る。
2. 社長(同)直系以外の同族	・顔が見える株主としての安心感。 →同族意識で『会社を優先』する可能性が高い	・相続の結果、同族意識は薄れる。 ・経営者と親戚との間には上下(劣使)関係がなく、過剰な権利者意識が芽生え要求水準が高くなることもある。 ・少数株主が多くなり、管理が大変。	・定款に「 相続人等に対する株式の売渡請求 」を設ける(定款変更には株主総会の特別決議必要)。 ⇒既に分散した状況では買い戻しが大変。新たに 同族以外に経営者サイドの安定株主 を設けて少数株主の相対的比率を下げる。
3. 非同族役員・従業員	・経営への参画意識が高まりモラル向上。 ・従業員等と株主(資本家)との間にある配当についての対立意識をやわらげる。	・退職により外部株主化。 ・後任者へ譲渡する場合、後任者に買取資金が必要。 ・従業員等の過度な権利主張。	・ 従業員(役員)持株会 ⇒会社との距離感が遠のくと取得希望者が減少。他方で会社の成長で取得希望者が増え、割り当てる株式が不足(取得希望者が出た場合に備え、自己株式などでバッファ)。 ・ 無議決権株式 への変更(全株主の同意が必要)。
4. 取引先	・経営に好影響。 →取引関係強化。外部応援団。	・関係が変化(※)すると経営に悪影響が出る可能性。 (※)取引先の方針変更、取引先がM&Aにより買収される、取引縮小など。 ・決算内容を知られるため悪影響が出る可能性。 →価格交渉など。	・ 一定比率以下に抑える 。 ・ 無議決権株式 への変更(全株主の同意が必要)。 ⇒既に存在している場合、対策を打つことは難しい。新たに 経営者サイドの安定株主 を設けて相対的比率を下げる。
5. 社長(同)友人・知人	・外部応援団(経営者の良き相談相手)。	・相続の結果、完全外部株主化。 →味方になってくれるかどうかわからない。	・ 一定比率以下に抑える 。 ・定款に「 相続人等に対する株式の売渡請求 」を設ける(定款変更には株主総会の特別決議必要)。 ・ 無議決権株式 への変更(全株主の同意が必要)。 ⇒既に存在している場合、対策を打つことは難しい。新たに 経営者サイドの安定株主 を設けて相対的比率を下げる。
6. ファンド	・資金調達。 ・株式譲渡者にとっては投資の回収(資金化)。	・保有期間が決まっている。 ・買い戻し資金が必要。	・ 緊急避難 (問題の先送りであることを認識しておく必要)。 ⇒既に存在している場合、対策を打つことは難しい。契約内容を詳細に確認し、買い戻し条件(時期・金額)を予め想定し準備しておく。また、 買取後の安定株主確保 を計画する。

前記2つの図表から非同族承継(社内承継)を考える場合に念頭に置かなければならない最重要項目の一つは、承継後の経営の安定のための長期安定株主導入の必要性である。

投資育成会社とは

投資育成会社は、1963年に設立された中小企業支援のための公的機関であり、その目的は「中小企業の自己資本の充実を促進し、その健全な成長発展を図る」ことである。

もちろん設立された時代背景から、世界に打って出ようとする中小企業の競争力を強化（成長発展）するための自己資本増強（増資による資金供給）を支援する政策実施機関としての役割が第一義ではある。が、その後の中小企業の経営環境の変化やそもそも経営者の交代を繰り返しながら、昨今では企業を継続するにあたって「経営の安定」のための資本政策が必要になってきている。ここで言う中小企業の資本政策とは、「株主構成、議決権比率、グループ会社間の株式持ち合いの状況などについて、経営の安定、事業発展、経営権の承継の円滑化にとってのリスクの分析と最適化のための戦略を立案すること」である。

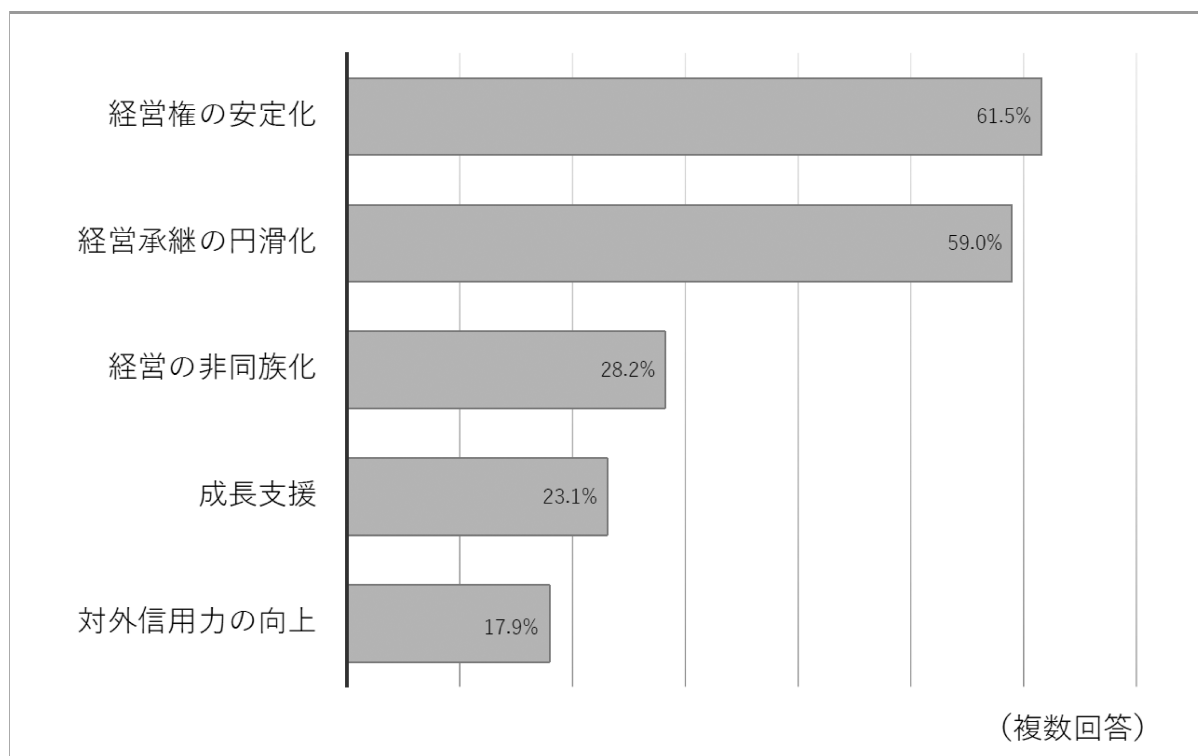
そして投資育成会社に期待される役割も、自己資本充実のための増資資金提供という直接的効果と同時に近年は、企業継続の観点から「安定株主として経営者を支える」という機能提供への期待が高まっている。特に成熟期にある中小企業にとって、投資育成会社が「友好的安定株主」として機能することで経営者が安心して経営に専念し、利益を計上し続けることで自己資本を充実させることが可能となり、この間接的効果がむしろ投資育成制度の本質であるともいえる。

「友好的株主」といっても盲目的に経営を委任するのではなく、投資育成会社は議決権を有し、外部株主としてガバナンス効果を発揮しながら経営者の経営を尊重するという意味での「友好的」である。そして経営者交代が実施されても、次代の経営者に対し、先代経営者のときと同様の立場をとり続ける。投資育成会社は、法人であり、中小企業投資育成株式会社法（投育法）の趣旨に沿って中小企業の成長発展を支援する政策実施機関でもあるため、個人や民間法人株主とは長期の経営権安定にとってその安心度は決定的に違う。

最近5年間で投資育成会社を利用した投資先企業経営者に、その利用動機をアンケート調査し集計した結果が図表3である。

投資育成会社に寄せられる中堅・中小企業の資本政策関連の相談のうち、同族内の後継者難による経営の非同族化検討と非同族経営移行に伴う安定株主対策に関するものは、ここ10年で10倍以上に増えている。投資育成会社は、新規投資先の利用動機を毎年集計しているが、新規投資先に占める非同族経営への移行に伴う安定株主機能を投資育成会社の利用動機の主なものとしてあげる投資先の割合についてもこの10年で5倍に増えている。

(図表3) 投資育成会社の利用動機 (令和3年度、大阪投資育成利用企業への調査)



投資育成会社では後継者の育成と交流を目的とした後継者交流ビジネススクール「新輪会」を企画運営しているが、ここにも毎年非同族の後継候補者が参加している。

投資育成会社の役割-長期安定株主としての可能性

もう少し、投資育成会社利用の本質について考えてみる。前記の通り投資育成会社の政策目的（投資育成会社からすれば「使命」）は、「中小企業投資育成株式会社法」第一条にあるとおり「中小企業の自己資本の充実の促進と健全な成長発展」を図ることである。

ここでいう「中小企業の自己資本充実」には量的な側面と質的な側面がある。

「量的な資本充実」は、財務面での経営の安定につながる。その安定度は、自己資本（純資産）の蓄積額や自己資本比率によって評価され、事業環境の急変などに対する企業の耐久力・反発力の源となる。投資育成会社は「増資」を通じて中小企業の自己資本（資本金）を直接的に増加させる。

一方「質的な資本充実」は、経営陣という人的な面での経営の安定につながる。そしてその安定度は株主構成や経営陣の議決権比率で評価される。このことにつ

いて少しかみ砕いて説明すると、次のようなことである。

例えば、ほとんどの中小企業では会社法上の閉鎖会社（譲渡制限付株式の発行）とすることで、意図せざる株式の拡散を防ぎ、経営の自主性（長期的視点に立った判断）、安定性を確保しているのが実情ではないだろうか。

しかし、同族会社（閉鎖会社の代表例と言える）では、経営者の代替わりと並行して同族内での『相続』による株式の分散が進行してしまうケースが多い。（注1）

相続による分散が続く（放置する）と、会社経営とは疎遠な株主が増加するだけでなく、社長等現経営陣の議決権比率が低下する。

（注1）譲渡制限付株式は、特別な対抗策を講じていない限り、相続による移動を阻止できない。「株式保有は兄弟、親族で均等にしたい」という創業社長の心情面での対応も多く見られる。譲り受けた側に、この「親族で分けたんだから」、あるいは、「親から譲り受けたものだから・・・」という意識がある限り、一度分散した株式を取り戻すことは難しい。

これは、家族的経営の名残りとも言え、従業員や役員に株式を持たせた場合にも同様のことが生じる。従って、現経営陣を支える安定株主の存在（株主の構成とその議決権比率）に十分な注意を払わなければ経営の安定が確保できないということになる。

更に、同族経営から非同族経営への転換を図る場合であっても株主構成でのリスクが発生する。相続ではない買収で非同族経営陣が資本面で十分な議決権比率を獲得し、継続させることは難しいのである。（注2）

（注2）非同族経営陣の議決権比率を上げることが必要であるが、それを可能とする株価の設定と具体的移動がそもそも難しい上に、一定比率を超えると同族認定がなされるということも頭に入れておかなければならない。

もうひとつ、「株主の構成とその議決権比率」は、経営に対する対外信用力とも深く関連する。中小企業といえども一定の事業規模を有すれば、取引先、調達先、従業員などの信認なくしては経営の安定は難しいのが今日の状況である。

現在の会社法におけるガバナンスの流れ（注3）においては、経営者の資質、経

営方針に対する客観的評価（モニタリング）の有無（より具体的には外部株主の存在）が信認（対外信用力）につながる。

上場会社のガバナンスは不特定多数の株主による経営陣の監視（株主＝会社の利益最大化を目的）である。一方、非上場会社の場合は、経営と所有（株主）の一体が前提であるので、外部（取引先、従業員など）からは、経営の内容・質が見えにくい。従って、外部株主である投資育成会社がそれらについて客観的評価（モニタリング）を行っていることは大きな信認＝対外的信用の向上につながる。

（注3）上場会社に求められるガバナンスは、非上場会社にも無関係ではない。上場会社を核とするサプライチェーン全体として、コンプライアンスやBCPが求められ、評価される時代であるが故に基本的にはサプライチェーンの核心（コア、なくてはならない存在）をなす企業はかなりの高度なモニタリング（客観的＝第三者チェック）が必須となってきたのが現状である。

以上のような考察から、非上場会社の質的な自己資本充実、すなわち経営の安定に適した外部資本（株主）とはどのような条件が求められるか。

第一に、経営者の側からの条件としては、

- ①経営への過度な干渉はないこと。
- ②経営方針（事業の拡大、継続）に理解があること。

第二に、経営の安定の視点からは、

- ①長期安定保有であること。
- ②その企業にとって必要な資本政策に柔軟（額、比率、時期、期限）に対応できること。

第三に、対外信用の向上の視点からは、

- ①外部株主自体に社会的信用があること。
- ②モニタリングが適切にできること。（＝多くの優良投資先をもって、実例や経験があること）

投資育成会社は、最大50%の議決権比率で中堅・中小企業の企業継続を「長期安定株主」として支える。

投資育成会社の活用（おわりにかえて）

人口減少、市場縮小、グローバル化とシュリンクする日本経済のなかにあつて、中小企業は、ここ10年で過去に例を見ないほどの大きな困難に何度も遭遇している。リーマンショック、東日本大震災、新型コロナウイルスの世界的大流行、そして本年2月に勃発したロシアによるウクライナ侵攻は、未だ終息の兆しを見ない。

ただ、このようなアゲンストの経営環境の中でも日本の中小企業は、人を育て、技術を磨き、知恵を出して工夫を重ねながら企業継続の努力を続けている。

投資育成会社は、このような日本の未来になくってはならない企業に対して、その企業継続のために必要で最適な資本政策を提案し、量的・質的両面から自己資本の充実を支援する。同時に、企業経営者同士の交流会、企業の人材育成に不可欠な教育研修、後継者育成のための交流会、更には海外展開の支援や経営状態の診断など経営者のために必要な機会や支援施策を提供する。国内だけではない。タイでは、「タイSBIC」という投資育成会社の投資先同志の相互交流・研鑽のための異業種コミュニティが活発に活動している。

日本の中小企業は、全事業者の99.7%、全従業員の7割、全付加価値額の5割強を占め、その事業継続の重要性は我が国経済にとって言うまでもない。

「企業は社会の公器」と考える多くの中小企業経営者が、投資育成会社をうまく活用することで、それぞれの企業継続を実現することを切に願いたい。