

## 年次大会報告③

## 事業承継における恒久的株主機能

## JPH グループの事例研究

青松 英男

(JPH 株式会社代表取締役 CEO)

落合 康裕

(静岡県立大学経営情報学部准教授)

## 1. 問題意識

中堅企業にとって事業承継は、喫緊の経営課題である。後継者の確保や育成が難しいことが典型的な理由としてあげられるだろう。事業承継の失敗は、日本が世界に誇る伝統技術や製品サービス、競争優位な事業システムなどを失ってしまう可能性を秘めている。そのような中、事業承継の一つの方法として M&A が注目を集めている。しかし、現状の M&A は、一時的な事業継続の方法として関心が向けられるあまり、売却後の事業運営において様々な課題が存在している。例えば、事業売却後、長期保有目的のコミットメントの高い株主が確保できるのか、長期的視野に基づく経営が担保されるのか、事業自体が転売目的化してしまうのではないかなど、などの問題である。

本研究の目的は、M&A の方法を否定するものではなく、M&A の方法を利用して長期保有目的のコミットメントの高い株主の確保、長期的視野に基づく経営の実践を担保できるスキームを検討するものである。

## 2. 中堅企業の事業承継問題

現在、日本各地で多くの優良な中堅企業が事業承継のいくつかの困難な課題に直面している。第一に、事業を承継する後継者の不在である。親族内に意思と能力を備えた後継者がいない、社内人

材では心もとない、外部招聘しても優秀な人材が確保できるか定かではないという問題である。

第二に、事業売却後の関係者の雇用や処遇の問題である。通常、事業会社や投資ファンドへ事業が売却されることに躊躇する経営者が多い。理由は、事業売却後の現経営陣の処遇はどうなるのか、あるいは従業員の雇用は継続されていくのかなど、多様な課題が存在するからだ。

第三に、事業売却後の関係者の離職や仕事意欲の維持に関わる問題である。特に、事業自体が投資家にとっての再転売の対象となってしまうと、コミットメントの高い社員が外部に流出してしまう問題もあるだろう。

第四に、資産承継に伴う株式の分散化である。先代世代の承継のタイミングで株式が分散しており株主の意思統一がはかりにくいことだ。

最後に、未公開株式の相続にあたっての課税負担である。相続の段階で多額の金銭的負担が、事業承継者にかかってくるような問題が想定される。

## 3. 事業承継型 M&amp;A

このような中堅企業の承継上の課題に対する解決策として、最近、事業承継型 M&A に関心が向けられつつある。ただし、事業承継において M&A は有益な方法である一方、様々な課題も存

在する（落合，2019）。

事業承継における M&A の利点は、被買収企業もしくは被買収事業にとって経営陣や資本関係が変化するが、歴史やブランドを承継できることである。反対に買収企業にとっても、自社にない技術や人材、工場や店舗、既存の取引網などを獲得することができることも利点である。

他方、事業承継における M&A の欠点は、第一に、売却事業が従前築いてきたブランドや技術が、買収企業において継続されない、もしくは買収企業が上手く活用できない可能性があることである。第二に、買収企業は、入念なデューデリジェンスを行う必要があるなど派生的なコストがかかる。第三に、被買収企業あるいは被買収事業は、M&A によって従業員の仕事意欲に負の影響を与える可能性がある。また、古瀬（2011）によると、中小企業の事業承継型 M&A における経営者の葛藤の存在などが指摘されている。

#### 4. 株主の長期的なコミットメント

実践的に関心が高まっている事業承継型 M&A であるが、現状では事業の買収や売却に関わる財務的手法の議論が中心であり研究の蓄積も厚くない。事業承継型 M&A の方法が、事業の存続というよりも事業の転売に用いられてしまうような実務的問題も存在する。

企業の持続的な成長のためには、企業に長期的なコミットメントを持つ株主をどう確保していくかが重要である。加護野（2014）は、経営に対しての長期連帯型の株主の重要性を指摘している。Alice Schroeder（2008）は、パークシャーハサウェイの永久保存銘柄について研究している。この研究は、創業時からの企業理念と社員の幸福が最も重要と考えるオーナーにとって、恒久的株主になれるパークシャーハサウェイは理想の譲渡先であることを示した。

しかし、事業承継と長期的なコミットメントを持つ株主の議論は、見過ごされてきた。

#### 5. 課題と方法

本研究では、先行研究のレビューを通じて「なぜ、事業承継受皿会社は、恒久的株主（長期的コミットメントを持つ株主）を担保することができるのか。」と研究課題を定める。本研究課題を検討することによって、冒頭の問題意識に答えていくこととするものである。

本研究における事例企業は、JPH 株式会社の事業承継受皿会社である。研究方法は、事例研究の方法が採用されている。

#### 6. 事業承継受皿会社の概要

事業承継受皿会社（以後、「受皿会社」と呼ぶ）の基本的な仕組みについて確認しておこう。企業再生・成長支援に実績のある JPH グループが設立した JPH 株式会社（JPH）は、事業承継問題を抱える優良中堅企業の株式を引き受ける。機関投資家は議決権のない優先株式出資で JPH に安定株主として参加する。JPH が受け入れた中堅企業株式は、原則永久に売却されず永久保存する。この「永久保存」の方針のもと、JPH は中堅企業の長期的着実な発展を期待し支援する。尚、本スキームでは、オーナー一族による株式の一部を保有すること、経営に参画（CEO、役員、名誉会長等）することも可能である。これは、オーナー一族のニーズに柔軟に対応するものである。

##### (1) 受入対象企業

JPH の受入対象企業は、事業承継問題を抱えている中堅企業（上場企業子会社含む）である。受入対象企業の基準は、理念を保有し、業暦長く、技術力高く、独自のビジネスモデルをもつ、

強固な財務基盤を有するような企業である。そのため、延命を求めるようなゾンビ企業は排除される。

## (2) 受皿会社の役割とガバナンス

次に、JPH（受皿会社）の役割について見ておこう。対象会社の経営陣について現経営者が引き続き経営する意向がある場合、受皿会社は全面支援を行う。既存の経営幹部を社長に昇格させる場合は、JPHが適宜経営指導するなどサポートを行う。後継経営者の候補が不在の場合は、JPHが外部から適切な経営人材を継続的、組織的に確保する。また、経営戦略の策定と実行の支援、長期的安定経営のための管理体制導入の支援なども行う。

受皿会社のガバナンスは、JPH会社理念で受け入れ事業会社の永久保存の原則を定めている。JPHでは、独立社外取締役を任命し、公共性を高めている。中長期的にはJPHの上場を図り、

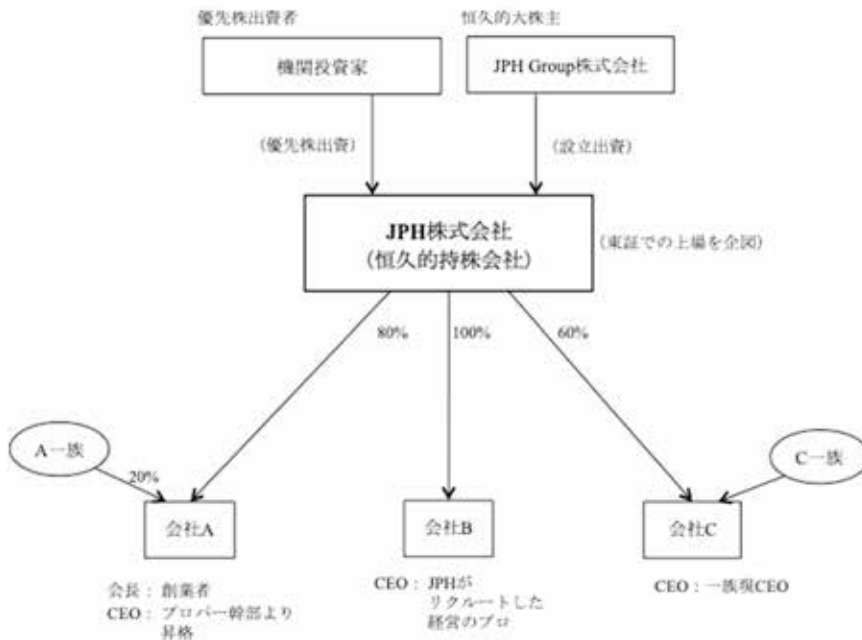
「公の器」としての位置付けを強める。

## 7. 受皿会社の効果と課題

受皿会社には、事業承継においていくつか効果がある。当該企業オーナーへの効果は、①自分自身、あるいは一族が長年育んできた会社が永続的に展開できる見通しがつくこと、②競争企業や外国企業へ将来転売される心配の消滅、③株式売却後も望む限りCEOとして経営を続けることができることがあげられる。

オーナー一族への効果は、①未公開企業の売却により相続資産が現金化され、相続対策（富の世代間移転）のオプションが拡大する、②分散、マイノリティー株式のイグジット（株式売却など）も可能になる、③創業時からの企業理念が守られる安心感がある、④オーナー一族から経営者を出さなくてはならないという呪縛から解放されるなどである。

当該企業への効果は、①長い歴史のある企業の



(出所) 筆者作成。

存続と発展を確保できる、②安定したスポンサーが存在することで長期的取り組みが可能である、③従業員の雇用が継続されやすいことなどである。

他方、受皿会社には、解決すべき課題もある。第一に、オーナーの事業継承受皿会社に対する信頼をいかに構築するかである。バフェットですら、当初対象会社引受けまで何年もかかることが観測されている。第二に、長期の投資期間に耐えられる投資家をいかに確保するかである。一般的な上場企業の投資家は、株主として有限責任であることに加え、いつでも保有株式を売却することができる。金融市場の動向に移ろいやすい投資家に対して、投資先企業へのコミットメントを高めさせ維持させることは容易なことではない。その際、投資家に対して、受皿会社の上場時において一部回収させる方法などをとりつつ、受皿会社の上場後も保有させ続けるインセンティブを高めしていく方法を検討する必要があるであろう。

## 8. 結語

本稿は、研究蓄積が浅い事業承継型 M&A の分野において、長期的コミットメントを持つ株主機能の観点から効果と課題を中心に議論の整理を行った。しかし本研究は、JPH グループの単一事例による研究であり、限界もある。今後は、パークシャーハサウエイなどの国内外の複数事例との比較研究を交えて、本領域の研究蓄積を図る予定である。

## 参考文献

- Alice Schroeder (2008) THE SNOWBALL, Bantam
- 青松英男 (2008) 『企業価値講義』日本経済新聞出版社。
- 青松英男 (2016) 「中堅企業の事業継承問題」『日本経済新聞夕刊コラム「十字路」(2016/3/9)』
- 青松英男 (2019) 「日本にかけがえのない企業」『日本経済新聞夕刊コラム「十字路」(2019/2/25)』
- 古瀬公博 (2011) 『贈与と売買の混在する交換：中小企業 M&A における経営者の葛藤とその解消プロセス』白桃書房。
- 加護野忠男 (2014) 『経営はだれのものか：協働する株主による企業統治再生』日本経済新聞社。
- 落合康裕 (2019) 『事業承継の経営学：企業はいかに後継者を育てるか』白桃書房。

以上