

～後継者難時代に問う～

## MBOは事業承継の有力な選択肢になり得るか？

Will Management Buyouts Become a Viable Option for Business Succession?

オーナー企業の事業承継における最大のポイントは、「誰に企業を引き継ぐのか」である。かつては事業の承継といえば、ほとんどが近い親族への承継であったが、近年では親族に後継者が見つからないという企業も少なくない。親族に後継者がいない場合、取るべき手段は主に3つある。ひとつは外部第三者への売却（M&A）、もうひとつは役員等の社内関係者への売却（MBO）または贈与であり、いずれも採りえなければ廃業という最後の手段に向かわざるを得なくなる。

後継者不在のオーナー企業のM&Aは着実に増えており、これが有効な選択肢のひとつであることは明らかだろう。他方、事業承継型のMBOも、徐々に手法としての広がりを見せてつあるが、一般的な認知度は低く、また成功には多くの前提条件を満たす必要がある。事業承継型MBOは、財務レバレッジを活用して少ない自己資金で株式の取得が可能、という大きなメリットがあるが、そのスキーム故のリスクが避けられない手法である。したがって、リスクを負ってでもなお挑戦したいという後継経営者の強い意思・情熱に加え、多様な資金調達手法やそのバランス等について、専門家を交えた慎重な検討が不可欠となる。また、資金調達手法に関連し、単にどこからどんな条件で資金を調達するのか、ということに留まらず、PEファンド等の活用により、資金調達と同時にリスク分散と経営基盤の強化を図ったり、従業員持株会等の活用により、調達資金を圧縮しつつ従業員の意欲を引き出したり、ということも重要な検討課題である。

そしてまた、視点を変えると、事業承継型MBOの応用編として、後継経営者が単独で株式を取得するのではなく、役員持株会や従業員持株会による一部株式の取得を組み合わせた手法や、分散した株式を集約して経営権を強化したうえで親族等への事業承継を行う株式集約型MBO等、さまざまなスキームが考案され、実際に実行に移されている。

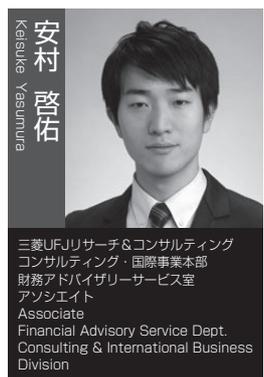
このようにみていくと、MBOは事業承継の有力な選択肢となりうるし、すでになりつつある、といってもよい。ただし、残念ながら、誰もが採用可能な、汎用性の高い手法ではないこともまた明らかである。MBOという手法が内包するリスクを十分に認識したうえで、後継者の強い意思と熱い情熱により成立の前提条件を着実にクリアし、専門家を交えた慎重な検討によるしっかりとしたプランニング、成功にはそれらすべてが必要になるといえるだろう。

For an owner-operated business, there is one question of the utmost importance in business succession: Who will take over the company? Previously, when it came time to hand over the reins, a close relative almost always took control. Nowadays, more than a few companies are unable to find a successor among the owner's relatives. If there is no successor in the family, there are three main options: a sale to an external third party (mergers and acquisitions [M&A]); a sale to directors and other company insiders (management buyout [MBO]); or transfer of ownership to a company insider.

If none of these options is taken, the final alternative is shutting down the business. In a steadily rising number of cases, owner-operated companies without a successor are the target of M&A deals. This is clearly a viable option. Meanwhile, business transfers via MBOs are starting to become more prevalent, but this method does not generally have a high profile, and success requires meeting a number of prerequisites. A major advantage of business succession through an MBO is that financial leverage enables the purchase of shares with little of the buyers' own capital, but risk is unavoidable in such schemes. Accordingly, the managers taking over a business need willpower and enthusiasm strong enough to take on the challenge even if they have to take on some risk. In addition, it is essential to carefully scrutinize any potential transaction in consultation with experts about diverse funding sources and the right balance among them. Fund procurement is not just a matter of where to obtain the funds and under which conditions. There are other important considerations. By making use of investors such as private equity funds, funding can be obtained while simultaneously diversifying risk and strengthening the business foundation. Another option is using an employee stock ownership plan to reduce the amount of funds procured and motivate employees.

From a different viewpoint, business succession via MBO offers many options other than just the acquisition of shares by the management involved in the takeover. Other options include combining some of the directors' and employees' shareholdings or consolidating diverse shareholdings to concentrate management control before transferring the business to a family member.

Such schemes are already being structured and implemented. Looked at in this way, it is fair to say that MBOs are a viable option for business succession and are in fact already being used. Unfortunately, it is also clear that this is not a one-size-fits-all method. Those planning to take over a business via an MBO need to have a thorough awareness of the risks involved and must meet the prerequisites of strong willpower and fervent enthusiasm. Also necessary to succeed is solid planning following careful analysis in consultation with experts.



## 1 | はじめに：事業承継型 MBO とは

MBOとは「Management Buy Out」の略であり、経営陣が株式を取得し、親会社もしくはオーナーから独立する取引のことをいう。その類似としてMEBOという形態もあり、これは「Management Employee Buy Out」、すなわち経営陣と従業員とが共同で株式を取得することをいう。一般的にMBOとは、上場会社の経営者が自社の株式を市場から買い集めて非上場化する手法の意味で語られるが、最近、事業承継の現場でも、MBOが活用されるケースが増えてきている。いわゆる「事業承継型MBO」である。

事業承継型MBOは、後継者が、オーナー株主（多くの場合は現経営者）から株式を買い取って、事業を承継する取引である。ここでいう後継者とは、オーナーの近しい親族ではなく、役員等の社内関係者である。つまり、オーナーの側からすると、株式を現金化して引退することであり、そしてその相手先が自分が認めた社内関係者、ということになる。やや語弊があるかもしれないが、いわば「気心しれた相手へのM&A」であり、近しい親族への承継が難しい場合には、理想的な方法のひとつと断言していいだろう。

最近では、事業承継型MBOとして紹介される事例が増えてきているように思えるが、といっても、そもそも事業承継にMBOという手法が活用できるということが、オーナー経営者の間でほとんど知られていないのではないか、というのが率直な印象である。中堅・中小企業向けの投資を行う、ある投資ファンド関係者は「手法としての認知度が高まれば、飛躍的に活用が増えるはず」と語っていたが、確かにその通りかもしれない。MBOは高度な金融手法でもあり、関係者が多くのメリットを享受できる手法である。しかし一方で、その成功にはいくつかの前提条件や克服すべき課題があり、事業承継のためのその他の手法との比較においても、容易ならざる面があるのも事実である。

本稿では、事業承継のその他の手法、特に近年活況を

呈している事業承継目的のM&Aとの相違点を意識しつつ、MBOという手法が持つ特徴やメリットについて確認したうえで、どうすればMBOが成功するのかという観点で、各種前提や促進要件を明らかにしたい。他方、その成功を阻む重要な阻害要因とその対策の検討を通じて、「MBOは事業承継の有力な選択肢となりうるか」について検証したい。

## 2 | 中小企業の事業承継の現状

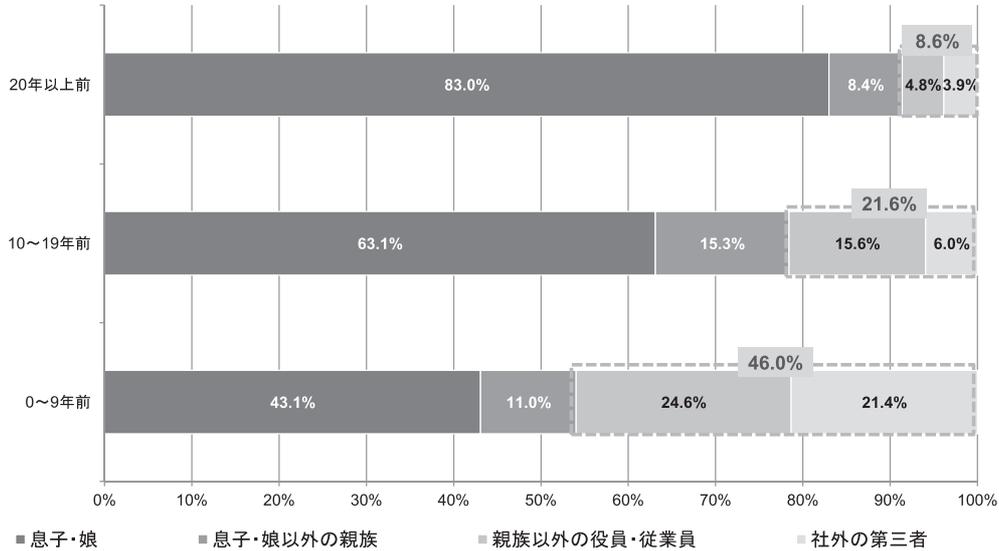
### (1) 大きく減少を続ける親族への承継

中小企業の事業承継の典型的なイメージは、創業者またはその後継者のオーナー経営者が、専務や常務である息子に社長の椅子を譲り、自らは会長に就任する、といったパターンではないだろうか。実際には、事業承継の様子は千差万別であるから、もう少し抽象化しておいた方が適切かもしれない。いずれにしても、オーナー経営者が、自社内でしかるべき立場にいる近しい親族を後継指名して代表権を与え、自らは第一線を退きつつも、なんらかの形で会社に残って新社長のサポートをする、というのが一般的なイメージだろう。そして同時にあるいは前後して、オーナーが保有する株式の後継者への承継も行われる。

だが、このイメージは、10年、あるいは20年後には、まったく別の姿になっている可能性がある。図表1は、中小企業の事業承継先のうち、20年以上前に8割を超えていた親族の占める割合が、足元では半分程度にまで大幅に減少していることを示している。

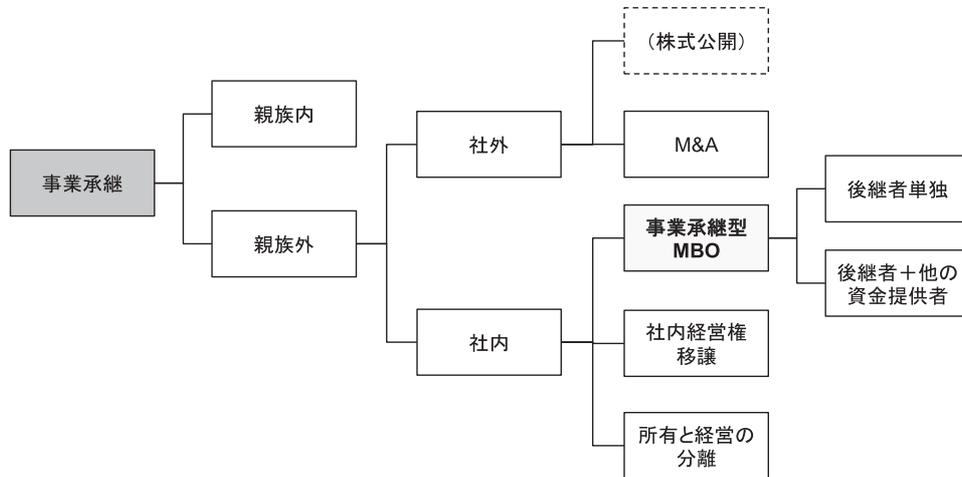
実の息子や娘が社内において、経営能力に大きな不安がないとすれば、大多数の経営者は、やはり実の息子や娘に事業を引き継いでもらいたいだろう。この減少の背景にあるのは、引き継ぐべき子供がいなかったり、あるいは、以前であればなんとしてでも子供に継がせようとしたところ、次節で述べるようにM&Aを始めとする親族外承継に対する抵抗感が薄れ、他の選択肢も含めて幅広く検討するようになったり、という面もあるものと思われる。おそらく今後もこの傾向は強まりこそすれ、逆に

図表1 規模別・事業承継時期別の現経営者と先代経営者の関係（中規模事業者）



注：原典には、小規模事業者と中規模事業者のデータが併記されている。小規模事業者の定義は、中小企業基本法上の小規模事業者の定義に準じており、中規模企業の定義は、小規模事業者を除く中小企業基本法上の中小企業、である  
 出所：「中小企業の事業承継に関する調査に係る委託事業報告書」野村総合研究所（平成25年3月）

図表2 後継者の属性と承継の手法による事業承継の類型



注1：「所有と経営の分離」は、株式の承継という観点でとらえると「親族内」に区分されるが、ここでは経営主体という観点で区分してみた  
 注2：「事業承継型MBO」も広い意味ではM&Aの一形態と言えるが、ここではM&Aを「一般的にイメージされる外部第三者への株式等の譲渡」として整理した  
 出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

振れることはないだろう。

(2) 親族外承継とM&A

親族内に後継者が見つからない場合、廃業という手段もあるにはあるが、従業員や取引先のことを考えると、できれば避けたい選択肢であることは間違いない。ではどのような選択肢があるか、ということを経営者の観

点から整理してみた（図表2）。

親族外への事業承継として、まず想起されるのは、外部第三者へのM&Aだろう。筆者は、経営コンサルタントとして、またフィナンシャル・アドバイザーとして、10年ほど前から中堅・中小企業のM&Aに携わっている。誤解や拒否反応がなくなったわけではないが、最近では

「身売り」や「ハゲタカ」といったM&Aに対するネガティブなイメージが徐々に払拭され、以前よりも抵抗感が薄れてきたことは間違いない。M&Aはごく一部の限られたプレイヤーによる特別なイベントではなく、買手にとっては成長戦略実現の一手法として、また売手にとっては後継者不在の解決策として、中小企業の間でも盛んに行われるようになった。15年ほど前になるが、筆者が前職の総合商社で子会社の売却という形で初めてM&Aに関わった時には、その言葉を口に出すのもやや憚られるような雰囲気があったが、いまではそんなことを言っていたら笑われてしまうかもしれない。

とはいえ、中小企業経営者を対象とするあるアンケート調査によれば、事業承継の手法としてのM&A等の事業売却に「抵抗がある」との回答と、「抵抗はない」との回答は、いずれも半分弱でほぼ拮抗している（図表3）。抵抗感が薄れてきたとはいえ、まだ約半数がそうではない、という現状を考えると、後述する社内関係者への承継と二分される状況はこれからも続くことが予想される。

M&Aが成立する前提は、買手と売手がWin-Win、つまり双方にメリットがあることであり、言いかえるとシナジーが見込まれないと難しくなる。たとえば、売手がこのまま経営していたら10億円の価値の企業が、買手

とのシナジーで15億円の価値になる可能性があれば、10～15億円の間に取引が成立するわけである。すなわちM&Aとは、1+1を2.5や3にしようとする行為である。したがって、一般的にはM&Aは事業会社間でなされることになるが、ときには事業上のシナジーが一切期待できない投資ファンドが買手になることもある。なぜそれが成立しうるのかは、後ほど説明を加えたい。

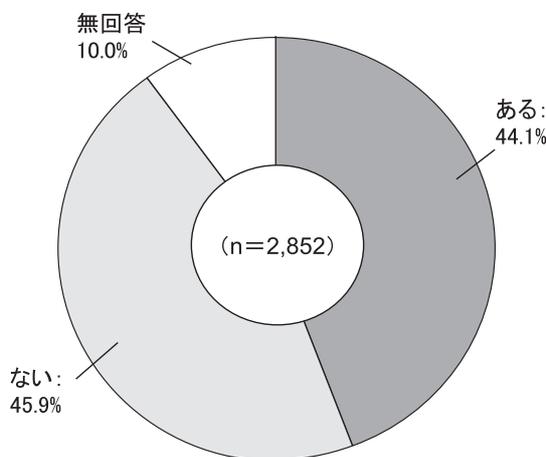
### （3）親族外の社内関係者への承継の類型

外部第三者へのM&Aと同様に、役員等を務める親族外の社内関係者への承継も、代表的な手法のひとつである。親族外の社内関係者への承継（以下、単に「社内承継」という）は、いくつかのパターン分けして考える必要がある。まず後継経営者がオーナーから株式を買い取るパターンである。なお、この場合の譲渡価格は、原則としてM&Aと同様の考え方による価格となる。これが本稿のテーマである事業承継型MBO（以下、「MBO」という）の基本型である。

次に、後継経営者に承継するのは同じだが、親族に対するのと同様に、株式を贈与したり、極端に低い価格で譲渡したり、というパターンがある。言葉のイメージでいうと、これこそが親族外「承継」なのだが、混乱を避けるため、やや違和感があるのはご容赦いただき、本稿では「社内経営権移譲」と呼ぶことにする。これらについては、次節で詳しく見ていきたい。

これらの他、オーナーの代わりに新経営者が代表者に就任するが、株式は退任したオーナーや相続人が継続保有するというパターンもある。いわゆる「所有と経営の分離」である。所有と経営の分離というと、企業がバランスのあり方として理想的なようにも聞こえるが、中堅・中小企業のように、経営と資金調達をセットで考えなければならない場合には、本質的に無理が生じる。また経営者は従業員とは異なり雇用の保証がないわけで、経営者の立場からは、自身の処遇に留まらず進退までもがオーナー個人の意向次第という状態では、思い切って経営手腕を発揮することは難しい。したがって、このパターンは、一定の企業規模があり、株主が多数存在してある程

図表3 M&Aなど事業売却への抵抗感の有無  
Q. M&Aなど事業売却に抵抗感がありますか。



資料：「事業承継実態調査」中小企業基盤整備機構（2012年3月）

度のガバナンスが効いている企業でないと、一般的に機能しにくい。

なお、所有と経営の分離の場合には、必ずしも社内関係者を後継者とせず、外部から招聘することも考えられる。しかし後継者の外部招聘は、上記の問題を内包したうえで、さらに社内事情に精通していないというハンデがあるので、成功のハードルはさらに高くなる。最近ではローソンの会長からサントリーの社長に就任した新浪剛史氏が注目されているが、このようなスカウトができるのは、同社のような知名度の高い大企業ならではだ。新浪氏クラスとまでは言わないにしても、これはという候補者を見出し、口説き落とすこと自体が容易ではない。そのため、ユーシンのように後継者を公募する企業も現れているが、これはまた一層難しいように思われる<sup>1</sup>。

#### (4) M&A との比較における社内承継の意義と課題

M&Aの最大のポイントは、前述の「シナジーの創出」である。筆者はM&Aの意義について、「買手と売手とが共同で新たな価値を創出すること」と認識している。シナジーがあるからこそ、10億円の価値の企業を、12億円や13億円でも買いたいという相手が現れる<sup>2</sup>。したがって、事業の承継という目的を果たすと同時に、その対価をできるだけ多く得たいのなら、最もシナジーがありそうな企業へのM&Aがベストであることは間違いない。シナジーから生じるメリットを享受するのは、直接売却代金を手にするオーナー（株主）だけに限らない。M&Aが成功して企業が成長することによって、従業員はもちろん、取引先にも、地域社会にも、さまざまな点でメリットがある。さらに、買手は自社よりも規模が大きく、信用力や管理能力も高いことが多いので、渡す側としては大きな心配なく、そっくりお任せできるという面もある。

外部第三者へのM&Aと比較した場合、社内承継の意義はなんだろうか。それは経営の継続性であり、社風や企業文化の維持であり、そこから生まれる他の役員や従業員から見た安心感だろう。また取引先にとっても、経営の継続性が確保されることは、やはり安心感につながる。ただしここには大前提がある。第一に後継者にこれ

までの経営方針等を継続する意思があること、第二にそれを可能にするだけの経営能力が十分にあること、である。前者についてはいうまでもなく、後者についてはこれがないと、いかに継続性があったとしても、関係者は逆に大いに不安になることだろう。オーナーが「彼、彼女なら」、という後継者候補が社内において、本人にもその意欲があれば、ひとつ目のハードルはクリアできる。

そして次のハードルは、後継者がオーナーから株式を買い取る資金を用意できるか、ということである。前述の「社内経営権移譲」ならば、この問題は生じない。親族外の後継者に株式を贈与する、というのはずいぶん気前のよい話に聞こえるかもしれない。他方、借入金がある場合には、後継経営者は債務保証も引き継いで返済義務を負っていくことが多く、事業環境や財務状態によっては、タダでもいらないという会社も少なくないだろうから、必ずしもそうとは言えない。いずれにしても、中小企業経営承継円滑化法<sup>3</sup>が平成27年に改正され、親族外の後継者に贈与した場合にも納税猶予ができるようになったのは、実際にそのようなケースが少なくなく、ニーズに対応したものと推察する。

贈与ではなく、極端に低い株価での譲渡という方法もある。数年前に筆者が関与した事例を紹介したい。ご自身も数十年前に創業者から社内承継で株式を譲り受けたY社長は、70歳を超えたので専務を後継社長に指名し、株式も彼に譲ろうと考えた。ここで、相続税評価による株価<sup>4</sup>は約10,600円、Y社長が保有する4割弱の株式価額は2億円強であった。後継者1名に贈与すると巨額の相続税が発生し、また譲渡するとしても買取資金の調達は困難である。そこで、従業員持株会を作り株式の約25%を配当還元価格(1,000円)で譲渡、同時に役員持株会を作り、残りを5人の役員に同じく配当還元価格で譲渡することにしたのである<sup>5</sup>。

会社をしっかりと引き継いでくれるのなら金銭には拘らない、という経営者は実際に存在するし、M&Aにおいても、譲渡価格より従業員の雇用が大事、という経営者は少なくない。とはいえ、Y社長のように、10,600円と

評価された株をその10分の1以下という廉価で役員や従業員に渡してしまうことをよしとする経営者は、やはりごく少数と考えるべきだろう。

一般的には、自身が築いてきた現状の方針を維持してもらうことを期待して、これまで一緒に苦勞してきた役員らに株を譲りたい、一方で、できることならこれまでの自分の功績に報い、また老後の資金としてもキャピタルゲインはしっかりいただきたい、というのが本音ではないか。両立できればベストだが、単純な方程式で考えると、社内の関係者への承継とキャピタルゲインは両立できない。Y社長にしても、会社への強い思いがある中で、後継者が2億円以上の資金を工面するのが非現実的だったので、やむを得ず選択したものと想像する。キャピタルゲインに重きを置けば、まずはM&Aを模索することになる。

これまでのところをまとめると、M&Aとの比較における社内承継のメリットは、社内関係者が引き継ぐことによる経営の継続性であり、そこから生じる社内外の関係者の安心感である。ふさわしい後継者がいるか、承継の意思があるか、という点が制約条件となるが、よく考えるとこれは相手こそ違えども、ある意味M&Aでも同じことである。やはり最大の課題は、後継者個人の株式取

得資金の調達であり、これは逆に言えば、オーナー側によるキャピタルゲイン放棄の決断、である。基本的に相手先が企業体となるM&Aとの比較においては、ここが社内承継の決定的な問題となる。そこで、それを解決する手法として、ようやく本題の、MBOの登場である。

### 3 | MBOの仕組みと成立の要件

#### (1) MBOの仕組み

MBOの仕組みを一言でいうと、「買手が調達した資金(自己資金)ではなく、対象会社のキャッシュフローで株式を取得する」ということである。これが最大の特徴であり、また最大のメリットでもある。図表4は、MBOの基本的な仕組みと手順を示している。なお、ここではMBOの仕組みを解説することを目的としているので、スキームの検討、価格交渉、資金調達交渉等のプロセスについては、割愛している。

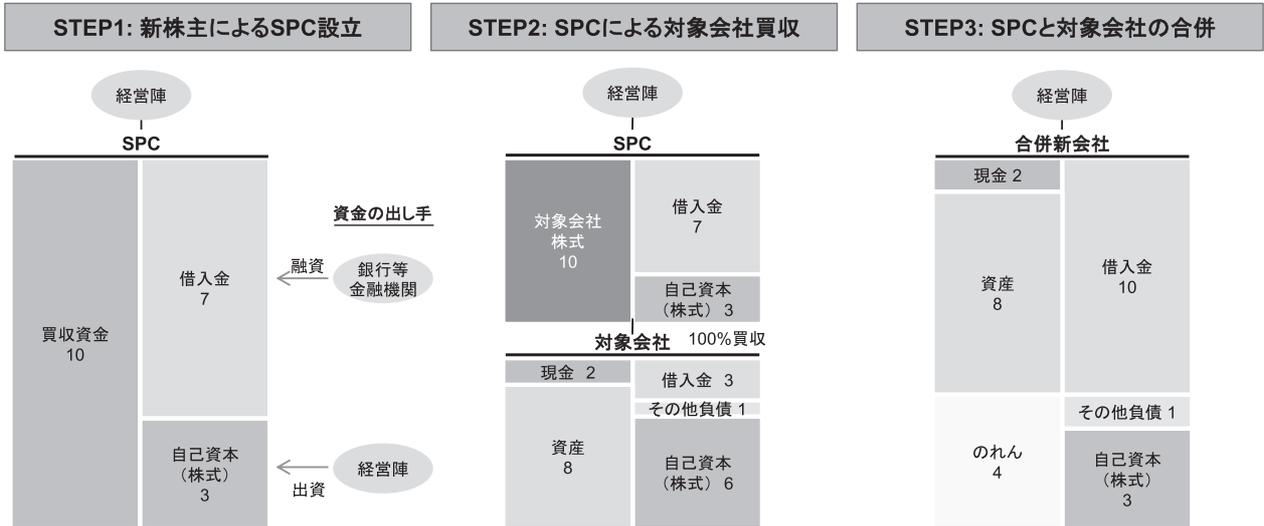
承継の対象会社とSPC (Special Purpose Company: 特別目的会社) を合併するところがポイントである。合併により、SPCの借入金の支払利息が対象会社の費用となり法人税負担を軽減できるうえ、SPCによる対象会社の株式取得価格が簿価純資産を上回る場合、つまりのれんがある場合には、そののれんを償却することにより、さ

図表4 MBOの基本的な仕組みと手順



出所：三菱UFJリサーチ & コンサルティング作成

図表5 MBOのB/S遷移イメージ図



注：SPCおよび合併新会社には、従業員（持株会）、ファンドが出資をするケースもある  
出所：三菱UFJリサーチ & コンサルティング作成

らに税負担を軽減できる。この点は少々イメージしにくいかもしれないので、具体的な数値を見ていただきたい。図表5では、対象会社の株価を仮に10億円として、3億円の自己資金でSPCを設立、残り7億円を銀行借入で調達している。これを対象会社と合併すると、借入金が大きく膨らんだ会社が誕生する。ただしこの借入金は対象会社のキャッシュフローを裏付けに調達したものであり、合併会社のキャッシュフローで返済し、年々借金は軽くなっていく。

このように、MBOは、少ない元手で大きな買い物ができる。これを金融の世界では、レバレッジ(梃子)を効かせる、という。このレバレッジは大きなメリットだが、逆に大きなリスクでもある。対象会社のキャッシュフローをあてにして株式を取得するという意味では、M&Aも同じである。ただ、M&Aは、万が一そのあてが外れた場合には買手がそれを補填するのに対して、MBOでは買手＝対象会社であるから、補填のしようがない。図表5のSTEP3の資産の多くを占める「のれん」は会計上の概念であり、実際に換金することはできない。保守的にのれんの価値を0と考えると、MBO直後の合併会社は、(あくまでもこの例においてはだが)債務超過状態ということになる。このように、MBOは、その特徴故に、必然的

にハイリスク・ハイリターンとなる手法である。そのためMBOでは、この資金を調達できるか、どう調達するか、が成功に向けた第一のポイントになる。

## (2) MBOにおける資金調達手法

MBOにおける資金調達は、「資本」と「負債」に大別される。資本は、基本的には買手(後継経営者)による自己資金である。とはいえ、後継経営者が個人で用意できる資金は、一般的には相当無理をしても数千万円が限度だろう。レバレッジがポイントと言っても、一定の安全性を考えると、資本はできれば3割以上、最低でも2割はほしい。となると、おおむね株価が5億円を超えてくると、後継者個人の資金力に依存した単純なMBOは非現実的ということになり、対象がかなり限定されてしまう。そこで後述するプライベート・エクイティ・ファンド(PEファンド)等、リスクマネーを供給する投資家が登場する。彼らは後継者と共同で、もしくは単独で株式取得資金、つまり最もリスクの高い、資本の部分に対する資金を提供する役割を担う。PEファンドについては、次節で詳しく述べることにしたい。

PEファンドが投資するスキームでは、彼らが筆頭株主となるため、後継者にとっては自分の会社になったとは言えない。そこで、代替手段として、役員数名が共同で出

資したり、従業員持株会を設立して一部株式を持株会に保有してもらったり、あるいは複数の取引先に一部株式を保有してもらおう等、スキームを工夫することによって、支配株主としての権利を確保しつつ、後継者個人で調達しなければならない金額を圧縮することもある。

また、中小企業投資育成株式会社等、経営権の取得を目的とせず、投資回収期限を設けない投資を行っている政府系機関に出資を仰ぐことも選択肢のひとつである。同社の担当者によれば、「東京・名古屋・大阪の投資育成会社3社の合計で年間130社程度の投資を実行しており、対象は資本金3億円以下の中堅・中小企業（業種制限・従業員基準なし）、議決権比率で50%超の所有はできない仕組みとなっているので安心して出資を受けられる。投資額に対し6～8%程度の配当を期待しているが、業績悪化等により一時的に配当ができない場合でも経営に干渉することはない。」、とのことであり、この配当負担をどう考えるかは意見の分かれるところだろうが、事業承継に悩むオーナー経営者に救いの手を差し伸べてくれる貴重な存在と言える。

資本の部に対応する一定の資金を確保できたならば、あとは残りの資金の調達となる。まず検討されるのは、金融界ではシニアローンと呼ばれる、銀行をはじめとする金融機関からの長期借入である。一般的には5年程度の返済期間で、通常の長期借入金より若干高い金利で調達する。シニアローンで資金が調達できればよいのだが、前述の通り、MBO資金の提供はリスクが高いため、自己資金が十分でなかったり、対象会社のキャッシュフローがやや不安定だったりすると、なかなか思うようには調達できない。

その場合は、メザニン・ファイナンスを活用することになる。メザニン (Mezzanine) とは中2階という意味であり、資本と通常の借入金の間のような性質をもつ。わが国ではメザニン・ファイナンスの提供者はあまり多くはないが、たとえば、独立系のMCo株式会社や、政府系の株式会社日本政策投資銀行等が挙げられる。具体的には、劣後ローンや優先株式等であり、単純に言ってし

まうと、これらは通常のローンよりも安定的な資金の提供を受けつつ、後継者が株主としての支配権を確保することが可能な手法である。ただし、メザニン・ファイナンスで貸手が要求する利回りは、通常8～10%超と、一般的なローンより高コストとなってしまう。そのため、メリットとデメリットを十分に検討しながら、資本としての、自己資金や従業員等から広く集める資金、そしてPEファンド等からの資金、他方、負債としてのシニアローン、双方の間としてのメザニン・ファイナンスの、最適な組み合わせを模索していく必要があるのである。また、会社分割等により不動産と事業を切り分けただうえで、事業部門のみを売却することで、MBOの対価自体の調整を検討すべきケースもあろう。このあたりは高度な知識が必要とされるところであり、資金提供者からの適切な助言はもちろん、当社のようなコンサルティング会社を活用する余地も大きいと考える。

### (3) PEファンドの役割とメリット

PEファンド (Private Equity Fund) とは、投資家等から集めた資金を、非上場株式に投資することによって収益を上げることを目的とする会社である。通常PEファンドの投資は、投資先の企業価値を向上させるハンズオンの支援<sup>6</sup>とセットでなされるものであり、MBOにおいては、経営者とPEファンドとが共同で投資先企業を運営し、その価値を高めていくために協力することを意味する。PEファンドの投資ポリシーは各社さまざまだが、原則過半数、できれば100%の株式取得を狙うファンドが多い。

仮に100%をPEファンドが取得するとすれば、後継者の立場はどうなるのか？これが事業会社であれば、雇われ経営者としての立場は将来もずっと変わらない。たとえば、親族に後継者のいないオーナーが株式を譲渡して引退した後、オーナーの右腕であった専務が買手企業から社長として経営を任される、といったケースである。事業会社は、その株式を保有し続けることを前提にM&Aを行うが、PEファンドはそうではない。彼らの株式取得目的は資金の運用であるから、投資した資金はほどなく

現金化する必要がある。その期間は一般的に5年程度、どんなに長くても10年が限度と言われており、それまでにExit、つまり投資回収のために株式を売却する必要がある。

その方法にはいくつかあるが、たとえば中堅・中小企業の事業承継支援に積極的な日本プライベートエクイティ株式会社では、後継者が希望し、またそれが財務的に可能であれば、後継者による再MBOを認めている。つまり、後継者の自己資金に自社株買い等を組み合わせて、PEファンドから株式を買い取ってオーナー経営者になることが可能なのである。同社の投資先B社では、事業承継型MBOで同社が取得した株式を、4年後に後継社長（実行前は専務）が買戻し、独立を果たしたが、このような例は決して珍しくないようだ。

PEファンドのExitの方法には、上場や、事業会社への売却、他のファンドへの売却等もあり、必ずしも後継者が望む方法とはならないリスクはもちろんある。ただし、一定以上の規模の会社がMBOをしようとするときには、資金調達の制約や、あるいは後継者のリスクヘッジを考慮すると、PEファンドの活用は検討から外せない有効な選択肢のひとつと言えるだろう。

PEファンドは事業を営んでいないので、シナジーは期待できない。にもかかわらず、一般的に20～30%程度の高い利回りを求めるのだから、彼らは事業承継に困っているオーナーから、株式を格安の価格で買い叩いて高値で転売することで利益を上げているのだろうか？

そのようなファンドが世の中に存在しないとは言えないし、大きなシナジーが期待できる事業会社に比べると、プレミアムを付けにくいということもあるだろう。だが、前述の通り、「借入金の活用によりレバレッジを効かせることで、少ない自己資金で買収できる」のは、後継者個人であっても、PEファンドであっても同じであり、まさにここが金融手法としてのMBOの妙味なのである。とはいえ、まずは借入金を着実に返済しないとイケないし、また近い将来のExitが前提であるため、投資先企業の収益力を高め、キャッシュフローを安定化させることが必

須である。

したがって、それら目的の実現のため、実際にPEファンドは、必要な人材の派遣、PDCA管理、営業サポート等、さまざまな経営支援を行ってくれる存在でもあるのだ。各社それぞれ独自のノウハウや情報網を持っているので、会社の理念や担当者との相性に加え、各社の特徴や強みも十分把握したうえで手を組む先を決めるべきである<sup>7</sup>。

また、後継者不在の場合に、PEファンドに株式を譲渡し、彼らに後継経営者を送り込んでもらう、というケースもある。PEファンドは自らのコネクションや、提携する人材紹介会社の登録者から、対象事業にふさわしい人物を見つけ出し、就任を打診する。相手が事業会社ではなくPEファンドという違いだけで、これはまさにM&Aそのものである。一般的には、まずはシナジーが見込める事業会社と優先的に話を進めるべきだろうが、同業他社には売却したくない等、現経営者の側で通常のM&Aを回避したい特別な理由がある場合には、このような方法もありえるだろう。

投資ファンドというと、一昔前に一世を風靡した村上ファンドであるとか、あるいは敵対的買収を仕掛けてくる狼藉者であるとか、あまりよいイメージを持たない経営者も散見され、仕事柄ファンド担当者や接点を持つ機会の多い筆者としては残念に思う。年20～30%もの利回りを上げようと思ったら、相当シビアに投資先企業に接せざるをえない面も当然出てくるとは思うが、投資先の企業価値を高めようと奔走しているファンドの担当者の姿は、よく言われる“ハゲタカ”のイメージとは程遠い。

このようなマイナスイメージを払拭することが、MBOに取り組む企業を増やす鍵になるかもしれない。また、筆者の個人的な思いとしては、キャッシュフローの安定性や経営の属人性の問題等、難しい面も多々あるとは思いますが、事業承継の円滑化のためにも、より小規模な企業を対象にするPEファンドが増えてくれることを期待している。

#### (4) 事業計画の重要性

資金調達手法と、その一翼を担うPEファンドについて述べてきたが、資金調達の前提となるのが、事業計画である。非上場の中堅・中小企業であれば、事業計画を作成していない、あるいは数値目標と主な施策をまとめたものに留めている企業の方が圧倒的な多数派だろう。MBOの実行に際しては、事業計画の策定は不可欠となる。なぜならば、MBOにおいては、株式取得資金の裏付けとなるのは対象会社のキャッシュフローであり、PEファンドからの資本であれ、金融機関からの借入金であれ、事業計画がなくては、資金の出し手がその回収可能性の判断がまったくできないからである。

MBOにおいては、収益性が高いかどうかよりも、キャッシュフローの安定性が強く求められることになる。具体的には、市場や技術の変化が激しかったり、特定の大口顧客に収益の大半を依存していたり、といった事業特性がある企業は、MBOの対象となるには相当に高いハードルがある。

キャッシュフローの安定性という前提を満たしつつ、第三者から見て分かりやすく、実現の蓋然性が高いと思わせる事業計画を策定することができれば、MBOの最大のポイントである資金調達は大きく前進する。では、実現の蓋然性の高い事業計画とはどのようなものだろうか？これはMBOに限らず、一般的な中期計画に共通するが、第一に正確な現状分析に基づく計画であること。市場・顧客や競合について正確な情報収集や見通し、自社については強みと弱み、収益構造等の財務面の分析も重要である。次にそれをふまえた明確な事業戦略があり、それを実現するための具体的な施策が盛り込まれ、さらに進捗管理の方法や計画の進捗度合いを評価するためのKPI(業績評価指標)が明確になっている計画であること。そしてそれらの結果として、長期にわたる計数が組み立てられている計画、と言えるだろう。

ここで、一般的な中期経営計画とMBOにおける事業計画との違いと共通要素について整理しておきたい。図表6の通り、両者の間には、共通項もあれば若干異なる

点もある。本質的な違いはその目的であり、前者はビジョンの実現のために中期的な視点で経営基盤や企業体質の強化を図るためのものである。一方で、後者は当然そのような要素を包含しつつも、繰り返しになるが、安定的にキャッシュフローを創出していくためのものであり、また当然ながら、それを拡大・成長させていくことができればさらによい。

このような点をふまえ、一般的な中計の期間がおおむね3年程度が多いのに対し、MBOでは最低5年は必要となる。また後者では、数値計画についてもより詳細なものが求められることになるが、計画が長期間になればなるほど、計画と実績の乖離も生じやすい。そこで、外部環境の変化等を考慮しつつ、ノーマル、アップサイド、ダウンサイド等いくつかのシナリオ別の数値計画を作り、特にダウンサイドに振れた場合の対応策等を検討しておくことも必要になる。

このような事業計画の策定には、一定の経験やノウハウが不可欠である。過去に本格的な事業計画を策定したことがない企業であれば、コンサルティング会社を活用することが必要になるかもしれない。あるいは、PEファンドの出資を仰ぐ決意を固めているのであれば、計画の策定からPEファンドに協力してもらうということも可

図表6 一般的な中期経営計画とMBOにおける事業計画との違いと共通要素

項目	一般的な中期計画	MBOの事業計画
最大の目的	経営基盤の強化 企業体質の改善	キャッシュフローの 安定的な獲得
重視される指標	売上、利益	キャッシュフロー
期間	3年程度	5年以上
共通要素	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 現状分析（市場・顧客、競合、自社）</li> <li>● 基本戦略</li> <li>● 数値目標と計数計画</li> <li>● 具体的な施策、アクションプラン</li> <li>● PDCA管理のあり方、KPI</li> </ul>	

出所：三菱UFJリサーチ & コンサルティング作成

能だろう。彼らが事業内容を精査して、企業価値の向上余地が小さいと判断されれば、当然そこから先へは進めないが、余地が大きいと判断されれば、計画の作成からその推進までを一緒に進めていくこともできる。これも繰り返しになるが、PEファンドは将来のExit（資金回収）が前提であり、その時点までに投資先企業の価値を向上させることに強いインセンティブが働くため、彼らのノウハウや経営支援を受けることにより、その実現を加速するのである。

なお、企業価値の向上というと、売上・利益を最大化することに目が行きがちになる。それも一面においては正しいが、業績の予測可能性を高め、その振れ幅を低くすることも、価値向上に大きく寄与するということを付言しておきたい。

#### (5) MBOの大前提となる後継者の決意

これまでの結論は、MBOの成否のカギは、後継経営者による資金調達ができるかどうかであり、そのためにはしっかりとした事業計画を策定すること、そして前提としては、安定的なキャッシュフローを期待しうる事業構造を有することである。しかしもうひとつ、重要な要素、というより、キャッシュフローの安定性以上に大前提となる必須の要素がある。それは、MBOを実行に移す経営者の決意や覚悟に他ならない。

後継者候補となっている社内関係者は、相応のポジションで経営の一角を担ってきた人材がほとんどであろう。ただ、オーナー経営者の下で経営に携わるのと、自らがオーナーとなってさまざまなリスクを一手に引き受けて経営するのはまったく次元が異なる。単にオーナーから経営を移譲されるだけでも相当なプレッシャーがかかるわけだが、それだけでなく、多額の資金を調達して株式を取得するとすれば、そのリスクも大きくのしかかる。

万が一なんらかの理由で業績が大幅に悪化したりすれば、自分だけでなく、従業員らが路頭に迷うことにもなりかねない。くどくなつて恐縮だが、キャッシュフローの安定性は、資金の出し手のみから見た話ではもちろんなく、それを返済する責任を負う後継経営者本人にとつ

ては、さらに重要だと言える。言うまでもなく、首尾よく資金が調達できればそれでOK、といった類のものではない。

また、実現の蓋然性の高い事業計画の策定や、金融機関等からの資金調達の成功は、実行の条件が整ったにすぎない、という見方もできる。事業承継型MBOでは、オーナー経営者によるカリスマ型経営からの脱皮が求められるケースが多いが、このようなケースでは、新経営陣の理念やビジョンの浸透、参画型のマネジメント体制作り、人事評価や人材登用の透明性の確保といった取り組みの準備も鋭意進めていかなければならない。これらを通常の業務と並行して進めていくのは並大抵のことではなく、後継経営者の決意、覚悟、情熱がなければ、途中でくじけてしまうことだろう。そのような決意や情熱のほどは、資金の出し手にも間違いなく伝わるため、MBOの実現を強く後押しするだろうし、また逆にそれが乏しければ、実現の足を引っ張ることにもなるだろう。

MBOを検討する後継経営者は、ご自身にこのような決意、覚悟、情熱があるか、自問されるべきではないだろうか。そして本人のみならず、後継指名をする現オーナーも、後継者にそれらが備わっているか、あるいはこれから備わるものか、冷静に見極めをしていただく必要があるだろう。

## 4 | 役員持株会、従業員持株会の活用

事業承継型MBOでは、役員持株会や従業員持株会を設立することが少なくない。これは、後継経営者が買い取る株式数を減らし、資金負担を軽減することにつながるのだが、目的はそれだけではない。特に企業規模が中堅以上になると、ひとりの後継経営者が全責任を負うよりも、複数の役員が株主として経営に関与する方が、経営の安定性を高めることができる。

ではここで、役員個人が直接株式を保有するのではなく、持株会を設ける意義は何か？たとえば、後継経営者が60%、他の役員4名がそれぞれ10%を出資、といったケースを考える。後継経営者は対象会社の新しいオー

ナーになるのだから、この株式は将来において後継経営者が退任する時、息子や娘等の親族に承継することになんら問題はない。もちろん条件さえ整えば、その時点で自分の時と同様に親族外の後継者を指名して、再度MBOを行うことも可能である。

問題は他の4名の役員の保有株式であり、将来においてこの方々の株式が代々相続されていくことにより、会社関係者でない株主ができたり、株主が分散したりしていくことになってしまう。そこで、役員持株会を設立し、その規約に「役員退任時には株式を後任の役員に一定の価格で譲渡する」こと等を定めておくのである。ただし、先に2.(4)で紹介した事例のように、前オーナーから低価格で株式を譲り受けることができる、あるいは株価が高くても取得株数がごく一部であればよいが、金額が大きくなれば必ずしも後任の役員が買い取ることができるとも限らないので、仕組み作りの際には慎重な検討が必要である。

ちなみに、持株会組織を経ずに役員が直接株式を保有しているケースで、「私が退任するときには、一株●円で会社が指定する者に譲渡します」といった念書を取得している企業が散見されるが、退任時に時価による買取りを要求されるなどして、会社と退任役員の間で係争になることがある。会社は当然念書を盾に履行を迫るわけだが、裁判で争った場合、財産権の侵害として念書自体が無効と判断されるリスクがあるので注意すべきである。

従業員持株会は、役員持株会よりもシンプルである。もちろん技術的には可能なのだが従業員が時価で株式を取得することはまれで、持株会の加入を前提に旧出資額面<sup>8</sup>や配当還元価格で株式を取得する。MBOに限ったことではないが、従業員は株主となることにより、経営参画意識が向上し、モチベーションアップが期待できる。後継経営者が新経営体制を作り上げるにあたり、従業員の協力や意識の向上はぜひ期待したいところだろう。また業績が向上すれば、配当による金銭的なメリットもある<sup>9</sup>（半面、経営状況次第では、紙切れになってしまうリスクもある）。個人が直接保有するのではなく持株会を通

じての保有とする理由は、将来の株式の分散を防ぐためであり、役員持株会と同様である。また従業員株主が多数の場合は、株式事務の簡素化といった副次的なメリットもある。

## 5 | 親族内承継におけるMBO手法の活用 (株式集約等)

ここまで、「事業承継」というキーワードから想定される、オーナー経営者が保有する株式を親族外の後継経営者に譲り渡すための手法のひとつとして、MBOを説明してきた。イメージとしては、オーナーおよびその親族が100%、もしくはごく一部の少数株主を除いて大半を保有している状態から、オーナーが後継経営者を指名し、時価であれ配当還元価格であれ株式を譲渡することにより、事業承継型MBOもしくは社内経営権移譲が完了する。

しかし実際には、少数株主が多数存在する非公開のオーナー企業は少なくない。また経営者一族で保有する株式が過半数に満たないという企業もあるだろう。オーナーがモチベーションアップ等を狙って持株会によらず役員や従業員に株を持たせて退職後もそのままのケースや、数人の仲間による共同出資で設立された、あるいは多数の同業他社や取引先から少額の出資を募って設立されたケース等が典型例だが、オーナーシップの下で明確な意識をもって後継者に引き継ごうとされなければ、前節で述べたように、株式は年月を経て相続が繰り返されることで分散してしまうのである。このようなケースで、株式が多数の株主に分散保有されていることにより、非上場ではありながら公開会社に近いガバナンスが利いている中堅企業もあるにはある。しかしその数はごくわずかであり、それ以外の多くの企業は不安定な株主構成の下での運営を余儀なくされているのが実態である。

このような企業は、創業メンバーや彼らから地位を引き継いだ実力経営者が切り回していることが多く、彼らが後継者を指名する時には、後継者の経営権が盤石でないことが不安材料となる。これは後継者が親族外であるかどうかに関わらず付きまとう問題ではあるが、かわい

図表7 事業承継型MBO成立の要件

- |   |  |
|---|--|
| ① | オーナーが事業を承継させたいと思う後継者の存在  |
| ② | 後継者の決議、覚悟、情熱、加えて経営手腕   |
| ③ | 買収資金の調達 <ul style="list-style-type: none"> <li>－ 安定的なキャッシュフローが見込める事業構造</li> <li>－ 実現の蓋然性の高い事業計画</li> </ul> |
| ④ | 外部専門家の適切な活用  |

出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

い息子や娘を後継指名した場合の方が、問題ははるかに深刻である。

実はこのようなケースでは、MBOスキームの応用編で問題を解決することができる。後継者がSPCを設立し、そこが株式取得資金を調達して、少数株主らを含む対象会社の株主から株式を買い取り、そのうえで対象会社とSPCを合併して、そのキャッシュフローで借入金を返済していくという、MBOの基本的なスキームは不変である。ただしそこに、分散した株式を集約して後継者を中心に承継させる工夫を盛り込んでいくのだが、これは言うなれば「株式集約型MBO」である。

通常の事業承継型とは異なり、当然ながら、株主が揃って株式の譲渡を承諾してくれなければ株式集約型MBOは成立しない。多数の株主と同時並行で交渉する場合、諸条件を個別交渉で決めるのは容易ではないので、大多数の株主が賛同してくれるような価格、あるいはそれ以外のメリットを提供する工夫が必要になる。

また、条件に関わらずどうしても売りたくないという株主がいる場合には、いわゆるスクィーズ・アウト<sup>10</sup>を行って、株式を強制的に取得することも検討すべきかもしれない。他方、次の代への事業承継までを見据えると、相続税の負担を軽減するため、むしろ新オーナー家ですべての株式を保有すべきではないのかもしれない。ならば少数株主にも株主のままでいてもらいつつ、種類株式を活用して議決権を制限するという方策も検討に値するだ

ろう。

このように、株式集約型MBOでは、論点が多岐にわたり、またステイクホルダーが増えるために、検討にも手間と時間がかかるが、成功すれば現経営者、後継者、株主のすべてにとって、非常にメリットが大きい手法と言える。この検討や推進にあたっては、組織再編や税務に精通した外部専門家の力を借りることが不可欠だろう。

## 6 | まとめ

これまでの考察を整理すると、事業承継型MBOが成立する要件は、第一に後継者の存在であり、第二にその意欲や力量、第三に資金調達力である。これら三要件がすべて満たされることが必要であり、ひとつでも欠けてしまうとMBOは成就しがたい。しかし、第一と第二の要件は（少なくとも短期的には）如何ともしがたいが、第三の要件は、工夫次第で乗り越えられる可能性がある。レバレッジを効かせたMBOのスキームや、PEファンドの活用等は、その有効な打ち手のひとつである。ただしその前提として、安定的なキャッシュフローが期待できる事業構造でなければならないし、それを資金の出し手に説明するための実現の蓋然性の高い事業計画も求められる。また、決め手には欠けるが、実際に多く用いられているという意味では、役員持株会や従業員持株会も、打ち手のひとつに数えてよいだろう。さらに、これは必須の要件とまでは言えないが、コンサルティング会社等の外部専門家の支援があればベターである。

MBOは、ハイリスク・ハイリターン**の**事業承継手法と言える。目一杯の自己資金をかき集めて株式を買い取る後継者、実態として自己資本が薄い状態の企業への融資を行う金融機関、シナジーがない中で企業価値向上を狙って投資をするPEファンド。しかし成功すれば、後継者は自己資金を大きく上回る価値の企業を手に入れることができ、金融機関は通常の融資よりも高い利率で貸出しができ、PEファンドは極めて高い利回りを得るのである。もちろんM&Aもハイリスク・ハイリターンの手法だが、MBOのリスク度合いはその比ではないだ

ろう。

これまでの考察をまとめると、①MBOには、現経営方針等の維持・継続というメリットがあり、優秀な社内後継者が存在する場合には、M&Aと並び事業承継の選択肢となりうる、②ただし、外部第三者へのM&Aよりハードルは高く、さまざまな条件が満たされる必要がある。具体的には、後継経営者の決意・覚悟と資金の捻出、安定したキャッシュフローに裏付けられた買収資金の外部調達、がともに不可欠となる、③これらの条件を満たす企業は、M&AかMBOの2つから、オーナー、自社、そして後継者にとってベターな方法を選択できる。

企業社会の活性化には多様性が不可欠であり、事業承継という企業経営の一大転換期にあたって、企業またはオーナーそれぞれの事情や思いをふまえて、幅広い選択の余地があることは社会的に見て意義深いことである。その観点で感じるのは、やはりMBOという手法が事業承継に活用できるということが、ほとんど知られていないと思われることだ。MBO＝上場会社の非上場化、とい

う印象が強いのかもかもしれないし、あるいはMBOというあまり聞き慣れないアルファベットの略称が、いかにも別世界のこのような雰囲気醸し出しているのかもかもしれない。

事業承継型MBOをできるだけ正確に日本語にすると(既述のように例外もあるものの)、「外部資金活用型の親族外の社内関係者への事業承継手法」ということになるのか。その意義、前提条件や成功のポイント、加えてそれが内包するリスク等について、コンサルティング会社や金融機関、またPEファンドや政府系機関等が、積極的に情報提供や啓蒙活動が続けていくことが望まれる。

果敢にリスクを取って自らの城を築こうとする経営者は、企業を大きく強く発展させる可能性に満ちている。事業承継型MBO(あるいは「外部資金活用型の親族外の社内関係者への事業承継手法」)の認知度が向上するとともに、そのメリットが広く理解され、筆者らが事業承継型MBOに挑戦する経営者のよきアドバイザーとなる機会が、今後少しでも増えていくことを期待したい。

#### 【注】

- <sup>1</sup> キーシステム等の自動車電装部品を手掛ける株式会社ユーシンは、2010年と2014年の2度に渡り、上場企業では異例となる社外からの社長公募を実施した。1度目の公募では、1,700名以上の応募があり、その中から元財務官僚のY氏が採用され取締役社長代行に就任するも、そのまま社長に就任することなく退社。2度目の公募では、最低保証年収を引き上げ、再度募集をするも、採用者がいないまま公募は打ち切りとなり、今後は役員3名による集団指導体制に移行する予定。
- <sup>2</sup> ここでいう企業の価値とは、絶対的なものではなく、売手や買手がおおむねこの程度ではないかと考えている企業の値打ち。厳密には、企業全体の価値と株主にとっての価値は異なるが、この文脈の中では、10億円はこの会社の株主価値(株価×発行済株式数)と考えていただきたい。
- <sup>3</sup> 中小企業経営承継円滑化法(中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律)とは中小企業の円滑な事業承継を目的に平成20年に制定されたものであり、①遺留分に関する民法上の特例、②事業承継時の金融支援措置、③事業承継税制の3つの柱から構成されている。事業承継税制に関しては、贈与税の納税猶予制度だけでなく、非上場株式等に係る相続税の軽減措置が80%減額に拡充され、後継者の株式承継にともなう税負担の軽減につながっている。
- <sup>4</sup> 相続税評価を行う場合、国税庁が定めた財産評価基本通達に従い計算される。評価方法は、原則的評価方式と特例的評価方式の2つがあり、前者は大きく分けて、類似業種比準方式(類似業種の株価をもととして、評価会社と類似業種の1株あたりの配当金額、年利益金額および純資産価格を比較して求めた比準割合を乗じ、斟酌率を勘案して算出する方法)、純資産価格方式(課税時期において評価会社が有する各資産の相続税評価額で評価した価格の合計額から、課税時期における各負債の合計額および評価差額に対して法人税等相当額を控除した金額を、課税時期における発行済株式数で除して求めて算出する方法)とそれらの併用方式の3つがある。一方、後者は、配当還元方式(直近2年間の1株あたりの配当金額(資本金等の額を50円とした場合の発行済株式数で除して算出。年配当金額が2円50銭を下回る場合は、2円50銭を採用)の平均金額を10%の還元率で割り引いたものに、50円額面に換算した場合の資本金等の額を乗じて算出する方法)がある。なお、これはあくまでも相続税評価における方法であり、実際のM&Aで一般的に用いられている評価方法とは異なる。
- <sup>5</sup> 時価を著しく下回る価格で譲渡を受けた場合、譲り受けた個人には受贈益が発生する。株式の評価方法は注4の通りであり、オーナーが後継者に株式を譲渡する場合には、原則的評価方法による株価が適用されるが、少数株主には特例的評価方法、すなわち配当還元価格が適用される。必ずそうなるとは言いきれないものの、通常は特例的評価方法では原則的評価方法よりも、価格が大幅に低く計算される。この事例では、各役員が議決権の15%未満の株式しか保有しないことにより、少数株主として特例的評価方法による株価での譲渡を行っている。そのうえで、後継経営者には役員選任権を有する種類株式を保有させることにより、経営権の強化を図った。
- <sup>6</sup> 投資ファンド等が企業買収や投資を行う際、取締役等を派遣し、実際の経営や業務執行に深く関与すること。資金調達部分のみならず、戦

略立案から実行支援まで幅広い役割を担う。

- <sup>7</sup> PEファンドによっては、事業承継型MBOや事業承継に関わる投資を行わない会社もある。また、案件の内容にもよるだろうが、投資の下限を設けている会社が多いので、会社規模によっては投資対象にならないことがある。
- <sup>8</sup> 2001年10月の商法改正で廃止されるまで、株式の額面金額は、20円、50円、500円、50,000円の4種類が存在した。商法改正以前に設立された会社は、以前の額面のままさまざまな額面金額が混在しているため、日経平均株価を算出する際、旧額面の50円に換算して計算する等、一部では額面金額の名残がある。
- <sup>9</sup> 金融機関やPEファンド等からMBO資金を調達する場合、ファイナンスの条件として、配当等の利益処分には制限がかけられることが多いので注意したい。
- <sup>10</sup> 直訳すると「絞出す」こと。対象会社の株式の大多数を握っている大株主が、少数株主を排除するための手法。大株主もしくは対象会社が、対価となる現金を交付して、少数株主から強制的に株式を取得する。