

## 地域企業の事業承継を円滑化する新たな方策の考察

吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

1. わが国の課題として人口減少、少子高齢化が指摘されて久しいが、地域に根差した中堅・中小企業の経営者（オーナー）の高齢化と円滑な事業承継も問題になっている。経営承継円滑化法の施行や事業承継支援ファンドの組成など官民で取り組まれているが、特に親族外への承継において承継株式や事業用資産の取得資金の確保が引き続き課題となっている。
2. グリーンシート銘柄制度に代わる「新たな非上場株式の取引制度」の整備や、日本版 ESOP（従業員持株インセンティブ・プラン）の導入は、いずれも親族外の後継者への（承継）株式の移転、後継者以外の関係者による株式の一部保有を円滑化する可能性がある。地域企業が、事業継続を望む従業員、取引先、消費者、地域住民など各ステークホルダーによって株式を保有される形態は、地域に根差す非上場企業の事業承継の一つのあり方として検討されるべきであろう。
3. 地域企業の円滑な事業承継は、地域の経済と雇用を守ることにつながる。非上場株式の取引制度、日本版 ESOP のいずれも実現に向けて解決すべき課題は多いが、事業承継の促進、経済の持続的成長に資する制度として整備されることが期待される。

### I はじめに

わが国が持続的経済成長を実現するにあたり、人口減少、少子高齢化が課題として指摘されて久しい。2008 年以降、総人口は減少局面に入り、少子高齢化の進行は止まらない。日本創成会議の提言「ストップ少子化・地方元気戦略」では、2040 年までに若年女性（20～39 歳）の人数が 50%以上減少する市町村が 896（全体の 49.8%）に上り、存続が難しくなる可能性がある<sup>1</sup>と指摘している<sup>1</sup>。

若年層の人口の維持・拡大とともに、地域に根差した優良企業の存続も地域の経済・雇用、そしてわが国経済の将来に必要である。本稿では、わが国で進む高齢化が地域経済を支える中小企業の経営層にもみられ、事業承継が円滑に進んでいるとはいえない現状に着

<sup>1</sup> 日本創成会議提言資料（<http://www.policycouncil.jp/>）。

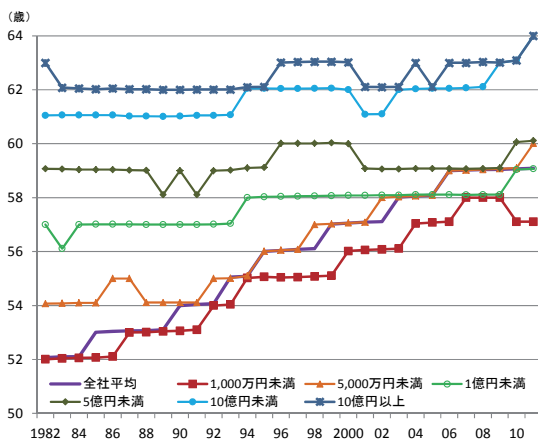
目し、承継を促すための新たな方策について課題と可能性を考察している。成長戦略として、ベンチャー企業の支援・育成策が盛んに議論されてきたが、経済に付加価値と雇用をもたらす歴史ある企業の円滑な事業承継を実現し、廃業を防ぐことも同様に意義があるものといえよう。

## Ⅱ 中小企業の経営者の高齢化

わが国経済の構造を企業規模の面からみると、中小企業は企業数ベースで全体の 99.7% (385 万社)、常用雇用者・従業者数ベースで同 66.0% (3,216 万人) を占める<sup>2</sup>。また、付加価値ベースでは、製造業全体に占める中小企業のシェアが 50.5% に上り、経済におけるプレゼンスの大きさがうかがえる<sup>3</sup>。さらに、2011 年の東日本大震災発生後の、被災地及び被災地以外における企業の生産活動を規模別にみると、中小規模の製造業では被災地のみで生産が大きく落ち込んだが、大規模製造業ではサプライチェーンの寸断により被災地以外の生産も大きく低下したことが指摘されている<sup>4</sup>。大企業の生産活動が、それを支える中小企業に大きく影響を受けることを示している。

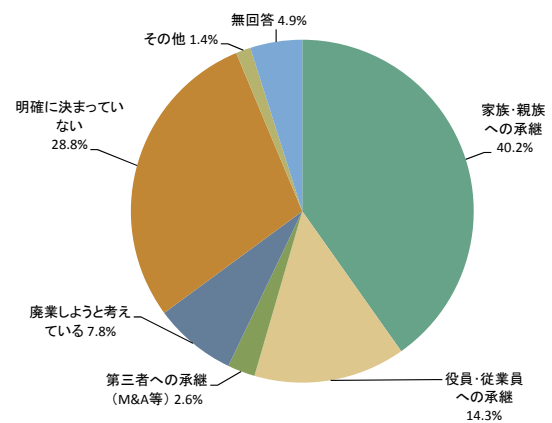
その中小企業において近年、経営者の高齢化とそれに伴う事業承継が大きな問題となっている。大企業の多くでは会社代表者が高齢化すると後任者に職務が委譲されることが多いため、例えば資本金規模が 5 億円以上の企業では会社代表者の平均年齢は 60 歳代前半で推移しており、ほぼ横ばいである (図表 1)。他方、資本金規模 1,000 万円未満では、

図表 1 資本金規模別の会社代表者平均年齢の推移



(出所) 中小企業白書 (2012 年版) より野村資本市場研究所作成 (原典: 帝国データバンク「社長交代率調査」)

図表 2 事業承継先についての考え



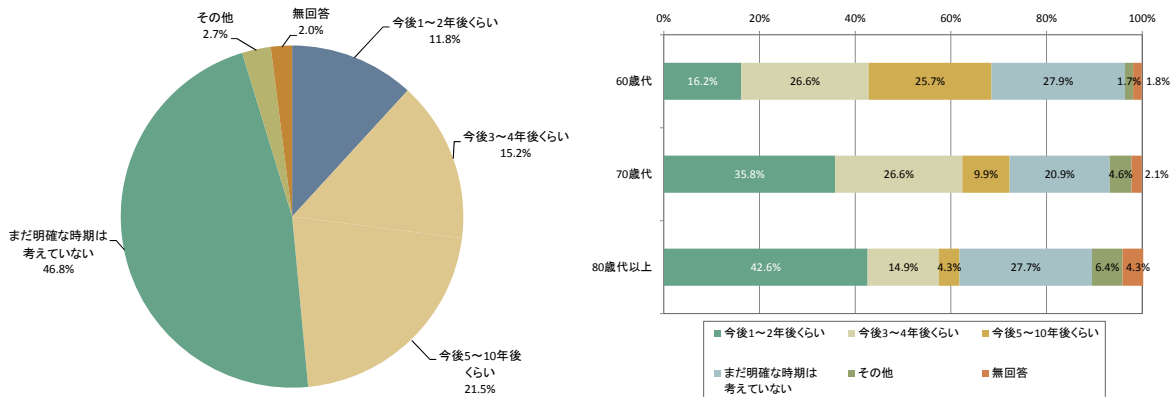
(出所) 中小企業基盤整備機構「事業承継実態調査報告書」 (2011 年 3 月)

<sup>2</sup> 中小企業白書 (2014 年版) を参照。データは、2012 年時点の民営、非一次産業における集計値。中小企業の定義は、総務省「経済センサス基礎調査」に準ずる。

<sup>3</sup> 中小企業白書 (2012 年版) を参照。データは、従業者 4 人以上の事業所の付加価値額を集計。

<sup>4</sup> 中小企業白書 (2012 年版) 第 1 部第 2 節。

図表3 想定している事業承継の時期



(出所) 中小企業基盤整備機構「事業承継実態調査 報告書」(2011年3月)

1982年の52歳から2011年には57歳へと5歳上昇している。資本金規模の小さい企業の中には創業から日が浅く、若い経営者に率いられるケースがある一方、経営者の高齢化が進み、事業承継が喫緊の課題となっているケースもあると思われる。

しかし、中小企業における事業承継の準備状況は、全体的に進んでいるとは言い難い状況にある。「事業承継実態調査 報告書」によると<sup>5</sup>、中小企業において「家族・親族への承継」が40%と最も多いが、「明確に決まっていない」との回答も29%と多い(図表2)。また、承継時期については47%が「まだ明確な時期は考えていない」と回答しており、会社代表者を60歳代以上に絞っても20%以上が未決定と回答している(図表3)。

しかし、一方で(資産が負債を上回る)資産超過の状態、休業・解散となった企業が2013年だけで約3万社に上り、しかも社長の年齢が70歳代以上のケースが全体の44%を占めており<sup>6</sup>、事業承継が困難であったケースも少なくないと考えられる。普段あまり意識することがないとはいえ、事業継続のための円滑な承継について検討し、準備を進めるべき時期に差しかかりつつあるといえるのではないだろうか。

### III 進まない事業承継と指摘されている課題

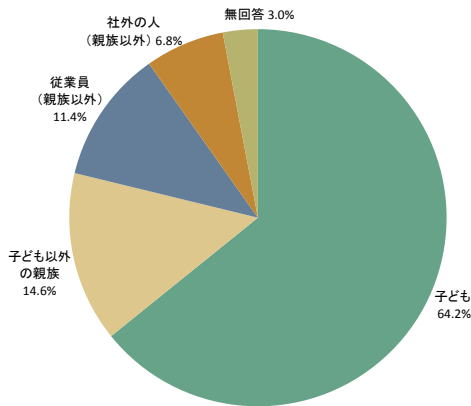
#### 1. 事業承継の方法と課題

中小企業の事業承継先としては、親族が典型的である。先述の調査報告書によると、現経営者が先代経営者の親族であるケース(子供を含む)が79%に上り、また後継(予定)者も親族のケース(同)が82%を占めている(図表4、5)。親族による承継は、経営者と従業員あるいは取引先との関係構築や親和性という観点から望ましいと考えられるが、少子高齢化の進む現代において該当者がいないケースや、経営能力や意欲の点から必ずし

<sup>5</sup> 中小企業基盤整備機構「事業承継実態調査 報告書」(2011年3月)を参照。

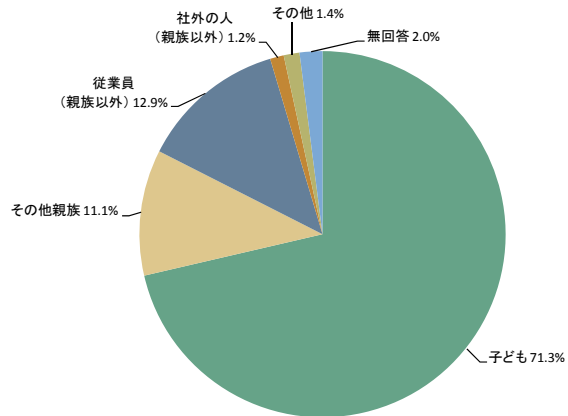
<sup>6</sup> 東京商工リサーチ資料。

図表 4 先代経営者との関係



(出所) 中小企業基盤整備機構「事業承継実態調査 報告書」(2011年3月)

図表 5 後継者(予定を含む)との関係



(出所) 中小企業基盤整備機構「事業承継実態調査報告書」(2011年3月)

も親族に承継することが適切であるといえないケースもあろう。

親族に承継しない場合は、同業他社等への売却(M&A)や外部からの経営者の招聘が一つの選択肢となる。対象となる中小企業の事業や保有技術等が魅力的である場合、事業売却先や新経営者を見つけられれば事業継続が可能となるが、新経営者が既存の企業文化等を尊重し、従業員や取引先と親和性があるとは限らない点に注意が必要である。また、現在の中小企業経営者の間では事業売却への抵抗が大きく、事業の承継先として「第三者への承継」を挙げる割合が2.6%と極めて少ないことから、このパターンがすぐに普及・一般化するとは言い難い(図表2)。

そこでもう一つの選択肢として、現経営者の下で事業に携わってきた従業員が挙げられる。経営能力、意欲、企業文化の維持、親和性の観点から事業の承継先として望ましい人材を選び出せることが利点である。従業員の中から新経営陣を選出することで求心力も保ちやすいと思われる。ただし、従業員(の代表)への事業承継における最大の問題は、現経営者(オーナー)の保有する出資持分(株式等)や事業用資産の取得である。そこで、すべてを承継者が取得するのではなく、株式の一部を従業員、取引先等に取得してもらい、承継に必要な資金を軽減したり、従業員の大半による自社株保有という形での事業承継を容易に行うことができれば、より円滑に承継されやすくなるのではないだろうか<sup>7</sup>。

## 2. 少しずつ進む事業承継の円滑化への取り組み

事業承継の円滑化への取り組みとしては、2008年に経営承継円滑化法が成立・施行さ

<sup>7</sup> 債務に現経営者の個人保証が付されている場合に、その引き継ぎ先も問題とされるが、「経営者保証」を外すことができる目安が示された「経営者保証に関するガイドライン」が2014年2月から適用され、解除が徐々に進んでいる(2014年8月18日付日本経済新聞朝刊13頁)。

れた（2013年4月に改訂）。同法には、①遺留分に関する特例、②承継時の金融支援措置、③相続税の軽減措置、が盛り込まれている。特に、②の金融支援措置は、株式取得資金や運転資金の調達を支援するものである。また、2009年度税制改正では事業承継税制が創設された。しかし、同税制は当初、親族間での承継など要件が厳格なため、親族外承継は支援されなかった（2013年度税制改正により2015年から親族外承継にも適用される）。2014年版中小企業白書でも、親族以外への事業承継時の課題として、後継者による自社株式・事業用資産の買取が困難と指摘され、引き続き資力が課題となっていることがうかがえる。

そうした中、民間でも、銀行や商社が事業承継を支援するファンドを組成し、例えばオーナーから取得した株式を（時間をかけて）後継者に買い戻してもらう（一時的に受け皿となる）取り組みが複数みられる<sup>8</sup>。このように事業承継を支援する取り組みが官民で進みつつあるが、親族以外への承継時の取得資金の確保について、銀行やファンドといった大口の資金提供者が存在しない場合でも、市場に近いメカニズムを構築し、それを活用して関係者への承継（株式の移転）を実現するスキームへのニーズも高まると思われる。

## IV 円滑な事業承継に向けた新たな方策に関する考察

### 1. 新たな非上場株式の取引制度を活用した事業承継の可能性

#### 1) 制度改正の背景と経緯

グリーンシート銘柄制度とは、非上場企業による円滑な資金調達、投資家による非上場株式の換金と公平・円滑な売買の実現を目的に、日本証券業協会が1997年に創設した制度である<sup>9</sup>。しかし、銘柄数は2004年の96銘柄から2014年3月末には37銘柄まで減少し、2013年の年間売買代金も1億円と、近年は活発に利用されているとは言い難い状況にある。

要因として、①投資家保護の観点から上場株式に近い規制、具体的にはインサイダー取引規制やそれに伴う適時開示義務の対象<sup>10</sup>とされ、上場企業と大差ない負担となっていること、②新興市場における上場基準の引き下げ等により、グリーンシート銘柄制度を企業が利用するインセンティブが低下したこと、等が指摘されている<sup>11</sup>。

そこで、2013年の金融庁・金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」では、地域における資金調達を促進する等の観点から、グリーンシート銘柄制度に代わる新たな非上場株式の取引・換金のた

<sup>8</sup> 2014年3月31日付日本経済新聞朝刊5頁。

<sup>9</sup> 日本証券業協会ウェブサイト参照（<http://www.jsda.or.jp/shiraberu/greensheet/>）。

<sup>10</sup> 2005年の旧証券取引法改正において、グリーンシート銘柄が「取扱有価証券」と位置付けられ、インサイダー取引規制等の不正取引規制が導入された。

<sup>11</sup> 日本証券業協会「『新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会』における議論の整理」参照（[http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/risk\\_money/index.html](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/risk_money/index.html)）。

めの枠組みが議論され、2014年5月23日に成立した改正金商法で枠組みが定められた。それを受け、日本証券業協会に設置された「非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ」で具体的な制度設計について議論され、同協会の自主規制規則に盛り込むべき点を取りまとめた報告書が公表された<sup>12</sup>。今後、関連する政省令、内閣府令が明らかになり、同協会の自主規制規則において具体的な制度の内容が定められることとなる。

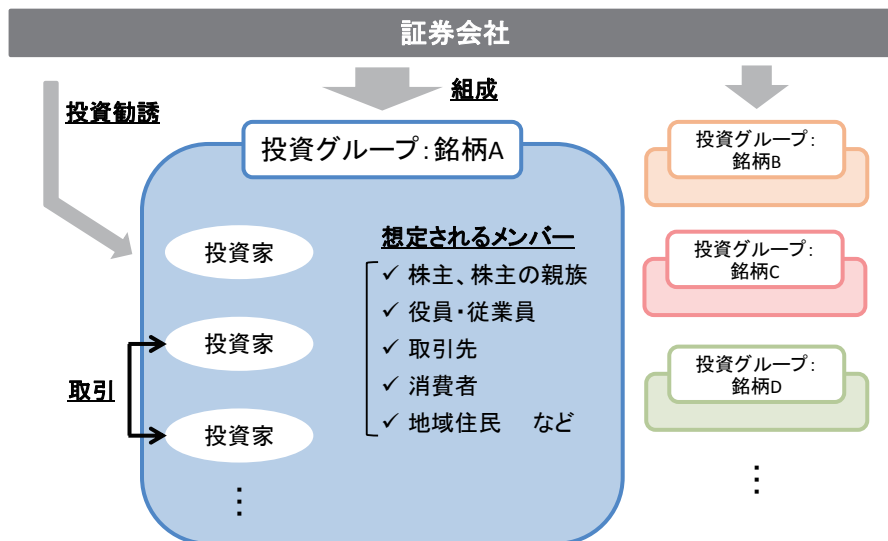
米国では、ピンクシート等の非上場株式の取引制度において、ベンチャー企業等への投資が活発に行われており、そうした環境をわが国にも整備しようとする取り組みである。新たな非上場株式の取引制度は、ベンチャー企業の育成に加え、歴史ある企業等による事業承継にも活用できる可能性がある。

## 2) 新制度の特徴と可能性

「新たな非上場株式の取引制度」では、各証券会社が設ける当該株式の「投資グループ」の構成員に対してのみ投資勧誘が認められ、流通が限定される一方、一般の非上場株式に準じた規制内容、すなわちインサイダー取引規制の適用対象外となり、発行体の開示義務等の負担が軽減される（図表6）。ベンチャー企業等による同制度の利用を促し、株主の取引・換金ニーズに応えられる制度となることが期待されている。

事業承継で特定の後継者が定まっていないケース、あるいは決定していても現オーナーが後継者以外の第三者に株式の一部を売却するケースにおいては、新制度に基づいて株式を譲渡することにより、円滑な移転が可能となる。例えば、現オーナーが取

図表6 新たな非上場株式の取引制度のイメージ



(注) 2014年10月時点の議論で想定されているものを図化したもの。  
 (出所) 金融庁資料、日本証券業協会資料等より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 日本証券業協会参照 (<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/20131202.html>)。

引先や地域の住民・消費者にも株式を保有してもらいたいと考える場合、新制度の下、株式取得希望者に投資グループ内へ入ってもらうことで売買が円滑に行われる。企業は上場コスト（開示や内部統制の整備等に係る費用）を負担せずに、いわば地域に対して限定的に「公開」する形となる。取引先は当該企業の存続、取引の継続のために株式を保有する可能性があり、また当該企業が地域の小売業や運輸業（鉄道・バス）の場合、地域住民がサービス提供の継続や株主優待を目的に株式を保有することも考えられる。新制度上で売買が可能となることにより、当該企業の株式を保有する役員、従業員、取引先や地域住民といった第三者の換金ニーズにも対応しやすくなるといえる。

地域経済を支える、歴史ある企業が市場に近い仕組みで取引されるようになることで、社外からのガバナンスも働きやすくなり、当該企業の経営の透明性が高まる効果も期待できる。さらに、融資先を失わずに済むため、地域金融機関等からも評価されよう。投資グループの設計・運用や価格算定のあり方等、実現に向けて議論すべき課題は多いが、非上場企業の事業承継への活用は検討に値しよう。

## 2. 日本版 ESOP を活用した事業承継の可能性

### 1) 従業員への事業承継として活用される米国の ESOP<sup>13</sup>

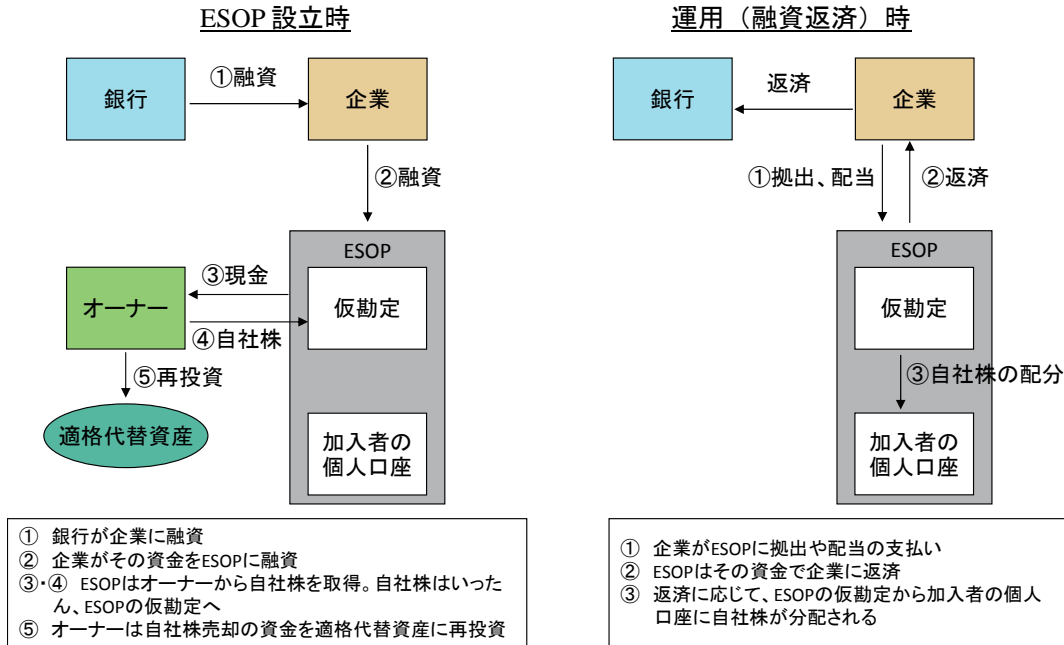
ESOP (Employee Stock Ownership Plan) とは、米国の一般従業員を対象に自社株で運用する年金制度である。企業が資金を拠出し、従業員の個人口座に自社株を積み立てる制度となっており、税制優遇も与えられている。企業あるいは ESOP (として設定された信託) 自らが銀行借入で調達した資金により、大量の自社株を一気に買い付けることも可能となっており、レバレッジを効かせるためレバレッジド ESOP と呼ばれる。1974 年に導入され、1980 年代後半の一時期は上場企業による敵対的買収防衛策の一つとして注目されたこともあったが、1990 年代半ば以降は非上場企業による事業承継にも用いられている。

基本的な ESOP の仕組みは図表 7 のようになっている。レバレッジド ESOP の場合は、設立時、銀行から企業経由で、あるいは直接 ESOP に融資が行われ、その資金で ESOP がオーナーから自社株を購入する。企業から ESOP への定期的な拠出や配当が借入金の返済に充てられ、当初は仮勘定 (suspense account) に入れられていた自社株は、借入金返済とともに従業員の個人口座に配分される。オーナーが売却してから従業員が取得するまでの期間は通常 5~10 年間とされ、段階的に承継が進む。転職や退社等により非上場企業の従業員が ESOP から脱退する場合は、従業員は当該企業に対して自社株の買い戻しを求めることができる。

ただし、すべての企業 (株式会社) の事業承継に ESOP が適するわけではない。①

<sup>13</sup> 本節は、野村亜紀子「米国におけるレバレッジド ESOP の事業承継への活用」『資本市場クォーターリー』2006 年春号の内容を参照し、また一部引用して執筆している。

図表 7 ESOPの基本的な仕組み



(注) 銀行から ESOP に直接融資が行われるケースもある。

(出所) 野村資本市場研究所作成

企業が自社株を買い取り、通常の事業を継続し、必要な再投資も行えるだけのキャッシュフローを生み出している、②レバレッジド ESOP の場合は企業の抱える既存の負債によって ESOP のための融資が制約されない、③ESOP が自社株を買い取るために十分な規模の抛出と配当が行われる、④オーナーから ESOP への自社株売却価格にオーナーが合意する、⑤ステークホルダーが事業継続は可能と判断し、承継者を中心にオーナーの穴を埋めることができる、といった一定の条件の存在が指摘されている<sup>14</sup>。

他方、非上場企業の ESOP には事業承継を後押しする税制措置も講じられている。一定の条件の下でオーナーが ESOP に自社株を売却し、売却益で米国企業発行の有価証券（適格代替証券）を取得すれば、その時点で売却益に対する課税は行われず、適格代替証券の売却時点まで課税の繰り延べが認められる。

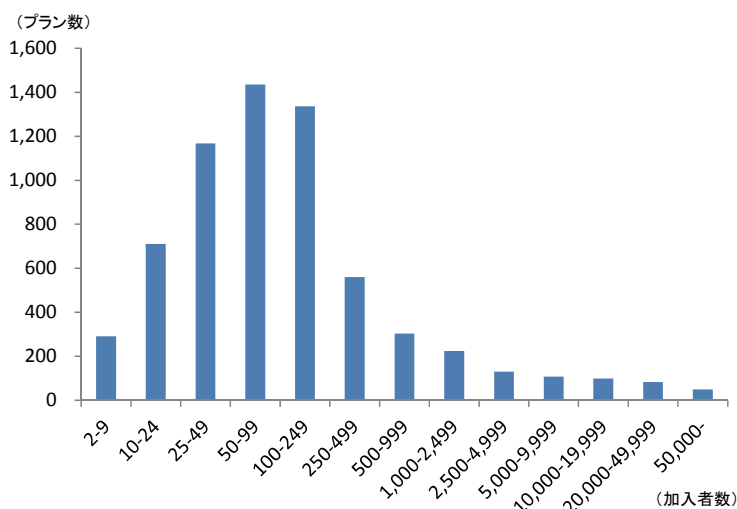
ESOP の規模は、1995 年時点では加入者 725 万人、総資産 2,623 億ドルであったが、2002 年には加入者が 1,000 万人を超え（総資産は 4,889 億ドル）、2012 年には 1,380 万人、1 兆 565 億ドルまで拡大しており、普及が進んでいる<sup>15</sup>。2004～2009 年の第二期ブッシュ政権で掲げられた「オーナーシップ社会（ownership society）」の下、個人による住宅や企業の所有が後押しされたことも ESOP の広がり追い風になったといえよう。

<sup>14</sup> The National Center for Employee Ownership, “A Comprehensive Overview of Employee Ownership” (<http://www.nceo.org/articles/comprehensive-overview-employee-ownership>)。

<sup>15</sup> 米労働省 “Private Pension Plan Bulletin” (<http://www.dol.gov/ebsa/publications/form5500dataresearch.html>)。



図表 8 ESOP プランの加入者規模別分布 (2012 年)



(注) 加入者数が1名及び不明・報告なしのプランを除く。

(出所) 米労働省“Private Pension Plan Bulletin”より野村資本市場研究所作成

なお、米国では加入者が比較的少ない、すなわち小規模と推定される企業によるESOPの利用が盛んであることも特徴といえ、2012年の統計では加入者数25～249人の範囲に多くのプランが存在する(図表8)。

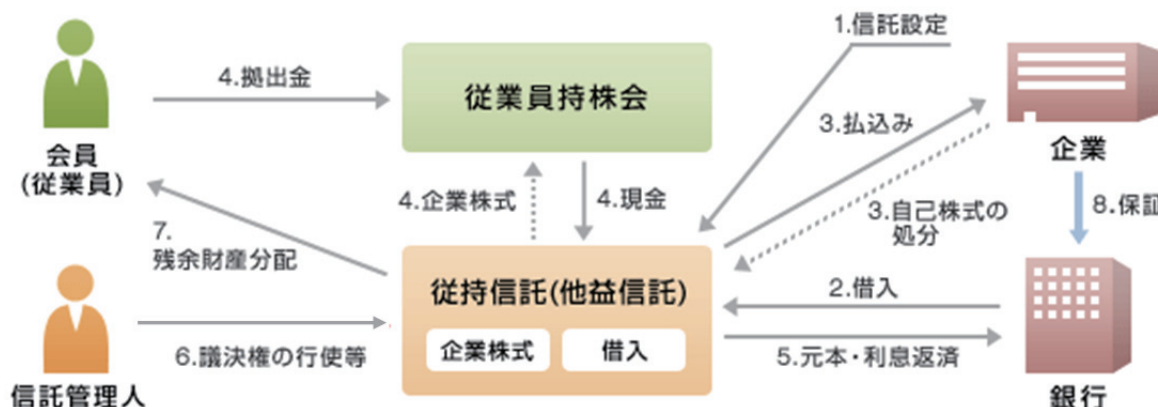
## 2) 日本版ESOPによる事業承継の可能性

わが国にも、米国のESOPを参考にした日本版ESOPという自社株を用いた従業員向けインセンティブ・プランが存在する。米国のESOPが年金制度という位置づけであるのに対し、日本版ESOPは既存の法制度の中で構築されたサービスで、自社株保有の仕組みである<sup>16</sup>。野村証券と野村信託銀行により開発された「信託型従業員持株インセンティブ・プラン(E-Ship®: Employee Shareholding Incentive Plan)」を筆頭に複数の金融機関から様々なサービスが提供されており、上場企業の間に着実に広がっている。

E-Ship®を例にとると、従業員持株会の仕組みを応用したもので、基本的な仕組みは図表9のようになる。従業員持株信託(従持信託)において銀行借入を原資に取得された自社株は、信託期間を通じて持株会に定期的に時価で売却される。その売却代金及び引き続き従持信託で保有される株式の配当金は借入金の返済に充てられる。従持信託において、自社株の価格が取得時点から持株会への売却時点にかけて下落し、信託期間終了時に借入が残ってしまう場合、企業と従持信託の間で予め締結されていた保証契約に基づいて企業が弁済する。銀行借入を活用して自社株を一括で取得する点は米国のESOPに類似している。

<sup>16</sup> 日本版ESOPについて、詳しくは、橋本基美「日本版ESOP(従業員自社株保有制度)の登場とその役割」『財界観測』2009年秋号参照。

図表 9 E-Ship®の仕組み



(注) 1.実線(6を除く)は資金の移動、点線は株式の移動を示す。  
 2.発行企業による自己株式の処分のタイプ(他に、新株発行タイプ、市場買い付けタイプが存在)。  
 (出所) 野村信託銀行ウェブサイト

ESOP や E-Ship®にヒントを得て、わが国の非上場企業の事業承継に用いることができる仕組みの導入について検討する価値はあるのではないだろうか。

例えば、E-Ship®のスキームに基づくと、主要な論点は下記のようなになる。

- ① 制度の目的
- ② 信託期間(融資可能な期間内に設定できるか)
- ③ 借入金額と返済原資である拠出・配当のバランス
- ④ 自社株取得資金の融資
- ⑤ 株価の算定
- ⑥ 株式の名義(一元的に管理するか)と分散への対応(譲渡制限)
- ⑦ 議決権の行使

①の制度の目的について、E-Ship®では従業員の福利厚生としているが、事業承継を目的とする場合、あるいは経営陣の意向に沿う安定株主を設ける意図があると解釈される場合は、会社法(120条)の利益供与禁止等に違反しないよう注意が必要である。

②の信託期間について、米国のレバレッジドESOPのように銀行借入も活用して自社株を取得するケースでは、金融機関が融資において対応可能な期間とする必要がある。③の借入金額と拠出・配当のバランスとも関係しており、例えば純資産の大きな企業等では自社株取得金額も大きくなるため、拠出・配当の金額についても信託期間内に借入金を返済可能な水準であることが求められる。

④の自社株取得資金の融資については、従持信託の保有する非上場株式を対象資産とする融資が可能であるか、また従持信託が銀行借入を行う際に企業が付す保証に対して適切な保証料をいかに算定するか、が課題となりうる。

⑤の株価算定について、米国の非上場企業ESOPでは独立の評価者による適正な対

価の算出が求められているが、わが国ではどのような手法で、またどのような要素を考慮して計算するか検討する必要がある。

⑥株式の名義について、各従業員の名義にするか、企業の名義にするか、また株式の分散を防ぐために譲渡制限を付すか、という問題がある。

⑦の議決権の行使は、米国の非上場企業 ESOP では形式上の受託者（トラスティー）が行うが、実質的には従業員が行使できるようになっている。他方、E-Ship®の場合は、従持信託の受益者が信託期間の終了まで確定しないため、信託管理人が受益者のために適切な権利行使の指図を行う。

これらを克服できれば、日本版 ESOP が中小企業の事業承継の一手法になりうる。現状でも、従業員持株会と種類株式（無議決権株式等）を用いたり、特定目的会社を設立して自社株を保有させることで対応している事例もある。しかし、日本版 ESOP を定型化された制度とすることで非上場企業が使いやすくなり、特徴であるレバレッジを活用した自社株の一括取得や、幅広く従業員による自社株保有を可能とする制度設計とすることで、非上場企業における事業承継に新たな選択肢が加わることになる。

## V 結びにかえて

わが国の人口減少、少子高齢化といった課題を解決し、経済の持続的成長、雇用の拡大を実現する上で、地域経済・産業の活性化は不可欠である。ベンチャー企業の育成も重要であるが、わが国経済を支える中小企業に目を向けると、技術やノウハウを蓄積し、世界から必要とされる最先端の製品やサービスを提供し続けている企業も多く存在する。地域に根差した企業の経営者の高齢化が進む中、いかに円滑な事業承継を実現するかが重要なテーマの一つといえる。足元では、親族内での事業承継が難しくなりつつある実態を踏まえ、事業承継税制の要件緩和（2015年から）や、親族内承継を前提とする現行法の改正に向けた検討が進められている<sup>17</sup>。

本稿では、新たな非上場株式の取引制度と日本版 ESOP の活用可能性を考察した。親族外の後継者への株式移転、後継者以外の関係者による一部株式の保有を容易にし、ファンド等の大口の資金提供者が不在であっても円滑な事業承継を可能にする仕組みと位置付けることができる。歴史・実績ある企業の事業承継であれば、従業員、取引先、消費者、地域住民といったステークホルダーから事業継続が望まれ、そのために各ステークホルダーが株式を一部保有することも十分に考えられる。地域の雇用が確保され、地域金融機関にとっては融資先の存続とともに、社外の株主が創出されることによる融資先企業のガバナンスの向上も期待できる。

非上場株式の取引制度、日本版 ESOP のいずれも実現に向けて解決すべき課題は多いが、事業承継の促進、経済の持続的成長に資する制度となることが期待される。

<sup>17</sup> 2013年3月27日付日本経済新聞朝刊25頁、2014年7月26日付同5頁、同年8月15日付同1頁。