

## アフターコロナ時代に企業に求められるもの ～イノベーション促進・円滑な事業承継と信託～(2)

慶應義塾大学名誉教授・  
金融庁金融研究センター長 吉野 直行



### — 目 次 —

1. 事業承継を考えるうえでのポイント
2. M&A、LBO、PE ファンド
3. 事業承継に関する分析
4. 事業承継と信託

### 1. 事業承継を考えるうえでのポイント

資料2頁の Outline をご覧いただきたい。本日の他の話の中にはなかったが、米国ではレバレッジド・バイアウト（以下「LBO」という）やプライベート・エクイティ・ファンド（以下「PE ファンド」という）が事業承継に使われている。それらといわゆる日本型の事業承継とではどこが違うかということ、米国型では事業価値の最大化、つまり、いかに株価を上げて売り抜けるかということを見ている。

米国に対し、本日は話があまりなかったが、日本では、事業を続けて地域を支える。そして、地元で技能を継承する。地方を活性化させる意味では、こういうさまざまな事業承継は役立つと思う。

もう一つ、信託銀行のところで重要なのは、ファンドのようなリスクマネーの提供と、貸

出という預金を集めた融資の併用ができる。私は、この二つはもう少し使い分けられるのではないかと思う。

また、デジタルについては、皆さんからいろいろ話があったが、このデジタルの時代に、中小企業の技能を伝えていくということがある。ここには二つあって、一般的な技能、例えば接待のやり方などは、デジタル教育を使って皆に伝えることができると思う。もう一つは、それぞれの企業が持つノウハウ、それから職人の匠などは、デジタルでは教育できないノウハウがある。そういう意味では、一般的な技能はデジタル教育でやり、固有の技能の承継については職人の人たちが次に伝えていくということになる。人材の信託、技能・技術の信託、それから、のれん、顧客のネットワークといったものは、個別に承継することしかできないのではないか。

資料2頁の最後の点は、高齢化の下ではマ

クロの財政金融政策の効果が下がっていくことを説明したい。詳しくは申し上げないが、金融政策は働いている人たちに影響するのである。それから、財政政策も働いている人たちに影響するので、退職者が増えれば増えるほど財政金融政策の効果がなくなる。そういう意味ではこういうミクロ的な構造変化での政策が日本の高齢化のもとでは重要になってくると思う。

## 2. M&A、LBO、PE ファンド

まず、資料3頁は、PE ファンドについてである〔出所：谷山浩一郎“本邦PEマーケットの活性化に向けて”金融庁2020年12月〕。トップ100の分布がどうなっているかというところ、北米が大半で、5,230億ドルである。それから、左から3番目が極東地域で、590億ドルぐらいである。したがって、西洋、特に米国と比べると、日本ではPE ファンドが非常に少ない。

資料4頁は、GDPに占めるPE ファンドの比率である。日本が極端に低く、ドイツよりも低い。そういう意味では、もう少し、マーケットを使ったエクイティによる様々な参入・退出も日本ではやり得るのではないかということである。

資料5頁は、縦の棒グラフが、PE 取引総額(単位：兆円=10 billion dollar)、図の一番下の数字が案件数である。企業は、PE やLBO (Leverage Buy Out) では、企業が乗っ取られてしまうという意識があり、日本では伸びていない。企業と並走して、事業を拡大させるPE やLBO が日本では必要である。

資料6頁は、世界のバイアウトである。世界で見ると、傾向としては、コロナの前まで

であるが、バイアウトがずっと大きくなっている。ただし、金額的に見た場合、単位は10億ドル (billion dollar) で日本と比較すると世界の規模は30倍以上と大きくなっている。

資料7頁は、GDPに占めるM&Aの比率である。先ほどの報告の中にもM&Aの話が一部あったが、この表を見ても日本は韓国よりもM&Aの比率が小さく、ドイツよりも小さい。もちろん米国、英国と比べると、M&Aという意味での(事業の)継続は非常に少ないということが分かる。

資料8頁をご覧ください。ここではM&A、PE ファンド、LBOの三つを私なりに比較してみた。

まず、8頁の下の二つである、PE ファンドとLBOでは、投資家が事業を買い、それで事業を続けて、その後、一番右側にあるように売却する。ここで企業の価値を高めて金儲けをするというのが、彼らのやり方である。つまり、いかに事業に付加価値を付けて、将来価値を高くして、売ることができるかというところに専念するわけである。

それに対し、一番上のM&Aでは、高齢化などで続けられない事業を吸収して、自分のところにその事業を持つてくる。したがって、継続するという事業であり、私は、M&Aと、PE ファンドあるいはLBOとは全く違う形であると思っている。ただ、日本は下の形が非常に少ないので、おそらく日本では企業の参入・退出が少ないというのは、ここにも関係していると思う。

資料9頁をご覧ください。M&Aの場合は、(1)式と(2)式の二つの企業があり、例えば、(1)式の企業は高齢化しており、(2)式の企業は同じような業種だとする。(2)式の企業が(1)式の企業を吸収することにより、(3)式のよ

うな形になる。今までの事業二つを合わせたよりも、事業承継、M&Aによってさらに生産高を上げていく。これがM&Aの成功ということになると思う。

それに対しPEファンドやLBOは資料9頁に示される(4)式や(5)式になる。(4)式ではまず株を買う。 $d_t$ が配当で、 $P_t^e$ がその株式の将来の価値になるが、これで $P_0$ という価格で期首に買う。そこに付加価値を付けて、(5)式のように配当を増やし、それから将来の株価を引き上げ、現在買った $P_0$ よりも高い価格にして売っていく。これがまさにPEファンドやLBOである。

一番下のところだが、この(4)式や(5)式の形を、外国人株主がJR九州にやろうとした例である。JR九州の民営化がなされたときに、ある一部の株式は外国人に買われた。①②③と書いてあるが、①のとおりJR九州の経営方針は地域に貢献するというのであった。

ところが、②にあるように、外国人の株主は、「JR九州は赤字路線を売却せよ、儲かっているところだけで経営しろ、それこそがまさに株主配当の最大化であり、それこそが民営化された会社の経営である」と要求してきた。

このときにJR九州の社長が激怒した。「JR九州は地域に貢献することが最大の目的であり、株主の配当を最大化することだけではないのだ」と主張して、外国人株主と対立した。

言い換えると、9頁の一番下に書かれている③だが、日本の株式会社では、株主の利益もあるが、地域と一緒に動く、それから従業員がいるということがある。ここがまさに、一番上のM&Aなどの事業の承継に含まれる内容であり、真ん中にあるPEファンドやLBOとM&Aが違うところではないかと思

う。

### 3. 事業承継に関する分析

10頁をご覧ください。こういったところから考えると、事業承継は一番上の形となる。はじめに事業があり、K（資本）とN（労働）が書いてある。生産関数 $Y = F(K, N_0)$ で $N_0$ と書いてあるのは、年を取った創業者がいるわけで、そのoldが $N_0$ である。K（資本）は貸出などいろいろなものでサポートしながら、そこに後継者をつけていき、一番上の生産関数 $Y = F(K, N_y)$ の $N_y$ と書いてあるように若い人に引き継いでいく。これが事業承継である。

その中には、10頁に書かれているように、①から④という四つの部分が含まれている。①は、技能とか技術、Skillで、これをきちんと継承しなければいけない。これは関数形のFになると思う。

それから、②だが、そこに資金あるいは資本をしっかりと保ったままで承継していかなくてはならない。これは融資であったり、あるいはファンドのような形でやっていき、個人資産をうまく引き継ぐというのが②になる。

③は、従業員で「匠の技」を持った人たちにいかにずっとその会社で働いてもらうかであり、これも重要だと思う。事業承継に失敗するところは、息子が駄目であるとか、従業員が働く意欲を無くしてしまうからである。経営のノウハウをいかに継続するかである。まさにさまざまな事業承継が信託などを通じて、従業員にもやる気を起こさせ、それを継いだ息子なりがノウハウを承継していくということであると思う。

④として、もう一つ必要なのは、お客さんの販売ネットワークなどを継いでいくことであり、これも重要だと思う。

その次の行に書いてある(+ Δ Y)事業承継は、Y+ Δ Yで、事業を引き継いだことにより、さらに生産高を増やし、そして、その事業を続けることができるということが重要であると思う。

それから、別のやり方がもう一つある。我々もそうだが、経済を考えている人たちが皆思っているのは、事業が高齢化したら、そこでその事業は一応廃業とするが、ただし、そこにあるスキルや技能をまた別の人が全く新しく継ぐということであり、これは第三者事業承継に近いかもしれない(10頁の一番下)。資金も全部新しくして、資産は継承しないのだが、貸出などで資本を維持し、新しい企業として起こしていく。こういうやり方もあるのではないかと思う。このやり方は、第三者承継になるのか、または新しい形での起業化ということかもしれないが、こういうことができてくると、新しい意味での新事業になってくるような感じがする。

#### 4. 事業承継と信託

最後にまとめである。資料11頁をご覧いただきたい。

まず、1つ目は、翁理事長などがおっしゃっていたデジタル社会での教育について、一般的なところとして、人という意味では、私はこのデジタル教育がうまくできるか、できないかが、おそらくその国の人材育成において大きな差を生むと思う。例えば、インドネシアやフィリピンなどは離島が多いが、デジタル教育によって、それぞれの国のトップの

先生が全国の生徒に教えることができる。地方にいても、その国のトップの先生の授業が聴けるというのが、まさにデジタル教育である。それから、スマホで授業が聴けるのであれば、インドでもそうだが、ほとんどの人がスマホを持っているので、貧富の差に関係なく、トップの先生の授業が聴けるわけである。

そういう意味では、2つ目に関係するが、中小企業で働く成人の教育についても、最もその技能・技術を匠として持っている人たちが教えていけばよい。さらにそこに加え、それぞれの事業が持っているノウハウであるが、それはこういうデジタル教育では教えられない部分があり、手取り足取りで伝授する方法が必要であると考える。

3つ目は、インターネットを通じて、つくった製品を日本ばかりでなく、アジアの国々に販売できる。そういう意味ではセールスをもっと拡大できるものがいっぱいある。デジタル社会によって、まさにインターネット販売ができるということも、チャンスとしていろいろな形で広げていかなければならない。

日本の場合にはどうしても国内に片寄ってしまうが、アジアもコロナが終わった後はまた成長が回復するであろうから、そうなれば需要がたくさんあるはずである。日本が高齢化になる中では、日本で生産した物をいかにして売っていくかという販路をもっと開拓しなくてはならない。インターネットによって販路は拡大できると思う。

四つ目は、中小企業は「人、物、金」である。「人」や「物」についてはいま申し上げた。それから、「金」のところは、五つ目になるが、二つのやり方で信託銀行は応援できる。一つはファンドのような形で、投資信託なり、信託として集めたお金でリスクマネーの提供が

できる。もう一つは融資という形で、預金で集めたお金を提供できる。そういう意味ではリスクマネーと安定的な融資の両方を資金として提供できると思う。

六つ目は、信託というと、どうしてもお金になるが、「人材の信託」が考えられる。こういうものがいろいろなところがあれば、先ほど中小企業庁の平田補佐から説明があったように、様々なマッチングができる。人の情報、それから商談会というような形での情報がある。「人材の信託」、「情報の信託」による Pooling を、インターネットを通じて、皆に共有することができる。

最後の七つ目だが、一番重要なこととして、本日はあまり言及がなかったが、技能とかノウハウとか取引先などの事業承継がうまくできるような土俵をつくっていくことが重要である。

本日のお話を聞いていると、日本の信託の様々なやり方が、まだまだアジアで使えると感じた。いま私がアジアでやっていることとしては、インフラに土地信託を応用しようと思っている。バングラデシュやインドでやっているのだが、土地をインフラで収用しようとするときに、アジアでは皆、土地を売らないので、道路がなかなかできない。それを土地信託にして（実質的な）所有権を保有したまま、使用権だけをインフラとして使わせる。そうすると、皆ずっと地主でいるので、スムーズに土地の使用権の譲渡ができる。

事業の承継については、アジアの国々でもこれから日本と同じ問題を抱えると思う。そういう意味では国内で蓄えたノウハウを是非海外で使うことにより、金融業のグローバル化の中で、もっと収益を上げられる部分を増やしていただければと思う。

(よしの・なおゆき)

# 事業承継、M & A, Private Equity

吉野直行/慶應義塾大学経済学部名誉教授

yoshino@econ.keio.ac.jp

政策研究大学院大学客員教授

東京大学公共政策大学院非常勤講師

1

## Outlines

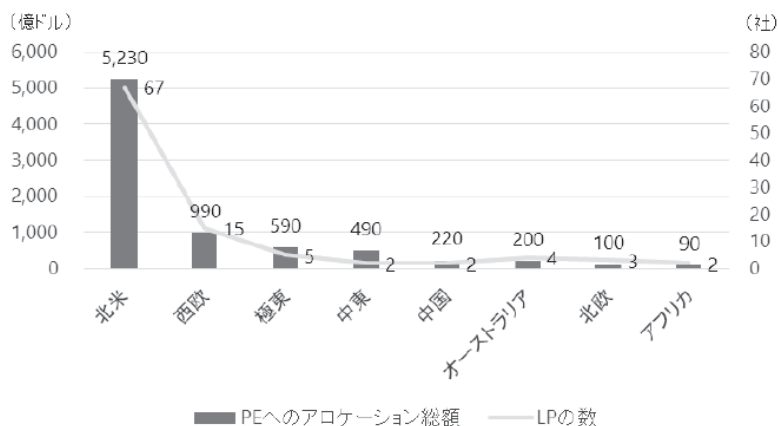
- 1、M&A, LBO、 Private equity
- 2、事業価値の増大化
- 3、事業を続ける、地域を支える
- 4、地元の技能の継承
- 5、地方の信託（ふるさと投資ファンド）
- 6、信託と融資の併用
- 7、デジタルを用いた教育
- 8、人材の信託、技能の信託、技術の信託  
のれん、顧客のネットワーク
- 9、高齢化のもとでは財政金融政策の効果が低下

2

### 図、PE(Private Equity)世界トップ100の分布

出所：谷山浩一郎論文(2021年1月) DP-14-2020

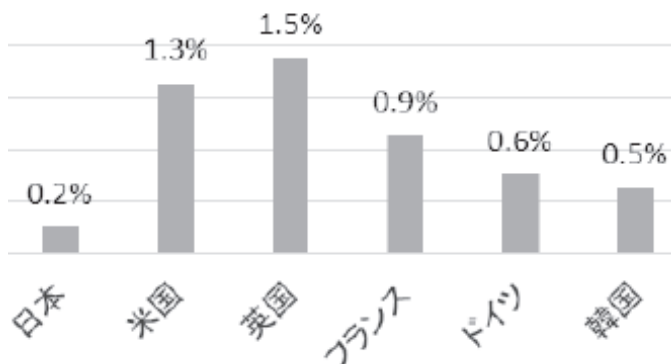
「本邦PEマーケットの活性化に向けて」金融庁金融研究センター



3

### GDP対比PE比率

(2014-18年平均)

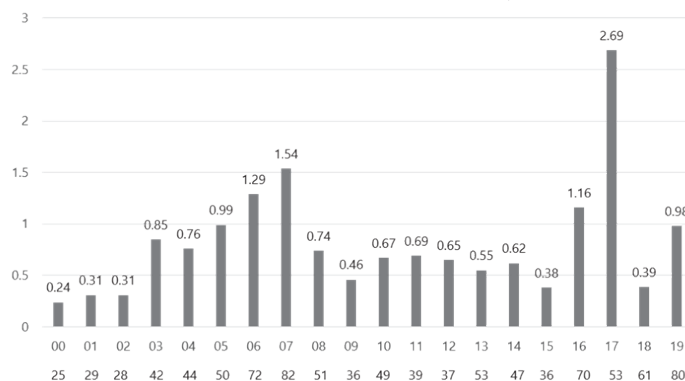


出所：谷山浩一郎論文(2020年1月)

「本邦PEマーケットの活性化に向けて」(金融庁金融研究センターDP-14-2020)

4

### (単位:兆円) 日本のPE取引総額 (案件数の推移)

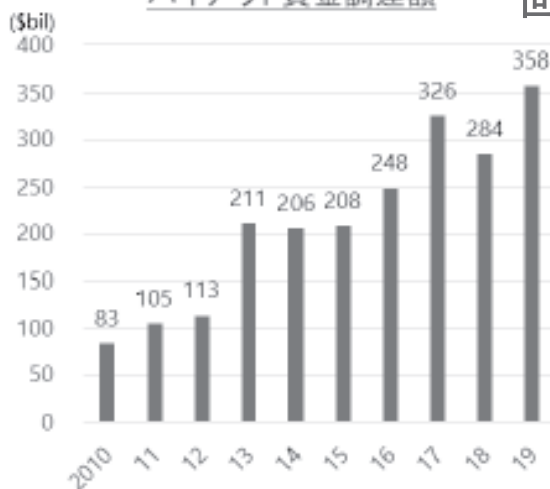


出所：谷山浩一郎論文(2021年1月)

「本邦PEマーケットの活性化に向けて」 (金融庁金融研究センターDP-14-2020)

### バイアウト資金調達額

### 世界のバイアウト

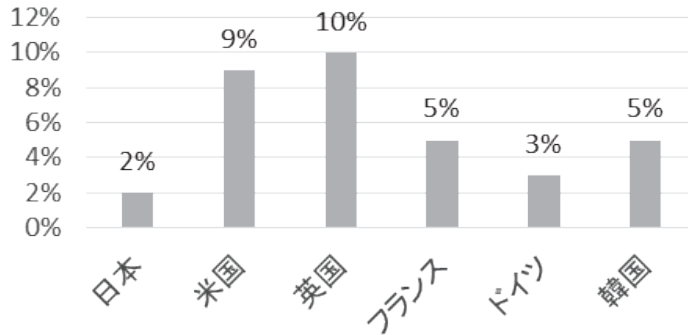


出所：谷山浩一郎論文(2021年1月)

「本邦PEマーケットの活性化に向けて」 (金融庁金融研究センターDP-14-2020)



### GDP対比M&A率 (2014-18年平均)

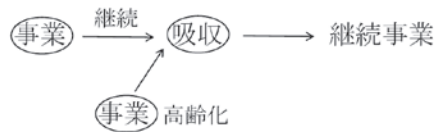


出所：谷山浩一郎報告(2021年1月)

「本邦PEマーケットの活性化に向けて」(金融庁金融研究センターDP-14-2020)

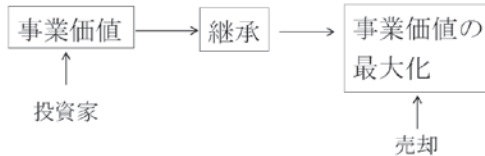
### M&A

< M&A > (Merger & Acquisition)



### PE fund

< Private Equity Fund >



### LBO

< Buy Out, Leverage Buy Out (LBO) >



<M&A>

$$Y_1 = F_1(K_1, N_1) \quad (1)$$

$$Y_2 = F_2(K_2, N_2) \quad (2)$$

$$Y_3 = F_3(K_1 + K_2, N_1 + N_2) > Y_1 + Y_2 \quad (3)$$

<PE & LBO>

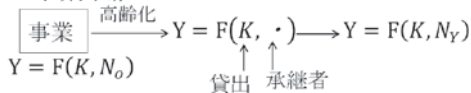
$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{d_t}{(1+r)^t} + \frac{P_t^e}{(1+r)^N} \quad (4)$$

$$P_0 < \sum_{t=1}^N \frac{\tilde{d}_t}{(1+r)^t} + \frac{\tilde{P}_t^e}{(1+r)^N} \quad (5)$$

<JR九州…株主の要求>

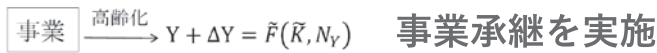
- ① JR九州(民営化)…地域に貢献
- ② 株主…売却せよ(赤字路線)
- ③ 株式会社…地域, 従業員, 株主

<事業承継>

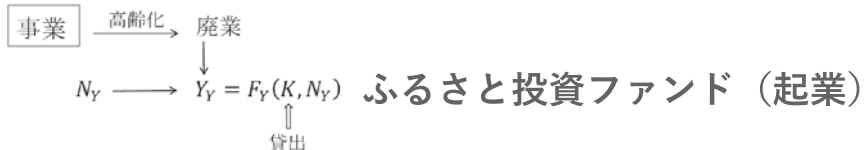


- ① 技術  $F(\cdot, \cdot)$  (信託)
- ② 資本  $F(K, \cdot)$  (融資)
- ③ 承継者  $F(K, N_Y)$  (人の信託)
- ④ 顧客  $Y^d$  (需要者)

**Skill, 技能**  
**工場 + 機械, (個人資産)**  
**従業員 + 経営ノウハウ**  
**販売ネットワーク**



<新事業の起業>



## スタートアップ/事業承継 (小口ファンド)

- 1、デジタル教育 (トップの先生による講義)  
    スマホによる講義の配信
- 2、成人の教育 (スマホを通じたプログラム)
- 3、中小企業の製品のインターネットによる販売
- 4、人、物、金、
- 5、スタートアップファンド (ふるさと投資ファンド)  
    地域の投資信託ー→融資に橋渡し
- 6、人材の信託 (人材のPooling)
- 7、技能、企業のノウハウの信託、取引先 (事業承継)