

2019年5月

社内承継—SPCによる資金調達（その①）

前号では、MBO/EBOの概要について解説しました。

前号において解説したとおり、MBO/EBOを行う場合、後継者は株式等の購入資金を確保する必要があり、後継者自ら資金調達する手法と、株式等を買取るために設立される特別目的会社（以下、「SPC」といいます。）を主体として資金調達を行う方法があります。

本号では、SPCを主体とする資金調達の概要及びSPCへのエクイティ出資について解説し、次号において、SPCによる金融機関からの借入及び対象会社の株式取得・合併に係る留意点について解説します。

1. 概要<sup>1</sup>

対象会社の規模がそれほど大きくない場合は、後継者となる対象会社の役員または従業員個人（以下、「後継者役職員」といいます。）が資金を直接調達することで、対象会社の現株主から保有株式の全てを取得することも可能です。しかし、対象会社の規模が一定以上の大きさになると、後継者役職員のみで、株式取得に必要な資金を調達できるとは限りません。

そこで、後継者役職員個人が資金を直接借り入れる方法以外に、SPCによる資金調達を行う方法があります。SPCを用いた場合、対象会社の収益力をもとにした資金調達が可能になるため、一定規模以上の中小企業の事業承継において有効な方法といえます。

まず、後継者役職員が、自己資金（金融機関等からの借入金を含む）により対象会社の株式を取得するSPCを設立します。後継者役職員は、自己資金をSPCに出資することになり、SPCの株主となります。

一定規模以上の中小企業の事業承継にあたってMBO・EBOを行う場合、後継者役職員とともに、ベンチャーキャピタル（以下、「VC」といいます。）や投資ファンドが

SPCに出資することがあります。また、中小企業・ベンチャー投資を行う公的機関として中小企業投資育成株式会社がMBO・EBOに株主として参加することもあります。さらに、後継者役職員が対象会社の全ての議決権を取得できるように、議決権のない資本金性資金としてのメザニン出資を活用することも考えられます。

また、エクイティとしての投資資金に加えて資金が必要な場合には、銀行等の金融機関からSPCが融資を受けることにより、より多額の資金を調達することができます。MBO・EBOにおける融資は、一般的なローン（コーポレート・ファイナンス）と異なり、対象会社の収益力（キャッシュフロー）をベースとしたノンリコース・ファイナンスであること及びSPCの全資産について担保権が設定されることが特徴的です。SPCと金融機関との間の融資契約においては、借入人の一定の誓約事項（コベナンツ）が規定されます。例えば、借入人の資産の譲渡その他の処分を制限することや、借入人における資金の流れを管理することなどが含まれます。

SPCは以上の方法で調達した資金をもって、対象会社の現株主から株式を買取り、対象会社はSPCの子会社となります。SPCの借入金は、対象会社からの配当金によって金融機関に返済されますが、その原資は対象会社の収益で賄われることとなります。

SPCによる対象会社の株式取得後、通常SPCは対象会社と吸収合併されますが、その理由としては、①金融機関にとって、対象会社の債権者に劣後する関係を解消することができる、②借入金の支払利息は費用として計上できるため節税効果が期待できる、③対象会社のキャッシュフローをSPCが全額融資の返済のために用いることができるといった点があげられます。

2. SPCへのエクイティ出資

(1) VC・投資ファンドからの出資

VCや投資ファンドは、中小企業やベンチャー企業等に

【事業承継WG/本号監修・執筆者（弁護士）】

中森 巨 ([wnakamori@kitahama.or.jp](mailto:wnakamori@kitahama.or.jp))

池野 幸佑 ([kikeno@kitahama.or.jp](mailto:kikeno@kitahama.or.jp))

喜多野 恭夫 ([kitano@kitahama.or.jp](mailto:kitano@kitahama.or.jp))

太田 慎也 ([sota@kitahama.or.jp](mailto:sota@kitahama.or.jp))

藤田 俊輔 ([sfujita@kitahama.or.jp](mailto:sfujita@kitahama.or.jp))

孝岡 裕介 ([ytakaoka@kitahama.or.jp](mailto:ytakaoka@kitahama.or.jp))

◆本ニュースレターは法的助言を目的するものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。本稿の内容、テキスト等の無断転載・無断引用を禁止します。

◆本ニュースレターに関する一般的なお問合せは、下記までご連絡ください。

北浜法律事務所・外国法共同事業 ニュースレター係  
(TEL: 06-6202-1088 E-mail: [newsletter@kitahama.or.jp](mailto:newsletter@kitahama.or.jp))

【大 阪】北浜法律事務所・外国法共同事業

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-8-16 大阪証券取引所ビル  
TEL 06-6202-1088(代)/FAX 06-6202-1080

【東 京】弁護士法人北浜法律事務所東京事務所

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1-7-12 サピアタワー14F  
TEL 03-5219-5151(代)/FAX 03-5219-5155

【福 岡】弁護士法人北浜法律事務所福岡事務所

〒812-0018 福岡市博多区住吉1-2-25  
キャナルシティ・ビジネスセンタービル4F  
TEL 092-263-9990/FAX 092-263-9991

<http://www.kitahama.or.jp/>

対して、その企業価値の向上を目指して資金を投資することを目的とする投資家です。後継者不在に直面する中小企業が増えるにつれて、VC・投資ファンドが事業承継の受皿となったり、あるいは後継者に対して資金提供や経営支援を行い、後継者と二人三脚で会社の存続・成長を目指したりするケースが多くみられるようになりました。

VC・投資ファンドは、SPC に投資してその会社の株式を引き受け、企業価値を向上させることによるキャピタルゲインを得ることを目的としていますので、積極的に会社の経営に関与しようとしています。そのため、後継者役職員など他の SPC 株主との間で契約（株主間契約）が締結されることが多く、例えば、VC・投資ファンドが指名できる役員の数を決めたり、会社運営に関する一定の重要事項について株主の拒否権を決めたりすることで、VC・投資ファンドが会社の経営について発言権を持つための仕組みが設けられています。

VC・投資ファンドからの出資を受けることは、後継者役職員にとっては、外部から資金を得られるだけでなく、自社のみでは不足しがちな経営ノウハウを補い、優秀な人材の育成への協力なども期待できる一方で、VC・投資ファンドが会社の経営に対して発言権を持つことで、後継者役職員との間で意見の不一致が生じたような場合には、後継者役職員の思うような経営ができないことがあり得るという面もあります。そのため、VC・投資ファンドから出資を受ける場合には、どの程度の株式を渡し、会社運営についてどのような合意をするかについて、慎重な検討が必要になります。

## (2) 中小企業投資育成株式会社

民間の VC や投資ファンド以外にも、中小企業やベンチャー企業に投資を行う公的機関として、中小企業投資育成株式会社があります。これは、中小企業投資育成法に基づいて設立された政府系の VC で、産業育成の一環としての投資を行っています。

中小企業は、中小企業投資育成株式会社から、株式・新株予約権・新株予約権付社債の引受け等の投資を受けることができ、この投資資金は、担保が不要な長期安定資金として、設備投資や研究開発投資に活用されることが想定されています。中小企業投資育成株式会社は、基本的に長期安定株主として、長期的な視点から企業の成長発展を支援し、後継者をサポートすることを目指しています<sup>2</sup>。

## (3) メザニン・ファイナンス

以上と異なり、後継者役職員が会社の全ての議決権を取得できるようにする資金調達の方法として、メザニン・ファイナンスを活用することが考えられます。

メザニンとは、「中二階」という意味で、エクイティ（株式出資）とデット（借入）の中間的な位置づけであるためにこのような名称が付けられており、具体的な手法としては、優先株式、劣後ローンなどが挙げられます。

## (ア) 優先株式

優先株式とは、普通株式よりも優先的な条件が付されている種類株式のことをいいます。普通株式は、①剰余金の配当を受ける権利、②残余財産の分配を受ける権利、③株主総会における議決権の 3 つをその基本的な性質として有していますが、事業承継にあたり SPC が資金調達を行う場面では、たとえば、議決権がない（上記③の権利を制限する）かわりに、普通株式に優先して剰余金の配当や残余財産の分配を受けられる（上記①や②の権利に優先条件を付する）という内容の優先株式を投資家に発行することが考えられます。これにより、投資家は、会社の経営について直接の発言権を持たず、経営に関しては後継者役職員に委ねることになりますが、優先配当等を受けることによって安定的な利回りを確保することができます。

優先株式は、株主にどのような優先条件を付し、どのような制限を設けるかを自由に設計することができますので、投資家と協議・交渉してその内容を定めていくことになります。

## (イ) 劣後ローン

劣後ローンとは、通常の借入（シニア・ローン）よりも返済の順位が劣後するローンのことを指します。通常、シニア・ローンは、金利を低く抑えて資金を調達できるというメリットがある反面、審査が厳しく資金調達に時間を要するといったデメリットがありますが、これに対して劣後ローンの場合は、高い金利が設定されるかわりに、審査の基準が比較的緩和されており、借りやすいというメリットがあります。ただし、会社の返済が滞ったような場合には、シニア・ローンに対して優先的に弁済がなされるため、貸し手からすれば、劣後ローンはリスクが高くなります。

劣後ローンを組成するためには、シニア・ローンの債権者と劣後ローンの債権者との間で具体的な優先劣後関係を定める合意を行う方法や、劣後ローンの債権者と会社との間で、シニア・ローンが完済されるまで劣後ローンの返済を開始しないという条件の合意を行う方法などが考えられます。

一 次号では、SPC による金融機関からの借入、SPC による対象会社の株式取得・合併における留意点等について解説する予定です。

以上

<sup>1</sup> 日本弁護士連合会=日弁連中小企業法律支援センター編『事業承継法務のすべて』（一般社団法人金融財政事情研究会）133～144 頁、西村あさひ法律事務所編『ファイナンス法大全〔全訂版〕上』（2017 商事法務）551～556 頁参照。

<sup>2</sup> 中小企業投資育成株式会社は、東京（<http://www.sbic.co.jp/>）と大阪（<https://www.sbic-wj.co.jp/>）にそれぞれ設置されています。