

年次大会報告⑥

事業承継を通じたエージェンシー問題と個人保証

：後継者の最終決定権確立による危機克服

津島 晃一

(事業承継 Lab.)

【要旨】

エージェンシー理論では、企業を複数の多様なエージェンシー関係で構成される契約の結合体であるとみなしており、事業承継の研究でもそうした観点が必要である。最適資本構成の考え方によって、株主資本と負債に関わる2つのエージェンシー関係が影響し合って経営者を規制することを説明できる。日本の中小企業の事業承継でも、この考え方でもって株主と経営者間、および金融機関と経営者間の2つのエージェンシー関係が影響し合っていると言える。

特に、個人保証は、金融機関に対して負担する経営者のボンディング（拘束）・コストとして、株主と経営者間のエージェンシー問題の抑制や解消に大きな影響を与えると考えられる。それは、個人保証が非常に長い商慣習として経営者に大きな負担感を与えているかである。また、近時個人保証に関する改正議論が進んだとはいえ、経営者が会社債務に対して行う個人保証は合理性が高いとされており、今後もその負担感が小さくなることはない。

このように経営者にとって存在感の大きな個人保証は、たとえ他に大株主が存在したとしても、大株主と経営者間のエージェンシー関係に強い影響を及ぼす。つまり、経営者が個人保証している場合、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が株主と経営者間のエージェンシー問題を抑制す

るのである。

本研究では、このことを証明するために文献とインタビューによる調査を行った。そこでは、個人保証をしている経営者が、金融機関との関係を基にして株主とのエージェンシー問題の抑制や解消がなされている事例を報告する。これらの事実は、日本の中小企業の事業承継をエージェンシー理論で説明する場合、金融機関と経営者間のエージェンシー関係が、株主と経営者間のエージェンシー関係に強く影響していることを示すものである。

キーワード：エージェンシー理論，個人保証，
経営者，株主，金融機関

1. エージェンシー問題（AP）とは

2つの代表的エージェンシー関係（AR）として、株主（P:プリンシパル）と経営者（A:エージェント）のARと債権者としての金融機関（P:プリンシパル）と経営者（A:エージェント）のARがある。事業承継後、経営者が自己の利益をより追及すると、株主の富が減少したり、金融機関にとっての回収の危機が生じたりする。これがAPである。

APに対して、資金提供者（P）がとる予防的行動としては、経営者の判断への介入や経営情報の開示要求がある。こうした予防的行動にかかるコストの経営者（A）への転嫁として、資金提供

者 (P) は、株主が最終決定権を経営者へ渡さなかったり、担保や保証で経営者を拘束したりという行動をとる。

2. 個人保証によって抑制される AP

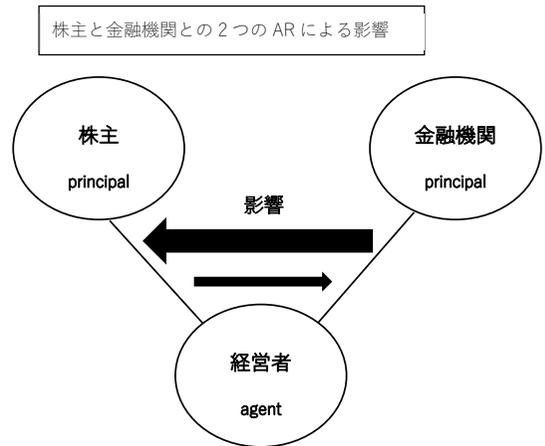
株主と経営者間の AR は絶対的ではない。他のプリンシパルと経営者間の AR に影響を受け常に相対的に変化する。特に金融機関と経営者間の AR には強く影響される。経営者が個人保証を行うと株主との AP が抑制される。

3. 事例研究

① 石坂典子氏・親族承継（石坂，2014：石坂，2016）

- (1) 第1段階：APの黙認～最終決定権は父である会長が握ったまま、「お試し社長」期間だった。
- (2) 第2段階：APの表面化～10年間の粘り強い取り組みが父に認められ40歳の時に父に代わり代表取締役役に就任、同時に個人保証を引き継いだ。そのときの心境は「連帯保証人のサインをするというのは何とも言いがたい重責を感じます。自分ですべての責任を負うと思うと、眠れなくなることも多々あります」だった。ただし、父親は従前同様に石坂氏の経営判断に介入、そして、2人の関係は悪化し、ついに衝突に及んだ。
- (3) 第3段階：APの解消～「父が喉から声を振り絞るように言ったのです。『…自分は、人生を賭けてやってきたんだ』『そのとき私は、初めて父に真っ向から反論したのです。『私だって、人生を賭けてやっている！』』」「すると、父はしばらく沈黙した後、こう言いました。『…まあ、自分もこの先、長くやれるわけじゃない。だから、お前がしっかりやりなさい』そして静かに立ち去りました。」

図表 1



出典：菊澤 (2006, 108, 161) と小山 (2016, 35) を参考に
して筆者が作成

「この一件を機に、父はパタリと、私の経営に口を出さなくなりました。」

② B氏・非親族承継（佐賀県）

- (1) 第1段階：APによる軋轢～51歳、電気工事業、2代目社長となって16年目。中途入社ながら35歳で代表取締役社長就任。社長就任と同時に会長と共に二人体制で個人保証をした。当時の持ち株は10%弱。当初は、会長からの指示も素直に聞き入れたが、就任3年後から、会長に意見を覆されることに無力感を感じる。ついには、鬱病的症状に悩まされることになった。
- (2) 第2段階：APを解消～就任6年目に2つの強行突破策を実行。ひとつは大口取引先からの撤退、もうひとつは東京営業所の開設。いずれも会長に報告なしのため、事後に厳しい叱責を受ける。しかし、そのときは「個人保証すると、家屋敷が取られる覚悟をします。それがベースにないと、会社の仕組みを変えていこうとか、金融機関と情報交換をやるという考えにはならない」という心境だった。結果は、二つの経営革新に成功し、会長

からの信頼は回復した。就任8年目に会長が引退して相談役になり、相談役から買い取って持ち株が51.5%になった。

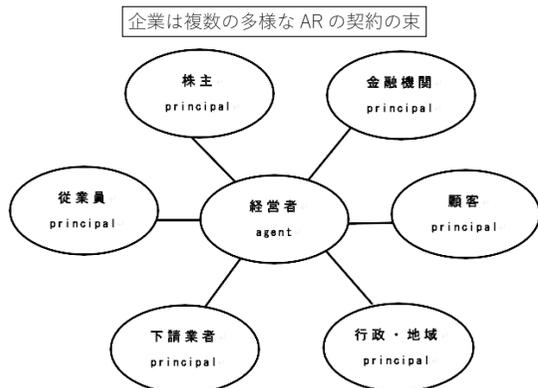
③ 事例研究のまとめ

- (1) オーナーと経営者間のARに対して、金融機関と経営者間のARが影響を及ぼす。
- (2) 経営者の行う個人保証が、金融機関と経営者のARにとって大きな存在感を示す。
- (3) 後継者が、個人保証を行うことで、オーナーや従業員などのプリンシパルと対抗でき、危機突破に役立つ。
- (4) 中小企業は、金融機関との長期的な連帯関係の中で、金融機関による状況依存型ガバナンスを受け入れている。

4. 同族企業の事業承継でのAP

非親族の経営者は、オーナーに対してAPを起しやすい(後藤, 2018)。企業は複数の多様なARによる契約の束である(Jensen & Meckling, 1973)。とりわけ重要なのが株主と経営者のAR、金融機関と経営者のARであり、そこには、情報の非対称性がある(Ross, 1973)。また、資金提供者(P)にとって経営者(A)は規制しにくい(Berle and Means, 1932: 花枝, 2002)。

図表2



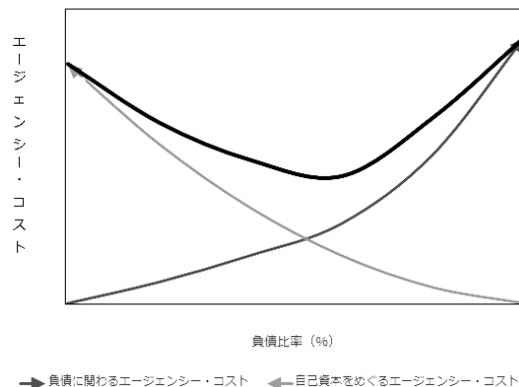
菊澤(2004)を基に筆者が作成

5. 最適資本構成

負債比率が上昇すれば自己資本をめぐるACが通減する。二つのACが均衡する点が最適資本構成である(Jensen & Meckling, 1973; Jensen, 2003)。最適資本構成では総ACが最小化する。株主と債権者をガバナンスの主体として併存させてACが最小化できる。株主と債権者はそれぞれ相手方のARに影響を与え合う存在である(岡村, 2013)。

図表3

最適資本構成とエージェンシー・コスト



出典：Jensen(2003, 122), 菊澤(2006, 160)を参考にして筆者が作成

6. 例として：MBOにおけるAR

MBO (Management Buyout) を想定するオーナー(P)は、非親族の経営者(A)との良好な関係を築き、買収準備を促す(Scholes, et al., 2007)。非親族の経営者は、自分の利益の最大化を図るが、それが、オーナーにとっては個人資産の横領リスクとなる(Lee, et al., 2003)。原因は両者間の情報の非対称性である(Robbie & Wright, 1995)。

買手チームが売手オーナーより情報を多く保有すれば、売手は買手に歩み寄る(Howorth, et al., 2004)。オーナーは、売買価格の合意と売却後の好待遇を期待する(Scholes, et al., 2010)。という

ことから、オーナーがMBOを事業承継手段に含めるだけで、オーナーと経営者間のAPが抑制される(菊澤, 2004; 菊澤, 2006)。

7. 日本におけるMBOへの制約

英米と異なり、日本の経営者は限定利己主義的である(菊澤, 2007)。オーナーでも、金融機関を無視した売却はありえない。金融機関も債権者としてガバナンスに加わる。経営者は、株主と金融機関を併存させて、それぞれに相対的な主権を行使させているといえる(菊澤, 2004)。

借入が多いほど経営者に対するエージェンシー・コスト(AC)はかさむ(Jensen et al., 1976; Jensen, 2003)。連帯保証人の経営者に対しては、株主からのガバナンスは後退する。それは、株主(P)が、経営者(A)に事後的にしか交渉できない弱い存在だからである(柳川, 2006)。金融機関が、ほとんどの中小企業のガバナンス主体である(富山, 2013)。

8. 個人保証の存在感が大きい日本の事業承継

金融機関からの経営者への監視が、何らかの疑いが出たときだけ調査して制裁を与える状況依存型ガバナンスである(吉村, 2012)。金融機関は勝手なMBOを見ごせない。MBOでは長期的な連帯関係の見直しが必須で、それは新経営陣の経営能力が未知数であり、新経営陣の個人資産の評価が不明だからである。

与信の無い新経営者を審査するのは当然であり(阿部, 2005)、金融機関は新経営者が金融機関を取り換えるリスクを警戒する。そのため、簡単にはオーナーの個人保証を外さないし、新経営者にも個人保証を徴求する。

9. 日本のMBOのまとめ

日本の事業承継に関するARは、英米よりも複雑であり、MBOという単純な理由だけで同族企業のAPを抑制できない。日本の事業承継では、金融機関と経営者のARが株主と経営者のARに影響を与えている。金融機関と経営者のARにおいては、個人保証が非常に大きな存在感を示す。

10. 拘束コスト(BC)としての個人保証

負債に関して、債権者(P)の利益実現のために経営者(A)を動機づける4つの要因の1つがBCである(Jensen et al., 1976; Jensen, 2003)。あるARのBCが高ければ他のARの抑制や解消に影響を与える(最適資本構成)。個人保証は経営者(A)が負担するBCである(菊澤, 2006)。株主より負債による経営者への規律付けの方がより厳しい(Jensen, 1986)。

11. 後継者の危機としてのAPを克服

オーナーによって、経営者としての最終決定権を脅かされる(AP)。後継者が個人保証することで、金融機関とのARがオーナーとのARに強い影響を及ぼす(柳川, 2006)。オーナーにとっては、経営者に対するモニタリング・コストが軽減され、退職金・株の売却額・退職後の待遇が確定できる。2つのメリットを獲得したオーナーは、個人保証した後継者に容易に対抗できない。したがって、個人保証した後継者は、オーナーに優越して最終決定権を確保する。

※なお本報告は、『事業承継』第7号掲載の論文『事業承継を通じたエージェンシー問題と個人保証』(136-152頁)に基づいている。