



# 企業診断

コンサルティング実務/診断士受験情報

KIGYO SHINDAN

# 2

February  
2019 vol.66

特集

## M&Aが 中小企業を救う

—事業承継と成長戦略のワザ—

連載 インタビュー  
Umano! #9



株式会社 people first  
代表取締役

八木 洋介さん

新連載

企業の魅力を引き出すシゴト

販売促進コンサルタントが行く!

講座

中小企業診断士試験 実戦! 錬成問題集

Interview



インテグラル株式会社代表取締役パートナー  
スカイマーク株式会社代表取締役会長

佐山 展生さん

# INTEGRAL

Interview

## 佐山展生さん

インテグラル株式会社代表取締役パートナー  
スカイマーク株式会社代表取締役会長



投資先と従業員を第一に考えればリターンは上がる  
日本型バイアウトに第3者承継の要諦を学ぶ

さやま のぶお：1953年京都市生まれ。72年，洛星高校卒業。76年，京都大学工学部高分子化学科卒業。同年，帝人株式会社入社。87年，株式会社三井銀行（現三井住友銀行）入行。98年，ユニゾン・キャピタル株式会社設立。2004年，GCA株式会社設立。同年，一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授（05年から教授，18年から同大学院経営管理研究科客員教授），07年，インテグラル株式会社設立，代表取締役パートナー。15年，スカイマーク株式会社代表取締役会長。著書に『企業価値向上論講義 社長の器』（編著），『バイアウト』（共著，ともに日本経済新聞出版社）など。

## — The prologue

「日本航空の再建では整理解雇が行われたのに、スカイマークは希望退職も募らなかった」

私は信頼すべき知人の指摘を聞き、スカイマーク再建の担い手に興味を持っていた。上場企業のリストラは日常茶飯事だからだ。

経営権を握ったのは「日本型バイアウト・ファンド」を標榜するインテグラル。真山仁氏の経済小説『ハゲタカ』がテレビドラマになり、「外資系投資ファンドは怖い」というイメージがあるが、同社はそれとはまったく違った。

インテグラルの投資先もほとんどは、「いい会社」になっているようだ。そのようなことができる日本型バイアウト・ファンドとは何か。

政府は、親族以外への事業承継「第3者承継」を含む事業承継支援に力を入れている。立場は異なるが、インテグラルの話はその参考にもなるのではないか。

日本の投資ファンドのパイオニアである佐山さんに、スカイマークへの投資と再生、日本型バイアウト・ファンド、さらに企業の買収・売却をとまなう第3者承継の要諦について聞いた。



### インテグラルの概要（2018年12月現在）

#### ■創業

2007年9月

#### ■経営理念

「Trusted Investor」（信頼できる資本家）

#### ■行動規範

1. ハートのある信頼関係を事業全ての基礎とします
2. 長期的な企業価値の向上を愚直に追求します
3. 最高の英知を結集し、「新しい何か」の創造に挑戦します。

#### ■ファンドの状況

1号ファンド：115億円

2号ファンド：442億円

3号ファンド：730億円

#### ■投資実績

株式会社ヨーージャマモト、アパマンショップホールディングス（現 APAMAN）株式会社、TYO（現 AOITYO ホールディングス）株式会社、信和株式会社、株式会社コンヴァノ、キュービーネットホールディングス株式会社、スカイマーク株式会社、イトキン株式会社、株式会社アデランス、など17社

## スカイマーク投資の 舞台裏

スカイマークは2018年9月19日、初就航(福岡空港～羽田空港)から20周年の記念式典を福岡空港で開いた。

スカイマークの初便は、ANAとJAL以外で初の国内定期航空便だった。2社寡占体制の中、第3極の航空会社と言われ、20年をつないだ。

### (1) 旧経営陣の清算の決断に「待った！」

だが、その経営は多難だった。絶体絶命の危機は2015年1月。当時の経営陣は清算の準備を始

めようとしていた。

その準備に「待った！」をかけたのが、インテグラルである。なぜストップさせたのか。当時のことを、佐山さんは次のように振り返る。

「14年12月9日、スカイマーク本社を初めて訪問、社長の西久保慎一氏らと面会して『どこかの航空会社が支援するなら出資します』と伝えました。15年1月13日にスカイマークから『ANAに断られました』と説明があった後は、連絡が途絶えていました」

「スカイマークの去就が気になり、1月23日午後8時、井手隆司スカイマーク会長(当時)に電話しました。井手氏からは『お金集めは断念して、明日から清算の準備をします』との説明がありました。これに対して、私は次のように返しました。

『効率の悪いA 330は解約して、ボーイング737だけにしたらやっつけいけると言われていたじゃないですか。清算はないでしょう。超特急で民事再生できるかどうかやってみましょう』。そして、午後11時に電話会議を開き、翌日からデューデリジェンスを開始することで合意しました」

「翌日、インテグラルから5人、それに弁護士、公認会計士、コンサルタントをスカイマーク本社に派遣。チームは3日間ほとんど寝ずに作業をして『90億円の融資枠を準備すれば乗り切れる』との報告をまとめてきました」

「インテグラルの投資の意思決定はパートナーが1人でもノーといえやらない、というルールがあります。当時のパートナー5人全員一致で支援を決めました」

## (2) 「投資ファンドの常識」を超えた決断

当時、インテグラルは2号ファンド(442億円)を運用中。この時、事実上、スカイマークへの投資を決めた。だが、極めて流動的な情勢の中、リターンは計算できたのだろうか。佐山さんは「後で知りましたが、うち以外の全ファンドが投資を断っていました」という。

「経営が好調だった時の運航体制に戻す(ボーイング737に機材を統一する)と黒字にできるという話は聞いてはいましたが、そうなる根拠はありませんでした」

「民事再生するといったら、お客さんが乗らなくなる、従業員が辞める、燃料が入ってこない、ということもありえました」

「債務は債権者集会で認められればそれが減額されますが、どれだけに減額されるかはわかりませんでした」

「融資は90億円で大丈夫かと言われても証明できません。結果的に45億円で乗り切れました」

「業績の予測、企業価値の評価はやりましたが、ほんとうのところ将来の企業価値なんて、わかるはずがありません」

## (3) 「私たちがやらなかったら……」

にもかかわらず、佐山さんらは支援を決断した。

「利益が出るかどうかはわかりませんでした。少なくとも90億円は戻ってくるんじゃないかと思いました。勘です。そのうえで、私たちがやらなかったら、独立系の航空会社がなくなる、なおかつ社員である2,000人の方の仕事がなくなる。私たちがやることには社会的意義はある。この2点で突っ込もう、ということにしました」

「きれいごと」と受け取る向きもあるかもしれない。だが、佐山さんの軌跡をたどれば自然な決断だったことがわかる。この点は後で触れる。

# スカイマークの再生

## (1) 人員整理や給与カットはしない

買収後のスカイマークの経営について、佐山さんらは人員削減はしなかった。

「鹿兒島空港支店での説明会のときです。社員から『人員整理や給与カットはありますか』と質

問が出ました。われわれが投資ファンドということもあって、社員のみなさんは不安だった」

「『みなさんに辞められると困ります。みなさんの給与はこれまでにカットされてきました、これからはもうカットはしません』と答えました。これ以降の説明会では、この話から始めました」

## (2) 定時運航率が最下位からトップに浮上

「(経営権を握った当時)スカイマークの印象を地元の神戸の人々に聞いたところ、『遅れる、欠航する』。そういう人に『定時性が向上しました』なんて言っても、もう乗ってくれない。そこで定時運航率日本一を目指そうと、しつこく、しつこく、社員のみなさんに言ってきました」

全社員の目標を「定時運航率日本一」一本に絞って取り組んだ結果、2017年度における定時運航率は93.06%にまで上がり、12社中1位の目標を達成した。11年度(80.3%)は最下位だった。スカイマークのイメージは変わり、搭乗率は84.4%(14年度は66.9%)になった。

搭乗率が上限に張りつく中、次の成長戦略をどう描くのか。

「ボーイング737を18年8月に1機増やし、19年には2機増やして29機になる。その先どうするかは検討中です。スカイマークの株主間契約では、新体制から5年以内、2020年9月29日までは上場することになっています」

## 日本型バイアウト・ ファンドとは

### (1) 「天職にめぐりあった」

佐山さんはどのような人物で、インテグラルはどのような会社なのか。そして、企業買収の世界に飛び込んだ発端とは――。

「1987年、たまたま目に入った新聞の求人広告に興味を持って三井銀行(現三井住友銀行)に応募、面接でM&A(合併&買収)の説明を聞き、面白そうと思って転職しました。M&Aという言葉を知ったのはその時が初めてというほどの未知の世界。ゼロからのスタートでした」

「入社3週間後の、あるボイラー会社の案件が、私も銀行も最初のM&Aでした。もし契約が調印できていなかったら、あの会社はつぶれて、働いていた人は路頭に迷ったことでしょう。それが企業買収により救えた。素晴らしい仕事、天職にめぐり合ったと感じました。33歳の時です」

佐山さんは1998年、4人でユニゾン・キャピタルを創立、99年に当時の日本最大規模の380億円のPE(プライベートエクイティ)ファンドを立ち上げた。

### (2) 投資家より投資先を第一に

株式に投資し、経営に関与して企業価値を高めて株式売却、利益を実現するのがバイアウト・ファンドである。その後、佐山さんは2004年にユ



ニゾンを退社、07年にバイアウト・ファンドのインテグラルを立ち上げる。

「ユニゾンなどの投資ファンドはできるだけたくさんさんのリターン、収益を上げて投資家に返すアメリカ的なファンドです。『リターンが一番』という考え方は当たり前のように聞こえるのですが、私たちは『投資した会社と従業員が一番』だと考えたのです。みなさんと一緒にいい会社をつくって会社の価値が上がれば、結果として投資家の方々にお返しできる、そのような日本型バイアウト・ファンドをやりたかったのです」

「一番重要視することが違うと、具体的に何が違って来るか。たとえば売却です。ファンドは普通、高く買うところに株式を売る。投資家が一番大切だからと言うが、われわれが一番大切にするのは残る会社のみなさんの意見。もしも、会社に残るみなさんが嫌だと言え、高く売れてもそこには売れません。これは大きな違いです」

「また、必要に応じて人(経営人材)を常駐で派遣すること。今も10人ほど、投資先に派遣している。スカイマークの場合、私以外に2人が常駐しています」

### (3) ファンドと同時に自己資金で投資

「もうひとつはハイブリッド投資です。ファンドはふつう4～5年でファンドの持ち株を売却して、投資先との関係がなくなってしまう。われわれはファンド資金以外に自己資金も出します。ハイブリッド投資という手法です」

これらの方針や仕組みにより、株式の保有や売却については「会社に残る経営者や従業員の意見を大切にす」姿勢を貫いている。

ヘアークット専門店チェーンのQBハウスのキュービーネットホールディングス株式会社(2018年3月23日に東証1部上場)とネイルチェーンのコンヴァノ(同4月11日東証マザーズ上場)は上場後も株式保有を続けている。一方、仮設資材製造の信和(同3月20日)は全株を売却した。

スカイマークの2020年上場時のインテグラル保有株の行方はまだ「Nobody knows(誰もわからない)」だが、「会社に残る経営者や従業員の意見を大切にす」との姿勢は堅持する方針だ。

## 第3者承継の要諦

最後に、佐山さんに「第3者承継」について聞いた。



——経営者が会社を売却する時の注意点は何か。ようか。

売却先をよく見極める、これが一番重要です。売却してしまったら、すべてを売却先が決めることになる。たとえば、上場を目指すと言っている、目指さない人はいっぱいいる。従業員を解雇しないという約束も破られるかもしれない。信頼できる先でない後悔します。だから信頼できる先を探してください。その次に値段です。

——信頼できる売却先は、どう見極めればいいでしょうか。

第一印象でおかしな人はおかしい。動物的な直感が正しい。もっともらしいことは、悪い人でも言えます。私の経験では、第一印象が一番当たります。もう一つは、相手に投資実績があればその

投資先の企業に聞くことです。投資した後、ぐじゃぐじゃになっている例もある。相手の言うことをそのまま信じずに、必ず裏をとってください。

——逆に、買収する時の注意点は何でしょう。

中小企業もデューデリはできます。ややこしいだけです。オーナー企業は特に難しい。個人と法人の線引きが不明確ですから。財務経理を奥さんがやっていたり、帳簿が自宅にあったりする。

——企業はきれいにしてもらわないと買えない？

それは違います。きれいにしてね、とやっていたら時間がかかるか、買収はできません。デューデリジェンスで財務経理の方向を決めて、本当にきれいにしていくのは投資した後です。

——会社を買うことを勧める本が最近、数多く出ています。

美術品を買うのに1億円かかったとして、偽物だとしたら損するのは最大1億円。でも、会社を1億円で買収しても最大損失は1億円ではない。数十億円を損することもある。底なしの債務、隠れた債務がくっついていることがある。企業買収を甘く見ると怖い。弁護士、会計士の腕のいい人についてもらうことです。

——真山仁さんの『ハゲタカ』についてご感想をいただけますか。

NHKの脚本は見ました。テレビ朝日のドラマは、私のパートナーの山本礼二郎が見ていました。真山さんには本を書かれる前にいろいろと話をしました。そのときにお話しした東ハトの買収、再建などのことが作品に入っています。ドラマは激しいように見えますが、実際はもっと激しい。100倍、1,000倍です。たとえば、NHKのドラマではハゲタカは悪役の外国人、投資銀行の人間は人の良さそうな俳優さんが演じていますが、現場では本当に悪そうな人も出てきます。そんな人と

も関わらなければいけない。

われわれは、ハゲタカに出てくるような人たちとは目指しているものが違います。ハートのある投資を大切にしています。投資先、そこで働いている人が大切、これが根幹。いい会社をつくりたいと口で言う人はいるでしょうが、実行は容易ではありません。われわれはこの世界でダントツになりたい。今は共同投資で1兆円規模までやります、と言っています。

——佐山さんが事業会社の経営者を務めたのはスカイマークが初めてとのこと、その経験に基づき読者へのアドバイスをお願いします。

スカイマークでの3年間はこれまでの人生以上の多くの学びがありました。経営者には理屈はいりません。問われるのは結果だけです。一方、コンサルタントには理屈が必要です。コンサルタントは、成功している経営者に学び、理屈を練り上げていくことが必要なのです。



佐山さん「人生は自作自演のドラマ。人生の主演は自分、シナリオを描くのも自分。自分の人生を楽しく面白くするのは自分以外にいません」