

借入によらない資金調達について

—復興資金を自己資本として調達する—

2011年7月

(2012年1月 一部加筆)

独立行政法人 中小企業基盤整備機構

経営支援情報センター

目次

要約	1
1. 事業の復興と自己資本	2
2. マイクロファイナンス・匿名組合	3
(1) マイクロファイナンスとその先行例	3
(2) ミュージックセキュリティーズの被災地応援ファンド	4
3. 投資ファンド・有限責任組合	5
(1) 投資ファンドにみられる工夫	5
(2) 再生ファンドの活用可能性	6
4. 共同経営・協同組合	7
(1) 共同経営	7
(2) 協同組合による資金調達	8
5. 株式資本・持株会社	9
(1) 持株会社と資金調達	9
(2) 無数の出資者と多数の小事業者	11
(3) 持株会社の課題	14
6. まとめ	16

要約

1. 本報告書は、被災地の企業が、借金によらず、自己資本を調達して復興する方法を明らかにした。被災した企業には、もう借金はしたくないと声が少なくない。もともと借入金は、かなりの成長と、インフレが見込める局面での資金調達方法として出現した。その時代はすでに過ぎ去っている。他方で、多くの国民が、このさいお金ならば少しだけでも出せる、という思いをもっている。
2. 一方で、震災の被害を受けて復興資金を必要としている事業者の多くは小規模で、かつ非常に数にのぼる。エールを送ろうという人びとにとって、それぞれの事業者について投資に必要な最小限の情報を得ることも難しい。他方で、お金を出そうと思っている人びとも無数であり、しかも個々の額は必ずしも多いものではない。この両者を結びつける方法を検討した。
3. 借入によらない資金調達には、1) 匿名組合、2) 有限責任組合、3) 共同経営・協同組合、4) 持株会社がある。このうち1)と2)は、従来から行われてきた資本調達法であり、3)と4)がこれから活用すべき新たな方法である。また1)と4)は、広く資金を調達できる方法である。この4つの方法の間の違いは、資金の提供者と現地の事業者との間を仲介する機関の果たす役割の違いにある。
4. 従来から行われてきた方法には、そのまま活用できるという利点がある。匿名組合は、意思の強固な事業者が、いち早く立ち上がるのに有効である。投資ファンドは、独自の技術や製品を擁する企業の再生に有効である。問題は、一度に著しく多くの企業が資金を必要としており、それらの企業の多くが資金の提供者に知られていないという点にある。
5. 新たな方法のうち、共同経営については、他の協同組合に比べて共同性の強い漁業協同組合が資金を導入し、事業を共同で営む事業者に出資するという方法が始まっている。
6. 持株会社は、各地域に集積する水産加工などの地場産業の資金の受け皿として有効である。すなわち従来の事業会社が10社前後集まって1つの持株会社を設立し、まとめて資金を調達する方法であり、特別の企業でなくとも実現可能であり、かつ広い範囲から資金を調達できる方法である。もちろん「持株会社」という形式が重要なのではなく、重要なのはその機能であり、それが果たせるのならば、かたちは一般社団法人でも、特別目的事業体でもさしつかえない。

*本報告書は、2011年6月という比較的早い時点にとりまとめられたものであり、その後の状況の進展によって変化した事態もある。しかしそれらは注記にとどめることとし、本文はできるかぎり最初のまま残すこととした。

1. 事業の復興と自己資本

本調査報告は、東日本大震災の被害を受けた地元企業が、自己資本を調達して復興するためのいくつかの方法を示すものである。ここで地元企業というとき、まず念頭に置いているのは、各地域に集積している地場産業の中小企業や、その他の中堅企業である。

東日本大震災からの企業復興に対しては、融資枠・融資条件の大幅な緩和、ファンド創設による融資¹、再生ファンドによる債務処理²など、各種の方法が検討され、そのなかにはすでに実施に移されているものもある。また仮設事業所等の提供など、施設の現物貸与も進められている。各企業の置かれた状況には大きな差異があるので、それぞれに対応できるような多様な選択肢が備わっていることは重要である。

しかしながら復興資金の供給に関するかぎり、これまで検討されてきたスキームはそのほとんどが融資の形態をとっている³。これに対して被災地の企業の多くは、全体としてみると震災前の多額の債務を金融機関等に残したまま、震災被害にあって資産の多くを失っている。個々の事業者から必ず聞かれる「もう借金はしたくない」という声は、ことを進めるにあたって重く受け止めなければならない。借金によらない復興はどうしたら可能だろうか。それは可能であり、それを示すことが本調査報告の目的である。

他方で、被災地のために何か自分にできることをしたい、と考えている人びとは少なくない。お金ならば少しは出せると思っている人も多い。今ならばそうした無数の個人から、志をともらった資金が提供されるであろう。それはいつまでも義捐金として贈与経済に組み込まれるよりも、生産活動に投じられ、雇用の、そして消費の回復に結びつけられる方向に進むことが望ましい。それを貸すのではなく、自らも参画することによって、一事業者にとっては、借金としてではなく自己資本として一、事業再開の手だてでは考えられないだろうか。本報告は、一方のそうした無数の個人の志と、他方の無数の事業者とを結びつけるいくつかの方法を掘り下げ、それぞれの適用法を示す。もちろんいったん事業が始まれば、運転資金、資金繰りなどで、いやおうなく融資のスキームも重要になってくるし、それに対する備えも重要である。それを排除するものではないし、むしろ自己資本の強化は融資の条件でもある。また今後、公的資金を活用できるような手法が出てくれば、それも排除するものではない。本報告書の狙いは、特定のスキームを最も優れたものとして提言することではなく、一方では復興のためにすでに着手されてきた途をできるところまで突き進めつつ、他方で第二、第三の途も用意しておこうという点にある。

本調査報告では、前半の 2・3 節で、自己資本のかたちをとる資金調達について既存の方法の問題点をまとめつつその活用を検討し、次いで 4・5 節においてはこれまで使われてこなかった方法について検討を行う。とりわけ「持株会社」という仕組みの可能性について、掘り下げて考えたい。

¹ 日本政策投資銀行と地方銀行が共同して、被災企業に融資する再建ファンド設立の計画が伝えられている(『毎日新聞』2011.5.28、東京夕刊)。

² 政府部内でも、再生ファンドを創設し、被災企業の債務を株式化する案が検討されたと伝えられている(『日本経済新聞』2011.5.24; 2011.5.25)。

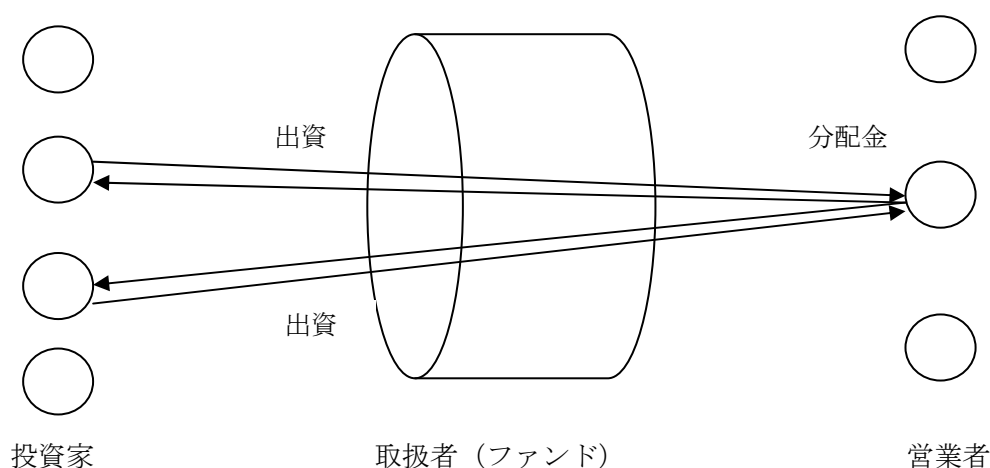
³ 日本政策投資銀行による自動車部品工業の復興ファンド(後出、3. 参照)は、出資を念頭に置いた試みである。

2. マイクロファイナンス・匿名組合

(1) マイクロファイナンスとその先行例

マイクロファイナンスは、さまざまな社会的課題を解決するためのビジネスの手法として、広く使われている。そのさい匿名組合という資金調達のかたちがとられることが多い。匿名組合自体は古くからの制度であり、株式会社が本格的に登場する以前から、便宜的な方法として使われていた⁴。わが国でも、鉱山など、営業開始までのリスクが大きい事業について、株式会社の代わりに使われてきた。「組合」という名称は何らかの団体を想起させるが、匿名組合は法人格をもたず、各匿名組合員と営業者との双務契約の束にすぎない。匿名組合においては出資者が匿名組合員となり、営業者が事業を行う。匿名組合員の出資は営業者の財産となり、事業から得られる利益が組合員に分配される。「匿名」の由来は、組合員が営業者の取引先等に知られず、営業者の行為に対して権利義務を有しないことにある。

第1図 匿名組合



この匿名組合の特性が、社会的課題を解決するための小口投資方法としてよく使われている。匿名組合を用いた小口投資の先行例としては、太陽光発電事業や風力発電事業があるが、それらの仕組みをごく簡単に示しておきたい。

太陽光発電については、「おひさまファンド」の名で全国32ヶ所に施設を設置する計画がなされ、長野県を中心に数次にわたる実績がある。それぞれの募集金額はおよそ1億円から5億円の間であり、1口10万円ないし50万円、投資期間10ないし15年で進められている。

これは個人では導入できない太陽光発電を、広く資金を集めて公的施設等に敷設することによって推進しようというものである。趣旨に賛同して出資する人びとが、事業ごとに匿名組合員となり、匿名組合員には営業者である発電事業者が電力会社に売電することによ

⁴ イギリスやアメリカでみられたエンラージド・パートナーシップもこれに相当する。

って得られた収益が配分される⁵。ここでは〈おひさまエネルギーファンド株式会社〉は、匿名組合員と営業者を媒介するファンド取扱者である。

いま一方の風力発電については、北海道をはじめ各地での実績があり、すでに運用を終了したものもある。事業の規模は1億円から9億円の間であり、こちらも1口10万円ないし50万円、投資期間10ないし15年で進められている。この事例では営業者は、〈株式会社自然エネルギー市民ファンド〉自体である。すなわちこの例においては、一般市民が匿名組合員として営業者であるファンドに出資し、ファンドがそれを各地の風力発電事業者に貸し付ける仕組みとなっている。発電事業開始後は、ファンドは事業者から元本の返済と金利の支払いを受け、それを出資者に分配する⁶。ただしこの事例は、事業者への資金は投資ではなく貸付のかたちをとっているため、本報告の目的にそのまま援用することはできない。

いずれの匿名組合も、電力の大量消費と原子力発電を抑えるために、再生可能なエネルギーを共同で作出しようというソーシャル・ビジネスであるが、その事業の成否は、発電した電力がある定められた価格で買い取ってもらえるという条件に依存している。

このたびの東日本大震災に対しても、被災企業の再興を目的とした匿名組合がすでにつくられている。次にその例を示そう。

(2) ミュージックセキュリティーズの被災地応援ファンド

〈ミュージックセキュリティーズ株式会社〉は、これまで、「自由な音楽を育てる」「児童養護施設向け教育改善・進学支援」「途上国のマイクロファイナンス支援」などの、小口投資事業を扱ってきた。東日本大震災の復興支援においては、早くも4月25日には最初の匿名組合をスタートさせた。その形式は、ミュージックセキュリティーズが取扱者となり、現地の事業者が営業者となって、事業者ごとに匿名組合員を募るというものである⁷。もともとこのファンドは、被災地でもある仙台市五橋の産学官連携スペース・ファイブブリッジの有志が、地場産業をはじめとする被災地の中小企業の再生を願ってミュージックセキュリティーズとともに現地をまわり、事業者と面談した結果、その現状や意見を反映した支援方法としてできあがったものである⁸。その実現には、ファイブブリッジ会員のネットワークや、会員それぞれの特技を生かした分担が決定的な役割を果たしている。

この被災地応援ファンドによってつくられた匿名組合は、2011年8月の時点で、気仙沼、陸前高田、南三陸、石巻、さらには七ヶ浜に及び、募集金額の規模は、これまでのところ1組合あたり500万円から5,000万円にわたっている。匿名組合の期間は、営業開始から5年8ヶ月から10年となっている。いずれも一口あたり「出資5,000円＋営業者への寄付金5,000円」というかたちにとられ、生産物の送付などの投資家特典も設けられている。募集開始後3週間で募集額に達したファンドもあるが、募集口数を満たすために時間を要しているものもある。

⁵ 〈おひさまエネルギーファンド株式会社〉ホームページより

⁶ 〈株式会社自然エネルギー市民ファンド〉ホームページより

⁷ 〈ミュージックセキュリティーズ株式会社〉ホームページより。あわせて〈ミュージックセキュリティーズ〉への聴き取りも行った。

⁸ 〈ファイブブリッジ〉ホームページによる

一連のファンドは被災地の事業者と一緒に立ち上がって実現したものであるが、匿名組合は個々の事業者と出資者との間の契約でつくられている。募集金額にもかなりの幅がある。また事業者のなかには製品・市場特性からすでに全国各地に顧客をもつところもあるが、もっぱら地元の市場を事業基盤としてきたところもある。こうした事情の違いが、ファンドの進捗状況と関係しているのではないかと思われる。

ミュージックセキュリティーズの被災地応援ファンドの最大の功績は、いち早く、きわめて速やかに、被災地の事業者の必要に応えたことにある。それが可能だったのは、新たな手法を構築せずに既存の手法を使ったことにもよるが、そうしたことをどこよりも早く考案できたのは、ファイブブリッジやミュージックセキュリティーズ関係者の研ぎ澄まされた志にもよる。

他方でこの手法にも限界がある。一つはこの仕組みを効果的に使えるのは特別の著名な事業者であること、いま一つは本格的な設備投資をまかなうほど多額の資金を募集するのは容易でないことにある。また扱う数にも限界があるのではないかと思う。次の段階として、いまして普通の事業者にも可能な資金調達の方法を考案しなければならない。

3. 投資ファンド・有限責任組合

(1) 投資ファンドにみられる工夫

復興ファンド創設に関してはすでにいくつかの計画があるが、多くは融資を内容とするものである。一方、投資型のファンドは、その性格上、投資リターンを期待できるような条件が見出せないかぎり、組成はむずかしい。投資ファンドはまた、有限責任組合の形態をとるために、組合員数に制限があり、不特定多数の志ある資金を集める受け皿とはなりにくい。

そのような制約のもとで、工夫をこらしつつ出資形態による資金供給を行おうという試みも出ている。日本政策投資銀行の自動車部品工業復興ファンドは、復興資金を必要とする中小部品企業と取引関係にある大手部品企業に対して出資ないし融資を行い、大手部品企業はそれをもとに取引先の中小部品企業に対して出資するというものである。ファンドが多数の被災企業に直接に投資するのではなく、緊密な取引関係をとおしてそれらの中小企業を熟知する大手部品企業に出資ないし融資がなされ、大手企業の判断にもとづいていわばドミノ的に投資が行われるという仕組みである⁹。このほかファンドと大手部品メーカーが共同で出資する共同方式も考えられている¹⁰。

資金を要する中小企業の数がどのくらいにのぼるかは、まだ明らかではない。計画されるファンドの規模は500億円であるが、それでも多数の中小企業に対する出資が可能な額である。投資リターンという制約を別にしても、新設のファンドがこれだけ多数の中小企業に短期日のうちに直接の投資を完了することは難しい。そのために大手部品企業が中小企業との間に築いた緊密な取引関係を活用するというのは優れた解決策である。

このような出資に対しては、大手部品企業の中小部品企業に対する支配を増大する、と

⁹ 『読売新聞』2011.5.29 より。以下に挙げられる事例はいずれも、いまして進捗したところで聴き取りを行うべきものであり、現時点では主にニュース記事による紹介にとどめた。ただし複数の記事を参照することとした。

¹⁰ 『日本経済新聞』2011.6.3 より

いった危惧が出されるかもしれない。そうしたことも起こらないとは言えない。しかしながら中小部品企業においてはすでに取引先大手の複数化が進行しており、この仕組みを使えばあいでも複数の大手部品企業からの出資を受けることになり、系列強化には進まないであろう。大手部品企業の側も、系列強化によって得られる利点よりも、中小部品企業の規模拡大によるコスト削減効果を重視するようになってきている。中小部品企業が複数の大手部品企業と取引することは、量産によるコスト削減効果につながるのである。この計画では3次部品メーカーも対象と考えられているが、大手部品企業と直接の取引関係のない3次部品メーカーに対してどこが投資できるかという問題が残る。

以上のほか、〈東北イノベーションキャピタル〉(仙台市)が、「東北リバイバルファンド」(仮称)を計画している。これは東北・関東の震災で被害を受けた企業を対象とした復興支援ファンドで、40～50億円規模の資金を集め、環境、エネルギー、ハイテク、バイオ、ヘルスケアなどで有望な技術を持った企業に投資し、早期に株式を上場させてファンドの運用成績を高める、とされている¹¹。

(2) 再生ファンドの活用可能性

中小企業基盤整備機構が出資する「中小企業再生ファンド」は、事業再構築による再生が可能な中小企業への投資を行う制度である。すなわち同機構は、再生を目的とする投資事業有限責任組合に対して、公共団体とあわせて60億円を越えないで出資約束金額の2分の1まで出資し、当該有限責任組合が投資を行う。その手法として、金融機関が保有する対中小企業債権を再生ファンドが買い取り、それを株式化することによって債務を整理したり、株式を取得したりすることによって資金を供給する仕組みとなっている¹²。

政府部内で検討された案もこの制度を使ったもので¹³、被災各県に基金を設置し、被災企業の震災前からの債務について、元本の返済を猶予し、金利支払いを肩代わりするというものである。機械等のリースに対しても公的保証を行う。この案の出発点は、被災企業のいわゆる二重ローン解決にあった。そこでは被災企業の債務をどう軽減するかという点と、債権者である金融機関の債権をどう保全するかという点との調整に手間取った。二重ローン解決は、それ自体は重要な課題であるが、それは次の資金調達も融資によることを前提とした議論である。そこでは被災企業への出資という語も使われているが¹⁴、債権の株式化が持つ問題点は必ずしもはっきりせず、論点は被災した中小企業にいかにして必要な資本を新たに供給するかということには必ずしもない。

この再生ファンドは、過剰債務に陥ってはいるが、本業に相応の収益力がある企業を対象としたものである。それには建物や設備等、生産の条件がそろっているということが前提である。問題は、第一に、この制度によって債権を株式化することができたとしても、それに対応すべき設備や建物をすでに失ってしまった被災企業が多いという現実がある。対象企業に選定されるのは容易ではない。第二には、株式化によって債務を減らすことは

¹¹ 『日本経済新聞』(ネット版)2011.6.04。その後、このファンドは実現をみた。

¹² 〈中小企業基盤整備機構〉ホームページより

¹³ 池永朝昭弁護士による「地域別震災復興支援ファンドと事業再生手法(3)」が、早く事業を復興させるために、すでにあるこの制度の活用について論じている。池永朝昭「とも弁護士の備忘録」

¹⁴ 『毎日新聞』2011.6.08より。

できるが、新規資本が入ってくるわけではないという点である。しかしこれらの企業が必要としているのは、事業再開のために新たに設備投資に使える新規資本なのである。

(1) (2) で取り上げた投資ファンドはいずれも、震災によって大きな被害を受けてはいるが、利用可能な資産を残している企業には活用可能である。壊滅的打撃をこうむった沿岸部の企業には、別の手法を考えることが必要であろう。

4. 共同経営・協同組合

(1) 共同経営

このたびの震災からの復興を進めるために、いくつかの地域では共同経営が提唱されている。すでに共同経営に着手した地域もあり、この可能性が検討されている地域を加えると確かめることのできるものだけでもいくつかにのぼる。全国漁業協同組合連合会は、国からの支援を要請するなかで、共同経営・漁協自営方式による復興をあげている。すでに実行に移されたのも今のところいずれも漁業・養殖業関係であるが、水産加工業においても共同経営は一つの選択肢とされている。共同経営とはどのようなものなのか。とりわけ、共同経営を行うことによって、事業資金の調達という課題がどのように解決されるのだろうか。ここでまず、2つの例を紹介することから始めたい。

第一の例は、宮古市の田老町漁協（正組合員 523 人）である。大震災前、同漁協は全国で高い評価を得ている「真崎わかめ」のブランドを擁していたが、2012 年春から養殖ワカメ、コンブの収穫を再開する方針を固めた。そのさい漁協が養殖施設を整備して、ワカメの種苗を無償提供し、3-4 人の組合員で編成する養殖班が共同で経営するという計画である。漁協は 4 月初め、6 カ所で組合員の意見交換会を開き、再建方針を示した。ワカメとコンブの養殖は組合員で編成する養殖班が共同経営で実施するが、5 月末までに希望者を募ることになった。共同経営で種まきや間引きなどの作業を進め、来春からの収穫を目指す。漁協が地域内 4 カ所に簡易加工施設を造り、養殖班が収穫からボイル、塩蔵加工まで行い、漁協に出荷する方針である。組合員の一人は、「もう一度海でやってみたいと思う」と話している。漁協では 960 隻余の漁船のうち、約 50 隻程度が残ったが、漁協は船を集約化するほか、新規船も購入し、養殖班ごとに無償で使えるようにするという。組合員から提供を受けた船は利用料を提供者に支払うというものである¹⁵。

第二の例は、石巻市の牡鹿半島の小網倉浜地区であり、ここではカキ養殖が盛んであった。この地区でカキ養殖を営む 24 世帯のうち津波による全壊を免れたのは 3 世帯であり、養殖いかだは 240 台が全滅した。5 トン級小型漁船も 30 隻のうち 8 割が失われた。浜に残って避難生活を送る約 50 人の漁業関係者も、ほとんどは「一緒にやるしかねえ」と共同経営に賛同している。個人で高額な資材を買いそろえるのは厳しいからである。

カキの養殖に必要な初期投資は、小型漁船の約 3,000 万円をはじめ、いかだを浮かべる樽、ロープやいかりなども含め、5,000 万円を超える。これまでは互いにカキのでき具合を競争してきたが、震災後は浜辺に散乱した漁具を拾い集め共同利用を始めようとしている。ただし、共同経営を始めるにも困難が伴う。海底には民家や漁船が沈んでいるが、養

¹⁵ 『岩手日報』2011.4.06;『コープ商品』2011.6.25

殖に必要な水深を得なければならない。今夏にカキの種付け作業を始めたとしても収穫までに2年はかかり、それまでの生活資金をどう工面するかも課題である。そのため、収穫の早いワカメから始めようという意見もある¹⁶。

(2) 協同組合による資金調達

以上にみられる共同経営のうち第一の例は、協同組合を母体として進められていることがわかる。母体となっているのは地元の漁業協同組合である。このような例は、同じ宮古市の重茂（おもえ）漁業協同組合や宮城県漁業協同組合・宮戸支所でもきかれる。もとより協同組合は、独立の自営業者の集まりであり、共同経営ではない¹⁷。一方、共同経営そのものは、もちろん協同組合のないところでも可能である。じっさい第二の例は、必ずしも協同組合が母体ではなく、集落を単位とした試みである。他方で、現地では協同組合を越えた共同経営についての話題もあるが、解決すべき課題が多いためか、現実的なところまで話は煮詰まっていない。

漁業協同組合の組合員は、各自、独立して漁業や養殖業を営んでいる。漁業や養殖業の最も基幹となる部門は、各組合員によって独立して営まれている。事業の基本は、各事業者の計算にもとづいて行なわれている。そこには各組合員独自の技術や工夫がこらされている。一方で漁業協同組合も、他の協同組合がしているように、共同で資材を購入したり、出荷したりしている。しかし漁業協同組合はそれにとどまらず、稚魚や稚貝を養殖して放流したり、種苗を育てたり、あるいは水産加工場を営んだりしている。単位漁協を越えたところでは、協同組合連合会が漁業権を設定して漁区や漁期を定めている。単位漁協内部でも、共同定置網を使ったり、漁そのものを共同で行ったりすることもある。この意味で、他の一般の協同組合よりも、もともと基幹部門に少し踏み込んでいるといえる。こうした共同事業は、組合員の出資金によってまかなわれ、各人の利用に応じた費用負担がなされている。こうした事業からの収益が、割戻金として出資に応じて配分されるとはかぎらず、利益準備金や特別積立金として蓄積されている点も、漁協の共同性の特徴であり、漁協の多くは、出資金に匹敵するほどの利益準備金や特別積立金をもっている。

しかしいま問題となっている共同経営は、これまで各事業者が独立して行ってきた養殖などの基幹部門そのものを、共同事業によって行おうというものである。各事業者に割り当てられていた養殖場は、これまでの津波とは異なって各事業者では回復できないほどはなはだしい被害をこうむった。漁業協同組合が一部の回復可能な場所を整備し、そこで共同経営による事業再開に踏み出そうという試みである。もともと漁業協同組合には共同化されてきた分野が少なくなかったが、今回の津波では地域一帯や集落が壊滅的被害を受け、避難生活をともにし、生活に必要な水源や食料品の確保も共同で行なわれた。共同化は、危機から脱するためにまず取りうる手段である。

共同経営は、多額の固定投資を要する施設や器具などを集約化して共同で利用し、それ

¹⁶ 『毎日 JP』2011.4.15;『時事ドットコム』2011.4.20。その後、同じような試みは、宮城県南三陸町志津川でも始められた。『日本経済新聞』2011.11.04

¹⁷ じつは歴史上、最初の協同組合は、共同経営を試みたものであった。それは失敗に終わった。S.ポラード＝J.ソルト編(根本・畠山訳)『ロバート・オウエン』(青弓社、1985年)。また鈴木良隆「社会的企業家の系譜—R.オウエンとサン・シモン＝ペレール—」『企業家と社会・討論資料』06。

によって投資を節約することができる。投資に必要な資金は、共同経営への参画者の出資によるだけでなく、漁業協同組合が負担する。その意味で個々の漁業者は直接の借金を免れることができる。しかしそれでも新たな投資資金は必要であり、その資金は別途、何らかのかたちで調達されなければならない。この点、漁業協同組合には強みがある。漁業協同組合は、組合員の出資金をはじめ利益準備金や特別積立金など、10数億円の資本金を擁しており、もともと経営基盤は強固であった。この地域における養殖事業は収益性がきわめて高いとされており、事業が軌道に乗る見込みさえあれば、融資を受けやすい立場にある。あるいは漁業協同組合は、営利事業を行うことを目的とする団体ではないので、政府による助成や融資もありうる¹⁸。こうした条件がそろったところでは、共同経営による復興は有力な手法といえよう。

5. 株式資本・持株会社

(1) 持株会社と資金調達

復興のために事業者が協力しようという話があちこちで聞かれる。石巻市のある水産加工会社は、地元の漁業者や水産加工会社に参加を呼びかけて社団法人を設立し、全国の個人や団体から資金を募る計画である。これによってまず漁船や漁具を購入して漁業者に貸し出し、こうして漁を再開する。取れた魚は社団法人に参加する水産加工会社が優先的に仕入れるようにし、原材料の安定的供給を確保する、というものである。この社団法人においては、一方で、個々の事業者ではできないような資金をまとまって調達しつつ、他方ではこれまで別個に行われてきた漁獲から加工、販売までを一体的に行うことによって経営体質を強化することがねらいとされている¹⁹。阪神淡路大震災からの復興にさいしても、いろいろな協業が模索されたが、そうした試みが功を奏するには、それを実現できるような仕組みが重要である。ここで取り上げる「持株会社」は、震災地域の企業の再生と復興資金調達という目的に有効な機能をもっていて、被災地で模索されつつある試みを実現させる仕組みとして有益である。

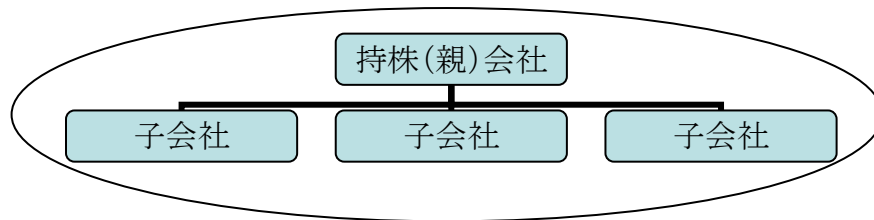
持株会社は、「事業活動を主として子会社をとおして行う会社」²⁰である。持株会社の子会社はいずれも株式会社であり、各子会社の株式の過半はこの持株会社—しばしば親会社ともよばれる—が所有する。このような持株会社は、洋の東西を問わず、過去にも現在もみられる。

¹⁸ じっさい、今回の第二次補正予算においては、漁業関係は水産加工関係と比較して多額の予算が計上された。

¹⁹ NHK ニュース 2011.5.31。木の屋石巻水産を中心とする構想である。事実関係については、中小機構東北支部に確認した。

²⁰ 持株会社には、事業活動をすべて子会社によって行う純粋持株会社と、事業の過半を子会社によって行いながら自らも事業活動を行う事業持株会社がある。ここでは純粋持株会社を念頭において論を進める。なお法律では持株会社を「他の株式会社を支配する目的で株式を保有する会社」としている。この規定は、持株会社を、一族の財産保全や投資を目的とする会社と区別するものであるが、以下での主題は、持株会社の「目的」ではなく、資金の配分「機能」である。

第2図 持株会社組織



持株会社と子会社がつくる企業体は一つの組織をなすが、この組織は「持株会社の定義により」株式所有関係がもとになっており、分業や権限といった組織原理に立つものではない。これまでみられた持株会社組織においても、名実ともに子会社が強力な例、子会社の上場を廃止するなど形式的統合をしても実質的に子会社間の調整をしない例など、親会社の統制が弱く、子会社の裁量が大きいことが多い。このためアメリカ風の考えでは、持株会社組織は管理がゆきとどかないという理由で効率の悪い組織と見られてきた。これに対してヨーロッパでは、逆に子会社が自由に活動できることをもって、大規模な企業を運営するうえで最もすぐれた組織と考えられていた。日本ではこれらとは異なって、戦前の財閥のイメージで見られることが少なくないが。

事業に必要な資金を調達するためならば、もともと「株式会社」という制度がある。株式会社は、広い範囲から資金を集め、集めた資金を資本として永続的に利用するために株式を流通させる制度である。一方で資金の提供者はお金が必要になったら株式を売却でき、他方でそれによって資金が事業から引き揚げられないようにする仕組みである。しかし現実には株式会社制度は、資金を必要とする事業と広範囲の有産者とを結びつけるという目的を達成したことはほとんどなかった。西ヨーロッパや日本において、鉄道や電力など初発から多額の資金を要する事業の株式を購入したのは、その地域一帯の資産家にかぎられることが多く、それを越えた広域の資産家ではなかった。一般の商工業のばあいには出資の範囲はもっと狭く、地元資産家有志や親族などにかぎられた。株式会社本来の、有価証券としての流通や広範囲からの資金の集中といった機能は働かなかった。資金を提供しようとする、事業の確実性や事業者の信用が前提となるが、それらを満たしたのは地縁や血縁といった既存の関係であった。ただし現実には、こうした限られた範囲内で必要資金がどうにか賄われることも多く、そのかぎりでのこのような限界も事業の設立にとって大きな制約にはならなかった。

しかし産業が地域内で供給可能な資金を越えて大がかりに起こるようなばあいには、株式会社制度はそれだけでは資金需要を満たすことは難しい。急速な、あるいは大規模な産業振興は、地縁・血縁を越えた資金の供給を必要とする。いよいよ広範囲から資金を集めるという株式会社制度の役割の出番だというときに、大きな制約に直面する。

いま、大がかりな産業振興が始まろうとしている、とする。事業者は既存の仕方ではまかなえないようなまとまった資金を必要としている。他方では、多数の有産者が広い範囲に分布し、自分の資産の一部を産業振興に投じてよいと思っている。しかし有産者には、投資の前提となるような情報や知識を個々の事業について得ることは難しい。事業が大規模だというだけでは、信用できることにはならない。その事業の技術がどういう可能性を持つかも判断は難しい。製品の市場性についても、中間製品などではとくにわかりにくい。

事業者が信用できるかどうかともわからない。こうした情報の不確実性を減らすために、両者を仲介するいろいろな仕組みや手段がとられてきたが、いずれにしても有産者は信用できるならば投資してよいと考える。ここで取り上げる持株会社もそうした問題を解決する仕組みの一つである。もともと持株会社は 19 世紀中頃の大陸ヨーロッパにおいて始まり、通常の株式会社の限界を解決するために考案された制度である²¹。

持株会社が資産家から信用されるのは、次のような理由による。まず、持株会社は傘下の事業会社の株式を過半数もっているので、事業会社について一般の投資家が持ちえないような情報を得ることができる。持株会社はその情報にもとづいて、投資家から集めた資金を子会社間に配分することができる。この点に関して持株会社は、通常の投資会社や投資信託よりも強い立場にある。

他方で、持株会社組織では、子会社である各事業会社は独立した会計単位をなしており、事業会社間でおのずとリスクが分散する仕組みとなっている。投資家が投資するのは持株会社であるから、傘下の一事業が失敗してもそれは他の事業によって軽減され、直接に投資家に及ぶことはない。あくまでも一般に、であるが、全体の規模が大きければ大きいほど、各事業会社が独立していればいるほど、さらに事業相互の関係が薄ければ薄いほど、リスクは分散する。この点に関して持株会社は、通常の事業会社にまかっている。

以上の 2 つの特徴は、一見したところ背反する。一方では、持株会社が子会社についても情報密度の高さが強調され、他方では、持株会社の子会社に対する統制の低さがかえって利点とされる。管理的調整という観点からみれば、たしかに両者は矛盾する。しかしこと投資という機能に関するかぎり、これは十分に両立する。

歴史上、最初の持株会社は、大がかりな産業振興に必要な、地縁・血縁を越えた資金を動員するためにつくられた。それは一応の成功を収めた。大震災からの復興を試みる企業も、同じような状況に置かれている。すなわち地域一帯の企業が、ほぼ時を同じくして復興資金を必要としている。震災以前にみられたような狭い範囲からの資金供給は、その地域一帯が大きな打撃を受けていて、期待できない。他方、被害を受けなかった地域には、自分の資産の一部を復興に振り向けてもよいという志の人びとは少なくない。しかしその地域の産業や無数の事業者について、投資に必要な知識や情報をもっていない。両者を結びつける仕組みとして、以下のような条件を満たすとき、持株会社は有効である。

(2) 無数の出資者と多数の小事業者

被災地域の企業復興に持株会社が適しているのは、一つには、それまでその地にあった事業会社が自立性を維持したまま、そっくり持株会社に参画することができるという点である。一般に持株会社は、子会社を集権的に管理できるほどの本部機能を備えておらず、そのため子会社は以前と同じように経営を続けることが多い。中小の事業者は、自分がそれまでたずさわってきた事業を再開したいと思っている。大切にしなければならないのは、自分の事業の独立や裁量である。持株会社はこれに適した形態である。

一方、今回の大震災からの復興が、持株会社を用いたかつての大陸ヨーロッパの産業振

²¹ クレディ・モビリエ、ソシエテ・ジェネラル等、各地に金融機関が創設する持株会社がみられた。S.ポラード(鈴木・春見訳)『ヨーロッパの選択』(有斐閣、1990年)

興と異なるのは、事業者の数が多く、それぞれの規模が小さい点である。いま資金を必要としているのは、多数の小規模な事業者である。個々の会社の製品は、必ずしも他の地域の消費者に知られていない。あるいは商業やいくつかのサービス業のように、その市場は現地を越えることがない。

既存の各会社の規模が小さく、かつその数が多いとき、それらを束ねる持株会社を設立しようとするといろいろな困難がともなう。従来の経験でも、64の群小の製塩業者を一つにまとめた持株会社²²や、80余りのウィスキー・プラントが合同した例²³がみられたが、参画する各旧会社の資産評価、何十人もの旧会社の代表による取締役会など、企業として活動する以前の問題でつまづいている。このように構成企業の数が多いと、投資に必要な調整もまとまりにくい。事業間の重複や、子会社間の無駄と思われるような競争を排除するのはもっと難しい。適切な子会社の数や範囲は、持株会社が子会社の活動をどこまで理解でき、資金配分に必要な情報を得られるかに依存し、それらはさらに子会社の技術や活動の複雑さに依存するので、いちがいはいえない。ここではひとまず、復興をめざす東日本一円の事業会社すべてを子会社とするような巨大な持株会社が、資金を配分するうえで現実的でないことを想起すれば足りる。持株会社を構成する子会社の数は、あまり多くないほうがよい。他の条件が同じならば、傘下会社の数が少なければ少ないほど、集まった資金の配分を効率的に果たせることになる。しかし子会社は単独では資本市場から資金を調達できないのであるから、少なすぎでは意味をなさない。たとえば、一つの持株会社傘下の会社の数を、関連する事業を営む7・8社ないし10社とすれば、調達した資金を配分するという機能において、はるかに現実的となろう。それぞれの地域で持株会社を作りやすいという点でも、これは現実的である。そのような持株会社は、ここで念頭においている東北沿岸地域の基幹産業についていえば、子会社をあわせて数百人から千人近くを雇用するような中堅企業のかたちをとることになる。資金の需要側からみれば、このような持株会社が望ましい。

しかし持株会社の規模を以上のように想定すると、対象地域全体では、最終的にはおびただしい数の持株会社が出現する。この地域には、100社以上の水産加工業者を擁する都市部もいくつかある。そこで10社前後ずつがまとまるとすると、同じ地域に、同じような規模と業態の持株会社がいくつもつくられることになる。このことは資金の供給側には障害となる。同じような多数の持株会社の並立は、投資しようとする側からは、単独の無数の事業会社に投資するときの問題と質的には変わらない。投資しようとする側にとっては、先ほど現実的ではないとした東日本一円の事業会社すべてを子会社とするような持株会社のほうが、かえってわかりやすい。

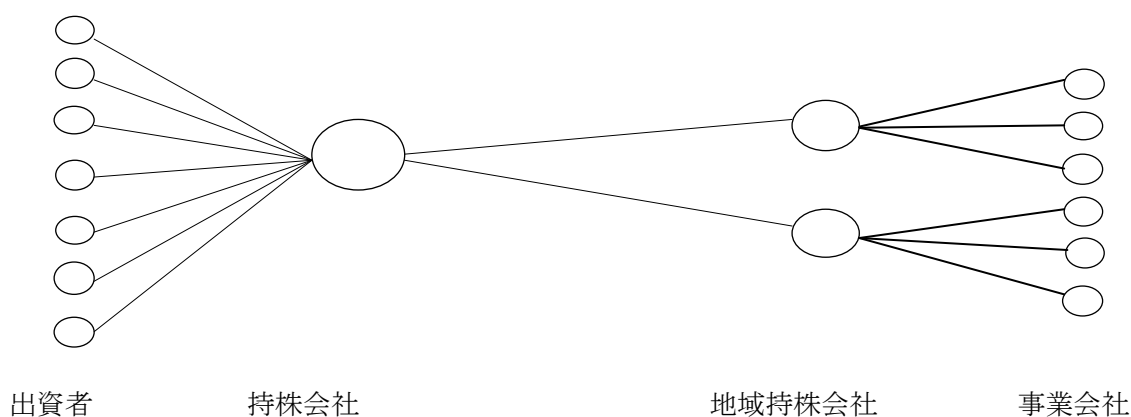
このように資金の需要側にとって適した持株会社の姿と、資金の供給側に適した持株会社の姿は異なってくる。資金の最終的出し手も、その最終需要者も、ともに無数で、規模が小さいために、両者を結びつけようとする無数の情報交換が必要になってくる。持株会社がその間にひとつ入っただけでは、その情報は手におえるほどまでにまとめられないのである。

²² ソルト・ユニオン。19世紀末のイギリスでの例。

²³ ディスティラーズ・カンパニー。19世紀末のアメリカでの例。

この問題を解決する一つの方法は、資金を調達する全国的な持株会社²⁴と、資金を個々の事業会社に配分する地域内の持株会社²⁵という、2層の持株会社をつくることである。2層は1層よりも管理に要する部分が増えるが、情報交換の回数は減る。そのばあい、地域内の持株会社には、資金を必要とする事業者が7・8社ないし10数社参画する。同じような業態と規模の持株会社が同一地域にいくつもつくられるが、全国的な持株会社ならば、それらへの投資資金の配分も可能である。あるいは資金を広範囲から募ることが目的なら、持株会社でなく「特別目的事業体」²⁶でよいという議論もありうる。二重課税を避けるという点では、むしろそういう形態が適切かもしれない。しかしここでの論点は、法律上の形態ではなく、資金の供給者と需要者とを橋渡しする機能なのであり、同じ機能が法律上の別の形態で果たせるならそれでもさしつかえない。

第3図 2層の持株会社



問題は、資金を広い範囲から調達する全国的な持株会社であれ、同じ役割を果たせるような別の機関であれ、だれがどうやってつくれるかである。このような機能の担い手はおのずとは出てこない。あるいはこのような持株会社をつくるのが困難ならば、そのかたちにかかわらず、既存の投資信託でも投資会社でもいいのではないかと、という議論もあるかもしれない。しかしここで必要なのは、投資リターンという制約のない、地域の復興と企業再生という課題解決にかなった資金の供給である。資金の供給側も、そのことを十分に承知のうえで投資しようとしている。志を伴った資金を募れることが必要である。持株会社の機能は、最も原初的ではあるが、そしてじっさいに歴史上、最初の世代の持株会社がそうであったように、こうした意味での社会的企業の性格をもつ²⁷。このような全国的持株会社は、個別企業や業界の利害損得を離れた経済団体がイニシアティブをとってつくるのも一つの方策であろう。

以上のような全国的持株会社をつくれば、それに呼応して地域持株会社が出てくるわけ

²⁴ この全国的持株会社を、それを提唱する長谷川経済同友会会長にちなんで、「長谷川型持株会社(仮称)」としておく。『朝日新聞』2011.4.27。ただしここでは、長谷川会長の考える政府が出資する持株会社ではなく、広く国民から出資を募るかたちを考えている。

²⁵ 同様の理由で、この現地持株会社を「鈴木型持株会社(仮称)」とする。

²⁶ 法律上、「Special Purpose Vehicle」とされる形態である。

²⁷ 詳細は、鈴木「社会的企業家の系譜 —R.オウエンとサン・シモン＝ペレールー」。

ではない。地域持株会社は、どのようにつくられるのだろうか。これも自然には出てこない。そもそもこのような持株会社について、中小企業はこれまでまったくなじみがない。地元の金融機関すらも、持株会社の仕組みやその役割について本格的に知る機会はなかった。このような持株会社のもつ利点を、ゼロから正確に説明しなければならないのである。

しかしながらこうした地域持株会社を実現するきっかけはいくつかある。たとえば、現地で建設されつつある仮設事業所は、事業内容の関連するいくつもの企業を一つの屋根の下におくことになる。ここに集まるのはいずれも事業再開の強い意志をもつ企業である。石巻市魚町 1 丁目〇番に建てられた仮設事業所の企業が核となって一つの持株会社をつくり、本設にさいして必要な資金を調達するといったやり方は、話を切り出しやすい。もちろん仮設事業所という場にこだわる必要はない。復興のために事業者が協力しようという話は、あちこちで聞かれる。本節の冒頭に紹介した石巻市の水産加工会社のように、地元の漁業者や水産加工会社に参加を呼びかけてつくることも可能である。ここで中心となっているのが全国的に名の知れた企業だからこそ、直接に潜在的資金提供者にアピールできるともいえる。

持株会社による資金調達は、構成企業の独立性が維持されるという意味で優れた手法である。持株会社が調達する資金は、返済の必要のない「自己資本」である。持株会社は調達した資金によって子会社の株式を取得するが、子会社もまたそれを自己資本に充当する。

そのさい、元の事業主の、子会社（もとの自分の会社）に対する持株比率が問題となるかもしれない。法律等を考慮した一つのめやすは、各子会社に対して持株会社が 80 パーセント持ち、残り 20 パーセントを元の事業主が持つ、というものであろう。もちろん元の事業主の出資比率がそれよりも高くてもよい。問題は被災した事業者が、その 20 パーセントを捻出するのが容易でないということである。事業に向けることのできる現金は、おそらくあまりない。現物出資といっても、建物も機械設備もほとんど、あるいはまったく残っていない。あるいは損害保険金が入るばあいもある。用地を所有していたとしても、浸水した地域は用途が制限されていて、仮設工場や仮設店舗ならば建てることはできるが、めざすべき本設には制約がある。特許、技術、営業権、ブランドなど、無形の資産は現物出資できるだろう。こうした制約のなかで事業者の持株比率を解決するには、以下のような方法が考えられる。その第一は、単純に、出資者が提供した資金の 8 割を出資とし、残り 2 割を事業者に対する寄付とする方法である。この寄付部分を、事業者のもとの自分の会社（持株会社の子会社）に対する出資とする。しかしもしそのような寄付はすじが通らないというなら、少し複雑になるが第二のやり方として、出資者の提供した資金のうち 2 割を、被災から生じた問題と取り組む地元の福祉施設等に寄付し、その議決権をもとの事業主に委託するという方法である。子会社から利益が生じたときには、配当はもとの事業主にではなく、名義人である福祉施設に行く。

（3） 持株会社の課題

以上のような 2 層の持株会社という仕組みには、資金の提供者が自らの出資が最終的にどのような目的に使われているかわからない、という問題がある。資金の提供者は、現地の事業者のために投資したいという志で出資した。その出資は、全国的持株会社に入り、そこから地域持株会社に配分され、さらにそこから子会社に配分される。しかしこの問題

はあるていどはやむをえない。なぜなら、もともと互いに他に知りあうすべもない資金提供者と資金需要者とを結びつけるために、持株会社という手段を用いたのである。それは、資金の提供者が事業者についての情報をもっていないくても、それを持株会社にまかせつつ事業者たちの資金需要に応える、という仕組みとして考えたからである。

しかしいったん動き始めたとき、もし資金提供者が自分の資金の行き先を知りたいと思うならば、次のような手法も可能である。それは事業主の持分にまわるべき資金提供者からの寄付部分について、機械的ではあるが割り振ることである。それをもって、自分の投資がある事業に生かされており、事業者も自己の資金がある出資者から来た、とみなすのである。ばあいによってはその特定の子会社は失敗するかもしれない。しかしそれによって消えるのは寄付部分なのであり、出資はあくまでも全国的持株会社に対するものであって、個々の事業の失敗は直接には関係しない²⁸。

持株会社の機能は基本的には資金配分にあり、それ以外の機能を果たそうとすると、効果の割に組織が肥大化して費用がかかる。現地の持株会社は、持株会社のために新たに人を雇用したり、オフィスを新設したりする余裕はなく、子会社の一角にデスクを借り、ぎりぎりの状態でその機能を果たさなければならない。一方で、持株会社のもとに集結する事業者のなかには、高度な加工技術をもっていたり、独自の製品を擁したりする業者も少なくない。持株会社のもとで、個々の子会社はそれぞれの強みに特化してそこを生かしたり、共同で販路を開拓したりできれば、以前よりも前進したことになる。それは必ずしも大きな固定費用をかけずとも可能である²⁹。震災にあった地域の基幹産業は、全般的にみると、それ以前においても順調な発展をたどっていたとはいいがたい。そうした事情をふまえて、すでに産業振興計画を策定し、それを実施に移しつつあった地域もある。同じような産業構成の地域は全国にいくつもあり、震災にあわなかった地域はこの間も経済活動を続けている。そうしたなかで復興をへて以前のような地歩を得るには、以前にしていた以上のことをするほかない。もともと持株会社は、地域外に知られていないような事業会社でも、集まれば資金調達をできる仕組みである。それは最終消費者の手にわたるような製品ではない、中間材や業務用製品を手がける事業者にも可能な手法である。しかしかえって持株会社化を機に、ブランド構築に進み、最終消費者との距離を縮めることも可能である。

雇用に関していえば、従業員との関係を結ぶのは個々の子会社である。採用は個々の子会社が行う。同じ持株会社の子会社の間にも従業員の処遇に差が出てくる。それをどうするかは、それぞれの持株会社が考えることである。しかし従業員は、持株会社のもとに一つのグループとなった企業で働いている。その企業グループは、資金調達能力を持ち、自らの販路ももつ中堅企業である。従業員にとって、自分たちの働き先がいまや地元の中堅企業だということは、悪いことではない。それは若い人びとのあいだに、そこに働き口を求め、地元で生活しようという動機を高めるであろう。

²⁸ しかしながら、持株会社という緩やかな組織の利点ゆえに、まさにその点に関してあらかじめはっきりとさせておく問題がある。それは個々の子会社が廃業や後継者難に直面したとき、それによって生じる問題をどこで決着するかという点である。持株会社発足にあたっては、これらの点について、モラルハザードや法律面も含めて整備しておく必要がある。

²⁹ 詳しくは、別途調査の「被災地における水産加工業の現状と課題」を参照。

このように持株会社には多くの利点があるが、限界もある。それは、多少とも事業内容の関連しあう中小企業が、地域内にいくつもあることを条件としている。産業集積というほどでないにしても、地場産業が基盤になる。その地の基幹産業にとってはつくりやすい。しかし同じ地域には、生活を支えるための多くの事業が営まれている。飲食店をはじめ、製麺、豆腐製造、美容院、生花、生菓子、畳屋、ガラス屋、工具修理店... など、地域内で必要とされる小規模な事業もある。各集落に1軒か2軒しかないような商店も被害を受けている。そこでも事業の再開に向けて、これ以上の借金は避けたいし、できたら自己資金が必要なのである。これらに対しては持株会社の仕組みは使えないが、もともと解決すべき課題は、相当額の設備投資に要する資金をどのようにしたら調達できるかということであった。

6. まとめ

この調査報告は、東日本大震災で大きな被害を受けた現地の企業が、これ以上の借金によらないで事業を再興することは可能か、自己資本による復興が可能だとしたらどのような方法があるか、を主題として取り上げた。借入金によらない、すなわち自己資本による事業再興は可能である。そのために、本調査では4つの方法を取り上げて検討した。そのうち2つは、従来から広く行われている資本調達の方法であり、残りの2つが、今般、一部で模索され、その実現可能性を検討すべき方法である。いずれの方法も、資金の提供者と現地の事業者との間に、両者を仲介する機関を必要とする。その機関の性格や果たす役割の違いが、この4つの方法の間の違いである。

従来から行われてきた方法は、一つは匿名組合によるマイクロファイナンスであり、いま一つは有限責任組合形態の投資ファンドである。いずれも仕組みとしてはすでにできあがっており、そのまま活用できるという利点がある。匿名組合は、意思の強固な事業者が、いち早く立ち上がるには有効である。投資ファンドは、独自の技術や製品を擁する企業の再生に有効である。問題はいずれも、一度に著しく多くの企業が資金を必要としており、しかもそれらの企業の多くが資金の提供者に知られていないという点にある。匿名組合によって資金がまかなえるのは、小規模ながら各地にファンをもっているような企業となる傾向があり、おのずと業種も制限される。他方、投資ファンドは、大手・中堅企業を介してその取引先の中小企業に投資するなど、スクリーニングを解決できるところに向かう。既存の方法は、いずれも以上のような特別の条件を必要としている。このうち、志ある資金の提供者を広く募ることのできるのは匿名組合である。

新たな方法の一つは協同組合による共同経営への進出であり、いま一つは持株会社を介しての資金調達である。もともと他の協同組合に比べて共同性の強い漁業協同組合では、組合が資金を導入し、共同事業を営む事業者に出資するという方法は現実的である。他方、持株会社は、各地域に集積する水産加工などの地場産業の資金の受け皿として有効である。いずれも、特別の企業でなくとも実現可能な、より広い方法である。このうち、志ある資金の提供者を広く募ることのできるのは持株会社である。

<執筆>

中小企業基盤整備機構 経営支援情報センター センター長 鈴木良隆



独立行政法人
中小企業基盤整備機構
経営支援情報センター

〒105 - 8453 東京都港区虎ノ門3 - 5 - 1 (虎ノ門37 森ビル)

電話 03 - 5470 - 1521 (直通)

URL <http://www.smrj.go.jp/keiei/chosa/>

本書の全体または一部を、無断で複写・複製することはできません。
転載等をされる場合は、上記までお問い合わせ下さい。