



HCアセットマネジメント株式会社
〒101-0051
東京都千代田区神田神保町1-13
コンベックス神保町
IP-Phone.050-3539-5013
Tel.03-5283-1650 Fax.03-5283-1659

<http://www.hcax.com>

2010年5月27日 森本紀行 資産運用コラム

成長資本の投資と回収の仕組み

前回の「[成長資本と地域金融](#)」の続きをやりましょう。成長資本の提供は、投資であるわけですが、回収のない投資はあり得ないし、投資採算にのらない投資もあり得ない。ところが、成長資本の「理念」などといわれると、この肝心のところが、どうも、漠としてわかりにくいのですが。

成長資本の理念は、当然ですが、理念のままでは、具体的な投資になりません。具体的には、成長資本は、「融資以外の全て」の形態をとり得るのです。

ここでいう融資とは、現在の銀行等に課せられた規制の枠組みにおいて、正常な融資と認定される融資です。これは、かなり狭い資金の供給形態です。一方、「融資以外の全て」ということは、逆に、非常に広い形態を含むこととなります。狭い意味での融資からは外れてしまう融資、例えば、銀行等からの融資(狭い意味での融資)に劣後する融資も含むのです。もちろん、同様のものとして、社債も含まれるでしょう。

なるほど。そうしますと、成長資本の一つの意味は、資本とはいっても、「資本性を帯びるような融資のあり方」ということになりますね。つまり、一時代前の銀行等の融資の社会的機能を体現したような、弾力性のある融資ですね。

そうです。ですから、回収と投資採算の問題は明瞭なのです。回収は、利息と元本の弁済、投資採算は、資本構成上の上位にある銀行等からの借入金利に、一定の上乗せ金利を置いたものになります。

しかし、「元本の弁済」と簡単にすますことは、到底、できないでしょう。どこから、その弁済資金が出てくるのでしょうか。弁済資金がなければ、連続的に借り換えに応じざるを得ないこととなるから、実質的な回収はなくなるでしょう。

そう、そこが、中核的論点です。連続的借り換えに応じる融資は、回収の目処のない、不健全な投資

なのか、健全な投資と回収と再投資の連続なのか。

実は、この論点、投資ということの本質にかかわることです。そもそも、投資回収とは何か。投資は、連続的に行われる以上、当たり前ですが、回収した資金は、再投資されます。ですから、個々の案件としては、投資と回収が完結していても、全体としてみれば、投資、回収、再投資の半永久的連続になります。国債に投資し続けるということは、実は、日本国政府という巨大な(超巨大な)債務者に、半永久的に貸し付けているのと同じです。本質的な回収の目処はない。

といて、今は、話を、そこまで本質的に深掘している場合ではありません。個々の投資案件として、成長資本の回収を検討しなければなりません。結論からいえば、主たる回収の方法として予定しているのは、地域金融機関からの新たな融資による借り換えです。この融資は、前に述べた「狭い意味の融資」です。

つまり、資金を調達している企業の立場からいえば、借入先が変わるだけです。いいかえれば、地域の金融機関が融資すべき(本当は融資したかったが、形式上できなかった)金額を、投資運用業の世界から一部肩代わりして投資していた、その部分が、本来の地域金融機関からの融資に戻る、ということなのです。

そういう仕組みは、何となく、企業再生といえますか、いわゆる不良債権を銀行等から肩代わりするような、既存のやり方と同様に思えるのですが。

見かけは、確かに、そうですね。しかし、理念的には、違います。成長資本という言葉、成長という言葉にかけた意味が、全く違うのです。

そもそも、再生という言葉が嫌いだということは、前回もいいました。死んでないのだから、再生はない。だから、再成長というべきです。よく考えてください。再成長しないのに、どうして、地域金融機関が、新たに、融資できるのでしょうか。新たに、融資できるくらいなら、最初から、肩代わりさせる必要があるのでしょうか。

もしも、再成長なき再生をいうなら、要は、縮小均衡だけでしょう。それでは、地域経済もまた、縮小するのみでしょう。鍵は、成長なのです。成長を支援するから、成長資本です。成長資本が地域金融機関からの新たな融資で回収できるとしたら、それは、拡大的な意味においてです。業容の拡大が内部留保を厚くさせ、債務負担力を大きくする中で、暫定的資本強化策として提供された成長資本が、その役割を終えるのです。これが、成長資本の回収です。

企業再生といわれるような事例は、もしかすると、事例としては多いのかもしれませんが。そのような場合も、成長資本の理念は、再成長支援として、機能します。ですが、より本質的に、成長資本が目指さなければならないのは、小さな良い会社を大きな良い会社に成長させることです。良い事業であれば、できたばかりの会社でもいいのでしょうし、良い事業計画であれば、起業支援ということでもいいのです。

そうすると、劣後融資のような形態よりも、株式そのものへの出資のほうが、より適切な場合がある

のではないですか。

もちろんです。ですから、「融資以外の全て」といっているのです。では、なぜ、主として劣後融資的なものを想定しているかというと、ほとんど全ての事案について、対象が中小零細な非公開企業になるからです。

非公開企業の株式を取得すれば、その回収は、株式公開に伴う公開市場での売却か、合併買収を機とする私的な売却によるしかありません。公開はともかくも、被買収による回収は、必ずしも、企業や地域のためにならない場合も多いでしょう。

また、地域の中小零細企業にとっても、外部からの出資を受け入れることには、いかに親密な地域金融機関からの紹介でも、大きな抵抗を感じることでしょう。もしかすると、俗にいう「乗っ取り」を連想して、恐れを感じるかもしれません。

ここに、成長資本が理念であることの、重要な意味があります。地域の企業を、地域の経済を、破壊するようなことは、成長資本の理念として、絶対にできない。企業との間に、十分な信頼関係を築いた上でなければ、株式の取得はあり得ないのです。

逆に、もしも、そのような信頼関係ができたのだったら、劣後融資や社債の形態だったものを、株式に転換すればいいでしょう。そして、株式公開や、拡大的な合併買収の機会の中で、回収の道を探っていけばいいのです。

このような、拡大的株式転換が、成長資本の回収戦略の良い形です。通常の形が、地域金融機関からの融資による回収、そして、悪い形が、成長し得なかった場合の、消極的な株式転換です。

要は、投資に失敗した場合は、一定の経営権を取得した上での、不本意な回収も止むを得ないということですね。

これは、投資ということの基本的な規律です。投資運用業者には、他人のお金を運用するという社会的責任があるのですから、当然なのです。

そもそも、劣後融資等には、それなりの投資の危険性が付きまといまいます。弁済償還が困難となったとき、身動きが取れなくなる可能性があります。ですから、融資実行時に、一定の条件を定めて、株式への転換権が行使できるように規定しておきます。そうすることで、万が一のときは、再建へ向けて、経営を主導できるようにしておくのです。

当然ですが、融資を受けた企業の経営陣としては、そのような条件への抵触を、何が何でも避けるように、必死な経営努力をします。その緊張感がまた、企業を成長させるのです。

しかし、このような場合は、あくまでも、例外的事案として捉えるべきです。万が一、そうなったとしても、成長資本の理念に従って、最後の最後まで、企業の再建と、地域経済の成長とを目的として、最善の投資回収策を工夫すべきものであると考えます。

鍵は、拡大的成長にありますね。ずばり、企業の売り上げ拡大に、地域の売り上げ拡大に、帰着しま

すね。成長なければ、成長資本の投資は、失敗する。成長資本が、投資として成功するためには、投資先企業の売り上げを増やさないといけない。こうなると、もはや、普通の意味での投資の枠を超えますね。

超えます。大きく超えます。成長資本の極めて重要な要素は、売り上げの拡大支援です。その金融技術的方法論が、産業連関分析です。しかし、今回も時間切れです。次回にしましょう。

以上