

21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について
～企業金融を中心とした現状分析と検討～
<ポイント>

1. はじめに

(1) 基本的問題意識

21世紀の我が国経済が持続的成長を達成するためには、IT革命等の経済環境の構造変化に対応して、我が国企業が、成長段階毎に事業活動の活性化、収益性の向上等を図っていくことが求められる。

このためには、我が国の金融資産が、企業に対し、その成長段階や事業内容等により異なる資金ニーズやリスクに応じて円滑に供給される（「資金の流れ」）必要がある。

この「資金の流れ」について、企業金融の側面を中心に分析する。

(2) 全体構成（現状分析と課題の抽出検討）

「資金の出し手」（家計）と「資金の受け手」（企業）の現状分析
（企業の側ではアンケート調査を中心）

- ・ 企業の成長段階や資金ニーズ等により異なる課題の抽出

典型的に4つの企業区分に分けて、企業金融の課題を検討
（企業や市場関係者へのヒアリングを中心）

- ・ 期待成長力の小さい未公開企業
- ・ 期待成長力の大きい未公開企業
- ・ 成長期の公開企業
- ・ 成熟企業

2. 家計の資産選択に関する分析及び企業金融を巡る現状分析

(1) 家計の資産選択に関する分析

企業の様々なニーズに対応した「資金の流れ」が円滑に行われるためには、幅広い資金供給ルートを活用が可能であることが必要。

これに対し、「日本人にはリスク回避的な国民性があり、このため、企業への資本市場を通じた資金供給チャネルの拡大に制約」との見方があるが、必ずしも適当ではないのではないかと。

- ・ 戦前における我が国民間部門の株式等の保有割合
 - ・ 「住宅・土地等」と「株式」を合わせた資産のシェアの日米比較 等
- 投信等の制度整備、賃金・年金制度改革等の環境変化は、方向性としては家計の有価証券保有を抑制してきた要因を緩和するのではないか。
- 個人投資家がリスクを正確に把握した上で投資できる環境の整備
- 企業金融の本質としては、企業の投資価値の向上、コーポレート・ガバナンスの充実が求められる。

(2) 企業に関する現状分析

上場企業等と店頭登録企業等は、各々、企業金融の現状と今後についてどのように考えているのか、「投資価値重視、資金調達の多様化」といった経営改革は広範な共通認識であるのか、という問題意識から現状を分析。

上場企業等

アンケート調査では、全体として、広範な経営改革の問題意識は有しつつも、具体的な対応（資金調達の多様化等）には必ずしも結びついていない面があるのではないか。

資本市場のインフラ等が資金調達手段の多様化等を阻害していないか（＝「成長期の公開企業」に典型的な課題）。

投資価値重視の経営改革を進める上で、我が国の基本法制等が制約となっていることはないか（＝「成熟期の公開企業」に典型的な課題）。

店頭登録企業等

アンケート調査では、資本市場を通じた資金調達に意欲的であることが示された。他方、既存の金融機関の融資機能やベンチャー投資にあたっての投資家保護等に対し問題意識が明らかにされた。

金融機関のミドルリスクの融資機能は整備されているのか。他方、企業の側でも、適正な財務・ディスクロージャー等の整備を進めているのか（＝「期待成長力の小さい未公開企業」に典型的な課題）。

投資家保護を図りつつ、ベンチャーキャピタル等の出資を通じて公開等を果たす上で、我が国のガバナンス制度は使いやすいか（＝「期待成長力の大きい未公開企業」に典型的な課題）。

3 . 企業の成長段階・資金ニーズ等に応じた円滑なファイナンスのための課題

= 4つの企業区分毎の課題の検討 =

(1) 期待成長力の小さい未公開企業

今後とも金融機関の融資が資金調達を中心となるが、企業の財務体質の強化等の観点から、将来のキャッシュ・フローに対応した融資となるよう、貸し手・借り手双方が行動していくことが基本。

民間金融機関の側において、リスクとリターンの対応関係を、自らのガバナンスとしても借入れ企業の財務規律としても構築していく必要（ミドルリスクの審査機能の育成）

中小企業の資本市場からの資金調達の拡大のための仲介者等の育成

中小企業ヒアリングでは、地方企業の金融情報（私募債等）不足が明らかに

企業の側の財務基盤の確立とこれをサポートする会計監査等の裾野の拡充、企業のガバナンスの向上等の中長期的課題への取り組み

(2) 期待成長力の大きい未公開企業

多数の者がリスク審査・リスク負担を行う資本市場からのファイナンス、特にベンチャーキャピタルが重要な位置付けを担う（ベンチャーキャピタルの投資先が株式公開等を行い、ベンチャーキャピタルが、得られたキャピタル・ゲインを人的資源・ノウハウとともに、新たな企業に投資する「好循環」を期待）

市場関係者からのヒアリングでは、公開を可能とする場の整備にとどまらず、以下の環境整備が必要との指摘

投資家に対する適正で分かりやすい情報提供（ディスクロージャー等）

ベンチャーキャピタルの人材育成、企業の側の自己努力等

未公開株引受証券会社の育成、未公開株市場のインフラ整備

創業者が、ベンチャーキャピタル等の出資・ノウハウを得て、将来の株式公開に際しオーナー性を回復するという「インセンティブ」を引き出すためには、オーダーメイドなベンチャーキャピタルとの関係作りが必要。それを可能とする投資手法の開発、ひいては会社法制の検討（企業ガバナンスのあり方）

(3) 成長期の公開企業

金融機関の融資だけでなく資本市場からも幅広く資金調達を行っており、企業が最も効率的な資金調達を行うことができるようインフラ整備が必要。

アンケート調査では、資本市場の流動性や調達コスト等に問題意識

資金調達までの期間の短縮化と流動性の確保の双方の観点でバランスのとれた公開基準の整備と売買システムの充実

幅広い資本市場の決済システムの整備

(4) 成熟企業（新たな金融手法の活用）

成熟企業では、M&A 手法の組み合わせ等による経営資源再構築の動きが増加している。企業側の現状認識等から、新たな金融手法の活用にあたっての課題を分析する。

上場企業等のヒアリング調査などにより、以下の分析

- ・ 上場企業における M&A 等の活用の増加。また、それら企業では、相対的に ROE が高く、外国人持株比率も高い。
- ・ ただし、M&A の中味としては、100%子会社の買収等連結経営に影響を与えないものも多い。
- ・ 売却・買収の組合せ、MBO 等を実施している企業では、今後も M&A 等を用いた経営再構築を進めるとのヒアリング結果

企業が M&A 等の活用を通じ経営資源再構築を進める動きが広範なものとなる上では、仲介業者等の裾野の拡大、雇用流動化のための検討のみならず、ガバナンス上の問題についても検討の必要性。例えば、M&A に当たっての株主総会の運営について、今後どのように考えていくべきか。

海外機関投資家が株主として増加していく中でのガバナンスのあり方（株主総会の問題に代表される我が国会社法制の国際的にみた使いやすさという課題）。

4. おわりに

4つの企業区分毎に抽出された課題において、共通する一つの切り口として、「企業金融（コーポレート・ファイナンス）」と「企業統治（コーポレート・ガバナンス）」の一体となった検討の必要性。

（企業金融の課題の検討とは、資金の「出し手」と「受け手」との間における「キャッシュ・フローに対する請求権」と「資金の受け手の行動に関与する権利」の組合せ（ex.オーダーメイドなベンチャーキャピタルの投資契約）をどう模索していくか、という問題につきあたる）

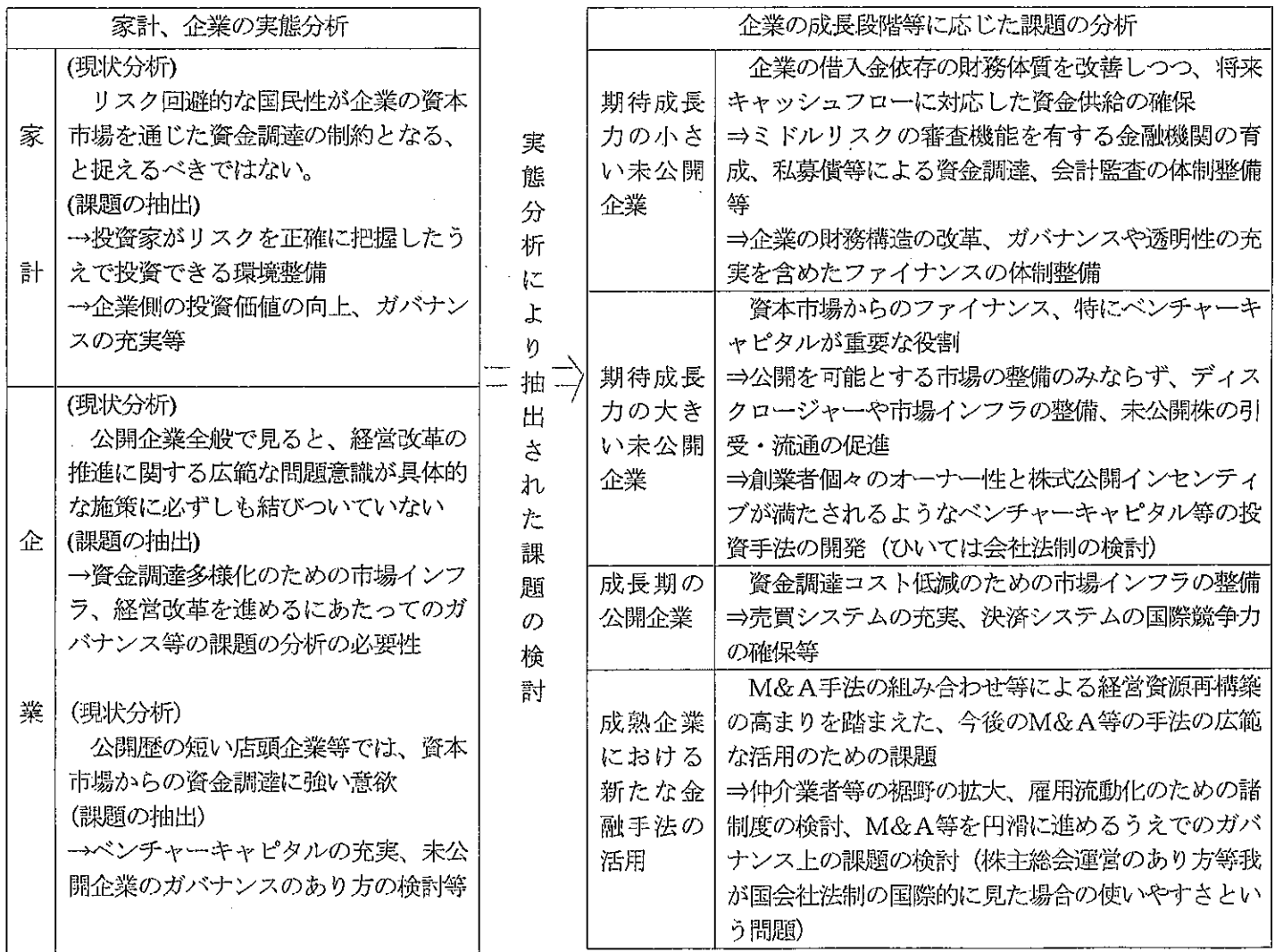
現下の課題は、我が国企業が内外からの出資者の下において経営変革を行っていく上で、我が国の基本インフラが使いやすいものであるかどうかという本質的な問いかけが行われているものと考えられる。

市場関係者から、我が国の基本インフラに関し、海外の焼き直しでなく、自律的に変革に向けた解答を探すことへの問題意識が示されつつあり、金融資本市場、基本法制等の全てのインフラに対し、ファイナンスとコーポレート・ガバナンスの一体となった総合的検討が求められる（公的主体の役割）。

21世紀の我が国経済の持続的成長

||
 少子高齢化、IT革命等の構造変化に対応した企業の事業活動の活性化、経営資源の再構築等

これを可能とするための「資金の流れ」の構築
 ⇒企業の成長段階、資金ニーズ等に応じて、我が国の金融資産が、円滑に供給されるための諸課題について企業金融の観点を中心に分析



企業金融 (コーポレートファイナンス) と企業統治 (コーポレートガバナンス) を一体の問題として検討
 ⇒ 21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための企業に対する資金の流れ (企業金融) は、根源的には資金の出し手と受け手との間における、「キャッシュフローの移転」と「経営への関与」の組み合わせの問題
 ⇒ 我が国の基本法制の枠組みが、21世紀の社会経済環境において最適で、かつ、国際的にも競争力を有するものとなるため、自律的に検討を進める必要 (公的主体の役割)