

・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

1.はじめに

- (1) .において見てきたように、我が国の家計が有価証券等の元本保証性のない金融商品の保有を抑制してきた要因が緩和される方向に変化しつつあることから、投資家と企業を結びつけるためには、企業の側においても投資価値を向上させる等の対応が図られることが必要である。

また、.の調査2、調査3においては、企業の側においても、公開企業における資本市場における自企業の投資価値重視の観点からの経営の効率化・株主との対話の促進、社歴の短い企業・未公開企業における資本市場からの資金調達需要の拡大など、自社の成長段階等に応じたファイナンスの在り方に対する認識が高まりつつあることが明らかになっている。しかしながら、今後、我が国企業金融全体として、企業の成長段階、資金ニーズ等に応じたファイナンスのシステムを構築していくためには、.の現状分析から、数々の課題が抽出されている。

これらの企業金融の課題は、企業の成長段階、資金ニーズ等に応じて、また、企業の期待成長力に応じて異なることから、公開企業・未公開企業毎に、期待成長力に着目して、以下の4つの区分に分けて課題を分析することが適当と考えられる。

① 未公開企業

・期待成長率が小さく資金調達の拡大を求めている企業群

→ 金融機関からの融資によるファイナンスの限界を指摘する意見があるが、いわゆる貸し渋り問題との関連等において、未公開企業に対する継続的な事業資金のファイナンスの課題は何か。

・期待成長率が大きく資金調達需要が強い企業群

→ 資本市場からの資金調達、すなわちベンチャーキャピタルや未公開株市場等へのニーズが高いが、他方、ディスクロージャーの充実、ガバナンスの確保なくしては安定した資金供給体制の確立は困難との認識も強い。単なる資金調達の「場」の設定にとどまらず、円滑な資金の流れの確保のためには何が必要か。

② 公開企業

・成長期の企業群

→ 成長性の高い企業の資金調達手段の拡大意欲は高いが、特に資本市場のハード・インフラの充実等が求められている。具体的な課題は何か。

・成熟期の企業群

→ いわゆる成熟企業において、経営資源の再配分にあたっての具体的対応、特にM&AやMBO、LBO等の手法の活用が増加しているが、これは資本市場における投資価値を特に認識した一部の企業の動きにとどまるのか。我が国企業が、広範にそうした金融手法を活用し、経営資源の見直し等を推進するための制度面、環境整備面の課題は何か。

- (2) 金融システム改革は、金融機関の融資機能の充実、資本市場の活性化という車の両輪の更なる進展を通じて、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ、投資家と企業にとって国際競争力のある使いやすい金融資本市場の実現を目指した。

上記の抽出された課題を見ると、21世紀の我が国経済を支える企業の成長段階等に
 応じた円滑なファイナンスシステムの構築とは、経済社会の構造変革の下で、金融シ
 ステム改革の目標をいかに実現していくかという問題と一体の問題であると考えられる。し
 たがって、本報告書においては、金融システム改革により行われてきた制度整備につい
 て、公的部門の金融セクターへの関与のあり方等、金融システム改革の理念の検証の
 観点を含めて、分析・検討を行うことが適切と考えられる。

以下では上記の未公開企業・公開企業の区分、更にもその中における企業の成長段階、
 資金ニーズ毎に求められる課題を抽出していくこととする。

2. 未公開企業に対するファイナンスの課題

(1) 課題の所在と構成

未公開企業とは、企業の資金調達の選択肢として、有価証券を資本市場で公募・
 流通させることを選んでいない企業である。

これらの企業の中には、上場企業と同等の企業規模でありながら株式公開を行って
 いない企業から、個人企業に近い規模のものまで様々のものであるが、以下では、基
 本的には、未公開の中堅・中小企業を対象として分析を行う。

さらに、未公開の中堅・中小企業が、自らの意思において資本市場における資金調達
 を選択していない理由は、企業自らの将来の成長性の見通し(期待成長力)を軸に分
 析すると、

① 期待成長力が小さいことから、資金調達の方途を資本市場に拡大する必要性を感
 じていないもの

② 期待成長力が大きいものの、資本市場における資金調達に対する知識不足、調達
 コスト、オーナー性等の問題から調達を見送っているもの

に分かれるものと考えられることから、未公開企業に対するファイナンスの在り方を検
 討する上で、この2つのタイプの企業における現状と課題は異なるものとして整理して
 いく必要がある。

(参考)国民金融公庫総合研究所「中小企業の資金調達に関するアンケート」

(対象企業:公庫の融資対象業種で従業員数100人以下(卸売・小売・サービスは5
 0人以下)平成10年8月に実施(3213件)において、「直接投資家から資金を調達
 するつもりが無い理由」を対象企業に問うたところ、

Ⓐ 企業内でのやりくりや金融機関からの借り入れで手当てできる:	49.2%
Ⓑ 資金の必要性がない:	24.4%
Ⓒ 投資家から調達するほど大きな資金は必要ない:	24.3%
Ⓓ 投資家から調達するだけの信用力や成長力がない:	21.0%
Ⓔ 個人企業を続けるため株式や社債の発行は不可能:	15.6%
Ⓕ 投資家が株主となり、経営に参加することは好ましくない:	8.2%
Ⓖ 資金調達の手続きが面倒:	7.5%
Ⓗ 資金調達の費用がかさむ:	3.6%
Ⓘ その他:	2.0%

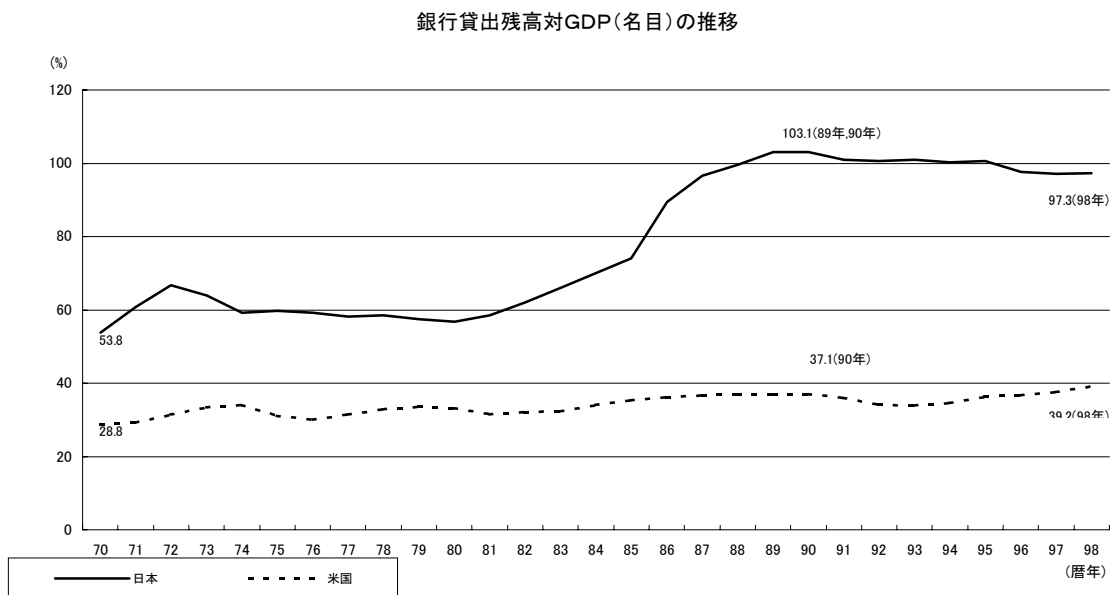
との調査結果が得られている。このうち、…といった回答者は、期待成長力が小さく資金調達拡大の必要性を感じていないものと考えられ、…の回答者の中に期待成長力は大きいものの、資本市場における資金調達に対する知識不足、調達コスト、オーナー性等の観点から調達を見送っている者が含まれるものと考えられる。

(2) 期待成長力が小さく資金調達の拡大を求めている未公開企業に対するファイナンスの論点

- ① こうした中小企業の資金調達は、本来、継続的に行われる企業の事業活動を維持するために行われるものであり、企業の将来のキャッシュフローを勘案した貸し手の審査・借り手の行動が基本となる。
- ② しかしながら、1980年代以降バブル崩壊まで、金融機関からの中小企業の借入れ額は急激に増大した。

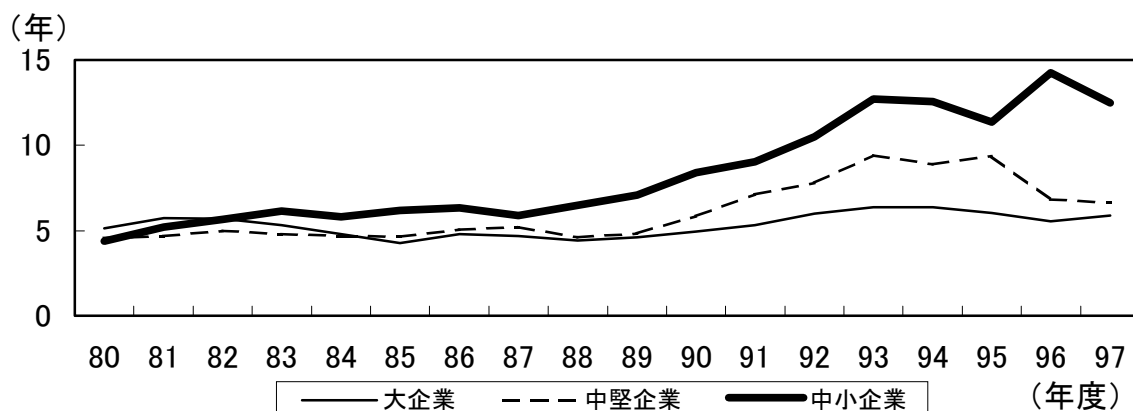
マクロ的に見てもGDPを上回る金融機関貸出残高となっているが、特に企業規模別に見ると、中小企業において、債務償還年数が長期化しており、業種別に見ると非製造業の方が年数が多くなっている。

図6 銀行貸出残高対GDP(名目)の推移(出典:「多様化が求められる中小企業金融」国民金融公庫総合研究所 竹内主任研究員他、(ポストビッグバンの中小企業金融))



資料: 日本銀行『経済統計月報』『国際比較統計』
 (注) 貸出残高は、日本が国内銀行(銀行勘定のみ)、米国が商業銀行の計数である。

図7 企業規模別に見た債務償還年数(出典:日本開発銀行「調査」第252号
(1999年))



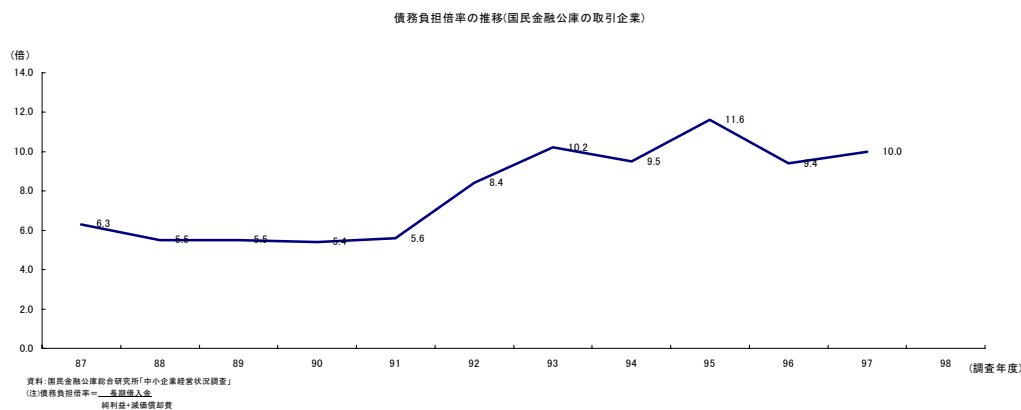
- (備考) 1. 大蔵省「法人企業統計年報」より作成。
 2. 債務償還年数=要返済債務残高(期首期末平均)÷キャッシュフロー
 3. 要返済債務残高=[長期借入金残高+社債残高](期首期末平均)
 4. キャッシュフロー=減価償却費+内部留保利益、内部留保利益=税引後当期利益-配当・賞与

表20 中小企業の主要業種別債務償還年数(1997年度)(出典:図7と同じ)

単位:兆円	全産業	製造業	非製造業						
			不動産	建設	卸売	小売	事業所サービス	その他	
要返済債務残高 (構成比:%)	158.3 (100%)	28.3 (18%)	130.0 (82%)	43.3 (27%)	13.0 (8%)	16.7 (11%)	13.5 (9%)	4.4 (3%)	39.2 (25%)
キャッシュフロー (構成比:%)	12.7 (100%)	4.0 (32%)	8.7 (68%)	1.3 (10%)	1.3 (11%)	1.4 (11%)	0.8 (6%)	1.0 (8%)	2.8 (22%)
債務償還年数(年)	12.5	7.1	15.0	33.1	9.7	11.6	17.4	4.3	14.0
設備投資額 (構成比:%)	12.9 (100%)	3.4 (26%)	9.5 (74%)	0.9 (7%)	1.0 (7%)	1.3 (10%)	1.3 (10%)	1.4 (11%)	3.6 (28%)

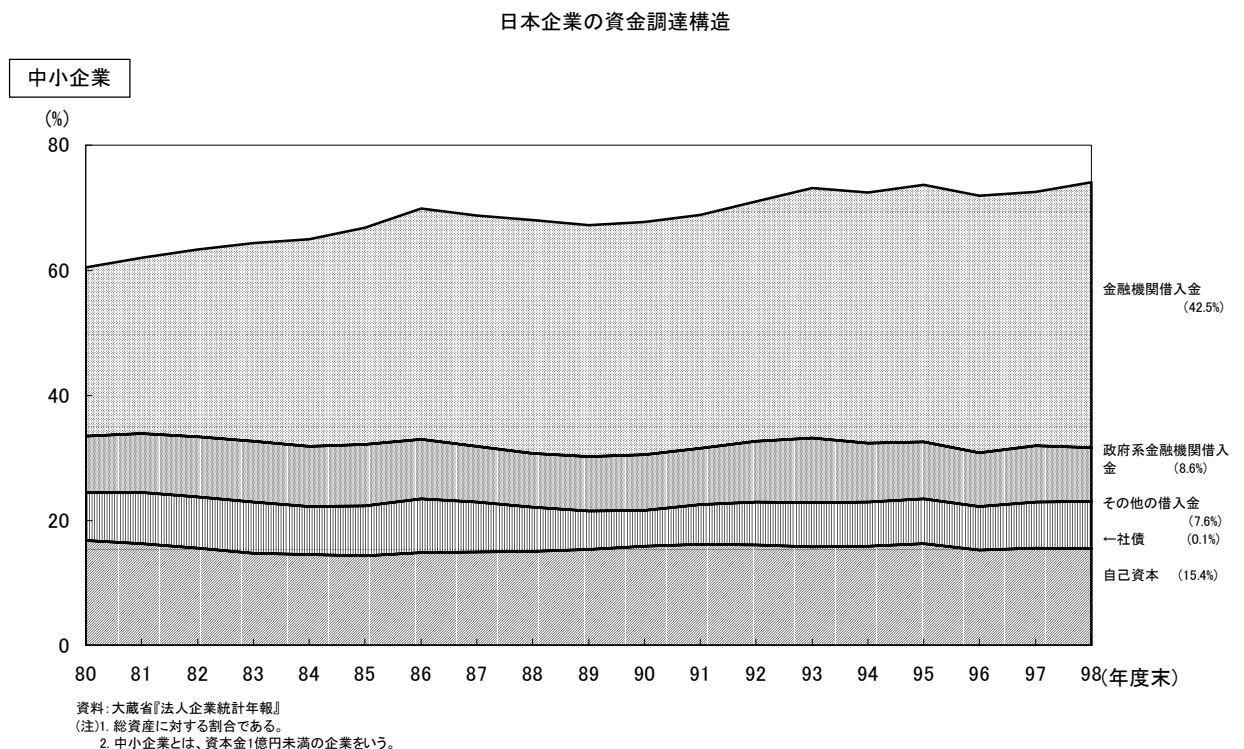
- (備考) 1.大蔵省「法人企業統計年報」「法人企業統計季報」より作成。
 2.要返済債務残高、キャッシュフローは「法人企業統計年報」ベース、設備投資額は「法人企業統計季報」ベース。

図8 債務負担倍率の推移(国民金融公庫の取引企業)(出典:図6と同じ)

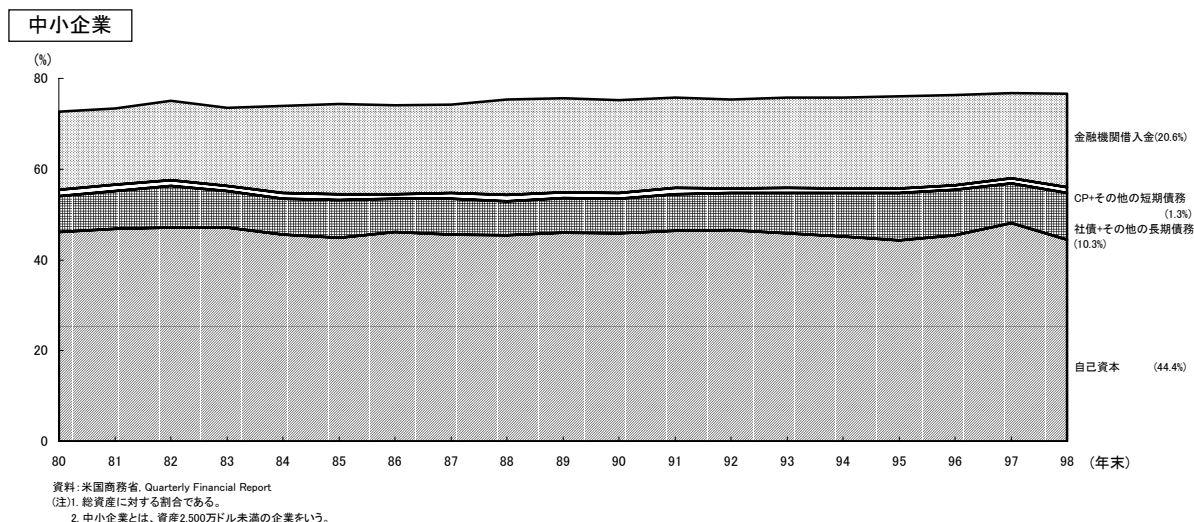


- ③ この要因としては、80年代、特にバブル期において、企業の担保価値の増大により金融機関の貸出姿勢が積極化する中、大企業が資本市場からの資金調達を積極化したのに対し、特に中小企業において借入金依存体質が強まったことが指摘されている。同時に、金融機関の側においても、商業銀行業務におけるフランチャイズバリューが縮小する中で、中小企業に対する銀行の貸出リスク管理のコストが大きいにもかかわらず、担保価値の上昇が著しかったこと等により、事業リスクの審査が不十分なままに貸出が増大したという側面があることが指摘されている。ただし、こうした金融機関の行動については、そもそも融資規模等の拡大という他機関との競争原理の下で、自らのリスクとリターンを勘案したガバナンスが十分機能していなかったことが要因とも指摘されている。
- ④ いずれにせよ、現状において期待成長力が小さい未公開企業が借入金に依存した財務体質となっていることについては、金利変動への対応の必要性や事業活動の将来キャッシュフローとのバランスをとる観点から、資金調達の多様化による中長期的な財務体質の改善が必要であり、これは、本質的には資金調達の量的な問題ではなく、質的な問題の解決が求められているということを意味する。
- 特に、日米の中小企業を比較した場合に、我が国の中小企業が自己資本が少なく、金融機関からの短期の資金調達の依存度が高いことは、金利変動等に対する財務基盤の弱さを表している。

図9 中小企業の資金調達構造の日米比較（出典：国民生活金融公庫総合研究所 本研究会第3WG会合発表資料を改訂(国民生活金融公庫総合研究所作成)）



米国企業（製造業）の資金調達構造



⑤ 今後の課題

i) 中小企業に関しては、情報の非対称性が大きいという一般的な制約があり、今後の資金調達手段としても、金融機関の融資が主たるものとなることはかわらないものと考えられる。

特に、未公開企業に関しては、銀行と借り手の間の情報の非対称性は大きく、銀行はこれに十分に注意を払い、リスク審査・モニターを行う必要がある。したがって、第一に、銀行はリターンとリスクの関係を十分に審査し、相手方企業の借入れについては、相手方の財務規律を育成しつつ、これを行うことが求められる。また、銀行のリスク審査・モニターのコストが高いことから、十分な審査体制の下、リスクとリターンの分析ができなければ、経済全体の活力の維持に貢献できず、自らのガバナンスも有効に機能しないことになる。例えば、90年代の金融緩和局面において、金融機関が、担保価値の下落に直面した際に、中小企業に対する情報生産コストを克服できず、中小企業の資金需要の掘りおこしができなかったとの指摘もなされている。なお、この点に関し、政策金融が個別企業の成長可能性について情報生産機能を有しており、民間金融機関の機能不全を補ったとの分析も見られる。

このため、民間金融機関の側においては、ファイナンスにあたってのリスクとリターンの適正な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できるよう、早急に体制整備を進めることが求められる。具体的なイメージとしては、米国のファイナンスカンパニーと同様に、ミドルリスクの審査能力を有し、中長期の将来キャッシュフローを勘案した融資機能が我が国金融機関において育成されるとともに、それらの資金調達にあたっては、ローン債権等の証券化による市場型間接金融の開発が進められる必要がある。

ii) また、中小企業の資本市場からの資金調達の多様化についても一層の検討が必要であり、オーナー性が強く、期待成長率が低い企業では、株主資本の導入は

困難な面があろうが、私募債による資金調達については、更に具体的な促進策が検討されてよい。

こうした問題意識に基づき、中小企業の私募債による資金調達ニーズに関し、事務局において国民金融公庫総合研究所のアンケート調査を同研究所と共同で検討した。

[調査4: 国民金融公庫総研中小企業アンケート調査における追加ヒアリング等]

○ 国民公庫総研「中小企業の資金調達に関するアンケート」(前出)で「直接投資家から資金を調達するつもりがない理由」として、「資金調達の手続きが面倒」「資金調達の費用がかさむ」と回答し、ある程度の債券調達への知識・関心があると認められる企業に対し、国民生活金融公庫総研において、具体的な問題意識を質問した。(電話アンケート、計41社。なお、この41社は全て未公開企業である。)

まず、「株式の公開の手続きに関し面倒な点は何か」との問いには、

- ・具体的に面倒な点を指摘できる 5.3%
- ・具体的にどんな点かは知らないが手続きが面倒だと聞いたことがある 26.3%
- ・具体的にどんな点かは知らないが手続きが面倒そうな気がする 68.4%

同様に、「社債の公開の手続きに関し面倒な点は何か」との問いには、

- ・具体的に面倒な点を指摘できる 2.6%
- ・具体的にどんな点かは知らないが手続きが面倒だと聞いたことがある 21.1%
- ・具体的にどんな点かは知らないが手続きが面倒そうな気がする 76.3%

また、「株式の公開において費用がかさむと思われる点は何か」との問いには、

- ・具体的にどんな費用がかさむかを指摘できる 13.3%
- ・具体的にどんな費用がかさむかは知らないが、費用がかさむということを知ったことがある 20.0%
- ・具体的にどんな費用がかさむかは知らないが、費用がかさみそうな気がする 66.7%

同様に「社債の発行において費用がかさむ点は何か」との問いには、

- ・具体的にどんな費用がかさむかを指摘できる 7.1%
- ・具体的にどんな費用がかさむかは知らないが、費用がかさむということを知ったことがある 28.5%
- ・具体的にどんな費用がかさむかは知らないが、費用がかさみそうな気がする 64.3%

以上のとおり、ほとんどが資本市場からの資金調達に対する印象の域を出ておらず、具体的な知識や情報が得られていないことがわかった。

- 更に、上記電話アンケートにおいて、「具体的に面倒な点を指摘できる」「具体的にどんな点かは知らないが、手続きが面倒だという話を聞いたことがある」「具体的にどんな費用がかさむか指摘できる」「具体的にどんな点かは知らないが、費用がかさむという話を聞いたことがある」と答えた企業14社に対し追加ヒアリングを行った。

回答のあった13社のうち、私募債という話を聞いたことがあるのは6社、また、関心の有無については12社が「なし」であり、ほとんどが私募債そのものを認知していなかった。

- これに対し、富士総合研究所が行ったアンケート調査（「日本企業の社債発行に関する意識調査」会員企業に対するアンケート（99年8月調査） 資本金5000万円未満の企業：423社、資本金5000万円以上1億円未満の企業：169社、資本金1億円以上の企業：301社）では、資本金5000万円未満の企業の0.5%が「私募債を発行したい」、18.7%が「整えば発行したい」、5000万円以上1億円未満の企業では、3.0%が「発行したい」、31.4%が「条件が整えば発行したい」、と私募債による資金調達に関し一定程度積極的な回答が得られている。
- 両調査は、母数・調査対象の属性がそもそも異なるため比較検討は困難であるが、富士総研の会員といった金融情報に意識的と見られる企業での関心度合いは高いものの、一般の企業で、しかも、地方所在の企業についてみると、企業の側に私募債による資金調達という方途そのものが、十分認識されていない可能性がある。

すなわち、国民公庫総研が、追加的にヒアリングした41社は、北海道 4.9%、東北 7.3%、北関東・信越 14.6%、東京・南関東 14.6%、東海・北陸 19.5%、近畿 17.1%、中国 4.9%、四国 12.2%、九州 4.9%と全国まんべんなく、むしろ平均的企業分布よりも地方企業が多い。この対象企業において、資本市場からの資金調達に関し一般論では意識的にもかかわらず「私募債」という言葉を聞いたことがないという企業が相当数含まれていたことは、地方の情報劣位、仲介者不在等の問題点を示唆するものではないかと考えられる。

（参考）富士総研アンケート調査（前掲）の調査対象企業の地域別割合：

関東698社	(78.0%)
近畿115社	(12.8%)
その他82社	(9.2%)

- iii) 事務局調査は、2つのアンケート調査を比較する中で、地方所在の未公開企業における資本市場からの資金調達に関する情報不足等の可能性を指摘している。もとより、こうしたアンケート調査については、対象企業の属性や求答手法の内容等から厳密な比較は困難であるが、特に地方での未公開企業の資金調達の多様化について、情報不足、仲介者不足等によりニーズの掘り起こしが遅れているとすれば、地方等での中小企業の資金調達に参画できる小回りの

効く証券会社、投資アドバイザーが必要であり、インターネットファイナンスなどの形態により、低コストで地理的ハンデなく企業の資金調達が行われるインフラ整備、プロのサポートが求められる。

また、インフラの中では、未公開企業の資金調達にあたり、第三者の目からみた財務規律の向上、将来の資本市場への参加の条件整備を図る観点からも、格付けの取得が重要である。一部において先進的な試みが始まっているが、さらに広範化することが期待される。

(参考)富士総研アンケート調査(前掲)において、資本金5000万円未満の対象企業に対し、「国内での私募社債発行にあたって整うべき条件」を問うたところ、

・小口での発行	46.9%
・金融機関のサポート	42.0%

が多数を占めている。

⑥ 本質的な問題提起

- i) より本質的な問題としては、金融機関・仲介業者のサポートやインターネットの活用等による資金調達コストの低減が進んだとしても、発行企業自身の財務の透明性・適正性が確保され、将来のキャッシュフローが安定的に見込まれることが自社のリスクに対応した資本市場からの資金調達の基本的前提である。すなわち、資金調達に当たっては、自らの事業構造、財務構造の改革を株主、社債権者、金融機関との間において緊張感をもって進めていくことが求められる。この点において、国民公庫総研のヒアリングの過程で、社債については負債の満期償還という資金繰り上のメリットがあるとの指摘に対し、「数年先のビジネスプログラムなど策定不可能」といった認識を示す企業があったことは、資金調達手段の多様化が、単に技術的な調達手段の問題ではなく、企業の財務構造そのものの改革に裏付けられる必要があることを示している。
- ii) これに対し、米国では、未公開企業の側も借入れに際し会計士監査(レビュー等)を受けている場合が多いなど、私募債等による調達やファイナンスカンパニーが長期資金融資を行ううえでの基礎は整備されていると言われている。
- iii) 株式会社として、所有と経営を分離し、株主や債権者と対峙していく上では、基礎的な経営財務基盤を企業の側で整備することは基本的な前提であり、企業の側の自覚的な行動が期待される。ただし、この問題は、企業側の問題であるのか(ひいては大小会社区分立法の問題)、インフラ側の問題か(弁護士・会計士不足、レビュー制度の未整備、未公開企業格付機関の未整備等)については、どちらを先に整備すべきという意味では議論になりうるが、いずれにしても、本質的には未公開企業におけるガバナンスの整備という課題と考えられる。
また、東証マザーズで東証規則に基づく会計士のチェック制度(「レビュー」と称されている)が導入されたことからみても、会計監査の裾野の拡充は、早期に図られるべきと考えられる。
- iv) このように、期待成長率の小さい未公開企業に対するファイナンスの課題は、

キャッシュフローの供給のみならず、金融機関のリスク審査、私募債発行等による資金調達多様化のための会計士や格付機関という第三者の関与の必要性など、財務構造の改革、ひいてはガバナンスの充実という両面にわたる問題である。

(3) 期待成長力が大きく資金調達需要の強い未公開企業に対するファイナンスの論点

期待成長力の大きい未公開企業は、将来の成長に向けての資金需要は強いが、一般に事業・収益基盤が未成熟でリスクも高いことから、金融機関のみがリスク・審査コストを負担しつつ資金供給を行うことは、単一の組織のリスク判断能力に資金供給が左右されるとともに金融機関の側も融資額単位当たりでのモニタリングのコストが高くなるという問題がある。

例えば、近時の文献の中には、相対的に小規模な融資案件の企業グループ、つまり中小・零細企業のグループについては、銀行のモニタリングの結果得られる便益とコストの相対的な大小関係からモニタリングのインセンティブが弱くなり、モニタリング機能を備えている銀行が金融仲介機関として存在しているにもかかわらず、ベンチャー企業は、たとえ潜在的には成長の可能性を持っているとしても、経営困難に陥った場合に容易には救済されない可能性が高いとの理論モデルも示されている。

このため、金融機関によるファイナンスのみにより、期待成長力が大きいものの事業・収益基盤が未成熟でリターンの不確実性の高い（リスクのある）企業に対するファイナンスを行うことにはおのずから限界があり、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、特に人的資源・ノウハウ等の供給も含めたベンチャーキャピタルが重要な位置付けを担う。

企業が資本市場を通じた資金調達を行うにあたり、それが株主資本による資金調達となる場合には、資金供給者によるガバナンスに対する関与を伴う。

この場合には、金融機関の融資や債券引受けによる資金供給者が、基本的には（メインバンクの経営危機に際しての人的派遣等のモニタリング機能という要素はあるとしても、）債務不履行が発生するまで企業の経営に関与する立場にないのとは異なり、資金供給者は、経営に対する関与を行う立場に立つことになる。

これは資金調達を行う側の企業、典型的にはベンチャー企業の側においても、企業化後の経営ノウハウ（財務、法務、販売戦略等）に乏しいことから、ベンチャーキャピタル等の出資者に経営への関与を期待していることとも合致する。

- （参考）例えば、前出の日本証券業協会における店頭登録企業等に対するアンケート調査（11年10月）において、「エンジェルやベンチャーキャピタルに求めるもの」を質問したところ、43社中、
- ・ 「ビジネスプランへの参画、指導、育成、リスクマネジメント」と答えた社が9社
 - ・ 「プロとしての助言、アドバイス」と答えた社が4社

- ・ 「投資家への情報伝達、技術力等のPR」と答えた社が4社とノウハウの提供等を求めている企業が相当数に及んだ。但し、「投資家に徹してもらいたい、経営に口を出さない」ことを求める社も少数ながらあった。

こうしたガバナンスへの関与を含めた投資、特にベンチャーキャピタルやLBO・MBOファンド等のオールタナティブ・インベストメント(注)は、投資家側が投資対象企業の収益性を向上させたうえで株式公開やM&A等による投資価値の回収を図ることを目的とする形態の投資である。この結果、公開等により得られたキャッシュを他の投資対象に振り向けることを通じ、リスクに対応した投資資金が円滑に配分されていくことになる。また、その際、ベンチャーキャピタルの人的資本も新たな投資対象に取りかかることとなり、資金面以外の重要な資源、例えば経営ノウハウもリスクの高い事業の発展のために再活用される。

米国等でこのようなリスクに対応したファイナンスの好循環が生じている背景としては、アーリーステージで経営に関与するベンチャーキャピタル等は、公開等のあかつきには、創業者側に経営権を譲渡するという約定を行っていることにより、創業者側にも支配権回復に向けたインセンティブが存在するという要因も指摘されている。

したがって、株式市場における新規公開のためのインフラ・制度等の整備が、こうした未公開企業に対するリスクに応じた円滑なファイナンスには極めて重要であると考えられており、米国に関し、1978～96年にかけてのベンチャーキャピタルが関与した企業の株式公開数が1期後のベンチャーキャピタルへの新規投資額に対しプラスの影響を与えているとの仮説が有意である、との分析も行われている。

(注) オールタナティブ・インベストメント(Alternative Investment)とは、株式や債券などの伝統的な投資対象に対し、これとは異なる代替的な投資を総称するものであり、新たな金融手法の活用の観点から米国において注目されている。

このように、未公開企業が公開を目標とする株式市場の整備が、リスクに応じた円滑なファイナンスにあたり不可欠であると考えられ、近時において、我が国でも、東証マザーズや店頭市場改革等を通じ、早期公開のための「場」の整備が進展したところであるが、これまでの我が国の例を見ると、ベンチャー企業に対し公開の基準を緩める等の「場」の整備を行ったとしても、そのみでは、必ずしも好循環に結びつくとは認識し難い。

やはり、 . においても指摘されたように、投資家の側がリスクの高い未公開企業への投資を行い得るための投資環境の整備が必要であり、これは、株式公開のみならずM&A等によるIPOにも共通の課題である。このため、具体的な投資環境の整備として求められる諸課題について、事務局が、未公開株取扱証券会社、ベンチャーキャピタル等の市場関係者からヒアリングを行った。

[調査5：市場関係者の指摘する未公開企業への投資環境整備のための具体的な課題]

ベンチャー企業等の未公開企業への投資に当たり、株式公開の場を提供したうえで求められる、制度・インフラ上の課題としては、以下の点が市場関係者から指摘されている。

投資家に対する適正でわかりやすい情報提供

ベンチャー企業等の未公開企業は、事業活動の変動も激しいことから、できる限り早期の業績開示が投資に当たり不可欠であり、東証マザーズにおいても、四半期ディスクロージャーの実施が進められている。更に、これを実効性あるものにするためには、会計士の質的量的充実、会計士の財務チェックとしてのレビューの検討等が求められるとの指摘があった。

更に、アナリストや、未公開株式のリテール販売を主とする証券会社が充実することも期待されている。

しかし、こうした未公開企業が活用すべきディスクロージャーのツールや仲介業者等が充実したとしても、法制上は企業自らに開示の義務はないことから、問題意識のない社は、情報提供の整備を後回しにしがちである。

ディスクロージャーは、本来、それを行う企業が費用を負担することが原則であるが、我が国におけるディスクロージャーの意識が未成熟であることに鑑み、一歩進んで出資者等の側がコストを分担してレビューや任意監査を受けさせるような出資契約や出資者の側の自主規制も検討されてもよいのではないかと指摘があった。ただし、そのためには、会計士の役割が量的に拡大することから、レビューや任意監査を行う側も体制を整備しなければ、実効性は上がらないことに留意する必要があると考えられる。この問題については、会計士の側、企業の側、市場当局の側が、会計・ディスクロージャー制度を有効に機能させるために、各々がどう協力し、体制・制度整備を図っていくかという観点の下に検討されることが期待されるとの指摘があった。

投資家に対し価格変動の不確実性を減少させ、投資インセンティブをサポートする環境整備

集団投資スキームに関する法制の整備に伴い、プライベートエクイティファンド等の形で価格変動の不確実性を分散する投資形態が幅広く整備されることが期待されるとの指摘があった。

投資対象となる企業の法務・財務等の適正性の確保、納得の得られるビジネスプランの提示

投資先企業の法務・財務等の組織インフラの整備やビジネスプランの作成等を助力する、というベンチャーキャピタルに求められる資質の向上・人材の育成の重要性に関しては、投資家に対するベンチャーキャピタル自身のガバナンス上の責務を果たす観点から、投資効果等の開示を積極的に行ったうえで、投資手法等の不断の見直しが図られる必要があるとして、具体的には、ベンチャーキャピタル間の自発的な研修・資格認定や日本型ビジネススクール教育の推進といった指摘があった。また投資を受ける側においても、ベンチャーキャピタルの投資判断に資するよう各企業のビジネスプランの評価等を行う自主規

制団体もあり、こうした取組みが広がることが期待されている。

また、投資先企業の正確なデューデリジェンスと公開に当たってのアドバイスを適切に行い得る専門的な証券会社の育成も必要と言われている。例えば、元引受証券会社の最低資本金制度については、現在、残債譲受等の資本の必要性等から幹事会社30億円、その他会社5億円とされているが、むしろデューデリジェンスや公開審査能力を自主規制機関等で審査することを前提として、未公開企業等の小規模な公募等に対して、これを引き下げようなことはできないかとの指摘があった。

ただし、本件もと同様に、環境面の整備のみならず、企業自らの社内外からのチェック機能充実のため、弁護士・会計士等の裾野の拡大とコーポレートガバナンスの充実が本質的な課題となるものと考えられる。

投資対象企業が公開に向けてインセンティブを持ち得る環境整備

仮に公開後売買状況が低調で公開廃止となっても、引き続き企業が資金調達を可能とする環境がなければ公開インセンティブは低下してしまう。すなわち、一度失敗した企業・経営者が再チャレンジのために継続的に事業を行い得る「場」がなければ、未公開企業は、公開の失敗により、むしろ資金調達が行き詰まるリスクが大き過ぎると感じ、成長性があっても、これまでと同様に縁故ベースの資金調達の範囲で活動を終えてしまうおそれがある。同時に、重層的な市場の育成は、未公開企業に公開前から投資家からの資金調達を行う機会を与えるものでもある。このため、既に日本証券業協会において設立された未公開株市場について早急なシステム化等のインフラ面の改善が求められる。具体的には、マーケットメイク機能の付与、決済機能の整備等による投資コストの削減といった要望があり、公正性確保のための対応を確保したうえでの電子マーケット化にも期待が集まっているが、ジャスダックシステムといった既存システムとの接続という選択肢にも検討の目が向けられても良いのではないかとの意見があった。

年金制度・ストックオプションの改善

株式公開やLBOにより、ベンチャーキャピタリストや派遣された企業経営者が新たな企業に関与できるよう、雇用市場の流動性を確保し、起業リスクを引き受ける経営者に職場移転のインセンティブを与えるため、その基盤となる年金制度のポータブル化、ストックオプションの一般化については、今般、種々の法改正が提案されており、早期の施行が期待されるとの意見があった。

急成長を遂げる企業の株式流動性の確保

商法上の株式額面価額が最低5万円と定められているため、急成長を遂げる企業の場合には、急激に企業価値が上昇しても、流通させ得る株式数には限界があるとして、株式の最低額面価額引下げ、分割自由化が求められるとの指摘があった。

調査5で指摘されている種々の環境整備は、証券取引所、店頭市場や一部の先進的な民間の取り組み、法務省・通産省等を含めた制度改正等でかなりの程度行われてきたところである。

より本質的な、期待成長力の大きい未公開企業のリスクに応じた円滑なファイ

ナンスを構築するための課題としては、創業者が、早期の株式公開等を通じた企業支配権の回復のために出資者のアドバイス等を踏まえて事業の拡大を進め、企業収益力の向上を図るといった「創業者のインセンティブ」を如何に生み出し、出資者がキャピタルゲインを基に新たな投資を行うという好循環を如何に作り出すかという点にあるものと考えられる。

この点については、「従来のベンチャー企業の株式公開等に向けてのビジネスプラン等が不十分であったり不透明であったという事業環境の下では、そうしたベンチャーキャピタル出資の好循環は描き難かっただけであり、成功例が出てくれば問題は解消される」という市場関係者からの指摘もあった。

しかしながら、国民公庫総研や日本証券業協会の調査でも明らかのように、創業者がオーナー性に固執したり、資本参加そのものに拒絶反応を示している例が少なくなく、その結果、それら企業が、ベンチャーキャピタル等のファイナンスの供給者と出会い、企業化等のノウハウを得る芽が事前に摘まれているおそれがある。

本来、出資者との間では、投資契約上、どのような範囲で経営に関与するのか、どのような事業環境の変化で投資の打切りを行うのか等をオーダーメイドで検討し、創業者として自らの経営インセンティブを満足させる形で出資を受け入れるよう綿密なネゴシエーションが可能ならばであり、出資者たるベンチャーキャピタルの側にもノウハウが存在するはずである。すなわち、ベンチャーキャピタル等の機能はファイナンスとキャピタルが一体のものとして発揮される性質の問題である。

しかしながら、ノウハウを有するベンチャーキャピタルが不足しているのか、また、例えば、種類別株式の発行事務をアドバイスできる証券会社が不足しているのか、といったサポート体制の不十分さもあり、現実には、そうしたネゴシエーションの機会が設けられていない。当然のことながら、まずもって、仲介業者等の金融技術において、そうした「契約」を作り上げる能力を向上させ、サポート体制を整備させる必要がある。さらに、現行法制の下でも可能なそうした環境整備のみでは不十分であるとすれば、種類別株式ごとに取締役を選任することを米国のように可能とし、オーナー性放棄に対するアレルギーを払拭しつつ投資を受け入れるといった、企業の成長段階に応じた企業ガバナンスのあり方が検討されてもよいのではないかと考えられる。

3. 公開企業に対する円滑なファイナンスの課題

(1) 基本的な問題意識

公開企業は、資本市場において、広範囲の投資家から資金調達を行うことが可能であり、このため、公開企業は、資金コストの側面について言えば、事業資金の運用・調達に際し、自己資本比率の低下による信用リスク等も含めた株主資本、負債、内部資金の各々のコスト（機会費用）を勘案し、最も効率のよい手段を選択すると考えられる。

こうした資金コストの理念型において、成長性のある公開企業が資金調達を行ったうえで新規投資を行うという経営資源の配分を行うとすれば、資金の調達・運用を最も効率のよい形態で行うことを選択し、余剰資金が存在すれば、配当の支払い、自社株償却、負債の返済等のうち最も資金調達コストを効率化させる方法で、これを活用することになる。

これに対し、成熟企業では、資産・負債額が巨額になる中で経営資源の見直しが求められており、資産の売却（証券化）等を行った場合には、これにより生ずる余剰資金を最も効率のよい形で活用する必要があり、新規投資の投資効率が不十分とすれば、株主に対し自社株償却や配当支払いにより還元することとなり、これは、ひいては株主が新たな成長性のある企業に株主資本を投入する原資となると考えられる。

さらに、経営資源の見直し（資産売却、証券化等）を行う成熟企業が、その結果得られた金融資産等により、成長性ある企業の買収を行う等の形態で成長・勃興期の企業に資源配分を移動させていく資金の流れも重要である。

上記の理念上のメカニズムが円滑に機能することが、成熟企業の経営資源の見直しを進めるとともに、成長・勃興期の企業（事業分野）にリスクに対応したファイナンスが円滑に行われる「資金の流れ」の基盤になると考えられる。

しかしながら、現実の企業行動にあたっては、増資等に際してのコーポレートガバナンスへの影響や会社法制度による自己資本維持の要請等様々な要因が絡み合っており、我が国の資本市場システム、法制度等は、上記の理念型との関係において、企業のリスクに応じた円滑なファイナンスを行ううえで改善を要する点があるのかどうかを検討することとする。

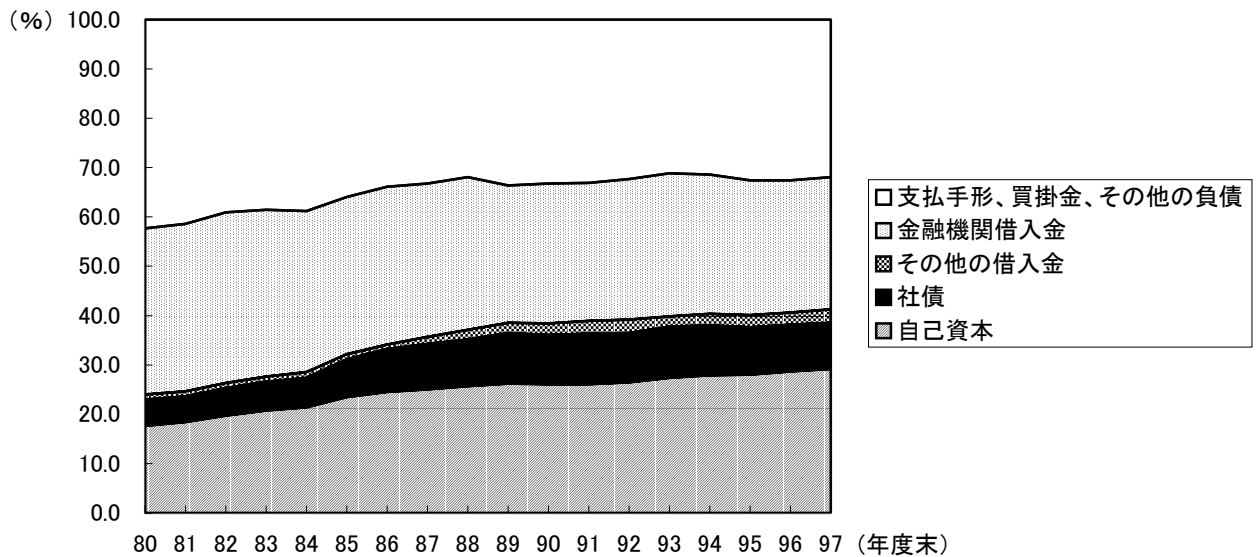
(2) 成長期の公開企業に対するファイナンスの論点

引き続き将来の成長力の大きい公開企業が、設備投資等の事業資金を如何に円滑に調達するかという問題であり、公開企業は、既に、金融機関からの融資だけでなく、資本市場からの資金調達等により調達手段を多様化させていることから、それら資金調達手段の中で機会費用を含めたコスト面から最も効率的な資金調達方法の選択を行っているものと考えられる。

すなわち、資本金が10億円以上の企業について、国民金融公庫総合研究所が大蔵省「法人企業統計年報」に基づき行った分析によると、趨勢的に金融機関借入による資金調達は減少する一方、社債やエクイティの割合が増加しており、資

金調達手段の多様化が進んでいる。

図10 大企業（資本金10億円以上の企業）の資金調達手法の構成比の推移
 [各資金調達手段の総資本に対する構成比]



出典:「ポストビッグバンの中小企業金融」(国民金融公庫総合研究所編)
 資料:大蔵省「法人企業統計年報」

したがって、公開企業において、成長のための円滑なファイナンスが確保されるかどうかについては、金融市場、特に資本市場からの資金調達コストが効率的な資金調達を行う企業のニーズに見合ったものとなっているかが重要である。

(注)ここでいう資金調達コストとは、資金調達にあたり企業の支払う手数料等のキャッシュの移転のみならず、必要とするタイミングで資金調達ができない、もしくはキャッシュを得るまでに要する時間で被る損失等の機会費用という意味でのコストを含む。

[調査6 : 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査にみる資本市場のインフラ整備の課題]

財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査(前出)においては、公開企業は、一般論としては、資金調達の多様化を趨勢として認識しつつも、各社ベースでは、資本市場が資金調達の場として十分に整備されていないとの現状認識等から、資本市場からの資金調達の活性化のニーズは相対的に小さなものとなっている。そして、同調査において回答企業が資本市場の使いにくさとして挙げている内容は、以下の通り、ほとんどが調達コストの問題であり、一般にコストとして認識されている手数料等の直接の資金調達コストよりも、むしろ、市場のインフラ面の整備に関する機会費用としての資金調達コストの問題を指摘する声が多い。

表 2 1 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査中、我が国の株式市場及び債券市場が資金調達活動を行うにあたり「活用できない状況である」、「どちらかという活用できない状況である」を選んだ社において、「何が活動するのを阻害していますか？2つまでお答えください」との質問に回答した回答内容の分類

項目(注)	回答社数	直接の資金調達コスト	機会費用としての資金調達コスト	その他
資金調達が随時行う際に、市場における吸収能力が不十分	359 (株)(債)			
上場審査基準等が厳しく、参入障壁が大きい	131 (株)			
上場の際、証券会社に対する手数料等のコストが高い	73 (株)			
低格付では、扱う証券会社が存在しない	225 (債)			
投資家やアナリスト向けの情報提供コストが高い	46 (株)			
格付け取得により、かえって資金調達が困難になる	109 (債)			
債券市場にシフトするとメインバンクに悪い印象を与える	14 (債)			
決済システムが未整備	11(債)			
増資にあたり、株主構成のバランスの考慮が必要	19 (株)			
高格付けでないとい起債手数料が割高	120 (債)			

(注) 財政金融研究所大村特別研究官による「企業金融とコーポレートファイナンス」の調査項目 - 1の - 1、 - 1の回答項目中、「その他」「わからない」以外の全項目。回答数は、(株)との記載は - 1、(債)との記載は - 1、(株)(債)との記載は - 1及び - 1の該当項目の合計を示す。

我が国市場をニューヨーク、ロンドン並みのグローバルに競争力を有する金融資本市場として育成していくという金融システム改革の理念は、まさにこうした資金調達の効率性等の面でも国際的競争力をつけることを目的の一つとしており、近年の金融システム改革法の施行や民間における自発的な取組みを通じ、直接的なコストに関しては証券会社の売買委託手数料の自由化や業態間の垣根の撤廃による競争原理の導入等により、これを低下し得る環境が整備されている。その他の課題についても、金融システム改革の方向性から、引き続き、不断の改革が進められることになる。

特に、調査6の財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査において、機会

費用としての資金調達コストに対する問題意識が回答企業から数多く指摘されていることから、資本市場のインフラ、特に証券決済や売買システム等のハードインフラの点で依然として改善すべき課題が多いものと考えられる。

具体的には、

イ) 資金調達までの期間の短縮化のための上場・店頭公開手続きの見直しは、機会費用低減のために重要である。現に東証マザーズや店頭市場でこうした試みが行われ、資金調達サイドから高い評価を得ている。ただし、迅速な公開が、簡易な審査のみを志向することは、結果的に、流動性の低い銘柄の公開を増加させ、迅速な資金調達のためのマッチングが不十分となるおそれがある。

こうした観点から、バランスのとれた公開基準の整備とともに、流動性の程度に応じた売買システムの充実（マーケットメイクの充実）が求められる。

ロ) 証券決済システムの整備は、時間的なコストもさることながら、デフォルト時の決済リスク等に対するインフラ整備（RTGS化等）という観点からも喫緊の課題である。CPのペーパーレス化等と並んで、できる限り、幅広い資本市場の決済システムが国際的に競争力を持ち得るよう整備されるべきである。

(3) 成熟企業における新たな金融手法の活用に関する論点

M & A等の推移と現状

イ) 成熟企業においては、環境変化に対応した事業内容、会社組織等の見直しに際し、成長期の企業とは異なり、金融機関や資本市場からの資金調達により自ら新たな設備等を設立し新規分野に進出する方法ではなく、

）M & A手法の組み合わせにより、既存の経営資源の「選択と集中」を図る

）MBOやLBOの組成を通じ、本体と切り離れた形での経営資源の再活用を図ることにより、キャピタルゲイン等を獲得する

といった経営資源の再構築のために金融手法を活用するニーズが高くなることとなる。

我が国においては、こうしたニーズはこれまで顕在化してこなかったが、近時において、ようやく事例が増加しつつある。

[調査 7 : 我が国のM & Aの推移と近年の特徴]

レコフ事務所の調べによると、昨年の我が国におけるM & Aは、1,169件となり、史上最高となっている。

表22 1985年以降のマーケット別M&A件数の推移

	IN-IN	IN-OUT	OUT-IN	OUT-OUT	合計
1985年	160	77	22	1	260
1986年	223	178	14	3	418
1987年	207	156	17	2	382
1988年	218	285	14	6	523
1989年	245	381	11	8	645
1990年	268	459	19	8	754
1991年	310	292	18	18	638
1992年	254	179	29	21	483
1993年	236	108	24	29	397
1994年	250	187	33	35	505
1995年	255	208	33	35	531
1996年	321	226	31	43	621
1997年	454	215	51	33	753
1998年	488	213	85	48	834
1999年	718	248	129	74	1,169

(出典) レコフグループ吉田代表 研究会第3WG会合発表資料を改訂(レコフ事務所作成)

(注) IN-OUTとは国内企業による外国企業の買収である。以下同様

表23 1985年以降の形態別M&A件数の推移

	合併	買収	営業譲渡	資本参加	出資拡大	合計
1985年	26	97	42	91	4	260
1986年	30	169	59	156	4	418
1987年	20	156	44	160	2	382
1988年	33	186	102	201	1	523
1989年	34	318	56	236	1	645
1990年	44	375	61	268	6	754
1991年	55	238	78	265	2	638
1992年	38	198	66	174	7	483
1993年	34	173	61	119	10	397
1994年	39	182	101	180	3	505
1995年	33	197	95	199	7	531
1996年	56	231	101	213	20	621
1997年	75	235	136	277	30	753
1998年	68	278	213	247	28	834
1999年	106	380	270	362	51	1,169

(出典) レコフグループ吉田代表 研究会第3WG会合発表資料を改訂(レコフ事務所作成)

特に、我が国企業間のM&Aが急増していることから、これまでのピークであった1990年がバブルを背景とした我が国企業による外国企業の買収を主としていたのとは異なり、M&Aが我が国企業間の経営資源再構築の観点から

行われているケースが多いものと見られる。これは、形態別に見ても、買収だけ、とか、営業譲渡だけ、といった状況ではなく、多様な形態全てが著しく増加しており、M & A手法の組合せ等による経営資源の再構築が行われているとの見方が裏付けられると考えられる。

ロ) この現象が、不採算子会社の売却とか、連結外しを行っていた子会社のリストラとしての吸収合併等の新たな連結会計基準の適用等を受けた他律的、一時的なグループ内の整理再編といった対応にとどまらず、企業自身のインセンティブに基づき新たな金融手法の活用により経営資源の再活性化が推進されていくものであることが望ましいと考えられる。

このため、近時のM & A等の状況は、果たして、新たな連結会計基準の適用に対応した他律的・一時的なものにとどまるのか、それとも、M & A手法等の組合せによる経営資源再構築のインセンティブが広範化等しつつあるのか等、M & A等を通じた経営資源の再構築に向けての現状分析を事務局において東京証券取引所と調査した。

[調査 8 : 成熟企業のM & A等の実態分析 (上場企業の動向に関する東京証券取引所との共同分析)]

まず、東証上場企業のM & A等の推移を見ると、顕著に増加している。

表 2 4 M & A等の実施会社数の推移

(単位：社)

	子会社異動	合併	営業譲渡及び譲り受け
92年度	56	34	15
93年度	58	31	22
94年度	69	26	13
95年度	72	33	25
96年度	89	26	30
97年度	95	34	22
98年度	93	57	53
99年度	19	97	77

(出典) 東証調査部調査

(注) 表 2 4 の調査方法について

調査対象：原則として平成 11 年 3 月末日における東証上場会社のうち、銀行業、保険業、証券業及びその他金融業を除く 29 業種の上場会社 1,664 社 (債務超過会社及び決算期変更会社を除く)

調査データ：東証上場会社が東証のデータベース(TDnet : Timely Disclosure network) に登録した会社情報等。なお、各年度の同一会社における同一会社情報での重複は除いている

これらの合併・子会社異動・営業譲渡及び譲受けが、単なる不採算部門からの撤退や連結会計基準の適用に対応した子会社異動にとどまらず(当然のことながら、その次元であっても、資源の再構築が進むことは意義があるが) M & A手法を組み合わせること等により戦略的に不要資源から必要資源への新たなキャッシュフロー等を生じるものであるか否かの分析が必要である。

こうした観点から、M & Aや子会社異動が、経営資源を最も効率的に活用し、ひいては企業の投資価値を最大化する観点から行われているかどうか将来の成長性ある事業への成熟企業からのキャッシュフロー等を生み出すポイントとなる。このため、以下の比較分析を行ってみた。

第一に、一般的には、外国人持株比率が高い企業やストックオプションを実施している企業は、企業の投資価値の最大化・経営資源の効率的活用等を重視した経営姿勢の下、ROE等の向上を図っているとされているが事実か否かを分析する。具体的には、外国人持株比率上位50社及びストックオプション付与企業のROEについて全体平均と比較すると、かなりの程度、全体平均を上回っていることが分かる。

表25 外国人持株比率上位50社及びSO実施会社のROE

(単位：%)

	加重平均	単純平均
外国人持株比率上位50社ROE	2.5	0.4
ストックオプション実施会社ROE (92社)	2.8	2.5
全社ROE(1,664社)	0.9	-4.7

(注)表25及び表26の調査方法について(出典：東証調査部調査)
調査対象：表24に同じ

調査データ：東証上場会社が東証のデータベースTDnetに登録した会社情報等
平成10年度配当状況調査(全国証券取引所協議会。元データは10年度(10年4月1日~11年3月31日)中に到来した最終決算期の有価証券報告書)。なお、10年4月から11年8月までの期間において同一会社における同一会社情報での重複は除いている。

平成10年度株式分布状況調査(全国証券取引所協議会。元データは10年度中に到来した最終決算期末現在の株主名簿)

ROEとは、当期利益を株主資本により除したものである。

加重平均とは、各社毎の当該計数が $a_1/b_1, a_2/b_2 \dots a_n/b_n$ とすると、

$$\frac{a_1 + a_2 + \Lambda + a_n}{b_1 + b_2 + \Lambda + b_n} \text{ である。}$$

単純平均とは、各社毎の当該計数が $a_1/b_1, a_2/b_2 \dots a_n/b_n$ とすると、

$$\frac{a_1/b_1 + a_2/b_2 + \Lambda + a_n/b_n}{n} \text{ である。}$$

従って、M&Aや子会社異動のあった企業が、外国人持株比率やストックオプションの付与比率が高ければ、経営資源を最も効率的に活用し企業の投資価値を最大化する観点から、それらの遂行が図られている蓋然性が高いことになる。

このため、第二に、M&A実施企業・子会社異動実施企業の外国人持株比率とROEを全体平均と比較してみた。その結果、外国人持株比率とROEともに、M&A実施企業が高い傾向が伺える。また、子会社異動実施企業についてはM&A実施企業に比べ外国人持株比率の全体との差は小さく、ROEについてはほとんど差がない。これについては、子会社異動のみを行っている企業では、新たな連結会計基準に対応した不採算子会社売却等が含まれていることを示唆しているものと考えられる。これに対し、ストックオプション実施企業92社のうちM&A実施企業は18社であり、各々のストックオプション付与比率については、M&Aを実施した企業と全体との間でも大きな差異は見られなかった。これは、付与比率は付与の議決の段階なので、実際の行使とは異なり、企業イメージの向上といった段階にとどまっていることも原因と見られる。

表 2 6 - M & A 等実施会社の外国人持株比率と R O E

(単位:%)

	M&A(163社)		子会社異動(134社)		全体(1,664社)	
	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均
外国人持株比率	15.2	8.6	12.2	7.6	10.5	6.1
ROE	2.9	1.3	0.6	△ 3.4	0.9	△ 4.7

表 2 6 - ストックオプション実施会社 (92 社) のうち、
M & A 等実施会社のストックオプション付与比率

(単位:%)

	M&A(18社)		子会社異動(11社)		全体(92社)	
	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均	加重平均	単純平均
ストックオプション付与比率	0.3	0.7	0.3	2.0	0.4	1.3

(注) ストックオプション付与比率とは、当該企業の発行済株式に対する付与議決を得た株式数の比率をいう。

表 2 5 ・ 2 6 において、近時のM & A や子会社異動は外国人持株比率の高い企業において多く行われており、経営資源を最も効率的に活用し企業の投資価値を最大化する観点から行われている可能性があることが示されたが、更に、そうした方向性を確認するうえでは、表 2 5 ・ 2 6 の分析の対象企業のM & A や子会社異動の内容をミクロ的に分析する必要がある。なぜならば、表 2 5 ・ 2 6 の分析のもう一つのポイントとして、M & A 実施企業の外国人持株比率・R O E が子会社異動実施企業の外国人持株比率・R O E を上回っており、子会社異動のみの場合は単なる連結会計対応等の観点によるものが含まれている可能性が伺われることから、よりミクロにM & A や子会社異動の内容の分析が必要と考えられる。

このため、銀行業、保険業、証券業及びその他金融業を除く東証上場会社（債務超過会社及び決算期変更会社を除く）のうちの成熟企業で、平成10年4月から11年8月までの期間において、

a．営業の全部又は一部の譲渡又は譲受けを決定した旨の会社情報を公開（東証TDnet に登録）した会社

b．合併を実施した会社

のいずれかに該当し、かつ、平成10年度決算期末の外国人持株比率が原則として全上場会社平均の10.5%超、もしくは、ストックオプションを付与している企業（計61社）のM&A、子会社異動及び営業譲渡・譲受け（以下「M&A等」という）の内容を開示内容から分類してみた。

その結果、これら企業のM&Aや子会社異動には、不採算部門を単に売却したのみ、とか、連結会計基準の適用により100%子会社を本体に吸収する（別会社として連結から外しておく意味がなくなった）という目的ではないかと推測されるものが相当数含まれている。具体的には、61社のM&A等の内容は、開示内容のみからは、

事業部門の100%子会社への売却、100%子会社の買収といった連結経営に影響を与えない内容のみの企業：22社

対等合併による新会社設立：4社

売却と買収の組み合わせやMBOなどを実施しており、成長分野への資源配分の戦略性を有する可能性があるもの：16社

その他：19社（開示内容がよくわからないもの、公開後数年以内の企業において行われたもの等）

と分類された。

もちろん、全体としてM&A等を通じて経営資源の合理化が図られているのは事実であり、内容の如何にかかわらず我が国成熟企業の資源の再配分として一定の意義を有すると考えられるが、例えば100%子会社の買収といった連結経営に影響を与えない買収は、成長分野への資金の流れを成熟企業の資源を再配分する形で実現することと直接的関係は推測されないと考えられる。

この結果、前記の、売却と買収の組合せやMBOなどを実施しており、成長分野への資源配分の戦略性を有する可能性がある16社について、更に、各企業のM&A等の認識・実施上の問題点等をヒアリングすることは、今後の成熟企業におけるM&A等の手法を活用した新たな資金の流れを構築していくための課題を検討していくうえで有益と考えられる。

時間的な制約と相手方の了解との関係から、16社中9社のヒアリングを実施した。

ヒアリング項目は、

- a . 経営資源の見直しの目的と今後の見通し
- b . 個別見直し案件の目的・経緯等
- c . 重視している経営指標
- d . コンサルティング会社や投資銀行などの仲介状況と課題の有無
- e . 買収等の資金調達
- f . 経営資源の見直しと外国人株主との関係
- g . ストックオプションの導入
- h . 株主総会等のコーポレートガバナンス

等であり、ヒアリング実施時期は、1999年11月下旬から12月下旬である。

M & A等の内容と狙い

イ) 9社のM & A等の内容

基本的には、事業分野や子会社の売却と新規分野・事業会社の買収が組み合わされている。事業分野の売却・分社化に際しては、本業以外の資源の縮小というコンセプトのところほとんどであり、中には不採算分野の100%子会社化といった形態もあるが、より当該事業のマーケットに近いところで新たな資源を投入する方が当該事業の拡大につながるというコンセプトのところも見られた。

このため、売却分野も必ずしも不採算というものに限られず、技術力が評価されている分野や商業化のメドがたった分野というものも多く見られた(特に、MBOや取引先への売却)。

新たな買収については、自らの本業に付加価値を加えるため、環境分野での対応を図るため、得意分野における更なる差別化を図るため、というコンセプトであった。買収対象は、同業他社や生産工場その他、新規分野進出のためのジョイントベンチャーも見られる。

こうした内容からは、いわゆる「選択と集中」という意味での資源配分の流れが伺われる。

ロ) 9社のM & A等の狙い

好業績の企業の狙いは、更なる本業の付加価値の増加、外的な販売環境・政策変更への対応といった買収にあたっての前向きな目的が主であった。他方、売却の方は、更なる経営効率化を図るという狙いが強く、資金管理や事務管理といった間接部門の社外化によるコスト減、さらには、わが国の高コストを嫌った直接生産部門の海外子会社化といった狙いも多く見られた。

ただし、1社のみ、いわゆるサービス産業のニッチ分野で発展してきた企業で、従来よりベンチャー的な志向で戦略的M & Aを継続してきたとする社があった。当該企業は、採算の採れている買収分野といえども、ノウハウ・付加価値の吸収が終わった段階で、これ以上の資産の投下と採算とのバランスがとれない場合には売却するというLBOに近い買収も行っているとしていた。

これに対し、業績不振・株価低迷等にさらされている企業においては、直截に、投資家に評価される不採算部門の縮小を狙いとしており、優良分野の売却も、むしろ、本体に従属しては将来性がないという観点が多く見られた。特に、大株主たる外資系企業や提携先たる外資系企業

から、財務指標以外にも種々の経営指標に基づき資源再構築を求められている企業では、そうした観点が強く見られた。

八) 重視する経営指標等

ROE若しくはROAはほとんどの企業で重視されている。外資系の親会社等の関与がある場合には、フリーキャッシュフローやEVAなど多様な指標管理が行われている。

外国人持株比率の高さ及びストックオプションとの因果関係

全体として、資本市場における自企業の投資価値の重視とM&A等を通じた経営再構築については、前者の帰結として、積極的な後者の推進がなされているとの見方をしているのは7社。

他の2社は、経営資源の再構築そのものに目的意識があり、それは、株主利益の向上に資するという考え方であり、結果として、外国人投資家から好感され、持株比率も上昇するという見方である。

従って、多くの企業では、株主、特に外国人投資家から見た投資価値という視点を重視するようになったことが、経営資源再構築につながっているという見方である。

外資系の大株主を有する企業では、こうした点を日常的に意識してきたとし、また、株価の急落にみまわれた経験を有する2社では、それが強く外国人投資家の目を意識させることになったとしている。

ストックオプションについては、9社中、既に付与したのは3社。2社は、経営陣に株主利益の重視、ひいては経営資源の効率的配分を意識させたとしているが、1社は特に意識の変化はないとしている。

その他の企業では、3社からは、社内カンパニー制・事業部制ごとの効率化・分社化等の判断を強めており、事業毎の業績に連動したストックオプションの開発が望まれるとの指摘があった。

M&A等の今後の見通しについて、ヒアリングでは、ほとんどの企業が、明確に、今後もM&A等を用いた企業の資源再構築が進むとしており、その理由としては、「経営資源再構築の判断・実行に要する速度の観点から、M&Aが適した手法」「成長分野の環境変化のスピードは速く、新規分野への進出はM&Aによるべき」「グローバルな競争力の確保のため必要」「本業への付加価値、新規ノウハウの獲得のために必要」「コア事業以外はマーケットに近く成長可能性の高いところで展開できるよう売却すべき」といった点を挙げている。また、「規制緩和の進展により、他の事業分野への進出等を図るM&Aの活用が進んできた」として、今後とも規制緩和の推進が一層図られれば、M&A等を通じた経営資源再構築も進むとの指摘もあった。

このように、既に意識の高い企業においては将来のM&A等の活用に向けて展望が開かれている。

また、外国人持株比率の増加が、直接・間接的に株主重視型経営姿勢への転換を促進しているとの見方が多く、M&A等実施企業の外国人持株比率も高いこと、また、ストックオプションの付与による経営陣の株主利益に対する意識の高まり、社内カンパニー制等による事業毎の採算性等への認識の高まりは、M&A等を通じた経営資源再構築に資するとの一般的な見方があることから、趨勢としては、わが国企業の株式持合い解消、外国人持株比率の上昇は、M&A等を用い

た企業の資源再構築・成長力のある分野へのリスクに応じたファイナンスを促進するものと考えられる。いた企業の資源再構築・成長力のある分野へのリスクに応じたファイナンスを促進するものと考えられる。た企業の資源再構築・成長力のある分野へのリスクに応じたファイナンスを促進するものと考えられる。

今後のM & A等を通じた経営資源再構築の一般化に向けた課題

事務局調査8では、趨勢としてM & A等を用いた企業の資源再構築・成長性のある分野へのリスクに応じたファイナンスの促進の方向性はあると思われ、先進的な企業の対応は進んでいるものの、成熟企業一般においてそうした手法の活用が十分に広がっているとは見られない、との指摘となっている。

この問題については、M & A等の手法を組み合わせた経営資源再構築の意欲を有する成熟企業において容易にそうした手法を用いることを可能とする環境整備を進めるとともに、成熟企業の中でも意識の低い企業が、問題意識を醸成するための課題を検討することが重要である。

調査8のヒアリング等にかんがみ、以下の具体的な課題が指摘される。

第一に、意識の低い企業では、そもそも手法について理解がないことから、投資銀行等の仲介業者の裾野の拡大、ノウハウの充実、会計士・弁護士等のサービス提供者の裾野の拡大が重要と考えられる。調査8のヒアリングにおいては、海外の企業とのM & Aについては外資系の仲介業者の必要性を、国内の仲介業者については技術力等の審査能力の向上を求める意見があったものの、「プロは自らのニーズに応じて使うもの」という見方がM & A等の先進企業には多かったとされている。ただし、今後の一層の裾野の拡大に関しては、ヒアリング企業からも「仲介業者の一層のノウハウの蓄積」、「若い会計士の育成」といった課題の提示があった。特に、会計士・弁護士等の裾野の拡大については、弁護士について議論されてきた試験制度のあり方や専門職業サービスのあり方について、タブーを恐れず検討が進められるべきと考えられる。

第二に、成熟企業の社員の移動を如何に円滑なものとするかという問題がある。

調査8のヒアリングにおいても、「自社では資源を投入できない分野の優秀な従業員には、事業の売却先への転籍が望ましいが、長年大企業の社員であったのでなかなか納得しない」、「年金のポータブル化が重要」といった意見があった。

いわゆる年功序列型賃金制度の能力給化や雇用の流動化に対応した年金制度の整備が、こうした問題への部分的な対処とはなるが、より本質的には、我が国の雇用制度、職能教育を今後どう考えていくかという問題がある。

すなわち、我が国の雇用制度は、長期間の雇用を前提とした「多技能」の従業員を養成する仕組みであり、景気循環等の下での弾力的配置転換や賃金の下方弾力性による雇用の安定を生み出してきた。この我が国の長期安定的雇用制度と職能教育は、従業員を企業の重要なステークホルダーと位置付けている。

この雇用制度の下で、突然、他の企業の下で、その技能を発揮することは困難な点が多く、我が国企業のM & Aの中で、元従業員によるMBOが受け入れられやすいこ

ともこうした側面があると指摘されている。

今後、M & A手法の組み合わせ等を活用して経営資源の見直しを進めるとすれば、過去の長期安定的雇用・職能教育という「暗黙の合意」の下でこれを行うのではなく、そもそもステークホルダーとして養成しないタイプの雇用を一部行うとか（一定の特殊技能者の年俸制グループ等）、ステークホルダーとして養成する層の認定を行う（マネージメントグループの選別）といった、社員の移動を円滑に行うための新たな試みと併せ検討される必要があるが、これは、真に、企業のコーポレートガバナンスの基本に関わる問題となろう。

第三に、子会社の売却や合併には総会の特別決議を要し、これら手続きの遂行が困難な状況が出てきていることが経営資源の再構築を妨げているのではないかという問題意識が調査8のヒアリングにおいて見られた。この点については、経済界を中心に「総会決議対象を限定する」とか、「米国証券取引所自主規制にあるように軽微な議案については無回答は賛成とみなす」といった対応が考えられないか」といった指摘があるが、総会決議対象の限定に対しては事務局調査8の9社ヒアリングでは意見が分かれ、少なくとも株主に対するディスクロージャーや代替的なガバナンス上の対応が必要との見方があるとともに、物理的に定足数の充足が困難であれば総会招集通知の早期送付を可能とするための措置を検討すべきとの意見があったとされている。

この問題は、未公開企業に対するリスクに応じたファイナンス、特にベンチャーキャピタル等によるファイナンスにあたり、わが国の会社法制が企業の成長段階に応じた使いやすいものとなっているかという問題意識と同一延長線上の問題であり、端的には、M & Aといった企業組織の変更に当たっての会社法制上の手続きの問題に表れている。ただし、事務局調査8の9社ヒアリングにおいて、他にも、経営資源再構築の推進に向けての我が国会社法制の課題として、

- ・ 株主利益を重視するための社外取締役制度の導入
- ・ 商法と企業会計・税法の調和ある発展
- ・ 会社分割法制の整備
- ・ M & A手法の多様化にあたってのコーポレートガバナンスのあり方（株式交換制度と株式買収のガバナンス上の影響の差に鑑み、米国のキャッシュマージャー制の検討の可否等）

といった指摘がなされており、全体として、経営資源の再構築といった成熟企業の問題は、ガバナンスの根源的な問題と結びついていることを示していると考えられる。特に、ヒアリングにおいて、「米国式の社外取締役といった方法でなくとも、国際ナショナル・アドバイザー・ボードといった形態での海外の市場関係者の意見聴取の方が効果的」といった意見があったことは、典型的な選択の問題でなく、日本企業として何があるべき姿かを独自に探求することの重要性を伺わせる。この問題については、次項において更に検討する。

公開企業のガバナンスに関する諸問題

- イ)②で明らかになった企業の経営資源の見直しの動きを反映して、近年、総会にかかる特別決議議案が多く、総会を通じた意思決定が重みを増している。

他方、株式持合いの解消の進展、内外機関投資家の株式保有比率の上昇（「市場の機関化」）の下で、総会運営も転機を迎えている。

ロ) 公開企業の資金運用・調達を選択肢は、コスト（機会費用）の選択肢であると同時に、ガバナンスの選択肢であり、企業のガバナンスが有効に機能し、経営資源の効率的な活用が図られるような資本市場、会社法制でなければ、企業の側でも効率的な資金調達・運用が阻害されるとともに、投資家にとっても投資魅力を減じることとなり、円滑な「資金の流れ」が実現されない。

すなわち、未公開企業においては、企業の支配権の維持と株主資本の導入をどのようにバランスをとるのかという問題であったが、公開企業においては、株主資本の公開を前提として、経営者の経営方針を如何に迅速に、かつ、円滑に株主との間で実現していくかという問題であり、一般的なエージェンシーコストの問題である。

この種の問題に関し、国際的にも唯一無二の枠組はあり得ず、会社制度の様々な装置全体として、経営者と株主の間の適切なチェックアンドバランス関係を構築すべきものと考えられる。

こうした問題意識の中で、現在、具体的に提起されている問題は、特別総会議決を要するような成熟企業の経営資源の再構築（M&A、オールタナティブインベストメントの活用等）のための意思決定にあたり、総会システムは、迅速かつ円滑に対応しうるか、また、適切に経営陣に対するチェック機能を果たしうるかという点にある。

このため、事務局において、近年の株主総会の実態に関し、文献等から調査を行った。

[調査 9 : 近年の株主総会運営上の諸問題]

「株主総会白書」(商事法務研究会編) を時系列分析すると、調査対象企業に占める定款変更議案、その他議案 (営業譲渡、合併等) のシェアは、近年着実に増加している。

表27 株主総会(全上場会社)付議議案等件数

単位: 件数、()内は対象会社数比(%)

	95年	96年	97年	98年	99年
計算書類の承認議案	2,251 (100.0)	2,286 (100.0)	27 (1.1)	23 (1.0)	28 (1.1)
利益処分案等承認議案	2,251 (100.0)	2,286 (100.0)	2,359 (100.0)	2,402 (100.0)	2,439 (100.0)
取締役選任議案	1,861 (82.7)	1,557 (68.1)	2,007 (85.1)	1,676 (69.8)	2,014 (82.6)
監査役選任議案	1,843 (81.9)	721 (31.5)	1,981 (84.0)	1,983 (82.6)	1,134 (46.5)
役員退職慰労金贈呈議案	1,813 (80.5)	1,467 (64.2)	1,985 (84.1)	1,980 (82.4)	1,915 (78.5)
会計監査人選任議案	32 (1.4)	36 (1.6)	28 (1.2)	34 (1.4)	40 (1.6)
役員報酬改定議案	216 (9.6)	140 (6.1)	185 (7.8)	99 (4.1)	127 (5.2)
定款変更議案	359 (15.9)	447 (19.6)	481 (20.4)	1,353 (56.3)	792 (32.5)
その他	89 (4.0)	91 (4.0)	77 (3.3)	216 (9.0)	436 (17.9)
対象会社数	2,251 (100.0)	2,286 (100.0)	2,359 (100.0)	2,402 (100.0)	2,439 (100.0)

()は、各議案/対象会社数

(資料)株主総会白書 1995～1999年版(商事法務研究会)

他方、証券取引所協議会の「株式保有状況調査」によると、機関投資家、特に外人投資家の保有シェアは増加しており、この背景として、いわゆる我が国企業の株式持合い解消の働きがあるといわれている。

表28 市場価格でみた投資部門別株式保有状況（出典：証券取引所協議会「株式保有状況調査」）

(単位：億円、%、ポイント)

	9年3月末	10年3月末	11年3月末	増減額[増減率]		保有比率増減
				11年3月末	11年3月末	
会社数(社)	2,339	2,387	2,426	39		
全投資部門	3,354,760(100.0)	3,080,884(100.0)	3,308,841(100.0)	227,957	[7.4]	
政府・地方公共団体	7,079 (0.2)	6,841 (0.2)	6,790 (0.2)	51	[0.8]	0.0
金融機関	1,405,938 (41.9)	1,298,215 (42.1)	1,358,235 (41.0)	60,020	[4.6]	1.1
a 長銀・都銀・地銀	506,803 (15.1)	455,545 (14.8)	453,097 (13.7)	2,448	[0.5]	1.1
b 信託銀行	375,738 (11.2)	380,793 (12.4)	446,152 (13.5)	65,359	[17.2]	1.1
(a,bのうち投資信託)	68,600 (2.0)	49,906 (1.6)	44,751 (1.4)	5,154	[10.3]	0.3
(a,bのうち年金信託)	80,999 (2.4)	118,251 (3.8)	156,742 (4.7)	38,491	[32.6]	0.9
c 生命保険会社	372,514 (11.1)	327,557 (10.6)	326,385 (9.9)	1,172	[0.4]	0.8
d 損害保険会社	119,419 (3.6)	106,459 (3.5)	104,628 (3.2)	1,831	[1.7]	0.3
e その他の金融機関	31,462 (0.9)	27,858 (0.9)	27,971 (0.8)	112	[0.4]	0.1
事業法人等	858,716 (25.6)	759,015 (24.6)	835,009 (25.2)	75,993	[10.0]	0.6
証券会社	31,938 (1.0)	20,232 (0.7)	18,229 (0.6)	2,003	[9.9]	0.1
個人	650,374 (19.4)	585,269 (19.0)	624,696 (18.9)	39,426	[6.7]	0.1
外国人	400,713 (11.9)	411,309 (13.4)	465,881 (14.1)	54,572	[13.3]	0.7

(注) 1. ()内は、保有比率。
 2. 外国人は、法人と個人の合計。
 3. 上場会社の自己名義分は、各社が属する投資部門に含まれる。平成11年3月末の自己名義分は631億円(構成比0.02%)となっている。

表29 持合比率の保有主体別の推移

	持合比率	うち事業会社の持合保有		うち銀行の持合保有	
		事業会社	銀行	事業会社	銀行
87年度	21.47%	4.10%	6.68%	6.22%	0.43%
88	21.00	4.35	5.99	6.69	0.38
89	20.30	4.74	5.51	6.76	0.32
90	21.42	4.82	5.90	7.18	0.38
91	21.32	4.87	5.68	7.30	0.42
92	21.21	4.74	6.02	7.18	0.38
93	20.77	4.65	5.84	7.03	0.36
94	20.70	4.75	5.66	7.07	0.37
95	20.31	4.85	5.36	6.98	0.33
96	19.52	4.97	4.17	7.69	0.22
97	18.19	4.71	3.51	7.53	0.11
98	16.02	4.26	3.19	6.51	0.04

(資料:ニッセイ基礎研究所)

○ところが、このようにプレゼンスの増加している機関投資家の議決権行使率及び委任状の行使率は低いとの企業サイドの指摘がある(専門の代行機関を使っておらず、発行体から特段の働きかけのない外人投資家では30%程度とのヒアリング有)。このため、結果として、昨年、合併や定款変更のため株主総会特別議決を行うにあたり、定足数の確保が問題となった企業が出つつある。

表30 株主総会定足数確保上の問題の有無

回答		社数()内%					
		特 に 問 題 は な か つ た	で ク リ ア の と こ ろ	ぎ り ぎ り	そ の 他	無 回 答	計
資本金	5 億円未満	22 (100)					22 (100)
	10 億円以下	141 (100)					141 (100)
	20 "	246 (98.4)				4 (1.6)	250 (100)
	30 "	200 (99.0)				2 (1.0)	202 (100)
	50 "	270 (98.8)	1 (0.4)	1 (0.4)	1 (0.4)	1 (0.4)	273 (100)
	100 "	402 (98.8)	1 (0.2)			4 (1.0)	407 (100)
	300 "	436 (97.3)	4 (0.9)	3 (0.7)		5 (1.1)	448 (100)
	500 "	114 (98.2)	1 (0.9)			1 (0.9)	116 (100)
	1,000 "	79 (97.3)		2 (2.5)			81 (100)
	1,000 億円超	82 (100)					82 (100)
	計	1,992 (98.5)	7 (0.3)	6 (0.3)		17 (0.8)	2,022 (100)

(出典) 株主総会白書 1999年版(社団法人 商事法務研究会)

一つの問題としては、従来より、年金基金の運用などにあたり、受託機関の判断による運用が一般化し、フィデューシャルデューティーが明確化されていなかったことがある。この点については、年金基金については既に「年金基金のコーポレートガバナンスに関する研究会報告書」(厚生年金基金連合会委託調査研究)において年金基金としての株主議決権行使の運用方針が明らかにされたところである。これに対し、残された課題として、我が国の公的資金(郵貯、簡保、公的年金)の運用にあたっては、議決権不行使が慣行として行われてきたことがある。この点は、これら資金が財政投融资改革以降、市場を通じた自主運用の中で信託銀行等を通じた間接的なエクイティ運用をポートフォリオとして行っていくのであれば、無視できない課題となる可能性がある。

より一般的に、機関投資家の議決権行使について見ると、投資家が議決権行使に無関心という訳ではなく、むしろ、議案に対し、積極的な意思表示を行っていることがわかる。具体的には、株主総会白書を見ると、議決権不統一行使の申出の増加、議案に対して「否」等の指示をした外国人機関投資家の増加が明らかになっている。

表31 議決権不統一行使の申出の有無と対応(重複回答)

単位:社数、()内はシェア(%)

	95年	96年	97年	98年	99年
なかった	910 (48.7)	827 (44.0)	758 (39.3)	753 (38.2)	977 (48.3)
要件を満たしており応じた	920 (49.2)	1,018 (54.2)	1,138 (59.1)	1,184 (60.1)	1,022 (50.5)
行使期間を過ぎており拒否した	17 (0.9)	18 (1.0)	23 (1.2)	30 (1.5)	14 (0.7)
他人のため保有が明らかでないため拒否した。	—	1 (0.1)	2 (0.1)	3 (0.2)	4 (0.2)
形式要件を具備していないため拒否した。	6 (0.3)	8 (0.4)	4 (0.2)	7 (0.4)	5 (0.2)
無回答	35 (1.9)	23 (1.2)	26 (1.3)	23 (1.2)	15 (0.7)
回答企業数	1,869 (100.0)	1,879 (100.0)	1,927 (100.0)	1,970 (100.0)	2,022 (100.0)

(資料)株主総会白書 1995～1999年版(商事法務研究会)

表32 議案に対して「否」等の指示をした外国人機関投資家等の有無(重複回答)

単位:社数、()内はシェア(%)

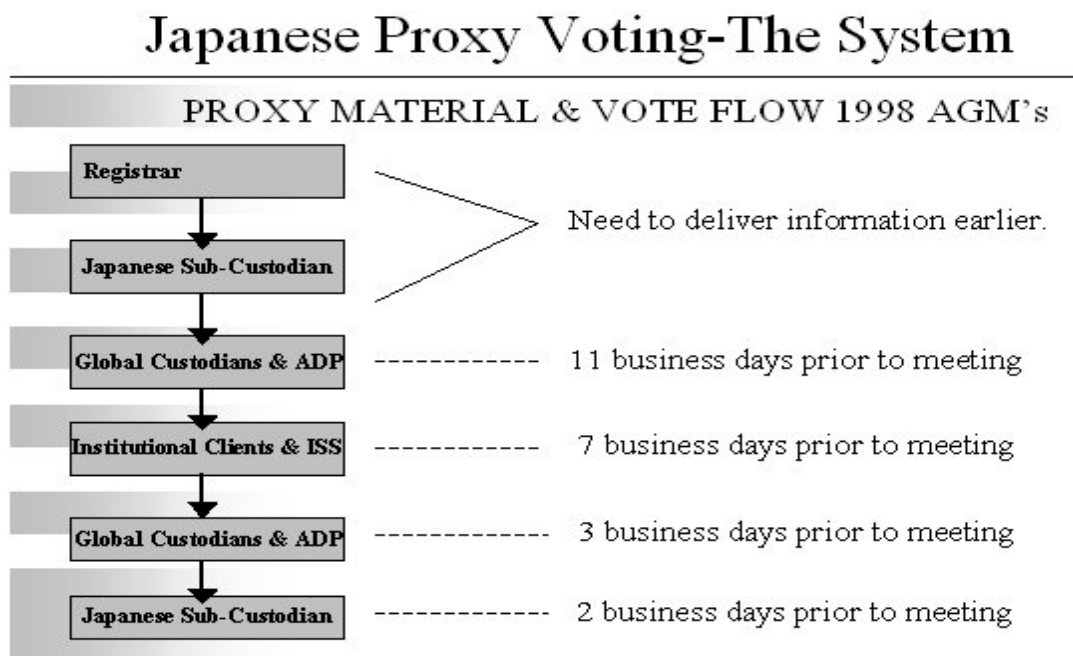
	95年	96年	97年	98年	99年
いた	227 (12.1)	210 (11.2)	222 (11.5)	345 (17.5)	388 (19.2)
いなかった	1,484 (79.4)	1,504 (80.0)	1,531 (79.4)	1,460 (74.1)	1,512 (74.8)
届けていない	33 (1.8)	30 (1.6)	35 (1.8)	24 (1.2)	—
わからない	60 (3.2)	70 (3.7)	71 (3.7)	89 (4.5)	106 (5.2)
議案とは別に手紙が届いた	5 (0.3)	4 (0.2)	8 (0.4)	3 (0.2)	5 (0.2)
面会の申し出があった	—	—	—	—	—
その他	4 (0.2)	4 (0.2)	3 (0.2)	3 (0.2)	1 (0.0)
無回答	60 (3.2)	62 (3.3)	64 (3.3)	48 (2.4)	14 (0.7)
回答企業数	1,869 (100.0)	1,879 (100.0)	1,927 (100.0)	1,970 (100.0)	2,022 (100.0)

(資料)株主総会白書 1995～1999年版(商事法務研究会)

ところが、機関投資家のプレゼンスが増加しているにもかかわらず、物理的な制約等から議決権不行使が生じざるを得ないとの問題点が明らかになっている。

すなわち、英国シティゲート・デュー・ロジャーソン社が欧州機関投資家について実施した実態調査（98年11月現在）において、98年総会の事務フローでは、実質的投資家に議案通知が到達するのは総会の7日前であり、カストディアンに行使書面を委託するまでには3日間しかない。このため、実質的投資家は、仮に意欲があっても議決権行使を断念するケースがあり、同社調査では欧州機関投資家の64社中46社（72%）が議決権不行使となっている。

（図11）Citigate Dewe Rogerson 社作成 “ Japanese Proxy Voting Institutional Survey & Proxy Voting System Analysis ” より抜粋



八)我が国の株主総会において、一般に株主の議決権行使姿勢が低いことは事実であるが株式持合いの解消等が進む中で、モノを言う機関投資家が増加しており、特に、海外機関投資家にそうした姿勢が強いと見られている。

したがって、海外からの我が国への投資を促進し、東京市場の魅力を高めるためには、発行企業が経営資源再構築を進めるための株主総会運営にあたって物理的・制度的制約により株主の議決権行使が困難である、といったガバナンス上の問題に対しては、根本的な検討が必要ではないかと考えられる。

また、公的資金によるガバナンスへの関与の問題も、M&A等の円滑な遂行にあたっての定足数確保の要請の高まりの中で新たな問題を投げかけていると考えられる。

二)したがって、株主資本の国際化、市場の機関化、財投の抜本的改革等に対応した我が国企業のガバナンスのあり方について、以下において考察する。

) 株主総会の特別決議対象事項の緩和

米国では、簡易な合併、営業譲渡については普通議決によっていることから、我が国でも同様の商法の見直しを求める動きがある。他方、企業にとって、対案の存在しない新規の合意形成にあたっては、発行株式数の過半数という定足数の上での3分の2の多数決は適切との指摘もある。この問題は、いわゆるグローバルスタンダードというものとは存在せず、経営者の経営意思に対する関係者のチェック機能が、全体として、どう整備されているのかという観点から、検討すべきである。すなわち、米国の株主総会議決事項が緩和されていることについては、取締役会というガバナンス機構が、社外取締役や各種ボードの設置により実質的チェック機能を果たしていることを含め、総合的に判断されるべきであり、株主総会の部分を切り離して単純な制度的改正を検討することは本質的な解決にはつながらないのではないかと考えられる。

もしも、将来において、こうした選択肢が検討されるとすれば、株式会社の意思形成・経営チェック過程全般の見直しの下に行われるべきである。

また、企業の多角化、分社化等を受けた定款における営業目的の変更は多発しており、包括的な営業目的の記載を認めるべきではないかとの指摘もあり、こうした角度からも、別途、検討がなされてもよいのではないかと考えられる。

) 特別決議の定足数の確保

)とは異なり、特別決議の必要性は認めるものの、その定足数の緩和をどう考えるかという問題であり、経済界からは、行革委への規制緩和要望として、定足数の発行済株式数の3分の1への引下げの要望が出されている。

しかしながら、多数決における新規の対案のない合意形成の基準からすれば、合併等の会社の組織等の重大な変更にあたり、発行済株式総数の過半数という定足数の下での3分の2以上の賛成を得ることが必要との考え方もあり得る。

このため、事務局調査8でも、定足数の引き下げには賛否両論あり、実際的には、外人機関投資家向けの経営説明書の事前送付等により対応すべきとの見解も多い。ただし、この場合に、証取法上の利益供与との関係でリーガルリスクを指摘する声がIR関係企業から寄せられていることから、米国で採用されている強行法規の施行にあたってのノンアクションレター（法令施行当局による個々の法令適用の可否に関する見解の提示）の活用が課題として挙げられる。

ただし、議決権行使にあたっては、行使の主体としてもコスト・ベネフィットがあり、経営説明書の事前送付といった発行体の努力にも定足数確保の上では限界もあると考えられる。例えば、先のシティゲート社の調査では、世界的なコストディアンの中には、我が国企業の議案に対し、議決権を行使するコスト・ベネフィットに鑑み、株主権行使件数に上限を設けている企業があると報告されている。

このため、会社側の努力のみならず、少なくとも、行使したいと考える主体の物理的制約を解除する制度的対応は求められるのではないか。

具体的には、企業ヒアリングからは、株主提案権行使期限の前倒しが挙がっており、より抜本的には、決算後総会招集までの期間の長期化という我が国企業の株主総会のあり方についても議論をすることが考えられる。

）無議決権株式の活用

）の問題については、株主の中には、コスト・ベネフィットの観点から議決権行使にそもそも無関心なものも存在する可能性があることから、無議決権株式の発行も一つの対処方法と考えられる。

しかしながら、我が国企業では無議決権株式の発行は一般化していない。この理由については、種類別株主総会の開催の負担の大きさ、発行実務に関する証券会社の不慣れ、といった指摘があるが、決定的な理由とは考えられない。

結局のところ、企業のニーズがそこまで切迫していなかったことが、証券会社等の市場関係者の検討を促さなかった要因ではないかと考えられ、今後、具体的な問題提起があった際に、市場関係者も積極的に参加した議論が期待される。

）企業の経営改革にあたっての商法、企業会計及び税法上の取扱いの予測可能性の整備

M & A実施企業等から、近時の商法、企業会計及び税法の累次の制度改正に関し、一制度のみの改正が先行する場合には企業としては他の制度の取扱いが明らかになるまでは対応を図りかねることから、この三制度間の予測可能性の確保の必要性が指摘されている。三制度とも、各当局において各々の目的・機能に基づき、制度整備に努めているところであるが、ストックオプションの会計処理など国際的な動向を含めて検討を要する分野もある。ガバナンスの充実を図るための制度整備を進めるにあたり、この三制度の取扱いの予測可能性の確保は不可欠であり、検討過程からの意見交換が望まれる。さらに、識者からは、公開会社の会計制度、監査制度については商法が証券取法に依拠する法制の必要性を指摘する意見もあり、特に商法会計・監査における連結財務諸表の採用は具体的検討課題と考えられる。

）財政投融资の抜本的改革に伴う郵便貯金・年金積立金の自主運用

財投の抜本的な改革により、郵貯・年金が、自主運用を開始し、委託運用を通じて株式保有を拡大する可能性があるが、この場合、年金基金において定式化されている受託者責任（フィデューシャルデューティー）をふまえた運用責任が果たされるとともに、郵政省研究会報告（郵貯・簡保資金運用研究会中間報告）にある通り、民間金融市場に与える影響に十分配慮し、市場攪乱的でない運用が行われる必要がある。なお、市場攪乱的な運用を行わないことを十分に担保する観点からも、ディスクロージャーの一層の充実が求められ、例えば、G10中央銀行で構成されるグローバル金融システム委員会における、機関投資家の各種バリュアットリスクの開示等の議論を十分にフォローした検討が求められる。

また、これらの資金の株式への運用については、ガバナンスへの影響も重要であり、事務局のヒアリングにおいて、「既に、これら公的資金の株式保有比率が数%のシェア

に及ぶ」と述べる企業もあることから、定足数や特別議決の成否に対し、公的資金の運用を委託されている信託銀行等による議決権行使の有無は無視できない影響を及ぼすこととなる。このため、公的資金が間接的に保有している株式の議決権行使をいかに考えるべきかという問題の検討が必要であり、単なる不行使だけでは、総会ガバナンスの阻害となる可能性があることから、運用受託機関による議決権行使の在り方が、この面でも積極的に議論されることが期待される。

・おわりに

今回の分析は、21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための、我が国の金融資産が企業に供給される「資金の流れ」の構築について、特に、企業金融の側面から現状を分析し、検討課題を明らかにした。

(1) 全体として、事務局の行った各種調査を含め、以下の課題が指摘された。

・我が国家計の資産選択に関する分析

[調査1]において、我が国家計の金融資産構成について、戦前には有価証券の割合が低くなかったと考えられることや、家計の実物資産を含めた資産保有状況・資産の価格変動等の日米比較等を考慮すれば、「日本人には、有価証券等の元本保証性のない金融商品の保有を回避する国民性がある。それが、家計からの資本市場を通じた資金供給チャネルの拡大の制約となる」と捉えることは必ずしも適当ではなく、種々の制度改正等により、これまで我が国家計の有価証券等の保有を抑制してきた要因が緩和される方向に変化しつつあるとの分析が示された。

さらに、今後とも、投資家が企業の事業内容等に基づくリターンの不確実性を正確に把握したうえで有価証券等への投資を行い得るよう、個人投資家保護のための所要の法制度の整備、リテール販売の一層の活性化、金融商品のみならず市場経済の基本原則にさかのぼった個人投資家等の教育充実が重要である。また、企業金融の問題としては、本質的に、投資対象として株式・債券等そのものの魅力が増すことが重要であり、企業側の投資価値の向上及び透明性の確保とコーポレートガバナンスの充実に向けて、企業側の実態分析により課題の抽出を行う必要性があるとされた。

・企業金融を巡る現状分析

[調査2]において、我が国公開企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査を基に現状分析が明らかにされた。

その結果、各企業とも、一般論として問われた場合には、資本市場からの資金調達の拡大、メインバンクの役割の縮小、株式持合いの解消等を推進し、併せて、これらを踏まえた金融資本市場における自企業の投資価値重視の経営姿勢への転換を図るといった認識が多数を占める。しかし、各社ベースの認識や対応としては、問題意識等は広範に有しつつも、現時点では、具体的な資金調達構造の多様化等の経営実態の改革には必ずしも至っていないとの指摘がなされた。

さらに、今後の各企業の具体的な資金調達構造の多様化等の経営改革の推進に関しては、市場インフラの問題の分析が求められるとともに、各企業が実際に経営改革を行うに当たっての制度上の課題の有無について検討すべきとの指摘がなされた。

[調査3]において、店頭登録企業の中で社歴・公開歴の短い企業等のアンケート調査を基に現状分析が明らかにされた。その結果、これらの企業は社歴も短く成長性が高いことから、資金調達の多様化、特に資本市場からの資金調達の拡大に向

けて強いニーズが示されたが、金融機関のリスク審査機能等が不十分との認識も示された。

さらに、今後の課題としては、ベンチャーキャピタル等の充実のほか、ベンチャーキャピタルの出資や早期公開を实のあるものにするための企業側のディスクロージャーの充実、ガバナンスのあり方の検討等が指摘された。

・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
、 の分析を基に、以下の4つの企業区分毎に、企業の成長段階等と期待成長力に応じてきめ細かく課題を検討した。

期待成長力が小さく資金調達の拡大を求めている未公開企業

中小企業全般の財務体質について民間金融機関の借入金に対する依存度合が極めて高く財務基盤の改善が求められること、また、[調査4]において、中小企業へのアンケートにより、「私募債」等の認知度の低さが示された。

そして、今後の課題としては、ミドルリスクの審査機能を有する金融機関の育成、私募債等による資金調達のための仲介者等の育成(特に地方)、インターネットファイナンスなどのインフラ整備、ビジネスプログラムの適正化のためのレビュー制度の確立、会計士の裾野の拡大等が重要な課題として指摘された。

また、本質的に、こうした企業に対するファイナンスは、資金供給の観点のみならず、企業側の財務構造の改革、ひいてはガバナンスの充実という観点を含めて整備していく必要性が指摘された。

期待成長率が大きく資本市場からの資金需要の強い未公開企業

これら企業へのファイナンスは、金融機関による融資のみではリスク審査・リスク負担の上で限界があり、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、特に人的資源、ノウハウ等の供給も含めたベンチャーキャピタルが重要な位置づけを担うことが指摘され、ベンチャーキャピタルのファイナンスが資金面に加え、人的資源等も含めて好循環を生むための環境整備が重要とされた。

そして、公開を可能とする市場の整備にとどまらず、[調査5]では市場関係者より、四半期ディスクロージャーの実効性確保(レビュー制度の確立等)、ベンチャーキャピタリスト育成のための教育プログラム、未公開公募引受証券会社育成のための規制緩和、未公開株式市場の流動性を確保するためのインフラ整備、株式の最低額面価額の引下げ等が課題として指摘された。

さらに、本質的な課題として、創業者の自らの技術力・オーナー性へのこだわりと公開へのインセンティブをどうバランスさせるかに関し、個々の創業者のニーズを満たすことができるようなオーダーメイドな投資契約(ガバナンス上の関係の多様性等)を可能とする金融技術、会社法制の本質的な検討等が重要な課題として指摘された。

また、この点に関し、現下のベンチャー企業投資にあっては、こうした本質的

な投資契約関係を構築する以前に、ベンチャーキャピタルや市場関係者がベンチャー企業の財務・経営を見極め選別していくという基本が欠けているのではないかとの指摘があった。市場関係者の間からも、ベンチャーキャピタルそのもののガバナンスの向上、投資にあたってベンチャー企業にレビューや任意監査を受けさせる自主規制を求める意見が寄せられている点に留意する必要がある。

成長期の公開企業

[調査6]において、公開企業は、直接の資金調達コストのみならず、機会費用面の資金調達コストを市場インフラに関する問題として指摘しているとのアンケート調査分析が示された。

このため、機会費用を含めた資金調達コスト低減の観点から、現在進められている上場・店頭公開手続きの見直しを踏まえ、流動性の程度に応じた売買システムの充実、幅広い資本市場の決済システムの国際的競争力の確保等が重要な課題として指摘された。

成熟企業における新たな金融手法の活用

成熟企業においては、M&A手法の組み合わせ等により、経営資源の再構築を図るニーズが高まりつつあり、[調査7]において我が国のM&A件数の増加等が示された。

さらに、M&A等の手法を活用した経営資源の再構築による成長性ある事業への資源(資金)の配分のための課題の抽出のため、[調査8]において東証上場企業の実態分析を行った。その結果、近時のM&A等が外国人持株比率が高い企業で多く行われており、実施企業のROEも高いとの調査が明らかにされ、資本市場における投資価値の向上の観点からM&A等の手法を活用した経営資源の再構築が進展している可能性が指摘された。さらに、個別企業のヒアリングを通じ、今後の成熟企業の経営資源再構築のためのM&A手法の活用にあたっては、投資銀行等の仲介業者の裾野の拡大、社員の移動を円滑にするための雇用・年金制度等の検討といった課題に加え、経営改革にあたっての企業のガバナンス面の法制度のあり方を検討する必要があるとの指摘があった。

特に、M&A等に不可欠の株主総会特別決議運営について、[調査9]において、海外機関投資家の議決権行使の物理的制約等が示され、制度面の検討課題として、決議対象事項の在り方、定足数の在り方、総会招集通知早期送付のための制度面の検討とノンアクションレターの活用、無議決権株式の活用といった指摘がなされ、その他にも、企業の経営改革にあたっての商法、企業会計及び税法上の取扱いの予測可能性の確保、郵便貯金・年金積立金の株式運用受託機関における議決権行使の在り方等が重要な課題として指摘された。

- (2) 事務局調査は、4つの企業区分毎に、企業金融の観点を中心に、機能面に着目した実態分析を展開した。

しかしながら、こうした企業区分毎に抽出された課題は、当然のことながら、

他の企業区分においても程度の差はあれ問題となるものである。例えば、M & A等の活用に係るガバナンスの問題は、未公開企業のIPOにおいても生じるものであり、ミドルリスクの融資機能は成熟企業が資源再配分を行った新規企業の立上げに際しても期待される。

本報告書の分析は、企業金融の機能面において求められる課題の分析にあたり、各機能の必要性の高い領域を中心に検討を行ったものであり、企業区分毎に実態として課題が不連続になることを意味しているものではない。

他方、本報告書で取り上げた諸課題を金融市場の機能、特に間接金融の機能という側面から考えれば、我が国の金融市場において、企業のリスクとリターンに対応した資金仲介機能等が十分に発揮されているかどうかという視点からも考察される。

本報告書で抽出された課題について、間接金融の機能という側面から問題を捉えれば、

- ・ 融資対象のリスクに対応した融資が行われ、期待されるリスクとリターンの関係が実現しているのか。(成熟企業に対しローリスクに対応した融資が行われているか。期待成長力の小さい未公開企業に対しミドルリスクに対応した融資機能が整備されているか。期待成長力の大きい未公開企業に対し企業のリスクに対応した融資はモニタリングのコスト・インセンティブとの関係でどこまで可能か。)
- ・ 金融機関の融資という資金仲介手段が機能するか否かの限界的な局面において他の金融サービスによるファイナンスが有効な資金仲介機能を果たしているか。(成熟企業：資本市場の制約のために機動的な資金調達困難となり、機会費用が高くなっていないか。それにより、間接金融に引き続き依拠していないか。期待成長力の小さい未公開企業：財務基盤を整備する観点から資本市場からの資金調達との両立が図られているのか。期待成長力の大きい未公開企業：リスクに対応したガバナンスを伴う金融サービスを提供するノウハウ・体制は整っているのか。)

という金融市場における資金仲介機能という一つの視点からの検討が行われることとなる。今回の分析では、4つの企業区分毎に、企業の側からこれらの課題を分析したが、金融市場、とりわけ間接金融の機能という側面からは、金融市場におけるリスクとリターンに対応した資金仲介機能等の有効な発揮という点が中心的課題であるとも考えられる。

しかし、こうした21世紀の金融市場の機能について、あり得べき姿の構築という観点からの調査分析が本研究会の基本テーマであるとしても、現実との乖離についても留意が必要である。

研究会では、一つの視点として、現状の金融機関の融資にあたって、リスクとリターンの関係は、リスクに対しリターンが「寝た姿になっている」(リスクに対応したリターンが実現されていない)のではないかという指摘があった。

更に、金融機関の融資において正常なリスクとリターンの関係が実現していないことにより、

- ・ 本来資本市場においてリスクに対応したリターンを求められるべき企業に対して、適切なリターンを求められない結果として、これら企業のビジネスプランの未成熟等を招いていないか。
- ・ 金融機関による適切な資源配分を阻害していないか。ひいては、家計の資産選択にも影響を与えていないか。

といった指摘も見られた。

そして、この問題は、

- ） 企業の側がリスクとリターンの関係を正常化し、これに対応したファイナンスが切れ目なく行われるような金融市場、企業金融の構造を構築すべきというのが本質であり、具体的には、企業の側では投資価値の向上、金融資本市場については、ミドルリスクの審査機能を有する金融機関やベンチャーキャピタルの育成及びガバナンスと一体となった基本インフラの検討等が求められるのであるとしても、
- ） 現実のリスクとリターンの関係を可能としている要因として、
 - ・ 金融システム不安に対応した金融機関に対する種々の施策
 - ・ ローリターンでもファイナンスを可能とする流動性の存在
 という現下の緊急避難的な対応があるのではないか、そしてその点について留意が必要ではないか、との指摘があった。

このように、今回の事務局分析は、あるべき姿に関する企業金融の側面からの調査が中心であるが、その中でも、金融市場、特に金融機関の機能に対し、種々の問題提起があったところである。

これらについては、上記のように、政府によるリスク負担の代行の拡大により、歪められている金融のリスク配分・価格機能を回復するという課題が改めて認識される必要がある。

(3) 今回の事務局調査では、全体の分析の承前として、これまで我が国家計の金融資産選択にあたり、有価証券等への投資を抑制してきた構造的要因が減少してきているとの分析が示されたが、今後の21世紀における我が国家計の金融資産選択にあたっては、

- ） 年金・社会保障制度と若年層の年金勘定の動向
- ） 一層魅力ある商品としての国債の在り方
- ） ペイオフ解禁等のセーフティーネットの在り方の変化

等の重要な環境変化が予想される。

こうしたことから、21世紀における我が国家計の金融資産選択に関し、我が国経済の持続的成長を可能とする「資金の流れ」の観点からの今後の考察が望まれる。

また、本報告書において明らかにされた現状認識と課題の中には、ミドルリスクの審査機能を有する金融機関の育成、企業の技術力を評価できるM&A等仲介業者の育成、地方企業や未公開企業の公募債引受等を行い得る引受業者の育成といった、金融機関・仲介者等に係る論点も抽出された。これら金融機関そのものに対する課題は、資金仲介機能のみならず、リスク審査機能、流動性管理機能、情報提供機能

といった多様な機能が、今後の金融機関に期待されることを示している。すなわち今後の金融業務の担い手については、既存の業態毎の業務や機能を前提とするのではなく、金融の機能面に着目しつつ、人材育成を含めた我が国金融サービス業はどうあるべきかという視点の下で、その充実が求められているものと考えられる。

- (4) 本報告書は、基本的視点として、「既存の手法の枠にとらわれない『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關与する権利』の組合せに対する問題意識」の下に、「ファイナンスと一体としてのコーポレートガバナンスの在り方」を検討してきた。この視点については、実態分析から抽出された企業の問題意識において、企業の成長段階等に応じて「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關与する権利」の柔軟な組み合わせが求められる必要がある、という一つの切り口が種々の側面で散見された、具体的には、
- ・ 公開歴の短い企業の「ガバナンス諸制度の機能の十分性とコスト間のトレードオフ」に対する問題意識（〔調査3〕）
 - ・ ベンチャーキャピタル出資に際してのガバナンスの在り方の検討の必要性、特に、オーダーメイドの投資契約の開発と会社法制の在り方（〔調査5〕）
 - ・ 急成長を遂げる企業の株式流動性の確保のための株式最低額面価額引下げの必要性（〔調査5〕）
 - ・ 成熟企業のM & A等に際しての株主総会システムの在り方の検討の必要性（〔調査8・9〕）

といった問題提起があった。

これらの問題提起については、我が国金融機関が、2つの権利の柔軟な組み合わせを可能とする金融手法の開発能力をまずもって向上させるべきであるが、さらに、この問題は、本質的には、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うえで我が国会社法制が果たして使いやすいものであるのか、という問いかけが行われているものと理解できよう。

我が国企業の事業活動や資金調達等が一層国際化する中で、我が国の会社法制、ひいてはコーポレートガバナンスは、これまで、ともすれば軽視されてきたと言われる株主価値を重視する方向で見直されていくとの認識については研究会で一致が見られた。

しかし、会社法制、ひいてはコーポレートガバナンスの枠組みは社会的経済的基盤であり、単純に他の異なる枠組みを採用すればよいというものでなく、株主等の投資価値といった側面の他、労働市場の問題や人的資源等の問題も含め、その在り方について考察される必要がある。

このため、今後のコーポレートガバナンスの枠組みに関しては、

-) コーポレートガバナンスに関しては、株主総会や取締役会・監査役等の様々の機能が相互に補完しあい、株主、従業員、経営者、取引者といったさまざまなステークホルダーのバランスにおいて、最適の枠組みが構築されるものである。今後の我が国においては、企業の業種や発展段階等に応じて、最適なコーポレートガバナンスの枠組みも多様なものが求められる

のではないか

-) 最適な資源配分を達成する観点から、資本市場における資金移動のみならず、労働市場において雇用の円滑な移動が可能となるよう、これら市場の整備、社内教育・人材育成の再検討がまずもって必要ではないか。そうした基盤の下に、最適なコーポレートガバナンスが構築されていくのではないか。

といった指摘がなされた。

こうした様々の視点の中で、我が国として、21世紀に向けてこれまでの基本法制、コーポレートガバナンスの枠組みを所与のものとするのではなく、自ら自律的に変革に向けた解答を探していくことが求められ、本報告書において中心とした企業の実態分析の中で、「海外の焼き直しでなく、内外投資家の意識の高まりの中で、より広いガバナンスの在り方を模索したい」という企業自らの問題意識が、先に述べた「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」の柔軟な組合せという論点につながっていることは、自律的な枠組みの構築に向けて論議が始まっていることを示していると考えられる。例えば、事務局のヒアリングに際してのMBO実施企業担当者の「単純に経営指標重視で人員削減を行うためにM&Aを行っている訳ではない。ただ、優れた技術力と人材を有する分野でも、当社にあっては十分な資源を投入できないのでMBOを進めることはプラスであるはず。しかし、その際、社員の中には、当社の肩書を外すこと、年金の受給額が減少することに大きな抵抗がある。この点は当社も日本企業として長い間培った経営資源・人的資源であり、安易に切り捨ててののではなく、どういうやり方がベストなのか探求したい」との発言は、こうした問題意識を如実に示すものと考えられる。

- (5) このように、本報告書は、投資家を企業につなぐうえでの全てのインフラが国際的に見ても使いやすく、かつ、単なる外国の焼き直しでなく、我が国の社会経済環境、基本法制等の在り方を自律的に探求した結果として、21世紀の投資家と企業のニーズに合致したものである必要性を様々な側面から抽出したことに意義を有するものと考えられる。この金融資本市場、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な検討が求められていることが、公的主体の金融制度に対する関与の在り方として重要である。すなわち、ファイナンスとコーポレートガバナンスに関する我が国の基本制度については、現下の危機対応を終えた後の21世紀に向けた資金の流れの構築において、個々の緊急対応的対処でない総合的な検討が求められているものと考えられる。