

られます。

それでもこれら負債性の調達、株式発行など資本性の調達に比べれば、低コストと見られています。一見すると株式の方が金利もかからず低コストのように思われがちですが、株式の場合はリスクを取っている株主が期待する自己資本利益率(ROE)を満たすためには、各社のリスクに比例して高い収益を上げていかなければならないので、結果的に経営にとっては負担が大きくなるのです。

一方で、負債性の調達の場合は、バランスシートの中で「確実に返済しなければならない資金」が増えることとなります。財務の健全性の観点に限って言えば資本性調達に劣ることとなりますし、何十年の単位で考える企業の長期的なビジョンに基づいた投資には不向きということにもなります。そして、近年何よりも問題なのは、企業に対する銀行の貸し出し姿勢が必ずしも積極的とは思われないため、機動性という最大の長所が失われつつあることです。

(3)資本性の調達=公募増資・割当増資など

資本性の資金調達は、負債性の調達と異なり、企業の純資産の部を増額する各種の資金調達手段です(エクイティファイナンス)。株式を公開している企業の場合、所定の手続きを経て普通株の公募増資が可能です。また、株式を発行しているすべての企業において、所定の手続きを経て既存株主または第三者への割当増資の手法により、普通株や種類株を増資することが可能です。

先ほど説明したように、資本性の調達は負債性の調達と違って、いわば「返済不要な資金」ですので、企業が長期の戦略に基づいて投資を行なう場合には最適な資金調達手段だと言えます。ただし先述の通り、この資金調達によって株主の期待収益率に見合った利益が上げられることが成功の必要条件です。増資の場合に資金用途を明示しなければならないことや、投資家向け広報(IR)において増資後の成長戦略が厳しく問われるのはそのためです。ところで、最近、大型の第三者割当増資が一般株主の「株式の希釈化」をもたらすという議論が多いようです。「議決権の希釈化」についてはその通りです。ただし、増資後の成長戦略が説明できる限り、「株主利益の希釈化」は起きません。その点は議論の整理が必要と感ずります。

その説明が可能である限りにおいて、資本性の調達は株主利益を損なうことなく企業のバランスシートを改善し、資金繰りも安定させる効果を持ちます。そして、それによって、銀行の自己査定に基づく与信格付けにも好影響があるため、銀行からの資金調達も容易になるのです。

しかしながら、資本性の調達の場合は、取締役会(場合によっては株主総会)の決議はもちろん、多くの法的手続きを経る必要があり、負債性の調達、特に銀行借入れに比べると、機動性の点では劣ると言わざるを得ません。また、第三者割当増資は利益相反のない適当な相手を見つけることが困難なことが多いのです。PEファンドの主な役割は、こうした資本性の調達において、企業の経営陣をサポートする形で資本性の調達を手助けし、企業の成長戦略を推し進めていく主体になることだと言えるでしょう。

2 日本固有の問題とPEファンドの役割

このように、企業の資金調達には、負債性・資本金調達のいずれにも一長一短あるのですが、日本では別の固有の論点が存在します。これを解決することなしに、日本企業の資金調達の円滑化は困難だと思います。

(1) 銀行借入れ

銀行借入れは、本来最も機動性が高い資金調達手段のはずです。銀行は普段から企業の経営状況を把握しており、一般的に担保も確保しているので、情報量・担保の両面でリスクがコントロールできているので、企業に対して率先して資金供給すべき存在です。

しかしながら、前回の連載で説明したように、銀行は金融庁の定めによる資産自己査定基準に縛られ、「赤字か黒字か」「純資産が実態的に十分か」「引き当て(担保)は十分か」等々、機械的な判断基準で貸し出しの可否を判断する傾向を強めています。国際的な自己資本規制も一層強化される方向にあり、銀行としては自己資本比率の分母にあたる貸付金の額を絞り込むインセンティブが働きがちです。

日本の銀行が預かっている預金のうち、どれだけが貸し付けに回されているかの比率(預貸率)を見ると、昨年末時点で中小企業を主な融資対象とする信用金庫で約56%、大手銀行でも65%くらいといわれています。すなわち、銀行には、貸し出しするのに十分な資金が預金の形で集まっているのです。高度成長期にはこれが100%を超えていましたし、昭和50年代でも90%を超えていました。最近の銀行がいかに貸し出しに消極的であるかがうかがえます。

日本の金融機関は公的年金、ゆうちょ銀行、かんぽ生命などとともに巨額の家計部門の金融資産を吸収しているにもかかわらず、それが企業に還流せず、大量の国債を買っているのが現状です。家計部門の金融資産は国に吸い上げられているに過ぎず、銀行は低金利で集めたお金のかなりの部分を国に預け直して利益を上げていると言っても過言ではありません。すなわち、銀行が公共的な役割を果たしていないという議論にも一理あります。しかし、だからと言って銀行を非難するだけでは問題は解決しません。先ほど述べたような制度的な制約を解決しつつ、借入れ側である企業を銀行が貸し出しに積極的になれるような財務体質にしなければならないでしょう。

こうした問題に加えて、預貸率が高かったころの名残で、日本では企業に対する銀行の影響力は強いです。メインバンクが企業のガバナンス(統治)を実質的に担い、時には経営陣まで送り込んで経営を支配するケースもこれまで数多く見られました。その代わり、いったん企業に何か問題が起きるとメインバンクが責任を取る形で他行の貸し付けを肩代わりするといった慣行もありました。しかし、近年のように銀行が企業の資金需要に十分応えられない状況でこれを継続することは可能なのでしょうか。また、連載第21回で述べたように、現代の企業のガバナンスとは株主・従業員・地域社会・債権者などに対する企業の社会的責任(CSR)を十分に全うすることが基本であり、銀行のほうだけを向いたガバナンスが通用する時代ではありません。銀行だけに依存した企業金融はこうした歪みを温存し、日本企業のガバナンス改革を遅らせるおそ

れが高く、その意味でも限界があると言えるでしょう。

(2)資本性の調達

上記の通り、日本のように銀行借り入れに極度に依存した企業金融にはそもそも限界があり、銀行に「貸せ、貸せ」と号令をかけるだけでは問題は解決しません。

日本企業にとって、財務を安定させ、それによって銀行借り入れをも円滑にするためには、やはり資本性の調達手段を多様化しておくことが必要です。その際の資本の出し手は、企業にとっては成長戦略を実行する上で阻害要因となったり、利益相反があったりする主体であってはならないことは自明です。

例えば銀行が増資引き受けの主体となることは、債権保全を優先する債権者としての立場と企業の成長戦略を支援すべき株主の立場との間で大きな利益相反があり、銀行の一般事業会社への出資比率には独占禁止法や銀行法上の規制が課されています。ちなみに、同じ理由で、銀行がその運営会社に出資していたり役員OBを派遣していたりして実質的に影響力を及ぼすことのできるPEファンドも、実質的には銀行と同じで、利益相反・投資家保護の見地から、銀行に課されている持ち株規制と同じ規制が課されるべきであることは当然です。

結局、企業にとって最も適切な出資受け入れ主体は、合併や資本提携などM&A取引の場合を除けば、企業経営者とともに成長戦略や企業の再生戦略を促進してくれる独立系のPEファンド(バイアウトファンドやベンチャーキャピタル)以外には考えにくいのではないのでしょうか。しかし、日本の場合には、公的年金からの出資がないことなどを主な原因として、独立系のPEファンドに十分な資金が集まっていません。連載第24回で触れたように、豊富な家計部門の金融資産は年金をはじめとする公的部門や金融機関を経由して、ほとんどが国債の形で国に吸い上げられてしまっているからです。

現状では、日本の企業金融を円滑化するために銀行をいくらプッシュしても無理であり、独立系のPEファンドに資金を投入し、PEファンドが企業に資本性の資金を注入しつつ経営支援をすることとセットでないとうまくいきません。諸外国ではPEファンドへの主な出資者が公的年金であることに鑑みれば、日本で公的機関が預かっている家計部門の金融資産の運用の一部をPEファンドに回すことは、最も優先度が高い政策課題であると考えます。

この連載で何回か述べたように、公的機関が運用する資産の一部を独立系のPEファンドに振り向けることは、それを通して企業に資本性資金の流入を促し、国債発行も財政措置も不要な大型の経済対策にもなります。また公的機関の資産運用のリスクとリターン両方の改善にもつながります。

この政策については、「日本には実績を積んだファンドが少ない」など、細部にこだわり「やらない理由」「やれない理由」を探せばいくらでも出てくるとは思いますが、それを言っていたのではいつまでたっても状況は変わりません。日本の経済が置かれた状況に鑑み、今は高いレベルでの政治の決断を求めたいと思います。