

# 企業金融の形態

真田 幸光

最近では企業の経営管理に関連して、その資金調達方法について様々な議論がなされています。

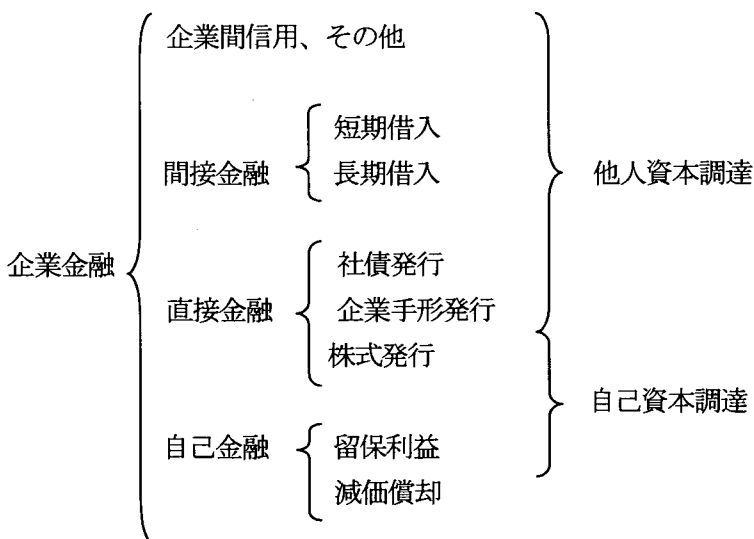
特にこうした議論の中で注目すべきはデッド・ファイナンス (DEBT FINANCE=注1) ではなくエクイティ・ファイナンス (EQUITY FINANCE=注2) の比重を高めるべきであるとの声が出てきており、出資法の見直しなどを含む法体系や資本市場の再整備なども現在進められようとしています。

そこで、ここでは改めて「企業金融の形態」と最近の企業の資本調達について簡単に纏めてみたいと考えました。

経営、ビジネスの勉強をされている皆さんは既に勉強していることかとは思いますが、知識の再確認を兼ねて、以下を参考にしてみてください。

## 1. 企業金融とは？

先ず、企業金融・資本調達の源泉というものは主として次のように分類できると言われています。



\* 企業間信用：支払手形、買掛金等

\* 留保利益：利益準備金（現在、商法上の規定では資本金の4分の1に達するまで毎期利益処分の10分の1以上を積み立てる義務がある）、任意積立金、次期繰越金が主となる。

\* 減価償却はその算定基礎が過去に行われた支出であり、毎期に減価償却費が計上されてもその額に対応する支出額がその期中にある訳ではないので、これに相当する部分が現金などの形で企業に残っていると考えられている。よって、減価償却も自己金融効果があるという説もあり、広義の自己資本調達に含まれている。

先ずは、上記の図を眺めながら、企業金融・資本調達の源泉とは何かを把握してください。

## 2. 企業の資金調達方法の多様化

さて、日本の金融市場も米国の金融市場の発展に追随する形で1980年代より徐々に金融の自由化、国際化が進展し、その過程で、企業の様々な資金調達手段が開発されるようになりました。企業もこの頃から銀行借入中心の資金調達を見直し、直接金融市場の活用の必要性が叫ばれるようになってきたものと思います。

しかし、この当時、初期段階で注目された資金調達手段は社債発行、企業手形（CP）の発行であり、直接金融市場からの資金調達ではあるものの、デッド・ファイナンス（他人資本調達）の域を脱していないものでありました。

そして、次の段階で登場したものが転換社債やワラント債と言われるもので、負債と資本の両方の性格を併せ持つ混合的な証券が世の中に登場し、エクイティ・ファイナンスの動きが拡大するに連れ、企業金融にも一層の多様性が見られるようになったと言えます。

一方、こうして市場環境が整うに連れ、日本政府も法整備に努めることとなり、例えば、

- (1) 1996年には社債の公募に関する適債基準が撤廃される。
- (2) 株式の公募増資に関する資格要件も撤廃される。
- (3) 更に時価発行増資に伴う利益配当ルールも撤廃される。

といった動きが見られました。また、1994年の商法改正に伴い自社株取得が可能となり、自社株取得時の見なし配当課税も凍結されることとなりました。

尚、現在この自社株取得は資本構成を調整すると言う効果があることに加えて、資本構成を迅速に変える手段としての効果も注目されており、更に事業に関する高度な専門知識をもつ経営者自身が下す自社株取得決定については、市場に「資本構成を調整する意思がある」という経営陣の強い姿勢を伝えるシグナル効果があるともいわれるようになってきているのであります。

## 3. 自己資本調達拡大過程に於ける留意点

さて、前述したような過程を経て現在、国際金融の世界では、企業や機関が他人資本調達と自己資本調達の適正なる組み合わせを駆使して安定的な資金調達を行っているかどうかを確認していく傾向が強まっており、またこれに注目してその企業や機関を評価する姿

勢が顕著となってきています。そして、安定的な資金調達構成に成功している企業は更なる資金調達にも成功する好循環に入る資格を得ているとも言えるのではないのでしょうか。

但し、ここで資金調達をする企業側が意識しなければならないことがあります。

それは即ち、投資家は当然ながら、必ずその見返りとして一定の収益率を要求してくることとなり、資金提供者の要求に見合うリターンを支払う義務があるということであります。従って、企業が調達した資金は最低でも投資家の要求する収益率を満たせる運用案件に投資する必要があり、企業が当該資金の提供を受ける際に要求される最低限の必要収益率を常に意識しつつ、投資家に対する責務を果たしていかなければならないと考えています。

そして私は、現状の日本に於いては、これは一部のベンチャー企業に見られる傾向であるのかもしれませんが、投資家責任を追及する余り、この投資家に対する責任を忘れがちになってはいないかということが大変気に掛かっております。

もちろん、投資をした投資家の責任は問われましよう。しかしながら、私は先ず、資金調達をした企業自身が責任を持って企業を運営していく責務があることを忘れてもらいたくはないと考えており、こうしたことがなされて初めて、わが国に於いても健全なるエクイティ・ファイナンス市場が発展していくものと確信しています。

#### 4. 間接金融市場が主流の北東アジア

経済用語で言うインフレ=INFLATIONとは通貨膨張を意味し、通貨の量が財貨の流通量に比較して膨張し物価水準が上昇していく過程を指しています。

また、その原因によって、「信用インフレ」や「財政インフレ」などにも分類されます。

さて一般的に見ると、北東アジアの第二次世界大戦後の経済発展過程に於いては恒常的なインフレ状況にあったと言え、こうしたインフレが通貨の価値を相対的に引き下げたことから、借金を帳消しにしてくれるという追加的付加価値も生み出していました。つまり、借金をしても、もしインフレが借金を帳消しにしてくれるのであれば、借金をしなかったことと同じとなります。となれば借金をして資産を増やした方が得である、否、借金をしないとむしろ損であるという思考回路が生まれ、一方、金融機関にも、「利息さえ払ってくれるのであれば、貸出金元本については原則的には貸し換えを行う」という傾向が強まり、北東アジア社会に「借金体質」が染み付いていったと考えられます。

1997年に発生した通貨危機以降の北東アジアの主要企業はその経営努力や金融機関に対する債務削減依頼などを通して負債比率(=負債/資本×100)を徐々に引き下げていくことに成功しており、また直接金融市場に於けるエクイティ・ファイナンスによる資金調達が拡大しているが、それでも未だに負債比率が高い企業グループが散見されます。

従って今後、北東アジア経済が成熟期を迎えデフレ経済体制に入ると、これまでに積み上がった負債が、インフレの際とは全く逆に、借入人の大きな負担となる、つまり通貨の

価値が相対的に高くなっている訳でありますから、借入人にとって返済の実質負担が今度は大きくなることとなり、理論的には負債比率を低下させない限り、北東アジア企業、そして北東アジア経済の再生は難しくなると言うことになりましょう。

こうして考えてくると、直接金融市場の発達、就中、エクイティ・ファイナンスの拡大は先進国化する北東アジア諸国の宿命とも言え、また、これに伴い、間接金融の主体であった銀行を整理していくこともまた時代の流れに沿った必然と言えるのではないのでしょうか。

いずれにしても、こうした過程を経て、日本を含む北東アジアに高度な金融市場が登場し、経済の再生の契機となることを私は期待しております。

(注1) デッド・ファイナンスとは負債となる資金を調達する方法を総称するもので、銀行借入や社債発行による資金調達を指す。他人資本調達。

(注2) エクイティ・ファイナンスとは株式発行を伴う資金調達を総称するもので、増資・転換社債・新株引受権付社債(通称=ワラント債)などによる資金調達を指す。自己資本調達。