

非上場中小企業の エクイティファイナンス

加 護 野 忠 男

(神戸大学社会システムイノベーションセンター)
特 命 教 授



エクイティ（自己資本）ファイナンスとは、自社株を売却することで資金を得る方法である。投資家側からすれば株式に投資をすることによって利得を得る方法である。非上場企業はエクイティファイナンスが難しいと考えておられる経営者が多い。確かにその通りだ。しかし、日本の非上場企業の間で、エクイティファイナンスの必要性は高まっている。長引くデフレの中で中小企業を含めた企業の利益率は低下傾向にある。投資利益率が借入金利より十分に高い場合は、借入れは、自己資本利益率を高めるという効果がある。借入れの比率が高ければ高いほど、この効果は大きくなる。財務の世界で「てこ効果」と呼ばれる効果である。しかし投資利益率が借入金利よりも低くなると、借入れは自己資本利益率を低下させる。投資利益率がプラスであっても自己資本利益率がマイナスになることがある。将来の投資利益率は揺れ動く可能性があるから今は高いからといっても安心はできない。利益率が低下趨勢にある時は自己資本の比率を高める必要がある。不要不急の資金を持つ富裕層は、金利の低い銀行預金に魅力を感じなくなっている。リスクはあっても利回りの高い投資機会を求めている。

エクイティファイナンスの重要な方法は5つある。第1の方法はオーナー経営者の個人資金をつぎ込むことである。これまでの利益で十分蓄えをできた場合には、この方法が使える。この方法の欠点は、オーナーの投資の集中を高め、投資リスクを増大させることである。

第2の方法は、金融機関に株式を持ってもらうことである。銀行規制が強化され、一般の銀行は株式を持つのが難しくなっている。また、銀行規制の対象外の公的金融機関は株式投資への規制が緩やかである。東西にある中小企業投資育成株式会社は、非上場企業の株式に投資をしてくれる数少ない機関のひとつである。しかし、投資育成の期待利益率はかなり高いので優良企業でないといこの方法は使えない。その水準まで行かなくても比較的高い投資利益率を実現している企業には、銀行も投資できる。証券会社も同様である。

第3の方法は、地域の富裕層の不要不急の資金を株式に投資をしてもらうことである。この場合には、投資家と企業経営者の間にかなりの信頼関係があることが前提条件となる。

第4の方法は、利益を増やすことである。ドイツには、非上場の優良企業が多い。これらの企業は30%を超える投資利益率を上げているところがある、利益率が高いので上場の必要はな

い。留保利益は重要なエクイティファイナンスの手段である。

第5の方法は、株式の持ち合いである。互いに信頼できる経営者同士がお相手の会社の株式を持ち合うことである。保有株の価値が等しくなるように株を交換することである。ファイナンスの効果はないけれども、新たな資金負担もない。この方法は、資金調達の効果は乏しいがいくつかの良い効果が期待できる。まず第1は、外部からの経営監視が行えるようになるという効果がある。第2は、オーナーの投資先を多角化できるという効果である。それによって投資リスクの軽減をはかることができる。持ち合いの難しさは、信頼に足る経営者を見つけることのむずかしさである。これは容易なことではない。青年会議所、商工会議所の会合や銀行主催のセミナーは信頼できる経営者を探す重要な機会となる。持ち合いの相手は異業種の企業のほうがよい。同業種の場合には、競争があるので、情報の開示を限定せざるを得ない。せっかく持ち合いをしても相手に情報を提供しなければ、適切な助言を得ることはできない。たんに信頼できる経営者を見つけるだけでなく、自らが信頼に足る経営者であるということを外に向かってアピールすることも必要である。一方的な信頼関係では持ち合いは成立しない。相互の信頼が不可欠だからである。信頼できそうな経営者が見つかったら、その人物が本当に信頼できる人物であるかどうかを判断するためには、身近な人々の意見も聞くべきである。先代、父母・兄弟の意見は参考になるだろう。持ち合いをするということは相手に議決権を与えるということの意味する。それが経営を不安定にすることもありうる。だから信頼できる経営者である必要があるのだ。

自己資本はリスクを負担してくれる資本である。それだけに、自己資本への出資者は要求も厳しい。このような出資者とうまく付き合おうとすると、経営者の側にそれなりの覚悟がいる。何よりも大切なのは、出資リスクを負ってくれる投資家は、リスク負担に応じた高い利益率を期待しているということを認識することである。それはリスクプレミアムと呼ばれる。投資家が期待するリスクプレミアムがどのくらいのものであるか、きっちりと理解しておかなければならない。このことは厳しいことである。そのためには会社のバランスシートをよく見なければならぬ。「不要不急の資産を持っていないかどうか。」「利益率の低い事業に投資をしてしまっていないかどうか。」をよく吟味しなければならない。利益は企業の唯一の目的ではないが、存続のための重要な条件である。

エクイティファイナンスに関しても銀行は重要な役割を演じる。会社の会計数字が経営の実態を正しく反映しているかどうかをチェックするのは銀行の重要な役割である。企業の側も正確な情報の開示に留意しなければならない。投資の換金を容易にするための店頭市場の整備も地域の銀行や証券会社の仕事となるだろう。アメリカのナスダックは新興企業の市場として重要な存在になっているが、もともとは非上場企業への投資を換金するための店頭市場から発展したものである。地域の店頭市場は、匿名の投資家たちが取引をする市場しじょうというよりは顔のみえる人々が取引をする市場いちばとしての性格を持つものとなるだろう。日本でもそのような市場がうまく形成されることを期待したい。