

コーポレート・ファイナンスの新潮流

企業と銀行の 関係の変化

蓑田秀策

みずほコーポレート銀行
常務執行役員

C O R P O R A T E F I N A N C E

シンジケートローンに代表される市場型間接金融の市場が急拡大している。これは、戦後永らく日本の企業金融の中核にあつた間接金融が、昨今の環境変化により質的に大きく変化しつつあることを示している。本シリーズでは一年間(四回)にわたり、市場型間接金融の発展という新しい潮流をベースにさまざまな角度からわが国における新しい企業金融について考察を試みたい。

激変する金融環境

さて、昨今の環境変化などと申し上げたが、ここ数年の銀行と企業を取り巻く環境の変化は今さら申し上げるまでもなく激烈なものがある。この間銀行は文字通り満身創痍となつて巨大な不良債権と格闘し、内心、なぜこんなにも大きな不良資産を持つてしまったのか、どうしたら不良債権の大量発生を防げるか、と悩み続けている。また新たな銀行規制の国際的な流れは、資産の持ち過ぎを牽制し自己資本比率規制を通じてリスク管理

の徹底、資本効率の向上、リスクリターンの適正化を銀行に促している。一方企業は、その規模の大小を問わず借金を減らすこと、コストを削減することが企業価値を極大化する近道さらに言えばバブル崩壊の過程で垣間見た借金の恐ろしさから借金ゼロを至上命題化)と考え、財務体質の強化と考えられる施策を必死に追求してきている。この結果何が起きたか。確かに企業収益は大きく改善し、企業の自己資本比率も上昇した。が、肝心の株価は期待されたほど伸びていない。そこに今回のライブドアの騒ぎである。企業価値をどうすれば向上させることができるのか、少なくともただコストを削減し借金を返せばいいというものでもなさそうである。それでは銀行はどうか、不良債権を恐れ過度にリスクを回避しようとするれば国民経済に資金という血液を供給し企業活動を支えるという使命を蔑ろにすることとなりかねない。しかるに不良債権償却で体力を消耗した銀行は自らのバランスシートで無限にリスクを背負いきれな

くなっている。本当は昔からそうなのだが。

限界を迎えた非市場性の資金供給システム

左頁図を見れば、それでも銀行に対する日本の企業リスク(信用リスク)の大幅な集中がまだ変わっていないことが分かる。これは銀行が日本の社会の中で、経済を支える役割を今も大きく担っていることを意味している。米国の銀行が、大口の債権者として行動し、貸出先が経営危機に陥れば時に法的な対応も含め自らの債権保全を最大限図るのに対し、日本の銀行が、特にメインバンクにおいて同じような局面で返済条件の緩和や債権放棄など米銀とまったく反対の行動を往々にしてとるのはなぜであろうか。銀行が自らを単なる大口の債権者ではなく株主として、なによりメインバンクとしての社会的な使命を自他共に意識しての行動と説明するのは行き過ぎだろうか。公的資金の注入はこの意識の延長線上にある。しかし銀行とというラスト・リゾートに相対で根拠この資金を借り

その銀行が安定保有株主でもあると認識したことにより企業サイドに起きたことは、自らの価値を投資家に説明し情報開示し、自らのリスクの値段を認識して（市場レート）、市場を常に意識した経営を行うことを躊躇させたことではないか。自他共に完全な身内と信じるメインバンクを信用のバツファニーにして三百兆円の銀行貸出という非市場性資金の供給を受けるシステムは、メインバンクのこれらリスクと信用に限りがあるという事実への認識が高まるにつれて大きく変わることを余儀なくされるはずである。銀行を取り巻く環境の変化はそれを示唆していると思われる。また、企業価値を増大させるためには、先述した通り縮小均衡ではためなのである。

期待される市場型間接金融

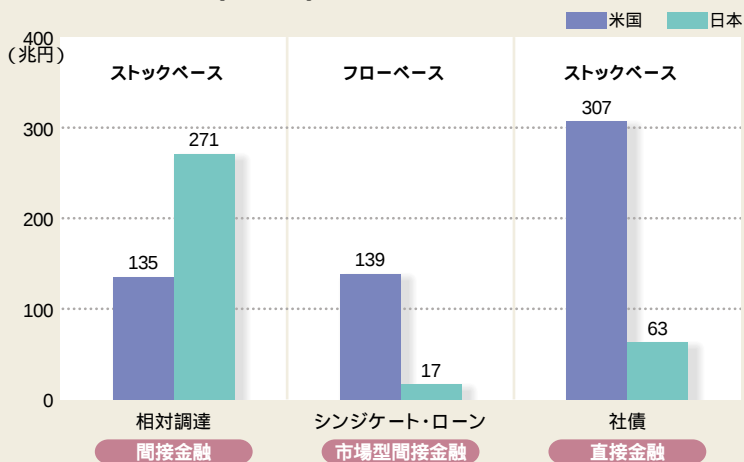
教科書的に言えば、最適資本負債構造は決して負債ゼロではない。金利を費用計上できレバレッジをきかせられる借金は、事業拡大には欠かせない。自己資本だけで業容の拡大を図るのは極めて不効率であり、負債をつまく使わないとROEは相対的には上がらない。欧米の例を引くまでもなく、企業価値を上げる手段には企業買収とノンコア事業の売却もある。また負債構造の効率化を通じた実質自己資本比率の向上等の財務戦略も欠かせない。負債構造を変えて格付機関から高い評価を得るケースも出はじめている。

これからはバブル崩壊の過程で陥りがちだった縮小均衡の誘惑に負けずに、事業の拡大を積極的に図る企業だけがその価値を急速に向上させることができることになる。そして今年はそのような戦略的な動きが一挙に増えそうである。そのためには負債をつまく使う必要がある。今までのように相対の間接金融（一部）社債の直接金融か、という二者択一の狭い選択肢だけでは負債の効率化はおぼつかない。新しい調達手段が必要ではないか。それは銀行にとっても同様である。不良債権の影に怯えて自分の体力の範囲内で安全志向の相対貸出を続けるだけでは、レバレッジをきかせて事業を拡大する企業をサポートできなくなるといふことである。かといってバランスシートを際限なく拡大していく選択肢は不可能である。ローンの市場化によるリスク分散を行うことで、初めてリスクを積極的に取りに行くことが

できるのである。

市場型間接金融はそのような背景の中で極めて重要な役割を担おうとしている。間接金融の持つ相対性と市場性を併せ持つシンジケートローンは、銀行に集中している信用リスクを分散する効果があると同時に企業金融の多様化を促進することになる。さらにその債権の流通市場を創ることで銀行ローンを対象にした巨大なクレジット市場ができ上がるのである。それは信用リスクの市場価格が幅広く形成されることを意味し、企業にとっては大きなメリットになる。今回はこのマーケット拡大の現状につき説明したい。

● 日米市場規模比較（2004年）



1. 基準日は年末。米国マーケット実績については、\$1.00 = 104円で計算。
2. 出典は、シ・ローン・トムソン・ファイナンシャル、米国相対調達：FRB、日本相対調達：日本銀行、米国社債：FRB、日本社債：日本証券業協会、等のデータを元にみずほコーポレート銀行が推計。