

銀行解体と日本型市場型間接金融への道

みずほ証券 高田 創氏

日本の資本市場は個人の資金を銀行が預金で預かり企業に貸出して仲介する銀行中心の状況が続いた。ここで銀行貸出し、なかでも主力銀行貸出しは単なるデット（負債）だけでなく、企業への長期リレーションを背景にエクイティ性をもった「擬似エクイティ」の性格をもっていた。更に、銀行の株式保有も含め、戦後長らく銀行は、企業のバランスシートの調達サイド全体、デットもエクイティも含め丸抱えしていたかの状況にあった。

こうした状況の背景に、第二次大戦で既存の資本家層が財閥解体も含めて消失したなか、不足した資本を代替させる機能を銀行が負い、そこで資本性資金の供給が擬似エクイティの貸出しであった構造がある。企業と銀行は運命共同体として、銀行は日本経済のインデックスファンド、プライベートエクイティ機能を果たしてきた。

しかし、90年代以降の資産デフレに伴う資産価値消失が第二次世界大戦並の規模で生じ、加えて時価会計、バーゼル規制の流れは、大幅な銀行の資本の毀損を招いた。結果として「第二の財閥解体」を「銀行解体」として銀行の機能を分化（アンバンドル）する必要性に迫られた。銀行が丸抱えしていた資本市場での機能を市場のなかの評価にそった金融商品に分化させる動きが市場型間接金融として生じた。銀行は株式保有を大幅に圧縮させる一方、相対貸出しにおける擬似エクイティ性をリスク管理の名のもとに除去し市場化させる流れのなかシンジケートローン、ローン売買市場が生じ、企業（コーポレート）ベースでの仲介から資産の生み出すキャッシュフローへの信用としてプロジェクトファイナンス、ノンリコースローンも拡大した。また、市場化とキャッシュフローベースの流れの延長線上に証券化市場の広がりも生じ、金融の複線化も生じた。90年代以降の、銀行解体のなかで生じた市場型間接金融はいわば流動化市場、金融の複線化であった。

しかし、90年代以降の資産デフレの収束とバランスシート調整の完了で流動化する必要が乏しくなったなかで、市場型間接金融は曲がり角にある。今次銀行解体は最大の株式保有者であった銀行からの株式売却をとめない、擬似エクイティ収縮も含めたリスク受容者の喪失でもあった。同時に、企業サイドは有利子負債圧縮を続けるなか、資本市場におけるデットとエクイティの相対関係に大きな歪さが生じている。本来、クレジット市場はバランスシートの調達サイド全般、デット・エクイティを横断しているものであるが、その乖離が異例な低スプレッドと国内でのエクイティ保有者の不在をうんでいる。

今後の課題はデットとエクイティの中間形体としてのメザニン、ハイブリッド市場の拡大、さらにはデットとエクイティの乖離を埋めうる裁定作用としてデット調達が活発化されハイイールド市場にまで広がりうる環境創出が課題となる。欧米ではその起爆剤が80年代以降20年余りに及ぶ規制緩和、産業再編にからむM&A だけでなく、日本の市場型間接金融の一段の拡大にもそうした経済全体の変革も前提となることには留意が必要だ。