

新局面を迎えた 社債市場

日本の社債市場はストックベースで50〜60兆円程度といわれ、800兆円という巨大な国債市場と比べれば、その規模は10分の1にも満たない。しかし、日銀が主導するマイナス金利政策の影響もあり、今年7月の発行額が2兆円に迫る（アイ・エヌ情報センター調べ）など、にわかに社債市場が活況を呈している。投資家の視線が集まるなか、社債市場の現況と課題・展望に迫る。

パネルディスカッション

「日本の社債市場の展望」

金融政策運営、インフラ整備、 市場参加者に求められるものは何か

日本証券業協会は今年5月12日、社債市場の現状・課題や活性化策等をテーマとして、「社債市場の活性化に向けたフォーラム」を開催した。同フォーラムでは、金融庁による基調講演、市場関係者によるプレゼンテーション、日証協および東証による取組みの紹介に続いて、市場参加者による「日本の社債市場の展望」と題するパネルディスカッションが行われた。本稿は、同パネルディスカッションの内容を要約したものである。

社債市場における最近の動向

マイナス金利の導入で

利率絶対値への関心が高まる

翁 昨今の社債市場をとりまく

環境は、マイナス金利の導入等があり、発行・流通市場ともに

大きな変化が起こっている。環

境変化に伴う社債に対する意識

の変化について認識を共有する

ことで、社債市場の活性化に向

けた新たな解決の糸口を見出せ

ればと考えている。

石田 日本の債券市場では、2

015年から金利低下が続いて

おり、円債の投資を減らす、ま

たは見送る投資家が相当程度存

モデレーター

日本総合研究所 副理事長

翁

百合

パネリスト

野村証券

デット・キャピタル・マーケット部長

石田

輝彦

オリックス 財務部部长

高田

十光

日本生命保険 クレジット投資部長

高田

保豊

日本格付研究所 格付企画部長 水口 啓子

金融行政の「大テーマ」に浮上した 「保証付き融資先」の事業再生

信用保証協会の保証が付いた融資先の事業再生が、金融行政の「大テーマ」に浮上している。保証等によって債権が100%保全されているケースが多いために、経営改善が必要な融資先であっても金融機関側に経営改善支援を行うインセンティブが働かず、条件変更状態のまま放置されるようなケースが目立つためだ。金融庁はこうした実態を問題視しており、100%保全されていても金融機関に経営改善支援を促す新たな枠組みづくりの検討に乗り出している。

金融庁が保証付き融資の実態を問題視

金融庁が、経営改善が進まない中小企業の事業再生を後押しする枠組みづくりに乗り出している。

金融機関に中小企業からの返済繰延べ（リスク）要請に応じる努力義務を課した中小企業金融円滑化法は2009年12月に施行され、13年3月の同法終了までに延べ407万件（債権額は112兆円）のリスクが実施された。企業数ベースでは30、40万社でリスクが行われ、事業再生・転廃業など抜本的な対応

が必要な企業でみると5、6万社にものぼった。ところが、金融庁の資料などによれば、こうしたリスク企業の経営実態は改善しているわけではない。倒産や転廃業には至っていないものの、経営改善が必要な企業の多くは、いまなお「塩漬け状態」のままだ。

金融庁は昨年夏から開始した地域金融機関の取引先ヒアリングのなかで、経営改善支援を必要とする中小企業の実態調査を実施した。その調査項目の一つに信用保証協会の保証付き融資（以下、保証付き融資）があり、金融機関や中小企業における保

証付き融資の利用実態についても調査した。金融庁が保証付き融資に関心を寄せたのは、「経営改善が必要な企業であっても保証付き融資を利用して」と金融機関側に事業再生のインセンティブが働かない（金融庁関係者）という問題が浮かび上がったためだ。

実際、取引先ヒアリングを通じて、こうした状況が確認された。金融庁の「金融仲介の改善に向けた検討会議」（第5回）では、保証付き融資は保証や担保によって100%保全されているケースが多いため、「未保全部分が大きい他の貸出と比べて金融機関側に経営改善支援のインセンティブが働かず、当該企業の経営改善が進まない」といった実態が報告されている。事実、保証付き融資を利用し、かつ条件変更を繰り返している企業は約17万社で高止まったままだ。さらに同会議では、リスクが行われた企業の6割が4年

以上も条件変更状態のまま放置され、経営改善計画を策定できている先はわずか3割程度だった（16年9月期の地域銀行の計数で調査）ことも報告された。

また、債務者区分の低い企業の運転資金は短期継続融資（短コロ）ではなく、制度融資や保証付き融資など長期の証書貸付が利用されているため、「銀行の担当者が企業の相談に乗っていない」との指摘も以前からある。条件変更している企業の経営が改善しなければ、設備更新や運転資金確保のための新規調達が困難になり、経営は先細りになるばかりだ。

こうした状況をふまえ、同会議を中心に「債務者区分が下位の企業に信用保証付き融資を實行する」という金融機関の融資慣例を改めさせるべきではないか。「保証付き融資先に対して、金融機関が事業再生に積極的に取り組むための制度づくりが必要」との問題意識が強まっている。金融庁も、金融機関や信用保証協会が100%保全先の抜本的な事業再生に取り組むためのなんらかのインセンティブを

日本企業が遭遇する Brexitによる海外M&Aリスクとは

投資先としての地位の優位性は揺るがないが、
売手とはリスク抑制について条件交渉を徹底すべし



JPRリサーチ&コンサルティング 顧問 杉山 仁

イギリスが6月24日、国民投票によるEU離脱(Brexit)を決定してから、キャメロン首相からメイ首相に交代するなど、イギリスの政局は激変し、世界の金融市場も株価や為替の変動の余震が続いている。第二次世界大戦後、一貫して進められてきた経済のグローバル化にイギリスのナシヨナリズムが異議を唱えたとも解釈できる。本稿では、ブレグジットが日本企業の海外M&A(買収)実務にどのような影響を与えるのか、日本企業はいかなる対応をすべきかを考えてみたい。

カントリーリスクの高まりを意識

海外M&Aリスク(投資前デューデリジェンスが完了し、投資先の背景調査と実態把握が終了した時点での買収リスク)は、大別して3種類に分けられる。すなわち、①投資回収リスク、②為替・金利リスク、③カントリーリスクである。

投資回収リスクとは、投資したものが戻ってこないリスクをいい、M&A前に計画していた投資収益率の実現、予定期間内におけるのれん代の回収、シナジーの実現など、事業収益の実現にかかわるリスクが含まれる。為替・金利リスクは、外貨で買収・回収することに伴い、当該

通貨と金利が変動するリスクのことであり、投資回収リスクにも大きな影響を与える。投資先

国での事業収益が実現しても、為替の変動を通じて連結業績にマイナスの影響を与えることもありうる。カントリーリスクは、投資先国の治安状態や政治体制、法制度の変化・変更に伴うリスク、あるいは経済情勢や外貨準備の増減により、国としての投資環境が激変するリスクのことをいう。

前述の3種類のリスクのうち、投資に与える影響は、カントリーリスクが最大であろう。今回のブレグジットは、海外の投資家にとって、制度変更などに伴うカントリーリスクが高まったとみなすこともできよう。

それでは、ブレグジット後のイギリス企業のM&Aリスクはどのように変わるのか。結論を先に述べると、現時点ではま

たくわからない。マスコミや専門家の解説記事には、ブレグジットにより、EU諸国との貿易におけるイギリスの優遇関税が廃止される、あるいは単一ライセンス制度(加盟国で取得した事業ライセンスはEU域内のどこでも通用するという制度)がイギリス企業に適用されなくなるという指摘があるが、あくまでも観測にすぎず、実際の運用がどうなるかは判然としない。

というのも、EU離脱の手続を定めたリスボン条約によると、イギリスがEUへの離脱を通知してから2年間で離脱条件の本