

英国金融拠点の現状と課題 ● その二

ロンドンFCC会に見る 資金調達・運用の現場

末田武寛

日立インターナショナルトレジャリー
リミテッド
マネージング・ディレクター
二〇〇六年度ロンドンFCC会幹事

前回(注)はCMSや税務に関する一般論を述べたが、今回は金融拠点にとつての重要な資金調達手段の二つであるEMTNについて述べてみたい。EMTNとはEuro Medium Term Noteの略で、区分では社債の一種であるが、長期調達のみならず三ヵ月から一年弱程度の短期資金の調達に利用されるケースが多いようである。大半の投資家は日本人といわれ、日本ネームに対するリスク許容度が高く、短期最高格付でなければワークしないCPと比べて、使い勝手が良いのが特徴であったが、二〇〇五年度のEU目論見書指令発効を契機にさまざまな問題が顕在化した。

EU目論見書指令で何が変わったのか

EMTNプログラムの有効期間は一年間であり、継続して同プログラムにて資金調達する意思のある発行体は年次更新作業を毎年行い、目論見書等をアップデートする必要がある。

EU目論見書指令の発効により、EMTN年次更新作業に追加された点は、①「リスクファクター」お

よび「国際会計基準(IFRS)差異説明」等の開示項目追加と②ホームメンバーの選定義務の二点である。二〇〇五年度は全ての項目について混乱をもたらしたが、誌面の都合上、本稿では最もインパクトが大きかったIFRS差異説明に絞って説明する。目論見書指令では、第三国の証券発行者においてもIFRSもしくはIFRSと同等と看做される会計基準で情報提供することが求められている。欧州証券規制当局委員会(CESR)が二〇〇五年七月五日付けでリリースした「技術的な助言」では、日本・米・カナダの各会計基準とIFRSとを「全体としては同等」とはしたものの、いくつかの「重要な相違」があるとしたことが論点となった。重要な相違がある以上、何らかの説明が必要だろうという点までは、当事者一同理解するところではあるが、「どのように」開示するかについては意見が分かれた。

また、各国証券取引所が独自に開設するローカルマーケットにプログラム登録することにより、差異

説明が回避できるのか、仮にローカルマーケットを選択した際に、EMTNの発行自体が従来通り問題なくできるのかという点も、大きな焦点となった。中でもロンドンのPSM(The Private Securities Market)の動向が注目された。そもそもPSMはハイクイティ市場(特に転換社債)における情報開示義務の緩和を主目的としていたため、当初はEMTNのような債券市場はあまり注目されていなかった。筆者は二〇〇五年六月にLSE(London Stock Exchange)を訪問させていただき、PSMにおけるIFRS差異説明を不要にしていただけという要望を行ったが、その時点の回答は「規制市場と同様、PSMを選択した場合でもIFRS差異説明は必要」というものだった。その後、八月頃であったと記憶しているが、LSEは見解を改め、ホームページ上で「差異説明不要」を明言した。

最終結論は、規制市場へ登録する際には差異説明必要、ロンドンのPSMへ登録の場合やルクセンブルグに登録の場合には、差異説明が不要ということ

が判明し、多くの発行体が差異説明不要のスキームを選択した。また発行面でも結果的には規制市場と遜色ないことも判明した。二〇〇六年度の年次更新からは、市場関係者の意見を集約した結果であろうか、規制市場においても差異説明が不要になっているようで、その意味では大混乱を起こしたIFRS差異に関しては現段階ではどこへ登録しようが問題ないという結果となっている。そもそも自社が適用していない会計基準(IFRS)と、日本基準や米国基準を比較したところで、投資家にとって何の意味も持たないどころか、記述の正確性等をめぐって無用な混乱を引き起こす種にもなるので、当然の成り行きであると考ええる。

監査法人の保守化とコンフォートレター

目論見書指令をめぐる問題解決が一巡しても、いまだに大きな問題がEMTN年次更新には残っている。昨今の監査法人の保守化である。年次更新作業の流れのひとつとして、発行体および信用の源泉であるところの親会社連結決算に対する監査法人からの「コンフォートレター」を取得するのが通常である。コンフォートレターの趣旨は、EMTN年次更新時点の発行体および親会社連結決算の状況に対する監査人としての意見を述べたもので、①決算書の重要項目に対するネガティブアシユランス(消極的保証)、②後発事象に対する確認等が重要点である。フォーマットは、ICMA(International Capital Market Association)様式という雛形があり、この使用に関して大手監査法人は既に同意している。従来は問題なく発行されるのが普通であつ

たが、近年監査法人が保守化し、従来ベースのコンフォートレター作成を拒否したり、サイドレターで自らの責任範囲を限定する監査法人が多くなり、EMTN年次更新作業に多大なる影響を与えている。また、右記の変更には事前説明がなく、サインイング日直前に突然関係当事者に連絡されることが多い点も、年次更新作業を混乱させている。発行体によっては、サインイングまでに決着がつかず、経理担当役員等がコンフォートレターの内容をカバーしたレターを作成し、自ら関係当事者の説得に回るケースもあるようだ。

EMTN年次更新作業に携わった一人の私見として言わせていただければ、近い将来現状のコンフォートレターを廃止する方向で代替策を検討したほうが現実的であると思う。説得力のある説明のまま監査法人の主張を受け入れざるを得ないのは、その他関係当事者にとって納得行くものではないが、監査法人の保守化の流れを止めることは不可能であろうし、発行体にとって何よりも大切なのは、事業に必要な資金をタイムリーに調達することであつて、平行線を辿るとわかっている議論に時間を費やすことではないからである。

欧州における今後の金融拠点について

ロンドンの地下鉄初乗りは三ポンド。トラベラーズレートで七五〇円。ピークタイムに一日乗車券を購入したら九ポンド以上である。物価水準が高い上に、ほとんどの財やサービスの価格が毎年上昇しているし、昨今のポンド高・ユーロ高の影響も大である。日本からのお客様と会食をすると、あの「味」と値

段が有りあつていないことに啞然とされるのは、いつものことであるし、ロンドン駐在の若手出向者の給与を円換算したら本社の部長よりも高かったというようなギャグ(?)もある。EMTN年次更新費用の上昇、スタッフの人件費上昇、オフィスレンタル費用の上昇、前回ご紹介した税務リスクや文書化費用負担等々の欧州発生のコスト上昇が、金融拠点資金調達手法の見直しや、グローバルベースでのファイナンススキーム見直しの契機となる可能性もあると考える。

ロンドンには、今後も投資銀行やファンドにとっての金融センターであり続けるとは思うが、三〇五人程度の人員で、細々とグループ会社へのサービスに励む事業会社系金融拠点にとっては、方針を見直すべき時にきているのかもしれない。

今後は、①一部の会社に見られるように、ロンドンやアムステルダム の優位性を積極的に評価して、多額の資本金を注ぎ込んでグローバルレジヤリーセンター化する方向がある一方で、②地域統括会社等とのスタッフ兼務等で固定費を削減するという、現状を維持しながらの改善路線方向、③資金調達のプログラムを整理し、米国やシンガポールの金融拠点や日本の本社と連携していくという、柔らかなグローバル連携体制を構築する方向、等々の動きが見られよう。

今回で欧州関係の話はいったん終了し、次回以降は、筆者が現在勤務しているシンガポールを中心としたアジア地域を中心に話を進めてゆきたい。

(注)本誌「CFO FORUM」第21号(二〇〇七年六月一〇日発行)