

## コロナ禍で過剰債務を抱える英国の中小企業 —資本構成の再構築を提言するシティ UK<sup>1</sup>—

磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 英国の金融業界団体ザ・シティ UK（以下、シティ UK）は、2020年7月16日、持続不可能な債務を抱えた中小企業の資本構成の再構築に向けた提言を公表した。シティ UK の推計によると、コロナ禍によって英国企業は大きな打撃を被っており、2021年3月末までに、350億ポンドの政府保証貸出を含めて持続不可能な債務が1,000億ポンドに上る可能性がある。
2. 大企業であれば資本市場を通じた資本調達によって資本構成を改善できるが、中小企業にはそうしたルートを使った資本調達は難しい。このため、持続不可能な政府保証貸出を、租税債務や長期劣後債務、優先株に転換することで、中小企業の資本構成を再構築し、債務の返済に柔軟性を持たせることを提言している。また、転換した長期劣後債務や優先株を保有する政府所有の英国再生会社を設立し、そのファイナンスに将来的に民間資金を活用することを提案している。
3. このほか、コロナ禍によって成長資本の供給が先細りする懸念があることから、優先株を含む成長資本の供給スキームについても提案しており、英国の非営利組織スケールアップ研究所とフィンテック業界団体イノベート・ファイナンスから別途詳細な提言がなされる予定となっている。
4. シティ UK の提言の実現には、英国政府の立法措置が必要になると考えられるが、政府財政が大幅に悪化する中で、具体的な動きにつながるかは、本稿執筆時点では明らかではない。コロナ禍による企業債務の不良債権化は各国で懸念されていることから、英国が民間資金を活用しつつ企業の持続可能性をどのように確保するべく取り組んでいくのか、今後も注目であろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・宮本佐知子「コロナ倒産・廃業が懸念される中での新たな起業のあり方への期待」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年夏号。
- ・磯部昌吾「コロナ禍を踏まえた英国金融規制の方向性—気候変動対応と金利指標改革の重視の継続—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号（ウェブサイト版）。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2020年7月30日時点の情報に基づいている。

## I コロナ禍で持続不可能な債務を抱える英国の中小企業

コロナ禍によって英国経済が大幅に縮小する中、英国の金融業界団体ザ・シティ UK<sup>2</sup>（以下、シティ UK）は、2020年7月16日、持続不可能な債務を抱えた中小企業の資本構成の再構築に向けた提言<sup>3</sup>を公表した。背景には、新型コロナウイルスの感染拡大とそれに伴うロックダウン（都市封鎖）によって、大きな打撃を受けた英国企業が、今後苦しい状況に置かれると見込まれることがある。

英国政府は、企業の資金繰りを支援するべく、これまでに463億ポンドの銀行の新規貸出に対して政府保証を行ってきた。経済が急速に縮小する中で、企業にとっては足元の流動性確保が急務だったというわけであるが、その結果、債務が大きく膨らみ、コロナ禍の終息の見通しが立たない中で、多くの企業が返済に窮することが懸念されている。シティ UK の推計によると、英国政府のコロナ対応の各種支援策が徐々に縮小・終了する中で、2021年3月末までに持続不可能な債務が1,000億ポンドに上る可能性がある。このうち350億ポンドは政府保証貸出から生じる可能性があるとされ、企業支援策として提供された政府保証貸出の多くが不良債権化することが危惧されている。

2020年4-6月期は上場企業による増資が目立ったように（後述）、大企業は資本市場を通じた資本調達によって資本構成を改善できるが、中小企業<sup>4</sup>にはそのようなルートを通じた調達は難しい。また、企業が経営難に直面する場面では、債権者を交えて個々の状況を踏まえた再建策を検討するのが一般的であるが、コロナ禍では多くの中小企業が同時に経営難に陥る可能性があり、スキルや時間を要する従来の再建アプローチでは対応しきれない恐れがある。政府保証貸出を利用している場合には、債権者との間で柔軟かつ機動的に返済条件を見直すことが難しいという課題もある。このため、シティ UK は、民間資金の活用を含めて中小企業の資本構成の再構築をサポートする仕組みを検討するべく、リキャピタライゼーション・グループ<sup>5</sup>を組織して議論し、今般、提言を公表するに至った。

英国の中小企業は1,600万人の雇用を抱え、その売上高の合計は2兆ポンドに上る。これらは、英国全体の雇用の60%、企業の売上高の半数を占める。このため、中小企業の再建はコロナ禍からの経済回復の重要な鍵となる。本稿では、シティ UK の提言を踏まえて、コロナ禍で持続不可能な債務を抱えた中小企業への対応の選択肢について考察する。

<sup>2</sup> 英国の銀行や保険会社、資産運用会社、コンサルティング会社、格付会社など金融と関連産業の企業が加盟する業界団体。

<sup>3</sup> TheCityUK, “Supporting UK economic recovery recapitalising businesses post COVID-19”, 16 July 2020.

<sup>4</sup> 本稿では、英国ビジネス・エネルギー産業戦略省（BEIS）が定義する従業員250人以下の企業を、中小企業として記述する。2019年時点では、英国企業590万社の99.9%がこの定義に該当するとされている。

<sup>5</sup> シティ UK のリーダーシップ・カウンシルのエイドリアン・モンターニュ議長がトップとなり、50社超から200名が関与しているほか、アーンスト&ヤングのサポートを受けている。シニア・ステアリング・グループや専門作業グループには、英国の大手金融機関や関連産業の企業の幹部が参加している。

## II 中小企業の資本構成の再構築に向けたシティ UK の提言

### 1. 持続不可能な債務となる懸念がある政府保証貸出

英国政府は、コロナ禍によって打撃を被った企業の資金繰りを支えるべく、新規の銀行貸出に対して図表1のような3種類の政府保証を提供している。このうち、零細企業を中心に最も利用が多いのは100%の政府保証を得られるバウンスバック貸出スキーム(BBLS)である。他方で、やや規模が大きい中小企業は、政府保証率が80%に留まるものの貸出額がBBLSよりも大きい新型コロナウイルス事業中断貸出スキーム(CBILS)を利用している。2020年7月12日時点で、BBLSとCBILSの合計で、約110万社が436億ポンドの負債調達を行っている<sup>6</sup>。なお、更に規模が大きい企業向けに、新型コロナウイルス大規模事業中断貸出スキーム(CLBILS)も導入されており、27億ポンドの貸出に利用されている。

シティUKは、2021年3月末までに英国企業が抱える持続不可能な債務は、非金融事業法人の借入残高の1割に相当する1,000億ポンドに上り、そのうち550億ポンドを中小企業の債務が占めると推計している。政府保証貸出の利用は今後も増えると想定されるが、2021年3月末までに図表1の3種類の政府保証貸出の合計で、350億ポンドが持続不可能な債務となる可能性がある。企業数で見ると、2021年3月末までにBBLSとCBILSを利用する企業は230万社に上ると見られているが、そのうち3分の1が返済に窮する可能性がある。業種別では、もともと債務残高が大きいセクターではあるが、不動産業、宿泊・飲食業、建設業が、持続不可能な債務によって大きな影響を受ける可能性がある。

企業が過度に高い債務を抱える場合、債務の返済が困難になるのは勿論のこと、利払いの増加によって収益力が低下し、損失吸収力を持つ資本の比率が低下するため景気変動などのショックにも脆弱になる。また、企業活動において債務の返済に重点を置かざるを得

図表1 英国政府のコロナ禍対応の政府保証貸出

	バウンスバック 貸出スキーム (BBLS)	新型コロナウイルス 事業中断貸出スキーム (CBILS)	新型コロナウイルス 大規模事業中断貸出 スキーム (CLBILS)
主な適格要件	右記2種類を 利用していない企業	年間売上高 4,500万ポンド以下	年間売上高 4,500万ポンド超
貸出金額・期間	最大5万ポンド 最大6年満期	最大500万ポンド 最大6年満期	最大2億ポンド 3カ月～3年満期
政府保証率	100%	80%	80%
承認件数	104.8万社	5.5万社	412社
残高	317億ポンド	119億ポンド	27億ポンド

(注) 承認件数と残高は、2020年7月12日時点の数値。

(出所) 英国財務省、British Business Bankより野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> HM Treasury, “HM Treasury coronavirus (COVID-19) business loan scheme statistics”, 14 July 2020.

なくなるため、設備投資や人材強化といった成長活動が疎かになるほか、デフォルトリスクが高まるため銀行や投資家から外部資金を得ることも難しくなる。

上場企業であれば、増資によって投資家から新たに資本を調達することで、資本構成を再構築するという選択肢を選ぶことができる。実際、2020年2月～6月には、ロンドン証券取引所に上場する企業236社が138億ポンドの資本を調達したが、その多くが既上場の企業によるものであった。

他方で、中小企業が、自力で外部から資本調達を行うのは難しい。大多数の中小企業は非上場であることから、上場企業として資本調達を行うという選択肢はない。また、ベンチャー・キャピタルや、近年増加しているプライベート・エクイティ・ファンドは非上場株への投資を手掛けているが、前者は成長企業が投資対象であり、後者が扱うのは主に比較的規模が大きい少数案件である。従って、いずれも成熟した多数の中小企業に対して資本を提供する担い手にはなりづらい。

## 2. シティ UK が提言する 3つの施策

中小企業が資本調達に課題を抱える中で、シティ UK は、①事業返済計画 (BRP)、②事業再生資本 (BRC)、③事業成長出資 (GSB) という3つの施策の実施を英国政府に提言した (図表2)。

BRP と BRC は、持続不可能な政府保証貸出の債務としての性質を転換することで、中小企業の資本構成を再構築し、債務の返済に柔軟性を持たせるものである。BRPは主に小規模・零細企業の利用を想定し、政府保証貸出を租税債務に転換することで、課税所得が発生する将来時点まで返済の実質的な繰り延べを行う。他方で、BRC は比較的大きな中

図表2 シティ UK が提案する 3つの施策

企業規模		大規模	中規模	小規模	零細
利用を想定している 政府保証貸出		CLBILS	CBILS	BBLS	
持続不可能な債務 を抱えた 企業	政府保証 貸出	事業再編・返済猶予			事業返済計画 (BRP)
	その他の 貸出	※CBILSを利用する企業 と同様の措置を適用する ことも可能			事業再生資本 (BRC)
(債務返済は可能だが) 更に成長資本が 必要な企業		事業再編・返済猶予			
		事業成長出資 (GSB)			

(出所) シティ UK より野村資本市場研究所作成

小企業の利用を想定し、政府保証貸出を長期劣後債務又は優先株に転換することで、満期の長期化を図り、過度に債務に偏った資本構成を改善する。

BRP と BRC では、BRP のほうがシンプルなスキームで制度運用も容易であることから、少額債務を抱える多くの企業には、BRP の利用が望ましいと考えられている。なお、BRP と BRC が対象とする債務は、あくまでも政府保証貸出（BBLs 及び CBILs）であるが、シティ UK は、英国政府の意向次第では、政府保証貸出以外の持続不可能な債務にも対象を広げることも考えられるとしている。

このほか、今後の英国経済の回復には企業の成長が必要不可欠であるところ、コロナ禍によって成長資本の供給が先細りする懸念があることから、優先株を含む出資を行う GSB の導入も合わせて提案されている。

### 3. 持続不可能な政府保証貸出の転換を図る BRP と BRC

BRP と BRC のいずれも、持続不可能な政府保証貸出の債務としての性質を転換することで、中小企業の資本構成を再構築するという点では共通している（図表 3）。また、いずれにおいても、配当／利払いにおいては、経過年数とともに利率が上昇するステップアップ条項が付けられており、早期に返済するインセンティブを中小企業に与える設計となっている。

図表 3 BRP と BRC の特徴

	事業返済計画（BRP）	事業再生資本（BRC）
対象企業	①BBLs を利用する企業 ②最大 25 万ポンドまでの CBILs を利用する企業	25 万ポンド超の CBILs を利用する企業
債務の転換先	租税債務	長期劣後債務又は優先株
転換後の返済期限	永久（課税所得の発生時に返済）	長期（例：8～10年）
転換後の利子／配当	固定利払い （ステップアップ条項付）（注）	固定利払い （ステップアップ条項付）（注）
転換後から返済までの企業活動に対する制約	配当禁止、自社株買い禁止、株主貸付への返済禁止、従業員株主や企業幹部への報酬制限、株式譲渡制限、資産譲渡制限など	配当制限、自社株買い制限、経営陣の報酬制限など
利用条件	借手が申請し、貸手が同意すること	借手が申請し、貸手が同意すること
転換後の債務の管理主体	歳入関税庁（HMRC）※返済の回収 中央管理組織※借手のモニタリング等	英国再生会社 （将来的な民間資金の活用も検討）
転換後の債務の第三者への譲渡	必要に応じて、英国財務省が、借手の同意なく経済便益を第三者に譲渡可能	必要に応じて、英国財務省が、借手の同意なく経済便益を第三者に譲渡可能
転換後の元の貸手の扱い	政府が政府保証部分を全額返済 非保証部分については 貸手が持分を保有	政府が政府保証部分を全額返済 非保証部分については 貸手が持分を保有

（注） BBLs 貸出及び CBILs 貸出の開始当初 12 カ月を除く。

（出所）シティ UK より野村資本市場研究所作成

他方で、大きな違いとしては、①対象企業、②債務の転換先、③債務の返済期限、④転換後から返済までの企業活動に対する制約、⑤転換後の債務を管理する主体がある。また、BRC の場合には、将来的な民間投資家の資金の活用を視野に入れているという特徴もある。

## 1) BRP

BRP は、規模が小さい零細企業による利用を主に想定している。借手である企業が貸手に申請し、持続不可能な債務を抱えていると判断される場合には、政府保証貸出を租税債務に転換する。租税債務に転換することで、借手は、課税所得が発生するまで返済期限を先延ばしできる。転換された租税債務の返済は、利益の一定比率（例：10～25%）等の形で行い、回収は英国歳入関税庁（HMRC）が行う。借手が希望する場合には、早期返済もできる。

他方で、貸手は、租税債務への転換時に政府保証部分について政府から全額返済を受ける。借手が CBILS を利用している場合には、貸出に対する政府保証率が 80% であるため、貸手は貸出額の 80% については政府から返済を受ける。また、政府保証の対象外である残りの 20% については、転換した租税債務と同等の経済持分を持ち、HMRC が租税債務を回収した際には回収額の 20% の支払いを受ける。

借手が返済不能になった場合には、当該租税債務は法人税の未払いと同順位で扱われる。返済期限が定まっていないことから、借手が意図的に返済を回避する行為を防ぐために、配当や自社株買い、株主貸付への返済、従業員株主や企業幹部への報酬、資産譲渡、株式譲渡などには制限が課される。

なお、BRP の運営には、転換された租税債務の回収を行う HMRC に、回収作業を実施できるだけのインフラがあるのかが課題となる。また、租税債務への転換後の企業をモニタリングする中央管理組織（後述する英国再生会社が運営機能を提供することが想定）が必要となる可能性も考えられている。

## 2) BRC

BRC は、25 万ポンド以上の CBILS を利用する、規模がやや大きい中小企業の利用を想定している。CBILS は 500 万ポンドまで利用が可能であるが、100 万ポンド以上の CBILS を利用している企業には、個別の再建策を立てるほうが適切なケースがあり得ると考えられている。

BRC では、借手が貸手に申請し、持続不可能な債務を抱えていると判断される場合には、政府保証貸出を長期劣後債務又は優先株に転換する。ただし、100 万ポンド超を優先株に転換すると、EU における各国政府の公的支援を規制する国家援助規則（State Aid rule）の閾値に抵触するため、様々な追加要件が課される。そのため、100 万ポンド超の CBILS 貸出については、長期劣後債務への転換を行う。

転換した長期劣後債務及び優先株については、新設する政府所有の英国再生会社（UK Recovery Corporation）が保有する。長期劣後債務又は優先株の満期を 8～10 年

といった長期間に設定することで、借手は、満期が 6 年までとなっている BBLs や CBILs と比較して返済を先延ばしできる。

他方で、貸手は、長期劣後債務又は優先株への転換時に、政府保証部分については政府から全額返済を受ける。企業が CBILs を利用している場合には、貸出に対する政府保証率が 80%であるため、貸手は貸出の 80%については政府から全額返済を受け、残りの 20%については長期劣後債務又は優先株、あるいはそれと同等の経済持分を貸手が受け取る。

このほか、長期劣後債務及び優先株を保有する英国再生会社については、将来的な民間投資家の資金の呼び込みを想定した形態にすることを検討する。初期段階では、リミテッド・パートナーシップ<sup>7</sup>又は株式会社のいずれかとし、その後に投資家のニーズに応じた形態にしていくことも含めた選択肢が考えられている。その上で、英国再生会社が、保有する資産の一部の売却や証券化によって、民間投資家の資金を活用した資金調達を行うことが想定されている。民間資金の出し手としては、長期投資が可能な保険会社や年金基金などの機関投資家が候補として最も可能性が高く、プライベート・クレジット・ファンドも資金を提供する可能性があるほか、個人投資家についても慎重に設計されたプロダクトを通じてであれば資金を提供できる可能性があるのではないかと考えられている。

なお、従来から非上場株投資を行ってきたプライベート・エクイティやベンチャー・キャピタル・ファンドについては、個々の企業への直接的な投資を行うのが通例であり、少額ではあるものの数が多い中小企業債務や優先株を束ねたプール資産への投資は一般的に投資マニフェストにおいて認められていない。このため BRC の資金の出し手としては期待されておらず、むしろ中小企業への直接的な株式投資の担い手としての役割を期待されている。

### 3) BRP と BRC の利用時における英国政府の政策目標の実施

シティ UK は、英国政府の政策目標の実施を、BRP 又は BRC を利用する際の条件とすることは特に提言していないが、英国政府がそのような意向を持つことはあり得るとしている。具体的には、気候変動対応や、雇用・経営慣行、多様性、課税の透明性と責任、生産性の改善などを挙げている。

## 4. 事業成長出資 (GSB)

持続不可能な債務に対応する資本構成の再構築に加えて、企業の成長のための資金の確保についても課題が認識されている。英国では、従来から忍耐強い長期資金 (patient capital) の供給不足が指摘されてきたが、コロナ禍によって成長資金の不足が更に拡大することが懸念されている。

<sup>7</sup> 無限責任を負う最低 1 名のゼネラル・パートナー (GP) と、有限責任のリミテッド・パートナー (LP) によって組織される形態。LP は有限責任である代わりに、経営に参加できない。

シティ UK は、優先株の利用を含む GSB の枠組みを提案するとしており、成長企業を支援するための提言活動を行っている英国の非営利組織スケールアップ研究所とフィンテック業界団体イノベート・ファイナンス<sup>8</sup>から詳細な提言が別途公表される予定である。

### III 今後の注目点

シティ UK の提言は、現在の政府保証貸出制度に新たなスキームを加えることになるため、その実現には英国政府の立法措置が必要になると考えられる。BRP と BRC のいずれについても、債務の転換時に、少なくとも政府保証部分については貸手が返済を受けるため、その後新たに債務管理を行う主体が必要となる。その役割は、HMRC や英国再生会社が担うことが提案されているが、具体的にどのような体制が望ましいかは、今後の議論に委ねられている。

英国政府の報道官は、シティ UK の取り組みに関して、企業支援の最善の方法を模索する議論において有益な貢献であると述べているが<sup>9</sup>、具体的な動きにつながるかは、本稿執筆時点では明らかではない。英国政府は、BRP や BRC のようなスキームによって、貸手である銀行が政府から政府保証部分の返済を受けるのではなく、銀行が借手である企業との間で引き続き債権・債務者関係を維持することを望んでいるという見方がある<sup>10</sup>。一方で、銀行幹部からは、迅速な資金供給のために通常の与信審査をすることなく政府保証貸出を行うことを政府から求められたとして、デフォルトが生じた場合には、企業に返済を迫るのではなく、政府にそれを求めていきたいとの声も出ている。

シティ UK の提言が実現するかはともかく、コロナ禍の終息の見通しが立たず、感染の第二波への警戒が続く中で、多くの企業が持続不可能な債務を抱える状態となるのであれば、そうした企業の資本構成を迅速かつ同じタイミングで改善できるような仕組みは必要になってこよう。

もっとも、資本構成を改善できたとしても、事業の収益性自体が改善するわけではない。コロナ禍前の事業環境に戻ることは当面は見込めないであろうほか、その間に消費者の行動形態が変われば、将来的に事業環境が変化する可能性も考えられる。今般のシティ UK の提言は、中小企業が持続可能な資本構成を確保するための金融面での手法を提案するものであることから、事業そのものの持続可能性の確保とどのように結び付けて検討していけるかという点が問われてくるだろう。

英国政府の財政は、相次ぐ企業や消費者への支援策によって大幅に悪化しており、経済の再建に向けたリソースの有効活用は大きな課題である。コロナ禍による企業債務の不良債権化が各国で懸念されている中、最も深刻な打撃を受けた国の 1 つである英国が、民間資金を活用しつつ企業の持続可能性をどのように確保するべく取り組んでいくのか、今後も注目であろう。

<sup>8</sup> いずれの組織も、シティ UK のリキャピタライゼーション・グループに参加している。

<sup>9</sup> “Treasury mulls plan to set up coronavirus toxic debt body to save UK small businesses”, *The Guardian*, 16 July 2020.

<sup>10</sup> “Treasury and banks in talks to tackle coming wave of bad Covid debt”, *Financial Times*, 26 July 2020.