

2024年7月19日 全4頁

積極的な社債市場活用を、適切なコベナンツ付与を

日本エスコンの起債に思うこと

理事 大橋 俊安

[要約]

- 日本エスコンが7月12日、第1回無担保社債を条件決定(5年債74億円、利率1.488%)している。
- 今般の起債は、1) かつてのデフォルト銘柄の復活起債であること、そして、2) チェンジオブコントロール条項(CoC条項)付き社債管理補助者設置債であることから、単なる一銘柄の起債に留まらず、日本の社債市場にとって意味のある起債である。
- 同社の起債を見て、積極的に社債市場を活用する上場企業が増えることを期待したい。
- CoC条項付き、且つ社債管理補助者を設置した社債の発行を契機として、適切なコベナンツ付与と社債管理の改善が既存の社債発行体も含めて広がることを期待したい。

日本エスコンが第1回無担保社債を起債

総合不動産開発事業を手掛ける日本エスコン(東証プライム市場上場:コード8892)は7月12日、第1回無担保社債を条件決定(5年債74億円、利率1.488%)している(発行日は7月19日)。

同社の今般の起債は、1) かつてのデフォルト(債務不履行)銘柄の復活起債であること、そして、2) チェンジオブコントロール条項¹(CoC条項)付き社債管理補助者設置債であることから、単なる一銘柄の起債に留まらず、日本の社債市場にとって意味のある起債だと筆者は感じている。

同社の起債を見て、積極的に社債市場を活用する上場企業が増えること、そして、適切なコベナンツ付与と社債管理が既存の社債発行体も含めて広がるきっかけになることを期待したい。

¹ 社債の発行会社に組織再編や大株主の異動、非上場化等があった場合に、社債権者に繰上償還の請求権(プットオプション)を与える条項。

日本航空に続くかつてのデフォルト銘柄の社債市場復帰

日本エスコンの社債発行は、筆者にとっては勿論のこと、長く社債市場に携わっている投資家にとっても感慨深いのではないだろうか。なぜなら、同社の社債市場の活用は、日本航空に続く2例目の、かつてのデフォルト銘柄の社債市場復帰となるからだ。

日本エスコンは今から15年前の2009年6月26日、当時の残存公募社債80億円（1回債30億円、2回債50億円）がデフォルトに陥った銘柄である。同公募債は、大幅に元本カット（額面の15%に）され買入消却、または長期弁済²される憂き目にあった。日本エスコンはその後、私的整理の一つである事業再生ADR手続きによる金融債務対応（融資の約3年後までの弁済猶予）や第三者割当増資、そして事業再構築（事業の選択と集中やコスト削減、経営管理体制の整備・強化など）を経て業績・財務を回復している。現在では、同社は中部電力の連結子会社として³、同電力グループが注力する不動産事業の中核を占める会社となっている。

日本航空⁴や日本エスコンのように、一度社債のデフォルトを起こした企業が、再度また社債市場を負債（デット）調達に活用する事例を見るのは嬉しいものだ。市場ではまことしやかに、一度デフォルトや条件変更などで投資家に迷惑をかけると、その銘柄の社債市場復帰はレピュテーション上難しいと考えられている。しかし、そんなことは決してないことを、日本航空、日本エスコンの両銘柄は証明してくれている。

上場企業には社債を発行してもらいたい

かつてのデフォルト銘柄でも社債発行を通して市場でデット調達を成し遂げているのだから（注：こんな枕詞は本来適切ではないのは重々承知だが）、まだ社債を発行していない上場企業には、社債市場の活用をぜひ検討してもらいたい。

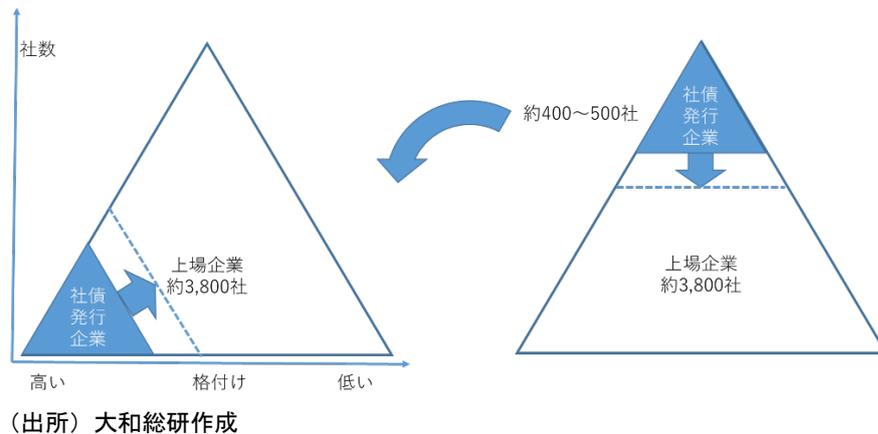
日本の社債発行企業は、上場企業約3,800社の僅か1割強、まだ約400~500社に過ぎない。日本の社債発行企業が“トップ・オブ・ピラミッド”であるが故に、“シングルA格以上市場”と言ってよいほど高格付け銘柄で溢れ返る有様になっている（図表1参照）。上場企業ではあるが社債市場を利活用してこなかった企業の参入が増えれば、社債市場のピラミッドは大きくなる。社債発行企業の数が増えることは、自ずとBBB格以下の銘柄などを増やし、日本の社債市場の厚みを増すことにつながる。筆者はある格付け会社が作成した上場会社の格付け推計と、実際の格付け付与会社の格付け分布を見たことがあるが、まさに図表1の左図のような形であった。もっと幅広い上場企業に社債市場の利活用を検討してもらいたい。

² 約3年半後から4年間での分割返済。

³ 2018年に中部電力と資本業務提携を実施し同社の持ち分法適用会社に、2021年に中部電力を割当先とした第三者割当増資で同連結子会社になっている。

⁴ 2010年1月19日に会社更生法を申請し公募社債470億円がデフォルトした日本航空は、2016年12月13日、5年債100億円（利率0.17%）、10年債100億円（利率0.47%）の計200億円の公募社債を条件決定して社債市場に復帰している。

図表1 日本の社債市場の構造「社債ピラミッド」模式図



教科書には、銀行による金融仲介機能には、①情報生産機能、②リスク負担機能、そして③資産交換機能があると書いてある。スタートアップ企業や中小企業のように、上場していない数多くの企業の信用リスク情報は、銀行でなければ生産できなからう。したがって、銀行がこうした企業にローンを提供し、情報生産の対価としてレントを得るのは理に適っている。

しかし、既に上場し、しっかりと決算短信、有価証券報告書等で財務・非財務情報を公表している企業であれば、もう銀行に情報生産機能を委ねる必要などなからう。なぜなら、社債より格段にリスクの高い金融商品である株式を、個人投資家も含めた様々な投資家がそうした情報をもとに売買しているからだ。

日本エスコン債は CoC 条項付き、社債管理補助者設置債

今般の日本エスコン債は、チェンジオブコントロール条項（CoC 条項）付き、且つ社債管理補助者を設置して発行された点も特筆される。

具体的には、日本エスコンが中部電力の連結子会社でなくなる旨が公表されれば、投資家は同債の繰上償還を請求できる（CoC 条項）。また、同 CoC 条項も含めコバナンツ抵触時などに適切に社債権者に通知が行き届くよう、社債管理補助者⁵も設置された。

現在の日本エスコンの格付け（JCR：A+/安定的、R&I：A/安定的）には、親会社である中部電力の信用力（JCR：AA/安定的、R&I：AA-/安定的）が強く反映されている。JCR は「親会社グループとは事業面、人材面、資本面で強い関係性を有しており、当社格付には同グループの信用力を強く反映させている。」と同債ローンチ時 7 月 12 日のリリースで記している。また、R&I も「グループにおける戦略的位置づけが明確である点を格付に反映している。」と 2023 年 9 月 26 日のリリースで記している。よって、中部電力のグループ信用力の影響が低下すれば信用力評価が

⁵ 社債管理補助者制度は、法が強制的に保護すべき投資家は社債管理者を通じて手厚く保護（社債管理者設置債）する一方で、自衛できる投資家はほったらかし（FA 債）、といった両極端の状況を改善する目的で 2021 年 3 月 1 日施行の改正会社法で創設された。

変わり得るので、CoC 条項を日本エスコン債のコベナンツとして付与することは、当然と言えば当然、自然なことでもあろう。

適切なコベナンツ付与と社債管理の必要性を考えるきっかけに

日本エスコンの事例は分かりやすいが、そうでなくとも近年、公募社債発行企業の株式非公開化（ベネッセホールディングス、大建工業、JSR、プロテリアル（旧日立金属）、永谷園ホールディングスなど、そして古くは、ユニゾホールディングスやすかいらーくホールディングスなども）なども珍しくなくなっている。よって、大株主の変更や発行会社の大型 M&A や事業売却などコーポレートアクションにより社債発行企業の信用力評価が大きく変わる可能性はどの社債発行体にも生じ得る。社債の発行体が発行日から償還日まで、つまり 5 年、10 年という時間軸の間に何の変化もないと考えるのはもう時代遅れだ。

であれば、やはり適切なコベナンツをどの社債にも付与することを真剣に考えるべきだろう。奇しくも日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」は 7 月 16 日に報告書をまとめており、コベナンツの付与の在り方の検討結果として基本的に付与すべきコベナンツとして CoC 条項とレポーティングコベナンツ⁶を挙げ⁷、また、社債権者の適切な保護の観点から社債管理補助者の円滑な利用も提言された（2021 年 3 月 1 日に施行された改正会社法で創設された社債管理補助者の設置された社債の発行は、2023 年 9 月のジャパンインベストメントアドバイザー債と今般の日本エスコン債の 2 事例のみ）。

日本エスコンによる CoC 条項付き、且つ社債管理補助者を設置した社債の発行を契機として、適切なコベナンツ付与と社債管理の改善が既存の社債発行体も含めて広がることを期待したい。

⁶ 社債の発行会社に投資判断に重要な事象が生じた場合に社債権者へ報告を行う義務を課した条項。

⁷ BBB 格以下の社債に基本的に付与すべきコベナンツの付与を求め（注：BBB 格の場合は格付が BB 格に低下した際にコベナンツ効力が発生する形式も認めるようだ）、引受審査規則又はガイドラインでの実効性確保対策を検討するとのこと。