

2024 年 11 月 25 日 全 4 頁

社債へのコベナンツ付与の必要性

もう丸腰での発行はやめるべき時では？

理事 大橋 俊安

[要約]

- 日本の社債は長らく、さしたるコベナンツ（財務制限条項）も付されていない、いわば丸腰の状態での発行が続いてきた。しかし、社債発行体が償還日まで、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。
- 公募社債発行企業の LB0/MB0/EB0 などによる非公開化の事例は珍しくはなくなっており、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を踏まえれば、今後ますます増加する可能性も指摘できる。
- 日本証券業協会では社債へのコベナンツの付与（基本的に付与すべきコベナンツ）の検討が行われ、2024 年 7 月に報告書がまとめられた。シングル A 格以上の社債には一律にはコベナンツの付与を求めないとのことだが、必要性なことは事例からみれば明らかだ。
- 社債権者は、社債にコベナンツの適切な付与を求めることで、自らの権利を事前に保全することを真剣に考える必要がある。

日本の社債は、さしたるコベナンツ（財務制限条項）が付されていない

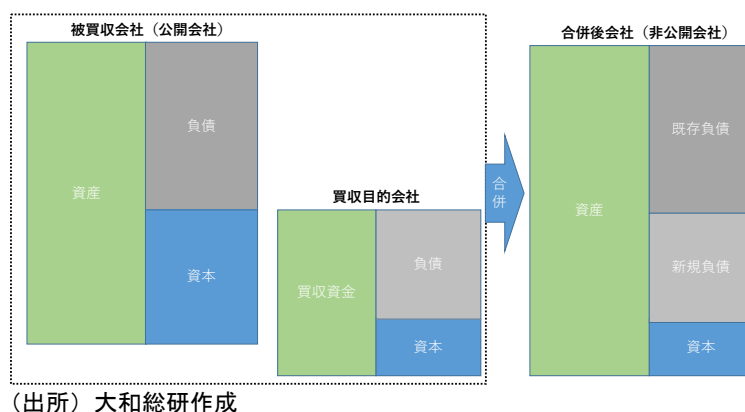
日本の社債は、相も変わらずほぼ丸腰の状態で発行される。コベナンツ（財務制限条項）と言えば、社債間限定の担保提供制限条項（いわゆるネガティブ・プレッジ）くらいしか付与されていないのが現状だ。しかし、社債の発行体が償還日までの 5 年、10 年という時間軸の間（つまり、投資家が発行体に「期限の利益」を与えてしまっている間）に何の変化もないと考えるのは時代遅れだ。大型 M&A の実施は勿論のこと、主要事業も含めた一部事業のカーブアウトから企業そのものの非公開化まで、社債権者に影響、それも悪影響を与え得る社債発行企業のコーポレートアクションは多様化し現実のものとなっている。

公募社債発行企業の非公開化事例は珍しくはなくなっている

特に近年、リスクとして顕在化しているのが、公募社債発行企業の LBO/MB0/EB0¹などによる非公開化だ。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、そして古くは、ユニゾホールディングスやすかいらーくなど数多くの事例が挙げられる。また、直近では、マクロミルの LBO²、セブン&アイ・ホールディングスでも MB0 の構想が明らかになった³。

一般論として、LBO などによる公開会社の非公開化は、短期的には既存社債権者にとってマイナス面が大きい。買収資金に負債を活用すれば、財務レバレッジを上げることになる（図表 1 参照）。また、金融商品取引法において四半期開示が半期開示に変更になり、経営情報の開示頻度や質の低下が懸念されるほか、株主からの監視が弱まり経営に関する外部からのガバナンスも効き難くなる。そして、エクイティファイナンスという資金調達手段のハードルも上がる。このように、様々なマイナス面が指摘できる。勿論、こうしたマイナス面を上回る利点（市場の監視や報告義務から解放され、迅速且つ大胆に事業構造改革を実施し、且つ株主価値最大化のために財務レバレッジも活用する）があると考えるからこそ非公開化を選択するわけだが、効果発現には時間がかかるし、その成否も短期的には判断が難しい。

図表 1 LBO スキームの一般的概要図



実際、上記した最近の殆どの非公開化事例において、社債発行体の格付けは引き下げられている（信用力の高い伊藤忠商事により完全子会社され上場廃止となった大建工業は例外）（図表 2 参照）。また、LBO への賛同を表明したマクロミルには、同社に格付けを付与する R&I が格下げ方向での見直しに着手している（2024 年 11 月 15 日）。更には、MB0 の構想が明らかになったセブン&アイ・ホールディングスには、同社に格付けを付与する S&P から「創業家による買収が実

¹ LBO：レバレッジドバイアウト、MB0：マネジメントバイアウト、EB0：エンプロイヤーバイアウト。

² マクロミルは 2024 年 11 月 14 日、「TJ1 株式会社による当社株式等に対する 公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」を適時開示している。

³ セブン&アイ・ホールディングスは 2024 年 11 月 13 日、同社副社長（伊藤順朗氏）及び同氏関係会社である伊藤興業から買収に関する法的拘束力のない非公表の提案を受領したと適時開示している。

現すれば、セブン&アイの信用力は大きく悪化」とのリリースが発せられている（2024 年 11 月 14 日）。同リリースで S&P は、「一般的に、MB0 のような上場会社の非公開化に必要な株式買い取り資金の過半は、有利子負債で調達されることが多く、非公開化される会社が最終的に同債務の返済義務を負うことが多いと S&P は認識している。」と述べている。

図表 2 非公開化による格付け変化

発行体	非公開化による格付け変化			格付け会社
ベネッセホールディングス	A+	⇒	A-	JCR
JSR	AA-	⇒	A+	R&I
プロテリアル（旧日立金属）	A+	⇒	A-	R&I
永谷園ホールディングス	BBB+	⇒	BBB	JCR

（出所）各格付け会社より大和総研作成

公募社債発行企業の非公開化事例は今後増える可能性も

既に珍しくはなくなっている公募社債発行企業の非公開化事例だが、今後はますます増える可能性も指摘できる。何故なら、東京証券取引所（東証）は、上場企業（プライム、及びスタンダード市場）に資本コストや株価を意識した経営の実現を強く求めているが、その過程で、上場企業が非公開化を選ぶ事例が増加することも想定されるからだ。上場企業に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」⁴を東証が求めてから 1 年の振返りと今後の方針をまとめた資料には、非公開化の経営判断を東証が尊重するとの見解が示された（図表 3 参照）。

図表 3 要請から 1 年の振返りと今後の方針（東京証券取引所）

- ◆多くの企業で開示が始まるなど、取組みへの着手が進んでいるものの、取組みを進める企業においても投資者との目線にズレがあるなど課題が存在。また、開示に至っていない企業もあり、**改革は始まったばかり**
- ◆東証は、上場企業が、**資本コストや株価を意識して企業価値向上に取り組むことが当たり前**となる市場を目指す
- ◆今後の取組みを進めるにあたり、東証は、**市場運営者の立場として、上場企業と投資者との建設的な対話を通じて企業価値向上が図られるための環境整備**に更に注力
- ◆その結果、**上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増加することも想定されるが、そうした判断も尊重**。東証は、日本市場の魅力向上に向けて、**上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視**
- ◆上場企業のみならず、**機関投資家に対しても、短期的・表面的な視点のみに偏らず、中長期的な企業価値向上を支えるという視点で、上場企業との対話に臨んでもらうよう働きかけ**
- ◆今後の進捗を測る評価軸として、PBR・ROE・時価総額・成長性など定量的な指標（国際比較含む）に加え、上場企業の取組み・開示内容や国内外の投資者の評価を定性的に把握し、全体の進捗をレビュー

注：赤枠は筆者追記。

（出所）「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について（東京証券取引所 上場部、2024 年 8 月 30 日）より抜粋

⁴ 2023 年 3 月 31 日に東証は、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関する要請を出している。

日本証券業協会が進むコベナンツ付与の検討

こうした環境の変化もあり、日本証券業協会（日証協）では、「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」（WG）において、社債へのコベナンツの付与促進に向けた検討が行われ、2024年7月に報告書がまとめられた。WGでは、社債発行体の信用力変化に対応するために、チェンジ・オブ・コントロール条項（CoC条項）とレポーティングコベナンツを基本的に付与すべきコベナンツ⁵と位置付けた。CoC条項は、発行体の所有・経営権の移動や非上場化をトリガーとした償還請求権（プット・オプション）であり、レポーティングコベナンツは、特定事象発生時の社債権者への報告や財務指標の定期的報告を発行体に求めるものだ。こうしたコベナンツが社債に付されるようになれば、非公開化のような予期せぬイベントリスクに対し、社債権者が適切に対処できるようになる（プット・オプションの行使や非公開化後の発行体のモニタリングを通して）ので望ましい。

但し、WGでは、「基本的に付与すべきコベナンツ」の付与を求める対象をBBB格（トリプルB格）社債以下に限定し⁶、現在の社債市場で殆どを占めるA格（シングルA格）以上の社債には拘束力を持たせた形での付与を求めない方針とした。社債発行を阻害する懸念を考慮しての判断ではあるが、既にシングルA格以上の社債での非公開化事例が増えている現状に鑑みると、やや残念な線引きである。

社債への適切なコベナンツの付与は必要だ

社債権者は、社債にコベナンツの適切な付与を求めることで、自らの権利を事前に保全することを真剣に考える必要があるだろう。公募社債発行企業の非公開化事例が増えていることが示すように、社債の発行体が償還日まで、つまり5年、10年という時間軸の間（投資家が発行体に「期限の利益」を与えてしまっている間）に何の変化もないと考えるのはもう時代遅れだ。日証協による「基本的に付与すべきコベナンツ」の位置付けは、あくまでも社債への適切なコベナンツ付与に向けた第一歩に過ぎない。社債へのコベナンツの付与は自由化されて四半世紀以上も経っている（財務上の特約が自由化されたのは1996年）。幸い、ジャパンインベストメントアドバイザー債（財務維持コベナンツ付き）、日本エスコン債（CoC条項付き）、そしていちご債（財務維持コベナンツ付き）と、コベナンツ付与を行った社債の起債がポツポツとではあるが実現している。必要に応じて、社債に柔軟且つ適切なコベナンツが付与されるようになることを期待したい。もう丸腰での社債発行はやめるべき時に来ていると筆者は考える。

⁵ 投資家が必要最低限の内容として求める、又は投資家保護上必要と考えられるコベナンツの意味。

⁶ BB格以下は一律、BBB格は格付けがBB格に下がった場合に効力が発生する形も認める方針。なお、コベナンツの付与状況については、証券会社の引受審査（引受規則又はガイドライン）を通して付与の実効性を担保する方策が検討される予定。