

「社債権者集会」を終えて

企業財務の実務視点から見た資本市場

鈴木新吾

帝人株式会社
経理・財務室 財務部長

帝人は二〇〇六年一〇月、社債権者集会を開催し、特別決議要件(注1)を充たす賛同をいただき、二〇〇七年一月に裁判所認可の公告を行った。今回の社債権者集会の議案は、「帝人の既発行社債について、子会社五社が行っている連帯保証債務を免除すること」であった。

子会社が持株会社を保証？

「子会社五社による連帯保証」とは何か。それは二〇〇三年に持株会社制度に移行したことに端を発する。持株会社へ移行することで、帝人の事業資産やキャッシュフローは事業を担うそれぞれの子会社に帰属することになってしまう。したがって、そのままだでは帝人が発行している社債の格付けが下がってしまう可能性があった。子会社五社が親会社である帝人を保証したのはその懸念を払拭するためである。それ以降、帝人は子会社五社の開示を含め、四〇〇ページを超えるおそらく日本一厚い有価証券報告書を作成してきたのであるが、これでは作業負担

もさることながら、開示内容が子会社の競争力を阻害する心配があった。持株会社制度移行の際に製品群ごとに分社化を行ったこともあり、子会社の開示がその競争力の源泉まで披歴してしまうことになりかねないからである。

ネットワークとなる社債権者の把握

社債権者集会といえば、元利金支払いが困難な状況におけるリスケジュールが典型的な議案であるが、日本では受託銀行たるメインバンクが発行会社を支援することが一般的であったし、また、非投資適格債、いわゆるジャンクボンドの発行は少なく、社債権者集会が開催されるということは極めて稀であった。加えて、今回の議案が過去に例のないものであったことから、社債権者集会の召集公告を新聞に掲載するだけでなく、社債権者の皆様に個別にご説明を差し上げたいと考えた。

しかし、ここで早速問題が浮上した。社債の発行会社は、社債権者がどなたかを知ることができない

のである。社債権者名簿を保有しているのは登録機関として指定された金融機関であり、準公務員として守秘義務に服することから、発行会社が社債権者を問い合わせても教えてもらうことはできない。前回の利払い時点での社債権者については知りうる立場にあり、直接ご説明する機会をいただくよう努めたものの、前回利払い以降に社債権者になられた方への直接のご説明は断念せざるを得なかった。登録機関にお願いして、議案の内容、その提案理由等の説明書類を社債権者に送付していただくことで、できる限りの対応を行ったと自負しているものの、社債権者がどなたなのか発行会社が直接知ることのできる仕組みが、社債権者の皆様のためにも必要なのではないだろうか。

市場参加者の立場の相克

子会社連帯保証の免除は、帝人グループの持続的な企業価値の向上、ひいては将来帝人が発行する社債を購入してくださる投資家も含め、社債権者共

通の利益に資するという考えによるものであった。

しかし、社債権者の立場、利益というものは必ずしも一様ではない。既に発行されている社債は、一番長いものでも二〇〇九年九月には償還を迎えるため、その償還の確実性という比較的短期的な視点で判断する場合には、保証免除に消極意見を持たれることになる。実際には、保証免除にもかかわらず格付けは維持され、流通市場でもスプレッド拡大は見られなかったことから、保証免除が社債償還リスクを高めたとの評価は受けなかったと考えている。しかし、市場資本主義のもとでは普遍的と考えられる「企業価値向上」と「投資家重視」という二つの命題が、時間軸を挟んだとたんに相互に融和的ではなくなる事例もあるということを、この社債権者集会を通じて実感することとなった次第である。

財務制限条項だけでは限界も

市場参加者の立場の相克については他にも思い当たることがある。帝人では、一年ほど前に社債のデファイザンスを実行するに際してクレジットリソク債を購入し、それ以降、クレジットデリバティブ約一〇〇銘柄をモニターしているのであるが、近時、世界的金余りを背景にレバレッジ(注2)を効かせた買収が活発化し、買収会社か、被買収会社にかかわらず格付けが非連続的に急低下するという現象をいくつか見てきた。このような事態を、社債を購入した投資家の自己責任という言葉で簡単に片付けてよいのだろうか。このようなM&Aは、格付けに一定の信用を置いて社債を購入した投資家の立場を害しているとみるべきではないのだろうか。

格付け機関も、格付けという機能の安定性を損なうものとして、レバレッジを効かせた買収の行き過ぎに警鐘を鳴らしてよいのではないかとと思う。

この話題を、あるカンファレンスで米国の大学教授に質問したことがある。そのときの回答は、社債権者は財務制限条項により、株主構成に大きな変更があった場合には即時に返済される等の取決めで守られているというものであった。しかし、財務制限条項で守られていない社債もある。一步譲ったとしても、市場規模が拡大を続けるクレジットデリバティブでは、保有者(クレジットリスクの買手)が財務制限条項によって守られることはないのではないかと。

最適資本構成と資本市場

企業財務のテキストを開くと必ず、最適資本構成という概念が登場する。負債調達には支払利息が課税所得から差引かれるというメリットがあるが、負債調達の高すぎると倒産する可能性が増加する。このようないくつかの逆方向のベクトルの均衡点、即ち最適資本構成において、その企業の加重平均資本コスト(WACC)が最小化し、企業価値は最大化するというものである。レバレッジを効かせた買収案件は、株式投資家の利回りを極大化する代わりに、クレジットデリバティブの保有者を含む既存の社債権者の利益を毀損し、企業価値の最

大化にも反することになっているのではないかと。最適資本構成における負債調達と自己資本調達の比率については、実証研究も始まっているようである。重回帰分析による最適資本構成試算を

アドバイスする証券会社も出てきている。その分析は、最適資本構成に近い調達構造にある会社とそうでない会社では、株価の水準に有意な相違があるという結果も示しており興味深い。

市場資本主義は、株式投資家、株式アナリスト、社債投資家、格付け機関、そして、組成・仲介者である金融機関といった市場参加者が、それぞれの視点・立場で発展させてきた。しかし市場参加者間の利益に予定調和が期待できるのかは不明であり、少なくともその過程で前述のレバレッジの効いた買収による格付け急低下のような歪みが生じる可能性があることも事実である。

事業法人が存在しないところに資本主義はありえない。しかし語弊を恐れずに言えば、従来、事業会社は金融機関からは顧客としてサービスの提供を受け、投資家に対してはその要請に応じて説明責任を果たす、という受動的な対応に傾いてきた。さらにはあるように思われる。これには、失われた一〇年、一五年と言われたように、企業経営のエネルギーを事業基盤やバランスシート再構築に向けざるを得なかったことも遠因として挙げられよう。しかし、企業財務が市場資本主義の真つ只中で企業価値に直接に影響を与える職務である以上、今後より積極的に市場参加者とかかわり、市場資本主義の健全な発展に貢献していくことが求められるのではないかと。

(注1) 総議決権の二〇%かつ出席者議決権の三分の二以上

(注2) 買収資金の相当大きな部分を負債調達によってまかなうことで、株式投資の利回りを向上させること