

社債市場の活性化に関する懇談会

第2部会 御中

NOMURA

Nomura Institute of
Capital Markets Research

米国の社債に付与されるコベナントの 内容と開示の状況

2010年11月26日

野村資本市場研究所

井潟 正彦
吉川 浩史
磯部 昌吾

目次

I. コベナントの内容

II. コベナントの開示

I . コベナントの内容

米国の社債に付与される主なコベナンツ

- 米国では、1971年にアメリカ法曹財団によって作成された「模範社債信託証書条項」に、社債に付与されるコベナンツの内容の雛型が記載されており、1970年代には既にコベナンツが使われていたようである。
- 現在の社債には、主に下記のコベナンツが付与されている。チェンジ・オブ・コントロール条項は、1980年代以降、レバレッジド・バイアウト(LBO)への対応策として付与されるようになった。

社債のコベナンツの種類と内容

種類	内容
合併・買収・譲渡制限	・発行会社あるいは子会社のM&Aに関して、他の企業による吸収や、実質的なすべての資産の譲渡を禁止する。 ・ただし、①承継会社が社債の債務をこれまで通り履行する場合、②承継会社が米国や特定の地域の法律に従う場合、③取引直後に期限の利益を喪失した状態にならない場合、などの条件を満たしているときはM&Aが認められることがある。
セール・リースバック制限	・発行会社あるいは子会社が資産を売却した上で、売却先から当該資産のリースを受けることを禁止する。 ・ただし、売却で得られた資金を債務の返済などの定められた用途に使用する場合はセール・リースバックが認められることがある。
クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション	・ある債務がデフォルトとなった場合に、当該債務もデフォルトとなる(クロス・デフォルト)。 ・ある債務がデフォルトとなり、資金が予定よりも早く回収される場合に、当該債務もデフォルトとなる(クロス・アクセラレーション)。
担保提供制限 (ネガティブ・プレッジ)	・発行会社あるいは子会社が負債に対して担保を設定することを禁止する。 ・ただし、他の債務と同等の担保を社債に設定する場合や、社債発行時に既に担保が設定されている場合など、定められた条件を満たす場合は担保の設定が認められることがある。
配当制限	・発行会社あるいは子会社の配当を制限、または子会社からの配当受け取りを制限する。 ・ただし、格付が投資適格となるなどの条件を満たす場合は配当が認められることがある。
チェンジ・オブ・コントロール	・定められたチェンジ・オブ・コントロールに抵触するイベントが発生し、かつ格付けが引き下げられた場合に、定められた金額で発行会社が社債を買い戻す。 ・チェンジ・オブ・コントロールに抵触するイベントには実質的にすべての資産を売却する場合や、一定以上の議決権の保有者が増減となる場合、取締役の過半数が取締役を継続しない場合などがある。

(出所) アメリカ法曹財団「模範社債信託証書条項」、社債目論見書より、野村資本市場研究所作成

米国の社債へのコベナントの付与状況

- 合併・買収・譲渡制限、セール・リースバック制限は、社債の格付けによらず付与比率が比較的高い。
- 直近5年の社債について、社債発行額の大きい企業の目論見書を見ると、担保提供制限の付与比率も高い。
- クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション、チェンジ・オブ・コントロールは、非投資適格債において付与比率が高い。
- 配当制限は、直近の社債の目論見書では非投資適格債でも30.8%と付与比率が低い。

1993年から2005年までに発行された社債のコベナントの付与割合

種類	投資適格(2347銘柄)	非投資適格(761銘柄)
合併・買収・譲渡制限	91.0%	98.6%
セール・リースバック制限	69.0%	49.9%
クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション	46.7%	87.8%
担保提供制限(ネガティブ・プレッジ)	14.0%	77.1%
チェンジ・オブ・コントロール	2.7%	73.3%
配当制限	2.7%	65.5%

(注) 調査対象は、金融機関を除く米国企業。

(出所) Sudheer Chava, Praveen Kumar, and Arthur Warga, “Managerial Moral Hazard and Bond Covenants”, 2007 より、野村資本市場研究所作成

直近5年に発行された社債のコベナントの付与割合

種類	投資適格(17社)	非投資適格(13社)
合併・買収・譲渡制限	94.1%	100.0%
セール・リースバック制限	58.8%	76.9%
クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション	17.6%	61.5%
担保提供制限(ネガティブ・プレッジ)	64.7%	76.9%
チェンジ・オブ・コントロール	17.6%	76.9%
配当制限	0.0%	30.8%

(注) 調査対象は、格付けごとに2009年11月26日時点で社債発行残高が大きい順に選定(金融除く)。構成はAAAが1社、AAが2社、Aが7社、BBBが7社、BBが9社、Bが4社。対象企業が直近に発行した社債の目論見書を調査。

(出所) 各社目論見書より、野村資本市場研究所作成

社債に付与されたコベナンツの発動

- 米国では社債のコベナンツに抵触しても、すぐにデフォルトとはならない。当該社債の未償還元本の過半数に達する社債権者の同意が得られれば、発行会社の責任免除等が可能(信託証券法第316条)。
※通常は、未償還元本の三分の二以上の支持を条件にしている信託証券が多いとの指摘もある。
- デフォルトとなった場合、社債発行企業はトラスティー（米国の社債管理者）を通じて社債権者に通知するとともに、社債権者に対して社債の買戻しを提案すること等が、信託証券に定められていることが多い。
- 訴訟に発展した例：2007年6月、タイコ・インターナショナルが、子会社を通じて発行していた社債の保有者の承認を得ずに、一部の部門をスピンオフ。
⇒社債には「全財産あるいは重要な資産の売却・譲渡を禁止」するコベナンツが付与され、抵触する場合は買戻しがタイコ・インターナショナルに義務付けられていた。

⇒大口の社債権者が、コベナンツに抵触した可能性があるとして、トラスティーに行動するように促した。

⇒トラスティーは、優良事業のスピンオフにより総資産の60%以上が社外に流出するため、コベナンツに抵触すると見なし、タイコ・インターナショナルを相手に訴訟を起こした。

⇒タイコ・インターナショナルが、社債保有者に総額2.5億ドルを支払い、2028年償還・2029年償還の社債をそれぞれ2019年償還・2021年償還の社債と交換することで和解。

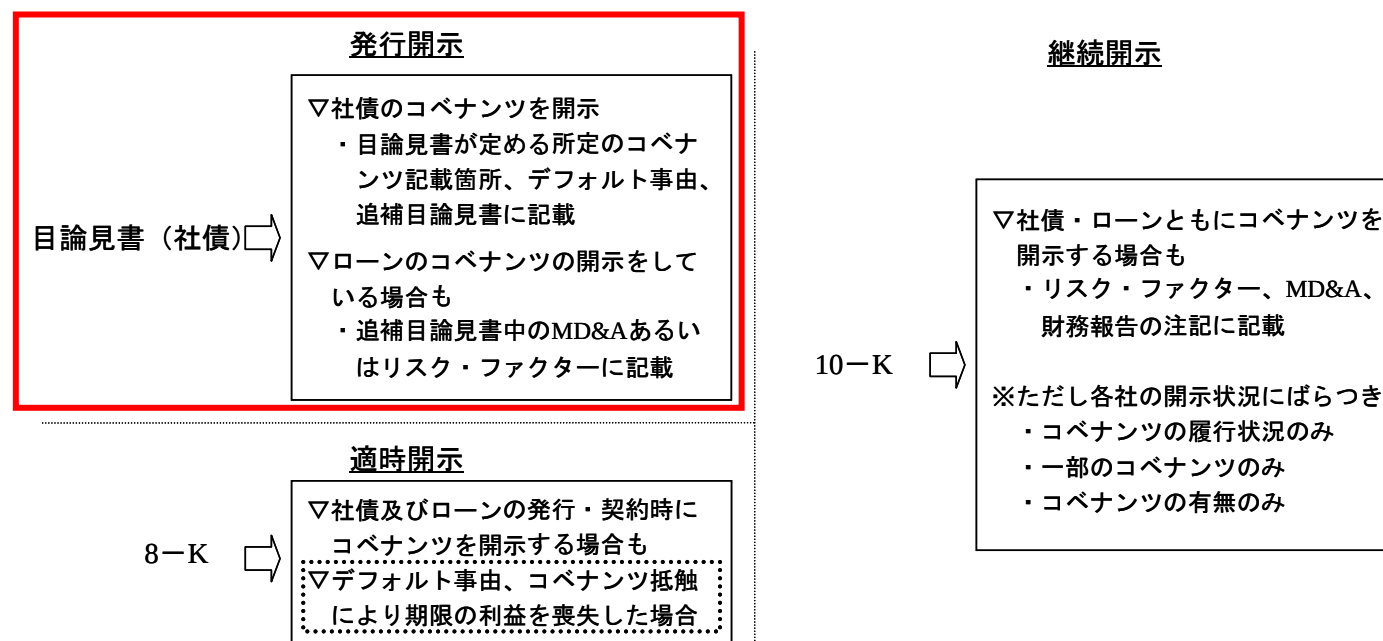
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項については、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

Ⅱ．コベナントの開示

米国の社債のコベナントは目論見書で開示

- 日本と同様に、米国でも社債のコベナントは目論見書において種類と内容が開示される。

米国における社債のコベナントの開示



(注) 社債の目論見書における所定のコベナント記載箇所とは、目論見書中の「特定のコベナント(Certain covenants)」あるいは個別のコベナント名が記載されている項目のことを意味する。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

目論見書における社債のコベナントの開示～コムキャストのケース

- 社債のコベナントは、目論見書における、「特定のコベナント(Certain covenants)」、あるいは「～についての制限(Limitation on ～)」といった項目で記載されている。
- クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項は、デフォルト事由に記載されている。

目論見書における開示の例

Certain Covenants

We and the cable guarantors have agreed to some restrictions on our activities for the benefit of holders of all series of senior debt securities issued under the senior indenture. The restrictive covenants summarized below will apply, unless the covenants are waived or amended, so long as any of the senior debt securities are outstanding

Limitation on Liens Securing Indebtedness

Limitation on Sale and Leaseback Transactions

Financial Information.

Consolidation, Merger and Sale of Assets

- 担保提供制限
- セール・リースバック制限
- 財務情報の開示
- 合併・買収及び資産売却の制限

Events of Default

An event of default for a series of senior debt securities is defined under the senior indenture as being:

(1) a default by any Obligor in the payment of principal or premium, if any, on the senior debt securities of such series when the same becomes due and payable, whether at maturity, upon redemption, by declaration or otherwise

(省略)

(3) default by any Obligor in the performance of or breach by any Obligor of any of its other covenants or agreements in the senior indenture applicable to the senior debt securities of such series and that default or breach continues for a period of 30 consecutive days after written notice is received from the trustee or from the holders of 25% or more in aggregate principal amount of the senior debt securities of all affected series;

- デフォルト事由

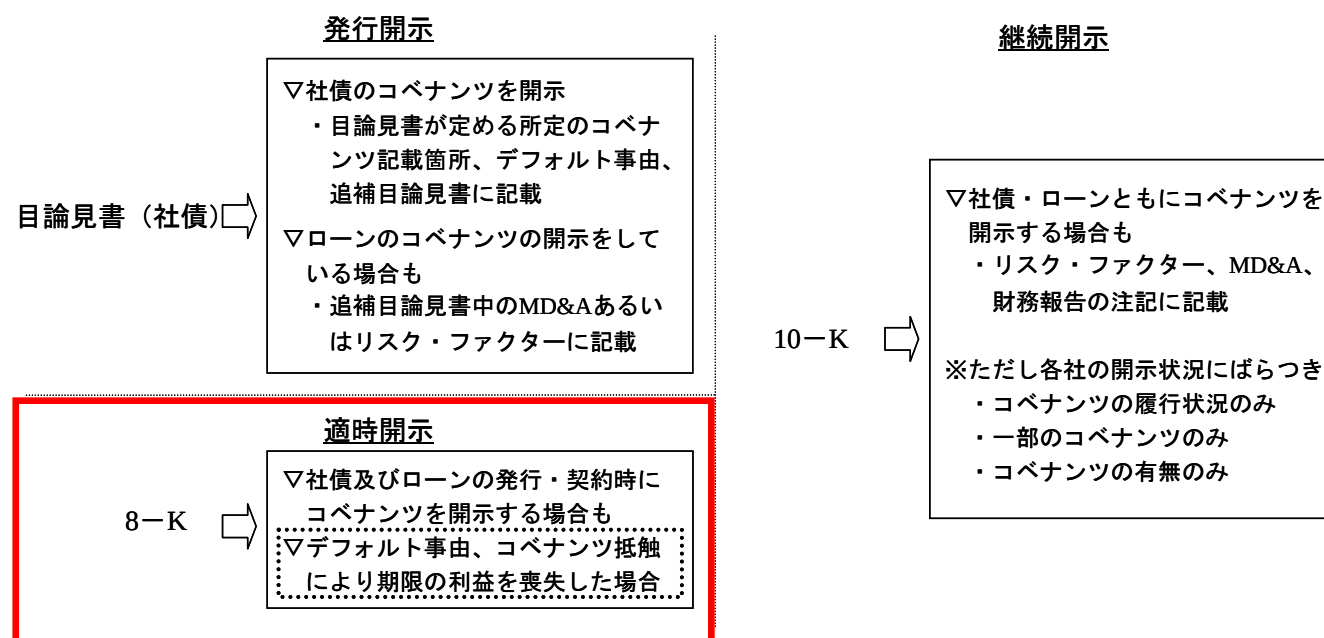
(出所) コムキャストの目論見書より、野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

米国のローンのコベナンツは、8-Kで開示される場合もある

- ローンのコベナンツは、ローン契約がSECの定める重要事象に該当する場合、8-Kにおいて種類と内容が開示される。
- 例えば、規模の大きいシンジケートローンは、一般に重要事象に該当すると見なされることが多い。

米国におけるローンのコベナンツの開示



(注) 社債の目論見書における所定のコベナンツ記載箇所とは、目論見書中の「特定のコベナンツ(Certain covenants)」あるいは個別のコベナンツ名が記載されている項目のことを意味する。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

8-Kの提出が求められる重要な事象

- 米国において発行証券をSECに登録している企業は、重要な事象が生じた場合、発生後4営業日以内に8-Kを提出することが義務付けられている。
- 株主が認識すべき事象が重要な事象とされ、具体的には9セクションに類型化されている。
- SECは、重要事象であると判断するための定量的な基準を示していない。

8-Kの提出が求められる重要な事象(9類型)

Section 1	登録者の事業及びオペレーション
Item 1.01	(通常の事業の過程にはない) 重要な最終合意の締結
Item 1.02	(通常の事業の過程にはない) 重要な最終合意の終了
Item 1.03	破産または財産管理
Section 2	財務情報
Item 2.01	買収の完了または(通常の事業の過程にはない相当な金額の)資産の処分
Item 2.02	オペレーションの結果及び財務状態(に関する非公開情報の公表)
Item 2.03	直接的金銭債務またはオフ・バランスシート契約における債務の発生 (直接的債務: 長期債務、通常の事業の過程にはない短期債務、リース)
Item 2.04	直接的債務またはオフ・バランスシート契約における債務の早期回収または増加
Item 2.05	事業の廃止または(長期資産の)売却(、解雇)
Item 2.06	重大な減損
Section 3	証券と市場
Item 3.01	上場廃止または変更
Item 3.02	(証券取引法に登録されていない)株式の登録されていない売付け
Item 3.03	証券保有者の権利の重要な変更
Section 4	会計士及び財務諸表に関連する事項
Item 4.01	監査する会計士の変更
Item 4.02	過去の財務諸表または監査報告、あるいはレビューに対する不信頼

Section 5	コーポレート・ガバナンスと管理
Item 5.01	支配に関する変化
Item 5.02	取締役または一定の役員の離脱、選任
Item 5.03	基本定款または付属定款、あるいは会計年度の変更
Item 5.04	従業員福利厚生プランの下での取引の一時停止
Item 5.05	倫理規定の改正または条項の免除
Item 5.06	ペーパーカンパニーの状態の変化
Section 6	資産担保証券
Item 6.01	資産担保証券に関する情報や計算データ
Item 6.02	サービサーやトラスティの変更
Item 6.03	信用補完や外部からの補完の変更
Item 6.04	元利の未払い
Item 6.05	ディスクロージャー制度の変更
Section 7	レギュレーションFD(選択的情報開示)
Item 7.01	レギュレーションFDに関する開示
Section 8	その他
Section 9	(8-Kの一部として提出された)財務諸表及び証拠文書(の全体の添付)

(出所)SEC資料より、野村資本市場研究所作成

8-Kにおけるローンのコベナントの開示～IBMのケース

- ローンに付与されているコベナントは、そのローン契約が重要事象に該当する場合には、重要8-Kに列挙される形で開示されている。目次で種類が示され、本文にそのコベナントの内容が記載されている。
- コベナントに抵触した状態が一定期間継続すると、デフォルト事由に該当すると定めている信託証書が多い。

8-Kにおける開示の例(目次)

SECTION 6.	AFFIRMATIVE COVENANTS	
6.1	Existence, Business and Properties	● 営業活動に関するコベナント
6.2	Financial Statements, Reports, etc.	● 報告と開示のコベナント
6.3	Notices	● 報告と開示のコベナント
SECTION 7.	NEGATIVE COVENANTS	
7.1	Limitation on Secured Debt and Sale and Leaseback Transactions	● ネガティブ・プレッジ、セール・リースバック制限
7.2	Mergers, Consolidations and Sales of Assets	● 合併・買収及び資産売却の制限
7.3	Margin Regulations	● 信用取引の制限
7.4	Consolidated Net Interest Expense Ratio	● 財務指標(支払金利)に関するコベナント
SECTION 8.	EVENTS OF DEFAULT	● デフォルト事由

まとめ

- 米国において、社債に付与されるコベナンツは、合併・買収・譲渡やセール・リースバックといった社債返済原資が減少するリスク等に対応している。
- 低格付け社債については、付与されるコベナンツの種類が増え、クロス・デフォルト、クロス・アクセラレーション、チェンジ・オブ・コントロールが付与されることが多い。
- 日本と同様に、米国においても、社債のコベナンツは目論見書において種類と内容が開示される。一方、ローンについては、米国では8-Kで種類と内容が開示されることもある。
- 社債市場の発達した米国において、コベナンツは、社債市場のインフラの一部となっているといえる。