

米国のコベナンツの情報開示から見る、わが国への示唆

吉川 浩史、磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 社債権者にとってコベナンツは、企業の経営が悪化あるいは企業がデフォルトした際に自らの投資資金を保護するための条項である。一方で、他の負債に付与されているコベナンツも、当該社債の返済順位やデフォルト時の回収率に影響を与える可能性がある。それゆえ社債権者にとって、他の社債やローンのコベナンツについての情報を把握することは重要である。
2. 米国におけるコベナンツの開示文書としては、社債の目論見書・10-K・8-Kがある。社債のコベナンツは目論見書に記載されている。ローンのコベナンツは、ローンが8-Kの提出が求められる重要事象に該当する場合には詳細な情報開示がなされ、社債権者はそこからローンのコベナンツの情報を入手できる。
3. 米国では、社債に多様なコベナンツが付与されている。格付けが低くなると付与される種類・数が増える傾向にある。一方、ローンに付与されるコベナンツは、社債のそれと比較して種類と数がさらに多い。
4. わが国では、社債のコベナンツは社債の目論見書で開示される。ローンのコベナンツは社債のコベナンツとともに有価証券報告書や東証の適時開示で開示がなされる場合があるが、そこから得られる情報は限定的な場合もある。
5. わが国の社債に付与されるコベナンツは現状少ない状態である。一方、コベナンツを積極的に付与するシンジケートローンが増加している。そうした中で、社債権者はローンのコベナンツを把握することが困難な状況に置かれている。社債権者の保護の改善に向けた選択肢の一つとして、わが国の社債権者がローンのコベナンツの情報を詳細に把握できるよう、米国の8-Kの開示内容に相当する情報開示制度の導入も検討に値するのではないだろうか。

I. はじめに

コベナンツは、社債やローンの債務契約を結ぶ際に、他の債務への担保設定の禁止や、他の債務契約のデフォルト時の当該債務契約の扱いなどについて予め定めた条項である。そのためコベナンツは、企業活動を制約したり、企業経営の悪化あるいはデフォルト時の資金の回収に大きな影響を与えたりする。また、ある債務契約にコベナンツが付与されていなくとも、他の債務契約にコベナンツが付与されている場合には、当該債務の弁済順位やデフォルト時の回収率に影響を与える可能性がある

社債やローンに多様なコベナンツが付与されている米国では、社債の目論見書や、情報開示文書であるフォーム 10-K（以下 10-K）、フォーム 8-K（以下 8-K）において、コベナンツに関する情報開示が行われており、それらから社債やローンにどのようなコベナンツが付与されているかを把握することができる。本稿では、社債権者の視点からこれらの開示文書による米国企業の社債やローンのコベナンツの情報開示の実態を分析した上で、わが国への示唆について考察する。

II. コベナンツの開示に関する米国の制度

1. 米国企業がコベナンツの情報を開示する文書

米国企業がコベナンツの情報を開示する文書には、①発行開示として社債の目論見書 (Prospectus)、②継続開示として年次報告書の 10-K、③適時開示として重要事象 (Material corporate events) 発生時の臨時報告書の 8-K、がある¹ (図表 1)。これらは、米国証券取引委員会 (SEC) への提出が定められている法定開示文書であり、SEC の EDGAR というシステムを使うことで、投資家は自由に閲覧・入手することができる²。

まず、企業は社債を発行する際、投資家に交付するための目論見書を作成し SEC に提出しなければならない³。社債のコベナンツは目論見書において開示されている。次に、米国の公開会社は、わが国の有価証券報告書に相当し、企業活動の包括的な年次報告書である 10-K を SEC に提出しなければならない⁴。社債やローンのコベナンツが 10-K で求められている開示内容に該当する場合には、そこで開示される。さらに公開会社は、重要事象の発生の事実を記載した 8-K を SEC に提出しなければならない。公開会社は、社債の発

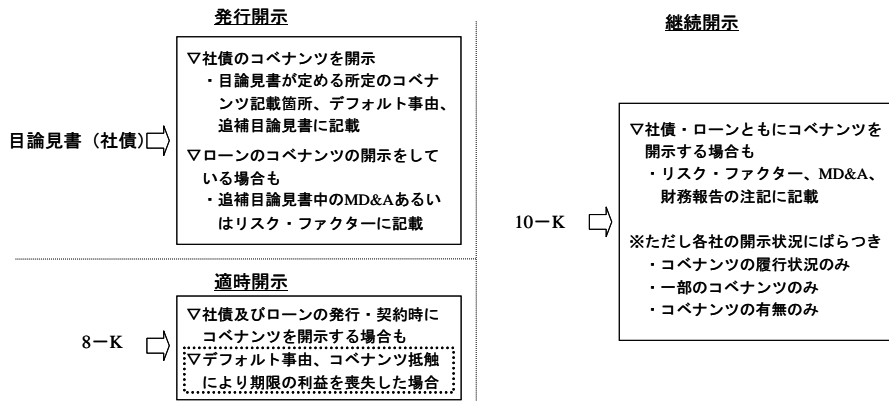
¹ 重要事象は、①登録者の事業と運営、②財務情報、③証券とその取引市場、④会計士と財務諸表に関連する事項、⑤コーポレート・ガバナンスとマネジメント、⑥資産担保証券、⑦レギュレーション FD、⑧その他の事象、⑨財務諸表および証拠文書、という 9 つのセクションに類型化されている。詳細は、<http://www.sec.gov/answers/form8k.htm> 参照。

² EDGAR では、1933 年証券法、1934 年証券取引所法などに基づいて証券発行体が SEC への届出を義務づけられている開示文書を閲覧・入手できる。

³ 私募など、1933 年証券法第 4 条が定める例外はこの限りではない。

⁴ 流通株式総額 (Public float) が 7 億ドル以上の企業は 60 日以内、7,500 万ドル以上 7 億ドル未満の企業は 75 日以内、7,500 万ドル未満の企業は 90 日以内に提出すればよいことになっている。

図表 1 米国におけるコベナントの開示文書



(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

行やローンの契約が 8-K で求められている重要事象に該当する場合はその内容を開示するので、そこでコベナントも開示される。

2. 社債の目論見書におけるコベナントの開示

社債の契約書である信託証書は、社債発行会社と、社債権者を代表して社債権の保全のために行動する受託者（トラスティ）との間で締結され、その信託証書に基づいて社債が発行される。発行会社は SEC に証券の発行登録を行うため、登録届出書にデフォルトの定義といった信託証書の内容を記載し、SEC に提出しなければならない⁵。社債を投資家に販売する際には、登録届出書とほぼ同一の内容を記載した目論見書を使用しなければならないとされているため、社債のコベナントについても目論見書で開示される⁶（図表 2）。

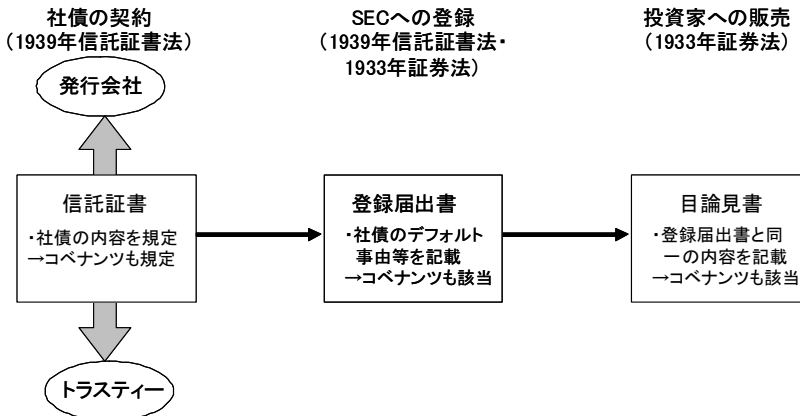
一方、ローンは公募証券ではないことから、公募証券に関して投資家への十分な情報提供を確保するという 1933 年証券法の目的から外れる。そのため、ローンについては目論見書に相当する文書を SEC に提出する義務が課されていない。

しかし、公開会社においては、情報を広く公衆が利用できる状態を確保するために、適時開示における臨時報告書である 8-K 及び、継続開示における年次報告書である 10-K による情報開示が義務付けられており、これらの文書において社債とローン双方のコベナントが開示される場合がある。

⁵ 信託証書法が登録届出書に記載を求める内容としては、①デフォルトの定義、②トラスティによるデフォルトの社債権者への通知の保留、③信託証書証券の認証・引渡・発行収入の用途、④信託証書が先取特権の対象としている資産の解除または差換、⑤信託証書契約の履行・消滅、⑥信託証書の遵守に関して債務者がトラスティに提出する必要がある証拠、などがある。

⁶ 目論見書において社債のコベナントは、「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ほか、後述するクロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項、チェンジ・オブ・コントロール条項といったコベナントはデフォルト事由 (Events of Default) や、目論見書に付随している追補目論見書 (Prospectus Supplement) に記載されている。

図表 2 社債の信託証書・登録届出書・目論見書の関係



(注) 括弧は、各文書が準拠する法律を示している。
 (出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

3. 10-K・8-Kにおけるコベナンツの開示

SECの財務諸表以外の情報開示を定める規則であるレギュレーションS-Kは、既存の事業あるいは事業計画などに関するリスク要因（リスク・ファクター）を10-Kに記載することを求めており、コベナンツに違反、あるいは違反する可能性がある場合には、企業は10-Kにおいてコベナンツを開示する。

また、経営者による財務状態及び経営成績の討議と分析（MD&A）も記載することを求めている⁷。MD&Aについては、SECのガイダンス⁸において、資金の流動性と資本の財源（Liquidity and Capital Resources）に関する記述として、①企業がコベナンツに違反あるいは違反する可能性がある場合の影響についての分析、②追加的な債務や資本調達を制約するコベナンツの影響の検討、を行うことを求めている⁹。

さらに10-Kの財務報告の注記において、社債やローンの金額や満期といった基本的な情報とともにコベナンツの情報が開示される場合がある。そのため、10-Kでは、社債やローンのコベナンツが、①リスク・ファクター、②MD&A、③財務報告の注記の3箇所が開示されている。

一方、公開会社は、SECにより定められた重要事象に社債やローンが該当すると判断された場合、その内容について記載した8-KをSECに提出しなければならない（図表3）。1936年に導入された8-Kは、2004年に開示項目の拡充と提出期限の短縮が行われ、コベ

⁷ MD&Aについては、田中（平松） 那須加「米国SECのMD&A開示に関する新ガイダンス」『資本市場クォーターリー』2004年春号参照。

⁸ SEC, “Commission Guidance Regarding Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations”, December 2003 参照。

⁹ ①についてはその分析に、(i) コベナンツ違反を回避するために企業がとる方法、(ii) コベナンツ違反の解消やコベナンツの免除をするためにとる方法、(iii) コベナンツ違反が財務状態や業績に与える影響、(iv) 返済をする必要が生じる債務の資金源、を含むべきであるとしている。②については、対象となるコベナンツの例として (i) 債務発行制限条項、(ii) 金利支払制限条項、(iii) 配当制限条項、(iv) 債務に関する比率制限条項、が挙げられている。

図表 3 コベンツの開示に関連する 8-K の項目 (Item)

・重要な最終合意の締結 (Item1.01)
通常の事業の過程にはない、重要な最終的合意の締結をする、または変更をする企業は、その合意の日時、当事者、その当事者の企業との関係、および当該合意内容の簡潔な叙述を開示しなければならない。
・直接的金銭債務またはオフバランスシート上の債務の発生 (Item2.03)
重要な直接的金銭債務を負う企業は、当該債務が生じる日時を開示し、当該契約を簡潔に叙述し、当該債務の金額だけでなく支払内容および他の重要な契約内容を開示しなければならない。もし、当該債務が、直接的または間接的に企業が責任を負うことになるオフバランスシート上の取引から生じる場合には、当該企業はその負担をしなければならない追加的金銭債務も開示しなければならない。
・直接的金銭債務またはオフバランスシート上の債務の繰り上げ・増加をさせる誘引となる出来事 (Item2.04)
直接的金銭債務またはオフバランスシート上の債務がある企業で、誘引となる出来事が発生したため、そうした債務が繰り上がり、または増加するような場合は、すべての追加的な重要な債務だけでなく、当該誘引となる出来事の詳細も開示しなければならない。

(注) Item2.04 はクロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項が発動した際に開示がなされる。
(出所) マーク・I・スタインバーグ『アメリカ証券法』雄松堂出版、2008年より、野村資本市場研究所作成

ンツの開示を求める図表 3 の 3 つの項目はこの時点で組み入れられた¹⁰。

8-K による開示では、まず該当項目についての説明がなされ、通常その後に数十ページにわたる詳細な債務契約の内容を記載した書類が添付される。コベンツの詳細は、この添付書類から把握できる。

Ⅲ. 開示から窺われる米国のコベンツの特徴

1. 社債のコベンツ

1) コベンツの種類

図表 4 は、米国の社債に付与されている主なコベンツである。

合併・買収・譲渡制限条項は、合併や買収などによる組織再編で発行会社が実質的に消滅して社債の返済が不可能になる、あるいは発行会社が準拠法を変更することを防ぐためのコベンツである。合併・買収・譲渡制限条項は、発行会社あるいは子会社が合併や買収などで他の企業に吸収されることや、実質的にすべての資産を他社に譲渡することを禁止する。ただし、承継会社が社債の債務をこれまで通り履行する場合や、米国や特定の地域の法律に従う場合、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定められた条件を満たす場合には、合併・買収・譲渡が認められる。このような合併・買収・譲渡制限条項は、ほとんどの社債に付与されている。

担保提供制限条項はネガティブ・プレッジ条項ともいわれ、他の負債に担保が設定され

¹⁰ 2004 年の改正前後の開示項目の一覧は Dhaliwal, Farshid Navissi, Christina Wong-Lim2, "Value Relevance of the SEC Expanded Form 8-K", 2009 AFAANZ Conference を参照。また、提出期限は、1936 年の導入当初は重要事象が発生した翌月の 10 日までであったが、2004 年には 4 営業日以内に短縮された。2004 年の改正は、エンロンなどの不正会計事件を受けて制定されたサーベンス・オックスレー法に基づくものである。

ることで、無担保の社債が不利になることを防ぐために付与されるコベナンツである。担保提供制限条項は、発行会社あるいは子会社が他の社債やローンなどの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。

セール・リースバック制限条項は、リース料の不払いによる資産の差し押さえリスクと、長期的なリース料の支払いを防ぐことを目的としたコベナンツである。セール・リースバック制限条項は、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にはセール・リースバックが認められる。

配当制限条項は、配当により返済の原資となる資本が減少することを防ぐことを目的としたコベナンツで、発行会社あるいは子会社の配当を制限する。ただし、格付けが投資適格であるという条件を満たす場合は配当が認められる場合がある。配当制限条項は、格付

図表 4 社債の主なコベナンツの種類と内容

種類	内容
合併・買収・譲渡制限条項	<ul style="list-style-type: none"> 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。
担保提供制限条項 (ネガティブ・プレッジ条項)	<ul style="list-style-type: none"> 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。
セール・リースバック制限	<ul style="list-style-type: none"> 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。
配当制限条項	<ul style="list-style-type: none"> 発行会社あるいは子会社の配当を制限する。 ただし、格付け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。
クロス・デフォルト条項、 クロス・アクセラレーション条項	<ul style="list-style-type: none"> 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・デフォルト条項)。 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条項)。
チェンジ・オブ・コントロール条項	<ul style="list-style-type: none"> 定められたチェンジ・オブ・コントロール条項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・コントロール条項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変更となる場合、取締役の過半数が取締役を継続しない場合などがある。

(注) コベナンツの内容については、各社の目論見書より筆者がそれぞれ主な内容をまとめたものであり、米国の社債がすべて同じ内容のコベナンツを付与しているというわけではない。

(出所) 各社の目論見書より、野村資本市場研究所作成

けの低い社債に付与される傾向がある。

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、他の債務の支払いに問題が生じた場合に、当該債務をデフォルトとすることで他の債務に比べて資金回収に遅れを生じさせないことを目的としたコベナンツである¹¹。クロス・デフォルト条項は、他の債務がデフォルトとなった場合に当該債務をデフォルトとし、クロス・アクセラレーション条項は他の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をデフォルトとする。それゆえ、クロス・デフォルト条項のほうが、クロス・アクセラレーション条項よりも当該債務をデフォルトとする時点が早いといえる。社債には、クロス・アクセラレーション条項が付与されることが多いが、格付けが低い社債ではクロス・デフォルト条項が付与される場合もある。

これらのコベナンツのうち、チェンジ・オブ・コントロール条項以外は、アメリカ法曹財団が 1971 年に作成し、当時の信託証券のひな形となった模範社債信託証券条項にも記載されており、従来から米国では付与されていたといえる¹²。一方、チェンジ・オブ・コントロール条項は、米国で 1980 年代の M&A ブームの際に、レバレッジド・バイアウト (LBO) によって企業の負債が突如増加し社債の価値が急減するといった事態が生じたことから、LBO への対応策として付与されるようになったコベナンツである¹³。チェンジ・オブ・コントロール条項は、予め規定された企業の支配権に関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、社債権者が社債を予め定められた価格で買戻すことを発行会社に請求できる権利を社債権者に与える¹⁴。支配権に関するイベントには、大半の資産を売却する場合や、一定以上の議決権の保有者が変更となる場合、取締役の過半数が取締役の職を継続しない場合などがある。

2) コベナンツの付与状況

これまでの社債のコベナンツの付与状況を見ると、合併制限条項、セール・リースバック制限条項、クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項などデフォルトに関連するコベナンツが多く付与されている (図表 5)。また、社債の格付けが低くなるほど各コベナンツが付与される比率が高く、かつ付与されるコベナンツの種類も増える。

セール・リースバック制限条項を除けば、ハイ・イールド債のほうが各コベナンツの付与率が高い。この背景には、低格付けの企業はデフォルトリスクが高いことから、コベナ

¹¹ 本稿では、クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項をコベナンツとして扱うが、日米双方の社債の目論見書では、これらはコベナンツとして記載されているわけではなく、該当する内容がデフォルト事由に記載されている。

¹² 鈴木・矢沢・鴻『アメリカ模範社債信託証券条項注釈』野村證券、1976 年参照。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、コベナンツとして模範信託証券条項に記載されていないが、デフォルト事由にこれらに該当する内容が書かれている。

¹³ 1989 年のコールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR) による RJR ナビスコの LBO では、LBO によって同社のレバレッジが高まることを懸念した Moody's が同社の債務の格付けを引き下げ、同社の社債価格は 56 セントに下落した。

¹⁴ 買戻し価格は、社債の額面価格または額面価格に 1% 上乗せさせた価格に設定することが多いようである。

ンツによって資本流出や資産への担保設定を防ぐことで、デフォルト時の回収率を高める意図がある。また、チェンジ・オブ・コントロール条項については、格付けの低い企業はM&Aの対象となりやすいためと考えられる。

合併制限条項はチェンジ・オブ・コントロール条項と同じく企業のM&Aに関連するコベナントであるが、発動条件がチェンジ・オブ・コントロール条項の発動条件よりも厳しく、発行会社の事業をあまり制約しないため、発行会社が付与しやすいという背景があると考えられる。

最近でも、コベナントの付与状況はあまり変化していない。図表6は、2009年11月時点で社債発行残高の大きい米国企業30社の、直近に発行した社債におけるコベナントの付与割合を、目論見書により確認したものである。セール・リースバック制限条項を除けば、格付けが低くなるとコベナントの付与率が高くなり、かつ付与される種類が増える傾向や、合併・買収・譲渡制限条項の付与率が高いことなど、図表5と同様の特徴が確認できる。

調査対象のうち、格付けがB格と低かった4銘柄のうち3銘柄では、付与されたコベナントの数が特に多い。配当制限条項、債務制限条項、資産売却制限条項といった高格付け社債

図表5 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 (2,347銘柄)	ハイ・イールド (761銘柄)	合計 (3,108銘柄)
合併制限条項	91.0%	98.6%	92.9%
債務の優先順位制限条項(担保提供制限条項等)	14.0%	77.1%	29.4%
セール・リースバック制限条項	69.0%	49.9%	64.3%
配当制限条項	2.7%	65.5%	18.1%
クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項などデフォルトに関連するコベナント(注1)	46.7%	87.8%	56.7%
チェンジ・オブ・コントロール条項	2.7%	73.3%	20.0%

- (注) 1. クロス・デフォルト条項、クロス・アクセラレーション条項、格付けトリガー、純資産トリガー。
2. 調査対象は、金融機関を除く米国企業。サンプル数は3,108で、うち投資適格債が2,347、ハイ・イールド債が761。

(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

図表6 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)	ハイ・イールド (13社)	合計(30社)
合併・買収・譲渡制限条項	94.1%	100.0%	96.7%
担保提供制限条項(ネガティブ・プレッジ条項)	64.7%	76.9%	70.0%
セール・リースバック制限条項	58.8%	76.9%	66.7%
配当制限条項	0.0%	30.8%	13.3%
クロス・デフォルト条項、	17.6%	61.5%	36.7%
クロス・アクセラレーション条項	17.6%	76.9%	43.3%

- (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

にはあまり付与されないコベナンツも含め、10種類ほどのコベナンツが付与されている。

2. ローンのコベナンツ

1) コベナンツの種類

ローンのコベナンツは社債よりも種類が多い(図表7)。ローンのコベナンツは、有利子負債比率やインタレスト・カバレッジ・レシオといった財務指標に関するコベナンツ、事業部門や営業拠点の維持といった企業の営業活動を制限するコベナンツ、コベナンツの遵守を含むコンプライアンスを求めるコベナンツなど、多岐にわたる財務上の要求、企業活動の幅広い制限、コンプライアンスの確認、を行っている。ただし、これらのコベナンツに違反したとしても、即座にデフォルトとなるわけではない。企業はコベナンツに違反あるいは違反しそうな場合は銀行と交渉し、貸出条件変更手数料の支払い・追加担保設定・貸出金利の引き上げなどと引き換えに、コベナンツの免除をしてもらうことがある。

2) 8-Kにおける詳細な開示

ローンのコベナンツについて、10-Kにおいては詳細な内容が分かるように開示されていないが、8-Kにおいては、ローンが8-Kの開示項目に該当する場合には、契約時の詳細な情報が開示されている。ほとんどの企業では、10-Kにおいてコベナンツの種類・有無・遵守状況といった基本的な情報しか開示されておらず、その内容が把握できない上に、どの債務にコベナンツが付与されているのかを明らかにしていない。開示内容が限定的である理由としては、10-Kにおいて債務に付与されているコベナンツをすべて開示する義務はなく、企業がレギュレーションS-Kに基づいてリスク・ファクターやMD&Aにおける開示の是非・開示内容を判断していることがあると考えられる。

一方、8-Kには、10-Kに記載されていない多くのコベナンツが記載されているほか、それぞれのコベナンツの内容が数十ページにわたる添付書類において詳細に開示されている。図表8は、図表6で調査対象とした企業のうち、8-Kにおいてローンのコベナンツの開示を行っている22社の開示状況をまとめたものである。合併・買収・譲渡制限条項、クロス・デフォルト条項あるいはクロス・アクセラレーション条項はすべてのローンに付与されており、その発動条件についても開示されている。ただし、8-Kが作成されるのは、そのローン契約が重要事象に該当する時のみである。

SECは、直接的債務の発生を8-Kの重要事象としている。直接的債務は、①長期債務、②ファイナンス・リース債務、③オペレーティング・リース債務、④通常の事業の過程にはない短期債務、とされているが、具体的にどのような状態で企業にとって「重要」となるのか、数値基準は定められていない¹⁵。

¹⁵ 米国の法律事務所であるWilmer Haleが公表するKeeping Current with Form 8-K: A Practical Guide, 2008では、企業が開示の対象とする債務について前もって量的な水準を定めておくべきであるとしている。ただし、SECは8-KについてのFAQで量的な水準のみで重要性が決定されるわけではないとしており、関連するすべてのファクターを考慮すべきであるとしている。

図表7 ローンのコバナンツの分類と詳細

分類	詳細	分類	詳細
経営者・支配権・持分に関するコバナンツ	①経営者と役員の変更制限、②現在の株式所有者の変更あるいは敵対的買収者の制限、③合併の制限、④種類株の発行・株式分割の制限、⑤チェンジ・オブ・コントロール⑥合併時における承継会社による債務の履行義務	資産売却に関するコバナンツ	①一定水準の会社分割の制限、②子会社との間における資産移転の制限、③自主的な清算手続きの禁止、④その他の資産の売却制限
		投資支出に関するコバナンツ	①固定資産に対する支出制限、②特定の投資の制限
担保に関するコバナンツ	①資産に対する担保設定制限、②債務保証の制限、③資産の維持・保険の購入義務、④特定の水準での担保価値の維持、⑤新設の子会社による債務保証義務、⑥抵当設定に関して新たに制約を設定することの禁止	営業活動に関するコバナンツ	①特定の営業費用制限、②特定の営業活動の維持、③事業部門・拠点の変更制限、④負債の使用用途制限、⑤投機目的の先物禁止、⑥スワップ等のヘッジ契約義務、⑦その他特定の契約禁止、⑧子会社新設・合併・協定の禁止
財務活動に関するコバナンツ	①新規借入の制限、②返済順位が同等あるいは高い債務の発行の制限、③リースまたはセール・リースバックの制限、④新株発行制限、⑤債務調達による自社株買いの禁止、⑤サプライヤーへの貸出の制限	企業グループ内取引に関するコバナンツ	①課税分担契約 (Tax Sharing Agreement) の修正の禁止、②親会社の子会社への投資の制限、③子会社に対する持分の維持義務、④親会社と子会社間の資産移転の制限禁止
現金支出に関するコバナンツ	①配当・自社株買いの制限、②デフォルト時の配当・自社株買いの禁止、③優先株・負債の償還制限	コンプライアンス・デフォルト関連等その他のコバナンツ	①税金・課徴金の支払い履行、②業務活動能力の維持、③関連法・規制・契約の遵守、④債務契約の履行への最善の努力、⑤他の債務のコバナンツの遵守、⑥ERISA法に従った従業員退職プランの管理、⑦迅速な合併の完遂への最善の努力、⑧不利な判決を迅速に履行する最善の努力、⑨他の債務のデフォルトを解消する最善の努力、⑩債務のコバナンツと対立する契約の禁止、⑪従業員の利益となるプランの新設の禁止、⑫債務契約において生じた損害による提訴の禁止、⑬業務の遂行における貸手の名前の使用禁止、⑭他の債務のコバナンツの修正禁止、⑮クロス・デフォルト、⑯クロス・アクセラレーション
財務指標に関するコバナンツ	①最低流動比率・当座比率、②最低水準の運転資金、③最低水準の自己資金、④最大有利子負債比率、⑤最低収益率・キャッシュフロー、⑥最低資産価値、⑦最低インタレスト・カバレッジ・レシオ、⑧負債キャッシュフロー比率		
報告と開示のコバナンツ	①適切な帳簿・記録の管理、②帳簿・資産の調査、あるいは経営者への聞き取り権限の常時付与、③特定の文書・財務報告の開示、④特定の営業活動の情報開示、⑤会計手法・決算年次の変更禁止、⑥特定の業績予測の開示、⑦コバナンツ遵守の証明		

(注) 資産売却に関するコバナンツの④その他資産の売却制限、その他のコバナンツの⑯クロス・デフォルト条項、⑰クロス・アクセラレーション条項、は筆者が追加。

(出所) Gilson Stuart C, Warner Jerold B, "Private versus Public Debt: Evidence from Firms That Replace Bank Loans with JunkBonds" 1998 Working Paper より、野村資本市場研究所作成

図表 8 8-K におけるローンのコベナントの開示割合

コベナントの種類		投資適格(12社)	ハイ・イールド(10社)
経営者・支配権・持分に関するコベナント		100%	100%
	合併・買収・譲渡制限条項	100%	100%
	チェンジ・オブ・コントロール条項	75%	70%
担保に関するコベナント		100%	100%
	担保提供制限条項	83%	100%
財務活動に関するコベナント		58%	100%
	債務制限条項	50%	100%
	セール・リースバック制限条項	25%	40%
現金支出に関するコベナント		33%	50%
財務指標に関するコベナント		92%	50%
	レバレッジ比率制限条項	50%	50%
報告と開示に関するコベナント		100%	90%
資産売却に関するコベナント		42%	80%
投資支出に関するコベナント		17%	30%
営業活動に関するコベナント		75%	100%
コンプライアンス・デフォルト関連等 その他のコベナント		100%	100%
	クロス・デフォルト条項、 クロス・アクセラレーション条項	100%	100%

(注) 1. 調査対象は、図表 6 と同じ企業の中から、ローンについての 8-K を SEC に提出している 22 社を対象とし、2009 年 12 月時点で最も直近に開示がなされているローンの 8-K を調査。

2. コベナントの分類は図表 7 に従う。

(出所) 各社の 8-K より、野村資本市場研究所作成

したがって、米国では、社債のコベナントについては目論見書から詳細な情報を入手することができる。その一方で、ローンのコベナントについては、重要事象に該当する場合は、契約時に開示される 8-K から詳細な情報を入手することができる。

IV. わが国の現状

1. わが国のコベナントの特徴

1) 社債のコベナント

わが国では、かつては無担保社債の利払いを確実にするためにコベナント（財務制限条項）の設置義務が定められ、適債基準を満たした企業が純資産維持条項・利益維持条項・配当制限条項・担保提供制限条項・担附切替条項を格付けや純資産に応じて付与し、無担保社債を発行していた。しかし、1996 年に設置義務が自由化されると、格付けが高くデフォルトの可能性が少ない企業が、コベナントをほとんど付けない社債を発行することが多

くなった。このことについて生命保険協会は、機関投資家の立場から自由化後のコベナントの減少、各社債に付与されるコベナントの内容の不統一、担保提供制限条項がローンを対象としなくなったことによる社債の劣後などを指摘している¹⁶。

わが国では現在でも、米国と比べて社債に付与されるコベナントの種類が少ない。2009年にわが国で発行された公募普通社債に「財務上の特約」として付与されたコベナントの割合を見ると、ほとんどの社債には担保提供制限条項が付与されているが、それ以外のコベナントはほとんどない（図表9）。クロス・アクセラレーション条項については、「期限の利益喪失」に関する特約として一般的に社債に付与されているが、米国では一般的な、合併・買収・譲渡制限条項、セール・リースバック制限条項、チェンジ・オブ・コントロール条項といったコベナントが、わが国の社債に付与されることはほとんどないようである。

2) ローンのコベナント

わが国では、ローンのコベナントはもともと少なかった。一般的な銀行取引約定書には、①銀行による調査への協力、②財務・経営状態の報告・情報提供、についてのコベナントしか規定されていない¹⁷。これは、メインバンクが契約によらずに企業の情報を詳細に把握している環境では、コベナントの効果が発揮される場面があまりなかったためと考えられる。しかし、最近では多様なローンのコベナントが普及するようになった。メインバンク制度が崩れ、シンジケートローンやプロジェクト・ファイナンスなど、メインバンク以外からもローンの提供を受けるようになったことが背景にある¹⁸。

シンジケートローンの貸出契約書に関しては、日本ローン債権市場協会（JSLA）のリボルビング・クレジット・ファシリティ契約書、タームローン契約書というひな型において、①クロス・アクセラレーション条項、②報告義務（期限の利益喪失、格付変更、経営状況の悪化など）、③調査協力義務、④担保提供制限条項、⑤法令遵守、⑥事業変更の制限、⑦パリパス、⑧合併・会社分割・株式交換・株式移転・営業譲渡・資産譲渡（セール・リースバックを含む）の制限、⑨純資産の維持、⑩格付けの維持、についてのコベナントが記

図表9 2009年にわが国で発行された公募普通社債のコベナントの付与割合（374銘柄）

担保提供制限条項	72.5%	純資産維持条項	1.1%
担附切換条項	6.4%	留保資産提供制限条項	1.1%
利益維持条項	1.1%	留保物件付切換条項	1.3%

（注）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、統計の対象外。
（出所）日本証券業協会資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁶ 『社債市場の現状と課題について（99年版）』生命保険協会、2000年参照。

¹⁷ 関沢正彦・中原利明『融資契約第2版』金融財政事情研究会、2008年参照。

¹⁸ シンジケートローンは、コミットメントラインを締結する際の法的障害となっていた手数料の扱いが1999年の特定融資枠契約法の施行によって解決され、日本ローン債権市場協会による契約書のひな形作成や取引・情報開示に関する行為規範の策定といった環境整備、企業のデットIR活動の活発化によるメインバンク以外の銀行への情報開示なども背景に、市場規模が拡大している（2009年末の残高は57兆9,469億円）。

載されており、これらが一般的に用いられている模様である。

2. コベンナツの開示

わが国の企業が債務のコベンナツの開示を行う文書としては、社債については米国と同様に発行開示として目論見書があり、そこでは社債のコベンナツが詳細に記載されている。また、有価証券報告書への記載方法を定める財務諸表等規則の改正¹⁹が2009年3月期決算から適用されたため、開示企業数は昨年に比べて大幅に増加し、219社が有価証券報告書において開示した(図表10)。しかし、有価証券報告書において開示されているコベンナツには、純資産維持条項や利益維持条項といった財務指標に関するコベンナツが多い。一方で、クロス・デフォルト条項やクロス・アクセラレーション条項のようなデフォルトに関するコベンナツを開示している企業は少ない。

このほか、米国では重要事象に該当する債務の契約時等に8-Kにおいて詳細な開示をする必要があるが、わが国にはこれに相当する法的開示制度は存在しない。わが国では、8-Kに相当する開示制度として東京証券取引所(東証)の上場企業に適用される適時開示制度があるが、債務発生時に数ページの情報が開示されるに留まっており、コベンナツについてはほとんど何も開示されていない。

社債権者はローンのコベンナツについて詳細な情報を得ることができず、投資先の企業のローンに、担保提供制限条項のような企業活動を制限するコベンナツや、クロス・デフォルト条項やクロス・アクセラレーション条項といったデフォルト時に効果を発揮するコベンナツが付与されているかを把握することができない状況下にあるといえる。

図表10 わが国の企業の2009年3月期の有価証券報告書における開示企業数(総数219社)

記載箇所	コベンナツ違反の有無	コベンナツに違反している企業(54社)	コベンナツに違反していない企業(165社)
GC注記		12	記載の必要なし
事業等のリスク		43	78
MD&A		23	8
財務諸表の注記		37	119
対処すべき課題、経営上の重要な契約等		4	6

(出所) 吉永康樹「財務制限条項の開示分析」『経理情報』2009年11月10日号より、野村資本市場研究所作成

¹⁹ 企業のゴーイングコンサーンに重要な疑義が生じると判断される場合やその他企業の経営に重要な影響を及ぼす事象が存在する場合には、「事業等のリスク」の箇所にその旨と内容を記載することに加えて、「財政状態、経営成績及びキャッシュフローの状況の分析」(MD&A)において当該事象の分析・検討をした上で解消または改善方法を記載しなければならなくなった。さらに、ゴーイングコンサーンに関する重要な疑義を企業が解消・改善することができない可能性がある場合には、「継続企業の前提に関する注記(GC注記)」にその旨・内容・対応策及び、対応策に不確実性が認められる旨・理由・財務諸表への反映の有無を記載しなければならなくなった。改正前の財務諸表等規則では、コベンナツ違反がゴーイングコンサーンに重要な疑義を生じさせると判断される場合に、「GC注記」に記載されるのみであった。ただし、企業によっては借入金の注記としてコベンナツを開示している場合もあった。

3. 社債権者がローンのコベナンツへアクセスできる手段の必要性

米国では社債に多様なコベナンツが付与されているが、わが国では社債に付与されるコベナンツは財務制限条項の自由化以降少ないままの状態が続いており、そのほとんどが担保提供制限条項あるいはクロス・アクセラレーション条項となっている。一方で、ローンのコベナンツは、従来はメインバンク制の下であまり付与されてこなかったが、最近では多くのコベナンツが付与されたシンジケートローン等が増加している。社債のコベナンツについては目論見書で開示されている一方、ローンのコベナンツについては有価証券報告書や東証の適時開示で限定的に開示されているのみである。それゆえ、社債権者はローンのコベナンツを把握しようと思ってもできない状況に置かれているといえる。

米国とわが国における社債権者のローンのコベナンツへのアクセスを比較すると、それぞれの継続開示としての 10-K と有価証券報告書におけるローンのコベナンツの開示は、どちらも限定的で、十分な情報は得られない。しかし、適時開示においては、米国では 8-K において重要事象に該当するローンに限り詳細なコベナンツの情報が開示される一方で、東証の適時開示ではローンのコベナンツの情報はほとんど開示されていない。それゆえ、米国の社債権者はわが国の社債権者よりもローンのコベナンツの情報を詳細に把握できる機会があるといえる。

社債権者の保護の改善に向けた選択肢の一つとして、わが国の社債権者がローンのコベナンツの情報を詳細に把握できるよう、米国の 8-K の開示内容に相当する情報開示制度の導入も検討に値するのではないだろうか。