

コベナンツ等の開示に係る検討経緯について

平成 28 年 7 月 6 日

社債インフラ整備 WG

1. これまでの経緯

- (1) 平成 22 年 6 月、報告書「社債市場の活性化に向けて」において、特に信用リスクが相対的に大きい企業についての社債発行及び投資の拡大に向けた課題の一つとして、「コベナンツの付与および情報開示」が挙げられた。
- (2) 平成 22 年報告書に掲げられた課題を検討するため、4つの部会が設置され、上記課題については第2部会（部会長：神田秀樹 東京大学大学院教授（当時））において検討。
- (3) 平成 24 年 7 月、各部会における検討結果を取りまとめた報告書「社債市場の活性化に向けた取り組み」を公表。
- (4) 平成 24 年報告書において、コベナンツ等の情報開示については、現在の開示制度のもとで企業の開示がより積極的に進むよう、開示の判断基準や開示の具体的内容等について例示する事例集等を作成することを提言。
- (5) 平成 25 年 2 月、平成 24 年報告書に掲げられた課題である社債管理のあり方及びコベナンツ等の開示事例集等を検討するため、社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するWGを設置。

2. 報告書「社債市場の活性化に向けた取り組み」（平成 24 年 7 月）の概要

(1) 現状及び課題

- ① わが国の社債に設定されている担保提供制限条項のほとんどが、社債間限定同順位であり、他の債務・ローンについては対象とされておらず、ローンの出し手である銀行等が公開情報に加え発行会社に関する相対の情報も有しているケースが多いことから、社債は実質的にローンに劣後しているとの指摘がある。
- ② このような状況下において、投資家が十分かつ適切な情報に基づいて投資判断を行いうる環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るためには、投資家が社債発行企業の社債やローンのコベナンツ・債務の状況等の情報を把握することが重要であり、そのために開示の充実の必要性が指摘されている。
- ③ 現行の開示制度においても、コベナンツや債務の状況等の開示については、利害関係人が企業の財政状態、経営成績およびキャッシュフローの状況に関する適正な判断を行うために必要と認められる場合等はその開

示が求められている。

- ④ しかしながら、上記の開示は定量基準に基づくものでないこと等から、投資家からは、有価証券報告書等において銀行ローンのコベナンツ及び当該コベナンツが付された債務の残高等が開示されることはほとんどなく、不十分ではないかとの指摘もある。

(2) 開示を巡る主な意見

上記(1)の指摘を踏まえ、投資家が十分かつ適切な情報に基づいて投資判断を行うことができるような環境の整備を通じ、社債市場の活性化を図るため、必要なコベナンツ・債務の状況等の情報がどのように開示されるべきかについて検討が行われた。

投資家からは企業による判断の恣意性やバラツキを抑制する観点から、銀行ローンのコベナンツ等の開示方法・内容等に関する数値的ガイドラインを求める意見もあったが、制度化については、発行体及び銀行から、特に次のような問題を懸念し、慎重な検討を求める声が多く挙げられた。

① レピュテーション・リスク等による企業金融へのダメージ

コベナンツの設定目的や抵触時の対応等の意図は、コベナンツ設定者以外の第三者にはわからないため、トリガー水準の開示により、ある発行会社のコベナンツ抵触の可能性が高まった際に、多くの社債権者・債権者が保全・回収行為に向かうリスクが生じ、当該発行会社の信用力を悪化させ、資金調達等に悪影響を与え、ひいては企業金融の枠組みにダメージを与える懸念がある。

② 企業による資金調達の柔軟性の低下

企業が銀行間のコベナンツ等の違いを積極的に活用して銀行の選別を行っているような場合、コベナンツ等の開示により、資金調達の柔軟性の確保が困難になるのではないか。

③ 企業の開示に係る負担増等

現在、社債を発行していない企業が大半の状況において、継続開示企業全体を対象とする開示の制度化を行った場合、社債を発行していない企業にもその影響が及ぶため、開示に係る企業の負担が増大するのではないか。また、開示に係る負担の増加等を回避するため、社債発行や上場を敬遠する企業が出てくるのではないか。

(3) 今後の取組み

現在の開示制度のもとで、コベナンツ・債務の状況等について、発行企業による情報の開示が進むよう、事例集等を作成することとした。事例集等における例示内容は次のとおりである。

① 開示の判断基準の例示

発行企業の個別の状況を踏まえて実質的な観点から開示されることを基本とするが、例えば、次の観点から整理して例示する。

- デフォルト発生の可能性の大きさ（売上高の急激な減少、債務超過等）
- デフォルト発生時のインパクトの大きさ（ある事象によって弁済時期の繰上げや担保提供を強制される可能性がある、債務の総額が資産総額の一定割合以上といった定量的な基準の設定等）

② 開示内容の例示

上記①の判断基準に該当した場合に開示すべき、コベナンツの具体的な内容（維持すべき財務比率等の数値や抵触した場合に求められる対応等）及び当該コベナンツが付された債務の内容（種類、残高、最終弁済期限等）を整理して例示する。

以 上