

社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会

コベナント等の情報開示について（議論たたき台）

2011年4月

みずほ証券株式会社
グローバル資本市場グループ
大音 厚智

当資料は、左記個人の意見により作成されたものであり、作成者が所属する組織の公式な意見・見解ではありません。

また当資料は掲題部会での議論のために作成されたもので、その他の目的に利用されることを想定したものではありません。ここに記載されているデータ、意見などは信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、その正確性、確実性を保証するものではありません。

これまでの議論

■ 「社債市場の活性化に向けて」(平成22年6月22日付報告書)より抜粋

- ・ 我が国社債市場が小規模に留まっている背景としては、多くの要因が複合的に働いていることが指摘されており、例えば、次のようなものが挙げられている。...(中略)... 社債では、社債間同順位の担保提供制限条項(ネガティブ・プレッジ)が付与されることが多く、デフォルトした際には、社債権者が他の債権者に劣後する懸念があること。また、社債以外の債務に付与されるコベナント等が十分に開示されていないことから、必ずしも社債と他の債務との優先劣後の関係が明らかにされておらず、投資家保護の観点から改善が必要であること。...(後略)
- ・ コベナント等の情報開示
 - ① 社債権者は、コベナントの付与の状況によっては、社債がデフォルトした際の資金回収に影響を受けることとなり、他の社債やローンのコベナントの情報の把握は重要で、適切な開示が行われなければ、安心して社債に投資することができない。
 - ② 我が国では、社債に付与されるコベナントは発行開示として目論見書等により開示され、有価証券報告書等では、ローンなどを含む債務のコベナントが開示される仕組みがある。
 - ③ 2009年3月期では、219社が有価証券報告書によりローン等のコベナントを開示しているが、純資産維持・利益維持等の財務指標に関するコベナントが多く、クロス・アクセラレーション等のデフォルトに関するコベナントを開示している企業は少なかった。
 - ④ 米国では、社債やローンのコベナント情報について、
 - イ. 年次報告書フォーム10-Kでコベナントの種類・有無・遵守状況等の基本的な情報が開示されている(コベナントがどの債務に付与されているかは明示されてなく、その詳細な内容は把握できない)。
 - ロ. 社債やローンが臨時報告書フォーム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が開示される。
 - ⑤ 投資家が安心して社債投資ができる環境を整備するため、米国の開示制度等を参考に、次の事項について検討を行い、コベナント情報について、投資家保護の観点から、必要な情報の開示が適切に行われるよう仕組みを進める必要がある。
 - イ. 有価証券報告書における開示(デフォルトに関するコベナントの開示の促進)
 - ロ. 米国の臨時報告書フォーム8-Kに相当する法定開示
 - ハ. 取引所による適時開示

(下線は作成者による)

これまでの議論

■ 第2部会第1回会合(平成22年8月27日)議事要旨より抜粋

- 米国ベースの開示は最近特に複雑さを増しており、開示の手間だけでなく投資家のためにもこれで良いのかと考えることがある。
- 間接金融と直接金融との間において、コベナントに関する情報格差が相当大きいと感じている。当社で、あるBBB格の企業に対して、「シンジケートローンを含めてローンのコベナント情報を教えて欲しい。」と質問したところ、「ローンのコベナント情報は相対取引であるため、銀行から、その情報を開示しないよう要請されている。」旨の回答があった。今後、ローンのコベナント情報が明らかにされないのであれば、我が国社債市場は発展しないのではないかと感じている。投資家の立場から、ハイ・イールド債を含む低格付社債に対して積極的に投資を行うためには、最終受益者に対する受託者責任を果たすべく、今後、コベナントに関する情報開示の拡充は必須条件である。
- 例えば、一般的な投資において、劣後債を買うときにシニア債の残存がどの程度であるのかが投資判断の条件となるが、シニア債の残存を確認する前に、本来であれば、ローンの内容を全部把握できなければ、適切な投資判断を行うことができない。ローンに優先的なコベナントが付与されていて、社債が劣位する可能性がある場合、社債の投資家からすれば、ローンに劣位したまま社債に投資することとなり、このようなケースは十分に発生する可能性があり、実例としては、平成20年、ある不動産会社において発生した。デフォルトに影響のあるコベナントが付与されている社債の場合は、その社債を発行する会社に対して、コベナントの開示をお願いせざるを得ないと感じている。
- 情報開示に関しては他の債務・ローンに保全面で劣後する社債は、その発行会社の信用力に関わらず、ローン等に付与されているコベナント等も含めて、投資家が社債の劣後状況を判断できるような情報開示を行うべきであると考え。
- 発行会社から社債権者へ、事前に適切なコベナント情報の開示を行えば、社債権者にとっては安心であり、多くの投資家が社債市場に参加できるのではないかと思う。
- この検討課題は、コベナントの柔軟な(すなわち必ずしも標準的でない)付与がなされる場合に、これを適切に開示することができるかという問題と、仮に適切な開示がなされたとしてもマーケットにその開示を速やかに理解・消化する能力があるかという問題とにかかわるところであり、日本におけるマーケットの実情なども踏まえて検討する必要がある。場合によっては、米国のコベナントのあり方と異なる議論を行わなければならないかもしれない。現在米国では、開示のあり方について2つのポイントがあり、1つは、要点を短時間に把握できる分かりやすい開示であることであり、いわゆる「ブレイン・イングリッシュ」と呼ばれている。もう1つは、コベナントの意味が実際に問題になるときのことを念頭に極めて正確な開示、すなわちコベナントの条項それ自体又はそれに近い内容を伝える開示が求められている。従来、米国では、このうちの分かりやすい開示のほうに重点が置かれてきたくらいであったが、米国の投資家のなかからは、極めて正確な開示を求めるようになってきている状況である。コベナントの開示のあり方を検討するにあたっては、分かりやすい開示と非常に正確な開示について、各々のバランスをどのように考えていくかが一つのテーマであると思う。
- 「コベナントの情報開示」については、投資家の利益だけでなく、発行会社がコベナントの情報開示を充実するための負担についても議論を要する。また、担保は様々な場面で利用されていることから、投資家にとっても、その開示によって常に利益を得られるとは限らないという面もあろう。

(下線は作成者による)

これまでの議論

■ 第2部会第2回会合(平成22年10月15日)議事要旨より抜粋

- ・ 米国では、シニア担保付クレジット・ファシリティにおいて、パブリック・ディスクロージャーが不要である。レバレッジドローンの内容は、すべてディスクロージャーが行われるわけではなく、重要な債務であれば、ディスクロージャーが行われている。即ち、重要な内容でなければ、ディスクロージャーを行う必要がないことがポイントである。ただし、B格及びBB格の企業がローンを借りる場合は、適切にディスクロージャーが行われていることがポイントである。
- ・ 上場企業の社債のコベナント情報は、すべて開示されているが、コベナントの詳細な内容は、重要事象に該当する場合であれば、フォーム8-Kで詳細に開示される。ただし、殆どのコベナント情報は、重要であると考えられているため、開示されているケースが多い印象である。
- ・ (我が国では)レバレッジドローンに関する情報は、基本的に非開示であり、どのようなコベナントが付与されているのかといった情報は、把握できない。有価証券報告書の一部にコベナントが開示されるケースはあるものの、その開示が行われていないケースが多いため、欧米系の機関投資家が、我が国のレバレッジドローン市場に参入する上では、非常にハードルが高いと思われる。レバレッジドローンに関する情報が非開示であることと同様の理由で、ハイ・イールド債市場も育っていないと思われる。
- ・ (我が国では)コベナント等のディスクロージャーは、上場企業であれば、有価証券報告書において、ある程度開示が行われているが、プライベート・エクイティであれば、非開示となるため、有価証券報告書の提出義務がなくなった瞬間に、コベナント等の内容が把握できなくなる。そのような状況であるため、プライベート・エクイティの場合は、実情として、マーケットの噂ベースでコベナントの内容を把握している状態である。

■ 第2部会第3回会合(平成22年11月5日)議事要旨より抜粋

- ・ ローンに付与されるコベナントは、ディスクローズが極めて不十分で、開示内容のバラツキも大きい。社債及びローンとも信用リスクをベースに資金の効率的な融通を行っているが、我が国では銀行を中心とする間接金融の圧倒的なプレゼンス等を背景に社債投資家が軽んじられていると感じるケースは散見される。BBB格の発行会社を訪問取材し、シンジケートを含むローンのコベナントについてディスクローズを要求したところ、「相対取引で、銀行からも開示しないよう要請されているため、ディスクローズはできない。」、「コベナントに抵触する可能性が低いいため、開示しなくても問題はない。」と回答があった。
- ・ 銀行等のローン提供者は、メインバンク機能や経営改善支援機能等からインサイダーに近い立場で公表されていない情報も取得可能であるが、社債投資家は基本的に公表情報のみに限られる。これはやむを得ない面もあるが、少なくともローンに付与されるコベナントは、投資判断の根幹に係る重要な情報として公表されなければならないのではないかと。低格付社債は、コベナントの確認が投資判断の重要なファクターとなるが、現状では、そのディスクローズの悪さにより、安心して投資できない。社債のデフォルトに直結する可能性がある「期限の利益喪失事由」が社債投資家に知らされていないことは、大きな問題である。債権者の立場となるすべての投資家がコベナント等に関する重要な情報を平等に把握できるようにするため、米国の年次報告書フォーム10-Kや臨時報告書フォーム8-Kのように、制度として社債やローンの契約毎に充実したディスクローズが求められる。
- ・ 銀行では、融資先の信用力が悪化すれば、追加の担保設定や貸出レートを上げるといった対応も行われている。一方、投資家にとっては、社債を発行している企業が銀行から融資を受けている場合、その融資において、どのような担保が設定されているのか全く把握できないことが大きな問題であると考えられる。投資家は、社債を発行する企業におけるローンやシンジケートローンにおいて、どのようなコベナントが付与されているのか把握することができない。まずは、この把握できない問題を解決できれば良いと考えている。

これまでの議論

■ 第2部会第3回会合(平成22年11月5日)議事要旨より抜粋(続)

- ・ 融資(既存／後発)に付与されている特約は、何らかの問題がない限り、開示されていない。社債権者から見ると、優先される可能性のある他の債務が存在するのに、それを知らされないことは、債権者間の公平性を欠き、“要素の錯誤”が存在すると主張できる状況に近いのではないかと。有価証券報告書等における融資のコバナンツの主な開示例は、①継続企業の前提に疑義、②事業等のリスク＋財政状態に懸念がある場合であり、任意に開示されることは稀である。①継続企業の前提に疑義のある場合の開示は必須であるが、②の場合には、“継続企業の前提に疑義を生じさせるような事象”若しくは“経営に重要な影響を及ぼす事象”とされており、「社債権者にとっての重要性」ではない。
- ・ 社債に付与される特約が、債務間同順位の場合は、融資のコバナンツによって社債権者が不利に扱われる可能性はほとんどないため、融資に付与されるコバナンツの開示を求める必要はないが、社債間限定同順位特約によって社債権者が「蚊帳の外」に置かれる場合には、融資(社債発行後の融資を含む)に付されるコバナンツについて、社債募集時及び有価証券報告書での開示を義務付けるべきではないか。
- ・ 今後の議論においては、IFRSが強制適用されることを常に念頭に置いておく必要がある。仮に、コバナンツに関する情報開示が充実したにもかかわらず、その開示が行われた場合に、IFRSが導入されたことによって混乱が生じてはならない。
- ・ 弁護士としては、銀行ローンに付与されるコバナンツを開示すべきとする提言は重要であると考え。しかし、コバナンツが開示されると、融資を受ける企業間でコバナンツを比較することができるようになり、銀行に対して、他社と同等の取扱いを求めてくる可能性があるため、銀行としては、そのような事態を懸念するのではないか。
- ・ 当社(発行会社)では、今回、有価証券報告書を作成する際、社債や銀行ローンに付与されたコバナンツの開示について、どのように掲載するか検討を行ったが、そもそも、「投資家にとって、どのようなコバナンツが開示されていることが望まれるのか。」や「我が国において、どのように開示すれば良いのか。米国の年次報告書フォーム10-Kを真似ても良いのか。」といったことについて整理できなかったため、結果として、コバナンツ情報に関する開示は行わなかった。「銀行ローンに付与されるコバナンツについて、すべての開示を求めるわけではない。」といった意見があったが、逆に言えば、発行会社としては、どの程度、開示を行えば良いのか難しい問題である。発行会社としては、社債に付与される担保提供制限条項が社債間限定同順位の場合や、銀行ローンに付与されるコバナンツを開示するのであれば、そのような開示を行うべきであるのかといったコンセンサスが得られれば良いと思う。
- ・ 証券会社としては、発行会社においてパリパスの問題が解決できないのであれば、銀行ローンに付与されるコバナンツに関する開示について、重点的に検討しなければならないと思う。例えば、一定規模以上の銀行ローンであれば、それに付与されるコバナンツを開示するといったやり方など、どのような開示ができるのか検討すべきではないか。
- ・ 銀行ローンに付与されるコバナンツについて厳しい開示を要求すると銀行側の強い抵抗にあいそうなので、投資家が必要とする情報を、銀行にとって受け入れ可能な最大限の範囲で開示するよう検討すれば良いのではないかと。

(下線は作成者による)

これまでの議論

■ 第2部会第4回会合(平成22年11月26日)議事要旨より抜粋

- コベンナツの開示を検討する場合は、公募で社債を発行する際の当該社債についての発行開示と、既に企業が発行した社債あるいはローンに関する継続開示に区分して検討する必要があるのではないか。発行開示では、社債の発行規模が小さい場合でも、詳細な開示が行われており、一方、継続開示では、発行会社にとっての既発行の社債やローンの重要性という観点から、開示内容に濃淡がつけられる。
- 米国における開示ルールでは、社債やローンの開示に限らず、契約書自体の写しをSECへの提出書類の添付書類として開示するよう求められることが多く、米国の発行会社も、かかる契約書自体の開示には慣れている。契約書自体の開示によりコベンナツの正確な検討・分析が可能になるというメリットがあり、とりわけ財務上の危機に瀕した発行会社のコベンナツについて検討する場合、かかる開示に基づく正確な検討・分析を行えることが重要である。一方、我が国の開示ルールでは、契約書自体を添付書類として開示するよう求められるケースは、ほとんど見受けられない。米国の開示実務では、(一部のセンシティブな内容は非公表となるものの)一般的に、社債の信託証書やローンのクレジット・アグリーメントの写しが開示書類の添付書類として開示されていることから、市場関係者は、発行会社が有事の際などにも、コベンナツの内容やその実際に意味するところを、非常に正確に把握することができる。この点は、我が国と比べ、米国における開示の大きな特徴である。具体的には、米国では、エドガーシステム(SECが管理・運営する法定開示書類の電子媒体を利用した開示システム)を活用すれば、市場関係者は、継続開示書類の添付書類として、契約書の内容を即時に閲覧できる状況である。
- 弁護士から、我が国の顧客に対して、米国のかかる開示実務について説明すると、「契約書自体が開示されることは、強い違和感を覚える。」といった回答を受けることがある。このことも踏まえ、弁護士は、我が国の顧客に対して、(社債やローンとは別のタイプの案件についてではあるが)「米国の上場会社を相手方として重要な契約をする際は、契約書自体が開示される可能性があるため、その可能性を踏まえて交渉していただきたい。」旨の説明を行うことがある。
- 米国には、投資家を機関投資家に限定した私募証券市場が存在し、規則144A証券市場と呼ばれている。規則144A証券市場の実務では、必ずしも、契約書自体が開示されることがなく、目論見書の中に重要なコベンナツなどが抜粋して開示されている。したがって、米国の実務では、リテールを含む公募形態と私募形態において開示要件が異なっている状況である。
- 投資家にとっては、ローンの担保設定の状況がどのようになっているのかは、非常に重要な情報である。現在の我が国におけるローンの開示状況は、例えば、長期借入金にどのような資産が担保として提供されているのかが把握できる程度である。今後、本部会においては、個別のローン毎の担保設定状況の開示は困難かもしれないが、例えば、償還期限毎、若しくは返済期限毎に区分して、どのような担保が設定されているのかを開示することを検討してはどうか。
- また、ローンに付与されたコベンナツの開示方法としては、社債の発行に併せて開示する方法と、米国のように、ローンが実行された際に、ローンに付与されたコベンナツの内容を適時開示する方法とが考えられる。米国では、そもそも、社債の投資家に限らず、一般投資家においても、ローンに関する情報開示自体が重要視されている。我が国の発行会社においても、臨時報告書によって、米国で行われているローンに関する適時開示と同様のコベンナツの開示を行えば良いのではないかと。

(下線は作成者による)

米国の開示制度

■ 開示に関する考え方

- 十分な情報開示の必要性は、SEC規則10b-5オブリゲーション(詐欺的行為の禁止)及びデューディリジェンス義務により法的に担保されている。また、訴訟リスクに備えた市場慣行としても標準的な情報の開示が求められることとなる。
- コベナントの開示は、その法的根拠はどうであれ、投資家が安心して投資するために必要な透明性(transparency)、明快さ(clarity)を高めるための環境整備として不可欠であり、特に、優先・劣後の関係が複雑な中身となるほど、開示の重要性は高くなると言える。

■ 社債発行時の開示(目論見書)

- 社債のコベナントの種類と内容が開示される。
- MD&Aまたはリスク・ファクターの中でローンのコベナントを開示している場合もある。

■ 継続開示(フォーム10-K)

- MD&A、リスク・ファクターまたは財務報告の注記として社債及びローンのコベナントを開示する場合がある。但し、「コベナントの履行状況のみ」、「一部のコベナントのみ」、「コベナントの有無のみ」等、開示状況にはバラツキがある。また、コベナントがどの債務に付与されているかは明示されておらず、その詳細な内容は把握できない。

■ 適時開示(フォーム8-K)

- ローン契約がSECの定める重要事象に該当する場合、そのコベナントの種類と内容が発生後4営業日以内に開示される。
- 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(株主が認識すべき事象が重要な事象とされる)が、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みなされることが多い(重要事象の種類のうちItem 1.01「重要な最終合意の締結」またはItem 2.03「債務の発生」に該当)。
- ハイ・イールド債の発行後に銀行から担保付ローンが発行体に提供されるときには、必ず担保に関する情報やコベナントが適時開示される。

(以上、第2部会議事要旨及び平成22年4月6日付「社債市場の活性化に関する海外調査報告」より抜粋、下線は作成者による)

米国の開示制度

■ 「重要事象」に該当するか否かの判断基準について

- 数値的なガイドラインは示されていないが、社債及びローンのコベナンツがすべて開示される訳ではなく、その重要性に基づいて判断される。重要性の判断の基準は、コベナンツの内容自体にあるのではなく、それによって影響を受ける資産・債務の相対的な大きさにあると考えられる。
 - ✓ シンジケート・ローンは比較的大型のファイナンスであるため、重要事象と判断されることが多いのではないかと。
 - ✓ ハイ・イールド債の発行企業は有利子負債のウェイトが相対的に大きいと、それに影響を及ぼすコベナンツは重要事象と判断されることが多い(コベナンツが直接的に付されている債務が少額であっても、ネガティブ・プレッジやクロス・アクセラレーション等の条項の存在によって他の債務に影響を及ぼす場合は、その総額によって判断される)のではないかと。

■ 開示上「重要」と判断される数値的ガイドラインの例(規則S-K)

- 連結固定資産額の15%を超える財産、設備又は備品を取得または売却する契約 (Item 601(b)(10)(C))
- 直近3決算年度のいずれかにおいて連結総収入の10%以上(年間総収入が5千万ドル以下の場合には15%)を占める製品又はサービスのセグメント (Item 101(b)(2)(c)(i))
- 連結総収入の10%以上を占める販売先で、当該取引の喪失が企業集団に重大な悪影響を与える取引先 (Item 101(b)(2)(c)(vii))
- 連結流動資産額の10%を超える損害賠償・金銭的制裁又は経費支出等が含まれた法的手続 (Item 103.5.B)
- 直近決算年度において12万ドルを超える関連当事者との取引 (Item 404(a))
- 非登録の長期債務証券で、その総額が連結資産総額の10%を超えるもの (Item 601(b)(4)(iii)(A))
 - ⇒ 資産総額の10%程度が重要性を判断するポイントであると考えられるかもしれない。

■ 取引所における開示ルール

- ニューヨーク証券取引所においては、社債・ローンに直接関係する開示ガイドラインは存在しない。(重要事象の適時開示義務はあるものの、その具体的な要件は定められていない。)

現在の開示制度（有価証券報告書による継続開示）

■ 社債明細表及び借入金等明細表の開示

- 連結附属明細表の種類は、社債明細表、借入金等明細表及び資産除去債務明細表とする。（連結財務諸表規則第92条）
- 【社債明細表】（連結財務諸表規則様式第九号）

会社名	銘柄	発行年月日	前期末残高(円)	当期末残高(円)	利率(%)	担保	償還期限
合 計	—	—			—	—	—

（記載上の注意）

- 連結会社の発行している社債（当該連結会計年度中に償還済みとなったものを含む。以下同じ。）について記載すること。
- 「銘柄」の欄には、「第〇回物上担保付〇号社債」のように記載すること。ただし、連結会社の発行している社債が多数ある場合には、その種類ごとにまとめて記載することができる。なお、新株予約権付社債については、新株予約権付社債である旨を付記すること。
- 連結会社の発行している社債のうちに連結財務諸表提出会社又は連結子会社が所有しているものがある場合には、社債の銘柄ごとに、連結財務諸表提出会社又は連結子会社が所有している社債の金額を控除した金額を「前期末残高」又は「当期末残高」の欄に記載すること。ただし、合計欄の直前に「内部取引の消去」の欄を設けて、連結財務諸表提出会社又は連結子会社が所有している社債の合計額を一括して控除する方法によることができる。
- 金額の重要性が乏しい社債については、「その他の社債」として一括して記載することができる。
- 「担保」の欄には、担保付社債及び無担保社債の別を記載すること。
- 新株予約権付社債については、発行すべき株式の内容、新株予約権の発行価額、株式の発行価格、発行価額の総額、新株予約権の行使により発行した株式の発行価額の総額、新株予約権の付与割合、新株予約権の行使期間及び会社法第236条第1項第3号に掲げる事項の定めのあるものである場合にはその内容を欄外に記載すること。
- 社債と同時に募集しかつ同時に割り当てた新株予約権がある場合には、当該新株予約権について、発行すべき株式の内容、発行価額、株式の発行価格、新株予約権の行使により発行した株式の発行価額の総額、新株予約権の付与割合及び新株予約権の行使期間に関する事項を欄外に記載すること。
- 減債基金付社債については、その内容を欄外に記載すること。
- 外国において発行したものについては、金額を記載すべき欄には外貨建てによる金額を付記し、欄外にその旨を記載すること。
- 当期末残高のうち1年以内に償還が予定されるものがある場合には、「当期末残高」の欄にその金額を内書（括弧書）として記載し、その旨を注記すること。
- 連結決算日後5年以内における1年ごとの償還予定額の総額を注記すること。

（下線は作成者による）

現在の開示制度（有価証券報告書による継続開示）

■ 社債明細表及び借入金等明細表の開示(続)

・ 【借入金等明細表】（連結財務諸表規則様式第十号）

区 分	前期末残高(円)	当期末残高(円)	平均利率(%)	返済期限
短期借入金				—
1年以内に返済予定の長期借入金				—
1年以内に返済予定のリース債務				—
長期借入金(1年以内に返済予定のものを除く。)				
リース債務(1年以内に返済予定のものを除く。)				
その他有利子負債				
合 計			—	—

(記載上の注意)

1. 第37条第1項第2号に規定する短期借入金、同項第3号及び第38条第1項第3号に規定するリース債務、同項第2号に規定する長期借入金(連結貸借対照表において流動負債として掲げられているものを含む。以下同じ。)並びにその他の負担であつて、金利の負担を伴うもの(社債を除く。第6号において「その他有利子負債」という。)について記載すること。
2. 重要な借入金で無利息又は特別の条件による利率が約定されているものがある場合には、その内容を欄外に記載すること。
3. 「その他有利子負債」の欄は、その種類ごとにその内容を示したうえで記載すること。
4. 連結会社相互間の取引に係るものがある場合には、各区分ごとに、連結会社相互間の取引に係るものの金額を控除した金額を「前期末残高」又は「当期末残高」の欄に記載すること。ただし、合計欄の直前に「内部取引の消去」の欄を設けて、連結会社相互間の取引に係るものの金額の合計額を一括して控除する方法によることができる。
5. 「平均利率」の欄には、加重平均利率を記載すること。ただし、連結会社がリース料総額に含まれる利息相当額を控除する前の金額でリース債務を連結貸借対照表に計上している場合又はリース料総額に含まれる利息相当額を定額法により各連結会計年度に配分している場合には、リース債務については「平均利率」の欄の記載を要しない。なお、リース債務について「平均利率」の欄の記載を行わない場合には、その旨及びその理由を注記すること。
6. リース債務、長期借入金及びその他有利子負債(1年以内に返済予定のものを除く。)については、連結決算日後5年内における1年ごとの返済予定額の総額を注記すること。
7. 連結会社が営む事業のうちに別記事業がある場合その他上記の様式によりがたい場合には、当該様式に準じて記載すること。

(下線は作成者による)

現在の開示制度（有価証券報告書による継続開示）

■ 担保資産の注記

- 資産が担保に供されているときは、その旨を注記しなければならない。（財務諸表等規則第43条、連結財務諸表規則第34条の3）
- 規則第43条の規定による注記は、当該資産の全部又は一部が、担保に供されている旨並びに当該担保資産が担保に供されている債務を示す科目の名称及びその金額（当該債務の一部に担保が付されている場合には、その部分の金額）を記載するものとする。なお、当該資産の一部が担保に供されている場合には、当該部分の金額を明らかにするものとする。ただし、資産が財団抵当に供されている場合には、その旨、資産の種類、金額の合計、当該債務を示す科目の名称及び金額を注記するものとする。（財務諸表等規則ガイドライン43）

【注記事項】（連結貸借対照表関係 / 貸借対照表関係）

担保に供している資産

建物及び構築物	× × × 百万円
土地	× × × 百万円
投資有価証券	× × × 百万円
× × ×	× × × 百万円
計	× × × 百万円

担保付債務

短期借入金	× × × 百万円
その他流動負債	× × × 百万円
長期借入金	× × × 百万円
× × ×	× × × 百万円
計	× × × 百万円

■ 主な資産及び負債の内容開示

- ...資産及び負債のうち、その額が資産総額の100分の5を超える科目の主な内容又は内訳を記載すること。（企業内容開示府令第二号様式（記載上の注意）（73））

負債の部

短期借入金

相手先	金額（百万円）
○ ○ 銀行	× × ×
○ ○ 銀行	× × ×
...	...
その他	× × ×
合計	× × ×

長期借入金

相手先	金額（百万円）
○ ○ 銀行	× × ×
○ ○ 銀行	× × ×
...	...
その他	× × ×
合計	× × ×

現在の開示制度（有価証券報告書による継続開示）

■ 追加情報の注記

- この規則において特に定める注記のほか、連結財務諸表提出会社の利害関係人が企業集団の財政状態、経営成績及びキャッシュ・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事項があるときは、当該事項を注記しなければならない。（連結財務諸表規則第15条、財務諸表等規則第8条の5、中間連結財務諸表規則第13条、中間財務諸表等規則第6条）
- 5. 本指針で例示した事項は、必ずしも、財務諸表等に注記すべき追加情報を網羅的に示したものではない。特に規則等では、利害関係人が会社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事項があるときは、当該事項を注記しなければならないとされ、この場合には、当該注記を省略することはできないことに留意する必要がある。例えば借入金や社債等に付された財務制限条項が財務諸表等に重要な影響を及ぼすと認められる場合など、利害関係人が会社の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に関して適切な判断を行う上で必要と認めた場合には、追加情報として財務諸表等に注記しなければならない。 6. なお、本指針に例示された事項に該当する場合であっても、重要性が認められない場合にまで、追加情報としての記載を求めるものではない。（監査委員会報告第77号「追加情報の注記について」の改正について：平成23年1月20日公開草案）

■ 配当制限に関する注記

- 会社法以外の法律の規定又は契約により、剰余金の配当について制限を受けている場合には、その旨及びその内容を注記しなければならない。（財務諸表等規則第68条の2）
- 規則第68条の2に規定する契約により剰余金の配当について制限を受けている場合とは、契約によって分配可能額のうち配当に充当することができない部分を金額によって制限されているもののほか、配当率が制限されているもの又は一定の財務比率を維持する等の制約によって、配当可能利益の一部が結果的に配当に充当することができなくなる場合等を含むものとし、同条に規定するその旨及びその内容の注記は、契約により配当制限を受けている旨、配当制限が付されている契約の内容、当該契約に定められている配当制限の方法及び配当に充当することが制限される額を記載するものとする。（財務諸表等規則ガイドライン68の2）

■ 事業等のリスク

- 提出会社が将来にわたって事業活動を継続するとの前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況その他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象が存在する場合には、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく記載すること。（企業内容開示府令第二号様式（記載上の注意）（33）b）

■ 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析

- 届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関して投資者が適正な判断を行うことができるよう、提出会社の代表者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に関する分析・検討内容（例えば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源及び資金の流動性に係る情報）を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。（企業内容開示府令第二号様式（記載上の注意）（36）a）

（下線は作成者による）

現在の継続開示事例

- 格付BBB以下の国内公募SB発行企業の有価証券報告書(直近期提出分)における財務コベナントの開示状況 (○:記述あり、-:記述なし)

企業名	財務コベナントの種類(※)	トリガー水準の開示	抵触時の義務(※)	クロス・アクセラレーション等	対象債務	債務金額	記載箇所(※)	備考
前田建設工業	(自己資本関連)	—	—	—	借入金	—	リスク	
アコーディア・ゴルフ	純資産維持、利益維持、LR制限、自己資本比率維持、現預金維持、格付維持	○	弁済 担保登記	—	シンジケートローン	○	リスク、連注、単注	
PGMホールディングス	利益維持、格付維持	—	弁済	—	借入金	—	リスク	
大王製紙	純資産維持	○	—	—	社債	○	単注(配当制限)	
昭和電工	(財務制限条項)	—	弁済	—	借入金	—	リスク	
宇部興産	純資産維持	○	—	—	シンジケートローン	—	単注(配当制限)	
コスモ石油	純資産維持、利益維持、ICR制限	○	条変、弁済	—	借入金	○	連注、単注	一部抵触中
東洋ゴム工業	純資産維持、利益維持	○	弁済	—	シンジケートローン	○	リスク、連注、単注	
太平洋セメント	純資産維持等	—	弁済	—	シンジケートローン等	—	リスク、追加情報	抵触中
三菱マテリアル	純資産維持等	—	弁済	—	シンジケートローン等	—	リスク	
サンデン	純資産維持、利益維持	○	弁済	—	シンジケートローン	○	リスク、連注、単注	
富士電機ホールディングス	(財務制限条項)	—	弁済	—	借入金	—	リスク	
エルピーダメモリ	純資産維持、利益維持、D/Eレシオ制限	○	弁済	—	有利子負債*	○	リスク、連注、単注	*及び債務保証
アンリツ	純資産維持、利益維持、格付維持	○	—	—	シンジケートローン	○	連注、単注	
IHI	(自己資本・経常利益関連)	—	条変、弁済	—	シンジケートローン	—	リスク	
大日本スクリーン製造	(純資産・経常損益関連)	—	弁済	○	借入金	—	リスク、連注	
ウッドワン	純資産維持、利益維持	○	弁済	—	シンジケートローン*	○	連注、単注	*及びコミットメントライン
東武鉄道	純資産維持、利益維持	○	弁済	—	借入金	○	連注、単注	
トナミホールディングス	純資産維持、利益維持	—	—	—	シンジケートローン*	○	連注	*及びコミットメントライン
イー・アクセス	(財務制限及びオペレーティング制限)	—	弁済	—	コミットメントライン	○	リスク、連注、単注	
コバレントマテリアル	純資産維持、LR制限	○	弁済	—	ローン	○	リスク、連注、単注	

- ・ 金融機関は除外。上記以外の26社についてはコベナント関連の記述なし(コベナントが付されていないのか、重要性の観点から記載されていないのかは不明)。
- ・ (※)LR:レバレッジレシオ、ICR:インタレストカバレッジレシオ、条変:条件変更、リスク:事業等のリスク、連注:連結財務諸表注記事項、単注:単体財務諸表注記事項

現在の開示制度（社債発行時及び適時開示）

■ 社債発行時の開示（有価証券届出書／発行登録書／発行登録追補書類）

- ・ 【新規発行社債（短期社債を除く。）】（企業内容開示府令第二号様式）

銘柄	
記名・無記名の別	
券面総額又は振替社債の総額(円)	
各社債の金額(円)	
発行価額の総額(円)	
発行価格(円)	
利率(%)	
利払日	
利息支払の方法	
償還期限	

償還の方法	
募集の方法	
申込証拠金(円)	
申込期間	
申込取扱場所	
払込期日	
振替機関	
担保	
財務上の特約(担保提供制限)	
財務上の特約(その他の条項)	

（記載上の注意）

(13) k 「財務上の特約」の欄には、当該発行に係る社債において社債権者保護のために設定されている財務上の特約で、一定の事由の下に期限の利益を喪失させる効果を有するもの及びその効果に変更を与えるものについて、担保提供制限とその他の条項（純資産額維持、利益維持、担付切替等）に分けて、その内容を記載すること。
また、当該発行に係る社債についての保証会社に関して財務上の特約が設定されている場合には、その内容を記載すること。

✓ 期限の利益喪失に関する特約の内容、取得格付、財務代理人等、公告の方法、社債権者集会の開催方法等は、欄外に注記される。

■ 適時開示（臨時報告書）

- ・ 当該連結会社の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に著しい影響を与える事象（連結財務諸表規則第14条の2に規定する重要な後発事象に相当する事象であつて、当該事象の連結損益に与える影響額が、当該連結会社の最近連結会計年度の末日における連結純資産額の100分の3以上かつ最近5連結会計年度に係る連結財務諸表における当期純利益の平均額の100分の20以上に相当する額になる事象をいう。）が発生した場合（企業内容開示府令第19条第2項第19号）

検討に際しての基本的な考え方

- 投資家が自身の保有する社債と他の債務との関係を具体的に判断できるような材料を継続的に開示すべきではないか
 - ・ コベナントが存在していること(=他の債務に劣後する可能性)だけが開示されても、投資家は判断のしようがない。
 - ・ 社債は一般的に無担保かつ満期一括償還の長期債務であり、社債の投資家にとって他の債務の弁済時期と担保提供状況は特に重要な投資判断材料である。
 - ・ 投資家にとっては、社債が発行される時点の状況だけでなく、その後に発生する変化について迅速に情報を得られることが重要である。
- すべての債務についてコベナントの内容を詳細に開示するより、重要なものについて簡潔に記述することが望ましいのではないか
 - ・ 少額の債務に限定して付されているコベナントは、それが他の債務のコベナントのトリガーになり得ないのであれば、投資家にとって重要度が低い。
 - ・ すべてのコベナントを詳細に開示することは企業側の負担になるばかりでなく、他の開示項目とのバランスを欠き、複雑で分かりにくくなってしまう恐れがある。
 - ・ 相対取引である借入金等の契約内容を詳細に開示することに対しては、当事者側に抵抗感がある。
- 「重要であるものを開示する」という原則主義的な考え方を基本としつつも、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、コンセンサスが成立するまでの間は、開示の必要性に関する数値的なガイドラインの存在が望ましいのではないか
 - ・ IFRSの導入により、原則主義が基本的な考え方になる。
 - ・ 米国の開示ルールは原則主義でありながら、部分的には数値的なガイドラインを提示している。
 - ・ 社債の発行会社は必ずしも株式上場企業に限らないため、証券取引所によるガイドラインではすべての社債をカバーできない。

開示ガイドライン案（たたき台）

■ 継続開示（有価証券報告書）

- 「重要性がある」と判断される「コベナンツ」については、有価証券報告書の（連結）貸借対照表の注記事項として、その「具体的な内容」と、それが付されている債務の種類、残高及び最終弁済期限を開示する。
 - ✓ 開示の対象となる「コベナンツ」は、維持すべき一定の財務比率等の条件に抵触した場合、或いは債権者が要求した場合に、当該債務の弁済時期を繰り上げなければならないもの、又は担保提供等を強制されるものを指す。（強制措置でなく債権者との協議・合意によって弁済時期の繰り上げや担保提供等が行われ得るものは対象としない。また債権者に対する報告義務等に関するコベナンツも対象としない。）
 - ✓ 借入金だけでなく、社債その他の債務に付された「コベナンツ」も開示の対象とする。
 - ✓ 開示される「コベナンツ」の「具体的な内容」には、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（他の債務にも影響が及ぶ場合にはその範囲や内容）を含むが、できるだけ要点を簡潔に記述する。（必ずしも個別の契約毎に記述する必要は無く、同種の「コベナンツ」を纏めて記載しても良い（その場合、財務比率は最も厳しいもの、最終弁済期限は最も長いものを記載する）。借入金等の場合、相手先の名称は開示の対象としない。）
 - ✓ 「重要性がある」か否かの判断は、当該企業の個別の状況を踏まえて実質的な観点から行われることが基本であるが、当該「コベナンツ」によって弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額が（連結）資産総額の10%以上である場合は、原則として「重要性がある」とみなされる。（直接的に「コベナンツ」が付された債務だけでなく、抵触した場合に弁済時期の繰り上げや担保提供を強制される可能性のある債務の総額で判断する。）
- 上記「コベナンツ」の条件に抵触する可能性の大きさ、及び抵触した場合に経営状態に与える影響度等を検討のうえ、必要に応じて「事業等のリスク」及び「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」にその検討結果を記載する。

開示ガイドライン案（たたき台）

■ 適時開示（臨時報告書）

- 以下①～③の事象が発生し、それが「重要性がある」と判断される場合には、臨時報告書により速やかにその内容を開示する。
 - ① 新たな債務の受け入れ（但し、有価証券届出書等の開示書類を提出して発行される社債を除く）
 - ② 既存の債務に対する新たな担保提供等
 - ③ 既存の債務に対する新たな「コベナンツ」の付与、又は既存の「コベナンツ」の内容変更
- ✓ 「重要性がある」か否かの判断は、継続開示における基準に準じる。臨時報告書には、有価証券報告書において開示すべき内容に準じて、変更が生じた項目の内容を記載する。

■ 社債発行時の開示（有価証券届出書 / 発行登録書 / 発行登録追補書類）

- 新規発行社債に付される「コベナンツ」を「財務上の特約」欄に開示する。
 - ✓ その他の主要な要項の内容（期限の利益喪失に関する特約、代理人の設置状況、公告及び社債権者集会開催の方法等）については、欄外に注記する。
 - ✓ 既存の債務に付されている「コベナンツ」の内容については、有価証券届出書の「第二部【企業情報】」において、有価証券報告書による継続開示に準じて開示する。（継続開示会社の場合は、開示済みの有価証券報告書及び臨時報告書等の存在が参照書類として記載される。）
- 発行登録方式による起債の場合、「コベナンツ」の内容を投資家へ事前に周知させる必要があるときは、（発行登録追補書類ではなく）予め発行登録書上に開示しておく。
- 発行登録方式による起債の場合、発行登録書の「発行予定期間」の満了後（または発行登録書の取下げ後）も引き続きEDINET上で発行登録書及び発行登録追補書類を閲覧できるようにする。

資産総額と有利子負債額の比較

■ 上場企業の平均資産額及び有利子負債額 (取得格付別の単純平均値、連結ベース)

取得格付	純資産額	資産総額	資産総額 × 10% (A)	有利子負債残高 (B) (リース債務を除く)	(A) / (B)
AAA	1兆8,970億円	5兆6,005億円	5,600億円	2兆2,859億円	24.5%
AA+	1兆8,949億円	3兆8569億円	3,857億円	9,350億円	41.2%
AA	9,772億円	2兆0644億円	2,064億円	4,750億円	43.5%
AA-	7,382億円	2兆0858億円	2,086億円	6,153億円	33.9%
A+	3,434億円	8,945億円	895億円	2,760億円	32.4%
A	2,246億円	6,096億円	610億円	1,892億円	32.2%
A-	1,476億円	4,574億円	457億円	1,526億円	30.0%
BBB+	911億円	3,369億円	337億円	1,314億円	25.6%
BBB	626億円	2,257億円	226億円	809億円	27.9%
BBB-	380億円	1,543億円	154億円	678億円	22.7%
BB+	322億円	1,716億円	172億円	743億円	23.1%
BB	1,528億円	7,324億円	732億円	2,582億円	28.4%

(複数の格付を取得している場合は、最も高い格付に基づいて分類した。)

- 資産総額の10%は、概ね有利子負債残高の30%前後に相当する(有利子負債比率の高い企業では低く、有利子負債額の少ない企業では高くなる)。
 - ✓ 資産総額の10%(≒有利子負債残高の30%)以上に相当する債務について財務コベナントが付されている場合は、継続開示の対象とすべきではないか。
 - ✓ 資産総額の10%(≒有利子負債残高の30%)以上に相当する債務について担保提供が行われたり、新たな財務コベナントが付されたり、その内容が変更されたりした場合は、適時開示の対象とすべきではないか。

開示例（イメージ）

■ 継続開示（有価証券報告書）

・ 連結貸借対照表【注記事項】

財務制限条項等

- (1) 当社における借入金のうち長期借入金×××百万円（最終返済期限平成○年○月）に関しては下記財務制限条項が付されており、当該条項に抵触して借入先金融機関の請求があった場合、当該借入金について期限の利益を喪失する可能性があります。また、この場合、当社の社債及びその他の借入金すべてについても連動して期限の利益を喪失する可能性があります。
- ①各年度の決算期末日における連結の貸借対照表に示される純資産の部の金額を前年同期比75%以上かつ×××百万円以上に維持すること。
- ②各年度の決算期における連結の損益計算書に示される経常損益が、平成○年3月期以降の決算期につき2期連続して損失とならないようにすること。
- (2) 当社における未償還社債のうち×××百万円（最終償還期限平成○年○月）に関しては、株式会社日本格付研究所もしくはその承継会社による当社の長期優先債務格付けがBB+以下へ引き下げられたとき、または当該格付けが公表されなくなったときに、社債権者から請求を受けた社債部分について当該社債の次回利払期日に償還しなければならない条項が設けられております。

■ 適時開示（臨時報告書）

・ 【報告内容】

当社の債務に対する担保提供

- | | | |
|------------------|----------|--------|
| (1) 新たに担保に供した資産 | 土地 | ×××百万円 |
| (2) 新たに担保付となった債務 | 長期借入金 | ×××百万円 |
| (3) 担保提供の実施日 | 平成○年○月○日 | |
| (4) その他の事項 | | |

本報告書提出日現在、担保に供している資産は計×××百万円、担保付債務は計×××百万円であります。

留意点・検討課題

■ 開示対象企業の範囲

- 社債発行残高を有する企業だけでなく、すべての有価証券報告書提出会社に対して同じ基準で開示を求めることになる。
- 借入金等にコベナントが付されているケースは信用力の低い中堅・中小企業に多いと思われ、社債投資家が現在投資していない企業が多い。
- 実際に開示の充実を迫られる企業の大半が社債の発行体でないとすれば、「社債投資家保護の観点から」という検討目的を外れ、本懇談会での議論の範囲を逸脱している。
 - ✓ すべての企業に開示を一律的に義務付けるのではなく、社債発行に際して投資家からコベナントの継続的な開示を要求された企業が当該社債要項の中で開示の内容と方法を約していくという考え方もあると思われる。
 - ✓ 但し、社債投資家にとって借入金等に付されたコベナントの開示が重要であるならば、更に劣位に置かれている株主にとっても同様に重要な情報であると考えられる。有価証券報告書等は株主に対する情報開示を第一目的としており、株主に対する情報開示の充実という観点からも一律的な対応を検討できるのではないか。
 - ✓ 投資家が低格付企業に対する社債投資を拡大するための呼び水になるとの期待もできるのではないか。
- 企業がコベナントの開示を回避しようとする意向が強い場合、社債発行に対する消極対応のみならず、有価証券報告書の提出自体を負担と感じ、非公開化への傾斜さえ招きかねない。
 - ✓ 企業が開示することに対して抵抗感を強く持たない範囲の開示内容とする必要がある。

留意点・検討課題

■ レピュテーション・リスク(風評被害の可能性)

- 財務制限条項のトリガー水準を開示することにより、抵触の可能性が高まった際に多くの債権者が我先に保全に走るリスクが生じ、却って当該企業の信用力を悪化させかねない。
- コベナントへの抵触を懸念する社債投資家が保有社債の売却を急ぐ結果、社債市場の変動・混乱を増幅する可能性がある。
 - ✓ トリガー水準の数値を開示しなくても投資家の判断材料として充分と考えられるか。
- レピュテーション・リスクを企業側が強く懸念する結果、債権者がコベナントの設定を企業に対して交渉しにくくなる可能性がある。
- コベナントの設定が少なくなる結果、債権者によるモニタリングの機会が減少し、企業信用力の悪化を発見し抑止できる可能性が減退することにより、社債投資家を含む債権者全体の利益を害することにも繋がりかねない。
 - ✓ 社債権者からの要求に応じて当該請求者に対し開示するという方法であれば、企業の懸念が軽減されるか。

以 上