

2024年1月22日 全13頁

「重要な契約」に関する開示

ガバナンスに関する合意、株式の処分・買増し等の合意、コベナンツ

金融調査部 主任研究員 横山 淳
金融調査部 研究員 藤野大輝

[要約]

- 2023年12月22日、開示府令などが改正された。今回の開示府令の改正は、2022年6月に公表された「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告」を踏まえ、有価証券報告書などで開示が求められる「重要な契約」について、開示すべき契約の類型や求められる開示内容を明らかにするものである。
- 具体的には、①企業・株主間のガバナンスに関する合意（契約の概要や合意の目的及びガバナンスへの影響等を開示）、②企業・株主間の株主保有株式の処分・買増し等に関する合意（契約の概要や合意の目的等を開示）、③ローン契約と社債に付される財務上の特約（コベナンツ）（契約の概要や財務上の特約の内容を開示）について定められている。
- 2025年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用される。なお、「財務上の特約」に関する臨時報告書の開示については、原則、2025年4月1日以後に提出される臨時報告書から適用される。

はじめに

2023年12月22日、「企業内容等の開示に関する内閣府令」（開示府令）、「企業内容等の開示に関する留意事項について」（企業内容等開示ガイドライン）などが改正された（2023年12月22日改正）¹。

2023年12月22日改正は、2022年6月に公表された「[金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告](#)」²（DWG報告）を踏まえ、有価証券報告書などで開示が求められる「重要

¹ 金融庁のウェブサイトに掲載されている

² 下記のレポートを参照。なお、本稿に係るものは③である。

①藤野大輝「[ディスクロージャーワーキング・グループ報告（サステナビリティ情報の開示拡充）](#)」（2022年6月20日付大和総研レポート）

②藤野大輝「[ディスクロージャーワーキング・グループ報告（四半期開示の見直し）](#)」（2022年6月21日付大和総研レポート）

③藤野大輝「[ディスクロージャーワーキング・グループ報告（「重要な契約」の開示拡充）](#)」（2022年6月27日

な契約」について、開示すべき契約の種類や求められる開示内容を具体的に明らかにするものである。すなわち、DWG 報告は、「企業が『重要な契約』を締結している場合、【経営上の重要な契約等】にその概要を記載すること」が、また、「借入金や社債等に付された財務上の特約（コベナンツ。財務制限条項等が含まれる）のうち、投資判断に重要な影響を及ぼすと認められるものについては、財務諸表への注記」が求められているにもかかわらず、以前から諸外国と比較して開示が不十分との指摘があり、その状況は大きく変わっていない、と問題提起を行った。そこで「個別分野における『重要な契約』について、開示すべき契約の種類や求められる開示内容を具体的に明らかにすることで、適切な開示を促すこと」を提言していた³。

その意味では、DWG 報告を踏まえた今回の改正も、何か新しい開示ルールを追加したというより、むしろ、既存の開示ルールを明確化することで、これまで不十分な開示しか行われてこなかった事項について、適切な開示を促すものである、と評価することができるだろう。具体的には次の事項に関する契約について開示すべき類型や内容を明確化している。

- ①企業・株主間のガバナンスに関する合意
- ②企業・株主間の株主保有株式の処分・買増し等に関する合意
- ③ローン契約と社債に付される財務上の特約（コベナンツ）

なお、これに先立つ 2023 年 12 月 8 日にも開示府令の改正案（2023 年 12 月 8 日改正案）が示され、①と②に関する臨時報告書の開示が盛り込まれている（③については 2023 年 12 月 22 日改正）。本稿では、これらの一連の改正・改正案のポイントを紹介する。

1. 企業・株主間のガバナンスに関する合意

(1) 対象会社

企業・株主間の「ガバナンスに関する合意」の開示は、有価証券報告書等における開示と臨時報告書における開示に大別される。概略を整理すれば、既存の「ガバナンスに関する合意」については有価証券報告書等での開示が求められる。「ガバナンスに関する合意」を含む契約の締結や内容の変更については、臨時報告書で開示することとなる。

有価証券報告書等（2023 年 12 月 22 日改正）

2023 年 12 月 22 日改正による有価証券報告書における「ガバナンスに関する合意」の開示が求められるのは、有価証券報告書等の提出会社が次に当てはまる場合である（開示府令第二号様式記載上の注意(33)f など）。

[付大和総研レポート](#)

④藤野大輝「ディスクロージャーワーキング・グループ報告（コーポレートガバナンスの開示等）」(2022 年 7 月 1 日付大和総研レポート)

³ DWG 報告 p. 31。

提出会社の株主（注1）と当該提出会社（注2）との間で「ガバナンスに関する合意」を含む契約（注3）を締結している場合

（注1）完全親会社を除く。

（注2）提出会社が子会社の経営管理を行う業務を主たる業務とする会社（いわゆる持株会社）である場合、提出会社又はその連結子会社。

（注3）重要性の乏しいものを除く。

臨時報告書（2023年12月8日改正「案」）

2023年12月8日改正案による臨時報告書における「ガバナンスに関する合意」の開示が求められるのは、提出会社が次のいずれかに当てはまる場合である（開示府令19条2項12号の2）。

提出会社の株主（注1）と当該提出会社（注2）との間で

○「ガバナンスに関する合意」を含む契約（注3）を締結した場合

○既に締結している「ガバナンスに関する合意」を含む契約について、その合意の内容に変更（注4）があった場合

（注1）完全親会社を除く。

（注2）提出会社が子会社の経営管理を行う業務を主たる業務とする会社（いわゆる持株会社）である場合、提出会社又はその連結子会社。

（注3）重要性の乏しいものを除く。

（注4）図表2のハ、ニ、ヘに掲げる事項に照らして、軽微なものを除く。

(2) 「ガバナンスに関する合意」とは

「ガバナンスに関する合意」とは、次に掲げる合意とされている（開示府令第二号様式記載上の注意(33)fなど）。

(a) 提出会社の役員について候補者を指名する権利をその株主が有する旨の合意

(b) その株主による議決権の行使に制限を定める旨の合意

(c) 提出会社の株主総会又は取締役会において決議すべき事項についてその株主の事前の承諾を要する旨の合意

(3) 開示項目

有価証券報告書等（2023年12月22日改正）

2023年12月22日改正による有価証券報告書等における「ガバナンスに関する合意」についての開示項目は、図表1の事項を具体的に記載するように定められている（開示府令第二号様式記載上の注意(33)fなど）。ただし、記載すべき事項の全部又は一部を他の箇所において記載した場合には、その旨を記載することによって、当該他の箇所において記載した事項の記載を省略することができる。

図表1 有価証券報告書等における「ガバナンスに関する合意」の開示項目

開示事項	備考
契約の概要	次のものを含む ・ 契約締結年月日 ・ 契約の相手方の氏名・名称、住所（注） ・ 合意の内容
合意の目的	—
取締役会における検討状況その他の提出会社における合意に係る意思決定に至る過程	—
合意が提出会社の企業統治に及ぼす影響	影響を及ぼさないと考える場合には、その理由を開示

（注）契約の相手方が個人である場合における住所の記載に当たっては、市町村までを記載しても差し支えない。

（出所）開示府令を基に大和総研作成

臨時報告書（2023年12月8日改正「案」）

2023年12月8日改正案による臨時報告書における「ガバナンスに関する合意」についての開示項目は、図表2の事項を記載するように定められている（開示府令19条2項12号の2）。

図表2 臨時報告書における「ガバナンスに関する合意」の開示項目

イ	当該契約を締結し、又は当該合意の内容に変更があつた年月日
ロ	当該契約の相手方の氏名又は名称及び住所
ハ	当該合意の内容（当該合意の内容に変更があつた場合にあつては、当該変更の内容）
ニ	当該合意の目的
ホ	取締役会における検討状況その他の当該提出会社における当該合意に係る意思決定に至る過程
ヘ	当該合意が当該提出会社の企業統治に及ぼす影響（影響を及ぼさないと考える場合には、その理由）

（注）「ガバナンスに関する合意」を含む契約を締結した場合の開示事項。合意の内容に変更があつた場合の開示事項は、上記のうちイ～ハの事項。

（出所）2023年12月8日改正案に基づく開示府令を基に大和総研作成

(4) 導入の背景

役員候補者の指名権や議決権行使の制限などといった企業と株主間のガバナンスに関する合意は「一般に、当該企業のガバナンスや支配権への影響が大きく、投資判断に重要な影響を及ぼすことが見込まれ、適切な開示が求められる」⁴と考えられる。

ところが、昨今、株主側が大量保有報告書や海外の開示書類において、その合意内容を開示しているにもかかわらず、発行会社側が適切な開示を行っていない、という事例などが明らかに

⁴ DWG 報告 p. 32。

なった⁵。こうした状況の背景には、わが国企業の開示姿勢の問題もあると思われるが、同時に、「重要性」についてコンセンサスが適切に形成されていないことも指摘される⁶。そこで、少なくとも前記(2)の3種類の合意については、「重要な契約」として、その契約の内容等の開示が求められることを明確化したものと考えられる。

2. 企業・株主間の株主保有株式の処分・買増し等に関する合意

(1) 対象会社

企業・株主間の「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」の開示も、有価証券報告書等における開示と臨時報告書における開示に大別される。概略を整理すれば、既存の「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」については有価証券報告書等での開示が求められる。「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」を含む契約の締結や内容の変更については、臨時報告書で開示することとなる。

有価証券報告書等（2023年12月22日改正）

2023年12月22日改正による有価証券報告書等における「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」の開示が求められるのは、有価証券報告書等の提出会社が次に当てはまる場合である（開示府令第二号様式記載上の注意(33)gなど）。

提出会社の株主（注1）とその提出会社との間で「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」を含む契約（注2）を締結している場合において、その株主が大量保有報告書を提出した者であるとき

（注1）完全親会社を除く。

（注2）重要性の乏しいものを除く。ここでの「重要性の乏しいもの」とは、例えば、下記(2)に掲げる合意が、未公表の重要事実に関連して締結されたものであって、これらの合意が、未公表の重要事実に関する交渉又は検討に係る期間を踏まえて一定の期間に限り有効なものである場合をいう（企業内容等開示ガイドライン 5-17-6）。

臨時報告書（2023年12月8日改正「案」）

2023年12月8日改正案による臨時報告書における「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」の開示が求められるのは、提出会社が次のいずれかに当てはまる場合である（開示府令19条2項12号の3）。

提出会社の株主（注1）と当該提出会社（注2）との間で

○「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」を含む契約を締結した場合

⁵ 2022年1月19日開催第5回金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（令和3年度）「事務局説明資料（経営上の重要な契約）」pp. 14-16 など参照。

⁶ 2022年1月19日開催金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（第5回）議事録、熊谷委員（みずほ証券）発言、清原委員（弁護士）発言など参照。

○既に締結している「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」を含む契約について、その合意の内容に変更（注3）があった場合

（注1）完全親会社を除き、大量保有報告書を提出した者に限る。

（注2）提出会社が子会社の経営管理を行う業務を主たる業務とする会社（いわゆる持株会社）である場合、提出会社又はその連結子会社。

（注3）図表4のハ、ニに掲げる事項に照らして、軽微なものを除く。

(2) 「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」とは

「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」とは、次に掲げる合意とされている（開示府令第二号様式記載上の注意(33)gなど）。

- (a) その株主による提出会社の株式の譲渡その他の処分についてその提出会社の事前の承諾を要する旨の合意
- (b) その株主が提出会社との間で定めた株式保有割合（注1）を超えてその提出会社の株式を保有することを制限する旨の合意
- (c) 提出会社による株式の発行その他の行為がその株主の株式保有割合（注1）の減少を伴うものである場合に、その株主がその株式保有割合に応じてその株式を引き受けることができる旨の合意
- (d) 契約が終了した場合に、提出株主がその株主に対しその保有する提出会社の株式をその提出会社（注2）に売り渡すことを請求することができる旨の合意

（注1）その株主の有する提出会社の株式の数がその発行済株式の総数のうちに占める割合をいう。

（注2）提出会社が指定する者を含む。

(3) 開示項目

有価証券報告書等（2023年12月22日改正）

2023年12月22日改正による有価証券報告書等における「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」についての開示項目は、図表3の事項を具体的に記載するように定められている（開示府令第二号様式記載上の注意(33)gなど）。ただし、記載すべき事項の全部又は一部を他の箇所において記載した場合には、その旨を記載することによって、当該他の箇所において記載した事項の記載を省略することができる。

図表3 有価証券報告書等における「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」の開示項目

開示事項	備考
契約の概要	次のものを含む ・ 契約締結年月日 ・ 契約の相手方の氏名・名称、住所（注） ・ 合意の内容
合意の目的	—
取締役会における検討状況その他の提出会社における合意に係る意思決定に至る過程	—

（注）契約の相手方が個人である場合における住所の記載に当たっては、市町村までを記載しても差し支えない。

(出所) 開示府令を基に大和総研作成

臨時報告書 (2023 年 12 月 8 日改正「案」)

2023 年 12 月 8 日改正案による臨時報告書における「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」についての開示項目は、図表 4 の事項を記載するように定められている (開示府令 19 条 2 項 12 号の 3)。

図表 4 臨時報告書における「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」の開示項目

イ	当該契約を締結し、又は当該合意の内容に変更があつた年月日
ロ	当該契約の相手方の氏名又は名称及び住所
ハ	当該合意の内容 (当該合意の内容に変更があつた場合にあつては、当該変更の内容)
ニ	当該合意の目的
ホ	取締役会における検討状況その他の当該提出会社における当該合意に係る意思決定に至る過程

(注)「株主保有株式の処分・買増し等に関する合意」を含む契約を締結した場合の開示事項。合意の内容に変更があつた場合の開示事項は、上記のうちイ～ハの事項。

(出所) 2023 年 12 月 8 日改正案に基づく開示府令を基に大和総研作成

(4) 導入の背景

保有株式の譲渡を禁止する、追加取得を制限するなどといった、企業と株主間の株主保有株式の処分や買増し等に関する合意は「市場に影響を与え、投資判断に一定の影響を及ぼすことが見込まれることから、それを踏まえた適切な開示が求められる」⁷と考えられる。

ところが、昨今、株主側が大量保有報告書においてその合意内容を開示しているにもかかわらず、発行会社側が適切な開示を行っていないという事例や、企業同士の業務・資本提携契約に保有株式の売渡請求に関する条項が含まれていたものの、両社の有価証券報告書では開示が行われず、それが両社間の提携解消に向けた紛争が顕在化する中で発覚するという事例などが明らかになった⁸。

こうした状況の背景については、ガバナンスに関する合意 (前記 1) と同様だと考えられ、少なくとも前記 (2) の 4 類型の合意については、「重要な契約」として、その契約の内容等の開示が求められることを明確化したものと考えられる。

⁷ DWG 報告 p. 33。

⁸ 2022 年 1 月 19 日開催第 5 回金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ (令和 3 年度)「[事務局説明資料 \(経営上の重要な契約\)](#)」pp. 19-22、2020 年 1 月 7 日開催従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会 (第 1 期第 1 回) [事務局説明資料](#) pp. 4-5 など参照。

3. ローン契約と社債に付される財務上の特約（コベナンツ）

(1) 対象会社

ローン契約と社債に付される「財務上の特約」（コベナンツ）の開示も、有価証券報告書等における開示と臨時報告書における開示に大別される。概略を整理すれば、既存の金銭消費貸借契約や社債に付された「財務上の特約」については有価証券報告書等での開示が求められる。「財務上の特約」が付された新たな金銭消費貸借契約の締結や社債の発行、「財務上の特約」の内容の変更、「財務上の特約」に定める事由（いわゆるトリガー事由）の発生、金銭消費貸借契約の終了や社債の償還については、臨時報告書で開示することとなる。

有価証券報告書等（2023年12月22日改正）

有価証券報告書等における「財務上の特約」の開示が求められるのは、提出会社が次のAかつBに当てはまる場合である（開示府令第二号様式記載上の注意(33)hなど）。

A：次の①～④のいずれかに当てはまる

- ①提出会社が財務上の特約の付された金銭消費貸借契約の締結をしている
- ②提出会社が財務上の特約の付された社債の発行をしている
- ③提出会社の連結子会社が財務上の特約の付された金銭消費貸借契約の締結をしている
- ④提出会社の連結子会社が財務上の特約の付された社債の発行をしている

B：その金銭消費貸借契約に係る債務の期末残高（注1）又はその社債の期末残高（注2）が最近連結会計年度の末日における連結純資産額（注3）の10%以上に相当する額である

（注1）複数の金銭消費貸借契約に同種の財務上の特約が付されている場合にあつては、各金銭消費貸借契約に係る債務の期末残高を合計した額。なお、「同種」とは、基準となる財務指標及びその値が同一であるものをいい、貸し手の異同を問わないものとされる。ただし、基準となる財務指標又はその値が異なる場合であっても、その差異の内容及び程度に照らして実質的に同種と認められるものについては、これを「同種の特約」として取り扱うことができる（企業内容等開示ガイドライン5-17-7）。

（注2）複数の社債に同種の財務上の特約が付されている場合にあつては、各社債の期末残高を合計した額。なお、「同種」については（注1）参照。

（注3）提出会社が連結財務諸表提出会社でない場合にあつては、最近事業年度の末日における純資産額。

臨時報告書（2023年12月22日改正）

臨時報告書における「財務上の特約」の開示が求められるのは、提出会社が次のCかつDに当てはまる場合である（開示府令19条2項12号の2、12号の3、20号、21号）。なお、Dの閾値について、当初案では「（連結純資産額の）3%」であったものが、最終的には有価証券報告書等と同じ「10%」とされている。

C：次の①～⑤のいずれかに当てはまる

- ①提出会社が財務上の特約の付された金銭消費貸借契約の締結をした場合（注1）

- ②提出会社が財務上の特約の付された社債の発行をした場合(注2)(注3)
- ③提出会社の連結子会社が財務上の特約の付された金銭消費貸借契約の締結をした場合(注1)
- ④提出会社の連結子会社が財務上の特約の付された社債の発行をした場合(注2)
- ⑤財務上の特約が付された金銭消費貸借契約又は社債について次のいずれかがあった場合
 - 財務上の特約の内容の変更
 - 財務上の特約に定める事由の発生(注4)(注5)
 - 弁済期限又は償還期限の変更

D：その金銭消費貸借契約に係る債務の元本の額又はその社債の発行価額の総額が最近連結会計年度の末日における連結純資産額(注6)の10%以上に相当する額である

(注1) 既に締結している金銭消費貸借契約に新たに「財務上の特約」が付された場合を含む。

(注2) 既に発行している社債に新たに「財務上の特約」が付された場合を含む。

(注3) その社債の募集又は売出しに係る有価証券届出書又は発行登録追補書類に図表6A②の事項に相当する事項が記載されている場合を除く。

(注4) その財務上の特約に定める事由及び当該事由の発生があつた場合の効果に照らして軽微なものを除く。

(注5) 特定の財務指標があらかじめ定めた基準を維持することができなかつた場合に直ちに期限の利益を喪失しないような措置(例えば、相手方との間で期限の利益を喪失させるか否かについての協議を行うこと)が予定されている場合には、当該措置が採られないことが決定されたことをもって「財務上の特約に定める事由の発生」に該当することとし、財務指標があらかじめ定めた基準を維持することができなかつた時点では、臨時報告書の提出は不要であるとされている(企業内容等開示ガイドライン5-17-5)。

(注6) 提出会社が連結財務諸表提出会社でない場合にあっては、最近事業年度の末日における純資産額。

(2)「財務上の特約」の範囲

開示対象となる「財務上の特約」の範囲について、下記の①に限定した上で、有価証券報告書等の開示については②も含むものとされている(開示府令19条2項12号の2、20号、第二号様式記載上の注意(33)hなど)。

- ①提出会社(連結子会社)の財務指標があらかじめ定めた基準を維持することができない事由が生じたことを条件として、その提出会社(その連結子会社)が期限の利益を喪失する旨の特約
- ②その他その提出会社(その連結会社)の財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に重要な影響を及ぼす可能性のある特約

(注1) 特定融資枠契約(特定融資枠契約に関する法律第2条第1項)の締結は「財務上の特約が付された金銭消費貸借契約の締結」には含まれないとされている(企業内容等開示ガイドライン5-17-2)。

(注2) 特定の資産の全部又は一部及び当該資産から生じる収益のみを返済原資とし、当該資産以外の資産及び当該収益以外の収益に遡及しない旨の合意がある金銭消費貸借契約については、その元本額が前記(1)のDの基準を上回るものであっても、当該資産又は収益の評価額等に照らして想定される損失の額が基準を下回ることが明らかである場合には臨時報告書の提出、有価証券報告書等への記載は要しないものとされている(企業内容等開示ガイドライン5-17-3)。

①について、当初案では「その他の一定の事由が生じたこと」を条件とする特約も対象としていたが、最終的には削除されている。

(3) 開示項目

有価証券報告書等（2023年12月22日改正）

有価証券報告書等における「財務上の特約」についての開示項目は、図表5の事項を記載するように定められている（開示府令第二号様式記載上の注意(33)hなど）。なお、投資者の投資判断に対する重要性に応じ、投資者の理解を損なわない程度に要約して記載することも可能であるとされている（企業内容等開示ガイドライン5-17-4）。

図表5 有価証券報告書等における「財務上の特約」の開示項目

①金銭消費貸借契約

- | | |
|-----|--|
| i | 連結子会社が金銭消費貸借契約の締結をしている場合には、その連結子会社の名称、住所及び代表者の氏名 |
| ii | 金銭消費貸借契約の締結をし、又はこれらの特約が付された年月日 |
| iii | 金銭消費貸借契約の相手方の属性 |
| iv | 金銭消費貸借契約に係る債務の期末残高、弁済期限、債務に付された担保の内容 |
| v | 財務上の特約（コベナンツ）の内容 |

②社債

- | | |
|-----|--|
| i | 連結子会社が社債の発行をしている場合には、その連結子会社の名称、住所及び代表者の氏名 |
| ii | 社債の発行をし、又はこれらの特約が付された年月日 |
| iii | 社債の期末残高、償還期限、社債に付された担保の内容 |
| iv | 財務上の特約（コベナンツ）の内容 |

（出所）開示府令を基に大和総研作成

臨時報告書（2023年12月22日改正）

臨時報告書における「財務上の特約」についての開示項目は、図表6の事項を記載するように定められている（開示府令19条2項12号の2、12号の3、20号、21号）。なお、投資者の投資判断に対する重要性に応じ、投資者の理解を損なわない程度に要約して記載することも可能であるとされている（企業内容等開示ガイドライン5-17-4）。

図表6 臨時報告書における「財務上の特約」の開示項目

A：「財務上の特約」が付された新たな金銭消費貸借契約の締結、社債の新規発行

①金銭消費貸借契約

- | | |
|----|-----------------------------------|
| i | 金銭消費貸借契約の締結をし、又は新たにこれらの特約が付された年月日 |
| ii | 金銭消費貸借契約の相手方の属性 |

- iii 金銭消費貸借契約に係る債務の元本の額、弁済期限、債務に付された担保の内容
- iv 財務上の特約（コベナンツ）の内容

②社債

- i 社債の発行をし、又は新たにこれらの特約が付された年月日
- ii 社債の発行価額の総額、償還期限、社債に付された担保の内容
- iii 財務上の特約（コベナンツ）の内容

B：財務上の特約の内容の変更、財務上の特約に定める事由の発生、弁済期限・償還期限の変更

①金銭消費貸借契約

- i 金銭消費貸借契約の締結をし、又は新たにこれらの特約が付された年月日
- ii 金銭消費貸借契約の相手方の属性
- iii 金銭消費貸借契約に係る債務の元本の額、弁済期限、債務に付された担保の内容
- iv （財務上の特約の内容、弁済期限の変更の場合）その変更の内容、年月日
- v （財務上の特約に定める事由の発生の場合）その事由の内容、発生した年月日、その事由を解消し、又は改善するための対応策

②社債

- i 社債の発行をし、又は新たにこれらの特約が付された年月日
- ii 社債の発行価額の総額、償還期限、社債に付された担保の内容
- iii （財務上の特約の内容、償還期限の変更の場合）その変更の内容、年月日
- iv （財務上の特約に定める事由の発生の場合）その事由の内容、発生した年月日、その事由を解消し、又は改善するための対応策

（出所）開示府令を基に大和総研作成

(4) 導入の背景

DWG 報告は、「財務上の特約」の開示の重要性を次のように説明している⁹。

資本市場が、事業のリスク等に応じた資金配分を行い、金利等を通じた価格発見機能を発揮する上で、社債やローンの基本条件、特に財務上の特約が適切に開示されることは極めて重要と考えられる。

特に財務上の特約については、その抵触が他の債権者のキャッシュ・フローに影響を与え、経営陣の裁量を制限するとの観点からも開示の重要性が高い。また、抵触前段階から財務上の特約が適切に

⁹ DWG 報告 p. 34。

開示されることで、市場全体としての予測可能性が高まり、企業と投資家間の円滑なコミュニケーションにも資すると考えられる。

言うまでもなく、社債投資家にとって、投資している（投資しようとしている）社債が、（社債以外の債権も含めた）他の債権と比較して優先しているのか、劣後しているのか、同順位（パリパス）なのか、という情報は投資判断を行う上で不可欠である。逆に、優先劣後関係を判断できる材料が十分になれば、それ自体が重大なリスクであり、金利、価格、格付に過度に偏った判断を行わざるを得なくなる。それは、結果として社債発行会社の発行コストに悪影響を及ぼし、ひいては社債市場の発展を阻害することになるものと考えられる。

こうした背景から「財務上の特約」の開示についてはかなり以前から議論が行われてきた。例えば、2010-2012年には日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会 第2部会」において、「必要なコベナント・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、基本的な考え方の整理と開示方法・内容について検討」が行われたほか¹⁰、2016年には同「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」が開示の判断基準や具体的内容等を例示する「[コベナントの状況等に係る開示基準及び開示内容の例示等について（コベナント開示例示集）](#)」を取りまとめている¹¹。

しかし、こうした努力にもかかわらず、状況が改善しているとはいえない。例えば、近年にも、一部従業員と投資会社による EBO（従業員による企業買収）・上場廃止において、事前に開示された合意書に基づく社債への債権保全や期限前償還の手当がなされないまま多額の資金流出が発生するという事案があった。この事案の中で長期借入金に占める担保付債務の割合は大きく上昇したにもかかわらず、社債は無担保のまま存置され、しかも借入金への担保提供等に関する適時開示もなく、社債権者は自身が他の債務に劣後する立場に置かれていることを知る術がないまま、遂には民事再生手続が開始されることとなった¹²。

「財務上の特約」の開示について、立場によって様々な意見の違いがあることは承知している。しかし、社債市場の活性化の取組みを本気で進めるのであれば、社債投資家が、自分が投資している（これから投資しようとしている）社債の優先劣後関係を正しく知ることができる環境の整備は不可欠である。今回の改正が重要な一歩となることを期待したい。

4. 施行時期

2023年12月22日改正後の開示府令の規定は2024年4月1日から施行される。なお、経過措

¹⁰ 日本証券業協会 社債市場の活性化に関する懇談会「[社債市場の活性化に向けた取組み](#)」（2012年7月30日）pp. 16-18。

¹¹ 筆者のうち横山は、同ワーキング・グループのメンバーとして、コベナント開示事例集のとりまとめにも参画させて頂いた。ただし、本稿における意見はあくまでも個人としての見解であり、同ワーキング・グループを代表するものではないことをお断りしておく。

¹² 詳細は、2023年9月15日開催金融審議会市場制度ワーキング・グループ（第24回）資料4-2 [日本証券業協会「近時のデフォルト事例に見る我が国社債市場の課題について」](#)参照。

置に伴い、実際の適用関係は次の通りである。

①「重要な契約」の有価証券報告書等への記載

—2025年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用

—施行日前に締結された契約については、2026年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等までは省略可能

②財務上の特約に係る臨時報告書の提出

—2025年4月1日以後に提出される臨時報告書から適用

—施行日前に締結された金銭消費貸借契約については、2026年4月1日以後に提出される臨時報告書までは省略可能

2023年12月8日の改正案についても、2025年4月以後提出されるものから適用することが予定されている。