

## 上場企業の情報開示に関する EU 指令の採択

大崎 貞和

### 要 約

1. 2004 年 12 月、EU 域内の証券取引所等に株式等を上場している発行者に課される情報開示義務の統一を図る「上場証券の発行者についての情報の透明性に関する指令」（透明性指令）が正式に採択された。同指令は、2005 年 1 月 20 日に発効し、2 年以内の国内法化が義務づけられる。
2. 透明性指令は、年次報告書、半期報告書などの継続開示義務、株式大量保有に関する報告制度、発行者による株主等への情報提供義務などについて規定したものである。英文による開示を一定の場合に容認するなど、興味深い内容となっている。
3. 指令の主要な内容は、2003 年に公表された原案にほぼ沿ったものである。但し、当初、義務づけが検討されていた四半期開示に関する規定は削除された。代わって、年に 2 回「中間経営概況」を開示することが義務づけられることになった。
4. わが国では、本指令に基づいて、EU 域内で上場している企業等が、国際会計基準（IAS）に依拠した財務諸表作成を義務づけられる可能性が関心を集めている。指令の最終的な内容は、原案と大差なく、今後、日本の会計基準が、IAS と同等（equivalent）のものと認められるかどうか、引き続き注目されることとなる。

### I. はじめに

2004 年 12 月 15 日、EU 域内の証券取引所等に株式等を上場している発行者に課される情報開示義務の統一を図る「上場証券の発行者についての情報の透明性に関する指令」

（透明性指令）が、閣僚理事会議長及び欧州議会議長による署名を得て、正式に採択された<sup>1</sup>。

同指令は、2004 年 12 月 31 日付けの EU 官報（Official Journal: OJ）に掲載され、その 20 日後（2005 年 1 月 20 日）に施行されることとなった<sup>2</sup>。各 EU 構成国は、施行後 2 年以内に指令の内容を国内法化することを義務づけられる（指令 31 条 1 項、以下透明性指令の条文は条数のみを示す）。

透明性指令は、1999 年 5 月に発表された「金融サービス・アクション・プラン」（FSAP）に基づき、2005 年の完了を目指して進められてきた証券市場規制に係わる法令整備の中核をなす指令の一つである。EU 委員会は、今回の指令採択を受けて、2002 年 9 月に採択された国際会計基準（IAS）採用に関する規則<sup>3</sup>、2003 年 1 月に採択された市場詐害行為（market abuse）の規制に関する指令、同年 11 月に採択された目論見書指令に続く今回の採択によって、情報開示に関する制度整備が一段落したとの声明を発表した<sup>4</sup>。

## II. 透明性指令の内容

以下では、今回採択された指令の主要な内容を 2003 年 3 月に発表された原案との比較を交えながら紹介していきたい。

### 1. 総則的規定

透明性指令の適用を受けるのは、EU 構成国内の「規制市場 (regulated market)」で発行証券が取引されている発行者である (1 条 1 項)。但し、本指令は、クローズド・エンド型以外の集団投資スキームには適用されない。いわゆる UCITS に関する一連の指令の規定が適用されるためである。

ここでいう規制市場は、2004 年 4 月に採択された金融商品市場指令 (MiFID) で定義される EU 証券規制に特有の概念であり、「証券取引所が開設する市場」とほぼ同義である<sup>5</sup>。いわゆる公式上場 (official listing) とされる市場だけでなく、ロンドン証券取引所の AIM (Alternative Investment Market) のように、数値基準に基づく上場審査を行わない市場も含まれる<sup>6</sup>。

本指令の目的は、規制市場で取引される証券の発行者による継続情報開示に関する最低限の規制の調和を実現することで、国による開示内容の違いを解消し、資本移動が自由に行われる域内市場 (internal market) の確立を図ることである。

そのため、各構成国が、自国内の規制市場への上場にあたって、域内の他の構成国の発行者に対して、指令が定めるものよりも厳しい規制を課すことは認められない (3 条 2 項)。しかし、自国の発行者に対して、指令が定めるものよりも厳しい開示規制を課すことを妨げるものではない (3 条 1 項)。指令が要求する最低限の情報開示規制に加えて、投資者保護の観点から更なる規制を課すことは構成国の自由だが、そうした規制は、他の

構成国の発行者には適用されないということである。

なお、本指令が定める義務に基づく情報開示が行われた場合、発行者または発行者の同意を得ずに規制市場への上場申請を行った者は、当該開示情報を発行者の本国の監督当局に届け出なければならない (19 条 1 項)。この規定は、原案では、発行者のみに義務を課す内容となっていたが、いわゆる「勝手上場」の場合に対応できるよう文言が改められたものと考えられる。

### 2. 年次報告書と半期報告書

#### 1) 開示義務を負う者

透明性指令の適用を受ける発行者は、年次財務報告書及び半期財務報告書を開示しなければならない。但し、次の者については、開示義務は課されない (8 条 1 項)。

- ① 構成国の中央政府、地方自治体、構成国のいずれかが参加者となっている国際機関、欧州中央銀行、構成国の中央銀行
- ② 額面が 5 万ユーロ (または 5 万ユーロ相当額) 以上の債券のみを発行する発行者  
また、構成国は、株式を規制市場に上場しておらず、かつ債券の発行残高が 1 億ユーロ以下で、目論見書指令に基づく目論見書を作成していない金融機関については半期報告書の開示義務を免除することができる (8 条 2 項)。

#### 2) 開示書類の内容

年次財務報告書は、会計年度の終了後、4 ヶ月以内に公表されなければならない (4 条 1 項)。提出期限は、原案では、3 ヶ月以内とされていたが、若干緩やかになった。

年次財務報告書は、①監査済み財務諸表、②経営報告書 (management report)、③報告書の内容が真実であり、重大な欠陥がないことについての責任者による宣誓書、の三つに

よって構成される（4条2項）。財務諸表は、発行者が連結財務諸表の作成を義務づけられている場合は IAS に基づいて作成される連結ベースのものでなければならず、かつ親会社の母国の法令に基づいて作成された親会社の決算書を併せて開示しなければならない（4条3項）。また、財務諸表には監査報告書が添付されなければならない（4条4項）。

一方、半期報告書は、会計年度の最初の6ヵ月が経過してからできるだけ速やかに、遅くとも2ヵ月以内に公表されなければならない（5条1項）。

半期報告書は、①要約財務諸表、②中間経営報告書、③報告書の内容が真実であり、重大な欠陥がないことについての責任者による宣誓書、の三つによって構成される（5条2項）。半期の要約財務諸表についても、連結ベースの場合には IAS に準拠することが求められ、単独ベースの場合には、年次報告書と同じ認識及び測定基準を用いることが求められる（5条3項）。

なお経営報告書に関しては、年次報告については第四次会社法指令（78/660/EEC）の規定に基づいて作成することが求められ、半期報告については、半年間に生じた経営成績に影響を及ぼすような重要な事象とその具体的な影響、残りの半年に予想される主要なリスクや不確定要因などを記載することが具体的に求められている（4条5項、5条4項）。

半期の要約財務諸表については、通期の財務諸表とは異なり、監査を受けることは義務づけられていない。但し、監査もしくは会計監査人によるレビューを受けている場合には、監査報告やレビュー報告書を添付して開示することが求められる（5条5項）。また、監査もレビューも受けていない場合には、その旨を表示することが必要である。

### 3) 断念された四半期開示の義務づけ

もともと透明性指令制定へ向けて EU 委員会が作成した諮問文書では、IAS34 号に準拠して作成された財務諸表を四半期ごとに開示する四半期財務報告制度の導入が提案されていた。それが、2003年3月に公表された指令の原案では、売上高や利益などに限って四半期情報開示を義務づけるという形に改められていた<sup>7</sup>。

これに対して、最終的に採択された指令では、四半期開示に関する条文は削除され、代わって「中間経営概況（interim management statement）」の開示に関する規定が設けられることになった。なお、この「中間経営概況」は、半期報告書の一部をなす中間経営報告書（interim management report）とは異なる開示書類である。

「中間経営概況」の開示を義務づけられるのは、発行する株式が規制市場に上場されている発行者である。「概況」は、年に2回、各半期の開始後10週から終了前6週の間、開示するものとされる（6条1項）<sup>8</sup>。その内容は、当該半期に生じた重要な事象や取引及びその経営成績への影響、及び当半期における財務状態や経営成績の一般的な説明、である。

但し、国内法または上場先である規制市場の規則に基づき、もしくは自発的に四半期財務報告書を公表する発行者は、「中間経営概況」の開示義務を免除される（6条2項）。この規定からも、「中間経営概況」が、当初義務づけが検討された四半期財務報告に代わるものだという事は明らかである。

EU 委員会は、四半期財務報告や「中間経営概況」の効果について調査し、2010年1月20日（本指令の国内法化期限の3年後）までに欧州議会及び閣僚理事会に対し、第6条の改正提案を含む報告を行わなければならないものとされる（6条3項）。結局、全面的な四半期開示の義務づけという提案でスタ

ートした検討は、次第に後退し、5年先まで結論を先送りするという形で決着したとみることもできる。

### 3. 株式大量保有に関する情報開示

#### 1) 発行者への通知義務

透明性指令には、1988年に採択された大口株式の取得、処分の際の情報開示に関する指令(88/627/EEC)の規定を引き継ぎ、株式大量保有報告制度に関する規定が盛り込まれている。

すなわち、議決権の付された証券の保有割合が5%を超えた者は、その事実を当該証券の発行者に対して通知しなければならない。その後、10%、15%、20%、25%、30%、50%、75%という全部で8段階の区切りを上下する度に、その事実を通知することが義務づけられる(9条1項)。保有割合の算出にあたっては、議決権の行使が停止される金庫株等も算入しなければならない。また、議決権の付された種類株式が発行されている場合には、総発行済み株式に対する割合に基づいた情報とともに、各クラス別にみた割合に基づいた情報も通知しなければならない。

この通知義務は、直接または間接に議決権の保有につながるような金融商品にも適用され、今後、EU委員会が、具体的な適用対象となる商品等の詳細について細則を設けることになる(13条1項、2項)。

なお、構成国は、次のような場合には、指令の定める区切りを変更することができる(9条3項)。

- ① 国内法が3分の1を区切りとしている場合、30%の区切りは適用しなくてよい。
- ② 国内法が3分の2を区切りとしている場合、75%の区切りは適用しなくてよい。

以上の通知義務は、受け渡し・決済のプロセスにおける一時的な保有や実質株主から議決権行使の指図を受けるカストディアンによ

る保有には適用されない(9条4項)。また、いわゆるマーケット・メーカーによる売買に伴って5%を上回る保有が生じた場合にも適用されない(9条5項)。

逆に、経営に影響を与えるような議案に関して共同で議決権を行使することを約束している第三者の保有する議決権、一時的に名義が移転されている議決権、担保提供者が議決権を行使するものとされている担保株式等については、保有割合の算定にあたって、本人が保有している株式と同様に取り扱われる(10条)。

上の規定に基づく通知は、原則として、通知義務を伴う状況が生じてから4営業日以内に行わなければならない(12条2項)。

#### 2) 株式大量保有に関する情報の公開

一方、株式大量保有に関する情報の通知を受けた発行者は、3営業日以内に、当該通知の内容を一般に公表しなければならない(12条6項)。但し、構成国は、監督当局への届出を伴う制度がとられ、同じ情報を当局が届出受理後3営業日以内に公表するとの要件が満たされる場合には、自国の発行者による公表義務を免除することができる(12条7項)。この適用免除に関する規定は、原案にはなかったものである。

また、発行者が自己株式を取得し、議決権の付された証券の保有割合が5%または10%の区切りを超えたり、その後下回ったりした場合には、当該発行者は、その事実を4営業日以内に公表するよう義務づけられる(14条1項)。この規定も、原案にはなかったものである。

なお、以上の情報開示義務に加えて、発行者は、議決権の数や資本の増減、種類株式に付与された権利の変化等についても、情報を開示することを義務づけられる(15条、16条)。

#### 4. 証券保有者への情報開示

透明性指令は、発行者から株主など証券保有者への情報開示についても規定を設けている。これらの規定は、基本的には、1979 年に採択された上場認可基準の統一に関する指令（79/279/EEC）の内容を引き継いだものであるが、インターネットを通じた議案の送付や議決権の行使など、電子的手段の利用に関する規定が拡充されている。若干の文言が改められたものの、実質的な内容は、原案がそのまま採択された。

発行者は、株主に対しては、総会の開催に関する通知や電子的手段の活用も含む委任状行使に関する情報の提供などが義務づけられている（17 条 2 項）。一方、構成国は、株主の居住地にかかわらず、株主権の行使に電子的手段を使えるようにするなど、環境を整えることなどを求められている（17 条 3 項）。

債券保有者に関しても、債権者集会に関する情報提供等に関する規定が設けられている（18 条）。ここでは、原則として、債券発行者の母国で債権者集会の開催や権利行使を可能にすることが想定されているのに対し、額面 5 万ユーロ（または 5 万ユーロ相当額）以上の債券保有者のみが権利行使を行うものとされている場合には、債権者集会を開催する構成国を自由に選べるものとされている（18 条 3 項）。これは、ユーロ債市場にお

ける実務慣行に配慮して設けられた規定と考えられる。

#### 5. 情報開示に使用できる言語

様々な言語が構成国の公用語とされている EU では、情報開示の統一を通じて域内市場の確立を図るためには、開示される情報の内容や会計基準だけでなく、開示に用いられる言語を統一することも重要である。しかし、従来の法制では、各国の当局は、自国内で証券が上場取引される発行者に対して、自国の公用語での情報開示を求めることが当然とされてきた。

この点について、透明性指令では、一定の場合には、「国際金融における慣行上用いられる言語（a language customary in the sphere of international finance）」での情報開示を容認することとした。ここでいう「国際金融における慣行上用いられる言語」が具体的に何を指すかは、指令では定義されていない。しかし、それが英語を指すことは明らかであり、国内法化の過程では、各国が英文開示を容認していくことになる。

指令が定める情報開示に使用できる言語は、次の通りである（20 条 2 項以下）（図表 1）。なお、使用言語の選択が認められる場合、その選択権は、原則として発行者に与えられている。

① 発行者の本国のみで上場されている場合

図表 1 情報開示に用いることのできる言語

上場される国等	使用が義務づけられる言語	使用を選択できる言語	
発行者の本国のみ	本国が使用を認める言語	—	—
発行者の本国を含む複数の構成国	本国が使用を認める言語	上場される国が使用を認める言語	国際金融における慣行上用いられる言語
発行者の本国以外の構成国のみ	—	上場される国が使用を認める言語*	国際金融における慣行上用いられる言語
額面 5 万ユーロ以上の証券を上場	—	本国及び上場される国が使用を認める言語	国際金融における慣行上用いられる言語

（注）\*発行者の本国は、当該国で使用が認められている言語か国際金融における慣行上用いられる言語のいずれかを発行者に選択させた上で、必要な情報を開示するよう法令等で求めることができる。

（出所）筆者作成

には、当該国が使用を認める言語<sup>9</sup>

- ② 発行者の本国を含む複数の構成国で上場されている場合には、当該国が使用を認める言語に加えて、上場先の国が使用を認める言語もしくは国際金融における慣行上用いられる言語のいずれか。
- ③ 発行者の本国以外の一つまたは複数の構成国で上場されている場合には、上場先の国が使用を認める言語もしくは国際金融における慣行上用いられる言語のいずれか。それに加えて、発行者の本国は、当該国で使用が認められている言語が国際金融における慣行上用いられる言語のいずれかを発行者に選択させた上で、必要な情報を開示するよう法令等で求めることができる。
- ④ 額面 5 万ユーロ以上の証券を上場している発行者の場合、本国及び上場される国が使用を認める言語もしくは国際金融における慣行上用いられる言語のいずれか。

以上の規定は、基本的に発行者が開示義務を負う場合に適用されるものだが、株主等が通知義務を課されるケース（前述の 9 条、10 条、13 条に基づく通知）についても、国際金融における慣行上用いられる言語を使用して発行者に対する通知を行うことが認められる。その場合、構成国は、発行者が 12 条に基づく公表や届出を行う際に、自国の公用語等に翻訳するよう要求してはならないものとされる（20 条 5 項）。

一定の範囲で国際金融における慣行上用いられる言語の使用を認めるという考え方は、2003 年 3 月に公表された原案の段階で既に盛り込まれていたが、今回採択された指令では、先に採択された目論見書指令における使用言語の取扱いとのバランスも意識しながらより精緻な内容となっている。

また、目論見書指令には、公募や上場が行われる構成国の当局は、国際金融における慣行上用いられる言語で作成された目論見書の

要約を自国語に翻訳するよう要求することができるとの規定（同指令 19 条 2 項、3 項）があるが、透明性指令では、翻訳に関する規定は、上述の 20 条 5 項以外には設けられていない。既に触れた、他の構成国の発行者に対して指令の内容よりも制限的な規制を課してはならないとの原則に照らせば、翻訳の要求を容認する規定がない以上、要求はできないものと解される。

EU の場合、英文による情報開示の容認は、域内市場の確立のために必要不可欠と考えられているわけだが、各国の一般投資家（とりわけ零細な個人投資家）の投資判断に資する情報の提供という観点からは、誰もが理解できるとは限らない英文での情報開示を認めることに問題がないわけではない。しかし、一般に、既に上場されている発行者の場合、市場で価格形成が行われているほか、報道情報や証券アナリストによる分析など多様な情報が発信されており、市場関係者にとっても発行開示に比べれば、英文開示を容認することによる投資者保護上の問題は小さいものと考えられる<sup>10</sup>。

そうした観点からは、発行開示については要約の翻訳を求めることを認め、継続開示については翻訳義務を課すことを認めないという透明性指令の考え方は、十分に納得のいくものと言えよう。

## 6. EU 域外国の取扱い

指令の適用を受ける発行者の本社所在地が EU 域外の第三国である場合には、構成国は、年次報告書や半期報告書の開示義務（4 条乃至 7 条）、大株主の異動に関する通知を受けた際の発行者の公表義務（12 条 6 項）、自己株式取得等の公表義務（14 条乃至 16 条）、証券保有者への情報開示義務（17 条、18 条）に関する規定の適用を免除することができる。但し、この適用除外を受けるためには、当該発行者の本社所在地のある第三国が、同

等の要求を課しているか、発行者の「本国」（EU 域内で最初に上場した国）の当局が、同等の内容であるとする第三国の法令を遵守していることが要件となる（23 条 1 項）。

また、上の適用除外の対象とならない場合であっても、2007 年 1 月 1 日以降に開始される会計年度までは、IAS に基づいて財務諸表を作成している第三国の発行者は、年次報告書及び半期報告書の開示義務を免除される（23 条 2 項）。

これは、原案発表の段階から、わが国において大きな関心を集めてきた規定である。原案に比べて規定が精緻化されているが、基本的な内容は同じである。

つまり、わが国の会計基準や開示内容が、EU の求めるものと同等（equivalent）であると判断されれば、上場先の国の規制の内容次第では、日本国内で開示した書類をそのまま、あるいは単に英語等へ翻訳するだけで、使用することができるということになる<sup>11</sup>。一方、同等でないと判断されれば、本指令の国内法化期限である 2007 年 1 月以降は、原則として、EU のルールに従った開示を行うことが必要となり、IAS に基づく財務諸表の作成という新たな負担が生じることになる。

しかも、これは、EU 域内に株式を上場する企業だけでなく、若干の免除規定適用の可能性はあるものの、原則としてユーロ債市場を含む債券の発行者にも適用されることから、大きな波紋を呼ぶことになった。

上述のように、透明性指令では、問題の同等性については、各構成国が判断できることになっている。しかし、現在、EU の証券規制に関する諮問機関である CESR（欧州証券規制当局委員会）が、2005 年 6 月末までに第三国の会計基準の同等性に関する技術的助言を行うための作業を進めていることから、そこでの結論が、各構成国の判断に大きな影響を与えるものと考えられる。

わが国の金融庁は、CESR における検討に

対して、公聴会への参加やコメント・レターの発出など積極的な姿勢をとりながら、日本基準の同等性を強くアピールしている。CESR の今後の対応が注目されるところである。

### Ⅲ. おわりに

EU の透明性指令の最終的な採択は、2005 年を目標年度として進められてきた FSAP に基づく法令整備が順調に進んでいることを改めて示すという意味で意義深い。

また、内容的にも、四半期開示の義務づけをめぐる対応の変転ぶりや英文開示の容認に関する目論見書指令との対応の相違点など、わが国の市場規制のあり方を考える上でも大きな示唆に富んでいる。ややもすれば、EU における証券規制整備の動きという、日本の会計基準の取扱いの行方ばかりが注目されがちだが、より幅広い観点から、その内容を分析するとともに、今後の動向を注視していくことが必要であろう。

<sup>1</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

<sup>2</sup> OJ L 390, 31. 12. 2004, pp. 38-57.

<sup>3</sup> FSAP や IAS の採用、透明性指令の原案については、拙稿「EU におけるディスクロージャー制度統一の動き — 継続開示義務の統一に関する指令案を中心に —」『資本市場クォーターリー』2003 年夏号参照。なお、上の旧稿では本指令を「継続開示義務の統一に関する指令」と呼んだが、最近では、直訳である「透明性指令」の方が一般に流布しているため、本稿では用語を改めた。

<sup>4</sup> 目論見書指令については、拙稿「EU における目論見書統一指令の採択」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

<sup>5</sup> MiFID は、1993 年に採択された投資サービス指令（ISD）を改正指令であり、域内における金融市場の一体化を図ろうとするものである。詳細については、拙稿「改正された EU 投資サービス指令（ISD）」『資本市場クォーターリー』（2004 年夏号

参照。

<sup>6</sup> 規制市場のリストは EU 官報に掲載されている。  
Annotated presentation of regulated markets and national provisions implementing requirements of the investment services directive (ISD), OJ 2004/C 72, 23. 3. 2004, pp.3-7.

<sup>7</sup> 詳しくは、前掲注 3 拙稿参照。

<sup>8</sup> つまり、3 月決算の会社であれば、6 月 10 日頃から 8 月 20 日頃の間上半期、12 月 10 日頃から 2 月 20 日頃の間下半期の「中間経営概況」をそれぞれ発表することになる。

<sup>9</sup> なお、EU 構成国の中には、ドイツやルクセンブルクなど、もともと自国の公用語以外に英文での情報開示を認めている国もある。これらの国の場合、「本国が使用を認める言語」に英語が含まれることになる。

<sup>10</sup> 2004 年 6 月に提出された金融審議会金融分科会第一部会報告「外国会社等の我が国における開示書類に係る制度上の整備・改善について」においても、発行開示よりも継続開示の分野で、英文開示の積極的な容認を進めるべきことが提言されている。

<sup>11</sup> 現にそうした対応が認められている市場は複数存在する。