

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—

欧州では、1999年以降、金融サービス・アクション・プラン（FSAP）に基づく域内金融・証券市場統合が進められている。その一環として、2003年3月には、「規制市場」で取引される証券の発行者に課される継続開示義務を統一するための指令案が発表された。また、5月には、EU構成国の会計基準を事実上国際会計基準（IAS）に統一する指令が採択されるなど、ディスクロージャー制度統一の動きが本格化している。

1. ディスクロージャー制度統一をめぐるこれまでの動き¹

1) 再び動き出した金融・証券市場統合

EU（欧州連合）は、域内における金融・証券市場の統合を図るために、長年にわたって、様々な法令整備を行ってきた。とりわけ、1980年代後半には、1992年末までに人、物、サービスの自由移動が保障される「域内市場（internal market）」の確立をめざす大規模な立法プログラムが発表され、集中的に作業が進められた。この間、金融・証券市場制度の分野においても、多数の指令（directive）が採択され、指令に基づく各国の国内法整備も行われ、域内における制度の調和が進んだ²。

しかし、域内市場統合が完了しても、金融サービスの自由な提供を妨げる障壁が完全になくなったわけではない。また、情報通信、コンピュータ技術の急速な進歩といった環境変化に対応して、既存の制度を見直す必要も生じてくる。そこで、1998年6月のカーディフ欧州理事会（首脳会議）において、99年からのユーロ導入という大きな変化を踏まえ、改めて金融サービス分野の法令整備に取り組むことが決定された。

これを受けて、99年5月には、「金融サービス・アクション・プラン」（FSAP）と通称される立法作業に関する行動計画が発表された。FSAPは、①EU単一ホールセール市場の

¹ 以下の記述にあたっては、EUが公表している情報に加えて、Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press (2002)、岩田健治「EU証券規制の新展開：その背景と現状」『証券経済研究』38号（2002年7月）、平松那須加「EU証券市場規制の改正に向けた動き」『資本市場クォーターリー』2001年冬号を参考にした。

² 岩田健治『欧州の金融統合』（日本経済評論社、1996年）、大崎貞和「EC域内市場統合と変貌する欧州証券市場」『財界観測』1989年8月号参照。なお、金融・証券市場統合に係わる主要な立法の中には、93年5月の投資サービス指令（ISD）のように、域内市場統合の完了期限後に採択されたものもある。

創設、②開かれた安全なリテール市場の創設、③高度に発達した健全性基準と監督体制の構築、の三つを戦略的目標として掲げ、④最適な単一金融市場形成のための環境整備を一般的目標としている。これらの目標を達成するために必要な立法措置として、42項目が掲げられている。一連の立法措置の完了期限は、当初、2002年とされていたが、2000年3月のリスボン欧州理事会で再検討され、2005年に改められた。

FSAPは、金融・証券分野の市場統合に関しては、92年の域内市場統合計画が市場統合一般に対して有したのに匹敵する重要性を有するものである³。FSAPの策定によって、EUにおける金融・証券市場関連の法令整備は、再び本格的に動き出した。その後、EU委員会では、数回にわたってFSAPの進捗状況を取りまとめているが、2003年2月に公表された最新のアップデートによれば、32項目が既に完了し、5項目が必要な措置として新たに付け加えられている⁴。

2) ディスクロージャー制度に関する法令整備の動き

FSAPでは、企業情報開示（ディスクロージャー）制度の統一は、戦略的目標の第一として掲げられた「EU単一ホールセール市場」を確立するために、EU全域での資金調達を可能とするための措置とされている。ディスクロージャー制度統一をめぐっては、これまでに、下の表に掲げるような指令及び指令案が採択若しくは作成されている。

図表1 ディスクロージャー制度統一に係わるこれまでの指令及び指令案

①証券取引所への上場認可基準の統一に関する指令（79/279/EEC）
②証券取引所の上場認可に際して公刊される書類（listing particulars）の統一に関する指令（80/390/EEC）
③上場企業の定期的情報開示に関する指令（82/121/EEC）
④大口株式の取得、処分に関する情報開示に関する指令（88/627/EEC）
⑤証券公募に必要な目論見書の調整に関する指令（89/298/EEC）
⑥証券の上場と情報開示に関する指令（2001/34/EEC） ①～④の各指令を一本化
⑦証券公募または上場に際して公刊される目論見書に関する指令案（2001年5月提案、2002年8月修正提案）

（出所）EU資料より野村総合研究所作成

ちなみに、米国では、1930年代に確立された証券法が、公募発行された証券を幅広く規制の対象に取り込んだのに対し、欧州では、伝統的に、証券取引規制は、取引所規制として発展してきた。EUレベルでの法整備も、そうした伝統を受け継いで、まず取引所上場をめぐるディスクロージャー規制の統一から着手されることになった。取引所市場以外で取引される証券に関する規制の統一に係わる最初の法令は、1989年に採択された目論見書指

³ Niamh Moloney, “The Regulation of Investment Services in the Single Market: The Emergence of a New Regulatory Landscape,” *European Business Organization Law Review*, Vol. 3, No.2 (2002), pp. 293-336, p.299.

⁴ <http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/annex.pdf>

令（図表1の⑤）であった。

FSAPの提出を受けて進められている法令整備では、発行市場におけるディスクロージャーに関する法令案作成が先行した。2000年5月に欧州証券委員会フォーラム（FESCO）が発表した諮問文書「欧州における証券公募（European Public Offer）」に基づいて、2001年5月、新たな目論見書指令案が提出されたのである。この指令案は、2002年8月に提出された修正案が、諮問機関である欧州証券監督者委員会（CESR）における検討を経て、2003年7月、欧州議会を通過した。順調に行けば、月内の正式採択が見込まれる⁵。

一方、年次報告や適時開示など上場会社等による継続開示に関しては、2001年7月、EU委員会による諮問文書が発表され、立法化へ向けた動きが本格化した⁶。この諮問文書に対する各方面からのコメントを受けて、2003年3月、継続開示義務に関する規制を統一するための指令案が提出されたわけである。この指令案では、とりわけ、四半期ベースでの一定の財務情報開示を義務づける内容となっていることが注目される。

3) 国際会計基準の採用

EUにおけるディスクロージャー制度の統一をめぐるには、開示書類の作成にあたって使用される会計基準として、国際会計基準（IAS）を用いるものとされていることが注目される。

すなわち、2002年9月に採択されたEU委員会の規則（No1606/2002）によれば、2005年1月1日以降に開始される会計年度から、EU構成国の「規制市場」で発行証券が取引されている発行会社は、全てIASに準拠した連結財務諸表を作成しなければならないものとされる（規則第4条）。「規制市場」とは、EU証券規制に特有の概念であるが、ほぼ取引所市場と同じものと考えてよい。つまり、EU域内の全ての上場企業は、2005年度からIASによる開示を義務づけられることになる。

なお、IASを採用すると言っても、国際会計基準委員会（IASB）によって採択された基準書が、そのまま自動的にEU企業の準拠すべき会計基準となるわけではない。規則1606では、EU委員会が、IASBの採択した基準が、会社の財産、財務及び収益の状況を真実かつ公正に反映するものであることなどを確認した上で、EU規則の形式を用いて採択するものとされる（規則第3条2項）。

規則1606によれば、構成国は、非上場企業に対しても、IASに基づく年次財務報告の作成を容認したり、義務づけたりすることができるものとされる（規則第5条）。しかし、

⁵ CESRは、FESCOの機能を拡充する形で1997年に創設された各国の証券規制・監督機関の代表者からなる組織である。詳しくは、平松那須加「欧州証券委員会（ESC）の創設」『資本市場クォーターリー』2001年秋号参照。平松論文では、欧州証券監督者委員会の略称がESRCとされているが、正しくはCESRである。

⁶ 諮問文書の内容について詳しくは、財務会計基準機構編『財務報告等の四半期開示に関する調査』（調査研究シリーズNo.2、2003年1月）.98-102頁参照。

構成国が、そうした措置をとらない場合には、非上場企業は、1978年及び83年に採択された会計基準統一指令（いわゆる第四次会社法指令及び第七次会社法指令）に基づいて設定される各国の国内会計基準に準拠して情報開示を行うことになる⁷。

ところが、2003年5月に開かれたEUの閣僚理事会は、第四次及び第七次会社法指令を改正し、従来の基準とIASとの調和を図るための指令を採択した⁸。これにより、各国の国内基準がIASにいわば鞘寄せされることになり、事実上、EU域内の全ての企業が、IASに準拠しながら、財務諸表を作成することになる。

2. 継続開示義務に関する指令案の概要⁹

2003年3月にEU委員会が発表した流通開示の統一に関する指令案は、規制市場で発行証券が取引されている発行者の情報開示義務について規定している。

規制市場とは、既に述べたように、ほぼ取引所市場と同義だが、いわゆる正式上場（official listing）とされるもの以外にも、新興企業向けに新たに創設された市場やロンドン証券取引所のAIM（Alternative Investment Market）のように一定の数値基準に基づく上場審査が行われていない市場も含まれる。

指令案の主要な内容は、次の通りである。

1) 開示制度全般に係わる規定

指令案によれば、発行者は、法令上の義務に従って情報開示を行う場合、開示と同時に、自らの母国（本店所在国）の当局に対して、情報を届出なければならないものとされる（第15条1項）。当局は、届出られた情報をインターネット・サイト上で公開することができる。また、EU委員会は、欧州証券委員会による助言などの、いわゆるコミトロジーを活用しながら、届出を電子的に行うための細則などを整備することが求められている（第15条4項）¹⁰。

様々な言語が構成国の公用語とされているEUでは、情報開示の統一を効率的に進めるためには、開示の内容だけでなく、開示に用いられる言語を統一することが重要になる。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。

⁷ 第四次指令は78/660/EEC、第七次指令は83/349/EECである。これらの指令の内容については、加藤恭彦編著『多国籍企業経営とEC会社法指令』（同分館、1988年）第2部第2章及び第5章に詳しい。

⁸ 5月6日付けのEUプレス・リリースIP/03/638。

⁹ COM (2003) 138, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonisation of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC.

¹⁰ コミトロジーについては、Moloney, op. cit., pp. 858-874 及び平松、注5前掲論文参照。

今回の指令案は、この点について画期的な変更を加えようとしている。すなわち、額面5万ユーロ以上の証券の発行者は、開示を「国際金融における慣行上用いられている言語 (a language customary in the sphere of international finance)」のみで行うことを選択できる (第16条1項)。また、複数の構成国の規制市場で証券が取引されている場合には、発行者の母国当局が容認する言語 (ほとんどの場合は各国の公用語) での開示が義務づけられるほか、母国以外の上場先国の言語もしくは「国際金融における慣行上用いられている言語」のいずれかでの開示を選択することができる (第16条2項)。

ここでいう「国際金融における慣行上用いられている言語」が具体的に何を指すかは、指令案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、指令採択後、国内法化の過程を通じて、各国が英語での情報開示を容認していくということになる。

開示にあたって使用される言語の問題は、既に審議が進んでいる目論見書指令でも焦点の一つとなっている。しかし、同指令案では、公募が行われる構成国は、要約目論見書を自国の言語に翻訳するよう要求することができるものとされている (目論見書指令案第19条)。今回の指令案は、発行者が「国際金融における慣行上用いられている言語」での開示を選択した場合、翻訳を要求できない仕組みとなっている点で、更に一步踏み込んだものと言える。

2) 年次開示と半期開示

規制市場で発行証券が取引される発行者は、最も基本的な継続開示書類として、年次財務報告書と半期財務報告書を開示しなければならない。

年次財務報告書は、会計年度の終了後3ヵ月以内に公表されなければならないが、①監査済み財務諸表、②経営報告 (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発行者に属する責任者による宣明、の三つによって構成される (指令第4条1項、2項、以下指令の条文については条数のみを示す)。監査済み財務諸表は、IASに準拠して作成された連結ベースのものでなければならない。但し、発行者に子会社が存在しない場合は、母国の国内基準に基づくもので足りる (第4条3項)。

一方、半期報告書は、会計年度の最初の6ヶ月が経過してからできるだけ速やかに、遅くとも2ヶ月以内に公表されなければならないものとされる (第5条1項)。半期報告書は、①要約財務諸表、②前期の経営報告をその後の変化に関して補足する書類、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発行者に属する責任者による宣明、の三つによって構成される (第5条2項)。要約財務諸表の作成にあたって準拠すべき会計基準に関しては、年次財務報告書と同じ規定が置かれている (第5条3項)。

但し、半期の要約財務諸表は、年次報告書とは異なり、監査済みのものであることは求められていない。会計監査人によるレビューが行われる場合があることも想定されており、

監査報告書やレビュー報告書が存在する場合には、添付することが求められ、そうしたものが存在しない場合には、その旨を開示することが求められている（第5条4項）。

従来、EU法は、株式上場会社に対して、半期の損益を開示することのみを求めており、株式を上場していない債券のみの発行者に対しては、半期の情報開示を義務づけていなかった。今回の指令案の策定過程でも、債券への投資家は、格付け情報に依拠して投資をしているので半期報告などの開示は必要ないとの見解もみられたようである。しかし、最終的な指令案では、株式上場会社による半期開示が、要約版で足りるとされているとはいえ、IASという財務諸表全体に拡張された上、債券発行者に対しても、半期の開示義務が及ぼされることになった¹¹。

但し、年次報告書、半期報告書の開示義務は、域内の国や地方自治体、構成国が参加する国際機関、欧州中央銀行、及び額面5万ユーロ以上の債券のみを発行する発行者には適用されないものとされる（第8条）。高額面債券の発行者に関する適用除外規定が設けられたのは、プロの投資家が取引するユーロ債の発行者にも開示義務が及ぼされると、過剰な規制負担を課すことになると判断されたためである。

3) 四半期開示

今回の指令案は、その策定過程の当初から、EU域外を含む各方面からの注目を集めていたが、その最大の理由は、一定の四半期情報開示を義務づける内容になるとの見通しが強かったためである。結局、指令案では、①連結ベースでの売上高（net turnover）、税引き前または税引き後の損益の表、②発行者の営業活動と損益の概況に関する説明、③年度末までに発生が予想される主要な事項やリスク要因、の三つからなる四半期財務情報を四半期終了後できるだけ速やかに、遅くとも2ヶ月以内に公表するよう義務づけることになった（第6条1項、2項）。但し、四半期財務情報の内容のうち、③については、開示は発行者の任意とされる。

四半期財務情報に含まれる情報は、半期報告書と同様に、監査済みのものであることは求められず、レビューも要求されない。監査報告書やレビュー報告書が存在する場合には、添付することが求められ、そうしたものが存在しない場合には、その旨を開示することが求められている（第6条3項）。なお、指令案の解説では、四半期財務情報は、IASの中間財務諸表作成基準であるIAS34号に準拠する必要はないとしている。これは、指令案で要求される四半期の情報開示が、財務諸表全体ではなく、あくまで財務情報の部分的な開示に留まるためである。

当初、EU委員会の諮問文書では、IAS34号に準拠して作成された財務諸表全体を開示する四半期財務報告制度の導入が提案されていた。EU委員会によれば、既に15の構成国の

¹¹ 中間財務報告に関する基準であるIAS34号によれば、要約財務諸表には、要約貸借対照表、要約損益計算書、持分計算書、要約キャッシュ・フロー計算書、選択された説明的注記、が含まれる。

うち10カ国において、規制市場で株式が取引される会社の全部もしくは一部に対して、何らかの四半期財務情報開示が求められているという。

しかし、諮問文書に対して寄せられたコメントでは、四半期財務報告の義務づけに関しては大きく意見が分かれた。上場企業など発行者の間では、情報開示が半期から四半期に変化することで、投資家や経営の見方が短期志向になるのではないかとの懸念が強く、四半期の開示を全面的に任意にすべきとの意見が多かった。四半期開示を義務化するよりも、アドホックに行われる適時開示を充実させるべきとの意見もみられた。取引所など規制市場の運営者の間でも、一律義務づけではなく各市場の自主性に委ねるべきとの意見がみられた。

四半期開示の義務化は、開示を要求される企業にとってはコスト増とならざるを得ないため、中堅企業に一定の配慮をすべきとの意見もみられた。この点については、EU委員会は、むしろ規模の小さい上場企業は、相対的にリスクの高い投資対象であり、信頼できる四半期情報の必要性が大きいとの見解を示し、特段の適用除外規定などを盛り込まなかった。

最終的な指令案は、四半期開示の内容に限って言えば、当初の素案に比べると、かなり後退した感が否めない。この点について、EU委員会は、指令案の説明文書において、従来、半期の開示を求められてきた主要な数値に加えて、経営者が予想する重要な変化についての言及も含まれているので、投資家にとっては十分な情報であり、一部で懸念されているような短期志向の強まりにもつながらず、発行者にとってのコスト負担もそれほど大きくない、などとしている。

なお、四半期財務情報開示の義務は、年次報告、半期報告義務の適用除外とされる国、地方自治体、額面5万ユーロ以上の債券のみを発行する発行者等に対しては、課されないものとされている（第8条）。

4) 主要株主の異動の開示

今回の指令案には、1988年の指令（前掲図表1の④）から引き継いだ、いわゆる株式大量保有報告制度に関する規定も盛り込まれている。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、その事実を開示しなければならない。また、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、その事実を開示することが義務づけられる（第9条1項）。

開示が必要となる区切りは、現行の10から66.6%までの5段階に比べて細かくなり、かつ最低限が引下げられることになる。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（第9条3項）。

- ① 証券保有者が新株引受権等の派生商品のみを保有している場合や議決権の行使が他者に委任されているといった場合には、5%の区切りは適用しなくてよい。

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

5) 証券保有者への情報開示

指令案は、株主等、証券保有者に対する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年の指令（図表1の①）から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。

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（第13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（第13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（第14条）。ここで注目されるのは、原則として、債券発行者の母国で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点である（第14条3項）。これも、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である。

3. おわりに

継続開示義務の統一に関する指令案が提出されたことで、EUが進めるディスクロージャー規制統一の全体像が明確になった。同指令案は、今後、欧州議会や理事会で審議され、2004年中の採択が予定されている。

わが国においても、四半期財務情報開示の本格的な導入が議論される一方、金融・証券市場の国際化に対応して、国際会計基準に合わせた会計基準の見直しや英語での情報開示を含む開示制度の見直しが必要との意見もみられる。今回のEU指令案は、わが国における制度改革を考える上でも重要な示唆に富むものと言えよう。

(大崎 貞和)