



論 説

ドイツの証券取引開示規制と商法改正

— 国際的証券市場への対応とその問題について —

佐 藤 誠 二

は じ め に

1980年代後半以降、ヨーロッパの証券市場はEU（欧州連合）統合という大きな目標に向かって急速に変貌してきている。1992年のEC（欧州共同体）市場統合を経て、1993年11月のマーストリヒト条約の発効により成立した15カ国からなるEUは、相互承認（mutual recognition）原則のもとに証券市場についても国際的競争力ある域内統合市場（internal market）を加速的に成立させる過程にある。そして、この証券市場統合を生み出す上で、基礎となる取引所法規定の調和化がはかられてきた。取引所取引の上場認可、目論見書の開示、投資家への継続的情報開示、インサイダー取引の回避、等に関する一連のEU指令の域内諸国法への転換がそれである。

こうした欧州の証券市場統合の流れの中で、国際的競争能力ある市場機構を構築するため、域内諸国内の取引所機構の組織的・技術的変更が不可欠とされた。ドイツにおいても、DAX（ドイツ株価指数）の導入（1988年）、IBIS（取引所のオンライン統合取引・情報システム）の開設（1991年）ドイツ証券取引所株式会社の創立（1993年）、新規（店頭）市場の創設（1996年）等々、国際的証券市場に対するドイツ市場の競争力を高める機構改革が急速に実現されてきた。¹⁾そして、かかる市場機構の改革とともに、ドイツの取引所法（Börsengesetz）も改正された。ドイツでは証券市場規制に係わるEU理事会指令を1986年に国内法に転換し、1896年旧取引所法、1910年旧取引所上場認可命令を大幅に改正した。その後、この1986年取引所法と取引所上場認可命令は、金融市場の国際的展開に統合するため、ドイツ版ビッグバンを押し進める金融市場促進法と平行して1989年、1996年に部分改正し今日に至っている。

本稿で取り上げるのは、こうした経緯により成立する現行取引所法と取引所上場認可命令

(1996年時点)に基づく証券取引開示規制である。このドイツにおける証券取引開示規制については、これまで我が国ではほとんど取り上げられてこなかったといつてよい。従来、ドイツ企業の資本調達に銀行支配のなかで間接金融方式に依存し、また、ドイツの証券市場が英米とくにアメリカの証券市場に比べて未発達であり、開示規制についてもさほど厳格なものでなかったことがその一因であろう。しかし、EUが域内諸国の証券市場の統合を目指す過程のなかで、ドイツにおいても国際的競争力ある市場活力の向上を図って、市場のより透明性を求めた開示規制の見直しが行われてきた。それはビッグバン構想の中で目下、進展している我が国の会計制度改革と相通じるところがある。そこで、以下では、比較制度論の立場に立っても検討する余地のあるドイツにおける証券取引開示規制の内容について現行法規を跡付けながら考察する。ただし、取引所法および取引所上場認可命令は、我が国の証券取引法および財務諸表等規則とは異なり、年度決算書等の会計書類の作成、表示に関して具体的会計規準を有していない。それを担うのが商法会計法(商法典における会計規準)である。周知のように、ドイツにおける会計規制は商法会計法を中心にして、株式法、有限会社法、協同組合法、開示法、信用制度法、保険監督法、所得税法等における各種会計規制がそれと関連しあう、ひとつの法体系を形作っている。取引所法も例外ではなく、商法会計法との強い連携のもとに開示規制が構成されており、ドイツの場合、取引所法改革は商法改正と交錯して実施されてきた。従って、本稿では、直接的には、現行の取引所法を中心とした開示規制の内容を取り上げるが、近年の商法改正の動向と絡めながら、それが国際的証券市場に向けてどう対応し、またどのような問題を生じせしめているのかについて検討してみたい。²⁾

1. ドイツの証券取引市場の区分

ドイツにおける証券取引市場は、1987年取引所法の改正以降、公式市場、規制市場、自由市場の3つの区分(Segment)から構成される。さらに1997年からは中小規模のベンチャー企業を対象とする新規市場が加えられた。証券取引市場における開示規制の内容は、それらの市場区分に応じて異なる。そこで、証券取引開示規制を取り上げる前に、まずは、各市場区分について概括的に考察しておこう。³⁾

(1) 公式市場 (Amtlicher Handel)

取引所法第36条1項は、「取引所に対して取引所価格の公式確定(公式登録)が行われるべき

有価証券は、第41条もしくは他の法律に別段の定めがない限り、認可を必要とする。」としているが、この公式登録に基づく取引市場は公式市場と呼ばれ、ドイツにおいて、国内外の大企業の有価証券取引を対象とする国際的にも認められる市場である。公式市場における有価証券の認可前提として、公衆の保護及び正規の取引所取引に求められる諸条件を有価証券の発行者が満たしていること、公衆が発行者及び有価証券に対する適切な判断をしようの必要記載事項を含んだ目論見書（Prospekt）が申請書に添付されること、認可に際して公衆を欺いたり一般の利害に著しく侵害する状況がみられないこと、が規定される（取引所法第36条3項）。この公式市場に関して、取引所法第38条1項は、連邦政府が法規命令によって連邦議会の議決を得た上で公衆の保護及び正規の取引所取引のため、認可の条件、目論見書の記載事項、目論見書の開示時期、認可方法を定めることができるとしており、この規定を根拠にして、「有価証券取引に対する公式登録に関する有価証券認可命令（取引所上場認可命令）」（以下、取引所上場認可命令と呼ぶ。）が存在する。さらに、この「取引所上場認可命令」において、上場認可の具体的前提が規定されるが、その主たるものをあげれば次のとおりである。

- －新規に認可されるべき株式の予定相場価値、その見積が可能でない場合は株式の認可される会社の商法典第266条3項Aの意味での自己資本が最低、250万ドイツマルクなければならない（取引所上場認可命令第2条1項）。
- －株式以外の有価証券の認可については、総券面額が最低50万マルクでなければならない（取引所上場認可命令第2条2項）。
- －認可される株式の発行者は最低3年、企業として存在し、年度決算書を開示していなければならない（取引所上場認可命令第3条）。
- －認可される株式は、欧州経済共同体の加盟国もしくは欧州経済圏の契約国のひとつもしくは複数における公衆に十分、すなわち総券面額の最低でも25%は分布していなければならない（第9条）。

なお、のちに述べるように、開示規制との関係では公式市場に有価証券を上場する企業（発行者）は、目論見書の提出とともに年度決算書、状況報告書および中間報告書（Zwischenbericht）の継続的開示が義務づけられる。

（2）規制市場（Geregelter Markt）

有価証券は取引市場において公式登録によって認可されない場合、非公式市場、つまり規制市場においても上場認可されることができる。この規制市場における有価証券の上場認可の主要な

前提は、発行者及び有価証券が正規の取引所取引にとって必要である要件に合致していること、公衆の投資意思決定にとって実質的意義を有する発行者及び有価証券に関する記載事項を含んだ企業報告書（Unternehmensbericht, 公式市場の目論見書に相当する。）を認可申請に際して添付することである（取引所法第73条1項）。この規制市場における上場認可のための必要要件、企業報告書の記載事項、開示の時期と形式、認可方法、取引所価格の確定と開示、等に対する詳細は取引所規則（Börsenordnung）に規定される（取引所法第72条）。ただし、発行者たる企業の最低存続期間については規定はなく、公式市場のように中間報告書の開示義務も存在しない。規制市場はとくに、振興企業の市場参画のために存在するものとされる。

（3）自由市場（Freiverkehr）

公式市場においても規制市場においても認可されない有価証券は、取引施行規則（Handelsrichtlinien）に基づき、正規の取引遂行、事業発展が保証されると認められるときに自由市場においても上場認可が可能である（取引所法第78条）。自由市場は、例えば、フランクフルト証券取引業者協会が取り決めるような私法上の取引所規則を法的基礎とする市場区分である。この市場では形式的な認可前提はほんの僅かしか適用されず、広範囲のオプション取引と外国株式が取り引きされている。ただし、ドイツ国内企業の株式については、ほんの僅か取り引きされるにすぎない。

（4）新規市場（Neuer Markt）

1997年3月に、ドイツ取引所は中小規模のベンチャー企業に対する有価証券取引を活性化することを目的に「新規市場」という取引区分を開始させた。この新規市場は1971年に成長証券のコンピュータ市場を目指して創設されたアメリカの店頭市場・NASDAQを指向して創設され、1997年当初に既に5,000銘柄を越える取引が行われたといわれている。この新規市場における有価証券に対して、規制市場における認可前提が準用され、それと同時に有価証券の発行者にはドイツ取引所が確定した透明性基準に従い、年度決算書のIAS、US-GAAPもしくはGoBへの準拠、年度決算書における監査役会及び取締役会の持分所有の開示、年度決算書の遅くとも4ヶ月後の開示、四半期報告書における事業経過・主要指標の記載・四半期報告書の遅くとも2ヶ月後の開示、少なくとも年一回の分析実施、株主総会の開催時期、等の義務が付与されるとされている。

2. ドイツにおける取引所開示規制

既に述べたように、ドイツの取引所市場区分のうちの公式市場に対する公式登録（上場認可）に関して取引所上場認可命令が存在する。規制市場、自由市場の登録に関しても、各取引所規則において一定の開示規制が設けられているが、公式市場ほど厳格なものではない。73の条項から構成される取引所上場認可命令は、有価証券の公式登録を受ける大企業を対象としてドイツにおける取引所開示規制の中心部分であり、その内容も詳細にわたっている。以下では、この取引所上場認可命令に焦点づけて、ドイツにおける証券取引開示規制の現状を考察してみよう。⁴⁾

取引所上場認可命令の構成 1987年法

（1996. 7. 17までの改正部分を含む）

第1章 公式登録に対する有価証券の認可（第1条～第52条）

第1節 認可前提（第1条～第12条）

第2節 目論見書

第1款 目論見書の内容（第13条～第32条）

第2款 特別な場合の目論見書内容（第33条～第42条）

第3款 目論見書の開示（第43条～第44条）

第4款 目論見書を開示する義務の免責（第45～第47条）

第3節 認可方法（第48条～第52条）

第2章 認可される有価証券の発行者の義務（第53条～第70条）

第1節 中間報告書

第1款 中間報告書の内容（第53条～第56条）

第2款 特別な場合の中間報告書の内容（第57条～第60条）

第3款 中間報告書の開示（第61条～第62条）

第2節 その他の義務（第63条～第70条）

第3章 正規性違反、最終規定（第71条～第73条）

（1）取引所法発行開示規制

（11）目論見書の作成

公式市場に認可される場合、認可申請書に目論見書が添付されなければならない。この目論見

書に関して、取引所上場認可命令第13条は、一般原則を掲げているが、それによると、目論見書は、認可される有価証券の評価にとって重要である事実関係及び法的関係に関して情報を提供しなければならない、正確かつ完全なものでなければならない（第13条1項）。また、目論見書には、i) 目論見書の内容につき責任を有する自然人もしくは会社、ii) 認可される有価証券、iii) 認可される有価証券の発行者、iv) 認可される有価証券の発行者の年度決算書及び目論見書におけるその他の記載事項についての監査、に関する諸事項の記載が義務づけられている（第13条2項）。

こうした一般原則に基づき、さらに取引所上場認可命令は第14条から第32条において、目論見書の内容に関して次のような規定を設けている（特別な場合における目論見書の内容に関しては第33条～第42条に規定される）。

第14条 目論見書の内容につき責任を有する自然人もしくは会社に関する記載

第15条 有価証券に関する一般的記載

第16条 株式に関する特別の記載

第17条 株式としての有価証券に関する特別の記載

第18条 発行者に関する一般的記載

第19条 発行者の資本に関する記載

第20条 発行者の営業活動に関する記載

第21条 発行者の財産・財務・収益状態に関する記載

第22条 発行者の会計報告からの記載

第23条 資金の源泉と用途に関する表の作成

第24条 資本参加企業に関する記載

第25条 1株あたり利益及び配当金に関する記載

第26条 コンツェルン決算書の記載

第27条 上場認可社債の発行者の負債に関する記載事項

第28条 発行者の営業執行機関及び監査機関に関する記載

第29条 発行者の最近の営業経過及び営業の見通しに関する記載

第30条 目論見書における発行者の年度決算書及びその他の記載内容に関する監査の記載

第31条 株式を代理する投資証書に関する記載

第32条 株式を代理する投資証書の発行者に関する記載

ここで会計関係の記載事項については第21条以下が該当するが、それらのうち、特に取り上げられるべき規定は次のものであろう。

取引所上場認可命令第21条1項は次のように規定する。

「目論見書は、発行者の財産状態、財務状態、収益状態に関して

1. 貸借対照表および損益計算書におけるかわりに附属説明書において行われる記載内容も含めて、直近の3事業年度について比較可能な表示の形態での貸借対照表および損益計算書（第22条）、前営業年度の附属説明書；債務証券の認可については直近の2営業年度についてのみ比較可能なものでなければならない。
2. 直近の3事業年度についての資金の調達と運用に関する表（第22条）
3. 発行者が持分を所有する企業に関する詳細

を含めなければならない。」

さらに取引所上場認可命令第22条1項は目論見書における会計報告からの記載に関して、次のように規定している。

「(1)発行者がコンツェルン決算書の作成のみを義務づけられているときには、そのコンツェルン決算書は第21条1項1に基づき目論見書に含められなければならない。発行者が個別決算書の作成もまた義務づけられているときには、双方の年度決算書が含められなければならない。認可委員会は、他方の年度決算書がなんら重要な追加的記載を含まないときには、一方の年度決算書のみを含めることを発行者に認めることができる。」

以上のように取引所上場認可命令は、目論見書において貸借対照表、損益計算書、附属説明書の年度決算書、コンツェルン決算書が作成される場合には年度決算書とコンツェルン決算書の双方、もしくはそのどちらかの決算書、およびに、運動貸借対照表（資金計算書）、発行者が持分を所有する企業の詳細を記載することを義務づけているが、第21条1項でいう「発行者の財産状態、財務状態、収益状態」は商法典第264条2項、第297条2項に掲げる資本会社（コンツェルン）の「財産状態、財務状態、収益状態に関する実質的諸関係に合致する写像」に相応する。ドイツ商法典は、この第264条2項、第297条2項の目標規範に基づき、資本会社（コンツェルン）に対して正規の簿記の諸原則（GoB）に準拠した年度決算書（コンツェルン決算書）の作成と開示を義務づけている。また、後述するように、商法典第267条において、公式市場と規制市場の上場会社について、それを大資本会社とみなして、商法上の年度決算書の作成と開示の規制下においている。それによって、取引所の目論見書の発行開示規制は、その会計法的基礎を商法上の諸規定と正規の簿記の諸原則に委ねることになる。

(12) 目論見書の開示

さて、以上の内容を有する目論見書は、規定される開示内容の国内での広範囲の衆知をはかる

ため上場認可委員会が指定する取引所公告指定紙（新聞）において開示される。上場認可申請が複数の取引所公告指定紙に開示されるときには、目論見書も同時に開示される。また、連邦公報において目論見書または目論見書の公告指定紙名および公衆がこれらを手に入れる場所についての情報を開示することになる（取引所法第36条4項）。なお、取引所上場認可命令第43条において目論見書の開示期間に関して、「少なくとも有価証券の上場前3週日は開示されなければならない」とされている。

（2）取引所法継続開示規制

（21）年度決算書と状況報告書の作成と開示

ドイツにおける取引所法は、取引所法第44条1項の3及び第44条2項を根拠として有価証券を公式登録する発行者（企業）に対して、取引所上場認可命令第65条1項及び2項に基づき年度決算書と状況報告書の継続的开示の義務を課している。

すなわち、まず、取引所法第44条1項の3は、上場認可される有価証券の発行者の義務として「公衆及び上場認可委員会に、発行者及び上場有価証券に関する情報を適切に通知する」ことを掲げ、さらに同第44条の2項では「連邦政府は、連邦上院の同意を得て法規命令によって1項の3により行われる開示及び通知についての方法、範囲及び様式ならびに1項の4による義務が生ずる期日及び前提要件につき定める権限を有する。」としている。

そして、この規定を根拠にして連邦政府の定める取引所上場認可命令第65条「年度決算書および状況報告書の提供」の1項および2項はつぎのような規定をおいている。

「(1)上場認可された有価証券の発行者は、年度決算書及び状況報告書がこの法規命令の適用領域において公開されないときには、その年度決算書と状況報告書を確定後すみやかに支払所において公衆の利用に供さなければならない。

(2)発行者が個別決算書もコンツェルン決算書も作成する場合、双方の年度決算書が第1項の規定に従い、公衆の利用に供されねばならない。上場認可委員会はもう一方の年度決算書に重要な追加的記載が含まれないときには、一方の年度決算書のみを公衆の利用に供することを認めることができる。」

このように、ドイツの取引所法は有価証券の公式認可（上場）会社に対して、目論見書による発行開示規制と並んで、年度決算書と状況報告書、さらにコンツェルン決算書を作成する場合にはその双方かそのどちらかの継続開示規制を設けている。しかし、先にふれたようにこれらの決算書情報の作成、処理に関して、取引所法は個別具体的な規制を設けておらず、その実質的規制

内容は商法典の会計規準に委ねられることになる。

その根拠規定が商法典第267条の「規模階級の分類」である。商法典第267条は、資本会社を大中小の規模に分類し、そのうちの大資本会社に公式市場と規制市場の上場会社を含めている。従って、公式市場と規制市場において有価証券を上場する資本会社は、取引所法に基づく開示規制に対して、商法典第3篇「商業帳簿」のうち大資本会社に適用される会計規準を遵守することが義務づけられることになる。

商法典第267条は次のように定めている。

「大規模資本会社とは、2項に掲げる三つの指標のうち、少なくとも二つの指標を超えるものをいう。資本会社は、株式または資本会社によって発行されたその他の有価証券が欧州経済共同体加盟国の取引所において公式市場もしくは規制市場で認可されるか、規制自由市場に含まれるかまたは公式市場もしくは規制市場での認可申請が行われているときには、常に大規模資本会社とみなされる。」

ドイツにおける現行商法典は、資本会社と人的会社の会社法形態の区分の上にならなくて、また資本会社に関しては大中小の規模区分に応じて貸借対照表項目と損益計算書項目の下位分類、附属説明書の報告義務の範囲、法定監査及び公示義務等の規定を段階的に規定する。この場合、公式市場と規制市場における有価証券を上場ないし認可申請している株式会社は商法上の大規模資本会社と同等の取り扱いを受けることになり、取引所法による上場・非上場の基本的会社区分は、商法典の資本会社の規模区分と連結する。商法上の年度決算書等の記載・開示に関わる実質的な会計規準が取引所法の発行開示規制の基礎に据えられることになる。

(22) 中間報告書の作成と開示

ドイツの取引所法はEU指令を転換して、1986年の改正により中間報告書の作成と開示に関する義務規定を設けている。公式市場において有価証券の登録が認可される発行者は年度決算書に加えて中間報告書を作成し開示しなければならない。この中間報告書の作成・開示義務については、取引所法第44b条に次のように規定される。

「(1)認可される株式の発行者は、営業年度内に、正規に少なくとも、報告期間内の発行者の財務状態及び事業経過の実質的諸関係に合致した写像を数値事項と記述事項に基づいて伝達する中間報告書を開示することが義務づけられる。

(2)連邦政府は連邦議会の議決を経た法規命令によって、公衆の保護のために中間報告書の内容につき、とくに記載される数値事項及び記述事項並びにその開示の時期と形式についての諸規定を定めることが授権される。法規命令は、例外的場合、とくに交渉の利益を危険にす

るあるいは発行者側に危惧される著しい損害の観点から、中間報告書における個々の記載をなすことを除外しうることを定めることができる。」

この第44b条のうち、第2項1文に基づき、中間報告書の作成と開示について、取引所上場認可命令第2編第1節～第3節（第53条～第62条）が適用される。

る。その内容は次のとおりである。

第1節 中間報告書の内容

第53条 一般原則

第54条 数値記載事項

第55条 説明記載事項

第56条 コンツェルン決算書

第2節 特別な場合の中間報告書の内容

第57条 数値記載事項の適用

第58条 第三国の発行者

第59条 欧州経済共同体の複数参加国における中間報告書

第60条 個々の記載事項に関する免責

第3節 中間報告書の開示

第61条 開示の形態と時期

第62条 認可委員会の通知

これらの規定のうち、まず、第53条では中間報告書に関する一般原則が次のように掲げられる。

「中間報告書は、発行者の営業活動が営業年度のはじめの6月間においてどのように展開されたかの判断を可能にさせるものでなければならない。中間報告書は報告期間における発行者の諸活動と成果に関する数値記載事項ならびにそれに対する説明を含まなければならない、第58条2項の規定を遵守してドイツ語で作成されねばならない。」

こうした一般原則に基づき、第54条において次の会計関連の数値記載事項が列挙される。

「(1)数値記載は、少なくとも、会計報告に適用される商法上の諸規定の意味での売上収益額、税引前もしくは税引後の損益を表示しなければならない。各数値記載に関しては、前年度の相応期間に対する比較数値を表示しなければならない。

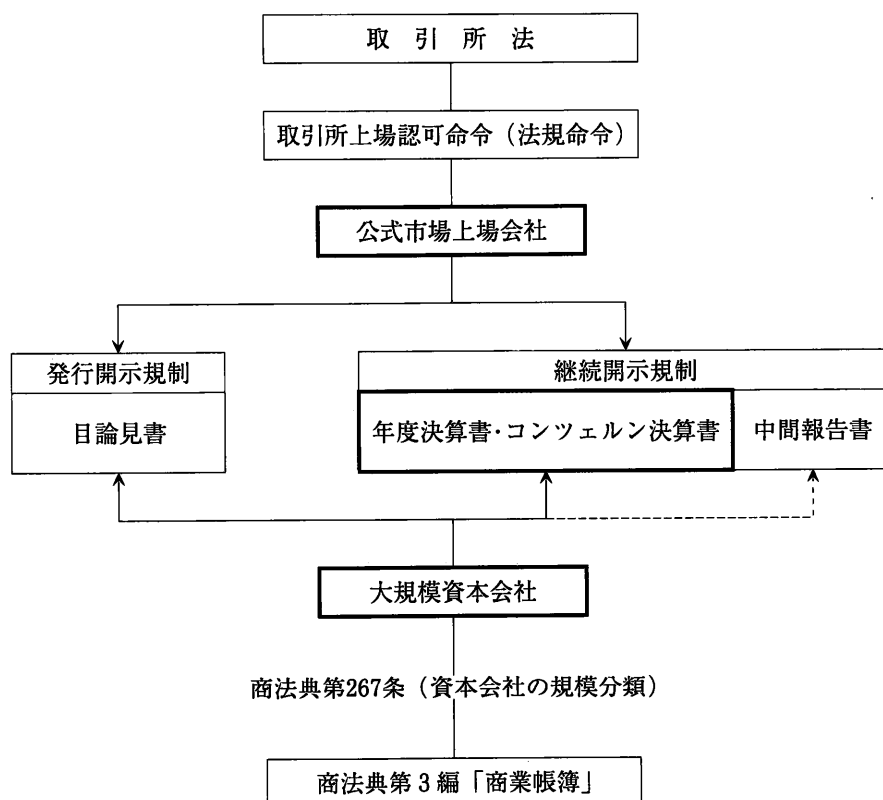
(2)発行者は、報告期間について中間配当を行うか、それを予定しているときには、数値記載の場合、当該期間に対する税引後損益および配当金額もしくは配当予定金額が表示されな

ればならない。

(3)数値記載が決算書監査人によって監査されるときには、追加的注記事項並びに限定意見もしくはその撤回を含めた確認の付記が完全に呈示されねばならない。

(4)株式が国内の取引所にのみ公式登録される発行者について、上場認可委員会は、追加的な表明能力の観点から不相応の多額の費用を回避させるために発行者にとってやむを得ないか、もしくは別の理由でこの例外が正当化しうるならば、見積数値記載の形式で損益を表示することを認めることができる。中間報告書から、公衆が見積数値が関わっていることを明確に認識できるようにしなければならない。』

その他、中間報告書には、発行者の営業活動の展開と損益の判断にとって必要な、売上収益のセグメント、受注状況、原価と価格の動向、従業員数等の記述的説明が義務づけられ（取引所上場認可命令第55条）、また、発行者がコンツェルン決算書を開示している場合には、個別会社かコンツェルンのどちらかについて中間報告書を作成できるとされている（取引所上場認可命令第56条）。



なお、中間報告書は、報告期間の終了後 2 月以内に、取引所公告指定紙の少なくとも一紙にもしくは連邦公報または支払場所に公衆が無償で利用できる印刷物として開示されなければならない。さらに、中間報告書が連邦公報に開示されないときには、連邦公報において中間報告書が開示される場所、公衆のために保存されているかの指示が連邦公報において周知されねばならない（取引所上場認可命令第60条）。

さて、以上が現行の取引所法に基づくドイツの公式市場において有価証券を公式登録（上場）する企業に適用される証券取引開示規制の概要である。これら開示規制の具体的内容は連邦政府の法規命令「取引所上場認可命令」に定められている。しかし、この「取引所上場認可命令」には開示される会計事項の処理、表示に関して実体的な法規定は存在しない。それらは、商法典第 267 条における「規模階級の分類規定」に連結して大規模資本会社と同等の商法会計規準に依存することになる。これに対して、中間報告書は商法において作成、開示の義務づけられていない取引所法特有の開示規制である。ただし、そこにおける会計記載事項も、「会計報告に適用される商法諸規定」（取引所上場認可命令第54条）に基づき作成される。ドイツの証券取引開示規制は従って、その実質的内容を商法会計規準に委ねている。この関係を図示すれば前頁のようだろう。

3. 取引所開示規制と国際会計基準

ところで、ドイツにおいて取引所開示規制は、その実質的法基盤を必ずしもドイツ商法にのみ委ねるものではない。特に、ドイツ国外に所在する上場外国企業に対して、年度決算書をはじめとする会計書類をドイツ商法以外の会計規準に準拠することを許容する。

取引所上場認可命令第22条 4 項が次のように規定しているからである。

「欧州経済共同体以外もしくは欧州経済圏に関する条約のその他の協定国以外に居住する発行者の場合、その年度決算書が会社の年度決算書と状況報告書に関するこの法規命令の適用領域における諸規定に合致しないで、かつ発行者の財産状態、財務状態、収益状態に関する実質的諸関係に合致した写像を伝達しないときには、追加的記載が目論見書に掲載されなければならない。」

また、取引所上場認可命令第65条 4 項の規定は次のようである。

「欧州経済共同体以外もしくは欧州経済圏に関する条約のその他の協定国以外に居住する発行者の場合、会社の年度決算書もしくは状況報告書に関するこの法規命令の適用領域における諸規

定に合致しないで、かつ発行者の財産状態、財務状態、収益状態の実質的諸関係に合致した写像を伝達しないときには、発行者はその支払場所で公衆の利用に供さなければならない。」

これらの規定はドイツの証券取引市場（公式市場）に上場する外国企業に対して、目論見書の記載と年度決算書および状況報告書の作成・開示に関して、ドイツ商法会計規準への準拠を条件付けずに、「財産状態、財務状態、収益状態に関する実質的諸関係に合致した写像」いわゆる「真実且つ公正なる写像」を要件に、他国の会計規準への準拠をも承認するものである。⁵⁾

この点、かかる取引所法開示規制の免責規制と接続して、商法典においても、コンツェルン決算書に関して一定の要件を満たす場合、ドイツ商法会計規準に準拠した決算書の免責規定を、EU指令に応じて、1985年改正時において既に規定してはいた。すなわち、商法典第291条において、国内の親企業でありかつ他の親企業（欧州経済共同体加盟国内に居住する）の子企業でもある企業に対して、コンツェルン決算書及びコンツェルン状況報告書の作成免責に関する規定を掲げ、さらに商法典第292条では、第291条のコンツェルン決算書と状況報告書の免責規定が欧州経済共同体の非加盟国に居住する親企業にも適用できることを、連邦法務大臣が連邦参議院の承認を必要としない法規命令によって決定する権限を有すると規定していた。そして、この商法典第292条を受けた連邦法務大臣は、「欧州経済共同体の加盟国以外の国に居住する親企業の免責コンツェルン決算書に関する法規命令」、いわゆる「コンツェルン決算書免責命令（KonBefrV）」を1991年11月15日付で制定し、11月30日付で発効させた。

ただし、それらの免責規定は、欧州経済共同体非加盟国において作成される免責コンツェルン決算書が指令 93/849EWGつまりEU第7号指令（コンツェルン決算書に関する指令）の要件に一致して、ドイツ商法によるコンツェルン決算書と等価値（gleichwertig）であること、つまり「等価値性の原則」を条件としたものであった。

現在、この免責システムは国内のドイツ企業にまで範囲を拡大した。1998年の「資本市場におけるドイツ・コンツェルンの競争能力改善および社員消費貸借の受容の容易化のための法律」（以下、「資本調達容易化法（KapAEG）」と呼ぶ。）⁶⁾の成立によって改正された商法典は、第292条の後に第292a条「作成義務の免責」を新設し、ドイツ商法に依るコンツェルン決算書の免責を、外国企業だけでなく国内外の取引所に上場するドイツ親企業にまで拡大せしめている。それはまた、EU指令とIASとの等価値性を認めて、ドイツ法に基づかない、広く国際的に認められた会計規準に準拠したコンツェルン決算書の適用をドイツ企業にも容認するものであった。

商法改正の政府法案に付された政府理由書はその事情について以下のように説明している。

「今日、アメリカ合衆国で上場される他のEU加盟国に居住する企業は、既に、国内法規の免

責によって、UA-GAAP 規準のコンツェルン決算書をヨーロッパのコンツェルン会計法との調整計算表なしに作成している。EU 連絡委員会が EU 会計指令と IAS との一致を確認したことにより、こうした実務は一層拡大するだろう。US-GAAP 規準で作成される外国企業のコンツェルン決算書は、EU 法に基づくと、上場目的に際してドイツにおいて承認されなければならない。さらに、その決算書はコンツェルン決算書免責法規命令に基づいて、免責決算書として用いることが可能である。その場合、当該の決算書はドイツに居住する親企業がドイツ法に依拠して作成する部分コンツェルン決算書に代わるものとみなされる。にもかかわらず、ドイツ企業にとってはこのような可能性は従来、閉ざされていた。従って、かかる観点からもまた、連邦政府はこうした内国法人が差別化される状態は継続されるべきでないという見解をもっている。⁷⁾

さらに、最終修正法案に付された法務委員会理由書は次のごとく述べている。

「しかし、法務委員会は、免責規定が外国の資本市場を利用する企業のためにのみ役立てられるべきという見解ではない。外国の資本市場の利用に関連づけることで、国内の資本市場を利用するドイツ親企業にとって、免責規定の利用が妨げられることになる。しかし、かかる企業についても包括的かつ国際的に比較可能な情報に対する外国の資本提供者のニーズに対応するため、国際的に認められた会計諸原則に基づくコンツェルン決算書を作成する要請は存在しうる。この場合、取引所認可命令第 21 条以下の諸規定、とりわけ第 22 条 4 項に基づいて取引所上場に際して国際基準によるコンツェルン決算書を提出することが可能な外国企業と、ドイツの企業とが国内の取引所において競合している典を考慮しなければならない。さらに、『新規市場』で自身の株式が売買されるドイツ企業はコンツェルン決算書を US-GAAP に基づくかもしくは IAS を適用して作成しなければならない。かかる要求を満たすため、政府法案で提案された免責規定は国内の取引所に上場される全ての企業にまで広げて適用された。」⁸⁾

以上みられるように、アメリカのコンピュータ市場・NASDAQ を指向して創設された新規市場も加えて、外国企業との競合関係のますます強まっている証券取引市場を背景にして、現時点のドイツ商法は、EU 会計指令と IAS との等価値性を根拠にして、取引所の上場目的に対して、外国企業のみならず国内企業に対してもドイツ法に依拠したコンツェルン決算書を免責し、IAS あるいは US-GAAP の会計規準の適用を承認している。

この点、法務委員会報告書は次のように述べている。

「商法典第 292a 条の規定によって、今後、取引所上場に際して、また、取引所認可命令第 21 条以下と販売目論見書指令第 8 条が要請する財産状態、財務状態、収益状態に関する記載についても、この第 292a 条の掲げる国際的に求められた諸基準に基づくコンツェルン決算書が利用可能と

なる。取引所上場認可命令の該当規定は、商法典第292a条2項に基づく免責コンツェルン決算書にもこの『コンツェルン決算書』の概念がおよぶことを前提にして解釈されなければならない。』⁹⁾

したがって、ドイツ商法会計規準に実質的に依存する取引所開示規制も国内外の企業に対して、必然的にIAS、US-GAAPの適用を妨げるものでない。

4. ドイツ取引所開示規制と商法改正問題

ドイツの取引所法は公式市場、規制市場、自由市場、新規市場からなる証券取引市場において有価証券を上場する企業に対して、基礎的開示規制を設けている。また、公式市場における有価証券の公式登録（上場）に際しては、取引所上場認可命令が取引所法を根拠に詳細な発行開示及び継続開示の諸規定を定めている。本稿では、EU域内諸国の資本市場の統一化を目標に、一連の理事会指令をドイツ国内法に転換し成立をみ、1986年、1989年、1994年と改正の進められてきた現行取引所法を中心に取り上げ、そこにおける開示規制の内容を商法会計規準との相互の関係の中で考察してきた。

EU理事会が発布した取引所開示規制関連の指令については次のものがある。

- (1) 「取引所上場認可指令（Börsenzulassungsrichtlinie）」（79/279/EG 1979年3月5日）
- (2) 「取引所目論見書指令（Börsenprospektrichtlinie）」（80/390/EG 1980年3月17日）
- (3) 「中間報告書指令（Zwischenberichtsrichtlinie）」（82/121/EG 1982年2月15日）
- (4) 「1980年取引所目論見書指令の改正指令」（87/345/EG 1987年6月22日）
- (5) 「販売目論見書指令（Verkaufsprospektrichtlinie）」（89/298/EG 1989年4月17日）
- (6) 「1980年取引所目論見書指令の改正指令」（90/211/EG 1990年4月23日）

ところで、Bienerによれば、EUの取引所指令は開示される年度決算書およびコンツェルン決算書の形式及び内容に関して何ら特別の規定を含むものでないという。従って、それは、一般的法規に基づく決算書とそれに附属する説明が問題とされる限りにおいて、取引所法の開示義務を履行するに当たってIASに基づき作成されるコンツェルン決算書の利用をさまたげるものでない。株式もしくは債務証券をEUにおける証券取引所に公式登録することを申請する会社はその会社の年度決算書、そしてコンツェルン決算書を作成するときにはそれも含めて、あるいはそのコンツェルン決算書のみをそのつど遅滞なく開示しなければならない。これらの書類が会社決算書に関する理事会指令の規定に一致しなく、そして当該会社の財産状態、財務状態、収益状態の

実質的諸関係に合致する写像を提供しないときには、追加的記載が行われなければならない。それが必要か否かは、取引所認可委員会の義務づけられた判断による。同様の規制は、取引所認可目論見書および販売目論見書に関する各指令にも含まれる。その場合にも、取引所上場認可委員会は、非連結もしくは連結された決算書が会社の年度決算書に関する理事会指令に一致せずに、発行者の財産状態、財務状態、収益状態に合致する写像を伝達しないときには、より詳細なものしくは補完的な記載を要請することができる。ある加盟国において容認された目論見書は他の加盟国においても容認されなければならない。他の加盟国は当該国の市場にとってもっぱら特有の補完的な報告を要求してもよいとされている。さらにまた、証券取引所に株式を公式登録申請する会社が開示すべき中間報告書の形式と内容に関する要請は、IASと何ら矛盾しないほど初歩的なものだという。¹⁰⁾

確かに、現行のドイツ取引所法は、英米の証券規制と比較すれば、発行者側にとって必ずしも厳格な内容を含むものでない。しかし、EU域内の資本流通の自由な移動と活性化を目的とするEU指令を転換して、一層の市場の透明性、情報開示の強化を求めていることは事実である。ただし、この取引所法は開示されるべき決算書等の書類の形式、内容に関して実体的会計規準を有していない。取引所法は商法上の会計規準（GoBと諸会計規準）に実質的法基盤を委ねており、ドイツ商法が債権者保護にたったいわゆる保守主義的会計規制を超えて、投資家サイドの情報要求にも適合しうる可能性を与えている。そこに、EU域内のみならず広く国際化した資本市場とそこにおける国際的に承認される会計規準（とくにIAS）の今日的な情報要請に商法が対応する一定の素地をみることができよう。

さて、Buddeは、「取引所上場会社は独自の途を進まなければならないのか」と題した論攷で、「結果として、取引所上場会社、取引所、取引所監督局並びに株主、投資家の間には、会計報告の範囲を拡大することが望ましいとする点で合意が確認される。その場合、IASが標準として容認される。従って、IASがドイツ法に取り入れられるべきならば、HGBへの組入れが行われねばならないのか、もしくは取引所法が適切な入れ物なのかどうかの方が更に問題となる。」¹¹⁾と述べて、国際資本市場への対応への二つの道をあげたが、ドイツの場合、「HGBへの組み入れ」の道が選択された。ドイツでは、実体的法規定を有する商法の改正を通じて取引所法開示規制をIASに対応させることを試みている。

既にみたように、ドイツ商法は1985年の改正において、他のEU加盟国に所在する国外企業とその国外企業を親企業とする国内企業に対して、ドイツ法によるコンツェルン決算書の免責規定を置き、さらに1998年の改正においては国内外の取引所に上場する国内親企業に対して、その免

責規定の範囲を拡大した。確かに、こうした商法の改正は、それ自体が、資本市場を指向したコンツェルン決算書の情報提供機能を重視する国際化への対応である。商法改正に付された立法当局の見解は、この改正があくまで証券市場における情報開示を目的としたものであって、それは、課税にも配当にも関わらず、慎重性原則と税務上の利益決定に対する商事貸借対照表の基準性原則も保持されるとしている。

こうした配当にも課税にも影響しない、情報開示目的のみに資するコンツェルン決算書をBuddeは「公告－決算書」と称している。しかし、かれは先の二つの道のうち商法改正の道が選ばれるとしたら、それは企業の配当決定にも大きな影響を与えるとしている。

Bienerは、そうした影響を商法改正の「マイナスの貢献」とも呼んでいる。Bienerは、コンツェルン決算書の免責規定をもって一時しのぎの「国際的な取引所上場の目的のための特殊なGoBとしてのIASの容認」¹⁹⁾と位置づけ、伝統的に制定法支配のドイツにあって、私的な規制物であるIASを制定法規範のなかにどう繋ぎ止めるかが、今後の課題であると述べている。この点、既述の「資本調達容易化法」と同時平行的に成立した「企業領域における統制および透明性に関する法律」(以下、「企業領域統制・透明化法(KonTraG)」と呼ぶ。)を通じて、商法に新設された「私的会計委員会」(商法典第342条)条項に基づき創設されたドイツ版FASB「ドイツ会計基準委員会(DRSC, oder GASC)」はIAS、US-GAAPのドイツにおける適用をその委員会の勧告・開発によって可能なものとしている。¹⁸⁾しかし、こうした法的解決は、一層の問題を投げかけている。それはドイツ会計基準委員会の勧告・開発を経てIASがGoBとして認知された場合、それがコンツェルン決算書だけでなく年度決算書(個別決算書)と基準性原則に基づき税務上の利益算定に影響するの否かという問題である。ドイツにあってGoBは帳簿記録と年度決算書の作成のすべてに関わる利益算定の一般条項としての機能を持つ会計制度の機軸的法施設である。それはまた、基準性原則によって税務上の利益算定にも基礎にも置かれる法施設でもある。したがって、GoBは証券取引の開示規制のみに関わるものではない。IASあるいはUS-GAAP=GoBの図式が今後、ドイツの伝統的な利益算定機構にどう波及して影響するするのか、国際的証券市場に対応した取引所開示規制の変革はGoBを機軸としたドイツの会計制度の根幹に関わる問題を今、投げかけてもいるのである。

注)

1) なお、ドイツにおける取引所機構改革の内容に関しては、以下が詳しい。『図説 ヨーロッパの証券市場』1997年版、財団法人日本証券経済研究所、平成9年(第2編ドイツの証券市場)。

- 2) 1987年取引所法の開示規制については既に次の拙稿で検討した。「第2章 商法会計の法システム」『ドイツ会計の新展開～国際化への戦略的アプローチ』(佐藤博明編著) 森山書店、1999年。本稿は、その後、改正を経た現行の1996年取引所法を中心に、この数年来の新たな商法改正の動向をも踏まえた最新の証券取引所開示規制の内容に関して取り上げている。
- 3) 以下の内容については次を参照。Bankrecht, Stand 3. März 1997, 1. Aufl. 1997. / Hans-Lothar Mertin; Das Börsen Handbuch, 1998, S.151-154.
- 4) 取引所法および取引所上場認可命令の条文とその解釈に関しては、次を参照。Schwark Eberhard; Börsengesetz, Kommentar zum Börsengesetz und zu den börsenrechtlichen Nebenbestimmungen, 2. Aufl., 1994. / Hans-Lothar Mertin; a. a. O.
- 5) なお、この免責規定は取引所上場認可命令第58条に基づき、第三国の発行者の中間報告書にも適用される。
- 6) 7) Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an internationalen Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz-KapAEG), in: Bundestag Drucksache 13/7141, 1997. 資本調達容易化法ならびにその法案の商法改正部分を訳出紹介したものととして、次を参照。佐藤誠二、稲見亨「『資本調達容易化法』によるドイツ商法会計法の改正について」静岡大学『経済研究』3巻2号、1998年。
- 8) Beschlußempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuß) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung - Drucksache 13/7141 - Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an internationalen Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz-KapAEG), in: Bundestag Drucksache 13/9909, 1998.
- 9) Ebenda.
- 10) Herbert Biener; Können die IAS als GoB in das deutsche Recht eingeführt werden?, in: Rechnungslegung Prüfung und Beratung, 1996, S.101-103.
- 11) Wolfgang Dieter Budde, Müssen die Börsennotierten Gesellschaften einige Wege gehen, S.99-102.
- 12) Herbert Biener; a. a. O., S.111-115.
- 13) この点の詳細については、佐藤誠二、稲見亨「国際資本市場へのドイツ商法会計の対応(2)」『会計』154巻5号、1998年を参照。