

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析

YANAGI, Akimasa / 柳, 明昌

(出版者 / Publisher)

法学志林協会

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

Review of law and political sciences / 法学志林

(巻 / Volume)

111

(号 / Number)

4

(開始ページ / Start Page)

29

(終了ページ / End Page)

63

(発行年 / Year)

2014-03

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00009807>

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析

柳 明 昌

一 はじめに

1. 問題の所在

2. 叙述の順序

二 組織再編成に係る情報開示の実態

三 組織再編成に係る情報開示をめぐる議論の変遷

1. 従来議論

2. 分析

3. まとめ

四 横断的分析

1. 調整の現状

2. 規制の過不足の分析

五 おわりに

— 附・資料（合併における開示情報（消滅会社）の横断的比較）

一 問題の所在

1. 問題の所在

平成一八年に可決・成立した金融商品取引法（以下、「法」）は、最近の企業の組織再編成をめぐる動向を踏まえ、

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析（柳）

組織再編成に係る情報開示の充実を図る趣旨から、組織再編成に係る情報開示規制（法二条の二、四条一項本文、以下「M&A情報開示（規制）」）を導入した。この規制は、組織再編成に伴って有価証券が発行される一定の場合に、募集・売出し概念に含める形ではあるが、「特定組織再編成発行手続」・「特定組織再編成交付手続」という概念を経由して有価証券届出書による情報開示を要求する構造となっており、金融商品取引法上の位置付け（従来の情報開示規制との関係）やM&A情報開示規制の本質を理論的にどのように理解すべきか必ずしも明確ではない⁽¹⁾。

しかしながら、そもそもM&A情報開示規制の本質についてどのように理解するかの問題を考える以前に、組織再編成が行われる場合に、金融商品取引法上の情報開示規制が必要であるかについて実は検討の余地がある。新たにM&A情報開示規制を採用するに至った理由については、「企業の合併・買収等の件数の増加等、最近の企業の組織再編成をめぐる動向を踏まえ、組織再編成に関する情報開示の充実を図る観点」から、有価証券の募集等と同様の開示規制を課しているとの説明⁽²⁾がなされるが、企業の合併等の件数の増加等が金融商品取引法による情報開示の充実を図るべきことに必ずしも直結するわけではない。なぜなら、組織再編成に係る情報開示については、会社法、会社法施行規則、委任状勧誘規則、金商法（臨時報告書）などのハードローのみならず、ソフトロー（取引所による自主規制（適時開示））といった諸制度による開示が充実したものとなっており、それで十分かもしれないのである。そうだとすると、金融商品取引法による情報開示の充実を図る必要性が認められるどうか、どのような場合にその必要性が認められるかは自明ではない。金融商品取引法による有価証券届出書と会社法による事前開示書類の開示内容はほとんど一緒であり、両者の間で調整があってもよいのではないかとの指摘⁽³⁾に対し、「会社法の開示内容と金商法上の開示内容には重なった部分があると思いますが、その調整までは至っていないと考えています」ということを実際に立案担当者が認めている⁽⁴⁾。さらに言えば、金商法上の開示を要するかどうかは、会社法の開示内容のみならず、取引所

の適時開示といったソフトロー（開示内容）まで含めた上でどのあたりに規制の過不足があるかが検討されるべきであらう。

本稿におけるアプローチは、最近の上場会社法制や公開会社法制の議論にみられる包括的・抽象的な議論そのものやその評価を検討の対象とするものではない。これまでの議論では「大きい公開会社法制」から「小さい公開会社法制」まで存在するが、本稿は「大きい公開会社法制」を問題とするものではない。⁽⁵⁾ 公開会社法制の議論の存在を前提とするとともに、とりわけ上場会社について会社法と金融商品取引法の規制の過不足を分析し（過不足の点検作業）、それらをどのように調整するかという地道な作業の重要性が説かれている。⁽⁶⁾ 本稿では、より具体的に、合併を中心とした組織再編成に係る情報開示規制について、会社法、金商法および自主規制のルールを横断的に分析することにより、それぞれの開示規制にどのような特徴がみられるか、相互にどのような重なり合いや過不足が生じてきたのか、あるいは生じているのか、その結果どのような課題が生じているかを中心に分析するものである。

2. 叙述の順序

まず、実務上、M & A情報開示がどの程度、どのような場合に行われているかを確認するため、提出された有価証券届出書（組織再編成）を過去三年分遡って分析する（二、参照）。次に、M & A情報開示規制が導入されるまで、合併において消滅会社の株主にハードロー、ソフトローを通じて、どのような情報が開示されているかを縦軸として歴史的に分析する（以下、三、参照）。これに続けて、M & A情報開示規制導入後、消滅会社の株主に対する情報開示の過不足はどのように生じているのかについて、最も詳細な情報開示と考えられる適時開示を基準に分析する（以下、四、参照）。

(1) このような問題意識に基づく比較法研究として、筆者はすでに「米国における組織再編成に係る情報開示に関する法理の展開」(関俊彦教授古稀記念論文集「変革期の企業法」(商事法務、二〇一一)四九三を公表し、また、我が国の組織再編成、とりわけ会社分割に係る開示規制については、「会社分割に係る情報開示規制の理論的検討」MAR二〇一二年四月号五二頁として、従来の開示規制の枠組みの中に位置づけたときに、どのような特徴を有しているかの分析を行っている。

(2) 三井秀範・池田唯一監修/松尾直彦編著「一問一答金融商品取引法(改訂版)」(商事法務、二〇〇八)一四八頁参照。

(3) 金融商品取引法研究会「開示制度(1)——企業再編成に係る開示制度および集団投資スキーム持分等の開示制度——」研究記録第二三号(二〇〇八)一九頁—二〇頁【川口恭弘】。

(4) 金融商品取引法研究会・前掲注(3)二〇頁【谷口義幸調整官】。

(5) 大・中・小の公開会社法制の内容について、松尾直彦「公開会社法制と金融商品取引法」商事一八九八号(二〇一〇)四八頁—四九頁参照。

(6) とりわけ、神田秀樹編著「上場会社法制の将来」(商事法務、二〇〇九)所収の神田秀樹「上場会社法制のポイント」四頁以下、「パネルディスカッション」上場会社法制の課題と展望」八〇頁—八二頁【藤田友敬発言】、松尾・前掲注(5)四七頁参照。

二 組織再編成に係る情報開示の実態

本項は、一、において明らかにした課題に取り組むにあたり、すべての組織再編成を包括的に取り上げ、検討の対象とするのではなく、実務において相当程度情報開示手段として利用されている、その意味で分析対象として意味のある組織再編成の種類を中心として規制の過不足を分析することが有益であると考えた。そこで、検討の対象とする組織再編成を絞るために、二〇一三年一月一日を起点に過去三年間に提出された有価証券届出書(組織再編成)の提出された順序に従ってリスト化したものが〈表1〉である。提出書類の分析の結果、組織再編成類型および

〈表1 過去3年間に提出された有価証券届出書(組織再編成)〉

提出日	会社名	組織再編類型	その他
平成25年10月9日	株式会社ウエスコホールディングス	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年10月7日	K&Oエナジーグループ株式会社	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年8月13日	ER1ホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場
平成25年7月11日	飯田グループホールディングス株式会社	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年6月11日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年6月10日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年6月7日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年6月6日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年6月3日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年4月2日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年3月13日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年2月20日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年1月28日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年1月22日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成25年1月11日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年8月14日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年7月13日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年6月12日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年6月12日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年6月12日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年6月11日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年6月8日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場
平成24年6月6日	同株式会社移転	共同株式移転	テクニカル上場

2013年11月18日現在

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析(柳)

平成24年6月6日	株式会社北洋銀行	共同株式移転	テクニカル上場(東証・札証)
平成24年6月4日	株式会社P&Pホールディングス	単独株式移転	テクニカル上場(大証)
平成24年1月5日	アイトスペースホールディングス株式会社	共同株式移転	新株予約権の発行
平成24年1月5日		共同株式移転	テクニカル上場
平成23年11月9日	同 右	株式交換	株式・新株予約権
平成23年6月13日	アブリックスIPホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場
平成23年6月13日	栄光ホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場
平成23年6月13日	大正製薬ホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場
平成23年6月13日	エフエフ商事株式会社	吸収合併	テクニカル上場
平成23年6月10日	JALCOホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場(大証)
平成23年6月10日	サノヤスホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場
平成23年6月9日	宮越ホールディングス株式会社	単独株式移転	テクニカル上場
平成23年6月8日	パラマウントベッツホールディングス株式会社	株式交換	新株予約権の発行
同 右	同 右	同 右	テクニカル上場
平成23年6月6日	日新製糖株式会社	共同株式移転	テクニカル上場
平成23年3月8日	株式会社ユアーズ	吸収合併	存続会社(非上場)、消滅会社(福証上場)
平成23年2月4日	毎日・スポニチ持株移行株式会社	共同株式移転	譲渡制限
平成23年1月11日	株式会社TSIホールディングス	共同株式移転	新株予約権の発行
同 右	同 右	同 右	テクニカル上場
平成23年1月6日	株式会社TOKAIホールディングス	共同株式移転	新株予約権の発行
平成23年1月6日	同 右	同 右	テクニカル上場
平成23年1月5日	株式会社ゲームカードジョイコホールディングス	共同株式移転	テクニカル上場(大証)
平成22年12月27日	ゼニス羽田株式会社	共同株式移転	テクニカル上場
平成22年11月18日	株式会社ノエビアホールディングス	単独株式移転	テクニカル上場
平成22年11月10日	株式会社コネクトホールディングス	単独株式移転	新株予約権(付社債)
同 右	同 右	同 右	テクニカル上場
平成21年1月14日	株式会社バイタルケーエスケー・ホールディングス	共同株式移転	テクニカル上場

情報開示内容の特徴として、次のような点を挙げることができる。

- ・金商法にいわゆる組織再編成（四類型）のすべての類型に係る有価証券届出書を見出すことができる。
- ・圧倒的な多数を占めるのは、単独によるものであれ共同によるものであれ、株式移転による持株会社の設立、いわゆる「持株会社化型」である。そしてそれとは逆に、完全子会社となっている事業会社に持株会社が吸収合併される、いわゆる「持株会社解消型」が三件ある（親会社解消型を含めると四件）。前者の場合には、持株会社（発行者）が非上場会社であり、完全子会社となる会社が上場会社であり、後者の場合には、存続会社が非上場会社であり、消滅会社が上場会社であるという事例が一般的であることから、金融商品取引法上の開示を要する場合に該当することになる。また、前者の場合には、株式移転を行う場合における新たに設立される完全親会社の上場について、後者の場合には、上場会社が非上場会社に吸収合併される場合における当該非上場会社の上場について、簡易な基準に基づいて速やかに上場できる「テクニカル上場」の制度（有価証券上場規程第二〇八条第一号・第三号）が利用されている。
- ・有価証券届出書の記載事項として、10「新規発行による手取金の使途」があるが、ここには何らの事項も記載されていない。
- ・組織再編成に係る情報開示のうち特徴的な内容の一つとして「統合情報」があると考えられるが、実際に組織再編成に係る情報開示が行われる組織再編類型、つまり持株会社化型の事案であれ持株会社解消型の事案であれ、そのような事案では、既に提出済みの連結計算書類や提出済み計算書類の合算にとどまっており、現実問題としては、必ずしも将来計画や見通しを織り込んだ形でより踏み込んだ計算が行われているわけではないようである。

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析（初）

また、通常の有価証券届出書の記載と同様、M & A情報開示においても「事業等のリスク」の記載が求められているが、持株会社設立型の事実では、完全子会社となる会社の「事業等のリスク」の記載、持株会社解消型の合併の事実では、存続会社となる事業会社（子会社）の「事業等のリスク」が記載内容として引き継がれている。

・上場会社同士の組織再編成であっても、上場会社であれば組織再編成に係る情報開示が常に行われなければならないというわけではなく、有価証券に関して開示が行われているか否かが届出の要否を分ける基準となるため、有価証券を上場している会社が、例えば新たに新株予約権を発行する場合などに有価証券届出書が提出される。

三 組織再編成に係る情報開示をめぐる議論の変遷

合併において消滅会社の株主に対する情報開示規制の同等化がほ図られることになる平成一七年商法改正前後までの規制の変遷を概観する。

1. 従来議論

(1) ハードロー

周知のとおり、最近、公開会社法や上場会社法制のあり方をめぐる議論のなかで、「会社法および金融商品取引法の交錯」に関する問題が論じられているが、伝統的に調整が進められてきた会計分野にとどまらず、情報開示規制の分野においても、このような問題意識に基づく議論は夙に存在したのであり、その意味で古くて新しい問題といえる。

(ア) 議決権の代理行使は、取締役の利益のためにだけ悪用されるおそれがあり、また株主に誤解を生じさせる場合

もあることから、議決権の代理行使を勧誘するには、政令の定めに従わなければならないこととされた（昭和二三年七月一日、「上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する規則」（以下、委任状勧誘規則））。昭和五〇年代には、委任状勧誘規則との関係で、合併が行われる場合に株主の投資判断に対する情報提供が十分であるか否かについて、次のような主張がなされた。合併承認決議について「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」（委任状勧誘規則七条）に関して、当時の委任状勧誘規則は、具体的に、①合併契約書の内容、②合併当事会社の最近事業年度末の貸借対照表、③合併当事会社の最近事業年度の損益計算書を記載事項として列挙していた（委任状勧誘規則二条六号、昭和二三年七月一日委任状規則一三号）。このような状況の下で、当時の証券取引法が合併の場合に発行される株式発行に開示規制を適用しない点について、「合併の場合には投資判断が要求されるが、それに必要な情報は合併承認決議との関連で提供されればよく、それは商法及び委任状勧誘規則によって確保されているとの考慮に基づくのであろう」と分析しつつ、しかし委任状勧誘規則の不備を考えると、果たして合併による株式の発行が通達により募集に該当しないものとして扱われてよいといえるかは疑問であるとの指摘がなされた⁽⁷⁾。また、合併における投資判断の性質を明らかにしながら、委任状勧誘規則の記載事項の不備を指摘する見解⁽⁸⁾が存在した。すなわち、合併の場合に、株主による投資の妥当性の判断にとって最も重要なことは合併条件がどうであるか、とりわけ合併比率がどうであるかということであり、わが国では、……というように決定され、合併当事会社の最近事業年度末の貸借対照表及び損益計算書によって明らかにされる事実以外の事実が斟酌されている事実を踏まえ、合併比率を決定するための合併当事会社の公正な企業評価をすることができないことが問題点として指摘された。具体的には、再調達価格を基準として合併比率を決定するとき、合併当事会社の最近事業年度末貸借対照表のみでは合併の妥当性を判断することはできないし、企業価値を収益力の側面から行う場合（収益還元法）には、最近数年間の会社の収益が明らかになることが

必要であり、さらに公開市場が存在する会社の企業価値の評価において株価が重要な基準とされ、大きな要素となる
ところ、委任状参考書類に記載することが要求されていないことが問題であるとされ、立法論として、株主が合併の
合理性を判断できるように、右に言及した当時の記載事項のほかに、「合併当事会社の事業の内容、設備の状況、資
本構成、最近三ないし五年間の総額および一株当たりで示した収益の状況、一株当たりの純資産、最近二ないし三年
間の四半期毎の株価の推移、合併の交渉において取締役が考慮した要素等を含むように拡張すること」が唱えられた。⁽⁹⁾
さらに、上場会社と非上場会社との合併において、上場会社の株主に対しては委任状規則による情報開示の保護が与
えられるが合併の相手方である非上場会社の株主にはそのような保護が与えられないことが問題とされ、これに対し
ては、合併による新株発行も証券取引法上の募集に該当するものとして、有価証券届出書および目論見書を通じて委
任状参考書類と同一内容の情報開示の保護が与えられるべきであるとの指摘がなされた。⁽¹⁰⁾

(イ) 委任状勧誘規則は平成一五年の改正によりに廃止され、議決権の代理行使の勧誘手続については証券取引法施
行令(「上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令」)に規定されることとなった(平成一五・三・二
八内閣令二一)。コーポレート・ガバナンス(企業統治)の強化策の一環として、株主による議決権の行使の積極化
を図ることが必要と考えられ、参考書類には当該「府令で定めるもの」のほか、議決権の行使に係る代理権の授与に
ついて参考となると認める事項を記載することが認められた(内閣府令(平成一五)第一条第四項)。参考書類には、
府令の定める区分に応じて必要な事項を記載すべきとされ、吸収合併契約書の承認に関する事案の場合には、合併を
必要とする理由、四〇八条ノ二第一項に掲げるもの(事前開示)の内容、存続会社の定款変更の理由、存続会社に就
任すべき取締役・監査役の氏名を記載することとされた(府令第一条第一項十一号、第八項)。新府令においては、
上場企業の投資家である株主に対する情報の開示については、証券取引法上手厚い配慮がなされるべきであり、株主

に提供される情報の内容は、書面投票制度採用会社の投資家に与えられる情報と比べて最低限同等のものである必要があると考えられ、基本的に商法に基づく書面投票制度に係る参考書類の記載事項（商法施行規則（平成一四年））と同一の内容を定めることとされた。⁽¹¹⁾その後、平成一八年改正では、条文の整理が行われる一方、記載事項については、「①吸収合併を行う理由」、「②吸収合併契約の内容の概要」、「③消滅株式会社の前開示事項」、「④存続株式会社の前開示事項」（府令第一四号）（平成一八年当時の事前開示事項について、後掲(ウ)(b)参照）としてまとめられ、これが現在まで維持されている（新設合併契約の承認に関する議案の場合には、新設会社の機関設計に応じた記載事項が一部追加されることになるものの、基本的な内容に違いはない。府令第一七条参照）。平成一五年の府令改正において、参考書類規則（商法施行規則）の内容を取り込み、平成一八年の府令改正において、会社法における事前開示情報（会社法、会社法施行規則一八二条一項各号（第五号・六号を除く）、一九一条各号（第六号及び第七号を除く））を取り込む形で委任状参考書類の記載事項が拡充され、会社法と金融商品取引法の情報開示規制の同等性が確保された。

学説においては、委任状勧誘規制は、株主の議決権行使のための情報を与え、株主総会の決議を公正にするための規制であり、必ずしも投資判断のための情報を開示させるものではないとの見解⁽¹²⁾があるが、決議内容によっては株式の価値に大きな変動が生じる可能性があることから、議決権の行使も投資判断の一つとする見解も有力である。⁽¹³⁾

(ウ) 会社法に関する情報開示の充実は、金商法における情報開示規制（委任状勧誘規制）を意識しながらも、それとは独自に行われてきたということが出来る。以下、まず、会社法の前開示制度等（a）・（b）、次に、昭和五六年会社法改正により導入された議決権行使についての参考書類（c）の展開を概観する。

(a) 事前開示制度は、当初、各当事会社の貸借対照表を備え置く制度として昭和三十七年商法改正により導入された。

合併条件を定める貸借対照表（合併貸借対照表）は、会社債権者の保護のみを目的とするのではなく、合併条件を定める基礎となる貸借対照表を合併承認總會の開催に先立ち株主に開示することによって、株主に事前に合併条件の当否を判断するための資料を与えることを目的とするものであった。⁽¹⁴⁾そして、すでに昭和三〇年代には、合併条件を定めるための企業価値の測定は、合併貸借対照表による資産評価以外の方法によることが少なくないことが認識されており、そのような場合には、その材料が何であるかも貸借対照表に附記して本店に備え置くのが適當であるとの指摘がなされた。⁽¹⁵⁾その後、平成九年の商法改正（平成九法七一号）を経て、各会社の貸借対照表のほか、①合併契約書、②消滅会社の株主に対する株式の割当てに関する事項について理由を記載した書面、③各会社の貸借対照表（六か月以内に作成）、④最終の貸借対照表、⑤最終貸借対照表とともに作成した損益計算書、⑥六か月内に作成した貸借対照表とともに作成した損益計算書を備え置くこととされた（旧商法四〇八条ノ二①⑥）。⁽¹⁶⁾このうち、②に規定する書面とは、いわゆる合併比率の算定の根拠を示した書面（合併比率算定書または合併比率理由書）であるとされ、また、合併比率は各会社の適正な企業価値に基づく公正なものでなければならず、どのような方法で企業価値を算定したか、算定の基礎とされた数値、諸般の事情を考慮した場合にはその他の事情を記載することが適當であるとされた。⁽¹⁷⁾そして、この事前開示事項は、そのまま株主總會参考書類の記載事項に取り込まれるという関係にあった（平成一七年改正前商法施行規則一三条十一号）。

また、平成十七年改正前の旧商法下では、合併契約書には、①存続会社が合併により定款の変更をなすときはその規定、②存続会社の発行する株式総数等、③存続会社の増加すべき資本金等、④当事会社が合併の日までに行う利益配当等の限度額、⑤合併に際して存続会社に就職すべき取締役・監査役、⑥存続する会社の取締役・監査役の任期の定めを記載すべきものとされ（旧商法四〇九条各号、同・四一四条ノ三）、合併後の会社の組織・役員等についての

情報提供が求められていた。

(b) 平成一七年の商法改正に伴い、新しい会社法の下では、旧商法上の事前開示事項に新たな開示事項（会社法施行規則）が導入される一方で、合併契約書の法定記載事項については簡素化された。

まず、事前開示事項について、合併等対価の柔軟化等の改正を受けて、吸収合併消滅会社の事前開示事項として、合併等「対価についての定め自体の相当性」に関する事項が開示事項とされたほか（会社法施行規則一八二条一号参照）、「合併対価について参考となるべき事項」として、組織再編の相手方または相手方以外の対価を交付する法人等の定款等や役員の名等が開示事項とされた（会社法施行規則一八一条第四項各号参照）。また、開示すべき計算書類について、最終事業年度に係る計算書類等を開示すべきとするともに、最終事業年度の末日後に、偶発的な多額の損害が生じた場合など会社財産の状況に重大な影響を与えたる事象が生じた場合にその内容を開示すべきこととする⁽¹⁸⁾。

これに対し、合併契約の法定記載事項については、「組織再編行為に係る契約・計画に定めるべき事項について、極力、組織再編行為自体の法的効果に直接関連するものに限定することとした」とされ⁽¹⁹⁾とされ、①利益配当等の限度額に関する事項（改正前商法四〇九条七号）、吸収型再編における、②存続会社等の定款変更に関する事項、③存続会社の取締役・監査役に関する事項については、法定記載事項から除外された（参考書類記載事項にもされていない）。

(c) 委任状勧誘のための参考書類は、上場会社の場合に限り、しかも上場会社が委任状勧誘をする場合にのみ適用されるため、上場会社であっても、株主は常にこれによる情報提供の利益を受けるものではない。これに対し、昭和五六年の商法改正では、議決権を有する株主一〇〇〇人以上の大会社（株式会社）の監査等に関する商法の特例に関する法律（以下、特例法）二条の会社）にあっては、総会ごとに必ず参考書類を招集通知とともに株主に交付しな

ければならないものとされた(特例法二一条ノ二)。この改正の趣旨は、「株主総会の形骸化対策」として、経営に参画していない一般の株主が議決権を行使するにあたって、あるいは「総会への出席が期待できない株主のため」に書面による議決権行使(書面投票)にあたり総会前に議案に対する賛否の意思表示を決定するうえで、その判断の参考となるべき情報を十分に提供することにあつた。⁽²⁰⁾ 参考書類には、法務省令(「大会社の株主総会の招集通知に添付すべき参考書類等に関する規則(昭和五十七年法務省令第二七号)」。以下、参考書類等規則)で定める議決権の行使について参考となるべき事項を記載しなければならず(特例法二一条ノ二)、議案のような一般的記載事項のほか、個々の提出議案に応じた参考書類の記載事項が定められた。委任状勧誘規則による参考書類の記載事項も参考にされているが、それより充実した記載が要求されることになっており、合併契約の承認に関する議案の場合には、合併を必要とする理由ならびに合併契約書、いわゆる合併貸借対照表および最近営業年度の損益計算書(参考書類等規則三条一項八号、後に十二号)、合併後存続する会社の定款変更の理由、存続会社に就職すべき取締役・監査役の氏名等(参考書類等規則三条十一項→商法施行規則十三条八項)を記載しなければならないものとされた。当時、合併契約書には消滅会社の株主に対する株式の割当てに関する事項を記載することになっており、株主総会が開催される場合には取締役の説明義務により詳細な算定根拠等について知ることができたかもしれないが、合併比率の決定根拠の記載の難しさを考慮して算定の理由や根拠の記載を明示的には要求していなかったことから、株主にとって特に関心のある事項であり何らかの記載が可能であれば、株主の議決権の行使について参考となる事項として記載することが望ましいとされた。⁽²¹⁾

当該参考書類等規則は、平成一三年の商法改正に伴い、他の商法関係省令とともに一つの省令(「商法施行規則」(平成一四・三・二九法務二))に統合・一本化され、⁽²²⁾ 旧参考書類等規則に相当する規定は、実質的な変更が行われ

ないまま、新しい規則第三章に置かれた（合併契約書の承認に関する議案の場合につき、商法施行規則一三条一項十号、同八項）。また、平成一七年改正前商法では、書面投票は大会社で株主数が一〇〇人以上の場合に要求されていたが（商法特例法二二条ノ二、三）、会社法では、大会社以外の会社でも、議決権を有する株主一〇〇人以上であればすべて義務付けられている（会社二九八条二項）。

平成一七年改正前商法施行規則においては、組織再編行為の承認に関する議案についての参考書類記載事項には、当該組織再編行為に際しての事前開示事項の全てが含まれていたが、会社法では、事前開示事項とされる組織再編の相手方または対価として交付される株式の発行会社の定款、さらに債権者のための開示項である債務の履行の見込みに関する事項は加えられていない。⁽²³⁾ また、会社法施行規則においては、参考書類に記載すべき内容について、契約書等の全部を記載事項とすると、その分母等に配慮して、かえって本来の契約や備置資料自体の情報量を絞ることになりかねないことから、その概要で足りることとされている。⁽²⁴⁾

(2) ソフトロー（適時開示）

東京証券取引所における適時開示の歴史は、上場会社に対して行われた「会社情報の適時開示に関する要請」（一九七四（昭和四九）年）まで遡る。⁽²⁵⁾ 当時、企業の経営環境が厳しさを増すなか、上場会社に関する会社情報が目立って増加する傾向がみられたほか、上場会社における会社情報の適時開示についての理解や対応が十分ではなく、また証券取引所への通告等が遅延する例があり、株価が乱高下し、公正な価格形成に支障を生じる事例がみられたため、適時開示の重要性についての理解を高め、適切な対応措置を講じるよう要請がなされた。この要請では、公表すべき会社情報については、「一般投資者の投資判断に影響を与える会社情報」としか規定しておらず、会社情報の種類・範囲等を明確化するものではなかった。⁽²⁶⁾ 具体的な開示事項は、「会社情報適時開示の手引き」（平成元年三月、平成四

年四月一部改訂)「以下、『手引き』において掲げられ、その後、適時開示を行う実務が定着する一方、要請への遵守を確実にする手段が問題となるなか、証券取引所の証券政策委員会がまとめた報告書「東証の将来像について」新たなステージへの道標として」(平成二十一年)を受けて、一九九九年、適時開示が上場会社の義務として上場規則において明確化され、開示事項を明らかにする『手引き』は「会社情報適時開示ガイドブック」の名称に改められた。⁽²⁷⁾

合併についての開示事項として、a 合併の目的(両社の関係、合併に至った経緯および合併の目的について)、b 合併の要旨(合併日程、合併方式、合併比率、合併交付金等)、c 合併当事会社の概要(商号、事業内容、資本金、純資産、最近三年間の業績等)、d 合併後の状況、e 合併後の業績見通しの開示が求められた。⁽²⁸⁾

2. 分析

委任状勧誘規則、会社法の事前開示、総会参考書類等規則を通じて、合併における消滅会社の株主に対していかなる情報がどのように提供されるか歴史的な流れに沿ってみてきた。

(1) 当初、各開示規制は、従来の情報開示の「不足」を問題とし、それを補うため独自の政策的観点から導入された。その直接の目的は、株主に誤解を生じさせないことであったり、株主総会の形骸化防止であったりするが、株主による議決権の行使を実質化しようとする点で共通する。合併において開示が求められる情報は、基本的には貸借対照表や損益計算書を中心とするもの(B/S・P/L観)であったが、少なくとも共通する開示事項として、直接的な法的効果に関する事項(合併の内容や条件(株主への金銭等の割当て、新株予約権に代わる対価、効力発生日)・手続等)⁽²⁹⁾がある。

(2) 合併において消滅会社の株主に対する情報開示の充実はどのように図られてきたかであるが(表2)参照)、

〈表 2 情報開示規制の沿革〉

昭和23年	委任状勧誘規則			
昭和37年		事前開示制度 旧商法408条ノ2 B/Sの備置き		
昭和49年				適時開示の要請
昭和56・57年		B/Sの備置きに限定 (運用)合併比率算定の根拠は新聞社に出されていた	参考書類等規則 合併を必要とする理由 合併契約書の内容 存続会社の情報	
平成9年		商法改正 合併契約書 算定の根拠(追加)→ B/S, P/L	規則改正 合併の理由 算定の根拠(408条ノ2 I)	
平成11年				適時開示規則化
平成14年	廃止		商法施行規則	
平成15年	内閣府令2条 合併の理由 事前開示の内容 存続会社の情報			
平成17年		会社法改正 782条 吸収合併契約書 法務省令の定め		
平成18年	内閣府令14条 吸収合併を行う理由 事前開示の内容	会社法施行規則182条 対価の相当性 対価に関する参考情報 共通支配下にあるときの注意事項	会社法施行規則86条 吸収合併を行う理由 吸収合併契約の内容の概要 事前開示の内容の概要	合併等の組織再編、 公開買い付け、 MBO等の開示の 充実に関する要請
平成21年				第三者割当に関するルール
平成22年				支配株主による権 限濫用ためのルー ル
平成25年				MBO等に関する 適時開示内容の充 実等について (東証上会第752 号)

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析(脚)

とりわけ昭和五六年の商法改正と平成九年の商法改正が重要な位置を占めると考えられる。商法（事前開示）及び委任状勧誘規則によって情報開示の充実を図り、さらに「委任状勧誘規則」を参考にしながらその内容を充実させたのが昭和五七年の「総会参考書類等規則」であり、これにより「存続会社に関する事項」、「合併を必要とする理由」が加えられた。実務上あるいは学説上もその重要性は認識されていたものの、なお合併比率の算定理由（根拠）については任意的な記載事項として情報開示が推奨されるにとどまっていた。その後、主として学会の方から、商法の合併に関する情報開示が不十分であるという指摘があったことを受けて、合併に関する情報開示の充実を図ったのが平成九年商法改正であり、合併契約書の記載事項が追加されたほか、事前開示項として合併比率の算定根拠（旧商法四〇八条ノ二第二項）の記載が求められるようになった。ここで総会参考書類等規則が当該事前開示事項を取り込むことにより、総会参考書類等規則において、「合併の理由」と「合併比率の算定理由（根拠）」という投資判断にとって重要な二つの開示事項が調ったことになる。平成一四年には参考書類規則等は商法施行規則に統合され、平成一五年には、委任状参考書類（「上場株式の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令」）において株主に提供される情報の内容は、商法に基づく総会参考書類の記載事項と最低限同等のものにするように改正された結果、総会参考書類と同等となった。平成九年の商法改正にはじまる「算定の理由（根拠）」の開示は、参考書類等規則・商法施行規則を経て内閣府令に還流することになったが、参考書類等規則の要求する「合併の理由」は商法上の事前開示制度には採り入れられなかった。

以上を要するに、情報開示の充実のプロセスをたどると、委任状勧誘による情報開示の充実（昭和二三）↓総会参考書類規則（昭和五六）↓事前開示の充実（平成九）・参考書類等規則に反映↓商法施行規則（平成九）↓内閣府令（平成一五）という流れとなるが、委任状勧誘規則を参考にしつつその充実を図る昭和五六年改正、さらに平成九年

の商法改正と参考書類等規則の改正により、合併の場合における情報開示の中核となる内容が形作られ、これがもとの委任状勧誘規則に取り入れられ、情報開示規制の不足の穴埋めの連鎖は終わりをづけ、開示内容はほぼ重なりあうことになったと考えられる。平成一七年の会社法改正は、対価の柔軟化と当事会社以外の法人等の情報開示に対処するものであり、情報開示の基本的な要素に変更を加えるものではないと考えられる。

(3) 以上は、法令上の情報開示事項についてであるが、合併契約書には消滅会社の株主に対する株式の割当てに関する事項の記載が要求されており(旧商法四〇九条第二号)、株主総会が開催される場合であれば、実務上、株主が総会の目的たる事項について質問をすることができ、取締役等の執行部がこれに対して必要な説明をすべきと考えられていたようであり、投資判断⁽³⁰⁾に関する情報は事実上入手できたとも考えられる。そうであれば、平成九年の改正を待たずともなく、株主は合併比率の算定根拠について知ったうえで議決権を行使していたことになる。

(4) これに対し、上場会社に対して要請される適時開示では、その導入当初から、「一般投資者の投資判断に影響を受ける情報」が公表されるべきとしており、その内容は抽象的であったものの、「投資者」による「投資判断」のための情報開示が一貫して求められてきた。

3. まとめ

情報開示事項については、貸借対照表と損益計算書を基礎として合併の内容、条件や手続を中核的な内容としたうえで、「合併の目的」と「合併比率の算定根拠」を充実させるプロセスであったと評しうる。投資家の合併に係る投資判断において最も重要な情報は「対価の相当性(合併比率)」にあるといわれるが、まさに会社法の事前開示では対価の相当性・対価の内容に関する情報提供が求められており、現在の株主の投資判断の充実という点では、金商法

による情報開示規制が開示内容として先行したというよりは、会社法による先進的な開示内容を取り込む形で情報開示の内容が充実してきたというのが歴史的経緯である。その意味で、組織再編成に係る情報開示内容の充実についての議論では、いかなる「投資判断」に関する情報をどのような場合に株主に提供するかが重要な問題ではないかと考えられる。

- (7) 龍田師「証券取引の法的規制」竹内昭夫ほか「現代の経済構造と法」(京塚書房、一九七五(昭和四〇年))四九九頁。
- (8) 神崎克郎「合併決議に関する情報開示の充実」『企業と法』(有斐閣、一九七七(昭和五二)年)。
- (9) 神崎・前掲注(8)二二七頁。
- (10) 神崎・前掲注(8)二二七頁。
- (11) 平成五年の改正が行われた直接の背景には、金融庁が平成四四年に策定・公表した「証券市場の改革促進プログラム」があった。法令整備の内容とあわせて、一松司「委任状助誘制度の整備の概要」商事一六六二号五七頁(二〇〇三)参照。
- (12) 近藤光男ほか「金融商品取引法入門(第三版)」(商事法務、二〇一三)六五頁。
- (13) 山下友信「神田秀樹編『金融商品取引法概説』」(有斐閣、二〇一〇)六六頁。米國での議論につき、黒沼悦郎「アメリカ証券取引法(第三版)」(弘文堂、二〇一〇)二〇一頁。
- (14) 上柳克郎ほか編「新版注釈会社法(13)」(有斐閣、一九九〇)八四頁―八五頁(今井宏)。
- (15) 上柳ほか・前掲注(14)八九頁、九二頁。
- (16) 平成九年の改正商法(四〇八条ノ二)について、菊池洋一「平成九年改正商法の解説」『I』―会社の合併手続に関する改正―「商事一四六三号八頁以下(一九九七)参照。なお、事前開示制度の沿革について、藤本滋編「会社法コンメンタール18」[2]」(商事法務、二〇一〇)三〇頁―三二頁「柴田和史」参照。
- (17) 菊池・前掲注(16)九頁参照。
- (18) 会社法施行規則の内容の解説として、相澤哲「細川充「組織再編行為」相澤哲編著「立案担当者による新会社法関係法務省令の解説」(商事法務、二〇〇六)一三三頁以下)参照。
- (19) 相澤哲「細川充「組織再編行為」相澤哲編著「立案担当者による新・会社法の解説」(商事法務、二〇〇六)一九二頁。

- (20) 昭和五六年の商法改正について、稲葉威雄「改正会社法」(金融財政事情研究会、一九八二)一四七頁参照。
- (21) 稲葉・前掲注(20)一五七頁。なお、昭和六一年の商法・有限会社法改正試案は、合併比率が経営上の総合判断によるもので、専門家の判断に頼まないなどとする意見が強かったことから、合併比率に関する説明書を合併契約書に添付する案は採られなかった。この点につき、上柳克郎ほか『新版注釈会社法(13)』(有斐閣、一九九〇)一三三頁〔今井宏〕参照。
- (22) この点について、江原健志『太田洋』平成三年商法改正に伴う政令・法務省令の制定〔上〕「中」商事一六二七号七頁、一六二八号三五頁(以上、二〇〇二)、《資料》「商法施行規則と旧法務省令の対照表」商事一六三〇号四八頁(二〇〇二)以下参照。
- (23) 相澤哲二郡谷大輔「会社法施行規則の総論等」相澤哲編著『立案担当者による新会社法関係法務省令の解説』(商事法務、二〇〇六)一四頁、弥永真生「コンメンタール 会社法施行規則・電子公告規則」(商事法務、二〇〇七)四七八頁以下参照。
- (24) 相澤二郡谷・前掲注(23)一四頁、弥永・前掲注(23)四七八頁―四七九頁参照。
- (25) 東京取引所による要請の中心事項とその背景について、佐久間眞義「会社情報の適時開示に関する要請について」商事六七二号二頁以下(一九七四)、久保幸年「適時開示の理論と実務」(中央経済社、一九九二)二二頁―三三頁(以下、久保・適時開示の理論)参照。
- (26) 佐久間・前掲注(25)五頁。
- (27) 適時開示制度の変遷について、より詳しくは、久保・前掲注(25)適時開示の理論一九頁以下、同『適時開示ハンドブック(第二版)』(中央経済社、二〇〇七)、一〇頁―二頁、土本清幸『飯沼和雄「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」現代ディスクロージャー研究七号三頁以下(二〇〇七)参照。
- (28) 現在の時点の開示事項については、東京証券取引所市場部編『会社情報適時ガイドブック』(東京証券取引所、二〇一三)一四七頁以下参照。
- (29) 従来、存続会社の組織・機構・役員人事といった事項についても契約書記載事項とされてきたが、会社法では、直接的な法的効果に関する事項に限定したことから、契約書記載事項とはなっておらず、また、参考書類記載事項ともされていない。この点につき、三、1. (1)ウ、(b)参照。
- (30) 稲葉・前掲注(20)一三七頁参照。これが「説明義務」として制度化されるには昭和五六年の商法改正を待たねばならなかったことは周知のとおりである。

四 横断的分析

上場会社に関する会社法による規律と金融商品取引法による規律との関係については、両者が調整されている分野、両者が調整されていない分野、両者が調整されているのかされていないのかがよくわからない分野がある⁽³¹⁾とされるが、金商法のM & A開示に関する限り、両者が調整されなかったことは事実である(一・参照)。委任状勧誘規則、会社法の事前開示および総会参考書類等規則における開示事項の重なり合いをみてきたが(前掲三・参照)、以下、現在のM & A開示において両者の規制が調整されている場面を確認した後、どのように規制の過不足が生じているかを認める。

1. 調整の現状

会社法による情報開示の内容が十分と評価できる場合にその情報開示が行われることをもって金融商品取引法の情報開示に取り込むことがありうる。

① 議決権行使の委任状の勧誘に関する開示

会社法に基づく書面投票や電子投票が行われる場合は株主総会参考書類を交付しなければならないが(会社三〇一条一項、三〇二条一項)、平成一五年の委任状勧誘制度の整備に際して、参考書類の記載事項は会社法の総会参考書類の記載事項にあわせたことから(前述の三・参照)、金融商品取引法上の委任状勧誘に関する参考書類に記載される事項とはば重なりあう。そこで、参考書類や議決権行使書面等に記載されている事項についてはそれらの書類に記載

載されていることを明示すれば、委任状勧誘に関する参考書類の記載を省略することができる（上場会社の議決権の代理行使の勧誘に関する内閣府令一条二項）。

② 招集通知・参考書類等の適時開示の対象化

上場会社同士の合併の場合には金融商品取引法上の情報開示規制の適用対象外となっていること、さらに合併に係る株主総会の特別決議を受けの際に交付される株主総会参考書類による開示は基準日現在の株主に限られることから、上場会社同士の合併に係る株主総会参考書類について金融商品取引所の適時開示の対象とする旨の指摘がなされていたところ、⁽³²⁾株主の議決権行使環境等の改善等の一環として、総会招集通知・参考書類等が適時開示の対象とされている（有価証券上場規程四四六条⁽³³⁾）。

2. 規制の過不足の分析

組織再編成に係る情報開示規制の過不足、とりわけ不足が問題となるとき、その意味するところが、情報開示事項に不足が生じているのか、それとも各規制の適用範囲ゆえに不足が生じているのかを区別して検討する必要がある。

例えば、上場会社同士の組織再編成の場合、臨時報告書提出事由及び取引所の適時開示事由にとどまるが、臨時報告書のみならずより詳細な開示として総会参考書類の内容の開示が求められるところ、当該開示が会社法上の開示であり、基準日現在の株主に対する開示にとどまることから、参考書類を適時開示の対象とすべきとの考え⁽³⁴⁾方には、開示内容の詳細さの問題とともに、各規制の適用範囲（射程）の問題が含まれている。

(1) 情報開示の内容

規制の過不足を横断的に分析する際、相互に比較検討するための物差し（比較の基準）をもつことが有益である。

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析（例）

組織再編成に係る情報開示の内容として、投資家の「投資判断」のために最も詳細な情報開示を要求する適時開示（上場規程四〇二条第一号k）を参照すると、①法的效果・権利義務、②財務情報、③合併条件（合併比率）、④交渉の経緯・合併の目的、⑤合併のデメリットあるいはリスクファクター、⑥将来情報あるいは統合情報、⑦利益相反・取引の公正性関連、⑧存続会社・発行法人等の情報、といった事項の開示が要求されている。これらの開示事項に関する他の法令等における開示状況を整理したものが次の表である（より詳しくは文末の〈資料〉を参照）。

(7) 合併の際の情報開示の内容として、貸借対照表と損益計算書を基礎に（情報②）、合併の内容、条件や手続（情報①）が、開示規制に共通する中核的な内容であることは既に確認した（三、参照）。もっとも、情報②については、同じく歴史的事実として過去志向の情報であっても直近の数字だけではなく、株主の判断の実質化のため、過去3年間から5年間といった数年間分の開示が要求されるようになっていく（適時開示、事前開示）。

(1) 合併に係る投資家の「投資判断」において最も重要な情報は、一般に「合併条件（合併比率）」（情報③）にあるといわれる。では、合併条件（合併比率）の相当性の判断にはどのような情報が有用であろうか。夙に「合併当事会社の事業の内容、設備の状況、……、一株当たり純資産、……最近二ないし三年間の四半期ごとの株価の推移、合併の交渉において取締役が考慮した要素等」の情報が有用であるとの指摘があった（三、参照）。ここには情報①・②でカバーされる情報も含まれるが、そこではカバーされない情報、つまり、「最近数年間の株価の推移」や「合併の交渉において取締役が考慮した要素等」がある。このうち、最近数年間の株価の情報について、「適時開示」では、市場株価法を用いた場合に市場価格の計算対象期間及び当該期間を用いた理由を記載するとされ、「事前開示」では、合併対価に市場価格がある場合に、一定期間（一、三、六カ月）における平均株価に加え、当該株式のチャート等が表示されている上場証券取引所ホームページ内の該当URL等が記載されている。⁽³⁵⁾ 投資者の投資判断にとってより重

(適時開示事項を基準)

	金商法	事前開示	総会参考書類	委任状勧誘規則
①	○	○	○	○
②	○	○	○	○
③	○	○(「相当性」において算定根拠の開示)	○	○
④	○	△	○	○
⑤	○(?)※2	△※	△※	△※
⑥	○	△(債務の履行の見込みのみ)※3	△※3	△※3
⑦	○	○	○	○
⑧	○	○	○	○

※ デメリット、リスクファクターについて、算定の根拠において示される可能性(?)

※2 有価証券届出書の「事業等のリスク」は、合併の場合は存続会社となる会社の情報、持株会社設立の株式移転では完全子会社となる会社の事業リスクがそのまま引き継がれる

※3 算定の根拠において示される可能性

要となる「取締役が考慮した要素等」については、「合併を行う理由・目的」(情報④)、すなわち合併に至った経緯や合併を行う必要性・相当性を明らかにする中で開示されると考えられる。当該情報の開示は、委任状勧誘規則、金商法の組織再編成に係る開示、総会参考書類、臨時報告書において要求されるが、事前開示において明示的には要求されていない。事前開示において「合併を行う理由」(必要性・相当性)の開示を要求しないのは立法の不備であるとの批判がある。合併のメリットがどこにあるかについて情報を手手することで、③の算定方式等の情報と合わせた総合評価が可能になり投資家の投資判断が充実したものになる。当該批判は尤もである。

情報③の開示は、より直接的には、適時開示や金商法の組織再編成に係る開示にいう「割当ての内容の算定根拠等」(算定方法や算定手続)で行われる。会社法上の事前開示(及びそれに依拠する総会参考書類および委任状勧誘書類を含む)が当該情報の開示を要求

しているかについては若干の検討を要する。事前開示において「対価の相当性の算定根拠」の開示を要求していないのは立法の不備であるとの批判がある⁽³²⁾。事前開示が「対価の相当性の算定根拠」の開示を要求していないという点であるが、たしかに会社法施行規則一八二条は「合併対価の相当性に関する事項」と規定するのみで、商法施行規則が旧商法四〇八条ノ二（算定の根拠）を明示的に要求していたことは異なる。しかし、当該事項に関しては、実務上、吸収合併契約で定めた対価として交付する存続会社株式の総数（算定方法）ならびにその割当比率（合併比率）を相当と判断する理由について開示するとされ、上場会社間で合併が行われる場合、合併比率の算定は原則として第三者機関により行われるが、その経過として第三者機関が算定に当たり採用した算定方法を示した上で、算定結果に基づき相当な範囲内で合併比率を決定した旨（算定根拠・算定経緯）開示されている⁽³³⁾。立法のあり方はともかく、平成一七年改正前商法における運用との連続性には確保されていると考えられる。

情報③の開示として若干点になる点がいくつかある。第一に、合併の理由・目的はその必要性・相当性を明らかにすることであり、基本的には合併の積極面や利点（メリット）の開示を要求するものである。しかし投資判断がメリット・デメリットやリスクファクター（情報⑤）を彼此検討するものであるとするなら、合併に伴うデメリットやリスクファクターに関する開示（情報⑤）を明示的に要求すべきではないかと考えられる。この点で、情報⑤に関する開示はいずれにおいても十分ではないのではないかと考えられる。合併のデメリットやリスクファクターに関する情報開示として想起されるのは、有価証券報告書における「対処すべき課題」・「事業等のリスク」の項目（内国会社につき、企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）一五条第一号（第三号様式）の第一部【企業情報】第2【事業の状況】3【対処すべき課題】4【事業等のリスク】↓第二号様式記載上の注意（32）（33））、さらに公開会社である場合には事業報告における「事業の経過及び成果」・「対処すべき課題」（会社法施行規則一一九条一号、

一二〇条一項四号・八号)の項目である。平成二一年一二月公布・施行の開示府令により、実際上の運用はともかく、金商法上、定時株主総会の終了前に有価証券報告書を提出することが可能となっており(開示府令第一七条第一項第一号ロ)、また、定時株主総会に合わせて合併の承認決議がなされるならば事業報告を情報源とする余地もあろう。

第二に、算定根拠の開示に関しては、実務上、複数の算定方法による評価結果を示したうえで、それらを参照することにより合併比率が合理的なレンジにあることを確認するやり方がとられているが、算定方法とその結果を示すだけで投資家の投資判断がどれだけ実質的なものになるのか、投資家側で将来のシナリオについてかなり具体的なイメージがない限り、相当疑わしいように思われる。

(ウ) 情報⑤と密接なつながりを有するのが情報⑥である。実務上の評価のあり方が過去の情報から将来志向の情報に移り、例えば、DCF法に代表される将来キャッシュ・フローが評価の重要な要素となるならば、将来の事業計画や事業に関する経営者の分析・評価のような将来志向の、しかも経営者の主観的な判断要素が重要性を帯びることになろう。この点、適時開示では、DCF法を用いた場合には、割当ての内容の算定の前提とした利益計画で大幅な増減益を見込んでいるときは、前提とした利益計画の概要(計数を含む)と増減益の要因など算定の前提条件を記載することが要請されている。⁽³⁹⁾ また、金商法の組織再編成に係る開示は、現実問題としてどこまで投資判断に資する開示となりうるか定かではないが(一)組織再編成の実態を参照、「統合財務情報」として、組織再編成対象会社及び(届出書)提出会社について、最近連結会計年度(最近事業年度)に係る主要な経営指標等を記載し、これに基づき当該組織再編成後の提出会社に係るものとして算出した主要な経営指標等を記載することとされている(企業内容等の開示に関する内閣府令一〇条第一項三号の四(第二号の六様式)の第二部【組織再編成(公開買付け)に関する情報】第2、記載上の注意(8)(参照)。また、有価証券報告書では、第一部【企業情報】第2【事業の状況】3【対

処すべき課題】、4【事業等のリスク】、7【財政状態、経営成績及び、キャッシュ・フローの状況の分析(MD&A)】において、将来情報を記載する余地もある。もっとも、統合財務情報については、投資情報としての有用性にもかかわらず、未確定の将来情報を含むことから、その記載については特に注意を要し、開示が困難であることの合理的な理由を説明しつつ、統合財務情報の一部について記載を行わないといった対応も考えられるとする慎重な立場もある⁽⁴⁰⁾。また、将来情報が投資者の投資判断に及ぼす影響が大きいことは認めつつ、予測が異なった場合に投資者が不実記載である旨を主張する可能性があることから、取引所の決算短信を通して公表している業績予想の数値(将来情報)は法定開示書類において開示しないのが一般的な実務ではないかとされる⁽⁴¹⁾。

なお、公開会社であって定時総会に合わせて合併の承認決議がなされるならば、事業報告を通して将来情報を入手する余地もある(前掲イ参照)。

(二) 利益相反や取引の公正さに関連する情報として、組織再編成に係る割当ての内容を決定する際に第三者の意見を聴取した場合に、意見の概要、最終決定に至った経緯等を記載するほか、吸収合併当事会社が「親子会社」や「共通の親会社を有する子会社同士」など共通支配下関係(計算規則二条三項三二号)にある場合には、消滅会社の少数株主の利益を害さないように留意した事項の開示が求められている(開示府令・第二号の六様式・記載上の注意(4) b、会社法施行規則一八二条三項三号)。

(四) 合併の相手方や対価を交付する法人等に関する情報、具体的には、存続会社等の役員・機軸・組織の変動に関する情報は、平成九年の商法改正を持ち出すまでもなく、投資者の投資判断にとって重要な情報と考えられる。この点で、平成一七年商法改正において、存続会社の変更される定款案や就職すべき役員等の記載が合併契約書の記載事項や参考書類記載事項とされていないのは、それらの事項が説明義務の対象となるのかどうか明確ではないだけに⁽⁴²⁾、

投資者保護の観点から疑問の残る結果となっている。

(2) 適用範囲の問題

情報開示事項の重なり合いがあるとしても、実際の取引にそのすべてが適用されるとは限らない。適時開示は上場会社の場合、委任状勧誘書類は上場株式について委任状勧誘が行われる場合、総会参考書類は一定の株主数以上であるか書面投票等を行う場合、金商法の組織再編成に係る開示は対象会社が開示会社で発行会社が非開示会社である場合にそれぞれ適用される。また、適時開示や金商法によるM & A開示は公衆縦覧型であるのに対し、委任状参考書類や総会参考書類は株主に交付されるものであり、直接開示方式か間接開示方式かに違いがある。これらの規定の適用関係を分析する際に問題となる会社の類型として、①上場会社でも書面投票適用会社でもない会社、②上場会社ではないが書面投票適用会社、③上場会社であるが書面投票適用でも合併の相手方が非開示会社でもない会社（東証二部市場、JASDAQ市場では株主数基準に照らし必ずしも書面投票制度に結びつかない）、④上場会社かつ書面投票適用会社であるが相手方が非開示会社でない会社、⑤上場会社で組織再編の相手方が非開示会社であるが、書面投票適用会社でない会社、⑥上場会社で組織再編の相手方が非開示会社であり、しかも書面投票適用会社である会社、といったものが考えられる。例えば、東証一部上場会社の場合であれば、株主数が二二〇人以上であることが求められ、原則として書面投票制度が必要となる結果（会社二九八条二項）、（上場会社Ⅱ書面投票適用会社）+相手方が開示会社または非開示会社の二つの類型となる。合併の消滅会社为上場会社である場合には適時開示を中心とした十分な情報開示が期待できる一方、最も情報開示規制の重なり合いが希薄になる①類型の会社では事前開示が中心となる。

(3) まとめ

組織再編成に関する情報開示規制の過不足のうち、情報開示の内容については、事前開示において「合併の目的・経緯等」が要求されていない点を除けば、金商法のM&A開示規制導入までにはほぼ開示レベルの同等化は図られたと評しうる。金商法上のM&A開示規制は、適時開示ほどではないが、将来情報・統合情報の開示を求める点で独自の意義を有する。もっとも、投資判断に資する情報提供の観点からは、最も詳細な適時開示に近づけていくことが望ましく、さらなる投資判断の実質化のためには、東証が進めている評価の前提となる事実の開示に加えて、合併の目的（積極的意義やメリット）と彼此検討するためのリスクファクターの開示を明確化することが期待されよう。

開示内容のレベルで同等化が図られていることから、各規制の適用範囲が異なることによる弊害は大きな問題ではないように思われる。東証一部上場会社の場合はもちろんのこと、非上場会社の合併の場合には、歴史的にみて開示の充実化を先導してきた事前開示のほか、書面投票採用会社であれば加えて「合併の理由」の開示が求められることになる。

(31) 神田・前掲注(6)四頁。M&A開示以外の開示分野で調整が行われているものとして次のものを挙げる事ができる。

① 決算公告 株式会社は、株主総会の後遅滞なく貸借対照表の要旨(大会社にあっては、貸借対照表及び損益計算書)を公告することを要するところ(会社法四四〇条一項)、金融商品取引法二四一条の規定により有価証券報告書を提出しなければならない株式会社については決算公告を行う義務はない(会社法四四〇条三項、四項、会社計算規則一四七条)。

② 発行開示 金融商品取引法に基づく有価証券届出書を提出している場合には、公開会社が株式を発行する際に必要となる取締役会決議に基づく募集事項の通知・公告の義務が免除され(会社法二〇一条五項、会社法施行規則四〇条)、募集株式の申込者に対する募集事項等の通知は目録見書を交付している場合には免除される(会社法二〇三条四項、会社法施行規則四二条)。

また、会社法及び金融商品取引法の両者の調整というとき、規制の同等性を前提とする調整だけではなく、上場会社に適用される金

融商品取引所の規律のように規制の上乗せ調整がありうるが、上乗せ調整については、本稿の課題との関係で組織再編成に係る適時開示の分析にとどめる。上場会社に適用される上乗せ調整として、東京証券取引所の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出や「MSCB等の転換・行使状況に関する開示」等を挙げることができる。

(32) この点について、松尾直彦「金融商品取引法の役割と課題」「上場会社法制の将来」(商事法務、二〇〇九)三四頁「初出」商事一八六五号二九頁」参照。

(33) 東京証券取引所上場部編『適時開示ガイドブック』(二〇一三)五八六頁―五八七頁参照。

(34) 松尾・前掲注(32)三四頁参照。発行開示というよりは、マーケットにおける価格形成という流通市場を意識した提案と考えられる。

(35) プロネクサス・ディスクロージャー研究部編「招集通知・議案の記載事項(平成二五年版)」(商事法務、二〇一三)三七二頁参照。

(36) この点については、受川環大「組織再編行為に関する情報開示規制―会社法および金商法の観点から―」ビジネス法務一〇巻一〇号(二〇一〇)一三九頁(稲葉成雄先生からの示唆)。

(37) 受川・前掲注(36)頁参照。

(38) プロネクサス・ディスクロージャー研究部編・前掲注(35)三七二頁、三八二頁以下参照。

(39) 東京証券取引所上場部編・前掲注(32)一五二頁。「算定の前提」に関して、それまで必ずしも充実した開示が行われておらず、どのような算定の前提が置かれているかが不透明であり、算定結果の投資判断上の有用性を損ねているとの批判が多いこと等から、東証はMBO等や支配株主との間の組織再編を行う際の「算定の概要」についてより充実した開示を求めるとした。この点について、佐川雄規「MBO等に関する適時開示内容の見直し等の概要」商事二〇〇六号(二〇一三)七六頁以下参照。

(40) 中村聡ほか「金融商品取引法―資本市場と開示編―(第二版)」(商事法務、二〇一三)二八七頁参照。

(41) 中村ほか・前掲注(40)七〇六頁参照。

(42) この問題点について、松井秀樹「会社法下の株主総会における説明義務」東京大学法科大学院ローレビュー第一巻二四頁、三二頁(二〇〇六)参照。

五 おわりに

金融商品取引法が組織再編成に係る情報開示規制を導入する必要性やその意義がどこにあるかを探るために、当該情報開示規制が導入されるまでの開示規制（ハードロー、ソフトロー）の変遷をみたくうえで、その重なり合いがどのように生じてきたか、そして現在生じているのかを分析した。金商法の開示規制導入までの経緯を見る限り、当会社以外の会社の情報開示、将来情報・統合情報の開示という点を除き、金商法によって投資判断に関する新たな情報が投資者に開示されることになったとは評価できないように思われる。

現在までの組織再編成に係る情報開示規制の変遷は、合併に係る投資判断において最も重要とされる合併条件（比率）に関する判断を実質的なものにする過程と評価できる。その中核的な内容は、「合併に至った経緯・目的等」と「対価の相当性（算定の根拠）」にあると考えられる。この内容が投資者の投資判断を可能にするためのであるとするならば、算定方法や算定結果、算定機関や算定の経緯等を開示させるとどまらず、適時開示が要求するように、算定の基礎となる事業計画や経営の見通しなど評価の前提となる事実まで開示することが望ましいであろう。また、合併という経営判断のメリットのみならず、デメリットやリスクファクターを開示することが投資者の投資判断をより実質的なものにするであろう。

本稿は、公開会社法制や上場会社法制それ自体の評価を問題とするものではない。会社法及び金融商品取引法の過不足の調整という議論は、もともとそのような大きな議論を前提として両者を足し合わせたときに必要となるものと位置付けられる。その意味では、そもそも過不足の調整が必要であるかは自明ではない。それぞれ沿革の異なる各規

制が相互に相補い合って存在することで十分であると考える余地もあるからである。本稿における分析は、金商法の新たな開示規制の意義や位置づけを探ることを直接の目的とするものであるが、各規制が現状においてどのように入り合っているのかを分析する際に、あるいは、今後さらなる調整が進められる際の議論の一助となれば幸いである。

〔附記〕 本稿は、全国銀行学術研究財団（二〇一〇年度）の助成に基づく研究成果の一部である。

〔資料 合併における開示情報(消滅会社)の横断的比較〕

<p>適時開示(合併、上場規程第四〇二条第一号k)</p>	<p>金商法(第二号の六様式)</p>	<p>事前開示(会社法七八二条一項、会社法施行規則一八二条)</p>	<p>会社法施行規則(株主總會参考書類)</p>	<p>委任状勧誘規則 臨時報告書(法一九条二項)</p>
<p>上場会社が組織再編を決定した場合</p>	<p>組織再編の対象会社が開示会社、発行者が非開示会社の場合</p>	<p>組織再編の当事会社</p>	<p>組織再編当事会社(株主總會の開催を前提(書面投票等))</p>	<p>会社・株主による委任状勧誘</p>
<p>一、組織再編の目的 合併に至った経緯・目的等 二、組織再編の要旨 組織再編の日程 組織再編の方式 当該組織再編に係る割当て内容 新株予約権(付社債)に関する取扱 三、組織再編に係る割当ての内容(予定根拠等) 算定の基礎 割当ての内容を決定するに至った考え方 算定の経緯 算定機関との関係 上場廃止となる見込み事由 公正性を担保するための措置 利益相反を回避するための措置</p>	<p>一、組織再編の目的等 再編後に提出会社の企業集団の経営方針に重大な影響を及ぼす行為を予定している場合はその内容 二、組織再編成の当事会社の概要 三、組織再編成に係る契約</p>	<p>一、吸収合併契約の内容 商号・住所 金銭等に関する事項 金銭等の割当てに関する事項 新株予約権の割当てに関する事項 効力発生日</p>	<p>一、一般的記載事項(会社則七三条) 議案 提案の理由 株主總會に報告すべき調査の結果の概要</p>	<p>□委任状勧誘 昭和三年七月一〇日(委任状規則二三号) 合併契約の内容 ・当事会社の最近事業年度の貸借対照表 ・当事会社の最近事業年度の損益計算書</p>
<p>三、組織再編に係る割当ての内容(予定根拠等) 算定の基礎 割当ての内容を決定するに至った考え方 算定の経緯 算定機関との関係 上場廃止となる見込み事由 公正性を担保するための措置 利益相反を回避するための措置</p>	<p>四、組織再編成に係る割当ての内容及びその予定根拠</p>	<p>二、法務省令(会社則一八二条)で定める事項 合併対価の相当性に関する事項 (同条第一項一、二、三項) 合併対価の総額・総額 の相当性 当該種類の選択の理由 共通支配下関係にある ときに消滅会社 株主の利益を害さない ように留意した事項</p>	<p>二、吸収合併(会社則八六条) 吸収合併を行う理由 吸収合併契約の内容の概要 消滅会社における「前開示事項」 存続会社における「事前開示事項」</p>	<p>内閣府令 一条(一般的記載事項) 議案 提案の理由 一四条(合併) 合併を行う理由 合併契約の内容の概要 事前開示事項(会社則一八二条一項)</p>

<p>四、当該組織再編当事会社 の概要 代表者の役職・氏名、 事業内容、最近三年間 の財政状態及び経営成 績等</p> <p>五、当該組織再編後の状 況 存続会社の状況として、 代表者の役職・氏名、 事業内容、純資産及び 総資産</p> <p>六、会計処理の概要</p> <p>七、今後の見通し</p> <p>・当該組織再編後におけ る方針・計画等がある 場合はその内容</p> <p>・当期以降の業績に与え る影響の見込み</p> <p>・投資者が会社情報を適 切に理解・判断するた めに必要な事項</p> <p>・支配株主との取引等に 関する事項 (参考)</p> <p>当期業績予想及び前期 実績</p>	<p>五、対象会社の発行証券 と組織再編成によって 発行される証券との相 違</p> <p>六、組織再編成対象会社 の発行する有価証券の 保有者の有する権利 (株式買取請求権等)</p> <p>七、組織再編成に関する 手続 備え置かれる書類の種 類、閲覧方法、株主総会 の手続等</p> <p>八、統合財務情報</p> <p>・組織再編成対象会社及 び提出会社について、 最近連結会計年度(最 近事業年度)に係る主 要な経営指標等を記載</p> <p>・主要な経営指標等に基 づき、当該組織再編成 後の提出会社に係るも のとして算出した主要 な経営指標等を記載</p>	<p>・合併対価について参考 となるべき事項(同条 第四項)</p> <p>・存続会社・相手方以外 の法人等の定款の定め、 過去五年間に末日が到 来した各事業年度に係 る貸借対照表 等</p> <p>・新株予約権の定めの内 容</p> <p>・計算書類等に関する事 項</p> <p>・存続会社の債務の履行 の見込みに関する事項</p> <p>・備置開始日以降の変更</p>	<p>□臨時報告書 (同項七号の三)</p> <p>・合併の相手会社の状 況・吸収合併の目的</p> <p>・吸収合併の方法、割当 ての内容その他の吸収 合併契約の内容</p> <p>・株式の割当ての内容の 算定の根拠</p> <p>・吸収合併存続会社の内 容</p> <p>・存続会社の株式等以外 の有価証券の発行者に つての事項</p>
---	--	---	--

組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析(柳)