

会社分割制度における 開示手続と開示情報のテキスト分析

池 島 真 策
平 井 裕 久
丹 波 靖 博

1. は じ め に

近年、「持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進」ということがうたわれているが、こうしたなかで「情報の開示」をめぐる動きとしては、2014（平成26）年の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト」の「最終報告書」、いわゆる「伊藤レポート」の公表¹⁾にはじまり、2015（平成27）年の東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」の公表²⁾、さらには2017（平成29）年12月「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」の公表³⁾があり、この提言を踏まえた2019（平成31）年1月

1) 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト」の「最終報告書」（平成26年8月）である。この中で、企業の情報開示は、投資家が中長期的な価値創造を評価するための情報が提供されるものになるようにすべきで、非財務情報も含めた企業の現状や将来の価値創造に向けたプロセスを評価するための統合的な報告が求められる。そのための第一歩として、金融商品取引法、会社法、証券取引所規則のもとでの情報開示等について、投資家にとっても有益な一体的・統合的な開示を行うための実務上の対応等の検討を行うべきである、としている。また、株主に対する制度開示（会社法、金商法、上場規則の関係）の内容とタイミングの問題等が、株主総会を企業と投資家の対話の場として活性化するための課題としている。

2) 2014（平成26）年6月24日に閣議決定された『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－に基づき、東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを策定した。基本原則3では、「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。」としている。

なお、上場会社に対する適用開始から3年が経過した2018（平成30）年6月1日、コーポレートガバナンス・コードの一部改訂が行われた。

3) 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループは、財務情報及び記述情報（非財務情報）の充実、建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供、情報の信頼性・適時性の確保に向けて

「企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、企業内容開示府令）」及び「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）の改正が公表された。こうした企業と株主・投資家との建設的な対話を促進していくためには、企業において適切でかつ充実した情報開示が行われることが重要である。しかし、（上場）企業にとって、法令などによる開示書類の作成は業務やコスト負担が増すことであり、投資家にとっては複数の開示書類は理解が進む可能性もあるが、表記や内容の一貫性や利便性の問題もありそうである。こうした問題に対して、法令に基づく様々な書類の記載の共通化を図ることは、企業にとって効率的であり、他方で投資家にとっては理解が進むという利点があることから、2018（平成30）年12月、法務省・金融庁は、会社法に基づく事業報告・計算書類と金融商品取引法に基づく有価証券報告書の一体的開示を図るため、「一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について」を公表した⁴⁾。こうした動きは、今後、企業と株主・投資家との建設的な対話の促進が期待されるところである。

他方で、2000年代に入って日本の企業のグループ化の進展は著しい⁵⁾。この背景には、1997（平成9）年の独占禁止法9条の改正による純粋持株会社の解禁があり、それを契機とした商法改正が、企業グループを視野に入れた組織再編のための法整備を大幅に図ったことによる⁶⁾。さらに、2005（平成17）年の会社法創設の際に取り入れられた、「合併等の対価の柔軟化」により、より一層企業のグループ化を加速させることとなった⁷⁾。こうした組織再編の場面にあっては、株主は、原則として、株主総会において議決権の行使により意思決定をすることとなるが、その意思決定の基礎となる組織再編に関わる情報が適切に開示されなければならない。こうした場面における会社法の立場は、株主は投資家でもあるが、会社法開示制度は、投資家としての株主に投資を継続するかなどの投資判断に必要な情報を提供するためのものではなく、基本的には会社がその所有者である株主に必要な報告を行う趣旨のものであり、あわせて議決権などの株主としての権利行使に当たって必要な情報を提供するものであるといわれる⁸⁾。しかし、上場する株式会社にあっては、

適切な制度整備を行うべきとの提言をした。

- 4) 金融庁と法務省は、金融商品取引法に基づく有価証券報告書と会社法に基づく事業報告・計算書類（事業報告等）の記載内容の共通化といった環境整備を図るため、「一体的開示をより行いやすくするための環境整備に向けた対応について」を取りまとめ、公表した（2017（平成29）年12月28日）。
- 5) 宮島英昭「グローバル企業のグループガバナンス——企業価値の向上に向けて——」商事法務2211号（2019年）6頁～。
- 6) 具体的には、同年の商法改正による合併手続の簡素化・合理化から始まり、1999（平成11）年改正の完全親子会社関係を創設するための「株式交換・株式移転」制度の導入、2000（平成12）年改正では「会社分割」制度が導入された。詳しくは、池島真策・平井裕久「持株会社化の制度と企業価値の創造」大阪経大論集67巻4号（2016年）37頁～参照のこと。
- 7) 令和元年会社法改正では、「株式交付」制度が創設された。この「株式交付」制度を用いることで、株式を対価として完全子会社化することまでを企図しない、親子会社関係を創設することができる（会774条の2～、816条の2～）。株式交換制度のような完全子会社化までに至らないが、株式を対価とした子会社化をしたいという場合に利用できるものである。
- 8) 松尾尚彦『金融商品取引法』（商事法務、2018年）103頁。

株式の企業価値に期待するものであることを考えれば、議決権行使に向け、正確な理解と判断に資する情報の提供はあり得るのではないかと考える。より具体的には、会社（経営者）は、この組織再編により、会社をいかなる方向に向かわせるつもりなのか、そしてその会社の企業価値はどのように変化をするのか、更にこうした会社の経営方針に従って行くのか否かをも含めた意思決定の判断材料として、株主に対してはより充実した情報となるものでなければならないと考える。

本稿では、2000（平成12）年の商法改正で新設された会社分割制度を利用した会社が十分な開示情報を提供しているかの検証を行った⁹⁾。池島・平井・丹波（2015）¹⁰⁾において、会社分割実施企業の信用リスクと分割後の株価推移との関係について考察し、定量的分析から会社分割制度の利用目的の一側面についての分析を行った。しかし、信用リスクは会社の財務データ、属性データ、および株価データなどの会社の定量データを用いた分析であり、適時開示情報の定性的なテキストデータは利用していない。これまでの実証研究において一般的に利用されてきた定量的（数値）データに加え、定性的（テキスト）データを利用することは、分析対象とする情報としてのデータを増やすことができ、その結果として、開示情報の解釈も広がると考えられる。テキストデータの分析（テキストマイニング）による、企業の開示書類の研究は、近年盛んに行われるようになってきている。例えば、廣瀬・平井・新井（2017）¹¹⁾では、有価証券報告書に記載される「財政状態および経営成績に関する経営者による討議と分析」（MD&A：Management's Discussion and Analysis）のテキストデータを分析対象とし、文章の可読性の決定要因および可読性が利益の持続性に与える影響についての分析を行っている。

そこで本稿では、テキストデータによる定性的な分析を行うため、会社分割制度の実施において、会社が投資家に対し量・質ともに投資判断をし得る十分な開示情報を提供しているかの分析を行うため、テキストデータのデータベース構築とテキストデータの基礎的な特徴についての分析を行った。具体的には、「月刊 MARR（株式会社レコフ）」に集計されているデータのうち、「分社・分割データ」を対象とし、会社分割制度を利用した会社のリストを作成した。また、「企業情報データベース eol（株式会社プロネクサス）」より対象会社の適時開示書類の収集を行い、開示書類の冒頭に記載されている「目的」などに関するテキストデータの電子化を行った。取得したテキストデータをもとに、基礎的集計、業種別属性分析、及びテキストに含まれる頻出ワードの出現回数などに関する分析を行い、開示されたテキストデータの特徴をまとめた¹²⁾。

9) 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、金商法及び自主規制のルールを横断的に分析研究したものとして、柳明昌「組織再編成に係る情報開示規制の過不足の分析」法學志林111巻4号（2014年）29-63頁。

10) 池島真策・平井裕久・丹波靖博「会社分割制度による信用リスクと企業価値の関連性」大阪経大論集65巻6号（2015年）139-148頁。

11) 廣瀬喜貴・平井裕久・新井康平「MD&A 情報の可読性が将来業績に及ぼす影響：テキストマイニングによる分析」経営分析研究第33号（2017年）87-101頁。

12) 本稿は、「公益財団法人全国銀行学術研究振興財団」の2019年度研究助成およびJSPS 科研費

2. 会社法における会社分割に対する開示制度

(1) 会社法における会社分割について

既存の会社に事業を承継させる吸収分割にあつては、吸収分割の分割会社・承継会社が「会社分割契約」を締結し（会757条）、新規に設立する会社に事業を承継させる新設分割にあつては、分割会社が「新設分割計画」を作成することとなる（会762条1項）。

まず、「会社分割契約」で定める事項としては、(a)吸収分割会社・吸収分割承継株式会社（以下、「承継会社」とする）の商号・住所、(b)承継会社が吸収分割会社から承継する資産、債務、雇用契約その他の権利義務に関する事項、(c)承継会社に、吸収分割会社の株式や承継会社の株式を承継させるときは、株式に関する事項、(d)承継会社が吸収分割会社に対し、その事業に関する権利義務の対価として金銭等（株式、社債、新株予約権、株式以外などの財産（金銭や債権などの権利など））を交付するときは、その対価の種類・数・その算定方法、承継会社の資本金・準備金など、(e)吸収分割の効力発生日、(f)吸収分割会社が、全部取得条項付き種類株式吸収を株主総会の決議により取得し、その対価として承継会社の株式を交付する場合か、剰余金の配当として承継会社の株式を吸収分割会社の株主に交付するときはその旨、である（会758条）。

他方、「新設分割計画」で定める事項としては、(a)新設分割設立会社（以下、「設立会社」とする）の目的・商号・本店所在地・発行可能株式総数、その他定款で定める事項、(b)設立時取締役をはじめとする役員等の氏名・名称、(c)設立会社が新設分割会社から承継する資産、債務、雇用契約その他の権利義務に関する事項、(d)設立会社が、分割会社に対して交付するその事業に関する権利義務の対価として金銭等（株式、社債等（新株予約権、新株予約権付き社債））を交付するときは、その対価の種類数・その数の算定方法（2以上の会社が共同して新設分割をするときは、新設分割会社に対する株式の割当てに関する事項）、設立会社の資本金・準備金の額、(e)新設分割会社が、全部取得条項付き種類株式を株主総会の決議により取得し、その対価として設立会社の株式を交付する場合か、剰余金の配当として設立会社の株式を新設分割会社の株主に交付するときはその旨、である（会763条1項）。

このように、承継されるべき権利義務の範囲が分割契約・分割計画によって決められることになるので、会社法は、会社分割手続の場面において関係する利害関係人の保護のための開示制度を含んだ会社分割手続が必要となる¹³⁾。その手続としては、会社新設を伴わない吸収型である吸収分割にあつては、吸収分割会社の手続（会782条以下）と吸収分割承継会社の手続（会794条以下）とに分け、また会社新設がある新設分割にあつては、新

17K04059 による研究成果の一部である。

13) 吸収合併を例とした情報開示規制のとしては、受川環大「組織再編行為に関する情報開示規制」ビジネス法務2010年10号132頁以下、がある。

設分割会社の手続（会803条以下）と新設分割設立会社の手続（会814条以下）の手続とに分けて規定している¹⁴⁾。以下では、その手続における利害関係人を保護するための開示手続について見ていくこととする。

（２）会社分割における直接開示

まず、会社分割における「直接開示」としては、①「株主総会参考書類」の交付がある。これは、招集通知時に議決権行使のために参考となるべき事項を記載した書類を交付するものである。会社分割契約・会社分割計画の承認を得るための株主総会で、書面投票を認めるときは（議決権を有する株主の数が1,000人以上の会社においては強制（会298条2項））、株主総会の招集決定に際して、法務省令で定めるところにより、株主に対して、議決権の行使について参考となるべき事項を記載した株主総会参考書類および議決権行使書面を交付しなければならない（会301条1項、302条、会規65条1項・66条）^{15, 16)}。

具体的には、取締役が吸収分割契約の承認に関する議案を株主総会に提出する場合には、株主総会参考書類の記載事項としては、(a)吸収分割を行う理由、(b)吸収分割契約の内容の概要、(c)当該株式会社が吸収分割株式会社である場合において、株主総会の招集（会298条1項）の決定をした日における吸収分割株式会社の事前開示事項（会規183条各号（ただし2号、6号、7号を除く））があるときは、当該事項の内容の概要、(d)当該株式会社が吸収分割承継株式会社である場合において、株主総会の招集（会298条1項）の決定をした日における吸収分割承継株式会社の事前開示事項（会規192条各号（ただし、2号、7号、8号を除く））があるときは、当該事項の内容の概要である（会規87条）。

また、取締役が新設分割計画の承認に関する議案を株主総会に提出する場合には、株主総会参考書類の記載事項としては、(a)新設分割を行う理由、(b)新設分割計画の内容の概要、(c)当該株式会社が新設分割株式会社である場合において、株主総会の招集（会298条1項）の決定をした日における新設分割株式会社の事前開示事項（会規205条各号（ただし、7号、8号を除く））があるときは、当該事項の内容の概要である（会規90条）。

吸収分割契約および新設分割計画のいずれも、「分割を行う理由」という文言が入っているが、これは株主が賛否を決するためにその必要性または当否が重要な要素となるから、

14) 稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010年）655頁。

15) 書面による議決権行使の制度（書面投票制度）は、議決権を有する株主の数が1,000人以上の会社においてはこれが強制されるが（会298条2項）、上場会社のすべてが1,000人以上の株主を有するものではないので、すべての上場会社において、株主に株主総会参考書類が交付されるものではない（稲葉威雄・前掲注14）688頁、受川環大・前掲注13）134頁）。

16) 吸収分割契約・新設分割計画の内容の「概要」を記載することが求められているものの、それらの具体的記載事項のうち主要内容にあたるものがどれであるかは必ずしも明確ではないので、実務では、招集通知に吸収分割契約・新設分割計画の全文を記載することが多いという（酒井竜児編著『会社分割ハンドブック（第2版）』（商事法務、2015年）267頁）。

必要な程度に具体的に記載される必要があり、会社分割を必要とする環境や会社の状況、分割の目的、その分割によりもたらされると予想される効果と問題点、さらに吸収分割にあっては相手方として議案に示された会社を選択した理由、他の会社と共同して新設分割を行う場合には相手方として議案に示された会社を選択した理由を記載する必要があるという¹⁷⁾。

こうした株主総会参考書類の交付が受けられる場合には、株主として非常にメリットが大きい。なぜなら、本店等に備え置かれ閲覧・謄写などにより開示される事前開示事項が、本店等に行かずして、(事前開示事項の概要とはいえ) それらの情報を入手できるのであるからである¹⁸⁾。

そうした意味では、令和元年会社法改正で創設された、株主総会資料の「電子提供制度」の意味は大きい。この制度は、インターネットの利用による株主総会資料の提供を促進するため、株式会社は、株主総会資料を自社のホームページ等のウェブサイトに掲載し、株主に対してそのウェブサイトのアドレスなどを書面により通知した場合には、株主の個別承諾を得ていないときであっても、会社が株主に対して株主総会資料を適法に提供したものとする制度である¹⁹⁾。会社は、定款で電子提供措置をとる旨を定めることによって導入することができ(会325条の2柱書前段)、株主総会資料の印刷・郵送の負担を軽減することができ、他方で、株主にとっては、これまでよりも早期に株主に株主総会資料が提供され、議決権行使のために議案等の検討時間が確保されるとともに、充実した内容の株主総会資料が株主に提供されるようになることなどが期待される²⁰⁾。ただし、振替株式を発行する会社、いわゆる上場会社は、電子提供制度を利用することが義務づけられており(整備法による改正後の改正振替法159条の2第1項)、投資家が議決権を行使するために株主総会資料の内容を検討する期間の確保を図ることとしている²¹⁾。

電子提供制度を導入した会社では、自社のホームページ等に掲載する方法によりインターネットを通じて提供する必要があるが、その事項としては、(a)会社法298条1項各号に掲げる事項、(b)株主総会参考書類・議決権行使書面の記載事項、(c)計算書類および事業報告

17) 弥永真生『コンメンタール会社法施行規則・電子公告規則[第2版]』(商事法務, 2015年) 441頁, 455頁。なお、株主に対する説明・開示という観点から相当と認められる程度に記載すべきという指摘もある(酒井竜児編著・前掲注16) 268頁)。

18) 弥永真生・前掲注17) 441-442頁, 455-456頁。概要とはいえ、重要な脱漏があれば、概要とはいえない、という指摘がある(稲葉威雄・前掲注14) 591-592頁)。

なお、事前開示事項の中で、債務の履行の見込みに関する事項(会規183条6号)は、それが主として債権者のための開示資料となることから、株主総会参考書類からは省略されている(相澤哲・郡谷大輔「会社法施行規則の総論など」商事法務1759号(2006年) 17頁)。

19) 神田秀樹「「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する要綱案」の解説」別冊商事法務編集部編『令和元年改正会社法①—中間試案, 要綱, 新旧対照表—』(商事法務, 2020年) 166頁, 竹林俊憲編著『一問一答令和元年改正会社法』(商事法務, 2020年) 11頁～。

20) 竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔I〕」商事法務2222号(2020年) 4頁。

21) 竹林・前掲注20) 12頁。

の記載事項、(d)連結計算書類の記載事項などである（会325条の3第1項各号）。

ただし、有価証券報告書提出会社（金商法24条1項）が、電子提供措置開始日までに電子提供措置事項（定時株主総会に係るものに限り、議決権行使書面に記載すべき事項を除く）を記載した有価証券報告書（添付書類及びこれらの訂正報告書を含む）の提出手続にあたり、開示用電子情報処理組織（EDINET）を使用して行う場合には、当該事項に係る情報については、電子提供措置をとることを要しない（会325条の3第3項）。

② 債権者異議手続における債権者に対する「公告（・個別催告）」である。会社分割は、分割会社の財産状況によっては、会社債権者に影響を与える可能性があるため²²⁾、その当事会社である会社は、その債権者に対して、異議を述べる機会を付与するため、所定の事項の公告（および個別催告）をしなければならない（会789条2項・799条2項・810条2項）。この債権者異議手続は、知っている債権者に対しては個別に催告をしなければならないが、原則として官報において公告をすることとなる。ただし、定款において、時事に関する事項を掲載する日刊新聞に掲載する方法または電子公告による方法で公告を行うことが規定されている場合には、官報による公告に加えて、こうした定款で定める方法で公告をすることにより、個別に催告することを省略できる（会789条3項799条3項、810条3項）。

その「公告」の内容としては、(a)吸収分割または新設分割をする旨、(b)相手方会社等の商号・住所、(c)分割会社および承継会社株式会社の計算書類に関する事項として法務省令で定めるもの、(d)債権者が一定の期間内に異議を述べることができる旨である（会789条2項・799条2項・810条2項、会規188条、199条、208条）。

（３）会社分割における間接開示制度

次に、会社分割における「間接開示」としては、① 会社分割に関する「事前開示」があげられる。会社分割の当事者の各会社は、備置開始日から6ヵ月を経過する日までの間、事前開示事項（会社分割契約・計画の内容その他法務省令で定める事項）を記載・記録した書面または電磁的記録をその本店に備え置かなければならない（会782条1項・794条1項・803条1項、会規183条・192条・205条）^{23, 24)}。各当事会社の株主・債権者（新株

22) 平成26年会社法改正で、許害的会社分割に対応する規定を設けた。すなわち、分割会社が残存債権者を害することを知って会社分割をした場合には、残存債権者は、設立会社・承継会社に対して、承継した財産の価額を限度として、当該債務の履行を請求することができるものとした（会759条4項、761条4項、764条4項、766条4項）。これにより、許害的な会社分割を取り消すことなく、設立会社・承継会社にたいして債務の履行を求めることができるという点、残存債権者は分割会社と設立会社・承継会社のいずれに対しても債務の履行の請求ができるという点に意味がある（宮島司『会社法』（弘文堂、2020年）366頁）。

23) 法定事前開示書類（会782条1項、794条1項又は803条1項に規定する書面）は、これらの規定により当該書面を本店に備え置くこととされている日までに、東京証券取引所に提出しなければならない（上場規程402条1号ℓ、上場規程規則417条9号b）。

予約権者も含む)は、閲覧・謄写を請求できる(会782条3項・794条3項・803条3項)。その事前開示制度の対象は株主および債権者であるが、その趣旨は、株主にあつては株主総会において会社分割契約・会社分割計画を承認の賛否、株式買取請求権を行使するか否か、会社分割無効の訴えを提起するか否かのための資料を提供するものであり、債権者にあつては会社分割に対して意義を述べるか否か、会社分割無効の訴えを提起するか否かの判断のための機会を与えるものである²⁵⁾。

吸収分割の場合の事前開示事項としては、吸収分割会社にあつては、(a)吸収分割契約の内容、(b)分割対価の定め相当性に関する事項²⁶⁾(当該定めがない場合にあっては、当該定めがないこと)、(c)効力発生日に、取得対価が承継会社の株式のみである場合に、全部取得条項付種類株式の取得決議が行われるとき、あるいは剰余金の配当の決議が行われるときは、その決議内容、(d)分割会社の新株予約権者に対して、承継会社の新株予約権を交付する定め相当性に関する事項、(e)吸収分割承継会社の計算書類等の内容、(f)承継会社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象が生じたときはその内容、(g)分割会社の債務および承継会社に承継させる債務の履行の見込みに関する事項²⁷⁾、(h)吸収分割の効力が生ずるまでの間に、上記(b)から(g)の事項に変更が生じたときは変更後の当該事項、である(会782条1項、会規183条)。

吸収分割承継会社にあつては、(a)吸収分割契約の内容、(b)分割会社の上記(b)～(d)と同じ、(c)分割会社の計算書類等の内容、(d)分割会社の最終事業年度の末日後の日を臨時決算日とする臨時計算書類等があるときは臨時計算書類等の内容、(e)分割会社において最終事

24) 実務では、実際に締結・作成した契約書・計画書の写しを備置していることが多いという(江頭憲治郎・中村直人編著『論点体系 会社法5』(第一法規, 2012年)423頁[酒井真], 酒井竜児編著・前掲注16)248頁)。

25) 弥永真生『リーガルマインド会社法(第14版)』(有斐閣, 2015年)362頁, 奥島孝康・落合誠一・浜田道代編『新基本コンメンタール【第2版】会社法3』(日本評論社, 2015年)291, 311頁[家田崇], 江頭憲治郎『株式会社法(第7版)』(有斐閣, 2017年)886, 912頁, 田中亘『会社法[第2版]』(東京大学出版会, 2018年)639頁。その事前開示事項は、組織再編行為形成の基礎として、重要な意味を持ち、組織再編行為の効力、取締役等の責任などにも影響するという(稲葉威雄・前掲注14)685頁)。

26) 相当性に関する事項とは、具体的には、①吸収分割の対価の総数または総額の相当性に関する事項、②吸収分割の対価として当該種類の財産を選択した理由、③吸収分割承継会社と吸収分割会社とが共通支配下関係にあるときは、当該吸収分割株式会社の少数株主の利益を害さないように留意した事項などを記載すべきものと解されるという(森本滋編『会社法コンメンタール18—組織変更、合併会社分割、株式交換等(2)』(商事法務, 2010年)44頁[柴田和史])。

27) 会社分割は、分割会社の債権者にとって重大な影響を及ぼす可能性が高いから、この書面に「債務の履行の見込みがある」旨が記載されても、その理由に説得力がなければ、債権者から異議が多数述べられることになるので、第三者である専門家が作成した意見書を添付する等により、理由の客観的合理性を担保することが事実上必要であろう(江頭憲治郎・前掲注25)914頁)。

業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象が生じたときはその旨、(f)承継会社の債務の見込みに関する事項、(g)吸収分割の効力が生ずるまでの間に、上記(b)から(f)の事項に変更が生じたときは変更後の当該事項、である（会794条1項、会規192条）。

新設分割の場合の事前開示事項としては、分割会社にあつては、(a)新設分割計画の内容、(b)対価の定め相当性に関する事項、(c)効力発生日に、取得対価が設立会社の株式のみである場合に、全部取得条項付種類株式の取得決議が行われるとき、あるいは剰余金の配当の決議が行われるときは、その決議内容、(d)分割会社の新株予約権者に対して、新設分割会社の新株予約権を交付する定め相当性に関する事項、(e)共同新設分割会社の場合に、他の分割会社の計算書類等の内容、(f)他の分割会社の最終事業年度の末日後の日を臨時決算日とする臨時計算書類等があるときは臨時計算書類等の内容、(g)分割会社において最終事業年度の末日後に生じた重要な財産の処分、重大な債務の負担その他の会社財産の状況に重要な影響を与える事象が生じたときはその旨、(h)分割会社の債務および設立会社に承継させる債務の履行の見込みに関する事項、(i)新設分割の効力が生ずるまでの間に、上記(b)から(h)の事項に変更が生じたときは変更後の当該事項、である（会803条1項、会規205条）。

また、② 会社分割の「事後開示」がある。吸収分割にあつては、吸収分割会社は、効力発生日後遅滞なく、承継会社と共同して、承継会社が承継した分割会社の権利義務その他の吸収分割に関する事項として法務省令で定める事項、新設分割にあつては、新設分割会社は、新設分割設立会社の成立の日後遅滞なく、新設分割設立会社と共同して、設立会社が承継した新設分割会社の権利義務その他の新設分割に関する事項として法務省令で定める事項、を記載・記録した書面または電磁的記録を作成し、会社分割の効力発生日から6ヵ月間、これを本店に備え置く方法によって開示しなければならない（会791条2項、801条3項2号、811条2項、815条3項2号）^{28,29)}。各当事会社の株主・債権者その他利害関係人は閲覧・謄写を請求できるが（会791条、801条、811条、815条）、その事前開示制度の対象は株主および債権者だけではない。株主や債権者は会社分割無効の訴えを提起するか否かのための資料を提供するものであるが、こうした開示制度を通じて会社分割手続きの適正な履行を間接的に担保するものである³⁰⁾。会社分割により契約関係に影響を受け

28) 会社法801条2項は、合同会社が吸収分割をする場合における吸収分割承継株式会社の場合であるので、吸収分割会社が株式会社である場合には、791条1項1号の規定に従うことになる（森本滋編・前掲注26）185頁〔柴田和史〕。会社法815条は、新設分割のうち、合同会社のみが新設分割をする場合における新設分割設立株式会社の場合である。

29) 法定事後開示書類（会791条2項、801条3項2号又は811条2項に規定する書面）は、会社分割の効力発生日以後速やかに、東京証券取引所に提出しなければならないとしている（上場規程402条1号ℓ、上場規程規則417条9号d）。

30) 弥永真生・前掲注25）371頁、江頭憲治郎・前掲注25）912頁、田中亘・前掲注25）666頁。なお、

ることから、その他利害関係人として、分割会社の労働者、継続的供給義務者、根抵当権設定者なども含まれる³¹⁾。

吸収分割の場合の事後開示事項として、吸収分割会社にあつては、(a)効力発生日、(b)分割会社における差止請求手続^{32,33)} 反対株主の株式買取請求手続、新株予約権買取請求手続、債権者異議手続の経過、(c)承継会社における差止請求手続の経過、反対株主の株式買取請求手続、債権者異議の手続の経過、(d)承継会社が分割会社から承継した重要な権利義務に関する事項、(e)分割の変更登記がなされた日、(f)その他分割に関する重要な事項、である(会791条1項1号、会規189条)。

他方、新設分割の場合の事後開示事項として、新設分割会社にあつては、(a)効力発生日、(b)分割会社における差止請求に係る手続の経過、(c)反対株主の株式買取請求手続、新株予約権買取請求手続の経過、債権者異議手続の経過、(d)設立会社が新設分割会社から承継した重要な権利義務に関する事項、(e)その他新設分割に関する重要な事項、である(会811条1項1号、会規209条)。

3. 金融商品取引法による会社分割に対する開示制度

(1) 会社分割に関する発行開示制度

金融商品取引法(以下、金商法とする)は、有価証券の価値を保証するのではなく、投資者の投資判断にその価値の決定を委ねるシステムを採用している³⁴⁾。その投資判断は、一般投資者が自己責任原則に基づいた投資判断ができなければならないが、投資者と発行

森本滋編・前掲注26) 185頁 [柴田和史]、弥永真生・前掲注17) 983, 987, 1032, 1040頁。

31) 江頭憲治郎・前掲注25) 927。同旨、田中亘・前掲注25) 666頁。

32) 平成26年会社法改正により、一般的な組織再編の差止請求に係る規定が新設されたが(会784条の2、796条の2、805条の2)、略式組織再編の要件を充たす場合に、組織再編の対価が著しく不相当であることを差止事由とする規定(会784条の2第2号、796条の2第2号)は、改正前784条2項が定めていたものと実質的に同じである(坂本三郎ほか編『立案担当者による平成26年改正会社法の解説(別冊商事法務396号)』(商事法務、2015年)205頁注147))。これを受けて、改正省令では、組織再編の事後開示事項として、差止請求に係る手続の経過を追加した(坂本三郎編著『一問一答平成26年改正会社法[第2版]』(商事法務、2015年)337-338頁)。

33) 立法担当者の解説によれば、組織再編の対価が不相当であることは、原則として、「法令又は定款に違反する場合」には該当しないため、差止めは認められないとしている(坂本三郎編著・前掲注32) 337-339頁)。他方で、第三者が対価生の相当性を評価した場合におけるその独立性など、株主の意思決定や対価に影響する情報が開示されていない場合には差止めを認める余地はあるとする(飯田秀総「組織再編等の差止請求規定に対する不満と期待」ビジネス法務2012年12月号80-81頁、白井正和「組織再編等に関する差止請求権の拡充」川嶋四郎・中東正文編『会社事件手続法の現代的展開』(日本評論社、2013年)220-221頁、松中学『論点紹介 平成26年改正会社法』(商事法務、2015年)202-203頁)。

34) 川村正幸『金融商品取引法(第5版)』(中央経済社、2014年)135頁。

者との間には、情報の非対称性という問題が存在していることから、その前提条件が整備されている必要がある。そのため、金商法は、発行者に一定の情報（例えば、発行者である企業内容や財務内容等）を正確に、公平かつ適時に開示させ、投資者の投資判断ができるようにさせ、よって投資者保護を図っている。また、資本市場の機能の十分な発揮による有価証券の公正な価格形成が図られるためにも、有価証券やその発行者などに関する情報が広く公平に資本市場で開示される必要がある³⁵⁾。こうしたことから企業内容の開示は、投資者の保護および資本市場の健全性を確保するためにも、企業内容等の開示の制度を整備することである（金商法1条参照）。

その情報開示制度には、発行市場において発行者が投資者の投資判断のために証券情報や企業情報などを提供する情報開示（発行開示）と、流通市場において発行者が投資者の売買の投資のために企業情報などを継続的に提供する情報開示（継続開示）がある。

「発行開示」としては、間接開示としての「有価証券届出書」の提出と、直接開示である「目論見書」の交付がある³⁶⁾。

有価証券の募集（金商法2条3項）または売出し（同法2条4項）の定義に該当する勧誘する行為は、当該有価証券の発行者（同法2条5項）による内閣総理大臣への届出がなされたものでなければ、することができない（同法4条1項）。この届出書の記載事項としては、当該募集または売出しに関する「証券情報」や当該会社の商号、当該会社の属する企業集団の集団及び当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項といった会社自体に関する情報の「企業情報」などが記載される（金商法5条1項）。

有価証券届出書は、EDINETによる電子的な方法により提出が義務づけられているが（金商法27条の30の3）、財務局等（同法25条1項、企業内容開示府令21条）、発行者の本店・支店（金商法25条2項）、金融商品取引所・認可金融商品取引業協会（同条3項）において公衆縦覧に供される。

こうした基本制度のもと、組織再編成に関する情報開示の充実を図る観点から、合併、株式交換、株式移転、会社分割といった組織再編成（金商法2条の2第1項）といった場面において、有価証券が新たに発行される場合における当該組織再編成に係る書面などの備置き（会社法782条1項または同法803条1項）を組織再編成手続と定義し（金商法2条の3第2項）、また有価証券が新たに発行された有価証券が交付される場面における当該組織再編成に係る書類の備置きをいうとし、一定の要件を満たす場合には、特定組織再編成発行手続または特定組織再編成交付手続となり、有価証券届出書の届出義務が生ずる（金商法2条の3第4項・5項、4条1項本文^{37, 38)}）。つまり、組織再編成手続のうち、特

35) 松尾尚彦・前掲注8) 100頁。なお、法により標準化された情報開示をさせることが投資者の保護になる（近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品法入門【第4版】』（商事法務、2015年）105-106頁）。

36) 投資家に取得させるためには、本来直接開示として、有価証券届出書と同程度の情報が記載された「目論見書」を投資家に交付しなければならないが、特定組織再編成について届出がなされる場合であっても、目論見書の作成・交付は不要とされている（金商法4条1項第1括弧書、同条4項第

定組織再編成発行手続に該当するものを「募集」の概念に、組織再編成交付手続に該当するものを「売出し」の概念に、含めるものとしたうえ、それらが行われる場合には、募集または売出しと同様の開示規制を課すこととされた（同法2条の3第4項・5項、4条1項本文）³⁹⁾。

こうした発行開示規制が課される結果、金商法24条1項3号によって、有価証券の発行者はその後の「継続開示義務」も負うこととなり⁴⁰⁾、情報開示制度による保護を受けることができる⁴¹⁾。

結局、上記手続により発行・交付される有価証券の発行者に有価証券届出書の提出義務が生じるのは、組織再編成対象会社が発行者である株券等に関して開示が行われていたが、組織再編成発行手続・交付手続により発行・交付される有価証券に関して開示が行われていないときである（金商法4条1項2号）⁴²⁾。

こうした場合の有価証券届出書の「第二部【組織再編成に関する情報】」欄には、(a)組織再編成の概要、(b)組織再編成の目的等、(c)組織再編成の当事会社の概要、(d)組織再編成に係る契約、(e)組織再編成に係る割当ての内容及びその算定根拠、(f)組織再編成対象会社の発行有価証券と組織再編成によって発行（交付）される有価証券との相違、(g)組織再編成対象会社の発行する証券保有者の有する権利、(h)組織再編成に関する手続、(i)統合財務情報、(j)発行者（その関連者）と組織再編成対象会社との重要な契約（発行者（その関連者）と対象者との重要な契約）、の記載が必要となる（企業内容開示府令第2号の6様式・第二部）。

1 括弧書）。

- 37) ただし、募集売出しの相手方が当該有価証券に係る事項の情報を既に取得し、または容易に取得できる場合や発行価額または売出価額の総額が1億円未満の有価証券の募集・売出し等の場合には、発行開示の必要性が乏しいので、届出が不要となっている（金商法4条1項各号）。
- 38) 平成21年12月施行の金商法施行令改正により、組織再編成対象会社の範囲について、金商法2条の3第4項第1号に規定する政令で定める会社は、吸収分割会社・新設分割会社のうち、分割承継会社・分割設立会社の株式（または持分）を現物配当する場合に限定された（金商法施行令2条の2）。
- 39) こうした規制構造の合理性には疑問があり、端的に継続開示義務を引き継がせる規制を設けるだけで足りるという指摘がある（久保田安彦「金融商品取引法上の組織再編成に係る開示制度の再検討」尾崎安央・川島いずみ・若林泰伸編著『公開会社法と資本市場の法理』（商事法務、2019年）577頁～）。
- 40) 川口恭弘『開示制度（Ⅰ）—企業再編成に係る開示制度および手段投資スキーム持分等の開示制度—』（財団法人日本証券経済研究所、2008年）9頁、黒沼悦郎・太田洋編著『論点体系金融商品取引法1』（第一法規、2014年）49頁〔和田宗久〕、中村聡『金融商品取引法アウトライン』（商事法務、2017年）84頁。なお、神田秀樹・黒沼悦郎・松尾尚彦編著『金融商品取引法コンメンタール1』（商事法務、2016年）298-299頁〔谷口義幸・峯岸健太郎〕。
- 41) 中村聡・前掲注40）84頁。
- 42) 上場会社同士の組織再編成は、有価証券届出書の提出は不要で、臨時報告書事由および取引所の適時開示事由にとどまる（松尾直彦・前掲注8）138頁）。

記載上の注意として、上記(b)「組織再編成の目的」にあつては、「組織再編成の目的（経営統合、関係会社化による経営参加等）及び理由を具体的に分かりやすく記載するとともに、当該組織再編成後に、組織再編成当事会社（当該組織再編成における組織再編成対象会社以外の会社をいい、当該会社が提出会社以外である場合には提出会社を含む）の企業集団の再編、解散、重要な財産の処分又は譲受け、多額の借財、代表取締役等の選定又は解職、役員の構成の変更、配当・資本政策に関する重要な変更、その他提出会社の企業集団の経営方針に対して重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為を予定している場合には、その内容も記載すること」、としている（記載上の注意(1)a）。さらに、「組織再編成の効力の発生後、提出会社の企業集団の概要及び当該企業集団における組織再編成対象会社と提出会社の企業集団との関係（資本関係、役員の兼任関係、取引関係等）について、図表等を用いて、具体的に、かつ、分かりやすく記載すること」としている（記載上の注意(1)b）。

そして、上記(c)「組織再編成の当事会社の概要」にあつては、組織再編成当事会社が提出会社以外の会社であつて、継続開示会社に該当しない場合には、当該組織再編成当事会社について、商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金又は出資の額、純資産の額、総資産の額、事業の内容及び大株主並びに最近3事業年度の売上高、営業利益、経常利益及び純利益、さらに提出会社との関係（資本関係、役員の兼任関係、取引関係等）の記載が求められる（記載上の注意(2)a）。ただし、提出会社が組織再編成当事会社である場合には、記載を要しない。

また、上記(e)「組織再編成に係る割当ての内容及びその算定根拠」にあつては、組織再編成対象会社の有価証券の所有者に割り当てられる有価証券の種類及び数又は算定方法（組織再編成に係る割当ての内容）及び組織再編成に係る割当ての内容の算定根拠を具体的に記載しなければならない、組織再編成対象会社が発行者である有価証券の種類に応じて組織再編成に係る割当ての内容に差を設ける場合には、組織再編成に係る割当ての内容を異にすることとした考え方等の内容を具体的に記載しなければならない（記載上の注意(4)a）。また、組織再編成当事会社が、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、当該第三者の名称、意見の概要及び当該意見を踏まえて組織再編成に係る割当ての内容を決定するに至った経緯についても記載が求められる（記載上の注意(4)b）。

さらに、上記(i)「統合財務情報」にあつては、提出会社が、特定組織再編成発行手続又は特定組織再編成交付手続に関して本届出書を提出する場合には、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（連結財務諸表を作成していない場合には、最近事業年度）に係る主要な経営指標等を記載することが求められる（記載上の注意(8)a）。その際、組織再編成後の提出会社に係る主要な経営指標等は、公認会計士又は監査法人の監査証明を受けていない財務情報に基づく記載である旨を明示しなければならない。

(2) 会社分割に関する継続開示制度(臨時報告書)

有価証券報告書提出会社は、定期的な継続開示に加えて、軽微基準に該当しない限り、会社に重要事象が生じたときには、「臨時報告書」を、遅滞なく、内閣総理大臣に提出しなければならない(金商法24条の5第4項)。企業内容開示府令19条2項各号に列挙されている重要な事象に際しては、有価証券報告書や四半期報告書といった定期的な開示を待たずに、投資者の投資判断に資する一定の情報を、その都度開示させるための制度である。臨時報告書は速報性が求められる開示書類であるが、提出を一律に規定することができないことから、「遅滞なく」提出することとされ、確定した期限の定めがない。しかし、臨時報告書制度の趣旨に鑑みれば、その会社が臨時報告書の提出事由に該当する事となった旨の情報は、できる限り早く投資者にその内容を開示することが望ましいとの趣旨である⁴³⁾。

臨時報告書も公衆縦覧の対象となり(金商法25条)、EDINETによって開示される。また、臨時報告書の写しにあっては、金融商品取引所や認可金融商品取引業協会に、遅滞なく、提出しなければならない(金商法24条の5第6項・6条)。

臨時報告書は、不定期に提出されるもので、一般投資家において、それが提出されたか否かを容易に知ることができず、十分な利用の期待ができないといった指摘があったが⁴⁴⁾、現在では、臨時報告書もEDINETを通じて閲覧でき、提出年月日による検索を可能にするなどの利便性をたかめれば、投資判断資料としての臨時報告書の重要性が増すという意見もある⁴⁵⁾。

そこで、組織再編成の一つである「会社分割」にあっては、有価証券報告書を提出している会社において、新設分割や吸収分割が行われることが業務執行機関により決定された場合で⁴⁶⁾、軽微基準に該当しない限り、遅滞なく臨時報告書を提出しなければならない(金商法24条の5第4項、企業内容開示府令19条2項7号、7号の2)⁴⁷⁾。

「吸収分割」であるが、①提出会社の資産の額が、当該提出会社の最近事業年度の末日における純資産額の100分の10以上減少し、若しくは増加することが見込まれる「吸収分割」、②提出会社の売上高が、当該提出会社の最近事業年度の売上高の100分の3以上減少し、若しくは増加することが見込まれる「吸収分割」が行われることが、当該提出会社の業務執行を決定する機関により決定された場合には、下記の事項を記載した臨時報告書の

43) 松尾尚彦・前掲注8) 162頁。

44) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』(青林書院、2012年) 401頁。なお、黒沼悦郎・太田洋編著・前掲注40) 258頁〔高橋真弓〕。

45) 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016年) 171-172頁。

46) 基礎的変更に係る契約が締結されるよりも前の段階で(黒沼悦郎・前掲注45) 171頁)、実質的には会社の意思決定を行うことができる機関において決定された場合を含むとしている(有田敏二「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正の概要」商事法務1787号(2006年) 21頁)。なお、江頭憲治郎・中村直人編著・前掲注・24) 308頁〔林浩美〕。

47) 会社分割により有価証券が発行・交付される場面においては、会社法上の事前備置書類の備置きまでに届けをすれば足りる(江頭憲治郎・中村直人編著・前掲注24) 310頁〔林浩美〕。

提出が求められる（企業内容開示府令19条2項7号）。

すなわち、(a)当該吸収分割の相手会社についての事項として、①商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金又は出資の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容、②最近3年間に終了した各事業年度の売上高、営業利益、経常利益及び純利益、③大株主の氏名・名称及び発行済株式の総数に占める大株主の持株数の割合、④提出会社との間の資本関係、人的関係及び取引関係、(b)当該吸収分割の目的、(c)当該吸収分割の方法、吸収分割会社となる会社に割り当てられる吸収分割承継会社となる会社の株式の数その他の財産の内容（吸収分割に係る割当ての内容）その他の吸収分割契約の内容、(d)吸収分割に係る割当ての内容の算定根拠（提出会社又は当該吸収分割の相手会社以外の者が当該吸収分割に係る割当ての内容の算定を行い、かつ、当該提出会社が当該算定を踏まえて当該吸収分割に係る割当ての内容を決定したときは、当該吸収分割に係る割当ての内容の算定を行った者の氏名・名称を含む）、(e)当該吸収分割の後の吸収分割承継会社となる会社の商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金又は出資の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容、(f)吸収分割に係る割当ての内容が当該吸収分割承継会社となる会社の株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債又は持分以外の有価証券に係るものである場合は当該有価証券の発行者についての上記(a)に掲げる事項である。

また、「新設分割」にあつては、提出会社の資産の額が、当該提出会社の最近事業年度の末日における純資産額の100分の10以上減少することが見込まれる新設分割又は提出会社の売上高が、当該提出会社の最近事業年度の売上高の100分の3以上減少することが見込まれる新設分割が行われることが、当該提出会社の業務執行を決定する機関により決定された場合には、下記の事項を記載した臨時報告書の提出が求められる（企業内容開示府令19条2項7号の2）。すなわち、(a)当該新設分割において、提出会社の他に新設分割会社となる会社がある場合は、当該他の新設分割会社となる会社についての事項として、①商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金又は出資の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容、②最近3年間に終了した各事業年度の売上高、営業利益、経常利益及び純利益、③大株主の氏名・名称及び発行済株式の総数に占める大株主の持株数の割合（合同会社の場合にあつては、社員（定款で会社の業務を執行する社員を定めた場合には、当該社員）の氏名・名称）、④提出会社との間の資本関係、人的関係及び取引関係、(b)当該新設分割の目的、(c)当該新設分割の方法、新設分割会社となる会社に割り当てられる新設分割設立会社となる会社の株式の数その他の財産の内容（新設分割に係る割当ての内容）その他の新設分割計画の内容、(d)新設分割に係る割当ての内容の算定根拠（提出会社又は当該他の新設分割会社となる会社以外の者が当該新設分割に係る割当ての内容の算定を行い、かつ、当該提出会社が当該算定を踏まえて当該新設分割に係る割当ての内容を決定したときは、当該新設分割に係る割当ての内容の算定を行った者の氏名・名称を含む）、(e)当該新設分割の後の新設分割設立会社となる会社の商号、本店の所在地、代表者の氏名、資本金又は出資の額、純資産の額、総資産の額及び事業の内容である。

上記の重要事象は、その会社に個別に発生したものであったが（企業内容開示府令19条2項7号、7号の2、）、これに加えて、提出会社の連結子会社を対象とした連結ベースでの臨時報告書の提出事由を定めている（企業内容開示府令19条2項15号、15号の2）⁴⁸⁾。その場合も、上記と同様な記載事項となっている。

なお、会社分割契約の内容の変更などの臨時報告書記載事項に変更が生じた場合には、訂正報告書を提出しなければならない（金融商品取引法24条の5第5項・24条の7）。

4. 取引所規則に基づく会社分割に関する開示制度（適時開示）

前述の通り、金融商品取引法においても、投資家に対して、適時判断材料を提供するための法定開示制度として、臨時報告書制度がある（金商法24条の5第3項、企業内容開示府令19条）。しかし、臨時報告書では「遅滞なく」提出することが義務づけられているものの、必ずしもタイムリーであるとは限らない。投資者の日々の投資判断に影響を与えるような重要な会社情報の開示は、こうした法律よりも機動的な開示制度として、証券取引所による適時開示制度（タイムリー・ディスクロージャー）が重要な役割を果たしている⁴⁹⁾。証券取引所（金融商品取引所）は、その規則（有価証券上場規程（以下、「上場規程」とする））に基づき、上場会社に対して投資判断に重要な影響を与えるような重要な会社情報（会社の業務、運営または業績等に関する情報）を適時開示情報として公表させることにより、投資家にタイムリーな企業情報の提供を行うとともに、投資家が安心して投資することができる安定的な証券市場の確保を図っている（上場規程402～405条）。他方でこうした適時開示制度は、重要な会社情報を有する内部者による内部取引を未然に防止する重要な機能を発揮するものとなっている⁵⁰⁾。

証券取引所は、こうした体制に対するエンフォースメントとして、これに反して重要な会社情報が開示されない場合には、自主規制機関である証券取引所による、開示注意銘柄への指定・公表、改善報告書の要求（上場規程502条）、上場違約金の徴求（同509条）、最終的には上場廃止（同601条12号）といった措置をとることができる⁵¹⁾。

48) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘・前掲注44) 397頁。

49) 適時開示は、スピーディな現場対応型の開示システムであるとする（松岡啓祐『最新金商法講義』（中央経済社、2016年）55頁）。

50) 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘・前掲注44) 197、416頁。ただし、取引所の開示項目が拡充され、内部取引規制における重要事実以外のものも開示項目されるものが増えている（神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘・前掲注44) 421頁注（7））。また、久保幸年『適時開示の理論・実務』（中央経済社、2018年）294頁、同『金融商品取引法の開示規制』（中央経済社、2019年）207頁。

なお、平成30年度のインサイダー取引による課徴金勧告事案として、「会社の分割」を重要事実として初めて適用した事案があった（証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集～不正取引編～」（令和元年6月））。

51) 上場会社において、当該実効性確保措置を回避することは勿論、企業経営の健全性及び適正性を図るために、監査役には法令のみならず取引所規則を含めた Soft Law についての遵守状況について

上場会社が適時開示を行う場合は、TDnetを利用して適時開示に係る資料を提出することで^{52, 53)}、これを通じて多数の報道機関に伝達されるが、同時に東証の適時開示情報閲覧サービスに掲載され、公衆縦覧に供されることとなる（上場規程413条の2, 414条⁵⁴⁾）。TDnetは、主要な報道機関や情報ベンダーとの直結が認められ、掲載と同時にインサイダー規制上の「公表措置」としても認められているシステムである⁵⁵⁾。

会社分割も、上場会社の業務執行を決定する機関が、会社分割を行うことについての決定をした場合には、直ちにその内容を開示することが義務づけられている（上場規程402条1号1）。

適時開示における会社分割の開示事項（通常の場合）としては⁵⁶⁾、まずはその開示資料の表題に、相手会社の名称、簡易分割あるいは略式分割を含めた当該会社分割の態様、決定段階（基本合意、契約締）などが可能な限り判別できるように記載することが求められている。

それに続き、(a)当該会社分割の目的、(b)当該会社分割の要旨（①当該会社分割の日程、②当該会社分割の方式（人的分割の場合はその旨も含む）、③当該会社分割に係る割当ての内容、④当該会社分割に伴う新株予約権・新株予約権付社債に関する取扱い、⑤会社分割により増減する資本金、⑥承継会社が承継する権利義務、⑦債務履行の見込み）、(c)当該会社分割に係る割当ての内容の根拠等（①割当ての内容の根拠・理由、②算定に関する事項（算定機関の名称並びに上場会社及び相手会社との関係、算定の概要）、③上場廃止となる見込み及びその事由、④公正性を担保するための措置、⑤利益相反を回避するための措置）、(d)当該会社分割の当事会社の概要、(e)当該会社分割後の状況、(f)会計処理の概

も監査する役割が社会から期待されているという（伊東祐介「適時開示制度の概要について（後編）」監査役675号（2017年）45頁）。

- 52) 重要な会社情報の適時開示等を円滑に行うため、上場会社は、適時開示前に開示に係る内容を説明することが義務づけられている（上場規程413条）。この事前相談の際には、開示資料（案）又は当該組織再編の内容を記載した書面及び算定機関からの算定書（案）を提出する必要がある（東京証券取引所上場部編『東京証券取引所 会社情報適時開示ガイドブック（2018年8月版）』（2018年）168頁）。
- 53) 会社分割の効力発生上場会社において会社分割がなされた場合、その効力発生日以後速やかに、法定事後開示書類の写しを、金融商品取引所に提出しなければならない（上場規程402条1号1, 上場規程規則417条9号d）。
- 54) 東京証券取引所上場部編・前掲注52) 28-29頁。
- 55) 東京証券取引所上場部編・前掲注52) 31頁。
- 56) 開示内容を省略でき場合としては、(i)上場会社の総資産の増加又は減少額がその直前事業年度の末日における純資産額の10%未満、かつ、上場会社の売上高の増加又は減少額がその直前事業年度の売上高の3%未満であると見込まれる会社分割、(ii)単独新設分割又は100%子会社に事業部門を承継させる会社分割、(iii)100%子会社の事業部門を承継する会社分割、(iv)連結子会社と共同行う簡易会社分割、(v)連絡子会社の事業部門を承継する簡易会社分割、の場合である（東京証券取引所上場部編・前掲注52) 171頁）。

要, (g)今後の見通し, 支配株主との取引等に関する事項(本行為が支配株主との取引等である場合), 当期業績予想及び前期実績, 等を記載することが求められる⁵⁷⁾。

5. 適時開示に関するテキストデータの基礎集計

(1) 適時開示に関するデータ

本稿では, 「月刊 MARR (株式会社レコフ)」に集計されているデータのうち, 「分社・分割データ」を対象としてデータベースを作成している。また, 買収企業(当事者1)が東京証券取引所の市場第一部に株式を公開している(東証一部上場)企業を抽出している。対象期間を2001年4月から2020年1月とすると, 事例数は合計682件となる。この事例に対する適時開示資料を「企業情報データベース eol (株式会社プロネクサス)」より収集し, 開示書類の冒頭に記載されている「目的」などに関する文章をテキストデータとして得ている。その結果, 682件のうち404件についての開示書類が入手可能であり, これらについてテキストデータを収集することで分析対象とする。この結果が表1および図1にある通りである。

これによると, 2000年の商法改正による会社分割制度の創設直後の2002年における発事件数が最も多く88件となっており, その後件数は徐々に減り2019年頃までには年間約10件程度のペースで推移している。つまり, 法改正後には会社分割制度を利用した企業が多く,

表1 「分社・分割」
の事例およびテキ
ストデータ数

年	事例数	テキスト データ数
2001	104	3
2002	162	88
2003	93	55
2004	64	40
2005	48	37
2006	31	22
2007	24	19
2008	23	18
2009	18	15
2010	14	13
2011	10	10
2012	13	12
2013	9	8
2014	12	10
2015	15	13
2016	11	11
2017	11	10
2018	10	10
2019	9	9
2020	1	1
合計	682	404

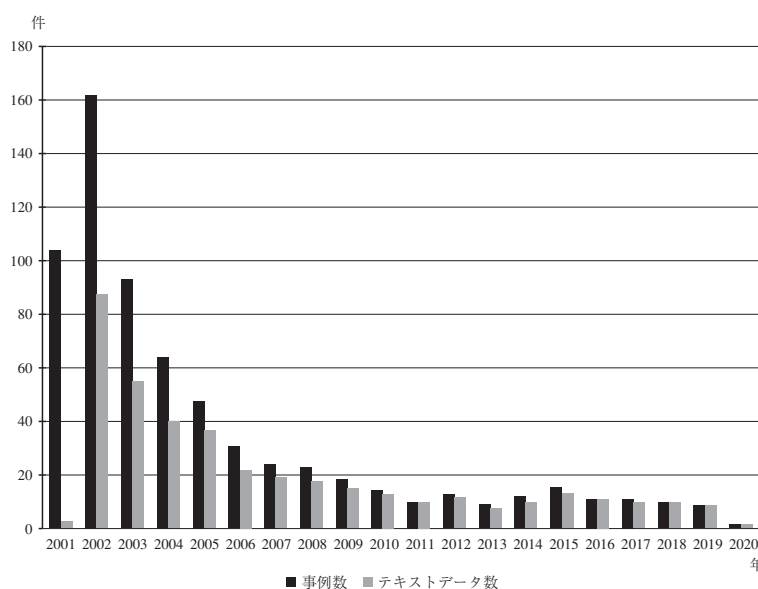


図1 「分社・分割」の事例およびテキストデータ数の推移

57) 東京証券取引所上場部編・前掲注52) 171-178頁参照。

本制度を利用する企業は徐々に減っていき2010年頃から現在までに関しては、概ね10件前後の件数で安定し推移している。

サンプルにおける業種別のデータ数を集計したのが表2である。東京証券取引所業種別の件数を調べてみると、会社分割制度を利用した業種で件数が多いのはサービス、ソフト・情報、機械、電気、非鉄金属で、20件を超えている。件数が一番多い業種は電機であり58件となっている。ソフト・情報以外の業種では、2002年から2009年までの件数が多くなっているが、ソフト・情報に関しては2015年から2019年で適用件数が多くなっている。このことより、多くの業種では法改正に伴って本制度を利用したと推測される。一方、ソフト・情報に関しては、1999年から2000年頃までのITバブル後に業態変化や業界再編がおこり会社の規模も大きくなる中、会社分割制度を利用した会社が多くなったのが、2015年頃か

表2 年別・業種別データ数の集計

業種 / 年	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	総計
アミューズメント								1		1				2							4
ゴム		1	1	1																	3
サービス		6	2	5	3	2	4			1			2	1	2	1		1	3		33
スーパー・コンビニ		1			1										1						3
その他金融		2		1			1											1			5
その他小売				1		3					1	1									6
その他製造		1						1													2
その他販売・卸		2		2	1		2	1	1	1	2	1	1	1			1				16
その他販売・卸															1	1	1	1			4
ソフト・情報		2	2		1	3	1			2		1		1	2	3	3	3	3		27
医薬品		1	3	4	1	2	1	1	2						1	1					17
医薬品卸					1																1
運輸・倉庫		4	6		1	1		1		1						1		1			16
化学		5	2	3	2			2	2		1							1			18
外食		2						1							2		1		1		7
機械		7	2	3	3	2	1	1			1		1	1							22
銀行			1																		1
建設			2	1	4		1			1									1		10
鉱業					2																2
紙・パルプ		1			1	1														1	4
出版・印刷				2	1	2			2		1			1	1	1	1				12
食品		2	2	3					1							2					10
食品卸			1			1		2													4
精密				1	1					1		1									4
石炭・石油		2											1								3
繊維		8	6	2	1	1								1							19
総合商社				1		1		1													3
通信・放送		2										1									3
鉄鋼		6	2										1		1			1			11
電機		17	9	4	4	2	5	4	3	1		4	1		1		3				58
電力・ガス		2						1													3
農林水産		1																			1
非鉄・金属製品	1	8	3	5	3		2	1	1	2	2	1		2	1			1			33
百貨店			2			1															3
不動産・ホテル			2		2				1			1	1			1			1		9
輸送用機器	2	3	6		3				1	2	1										18
窯業		2	1	1	1		1		1		1	1									9
総計	3	88	55	40	37	22	19	18	15	13	10	12	8	10	13	11	10	10	9	1	404

らであったのではないかと推測される。

(2) 適時開示の内容に関するテキストデータの分析

開示書類の冒頭部分において、ほとんどの事例では目的等に関する項目が記載されている。そこで、この部分のテキストデータを集計し、テキストの文字数と文章数のカウントを行う。文章数は句点の数をカウントしている。

タイトルは多くの場合で非常に似た書式が利用されており、「目的」「理由」「趣旨」といった語句が含まれる事例は351件（86.9%）、そのうち「会社分割の目的」としている事例が268件（66.3%）と半数以上を占めている。

対象となるテキストデータの基本統計量は表3の通りである。テキストの文字数が最も

表3 テキストデータの基本統計量（文字）

平均値	285.87
標準偏差	212.19
最小値	27
中央値	239
最大値	2,014
データ数（件）	404

多かった会社はソニーで、文字数は2,014文字、文章数は23となっている。また表5の文字数が最も少なかった会社はポケットカードで文字数は27文字、文章数は1となっており、記載内容は「保険代理店事業及び物販事業の拡大及び効率化を図るため。」と簡潔な文章記載となっている。

テキストデータを取得できたデータ404件について、文字数の分布（表4、図2）と文

表4 テキストデータの文字数の分布

文字数	件数	件数割合	累積割合
100	58	14%	14%
200	100	25%	39%
300	104	26%	65%
400	58	14%	79%
500	34	8%	88%
600	21	5%	93%
700	12	3%	96%
800	7	2%	98%
900	2	0%	98%
1,000	4	1%	99%
1,100	1	0%	99%
1,200	1	0%	100%
1,300	1	0%	100%
1,400	0	0%	100%
1,500	0	0%	100%
1,600	0	0%	100%
1,700	0	0%	100%
1,800	0	0%	100%
1,900	0	0%	100%
2,000	0	0%	100%
2,100	1	0%	100%
計	404	100%	100%

※「文字数100」は0超100文字以下

表5 テキストデータの文章数の分布

文章数	件数	件数割合	累積割合
1	102	25%	25%
2	86	21%	47%
3	93	23%	70%
4	53	13%	83%
5	26	6%	89%
6	16	4%	93%
7	11	3%	96%
8	5	1%	97%
9	3	1%	98%
10	2	0%	99%
11	1	0%	99%
12	2	0%	99%
13	1	0%	100%
14	2	0%	100%
15	0	0%	100%
16	0	0%	100%
17	0	0%	100%
18	0	0%	100%
19	0	0%	100%
20	0	0%	100%
21	0	0%	100%
22	0	0%	100%
23	1	0%	100%
計	404	100%	100%

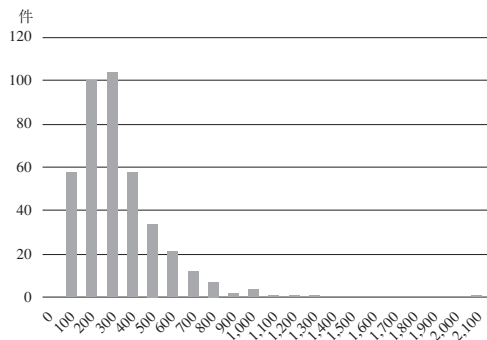


図2 テキストデータの文字数の分布図(文字)

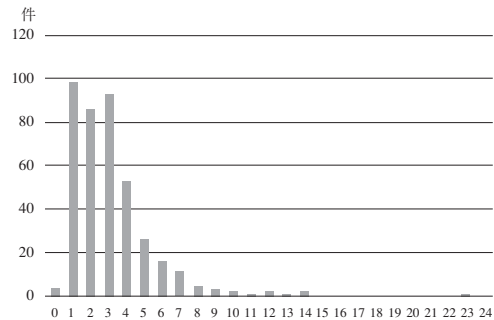


図3 テキストデータの文章数の分布図(文)

章数の分布(表5, 図3)を確認すると, 文字数では300文字程度の会社が多く, 400文字以下の企業は全体の約8割を占める。また, 文章数は4以下の会社が多く全体の約8割を占める。この結果より, 開示資料の「目的」「理由」「趣旨」に関する記述量は数文であり, 比較的簡潔に記載している企業が多くを占めていることがわかる。

また表6には, 分析対象としたテキストデータ中に含まれる名詞・形容詞の出現数を表している。例えば, 404件のテキストデータにおいて, 「グループ: 312個 (0.78=312÷404)」, 「体制: 203個 (0.50)」, 「環境: 191個 (0.47)」, 「市場: 171個 (0.42)」のキーワードが半数程度以上の頻度で使用されていることから, 個別企業ではなく企業グループに係る記述が多いことも分かる。また「強化: 267件 (0.66)」, 「効率: 218件 (0.54)」, 「競争: 198件 (0.49)」, 「向上: 162件 (0.40)」なども半数程度で使用されているキーワードであり, 分社・分割によるメリットを主張していると考えられる。

全体として, サンプルにおけるテキストデータからは, ある程度決まった書式により報告されていることが確認される。これは, 定性的情報におけるボイラープレート (boiler-

表6 名詞・形容詞の出現数(個)

事業	1,472
経営	466
グループ	312
力	276
分社	271
強化	267
効率	218
体制	203
競争	198
環境	191
サービス	183
開発	182
市場	171
技術	164
向上	162

plate), すなわち定型文としての記述である傾向の一つでもあると考えられる。「企業内容等の開示に関する内閣府令」改正の背景にもある金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告における「財務情報及び記述情報の充実」の指摘は、これまでの有価証券報告書等の記載事項に対するものである。各企業が、有益な(定性的)記述情報を公表する必要はより重要性を増し、書式および記述内容の充実が求められる。

6. 終 わ り に

本稿では、「会社分割」制度を取り上げ、会社法や金融商品取引法、さらに有価証券市場規程における開示手続とその内容について見てきた。株主の関心事は、いかなる目的で会社分割をするのか、そのようにして(吸収分割なのか、新設分割なのか)、そしてその分割対価に関する事項はどのようになっているのか、ということである。

具体的には、会社分割の目的は、経営陣たちはいかなる方向に進もうとしているのか、またなぜそのような方法をとるのか、そして自分が出資した会社がどのような形になるのか、ということが株主としての判断材料とならないといけない。その意味では、会社法における直接開示の「株主総会参考書類」の交付は、前述の通り、吸収分割契約および新設分割計画のいずれにおいても、「分割を行う理由」という文言が入っているが(会規87条, 90条), これは株主が賛否を決するためにその必要性または当否が重要な要素となるから、必要な程度に具体的に記載される必要とされるということから⁵⁸⁾, こうした株主総会参考書類の交付が受けられる場合には、本店等に行かずして、それらの情報を入手できるため株主にとって非常に有益であるが⁵⁹⁾, すべての株式会社に要求される事前備置書類などには記載されていないので、事前開示規制の重大な不備であるという指摘があり⁶⁰⁾, 開示情報としては不十分であろう。

金融商品取引法における有価証券届出書は、会社法における開示情報よりも充実している。記載上の注意で、組織再編成の目的(経営統合、関係会社化による経営参加等)及び理由を具体的に分かりやすく記載することを基本に、「当該組織再編成後に、組織再編成当事会社の様々な体制や企業集団の経営方針の変更や重大な影響を及ぼす行為などの内容の記載も要求している(記載上の注意(1)a)。

つぎに、分割対価に関する事項である。会社法における直接開示の「株主総会参考書類」の交付では、吸収分割契約・新設分割計画のいずれにおいても、その「概要」の記載が要求されるだけであるが(会規87条, 90条), 間接開示である事前開示にあっては、吸収分割および新設分割のいずれの分割会社における「分割対価の定め相当性に関する事項」の記載が要求されるものの、吸収分割の対価として当該種類の財産を選択した理由や、吸

58) 弥永真生・前掲注17) 441頁, 455頁。なお、株主に対する説明・開示という観点から相当と認められる程度に記載すべきという指摘もある(酒井竜児編著・前掲注16) 268頁)。

59) 弥永真生・前掲注17) 441-442頁, 455-456頁。

60) 受川環大・前掲注13) 139頁。

収分割承継会社と吸収分割承継会社とが共通支配下関係にあるときは、当該吸収分割株式会社の少数株主の利益を害さないように留意した事項などが記載されることになれば、株主の判断材料としては有益であろう⁶¹⁾。

しかし、金融商品取引法に基づく臨時報告書では、分割対価の算定に対する公正性の担保のため、吸収分割の場合では、吸収分割に係る割当ての内容の算定根拠として、「提出会社又は当該吸収分割の相手会社以外の者が当該吸収分割に係る割当ての内容の算定を行い、かつ、当該提出会社が当該算定を踏まえて当該吸収分割に係る割当ての内容を決定したときは、当該吸収分割に係る割当ての内容の算定を行った者の氏名・名称」の記載までも求められる（企業内容開示府令19条2項7号、新設分割にあっても同様（同条7号の2））。

また、取引所規則に基づく適時開示にあつては、当該会社分割に係る割当ての内容の根拠等として、①割当ての内容の根拠・理由、②算定に関する事項として算定機関の名称並びに上場会社及び相手会社との関係、算定の概要の記載が要求される。

さらに、適時開示の際には、算定機関が作成した算定書を東証に提出することが義務付けられる。その「算定機関」が作成した「算定書」を東証に提出することが義務付けられる場合とは、上場会社が会社分割を行う場合であつて、①上場会社が他の上場会社と吸収分割を行う場合又は他の上場会社と共同して新設分割を行う場合（上場規程第421条第1項、上場規程施行規則第417条第9号f(a)）、②上場会社が非上場会社と吸収分割を行う場合又は非上場会社と共同して新設分割を行う場合（上場会社が会社法784条2項、796条2項、805条の規定の適用を受ける場合（簡易組織再編等）又は完全子会社と会社分割を行う場合を除く）、に該当するときである（上場規程第421条第1項、上場規程施行規則第417条第9号f(b)）。

その算定書は、「算定の具体的な過程」及び「算定の前提条件」が記載されたものを提出する必要がある（算定書に当該内容が記載されない場合には別途書面での提出でも可）。ここで、上記の「算定機関」とは、当事会社以外の者であつて、企業価値又は株価の評価に係る専門的知識を有する者⁶¹⁾で、「算定書」とは当該組織再編に係る割当比率に関する見解を記載した書面⁶²⁾をいうとしている。また、「算定の具体的な過程」とは、具体的な算定方式、当該算定方式を採用した理由、各算定結果の数値などであり、「算定の前提条件」とは算定手法とその算定において前提とした重要な要素である⁶²⁾。

さらに、より一層の公正性担保のため、適時開示事項として、「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」、さらには「支配株主との取引等に関する事項」などを求めている。例えば、「支配株主との取引等に関する事項」については、当該各号に規定する事項の決定が当該上場会社の少数株主にとって不利益なものでないことに関し、当該支配株主との間に利害関係を有しない者による意見の入手が義務づけられ（上

61) 森本滋編・前掲注26) 44頁〔柴田和史〕。

62) 東京証券取引所上場部編・前掲注52) 169-170頁。

場規程441条の2第1項、上場規程施行規則436条の3)、企業行動規範に定める手続の実施が必要となる⁶³⁾。

なお、適時開示の記載事項として、「当期業績予想及び前期実績」といった会社分割後の主要な経営指標などが、参考として記載が求められている⁶⁴⁾。

このように、適時開示にあっては、投資者に対する充実した判断材料が提供されており、投資者と企業との情報の非対称性を補う努力がなされていると考えられる。会社分割を含む組織再編の場面にあっては、上場する株式会社の資金提供者である株主は、会社（経営者）の考え方（当該組織再編行為を推進する判断の内容）をも意思決定の判断材料にしたであろうし⁶⁵⁾、株式の企業価値に期待するものである。会社分割を含む組織再編という会社提案（経営判断）に対して、株主総会の場での議決権の行使あるいは株式買取請求権の行使に向け⁶⁶⁾（場合によっては、差止請求権の行使）、株主の理解・判断として必要となる情報とはいかなるものかを再度検討してもいいのではないだろうか⁶⁷⁾。

本稿では、会社分割制度の施行に伴う会社分割の実施における、対投資家へ投資判断をし得る十分な情報を提供しているかの分析を行った。会社分割制度を利用した「分社・分割データ」のリストを対象とし、適時開示書類を「企業情報データベース eol」より収集し、開示書類の冒頭に記載されている「目的」などに関する文章の電子データ化を行った。取得したテキストデータの基礎的集計、業種別属性分析、頻出ワードの出現回数などに関する分析を行い、テキストデータの特徴をまとめた。それによると、会社分割の目的に関するテキストデータを取得できた事例は404件で、会社分割制度施行直後に制度を利用した事例が多く、直近では10件前後の低水準で安定的に推移している。また、業種別においては、制度を多く利用した業種とそうでない業種が見られ、会社分割実施時期はソフト・情報以外の業種は制度施行直後に実施している会社が多くなっている。会社分割の目的に関するテキストデータは、4文以内、400文字以下で簡潔に記載している会社が多くなっている。頻出ワードの分析については、「強化」「効率」「競争」「向上」などポジティブなワードが多く見られることがわかる。

今後の課題として、取得したテキストデータについて、テキストマイニングにより量的・

63) 東京証券取引所上場部編・前掲注52) 651-655頁。

64) 東京証券取引所上場部編・前掲注52) 176頁。

65) 稲葉威雄・前掲注14) 688頁。

66) 場合によっては、差止請求権の行使も考えられる。手続違背特に情報開示の不足の問題があったときは、差止めがかかるということにしておけば、エンフォースの手段となる、という（久保田安彦・稲葉威雄・尾崎安史・松尾直彦「会社法と金商法の交錯（後）」ビジネス法務2010年2月号69頁〔稲葉発言〕）。なお、組織再編の対価が不当であることについて「法令又は定款に違反する場合」に該当するか否かという問題がある（前掲注33）参照のこと）。

67) 提供される情報の内容についても、すべての企業情報を提供することも現実的ではなく、そうであれば、どのような情報を提供すべきなのかという、実務的には悩ましい問題が生じる、とする（尾崎安史「第3章 諸外国における株主総会プロセスとの比較・考察」伊藤邦雄・尾崎安史総監修『持続的成長のための「対話」枠組み変革』（商事法務、2017年）162-163頁）。

質的分析をさらに進める必要がある。この際、テキストデータの量的・質的評価をどのように行うかが重要となる。これら評価を行うためには、テキスト情報の特徴のベクトル化を行う方法、頻出ワードや複数ワードの結びつきから内容評価を行う方法、株価データ・財務指標・属性データ・テキストの特徴変数などを用いた重回帰分析を行う方法、頻出ワードの辞書を利用した分析方法などが考えられるが、試行錯誤しながら取るべき方法やその組み合わせを決定する必要がある。これにより、会社が十分な開示情報を提供しているか、会社はどのような情報の発信をしていけばよいかについて考察を行う必要があろう。