

会社分割における適時開示と そのテキスト情報に関する基礎的分析

池 島 真 策
平 井 裕 久
丹 波 靖 博

1. は じ め に

企業の国際的な競争力が一層激化した2000年ごろ、企業が経営の効率性や統治の実効性を高めて、競争力を強化する必要性があり、政府はそうした企業の要請に応えるため、企業の組織再編成のための法制度の整備に取りかかった。2000（平成12）年に創設された「会社分割」制度も、この企業組織再編のための法制の一環として位置づけられていた¹⁾。こうした背景で創設された会社分割制度も、2005（平成17）年の会社法創設の際に引き継がれ、20年程経った。この間の会社分割に関する法的な制度設計の問題としては、株主による「組織再編における差止請求権」や「株式買取請求権」の問題があり、債権者に関しては「濫用的会社分割」の問題²⁾などがあったが、これらの問題を2014（平成26）年会社法改正で対応した。

しかし、この改正により、会社分割に関わる問題が解決したかのようにみえたが、以前から議論となっていた「対価の不当性と差止めの関係」についての問題はまだ残っている。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³⁾。他方で、第三者が対価性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

1) 原田晃治編著『一問一答平成12年改正商法—会社分割法制—』（商事法務研究会，2000年）7頁。

なお、会社分割制度の創設を内容とする商法改正に際しては、労働者の権利不当に害されないようにするといった労働者保護の観点から労働法制を同時に整備するよう求める動きがあり、これを受け、「会社の分割に伴う労働契約の承継等に関する法律」（平成12年法律第103号）が国会に提出された（同『一問一答平成12年改正商法—会社分割法制—』43～45頁）。

2) こうした濫用的会社分割の問題に対しては、会社法22条1項を類推適用して解決したり（最判平成20年6月10日判時2014号150頁）、法人格否認の法理による解決（福岡地判平成22年1月14日金判1364号42頁）、詐害行為取消権の適用を許容したもの（大阪地判平成21年8月26日金法1916号113頁、大阪高判平成21年12月22日金法1916号108頁、東京地判平成22年5月27日判時2083号148頁、最判平成24年10月12日民集66巻10号3311頁）などがあった。

3) 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）337-339頁。

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⁴⁾。

こうした中で、組織再編にあっては株主に対価の相当性は大きな問題であるが、そもそも経営者がこの時点でなぜそのような組織再編を行うのか、そして経営者がいかなる方向に向かわせようとしているのか等の情報も、会社の利害関係人である株主にとって重要な情報ではないだろうか。確かに、経営者は、経営に対する大幅な裁量をもっているが、その利害関係人に対してはその時点での情報だけではなく、その経営判断が要求される意義を利害関係人に示す必要があろう。すなわち株主は、出資した時点から今までの思いや期待があって株主となっているのであるから、仮に組織再編に伴う対価が相当であるとしても、組織再編後の会社や現経営陣への期待は継続しうるのは重要な判断事項であろう。組織再編の場面にあっては、上場する株式会社の出資者である株主は、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）も意思決定の判断材料にしたいであろうし⁵⁾、株式の価値に期待するものである。組織再編という会社提案（経営判断）に対して、株主総会という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（場合によっては、差止請求権の行使⁶⁾）、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よいのではないだろうか^{7), 8)}。

ところで、企業再編の場面に関わらず、ディスクロージャーにおける開示情報の有用性に係る研究はこれまでも盛んにおこなわれている⁹⁾。また、その実証研究の手法に関してもこれまで発展的に研究がおこなわれてきている¹⁰⁾。開示情報が様々な利害関係者にとっ

4) 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頁など。なお、対価の不当性は、法令違反を経由して差止事由となることを肯定すべきであるとする（中東正文「組織再編法制」ジュリスト1495号（2016年）67頁）。

5) 稲葉威雄『会社法の解明』（中央経済社、2010年）688頁、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11巻4号（2014年）53頁。

6) 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相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4）参照のこと）。

7) なお、2020年3月期からは、記述情報の充実（経営戦略、事業等のリスク、経営者による経営成績等の分析（MD&A）等）が適用となっており、投資家の企業の理解を深めるため、経営者視点からの具体的でわかりやすい記載が求められる（島崎征夫「企業開示行政をめぐる状況」商事法務2251号（2021年）67頁）。

8) 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）。

9) 例えば、浅野敬志『会計情報と資本市場』（中央経済社、2018年）など。

10) 田村威文・中條祐介・浅野信博『会計学の手法（第2版）—実証・分析・実験によるアプローチ—』

て意思決定に有用な情報であることは当然であるが、この開示情報の充実に伴い、この情報の解釈も広がっている¹¹⁾。すなわち、これまでの定量的な財務データに留まらず、開示書類（開示情報）に含まれる定量的なデータ（テキストデータ等）も有益な情報として扱われるようになってきている。例えば、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い、テキストデータの有用性を明らかにした研究もある¹²⁾。

そこで、本稿では、企業再編（分社・分割）における適時開示情報から作成したテキストデータ¹³⁾を対象として、基礎的なテキスト分析をおこなう。まず、適時開示情報におけるテキストデータに対して形態素解析をおこない、データの傾向について概観する。その上で、適時開示情報に出現するキーワードと財務指標および株価との関連についての分析をおこなう。このことで、企業が開示する情報に含まれるテキストが、企業再編後の企業業績や市場における評価である株価と、どのような関連があるのかを確認する¹⁴⁾。

2. 会社分割に関する開示制度の意義

上場会社が組織再編（組織再編成）、特に会社分割をする際の開示は、法定開示としての会社法、金融商品取引法（以下、「金商法」とする）と、そして金融商品取引所である東京証券取引所の「有価証券上場規程」（以下、「有価証券上場規程」とする）がある¹⁵⁾。

法定開示である会社法においては、吸収分割においては吸収分割の分割会社・承継会社が吸収分割契約を締結し（会757条）、新設分割にあっては、分割会社が新設分割計画を作成する（会762条1項）。しかし、これは、あくまで承継されるべき権利義務の範囲が吸収分割契約・新設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より一層の開示制度を含んだ会社分割手続が必要となる¹⁶⁾。例えば、間接開示である「事前開示」と「事後開示」がある¹⁷⁾。この

（中央経済社、2021年）。

- 11) これに関連し、例えばディスクロージャー・インデックスは、特定の開示手段あるいは複数の開示手段全体に含まれる開示項目のリストに基づいて、情報開示の程度を数値化するための手法である（奥村雅史「情報開示の測定について」早稲田商學第446号（2016年）661-628頁）。
- 12) 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。
- 13) 池島真策・平井裕久・丹波靖博「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」大阪経大論集第71巻4号（2020年）1～25頁において、構築されたデータベースである。なお、本文中において、「池島・平井・丹波（2020）」とする。
- 14) 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大阪経済大学2021年度特別研究費による研究成果の一部である。
- 15) 詳細については、池島真策・平井裕久・丹波靖博・前掲注13) 1～25頁を参照のこと。

「事前開示」の趣旨は、株主にとっては株主総会において会社分割を承認するかどうか、分割条件の公正性や差止請求権を行使するか否か、株式買取請求権を行使するか否か等のための資料を提供するものであり、債権者にとっては会社分割に対して異議を述べるか否かの判断のための機会を与えるものである（会782条1項3項、794条1項・3項、803条1項・3項、会規183条、192条、205条）¹⁶⁾。他方、「事後開示」の趣旨は、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の適正な履行を間接的に担保するものである（会791条2項、801条3項2号、811条2項、815条3項2号）¹⁹⁾。

会社分割における直接開示としては、「株主総会参考書類」の交付がある。これは、招集の通知に際して、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）²⁰⁾。

しかし、すべての株式会社に要求される事前備置書類と、直接開示の「株主総会参考書類」の交付とでは、記載内容に差があり、株主が賛否を決める判断材料として統一されてはいない部分もある²¹⁾。

16) 吸収合併を例にとった情報開示規制としては、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頁以下を参照のこと。

17) なお、会社分割における「直接開示」としては、「株主総会参考書類」の交付がある（会298条2項、301条1項、会規65条1項、66条）。

18) 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8版）』（有斐閣、2021年）943頁、田中亘『会社法〔第3版〕』（東京大学出版会、2021年）665頁、弥永真生『リーガルマインド会社法（第15版）』（有斐閣、2021年）378頁。その事前開示事項は、組織再編行為形成の手続基礎として、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5）685頁）。

19) 江頭憲治郎・前掲注18）917、959頁、田中亘・前掲注18）696頁、弥永真生・前掲注18）389頁。なお、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）185頁〔柴田和史〕、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）983、987、1032、1040頁。

20) 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5）688頁、受川環大・前掲注16）134頁）。

21) 例えば、事前備置書類などには「分割を行う理由」という文言が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る（受川環大・前掲注16）139頁）。直接開示の「株主総会参考書類」の交付は、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（会規87条、90条）。株主総会参考書類の交付が受けられる場合には、本店

会社法では、利害関係人である株主および債権者の権利保護を中心として、会社分割の手続において上記のような情報の開示が要求される。他方で、投資者保護あるいは資本市場の健全性確保という観点からの法定開示である金融商品取引法と、市場における自主規制機関たる取引所の規則（有価証券上場規程）に基づく開示が要求される。

まず、法定開示である金融商品取引法において、組織再編成の一つである会社分割に関する開示制度としては、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（発行開示制度）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（継続開示制度）がある。

発行開示制度としては、組織再編成の場面において、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²²⁾。つまり、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には（金商法4条1項2号²³⁾、発行・交付される有価証券の発行者に「有価証券届出書」の提出が必要となる。

他方、流通市場における継続開示では、有価証券報告書提出会社は、その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²⁴⁾。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²⁵⁾、軽微基準に該当しない限り、遅滞なく

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（弥永真生・前掲注19）『コンメンタール会社法施行規則・電子公告規則〔第2版〕』441-442頁、455-456頁）、情報開示の在り方として統一する必要あると思われる。

22) 発行開示としては、その他に直接開示である「目論見書」の交付があるが、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1括弧書）。

23) 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『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務，2021年）143頁）。

24) 松尾尚彦・前掲注23）169頁。

25) 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『金融商品取引法〔第2版〕』（有

「臨時報告書」を提出しなければならないとしている（金商法24条の5第4項、企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項7号、7号の2）²⁶⁾。その訂正報告書とともに、公衆縦覧等の対象となる（金商法25条）

この金商法における「臨時報告書」制度も、投資家に対して、適時判断材料を提供するための制度であり、「遅滞なく」提出が義務づけられているが（金商法24条の5第4項、企業内容開示府令19条第2項第7号、同項第7号の2など）、必ずしもタイムリーであるとは限らない²⁷⁾。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²⁸⁾、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²⁹⁾。証券取引所（金融商品取引所）は、金商法の委任を受けた自主規制である有価証券上場規程³⁰⁾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（有価証券上場規程402～405条）^{31), 32)}。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³³⁾。

斐閣、2021年）180頁）、実質的には会社の意思決定を行うことができる期間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『論点体系会社法5』（第一法規、2012年）308頁〔林浩美〕。

- 26) 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出をすれば足りる（江頭憲治郎・中村直人編著・前掲注25）310頁〔林浩美〕。
- 27) 適時開示には「適時性」や「速報性」が求められているが、金商法による臨時報告書などの法定開示は「正確性」や「十分性」が求められている（伊東祐介「適時開示制度の概要について（前編）」監査役673号（2017年）59頁）。なお、梅本剛正「有価証券上場規程の具体的検討(5)―適時開示―」日本取引所記入商品取引法研究第17号（2020年）88頁。
- 28) 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）。
- 29) 適時開示制度は、投資者が投資判断を行ううえで必要な会社情報を、迅速、正確かつ公平に提供されるために設けられている情報開示制度であるという（伊東祐介・前掲注27）57頁）。
- 30) 松井秀征「上場会社への規律としての上場規則」日本取引所金融商品取引法研究第16号（2020年）15頁。
- 31) 上場会社は、投資者への適時、適切な会社情報の開示が健全な金融商品市場の根幹をなすものであることを十分に認識し、常に投資者の視点に立った迅速、正確かつ公平な会社情報の開示を徹底するなど、誠実な業務遂行に努めなければならないとして（有価証券上場規程401条）、適時開示における基本的スタンスを包括規程として設けている（久保幸年『適時開示の理論・実務』（中央経済社、2018年）29頁、同『金融商品取引法の開示規制』（中央経済社、2019年）208頁）。
- 32) 上場規則の位置付けとしては、開示規制に関する先行的な規制、法律に上乗せされるような規則であったり、あるいは投資者保護の観点から法律が求める以上の積極的な開示を求めたりする（松井秀征・前掲注30）13頁）。
- 33) 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）197、416頁。ただし、取

自主規制機関である証券取引所は、こうした体制に対するエンフォースメントとして、有価証券上場規程の違反行為などに対して、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（有価証券上場規程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³⁴⁾。

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^{35)、36)}、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（有価証券上場規程413条の2、414条）³⁷⁾。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³⁸⁾。

組織再編成の一つである会社分割の場合、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（有価証券上場規程402条1号㉞）。前述の流れに従って、適時開示の手続をとることになる。その詳細においては、池島・平井・丹波（2020）を参照のこと。

3. 適時開示に関するテキストデータの分析

（1）テキストデータの概略

（1-1）適時開示に関する使用データ

本稿では、池島・平井・丹波（2020）で構築したデータを用い分析を進める。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」に分類されているデータを対象としてデータベースを作成し、このうち本体企業が東京証券

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とされるものが増えている（同『金融商品取引法』421頁注(7)）。なお、久保幸年・前掲注31)『金融商品取引法の開示規制』207頁。

- 34) 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）。
- 35) 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、開示前に、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（有価証券上場規程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が、説明の便宜のため必要がある場合は、スキームの概要・特徴点、あるいは、当該組織再編後の経営計画などの説明を記載した書面を用意する必要がある（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）。
- 36) 上場会社において会社分割を行う場合、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（有価証券上場規程402条1号㉞、有価証券上場規程施行規則417条9号d）。
- 37) 東京証券取引所上場部編・前掲注35) 28-29頁。
- 38) 東京証券取引所上場部編・前掲注35) 31頁。

表1 「分社・分割」の事例数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

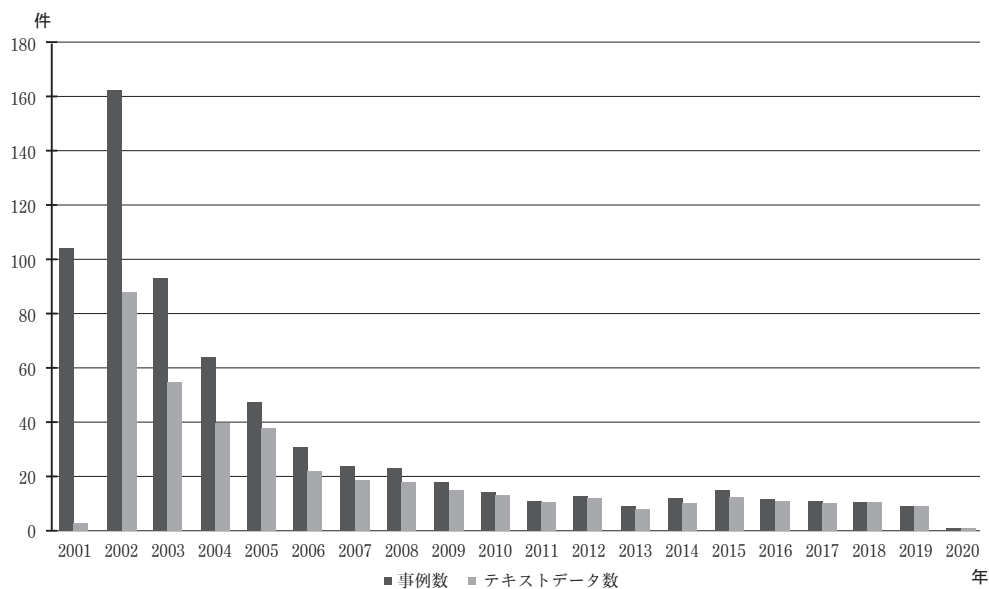


図1 「分社・分割」の事例およびテキストデータ数の推移

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書類を「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。収録対象682件のうち入手可能な404件の開示書類について、テキストデータを収集し分析対象とする。サンプルの事例数およびテキストデータ数の集計結果は表1および図1の通りである。2000年の商法改正による会社分割制度の創設直後となる2002年における件数が最も多く、その後で件数は徐々に減少し、2019年頃までには年間約10件程度のペースで推移をしている。法改正後の数年間は会社分割制度を利用した企業が多く、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關しては、概ね10件前後の件数で安定的に推移している。

（1-2）適時開示の内容に関するテキストデータの概要

開示書類の冒頭部分において、多く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、この項目のテキストデータに対して、テキストの文字数と文章数のカウントを行う。開示情報における文章は成型された文章であることから、文章数は句点の数をカウントすることで文章数とする。

また表2に、分析対象としたテキストデータ中に含まれる名詞・形容詞の出現数を示している。例えば、404件の事例のテキストデータにおいて、「グループ：312個（出現数割合： $0.78=312\div404$ ）」、「体制：203個（同：0.50）」、「環境：191個（同：0.47）」、「市場：171個（同：0.42）」のキーワードが半数程度以上の頻度で使用されており、個別企業ではなく企業グループに係る記述が多いことが分かる。また「強化：267個（同：0.66）」、「効率：218個（同：0.54）」、「競争：198個（同：0.49）」、「向上：162個（同：0.40）」なども

表2 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

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。

(1-3) 適時開示の内容に関するテキストデータの分析

2000年の商法改正による会社分割制度の創設により、表1の通り2001年においても事例が確認されるが、収集可能な分社・分割のデータは2002年から多くなっていること、また2020年に入ってから新型コロナウイルスによる特殊要因の株価への影響も考えられ、これを排除するために2019年までのデータを使用する。この結果、本稿における分析で使用する分社・分割の対象データは、2002年から2016年までの371件となる。2016年までの分社・分割に限定する理由は、分社・分割後の3年間の財務指標および株価推移を確認するためである。例えば、2016年に分社・分割した企業の場合、1年後の2017年から3年後の2019年までの財務指標および株価推移を確認することとなる。さらに、分析に必要な財務指標および株価が取得できないデータを除外すると295件のデータベースが構築される。

構築されたデータベースにおいて、各社のテキストデータ中のキーワードの出現回数を表3、またキーワードが出現する社数を表4に示している。

表3 キーワードの出現回数合計（個）

事業	1,029
経営	346
グループ	246
力	232
分社	199
強化	181
効率	163
体制	139
競争	134
環境	122
サービス	148
開発	136
市場	117
技術	116
向上	117

表4 キーワードの出現社数（個）

事業	253
経営	180
グループ	133
力	149
分社	151
強化	136
効率	133
体制	105
競争	98
環境	86
サービス	75
開発	70
市場	76
技術	57
向上	94

(2) テキストデータと財務指標に関する分析

企業の業績を測定する財務指標には、如何なる場面で、誰が、どのような目的で利用するのかによって、様々なものが考えられる。例えば、本業における儲けを表す営業利益を分子とする売上高営業利益率や、経常的な経営活動による収益性を表す売上高経常利益率などである。また、投資家らにより投資の意思決定を行う際にも良く用いられるのが、ROA (Return On Assets: 総資産利益率) や ROE (Return On Equity: 自己資本利益率) であ

る。ROAは、企業の保有する総資産によって獲得した事業利益の比率であり、全社的な視点での指標と考えられる。またROEは、自己資本に対する当期純利益の比率であり、株主視点での指標となる。本稿では、ROAおよびROEについて分析をおこなう。

(2-1) 相関関係の分析

テキストデータと財務指標に関する分析として、キーワード出現回数と、企業の分社・分割から1年後、2年後、3年後のROAおよびROEとの相関係数を表5および表6に示している。まず、表5でROAとキーワード出現回数との相関係数について確認する。出現頻度の高いキーワードにおいて、1年後のROAでは「経営」「効率」「環境」のキーワードの出現により統計的有意（5％）で負の相関が見られる。しかし、「経営」「効率」では2年後、3年後において、統計的に有意な差がほとんど見られず、継続的な傾向はうかがわれない。一方で、「サービス」「技術」では2年後に正の相関が統計的有意となっている。「サービス」「技術」については、統計的に有意では無いものの1年後と3年後でも、一貫して正の相関がうかがわれる。また、企業の分社・分割から1年後では、いくつかのキーワードで相関が見られるものの、2年後、3年後と時間が経過するにつれROAとの

表5 ROAとキーワード出現回数との相関係数

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-0.048	0.032	0.014
経営	-0.155	-0.045	0.001
グループ	-0.012	-0.005	0.004
力	-0.032	-0.015	0.011
分社	-0.096	0.042	0.015
強化	-0.114	-0.041	-0.040
効率	-0.173	-0.104	-0.087
体制	0.064	0.006	0.009
競争	-0.064	-0.099	-0.060
環境	-0.141	-0.080	-0.049
サービス	0.083	0.160	0.084
開発	0.091	0.073	0.073
市場	-0.100	-0.107	-0.059
技術	0.061	0.110	0.106
向上	-0.094	-0.027	-0.014
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	-0.053	0.025	0.039

：5％有意

：10％有意

表6 ROEとキーワード出現回数との相関係数

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	0.04	0.04	0.05
経営	-0.02	-0.01	0.06
グループ	0.03	0.00	-0.01
力	0.05	0.01	0.01
分社	0.07	0.05	0.06
強化	0.03	0.06	0.04
効率	-0.06	-0.04	0.03
体制	0.01	-0.04	-0.02
競争	0.01	-0.11	-0.03
環境	-0.04	-0.06	0.04
サービス	0.08	0.04	0.04
開発	0.02	0.02	0.04
市場	-0.02	-0.08	-0.05
技術	0.02	0.01	0.03
向上	0.06	0.08	0.08
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	0.03	0.04	0.08

：5％有意

：10％有意

相関は確認されなくなっている。なお、テキストデータの量を表す「文字数」では統計的に有意な相関は見られない。

また、表6ではROEについてキーワード出現回数との相関係数を示している。表6では、正の相関や負の相関が見られるものの、統計的に有意な差が見られず、キーワード出現回数とROEの関係は観測されない結果となっている。

(2-2) キーワードの出現有無による財務指標の差異

キーワード出現の有無によるグループに分け、ROAについて差の検定を行った結果を表7に示している。キーワードが1つでも含まれている場合、すなわちキーワード出現有グループにおいて、「経営」「効率」「環境」「向上」のキーワードが含まれている企業では、統計的有意（5％）に1年後のROAが低くなっていることが確認できる。このうち、「経営」では1年後と2年後でROAが低くなっているものの3年後ではROAが高くなっており一様な傾向を示していないが、「効率」「環境」「向上」では、3年間ともにROAが低くなっている。特に「効率」では、2年後、3年後も継続的に統計的に有意な差となっており、一定の傾向がうかがわれる。一方で、「サービス」のキーワードが含まれる場合には、2年後でのROAが統計的有意（5％）で高くなっている。また「技術」についても、統計的に10％有意ではあるもの3年後でのROAが高くなっている。この「サービス」

表7 キーワードの出現有無グループにおけるROAの差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-1.80	0.82	0.38
経営	-1.75	-0.22	0.79
グループ	0.29	0.41	0.44
力	0.77	0.25	0.68
分社	-1.00	1.06	0.52
強化	-1.25	0.16	0.40
効率	-2.34	-1.29	-0.98
体制	0.30	-0.53	-0.22
競争	-0.06	-0.68	-0.03
環境	-2.19	-0.97	-0.37
サービス	1.59	2.26	0.92
開発	0.28	0.64	0.87
市場	-1.15	-0.72	0.11
技術	1.06	0.92	1.16
向上	-1.81	-0.89	-0.49

：5％有意

：10％有意

表8 キーワードの出現有無グループにおけるROEの差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-7.66	-1.09	-1.34
経営	-4.34	1.40	5.37
グループ	2.43	0.97	-0.22
力	4.52	1.16	-1.03
分社	5.94	4.15	2.96
強化	1.93	6.57	2.91
効率	-6.53	-4.71	1.64
体制	-1.56	-4.10	-1.29
競争	3.36	-4.35	0.15
環境	-5.44	-5.93	2.33
サービス	6.83	2.73	1.79
開発	-1.15	0.31	3.46
市場	0.35	-0.87	-1.68
技術	3.11	-0.27	1.96
向上	3.74	5.89	3.36

：5％有意

：10％有意

「技術」については、全てが統計的有意ではないものの、3年間ともROAが高い結果となっており、一定の傾向がうかがわれる。

また、表8ではROEについてキーワード出現の有無によるグループで、ROEについて差の検定を行っている。キーワード出現有グループにおいて、「経営」では3年後、「強化」では2年後のROEが統計的有意（5%）で高くなっている。「強化」では、1年後、3年後でも統計的に有意ではないもののROEが高くなる一定の傾向を示している。しかし、全体として強い傾向を示すキーワードは見当たらない結果である。

(2-3) キーワードの出現回数による財務指標の差異

キーワード出現回数によるROAの差異について分析した結果が表9である。ここでは、キーワードの出現回数により5つのグループに分類し、出現回数の最も多いグループと最も少ないグループでROAの差を検定している。「効率」「強化」「向上」のキーワードが多いグループでは、少ないグループと比較して統計的に有意でROAが低くなっている。それに対して、「技術」「サービス」「力」のキーワードが多いグループでは、少ないグループと比較して統計的に有意でROAが高くなっており、特に「技術」ではその傾向が顕著

表9 キーワードの出現頻度グループにおけるROAの差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-0.40	1.74	1.07
経営	-1.52	1.19	1.30
グループ	0.33	-0.10	-0.45
力	1.33	1.88	1.32
分社	-0.19	0.85	0.94
強化	-2.31	-0.40	0.15
効率	-2.06	-0.81	-0.70
体制	0.84	0.56	0.61
競争	2.10	0.73	0.98
環境	-0.40	0.95	0.21
サービス	1.92	1.43	0.01
開発	0.19	0.41	0.55
市場	-1.57	-0.70	0.83
技術	3.97	2.33	1.81
向上	-0.96	-1.84	-1.28
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	-1.12	1.14	0.61

：5%有意

：10%有意

表10 キーワードの出現頻度グループにおけるROEの差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	1.55	2.84	6.19
経営	3.66	2.50	4.13
グループ	8.31	5.57	-4.57
力	3.27	6.17	5.47
分社	4.78	4.51	-1.66
強化	-5.07	-0.42	0.59
効率	-5.26	-2.64	7.49
体制	-2.47	7.22	-0.82
競争	14.85	9.35	8.71
環境	-4.89	-3.40	2.32
サービス	9.94	-1.72	-1.93
開発	-8.24	-7.65	0.36
市場	-4.15	-1.58	0.26
技術	4.47	0.43	3.33
向上	2.03	11.41	8.30
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	-3.83	-0.55	6.90

：5%有意

：10%有意

であることが確認できる。

また、表10ではROEについても同様の検定をおこなっている。ROAの結果とは異なり、「経営」「分社」「競争」のキーワードが多いグループでは、少ないグループと比較して統計的に有意（5%）でROEが高くなっている。「技術」「サービス」では、統計的にみて強くはないが、ROAと同様にROEでも高い傾向もみられる。特徴的なのは、テキストデータの量を表す「文字数」で、1年後のROEが統計的に有意（5%）と低くなっていることである。適時開示においては、情報量が多い企業グループの方が、ROEが低い傾向であり、分社・分割による情報開示の量が多い企業では、1年後の業績は下がる傾向が確認された。

（2-4）財務指標によるキーワードの出現回数の差異

分析対象データを各年時点のROAの高低順で並べ、5つのグループに分ける。その上で、ROAの最も高いグループと最も低いグループ間でのキーワード出現回数に関して差の検定をおこなった。その分析結果が、表11である。この表11から、1年後のROAが低いグループでは、「経営」「強化」「効率」「競争」「環境」といったキーワードが使われて

表11 ROAによる高低グループにおける
キーワード出現回数の差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-0.37	0.52	-0.05
経営	-0.74	0.00	0.21
グループ	-0.02	-0.02	-0.02
力	-0.26	-0.03	-0.04
分社	-0.11	0.05	-0.04
強化	-0.24	0.05	-0.08
効率	-0.41	-0.18	-0.15
体制	0.09	-0.11	0.00
競争	-0.29	-0.16	-0.16
環境	-0.23	-0.02	-0.03
サービス	0.39	0.50	0.13
開発	0.14	0.11	0.21
市場	-0.35	-0.18	-0.16
技術	0.20	0.27	0.27
向上	-0.10	0.05	0.08
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	-40.15	48.20	35.34

：5%有意

：10%有意

表12 ROEによる高低グループにおける
キーワード出現回数の差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-1.31	0.19	0.96
経営	-0.38	0.02	0.36
グループ	-0.13	-0.05	-0.63
力	-0.24	0.05	0.01
分社	-0.12	0.25	0.08
強化	-0.16	0.00	0.12
効率	-0.12	-0.04	0.01
体制	0.10	0.04	-0.26
競争	-0.01	-0.02	0.05
環境	-0.14	0.01	0.15
サービス	0.12	0.20	0.10
開発	0.14	0.08	0.03
市場	-0.33	-0.34	0.07
技術	-0.16	0.01	0.22
向上	-0.06	0.18	0.32
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	-72.20	30.55	52.97

：5%有意

：10%有意

いる傾向がある。そのうち、その後の2年後、3年後でも同様の影響が見られるキーワードは「効率」「競争」「環境」である。一方で、ROAが高いグループに見られるキーワードは、「サービス」「技術」である。「サービス」では1年後と2年後が、また「技術」では2年後と3年後で統計的に有意となっている。この「サービス」と「技術」の傾向は、ここまでの分析結果と整合的な結果となっている。

また、表12ではROEについても同様の検定をおこなっている。1年後のROEが低いグループでは、「事業」「市場」といったキーワードが使われており、「市場」では、2年後でも同様の傾向である。一方で、2年後のROEが高いグループに見られるキーワードは、「分社」である。

そして、特徴的なのは、テキストデータの量を表す「文字数」である。2年後においては統計的有意（5％）でROAが高いグループでは文章量が多くなっている。また、1年後には負で、3年後には正でROEが高いグループでは統計的有意な差が見られる。適時開示において、情報量に関してROAとROEで統計的に有意な差が確認された。

ただし全体として、統計的に有意となっているものは必ずしも多くはないが、ROAに関する分析では1年後で負の傾向が見られるのに対して、ROEに関する分析ではキーワード出現回数の傾向は捉えづらいといえよう。

（2-5）テキストデータと財務指標に関する分析まとめ

財務指標としてROAとROEを用いて、キーワード出現との関連を探るため基礎的な分析を行った。企業の分社・分割により、業績が下がっている企業では、「競争」「環境」「効率」「強化」「向上」などの、企業が置かれている社会環境など広範な状況の説明で汎用的に用いられるキーワードが多い傾向となっている。一方で、業績が上がる傾向にある企業では、企業独自の状況を説明するキーワード、例えば「技術」「サービス」など、具体的な内容を示すキーワードが用いられている。このことは、企業固有の情報が多い企業の方が、企業個別の情報以外の外部的な情報開示が多い企業に対して、業績を高められている傾向と考えられる。企業が、分社・分割で開示する情報が、外部投資家にとって少なからず有用性を持つ証拠となっている。

（3）テキストデータと株価データに関する分析

（3-1）相関関係の分析

分社・分割から1年後、2年後、3年後の株価収益率と各キーワードの出現回数との相関係数を計算した結果が表13である。なお、株価収益率の計算では、分社・分割公示日の前月末時点を起点とし、1年後、2年後、3年後の株価によりそれぞれの期間における収益率を計算している。これによると、キーワードごとに株価収益率との正の相関と負の相関の傾向が確認される。例えば、株価収益率とマイナス10%以下の負の相関関係にあるキーワードとして、「事業」「グループ」「分社」「サービス」などが確認され、株価収益率とプラス10%以上の正の相関関係にあるキーワードとして「経営」「力」「強化」「競争」

「向上」などが挙げられる。これらのキーワードでは相関の符号は安定しているため、分社・分割後の株価収益率との関係に一定の関係があると考えられる。

表13 株価収益率とキーワード出現回数との相関係数

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-0.13	-0.08	-0.08
経営	0.03	0.06	0.12
グループ	-0.10	-0.08	-0.08
力	0.07	0.13	0.11
分社	-0.11	-0.05	-0.04
強化	0.14	0.17	0.18
効率	-0.05	-0.02	-0.03
体制	-0.08	-0.01	-0.02
競争	0.12	0.21	0.21
環境	-0.01	0.00	0.00
サービス	-0.10	-0.07	-0.07
開発	-0.04	0.01	-0.02
市場	-0.04	0.01	0.00
技術	-0.02	0.01	-0.02
向上	0.06	0.13	0.09
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	0.04	0.06	0.09

(3-2) キーワードの出現有無による株価収益率の差異

次に、キーワードの出現有無により2グループに分け、両グループの株価収益率データを使って等分散を仮定した2標本によるt検定を行った。表14は、各キーワードにおける出現有無グループの平均株価収益率の差（出現有グループの平均株価収益率－出現無グループの平均株価収益率）のt検定の結果を表している。また、網掛けはt検定における5%と10%有意（片側検定）を示している。この結果によると、時点が連続し安定して有意な差が確認されるのは「競争」であり、2年後と3年後では統計的有意（5%）となっており、平均の差の符号が負となっていることから、「競争」というキーワードが使われている場合、2～3年後には株価は下落する傾向にあると考えられる。その他のキーワードについての分析結果を見ると、「分社」「強化」が一部で有意な結果となっている。本分析は、分社・分割の適時開示情報のテキストにおけるキーワードの有無で将来の株価推移の傾向を事前的に推定できるかどうかを確認しているが、この結果を見る限り、全体としては将来の株価の推定は難しいということを示唆していると考えられる。

表14 キーワードの出現有無グループにおける平均株価収益率の差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	0.21	0.01	0.31
経営	0.14	0.08	-0.03
グループ	0.18	0.32	0.35
力	-0.03	-0.27	-0.26
分社	0.32	0.37	0.37
強化	-0.12	-0.37	-0.54
効率	0.07	0.13	0.23
体制	0.05	-0.15	-0.16
競争	-0.12	-0.47	-0.68
環境	0.03	0.03	0.05
サービス	0.22	0.35	0.45
開発	0.06	-0.17	-0.01
市場	0.05	-0.19	-0.15
技術	-0.04	-0.40	-0.23
向上	-0.04	-0.36	-0.28

: 5%有意

: 10%有意

(3-3) キーワードの出現回数による株価収益率の差異

データをキーワードの出現回数により高低順に並べて5グループに分け、キーワードの出現回数が最も少ないグループをグループ1と設定する。ただし、キーワードの出現回数が同数の場合、「文字数」により高低順に並べている。次に、グループ1（出現回数が少ないグループ）とグループ5（出現回数が多いグループ）の株価収益率データに対して等分散を仮定した2標本によるt検定を行った。表15は、t検定のグループ1とグループ5の各キーワードの平均株価収益率の差（グループ5の平均株価収益率－グループ1の平均株価収益率）を表している。例えば、「文字数」ではいずれの時点でも統計的有意でなく、「文字数」が違うグループにおいて株価収益率の差異は有意に確認されなかったことを示している。一方、「事業」では統計的有意（5%）であり、キーワードである「事業」の出現回数が違うグループにおいて株価収益率の差が有意で、平均株価収益率の差の符号が負であることから、1年から3年後にわたって株価は下落する傾向があるということが確認される。これらキーワードのうち1年後、2年後、3年後いずれも統計的に有意であるのは「事業」「体制」であることが確認される。ただし、平均株価収益率の差の符号より、「事業」の場合は、将来的に株価下落、「体制」の場合は2年後までは下落で3年後に上昇に反転することが示唆される。また、分社・分割後の年数が経つにつれて有意となるキーワードが増えている傾向があることが確認されるが、平均株価収益率の差が正となるキー

ワードが多く、3年後には株価は上昇傾向にあるということが示唆される。3年後に有意であるキーワードとして、「事業」「経営」「グループ」「力」「体制」「競争」「環境」「サービス」が挙げられる。本分析は、キーワードの出現回数を高低順に並べ、株価収益率の差異の検定を行っているため、分社・分割の適時開示情報のテキスト中のキーワード出現回数から将来の株価傾向を事前的に推定できるかを確認しているが、この結果はキーワードによっては将来株価の傾向が示されることを示唆している。キーワードの出現有無の分析で有意な結果が見られなかったが、より多くの情報を含むキーワードの使用頻度については株価収益率の傾向を部分的に示すことが伺える。

表15 キーワードの出現頻度グループにおける平均株価収益率の差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-0.40	-0.29	-0.50
経営	-0.29	-0.27	0.57
グループ	-0.33	-0.52	0.16
力	-0.11	0.26	0.27
分社	-0.31	-0.14	-0.11
強化	0.12	0.52	0.66
効率	-0.10	0.10	1.71
体制	-0.20	-0.06	0.65
競争	0.18	0.86	1.69
環境	0.12	0.36	0.69
サービス	-0.16	-0.02	0.24
開発	0.01	0.46	0.58
市場	0.01	0.48	0.69
技術	0.04	0.53	0.53
向上	-0.03	0.52	0.43
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	0.21	0.33	0.51

：5%有意

：10%有意

(3-4) 株価収益率によるキーワードの出現回数の差異

データを各年後時点の株価収益率により高低順に並べて5グループに分け、株価収益率が最も小さいグループをグループ1と設定する。次に、グループ1とグループ5の各キーワードの出現回数データに対して等分散を仮定した2標本による片側t検定を行った。表16は、グループ1とグループ5の各キーワードの平均出現回数の差（グループ5の平均出現回数－グループ1の平均出現回数）を表している。例えば、「文字数」は統計的に有意で

なく、グループ1とグループ5において「文字数」の差異は有意に確認されなかったことを表す。一方、「事業」では1年後には統計的有意（5%）であり、グループ1とグループ5において、「事業」の出現回数の差が有意であるということが確認され、符号が負であることから1年後に株価が上昇している企業ほど「事業」というキーワードが出現する回数が少ない傾向にあることが確認される。その他のキーワードの分析結果については、時点ごとの分析結果が安定していないことが確認される。本分析では、株価収益率を高低順に並べ、キーワードの出現回数の差異の検定を行っており、将来的に株価が上昇した企業について、事後的に適時開示情報に含まれていたキーワードを確認しても、一定の傾向を見つけることは困難であることが伺える。

表16 株価収益率による高低グループにおける各キーワードの出現回数の差の検定

キーワード	1年後	2年後	3年後
事業	-7.07	-1.20	-1.03
経営	0.56	0.54	0.47
グループ	-1.88	-0.36	-0.53
力	0.27	0.20	0.36
分社	0.07	0.19	0.20
強化	0.11	0.20	0.20
効率	-0.07	0.10	0.15
体制	-0.61	-0.27	-0.29
競争	-0.02	0.32	0.29
環境	0.12	0.20	0.29
サービス	-1.72	-0.10	-0.49
開発	-0.96	-0.14	-0.08
市場	-0.37	-0.02	0.05
技術	-0.53	0.03	0.14
向上	0.13	0.25	0.17
文章量	1年後	2年後	3年後
文字数	-34.20	39.66	-14.44

：5%有意

：10%有意

(3-5) テキストデータと株価データに関する分析まとめ

分社・分割のテキストデータに出現するキーワードとその後の株価の変化にはある一定の関係性があるということが確認される。相関分析やキーワードの出現回数による将来の株価収益率の傾向分析によると、ある程度関係性があることが示され、特に「事業」というキーワードは、その後の株価下落との関係性が見られ、「競争」のキーワードはその

後の株価上昇との関係性が見られることが確認された。前者キーワードは一般的で中立的な印象のキーワード、後者キーワードはより積極性を含むキーワードであろうか。この分社・分割情報の説明内容の積極性の有無が、各企業の分社・分割の利用目的や本来の分社・分割の有効性の程度を反映している可能性があり、分社・分割開示情報における意思決定の有用性を示唆するものと考えられる。

4. お わ り に

本稿では、企業再編（分社・分割）における適時開示情報から作成したテキストデータを対象とし、基礎的なテキスト分析をおこない、企業再編後の企業業績（ROA・ROE）や市場における評価である株価（株価収益率）との関連について明らかとした。まず、相関分析において、財務指標との関連では「経営」「効率」「環境」で、また株価収益率との関連では「事業」「グループ」「分社」「サービス」のキーワードが負の相関を示している。一方で、財務指標との関連では「サービス」「技術」が、また株価収益率との関連では「経営」「力」「強化」「競争」「向上」のキーワードが正の相関を示しており、傾向に違いが見られる。

次に、キーワードの出現有無グループにおける差の検定では、「サービス」「技術」の出現グループで ROA が高くなっているのに対して、ROE と株価収益率では統計的有意にはっきりとした傾向が見られない。またキーワード出現回数での分析では、財務指標との関連で「技術」「サービス」の出現回数が多い場合には ROA が高い傾向にあるが、ROE と株価収益率では1年後と2年後の傾向が3年後に反転するキーワードがいくつか見られる。特に株価収益率では、「事業」「経営」「グループ」「力」「体制」「競争」「環境」「サービス」など、3年後に統計的有意であるキーワードが多くなっている。

そして、ROA、ROE、株価収益率の高いグループと低いグループでの出現回数の差の検定もおこなった。1年後の ROA が低いグループでは、「経営」「強化」「効率」「競争」「環境」といったキーワードが使われている傾向が確認された一方で、これらのキーワードは株価収益率が高いグループで使われており、異なる結果となっている。

基礎的なテキスト分析では、ROA、ROE と株価収益率で得られ情報には違いが見られ、会計的な観点からの業績では ROA の傾向が、また株式市場からのファイナンス的な観点からの評価では株価収益率での傾向が見られ、有益な情報を有していることが明らかとなった。また、それらを繋ぐ指標としての ROE は、むしろはっきりとした傾向を捉えきれないことも分かる。

本稿で対象となる事例における電子データは一般に入手しづらく、データベースの作成に大きな手間がかかる。このため、本稿では、テキストデータ作成後の基礎的な分析に留まっているが、財務および株価に係るテキストデータの特徴を明らかとした。今後、より詳細なテキストマイニングを適用することで、開示情報の中でもテキストデータすなわち非財務データの有用性をより明らかにしていく必要があるだろう。

また本稿では、企業再編（分社・分割）における適時開示情報に含まれるテキストが、企業再編後の企業業績（ROA・ROE）や株価（株価収益率）との関連について確認したが、その開示情報の（目的に関する）情報量が多ければ必ずしもよいというものではないようである。むしろ、そこには、企業が置かれている社会的環境に対して、なぜ組織再編（分社・分割）という手法を用いて、そして企業をいかなる方向に、どのようにして企業の成長を図ろうとしていくのかという、「経営者の考え」を明確に説明すべきではないかと考える。仮に組織再編に伴う対価が相当であるとしても、組織再編後の会社や現経営陣に対しての期待を継続しうるのかという点は、株主にとって重要な判断要素であろう。組織再編の場面にあっては、上場する株式会社の出資者である株主は、株主総会の場での議決権の行使や株式買取請求権の行使（場合によっては、差止請求権の行使）だけのためではなく、会社（経営者）の考え方（当該組織再編を推進する判断の内容）に対する合理性も、その意思決定の判断材料にしたいであろうと考える。

このように考えていくと、会社法における組織再編（会社分割）における「会社分割契約・新設分割計画」には、「会社分割を行う目的」が要求されていない（会758条、763条、ただし会規87条、90条）。組織再編の目的・必要性・効果の開示は、組織再編の当否についての株主の判断の出発点となるはずであるから³⁹⁾、会社法もより一層の開示をすべきであろうと考える。

この点、組織再編にかかる適時開示による開示事項として、「今後の見通し」がある⁴⁰⁾。この「今後の見通し」の開示・記載上の注意としては、「当該組織再編後における経営体制の予定、方針、計画等がある場合は、その内容を記載する（外部説明において目標値・計画値などを用いる又は用いることを想定している場合は、原則としてそれらを含めて記載する。）」ことや「当期以降の業績に与える影響の見込みを記載する。」こととしている。ここでは、会社（経営者）が考える当該組織再編に係る将来的な情報が記載されることになる。会社法にあっては、組織再編の場面に於いて株主がその合理性を判断するため、その時点での財務情報などに基づく組織再編の条件だけでなく、組織再編を行う理由（必要性・相当性）を補強するような定性的・定量的な将来情報をも含めて（事前）開示していくことは、株主にとって有用であろうと考える⁴¹⁾。会社法においても、組織再編の承認決議にあたり、十分な情報に基づく株主の合理的な議決権行使の保障⁴²⁾という観点から、組織再編の妥当性を判断するのに必要な情報開示とは何かというものをあらためて考えていく必要があるのではないだろうか。

39) 稲葉威雄・前掲注5) 688頁、柳明昌・前掲注5) 53頁、受川環大『組織再編の法理と立法』（中央経済社、2017年）128頁。

40) 東京証券取引所上場部編・前掲注35) 176頁。

41) 金融商品取引法上のM&A開示規制は、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いとしている（柳明昌・前掲注5) 58頁）。

42) 神崎克郎「合併決議に関する情報の充実」『企業と法 西原寛一先生追悼論文集』（有斐閣、1977年）209頁。