

# 会社分割の適時開示情報とそのテキスト分析

池 島 真 策  
平 井 裕 久

## 1. はじめに

2022(令和4)年12月15日、金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(以下、DWGとする)の第4回会合で、以前から議論されてきた企業情報のあり方についての「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(案)」が示され<sup>1)</sup>、同年12月27日「「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告」を公表した<sup>2)</sup>。それによれば、四半期開示の見直しに関しては、同じようなタイミングでの開示と指摘されてきた金融商品取引法(以下、「金商法」とする)上の第1・第3四半期の四半期報告書を廃止し、取引所の規則に基づく「四半期決算短信」に一本化し、当面は、その四半期決算短信を上場会社に一律義務付ける<sup>3)</sup>。そして、企業の積極的な適時開示を促すために、適時開示ルールの見直しについて、取引所において検討をする。また、開示内容の一部を拡充する(セグメント情報、キャッシュ・フローの情報等)。第1・3四半期における監査人によるレビューを任意化する一方で、第2四半期については四半期報告書と同程度の内容・レビューを必要とすることで、財務情報の信頼性の確保と速報性の両立をはかる。そして虚偽記載に対するエンフォースメントとして、取引所において適切に実施していく、などである。なお、2023(令和5)年の通常国会に四半期開示の見直しの関連法案を提出することが想定されているようである。

また、このDWGの報告書では、四半期開示の任意化を検討する前提として、適時開示の充実は重要な考慮要素であり、適時開示のルールの見直しについて、取引所において継続的に検討を進めることが考えられるとしている。適時開示については、日本では取引所が開示すべき事項や重要性基準を定める細則主義を取っているのに対し、欧米では原則主義を取っており、企業がより自主的に適時開示を行う事項を判断する点で異なるという<sup>4)</sup>。

- 1) 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(第4回)(2022年12月15日)資料1「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(案)」。
- 2) 金融庁「金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告の公表について」より。  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20221227.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221227.html)
- 3) 将来的には、適時開示の充実の状況を見ながら、任意化のタイミングについて継続的に検討するという。
- 4) 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—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」(2022年6月13日)27~28頁。

適時開示を充実していくなかで、投資判断における適時開示情報の重要性の高まりに合わせ、適時開示情報の信頼性を確保することが重要で、将来的に、重要な適時開示事項（例えば、企業が公表する重要な財務情報等）について臨時報告書の提出を求めることを検討することが考えられるという<sup>5)</sup>。

こうした変革は、企業の事務負担の軽減という点もあるが、投資者の投資判断において、企業がその都度発信する情報の重要性に鑑み、取引所の適時開示の充実を図りながら、将来的に、期中における情報開示のあり方について、信頼性を確保しつつ、投資判断における重要性が高まっている「適時の情報開示」に重点を置いた枠組みを指向するものである。こうした方向性からすれば、適時開示制度は、企業の経営の変化において、より一層重要性が増すこととなろう。

ところで、会社の組織再編においては、株主に対する「対価の相当性」という点は大きな問題であるが<sup>6)</sup>、そもそも経営者がこの時点で組織再編を行う理由はなにか、そして経営者はこの会社を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、会社の利害関係である株主にとって重要な情報であると考えられる。経営者には、経営に対する大幅な裁量があるといわれるが、その利害関係人に対してはその組織再編の時点での情報だけではなく、その経営判断をする意義を利害関係人に示される必要があるであろう。株主は、その会社に出資した時点から今までの思いや期待があって株主に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信頼・期待を維持・継続しうるのは重要な観点であろう。組織再編の場面においては、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いであろうし<sup>7)</sup>、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<sup>8)</sup>（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の検討の余地はあろう<sup>9),10)</sup>。

5) ただし、重要な適時開示事項の範囲や、将来情報が含まれる場合の取扱いについて検討が必要としている。

6) 債権者の問題としては、会社分割や合併などの組織再編では、会社財産の変動などの影響を与えかねないため、その組織再編に対して債権者保護手続きがある（会社法799条など）。

7) 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。

8) 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えば、エンフォースの手段となる、という（久保田安彦・稲葉威雄・尾崎安央・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4）参照のこと）。

9) 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（鳥崎征夫「企業開示行政をめぐる状況」商事法務2251号（2021年）67頁）。

他方、投資者保護あるいは資本市場の健全性確保という側面からみた場合、こうした会社分割の開示については、会社法以外にも、金商法による「臨時報告書」がある。投資者の投資判断に資する一定の情報を適時・適格に開示させるため、流通市場において継続開示義務がある有価証券報告書提出会社は、会社分割が行われることがその会社の業務執行を決定する機関により決定された場合は、軽微規準に該当しない限り、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、開示府令19条2項7号・7号の2）。

さらに、こうした金商法における臨時報告書制度も、投資者に対して、適時判断材料を提供するための制度ではあるが、より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・ディスクロージャー）」が重要な役割を果たしている。例えば、東京証券取引所は、その取引所の規則（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企業情報を適時開示情報として、適時・適切に公表させることにより、投資者にタイムリーな企業情報の提供を行うとともに、投資者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）。前述の通り、今回のDWGの報告書による企業の開示制度の変革において、適時開示の重要性が、より一層高まりを増す方向性にあるといえよう。

そこで、本稿では、企業再編（分社・分割）における適時開示書類から作成したテキストデータ<sup>11)</sup>を対象として、その開示情報に含まれるテキストデータに対してトーン分析をおこなう。そこで測定されたトーンを用いて、財務業績および株価に対する影響を明らかにする<sup>12)</sup>。

## 2. 会社分割と適時開示の意義

上場会社の組織再編、特に会社分割をする際の開示は、法定開示として会社法、金商法と、そして証券取引所の上場規程がある<sup>13)</sup>。

---

10) 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（尾崎安央「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・尾崎安央総監修『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)。

11) 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を基としている。

12) 本稿は、公益財団法人日本法制学会「2022年度財政・金融法制研究基金研究助成金」およびJSPS科研費22K01820による研究成果の一部である。

13) 詳細については、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、同「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」大阪経大論集第72巻2号(2021年)87~107頁参照のこと。

## (1) 法定開示と組織再編(会社分割)

法定開示である会社法では、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、会社分割の手続きにおいて以下のような情報の開示が要求される。

まず、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)、新設分割にあつては、分割会社が新設分割計画を作成する(会762条1項)。この手続きは、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開示制度を含んだ会社分割手続を要請している<sup>14)</sup>。例えば、間接開示である「事前開示」と、「事後開示」がある<sup>15)</sup>。その「事前開示」の趣旨は、株主にあつ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、債権者にあつ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)<sup>16)</sup>。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)<sup>17)</sup>。

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)<sup>18)</sup>。

14) 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。

15) 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。

16) 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『会社法の解明』(中央経済社, 2010年)685頁)。

17) 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』(有斐閣, 2021年)917, 959頁, 田中亘『会社法〔第3版〕』(東京大学出版会, 2021年)696頁, 弥永真生『リーガルマインド会社法〔第15版〕』(有斐閣, 2021年)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。

18) 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



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<sup>19)</sup>。

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商法に基づく開示が要求される。

まず、金商法において、組織再編成開示制度としては、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、組織再編成といった場面において、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）<sup>20)</sup>。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）<sup>21)</sup>、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）<sup>22)</sup>。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

---

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『会社法の解明』（中央経済社、2010年）688頁、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134頁）。

- 19) 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「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『コンメンタル会社法施行規則・電子公告規則（第2版）』（商事法務、2015年）441-442頁、455-456頁）、情報開示の在り方として統一する必要があると思われる。
- 20) 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）。
- 21) 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）。
- 22) その写しを、金融商品取引所に提出しなければならない（金商法24条の5第6項）。なお、自発的訂正として、臨時報告書に記載すべき重要な事項の変更があるときは、訂正報告書を内閣総理大臣

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、適時・適格に開示させるための制度である<sup>23)</sup>。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<sup>24)</sup>。しかし、臨時報告書は、重要な事実が発生した場合に遅滞なく提出すれば足り、かつ、その提出事実が公告により一般に知らされるわけでもないので、投資者は報告書を適時に利用できないとの批判がある<sup>25)</sup>、<sup>26)</sup>。

そこで、組織再編成の一つである「会社分割」のうち、吸収分割にあっては、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、または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場合には、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、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、開示府令19条2項7号）。また新設分割の場合には、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以上減少することが見込まれる、または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以上減少することが見込まれる場合には、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、開示府令19条2項7号の2）<sup>27)</sup>。いずれにしても、上記の基準に該当する場合は、業務執行を決定する機関により決定されたときというが、この場合、基礎的変更に係る契約が締結されるよりも前の段階で<sup>28)</sup>、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<sup>29)</sup>。

---

に提出しなければならない（金商法24条の5第5項・7条1項。なお、訂正報告書につき、9条、10条）。

23) 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦『金融商品取引法コンメンタル1』（商事法務、2016年）619頁〔谷口義幸〕。

24) 松尾尚彦『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務、2021年）169頁。

25) 神崎克郎「証券取引所の開示政策の充実」商事法務1039号（『証券取引の法理』（商事法務研究会、1987年）318頁所収）、神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金商品取引法』（青林書院、2012年）401頁。なお、近藤光雄・吉原和志・黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』（商事法務、2015年）271頁。

26) 臨時報告書には、タイムリー・ディスクロージャーによる開示情報の真実性を最終的担保する機能がある、とする（黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2021年）181頁）。

27) 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『論点体系会社法5』（第一法規、2012年）310頁〔林浩美〕）。

28) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（180頁）。

29) 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

(2) 取引所規則に基づく開示<sup>30)</sup>

金商法における「臨時報告書」制度も、投資者に対して、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ものの（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条第2項第6号の2、同項第6号の3など）、必ずしもタイムリーであるとは限らない<sup>31)</sup>。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<sup>32)</sup>、証券取引所（金融商品取引所）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<sup>33)</sup>。証券取引所は、金商法の委任を受けた自主規制である上場規程<sup>34)</sup>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、投資者にタイムリーな企業情報の提供を行うとともに、投資者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）<sup>35)</sup>。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<sup>36)</sup>。

合併などの組織再編行為には、その質的重要性から<sup>37)</sup>適時開示上の軽微基準が設けられていないことから<sup>38)</sup>、組織再編成の一つである会社分割も、上場会社の業務執行を決定す

---

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〕。

30) ここでは、東京証券取引所の適時開示をもとにしている。

31) 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。

32) 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）。

33) 適時開示制度は、投資者が投資判断を行う上で必要案会社情報を、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「適時開示制度の概要について（前編）」監査役673号（2017年）57頁）。

34) 松井秀征「上場会社への規律としての上場規則」日本取引所記入商品取引法研究第16号（2020年）15頁。

35) 上場規則の位置づけとしては、開示規制に関する先行的な規則、法律に上乘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「上場会社への規律としての上場規則」日本取引所記入商品取引法研究第16号（2020年）13頁）。

36) 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（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）421頁注(7)）。なお、久保幸年『金融商品取引法の開示規制』（中央経済社、2019年）207頁。

37) 宝印刷株式会社・㈱ディスクロージャー&IR 総合研究所『適時開示の実務〔第2版〕』（商事法務、2018年）103頁。

38) 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（2022年4月版）』（2022年）110頁。

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ℓ<sup>39)</sup>。

ただし、実務的には、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<sup>40)</sup>。

そして、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ℓ，上場規程規則417条9号d）。

### （3）開示におけるエンフォースメント

金商法上の臨時報告書に関わる開示に対するエンフォースメントと、自主規制機関である証券取引所における開示のエンフォースメントでは、当然大きく違う。

金商法の臨時報告書は、組織再編や主要な株主や代表取締役などの異動などの場合に提出するものであるから、その書類には財務諸表は含まれないため、監査証明の対象とはなっていない。とはいえ、その開示のエンフォースメントとして、金商法では、臨時報告書に、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときには、当該書類の提出者は賠償の責任を負う（金商法24条の5・第1項・22条）。その提出者が故意または過失がなかったことを証明したときには、賠償の責めに任じないとされている（民法上の不法行為責任の特則<sup>41)</sup>）。

また、刑事罰として、臨時報告書の不提出（金商法172条の4第3項）、重要な事項に虚偽の記載のある書類（虚偽書類）を提出（同法197条の2第6号，207条1項2号）したことがある。また重要な事項につき虚偽の記載がある、または記載すべき重要事項の記載が欠けている場合には、課徴金が課される（同法172条の4第1項・2項）。

他方、自主規制機関である証券取引所における開示のエンフォースメントとして、重要

---

39) 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、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）（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（2022年4月版）』（2022年）28-29頁）。

40) 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（2022年4月版）』（2022年）110頁。

なお、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（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）31頁）。

41) 川村『金融商品取引法〔第5版〕』（中央経済社，2014年）234～235頁，松尾直彦『金融商品取引法〔第6版〕』（商事法務，2021年）213頁。なお、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）145～146頁〔荒達也〕。



な会社情報が開示されない場合には、特設注意銘柄への指定・公表（上場規程503条）、改善報告書・改善状況報告書の要求（上場規程504条・505条）、公表（同508条）、上場違約金の徴求（同509条）、最終的には上場廃止（同601条）といった措置をとることができる<sup>42)</sup>。しかし、金商法とは違い、刑事罰や課徴金の制度がないため、金商法に及ばないところでもあるが、適時開示規制に関する違反行為に対しては、上記の公表措置、上場違約金の請求、上場廃止といった措置が予定されていることから、こうした措置が有効に機能すれば、上場会社が適時開示規制を遵守する十分なインセンティブになり得る<sup>43)</sup>。

なお、開示書類につき重要な事項についての虚偽または記載欠缺という不適切な記載がある場合、金融商品取引法において賠償責任の対象とならないときは、それによる損害賠償責任を民法の不法行為によって追及することは、要件や立証の点で困難であるとされている<sup>44)</sup>。

### 3. 適時開示に関するテキストデータ分析

#### (1) テキストデータ分析について

会計やファイナンスの研究領域にとどまらず、様々な領域における近年の実証研究において、定性的情報を対象とした分析が行われるようになってきている。例えば、企業が公表する情報に関しても、これまでの財務数値として得られる定量的情報だけではなく、有価証券報告書以外にも様々な IR 資料に含まれるテキストとして得られる定性的情報を対象とする分析である。テキストを対象とした研究では、トーン分析や可読性分析が多くおこなわれるが、本稿ではトーン分析をおこなう。ここでトーンとは、文章のポジティブ・ネガティブの度合いを示すものであり、この測定においては、その研究分野に明るいコーダー（研究者・実務家等）が測定する方法と、極性辞書を使用した測定がある。極性辞書とは、それぞれの単語について極性（ポジティブ・ネガティブ）が紐づけられている単語リストであり、この辞書を用いて対象の文書中に含まれるポジティブ・ネガティブな単語の出現頻度などの情報からトーンを算出するものである。本稿では、極性辞書を用いたトーン分析をおこなう。極性辞書の利用に際しては、分析結果に対して辞書自体の与える影響も大きくなるが、研究対象そして分析の適用対象に適した専門領域の辞書が必要となる。本稿においては、財務業績に係る分析では会計分野を扱った専門辞書として会計専門極性辞書<sup>45)</sup>を、また、株価に係る分析では会計専門極性辞書に加え、東京大学の和泉・坂

42) 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）。

43) 河口恭弘「投資判断に影響を及ぼす会社情報—適時開示規制、臨時報告書、インサイダー取引規制、FD ルールの比較—」久保大作・久保田安彦・上田真二・松中学編『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務、2020年）376頁。

44) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2020年）260頁～。なお、久保幸年『適時開示の理論・実務』（中央経済社、2018年）317頁～。

地研究室で作成された金融専門極性辞書<sup>45)</sup>を利用したトーン分析をおこなう。これにより得られたトーンの指標を利用し、分社分割の事例に際して公表された情報が、財務業績および株価へいかなる影響をもたらしているか分析をおこなう。

## (2) 適時開示に関する使用データ

本稿では、収集において、「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ている。このうち買収企業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）企業を収集している。対象期間は2001年4月から2019年12月であり、この期間における事例数は681件である。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 e o 1 (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」に関する文章についてテキストデータとして得ている。収録対象681件のうち入手可能で

表1 「分社・分割」の事例数および入手テキストデータ概要

年	事例数	テキスト データ数	テキストデータ				
			最大値	平均値	中央値	最小値	標準偏差
2001	104	3	581	421.00	425	257	162.04
2002	162	88	1,141	318.40	271	30	220.06
2003	93	55	903	264.36	204	48	192.54
2004	64	40	1,060	299.88	286	59	238.07
2005	48	37	602	233.51	223	65	116.00
2006	31	22	613	234.64	175	52	171.32
2007	24	19	1,278	318.53	199	27	308.54
2008	23	18	735	303.44	228	71	215.95
2009	18	15	929	329.93	238	77	243.74
2010	14	13	724	286.69	229	75	209.21
2011	10	10	437	220.30	246	79	112.47
2012	13	12	480	234.92	207	58	147.36
2013	9	8	413	316.25	308	263	49.02
2014	12	10	521	236.90	210	112	117.27
2015	15	13	2,014	362.00	228	89	510.21
2016	11	11	550	250.45	216	121	118.69
2017	11	10	360	251.10	253	177	56.77
2018	10	10	587	318.30	270	184	133.61
2019	9	9	446	267.22	311	73	133.58
Total	681	403	2,014	286.08	238	27	212.47

45) 平井裕久「情報関連技術の進展と財務会計に関する研究：第10章 テキスト分析と辞書」日本会計研究学会第80回全国大会. pp.195-208 (2022).

46) Ito, T., Sakaji, H., Tsubouchi, K., Izumi, K., and Yamashita, T., "Text-Visualizing Neural Network Model: Understanding Online Financial Textual Data," *Advances in Knowledge Discovery and Data Mining*, pp.247-259 (2018).

あった403件の開示書類について、テキストデータを収集したうえで、テキスト分析の対象とする。分析サンプルの事例数およびテキストデータ数とその基本統計量は表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の2002年が162件で最大となっている。その後の約10年で1割程度にまで減少しており、約20年経った2019年には10件を下回っている。この傾向は、法改正の直後の数年間での適用事例は多いが、その適用に持続性がみられないことを示している。また、テキストデータについては、文章内の文字数の平均値が全体で286.08（中央値238）で、500文字以下の事例が全体の87.8%を占めており、ほとんどの事例において少量の文章で記述されていることがわかる。

### (3) 適時開示テキストデータが財務業績に与える影響の分析

財務業績に対して、会社分割に際して適時開示される情報のうち、テキストデータがいかなる影響を及ぼしているかを分析する。ここでは、財務業績として「ROA：総資産利益率」、「ROE：自己資本利益率」、「流動比率」を用いる。テキストデータの影響が数年間にわたって影響があるかも確認するため、財務業績については、1期後、2期後、3期後についても分析する。

また、テキストデータの含む情報を確認するため、トーン (Tone) を測定する。トーン分析におけるトーン (Tone) の測定では、(1)式のように、ポジティブな単語の出現数から、ネガティブな単語の出現数を引き、その単語の出現数の合計で除して算出する。トーン (Tone) の値が正であればポジティブ、負であればネガティブな内容であると解される。

$$Tone_i = \frac{N_i^P - N_i^N}{N_i^P + N_i^N} \quad (1)$$

Tone：トーン

l：会計専門極性辞書=1，金融専門極性辞書=2

N：単語数

P：ポジティブワード

N：ネガティブワード

表2には、「分社・分割」の各事例における財務業績 (ROA・ROE・流動比率) の基本統計量と、会計専門極性辞書および金融専門極性辞書により測定されたトーンの基本統計量、そしてその変数間の相関を示している。ROAは会社分割を公表した年よりも1期後以降で平均値が高くなっており、ROEでは会社分割を公表した年よりも2期後、3期後で平均値が高くなっていることがわかる。また、会社分割を公表した年のROAは、1期後、2期後、3期後である程度の高い相関が確認でき継続性がうかがわれるが、ROEでは同様の傾向はみられない。

財務業績 (X) に対する、会計専門極性辞書を用いて測定された  $Tone_1$  の影響を確認するため(2)式の回帰分析をおこなう。業績 (X) には、「ROA」、「ROE」、「流動比率」の

表2 「分社・分割」の事例に対する財務業績およびトーンの基本統計量<sup>47)</sup>と相関表

	ROA	ROA (1期後)	ROA (2期後)	ROA (3期後)	ROE	ROE (1期後)	ROE (2期後)	ROE (3期後)	流動比率	流動比率 (1期後)	流動比率 (2期後)	流動比率 (3期後)	Tone <sub>1</sub>	Tone <sub>2</sub>
N	281	280	285	278	278	277	285	278	281	285	285	279	378	378
最大値	36.02	30.27	27.72	22.83	18.72	34.23	265.63	108.83	1,499.50	2,759.44	1,799.67	1,711.23	1.00	0.52
平均値	5.31	5.48	5.68	5.82	3.18	2.33	5.16	6.21	181.29	193.07	193.54	197.33	0.83	-0.06
中央値	4.14	4.19	4.61	5.05	4.83	4.76	6.29	7.03	138.85	136.02	142.85	146.24	1.00	-0.06
最小値	-8.72	-6.41	-27.70	-8.72	-32.22	-251.61	-251.61	-267.67	22.33	24.91	31.30	31.77	-1.00	-0.51
標準偏差	5.03	4.80	5.31	4.69	10.02	23.16	25.89	20.11	158.11	233.17	199.85	205.09	0.32	0.16

  

	ROA	ROA (1期後)	ROA (2期後)	ROA (3期後)	ROE	ROE (1期後)	ROE (2期後)	ROE (3期後)	流動比率	流動比率 (1期後)	流動比率 (2期後)	流動比率 (3期後)	Tone <sub>1</sub>	Tone <sub>2</sub>
ROA	1.000													
ROA (1期後)	0.843	1.000												
ROA (2期後)	0.608	0.763	1.000											
ROA (3期後)	0.447	0.640	0.768	1.000										
ROE	0.573	0.410	0.268	0.134	1.000									
ROE (1期後)	0.226	0.330	0.167	0.093	0.290	1.000								
ROE (2期後)	0.174	0.231	0.374	0.317	0.143	0.031	1.000							
ROE (3期後)	0.047	0.089	0.237	0.401	-0.027	-0.255	0.297	1.000						
流動比率	0.295	0.292	0.213	0.147	0.146	0.090	0.067	0.008	1.000					
流動比率 (1期後)	0.450	0.370	0.206	0.039	0.142	0.058	0.049	-0.027	0.752	1.000				
流動比率 (2期後)	0.309	0.271	0.180	0.056	0.112	0.058	0.058	-0.008	0.915	0.878	1.000			
流動比率 (3期後)	0.408	0.357	0.262	0.085	0.141	0.055	0.068	-0.014	0.839	0.939	0.939	1.000		
Tone <sub>1</sub>	0.096	0.067	0.064	0.055	0.132	0.051	0.155	0.146	0.139	0.097	0.102	0.093	1.000	
Tone <sub>2</sub>	0.061	0.054	0.041	0.005	0.054	0.066	0.058	-0.024	-0.056	-0.072	-0.074	-0.082	0.153	1.000

3つを用いており、また将来に対して影響を及ぼしているかを確認するため、各財務業績は3年後まで検証する。

$$X_T = \alpha + \beta_1 \cdot \text{Tone}_{1,t} + \beta_2 \cdot \text{SIZE}_T \quad (2)$$

$X_T$ :  $T$ 期 ( $T \cdot T+1 \cdot T+2 \cdot T+3$ ) における業績

$\text{Tone}_{1,t}$ :  $T$ 期における会計専門極性辞書 ( $l=1$ ) によるトーン

$\text{SIZE}$ :  $T$ 期における総資産

この回帰分析の結果を表3に示している。表3をみると、同期のROAに対して会社分割を公表した年のTone<sub>1</sub>の係数は1.68であり、統計的に有意(10%)となっている。すなわち、公表内容がポジティブであった場合には、ROAが高くなっているといえる。ただ、1期後以降では有意とはなっておらず、公表内容のトーンの影響は持続的ではないことがわかる。また、同期、2期後、3期後のROEに対しては、会社分割を公表した年のTone<sub>1</sub>の係数はそれぞれ4.11, 10.61, 8.15であり、統計的に有意(5%)となっている。すなわ

47) ROAに対してROEはボラティリティが大きい傾向があることが一般的であり、本稿では異常値処理としてROEの上下5%を処理している。



ち、公表内容がポジティブであった場合には、ROEが高くなっており、公表のタイミングだけではなく、それ以降においても公表内容のトーンの影響が持続的であることがわかる。そして、安全性指標として扱われる流動比率については、会社分割を公表した年の $Tone_t$ の係数を確認すると、全期間で有意となっており、会社分割により公表されたトーンが持続的に影響を与えている。

表3 財務業績に対する回帰分析の結果（会計専門極性辞書）

	財務業績											
	ROA	ROA (1期後)	ROA (2期後)	ROA (3期後)	ROE	ROE (1期後)	ROE (2期後)	ROE (3期後)	流動比率	流動比率 (1期後)	流動比率 (2期後)	流動比率 (3期後)
$Tone_t$	1.68*	1.21	1.27	0.96	4.11**	3.65	10.61**	8.15**	71.60**	79.12*	70.98*	66.32*
	1.77	1.32	1.26	1.06	2.12	0.80	2.16	2.11	2.43	1.79	1.88	1.70
SIZE (総資産)	-0.00**	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00***	-0.00*	-0.00***	-0.00**
	-2.02	-0.84	-0.66	-0.46	-0.68	0.52	0.53	-1.00	-2.82	-1.77	-1.90	-1.94
切片	4.25***	4.58***	4.73***	5.10***	-0.03	-1.08	-4.07	-0.05	136.43***	138.77**	144.93***	152.95***
	4.90	5.53	5.16	6.20	-0.02	0.26	-0.92	-0.01	5.06	3.47	4.24	4.33
N	281	278	282	275	278	275	282	275	281	282	282	276

\* p<0.1; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01。結果の上段の数値は推定値、下段はt値である。

#### （4）適時開示テキストデータが株価に与える影響の分析

株価に対して、会社分割に際して適時開示される情報のうち、テキストデータがいかなる影響を及ぼしているかを分析する。株価に対する分析では、株価収益率の変化から会社分割が株価に与えた影響を分析する。本稿においては、会社分割の公表をイベントとし、その公表後での超過リターン（AR: Abnormal Return）および累積超過リターン（CAR: Cumulative Abnormal Return）を測定することで分析を行う。分析においては、会社分割の公表時期を $t=0$ として、当該企業と日経平均株価の月次収益率<sup>48)</sup>について、その差分を計算することで毎月での超過リターン（AR）を(3)式により算出する<sup>49)</sup>。

$$AR_t = R_t - R_{m,t} \tag{3}$$

$R_t$  :  $t$ 月における当該企業の月次収益率

$R_{m,t}$  :  $t$ 月における日経平均（ $m$ ）の月次収益率

$AR_t$  :  $t$ 月における超過リターン

会社分割の公表後の該当企業の超過リターンを累積することで、1月後から $m$ 月までの期間における当該企業の累積超過リターン（CAR）を(4)式により求める。

48) 月次収益率は次の式により算出される。 $R_t = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$  ただし、 $P_{i,t}$ は $t$ 月における株価（終値）。

49) 本稿における分析では、簡易的に、実現した収益率からベンチマークとなる日経平均の収益率を減じている。詳細な分析を試みる際には、市場モデルなどにより推定した収益率を減ずることで超過リターンを計算することが必要である。

表4 「分社・分割」の事例に対する累積超過リターンおよびトーンの基本統計量と相関表

	CAR(12)	CAR(24)	CAR(36)	$Tone_1$	$Tone_2$
N	359	323	288	403	403
最大値	3.52	2.84	2.51	1.00	0.52
平均値	0.15	0.30	0.42	0.82	-0.06
中央値	0.04	0.19	0.35	1.00	-0.06
最小値	-0.78	-1.08	-1.10	-1.00	-0.73
標準偏差	0.59	0.63	0.65	0.32	0.16

  

	CAR(12)	CAR(24)	CAR(36)	$Tone_1$	$Tone_2$
CAR(12)	1.000				
CAR(24)	0.794	1.000			
CAR(36)	0.666	0.845	1.000		
$Tone_1$	-0.094	0.032	0.016	1.000	
$Tone_2$	-0.024	0.019	0.031	-0.004	1.000

$$CAR(m) = \sum_{t=1}^m AR_t \quad (4)$$

$CAR(m)$  : 1~ $m$  月間の当該企業の累積超過リターン ( $m=12, 24, 36$ )

表4には、「分社・分割」の各事例に対するおける累積超過リターンおよびトーンの基本統計量と、会計専門極性辞書および金融専門極性辞書により測定されたトーンの基本統計量、そしてその変数間の相関を示している。 $CAR$  は会社分割から12ヶ月 [ $CAR(12)$ ], 24ヶ月 [ $CAR(24)$ ], 36ヶ月 [ $CAR(36)$ ] のいずれにおいても平均値が正 (0.15, 0.30, 0.42) となっており、また期間が延びるに従って順調に増加している。

株価に対する分析において、 $CAR(12, 24, 36)$  に対する、会計専門極性辞書および金融専門極性辞書を用いて測定されたトーンの影響を確認するため(5)式の回帰分析をおこなう。

$$CAR(m) = \alpha + \beta_l \cdot Tone_l \quad (5)$$

$CAR(m)$  : 累積超過リターン ( $m=12, 24, 36$ )

$Tone_l$  : 会計専門極性辞書 ( $l=1$ ), 金融専門極性辞書 ( $l=2$ ) によるトーン

この回帰分析の結果を表5に示している。表5をみると、12ヶ月間の $CAR(12)$ に対して会社分割を公表した年の $Tone_1$ の係数は-0.23で統計的に有意(5%)となっている。ただし、符号は想定される符号とは異なり負となっている。そして、それ以降の24ヶ月、36ヶ月では統計的に有意とはなっていない。また、金融専門極性辞書で測定された $Tone_2$ では、いずれの期間においても有意性が確認されない。ただし、会計専門極性辞書、金融専門極性辞書のいずれの辞書を使った分析においても、12ヶ月、24ヶ月の期間では $CAR$ に対して係数が負となっているが、36ヶ月の期間においては正となっている。公表内容のトーンは長期的に確認をすると影響が出てくる可能性も考えられる。

表5 累積超過リターン（CAR）に対する回帰分析の結果

	累積超過リターン(CAR)					
	CAR(12) [1年間]		CAR(24) [2年間]		CAR(36) [3年間]	
<i>Tone</i> <sub>1</sub>	-0.23**		-0.03		0.03	
	-2.48		-0.25		0.27	
<i>Tone</i> <sub>2</sub>		-0.25		-0.03		0.12
		-1.30		-0.14		0.52
切片	0.34***	0.14***	0.32***	0.30***	0.40***	0.43***
	4.20	4.21	3.35	7.91	3.69	10.66
N	359	359	323	323	288	288

\* p<0.1; \*\* p<0.05; \*\*\* p<0.01。結果の上段の数値は推定値，下段はt値である。

#### （4）適時開示テキストデータの分析とその考察

本稿では、トーン分析の適用によりテキスト分析をおこなった。トーン測定においては、会計専門極性辞書と金融専門極性辞書を利用し、財務業績と累積超過リターンへのトーンの影響を分析した。その結果、財務業績においては、ROA に対して短期的に、ROE と流動比率に対しては持続的に影響を及ぼすことが明らかとなった。すなわち、会社分割において公表される内容がポジティブであった場合には、期間の違いはあるが一様に財務業績に対して正の影響が確認された。

また、株式市場での影響を確認するために累積超過リターンに対する分析もおこなった。その結果、CAR に対して、一部で有意性は確認できたものの、理論的に想定される結果とはならなかった。この一因として、トーン測定の問題が考えられる。トーン測定において用いられる日本語の極性辞書は、未だ充実した状況とはいえ、極性辞書によってトーンの測定結果が変わってくるため、今後は日本語の極性辞書の充実が望まれる。また回帰分析モデルでのコントロール変数についても検討の余地がある。

#### 4. お わ り に

本稿では、会社分割において公表される開示情報のうち、定性的情報であるテキストデータが持つ情報内容に着目し、分析をおこなった。具体的には、情報内容がポジティブ・ネガティブな内容である場合に、その後の財務業績や株価に対していかなる影響を及ぼすかを確認した。結果は、会社分割における公表内容がポジティブな場合には、財務業績が良くなっている一方で、マーケットでの評価である株価は上がっておらず、投資者からの評価にはつながっていないことが明らかとなった。

会社分割の公表からの時系列的な変化をみると、財務業績では、特に投資者視点であるROE が公表後からの3年間にわたって統計的に有意で正に影響している。一方で、マーケットでの評価となる株価に関しては、公表後の3年間で正の関係はみられず、投資者はポジティブに受け取っていないことがわかる。つまり、会社分割に係る公表内容がポジ

ティブであっても、株式市場においては、その内容が正確に伝わっておらず、投資者は的確に評価をできていない。投資者の評価を得るには、より一層の情報開示内容の充実が必要ではないだろうか。

本稿における分析結果からは、会社分割による公表内容がポジティブであった場合に、会社の業績は良くなっているにもかかわらず、株価にまでは反映されていないことが明らかとなっているが、これは、少なくとも投資者には記述内容のポジティブさが評価されるほどに伝わっていない証拠である。つまり、投資者に伝わるほどの内容を記述できていないと考えられる。この理由としては、会社分割に際しての情報の公表内容が、投資判断の場面に対しては十分でないことが考えられる。まず、本稿における会社分割の目的に関するテキストデータを見ると、その概要の文字数は、その多くが400字程度で簡潔に記載されている。文字数の分量だけで判断することはできないが、おそらく、投資者はこの分量の概要の内容から、投資などの判断をすることができるほどの情報を十分に得られていない、あるいはうまく利用できていないということも考えられる。

「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2021年6月11日)では、「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」(基本原則3)、としている。そのためには、上場会社は、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とし、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の情報提供に取り組むべきとしている。さらに、こうした経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである(原則5-2)、としている<sup>50)</sup>。

こうした対応は、必ずしも株主総会の場面だけでなく、株主総会以外の場面、例えば、本稿のような会社分割の適時開示をするということにあっても、投資者にとって投資判断をするにあたって論理的で明確な説明が必要となろう。

DWGの今回の報告書によれば、当面は四半期決算短信を義務づけることとし、今後の適時開示の充実等の状況を踏まえたうえで、その任意化について検討していくとしている。四半期開示の任意化の前提としても<sup>51)</sup>、適時開示の充実化は、より一層重要となろう。こ

50) 金融庁「記述情報の開示に関する原則」(2019年)では、「企業上の開示には、諸法令に基づく開示や取引所規則に基づく開示があるほか、任意の情報提供も広く行われている。この原則は、主として有価証券報告書を念頭においているものの、その他の開示においても、この原則を踏まえた、より実効的な記事をすることが期待される」としている。



うしたことを踏まえると、現在のような適時開示の情報開示内容では、特に会社分割の概要という点にあっては、投資者の投資判断にとって有用なものとなるように、より一層の情報開示・説明ということがなされなければ、投資者の評価を上げることは難しいのではないかと考える。

今後、会社分割の目的などにおいて、充実した内容が的確に記述されることにより、ポジティブな会社分割か、もしくはネガティブな会社分割かをより詳しく判断できれば、利害関係者が投資等の判断をおこなう際に重要な手がかりとなり得るだろう。そのためにも、日本語に対するテキスト分析の発展が求められており、その発展により緻密な情報内容の分析をおこなうことができることを期待する。

---

51) 四半期決算短信を臨時報告書として開示させるというアイデアを金融商品取引法において採用することが正当化できるのであれば、四半期決算短信以外の取引所の規則に基づく適時開示も臨時報告書として開示させるということが考えられるという（弥永真生「臨時報告書の拡充とその問題点」企業会計74巻9号（2022年）44頁）。