

自発的開示が企業価値に もたらす影響に関する研究

慶應義塾大学大学院経営管理研究科
高橋大志研究会 佐藤信一

目次

I.研究の背景

II.分析方法と結果

III.まとめと考察

目次

I. 研究の背景

II. 分析方法と結果

III. まとめと考察

自発的開示とは

佐藤淑子[2004]および太田浩司[2007]を基に筆者作成.

分類	情報開示			
	制度開示		自発的開示	
	法定開示	適時開示	IR	広報(PR)
対象	株主・投資家・金融機関	同左	株主・投資家・アナリストなど	マスコミ・ステークホルダー全般・一般消費者など
責任	法律などに基づく制度なので違反がなければ良い。会計監査が入ることもある	同左	内容が株式市場に影響を与えるので、経営トップの責任が大きい	企業イメージや売上高に影響するので、広報担当者の責任が大きい
内容	<p>会社法(2006年5月施行)に基づく開示 計算書類(貸借対照表・損益計算書・株主資本等変動計算書)・参考書類・事業報告など</p> <p>金融商品取引法(2007年9月施行)に基づく開示 有価証券報告書・四半期報告書・内部統制報告書など</p>	<p>有価証券上場規程に基づく開示 決算短信・業績予想の修正(売上高の10%以上、利益の30%以上など)</p>	<p>企業が自発的に行うIR活動を通じての開示 アニュアルレポート・ファクトブック・決算説明会・スモールグループミーティング・工場見学会・株主通信・株主便りなど</p>	<p>企業内容の理解促進に伴う開示 ニュースリリース・テレビ・新聞・雑誌情報・CSR報告書など</p>

自発的開示を関連研究の報告から定義すると、
IR活動とPR活動であることが確認された。

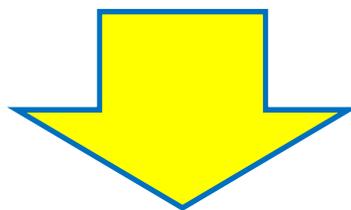
問題意識①

企業が自発的開示を行うことで、

- ①種々の**コスト負担**が発生する。
- ②**競争優位の源泉**が**喪失**する可能性がある。
- ③情報の非対称性の緩和なら**制度開示の充実**によっても可能である。

企業にとってはマイナスの行動？

企業が自発的開示を行う目的は何か？



ディスクロージャー優良企業は自発的開示によって、
プラスの効果を獲得している可能性がある。

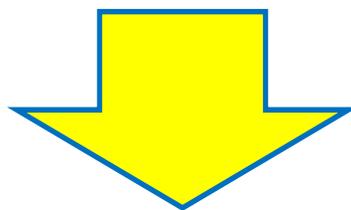
問題意識②

企業が自発的開示を行うに当たって、

- ① **経営資源**の影響が大きい活動である。
- ② **自由度**が高い活動である。

自発的開示は大企業が有利なのか？

他方、IR活動は対象を限定することが可能な活動である。



中堅中小企業も効果的な自発的開示によって、
プラスの効果を獲得できる可能性がある。

関連研究① 海外

Botosan, C. A. (1997)

フォローしている証券アナリストが少ない企業は、自発的開示と資本コストの間に負の関係がある。つまり、自発的開示の水準が高い企業ほど、株主資本コストが低い。

Sengupta, P. (1998)

証券アナリストの評価と発行する社債の利息の間には負の関係がある。つまり、証券アナリストの評価が高い企業ほど、社債発行における負債コストが低い。

Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu (1999)

証券アナリストによる開示水準評価が高まった企業の株価は、その利益水準とは無関係に上昇する。

Botosan, C. A. and M. A. Plumlee (2000)

自発的開示と年次報告書の間には負の関係がある。つまり、年次報告書の開示評価が高い企業ほど、株主資本コストが低い。

関連研究② 日本

音川(2000)

全サンプルをプールした場合(2年間)は開示の評価が高い企業ほど、株主資本コストが低い。但し、年度別の場合と同様の結果を確認できなかった。

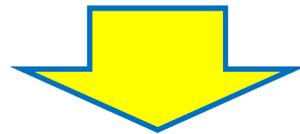
須田(2002, 2003, 2004)

情報開示に積極的な企業ほど、株主資本コストと負債コストが低い。

関連研究の絶対数は少ないものの、**自発的開示**が**企業価値**に**好影響**を及ぼしていることが確認された。

関連研究の問題点

- ①情報開示と企業価値とを関連させた研究が少ない。
- ②1つの表彰制度でのみ分析しているため、結論が極めて限定的である。
- ③分析対象は大企業が多く、中堅中小企業の分析は限定的である。
- ④日本における実証研究の分析期間は最長5年間である。



- 分析対象を、6つの表彰制度の表彰企業とする。
(但し、金融関連業は除く)
- 分析期間を、データ収集が可能であった2004年度～2009年度までの6年間とする。

分析方法とデータ①

分析方法

自発的開示の優良企業の代替として、各種表彰制度の表彰企業を**サンプル企業**として設定した。

また、サンプル企業に対して、同業種同規模の非表彰企業を**コントロール企業**として設定した。

更に、企業規模の影響を考慮するため、株式時価総額を基に**サンプル企業**と**コントロール企業**をそれぞれ3分位にして、これらを比較して分析を行った。

	サンプル企業	コントロール企業	
上位			
中位			▶
下位			▶
全体	232社(04~09年)	232社(04~09年)	

分析方法とデータ②

表彰制度

- ・日本証券アナリスト協会「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」
- ・東京証券取引所「ディスクロージャー表彰制度」
- ・日本IR協議会「IR優良企業賞」
- ・大和インベスター・リレーションズ株式会社「インターネットIR・ベスト企業賞」
- ・日興アイ・アール株式会社「全上場企業ホームページ充実度ランキング」
- ・ゴメス・コンサルティング株式会社「Gomez IRサイトランキング」

2009年度 表彰企業の例 ※金融関連業を除く

日本証券アナリスト協会「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」

大東建託	アサヒビール	住友金属工業	日本電産	日産自動車	大阪瓦斯	東日本旅客鉄道	エヌ・ティ・ティ・コム	ローソン	野村総合研究所
------	--------	--------	------	-------	------	---------	-------------	------	---------

東京証券取引所「ディスクロージャー表彰制度」

協和発酵キリン	小松製作所	富士電機ホールディングス	TDK	本田技研工業	商船三井	全日本空輸
---------	-------	--------------	-----	--------	------	-------

日本IR協議会「IR優良企業賞」

キリンホールディングス	エーザイ	資生堂	新日鉱ホールディングス	三菱地所	ユニ・チャーム	ローソン
-------------	------	-----	-------------	------	---------	------

大和インベスター・リレーションズ株式会社「インターネットIR・ベスト企業賞」

アサヒビール	ビューティ花壇	アステラス製薬	富士フイルムホールディングス	ミネベア	東芝	TDK	東急不動産	KDDI	NTTドコモ	東京ガス	NTTデータ
--------	---------	---------	----------------	------	----	-----	-------	------	--------	------	--------

日興アイ・アール株式会社「全上場企業ホームページ充実度ランキング」

日本水産	国際石油開発帝石	五洋建設	コココーラウエスト	帝人	日本製紙グループ本社	富士フイルムホールディングス	アステラス製薬	新日鉱ホールディングス	ブリヂストン	日本板硝子	朝日工業
東芝	富士重工業	トプコン	リンテック	東京ガス	富士物流	日本郵船	日本航空	近鉄エクスプレス	カプコン	ビューティ花壇	ファーストリテイリング

ゴメス・コンサルティング株式会社「Gomez IRサイトランキング」

日本水産	国際石油開発帝石	住友林業	キリンホールディングス	帝人	日本製紙グループ本社	富士フイルムホールディングス	中外製薬	コスモ石油	ブリヂストン	日本板硝子	朝日工業
東芝	富士重工業	ニコン	パンダイナムコホールディングス	東京瓦斯	ヤマトホールディングス	日本郵船	全日本空輸	近鉄エクスプレス	カプコン	三井物産	ファーストリテイリング

定義および前提と仮説

定義

『本研究における自発的開示は、IR活動とする。』

前提

『企業規模に関わらず、自発的開示は企業価値(株主価値)を高める。』

仮説

- 1.『企業規模に関わらず、自発的開示は株主資本コストを低下させる。』
- 2.『企業規模に関わらず、自発的開示は株価を上昇させる。』
- 3.『自発的開示の優良企業は、非優良企業と異なる特性を持つ。』

目次

I. 研究の背景

II. 分析方法と結果

III. まとめと考察

1.株主資本コストの推定

分析方法

初めに、株主資本コストを残余利益評価モデルを用いて推定した。

残余利益評価モデル

$$V_t = d(1)t / 1+r + f(2)t / (1+r)r$$

その後、代理変数を用いたモデルに基づく重回帰分析によって、サンプル企業とコントロール企業の株主資本コストが及ぼす影響について分析を行った。

重回帰モデル

$$r(\text{COC}) = \beta_1(\text{BETA}) + \beta_2(\text{Ln}V_t) + \beta_3(\text{PBR}) + \beta_4(\text{表彰Dummy}) + \beta_5(2005\text{Dummy}) + \beta_6(2006\text{Dummy}) + \beta_7(2007\text{Dummy}) + \beta_8(2008\text{Dummy}) + \beta_9(2009\text{Dummy}) + \alpha$$

1-1.全データ

基本統計量

時価総額平均8800億円

	COC	BETA	LnVt	PBR	表彰Dummy
平均	0.062	1.106	26.790	2.531	0.500
標準偏差	0.026	0.522	1.226	1.379	0.501
最小	0.004	0.021	23.764	0.649	0.000
中央値	0.059	1.148	26.843	2.185	0.500
最大	0.182	3.338	30.401	10.043	1.000
観測値数	459	464	464	460	464

重回帰結果(2004年~2009年)

被説明変数	$\beta 1$ (BETA)	$\beta 2$ (LnVt)	$\beta 3$ (PBR)	$\beta 4$ (表彰Dummy)	$\beta 5$ (2005Dummy)		
COC	0.009	-0.004	-0.004	-0.013	0.014		
	(4.078) ***	(-3.863) ***	(-3.883) ***	(-4.983) ***	(3.424) ***		
	$\beta 6$ (2006Dummy)	$\beta 7$ (2007Dummy)	$\beta 8$ (2008Dummy)	$\beta 9$ (2009Dummy)	α	Adj.R2	観測値数
	0.002	0.004	0.018	0.005	0.158	0.232	455
	(0.499) #	(0.985)	(4.645) ***	(1.147)	(6.392) ***		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

株主資本コストはサンプル企業の方がコントロール企業に比較して低い傾向であることが確認された。

1-2. 3分位上位

時価総額平均2兆円

基本統計量

	COC	BETA	LnVt	PBR	表彰Dummy
平均	0.056	1.074	28.125	3.182	0.601
標準偏差	0.021	0.498	0.609	1.450	0.491
最小	0.004	0.088	27.333	1.202	0.000
中央値	0.054	1.180	28.055	2.847	1.000
最大	0.115	2.341	30.401	8.670	1.000
観測値数	152	153	153	151	153

重回帰結果(2004年~2009年)

被説明変数	β 1(BETA)	β 2(LnVt)	β 3(PBR)	β 4(表彰Dummy)	β 5(2005Dummy)		
COC	0.009 (2.673) **	0.002 (0.688)	-0.005 (-3.929) ***	-0.004 (-2.265) *	0.011 (1.805) #		
β 6(2006Dummy)	0.001 (0.249)	0.006 (0.984)	0.019 (3.235) **	0.008 (1.181)	0.008 (0.106)	Adj.R2	観測値数
						0.203	150

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

1-3. 3分位中位

基本統計量

時価総額平均4700億円

	COC	BETA	LnVt	PBR	表彰Dummy
平均	0.060	1.107	26.848	2.335	0.526
標準偏差	0.023	0.543	0.266	1.243	0.501
最小	0.005	0.082	26.348	0.659	0.000
中央値	0.059	1.086	26.848	2.094	1.000
最大	0.147	2.633	27.312	10.043	1.000
観測値数	153	154	154	153	154

重回帰結果(2004年～2009年)

被説明変数	β 1(BETA)	β 2(LnVt)	β 3(PBR)	β 4(表彰Dummy)	β 5(2005Dummy)		
COC	0.008 (2.174) *	-0.003 (-0.454)	-0.002 (-0.969)	-0.012 (-2.473) *	0.015 (2.203) *		
	β 6(2006Dummy)	β 7(2007Dummy)	β 8(2008Dummy)	β 9(2009Dummy)	α	Adj.R2	観測値数
	0.000 (0.053)	0.004 (0.516)	0.008 (1.123)	-0.006 (-0.794)	0.135 (0.736)	0.203	150

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

1-4. 3分位下位

基本統計量

時価総額平均1300億円

	COC	BETA	LnVt	PBR	表彰Dummy
平均	0.071	1.136	25.432	2.094	0.376
標準偏差	0.031	0.526	0.651	1.198	0.486
最小	0.007	0.021	23.764	0.649	0.000
中央値	0.063	1.136	25.559	1.786	0.000
最大	0.182	3.338	26.317	6.259	1.000
観測値数	154	157	157	156	157

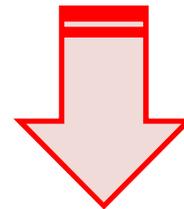
重回帰結果(2004年~2009年)

被説明変数	$\beta 1$ (BETA)	$\beta 2$ (LnVt)	$\beta 3$ (PBR)	$\beta 4$ (表彰Dummy)	$\beta 5$ (2005Dummy)		
COC	0.011 (2.609) *	-0.009 (-2.715) **	-0.005 (-2.465) *	-0.023 (-5.312) ***	0.013 (1.900) #		
	$\beta 6$ (2006Dummy)	$\beta 7$ (2007Dummy)	$\beta 8$ (2008Dummy)	$\beta 9$ (2009Dummy)	α	Adj.R2	観測値数
	0.003 (0.388)	0.002 (0.270)	0.022 (3.312) **	0.013 (1.778) #	0.302 (3.579) ***	0.327	153

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

1-5. 3分位における比較

	平均		重回帰結果	
	株式時価総額	株主資本コスト	表彰Dummy係数	統計的有意差
上位	20,000億円	5.6%	-0.004	5.0%有意
中位	4,700億円	6.0%	-0.012	5.0%有意
下位	1,300億円	7.1%	-0.023	0.1%有意



下位になるほど
値が低くなっている

企業規模3分位で、下位になるほど株主資本コストが低下傾向であることが確認された。

2. 超過リターンの推定

分析方法

リスク調整後の超過リターンを、Fama-French の3ファクターモデルを用いて重回帰分析から算出し、サンプル企業とコントロール企業とを比較して分析を行った。

Fama-Frenchの3ファクターモデル

$$r_{j,t} - r_{f,t} = \alpha_j + \beta_j (r_{M,t} - r_{f,t}) + \gamma_j SMB_t + \delta_t HML_t + \varepsilon_t$$

2-1.全データ

重回帰結果

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
SampleReturn	0.010	0.001	0.002	0.004	0.203	13,513
	(56.371)***	(4.392)***	(4.320)***	(4.970)***		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
ControlReturn	0.011	0.004	0.004	0.002	0.205	13,731
	(56.356)***	(12.585)***	(9.605)***	(1.487)		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

サンプル企業は株価上昇傾向が認められた。

2-2. 3分位上位

重回帰結果

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
SampleReturn	0.010	-0.002	0.000	0.006	0.234	5,491
	(38.518)***	(-4.021)***	(-0.214)	(6.324)***		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
ControlReturn	0.012	0.000	-0.001	0.006	0.239	4,660
	(31.372)***	(0.138)	(-1.232)	(2.926)**		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

サンプル企業上位だけでなくコントロール企業上位においても株価上昇傾向がみられたため、上位においてサンプル企業の優位性は認められない。

2-3. 3分位中位

重回帰結果

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
SampleReturn	0.010	0.002	0.002	0.002	0.198	4,726
	(32.794)***	(4.912)***	(3.749)***	(2.478)*		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
ControlReturn	0.010	0.001	0.004	0.004	0.154	4,299
	(27.463)***	(2.343)*	(5.778)***	(1.422)		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

サンプル企業中位は株価上昇傾向が認められた。

2-4. 3分位下位

重回帰結果

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
SampleReturn	0.011	0.004	0.003	0.004	0.196	4,296
	(26.695)***	(6.625)***	(3.620)***	(3.094)**		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

被説明変数	$\beta 1(Rm-Rf)$	$\beta 2(SMB)$	$\beta 3(HML)$	α	Adj.R2	観測値数
ControlReturn	0.011	0.008	0.005	0.000	0.214	4,774
	(34.975)***	(15.697)***	(8.104)***	(-0.026)		

上段は各変数の係数であり、下段の括弧内はそのt値である。***は0.1%有意 **は1%有意 *は5%有意 #は10%有意

サンプル企業下位は株価上昇傾向が認められた。

3. テキストマイニング分析

テキストマイニング分析

テキストマイニング分析とは、大量のテキスト(文字)から新たな事実や傾向を発見することを目的としており、定量的且つ客観的であり、更には迅速な処理が可能な分析である。

また、従来の企業評価は数値データによる財務的な分析が多く、この非財務的な分析手法を導入することで**新たな知識**が得られる可能性があるため分析を行った。



分析方法

テキストは、各企業における有価証券報告書の配当政策を用いて、サンプル企業とコントロール企業とを比較して分析を行った。

補足.有価証券報告書 配当政策について

有価証券報告書は**株式上場企業などに提出が義務**付けられており、また、**配当政策は各企業によって表現が異なる**。よって、有価証券報告書の配当政策は、企業の自発的開示を分析するための最適なテキストとなり得る。

また、本来、有価証券報告書は法定開示であるため**自発的開示ではなく制度開示**であるが、配当政策の表現方法は各企業に委ねられていることから、**性格的に自発的開示に近い**と判断したため分析対象とした。

元データの一例

表彰分類	企業規模	年度	業種	企業名	配当政策
Sample	上位	2004	輸送用機器	本田技研工業	<p>当社は、株主の皆様に対する利益還元を経営の最重要課題のひとつとして位置づけており、グローバルな視野に立って世界各国で事業を展開し、企業価値の向上に努めております。</p> <p>成果の配分にあたりましては、今後の資金需要などを総合的に考慮し、配当につきましては、長期的な視点に立ち連結業績を考慮しながら実施することを方針としております。</p> <p>当期の配当金につきましては、期末配当金を1株当たり23円といたしました。年間配当金では、中間配当金19円を合わせ42円といたしました。</p> <p>なお、次期の配当金につきましては、中間配当金を4円増配の23円、期末配当金を23円、年間配当金では4円増配の46円とする予定であります。</p> <p>内部留保資金につきましては、将来の成長に不可欠な研究開発や事業拡大のための投資および出資に充てることにより、業績の向上に努め、財務体質の強化をはかってまいります。また、資本効率の向上をはかるために、自己株式の取得も適宜実施し、今後とも株主の皆様のご期待にそうべく努力をしております。</p> <p>(注) 当期の中間配当に関する取締役会決議日 平成15年10月28日</p>
Control	下位	2004	建設業	高松コンストラクシヨングループ	<p>当社は、受注競争力と企業体質の強化を目指し、内部留保の充実による経営基盤の強化をはかるとともに、安定した配当を継続しつつ、業績に応じた利益還元をおこなうことを基本方針としております。</p> <p>当期の配当につきましては、上記方針にもとづき、1株につき10円増配し、1株当たり25円の配当を実施することにいたしました。この結果、当期の配当性向は24.07%となりました。</p> <p>なお、内部留保資金につきましては当社グループ全体における経営体質の一層の強化・充実ならびに今後の事業展開に役立てるとともに、株主還元としての自己株式の取得も弾力的に行うなど、中長期的な視点で投資効率を考慮して有効に活用してまいります。</p>

※各企業の有価証券報告書(PDF様式)を、ジャストシステム社の「JUST PDF」を用いてCSVに変換後、TMStudioへ取り込んだ。

3-1.基本的情報(全データ)

基本情報

項目	値
総行数	464
平均行長(文字数)	231
総文数	2,980
平均文長(文字数)	36
述べ単語数	34,421
単語種別数	2,958

品詞別出現回数

順位	品詞	出現回数
1	名詞	28,568
2	動詞	3,754
3	接続詞	1,243
4	副詞	331
5	連体詞	311
6	記号	121
7	形容詞	85
8	感動詞	5
9	格助詞	3
-	接頭詞	0
-	引用助詞	0
-	複合助詞	0
-	係助詞	0
-	終助詞	0
-	接続助詞	0
-	連用助詞	0
-	副助詞	0
-	玉虫助詞	0
-	並立助詞	0
-	連体助詞	0
-	助動詞	0
-	間投詞	0
-	グループ	0
-	カテゴリ	0
-	欠損データ	0
-	その他	0

3-1-1. 頻度解析(全データ)

単語頻度解析

順位	単語	頻度
1	取締役会	393
2	中間配当	372
3	基本方針	271
4	1株当たり	261
5	剰余金	239
6	期末配当	233
7	利益還元	233
8	当事業年度	215
9	内部留保	213
10	年2回	199
11	安定的	188
12	内部留保資金	186
13	決定機関	184
14	株主総会	169
15	事業展開	166
16	基準日	157
17	期末配当金	154
18	配当性向	154
19	総合的	152
20	利益配分	146
21	財務体質	137
22	配当金	131
23	設備投資	118
24	企業価値	116
25	年間配当金	105

掛り受け頻度解析

順位	係り元単語	係り先単語	頻度
1	剰余金	配当	239
2	取締役会	決議	215
3	定款	定める	182
4	配当	決定機関	171
5	1株	つく	152
6	配当	行う	135
7	配当	実施	134
8	総合的	勘案	126
9	安定的	配当	107
10	当事業年度	係る	103
11	中間配当	行う+できる	98
12	当社	定める	95
13	財務体質	強化	89
14	配当	継続	85
15	強化	図る	78
16	内部留保	充実	73
17	経営基盤	強化	65
18	決議	行う+できる	65
19	会社法第454条第5項	規定	64
20	配当性向	なる	64
21	企業体質	強化	60
22	当期	配当	59
23	基準日	属する	58
24	当事業年度	属する	56
25	企業価値	向上	55

出現頻度の高い「取締役会」「中間配当」「剰余金」「安定的」「配当性向」「総合的」「企業価値」に着目して分析を進める。

※その他、「当事業年度」「決定機関」「基準日」「財務体質」も抽出されたが、配当政策における言葉の意味合いを踏まえ、除外した。

3-1-2.特徴語抽出 (全データ)

特徴語抽出とは

データに付随する属性ごとに、特徴的に出現する単語を抽出する分析のこと。

順位	サンプル企業		コントロール企業	
1	連結業績	39.005	内部留保	33.159
2	連結ベース	18.691	決定機関	26.774
3	基本方針	16.140	経営基盤	24.590
4	長期的	15.644	財務状況	23.545
5	内部留保資金	15.178	財務体質	23.537
6	株主還元	14.498	安定配当	22.685
7	健全性	14.113	経営環境	21.446
8	中間配当	12.690	基準日	20.484
9	研究開発	12.688	株主総会	19.052
10	収益向上	12.396	中長期的	17.729
11	取締役会	12.336	1株当たり	17.350
12	積極的	11.639	安定的	16.953
13	直接的	11.443	剰余金	14.374
14	戦略的投資	11.252	期末配当	14.088
15	期末配当金	10.694	定時株主総会	13.726
16	中期的	10.489	企業体質	13.437
17	会社法第459条第1項	10.301	資金需要	13.248
18	連結当期純利益	10.299	株主利益	12.965
19	財務体質	10.111	安定的配当	12.870
20	フロー	9.728	利益配分	10.950
21	利益配当	9.633	株主各位	10.866
22	配当性向	9.536	株式分割	10.772
23	50銭	9.345	ひとつ	10.675
24	当社グループ	9.252	年2回	10.468
25	中期経営計画	9.155	利益還元	10.084

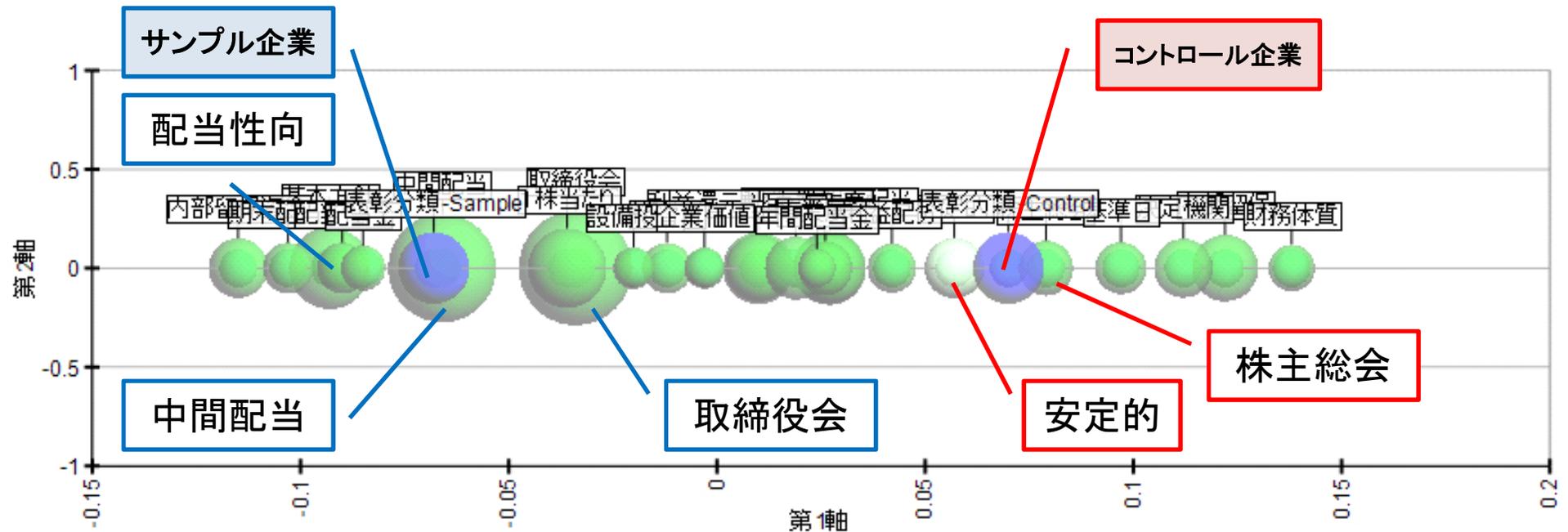
※頻度解析(全データ)の結果から、「取締役会」「中間配当」「剰余金」「安定的」「配当性向」「総合的」「企業価値」に着目している。また、当分析から「株主総会」においても着目する。

3-1-3. 対応バブル分析(全データ)

対応バブル分析とは

テキスト中の言葉や表現と属性の関係を、2次元または3次元空間上に分布させることにより、言葉を介した属性の分布を見る分析のこと。

言葉や表現の使われ方が似ている場合は近くに配置され、それらの近さ遠さから、他の分析とは違った関係性が表される。

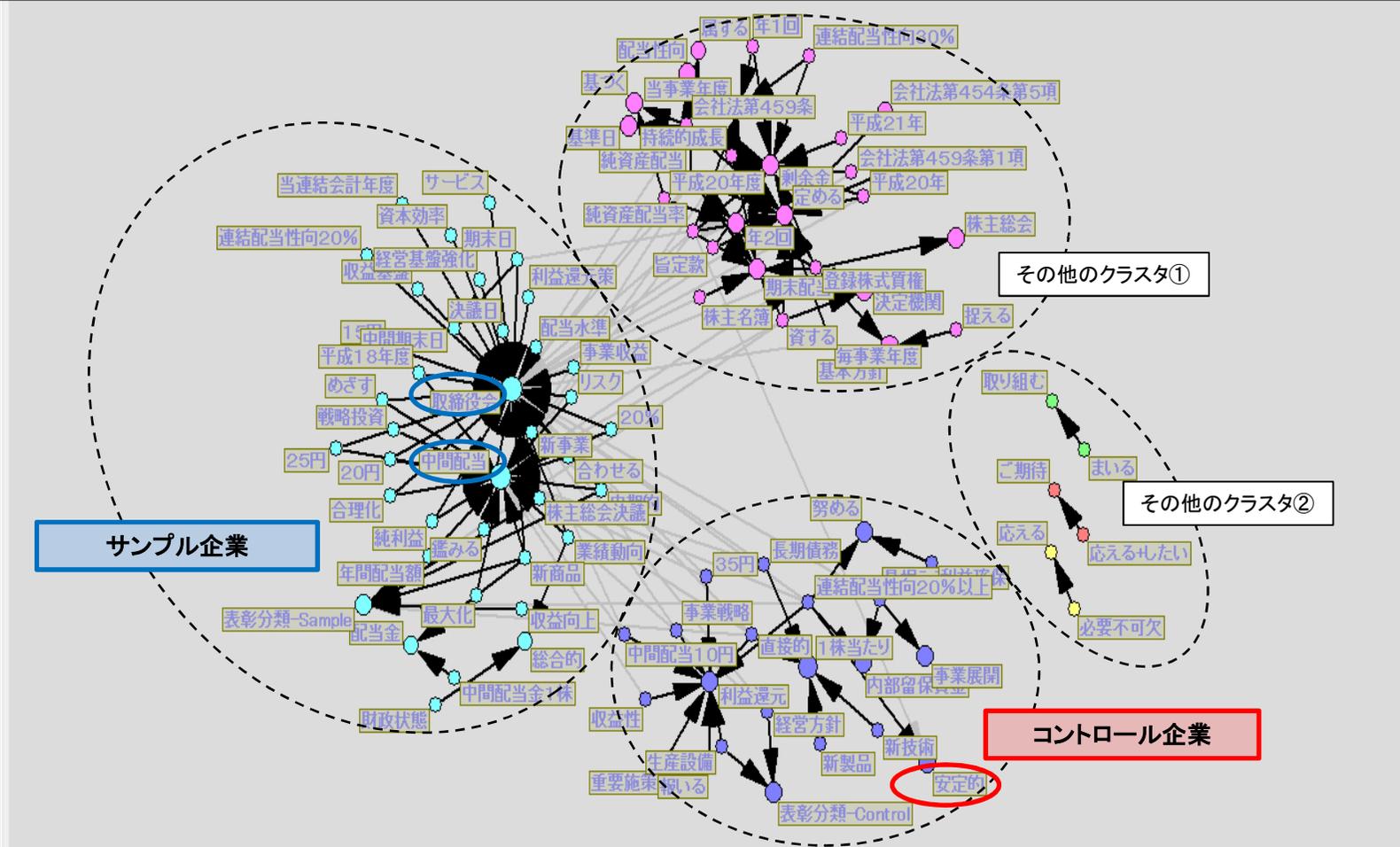


※頻度解析(全データ)の結果から、「取締役会」「中間配当」「剰余金」「安定的」「配当性向」「総合的」「企業価値」、そして特徴語抽出から「株主総会」に着目している。

3-1-4. ことばネットワーク(全データ)

ことばネットワークとは

テキスト全体から関連の強い言葉同士をまとめて、いくつかのかたまりを作り、このかたまりをひとつの話題として捉えることにより、テキスト全体を大まかな話題ごとに分ける分析のこと。



※頻度解析(全データ)の結果から、「取締役会」「中間配当」「剰余金」「安定的」「配当性向」「総合的」「企業価値」、そして特徴語抽出から「株主総会」に着目している。

3-1-5.全データの分析結果

特徴語抽出・対応バブル分析・ことばネットワークの分析結果から、サンプル企業は「中間配当」「取締役会」「配当性向」と、コントロール企業は「安定的」「剰余金」「株主総会」と関連の深さが示唆された。



これらの結果から、サンプル企業は「配当性向」をより意識して「中間配当」を高く位置付けており、その背後には「取締役会」の存在が挙げられる。また、「取締役会」は「中間配当」を決議し、「株主総会」における期末配当の議案を練ることから、配当政策に関して、サンプル企業はコントロール企業より強力なガバナンス機能を有していると推察される。

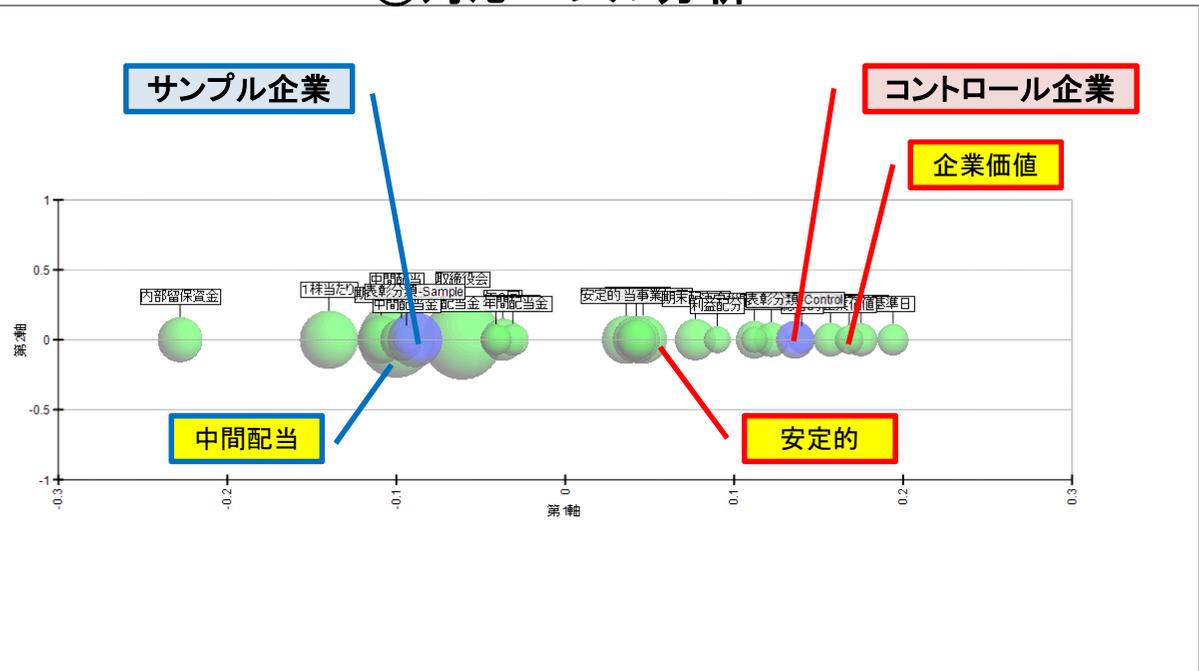
一方、コントロール企業はより安定的な企業姿勢であり、「剰余金」を「安定的」に配当へ充てていることが推察される。

3-2-1. 3分位上位

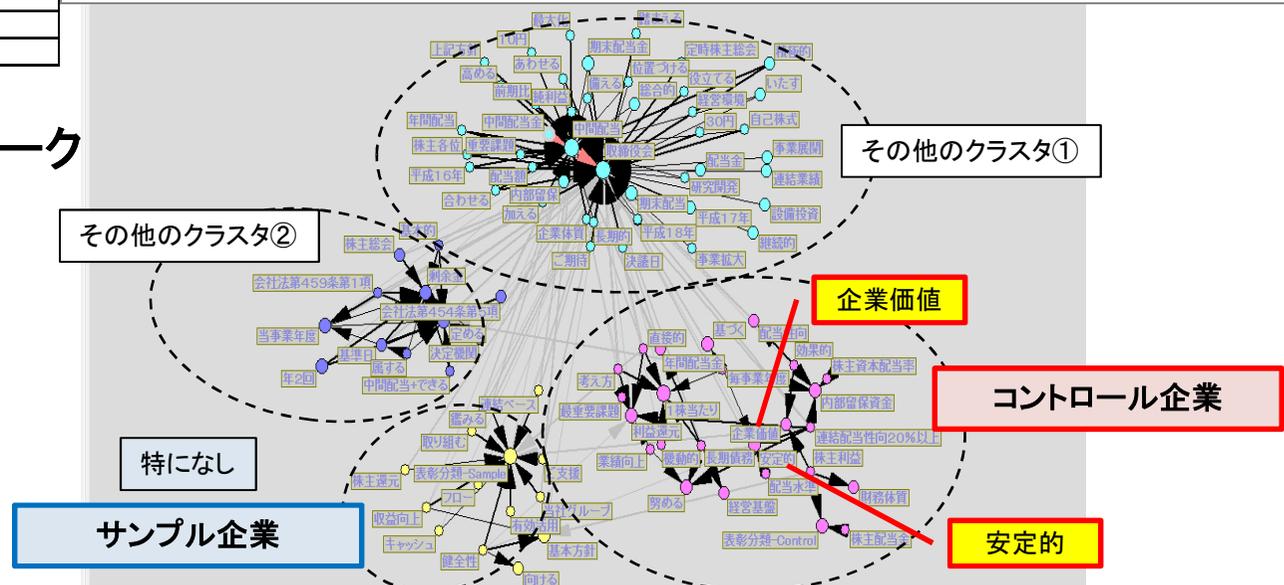
①特徴語抽出

順位	サンプル企業	コントロール企業
1	連結業績	経営基盤
2	積極的	株主利益
3	内部留保資金	内部留保金
4	連結ベース	経営環境
5	株主還元	基準日
6	ご支援	財務体質
7	フロー	はじめ
8	健全性	内部留保
9	当社グループ	バランス
10	キャッシュ	株主配当金
11	考え方	決定機関
12	収益向上	配当性向
13	直接的	企業価値
14	連結配当性向20%以上	期末配当金
15	1株当たり	安定配当
16	有効活用	基本方針
17	上記方針	安定的
18	業績向上	剰余金
19	新規事業	総合的
20	中期経営計画	自己資本利益率
21	当連結会計年度	重要施策
22	株主各位	電気事業
23	年間配当	当事業年度
24	中間配当	事業展開
25	グループ中期経営計画	ステークホルダー

②対応バブル分析



③ことばネットワーク



サンプル企業上位は「中間配当」と、コントロール企業上位は「企業価値」「安定的」と関連の深さが示唆された。

3-2-2. 3分位上位の分析結果

サンプル企業の上位は全データを用いた分析結果とは異なり、「中間配当」を高く位置付けてはいるものの、「中間配当」と関連の深さが認められていた「取締役会」が抽出されていない。また、「取締役会」は強力なガバナンス機能を代替する言葉であると推察されたため、ガバナンス機能は特筆すべきでない程度であると推察される。

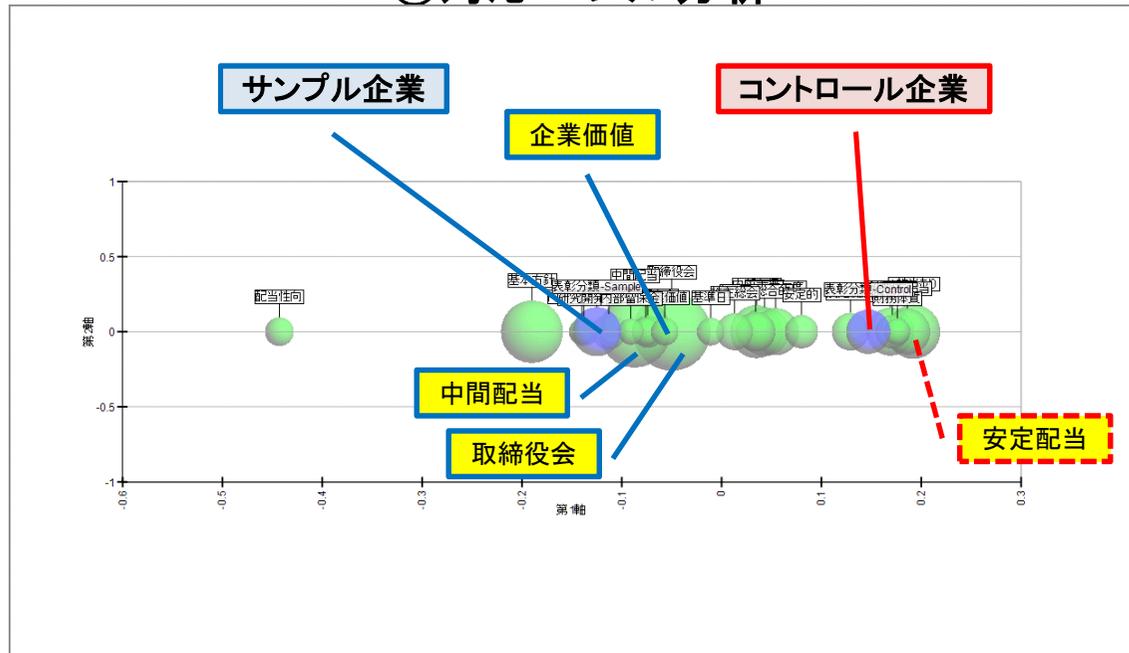
一方、コントロール企業の上位は「安定的」と関連の深さが確認され、又、サンプル企業寄りに抽出されていた「企業価値」との関連の深さが確認された。これは、サンプル企業の上位よりコントロール企業の上位の方がより「企業価値」の向上を目指しており、一方で「安定的」である側面も有していることから、緩やかだが着実な成長戦略を描いている可能性が示唆される。

3-3-1. 3分位中位

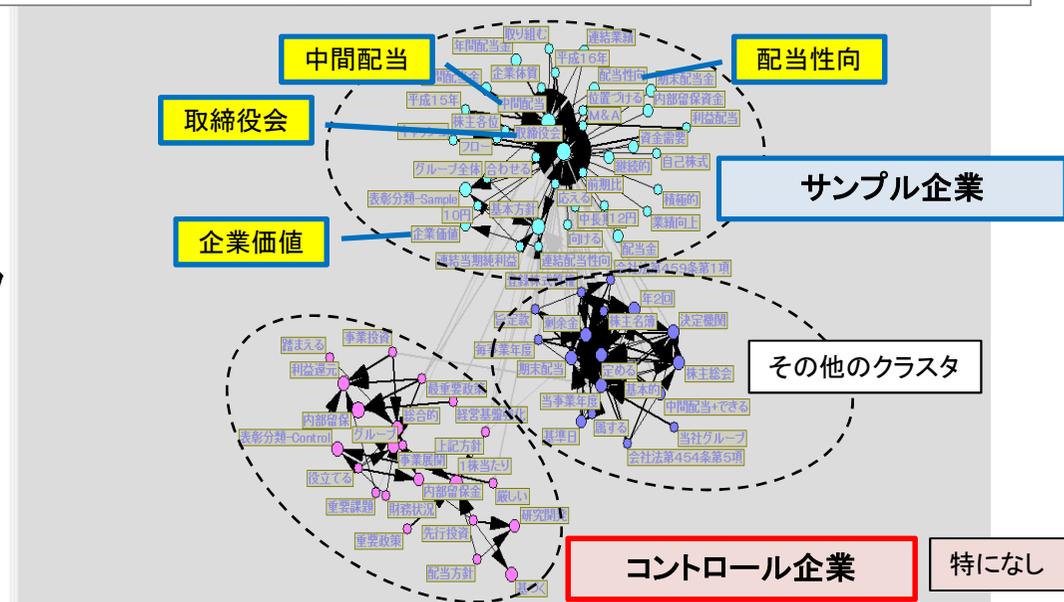
①特徴語抽出

順位	サンプル企業	コントロール企業
1	基本方針	資金需要
2	配当性向	1株当たり
3	長期的	企業体質
4	中間配当	期末配当
5	利益配当	利益還元
6	中間配当金	中長期的
7	ご期待	安定配当
8	取締役会	経営環境
9	連結業績	経営基盤
10	グループ全体	利益配分
11	収益力	株主各位
12	事業展開	財務状況
13	内部留保資金	効率的
14	連結ベース	決定機関
15	連結当期純利益	財務体質
16	企業価値	連結配当性向
17	研究開発	経営体制
18	利益配当金	株主還元
19	継続的	基本的
20	競争力	業績向上
21	業績状況	重要事項
22	戦略的投資	強化施策
23	利益確保	生産設備
24	年間配当	企業力
25	年2回	事業戦略

②対応バブル分析



③ことばネットワーク



サンプル企業中位は「配当性向」「中間配当」「取締役会」「企業価値」と、コントロール企業中位は「安定(配当)」と関連の深さが示唆された。

3-3-2. 3分位中位の分析結果

サンプル企業の中位は「配当性向」を踏まえて「中間配当」を高く位置付けており、また、その背景には強力なガバナンス機能を有することが推察される。更に、「企業価値」とも関連の深さが確認されたため、上記した特性の背景には、企業価値向上という企業目標の存在が推察される。

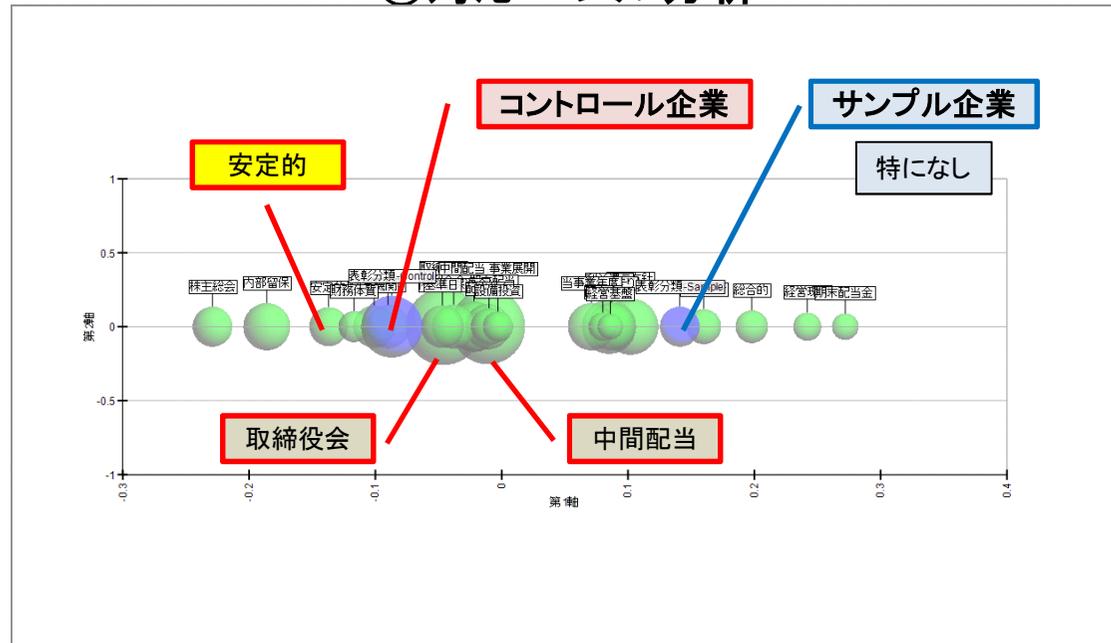
一方、コントロール企業の中位は「安定的」と関連の深さが確認されたため、より安定的な企業姿勢であることが示唆される。

3-4-1. 3分位下位

①特徴語抽出

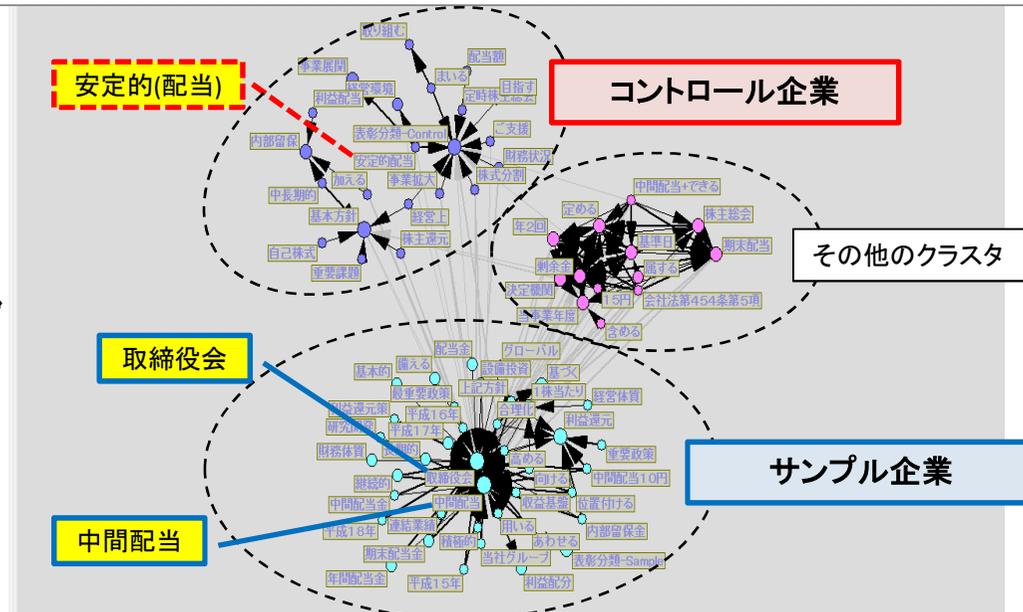
順位	サンプル企業	コントロール企業
1	連結業績	株主総会
2	基本方針	内部留保
3	長期的	財務状況
4	中間配当	期末配当金
5	総合的	事業拡大
6	経営環境	定時株主総会
7	株主還元	株式分割
8	利益還元	安定的
9	利益配分	安定的配当
10	中間配当金	合理化
11	1株当たり	会社法第454条第5項
12	当社グループ	株主各位
13	当事業年度	利益拡大
14	顧客サービス	ご支援
15	事業発展	経営上
16	利益還元策	年間配当金
17	国内外	決定機関
18	基本的	配当額
19	取締役会	中長期的見地
20	健全性	IT関連投資
21	事業戦略	年間配当額
22	研究開発	還元拡大
23	次期以降	経営目標
24	企業体質	当期末配当金
25	中期経営計画	財務面

②対応バブル分析



③ことばネットワーク

サンプル企業下位は「中間配当」「取締役会」と、
 コントロール企業下位は「安定的(配当)」
 と関連の深さが示唆された。



3-4-2.3分位下位の分析結果

サンプル企業の下位は中位の分析結果よりは若干弱い
いが、中間配当を高く位置付けるとともに比較的強力なガ
バナンス機能を有することが推察される。

一方、コントロール企業の下位は「安定的(配当)」と関
連の深さが確認されたため、より「安定的な企業姿勢」であ
ることが示唆される。

目次

I. 研究の背景

II. 分析方法と結果

III. まとめと考察

まとめ

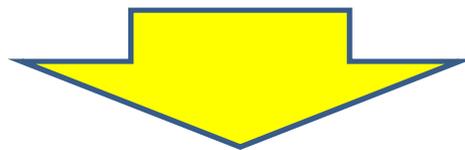
同業種同規模の企業と比較した場合、

- (1) 表彰企業は株主資本コストの低下傾向があり、その傾向は企業規模が下位になるほどより強くなることが示唆された。
- (2) 表彰企業は株価上昇傾向があり、特に企業規模3分位の中位と下位においてその傾向が顕著であった。
- (3) 企業規模3分位の中位と下位の表彰企業は強力なガバナンス機能を有していることが示唆された。

考察

全ての分析結果から、株式時価総額で分類した中位と下位の企業は、自発的開示によって企業価値にプラスの影響をもたらすことが示唆された。一般的に、中堅中小企業は大企業よりも情報の非対称性が高いため、自発的開示によって情報の非対称性を緩和する効果が大きいと考えられる。

また、株式時価総額で分類した中位と下位の企業は、特に中位において、企業価値向上を念頭に強力なガバナンス機能を有しており、その企業姿勢や機能が配当政策だけでなく自発的開示に大きな影響をもたらしていると推察される。



中堅中小企業における

自発的開示の意義と動機が示された。

参考文献

- 太田浩司 [2007] 「わが国の予測情報研究について」 『証券アナリストジャーナル』 2007年12月号, 92-99頁
- 音川和久 [2000] 「IR活動の資本コスト低減効果」 『会計』 第158巻, 第4号, 543-555頁
- 久保田敬一・竹原均 [2007] 「Fama-Frenchファクターモデルの有効性の再検証」 『現代ファイナンス』 No. 22, 3-23頁
- 佐藤淑子 著 [2004] 『IR戦略の実際』 日本経済新聞出版社
- 白田佳子・竹内広宜・荻野紫穂・渡辺日出雄 [2009] 「テキストマイニング技術を用いた企業評価分析：倒産企業の実証分析」 『年報 経営分析研究』 第25号, 40-47頁
- 須田一幸 編著 [2004] 『ディスクロージャーの戦略と効果』 森山書店
- Botosan, C. A. [1997] *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, *The Accounting Review* 72-3, pp. 323-349
- Botosan, C. A. and M. A. Plumlee [2000] *Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital : An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure and Alternative Methods of Estimating Expected Cost of Equity Capital*, Working Paper of Social Science Research Network Electronic Paper Collection
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu [1999] *Stock Performance and Inter-mediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure*, *Contemporary Accounting Research* 16-3, pp. 485-520
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. [1976] *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360
- Sengupta, P. [1998] *Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt*, *The Accounting Review* 73-4, pp. 459-474