

情報開示と企業価値

目次

- I. はじめに
- II. 情報の非対称性
- III. 情報開示が企業価値に与える影響
- IV. 終わりに

資産運用部 シニアアナリスト兼シニアファンドマネージャー
道脇 祐介

I. はじめに

2015年6月に策定されたコーポレートガバナンス・コードの基本原則3において、適切な情報開示と透明性の確保の重要性が示されている。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、それ以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであること、適切な情報の開示・提供は、日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた投資家との建設的な対話にも資するものであることが明記されている。

このような環境下、企業による事業説明会など、いわゆる決算説明会以外の説明会が増加している。例えば富士通は、決算説明会に加えて、経営方針説明会、事業戦略説明会、研究開発戦略説明会、ESG説明会をアナリスト・機関投資家向けに開催している。メインスピーカーはCEO、CFO、事業部長等である。積極的な情報開示により投資家との対話機会を増やし、内容を充実させようという意思が伝わってくる。

IR支援会社である野村インベスター・リレーションズが2020年1月に発表した「企業が行うIR活動に関する調査2019」によると、アナリストが過去1年間における企業のIR活動が進化したと評価した理由に、IR DayやESG・サステナビリティ関連の説明会開催が増加したことが挙げられている。2021年2月発表の2020年版においては、説明会のオンライン化により利便性が高まったことが更なる進化として挙げられている。

企業の積極的な情報開示に対して投資家は好意的に評価しているが、経営者にとっての関心は、上記のような説明会を行うことが企業価値の向上につながるかどうかだろう。そこで本稿では、経営者が行う自発的な情報開示が流動性に与える影響、および流動性の増加を通じて企業価値に与える影響を検証する。仮に企業価値へのポジティブな影響が明らかになれば、経営者は情報開示を充実させ、企業価値の向上を図ることが可能になると考えられる。

多くの研究が自発的な開示は情報の非対称性を縮小させ、株式の流動性¹の増加、資本コストの低下等について影響を与えることを示している。本稿では、事業説明会や ESG 説明会などいわゆる決算説明会以外の説明会開催を自発的な開示として分析を行う。このような情報開示は、開催の有無、内容、タイミングなど経営者の裁量が大きいため、経営者の自発的な開示を検証するのに効果的と考える。決算説明会以外の説明会開催という自発的な開示により、流動性が増加すること、流動性の増加が企業価値の向上に影響を与えることを示す。

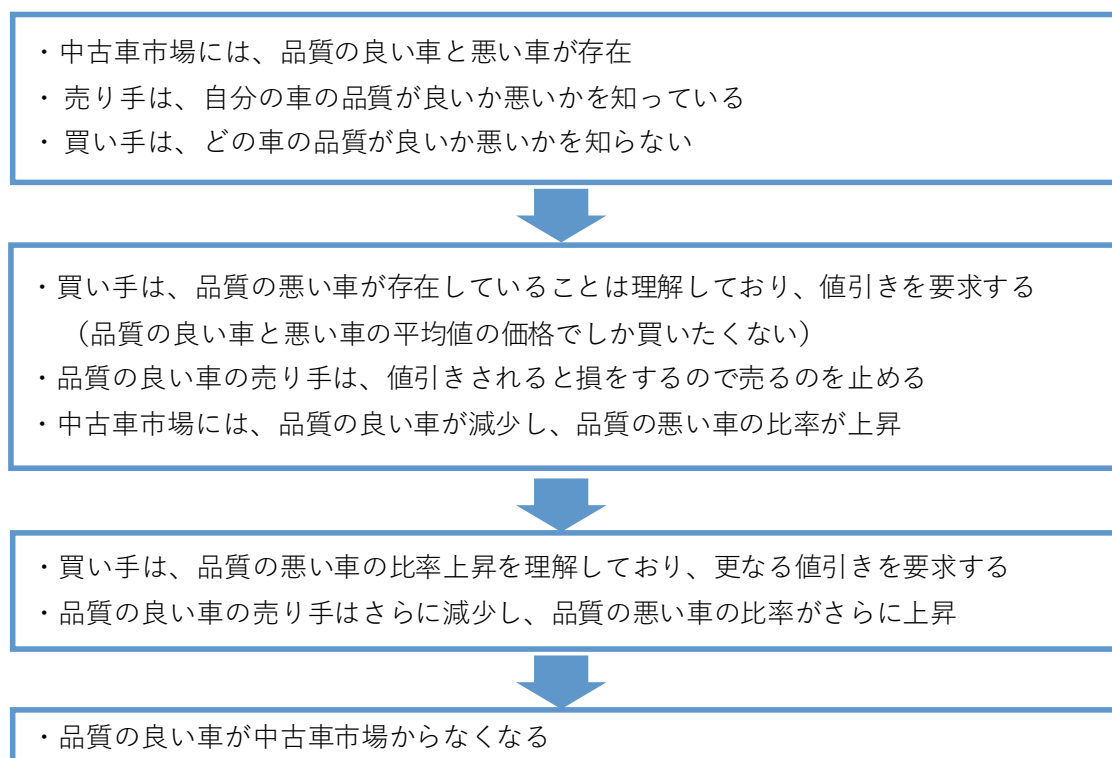
以下、第Ⅱ章では情報の非対称性が引き起こす問題について確認する。第Ⅲ章では自発的な開示が流動性及び企業価値に与える影響について検証する。第Ⅳ章は本稿のまとめとなる。

Ⅱ. 情報の非対称性

1. 情報の非対称性 (Asymmetric Information)

情報の非対称性とは、市場において取引参加者の間で情報に差がある状況のことである。Akerlof(1970)は、中古車市場の取引を例に、売り手と買い手の情報の非対称性の結果、品質の悪い車(レモン)が増加し、売買が成立しない可能性を示している。「レモン」とは、欠陥品などを意味する米国の俗語である。

図表 1 : アカロフのレモン



(出所) Akerlof(1970)より三菱UFJ信託銀行作成

¹ 以下、株式の流動性を「流動性」という

買い手が持つ中古車への不信感(品質への不確実性)が、このような望ましくない結果をもたらす。品質の良い車の売り手は、品質に関する情報を自発的に開示し、買い手との情報の非対称性を緩和することで、問題の解消を図る必要があるだろう。

情報の非対称性は中古車市場に限った話ではない。金融市場参加者の間にも同様に情報の非対称性が存在し、様々な問題を引き起こす。

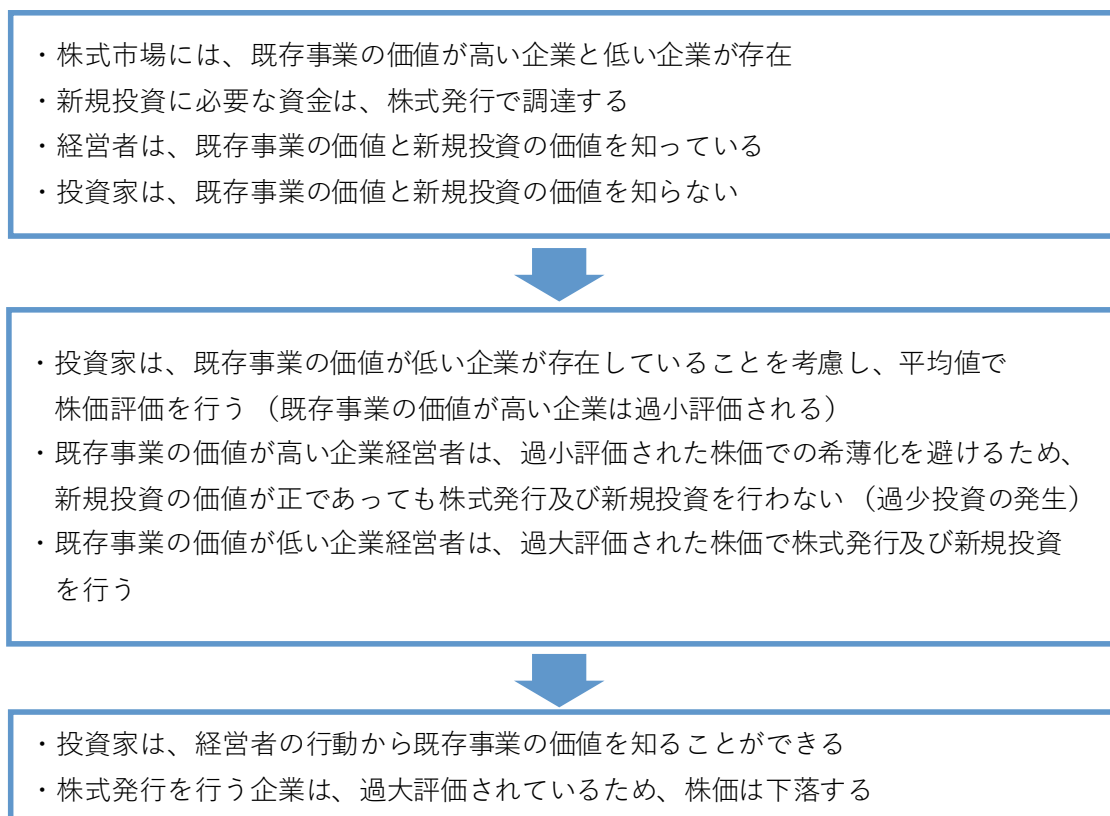
2. 情報の非対称性が引き起こす問題

(1) 逆選択(Adverse Selection)

逆選択とは、取引開始前に情報の非対称性が存在する場合に発生する問題である。これは、隠された情報とも呼ばれ、前項で取り上げた中古車市場の例のように、本来売れるべきはずの品質の良い車が市場からなくなるという、望ましくない現象が起きる事を指す。「保険の加入」においても同様の問題が指摘されることが多い。つまり、健康な人が不健康な人も含めた全体で算出される保険料を割高に感じて加入を控えることで、加入者に占める不健康な人の割合が増えてしまい、結果的に保険料が上昇し、更に健康な人が加入を控えてしまう、とのネガティブな波及が起こるという事である。

Myers and Majluf(1984)は、経営者と投資家の間に情報の非対称性が存在する場合の株式市場における逆選択について論じている。

図表 2 : 株式市場における逆選択



(出所) Myers and Majluf(1984)より三菱UFJ信託銀行作成

Myers and Majluf のモデルでは、新規投資の価値が正の場合、つまり株式発行で資金調達して投資をするほうが既存株主にとり良いことであっても投資が見送られてしまう。経営者は情報開示により投資家に真の価値を知ってもらうことで、逆選択の問題を緩和することが可能だと考えられる。

(2) モラルハザード (Moral Hazard)

モラルハザードは、取引開始後に情報の非対称性が存在する場合に発生する。これは、隠された行動とも呼ばれ、例えば医療保険の加入者が、病気やけがが保険金でカバーされることから健康管理を怠るといふ、望ましくない現象が起きるといふような問題である。

Jensen and Meckling (1976) は、経営者と株主の間の対立をエージェンシー問題として論じている。株主(プリンシパル)は経営者(エージェント)と同じ情報を完全に監視することができず、株主と経営者の間で情報の非対称性が存在する。本来、経営者は株主のために最善を尽くすはずであるが、経営者の利害と株主の利害は必ずしも一致しない。極端な例だが、経営者が望むプライベートジェットなど非金銭的な便益は、多くの場合で企業の利益を毀損する可能性がある。このように、経営者が自分の利益を優先する利益相反の問題が生じる。

株主はこのようなモラルハザードの問題を緩和するため、社外取締役の増員等によるモニタリング強化、ストックオプションや株式報酬を導入する等のインセンティブ付与を企業に求める傾向にある。これらはコーポレートガバナンスにおける主要な論点である。

ここまで情報の非対称性が引き起こす問題について、先行研究の内容とともにいくつかの事例で確認した。投資家やアナリストが中長期的な企業価値を評価する実務の場面においても、適切な情報開示が欠かせないのは同様である。

一般に企業価値は、企業が生み出す将来のフリーキャッシュフロー (FCF) を資本コスト (リスク) で割引いた現在価値として評価する。情報の非対称性が大きい場合、投資家は将来に対する見通しを過度に楽観的あるいは悲観的に予想する可能性が高まり、結果的に FCF の予想精度は低くなる。また、不確実性の高まりから、高いリスクプレミアムを求めることとなり、結果的に低い評価にとどめてしまう事が考えられる。適正な企業価値評価は、対話の第一歩目である。

経営者にとっては、会社がめざしている将来の企業価値を投資家に正しく評価してもらうことが重要であり、そのためにも情報の非対称性を縮小させる情報開示が効果的な手段となるだろう。有価証券報告書等の開示文書の充実を図るとともに、説明会の開催などで十分な対話の機会を設定することが重要だと考えられる。

Ⅲ. 情報開示が企業価値に与える影響

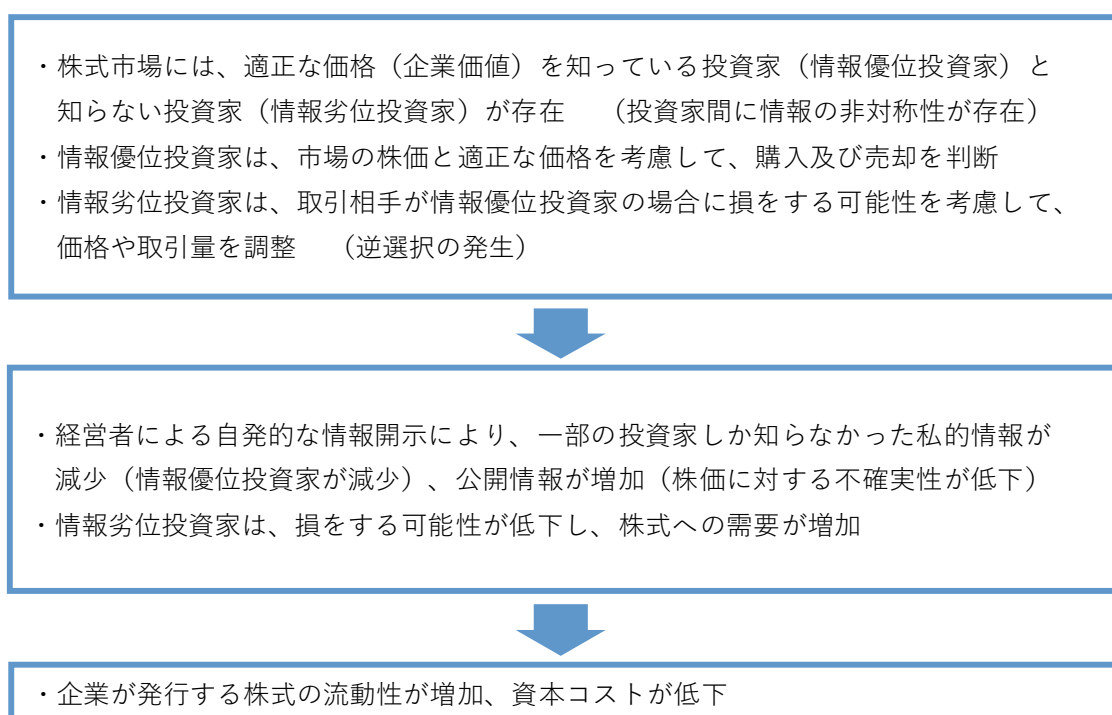
資本市場における企業を取り巻く情報環境に影響を与える主要な要因は、経営者による自発的な開示 (voluntary disclosure)、規制当局による義務的な開示 (mandatory disclosure)、情報仲介者であるアナリストによるレポート等だと考えられる。本稿では経営者による自発的な開示について検証する。

第1節では自発的な開示に関する論点を整理する。第2節では自発的な開示に関する仮説を提示し、第3節ではデータを示す。第4節では自発的な開示が流動性及び企業価値に与える影響について検証結果を示す。

1. 自発的な開示に関する論点

多くの研究が自発的な開示は流動性や資本コストに影響を与えることを示している。Diamond and Verrecchia (1991) は、自発的な開示により投資家間の情報の非対称性が縮小することで流動性が増加すること、株価の上昇により資本コストが低下することを示した。

図表 3 : 自発的な開示が与える影響



(出所) Diamond and Verrecchia (1991) より三菱 UFJ 信託銀行作成

Diamond and Verrecchia のモデルが示した自発的な開示の効果について、多くの実証研究が整合的な結果を示している。例えば、Balakrishnan, Billings, Kelly and Ljungqvist (2014) は、経営者の自発的な開示が流動性の増加、企業価値の向上につながり、資本コストが低下することを示した。証券会社の閉鎖やコスト削減に伴いアナリストの調査対象から外された企業は、情報の非対称性が拡大し流動性は低下するが、経営者は利益ガイ

ダンスの自発的な開示により、情報の非対称性を縮小させ流動性を回復させることを示す。外生的な「企業を調査対象とするアナリストの減少」というショックを利用することで、自発的な開示と流動性の因果関係を示している。

自発的な開示により企業価値が向上するにも拘わらず、情報開示に消極的な企業は少なくない。経営者は開示について、どのように意思決定するのだろうか。

Healy and Palepu(2001)は、経営者による開示に関する意思決定についてレビューしている。開示には外部資金調達など資本市場における取引機会の増加、業績悪化に伴う経営者自身の解雇および経営権はく奪の回避、株式連動報酬の増加など経営者にとってのベネフィットがある一方、プレスリリースの配布や説明会の開催などで実際にかかるコストだけでなく、競合他社や労働組合または規制当局に情報を与えてしまうことによる企業の競争力低下を指す機密コスト(proprietary cost)が存在するため、経営者は情報を完全に開示しないと論じた。経営者はベネフィットとコストを考慮して、開示の意思決定を示唆している。また、ベネフィットもコストも投資家等の第三者の反応に依存すると論じている。

それでは投資家は経営者による自発的な開示の信頼性をどのように認識するのか。Healy and Palepu(2001)は、経営者には利己的に自発的な開示を行うインセンティブがあり、自発的な開示において必ずしも真実が語られる訳ではないと論じている。そのような開示を投資家が信頼することは難しいと考えられるが、自発的な開示の信頼性を高めるためには、過去の自発的な開示の正確性を検証することだとしている。

自発的な開示に関する実証研究では、多くのケースで事後的に正確性の検証がしやすい「経営者による利益予想」が用いられている。

Hutton and Stocken(2009)は過去の経営者利益予想の精度が高い企業は、新たな経営者予想発表時に株価の反応が大きいことを示した。これは経営者による利益予想の行動を通じて、投資家からの評判(reputation)を確立することができることを示唆している。Ota, Kawase and Lau(2019)は、評判(経営者予想の精度)が高い企業は、自社株買いの異常収益率²が高いことを示した。また、企業が自社株買いプログラムを初めて発表したとき(つまり過去の自社株買いの消化率の実績が無いとき)、投資家は経営者予想に関する評判を自社株買いの評判の代替として利用することを示した。これは経営者予想に関する評判の波及効果を示唆している。

ここまでの内容をまとめると、経営者は自発的な開示により情報の非対称性を縮小させ企業価値を向上させることができる。しかし、その効果は第三者の反応に依存すること、投資家は過去の自発的な開示の正確性を検証し、開示内容の信頼性を判断しているということである。言い換えれば、経営者は正確性の高い自発的な開示を積み重ねて投資家からの評判を確立することで、自発的な開示のポジティブな効果を高めることができるということである。

本節以降では、企業による説明会開催データを用いて、自発的な開示の効果を検証する。

² 市場モデルによって算出されたリターンと実際のリターンの差

2. 自発的な開示に関する仮説

本稿では、以下の2つの仮説を検証する。

仮説1 : 企業の自発的な開示により、当該企業株式の市場での流動性が増加する
更に、経営者予想の正確性が高い企業の流動性増加がより大きい

仮説2 : 自発的な開示は、流動性の増加を通じて企業価値を向上させる

四半期決算における利益実績・将来予想の開示およびその後開催される決算説明会が、株式市場に影響を与えることは実感できるとしても、様々な実証からも明らかであるが、非財務情報を中心とするような説明会の開催の影響は解っていない。本稿において自発的な開示と定義する決算説明会以外の説明会の開催が、投資家の信頼を得て情報の非対称性が縮小するのであれば、流動性が増加すると考えられる。

また、投資家は、過去の自発的な開示(例えば経営者による利益予想)の正確性を検証することで、新たな自発的な開示の信頼性を認識できることを述べた。多くの日本企業は年度初めに経営者予想を提示しており、過去からの経営者予想の精度の蓄積により、投資家は利益予想に関する評判を認識している可能性がある。評判の波及効果により、自発的な開示の流動性増加に正の影響を与えることが考えられる。

仮説2で示した、流動性と企業価値の関係について補足する。企業価値はFCFを資本コスト(リスク)で割引いた現在価値として評価すると、前項で述べた。投資家が流動性をリスク要因として認識しているのであれば、流動性が企業価値に影響を与えると考えられる。

竹原(2009)は、流動性と株式リターンの関係を分析している。これによると、流動性の高い銘柄と流動性の低い銘柄の翌月の実現リターンを比較した場合、流動性の低い銘柄のリターンの方が高いことを示している。この結果は、株式市場において投資家が流動性リスクに対して、追加的なリターン(リスクプレミアム)を要求しているために、リターン差が生じると考えられる。投資家は流動性リスクの分、企業価値をディスカウント評価しているともいえる。つまり、流動性リスクプレミアムの存在を示唆している。

視点を変えれば、経営者は自社の株式の流動性を向上させることで、流動性リスクプレミアムの低減を通じて、企業価値を向上させることができると考えられる。

3. 使用データ及び指標定義

<データ>

本分析では、「自発的な情報開示」の定義を「決算説明会以外の説明会の開催」とする。説明会データは、アイフィスジャパンが提供する日本企業の「説明会カレンダー」をベースとし、企業のホームページなどで補足した。「説明会カレンダー」は機関投資家・アナリスト向けの説明会の日程・場所等の情報をまとめたものである。ほとんどの企業が決算開示後、四半期ごともしくは半期ごとに決算説明会を開催している。開催形式は対面に加え、電話会議やウェブ配信など様々である。一般的に決算説明会では、開示された決算の説明および質疑応答で構成され、話題が中長期的な経営戦略や個別事業のビジネスモデル、研究開発やESG

情報まで及ぶことは少ない。経営者は事業説明会や ESG 説明会を開催することで、決算以外の情報を自発的に開示している。

その他、分析に必要な企業財務・市場データは QUICK Workstation より取得している。

図表 4 に、2017 年 1 月～2020 年 3 月までの 13 四半期間で行われた決算説明会以外の説明会の件数と、内容ごとの比率を示す。

図表 4：説明会データ

内容	件数	構成比
会社全体（中期経営計画や IR Day 等）	108	39%
特定の事業（〇〇事業説明会等）	92	34%
ESG・サステナビリティ関連	41	15%
研究開発関連	33	12%
合計	274	100%

※対象とするのは

- ① TOPIX500 採用かつ、銀行・金融業を除く 3 月決算企業
- ② 決算発表後 10 営業日以内に開催される説明会を決算説明会とし、それ以外の説明会に限定
- ③ アナリスト・機関投資家を対象とする説明会に限定し、マスコミ、個人向けを除く

（出所）アイフィスジャパン「説明会カレンダー」、企業ホームページより三菱 UFJ 信託銀行作成

<指標定義>

流動性指標は Amihud (2002) の ILLIQ³ で計測している。ILLIQ は、株価リターンの絶対値を売買代金で除した値である。つまり、1 売買代金あたりどれくらい株価が変化するかを表す。これは一般にマーケット・インパクトといわれるものであり、自身の売買が株価に変動を与えることを指す。例えば自身が株式の大口注文を出した際に株価に与える影響が小さい場合、その株式は「流動性が高い」と理解すればイメージがしやすいだろう。1 単位需要が増えた時の価格変化が小さいほど、つまり ILLIQ が小さいほど、流動性が高いことを表す。

経営者予想精度は Ota et al. (2019) の方法を用いる。多くの日本企業は年度初めに売上高や純利益の予想値を開示している。経営者予想精度は、純利益の経営者予想と 1 年後の実績の差額の絶対値を 3 年平均したものである。仮に経営者が過度に保守的な予想をすれば、実績は予想を上回ることが多くなるが、それを経験したアナリストや投資家の予想は次第に楽観的になる可能性が高く、市場予想と実績のネガティブな差が発生する確率が高くなるかもしれない。投資家は、予想と実績の差が小さいことを高く評価すると考え、絶対値を取っている。

また、時価総額で除することで企業規模が与える影響を、経営者予想精度の同業種の中央

³ 非流動性 (illiquidity) の略語

値の差をとることで業種特性が与える影響を調整している。経営者予想精度が大きいほど経営者予想の正確性が高いことを表す。

データおよび指標定義の詳細は、Appendix に記載するので必要に応じてご参照頂きたい。

4. 自発的な開示が流動性及び企業価値に与える影響の分析

(1) 自発的な開示が流動性に与える影響の分析

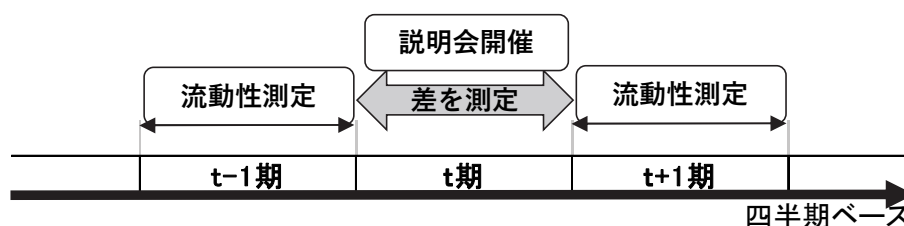
自発的な開示の影響を測定するため、「差の差推定(difference-in-difference estimation; DID 推定)」を行う。DID 推定とは、ある実験の効果の大きさを測定する方法として、効果の大きさを測定したい分析対象グループとその比較対象グループを設定し、実験前後の効果の大きさをグループ間で比較する分析手法である。各グループの二時点の「差」とグループ間の「差」という2つの「差」を取るため、差の差推定といわれる。

ここでは、「説明会を開催した企業の四半期」と「説明会を開催していない企業の四半期」の説明会開催前後の流動性の変化を比較する。説明会を開催する確率を表す傾向スコア(propensity score)を算出し、説明会開催企業群1サンプルに対して、非説明会開催企業群3サンプルをマッチングした。これにより、説明会を開催する確率が同じである、説明会開催企業と非説明会開催企業の流動性の変化を比較することが可能になる。

傾向スコアおよびマッチングの詳細は、Appendix に記載するので必要に応じてご参照頂きたい。

流動性指標として前項で定義した ILLIQ を使用する。ILLIQ は株式市場全体の流動性変化の影響を受けるため、同期間の TOPIX の ILLIQ を除した ILLIQMA (mean adjusted) を算出する。説明会を開催した四半期を t 期として、ILLIQMA の自然対数をとった、 \ln ILLIQMA の $(t+1)$ 期と $(t-1)$ 期の差を算出する。流動性が増加した場合は負値になる。図表5に説明会開催前後の流動性測定のイメージ図を示す。

図表5：説明会開催前後の流動性測定イメージ



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

投資家からの評判の差が、自発的な開示を行う企業の流動性に与える影響を分析するうえで、評判を表す指標として前項で定義した経営者予想精度を用いる。数値が正值である企業は、経営者予想の正確性が高いことを表し、0または負値であれば低いことを表している。説明

会を開催した企業群 274 サンプルの内、正確性が高いサンプルが 164、低いサンプルが 110 得られた。

図表 6 は流動性変化の結果を示している。

説明会開催企業群の流動性の変化の係数は-0.014 と負値であり流動性の改善が確認できる。説明会を開催していない非説明会開催企業群の係数は 0.007 と正值であり流動性の改善は確認できない。

経営者予想の正確性が高い企業の場合、説明会開催企業群の係数は-0.034 であり流動性の改善が確認できる。経営者予想の正確性が低い企業の場合、説明会開催企業群の係数は 0.016 であり流動性の悪化が確認できる。

図表 6 : 流動性変化の結果

	説明会開催 企業群の差分	非説明会開催 企業群の差分	DID	説明会開催企業群 サンプル数
流動性の変化				
全サンプル	-0.014	0.007	0.021	274
経営者予想の正確性が高い	-0.034	0.005	0.038	164
経営者予想の正確性が低い	0.016	0.010	-0.006	110

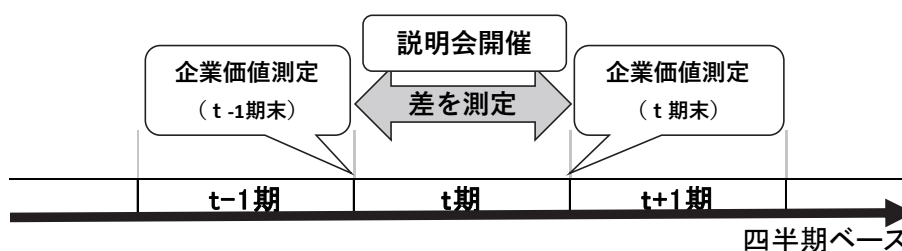
(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

(2) 自発的な開示が企業価値に与える影響の分析

自発的な開示が流動性の変化を通じて企業価値に影響を与えるのかを測定する。前節における説明会開催企業群と非説明会開催企業群をサンプルとする。

企業価値の変数として PBR(時価総額÷純資産)と Tobin'sQ((時価総額+有利子負債)÷(純資産+有利子負債))を用いる。説明会を開催した四半期を t 期として、PBR および Tobin'sQ の(t 期末)と(t-1 期末)の変化率(Δ PBR および Δ Tobin'sQ)を算出する。企業価値の増加は正值となる。流動性が改善したサンプルと、流動性が悪化したサンプルを分けて算出する。図表 7 に説明会開催前後の企業価値測定のイメージ図を示す。

図表 7 : 説明会開催前後の企業価値測定イメージ



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

図表 8 は企業価値変化の結果を示している。説明会開催企業群の流動性改善サンプルの係数は 0.028、0.022 であり企業価値の向上が確認できる。

図表 8 : 企業価値変化の結果

	Δ PBR	Δ Tobin'sQ	サンプル数
全サンプル	-0.013	-0.007	1,096
説明会開催企業群			
流動性改善	0.028	0.022	142
流動性悪化	-0.031	-0.021	132
非説明会開催企業群			
流動性改善	-0.002	0.002	409
流動性悪化	-0.033	-0.021	413

(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

IV. 終わりに

本稿の目的は、経営者が行う自発的な開示が流動性に与える影響、および流動性の増加を通じて企業価値に与える影響を検証することである。仮に企業価値へのポジティブな影響が明らかになれば、経営者は情報開示を更に充実させ、企業価値の向上を図ることが可能になると考えられる。本稿では、決算開示に直接関係しない会社主催の説明会を自発的な開示として分析を行った。⁴

⁴ 先行研究の多くが経営者予想を自発的な開示としているが、企業が開催する電話会議や証券会社が主催し企業が参加するインベスター・カンファレンスを自発的な開示として分析した研究もある。スクリプトや音声ファイルの分析から、経営者とアナリストの質疑応答において重要な情報開示が行われていることを示唆している

分析の結果、説明会開催前後で流動性が増加すること、投資家からの評判が高い場合、流動性の増加幅が大きくなることが分かった。また、説明会の開催前後の流動性の増加を通じて企業価値の向上に影響を与えることが分かった。

企業が積極的に情報開示を行うことの重要性は広く知られているが、情報開示の手段として説明会を行うことの重要性を示すことができたと考える。企業の非財務情報は有価証券報告書等の文書により開示されているが、一方的な開示にとどまるのではなく、その背景や思いも含めた多くの情報を投資家に伝えることが大事だと考える。その点において、説明会の場で行われるアナリストとのディスカッション等は、効果的な手段になり得るであろう。経営者は説明会を含む様々な手段を通じて、積極的な情報開示を行うことを期待したい。

本稿では、経営者が行う自発的な開示が流動性の増加を通じて企業価値に与える影響を検証したが、現実に情報開示と企業価値の関係はより複雑であろう。例えば経営戦略の情報開示を行った場合、経営者のコミットメントが高まることで経営資源の配分が変化することや、事業計画の実行力が高まることが考えられる。また、競合他社の投資計画に影響を与えることで、競争環境が変化する可能性もあるだろう。更に開示を通じて投資家との対話が深まり、経営戦略がより良い方向へ変わることも十分にあり得るだろう。結果として、情報開示は資本コストだけでなく、企業業績の変化を通じて企業価値に影響を与える可能性もあると考えられる。

投資家にとって、情報開示を適正な企業価値評価につなげ、企業と目的を持った対話を行うことが重要である。投資家は、企業の立場を理解し双方向のコミュニケーションを継続したうえで、株式市場の信頼性を高めるような情報開示を促すことにより、投資先の中長期的な企業価値向上を一緒にめざしていくことが必要だと考える。

(2021年10月6日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【Appendix】

＜データ＞

図表9は記述統計量を示している。全サンプルの対象は説明会開催企業同様に TOPIX500 採用かつ銀行・金融業を除く、決算月数が12か月の3月決算企業である。売上高、ILLIQ、アナリスト数は自然対数を取っている。アナリスト数は証券会社予想者数+1として算出している。異常値が分析結果に及ぼす影響を考慮して、上下1%を上下1パーセンタイル値に置換している(ウィンソライズ処理)。

図表9：記述統計量

	全サンプル		説明会開催		非説明会開催	
	4,420サンプル		274サンプル		4,146サンプル	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
ln 売上高	5.812	5.769	6.146	6.115	5.790	5.752
ln ILLIQ	1.757	1.805	1.406	1.402	1.781	1.830
PBR	2.150	1.409	2.029	1.370	2.158	1.414
ROA	0.049	0.043	0.048	0.040	0.049	0.043
財務レバレッジ	2.386	1.990	2.557	2.270	2.375	1.982
無形固定資産比率	0.054	0.021	0.099	0.063	0.051	0.020
売上高研究開発比率	0.028	0.013	0.049	0.033	0.027	0.012
社外取締役比率	0.284	0.250	0.353	0.345	0.279	0.250
金融機関保有比率	0.330	0.336	0.342	0.363	0.329	0.335
ln アナリスト数	0.843	0.903	0.985	1.041	0.834	0.903
経営者予想精度	-0.003	0.004	-0.007	0.002	-0.003	0.004

(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

＜指標定義＞

流動性指標(ILLIQ)および経営者予想精度の定義は、次式とする。

$$ILLIQ_{iy} = \frac{1}{\text{売買成立日数}} \times \sum_{t=1}^{\text{売買成立日数}} \left(\frac{|\text{日次株式リターン } i|}{\text{日次売買代金 } i} \right) \times 10^{10}$$

企業*i*、*y*年のILLIQを示す。説明会開催前後の流動性の変化は四半期単位で算出している。ILLIQが大きいほど流動性が低いことを表す。×10¹⁰は数字をわかりやすくするためである。

$$\begin{aligned}
 & \text{経営者予想精度}_{iy} \\
 &= \frac{1}{3} \\
 & \times \sum_{y=-1}^{-3} \left(\frac{\left| \text{経営者純利益予想}_{iy} - \text{実績純利益}_{iy} \right|}{\text{前期末時価総額}_{iy}} \right. \\
 & \left. - \text{同業種経営者予想精度の中央値}_{iy} \right) \times (-1)
 \end{aligned}$$

iは企業、yは説明会を開催した年度を示す。業種はTOPIX17ベースで、全上場銘柄対象に算出した。経営者予想がない企業は0とした(業種中央値と同じ)。数字をわかりやすくするため(-1)を掛けており、経営者予想精度が大きいほど経営者予想の正確性が高いことを表す。

<傾向スコア>

説明会を開催する確率を表す傾向スコアは、次式のロジットモデルで算出する。

$$\begin{aligned}
 & \text{Prob}(\text{説明会ダミー}_{it} = 1) \\
 &= F\left(\beta_0 + \beta_1(\ln \text{売上高}_{iy-1}) + \beta_2(\ln \text{ILLIQ}_{iy-1}) + \beta_3(\text{PBR}_{iy-1}) + \beta_4(\text{ROA}_{iy-1}) \right. \\
 & \quad + \beta_5(\text{財務レバレッジ}_{iy-1}) + \beta_6(\text{無形固定資産比率}_{iy-1}) \\
 & \quad + \beta_7(\text{売上高研究開発費比率}_{iy-1}) + \beta_8(\text{社外取締役比率}_{iy-1}) \\
 & \quad + \beta_9(\text{金融機関保有比率}_{iy-1}) + \beta_{10}(\ln \text{アナリスト数}_{iy-1}) \\
 & \quad \left. + \beta_{11}(\text{経営者予想精度}_{iy-1}) + \text{四半期決算期ダミー}_i + \text{業種ダミー}_i\right)
 \end{aligned}$$

iは企業、tは説明会を開催した四半期、yは説明会を開催した年度を示す。被説明変数は、説明会を開催した四半期の場合1、開催しない場合を0とするダミー変数である。説明変数は、説明会を開催した四半期を含む会計年度の前年度もしくは前年度末の数値であり、ln 売上高、ln ILLIQ、PBR(株価純資産倍率)、ROA(総資産利益率)、財務レバレッジ(総資産÷自己資本)、無形固定資産比率(無形固定資産÷総資産)、売上高研究開発費比率(研究開発費÷売上高)、社外取締役比率、金融機関保有比率、ln アナリスト数、経営者予想精度を用いた。ダミー変数として、2017年3月期から2020年3月期までの13四半期の四半期決算期ダミーと、TOPIX-17銀行・金融除く15業種の業種ダミーを用いた。

<マッチング>

図表10はマッチング結果を示している。説明会開催企業群と非説明会開催企業群の平均値の差がゼロであることを帰無仮説とするt検定を行った。全ての共変量について、統計的に有意な結果は得られず、両群間でのバランスが取れていることが確認できる。

図表 10 : マッチング結果

	説明会開催企業群	非説明会開催企業群	平均値 の差異	t値
	274サンプル 平均値	822サンプル 平均値		
ln 売上高	6.15	6.15	0.01	0.19
ln ILLIQ	1.41	1.39	-0.02	-0.67
PBR	2.03	1.92	-0.11	-0.76
ROA	0.05	0.05	0.00	0.24
財務レバレッジ	2.56	2.56	0.01	0.07
無形固定資産比率	0.10	0.10	0.00	0.20
売上高研究開発比率	0.05	0.05	0.00	-0.18
社外取締役比率	0.35	0.35	0.00	0.17
金融機関保有比率	0.34	0.35	0.00	0.42
ln アナリスト数	0.99	0.99	0.01	0.58
経営者予想予想精度	-0.01	-0.01	0.00	0.40

(出所) 三菱UFJ信託銀行作成

【参考文献】

- Akerlof, G. A., 1970, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.
- Balakrishnan, K., M. B. Billings, B. T. Kelly and A. Ljungqvist, 2014, "Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure." *Journal of Finance*, Vol. 69, No. 5, pp. 2237-2278.
- Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia, 1991, "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital." *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, pp. 1325-1359.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, 2001, "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature." *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Hutton, A. P. and P. C. Stocken, 2009, "Prior Forecasting Accuracy and Investor Reaction to Management Earnings Forecasts." *Working Paper. Boston College and Dartmouth College*.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, Pages 305-360.

- Myers, S. C. and N. S. Majluf, 1984, “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.” *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, Pages 187-221.
- Ota, K., H. Kawase and D. Lau, 2019, “Does reputation matter? Evidence from share repurchases.” *Journal of Corporate Finance* 58, 287-306.
- 竹原均, 2009, 『日本株の流動性測定と株式リターンとの関係—日次データを用いた分析—』 証券アナリストジャーナル 47(6), 5-18.
- 東京証券取引所, 2021, 『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～』.
- 野村インベスター・リレーションズ, 2020, 『企業が行う IR 活動に関する調査 2019』.
- 野村インベスター・リレーションズ, 2021, 『企業が行う IR 活動に関する調査 2020』.

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）