

インターネット IR サイトの質の規定要因

—株主優待制度に着目して—

記 虎 優 子

要 旨

最近、個人投資家によるインターネットを経由した取引が急激に増加し、個人投資家の証券市場参入が進んでいる。こうした状況下において、企業は、株式の持合い解消に伴う、個人の安定株主化の必要性和相まって、自社のファン株主としての個人投資家を戦略的に誘致・維持する姿勢を強めている。

本稿では、株主優待の実施やインターネット IR サイトの充実を個人投資家の誘致・維持に対する企業の戦略的姿勢の現われと捉えて、株主優待の実施がインターネット IR サイトの質に影響を与えるのかどうかを実証的に検証する。まず、t 検定および Wilcoxon の符号付き順位和検定ないし独立性の分析を行って、インターネット IR サイトの質に影響を与えると予測されるそれぞれの要因と、インターネット IR サイトの質との関係を検証する。次に、プロビットモデルによって、インターネット IR サイトの質に影響を与えると予測される要因をすべて考慮に入れて、インターネット IR サイトの質の規定要因を検証する。

そして、株主優待を実施する企業の方が、インターネット IR サイトの質が高いとの証拠を提示し、株主優待とインターネット IR サイトの充実という、企業の2つの戦略的行動の関係を明らかにするとともに、日本企業のインターネット IR サイトの質の規定要因に関する証拠の蓄積に貢献する。

目 次

- | | |
|--|---|
| I. はじめに | 5. わが国企業のインターネット IR サイトの質に影響を与え得るその他の要因 |
| II. 先行研究のレビューと仮説の導出 | |
| 1. 先行研究のレビュー | III. リサーチ・デザイン |
| 2. IR サイトの質の定義と本稿で利用する情報開示指標 | 1. サンプルの選択 |
| 3. わが国における企業および個人投資家のインターネット IR サイトの利用状況 | 2. 変数の作成方法 |
| 4. わが国企業における株主優待の実施状況 | 3. 仮説の検証方法 |
| | IV. 検証結果とその分析 |
| | V. おわりに |

I. はじめに

最近、個人投資家によるインターネットを経由した取引が急激に増加し、個人投資家の証券市場参加が進んでいる。こうした状況下において、企業は、株式の持合い解消に伴う、個人の安定株主化の必要性和相まって、自社のファン株主としての個人投資家を戦略的に誘致・維持する姿勢を強めている。

米山 [2006a] および田嶋 [2005] は、株主優待を重視する個人投資家が増えたために、株主優待の実施が個人の安定株主化と個人株主の増大のための有効な手段であることを指摘している。また、インターネット IR サイトは、情報の入手可能性の観点からみた投資家間の情報格差解消の手段として期待されているだけでなく¹⁾、実際に個人投資家に活用されていることが日本インベスター・リレーションズ協議会 (JIRA) の調査結果²⁾に示されている。

本稿では、株主優待の実施やインターネット IR サイトの充実を個人投資家の誘致・維持に対する企業の戦略的姿勢の現われと捉えて、株主優待の実施がインターネット IR サイトの質に影響を与えるのかどうかについて検証する。

自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因を検証している最近の先行研究には、Craven and Marston [1999], Debreceeny, Gray and Rahman [2002], Ettredge, Richardson and Scholz [2002], Marston [2003], Pirchegger and Wagenhofer [1999], Xiao, Yang and Chow [2004] がある。

しかし、日本企業を対象とした先行研究は少なく、Marston [2003] があるだけである。か

つ、先行研究では、株主優待の実施が、自社ホームページ上の財務情報開示の質に影響を与えるのかどうかについて検証されていない。

これに対して、本稿では、大和インベスター・リレーションズ株式会社の「インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業」のプレスリリース³⁾に基づき、日本企業を対象として日本語表記のインターネット IR サイトの質を評価することとし、株主優待の実施の有無を考慮に入れてインターネット IR サイトの質の規定要因を検証する。そして、株主優待を実施する企業の方が、インターネット IR サイトの質が高いとの証拠を提示し、株主優待とインターネット IR サイトの充実という、企業の2つの戦略的行動の関係を明らかにするとともに、日本企業のインターネット IR サイトの質の規定要因に関する証拠の蓄積に貢献する。

以下では、まず、先行研究のレビューを行って仮説を導出する。次に、リサーチ・デザインと検証結果について述べる。最後に、本稿の検証結果から得られた証拠について述べるとともに、今後の課題を提示することとする。

II. 先行研究のレビューと仮説の導出

1. 先行研究のレビュー

自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因を検証している最近の先行研究には、次のようなものがある。

Craven and Marston [1999] は、英国企業を対象として自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因を検証している。この研究で

は、実態調査によって自社ホームページ上において①財務情報開示の実施なし、②年次報告書の一部ないし要約の開示あり、③詳細な年次報告書の開示あり、の3つを区別することで、自社ホームページ上の財務情報開示の質を測定しようとしている。

Debreceeny, Gray and Rahman [2002] は、22カ国の企業を対象として、企業固有の特性のほか、企業を取り巻く環境要因が、自社ホームページ上の財務情報開示の質に影響を与えるのかどうかを提示している。この研究では、自社ホームページ上の財務情報開示の方法と内容について実態調査を行っている。まず、①自社ホームページがない場合には0点、②静的な（紙媒体と同様の）開示方法の場合には1点、③動的な（双方向コミュニケーションやハイパーリンク等電子媒体の特性を生かした）開示方法の場合には2点、として、開示方法に係る自社ホームページの質を測定している。次に、①そもそも自社ホームページがないか自社ホームページ上において財務情報がまったく開示されていない場合には0点、②紙媒体による財務情報開示と比して少ない財務情報しか開示されていない場合には1点、③紙媒体による財務情報開示と同じだけの財務情報が開示されている場合には2点、④紙媒体による財務情報開示以上の財務情報が開示されている場合には3点、として、内容に係る自社ホームページ上の財務情報開示の質を測定している。

Ettredge, Richardson and Scholz [2002] は、米国企業を対象として自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因を検証している。この研究では、まずIR担当役員に対するインタビュー等に基づいて、自社ホームページ上の財務情報開示の特徴を示す諸項目を決定

し、次に項目ごとの定量的な評価に基づいて自社ホームページ上の財務情報開示の質を実態調査によって測定している。なお、従来一般に用いられてきた媒体ないし手段による財務情報開示に対する証券アナリストによる評価が、自社ホームページ上の財務情報開示の質に影響を与えるのかどうかを検証し、証券アナリストによる評価が高い企業ほど、自社ホームページ上の財務情報開示の質も高いとの証拠を提示している点に、この研究の独自性があるといえよう。

Marston [2003] は、日本企業を対象として自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因を検証している唯一の先行研究であり、自社ホームページ上に英語表記のウェブサイトを設置している日本企業の英文による財務情報開示の質の規定要因を検証している。ただし、この研究では、サンプル数の制約があって単変量の分析しか行われていない。この研究では、実態調査を行って、英語表記の自社ホームページ上で①財務情報が開示されていない場合には0点、②財務ハイライトないし要約情報だけが開示されている場合には2点、③少なくとも損益計算書および貸借対照表を含む詳細な会計情報が開示されている場合には3点、として、自社ホームページ上の財務情報開示の質を測定している。

Pirchegger and Wagenhofer [1999] では、オーストリア企業およびドイツ企業を対象として自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因を検証しており、オーストリア企業とドイツ企業とでは、財務情報開示の質に影響を与える要因が異なっているとの証拠を提示している。この研究では、まず文献研究や財務諸表作成者や利用者との議論に基づいて、自社ホームページ上の財務情報開示について、内容、適時

性、利用技術、方法に関する諸基準を決定し、次に実態調査を行って各基準に基づいた定量的な評価によって自社ホームページ上の財務情報開示の質を測定している。

Xiao, Yang and Chow [2004] は、中国の独自要因を考慮に入れた上で、中国企業の自社ホームページ上の財務情報開示の質の決定要因を検証している。この研究では、Debreceeny, Gray and Rahman [2002] と同様に、自社ホームページ上の財務情報開示の内容と方法に係る諸項目を選定し、次に項目ごとに定量的な評価を行って自社ホームページ上の財務情報開示の質を実態調査によって測定している。

2. IR サイトの質の定義と本稿で利用する情報開示指標

本稿において、インターネット IR サイトの質の規定要因を検証するためには、インターネット IR サイトの質を定義するとともに、インターネット IR サイトの質を示す情報開示指標を作成することが必要となる。

そこで、まず FASB [2000] のフレームワークに依拠して⁴⁾、インターネット IR サイトの質は大別すると内容と方法という2つの要因によって規定されると定義することとした。先行研究においても、FASB [2000] のフレームワークで示されたこれら2つの要因のうちのいずれかもしくは両方に着目した情報開示指標が利用されていると解釈することができる⁵⁾。ただし、先行研究では、実態調査によって自社ホームページ上の財務情報開示の質を判断する情報開示指標が独自に考案・作成され、分析に用いられている。これに対して、本稿では、インターネット IR サイトの質を示す独自の情報開示指標を考案せずに、大和インベスター・リ

レーションズ株式会社が2001年以降毎年公表している「インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業」のプレスリリースを利用することとした。

このプレスリリースによれば、「インターネット IR サイトの優秀企業」の選考過程は次のとおりであるとされる。まず、主要上場企業を対象に各企業の日本語表記の IR サイトをレビューして、優秀企業候補を抽出する。次に、優秀企業候補となった各企業の IR サイトについて、独自のスコアボードに基づいて定量的に採点・評価する。2003年から2005年までの各年のスコアボードを、図表1に示している。そして、40点以上とされた企業が、一定水準を達成していると認められる IR サイトを有していると評価されて、「インターネット IR サイトの優秀企業」として公表される。さらに、「インターネット IR サイトの優秀企業」として公表された企業のうち、各業種において上位3位に該当する企業も公表される⁶⁾。

なお、採点基準は「IR サイトのコンテンツが急激に充実してきたことを踏まえた配点」となるように毎年改定されている⁷⁾。詳細な採点基準は公表されていないが、各年のプレスリリースや米山 [2006b] における記述をみる限り、採点基準は概してインターネット IR サイトの内容と方法という2つの要因に関して設けられていると判断できる。したがって、採点基準は、本稿におけるインターネット IR サイトの質の定義と整合的であると判断した。

本稿では、「インターネット IR サイトの優秀企業」として公表された企業のうち、各業種において上位3位に該当する企業には1、該当しない企業には0の値を与えて、インターネット IR サイトの質を示す情報開示指標を作成し

図表1 「インターネット IR（投資家向け広報）サイトの
優秀企業」選考におけるスコアボード

	2005年	2004年	2003年
トップページ、更新記録、サイトマップ	10	8	7
個人投資家向け	10	—	—
トップからのメッセージ、IRの基本方針	8	8	8
株式・株価・社債情報・今後のIRの予定	12	10	12
財務データ・アニュアルレポートなど	5	15	18
IRライブラリー	6	6	
IMプレゼンテーション	28	28	28
免責条項	6	7	4
FAQ（よくある質問）*	—	3	5
電子メールでの質問受付・回答	13	13	15
プリンタブル・フォーマット、回線スピード	2	2	3
合計	100	100	100

*FAQは「個人投資家向け」の項目の1つ
〔出所〕米山 [2006b]

ている。

3. わが国における企業および個人投資家のインターネット IR サイトの利用状況

わが国において、企業が、自発的な財務情報開示の手段として自社ホームページ上にインターネット IR サイトを設けることは、最近ではすでに一般的なこととなっている。JIRAの「IR活動の実態調査」によれば、投資家向けまたはIRと明示されたサイトが「ある」と回答している企業は、回答企業全体の82.6%（2003年）、86.8%（2004年）、94.6%（2005年）となっている。

インターネット IR サイトは、紙媒体による財務情報開示と比して、不特定多数の広範囲にわたる情報利用者に情報を伝達できる情報開示媒体である。このため、インターネット IR サ

イトは、個人投資家にとってアクセス可能性の高い情報源の1つである⁸⁾。JIRA [2005a] [2005b]によれば、企業のホームページは、個人投資家が株式投資を行う際の活用情報源として第4位に挙げられており、企業による財務情報開示の媒体ないし手段に限れば最も活用されているという結果が示されている⁹⁾。したがって、個人投資家を戦略的に誘致・維持しようとする企業ほど、インターネット IR サイトを充実させようとするので、IRサイトの質が高いであろうと予測される。

以上から、IRサイトの充実は、個人投資家の誘致・維持に対する企業の戦略的姿勢の現われの1つであると捉えることができよう。

4. わが国企業における株主優待の実施状況

株主優待は、一定数以上の株式を持つ株主に

対して、企業が自社製品、贈答品、割引券、商品券等の多様な物品ないしサービスを提供するものであり、企業の任意で行われる利益還元策の1つとして位置づけられる。大和インベスター・リレーションズ株式会社の『株主優待ガイド(カタログ)』(各年版)¹⁰⁾によれば、わが国において株主優待制度を設けている企業は年々増加し、公開企業における株主優待の実施率は、20.7% (2003年版)、22.3% (2004年版)、23.6% (2005年版)となっている。企業が株主優待を実施する目的には、個人投資家に対して自社株式をいっそう身近なものとしてアピールして、個人投資家をファン株主として獲得し、安定株主化を図ることがある¹¹⁾。

JIRA [2005a] [2005b] では、アンケート調査をもとにクラスター分析を行って個人投資家を4つのグループに分類し、その1つに「(株主)優待・長期投資家」グループがあることが示されている。つまり、個人投資家は、年代、性別および投資経験等の多様性を背景に、投資目的や行動を異にしているものの、個人投資家の一部には、投資行動に際して株主優待を重視する層が存在するのである。そうであれば、個人投資家を戦略的に誘致・維持しようとする企業ほど、株主優待を実施するであろう。

以上から、株主優待の実施は、IRサイトの充実と同様に、個人投資家の誘致・維持に対する企業の戦略的姿勢の現われの1つと捉えることができよう。

上述の検討の結果、株主優待の実施とIRサイトの充実はともに、個人投資家の誘致・維持という同様の目的を持った企業の戦略的行動であるので、両者の間には正の関係があると予測される。実際、個人投資家の誘致・維持に成功した企業の事例をみると、株主優待の実施とイ

ンターネットIRサイトの充実は、個人投資家の誘致・維持という企業の戦略的行動の一環として、ひとくくりに実施されている。こうした事例として、たとえば、カゴメ株式会社が2001年度から開始した「カゴメファン株主10万人構想」¹²⁾や、アサヒビール株式会社が2003年から開始した「個人株主拡大プロジェクト」¹³⁾がある。

本稿は、インターネットIRサイトの質の規定要因を検証しようとするものであるので、以上の検討を踏まえて、株主優待を実施している企業の方がインターネットIRサイトの質が高いと予測する。

5. わが国企業のインターネットIRサイトの質に影響を与え得るその他の要因

先行研究では、いくつかの要因が自社ホームページ上の財務情報開示の質に影響を与えるとの証拠が提示されている。以下では、先行研究で得られた証拠をもとに仮説を導出する。

(i) 財務情報開示全般の質

財務情報開示に積極的な企業は、インターネットIRサイトが不特定多数の広範囲にわたる情報利用者に情報を伝達するにあたって、有効かつ効率的な媒体であることを正しく認識しているであろう。こうした企業は、従来の伝統的な財務情報開示を補完するために、積極的にIRサイトの充実に取り組み、IRサイトの質が高いと予測される。こうした企業はまた、従来一般に用いられてきた各種媒体ないし手段を通じた財務情報開示全般の質も高く、証券アナリストから高い評価を得ていると予測される。以上から、日本証券アナリスト協会の『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良

企業選定』報告書（以下、SAAJ 報告書と呼ぶ）における評価が高い企業ほど、インターネット IR サイトの質も高いと予測する。

しかし、この場合には、大和インベスター・リレーションズ株式会社のプレスリリースにおいて「インターネット IR（投資家向け広報）サイトの優秀企業」として公表されており、かつ SAAJ 報告書でも評価対象となっている企業にサンプルが限定され、分析対象企業がかなり限定されてしまう¹⁴⁾。

そこで、財務情報開示全般の質ではなく、従来一般に用いられてきた特定の媒体ないし手段による財務情報開示の質とインターネット IR サイトの質との関係も考慮することとした。以上の検討からすると、財務情報開示に積極的な企業は、媒体や手段にかかわらず情報開示に積極的であると予測される。つまり、こうした企業の、従来一般に用いられてきた各種媒体ないし手段における財務情報開示の質は、相互に正に関係していると予測される。したがって、インターネット IR サイト以外の特定の媒体ないし手段による財務情報開示の質を規定する特定の要因に着目しても、インターネット IR サイトの質との間に正の関係があると予測される。

まず、決算短信を早期に開示することは、財務情報開示の質を規定する要因の 1 つである開示方法（適時性）という点において優れているとみることができる¹⁵⁾。したがって、決算短信を早期に開示する企業ほど、インターネット IR サイトの質が高いと予測される。

また、3 月末決算企業については、決算発表が集中する日を避けて決算発表を行うことは、次の理由から、財務情報開示の質を規定する要因の 1 つである開示方法という点において優れているとみることができる。わが国では決算日

を 3 月末日とする上場企業が極めて多く、こうした企業の大半が 5 月下旬の特定の数日間に決算短信を開示して決算について記者発表を行う。多数の企業が記者発表を行うため、短時間での記者発表となったり、記者発表への記者の出席が少なかったりということになる。こうした事情から、3 月末決算企業については、決算発表が集中する日を避けて決算発表を行う企業の方が、長時間かけて充実した内容を記者発表できる機会を享受して、投資家の注目をひくような方法で情報を開示しているといえる¹⁶⁾。したがって、決算短信を非集中日に開示する企業の方が、インターネット IR サイトの質が高いと予測される。

(ii) 企業規模

第一に規模の大きな企業ほど、外部資金調達の必要性が大きいので、情報を開示するインセンティブを持つ、第二に規模の大きな企業ほど情報の非対称性が大きくエージェンシー費用も大きくなるので、企業はエージェンシー費用を削減するための手段として情報を開示するインセンティブを持つ、第三に規模の大きな企業ほど社会からの注目を集めるので社会的圧力を回避しようとして情報を開示するインセンティブを持つ、第四に規模の大きな企業ほど情報伝達コストが相対的に安く済むので、情報を開示するインセンティブを持つ、等の理由により、規模の大きい企業ほどインターネット IR サイトの質が高いと予測される¹⁷⁾。

(iii) レバレッジ

第一にレバレッジが高いほど債務不履行のリスクが高まるので、情報利用者の情報要求が高まる、第二にレバレッジが高いほどエージェンシー費用が大きくなるので、企業はエージェンシー費用を削減するための手段として情報を開

示するインセンティブを持つ、等の理由でレバレッジが高い企業ほどインターネット IR サイトの質が高いと予測される¹⁸⁾。

(iv) 流動性

情報利用者は企業の存続可能性に関心を持っているので、流動性が高く債務弁済能力の高い企業は情報開示を通じて流動性が高いことを示すインセンティブを持つので、流動性が高い企業ほどインターネット IR サイトの質が高いと予測される¹⁹⁾。

(v) 収益性

収益性は、先行研究において自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因であるとの証拠は提示されていない。しかし、Marston [2003] および Xiao, Yang and Chow [2004] では分析モデルに含められているので、本稿でも考慮に入れる。収益性の高い企業は、情報開示に取り組む財務的余力があり、また情報利用者は企業の収益性に関心を持っているので、情報開示を通じて収益性が高いことを示すインセンティブを持つであろうから、収益性の高い企業ほどインターネット IR サイトの質が高いと予測される。

Ⅲ. リサーチ・デザイン

1. サンプルの選択

サンプルとして、大和インベスター・リレーションズ株式会社が2003年、2004年ないし2005年に「インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業」として公表した企業(銀行業、その他金融業、証券・商品先物取引業、保険業を除く27業種に属する企業)を選択している。ただし、株主資本利益率 (ROE) が一

100%より低い企業、決算月数が12ヶ月に満たない企業は、サンプルから除外している。また、一部の検証式では、データの入手可能性の制約から、分析に必要なデータを入手できた企業にサンプルが限定されている。この結果、サンプル数は検証式によって異なり、延べ92社～489社である。

2. 変数の作成方法

internet IR は、上述の「インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業」のプレスリリースを利用して作成した情報開示指標をもとに作成される変数である。つまり、internet IR は、このプレスリリースにおいて、「インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業」として公表された企業のうち、各業種上位3位に該当する企業は1、該当しない企業は0の値をとる変数である。1の値をとれば、インターネット IR サイトの質がより高いことを示している。

株主優待は、株主優待制度を設けていれば1、設けていなければ0の値をとるダミー変数である。株主優待実施企業名は、大和インベスター・リレーションズ株式会社の『株主優待ガイド (カタログ)』(各年版) から手入力で収集している。

決算短信開示所要日数得点は、決算期末日と決算発表日(企業が上場取引所等に決算短信を提出する日)の間の日数をもとに作成される変数であり、大きいほど決算短信を早期に開示することを示している。サンプル企業の2003年から2005年の決算短信開示所要日数は、最も短い場合で20日、最も長い場合で60日であった。そこで、決算短信開示所要日数が60日の企業には1点、59日の企業には2点といった具合に、決

算短信開示所要日数が長い企業ほど小さい得点を与えられるように順次得点を与えた。そして、決算短信開示所要日数に基づく得点の幅は41点と大きくはないので、決算短信開示所要日数の差をうまく反映できるように、決算短信開示所要日数が長い場合ほど所要日数に比して低得点を与えられるように各得点の自然対数値を求めて、これを決算短信開示所要日数得点とした。

決算短信開示日は、3月末決算公開企業のうち決算短信を非集中日に開示すれば1、開示しなければ0の値をとるダミー変数である。なお、内野 [2004] [2005a] [2005b] に従って、各年の3月末決算公開企業のうち決算短信を開示する企業が多い日の上位5日を集中日と定義している。

ARtotal 順位は、SAAJ 報告書の評価対象となった企業の従来一般に用いられてきた各種媒体ないし手段を通じた財務情報開示全般に対する証券アナリスト評価の産業ごとの総合順位を示す変数であり、順位が上がるほど財務情報開示全般の質が優れていることを示している。ARtotal 得点は、標準化された同評価点を示す変数であり、得点が高いほど財務情報開示全般の質が優れていることを示している。

AR 順位合計は、SAAJ 報告書の評価対象となった企業の決算短信等、説明会、インタビューおよび説明会資料等、適時情報開示、自発的開示、に対する証券アナリスト評価の産業ごとの各順位の合計値を示す変数であり、小さいほど財務情報開示全般の質が優れていることを示している。各順位が内的整合性を持つかどうかを判定するために、Cronbach の α 係数を求めたところ、0.83であり、各順位が内的整合性を十分に持つと判断するのに通常必要とされ

る0.8を上回った。そこで、各順位は内的整合性を持つと判断した。なお、ARtotal 順位は、各評価項目について異なる重み付けをして求めた評価点に基づく変数であり、各評価項目について同じ重み付けをして求めた AR 順位合計とは異なる。

AR 得点合計は、決算短信等、説明会、インタビューおよび説明会資料等、適時情報開示、自発的開示、に対する証券アナリスト評価の標準化された各評価点の合計値であり、大きいほど財務情報開示全般の質が優れていることを示している。各評価点が内的整合性を持つかどうかを判断するために、Cronbach の α 係数を求めたところ、0.79であった。Cronbach の α 係数は当該変数を構成する各評価点が、内的整合性を十分に持つと判断するのに通常必要とされる0.8をわずかに下回っているが、通常許容域にあると判断される0.7を上回っているので²⁰⁾、各評価点は内的整合性を持つと判断した。なお、ARtotal 得点は、各評価項目について異なる重み付けをして求めた評価点を標準化したものであり、各評価項目について同じ重み付けをして求めた AR 得点合計とは異なる。

以上から、決算短信等、説明会、インタビューおよび説明会資料等、適時情報開示、自発的開示、に対する証券アナリスト評価は、順位・得点ともに内的整合性を持つので、従来一般に用いられてきた各種媒体ないし手段による財務情報開示の質は、相互に正に関係しているとみることができる。

企業規模を示す変数としては、総資産を用いる。レバレッジを示す変数としては、負債・総資産比率 $\left(=\frac{\text{負債}}{\text{総資産}}\right)$ (%)を用いる。流動性を示す変数としては、流動資産・総資産比率

($= \frac{\text{流動資産}}{\text{総資産}}$) (%) を用いる。収益性を示す変数としては、自己資本利益率 (ROE) ($= \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}}$) (%) を用いる。以上の4変数は、『日経 NEED 財務データ CD-ROM 版』から得た2002年4月～2003年3月、2003年4月～2004年3月ないし2004年4月～2005年3月に終了する各事業年度の原則として連結ベースの財務データをもとに作成している。

3. 仮説の検証方法

以上の各変数とインターネット IR サイトの質の関係を検証するために、t 検定および Wilcoxon の符号付き順位和検定ないし独立性の分析をそれぞれ行う。さらに、各変数がインターネット IR サイトの質に影響を与えているかどうかをプロビットモデルにより検証する²¹⁾。

(検証式 A) $\text{internetIR}_i = a + b \text{株主優待}_i + c \text{決算短信開示所要日数得点}_i + f \text{企業規模}_i + g \text{レバレッジ}_i + h \text{流動性}_i + j \text{収益性}_i + \varepsilon_i$

(検証式 B) $\text{internetIR}_i = a + b \text{株主優待}_i + c \text{決算短信開示所要日数得点}_i + d \text{決算短信開示日}_i + f \text{企業規模}_i + g \text{レバレッジ}_i + h \text{流動性}_i + j \text{収益性}_i + \varepsilon_i$

(検証式 C) $\text{internetIR}_i = a + b \text{株主優待}_i + e \text{SAAJ 報告書における評価に係る各変数}_i + f \text{企業規模}_i + g \text{レバレッジ}_i + h \text{流動性}_i + j \text{収益性}_i + \varepsilon_i$

まず、検証式 A は、最もサンプル数が多いモデルである。

検証式 B は、検証式 A に決算短信開示日の

変数を加えたモデルである。サンプルが3月末決算企業に限定されるため、サンプル数が幾分減少する。

検証式 C 1～C 4 は、検証式 B における決算短信開示所要日数得点および決算短信開示日に代えて、SAAJ 報告書における評価に係る各変数をそれぞれ含めたモデルである。検証式 C 1～C 4 では、データの入手可能性の制約からサンプル数が激減する。

IV. 検証結果とその分析

基本統計量は、各変数について、最もサンプル数が多くなる場合について図表 2 に示している。図表 2 より、企業規模の変数が、標準偏差に比して、最大値および最小値が平均値からかなり離れていることが分かる。そこで、本稿ではプロビットモデルによる分析に際してはこの変数に対して自然対数をとることで、平均と分散を調整することとした。

決算短信開示日および SAAJ 報告書における評価に係る変数を除く各変数の相関関係は、図表 3 に示している。各説明変数間の相関係数のうち最も高いものは、企業規模 (自然対数値) とレバレッジとの間の -0.55 であり、多重共線性に配慮する必要はないといえよう。

株主優待および決算短信開示日を除く各説明変数と internet IR との関係については、最もサンプル数が多くなる場合について、t 検定および Wilcoxon の符号付き順位和検定を行い、その結果を図表 4 に示している。株主優待ないし決算短信開示日と internet IR との関係については、最もサンプル数が多くなる場合について、独立性の分析を行い、その結果を図表 5 に示している。

t 検定と Wilcoxon の符号付き順位和検定の結果、インターネット IR サイトの質について高い評価を得ている企業の方が、SAAJ 報告書における評価が高く、またレバレッジが高い傾向があることが分かる。他方で、予測と異なって、インターネット IR サイトの質について高い評価を得ている企業の方が、決算短信を早期に開示せず、また流動性が低い傾向にあることが分かる。収益性については統計的に有意な結

果を得ることができていないので、収益性はインターネット IR サイトの質に影響を与えない傾向にあると解釈できる。企業規模がインターネット IR サイトの質に影響を与えるのかどうかについては、t 検定と Wilcoxon の符号付き順位和検定とで検証結果が一貫しておらず、判断できない。

独立性分析の結果からは、株主優待を実施する企業の方がインターネット IR サイトの質が

図表 2 基本統計量

	サンプル数	平均	標準偏差	最小	最大
internet IR	489	0.35	0.48	0	1
株主優待	489	0.15	0.35	0	1
決算短信開示所要日数得点	489	2.94	0.54	0.00	3.71
決算短信開示日	401	0.73	0.44	0	1
ARtotal 順位	92	6.39	4.53	1	18
AR 順位合計	92	25.43	14.93	4	72
ARtotal 得点	92	0.30	0.81	-1.53	1.90
AR 得点合計	92	1.15	2.67	-5.11	7.28
企業規模 (百万円)	489	1,454,032	3,081,991	721	24,300,000
レバレッジ (%)	489	55.22	20.00	6.52	93.98
流動性 (%)	489	54.11	20.09	6.51	97.66
収益性 (%)	489	6.87	12.17	-61.71	44.51

図表 3 各変数の相関関係 (N=489)

	internet IR	株主優待	決算短信 開示所要 日数得点	企業規模	レバレッジ	流動性	収益性
internet IR	1.00						
株主優待	0.10	1.00					
決算短信開示所要日数得点	-0.07	-0.08	1.00				
企業規模	0.07	-0.13	0.15	1.00			
レバレッジ	0.14	-0.06	0.01	0.28	1.00		
流動性	-0.23	-0.05	-0.06	-0.34	-0.32	1.00	
収益性	0.01	-0.02	0.08	0.04	-0.07	0.07	1.00

図表4 t検定とWilcoxonの符号付き順位と検定

パネルA 決算短信開示所要日数得点										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	316	2.97	0.00	3.71	0.556	1.50 [†]	80134	77420	1.82 ^{**}
	1	173	2.89	0.00	3.66	0.499	(p値0.135)	39671	42385	(p値0.069)
	合計	489	2.94	0.00	3.71	0.537		119805	119805	
パネルB ARtotal順位										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	51	7.27	1.00	17.00	4.626	2.15 ^{**}	2654.5	2371.5	2.23 ^{**}
	1	41	5.29	1.00	18.00	4.203	(p値0.034)	1623.5	1906.5	(p値0.026)
	合計	92	6.39	1.00	18.00	4.528		4278	4278	
パネルC AR順位合計										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	51	28.76	4.00	72.00	15.13	2.48 ^{**}	2692.5	2371.5	2.52 ^{**}
	1	41	21.29	4.00	60.00	13.75	(p値0.015)	1585.5	1906.5	(p値0.012)
	合計	92	25.43	4.00	72.00	14.93		4278	4278	
パネルD ARtotal得点										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	51	0.15	-1.53	1.88	0.862	-1.97 [*]	2101.5	2371.5	-2.12 ^{**}
	1	41	0.48	-1.27	1.90	0.704	(p値0.052)	2176.5	1906.5	(p値0.034)
	合計	92	0.30	-1.53	1.90	0.807		4278	4278	
パネルE AR得点合計										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	51	0.60	-5.11	5.97	2.835	-2.26 ^{**}	2080	2371.5	-2.29 ^{**}
	1	41	1.84	-3.20	7.28	2.299	(p値0.026)	2198	1906.5	(p値0.022)
	合計	92	1.15	-5.11	7.28	2.669		4278	4278	
パネルF 企業規模(百万円)										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	316	1,297,473	721	24,300,000	2,766,976	-1.41	71585	77420	-3.91 ^{***}
	1	173	1,740,001	2,317	22,000,000	3,577,846	(p値0.159)	48220	42385	(z値0.000)
	合計	489	1,454,032	721	24,300,000	3,081,991		119805	119805	
パネルG レバレッジ(%)										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	316	53.11	6.52	93.98	20.10	-3.22 ^{***}	72765	77420	-3.12 ^{***}
	1	173	59.07	17.64	92.30	19.30	(p値0.001)	47040	42385	(z値0.002)
	合計	489	55.22	6.52	93.98	20.00		119805	119805	
パネルH 流動性(%)										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	316	57.57	6.51	97.66	19.65	5.30 ^{***}	84729.5	77420	4.89 ^{***}
	1	173	47.79	9.04	90.60	19.39	(p値0.000)	35075.5	42385	(z値0.000)
	合計	489	54.11	6.51	97.66	20.09		119805	119805	
パネルI 収益性(%)										
		観測値	平均	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	順位和	期待度数	WC検定のz値
internet IR	0	316	6.80	-61.71	44.51	12.19	-0.16	76975	77420	-0.30
	1	173	6.99	-55.64	35.25	12.17	(p値0.872)	42830	42385	(z値0.7658)
	合計	489	6.87	-61.71	44.51	12.17		119805	119805	

(注) t検定もWilcoxonの符号付き順位と検定ともに両側検定。また、t検定では不均一分散を仮定。

***有意水準1%, **有意水準5%, *有意水準10%, †有意水準15%

図表 5 独立性の分析

		internet IR		合計			internet IR		合計
		0	1				0	1	
株主優待	0	278 (270.1)	140 (147.9)	418	決算短信開示日	0	64 (67.9)	44 (40.1)	108
	1	38 (45.9)	33 (25.1)	71		1	188 (184.1)	105 (108.9)	293
合計		316	173	489	合計	252	149	401	

カイ 2 乗値4.48 自由度 1 p 値0.034**

カイ 2 乗値0.813 自由度 1 p 値0.367

(注) **有意水準5%

それぞれのセルに度数を示し、期待度数は括弧書きで示した。

高い傾向にあることが分かる。他方で、決算短信開示日については統計的に有意な結果を得ることができていないので、決算短信を非集中日に開示するかどうかは、予測と異なってイン

ターネット IR サイトの質に影響を与えない傾向にあると解釈できる。

検証式 A および検証式 B の検証結果は、図表 6 のとおりである。また、検証式 C の検証

図表 6 各検証式の検証結果 (検証式 A~B)

変数名	予測符号	検証式 A	検証式 B
定数項	?	-0.450 (-0.74)	0.205 (0.27)
株主優待	+	0.381 (2.23)**	0.391 (1.99)**
決算短信開示所要日数得点	+	-0.294 (-2.43)**	-0.314 (-2.07)**
決算短信開示日	+	— —	-0.002 (-0.02)
企業規模 (自然対数値)	+	0.094 (2.33)**	0.040 (0.79)
レバレッジ	+	0.003 (0.91)	0.006 (1.54)
流動性	+	-0.010 (-2.62)***	-0.010 (-2.32)**
収益性	+	0.003 (0.51)	0.001 (0.24)
Pseudo 決定係数		0.0667	0.0554
カイ 2 乗値		42.38***	29.34***
サンプル数		489	401

(注) 括弧内は z 値。

***有意水準1%, **有意水準5%

図表7 各検証式の検証結果 (検証式 C)

変数名	予測符号	検証式 C 1	検証式 C 2	検証式 C 3	検証式 C 4
定数項	?	-0.504 (-0.3)	-0.222 (-0.13)	-1.281 (-0.74)	-1.272 (-0.74)
株主優待	+	1.103 (2.39)**	1.208 (2.56)**	1.049 (2.27)**	1.080 (2.32)**
ARtotal 得点	-	-0.068 (-2.08)**	— —	— —	— —
AR 順位合計	-	— —	-0.026 (-2.44)**	— —	— —
ARtotal 得点	+	— —	— —	0.384 (2.10)**	— —
AR 得点合計	+	— —	— —	— —	0.138 (2.42)**
企業規模 (自然対数値)	+	0.062 (0.51)	0.051 (0.41)	0.073 (0.60)	0.064 (0.53)
レバレッジ	+	0.001 (0.05)	0.001 (0.07)	0.003 (0.28)	0.003 (0.36)
流動性	+	-0.006 (-0.68)	-0.004 (-0.50)	-0.007 (-0.83)	-0.007 (-0.78)
収益性	+	0.002 (0.14)	0.002 (0.14)	0.003 (0.18)	0.003 (0.19)
Pseudo 決定係数		0.1133	0.1287	0.1140	0.1271
カイ 2 乗値		14.32**	16.28**	14.41**	16.07**
サンプル数		92	92	92	92

(注) 括弧内は z 値。

** 有意水準5%

結果は、図表7のとおりである。

株主優待は、すべての検証式で正かつ5%水準で統計的に有意であった。これは、株主優待制度を設けている企業の方が、インターネット IR サイトの質が高い傾向にあることを示している。この結果、個人投資家を誘致・維持するべく株主優待を戦略的に実施している企業ほど、インターネット IR サイトの充実に取り組むといえる。

決算短信開示所要日数得点は、この変数を組み入れたすべての検証式において負かつ5%水

準で有意であった。この結果は、t 検定と Wilcoxon の符号付き順位と検定と整合的であり、予測と異なって決算短信を早期に開示しない企業ほど、インターネット IR サイトの質が高い傾向にあることを示している。この結果の解釈としては、企業が決算短信の開示が遅いことによる企業評価上の不利益をインターネット IR サイトの質を高めることで相殺しようとしているのではないかと推測することができよう。決算短信開示日は、この変数を組み入れた検証式において、単一変量分析と同様に統計的に有意

な結果を得ることができなかった。こうした結果を受けて、決算短信を非集中日に開示するかどうかは、予測と異なってインターネット IR サイトの質に影響しない傾向にあると解釈できる。

SAAJ 報告書における評価に係る各変数はいずれも、5%水準で統計的に有意であり、従来一般に用いられてきた各種媒体ないし手段を通じた財務情報開示全般に対する証券アナリストによる評価が高い企業ほど、インターネット IR サイトの質が高い傾向にあるとの結果を得た。この結果は、t 検定と Wilcoxon の符号付き順位和検定の結果と整合的である。したがって、財務情報開示に積極的な企業ほど、インターネット IR サイトの充実に取り組み、インターネット IR サイトの質も高いといえる。なお、これらの各変数を組み入れた検証式 C1～C4 のモデル適合度は若干低い。しかし、サンプル数が少ないことを考慮すると十分に意義のある結果を得たと考える。

以上から、インターネット IR サイト以外の特定の媒体ないし手段による財務情報開示の質を規定する特定の要因に着目すれば、予測と異なってインターネット IR サイトの質との間に必ずしも正の関係があるとは限らないといえる。他方で、包括的に従来一般に用いられてきた各種媒体ないし手段を通じた財務情報開示全般の質を捉えれば、財務情報開示全般の質が高い企業ほど、インターネット IR サイトの質も高いといえる。

流動性は、検証式 C1～C4 を除くすべての検証式において負かつ5%水準で統計的に有意であった。これは、流動性が低い企業ほど、予測と異なってインターネット IR サイトの質が高いことを示している。この結果の解釈として

は、流動性が低いことに起因して生じる企業の存続可能性に対する情報利用者の懸念を払拭しようとして、企業がインターネット IR サイトの質を高めるのではないかと推測することができよう。

企業規模、レバレッジおよび収益性は、総じて有意な結果を得ることができなかった。これらの変数のうち、レバレッジは、t 検定と Wilcoxon の符号付き順位和検定の結果と整合的でない。つまり、インターネット IR サイトの質に影響を与える他の要因を考慮すると、これらの3つの要因は、予測と異なってインターネット IR サイトの質に影響しない傾向にあると解釈することができる。

V. おわりに

以上で検討したように、本稿は、株主優待を実施する企業の方が、インターネット IR サイトの質が高いとの証拠を提示するものである。インターネット IR サイトの充実は、従来 IR 活動の一環として位置付けられてきた。本稿で得られた証拠からすると、インターネット IR サイトの充実は、IR 活動の中でも特に個人投資家を意識した企業の戦略的な取組みとして位置づけることができよう。

他方で、本稿では、先行研究において自社ホームページ上の財務情報開示の質の規定要因であるとの証拠が提示されている多くの要因について、先行研究と整合的でない結果を得た。こうした結果が、日本企業に特有の傾向であるのかどうかを明らかにするため、さらに日本企業の財務情報開示の質の規定要因に関する証拠を蓄積していくことが必要である。

注

- 1) 記虎 [2005], 190-193頁
- 2) JIRA [2005a] [2005b]
- 3) 大和インベスター・リレーションズ株式会社 [2003b] [2004a] [2005]
- 4) FASB [2000], p. 30.
- 5) Debreceeny, Gray and Rahman [2002] では, FASB [2000] のフレームワークに依拠して情報開示指標を作成していることが明示的に示されている。
- 6) ただし, インターネット IR サイトの優秀企業のうち, 業種別に上位3企業が公表されるようになったのは, 2003年以降である。
- 7) 各年における採点基準の改定のポイントについては, 米山 [2006b] を参照されたい。
- 8) ただし, 本稿では, デジタル・デバイドの問題を考慮しない。
- 9) JIRA [2005a], 34頁
- 10) 大和インベスター・リレーションズ株式会社 [2003a] [2003c] [2004b]
- 11) 田嶋 [2005], 米山 [2006a]
- 12) JIRA [2005b], 別冊9-14頁
- 13) 鈴木 [2006]
- 14) SAA] 報告書における評価項目は, 2005年度より大幅に改定されたため, 2005年度のデータは用いないこととした。
- 15) 内野 [2004] [2005a] [2005b]
- 16) 内野 [2004] [2005a] [2005b]
- 17) 同様の証拠を提示している先行研究には, Craven and Marston [1999], Debreceeny, Gray and Rahman [2002], Ettredge, Richardson and Scholz [2002], Marston [2003], Pirchegger and Wagenhofer [1999], Xiao, Yang and Chow [2004] がある。
- 18) 同様の証拠を提示している先行研究には Xiao, Yang and Chow [2004] がある。
- 19) Oyelere, Laswad and Fisher [2003] は, 自社ホームページにおいて財務情報を提供している企業の方が流動性が高いとの証拠を示している。
- 20) 森岡 [1998], 192頁における記述に従った。
- 21) ロジットモデルによっても検証を行ったが, 検証結果に大差はなかった。

参考文献

内野里美 [2004], 「自発的な情報開示と自己資本コストの関係—複数の情報開示指標とEPレシオによる実証研究—」『産業経営』第36号, 早稲田大学産業経営研究所, 12月, 37-52頁

——— [2005a], 「自発的な情報開示と負債コスト」石塚博司編『会計情報の現代的役割』, 白

桃書房, 247-257頁

——— [2005b], 「自発的な情報開示が自己資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』第6号, ディスクロージャー研究会, 8月, 15-25頁

記虎優子 [2005], 『会計ディスクロージャー論』, 同文館

鈴木剛 [2006], 「個人投資家向け IR の実際」2006年1月10日開催社団法人企業研究会 IR 実践フォーラム報告資料

大和インベスター・リレーションズ株式会社 [2003a], 『株主優待カタログ』(新装刊2003年版), 大和インベスター・リレーションズ株式会社

——— [2003b], 「『インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業184社』の発表について」(<http://www.daiwair.co.jp/>)

——— [2003c], 『株主優待カタログ』(2004年版), ソシム

——— [2004a], 「『インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業190社』の発表について」(<http://www.daiwair.co.jp/>)

——— [2004b], 『株主優待ガイド』(2005年版), ソシム

——— [2005], 「『インターネット IR (投資家向け広報) サイトの優秀企業195社』の発表について」(<http://www.daiwair.co.jp/>)

田嶋智太郎 [2005], 「優待の充実度を見極めるのが賢い投資家だ」『エコノミスト』第83巻第46号, 毎日新聞社, 8月26日, 88頁

日本インベスター・リレーションズ協議会(JIRA)

[2005a], 『個人投資家の投資意識とIR ニーズに関するアンケート【結果報告書】』, 日本インベスター・リレーションズ協議会

——— [2005b], 『個人投資家の投資意識とIR ニーズに関するアンケート【企業分析編 結果報告書】』, 日本インベスター・リレーションズ協議会

日本証券アナリスト協会 [2003], 『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選

- 定』(平成15年度)(<http://www.saa.or.jp/research/yksentei.html>)
- [2004], 『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定』(平成16年度)(<http://www.saa.or.jp/research/yksentei.html>)
- 森岡清志 [1998], 『ガイドブック社会調査』, 日本評論社
- 米山徹幸 [2006a], 「4社に1社が採用, 止まらない株主優待」『企業会計』第58巻第2号, 中央経済社, 2月, 88-89頁
- [2006b], IR の話題 No. 0319 『『2006年 IR サイトの優秀企業』255社は過去最大, 60社も増加～IR サイトのコンテンツが急速に充実～』(<http://www.daiwair.co.jp/topics.cgi>)
- Craven, B. M., C. L. Marston [1999], “Financial Reporting on the Internet by Leading UK Companies,” *The European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 321-333.
- Debreceeny, R., G. L. Gray and A. Rahman [2002], “The Determinants of Internet Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 21, pp. 371-394.
- Ettredege, M., V. J. Richardson and S. Scholz [2002], “Dissemination of Information for Investors at Corporate Web Sites,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 21, pp. 357-369.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2000], *Business Reporting Research Project: Electronic Distribution of Business Reporting Information* (<http://www.fasb.org/brrp/brrp1.pdf>).
- Marston, C. [2003], “Financial Reporting on the Internet by Leading Japanese Companies,” *Corporate Communications*, Vol. 8, No. 1, pp. 23-34.
- Oyelere, P., F. Laswad, and R. Fisher [2003], “Determinants of Internet Financial Reporting by New Zealand Companies,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, pp. 26-63.
- Pirchegger, B. and A. Wagenhofer [1999], “Financial Information on the Internet: A Survey of the Homepages of Austrian Companies,” *The European Accounting Review*, Vol. 8, No. 2, pp. 383-395.
- Xiao, J. Z., H. Yang and C. W. Chow [2004], “The Determinants and Characteristics of Voluntary Internet-based Disclosures by Listed Chinese Companies,” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 23, pp. 191-225.
- (謝辞) 鈴木 [2006] は, アサヒビール株式会社広報部 IR 室鈴木剛氏のご好意により頂戴した。JIRA [2005a] [2005b] は, 日本インベスター・リレーションズ協議会中村博一氏のご好意により頂戴した。また, 大和インベスター・リレーションズ株式会社業務推進部石橋卓磨氏のご好意により, 株主優待実施企業の証券コードデータ(2003年版)を入手することができた。ここに記してお礼申し上げる。
- (付記) 本稿は, 平成16~18年度文部科学省科学研究費補助金若手研究(B)(課題番号16730248)による研究成果の一部である。

(大阪成蹊短期大学経営会計学科助教授)