

証券経済学会 第 98 回全国大会

報告補足資料

統合報告書のテキスト分析と企業評価

— 開示情報の定量化と企業評価との関係 —

報告者

青山学院大学 小方信幸

図表リスト

1. 辞書語出現率と株主資本コストの分析 (ROE なし、ROE あり)

図表 1 Q1-Q10_辞書語出現頻度のヒストグラム

⇒ PWT 図表 1

図表 2 CEC&Q_ROE なし_記述統計量

図表 3 株主資本コスト^BQ_ROE あり_記述統計量

⇒ PWT 図表 2

図表 4A 株主資本コスト_ROE なし_固定効果モデル推計結果_発行後 1M

図表 4B 株主資本コスト_ROE なし_固定効果モデル推計結果_発行後 3M

図表 4C 株主資本コスト_ROE なし_固定効果モデル推計結果_発行後 6M

図表 5A 株主資本コスト_ROE あり_固定効果モデル推計結果_発行後 1M

図表 5B 株主資本コスト_ROE あり_固定効果モデル推計結果_発行後 3M

⇒ PWT 図表 3

図表 5C 株主資本コスト_ROE あり_固定効果モデル推計結果_発行後 6M

2. 自然対数化した辞書語出現率と株主資本コストの分析 (ROE なし、ROE あり)

図表 6 Q1-Q10_自然対数化後の辞書語出現頻度のヒストグラム

⇒ PWT 図表 4

図表 7 ROE なし_Q1-Q10 自然対数化_記述統計量

図表 8 ROE あり_Q1-Q10 自然対数化_記述統計量

⇒ PWT 図表 5

図表 9A 株主資本コスト_ROE なし_Q1-Q10 自然対数化_固定効果モデル推計結果_発行後 1M

図表 9B 株主資本コスト_ROE なし_Q1-Q10 自然対数化_固定効果モデル推計結果_発行後 3M

図表 9C 株主資本コスト_ROE なし_Q1-Q10 自然対数化_固定効果モデル推計結果_発行後 6M

図表 10A 株主資本コスト_ROE あり_Q1-Q10 自然対数化_固定効果モデル推計結果_発行後 1M

図表 10B 株主資本コスト_ROE あり_Q1-Q10 自然対数化_固定効果モデル推計結果_発行後 3M

⇒ PWT 図表 6

図表 10C 株主資本コスト_ROE あり_Q1-Q10 自然対数化_固定効果モデル推計結果_発行後 6M

3. 《参考分析》辞書指標と専門家評価との基準関連妥当性

図表 11 2025 アワード妥当性分析_記述統計量

⇒ PWT 図表 7

図表 12A アワード受賞_Logit1

⇒ PWT 図表 8

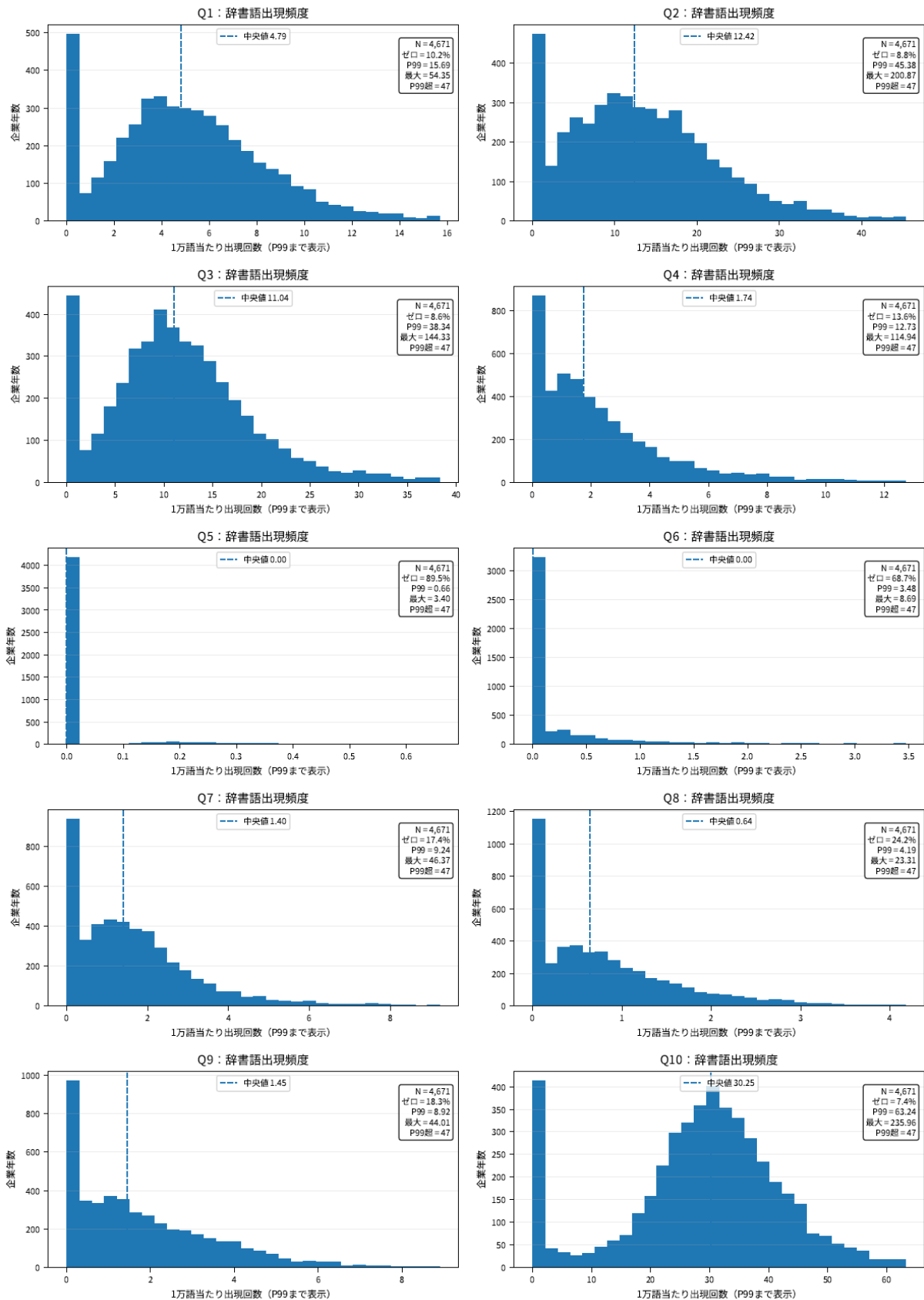
図表 12B アワード受賞_Logit2

⇒ PWT 図表 9

図表 12C アワード受賞_Logit3

⇒ PWT 図表 10

図表1 Q1～Q10 辞書語出現頻度のヒストグラム



図表2 株主資本コストと辞書出現率の記述統計量（発行直前ROEなし）

変数	サンプルサイズ (N)	平均	標準偏差	最小	P10	中央値	P90	最大
株主資本コスト（1M）	3,912	6.843	2.345	3.291	4.058	6.554	10.126	13.340
株主資本コスト（3M）	3,912	6.837	2.330	3.313	4.093	6.534	10.125	13.469
株主資本コスト（6M）	3,912	6.855	2.315	3.339	4.152	6.517	10.192	13.469
Q1出現率	3,912	5.210	3.648	0.000	0.498	4.807	9.459	54.348
Q2出現率	3,912	14.195	10.913	0.000	1.713	13.110	26.111	200.873
Q3出現率	3,912	12.320	8.473	0.000	2.304	11.384	21.884	144.330
Q4出現率	3,912	2.533	2.730	0.000	0.000	1.791	5.680	31.813
Q5出現率	3,912	0.043	0.178	0.000	0.000	0.000	0.155	3.397
Q6出現率	3,912	0.310	0.740	0.000	0.000	0.000	0.974	8.693
Q7出現率	3,912	1.809	2.028	0.000	0.000	1.447	3.685	46.365
Q8出現率	3,912	0.893	0.975	0.000	0.000	0.676	2.025	11.962
Q9出現率	3,912	1.988	2.189	0.000	0.000	1.480	4.318	44.014
Q10出現率	3,912	29.386	14.101	0.000	8.069	30.395	44.860	163.517
総資産の自然対数	3,912	12.674	1.574	6.633	10.837	12.539	14.842	19.532

（注）株主資本コストはQUICKが提供するである。1M、3M、6Mは、それぞれ統合報告書発行後1か月、3か月、6か月の値を示す。サンプルサイズは、3時点すべてのデータが利用可能な共通標本3,912企業年（1,093社）である。Q1～Q10は、日経統合報告書アワード2025の第1次審査項目に対応し、辞書出現率は統合報告書全文1万語当たりの辞書語出現回数である。企業規模は総資産の自然対数である。P10およびP90は、それぞれ第10パーセンタイルおよび第90パーセンタイルを表す。

（出所）筆者作成。

図表3 株主資本コストと辞書出現率の記述統計量（発行直前ROEあり）

変数	サンプル数 (N)	平均	標準偏差	最小	P10	中央値	P90	最大
株主資本コスト（1M）	3,865	6.836	2.342	3.291	4.058	6.548	10.105	13.340
株主資本コスト（3M）	3,865	6.831	2.328	3.313	4.083	6.526	10.108	13.469
株主資本コスト（6M）	3,865	6.848	2.314	3.339	4.152	6.508	10.145	13.469
Q1出現率	3,865	5.199	3.653	0.000	0.444	4.802	9.449	54.348
Q2出現率	3,865	14.177	10.938	0.000	1.654	13.090	26.114	200.873
Q3出現率	3,865	12.305	8.492	0.000	2.195	11.377	21.890	144.330
Q4出現率	3,865	2.529	2.734	0.000	0.000	1.785	5.678	31.813
Q5出現率	3,865	0.042	0.177	0.000	0.000	0.000	0.153	3.397
Q6出現率	3,865	0.309	0.734	0.000	0.000	0.000	0.970	8.693
Q7出現率	3,865	1.815	2.035	0.000	0.000	1.448	3.698	46.365
Q8出現率	3,865	0.891	0.969	0.000	0.000	0.673	2.024	11.962
Q9出現率	3,865	1.980	2.187	0.000	0.000	1.468	4.317	44.014
Q10出現率	3,865	29.353	14.013	0.000	7.921	30.395	44.849	163.517
総資産の自然対数	3,865	12.673	1.569	6.633	10.844	12.532	14.841	19.532
発行直前ROE	3,865	8.624	11.040	-117.093	1.582	8.129	17.156	188.952

（注）株主資本コストは、QUICKが提供するデータである。1M、3M、6Mは、それぞれ統合報告書発行後1か月、3か月、6か月の値を示す。サンプル数は発行前の直近本決算における自己資本利益率であり、単位は%ポイントである。P10およびP90は、それぞれ第10パーセンタイルおよび第90パーセンタイルを表す。括弧内は企業単位でクラスタリングした頑健標準誤差である。すべてのモデルに企業固定効果および年固定効果を含む。

（出所）筆者作成。

図表4A 株主資本コストと辞書出現率の固定効果モデルによる推計結果(発行後1M、発行直前ROEなし)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
Q1出現率	-0.00073 (0.00691)										-0.00519 (0.00879)
Q2出現率		0.00282 (0.00278)									0.00264 (0.00316)
Q3出現率			0.00139 (0.00298)								0.00095 (0.00327)
Q4出現率				-0.00975 (0.01141)							-0.01184 (0.01185)
Q5出現率					-0.07721 (0.15097)						-0.07697 (0.15251)
Q6出現率						0.02623 (0.04132)					0.02284 (0.04162)
Q7出現率							0.00455 (0.01101)				0.00593 (0.01127)
Q8出現率								0.02946 (0.02566)			0.02637 (0.02661)
Q9出現率									0.00767 (0.01349)		0.00687 (0.01539)
Q10出現率										-0.00008 (0.00192)	-0.00094 (0.00221)
総資産の自然対数	2.09846*** (0.40034)	2.11171*** (0.39975)	2.09971*** (0.40051)	2.09576*** (0.39957)	2.09831*** (0.40052)	2.10535*** (0.39908)	2.09928*** (0.40033)	2.10392*** (0.40051)	2.09846*** (0.40031)	2.09825*** (0.40056)	2.12844*** (0.39907)
サンプル数(N)	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912
企業数	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093
Within R ²	0.0716729	0.0721106	0.0717392	0.0720008	0.0717713	0.0718592	0.0717171	0.0721172	0.0718126	0.0716699	0.0734259
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は企業固定効果・年固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は各Qを1変数ずつ投入し、右端列はQ1～Q10を投入した。すべてのモデルで総資産の自然対数をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,912企業年(1,093社)。

(出所)筆者作成。

図表4B 株主資本コストと辞書出現率の固定効果モデルによる推計結果(発行後3M、発行直前ROEなし)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1~Q10
Q1出現率	0.00186 (0.00735)										-0.00553 (0.00946)
Q2出現率		0.00369 (0.00296)									0.00305 (0.00338)
Q3出現率			0.00111 (0.00332)								-0.00060 (0.00364)
Q4出現率				-0.01393 (0.01255)							-0.01592 (0.01284)
Q5出現率					0.04082 (0.20050)						0.03628 (0.20378)
Q6出現率						0.03197 (0.04350)					0.02521 (0.04384)
Q7出現率							0.00175 (0.01145)				0.00307 (0.01173)
Q8出現率								0.04689* (0.02662)			0.04072 (0.02753)
Q9出現率									0.01257 (0.01291)		0.01046 (0.01460)
Q10出現率										0.00116 (0.00198)	0.00004 (0.00233)
総資産の自然対数	1.70990*** (0.39405)	1.72883*** (0.39261)	1.71229*** (0.39422)	1.70769*** (0.39310)	1.71082*** (0.39398)	1.71986*** (0.39295)	1.71143*** (0.39411)	1.72031*** (0.39410)	1.71164*** (0.39397)	1.70801*** (0.39468)	1.74077*** (0.39262)
サンプル数(N)	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912
企業数	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093
Within R ²	0.044905	0.045611	0.044925	0.045536	0.04491	0.045154	0.044889	0.045977	0.045253	0.045012	0.0476584
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) 各列は企業固定効果・年固定効果モデルによる推計結果である。Q1~Q10個別列は各Qを1変数ずつ投入し、右端列はQ1~Q10を投入した。総資産の自然対数をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,912企業年(1,093社)。

(出所)筆者作成。

図表4C 株主資本コストと辞書出現率の固定効果モデルによる推計結果(発行後6M、発行直前ROEなし)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
Q1出現率	-0.00138 (0.00811)										-0.01073 (0.00976)
Q2出現率		0.00226 (0.00273)									0.00164 (0.00306)
Q3出現率			-0.00073 (0.00359)								-0.00220 (0.00395)
Q4出現率				-0.02056 (0.01383)							-0.02115 (0.01420)
Q5出現率					0.00518 (0.19768)						0.00432 (0.20335)
Q6出現率						0.04508 (0.04113)					0.03960 (0.04116)
Q7出現率							-0.00825 (0.01253)				-0.00593 (0.01289)
Q8出現率								0.04480 (0.03017)			0.04146 (0.03123)
Q9出現率									0.01168 (0.01450)		0.01363 (0.01566)
Q10出現率										0.00177 (0.00208)	0.00183 (0.00246)
総資産の自然対数	1.36186*** (0.39866)	1.37205*** (0.39910)	1.36020*** (0.39913)	1.35625*** (0.39743)	1.36106*** (0.39873)	1.37363*** (0.39728)	1.35883*** (0.39881)	1.37001*** (0.39861)	1.36170*** (0.39863)	1.35655*** (0.39904)	1.38127*** (0.39869)
サンプル数(N)	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912
企業数	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093
Within R ²	0.0406056	0.0408307	0.0406106	0.0418179	0.0405952	0.0410594	0.040725	0.0414527	0.0408699	0.0408572	0.0440443
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は企業固定効果・年固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は各Qを1変数ずつ投入し、右端列はQ1～Q10を投入した。総資産の自然対数をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,912企業年(1,093社)。

(出所)筆者作成。

図表5A 株主資本コストと辞書出現率の固定効果モデルによる推計結果(発行後1M、発行直前ROEあり)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
Q1出現率	0.00091 (0.00685)										-0.00326 (0.00878)
Q2出現率		0.00248 (0.00279)									0.00215 (0.00318)
Q3出現率			0.00145 (0.00299)								0.00083 (0.00329)
Q4出現率				-0.00890 (0.01132)							-0.01093 (0.01175)
Q5出現率					-0.06092 (0.15311)						-0.05903 (0.15481)
Q6出現率						0.02263 (0.04242)					0.01867 (0.04280)
Q7出現率							0.00551 (0.01085)				0.00665 (0.01109)
Q8出現率								0.02909 (0.02635)			0.02510 (0.02745)
Q9出現率									0.00751 (0.01342)		0.00601 (0.01529)
Q10出現率										0.00014 (0.00192)	-0.00080 (0.00224)
総資産の自然対数	2.04160*** (0.39759)	2.05513*** (0.39747)	2.04379*** (0.39783)	2.04036*** (0.39691)	2.04275*** (0.39778)	2.04811*** (0.39659)	2.04343*** (0.39755)	2.04612*** (0.39762)	2.04257*** (0.39762)	2.04174*** (0.39786)	2.06716*** (0.39677)
発行直前ROE(%)	0.00903* (0.00490)	0.00896* (0.00488)	0.00902* (0.00488)	0.00906* (0.00490)	0.00904* (0.00490)	0.00902* (0.00489)	0.00906* (0.00491)	0.00897* (0.00489)	0.00902* (0.00489)	0.00904* (0.00490)	0.00894* (0.00490)
サンプル数(N)	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865
企業数	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088
Within R ²	0.07738	0.07772	0.07745	0.07765	0.07744	0.07752	0.07745	0.07780	0.07752	0.07738	0.07876
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は各Qを1変数ずつ投入し、右端列はQ1～Q10を投入した。総資産の自然対数および発行直前ROEをコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,865企業年(1,088社)。

(出所)筆者作成。

図表5B 株主資本コストと辞書出現率の固定効果モデルによる推計結果(発行後3M、発行直前ROEあり)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
Q1出現率	0.00334 (0.00721)										-0.00370 (0.00938)
Q2出現率		0.00325 (0.00296)									0.00252 (0.00339)
Q3出現率			0.00090 (0.00333)								-0.00101 (0.00365)
Q4出現率				-0.01329 (0.01250)							-0.01519 (0.01276)
Q5出現率					0.06056 (0.20311)						0.06137 (0.20715)
Q6出現率						0.03004 (0.04435)					0.02273 (0.04480)
Q7出現率							0.00246 (0.01122)				0.00358 (0.01148)
Q8出現率								0.04747* (0.02722)			0.04156 (0.02828)
Q9出現率									0.01166 (0.01287)		0.00904 (0.01454)
Q10出現率										0.00135 (0.00201)	0.00021 (0.00240)
総資産の自然対数	1.62542*** (0.39294)	1.64433*** (0.39216)	1.62828*** (0.39326)	1.62465*** (0.39214)	1.62655*** (0.39296)	1.63522*** (0.39212)	1.62782*** (0.39302)	1.63380*** (0.39285)	1.62797*** (0.39298)	1.62386*** (0.39367)	1.65042*** (0.39206)
発行直前ROE(%)	0.01015** (0.00411)	0.01008** (0.00410)	0.01017** (0.00411)	0.01020** (0.00413)	0.01018** (0.00412)	0.01015** (0.00412)	0.01019** (0.00413)	0.01007** (0.00411)	0.01015** (0.00412)	0.01019** (0.00412)	0.01005** (0.00413)
サンプル数(N)	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865
企業数	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088
Within R ²	0.05141	0.05191	0.05137	0.05193	0.05140	0.05157	0.05135	0.05243	0.05166	0.05151	0.05383
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は各Qを1変数ずつ投入し、右端列はQ1～Q10を投入した。総資産の自然対数および発行直前ROEをコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,865企業年(1,088社)。

(出所)筆者作成。

図表5C 株主資本コストと辞書出現率の固定効果モデルによる推計結果(発行後6M、発行直前ROEあり)

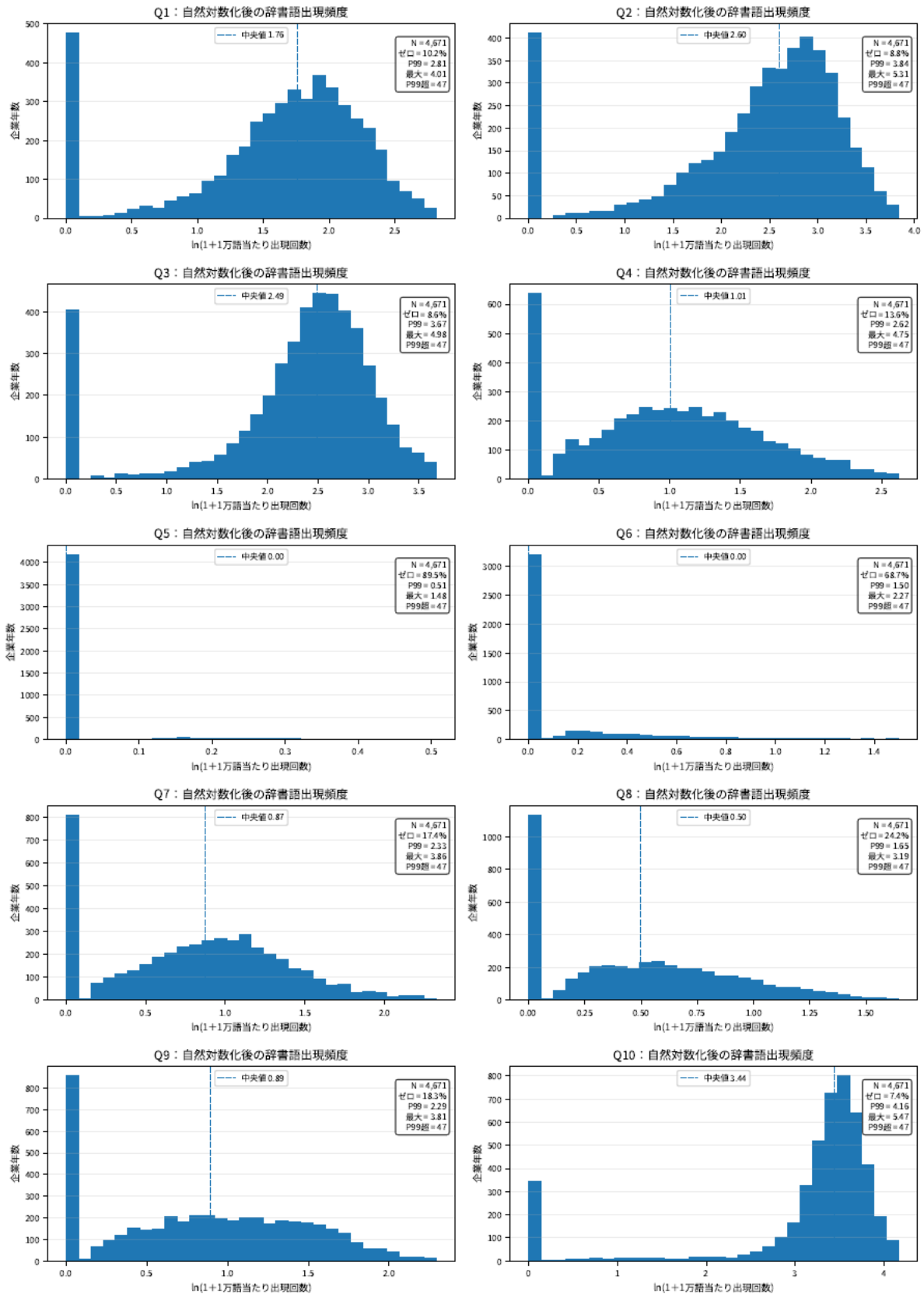
被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1~Q10
Q1出現率	-0.00090 (0.00789)										-0.01041 (0.00969)
Q2出現率		0.00183 (0.00273)									0.00118 (0.00307)
Q3出現率			-0.00102 (0.00357)								-0.00262 (0.00396)
Q4出現率				-0.02021 (0.01381)							-0.02102 (0.01418)
Q5出現率					0.02131 (0.20042)						0.02640 (0.20727)
Q6出現率						0.04043 (0.04161)					0.03498 (0.04166)
Q7出現率							-0.00719 (0.01211)				-0.00480 (0.01246)
Q8出現率								0.04197 (0.03063)			0.03918 (0.03198)
Q9出現率									0.01121 (0.01448)		0.01347 (0.01557)
Q10出現率										0.00195 (0.00212)	0.00218 (0.00257)
総資産の自然対数	1.28071*** (0.40194)	1.28988*** (0.40315)	1.27903*** (0.40263)	1.27632*** (0.40090)	1.27999*** (0.40222)	1.29100*** (0.40089)	1.27847*** (0.40214)	1.28605*** (0.40186)	1.28095*** (0.40211)	1.27537*** (0.40251)	1.29360*** (0.40265)
発行直前ROE(%)	0.01113*** (0.00388)	0.01107*** (0.00386)	0.01114*** (0.00388)	0.01117*** (0.00386)	0.01113*** (0.00388)	0.01108*** (0.00387)	0.01110*** (0.00387)	0.01103*** (0.00386)	0.01110*** (0.00388)	0.01114*** (0.00387)	0.01109*** (0.00386)
サンプル数(N)	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865
企業数	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088
Within R ²	0.04742	0.04757	0.04745	0.04860	0.04742	0.04778	0.04751	0.04814	0.04767	0.04773	0.05061
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1~Q10個別列は各Qを1変数ずつ投入し、右端列はQ1~Q10を投入した。総資産の自然対数および発行直前ROEをコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,865企業年(1,088社)。

(出所)筆者作成。

--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

図表6 Q1～Q10 自然対数化後の辞書語出現頻度のヒストグラム



図表7 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の記述統計量(発行直前ROEなし)

変数	サンプルサイズ (N)	平均	標準偏差	最小	P10	中央値	P90	最大
株主資本コスト(1M)	3,912	6.843	2.345	3.291	4.058	6.554	10.126	13.340
株主資本コスト(3M)	3,912	6.837	2.330	3.313	4.093	6.534	10.125	13.469
株主資本コスト(6M)	3,912	6.855	2.315	3.339	4.152	6.517	10.192	13.469
log_Q1 = $\ln(1+Q1\text{出現頻度})$	3,912	1.627	0.700	0.000	0.404	1.759	2.347	4.014
log_Q2 = $\ln(1+Q2\text{出現頻度})$	3,912	2.406	0.944	0.000	0.998	2.647	3.300	5.308
log_Q3 = $\ln(1+Q3\text{出現頻度})$	3,912	2.325	0.867	0.000	1.195	2.516	3.130	4.979
log_Q4 = $\ln(1+Q4\text{出現頻度})$	3,912	1.037	0.659	0.000	0.000	1.026	1.899	3.491
log_Q5 = $\ln(1+Q5\text{出現頻度})$	3,912	0.033	0.116	0.000	0.000	0.000	0.144	1.481
log_Q6 = $\ln(1+Q6\text{出現頻度})$	3,912	0.188	0.352	0.000	0.000	0.000	0.680	2.271
log_Q7 = $\ln(1+Q7\text{出現頻度})$	3,912	0.863	0.566	0.000	0.000	0.895	1.544	3.858
log_Q8 = $\ln(1+Q8\text{出現頻度})$	3,912	0.538	0.429	0.000	0.000	0.516	1.107	2.562
log_Q9 = $\ln(1+Q9\text{出現頻度})$	3,912	0.903	0.609	0.000	0.000	0.908	1.671	3.807
log_Q10 = $\ln(1+Q10\text{出現頻度})$	3,912	3.153	0.997	0.000	2.205	3.447	3.826	5.103
総資産の自然対数	3,912	12.674	1.574	6.633	10.837	12.539	14.842	19.532

(注)サンプルサイズは発行後1M・3M・6Mの株主資本コストがすべて利用可能な3,912企業年(1,093社)である。Q1～Q10は、統合報告書全文1万語当たりの辞書語出現回数(QRATEkit)に対して自然対数変換 $\ln(1+Q\text{RATEkit})$ を施した。P10・P90は第10・第90パーセンタイルである。

(出所)筆者作成。

図表8 株主資本コストと自然対数化した辞書語出現頻度の記述統計量(発行直前ROEあり)

変数	サンプルサイズ (N)	平均	標準偏差	最小	P10	中央値	P90	最大
株主資本コスト(1M)	3,865	6.836	2.342	3.291	4.058	6.548	10.105	13.340
株主資本コスト(3M)	3,865	6.831	2.328	3.313	4.083	6.526	10.108	13.469
株主資本コスト(6M)	3,865	6.848	2.314	3.339	4.152	6.508	10.145	13.469
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	3,865	1.624	0.701	0.000	0.368	1.758	2.347	4.014
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)	3,865	2.403	0.947	0.000	0.976	2.645	3.300	5.308
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)	3,865	2.322	0.870	0.000	1.161	2.516	3.131	4.979
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)	3,865	1.036	0.659	0.000	0.000	1.024	1.899	3.491
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)	3,865	0.033	0.116	0.000	0.000	0.000	0.143	1.481
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)	3,865	0.188	0.351	0.000	0.000	0.000	0.678	2.271
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)	3,865	0.865	0.566	0.000	0.000	0.895	1.547	3.858
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)	3,865	0.538	0.429	0.000	0.000	0.515	1.106	2.562
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)	3,865	0.900	0.609	0.000	0.000	0.903	1.671	3.807
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)	3,865	3.151	1.000	0.000	2.188	3.447	3.825	5.103
総資産の自然対数	3,865	12.673	1.569	6.633	10.844	12.532	14.841	19.532
発行直前ROE	3,865	8.624	11.040	-117.093	1.582	8.129	17.156	188.952

(注)1M、3M、6Mは、それぞれ統合報告書発行後1か月、3か月、6か月の値を示す。サンプルサイズは、3時点すべての株主資本コストおよび発行直前ROEが利用可能な共通標本3,865企業年(1,088社)である。Q1～Q10は、統合報告書全文1万語当たりの辞書語出現回数(Qk RATE 10K)に対し、自然対数変換 $\ln(1+Qk RATE_{kit})$ を施した値である。発行直前ROEは統合報告書発行直前の直近本決算におけるROE(%)である。P10およびP90は、それぞれ第10パーセンタイルおよび第90パーセンタイルを表す。

(出所)筆者作成。

図表9A 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の固定効果モデルによる推計結果(発行後1M、発行直前ROEなし)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.01826 (0.03873)										-0.06339 (0.06621)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		-0.00100 (0.03000)									-0.00520 (0.05167)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.01097 (0.03264)								0.04724 (0.05495)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				-0.10394** (0.05208)							-0.12126** (0.05502)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					-0.15474 (0.23952)						-0.11723 (0.24463)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						-0.02956 (0.09199)					-0.01824 (0.09392)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							0.01452 (0.05271)				0.04080 (0.05428)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.04560 (0.06428)			0.06569 (0.07028)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									-0.04178 (0.05358)		-0.04144 (0.07018)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										0.00162 (0.02561)	0.02029 (0.05067)
総資産の自然対数	2.10157*** (0.40037)	2.09801*** (0.40039)	2.09812*** (0.40022)	2.09233*** (0.39845)	2.09967*** (0.40064)	2.09566*** (0.40032)	2.09985*** (0.39995)	2.10004*** (0.40028)	2.09681*** (0.40009)	2.09772*** (0.40065)	2.10619*** (0.39940)
サンプル数(N)	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912
企業数	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093
Within R ²	0.07176	0.07167	0.07172	0.07361	0.07186	0.07172	0.07170	0.07187	0.07195	0.07167	0.07532
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1～Q10を同時投入した。総資産の自然対数をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,912企業年(1,093社)。自然対数化は $\log_Qk = \ln(1+Qk_RATE_10K)$ により行い、ゼロ観測を保持している。

(出所)筆者作成。

図表9B 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の固定効果モデルによる推計結果(発行後3M、発行直前ROEなし)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1~Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	0.00097 (0.04082)										-0.05912 (0.07120)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		0.00855 (0.03184)									-0.00937 (0.05610)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.01584 (0.03448)								0.02510 (0.05861)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				-0.11081** (0.05533)							-0.13282** (0.05681)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.02409 (0.28139)						0.05413 (0.28664)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						-0.00131 (0.09427)					0.00266 (0.09565)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							-0.00537 (0.05427)				0.01558 (0.05521)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.07074 (0.06759)			0.08158 (0.07337)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									-0.00986 (0.05429)		-0.01298 (0.07054)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										0.01515 (0.02643)	0.03847 (0.05403)
総資産の自然対数	1.71077*** (0.39408)	1.71123*** (0.39387)	1.71107*** (0.39378)	1.70486*** (0.39261)	1.71071*** (0.39406)	1.71085*** (0.39415)	1.71029*** (0.39400)	1.71405*** (0.39386)	1.71067*** (0.39393)	1.70793*** (0.39463)	1.71200*** (0.39471)
サンプル数(N)	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912
企業数	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093
Within R ²	0.04488	0.04492	0.04498	0.04701	0.04489	0.04488	0.04489	0.04535	0.04490	0.04502	0.04844
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1~Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1~Q10を投入した。総資産の自然対数をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,912企業年(1,093社)。自然対数化は $\log_Qk = \ln(1+Qk_RATE_10K)$ により行い、ゼロ観測を保持している。

(出所)筆者作成。

図表9C 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の固定効果モデルによる推計結果(発行後6M、発行直前ROEなし)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.00085 (0.04318)										-0.07987 (0.07232)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		-0.00068 (0.03156)									-0.04287 (0.05485)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.01427 (0.03608)								0.02089 (0.06090)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				-0.11142* (0.05939)							-0.13305** (0.06217)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.03684 (0.26827)						0.05916 (0.27234)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						0.05389 (0.09640)					0.05921 (0.09754)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							-0.03936 (0.05698)				-0.02377 (0.05894)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.05059 (0.07364)			0.05612 (0.08123)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									0.01775 (0.05838)		0.03503 (0.07511)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										0.02065 (0.02617)	0.07135 (0.05598)
総資産の自然対数	1.36124*** (0.39868)	1.36105*** (0.39880)	1.36117*** (0.39833)	1.35494*** (0.39788)	1.36069*** (0.39881)	1.36542*** (0.39817)	1.35617*** (0.39891)	1.36329*** (0.39851)	1.36160*** (0.39864)	1.35694*** (0.39916)	1.35832*** (0.40126)
サンプル数(N)	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912	3912
企業数	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093	1093
Within R ²	0.04059	0.04059	0.04067	0.04244	0.04060	0.04073	0.04079	0.04080	0.04064	0.04081	0.04427
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) 各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1～Q10を投入した。総資産の自然対数をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,912企業年(1,093社)。自然対数化は $\log_Qk = \ln(1+Qk_RATE_10K)$ により行い、ゼロ観測を保持している。

(出所)筆者作成。

図表10A 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の固定効果モデルによる推計結果(発行後1M、発行直前ROEあり)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1~Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.01609 (0.03866)										-0.05460 (0.06651)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		-0.00573 (0.03007)									-0.01550 (0.05298)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.00834 (0.03239)								0.04283 (0.05483)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				-0.10326** (0.05218)							-0.12042** (0.05514)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					-0.12858 (0.24368)						-0.08475 (0.24950)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						-0.03821 (0.09295)					-0.02551 (0.09473)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							0.01689 (0.05259)				0.04295 (0.05418)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.03963 (0.06495)			0.06179 (0.07140)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									-0.04479 (0.05368)		-0.04325 (0.07009)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										0.00216 (0.02558)	0.02661 (0.05140)
総資産の自然対数	2.04502*** (0.39749)	2.04176*** (0.39782)	2.04216*** (0.39758)	2.03721*** (0.39580)	2.04405*** (0.39789)	2.03878*** (0.39786)	2.04399*** (0.39720)	2.04342*** (0.39758)	2.04041*** (0.39732)	2.04167*** (0.39786)	2.04520*** (0.39712)
発行直前ROE(%)	0.00906* (0.00491)	0.00906* (0.00491)	0.00901* (0.00489)	0.00911* (0.00491)	0.00904* (0.00490)	0.00905* (0.00490)	0.00905* (0.00490)	0.00899* (0.00489)	0.00910* (0.00492)	0.00904* (0.00490)	0.00912* (0.00494)
サンプル数(N)	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865
企業数	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088
Within R ²	0.07745	0.07739	0.07741	0.07928	0.07751	0.07746	0.07742	0.07753	0.07770	0.07738	0.08085
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1～Q10を投入した。総資産の自然対数および発行直前ROEをコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,865企業年(1,088社)。自然対数化はlog_Qk=ln(1+Qk_RATE_10K)により行い、ゼロ観測を保持している。

(出所)筆者作成。

図表10B 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の固定効果モデルによる推計結果(発行後3M、発行直前ROEあり)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	0.00112 (0.04063)										-0.05182 (0.07143)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		0.00251 (0.03186)									-0.01916 (0.05752)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.01099 (0.03420)								0.01772 (0.05842)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				-0.11195** (0.05545)							-0.13342** (0.05689)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.05556 (0.28558)						0.09531 (0.29199)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						-0.00763 (0.09508)					-0.00080 (0.09624)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							-0.00518 (0.05408)				0.01642 (0.05505)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.06447 (0.06824)			0.08069 (0.07442)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									-0.01680 (0.05432)		-0.01832 (0.07039)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										0.01470 (0.02649)	0.04649 (0.05511)
総資産の自然対数	1.62701*** (0.39289)	1.62736** (0.39308)	1.62732** (0.39290)	1.62193*** (0.39171)	1.62636** (0.39304)	1.62656** (0.39337)	1.62663** (0.39291)	1.62939** (0.39284)	1.62659** (0.39288)	1.62439** (0.39352)	1.62290*** (0.39417)
発行直前ROE(%)	0.01018** (0.00412)	0.01017** (0.00412)	0.01015** (0.00411)	0.01026** (0.00414)	0.01018** (0.00412)	0.01018** (0.00412)	0.01018** (0.00412)	0.01009** (0.00411)	0.01020** (0.00413)	0.01017** (0.00412)	0.01025** (0.00416)
サンプル数(N)	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865
企業数	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088
Within R ²	0.05134	0.05134	0.05139	0.05350	0.05136	0.05134	0.05134	0.05172	0.05138	0.05146	0.05492
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注) 各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1～Q10を投入した。総資産の自然対数および発行直前ROEをコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,865企業年(1,088社)。自然対数化は $\log_Qk = \ln(1+Qk_RATE_10K)$ により行い、ゼロ観測を保持している。

(出所)筆者作成。

図表10C 株主資本コストと自然対数化した辞書出現頻度の固定効果モデルによる推計結果(発行後6M、発行直前ROEあり)

被説明変数	株主資本コスト(%ポイント)										
変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1~Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.00317 (0.04207)										-0.07904 (0.07157)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		-0.00453 (0.03123)									-0.04410 (0.05568)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.00758 (0.03524)								0.00832 (0.06033)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				-0.11585* (0.05942)							-0.13757** (0.06227)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.06256 (0.27251)						0.09240 (0.27839)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						0.04154 (0.09676)					0.04987 (0.09773)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							-0.03824 (0.05664)				-0.02038 (0.05860)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.03521 (0.07359)			0.04355 (0.08191)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									0.01287 (0.05838)		0.03486 (0.07494)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										0.01990 (0.02624)	0.08136 (0.05717)
総資産の自然対数	1.28081*** (0.40192)	1.27997*** (0.40243)	1.28030*** (0.40199)	1.27476*** (0.40140)	1.27927*** (0.40230)	1.28382*** (0.40180)	1.27591*** (0.40220)	1.28142*** (0.40202)	1.28071*** (0.40214)	1.27641*** (0.40253)	1.27348*** (0.40507)
発行直前ROE(%)	0.01113*** (0.00388)	0.01114*** (0.00387)	0.01110*** (0.00386)	0.01121*** (0.00386)	0.01112*** (0.00388)	0.01111*** (0.00388)	0.01111*** (0.00387)	0.01108*** (0.00385)	0.01111*** (0.00388)	0.01111*** (0.00387)	0.01128*** (0.00386)
サンプル数(N)	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865	3865
企業数	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088	1088
Within R ²	0.04742	0.04742	0.04743	0.04940	0.04744	0.04749	0.04760	0.04751	0.04744	0.04761	0.05116
企業固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)各列は固定効果モデルによる推計結果である。Q1~Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1~Q10を投入した。総資産の自然対数および発行直前ROEをコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。サンプル数は1M・3M・6Mに共通する3,865企業年(1,088社)。自然対数化は $\log_Qk = \ln(1+Qk_RATE_10K)$ により行い、ゼロ観測を保持している。

(出所)筆者作成。

図表11 2025年日経統合報告書アワード参加企業(除く金融)の記述統計量

変数	サンプル数 (N)	平均	標準偏差	最小	P10	中央値	P90	最大
受賞ダミー(受賞=1、非受賞=0)	437	0.124	0.329	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
log_Q1 = $\ln(1+Q1_RATE_10K)$	437	1.766	0.687	0.000	0.889	1.913	2.458	3.257
log_Q2 = $\ln(1+Q2_RATE_10K)$	437	2.426	0.908	0.000	1.200	2.661	3.308	3.938
log_Q3 = $\ln(1+Q3_RATE_10K)$	437	2.489	0.831	0.000	1.791	2.642	3.197	4.134
log_Q4 = $\ln(1+Q4_RATE_10K)$	437	1.261	0.624	0.000	0.395	1.267	2.053	3.087
log_Q5 = $\ln(1+Q5_RATE_10K)$	437	0.054	0.131	0.000	0.000	0.000	0.188	0.871
log_Q6 = $\ln(1+Q6_RATE_10K)$	437	0.202	0.363	0.000	0.000	0.000	0.726	2.218
log_Q7 = $\ln(1+Q7_RATE_10K)$	437	0.893	0.514	0.000	0.199	0.888	1.588	2.654
log_Q8 = $\ln(1+Q8_RATE_10K)$	437	0.534	0.411	0.000	0.000	0.497	1.074	2.204
log_Q9 = $\ln(1+Q9_RATE_10K)$	437	1.155	0.614	0.000	0.000	1.267	1.868	2.882
log_Q10 = $\ln(1+Q10_RATE_10K)$	437	3.176	0.882	0.000	2.488	3.412	3.803	4.121
企業規模($\ln_asset$)	437	13.229	1.504	9.573	11.471	13.062	15.213	19.510

(注)2025年日経統合報告書アワード参加企業のうち銀行・証券・保険・その他金融を除外した共通サンプル437社を対象とする。受賞企業54社、非受賞企業383社。Q1～Q10は統合報告書全文1万語当たりの辞書語出現回数(Qk_RATE_10K)を $\ln(1+Qk_RATE_10K)$ により自然対数化した値である。企業規模は総資産の自然対数($\ln_asset$)。P10およびP90は、それぞれ第10パーセンタイルおよび第90パーセンタイルを表す。

(出所)筆者作成

図表12A Logitモデル1による推計結果(企業規模・業種ダミーなし)

被説明変数:日経総合報告書アワード受賞ダミー(受賞=1、非受賞=0)

変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1~Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.04572 (0.23413)										-0.18923 (0.44964)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		-0.00765 (0.17158)									-0.03932 (0.28730)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.16668 (0.23867)								0.38632 (0.31258)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				0.84034*** (0.24979)							0.88751*** (0.23644)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.25012 (1.04506)						0.14991 (1.09420)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						0.37628 (0.38419)					0.25152 (0.37740)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							0.11419 (0.27881)				-0.00670 (0.32607)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.17847 (0.34111)			0.28758 (0.34698)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									0.49973* (0.28690)		0.78015** (0.32132)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										-0.11902 (0.12916)	-0.81346** (0.35894)
サンプル数(N)	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424
McFadden擬似R ²	0.0001	0.0000	0.0025	0.0370	0.0002	0.0032	0.0005	0.0008	0.0129	0.0019	0.0807
企業規模(ln asset)	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No
業種ダミー	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No

(注)各列はLogitモデルによる推計結果である。Q1~Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1~Q10を投入した。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。金融4業種55社を除外し424社を用いた。

(出所)筆者作成。

図表12B Logitモデル2による推計結果(企業規模(ln_asset)統制)

被説明変数:日経統合報告書アワード受賞ダミー(受賞=1、非受賞=0)

変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.07152 (0.22970)										-0.39381 (0.43565)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		0.08698 (0.17944)									0.18124 (0.26977)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.13736 (0.23519)								0.29932 (0.29338)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				0.80381*** (0.25845)							0.88809*** (0.24178)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.31256 (1.15064)						0.54217 (1.16249)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						0.49985 (0.41008)					0.35073 (0.38442)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							0.09061 (0.27725)				-0.01114 (0.31643)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.24710 (0.34934)			0.36336 (0.35976)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									0.54294* (0.29296)		0.85635*** (0.32725)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										-0.10839 (0.14009)	-0.83491** (0.34246)
総資産の自然対数	0.41946*** (0.09479)	0.42610*** (0.09468)	0.41605*** (0.09438)	0.41145*** (0.09774)	0.41880*** (0.09413)	0.42660*** (0.09584)	0.41863*** (0.09488)	0.42259*** (0.09440)	0.42831*** (0.09767)	0.41690*** (0.09445)	0.46148*** (0.10024)
サンプル数(N)	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424
McFadden擬似R ²	0.0582	0.0586	0.0595	0.0894	0.0581	0.0632	0.0581	0.0593	0.0725	0.0592	0.1385
企業規模(ln_asset)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No

(注)各列はLogitモデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1～Q10を入した。すべての列で総資産の自然対数(ln_asset)をコントロールした。括弧内は標準誤差。***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。金融4業種55社を除外した共通標本424社を用いた。

(出所)筆者作成。

図表12C Logitモデル3による推計結果（企業規模・5業種分類統制）

被説明変数：日経統合報告書アワード受賞ダミー（受賞=1、非受賞=0）

変数	Q1個別	Q2個別	Q3個別	Q4個別	Q5個別	Q6個別	Q7個別	Q8個別	Q9個別	Q10個別	Q1～Q10
log_Q1 = ln(1+Q1出現頻度)	-0.08908 (0.22269)										-0.46676 (0.44408)
log_Q2 = ln(1+Q2出現頻度)		0.10443 (0.17871)									0.19207 (0.27153)
log_Q3 = ln(1+Q3出現頻度)			0.17625 (0.24897)								0.35069 (0.28426)
log_Q4 = ln(1+Q4出現頻度)				0.77267*** (0.27053)							0.85794*** (0.24883)
log_Q5 = ln(1+Q5出現頻度)					0.56512 (1.19305)						0.71945 (1.21877)
log_Q6 = ln(1+Q6出現頻度)						0.51317 (0.40503)					0.40822 (0.39039)
log_Q7 = ln(1+Q7出現頻度)							0.02408 (0.27434)				-0.06958 (0.32117)
log_Q8 = ln(1+Q8出現頻度)								0.14733 (0.37439)			0.22785 (0.36491)
log_Q9 = ln(1+Q9出現頻度)									0.52208* (0.28981)		0.81203** (0.32890)
log_Q10 = ln(1+Q10出現頻度)										-0.08141 (0.14217)	-0.74925** (0.35371)
総資産の自然対数	0.49036*** (0.10581)	0.49913*** (0.10649)	0.48811*** (0.10583)	0.48149*** (0.11033)	0.49193*** (0.10467)	0.49765*** (0.10603)	0.48863*** (0.10568)	0.48961*** (0.10514)	0.49730*** (0.10744)	0.48600*** (0.10522)	0.53540*** (0.11486)
消費財ダミー	0.83659 (0.56492)	0.83595 (0.56505)	0.90730 (0.57502)	1.02743* (0.58928)	0.83924 (0.56553)	0.89403 (0.54531)	0.83738 (0.56201)	0.84244 (0.56697)	0.83019 (0.57595)	0.82935 (0.56476)	1.04926* (0.59304)
投資財ダミー	0.37043 (0.54998)	0.36917 (0.55138)	0.41607 (0.55604)	0.58806 (0.57293)	0.37253 (0.55324)	0.39682 (0.53505)	0.36839 (0.54994)	0.36223 (0.55123)	0.35791 (0.56217)	0.36647 (0.55186)	0.68593 (0.60423)
サービスダミー	-0.07022 (0.63600)	-0.06799 (0.63944)	-0.00877 (0.64092)	0.29138 (0.66603)	-0.05619 (0.64052)	-0.05074 (0.63254)	-0.06593 (0.63785)	-0.06238 (0.63911)	-0.13417 (0.66334)	-0.07188 (0.63676)	0.24521 (0.72099)
公益ダミー	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
サンプル数(N)	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424	424
McFadden擬似R ²	0.0927	0.0934	0.0948	0.1198	0.0929	0.0978	0.0922	0.0927	0.1056	0.0929	0.1656
企業規模(ln asset)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

（注）各列はLogitモデルによる推計結果である。Q1～Q10個別列は自然対数化した各Qを1変数ずつ投入し、右端列は自然対数化したQ1～Q10を投入した。5業種分類の業種ダミーをコントロールした。括弧内は標準誤差。

***、**、*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。

（出所）筆者作成。