



# 社名変更が企業価値に与える影響

～社名変更に込める企業の想いとは～

変更しちゃって委員会

青木・安藤・沖野・北野・西尾・薮田



大阪市立大学商学部

宮川研究室

# 本日の流れ

1. 問題意識 -実際に市場は社名変更をどう評価するのか
2. 先行研究
3. 社名変更シグナリング仮説
4. 検証方法・検証結果
5. 研究のまとめ



# 社名変更を行った有名な企業があります



**SUBARU**

**Panasonic**



**ZOZO**

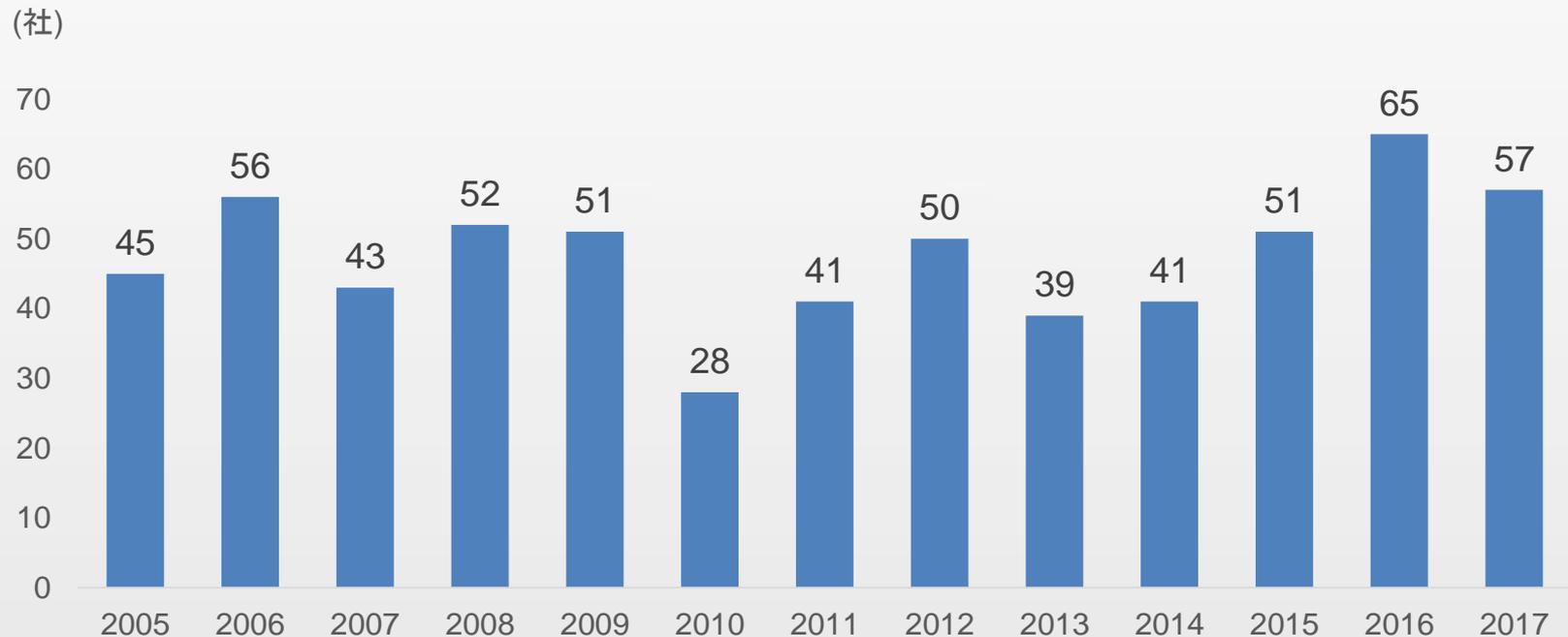
**KUREHA**

**LIFULL**

**TOTO**

# 毎年一定数の企業が社名変更している

2005年から2017年に社名変更することを発表した企業数（年度別）



参照：日本取引所グループ



# 各社のHPより社名変更の目的を5つに分けた

変更理由	例	変更発表日
事業領域の変化	日本写真印刷→NISSHA	2017年5月12日
グローバル化	大日本インキ化学工業→DIC	2007年2月14日
知名度向上	富士重工業→SUBARU	2016年5月12日
ブランド力強化	ネクスト→Lifull	2017年4月1日
イメージ刷新	亜細亜証券印刷→プロネクサス	2006年5月16日



# 理論では社名変更は企業価値に影響を与えない

## 企業価値とは

「企業が将来獲得すると予想されるキャッシュフローを  
資本コストという割引率で割り引いた現在価値」

(宮川壽夫「企業価値の神秘」より引用)

社名変更自体では、獲得するキャッシュが増えたり、  
資本コストが減ることはない

**= 企業価値に影響を与えない**



# 社名変更は市場からどう評価されるのか



# 先行研究



# 先行研究の紹介

## Horsky&Swyngedouw (1986)

- 社名変更の発表に対して株式市場はプラスの反応を示す
- 産業財を販売している企業、社名変更前の業績が相対的に悪い企業ではより大きいプラスの反応が見られた

## Hung Wan Kot (2010)

- 社名変更の発表に対して株式市場はプラスの反応を示す
- 短期間(5日)の株価の変動は見られるが、長期間(3年)の影響は見られなかった

# 先行研究の紹介

坂野・恩蔵(1993)

データ

東証1部上場企業における1981年4月～1991年3月に社名変更した企業(132社)の1980年4月～1991年7月の株価データ

仮説

- ・ 社名変更の発表に対して、株式市場はプラスの反応を示す
- ・ 社名変更の理由の違いによって、社名変更の発表に対する株式市場の反応は異なる

結果

- ・ 株式市場はプラスの反応を示した (CAR +8.12%)
- ・ 社名変更の理由によって市場の反応はほとんど異なる

# 仮説の構築

## ～シグナリング理論を応用～



# 現実には情報の非対称性が存在する

コーポレートファイナンス理論では完全競争市場を想定

完全競争市場…全ての市場参加者が必要な情報を瞬時に集めることができ、  
それを瞬時に相手に伝えることができる

しかし、現実の市場は**情報の非対称性**が存在する

→経営者は企業の情報に関して優位な立場にあり、  
投資家は劣位な立場にある

それに対応するのが**シグナリング理論**である



# シグナリングと配当シグナリングモデル

シグナリングとは

情報優位にある者が、情報劣位にある者に  
自分の情報を明らかにして信頼してもらうこと

配当シグナリングモデル

- ・増配にはコストがかかる
  - ・企業は減配を嫌うため、その配当を維持しようとする
- 増配することで、将来にわたってその増配に見合う  
高い収益を維持するシグナルになる

(石川博行「配当政策の実証分析」を参照)



# 社名変更シグナリング仮説

社名には企業の理念や経営者の想いが凝縮されている  
→社名変更は企業にとって歴史的なイベント

社名変更にはコストがかかる

- ・金銭的成本
- ・目に見えない資産の消失

➤ それでも社名変更を行うことは経営者が投資家に何らかの**シグナル**を発しているといえる



# 社名変更によって覚悟がシグナルされる

社名変更によって伝わる情報(シグナル)は

事業領域の変化  
グローバル化  
認知度向上  
イメージ刷新  
ブランド力向上

これらを通じて企業を成長させるという  
経営者の**覚悟**や**自信**である



シグナルを受けた投資家は企業の成長に期待を寄せる  
その結果、株価はプラスに反応する

# 仮説1

## 社名変更は 企業価値にプラスの影響を与える



# 各社のHPより社名変更の目的を5つに分けた

変更理由	例	変更発表日
事業領域の変化	日本写真印刷→NISSHA	2017年5月12日
グローバル化	大日本インキ化学工業→DIC	2007年2月14日
知名度向上	富士重工業→SUBARU	2016年5月12日
ブランド力強化	ネクスト→Lifull	2017年4月1日
イメージ刷新	亜細亜証券印刷→プロネクサス	2006年5月16日

# 投資家は覚悟の大きい変化型をより評価する

## 事業実態変化型

事業領域の変化  
グローバル化

事業そのものに関わる重大な意思決定  
→企業の今後の成長に対する  
経営者の**覚悟が大きい**

## 事業実態不変型

知名度向上  
ブランド力強化  
イメージ刷新

社名変更の背景で事業が変化しない  
→企業の今後の成長に対する  
経営者の覚悟が**相対的に小さい**

# 仮説2

事業の実態の変化を伴う社名変更は  
企業価値により強いプラスの影響を与える



# 仮説検証

## ～イベントスタディによる実証分析～



# データセット

## 対象データ

東京証券取引所に上場している企業の  
社名変更発表日の250日前から10日後の株価とTOPIX

(出所: 日本取引所グループ, NEEDS-FinancialQUEST)

## 対象期間

2005年1月～2017年12月

## サンプル数

102社



# 社名変更の純粋な影響を見るためにサンプルを決定

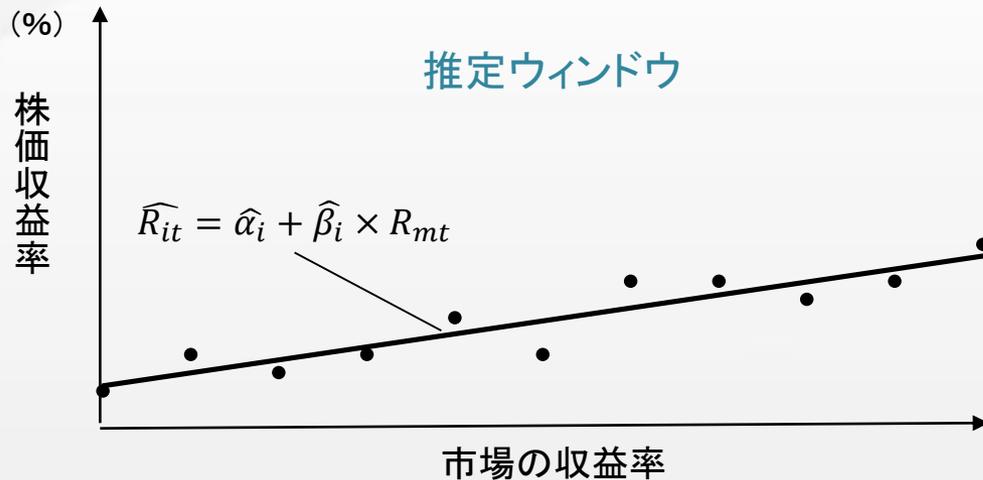
## 社名変更発表企業数(社)

社名変更発表全社	619
再編・合併企業	378
前後2日発表企業	121
株価不足企業	18
<hr/>	
サンプル数	102

(対象期間 2005～2017年)



# イベントがないときの収益率を推測する

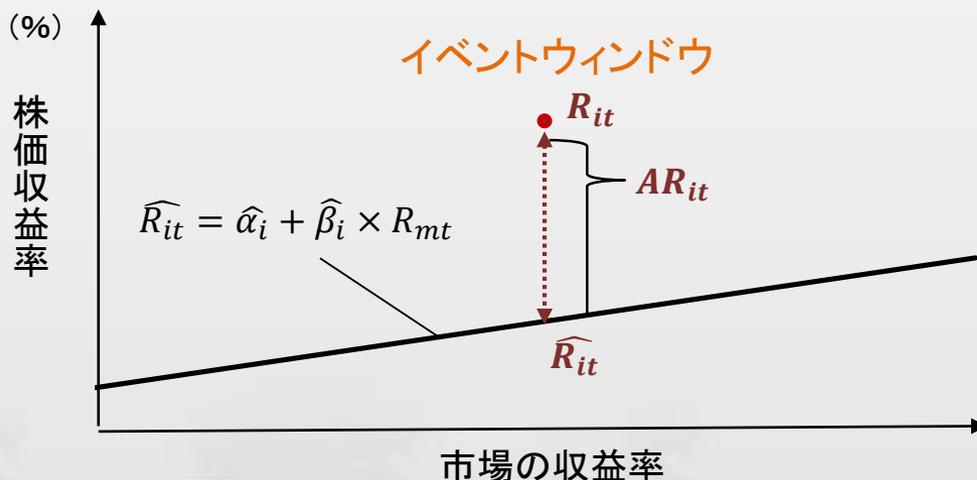


$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  :  $t$ 日における証券 $i$ の収益率

$R_{mt}$  :  $t$ 日における市場の収益率

$AR_{it}$  :  $t$ 日における証券 $i$ の異常収益率



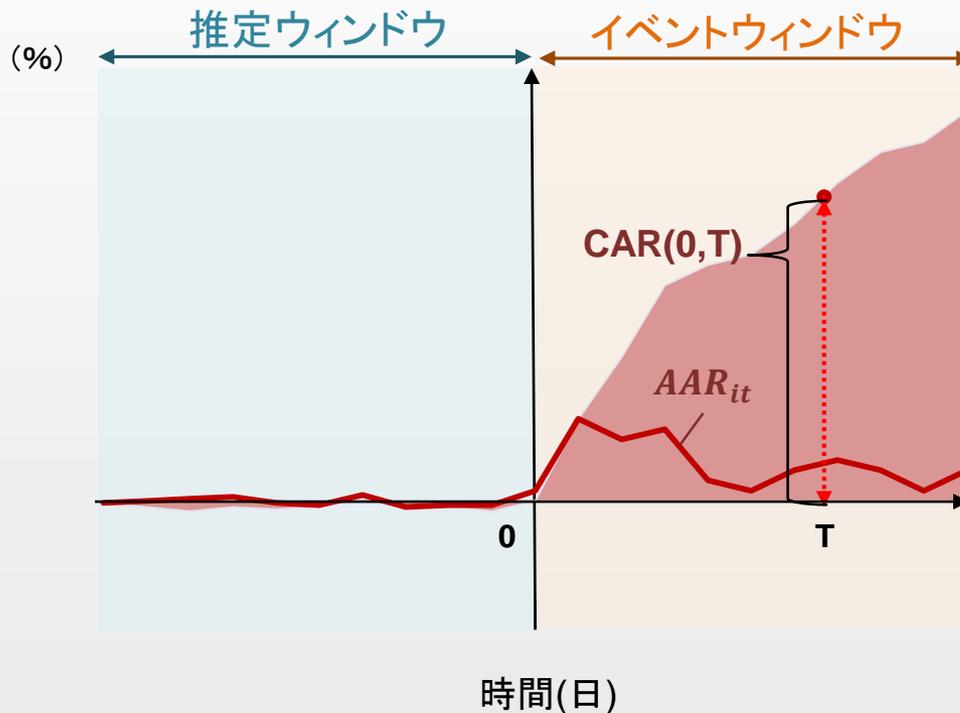
推定ウィンドウの $R_{it}$ から

$\widehat{\alpha}_{it}$ と $\widehat{\beta}_{it}$ を推定する

$$\widehat{R}_{it} = \widehat{\alpha}_{it} + \widehat{\beta}_{it} \times R_{mt}$$

$$AR_{it} = R_{it} - \widehat{R}_{it}$$

# イベント日から累積された異常収益率を見る



$AAR_t$  : 平均異常収益率

$CAR(0, T)$  : 累積平均異常収益率

イベントによってどれだけ異常収益率が生じたか平均をとる。

それを累積し、イベント日～T日の期間で生じた異常収益率を求める。

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N \frac{AR_{it}}{N}$$

$$CAR(0, T) = \sum_{t=0}^T AAR_t$$

# 社名変更の影響を統計的に検証

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  : 取引日  $t$  における証券  $i$  の投資収益率

$R_{mt}$  : 取引日  $t$  における市場全体の投資収益率

イベントスタディにおける使用期間

イベントデー = 0日 (社名変更を発表した日)

イベントウィンドウ = 0日 ~ +10日

推定ウィンドウ = -250日 ~ -1日



# 先行研究をもとにCARを計算

各サンプル企業の異常収益率  $AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$

平均異常収益率  $AAR_t = \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{n}$

0日からT日までの累積平均異常収益率  $CAR(0, T) = \sum_0^T AAR_t$

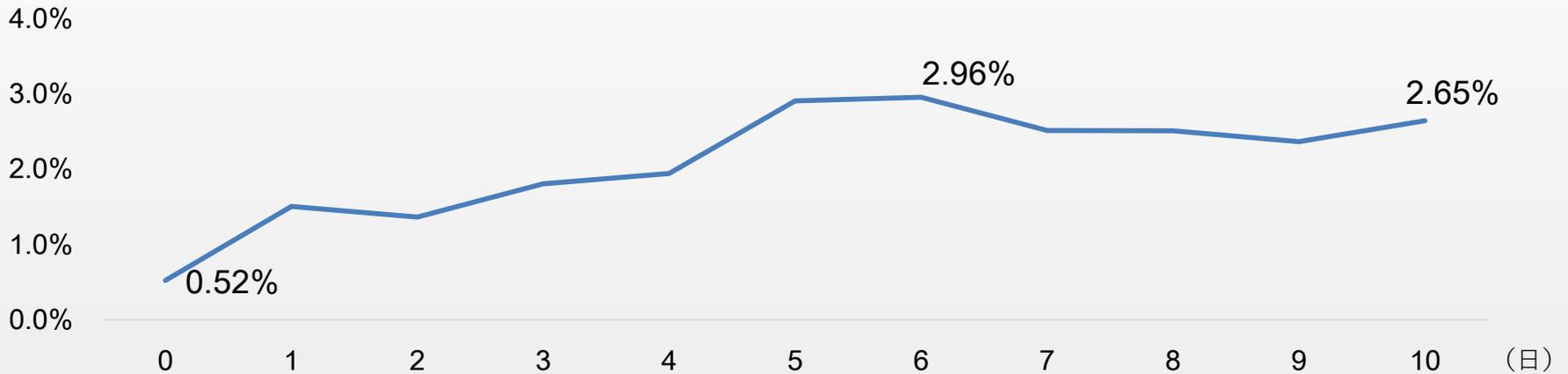
$CAR(0, T)$ に対する検定統計量 = 
$$\frac{CAR(0, T)}{\sqrt{N \times \sum_{-250}^{-1} S^2(AAR_t)}}$$

# 検証結果



# 社名変更に対応して株価が上がる

社名変更企業のCAR推移



日	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
t-CAR	1.250	<b>**2.549</b>	<b>*1.882</b>	<b>**2.158</b>	<b>**2.079</b>	<b>***2.839</b>	<b>***2.670</b>	<b>**2.126</b>	<b>**2.001</b>	1.788	<b>*1.906</b>

(\*\*\*p=0.01 \*\*p=0.05 \*p=0.10)

# 実態変化型が有意にプラスに出るか検証

事業領域の変化  
グローバル化

事業実態変化型  
サンプル数 42社

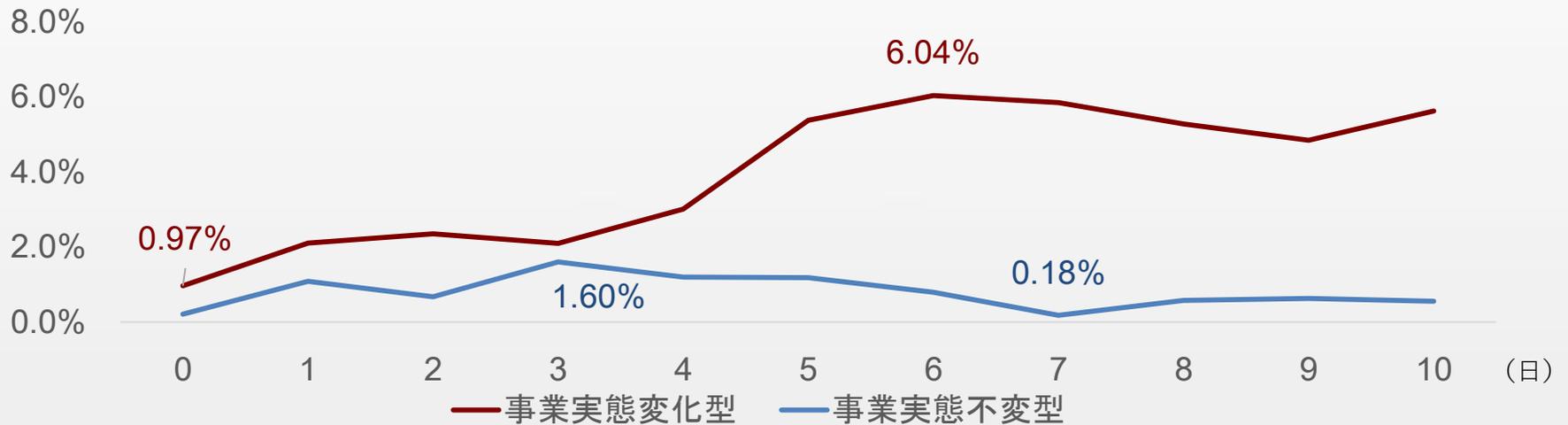
知名度向上  
ブランド力強化  
イメージ刷新

事業実態不変型  
サンプル数 60社

(対象期間 2005～2017年)

# 実態変化型のみCARがプラスの反応を示す

事業実態変化型/不変型別のCAR推移



<事業実態変化型>

日	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
t-CAR	1.452	<b>**2.232</b>	<b>*2.034</b>	1.572	<b>**2.016</b>	<b>***3.290</b>	<b>***3.419</b>	<b>***3.098</b>	<b>**2.635</b>	<b>**2.294</b>	<b>**2.541</b>

<事業実態不変型>

日	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
t-CAR	0.409	1.497	0.754	1.556	1.044	0.937	0.585	0.124	0.372	0.387	0.326

(\*\*\*p=0.01 \*\*p=0.05 \*p=0.10)



# 社名変更を行うと企業価値が上がることを実証した

## 【仮説1の検証結果】

イベントディ翌日から、10日までの株価の上昇は有意にプラスであり、社名変更により企業価値が上昇することが実証された。

## 【仮説2の検証結果】

事業実態不変型は、企業価値にプラスの影響を与えるが有意ではなかった。

事業実態変化型は、企業価値に有意にプラスの影響を与え、その影響も強い。



# 毎日6人で集まって研究をしていました



# とても真面目に研究しています



# 大変ながらも、楽しい研究活動でした



# ご清聴ありがとうございました！

