

# 商号変更が企業価値に及ぼす影響

---

2017年3月15日  
一橋大学大学院 国際企業戦略研究科  
金融戦略・経営財務コース  
大野千晃

# 1. 研究の目的

## クエッション

商号は企業行動や企業業績に直接的な影響を及ぼさない。しかし、多くの企業が商号変更してきた。商号変更にはどのような意味があるのだろうか？

## 商号変更の事例

変更前	変更後
東京通信工業	ソニー
帝国人造絹絲	帝人
京都セラミック	京セラ
大和証券	大和証券グループ本社
松下電器産業	パナソニック
KADOKAWA・DWANGO	カドカワ
富士重工業	SUBARU

## 研究の目的

国内上場企業の商号変更が株価、企業業績に及ぼす影響を検証

## 2. 先行研究

### 商号変更に関する主な先行研究

<ul style="list-style-type: none"><li>・米国市場の1981年から1985年の商号変更企業を対象とし、イベント発表日のARはプラスの値となり、商号変更は市場でプラスの反応を示した。</li><li>・商号変更は、組織の変化に伴い企業業績を改善させるシグナルとしてなされている。</li></ul>	Horsky and Swyngedouw(1986)
<ul style="list-style-type: none"><li>・オーストラリア市場の1995年から1999年の商号変更企業を対象とし、イベント当日のARはマイナスの値となり、商号変更は市場でネガティブの反応を示した。</li></ul>	Josev et al. (2004)
<ul style="list-style-type: none"><li>・香港市場の1999年から2008年の商号変更企業を対象とし、組織再編行為（M&amp;A、リストラ）に伴い商号変更を行った企業は、イベント日当日のARがプラスに反応した。</li></ul>	Kot(2010)
<ul style="list-style-type: none"><li>・米国でネットバブルが起きている時、dot.comのようにネット企業を連想させる商号変更を行った企業は株価はプラスに反応した。</li><li>・2000年中頃、ネットバブル崩壊時の市場下落時に商号からdot.comを取り除いた企業に対して株価はプラスに反応した。</li></ul>	Cooper et al.(2001) Cooper et al.(2004)
<ul style="list-style-type: none"><li>・投資家は商号を情報とみなす。</li><li>・情報処理の容易さが企業の株主数、流動性、株価にプラスの影響を与える。</li></ul>	Clifton and Russell (2013)
<ul style="list-style-type: none"><li>・東証一部上場企業の1981年4月から1991年3月までの商号変更企業を対象として株価日次データを用いて商号変更が株式市場に与える影響を検証。</li><li>・低成長企業ではイベント日 - 60日から + 60日までの累積超過収益率が - 4.01%とマイナスの反応を示した。</li></ul>	板野・恩蔵 (1993)
<ul style="list-style-type: none"><li>・行動ファイナンスの観点から商号変更による株価反応を検証した。1970年4月から1997年3月までに漢字のみの商号からカタカナ又は英語へ商号変更した企業84社をサンプルとして累積超過収益率を算出した。</li><li>・商号変更前は超過収益が発生していたが、商号変更後は超過損失が発生することが示された。</li></ul>	俊野 (2004)

### 3. 仮説

#### 仮説 1. 認知仮説

商号変更により投資家の認知が高まることで、株主数が増加し株式流動性の向上を通じて、発表時の株価が上昇する。

#### 仮説 2. 組織運営効率化仮説

投資家は商号にHDが付されることで、企業の組織変更を認識する。組織運営効率化により企業業績の改善を期待し発表時の株価が上昇する。

#### 仮説 3. ブランド・イメージ仮説

ブランド力強化・イメージ向上により、消費者の消費量が増加することで、企業業績の改善が期待され、発表時の株価が上昇する。

#### 予想される符号

	株主数の変化	株式流動性の変化	企業業績の変化	発表時の株価
仮説 1	+ (増加)	+ (向上)		+ (上昇)
仮説 2			+ (改善)	+ (上昇)
仮説 3			+ (改善)	+ (上昇)
分析手法	プロペンシテスコアマッチングによるDiD			イベントスタディ

(注) 商号変更の直前期をT期、商号変更期をT+1期、商号変更の直後期をT+2期とする。株主数、流動性、財務業績の変化に関しては、それぞれ商号変更企業と非商号変更企業におけるT+2期とT期の差分の差を検証する。

# 4. 結論

## 研究の目的

### 国内上場企業の商号変更が株価、企業業績に及ぼす影響を検証

	株主数の変化		株式流動性の変化		企業業績の変化		発表時の株価	
	予想	結果	予想	結果	予想	結果	予想	結果
仮説1 認知仮説	+(増加)	+(増加)	+(向上)	+(向上)			+(上昇)	+(上昇)
仮説2 組織運営 効率化仮説					+(改善)	ROAが悪化	+(上昇)	有意な値 得られず
仮説3 ブランド・ イメージ仮説					+(改善)	有意な値 得られず	+(上昇)	+(上昇)

## 検証結果

- 仮説1 認知仮説：仮説は支持された。
- 仮説2 組織運営効率化仮説：財務業績ではROAの悪化がみられた。発表時の株価は有意な値が得られず、仮説は支持されなかった。
- 仮説3 ブランド・イメージ仮説：企業業績は有意な値が得られなかったが、発表時の株価は上昇がみられた。

## 5. データの概略

商号変更企業データ	ソース	プロネクサスEOL
財務データ	ソース	日経NEEDS Financial QUEST
	対象企業	上場企業（上場廃止含む）
株価データ	ソース	日経NEEDS Financial QUEST
	対象企業	上場企業（上場廃止含む）
対象期間		2002年～2016年

## 6. 分析① プロペンシティスコアマッチングによるDiD

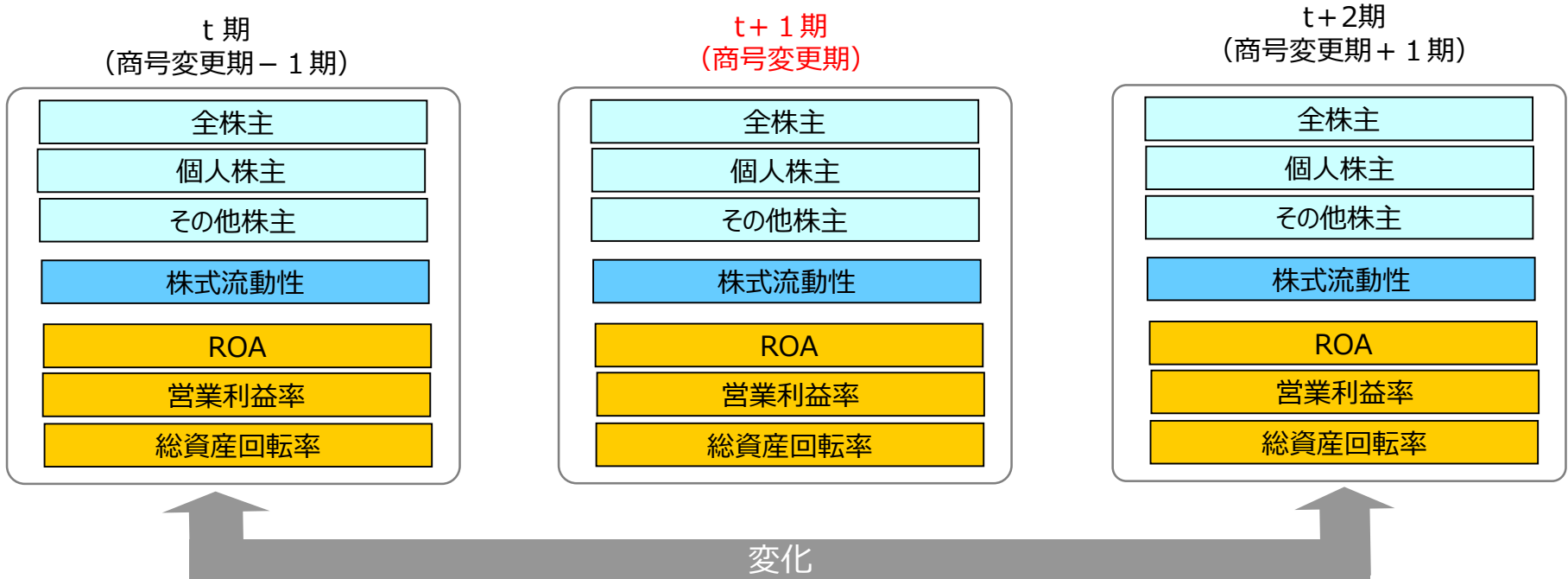
### 予想される符号

	株主数の変化	株式流動性の変化	企業業績の変化	発表時の株価
仮説 1	+ (増加)	+ (向上)		+ (上昇)
仮説 2			+ (改善)	+ (上昇)
仮説 3			+ (改善)	+ (上昇)
分析手法	プロペンシティスコアマッチングによるDiD			イベントスタディ

(注) 商号変更の直前期をT期、商号変更期をT+1期、商号変更の直後期をT+2期とする。株主数、流動性、財務業績の変化に関しては、それぞれ商号変更企業と非商号変更企業におけるT+2期とT期の差分の差を検証する。

# 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD

## 商号変更期前後の比較



商号変更の影響を検証するには、ある企業が商号変更した場合と、しない場合を比較する必要があるが、現実的にその比較を行うことは出来ない。



## 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD

商号変更企業群の比較対象となる非商号変更企業群を選定し、その上で両群の差異を比較することが有効となる。

そこで、分析にはプロペンシティスコアマンチングによるDiDを用いる。

### プロペンシティスコアマッチング

商号変更を行う確率（プロペンシティスコア）を算出し、商号変更企業群と同じ様な企業特性を持つ企業を非商号企業群から選定しマッチングを行う

### DiD (Difference in Differences)

商号変更企業と非商号変更企業の商号変更前後における変化（株主数、株式流動性、企業業績）を比較する

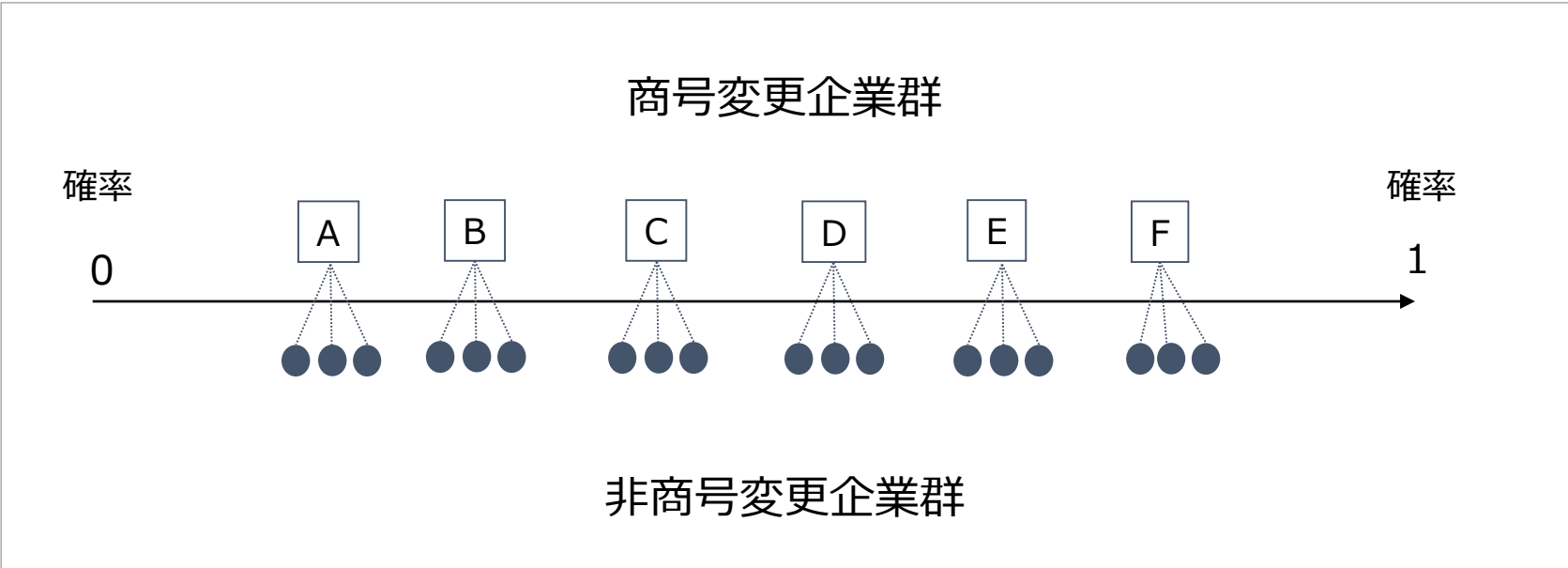
# 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD

商号変更を行う確率を以下モデルより算出する

$$Pr(\text{商号変更ダミー}_{it} = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 \ln(\text{時価総額}_{t-1}) + \beta_2 \ln(\text{売上高}_{t-1}) + \beta_3 \ln(\text{総資産}_{t-1}) + \beta_4 \text{トービン}Q_{t-1} + \beta_5 \text{負債比率}_{t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{t-1} + \beta_7 \ln(\text{最少売買金額}_{t-1}) + \text{株式分割ダミー}_{t-1} + \text{株式くり直しダミー}_{t-1} + \text{産業}_{2002}^{\sum_{2002}^{2016}} + \text{Year}_{2002}^{\sum_{2002}^{2016}})$$

※商号変更ダミー：商号変更を行う場合を1、行わない場合を0とする商号変更ダミー変数

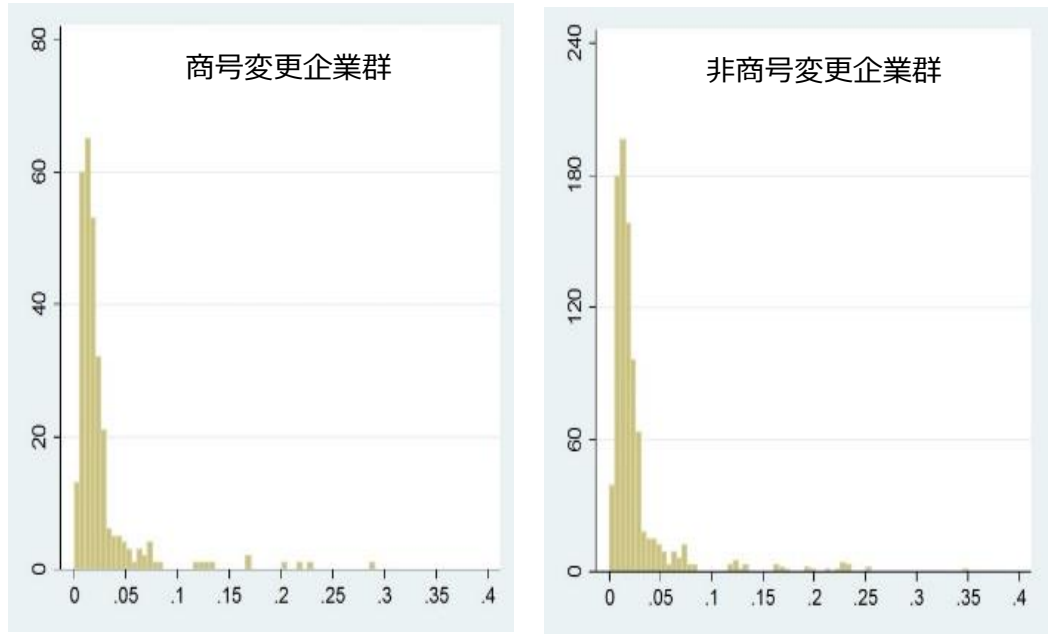
算出された確率によりマッチングを行う



# 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD

プロペンシティスコアの分布、マッチング前後のモデル推定結果に基づき、マッチングのバランスを確認

プロペンシティスコアの分布



(注) 縦軸はサンプル数、横軸はプロペンシティスコアを示している。

マッチング前後のモデルの推定結果

	マッチング前	マンチング後
ln 時価総額	0.226 *** (6.64)	-0.055 (-0.75)
ln 売上高	-0.037 (-1.05)	-0.034 (-0.43)
ln 総資産	-0.136 *** (-2.99)	0.073 (0.73)
トーピンQ	0.001 (0.08)	0.045 (1.21)
負債比率	0.267 ** (2.41)	0.073 (0.3)
ROA	-0.011 *** (-5.07)	-0.005 (-1.14)
ln 最少売買金額	-0.109 *** (-5.91)	0.050 (1.29)
産業ダミー	Yes	Yes
年ダミー	Yes	Yes
コントロール群 (重複を除く)	38,867	870
コントロール群	38,867	842
トリートメント群	290	290
サンプル数	39,157	1,160
決定係数	0.0599	0.0122

(注) \*\*, \*\*\*はそれぞれ5%有意水準、1%有意水準を示す。

## 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD

### 仮説 1 . 認知仮説

商号変更により**投資家の認知**が高まることで、  
株主数が増加し**株式流動性**の向上を通じて、発表時の株価が上昇する。

**投資家の認知**：投資家の認知の変化は認知スコア（代理変数）により定量化する

認知スコア

- ① 先行研究 Clifton & Russell (2013)の手法を参考に、商号変更前後の商号に認知スコアを付した。
- ② 商号変更前後で認知スコアを比較し、認知スコアが改善する場合と、認知スコアが悪化する場合に区分した。

**株式流動性**：株式流動性の代理変数として、Amihud (2002)より以下式より1年間の日次非流動性を算出する。

$$ILLIQ_{i,y} = 1 / D_{i,y} \sum_{t=1}^{D_{i,y}} \frac{|R_{iyd}|}{VOKD_{iyd}} * 1,000,000$$

$R_{iyd}$  : 企業*i*の*y*年における日次収益率

$VOKD_{iyd}$  : 企業*i*の*y*年における日次出来高

$D$  : *y*年における企業*i*の株価の取得可能な日数

## 6. 分析① プロペンシテイスコアマンチングによるDiD 結果

表1：非流動性の変化に関するDiD結果

### パネルA 全サンプル

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
非流動性	(t+2期)-(t期)	-0.163	-0.054	-0.109	-1.13	290

### パネルB 認知スコア改善の場合

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
非流動性	(t+2期)-(t期)	-0.217	-0.010	-0.207**	-2.00	248

### パネルC 認知スコア悪化の場合

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
非流動性	(t+2期)-(t期)	0.156	-0.312	0.468*	1.93	42

(注) \*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ10%、5%、1%有意水準を示す。

# 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD 結果

表2：株主数の変化に関するDiD結果

## パネルA 全サンプル

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
全株主	(t+2期)-(t期)	0.137	0.088	0.049*	1.69	369
個人株主	(t+2期)-(t期)	0.140	0.102	0.038	1.50	369
その他株主	(t+2期)-(t期)	0.076	0.049	0.027*	1.74	369

## パネルB 認知スコア改善の場合

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
全株主	(t+2期)-(t期)	0.139	0.078	0.061*	1.84	312
個人株主	(t+2期)-(t期)	0.141	0.095	0.046*	1.68	312
その他株主	(t+2期)-(t期)	0.078	0.047	0.030*	1.78	312

## パネルC 認知スコア悪化の場合

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
全株主	(t+2期)-(t期)	0.126	0.139	-0.013	-0.23	57
個人株主	(t+2期)-(t期)	0.131	0.137	-0.006	-0.10	57
その他株主	(t+2期)-(t期)	0.066	0.058	0.008	0.23	57

(注) \*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ10%、5%、1%有意水準を示す。

## 6. 分析① プロペンシティスコアマンチングによるDiD 結果

表3：企業業績の変化に関するDiD結果

パネルA 持株会社化を伴い商号にHD商号変更をした場合

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
ROA	(t+2期)-(t期)	-0.634	1.206	-1.841**	-2.15	152
営業利益率	(t+2期)-(t期)	-0.477	-0.270	-0.207	-0.21	152
総資産回転率	(t+2期)-(t期)	-0.013	0.001	-0.014	-0.65	152

パネルB 「ブランド力強化」や「イメージ向上」を理由に商号変更した場合

	期間	トリートメント群の差異	コントロール群の差異	DiD	t-stat	N
ROA	(t+2期)-(t期)	0.714	1.787	-1.072	-0.97	170
営業利益率	(t+2期)-(t期)	2.414	1.429	0.985	0.65	172
総資産回転率	(t+2期)-(t期)	0.015	0.019	-0.005	-0.13	170

(注) \*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ10%、5%、1%有意水準を示す。

## 6. 分析② イベントスタディ

### 予想される符号

	株主数の変化	株式流動性の変化	企業業績の変化	発表時の株価
仮説 1	+ (増加)	+ (向上)		+ (上昇)
仮説 2			+ (改善)	+ (上昇)
仮説 3			+ (改善)	+ (上昇)
分析手法	プロペンシティスコアマッチングによるDiD			イベントスタディ

(注) 商号変更の直前期をT期、商号変更期をT+1期、商号変更の直後期をT+2期とする。株主数、流動性、財務業績の変化に関しては、それぞれ商号変更企業と非商号変更企業におけるT+2期とT期の差分の差を検証する。



## 6. 分析② イベントスタディ

### イベントスタディ

市場モデル(Market Model)に基づき、超過収益率(AR:Abnormal Return)及び累積超過収益率(CAR:Cumulative Abnormal Return)を算定する

イベント日：商号変更アナウンスメントの翌日

エスティメイトウィンドウ：t=-120からt=-11、イベントウィンドウ：t=-10からt=+10

この推定期間において当該企業とTOPIXの日次収益率を用いて市場モデル式(1)を基に $\alpha, \beta$ を推定した。

$$(1) R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  : t日における企業iの日次収益率

$R_{mt}$  : t日におけるTOPIXの日次収益率

推定された $\alpha, \beta$ をもとにイベントウィンドウ内での日次超過リターンを式(2)から算出

$$(2) AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

$AR_{it}$  : t日における企業iの超過収益率

CARは、イベントウィンドウにおける企業iの超過収益率を累積することにより式(3)より算出する。

$$(3) CAR_i(-1,0) = \sum_{t=-1}^0 AR_{it} \quad CAR_i(-1,1) = \sum_{t=-1}^1 AR_{it}$$

## 6. 分析② イベント・スタディ 結果

表4：商号変更が株価に与える影響

DATE	全サンプル	t-stat	認知スコア改善	t-stat	認知スコア悪化	t-stat	持株会社化	t-stat	ブランド力強化・ イメージ向上	t-stat
AD -3	-0.15	-0.72	-0.27	-1.23	0.12	0.26	-0.16	-0.58	0.00	0.01
AD -2	-0.09	-0.43	-0.01	-0.02	-0.39	-0.85	0.29	1.19	-0.48	-1.25
AD -1	-0.09	-0.46	-0.04	-0.18	0.13	0.30	-0.20	-0.66	-0.03	-0.10
AD	0.80***	3.06	0.76***	2.62	0.68	1.31	0.27	0.74	1.34***	3.48
AD +1	-0.27	-1.45	-0.17	-0.85	-0.66	-1.60	-0.47**	-1.96	-0.09	-0.31
AD +2	-0.25	-1.20	-0.04	-0.17	-0.72	-2.31	0.33	1.17	-0.60*	-1.89
AD +3	0.11	0.53	0.13	0.60	-0.03	-0.09	0.08	0.25	0.04	0.15
CAR										
	全サンプル	t-stat	認知スコア改善	t-stat	認知スコア悪化	t-stat	持株会社化	t-stat	ブランド力強化・ イメージ向上	t-stat
CAR (0,1)	0.56*	1.95	0.67**	2.13	-0.12	-0.19	-0.18	-0.43	1.30***	2.96
CAR (-1,+1)	0.50	1.43	0.62*	1.66	0.16	0.22	-0.42	-0.88	1.36**	2.55
サンプル数	312		255		77		132		149	

(注) \*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ10%、5%、1%有意水準を示す。

# 7. 結論

## 研究の目的

国内上場企業の商号変更が株価、企業業績に及ぼす影響を検証

	株主数の変化		株式流動性の変化		企業業績の変化		発表時の株価	
	予想	結果	予想	結果	予想	結果	予想	結果
仮説1 認知仮説	+(増加)	+(増加)	+(向上)	+(向上)			+(上昇)	+(上昇)
仮説2 組織運営 効率化仮説					+(改善)	ROAが悪化	+(上昇)	有意な値 得られず
仮説3 ブランド・ イメージ仮説					+(改善)	有意な値 得られず	+(上昇)	+(上昇)

## 検証結果

- 仮説1 認知仮説：仮説は支持された。
- 仮説2 組織運営効率化仮説：財務業績ではROAの悪化がみられた。発表時の株価は有意な値が得られず、仮説は支持されなかった。
- 仮説3 ブランド・イメージ仮説：企業業績は有意な値が得られなかったが、発表時の株価は上昇がみられた。

# 参考文献

- Amihud, Y., (2002) Illiquidity and stock returns: cross section and time series effect.  
*Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H., (1986) Assets pricing and bid-ask spread.  
*Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Bosch, J., Hirschey, M., (1989) The valuation effects of corporate name change.  
*Financial Management* 18, 64-73.
- Cooper, M., Dimitrov, O., Rau, P., (2001) A rose.com by any other name.  
*Journal of Finance* 56, 2371-2388.
- Cooper, M., Khorana, A., Osobov, I., Patel, A., Rau, P., (2005) Managerial actions in response to a market downturn: valuation effects of name change in the dot.com decline.  
*Journal of Corporate Finance* 11, 319-335.
- Green, T. C., Jame, R., (2013) Company name fluency, investor recognition, and firm value.  
*Journal of Financial Economics* 109, 813-834.
- Horsky, D., Swyngedouw, P., (1987) Does it Pay to Change Your Company's Name? A Stock Market Perspective.  
*Working Paper Series, Managerial Economics Research Center Vol6, No.4.*
- Karpoff, J., Rankine, G., (1994) In search of a signaling effect: the wealth effects of corporate name change.  
*Journal of Banking & Financial* 18, 1027-1045.
- Karpoff, J., Schonlau, R., Suzuki, K., (2015) Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value.  
*Working paper, Social Science Research Network*
- Kot, H. W., (2010) Corporate name change: Price reaction and long-run performance  
*Pacific-Basin Finance Journal* 19, 230-244.
- Merton, R. C., (1987) Presidential address: a simple model of capital market equilibrium with incomplete information.  
*Journal of Finance* 42, 483-510.
- Wu, Y., (2010) What's in a name? What leads a firm to change its name and what the new name foreshadows?  
*Journal of Banking & Finance* 34, 1344-1359.
- 坂野友昭・恩蔵直人 (1993) 「社名変更に対する株式市場の反応」『早稲田商学』357号, 77-106ページ。
- 伊従寛 (1997) 「持株会社をどう監視するか」『論争東洋経済』9号, 58-63ページ。
- 奥康平 (2006) 「戦略的なグループ経営における持株会社本社制の有効性」『阪南論集』Vol.45 No.2. 1-22ページ。
- 木村幾也 (1997) 「カンパニー制等からの持株会社への課題」『経営実務』506号, 18-25ページ。
- 下谷政弘 (2006) 『持株会社の時代』有斐閣
- 俊野雅司 (2004) 第6章 社名変更と株式形成『証券市場と行動ファイナンス』東洋経済新報社169-180ページ。
- Goldberg, J., Nitzsch, R. V., (2002) 『行動ファイナンス 市場の非合理性を解き明かす新しい金融理論』ダイヤモンド社