



**2023/12/20**

# 東証再編に伴う企業 価値の変動要因分析

岡室ゼミ

遠藤紗香 加藤和也 富山栞名 芳我仁 松山夕汰

# 目次

- |   |       |   |      |
|---|-------|---|------|
| 1 | 背景    | 2 | 意義   |
| 3 | 研究①   | 4 | 研究②  |
| 5 | 研究③   | 6 | 結論   |
| 7 | 限界と展望 | 8 | 参考文献 |



# 目次



背景



研究①



研究③



限界と展望



意義



研究②



結論



参考文献



# 研究の背景

## 旧市場区分

市場第一部

市場第二部

マザーズ

JASDAQ

スタンダード  
グロース

2022/4/4

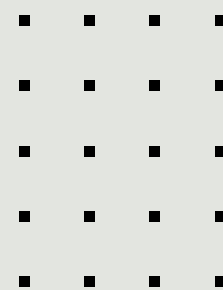
市場区分再編

## 新市場区分

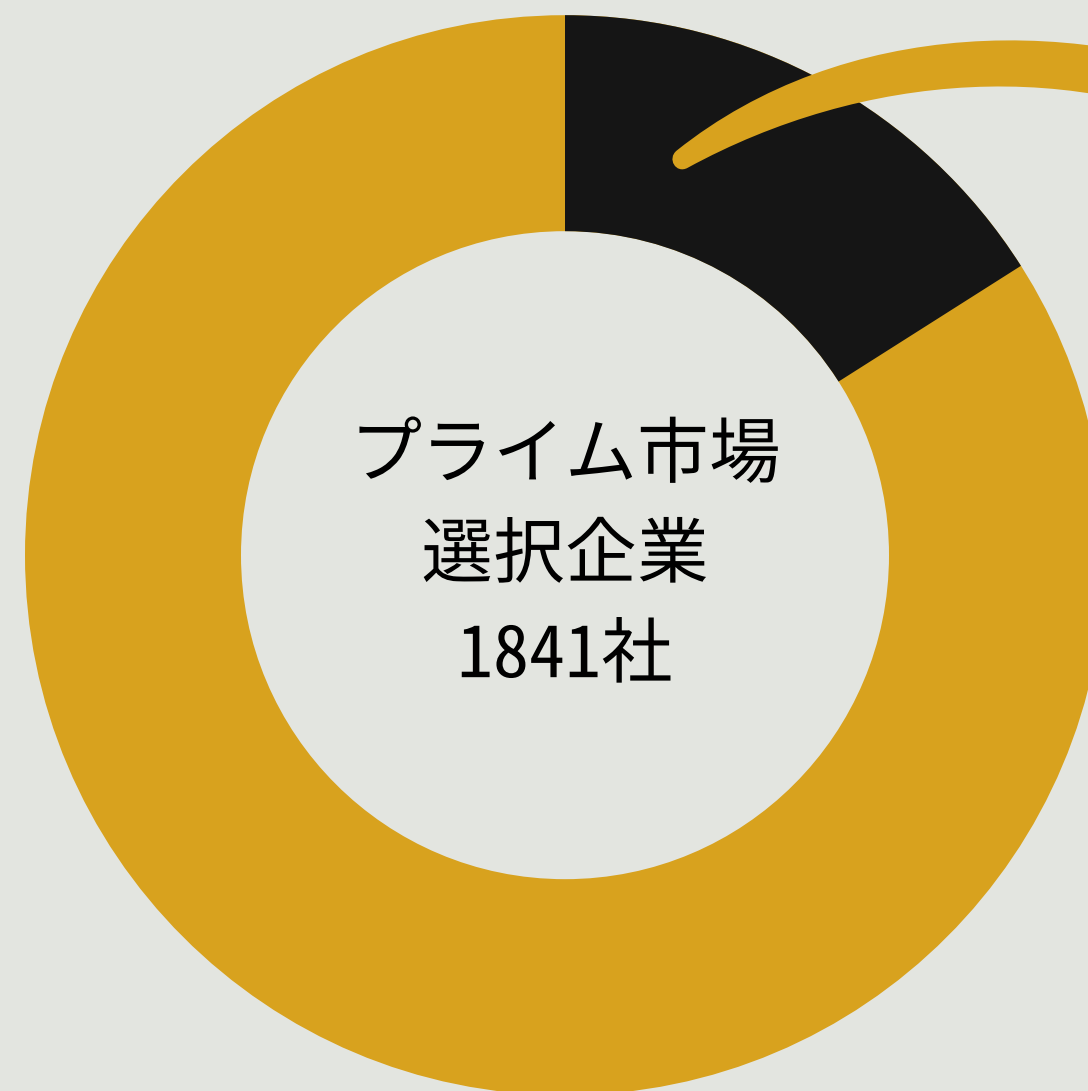
プライム市場

スタンダード市場

グロース市場



# 研究の背景



16%(296社)：上場基準に  
達していない  
⇒経過措置を受けている

# 目次



背景



研究①



研究③



限界と展望



意義



研究②



結論



参考文献



# 研究の意義

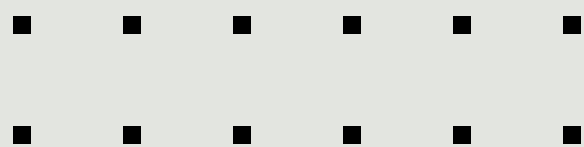
イベントの  
トレンド性



東証に着目



投資家の評価  
ポイントの抽出



# 目次



背景



研究①



研究③



限界と展望



意義



研究②



結論



参考文献







# 研究①

- 仮説

プライム市場に所属することは、今後の成長意欲に対する投資家からの正の評価を得られるのではないか？

➡「**上場基準を満たさないままプライム市場を選択した企業（背伸び企業）の株価は、スタンダード市場を選択した場合と比べ上昇する**」

- 使用するデータ

ヤフーファイナンスから取得した各企業の選択発表日（企業により異なる）の前後の株価の時系列データ

# 研究①

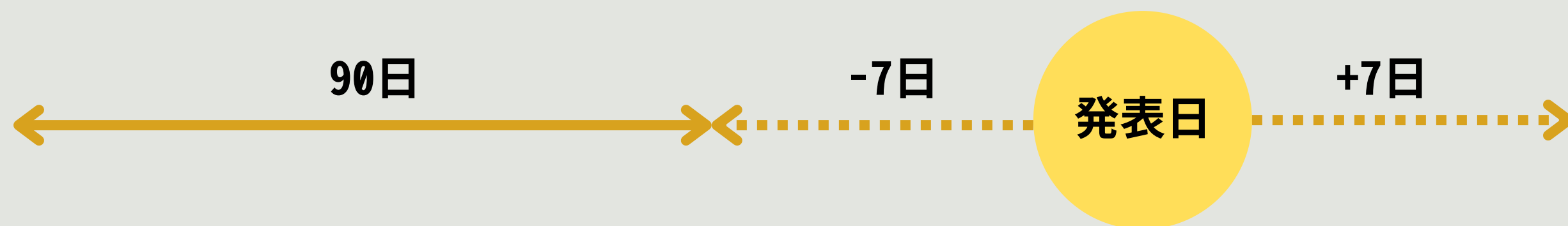
- マーケットモデルによる株価の推定

$$R_i = \alpha + \beta R_m$$

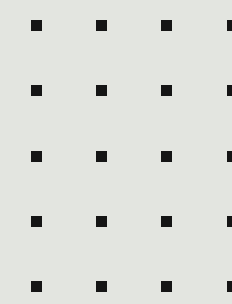
$R_i$ …企業*i*の株価変動率

$R_m$ …株価指数の値（日経平均株価）

$\alpha$ 、 $\beta$ …定数項と回帰係数



- ➡ 推定されたモデルに発表日前後7日分の日経平均株価変動率を代入し、プライム市場選択というイベントが無かった場合の株価変動率の推定値を算出



# 研究①

- CARの算出
    - 実際の株価変動率－推定値＝異常リターン（AR）
    - 累積異常リターン（CAR）：イベントによる効果を表す
- ➔ 各企業のCARの平均値から背伸びの株価への影響が分かる

例) K&Oエナジーグループ（抜粋）

日付	日経平均株価	日経平均株価変動率	株価終値	実際の株価変動率	推定値	AR
12/11/2021	29,609.97	0.01	1501	-0.020874	0.005701	-0.02657
11/11/2021	29,277.86	0.01	1533	-0.007124	0.00403	-0.01115
10/11/2021	29,106.78	-0.01	1544	-0.025253	0.000369	-0.02562

# 研究①

## ● 結果

平均値	-0.01524
標準誤差	0.006771
t値	-2.25106

- CARの平均値はマイナスに有意となった
- ➔ 背伸び（上場基準を満たさずにプライム市場を選択する行為）は株価に負の影響を及ぼす

# 目次



背景



意義



研究①



研究②



研究③



結論

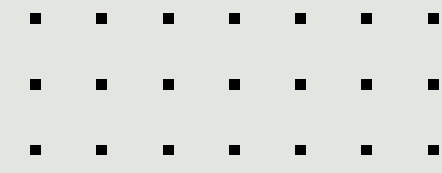


限界と展望



参考文献





## 研究②

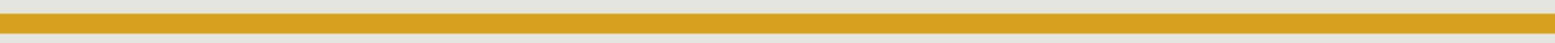
- 有意に負となった原因を調べる  
⇒ 1番の差である未適合基準に着目

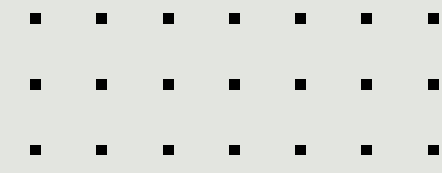
◎説明変数

**未適合の上場基準①～③**

◎コントロール変数

企業年齢・上場後経過年数

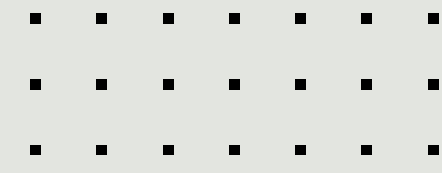




## 研究②

- プライム市場上場の主な基準について
  - ①流通株式時価総額 100億円以上
    - 流通株式数 × 株価
  - ②流通株式比率 35%以上
    - 発行済み株式数のうち流通株式数が占める割合
  - ③売買代金(日平均) 0.2億円以上
    - 株価 × 出来高





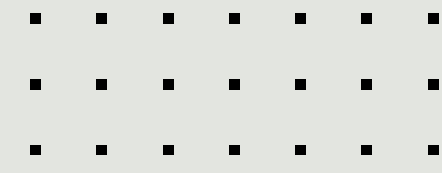
# 研究②

- 企業年齢、未適合基準について

	企業年齢 平均値(年)	基準①	基準②	基準③
プライム企業	58.89	0	0	0
背伸び企業	50.37	230	51	91







# 研究②

## • 結果

なんの成果も!! 得られませんでした!!

決定係数	<b>-0.0055</b>
t 値：基準①	<b>-0.40</b>
t 値：基準②	<b>-0.54</b>
t 値：基準③	<b>1.02</b>

全ての変数について  
帰無仮説を棄却できなかった。



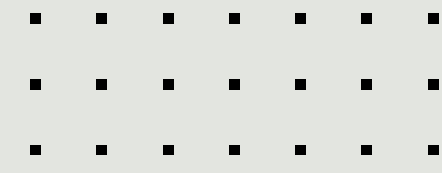
# 研究② 分析結果

. . . . .  
 . . . . .  
 . . . . .

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	293
Model	.045816273	5	.009163255	F(5, 287)	=	0.68
Residual	3.87606402	287	.01350545	Prob > F	=	0.6401
Total	3.92188029	292	.013431097	R-squared	=	0.0117
				Adj R-squared	=	-0.0055
				Root MSE	=	.11621

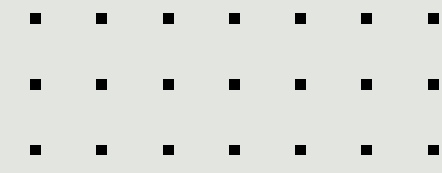
CAR	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
企業年齡	-.0003498	.0004217	-0.83	0.407	-.0011798	.0004801
上場後年齡	.0006063	.0005412	1.12	0.264	-.000459	.0016716
未適合1	-.0080253	.0202227	-0.40	0.692	-.0478288	.0317783
未適合2	-.0118477	.0220069	-0.54	0.591	-.0551631	.0314677
未適合3	.016937	.0166742	1.02	0.311	-.0158822	.0497563
_cons	-.0116726	.0255704	-0.46	0.648	-.0620018	.0386567



# 研究②

- 未適合基準：  
ダミー変数 → 連続変数

◎基準とどの程度離れているのか（乖離幅）を反映



# 研究②

## • 結果

なんの成果も!! 得られませんでした!!

決定係数	<b>0.0093</b>
t 値：基準①	<b>1.76</b>
t 値：基準②	<b>0.54</b>
t 値：基準③	<b>-1.36</b>

(←時価総額のみ10%有意だが)

またしても有意な結果は  
得られなかった。

# 研究② 結果

. . . . .  
 . . . . .  
 . . . . .

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	259
Model	.066873193	5	.013374639	F(5, 253)	=	1.49
Residual	2.27592509	253	.008995751	Prob > F	=	0.1945
Total	2.34279828	258	.009080613	R-squared	=	0.0285
				Adj R-squared	=	0.0093
				Root MSE	=	.09485

CAR	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
企業年齡	-.0001644	.0003616	-0.45	0.650	-.0008764	.0005476
上場後年齡	.0006209	.0004623	1.34	0.180	-.0002895	.0015312
流通時価総額億円	.0064067	.0036392	1.76	0.080	-.0007603	.0135737
流通株式比率	.0079678	.0147339	0.54	0.589	-.0210489	.0369845
平均売買代金億	-.0013764	.0010143	-1.36	0.176	-.003374	.0006212
_cons	-.0335088	.0237394	-1.41	0.159	-.0802608	.0132433

# 目次

1

背景

2

意義

3

研究①

4

研究②

5

研究③

6

結論

7

限界と展望

8

参考文献



# 研究3

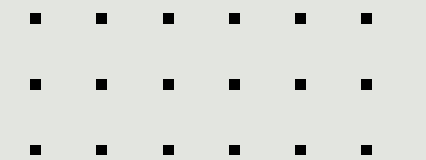
なぜ3つとも有意にならなかったのか？

⇒産業分類が多岐にわたりすぎていて外的条件を十分にコントロールできていなかったからではないか

but

産業分類をコントロールしようとする、十分なサンプル数が得られない…

⇒分類わけしても十分なサンプル数が得られる情報・通信に着目、更にコントロール変数として財務指標を追加して制御を行った



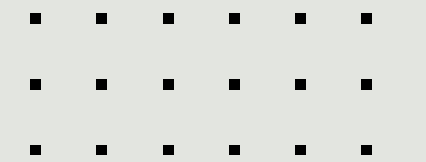
# 研究3 情報通信

## ●同日決算短信ダミー

市場選択の発表と同日に決算短信を発表している企業が多数  
業績発表の影響による株価の変動をコントロールするため

## ●増配・自社株買いダミー

市場選択の発表の前後で増配や自社株買い(株価上昇へ影響)を  
発表している企業





# 研究3 情報通信

財務指標の説明変数を追加

## ●当期純利益/純資産

ROEを用いたかったが、2021年はコロナで1年の中でも業績の変動が激しい。よって、発表直前の四半期の純利益を純資産で割った値を使用

## ●自己資本比率

内部留保の指標として

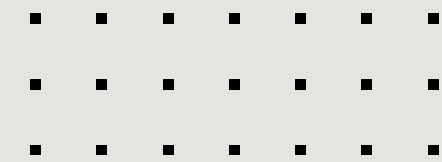


# 研究3 情報通信

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	44
Model	.26198453	11	.023816775	F(11, 32)	=	1.48
Residual	.513463325	32	.016045729	Prob > F	=	0.1858
Total	.775447855	43	.018033671	R-squared	=	0.3378
				Adj R-squared	=	0.1102
				Root MSE	=	.12667

CAR	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
企業年齢	-.0010617	.0026029	-0.41	0.686	-.0063637	.0042403
上場後年齢	.0003737	.0029722	0.13	0.901	-.0056805	.0064279
未適合1	-.3140919	.1081643	-2.90	0.007	-.5344153	-.0937685
未適合2	-.2349716	.0955241	-2.46	0.019	-.4295478	-.0403953
未適合3	.0055753	.0921872	0.06	0.952	-.1822039	.1933544
発表日	.0003069	.0005597	0.55	0.587	-.0008331	.0014469
従業員数単	.0000699	.0001054	0.66	0.512	-.0001448	.0002846
当期純利益純資産	-.2284764	.2621043	-0.87	0.390	-.7623653	.3054126
自己資本比率	-.0019328	.0013535	-1.43	0.163	-.0046899	.0008243
同日決算短信ダミ	.0012509	.0533733	0.02	0.981	-.1074669	.1099687
増配自社株買い	.0109279	.0616549	0.18	0.860	-.114659	.1365148
_cons	-13.21117	24.92589	-0.53	0.600	-63.98354	37.5612



# 研究3 情報通信

●未適合基準①、未適合基準②のみ有意にマイナスの結果に

t 値：基準①

**-2.90**

流通株式時価総額

t 値：基準②

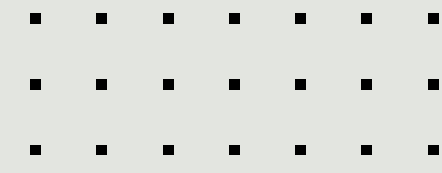
**-2.46**

流通株式比率

t 値：基準③

**0.06**

売買代金(日平均)



# 目次

1

背景

2

意義

3

研究①

4

研究②

5

研究③

6

結論

7

限界と展望

8

参考文献



# 結論

「背伸び」は有意に **マイナス**  
全体に共通して有意な説明変数はない  
「情報・通信」において**流通時価総額**・**流通株式比率**の基準  
の未適合が負に有意



- 投資家は、「背伸び」すること自体を評価していない  
→適合基準を満たしているか否かを評価しているのではないか

# 目次

1

背景

2

意義

3

研究①

4

研究②

5

研究③

6

結論

7

限界と展望

8

参考文献



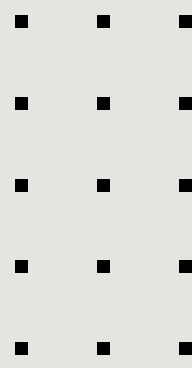
# 本研究の限界と展望

## 限界

- ・ 外的条件の制御
- ・ サンプル数の限界
- ・ 客観的な数値指数のみで企業の株価変動を説明することの限界

## 展望

- ・ プライム移行企業全体の分析(サンプル数)
- ・ 長期的な企業価値変動の分析



# 目次



背景



研究①



研究③



限界と展望



意義



研究②



結論



参考文献





# 参考文献

- ・ 鈴木一功 2015 「段日本の株式公開買付(TOB)前後の株価変動を用いた買収に伴う私的便益の推定」  
財務省財政総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」  
r121\_04.pdf (ndl.go.jp)
- ・ JUN-KOO KANG, ANIL SHIVDASANI, and TAKESHI YAMADA (2000) The Effect of Bank Relations on Investment Decisions:  
An Investigation of Japanese Takeover Bids  
The Journal Of Finance The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover  
Bids (oclc.org)
- ・ 小久保秀俊、宮崎浩一 2004 「増配が株価に与える短期的・長期的影響」日本オペレーションズ・リサーチ学会  
[https://orsj.org/wp-content/or-archives50/pdf/bul/Vol.49\\_01\\_040.pdf](https://orsj.org/wp-content/or-archives50/pdf/bul/Vol.49_01_040.pdf)
- ・ Yahoo!ファイナンス <https://finance.yahoo.co.jp/>
- ・ 各企業のIR資料(個別省略)



THANK YOU



Merry.  
Christmas

