

第二部上場企業および地方上場企業の株主価値

青淵正幸*

I はじめに

2012年4月17日にSankeiBizのWebページにおいて、東証第二部上場の企業数は2002年に比べて3割減少しており、20年前の水準となっていること、さらには、30年にわたって同市場で株式を公開している企業は4割に上っているという記事が掲載された¹。上場企業数が減少している背景には、1990年代後半から2000年代初頭にかけて新興市場の整備が進んだことによる影響もあるだろう。それまでは、まずは既存市場の第二部（東証第二部、大証第二部、名証第二部）や地方市場に上場を果たし、それを足がかりに市場第一部への指定替えや他市場との重複上場を目指す企業が多く見られた。しかし、日本証券業協会による店頭登録銘柄が変わってジャスダック証券取引所が開設されたことや、既存市場である東証がマザーズを、大証がナスダックジャパンといった新興市場を開設したことで、株式新規公開（IPO）を目指す企業にとっては上場する市場の選択肢が増えた。新興市場は既存市場の第二部に比べて上場基準が緩和されていることから²、この市場から第一部へ移行する企業も出始め、第二部や地方の市場では、第一部への上場の足がかりとしての魅力が薄れていったと考えられる。

他方、30年以上にわたって東証第二部に上場を続けている企業の存在は注目に値する。前述のように、市場第二部は第一部へのステップであるならば、第二部上場の企業は第一部へと移り、代わって新規に上場する企業が現れて、市場内では

新陳代謝が起きるはずである。SankeiBizの記事によると、東証第二部の株式は大部分を大株主が保有しているために流通量が少なく、売買代金は東証第一部の300分の1程度にとどまっているという。そのような市場に約4割の企業が30年以上にわたって上場しているということは、上場の目的が資金調達から離れ、別のところに移転している可能性がある。

東京、大阪、名古屋の証券取引所には第二部が設けられており、合計で約750社が上場している（重複上場を含む）。また、札幌と福岡の証券取引所に単独上場している企業が35社（札幌9社、福岡26社）ある（表1参照）。これらの市場には地域の企業も多く、上場の目的は市場からの資金調達や市場変更の足がかりというよりも、知名度を高めることの方が大きいように感じられる。はたして、これら企業の価値は、どのように算定されるのであろうか。一般に示されるモデルによって算定できるのであろうか。この疑問が、本研究の出発点となっている。

近年、財務論のみならず経営学の諸分野においても企業価値を題材とする研究テーマが増えており、企業価値という用語は多様な使われ方をしているが、狭義には企業価値は資金提供者の持分の価値であり、債権者の価値および投資家の価値の合計である。前者は負債価値、後者は株主価値であり、ゆえに企業価値は負債価値と株主価値の和と考えられる。一般に負債は契約に基づくものであるため、負債価値は負債簿価と近似していると考えられている。追加的な契約が行われないう限り、負債価値は変動しない。株主価値は株式時価総額であり、株式市場の取引によってその大きさは変

* あおぶち まさゆき 立教大学経営学部准教授、立教大学大学院ビジネスデザイン研究科准教授

表 1 各市場の上場社数

既存市場		
取引所	部	社数 (うち単独)
東 証	第一部	1,688
	第二部	419
大 証	第一部	503
	第二部	198
名 証	第一部	195 (7)
	第二部	102 (67)
福 証		124 (26)
札 証		70 (9)

新興市場		
取引所	部	社数
東 証	マザーズ	178
大 証	ジャスダック	929
名 証	セントレックス	20
福 証	Q ボード	8
札 証	アンビシャス	8

注：東証および大証の単独上場企業数はホームページ内で確認できなかった。

大証ジャスダックの数値は、スタンダード879社とグロース50社の合計。

出所：各証券取引所ホームページ（2012年10月1日現在）。

化する。企業の経営者が企業価値の創出や増大を口にする場合、それは株主価値すなわち株式時価総額を高めることにほかならず、そのために取引量の多い市場への上場を目指すのは当然と思われる。また、時価総額あるいは株価が上昇すると、新たな資金調達にも有利となることはいうまでもない。

企業価値の測定に関する実証研究は、1990年代中盤以降、わが国でも積極的に行われるようになってきた。とくに、1995年、J. Ohlsonが配当割引モデル（discounted dividend model: DDM）とクリーン・サープラス関係から導き出したOhlsonモデルは、財務諸表数値によって株主価値を測定することが可能であったことから、多くの会計学者らによって研究が重ねられ、実証結果が蓄積されてきた。ただし、その多くは東証第一部上場の企業を対象としたり、東証第一部と第二部に上場する企業の両方を1つのサンプルとしたりしており、第二部や地方上場企業を対象としたものは僅少である。市場の第一部に上場する企業と、第二部や地方の市場に上場する企業、あるいは

は新興市場に上場する企業とでは、上場の目的が同一ではないはずである。とくに、市場第一部と新興市場に挟まれた感がある市場第二部や地方市場の上場企業を評価するには、既存の研究手法に何らかの要素を加える必要があると思われる。その要素を検討する前段階として、本稿では東証第一部上場の製造業と、東証、大証、名証の3市場にある第二部上場および福証、札証単独上場の製造業（以下、第二部・地方グループという）の株主価値をそれぞれ測定し、株主価値の株価説明力に関する比較検討を行うことを目的とする。

II 企業が上場する目的

企業は社会の富の形成を目指し活動を行う。活動には資金が必要であり、家計がそれを負担する。資金の需要者である企業は、資金の提供者である家計を見つけるために情報コストを負担する。家計もまた、自らの資金の提供先である企業を見つけるために、情報コストを負担する。市場は彼らが集う場であり、双方の情報コストの低減が期待される。企業は市場を通じて活動資金を獲得し、その成果として稼いだキャッシュを出資者に還元する。キャッシュの獲得が期待できない企業からは資金が流出し、期待される企業へ投資される。株式市場の役割は、資金の需要者と供給者をつなぐことにある。ならば、その市場に出入りする企業の目的は資金の調達にほかならない。

企業は、経営理念を果たすためにビジョンを策定する。一般にベンチャー企業は資金の調達に苦慮しており、資金調達が容易となるIPOは彼らにとって1つの大きな目標となる。一方で、株式市場にはいわゆるランクがあり、東証第一部への上場は最もハードルが高い。そこで、各市場の第二部や地方の市場で上場を果たし、活動の実績を携えて東証第一部の上場を目指す企業も少なくない。そのように考えると、各市場の第二部や地方市場に上場する企業こそ積極的に資金を獲得し、企業規模の拡大や企業価値の創造を図るために市場を利用すると思われる。

企業がIPOを果たす前後には、日本経済新聞等に当該企業の社長インタビューが掲載され、上場の目的や資金使途を知ることができる。本研究

では、おもに各市場の第二部に上場した企業の社長へのインタビュー記事の一部を概観し、上場目的を確認しよう。

チケット販売最大手のぴあは、2002年1月30日に東証第二部へ上場を果たした。矢内広社長は、デジタルネットワーク時代の競争に勝ち抜くにはシステム開発などの整備が不可欠と考えており、上場目的はそのために必要な資金の調達手段を確保することだとしている（『日経金融新聞』2002年1月22日）。東証第二部上場の翌年（2003年）の5月には東証第一部へ指定替えとなり、同社は第二部を第一部への足がかりとして利用したのである。

カット野菜の卸売業を営むデリカフーズは、2005年12月6日に東証第二部へ上場を果たした。市場からの調達資金約12億円は野菜の成分分析を目的とした研究開発などに充当するという（『日経金融新聞』2005年11月25日）。同社もぴあと同じように、上場によって調達される資金の用途が明確にされている。

2001年4月11日に東証第二部へ上場した米飯メーカーの佐藤食品工業や、2006年9月22日に同市場へ上場した工作機械メーカーのミヤノ（現シチズンマシナリーミヤノ）³は、いずれも調達資金を負債の圧縮に使用し、財務体質の強化・充実を目的としている（『日本経済新聞』2001年3月8日、『日経金融新聞』2006年9月8日）。なお、佐藤食品工業は、上場の目的として信用力の向上も掲げている。

佐藤食品工業のほかにも、2000年7月7日に東証第二部と大証第二部に上場したイムラ印刷では、上場の目的として知名度の向上による優秀な人材の確保と、資金調達手段の多様化を挙げており（『日経金融新聞』2000年6月22日）、また同年

10月に東証第二部に上場し、その2年後に東証第一部に指定替えしたコンピュータ周辺機器メーカーのローランドDGの富岡昌弘社長は、上場の目的として、資金調達に加えて知名度や信頼性の向上や優秀な人材の確保、1つのスタンダードを持つことで同社の代理店が営業に自信を持つことを掲げている（『日本経済新聞』2000年11月21日）。いずれも複数の上場目的を有しており、新聞記事から上場目的の優先度を推し量ることは難しい。

一方、市場を通じた資金調達以外の目的で上場を果たした企業もある。1997年4月10日に名証第二部へ上場したイビデン工業（現イビデングリーンテック）⁴では、株式を公開する目的は、知名度を上げ、優秀な学生を確保することとしている（『日経金融新聞』1997年4月2日）。また、静岡県を中心にちゃんこ料理チェーン店を展開していた江戸沢（2009年にジー・テイストとの吸収合併により消滅会社となる）⁵の松岡久也社長は、東証第二部への上場に際して「知名度がないところへ出て行くとき、上場による知名度向上は大きな力になる。資金調達のための上場という意味はほとんどない。市場から調達しなくても、新規出店できる財務状況にある。」（『日本経済新聞』1998年9月15日）とコメントしている。いずれも、市場による資金調達機能を求めての上場ではない。このような傾向は地方に位置する企業に多く見られる⁶。すなわち、市場第二部上場企業や地方市場の上場企業にとって、東証第一部上場企業に比べると日々の株価や出来高への関心は相対的に低いものと考えられる。表2は、市場第二部および既存市場が開設した新興市場において、2011年度（2011年4月1日～2012年3月30日、市場開設日数246日）に日々株価終値がついた日数を示している。

表2 市場第二部および新興市場における株式取引日数

	企業数	最小値	最大値	平均	標準偏差
東証第二部	384	55	246	218.57	37.69
大証第二部	171	43	246	192.87	53.34
名証第二部	67	3	246	144.33	63.45
福証	25	40	246	126.64	58.74
札証	9	79	183	110.11	31.57
セントレックス	20	88	246	189.40	51.58
Qボード	8	55	215	115.56	58.89
アンビシャス	7	29	246	140.00	63.72

出所：日経 NEEDS-Financial QUEST より筆者作成。

8つの市場のうち6つは、毎日取引が行われた企業が存在している一方、値がつかない日が続く企業も少なくない。名証第二部では、年間で3日しか取引が成立しない企業（大日本木材防腐）も見受けられた。東証第二部や大証第二部では平均値は比較的高く、毎日のように値がつく傾向にあるが、地方市場や新興市場では値のつかない日も多いことが確認される。

以上を鑑みると、市場第二部や地方市場に上場する企業の株価には、当該企業の株主価値が十分に織り込まれていないと考えられる。よって、これまで蓄積されてきた研究と同様の方法で株主価値による株価説明力を求めると、市場第二部や地方市場の上場企業の株価説明力は市場第一部の企業に比べて相対的に低いものになることが予想される。そのような結果となった場合、市場第二部や地方市場の株主価値の測定に関する分析を行う際には、市場第一部とは異なった変数が必要であることを暗示することになる。つまり、市場第二部や地方の市場に上場する企業の目的は、資金調達に加えて上場していることそのものにあるため、これらの企業の1株あたりの株主価値である理論株価は、第一部上場企業に比べて相対的に実際の株価を説明していないと考えられる。そこで、東証第一部の製造業と第二部・地方グループをサンプルにとり、株価説明力の比較を行う。その結果は、東証第一部の製造業の株価説明力が第二部・地方グループのそれを上回ると考えられる。また、補完的な分析として、第二部・地方グループを市場ごとにセグメントして比較した場合、東証第二部や大証第二部は名証第二部や地方上場に比べて株価説明力が高いのではないと思われる。その根拠は市場での取引が活発か否かにある。

Ⅲ リサーチデザイン

1 株主価値の評価モデル

企業価値や株主価値を評価する方法としては、インカムアプローチ、コストアプローチ、マーケットアプローチの3つが知られている。

インカムアプローチは、企業が将来にわたって稼得するであろうインカムの現在価値総計が当該企業の価値になるという考え方であり、企業は永

続するという念頭に置いている。コストアプローチは純資産を当該企業の価値とする考え方である。一般にコストアプローチは清算価値や解散価値を示すと言われており、継続企業の価値を示すものではないことに留意する必要がある。マーケットアプローチは類似業種や類似企業との比較によって企業価値を類推する手法であり、財務データの開示内容が乏しい株式未公開企業の評価に適している。ただし、類似業種や類似企業の選択は難しい。

本研究は継続を前提とした上場企業を分析の対象としているので、インカムアプローチによって株主価値の評価を行う。インカムアプローチには、財務論の古典的なモデルであるDDMやDCF (discounted cash flow) モデル、Ohlsonモデルに代表される残余利益 (residual income) モデルがある。DCFモデルは企業価値を算出するモデルであり、株主価値は測定された企業価値と負債価値の差として認識される。これに対し、DDMや残余利益モデルは株主の価値を直接的に求めるモデルである。本研究の目的は株主価値の測定にあるので、後者のいずれかが適している。DDMは配当によるインカムゲインとキャピタルゲインによって株式価値 (1株あたりの株主価値) を測定するモデルである。わが国でも業績連動型の配当政策を行う企業が増えてきているものの、未だ安定配当額政策を採る企業が多いだろう。また、市場第二部や地方の市場に上場する企業の配当政策は、第一部の企業よりも恣意的である可能性もある。よって、DDMでの株式価値の測定は困難ではないかと考えられる。そこで本研究ではOhlsonモデルを使用し、財務諸表数値を用いて実証分析を行う。

Ohlsonモデルによる株主価値は、以下の算式にて推定される。

$$V_t = B_{t-1} + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_i - re \cdot B_{t-1}}{(1+re)^i} \dots\dots\dots (1)$$

- V_t : t 期における株主価値
- B_t : t 期における純資産簿価
- E_t : t 期における期待利益
- re : 株主資本コスト

右辺第1項は期首純資産簿価を示し、第2項の分子は期末以降にもたらされる期待利益から株主要求利益を控除した超過利益 (abnormal return)

を意味する。それを現在価値に割り引いて合計したものが第2項である。ただし、分子の超過利益が一定であるならば、等比級数の和の公式に従い、株主価値 V_t は以下の算式にて計算することが可能となる。本研究では、(2) 式を株主価値評価モデルとして計算を行う。

$$V_t = B_{t-1} + \frac{E_t - re \cdot B_{t-1}}{re} \dots\dots\dots (2)$$

2 回帰式

本研究では、測定された株主価値を1株あたりに換算した理論株価と、実際の株価を回帰することで、株主価値の株価説明力を検証する。用いられる回帰式は次のとおりである。独立変数(説明変数)は1株あたりの純資産簿価と、同じく1株あたりの割引超過利益、従属変数(被説明変数)は株価を用いる。1株あたりの割引超過利益は同一と仮定し、それが永続すると仮定している。分析に用いる回帰式は、以下の(3)式となる。

$$P = \alpha + \beta_1 B_S + \beta_2 AR_S + \varepsilon \dots\dots\dots (3)$$

- P : 株価終値
- B_S : 1株あたりの純資産簿価
- AR_S : 1株あたりの割引超過利益
- ε : 誤差項

3 変数の説明

回帰式に用いる従属変数の株価は、決算月の株価終値を用いる。企業側による会計情報の開示は決算から45日以内に決算短信という形で行われるが、決算の約1ヵ月前より新聞やニュース等で企業の決算予想が流れていることから、決算月の株価終値には当期の業績および次期以降の業績期待が織り込まれている可能性が高い⁷。そこで、本研究では従属変数として決算月の株価終値を用いることとする。ただし、決算月に取引が成立していない場合は、当該年度の最終の取引価格を用いることとする。

超過利益の算定に用いるための利益には、実績利益を使用する。藤井・山本(1999)や青淵(2003a)、青淵(2003b)では、実績利益のほか、アナリストによる予測利益を使用したモデルでの実証分析が行われており、いずれもアナリスト予想利益を利用する方が、決定係数が高いことが確認されている。ただし、その際に用いられた実績

利益は、単年度のものが使用されている。一般に利益はキャッシュフローに比べて平準化が行われている傾向にあり、キャッシュフローに比べると年度間の振幅の幅は小さいといわれているが、それでも単年度の利益を使用することで何らかの影響があることは否定できない。そこで、本研究では、5期分の実績利益の平均値を使用することで、単年度の数値を用いることの影響の縮小を試みた。また、超過利益の算定には本来は税引後当期純利益を用いる。しかし、近年は会計の国際化を念頭に置いた会計制度の変更が相次いでおり、変更の際に発生する収益や費用は特別損益項目に計上されている。そこで本研究では、超過利益の計算に税引後経常利益を使用することとした⁸。すなわち、5期分の税引後経常利益の平均値を用いて算定された超過利益が永続するとの仮定を置くこととなる。

超過利益を割引くための株主資本コストはCAPMで推定する。リスクフリーレートは国債の平均利回りを、市場全体の株式投資収益率は財団法人証券経済研究所が提供するデータを参考にしている。マーケットベータは日経NEEDSに収録されている対TOPIX(60ヵ月)を使用している。

なお、分析にあたっては外れ値について考慮する必要がある。本研究では独立変数2変数と従属変数を用いて回帰分析を行い、残差の標準偏差が $\pm 3\sigma$ を超過したサンプルを外れ値として認識し、それを除外した上で再度回帰分析を行う。

IV 実証分析と結果

1 サンプル

本研究のサンプルは、東証第一部、東証第二部、大証第二部、名証第二部および福証、札証に単独上場している3月期決算の製造業で、対象は2011年度(2012年3月期)の単年度である。製造業であるか否かは日経分類に従う。財務データおよび株価データ等は日経NEEDS-Financial Questより取得した。

取得されたデータは、欠損値があるなどの理由により、そのままでは使用できない。そのため、
① 決算期間が12ヵ月に満たない企業(決算期を

表 3 サンプルの基本統計量

市場		最小値	最大値	平均値	標準偏差
東証第一部 (<i>n</i> : 659)	<i>P</i>	19.00	146,800.00	7,283.64	13,859.67
	<i>B_S</i>	10.87	15,370.71	1,040.39	1,137.79
	<i>AR_S</i>	-1,990.39	40,872.94	1,906.70	3,348.82
第二部・ 福証・札証 (<i>n</i> : 271)	<i>P</i>	6.00	32,400.00	2,183.36	4,488.42
	<i>B_S</i>	2.81	3,955.27	768.48	682.76
	<i>AR_S</i>	-2,687.69	12,746.55	1,083.75	1,802.47

変更した企業)、② 株価終値とマーケットベータのいずれか、もしくは両方の値が欠けている企業を除外する。また、東証・大証・名証第二部上場および福証・札証単独上場の製造業は20年連続して上場を維持している企業のみを対象とし、比較的近年に上場した企業はサンプルから除外する。長期間にわたって第二部あるいは地方市場に上場しているということは、上場の目的が資金調達以外にあるかもしれないと考えるからである。

Ohlson モデルは理論モデルであるため、実証分析を行う際に超過利益をどのように考えるかが問題となる。前節で確認したとおり、本研究では将来予測利益の代理変数として5期分の経常利益の単純平均値を使用して超過利益を算定し、それが永続するものと仮定して回帰式を設定している。よって、5期分の経常利益が取得できない企業はサンプルから除外した。なお、2011年度を含む連続した5期には、リーマンショックを経験した2008年度が含まれる。2008年度の財務データは大きく歪められていることが確認できる⁹。したがって、2008年度のデータを用いると分析結果に影響が出ることが懸念される。そこで、本研究では、2008年度を除いた5期、すなわち、2006年度、2007年度、2009年度～2011年度の5期分のデータを用いて、経常利益の平均値を算出している。さらに、債務超過に陥っている企業、つまり純資産簿価が負の企業も対象から除外した。以上の結果、サンプルは東証第一部上場の製造業が659、東証・大証・名証の第二部および福証・札証単独上場（第二部・地方グループ）の製造業が271となった。後者のサンプル数271のうち、東証第二部が167で約6割を占める。大証第二部が76、名証第二部は24で、福証は3、札証は1となった。第二部・地方グループのうち地方単独上場のサンプルは4（1.5%）に留まっており、実質

表 4 東証第一部による変数間の相関

	<i>P</i>	<i>B_S</i>	<i>AR_S</i>
<i>P</i>	1.000		
<i>B_S</i>	0.802	1.000	
<i>AR_S</i>	0.780	0.761	1.000

表 5 第二部・地方グループによる変数間の相関

	<i>P</i>	<i>B_S</i>	<i>AR_S</i>
<i>P</i>	1.000		
<i>B_S</i>	0.690	1.000	
<i>AR_S</i>	0.617	0.642	1.000

的には東証第一部と3市場の第二部との比較ということになる。

表3にはサンプルの基本統計量が示されている。*P*は2012年3月の株価終値、*B_S*は1株あたりの純資産簿価、*AR_S*は1株あたりの割引超過利益総計である。また、1単元が1,000株でない企業については、1単元が1,000株相当となるように、株価と発行済株式数を調整している。表4および表5は変数間の相関を示したものである。変数間の相関は、東証第一部の方が高いことが確認できる。

2 分析結果と解釈

表6には、東証第一部と第二部・地方グループを対象とした回帰分析の結果が示されている。いずれの変数も統計的に有意であることが確認された。調整済決定係数は東証第一部が0.778であり、第二部・地方グループは0.520となった。Ohlsonモデルによる同様の実証分析の結果でも、決定係数は0.5～0.8であることを勘案するとおおむね想定範囲内の結果であるといえよう。標準化係数を観察すると、東証第一部は*B_S*が0.518で*AR_S*は0.447、第二部・地方グループは*B_S*が0.504で*AR_S*は0.298となっている。変数*B_S*の

表6 東証第一部と第二部・地方グループによる回帰結果の比較

市場	n	a	β_1	β_2	$adj.R^2$
東証第一部	659	-0.031 (-2.316)**	0.482 (20.766)***	0.411 (17.915)***	0.778
第二部・地方 グループ	271	-0.066 (-2.154)**	0.387 (9.486)***	0.240 (5.608)***	0.520

***は1%水準で有意、**は5%水準で有意である。

表7 第二部・地方グループの市場ごとによる分析結果

市場	n	a	β_1	β_2	$adj.R^2$
東証第二部	167	0.014 (0.333)	0.390 (6.845)***	0.411 (6.582)***	0.595
大証第二部	76	-0.101 (-1.674)*	0.321 (3.949)***	0.544 (7.142)***	0.717
名証第二部・ 福証・札証	28	-0.140 (-1.404)	0.531 (4.668)***	-0.027 (-0.309)	0.557

***は1%水準で有意、*は10%水準で有意である。

効きについてはどちらも変わらないが、東証第一部では変数 AR_S が相対的に効いていることが確認された。東証第一部の調整済決定係数が相対的に高いのは、第二部・地方グループに比べて取引が活発であり、多くの投資家が市場に参加して企業の評価を行っているため、株主価値が適正に評価され、株価に反映しているためではないかと考えられる。裏を返すと、Ohlson モデルによって測定された第二部・地方グループの株主価値は東証第一部ほどの株価説明力を有していないことを意味しており、同市場の評価には追加的な変数を採用することも検討すべきであると思われる。どのような変数を追加すべきであるかは、試行錯誤を繰り返す中で探していくことになろう。

追加的な変数の探索を行う手がかりとして、第二部・地方グループをそれぞれの市場ごとにセグメントすることも有効であろう。第二部といっても、たとえば東証と大証では、イムラ印刷のような一部の重複上場企業を除いて、市場への参加企業は異なっているはずである。とくに、東証第二部には新潟証券取引所および広島証券取引所の上場企業が併合され、同様に大証第二部には京都証券取引所に上場していた企業が現在も含まれている¹⁰。証券取引の電子化は市場の地理的な要素を取り除いたが、それでも市場ごとの特徴は残されているはずである。

表7には、東証第二部、大証第二部、名証第二部と福証・札証の3つにセグメントした回帰分析の結果が示されている¹¹。調整済決定係数は順

に0.595、0.717、0.557となっており、セグメント前の決定係数0.520と比べると、いずれも高くなっている。つまり、市場を無視して第二部という括りで企業をまとめると、逆に何らかのノイズが混入し、決定係数を押し下げることが確認された。

また、東証第二部、大証第二部では、いずれの独立変数とも統計的に有意であることが確認されたのに対し、名証第二部・福証・札証は変数 AR_S が有意な結果とはならなかった。さらに、その変数 (AR_S) の符号が負となっている。これは超過利益が減少すれば株価が上がることを意味しており、投資家がそのようなことを望んで投資を行うとは考えられない。よって、名証第二部・福証・札証の結果は意味があるものとは思われない。このように、名証第二部・福証・札証の結果が不安定であるのは、サンプル数が少ないためかとも思われるが、はたしてサンプル数の問題であるのか、それとも結果を大きく歪めるサンプルが混入していたのかは、精査の結果を待つことになる。

セグメントによる分析の結果、大証第二部の株価説明力が東証第二部よりも高くなり、東証第一部 (0.778) に近いのは興味深い。大証第二部の標準化係数を観察すると、 B_S が0.329であるのに対して AR_S は0.595であり、後者が効いていることが確認された¹²。

V 結論と今後の課題

本研究は、近年、資金調達のためという目的を失いつつあるとも思われる市場第二部上場企業および地方単独上場企業に焦点を当てた研究である。それら企業による株主価値の評価を、活発に取引が行われている市場第一部、とくに東証第一部と同様の手法で行えるものか否かという疑問からスタートした。株式市場は企業と家計の間での資金移動を円滑に行うという目的を有しており、企業には資金調達の場としての利用が期待されている。ところが、近年に市場第二部へ上場する企業の中には、資金調達とは異なった目的、すなわち知名度の向上による人材の確保などを目的とした上場も散見されている。企業による上場の目的や維持が本来的なものから逸脱しているならば、株主価値評価モデルにも何らかの工夫を取り入れなければならない。そこで、本研究では、資金調達目的で上場しているであろう東証第一部の製造業と、上場目的が多様化しつつあると考えられる第二部・地方グループのデータを使用し、同一の株主価値評価モデルによって株主価値を測定して株価説明力の検証を試みた。その結果は以下のとおりである。

東証第一部と第二部・地方グループの調整済決定係数は0.778と0.520であり、東証第一部の方が高い説明力を有していることが確認された。つまり、第二部・地方グループでは、相対的に株価は株主価値を表現していないことを意味している。回帰分析は、独立変数で従属変数をどれだけ説明できるかを統計的に測るものであるから、株価が測定された株主価値よりも過大に評価されているか、過小に評価されているかは判断がつかないが、そのばらつきを収束させるには、追加的な変数を採用すべきであろう。たとえば、市場第二部にIPOを果たした社長たちがいうように、知名度や評判といったものを定量化して、モデルに組み込むのも1つの方法である。

また、市場第二部をそれぞれの市場ごとにセグメントした結果、東証第二部に比べ大証第二部の調整済決定係数が高い結果を示した。表2からも推察されるように、2つの市場を比較すると、東

証第二部の方が取引は活発のようにも映る。それにもかかわらず、大証第二部の方が株価説明力が高いということは興味深く、その原因の究明を検討する必要があるだろう。

本研究の貢献は、あまり取り上げられることのない市場第二部や地方単独上場企業の評価に焦点を当てたことである。最終的な目標は第二部上場や地方上場企業の株主価値を評価する際に加味される追加的な情報（たとえば定性情報）を特定することにある。そのためには、以下のような課題に取り組む必要があるだろう。

第1はサンプルの拡大である。本研究は2012年3月期をサンプルの対象としている。そのため、十分なサンプル数を確保できたとまでは言い切れない。サンプルを複数年に拡大し、あるいは年度ごとに測定を行うなどの研究を重ね、本研究の結果の頑健性を高める必要がある。頑健性の確認には、Ohlsonモデル以外の評価モデルを用いることも必要である。

第2は、第二部上場や地方上場企業の個別データを用いた事例分析を行うことである。これら企業の中には、未上場企業と変わらない規模の企業も存在するだろう。個別に企業のデータを観察した事例分析を通じて、第二部上場や地方上場企業の特徴を掴むことが、追加的な情報にたどり着く一歩となる。上場企業の中でも中小規模に相当する第二部上場や地方上場企業の株主価値評価モデルが考案されたならば、未公開企業の評価への応用も期待されることになる。

注

- 1 <http://www.sankeibiz.jp/business/news/120417/bse1204170505002-n1.htm>を参照のこと。
- 2 たとえば、東証の本則市場への上場には連結純資産額が10億円以上であり、直近2年間の経常利益が5億円以上または時価総額が500億円以上という要件が付されているが、マザーズには付されていない。極論からすれば、他の要件を満たせば2期連続で赤字であっても、マザーズでは上場が可能である。また、上場時の株主数や流通株式数についても、本則市場より大幅に緩和されている。詳しくは東証証券取引所ホームページ「上場審査基準概要（マザーズ）」を参照のこと。http://www.tse.or.jp/rules/listing/stlisting_mo.html
- 3 ミヤノは2008年にシチズンホールディングスの子会社となり、2010年には同社の完全子会社となって東証

- 第二部の上場廃止となった。2011年にシチズンマシナリーとの経営統合で、現社名となっている。
- 4 イビデン工業は、1998年に造園工事大手の三井不動産グリーンテックと合併し、商号をイビデングリーンテックに変更した。2005年、イビデンの完全子会社化に伴い、上場廃止となった。
- 5 江戸沢は2007年に社名をグローバルアクトと変更したのち、2009年にジー・テイストに吸収合併されて、上場廃止となった。
- 6 筆者が福証および札証を対象に行ったヒアリング調査でも、上場管理部の所員より同様のコメントが示されている。
- 7 青淵 (2003a) では3月期決算企業における同様の回帰分析を行う際、従属変数に3月株価終値 (決算月)、5月株価終値 (決算短信発表月)、6月株価終値 (株主総会開催月) の3種類を用いて検証を行ったが、結果 (回帰決定係数) に大きな差異はみられなかったとしている。
- 8 税引後経常利益は、実効税率を40%と見立て、経常利益 $\times(1-0.4)$ で計算している。
- 9 たとえば、青木 (2012) によれば、日本企業の2008年度のROEやROA、売上高営業利益率はリーマンショックの影響で前年度より大きく落ち込んでいることが確認できる。青木 (2012), 207-208頁, 212-213頁を参照。
- 10 新潟証券取引所と広島証券取引所は2000年3月に閉鎖されて東証第二部に、京都証券取引所は2001年3月に閉鎖されて大証第二部に併合された。
- 11 名証第二部と福証と札証はサンプル数が少ないため、それぞれ単独での回帰分析は意味をなさないと思われる。そこで、第二部・地方グループを東証第二部、大証第二部、その他の3つに区分して分析を行うことにした。結果として、名証第二部と福証、札証を一括りとするようになった。ただ、福証のサンプル数は3、札証は1であるため、名証第二部のみ (サンプル数24) での回帰結果と大きな相違はなかった。
- 12 東証第二部の独立変数の標準化係数は、 B_S が0.438であり、 AR_S は0.421であった。

参考文献

- Frankel, Richard and Charles M. C. Lee (1998), "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-sectional Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.25, No.3, pp.283-319.
- 青木茂男 (2012), 『要説経営分析 [四訂版]』森山書店。
- 青淵正幸 (2003a), 「測定された株主価値による株価説明力の検証」『年報経営分析研究』第19号, 35-43頁。
- 青淵正幸 (2003b), 「製造業における株主価値の株価説明力」『工業経営研究』第17号, 82-86頁。
- 青淵正幸 (2005), 「測定された企業価値と株式の流動性」『年報経営分析研究』第21号, 10-17頁。
- 青淵正幸 (2012), 「資本構成の相違による株主価値の株

- 説明力」『立教ビジネス・レビュー』第5号, 18-28頁。
- 赤石篤紀 (2008), 「企業価値評価の実際」『北海学園大学経営論集』第5巻第4号, 23-38頁。
- 石川博行 (2000), 『連結会計情報と株価形成』千倉書房。
- 亀川雅人 (2009), 『ファイナンシャル・マネジメント——企業価値評価の意味と限界』学文社。
- 後藤雅敏 (1997), 『会計と予測情報』中央経済社。
- 桜井久勝 (2008), 「残余利益モデルによる株式評価——非上場株式への適用をめぐる」『税務大学校論叢』40周年記念論文集, 171-200頁。
- 清水馨 (2005), 「企業経営と業績との因果関係の検証——一部二部上場製造業のべ2,048社のアンケートデータと10年間の業績データとの分析を通じて」『千葉大学経済研究』第20巻第1号, 51-81頁。
- 柴健次・須田一幸・薄井彰編著 (2008), 『現代のディスクロージャー——市場と経営を革新する』中央経済社。
- 須田一幸 (2000), 『財務会計の機能——理論と実証』白桃書房。
- 藤井秀樹・山本利章 (1999), 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究——Ohlsonモデルの適用と改善の試み」『会計』第156巻第2号, 14-29頁。

[付記]

本稿は独立行政法人日本学術振興会科学研究費補助金・基盤研究 (C) (課題番号: 22530490) の助成を受けた研究成果の一部である。