

社名変更に対する株式市場の反応

坂 野 友 昭
恩 蔵 直 人

1. はじめに

1980年代にはいると、社名を変更する企業が急速に増加した。1981年4月から1992年3月までに、東証1部上場企業で社名を変更した企業は175社に及ぶ。1992年4月1日から10月1日までをみても、「協和埼玉銀行」から「あさひ銀行」、「日本エヤーブレーキ」から「ナブコ」、「トーヨーサッシ」から「トステム」など、すでに18社が社名を変更している。社名の変更は、依然として活発だといえる。

こうした社名変更は、企業にどれだけの効果をもたらすのだろうか。従来、イメージの改善、売上高の増加などで、その効果を分析することが多かった。たとえば、日本経済新聞社が毎年実施している「日経企業イメージ調査」をみれば、社名変更の効果をある程度測定することができる（日本経済新聞社、1992）。また、売上高や利益率などの会計指標も、社名変更の効果を測定するモノサシとしてよく利用される。しかしながら、企業イメージや売上高に影響を及ぼす企業活動は非常に多い。いずれを用いるにしても、社名変更の効果をどれだけ純粋に測定できるのかは疑問である。

そこで、われわれは株価の変動に着目することで、社名変更固有の効果を浮

き彫りにすることを試みた。社名変更の公表によって、投資家は何らかの実質的变化が当該企業に将来起こることを予測し、その予測を株価に織り込む。したがって、株価に織り込まれるこの予測の部分が抽出できれば、それを社名変更個有の効果と捉えることができる。

企業は、さまざまな理由で社名を変更する。社名変更の理由としては、「合併・吸収」、「多角化、事業領域の拡大」、「ブランド、略称・通称への変更」、「イメージ刷新、新イメージ創造」、「系列、傘下入り」などがあげられる。いずれにせよ、企業は、経営全般の革新、企業イメージの向上、社内の活性化、人材の確保など、何らかのプラスの効果を期待して、社名を変更しているはずである。

では、そういった社名変更に対して株式市場はどのような判断を下すのであろうか。社名変更は株価の上昇をもたらすのであろうか。それとも株価の下落をもたらすのであろうか。こうした疑問に答えるために、イベント・スタディーの手法を用いて、社名変更に対する株式市場の反応を実証的に分析した。イベント・スタディーとは、元々、財務論の分野で開発された手法である。現在では、合併・買収、多角化、設備投資、新製品開発などの公表が株価に及ぼす影響を分析する際に、この手法はアメリカで最も一般的に使用されている。

本研究では、東証 1 部上場企業において 1981 年 4 月から 1991 年 3 月までに行われた社名変更を対象に、社名変更が株式市場に及ぼす影響を株価の日次データを用いて分析した。

2. これまでの研究

社名変更が株式市場に及ぼす効果に関する研究は、わが国ではこれまでまったくなく、米国においても若干あるのみである。また、米国の研究結果も必ずしも一貫しているわけではない。以下が米国においてこれまでになされた研究である。

(1) Horsky & Swyngedouw の研究

Hornsky & Swyngedouw (1986) は、1981年1月から1985年5月までにダウ・ジョーンズ・ニュース・サービスで報告された58の社名変更を対象に実証分析を行った。彼らは、市場モデルに基づき、 $t = -250$ から $t = -6$ までの245日間のデータを用いて α と β の2つのパラメータを推定し、それをもとに社名変更の発表日 ($t = 0$) における異常収益 (AR) を算出した。その結果、ゼロ日における AR は+0.61%であり、5%水準で統計的に有意であった。すなわち、社名変更は市場においてプラスの反応を示したのである。ついで、どのような要因がよりプラスの反応をもたらすかを検討するために、 t 値 (すなわち、ゼロ日における標準化された AR) を従属変数に置き、社名変更が大幅なものかどうか、産業財を販売しているかどうか、消費財を販売しているかどうか、社名変更前の企業業績 (-153 日から -6 日までの CAR) などを独立変数として含んだ回帰分析を行った。その結果、産業財を販売している企業、ならびに社名変更前の企業業績が相対的に悪い企業において、社名変更の市場におけるプラスの効果がより大きいことがわかった。

(2) Bosch & Hirschey の研究

Bosch & Hirschey (1987) は、1979年から1984年までの6年間にウォール・ストリート・ジャーナル紙で公表された79の社名変更のケースを対象に実証分析を行った。彼らは、市場モデルに基づき、 $t = -200$ から $t = -21$ までの180日間のデータを用いて α と β の2つのパラメータを推定し、それをもとに $t = -10$ から $t = +10$ までの21日間について残差を算出した。その際、社名のすべての要素が変更になる「大幅な社名変更」とそれ以外の「わずかな社名変更」に区分して、分析を行った。その結果、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が、その効果はあまり大きくないことがわかった。社名変更の発表日 ($t = 0$) にはプラスの反応があったが、有意ではなかった。社名変

更に対する主たる反応は、公式発表日の5日前($t=-5$)に生じており、その効果は統計的に有意であった。さらに、-10日から0日までの累積平均異常収益(CAR)は+2.30%であり、統計的に有意であった。ただし、+1日から+10日までのCARは-1.97%であり、社名変更の発表前の10日間に生じたプラスの効果の86%を消し去ってしまった。このことは、ウォール・ストリート・ジャーナル紙で公式に発表される前に、社名変更に関する情報が市場で部分的に知られていたことを示唆している。また、「大幅な社名変更」の場合には、変更の効果はまったくみられなかった。それに対して、「わずかな社名変更」の場合には、それほど大きくないが、プラスの反応がみられた。

(3) DeFusco, Karels & Muralidhar の研究

DeFusco, Karels & Muralidhar (1988) は、1979年1月から1986年11月までの期間にニューヨーク証券取引所およびアメリカ証券取引所の上場会社で社名変更の発表を行った314のケースを対象に実証分析を行った。その際、旧社名が新社名において認識できない「大幅な社名変更」、旧社名が依然として認識できるが新社名が会社の異なるもしくはより広範な方向を示す「中くらいの社名変更」、およびほんのわずかな変更にすぎない「わずかな社名変更」に区分した。まず、通常のイベント・スタディーの方法にしたがって、-2日から+2日までのCARを算出したところ、サンプル全体のCARは+0.17%であった。社名変更の発表は、全体としてプラスの市場反応を生み出したが、統計的には有意でなかった。また、「大幅な社名変更」、「中くらいの社名変更」および「わずかな社名変更」に分けて分析を行ったが、そのいずれに対しても有意な市場の反応は得られなかった。さらに、社名変更の発表日の前後にARが有意に上昇するかどうかを調べるために、インターベンション・アナリシスを行った。しかしながら、社名変更の発表はARの時系列に対してまったく影響を及ぼしていなかった。

以上のように、米国の研究結果としてわかったのは、社名変更に対する株式市場の反応が全体的にみるとプラスであるが、その効果がきわめて小さかったということだけである。そのほか、社名変更の程度（すなわち、大幅な社名変更とわずかな社名変更）、産業の違い、社名変更前の企業業績などが社名変更の効果に影響を及ぼす変数として検討されたが、いずれも決定的な要因ではなかった。

3. 仮 説

社名変更の発表はそもそも株価に影響を及ぼすのであろうか。設備投資やリストラクチャリング計画とは違って、社名を変更しても、企業の実質内容が直ちに変わり、利益の増加につながるものではない。しかしながら、どのような理由で社名を変更するにせよ、社名の変更には企業の経営理念、経営戦略、財務政策などの変更が伴うのが普通である。社名変更は、こういった企業の基本要因が変わることのシグナルとみることができる。したがって、投資家にとって、社名変更は、将来の事業分野や競争戦略などに関して、企業の進むべき方向を変えようとする経営者の意図を表している。つまり、社名変更は、将来の利益機会の変化を伝えるシグナルとしての役割を果たしている。そのため、社名変更が発表日の前後に株価に影響を及ぼすことは十分にありえる。

イベント・スタディーの方法論で社名変更に対する株式市場の反応をテストするという観点からは、2つの相対立する見方が考えられる。1つは社名変更を「適応的イベント」とみる見方であり、もう1つは社名変更を「断絶的イベント」とみる見方である。

社名変更を適応的イベントとみれば、社名変更は株式市場でプラスの反応を引き起こすと予測される。社名変更は、通常、戦略や組織構造の変化を伴うが、そういった変化は環境の変化により適合するように資源を再配分する企業の試みである。社名変更は、環境条件の変化に対する企業の適応的反応をシグナル

している。したがって、この適応的見方によれば、社名変更は株価を押し上げるはずである。というのは、社名変更は、企業と環境との適合がより高まることを意味しているからである。

それとは逆に、社名変更を断絶的イベントとみることもできる。その場合には、社名変更と市場の反応との間にはマイナスの関係が予測される。この見方によれば、社名変更に伴う断絶が企業業績にマイナスの影響を及ぼすと考えられる。企業は、旧社名のもとに、商号、商標、企業イメージなどの形で「目にみえない資産」を蓄積してきている。社名を変更すれば、こうした目にみえない資産の一部を失う可能性がある。また、社名変更は、それまでの戦略が成功していなかったことをシグナルしている場合もある。したがって、この断絶的見方によれば、社名変更は株式市場でマイナスの反応を引き起こすはずである。というのは、社名変更は、企業と環境との適合状態の悪化、すなわちこれまでに築き上げてきた資産を放棄することのシグナルだからである。

社名変更には莫大な費用がかかる。イメージ調査、デザインにまつわる費用、看板や書類の刷新や株券の印刷し直しにかかる費用、広告や各種PR、キャンペーン費用などが社名変更に伴う。それだけに、安易に社名変更を実施することはできない。他方で、社名変更は、企業にとって、完全に自由裁量的決定である。その方策を決定するにあたって、企業には自由裁量の余地が豊富にある。例えば、新社名、変更のタイミング、広告量など、企業は自由に選ぶことができる。もし決定プロセスが合理的であるならば、いかなる理由で社名変更するにせよ、企業に不利益をもたらそうとして社名変更することはない。期待される便益が期待される費用を上回らない限り、企業は社名変更を行わないはずである。したがって、社名変更の全体的効果に関しては、われわれは適応的見方を採用し、株式市場におけるプラスの反応を予測する。

仮説1 全体的にみると、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。

しかしながら、すべての社名変更が株式市場でプラスの反応をもたらすわけではない。社名変更前の企業業績が社名変更と株価との関係に影響を及ぼすと考えられる。社名変更前の企業業績は、企業がこれまでどれだけうまく環境と適合してきたかを示す尺度である。社名変更は、戦略や組織構造に関して企業の進むべき方向を変えようとする経営者の意図を伝えるシグナルである。もし業績が悪ければ、投資家は社名を変更して企業の将来の進路を変えようとする経営者の能力を信用することはできない。また、悪い業績それ自体が戦略や組織構造の劇的な変化を企業に起こさせる動機になっていることが多い。その際、社名変更は、苦境を打開するための契機として行われる。業績の悪い企業が社名変更を実施した場合、現在の経営者では対処することができないほど企業の状態が悪いという負の情報内容を市場に伝える可能性がある。社名変更が「企業の状態が本当に悪い」というシグナルになってしまっているのである。したがって、企業の業績が悪い場合、社名変更によって示唆されるいかなる企業の新方向に対しても、投資家は否定的な見方をするのである。逆に、企業の業績が良い場合には、投資家は現在の経営陣に対して信頼感をもつことができる。過去の実績から判断して、経営者が企業の将来の進路を変えることに成功すると、投資家は信じるのである。したがって、社名変更によって示唆される企業の新方向に対して、投資家は肯定的な見方をするのである。よって、ここでは以下のような一連の仮説を設定した。

仮説 2 社名変更前の企業業績は、社名変更の発表に対する株式市場の反応に影響を及ぼす。

仮説 2-a 業績が悪い企業の場合、社名変更の発表に対して、株式市場は

マイナスの反応を示す。

仮説 2—b 業績が良い企業の場合、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。

投資家は社名変更という事実そのものに反応しているわけではない。むしろ、社名変更の背後にある会社の状態に反応するのである。したがって、表面的な社名変更の理由によっては、社名変更に対する株式市場の反応は異ならないと予測される。社名変更が示唆する方向に企業の実態も変わると確信しない限り、投資家は社名変更に対してプラスの反応を示さないのである。よって、次のような第 3 の仮説を設定した。

仮説 3 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らない。

4. 方 法

(1) データ

この分析で対象としたのは、東証 1 部上場企業における 1981 年 4 月 1 日から 1991 年 3 月 31 日までの社名変更である。このうち、銀行、証券、保険は決算の形態が一般会社と比べて特異であるため除外した。その結果、132 社が識別された。ついで、日経テレコムを用いて記事検索を行い、社名変更の公表日が不明であった 9 社を除外した。次に、社名変更が合併・吸収による 13 社も除外した。この場合、市場の反応が社名変更の公表日ではなく、合併・吸収の公表日に生じられるからである。また、社名変更の理由が不明であった 6 社を除外した。さらに、社名変更の公表日の前後 2 日間に、その他の重要な情報（例えば、決算発表、設備投資）が発表されていた 5 社も除外した。最後に、

表1 東証第1部上場企業における社名変更会社

| | 社名変更会社 | サンプル会社 |
|--------|--------|--------|
| 1981年度 | 6 | 2 |
| 82年度 | 11 | 7 |
| 83年度 | 7 | 4 |
| 84年度 | 14 | 9 |
| 85年度 | 14 | 12 |
| 86年度 | 10 | 7 |
| 87年度 | 10 | 8 |
| 88年度 | 16 | 12 |
| 89年度 | 26 | 23 |
| 90年度 | 18 | 12 |
| 合 計 | 132 | 96 |

注) 各年度は、その年の4月1日から翌年の3月31日まで。

銀行、保険、証券、外国部は、除外した。

表2 社名変更発表日から変更実施日までの経過日数

| | 頻度 | パーセント | 累積パーセント |
|------------|----|-------|---------|
| 30日以下 | 3 | 3.1 | 3.1 |
| 31～60日以下 | 10 | 10.4 | 13.5 |
| 61～90日以下 | 7 | 7.3 | 20.8 |
| 91～120日以下 | 11 | 11.5 | 32.3 |
| 121～150日以下 | 19 | 19.8 | 52.1 |
| 151～180日以下 | 7 | 7.3 | 59.4 |
| 181～210日以下 | 12 | 12.5 | 71.9 |
| 211～240日以下 | 4 | 4.2 | 76.0 |
| 241～270日以下 | 1 | 1.0 | 77.1 |
| 271～300日以下 | 5 | 5.2 | 82.3 |
| 301～330日以下 | 12 | 12.5 | 94.8 |
| 331～360日以下 | 1 | 1.0 | 95.8 |
| 361日以上 | 4 | 4.2 | 100.0 |
| 合 計 | 96 | 100.0 | |

市場モデルの推定期間 ($t = -250 \sim t = -61$) において株価データが100日未満しか入手できなかった3社を除外した。最終的な有効サンプルは96社となった(表1)。なお、本研究で分析の対象としたサンプル企業のリストは付表1に掲げてある。

投資家が社名変更に対応するのは、変更実施という事実ではない。社名変更を行うという情報に対応するのである。そこで、社名変更の公表日を特定化する必要がある。われわれは、日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、日経金融新聞の4紙を対象に、日経テレコムにより記事検索を行った。これら4紙のいずれかで、社名変更が最初に報じられていた日を社名変更の公表日とした。今回のサンプルで、公表日から変更日までの最も短い経過期間は15日、最も長い経過期間は706日であった。平均すると、公表日から変更日までの経過期間は178.7日であった(表2)。

(2) データ分析

本研究では、社名変更が株式市場に及ぼす影響を分析するために、Brown & Warner (1985) によって提唱された標準的なイベント・スタディーの方法を用いた。そこでは、従属変数としての「異常収益」のほかに、独立変数としての「社名変更前の業績」および「社名変更の理由」が分析に含められている。以下、それらの具体的な測定尺度を示す。

A. 異常収益

株価に影響する企業活動は非常に多い。そこで社名変更の効果を見るためには、まず社名変更に関与する株価変動だけを抜き出すが必要になる。そのために、イベント・スタディーでは、株価そのものではなく、異常収益と呼ばれる尺度を用いて市場の反応を測定する。

異常収益とは、実際収益から期待収益を控除した差、つまり、当該証券と市

場との通常の関係によっては説明できない収益率である。例えば、市場が2%上昇し、ある証券がこれまで市場の2倍の速さで上昇していた場合、異常収益は4%を上回る当該証券の株価上昇部分である。予想されなかった変化、すなわち、それまで市場で知られていなかった情報のみが超過収益を生み出す。すでに市場で知られている一般経済や企業業績などの要因は、期待収益に織り込まれており、超過収益には反映しない。

具体的には、各証券の通常の投資収益率 R_{it} を次のような市場モデルによって推定した。

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

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

社名変更の公表日は、日本経済新聞など4紙に発表された日とし、その日をゼロ日とした。 α_i と β_i の推定は、 $t = -250$ から $t = -61$ までの190日間のデータを用いて行った。ただし、配当や増資の権利落ちが生じた場合には、修正した株価を使用した。各企業の投資収益率を市場全体の投資収益率（東証第1部総合指数）によって回帰させてベータ（市場リスク）を推定した後、各取引日における各サンプル企業の異常収益（ AR_{it} ）を次のように求めた。この異常収益が企業の固有の要因に基づく株価の変動部分であり、ここでは社名変更の情報に基づくものと解釈できる。

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt})$$

ただし、 a_i と b_i は α_i と β_i の OLS 推定値である。異常収益は、 $t = -60$ から $t = +60$ までの121日間について算出した。

さらに、次の式によって平均異常収益（ AR_i ）を求めた。

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

N : サンプル数

最後に、次の式によって取引日 T_1 から T_2 までの累積平均異常収益 (CAR) を求めた。つまり、各企業の異常収益を各取引日ごとに平均し、一定期間について加算したわけである。

$$CAR_{T_1, T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t$$

AR_t および CAR の統計的有意性に関しては、Brown & Warner (1985) で示された t -テストの方法に基づいて決定した。具体的には、取引日 T の平均異常収益 (AR_t) に対する検定統計量は次のようになる。

$$\frac{\overline{AR_t}}{\hat{S}(\overline{AR_t})}$$

ここで、

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

$$\hat{S}(\overline{AR_t}) = \sqrt{\sum_{t=-250}^{-61} (\overline{AR_t} - \overline{\overline{AR_t}})^2 / 189}$$

$$\overline{\overline{AR_t}} = \frac{1}{190} \sum_{t=-250}^{-61} \overline{AR_t}$$

また、取引日 T_1 から T_2 までの累積平均異常収益 (CAR_{T_1, T_2}) に対する

検定統計量は次のようになる。

$$\frac{\sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t}{\sqrt{\sum_{t=T_1}^{T_2} S^2(AR_t)}}$$

B. 社名変更前の企業業績

企業業績は、社名変更前2年間の売上高成長率で測定した。今回の分析では、社名変更前の2年間で、売上高が25%以上伸びている企業を高成長会社と規定した。同様に、5%以上で25%未満を中成長会社、5%未満を低成長会社とした

表3 売上高成長率によるサンプルの分割

| | 社名変更発表前2年間の売上高成長率 | 平均売上高成長率 | サンプル数 |
|-------|-------------------|----------|-------|
| 高成長会社 | 25%以上 | 42.7% | 33 |
| 中成長会社 | 5%以上25%未満 | 14.1% | 33 |
| 低成長会社 | 5%未満 | -13.4% | 30 |

(表3)。売上高成長率の平均をみると、高成長会社が42.7%、中成長会社が14.1%、低成長会社が-13.4%であった。各グループのサンプル・サイズは、高成長会社と中成長会社が33社、低成長会社が30社であった。

ところで、3つの各グループは売上高成長率以外の企業特性からみて、著しいバイアスが生じていないことを確認しなければならない。例えば、売上高の規模が小さい企業は、売上高を2倍や3倍へと伸ばしやすい。したがって、売上高成長率の高い企業は売上高の規模が小さい企業、ということのないことを確かめる必要がある。表4は、売上高成長率の違いと他の企業特性との関係を示している。表からもわかるように、売上高、総資産、自己資本、総資本利益

表 4 売上高成長率の違いと他の企業特性との関係

| | 高成長会社 (n=33) | 中成長会社 (n=33) | 低成長会社 (n=30) | F 値 | PR. > F |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------|---------|
| 社名変更発表の 前年売上高 | 360936.4 | 182495.7 | 288886.9 | 0.78 | 0.461 |
| 社名変更発表の 前年総資産 | 292315.4 | 318860.5 | 240399.7 | 0.12 | 0.891 |
| 社名変更発表の 前年自己資本 | 48136.2 | 57683.8 | 71443.0 | 0.82 | 0.442 |
| 社名変更発表の 前年総資本利益率 | 3.1 | 2.4 | 2.3 | 1.47 | 0.236 |

注) 売上高, 総資産, 自己資本の単位は百万円, 総資本利益率の単位は%である。

率のいずれにおいても, 売上高成長率の違いによって統計的に有意な影響を受けていないことがわかる。

なお, 社名変更前 2 年間の売上高成長率については, 日経 NEEDS-COMPANY の業種分類表の中分類にしたがって, それぞれの業種の平均と分散を用いて標準化した数値によっても分析を行ってみた。しかしながら, 結果にはほとんど違いはみられなかった。

C. 社名変更の理由

社名変更の理由としては, さまざまなものが考えられる。日経テレコムの記事検索に基づいて, 社名変更の理由をまとめてみた (表 5)。

まず, 企業が多角化を図り, 事業領域が拡大したために, 従来の社名が業容に一致しなくなったことによる社名変更がある (61.5%)。例えば, 「日魯漁業」から「ニチロ」, 「古河鋳業」から「古河機械金属」, 「豊年製油」から「ホーネンコーポレーション」などである。

次に, 扱っているブランド名や会社の略称・通称が元来の社名よりも有名になったために, それとの統一化を図った社名変更がある (52.1%)。「トリオ」から「ケンウッド」, 「三楽」から「メルシャン」などが前者にあたり, 「東京

表5. 社名の変更理由 (n=96)

| 理 由 | 頻度 | パーセント |
|-----------------|----|-------|
| 多角化, 事業領域の拡大 | 59 | 61.5 |
| ブランド, 略称・通称への変更 | 50 | 52.1 |
| イメージ刷新, 新イメージ創造 | 35 | 36.5 |
| 系列, 傘下入り | 8 | 8.3 |

注) 変更理由が複数の場合もある。

芝浦電気」から「東芝」, 「日本通信工業」から「日通工」などが後者にあたる。

また, イメージ刷新や新イメージ創造を狙った社名変更もある (36.5%)。例えば, 「伊奈製陶」から「INAX」, 「服部時計店」から「服部セイコー」などである。

さらに, 他企業ないし企業グループの系列, 傘下入りによる社名変更がある (8.3%)。「大日本電線」から「三菱電線工業」, 「製鉄化学工業」から「住友精化」などがこれにあたる。

以上の理由のうち, 「系列, 傘下入り」による社名変更については, サンプル・サイズが小さかったために, 分析から除外した。

5. 結 果

表6は, -1日から0日まで, -2日から+2日まで, -5日から0日まで, +1日から+5日まで, -5日から+5日まで, -20日から0日まで, +1日から+20日まで, -20日から+20日まで, -60日から0日まで, +1日から+60日まで, -60日から+60日までという11の CAR を, サンプル全体, ならびに売上高成長率別 (高成長会社, 中成長会社, 低成長会社) に示したものである。

まずサンプル全体でみると, -1日から0日まで, -2日から+2日まで, -5日から0日まで, +1日から+5日まで, -5日から+5日までとい

表 6 社名変更と CAR: 売上高成長率別

| 期 間 | 全 体 (n=96) | 高成長会社 (n=33) | 中成長会社 (n=33) | 低成長会社 (n=30) |
|---------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| － 1, 0 | 0.492% (0.901) | －0.565% (－0.494) | 0.741% (0.844) | 1.479% (2.409*) |
| － 2, 2 | －0.086 (－0.101) | －1.123 (－0.621) | －0.040 (－0.029) | 0.721 (0.742) |
| － 5, 0 | 0.151 (0.160) | －1.863 (－0.940) | 0.468 (1.148) | 2.157 (2.028+) |
| 1, 5 | －0.561 (－0.648) | －1.467 (－0.811) | －0.672 (－0.484) | 0.056 (0.058) |
| － 5, 5 | －0.409 (－0.318) | －3.329 (－1.241) | －0.204 (－0.099) | 2.214 (1.538) |
| －20, 0 | 1.183 (0.668) | －2.807 (－0.757) | 2.900 (1.019) | 4.121 (2.071*) |
| 1, 20 | 0.177 (0.102) | －0.966 (－0.267) | 0.036 (0.013) | 0.710 (0.365) |
| －20, 20 | 1.360 (0.549) | －3.773 (－0.728) | 2.936 (0.739) | 4.831 (1.738+) |
| －60, 0 | 8.122 (2.692**) | 13.885 (2.198*) | 10.426 (2.151*) | －1.195 (－0.352) |
| 1, 60 | －0.801 (－0.267) | －3.087 (0.493) | 1.899 (0.395) | －2.815 (－0.837) |
| －60, 60 | 7.322 (1.723+) | 10.798 (1.214) | 12.325 (1.805+) | －4.011 (－0.839) |

注) カッコ内は t 値。+ $p < 0.10$ * $p < 0.05$ ** $p < 0.01$

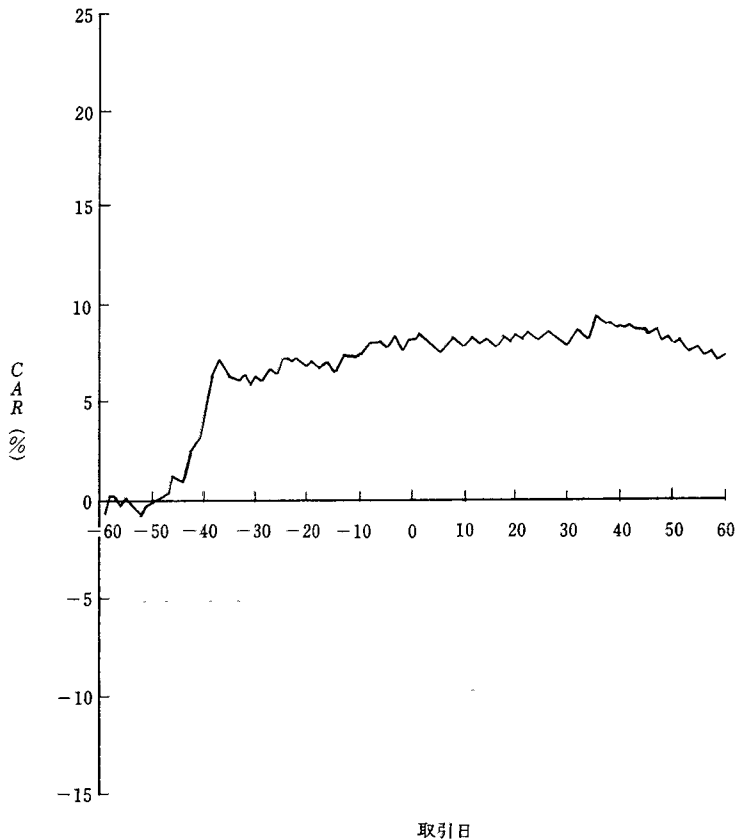
う比較的短期の CAR を用いた分析では、社名変更は何ら有意な反応を市場で示さなかった。また、－20日から0日まで、+1日から+20日まで、－20日から+20日までという CAR でも、統計的に有意な反応はみられなかった。

それに対して、より長期の CAR をとってみると、市場は明らかに社名変更に対して反応を示している。－60日から0日までの CAR では、+8.12%というかなり強いプラスの反応があった（1%水準で統計的に有意）。ただし、+1日から+60日までの CAR では、－0.80%と、ほとんど反応はなかった。また、－60日から+60日までの CAR でみると、+7.32%であり、10%水準で有意であった。

図1は、社名変更の全体効果について、-60日から+60日までのCARを示したものである。この図からも、社名変更は長期で見るとかなり強いプラスの反応を示しており、その効果のほとんどは社名変更の発表日前に生じていることがわかる。

以上のことから、全体的にみると、社名変更は短期のCARで見ると有意な反応を示さないが、長期のCARで見ると有意なプラスの反応を示しており、

図1 社名変更とCAR (-60, 60)：全体



仮説 1 は基本的に支持されたといえる。

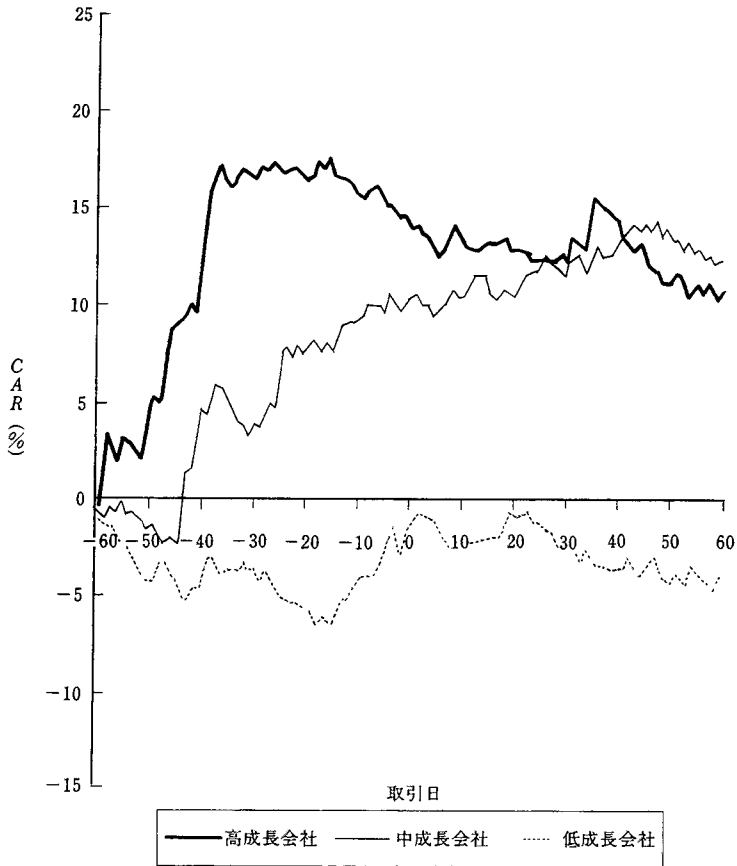
次に、仮説 2 - a および仮説 2 - b をテストするために、社名変更発表前 2 年間の売上高成長率別に CAR をみてみた。

高成長会社および中成長会社については、-1 日から 0 日まで、-2 日から +2 日まで、-5 日から 0 日まで、+1 日から +5 日まで、-5 日から +5 日までという比較的短期の CAR を用いた分析では、社名変更は何ら有意な反応を市場で示さなかった。また、-20 日から 0 日まで、+1 日から +20 日まで、-20 日から +20 日までという CAR でも、統計的に有意な反応はみられなかった。それに対して、低成長会社では、-1 日から 0 日までの CAR で +1.48%、-5 日から 0 日までの CAR で +2.16%、-20 日から 0 日までの CAR で +4.12%、-20 日から +20 日までの CAR で +4.83% と、有意なプラスの反応を示していた。

逆に比較的長期の CAR でみると、高成長会社は -60 日から 0 日までの CAR で +13.89%、中成長会社は -60 日から 0 日までの CAR で +10.43%、-60 日から +60 日までの CAR で +12.33% というきわめて強いプラスの反応を示していた。それに対して、低成長会社は -60 日から 0 日までの CAR で -1.20%、-60 日から +60 日までの CAR で -4.01% と、有意ではないがマイナスの反応を示していた。

図 2 は、社名変更の効果について、社名変更発表前 2 年間の売上高成長率別に、-60 日から +60 日までの CAR を示したものである。この図からも、高成長会社および中成長会社に関しては、社名変更は長期でみるときわめて強いプラスの反応を特に社名変更の発表日前に示していることがわかる。それに対して、低成長会社の場合には、-60 日から -18 日にかけて CAR はかなり急激に落ちている (-6.48%)。こういった発表日前の CAR の急激な下落は、株式市場の反応を発表日前後の比較的短期でとらえて解釈することの問題を表している。低成長会社の場合、-1 日から 0 日まで、-5 日から 0 日まで、ならび

図2 社名変更と CAR (-60, 60) : 売上高成長率別



に-20日から0日までという比較的短期のCARで有意なプラスの反応を示している。しかしながら、-18日以前の相対的なCARの下落を考慮すると、この解釈には問題があるように思われる。CARの全体的パターンは、明らかに、低成長会社の場合には社名変更が市場にマイナスの反応をもたらすことを示している。

以上のことから、売上高成長率と社名変更との間に交互作用があることがわ

かった。すなわち、高成長会社および中成長会社の場合には、社名変更は長期の CAR でみるときわめて強い有意なプラスの反応を示しているのに対して、低成長会社の場合には、社名変更は有意ではないがマイナスの反応を示している。したがって、仮説 2-a および仮説 2-b は概ね支持されたといえよう。

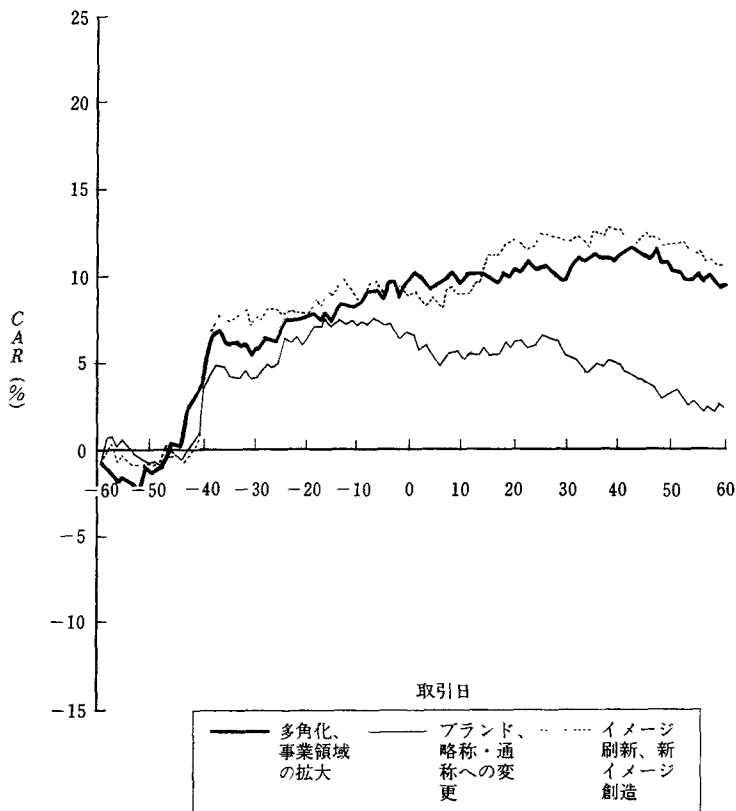
さらに、社名変更の理由別に、社名変更が市場に及ぼす効果をみてみる。表 7 が示すように、「多角化、事業領域の拡大による社名変更」、「ブランド、略

表 7 社名変更と CAR: 変更理由別

| 期 間 | 多角化、事業領域の 拡大 (n=59) | ブランド、略称・通 称への変更 (n=50) | イメージ刷新、新イ メージ創造 (n=35) |
|---------|---------------------------|------------------------------|------------------------------|
| - 1, 0 | 0.898% (1.333) | 0.299% (0.464) | -0.149% (-0.187) |
| - 2, 2 | 0.433 (0.406) | -1.193 (-1.170) | -0.888 (-0.705) |
| - 5, 0 | 0.732 (0.628) | -0.803 (-0.719) | -0.692 (-0.504) |
| 1, 5 | -0.525 (-0.493) | -1.585 (-1.554) | -0.222 (-0.176) |
| - 5, 5 | 0.208 (0.131) | -2.388 (-1.579) | -0.917 (-0.491) |
| -20, 0 | 2.228 (1.021) | 0.552 (0.264) | 0.933 (0.361) |
| 1, 20 | 0.536 (0.252) | -0.482 (-0.236) | 3.321 (1.318) |
| -20, 20 | 2.764 (0.906) | 0.070 (0.024) | 4.254 (1.179) |
| -60, 0 | 9.921 (2.667**) | 6.741 (1.892+) | 8.802 (2.001+) |
| 1, 60 | -0.397 (-0.108) | -4.245 (-1.202) | 1.927 (0.442) |
| -60, 60 | 9.524 (1.818+) | 2.496 (0.497) | 10.729 (1.732+) |

注) カッコ内は t 値, + p < 0.10 ** p < 0.05 *** p < 0.01

図3 社名変更と CAR (-60, 60): 変更理由別



称・通称への社名変更」,「イメージ刷新,新イメージ創造のための社名変更」のいずれの場合にも, -1日から0日まで, -2日から+2日まで, -5日から0日まで, +1日から+5日まで, -5日から+5日までという比較的短期の CAR を用いた分析では, 何ら有意な反応は市場でみられなかった。また, -20日から0日まで, +1日から+20日まで, -20日から+20日までという CAR でも, 有意な反応はみられなかった。それに対して, -60日から0日までという比較的長期の CAR でみると,「多角化,事業領域の拡大による

社名変更」で+9.92%、「ブランド、略称・通称への社名変更」で+6.74%、「イメージ刷新、新イメージ創造のための社名変更」で+8.80%と、かなり強い有意なプラスの反応があった。

図3は、社名変更の効果について、社名変更の理由別に、-60日から+60日までのCARを示したものである。この図からも、社名変更の理由いかにかわらず、比較的長期でみると、社名変更の発表日前にかなり強いプラスの反応が生じていることがわかる。また、反応の全体パターンもかなり似ている。特に、社名変更の発表日前においては、ほぼ同一である。これらのことから、社名変更に対する市場の反応は、社名変更の理由によってそれほど異ならないといえる。

6. 結 論

本研究の分析結果を要約すると、次のようになる。

1. サンプル全体でみると、-60日から0日までのCARが+8.12%であり、株式市場は社名変更によってかなり強いプラスの反応を示していた。また、社名変更の効果は、社名変更の公表日の直前直後ではなくて、公表前の3カ月間にわたって生じていた。

設備投資や新製品開発と異なって、社名変更は、企業の実質要因を直接的には変えない。しかし、どんな理由で社名を変更するにしても、社名変更には、通常、経営理念や経営戦略の変更がともなう。したがって、社名変更は、企業の要因変化についてのシグナルであり、将来の事業分野や競争戦略を変えようとする経営者の意図を市場に伝えている。そのような企業の進路を転換することによってもたらされる将来の利益機会に対して、市場は好意的に反応したと思われる。

2. CARは公表日50日前ぐらいから上昇を始め、公表日までほぼ一貫して上昇を続けていた。これは、社名変更をめぐって、情報が事前に漏洩している

ことを示唆する重要な証拠といえる。

社名変更のプロセスには、外部コンサルタントを雇ったり、取締役会の承認を得たり、大規模な広告キャンペーンを実施するなど、多くの段階を必要とする。そのため、社名変更の情報が市場に漏れる可能性は、他の重要な情報が漏れる可能性よりもかなり高いものと思われる。

3. すべての企業が社名変更によって市場から好意的な反応を得ていたわけではなかった。低成長会社（社名変更前2年間の売上高成長率が5%未満）では、-60日から+60日までのCARが-4.01%と、社名変更はマイナスの反応を示しているからである。市場は、社名変更前の企業業績によって、社名変更後の企業の進路転換能力を判断していることになる。

低成長会社の場合、これまでの実績から判断して、社名を変更しても、企業の進路転換能力に対して投資家は懐疑的である。低成長会社は、資金繰りの悪化、士気の低下、現在の製品市場における競争上の優位性の欠如など、さまざまな問題に直面している。社名を変更しても、業績の急な好転は望めない、と市場は判断していると思われる。

そういった業績の悪い企業が社名を変更した場合には、これまでの戦略が失敗したことをシグナルしており、その企業が落ち目であり、思ったよりも悪い状態にあるという「負の情報内容」を市場に伝えてしまっていることが予想される。つまり、社名変更それ自体ではなくて、むしろ企業がおかれている悪い状態に市場は反応していることになる。

4. それとは逆に、中成長会社（社名変更前2年間の売上高成長率が5%以上で25%未満）や高成長会社（社名変更前2年間の売上高成長率が25%以上）では、社名変更はきわめて強いプラスの反応を示していた。高成長会社の-60日から0日までのCARは+13.89%、中成長会社の-60日から0日までのCARは+10.43%、-60日から+60日までのCARは+12.33%である。

中成長会社や高成長会社では、市場は企業の進路転換能力をきわめて楽観的

にみている。これまでがうまくいっていたのだから、今後もうまくいくだろうと投資家は判断していることがわかる。

5. 低成長会社の場合でも、社名変更の直前にはかなり強いプラスの反応を示していた。－1日から0日までのCARは+1.48%、－5日から0日までのCARは+2.16%だからである。だが、こうした市場の好意的な反応は、いわば「ご祝儀相場」の短期的なものであり、長続きしていなかった。

6. 「多角化、事業領域の拡大」、「ブランド、略称・通称への変更」「イメージ刷新、新イメージ創造」という社名変更の理由の違いによって、市場の反応はほとんど異ならなかった。いずれもある程度のプラスの反応を示しており、表面的な社名変更の理由に応じて市場が異なって反応しないことを示唆している。

結局のところ、社名変更それ自体ではなく、社名変更がシグナルしている企業の状態に、市場は反応していると思われる。社名変更というのは、複雑な事象であり、しばしば経営理念、経営戦略、マーケティング戦略、財務戦略などの全面的な変更をとまなう。社名変更は、こういった企業のより基礎的な要因が変わることをシグナルしており、それに対して市場が反応するのである。

アメリカでは、レイオフ（従業員の一時解雇）や工場閉鎖の公表が株価に及ぼす影響について、いくつかの研究がなされている。その結果も上での主張を裏づける証拠を示している。全体的にみると、レイオフの発表は市場でマイナスの反応を示す。レイオフは、その会社の状態が悪いことを一般的に示すからである。ただし、レイオフの理由を「財務的困難によるもの」と「リストラクチャリングのためによるもの」に分けると、前者がきわめて強いマイナスの反応を市場で引き起こすのに対して、後者はむしろプラスの反応を引き起こす。財務的理由によるレイオフは、企業の状態が本当に悪いことをシグナルするのに対して、リストラクチャリングのためによるレイオフは、将来の利益機会を

改善するための措置と市場でみられるからである (Worrell, Davidson & Sharma, 1991)。

また、別の調査によれば、レイオフの発表は、短期的にみると、市場でプラスの反応を引き起こす。というのは、レイオフは経費の削減につながり、ひいては利益の向上に直接的につながると投資家が判断するからである。しかし、長期的にみると、レイオフは非常に強いマイナスの反応を示す。レイオフを発表した企業の株価は、発表の数カ月前から下がり始めており、発表直後一時的に上がるが、その後再び下がるのが一般的である。市場は短期的にはレイオフを利益機会の改善とみなすが、長期的には企業の状態が本当に悪いことのシグナルとみなすのである (Dorfman, 1991)。

また、わが国では、業績の悪い会社で社長が交代した場合に、プラスの市場反応が生じることがこれまでの研究でわかっている。業績の悪い会社には銀行、親会社から新社長が派遣されてくるケースが多い。その際、新社長は銀行や親会社からさまざまな経営資源（たとえば、人脈や資金）をもってくると予想される。内部出身者が新社長に就任する場合でも、従来の体制を一新するケースが多い。市場は、こういった親会社もしくは銀行からの支援、期待される将来の変化に対して好意的に反応するのである (坂野, 1991)。

社名変更には、イメージ調査、デザインにまつわる費用、看板や書類の刷新や株券の印刷し直しにかかる費用、広告や各種PR、キャンペーン費用など、莫大な費用がかかる。社運を賭けるといってもよい。

これまでの分析結果から、かかる社名変更に対して、どのような示唆が得られるであろうか。少なくとも次の4点を考慮する必要があるだろう。

第1に、社名変更にはタイミングが重要だということである。同じコンセプトの製品を市場導入する場合でも、タイミングを誤るとヒットする製品もヒットしない。これはマーケティングの世界で、戦略の窓という概念でよく知られ

ている (Abell, 1978)。同じように、企業の業績が悪化している時に社名変更を計画・公表することは望ましくない。社名変更によって、企業の目標や価値観を利害関係者に正確かつ有効に伝えるためにも、タイミングの問題を避けて通ることはできない。

第 2 に、社名変更には情報管理の徹底が求められるということである。今回の分析によって、社名変更情報が公表前に漏洩している可能性の高いことが判明した。現在、商標や商号は過密状態になっていて、商標や商号の登記をめぐって激しい競争が展開されている。「村田機械」と「村田製作所」のように、社名変更を裁判所で争うことも少なくない。新社名が途中で漏れた場合には、著しい不利益を被る可能性があるので、社名変更に際しては、情報管理を見直す必要があるだろう。

第 3 に、単に社名、ロゴの変更だけに終わり、実態が何も変わらない社名変更は無意味であるといえる。新たな経営理念の確立から、事業内容、経営体制の変革までを組み込んだ形で、社名変更を行わなくてはならない。社名変更だけで大きなインパクトを期待することは困難である。

最後に、企業の IR 活動もきわめて重要であるといえる。というのは、社名変更が株価に対してプラスの効果をもつためには、「実態も変わる」という確信を社内外の人々に与える必要があるからである。企業は投資家に対して、社名変更を通じて、なぜ事業がうまくいき、なぜこれだけ収益が成長するのかを論理をもって説明する必要がある。社名変更が単に投資家の直感的イメージのみに訴えるものであってはならない。さらに、そのためには、企業は常日頃から投資家と継続的に対話を続けておく必要があろう。

参考文献

- Abell, D. F. (1978). Strategic windows. *Journal of Marketing*, 42(3), 21-26.
- Bosch, J. C., & Hirschey, M. (1989). The valuation effects of corporate name changes? *Financial Management*, 18(4), 64-73.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case event studies. *Journal of Financial*

- Economics*, 14, 3-31
- DeFusco, R. A., Karels, G. V., & Muralidhar, K. (1988, April). *Signaling and the returns to company name changes*. Paper presented at ORSA-TIMS Meeting, Washington, D. C.
- Dorfman, J. R. (1991, December 11). Corporate cutback may be signal to sell *Asian Wall Street Journal*, p. 13 and 14
- Horsky, D., & Swyngedouw, P. (1986) *Does it pay to change your company's name? A stock market perspective* Working Paper Series, Managerial Economics Research Center, University of Rochester
- 日本経済新聞社 (1992). 「日経「企業イメージ調査」について——1991年9月調査」, 日本経済新聞社.
- 坂野友昭 (1991). 「経営者交代に対する株式市場の反応：日米の比較」, 日本経営財務研究学会編『現代財務論の潮流』, 中央経済社, 95-110頁.
- Worrell, D. L., Davidson III, W. N., & Sharma, V. M. (1991). Layoff announcements and stockholder wealth, *Academy of Management Journal*, 34, 662-678

(本論文は、(財) 吉田秀雄記念事業財団の助成に基づいて行った研究成果の一部である。)

付表 サンプル会社のリスト

| 株式コード | 新 社 名 | 旧 社 名 | 変更日 | 発表日 | 変更理由 | | | |
|-------|---------------|-----------------|------------|------------|-------------|------------------|------------------|------------------|
| | | | | | 多 角 化 | ブ ラ ン ド | イ メ ー ジ | 系 列 入 り |
| 5393 | ニ チ ア ス | 日 本 ア ス ベ ス ト | 1981/10/1 | 1981/2/17 | * | | | |
| 5142 | ア キ ロ ス | 興 国 化 学 工 業 | 1982/2/1 | 1981/12/26 | * | * | | |
| 8004 | ニ チ メ ン | 日 綿 実 業 | 1982/6/30 | 1982/5/18 | * | * | * | |
| 1924 | ナショナル住宅産業 | ナショナル住宅建材 | 1982/8/2 | 1982/6/9 | * | | | |
| 6101 | ツ ガ ミ | 津 上 | 1982/10/1 | 1982/9/15 | | | * | |
| 6444 | サ ン デ ン | 三 共 電 器 | 1982/10/1 | 1982/5/18 | | * | | |
| 9064 | ヤ マ ト 運 輸 | 大 和 運 輸 | 1982/10/1 | 1982/8/12 | | | | |
| 4062 | イ ビ デ ン | 揖 斐 川 電 気 工 業 | 1982/11/25 | 1982/5/22 | * | * | | |
| 6762 | T D K | 東 京 電 気 化 学 工 業 | 1983/3/1 | 1982/12/12 | | | | |
| 8268 | 西 友 | 西 友 ス ト ア ー | 1983/8/1 | 1983/4/18 | * | * | | |
| 8050 | 服 部 セ イ コ ー | 服 部 時 計 店 | 1983/8/1 | 1983/4/12 | | | * | |
| 9232 | バ ス コ | バシフィック航空 | 1983/10/1 | 1982/12/24 | * | | | |
| 9735 | セ コ ム | 日 本 警 備 保 障 | 1983/12/1 | 1982/2/12 | * | | | |
| 6502 | 東 芝 | 東 京 芝 浦 電 気 | 1984/4/1 | 1983/5/24 | | * | | |
| 5108 | ブ リ ザ ス ト ン | ブリヂストンタイヤ | 1984/4/1 | 1983/11/10 | * | * | | |
| 7261 | マ ツ ダ | 東 洋 工 業 | 1984/5/1 | 1983/6/9 | | * | * | |
| 1352 | ホ ウ ス イ | 報 国 水 産 | 1984/8/1 | 1984/5/25 | * | * | * | |
| 1942 | 関 電 工 | 関 東 電 気 工 事 | 1984/9/1 | 1984/5/31 | * | * | | |
| 6504 | 富 士 電 機 | 富 士 電 気 製 造 | 1984/9/1 | 1983/10/25 | * | | | |
| 9305 | 山 種 産 業 | 辰 巳 倉 庫 | 1984/11/1 | 1984/1/18 | * | | | |
| 2871 | ニ チ レ イ | 日 本 冷 蔵 | 1985/2/1 | 1984/3/24 | | | * | |
| 6798 | S M K | 昭 和 無 線 工 業 | 1985/2/1 | 1984/7/19 | * | | | |
| 2536 | 三 楽 | 三 楽 オ ー シ ャ ン | 1985/4/1 | 1984/9/14 | | * | * | |
| 5336 | I N A X | 伊 奈 製 陶 | 1985/4/22 | 1984/12/12 | * | | * | |
| 7240 | N O K | 日本オイルシール工業 | 1985/7/1 | 1983/7/25 | * | | | |
| 8196 | カ ス ミ | カ ス ミ ス ト ア ー | 1985/8/1 | 1985/5/1 | * | * | | |
| 8013 | ナ イ ガ イ | 内 外 編 物 | 1985/9/1 | 1985/3/27 | | * | | |
| 4452 | 花 王 | 花 王 石 鹼 | 1985/10/1 | 1985/4/26 | * | * | | |
| 5122 | オ カ モ ト | 岡 本 理 研 ゴ ム | 1985/10/1 | 1985/5/22 | * | * | | |
| 5975 | 東 ブ レ | 東 京 プ レ ス 工 業 | 1985/10/1 | 1985/6/18 | | * | * | |
| 6754 | ア ン リ ッ | 安 立 電 気 | 1985/10/1 | 1985/5/31 | * | | | |
| 6755 | 富 士 通 ゼ ネ ラ ル | ゼ ネ ラ ル | 1985/10/1 | 1985/5/24 | | | | * |

| | | | | | | | | |
|------|--------------|-------------|------------|------------|---|---|---|---|
| 7242 | カバヤ工業 | 萱場工業 | 1985/10/1 | 1985/5/18 | | | * | |
| 6622 | ダイヘン | 大阪変圧器 | 1985/12/2 | 1985/6/26 | * | | | |
| 6999 | K O A | 興亜電工 | 1985/12/2 | 1985/5/31 | * | | * | |
| 6765 | ケンウッド | トリオ | 1986/6/1 | 1986/1/30 | | * | * | |
| 5804 | 三菱電線工業 | 大日日本電線 | 1986/7/1 | 1986/4/11 | | | | * |
| 5771 | 三菱伸銅 | 玉川機械金属 | 1986/8/1 | 1986/4/11 | | | | * |
| 6841 | 横河電機 | 横河北辰電機 | 1986/10/1 | 1986/5/15 | | * | * | |
| 6850 | チノー | 千野製作所 | 1986/10/1 | 1986/5/17 | * | | * | |
| 9737 | C S K | コンピューターサービス | 1987/1/1 | 1986/12/10 | * | * | | |
| 5391 | アスク | 朝日石綿工業 | 1987/4/1 | 1986/5/23 | * | | | |
| 6705 | 日通工 | 日本通信工業 | 1987/4/1 | 1986/5/28 | | * | | |
| 8015 | 豊田通商 | 豊田通商 | 1987/7/1 | 1987/5/15 | | | | * |
| 4042 | 東ソ一 | 東洋曹達工業 | 1987/10/1 | 1986/11/6 | * | * | * | |
| 7954 | ヤマハ | 日本楽器製造 | 1987/10/1 | 1986/7/25 | * | | | |
| 8134 | ザ・トーカイ | 東海瓦斯 | 1987/10/1 | 1987/5/26 | * | * | * | |
| 8840 | 大京 | 大京観光 | 1987/10/1 | 1986/11/15 | * | * | | |
| 4902 | コニ一 | 小西六写真工業 | 1987/10/21 | 1987/5/18 | | * | * | |
| 6440 | J U K I | 東京重機工業 | 1988/4/1 | 1982/6/12 | * | * | * | |
| 7731 | ニコン | 日本光学工業 | 1988/4/1 | 1987/5/14 | | * | | |
| 4010 | 三菱化成 | 三菱化成工業 | 1988/6/1 | 1987/11/5 | | * | * | |
| 7248 | カルソニック | 日本ラヂエーター | 1988/8/25 | 1988/6/1 | | | * | |
| 6988 | 日東電工 | 日東電気工業 | 1988/9/1 | 1988/6/15 | * | * | | |
| 8016 | オンワード樫山 | 樫山 | 1988/9/1 | 1988/5/12 | | * | * | |
| 7243 | シロキ工業 | 白木金属工業 | 1988/9/5 | 1988/5/24 | * | * | * | |
| 1808 | 長谷コーポレーション | 長谷川工務店 | 1988/10/1 | 1988/6/2 | * | | | |
| 3115 | テザック | 帝國産業 | 1988/10/1 | 1988/5/22 | * | | * | |
| 4540 | ツムラ | 津村順天堂 | 1988/10/1 | 1988/5/21 | * | * | * | |
| 6759 | トーキン | 東北金属工業 | 1988/10/1 | 1987/8/20 | | * | | |
| 4046 | ダイソー | 大阪曹達 | 1988/12/1 | 1988/1/15 | * | | | |
| 2601 | ホーネンコーポレーション | 豊年製油 | 1989/4/1 | 1988/11/22 | * | | | |
| 5915 | 駒井鉄工 | 駒井鉄工所 | 1989/4/1 | 1989/2/24 | | * | * | |
| 6170 | アマダソノイケ | 園池製作所 | 1989/4/1 | 1988/11/17 | | | | * |
| 6108 | アマダワシノ | ワシノ機械 | 1989/4/1 | 1989/1/27 | | | | * |
| 7732 | アプコン | 東京光学機械 | 1989/4/1 | 1989/3/17 | * | | | |
| 8591 | オリックス | オリエント・リース | 1989/4/1 | 1988/9/8 | * | | | |
| 6395 | タダノ | 多田野鉄工所 | 1989/7/1 | 1989/5/23 | * | * | | |
| 5005 | 東燃 | 東亜燃料工業 | 1989/7/5 | 1989/4/5 | | | | * |

| | | | | | | | | | | |
|------|---|---|---------|---------------|-----------------|--------------------|------------|-----------|---|---|
| 4027 | テ | イ | カ | 帝 国 化 工 | 1989/8/1 | 1989/11/11 | * | * | | |
| 7275 | ア | ツ | ギ | ユ ニ シ ア | 厚 木 自 動 車 部 品 | 1989/9/1 | 1989/6/30 | * | * | |
| 8826 | エ | ル | カ | ク エ イ | 角 栄 建 設 | 1989/9/1 | 1989/5/12 | * | * | |
| 4008 | 住 | 友 | 精 | 化 | 製 鉄 化 学 鋳 業 | 1989/10/1 | 1989/5/3 | | | * |
| 5715 | 古 | 河 | 機 | 械 金 属 | 古 河 鋳 業 | 1989/10/1 | 1989/5/30 | * | * | |
| 6472 | N | T | N | エヌ・テー・エヌ | 東洋ベアリング | 1989/10/1 | 1989/3/31 | * | * | |
| 7996 | バ | イ | ロ | ット | パイロット 萬年筆 | 1989/10/1 | 1989/12/26 | * | * | |
| 8176 | 東 | 洋 | フ | ード | システムズ | レ ス ト ラ ン 西 武 | 1989/10/1 | 1989/6/3 | * | * |
| 8253 | ク | レ | デ | イ セ ゾ ン | 西 武 ク レ ジ ャ ッ | 1989/10/1 | 1989/3/18 | * | * | |
| 8585 | オ | リ | エ | ント | コーポレーション | オ リ エ ント フ ァ ナ ン ス | 1989/10/1 | 1989/3/24 | * | * |
| 1939 | 四 | 電 | 工 | 四 国 電 気 工 事 | 1989/11/3 | 1989/5/31 | * | * | * | |
| 1959 | 九 | 電 | 工 | 九 州 電 気 工 事 | 1989/12/1 | 1989/5/27 | * | * | * | |
| 1331 | ニ | チ | ロ | 日 魯 漁 業 | 1990/1/1 | 1989/5/30 | * | * | * | |
| 6645 | オ | ム | ロ | ン | 立 石 電 機 | 1990/1/1 | 1989/5/11 | * | * | |
| 8020 | 兼 | 松 | 兼 松 江 商 | 1990/1/1 | 1989/6/7 | | * | * | * | |
| 1944 | き | ん | で | ん | 近 畿 電 気 工 事 | 1990/4/1 | 1989/5/26 | * | * | * |
| 6326 | ク | ボ | タ | 久 保 田 鉄 工 | 1990/4/1 | 1989/4/7 | * | * | * | |
| 1947 | 日 | 本 | コ | ム シ ス | 日 本 通 信 建 設 | 1990/7/1 | 1989/9/26 | * | * | * |
| 6041 | ゼ | ク | セ | ル | デ ー ゼ ル 機 器 | 1990/7/17 | 1990/5/23 | * | * | * |
| 2536 | メ | ル | シ | ヤ ン | 三 楽 | 1990/9/1 | 1990/2/27 | | * | * |
| 7721 | ト | キ | メ | ツ ク | 東 京 計 器 | 1990/9/1 | 1990/5/23 | * | * | * |
| 9681 | 東 | 京 | ド | ー ム | 後 楽 園 ス タ ジ ア ム | 1990/9/1 | 1990/3/29 | | * | * |
| 1919 | エ | ス | ・ | バ イ エ ル | 小 堀 住 研 | 1990/10/1 | 1990/6/12 | * | * | * |
| 7269 | ス | ズ | キ | 鈴 木 自 動 車 工 業 | 1990/10/1 | 1990/5/18 | | * | * | * |
| 1806 | フ | ジ | タ | フ ジ タ 工 業 | 1990/12/1 | 1990/5/18 | * | * | * | |
| 8009 | イ | ト | マ | ン | 伊 藤 萬 | 1991/1/1 | 1990/5/25 | | * | * |
| 7309 | シ | マ | ノ | 島 野 工 業 | 1991/3/21 | 1990/1/10 | * | * | * | * |