

有価証券報告書に基づく株式上場廃止企業の特徴分析

Feature Analysis for the Delisted Companies based on Securities Reports

2141029 織田 恵子

Keiko ODA

指導教員 秋葉 知昭

This study aims to identify the financial characteristics of delisted companies that have chosen stock consolidation. By analyzing financial data collected from securities reports, we conducted cluster analysis and factor analysis on 54 companies that were delisted during the days between April 2022 and March 2024. Clustering revealed differences among companies based on company size, resulting in three distinct clusters. Each cluster was evaluated in terms of profitability and stability. Factor analysis identified three key factors: overall business performance, profitability and shareholder return, and financial stability. Through cluster analysis and factor analysis, this study revealed that profitability and financial stability were key financial characteristics of delisted companies that opted for stock consolidation.

1. 緒言

近年、有名大企業が上場廃止するケースが増え企業動向に注目が集まっている。上場廃止理由はいくつかあるが、株式併合を選択した企業が目立っている。しかし株式併合を選択する上場廃止企業の特徴について明らかになっていない。

そこで本研究では、有価証券報告書からデータを収集し、株式併合を選択した上場廃止企業の財務的特徴を明らかにすることを研究目的とする。

2. 研究に用いる用語

2.1 上場

企業が発行する株式を証券取引所で売買できるようにすることである。有価証券報告書上場規定第 601 条第 1 項第 1 号～20 号のいずれかに該当した場合、上場廃止となる[1]。

2.2 有価証券報告書

金融商品取引法の規定に基づき内閣総理大臣に提出され、金融庁の「EDINET(金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム)[2]」等で開示される。

2.3 倒産予知研究 SAF2002

企業の倒産予知に関する研究は 1930 年代からアメリカを中心に発展した。日本では白田が 2003 年に発表した倒産予知モデル「SAF2002」が有名である[3]。上場廃止企業には倒産企業が含まれる場合もあるため、本研究では倒産予知モデルを活用し、企業の倒産可能性を分析に含める。

3. 上場廃止企業の調査

2015 年 4 月から 2024 年 3 月までに上場廃止した企業と上場廃止理由について調べた。企業数は 570 社、理由は 27 個であった。主な上場廃止理由の件数推移は図 3.1 のとおりである。近年は上場廃止数と株式併合を選択した企業数が増加傾向で

あることが分かった。株式併合を選択した企業の上場廃止前の企業活動として、TOB、MBO、事業再生 ADR、上場維持基準抵触があった。

主な上場廃止理由の件数推移

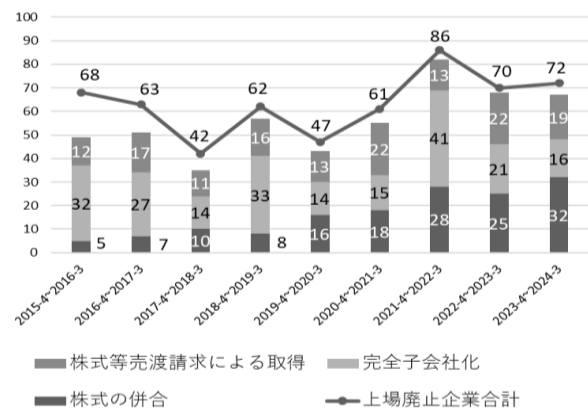


図 3.1 主な上場廃止理由の件数推移

4. 研究目的と方法

4.1 研究目的と流れ

本研究では有価証券報告書の財務データを分析することで、株式併合を選択した企業にどのような財務的特徴があるのかを明らかにすることを目的とする。データドリブンの流れに沿って「データの収集・加工」「可視化・相関分析」「クラスタリング」「因子分析」の手順で研究をすすめることとする。

データドリブンとは、ビジネスや意思決定が具体的なデータに基づいて行われる判断やアクション、アプローチのことである。「データの収集」「データの可視化」「データの分析」「意思決定と実行」の順に行われることが多い。

4.2 仮説と利用する財務指標

株式併合を選択した企業の財務的特徴を表す財務指標として、決算・投資指標と倒産予知指標を考えた。決算・投資指標は上場企業どうしを比べ

る財務指標である。倒産予知指標は倒産予知モデル SAF2002 とそれを構成する財務指標である。上場を廃止するメリットや上場を維持できない企業の財務数値がこれらの指標に表れると予想した。各指標を求めるために利用する財務数値と合わせて、分析には 34 個の財務指標を用意した。

4.3 利用データ

利用データは EDINET からダウンロードした有価証券報告書と訂正有価証券報告書の CSV ファイルから抽出した。分析対象企業について、2022 年 4 月から 2024 年 3 月までに株式併合を選択した上場廃止企業のうち、有価証券報告書を提出している、比較可能な会計基準を採用している、CSV ファイルに必要な財務指標の値が含まれることを条件に当てはまる企業を対象とした。分析期間と企業数は 2019 年 53 社、2020 年 54 社、2021 年 49 社、2022 年 23 社である。

4.4 前処理

データに対する前処理として、利用する財務指標の時系列変化を折れ線グラフで可視化し、財務指標の相関分析をした。その結果、財務指標の中に同一指標があることを確認した。

5. 研究成果

5.1 クラスタリング

クラスタ数を 2 に決定し、クラスタリングをした。分析対象の 54 社は、企業規模がとても大きい「クラスタ A」: 4 社ととても大きくない「クラスタ B」: 50 社に分かれた。「クラスタ B」について再度クラスタリングをしたところ、クラスタ数 2 で企業規模の大きい「クラスタ 0」: 9 社と小さい「クラスタ 1」: 41 社に分けられた。

財務指標の純資産、売上原価、売上高、総資本、時価総額、期首・期末平均留保利益がクラスタリングの特徴量として採用された。各クラスタの特徴を表 5.1 にまとめる。収益性は売上原価、売上高で安定性はそれ以外の財務指標である。

表 5.1 各クラスタの特徴まとめ

	クラスタA	クラスタ0	クラスタ1
収益性	とても高い	高い(又は普通)	普通から低い
安定性	とても高い	高い(又は普通)	普通から低い

5.2 因子分析

因子数推定の結果、比較可能性を考慮し各年因子数は 3 つとなった。各因子の寄与率について、因子 1 : 40%以上、因子 2 : 11%以上、因子 3 : 9%以上となった。そのため累積寄与率は 60%以上となる。因子負荷量をヒートマップで可視化した。2019 年の結果を図 5.1 に示す。

各因子で選ばれた財務指標の因子負荷量を解釈し、命名した因子名は次のとおりである。因子 1 : 総合的な経営成績、因子 2 : 収益力と株主還元、因子 3 : 財務安定性。因子 1 と因子 2 がそれぞれ高いと収益性が高く、因子 1 と因子 3 がそれぞれ高いと財務安定性が高い企業と評価できる。

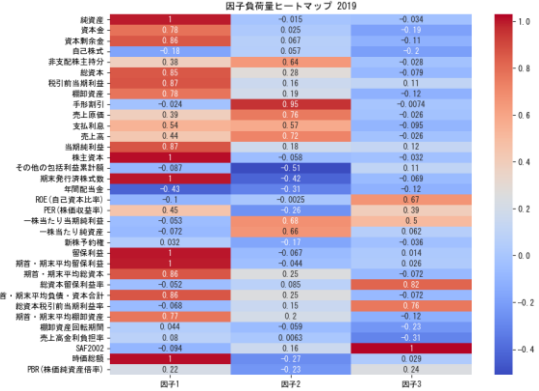


図 5.1 因子負荷量ヒートマップ 2019 年

5.3 まとめ

株式併合を選択した企業間の違いをクラスタリングから明らかにできた。各クラスタは企業規模から 3 つに分けられ、特徴は収益性と安定性で表すことができた。株式併合を選択した企業の共通点は、因子分析より 3 つの因子で説明できる。仮説で提唱した財務指標について、財務指標の中でも財務数値が特徴として現れることが多かった。因子分析では SAF2002 が特徴として現れた。

6. 結言

本研究では株式併合を選択した上場廃止企業の財務的特徴を明らかにするため、2022 年 4 月から 2024 年 3 月までに株式併合を理由に上場廃止した企業を対象に、クラスタリングと因子分析をした。クラスタリングからは企業間の違いを、因子分析からは企業の共通点を明らかにすることができた。そして本研究の分析から、収益性と財務安定性が株式併合を選択した企業の財務的特徴として挙げられる。

今後の展望として、テキストマイニングを用いて非財務情報を指標に取り入れることや、上場維持企業と比較することで、上場廃止企業の判別モデルを作成することが考えられる。

文 献

- [1] 日本取引所グループ：有価証券上場規程(東京証券取引所)，第 6 章上場廃止，第 1 節上場廃止基準，第 601 条第 1 項第 1 号～20 号，https://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html(2025 時点)
- [2] 金融庁：EDINET，<https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/WEEK0010.aspx>(2025 時点)
- [3] 白田佳子：企業倒産予知モデル(2003)