

上場廃止は誰のためか？

—親会社による上場子会社の完全子会社化にみる株主間利害対立—

志馬祥紀

要 旨

本研究では、親会社が株式交換を手段として、その上場子会社の全株式を取得する際に発生する、大株主（＝親会社）と少数株主（一般投資家）間の利害対立の可能性を分析する。わが国資本市場においては、子会社上場（親会社がその子会社について、経営上影響力を行使しうるだけの株式を保有しつつ、証券取引所に上場する形態）が多くみられ、当該慣行はわが国会社の経営上の特徴の一つとされてきた。しかし最近では、企業グループ内の戦略の再構築等を目的に、上場子会社を完全子会社化する事例が増加している。本研究では、当該株式交換発表時の、親会社および子会社の株価の反応を分析し、その際に株主間で利害対立が発生する可能性を指摘し、その防止策について提言を行う。

目 次

I はじめに——問題意識	1. 分析対象・分析手法について
II わが国における子会社上場と会社再編状況	2. 株価の反応状況
1. 子会社上場の状況	3. 株価の反応の決定要因
2. 子会社上場／完全子会社化のメリット・デメリット	4. 親会社株価と子会社株価の変動関係
3. 完全子会社化の方法：株式交換	IV. 分析結果について——親子会社株主間の利害対立とわが国の法制度
4. 先行研究の紹介	V. まとめ
III. 親・子会社の株価の反応(実証分析)	参考文献

I. はじめに——問題意識

本研究では、親会社が株式交換を手段とし

て、その上場子会社の全株式を取得する際に発生する、大株主（＝親会社）と少数株主（一般投資家）間の利害対立の可能性を分析する。わが国資本市場においては、子会社上場（親会社

* 本稿における誤り、意見はすべて筆者個人の責任に帰するものであり、筆者の所属する組織とは全く関係がないことをここに明記する。

がその子会社について、経営上影響力を行使しうるだけの株式を保有しつつ、証券取引所に上場する形態)が多くみられ、当該慣行はわが国会社の経営上の特徴の一つとされてきた。しかし最近では、企業グループ内の戦略の再構築等を目的に、上場子会社を完全子会社化する事例が増加している。本研究では、当該株式交換発表時の、親会社および子会社の株価の反応を分析し、その際に株主間で利害対立が発生する可能性を指摘し、その防止策について提言を行う。

なお、以下では、「親会社」とはある会社の経営について、その株式保有を通じて影響力を有する会社、「子会社」は親会社の影響下にある会社と定義する。

II. わが国における子会社上場と会社再編状況

1. 子会社上場の状況

これまで日本の会社はその子会社・関連会社を積極的に証券取引所に上場させてきた。その結果、上場子会社の数は一貫して増え続け、グループ会社経営とはより多くの上場子会社を作ることと捉える感さえあった。このように親会社がその子会社・関連会社の株式について経営支配力を保持しつつ株式を証券取引所に上場する、いわゆる子会社上場慣行は、わが国資本市場における特徴の一つといえよう(神戸[1998], 江頭[1995])。こうした状況は現在でも継続しており、2005年現在で東証上場会社中、親・子会社が上場しているケースは262件

図表1 グループ内再編・関連会社持分引上げの詳細

年	合併	グループ内再編								関連会社持分の引上げ				計
		株式買収				資産買収				資本参加	株式取得	株式交換	計	
		株式取得	株式交換	株式移転	計	営業譲渡	資産譲渡	会社分割	計					
1993	263	3	-	-	3	-	-	-	6	0	15	0	15	287
1994	184	0	-	-	0	-	-	-	1	0	20	0	20	205
1995	155	0	-	-	0	-	-	-	1	0	27	0	27	183
1996	199	2	-	-	2	-	-	-	2	0	18	0	18	221
1997	217	5	-	-	5	-	-	-	1	0	32	0	32	255
1998	255	4	-	-	4	-	-	-	24	2	50	0	50	335
1999	371	23	7	3	33	-	-	-	50	2	55	5	60	516
2000	378	42	20	4	66	44	1	-	81	2	81	12	93	620
2001	356	45	28	7	80	128	4	15	147	7	51	7	58	648
2002	367	69	41	6	116	220	7	18	245	18	75	23	98	844
2003	347	66	44	8	118	212	5	24	241	9	99	17	116	831
2004	297	68	38	1	107	134	4	16	154	7	72	26	98	663
2005	297	60	41	6	107	125	1	24	150	7	92	18	110	671

* 日本会社間のM&Aを対象 (出所) 野村證券 [2006]

であった¹⁾。

しかしながら、最近ではこうした状況について変化もみられる。会社のリストラクチャリング活動や既存事業の強化のために、会社間での買収・合併や子会社化等の再編が進んでいる(図表1参照)。中でも1999年の商法改正時に導入された株式交換制度を利用した再編は急増している。たとえば、東京証券取引所の2002年の全上場廃止会社数は78社であるが、このうち48社(62%)が完全子会社化によるものであった。

以上のように、親会社による子会社の積極的な上場と、逆にその非上場化を進めるという、一見相反する2つの流れが最近の資本市場に存在することが窺える。

2. 子会社上場／完全子会社化のメリット・デメリット

前節で示した、子会社を巡る動きを理解するためには親会社・子会社の各メリット・デメリットを把握する必要がある。まず、子会社上場を進める親会社のメリットとして、①創業者利潤の獲得、②子会社の価値の顕在化、③経営のモニタリング強化、④経営権の維持、が挙げられる。親会社は子会社上場に際して株式上場益を獲得し、その後も継続保有する子会社株式によって、子会社に対する影響力を保持していくことができる。また、親会社以外の株主が生まれる(たとえば証券アナリスト)ことで外部からの経営モニタリングが実施されることで、親会社はモニタリング・コストの低減が可能となる。

親会社のデメリットとして、①少数株主との利益相反問題、②グループとしての意思決定の遅れ、③経営権の安定性の低下、が考えられ

る。これらは親会社以外の株主が生まれることで、それら株主との利害対立の発生(あるいは調整に伴う負担の発生)に起因する事項である。たとえば、利益相反問題としては、親会社が子会社と継続して取引関係を有する場合は利益相反を回避するために、取引条件が一般的な条件(市場価格)から乖離していないか、といった配慮が必要となる²⁾。また少数株主が多数存在する場合は株主間の意見調整負担が大きくなり、結果としてグループの経営上意思決定が遅れる可能性がある。また親会社の保有比率が50%を割る場合には、経営権の安定性低下が問題になる。

子会社のメリットとして、①資金調達力の向上、②内部管理体制の整備と経営組織の強化、③社会的信用力の増大、が挙げられる。子会社は上場により市場からの資金調達が可能になり、財務基盤が強化される。また、取引所による上場審査や、その後のディスクロージャー義務の賦課により内部管理体制が整備され、社会的信用力の増大、知名度向上による人材確保の容易さなどのメリットが発生する。

子会社のデメリットとして、①株式買占めの可能性、②会社内容の開示義務等負担の拡大、が挙げられる。親会社以外の株主が発生することで、株式が買占めされ経営権が脅かされる可能性や、ディスクロージャー等負担の拡大が挙げられる。

一方、親会社がその上場子会社を完全子会社化することで上場廃止する場合には、親会社・子会社双方のメリット・デメリットは株式上場の場合と対称的なものとなる。親会社にとっては、子会社株式の買戻しに伴う負担が発生する一方、他の少数株主との利益相反問題がなくなり、グループ全体の意思決定の迅速化が可能と

なる。子会社にとっては、市場からの資金調達手段の喪失や知名度の低下が発生する一方、経営の安定性を獲得し、上場に伴う各種事務負担の低減が可能となる。

そして、親会社の子会社株式を完全子会社化する理由としてはこの他、上場基準の維持が困難になった子会社の救済（上場廃止の回避）も理由として挙げられる。すなわち、親会社の子会社株式の上場後も強い取引・資本関係を有し、社会的に両者は一体関係にあると認識されている場合には、子会社の経営不振による上場廃止や倒産は、親会社にレピュテーション・リスクをもたらす可能性がある。については、こうした事態を事前に回避するために、子会社を完全子会社化して上場廃止する可能性もある。

こうした上場を巡るメリット・デメリットの多くは、親・子会社にとどまらず、上場会社一般に該当する事項であり、異なるのは親会社以外の少数株主が生まれる点である。言い換えればこの点に注目することで、主要株主と少数株主間の利害対立を考察することが可能となろう。

3. 完全子会社化の方法：株式交換

親会社が上場子会社を完全子会社化する際に使用される株式交換とは、平成11年の商法改正時に導入された制度であり、親会社が子会社の全株式を取得、完全親子関係の構築を目的に導入された。具体的には、子会社（となる企業の）株主の保有株式について、株式交換契約の定める株式交換比率に従い、親会社（となる企業の）株式と交換することを指す。

株式交換は、株主総会の特別決議により決定（3分の2以上の賛成が必要）され、反対株主は株式買取請求権を行使できる。株式交換の導

入により、時価総額の大きい親会社は自社株式を対価として、買取り資金なしに、機動的な会社買収が可能となった。

4. 先行研究の紹介

本節では、子会社上場・完全子会社化を巡る先行研究について記載する。米国では子会社のカーブアウト（carve-out: 親会社の子会社や親会社の一部を完全に切り離して完全に独立化させて上場する事柄）について多くの先行研究が存在している。

具体的には Schipper and Smith [1986], Slovin, Sushka and Ferraro [1995], Allen [1998], Hulbert, Miles and Woolridge [2002], Vijh [2002] が存在する。これらの研究においては、子会社のカーブアウト情報の公開時に、親会社株式に正の異常収益率が発生する点が共通して観察されている。

また、親会社が一度カーブアウトした子会社の株式を再取得する事例については、Gleason, Madura, and Pennathur [2004] が存在する。同研究では子会社株の再取得情報の公開時に、親・子会社株式に正の異常収益率の発生を確認している。具体的には、親・子会社株式に正の異常収益率が認められるが、その形式は画一的に上昇するのではなく、親・子会社双方の経営指標（収益率、負債状況）や両者間のビジネス上の関係が強く影響していることを指摘し、その際に主要株主である親会社と少数株主である一般投資家の間に、情報の非対称性が存在することを明らかにしている。

わが国における子会社上場に関する研究としては、小本 [2001b] が本格的な分析を行い、親会社株式における正の異常収益率の存在（公開発表後の3日間で3.1%）など、米国の先行

研究と整合的な内容を報告している。

また、上場子会社の完全子会社化については、飛田 [2005] の先行研究が存在する。飛田 [2005] は1995年—2003年間の東証上場会社中、株式交換によって完全子会社化された事例61件を分析した。具体的には株式交換発表後の親・子会社双方の株式収益率・累積異常収益率（発表前後10日間）を調べた結果、共に株価の上昇を確認（とりわけ子会社の株価の上昇度が高いことを指摘）している。

Ⅲ. 親・子会社の株価の反応 (実証分析)

1. 分析対象・分析手法について

以下では、東京証券取引所に上場されている親会社・上場子会社を対象として、親会社による子会社の株式交換事例を分析する。具体的には、東京証券取引所発表の2002年—2005年間の上場廃止事例中、株式を30%以上有している親会社（あるいは名称等から明確に同一会社グループに属すると考えられる会社（例：東急電鉄—東急観光））が株式交換を行った事例58件を選択した。

分析内容は、完全子会社化情報の公開時に、親・子会社株価の反応状況を調べ、その後当該株価反応の決定要因を分析する。具体的には、2節で株式交換情報発表前後の親会社・子会社株価の累積異常収益率（CAR: cumulative abnormal return）を分析し、3節では親会社・子会社の累積異常収益率について各種の経営指標を用いた回帰分析を行う。

2. 株価の反応状況

本節では、株式交換情報の公開前後の親・子会社の株価の反応状況を調べる（イベント・スタディ）。具体的には、個々の親会社・子会社の株価について、マーケット・モデルを使用し累積異常収益率を算出、その平均値について統計上の有意性を検定する³⁾。

株式交換に関する発表が行われた日をイベント日 ($t=0$) とし、イベント日の251日営業日前から51日営業日前までの200日間 ($t=-251 \sim -51$) を推定期間として最小自乗法により次式のマーケット・モデルを計測する（なお、本研究における株式投資収益率はすべて対数収益率を使用している）。

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + e_{jt} \quad (1)$$

ここで、 R_{jt} は t 日における会社 j の株式投資収益率、 R_{mt} は t 日における市場収益率、 e_{jt} は攪乱項である（本研究において市場収益率の指標には東証株価指数（TOPIX）を用いる）。次に α_j と β_j （いわゆるベータ係数）の推定値 $\hat{\alpha}_j$ 、 $\hat{\beta}_j$ をもとに、イベント日の50営業日前から50営業日後までの101日間について外挿テストを行い、実績値と予測値の差の形で異常収益率を求める。すなわち、

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt}) \quad (2)$$

である。これは、 t 日においてイベントが会社 j の株式投資収益率に及ぼした個別の効果を表している。

この作業をサンプルの会社 (N 社) すべてについて行い、イベント日を基準に各会社の時期を揃えた上で、(3)式で定義される平均異常収益率を求める。

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N AR_{jt} / N \quad (3)$$

これは t 日にイベントがサンプル内会社の株式投資収益率に及ぼした平均的な効果を示している。

最後に任意に定義されたイベント日前後の一定期間 ($t=T_1 \sim t=T_2$) について、イベントの及ぼした累積的な効果を見るために、(4)式で定義される累積平均異常収益率を求める。

$$CAR_{T_1, T_2} = \sum_{t=T_1}^{t=T_2} AAR_t \quad (4)$$

以下では分析期間を、5 期間に分け、イベント日前後の $\pm 1, \pm 3, \pm 5, \pm 10, \pm 30, \pm 50$ 営業日間を対象とする。また、CAR の有意性検定にはイベント・スタディで一般的に採用されている Z 検定量を使用する。

図表 2 はイベント日を中心とする前後 50 営業日間の親会社・子会社の累積異常平均収益率 (CAR) をプロットしたものである (グラフの見やすさのために、イベント日の CAR 値がゼ

ロとなるように調整している)。この結果からは、子会社株式の CAR はイベント日後、短期間 (3 日程度) で上昇し、その後はおおむね横ばいあるいは若干の上昇傾向を示している。また、親会社株式の CAR はイベント日の後、若干低下しつつも横ばい傾向を示している。

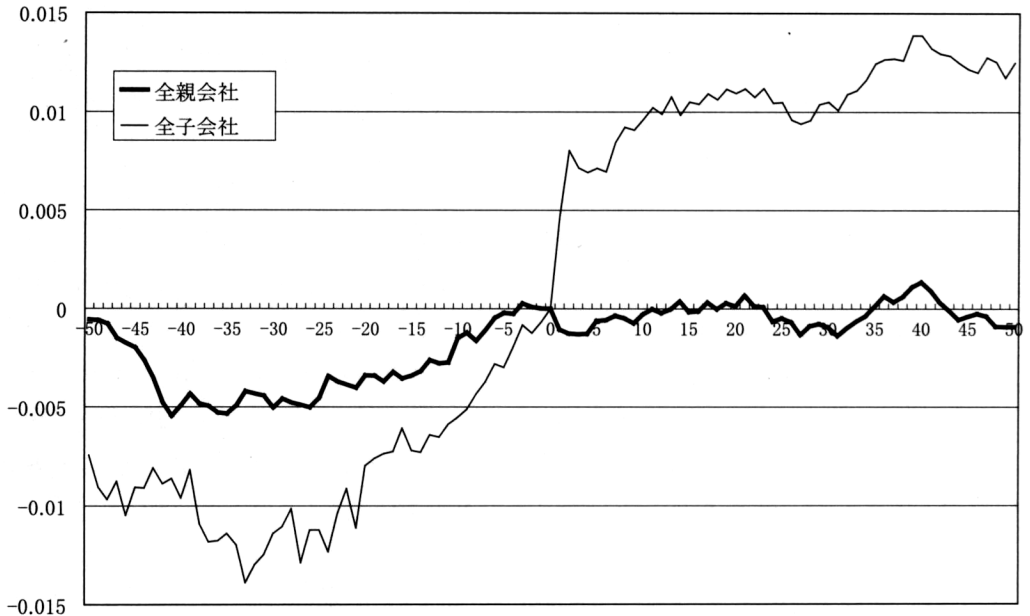
こうした親会社・子会社の CAR の状況は、飛田 [2005] の報告と整合的である。しかし、数値の有意性について結果は大きく異なってい

図表 3 親・子会社の累積異常平均収益率(全銘柄)

	親会社		子会社	
		Z 値		Z 値
± 1	-0.0028	0.949	0.0010	-0.716
± 3	-0.0059	0.881	0.0019	-0.809
± 5	-0.0033	1.079	0.0037	-0.732
± 10	0.0006	-0.506	0.0097	-1.777**
± 30	0.0029	-0.103	0.0185	-2.683*
± 50	0.0019	1.059	0.0133	-1.315

*5%検定で有意 **10%検定で有意

図表 2 親・子会社の累積異常平均収益率 (全銘柄を対象)



る。図表3はCARの値およびそのZ値を示している。

図表3において、親会社のCARの値はすべての期間について統計的に有意ではなく、子会社のCARについて有意なものは±10のみであり他は有意ではない。

これらの結果は飛田[2005]の報告結果(株式交換発表前後10日間の親・子会社のCARが有意に上昇)と異っており、株式交換による完全子会社情報による親・子会社株価への株価効果を確認できない。当該結果の考察にあたり、Ⅱ節で検討した親・子会社双方の完全子会社化における目的を振り返ってみよう。ここでは、上場子会社を完全子会社化しようとする親会社のインセンティブとして、グループ戦略の共有といった親会社の企業価値向上に「前向き」な戦略だけではなく、赤字子会社の救済といった「後ろ向き」(＝親会社の企業価値の減少防止)な目的が存在する可能性を指摘している。こうした「後ろ向き」の事例が存在するならば、親・子会社のCARにマイナスの事例が

図表4 親・子会社CARの符号別状況

	親会社	子会社
±3のCARがプラスの会社	30	34
±3のCARがマイナスの会社	28	24

発生する可能性がある。

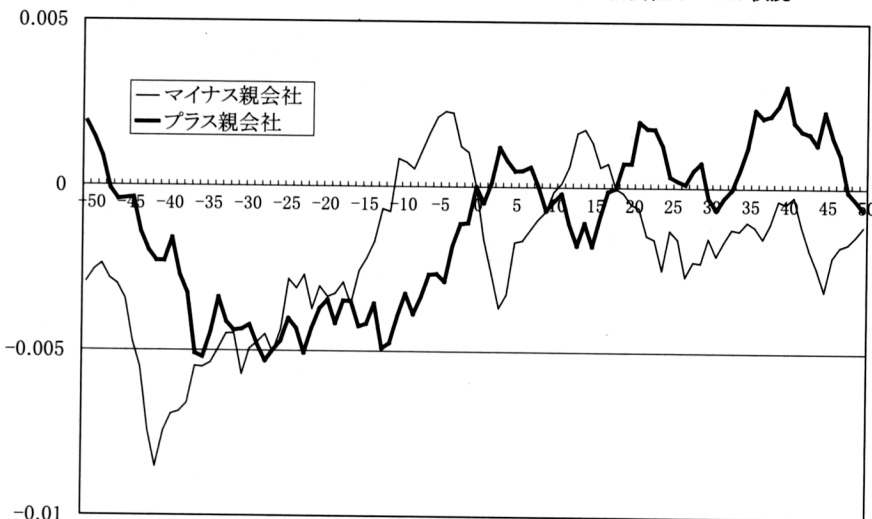
こうしたCARがマイナスの事例を分別するために、イベント日後の累積異常収益率CARについて、イベントの前後3営業日間の値のプラス・マイナスを基準として会社を選別した⁴⁾。図表4はその結果であり、親・子会社双

図表6 親会社の累積異常平均収益率(プラス・マイナス別)

	+会社		-会社	
		Z値		Z値
±1	0.0006	-0.741	-0.0011	1.825**
±3	0.0040	-3.136*	-0.0010	3.799*
±5	0.0031	-0.944	-0.0001	2.083*
±10	0.0043	-1.804**	0.0024	0.648
±30	0.0040	-0.915	0.0034	0.432
±50	-0.0024	0.780	-0.0002	0.800

*5%検定で有意、**10%検定で有意

図表5 イベント前後3日間のプラス・マイナス別の親会社のCAR状況



方に、プラスとマイナスの会社の発生が見て取れる。

図表5はイベント前後各3日間のCARについて、プラス、マイナス別に分類した親会社の状況を示している。同グラフにおいて明確な傾向は見られない。

図表6はプラス・マイナス別の親会社のCARを示している。プラス会社のCARは、±50日を除きすべてプラスであり、その内±3日、±10日について統計上有意となっている。マイナス会社のCARは、±10日、±30日を除きすべてマイナスで統計上有意となっている(±50日を除く)。

以上の内容は、親会社株式について、CARがプラスの会社とマイナスの会社が存在することを示唆しているが、そのプラス・マイナスの程度は必ずしも明確ではない。

図表7は、イベント前後±3日間の子会社のCARについてプラス・マイナス別に、CARの状況を示したものである。当該グラフからは、イベント発表後、株価収益率が顕著に反応し、

図表8 子会社の累積異常平均収益率 (プラス・マイナス別)

	+銘柄		-銘柄	
		Z値		Z値
±1	0.0143	-4.231*	-0.0177	3.800*
±3	0.0212	-4.967*	-0.0253	4.286*
±5	0.0204	-4.419*	-0.0199	4.257*
±10	0.0253	-4.231*	-0.0122	2.371*
±30	0.0305	-4.180*	0.0016	1.000
±50	0.0238	-3.011*	-0.0026	1.199

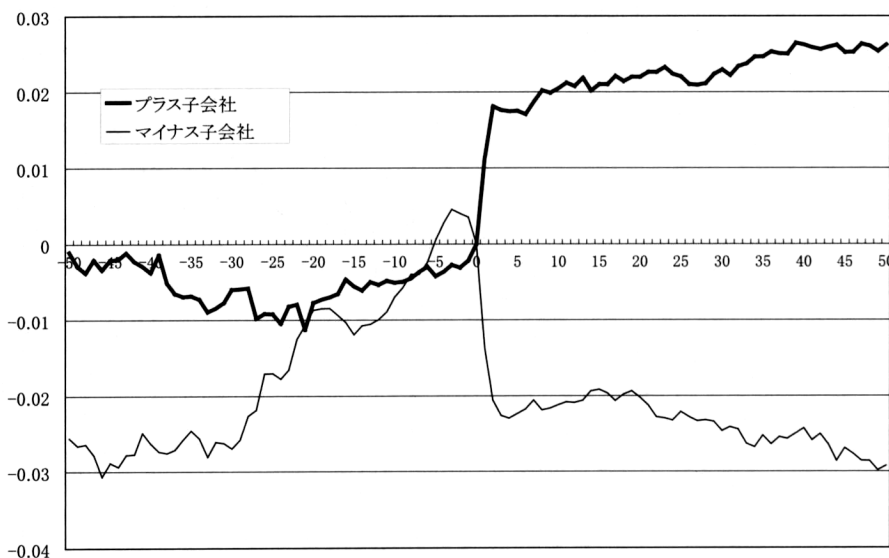
*5%検定で有意 **10%検定で有意

プラスおよびマイナスの企業が対照的な形状を示していることが窺える。

図表8はプラス・マイナス別の子会社のCARを示している。プラス会社のCARは、全期間についてプラスかつ統計上有意となっている。マイナス会社のCARは、±30日を除きすべてマイナスであり、±50日を除きすべて統計上有意となっている。

この結果は、子会社株式のCARがプラスとマイナスの会社に分類され、その短期的反応が顕著であることを示している。

図表7 イベント前後±3日間のプラス・マイナス別の子会社のCAR状況



以上、親・子会社の株価は、親会社による上場子会社の完全子会社化情報について、「親会社の株価上昇／下落」「子会社の株価上昇／下落」という4パターンの反応を示した。これは、事例毎に株主（投資家）が企業価値の観点から「望ましい（＝株価上昇）」「望ましくない（＝株価下落）」との判断を行っていることを示しており、株式交換に株主が肯定的な判断を下しているとする先行研究とは異なっている。

また、反応の程度については親会社・子会社で非対照的であり、子会社の反応は親会社よりも顕著であり、また子会社の「株価上昇」は「株価下落」よりも反応が著しいことが分かった。

3. 株価の反応の決定要因

前節では、親会社による株式交換について、親・子会社別の株価の変化を分析した。その結果、親・子会社株式ではそれぞれ「CARがプラスの会社」と「CARがマイナスの会社」に分類可能であり、その反応の程度は子会社において顕著であった。

株式交換情報に際して親・子会社のCARが一律にプラスであるならば、「株式交換を手段とする、親会社による上場子会社の完全子会社化はすべて会社価値を高める」という理解が可能である。しかし、プラスおよびマイナスという異なる結果が現れた以上、一律の解釈は難しい。情報に対して、親・子会社の株主（投資家）が投資行動を決定している要因が別途存在するはずである。本節では親・子会社のCARの決定要因を分析し、続いて親・子会社間での組合せについて考察する。

株主（投資家）行動の決定要因としてまず考えられるのは、親会社・子会社双方の会社の経

営状況であろう。親会社の株主にとって「経営状態のよい会社」を子会社化する場合、親会社のCARはプラスとなるであろうし、子会社の経営状態が悪ければその反応はマイナスとなる。また子会社株主にとっても、株式交換の結果、保有する子会社株式の代わりに親会社の株式が与えられることを考えれば、同様の結果が簡単に予想されよう。

本研究では、会社の経営指標として、資本収益率および自己資本比率を採用する。資本収益率（ROE）は発行済株式数に対しての会社の自己資本（株主資本）に対する当期利益（税引後利益）の割合であり、株主持分に対する会社の投資収益率を意味する。その値が高いほど会社が株主の投下資本に対して高い利潤を上げていることを示している。一方、自己資本比率は、自己資本と他人資本を合わせた使用総資産に対する自己資本の割合であり、会社の貸借対照表上での資本金、法定準備金、任意積立金、当期末処分利益の合計比率を指す。自己資本比率が高いほど会社の財務安全度が高いことを示す。

次に考えられる要因は、完全子会社化に先立つ親会社の持株比率である。親会社の株式交換事前の保有割合が高いほど市場に出回っている子会社株式比率は低くなっている。この場合、株式保有構造の変化による経営改善効果が大きいとすれば、事前の持株比率が低いほどCARは大きくなる（パラメータの係数はマイナス）。一方、株式保有構造の変化が経営上マイナスと考えられるならば、CARは小さくなる（パラメータの符号はプラス）。

第三に考えられる要因は、株式交換における親会社株式と子会社株式の交換比率である。これは子会社一株について親会社株式が渡される

比率であり、親・子会社株式間の相対的な価値を示している。当該交換比率は、株式交換の発表と同時に公表され、その比率は企業が外部の監査法人等に参考値の算定を委託し、当該値を参考値として最終的に親・子会社間で決定している事例が多い。

株主行動の決定要因の分析指標としては、現在の子会社株価に対して相対的な価格で親会社株が引き渡される際の、市場価値からの超過部分を指標（プレミアム）とする。イベント日前日の親会社株価に当該交換比率を乗じて交換されるべき子会社の株式の相対的価格を算出し、当該価格を同日の子会社株価で除したものをプレミアムとする。この場合、相対的な価格が子会社の市場価格より高ければプレミアムはプラスであり、低ければマイナスである（数値例：松下電器産業（親会社）・松下通信工業（子会社）の事例。イベント日前日の松下電器産業の株価は1,788円、松下通信工業の株価は3,630円、株式交換比率は松下通信株1株に対して、松下電器産業株2.884株を付与。この場合、松下通信工業の相対的な子会社価格は5,156円（＝1788円×2.884株）円であり、実際の市場価格3,630円に比して42.1%のプレミアムとなる）。このように計算されたプレミアムの平均値はサンプル全体で5.2%、最大値は+61.7%、最小値は-45.4%であった。

プレミアムは親会社株価を相対価格とする子会社株の買取り価格であるため、親会社株主にとってプレミアムが高いほど「高額な買い物」（CARのマイナス要因）、プレミアムが低いほど「合理的な買い物」（CARのプラス要因）となり、当該判断がCARに影響すると考えられる。子会社株主にとってプレミアムは、株式の相対的な売却価格を意味することになるため、

プレミアムが高いほどCARのプラス要因、プレミアムが低いほどCARのマイナス要因となる。

以上の考え方に基づき、親・子会社CARの説明モデルを以下のように設定する。

<親会社CAR>

$$PCAR = CONST + PROE + PCAP + SROE + SCAP + STOCK + PREM + ET \quad (5)$$

<子会社CAR>

$$SCAR = CONST + PROE + PCAP + SROE + SCAP + STOCK + PREM + ET \quad (6)$$

変数名：内容

PCAR	：親会社の累積異常平均収益率
SCAR	：子会社の累積異常平均収益率
CONST	：定数項
PROE	：親会社の総資本事業利益率
SROE	：子会社の総資本事業利益率
PCAP	：親会社の自己資本比率
SCAP	：子会社の自己資本比率
STOCK	：公開直前の親会社の持ち株比率
PREM	：株式交換時の子会社株価に対する プレミアム
ET	：攪乱項

親・子会社のCARについて、分析期間をイベント日から±1, 3, 5, 10, 30, 50日として、上記の変数を用いて分析する。サンプルは、全会社および前節の分類に使用したイベント前後±3日間のCARが「プラスの会社」「マイナスの会社」を対象として分析する。

まず、全親会社について分析を行ったものが以下の図表9（全銘柄）、図表10（イベント日から±3日間のCARがプラスの会社群）、図表11（同マイナスの会社群）である。

モデルの説明力を示す修正済R²値について、各グループ中最も説明力が高いものは、図表10の±1日間(0.4518)が最も高く、次いで図表11の±3日間(0.3339)、最後に図表9の±1日間(0.2189)となっている。これによって当該モデルは、イベント日から短期間の説明力が高いことがわかる。

図表9中、有意水準10%で有意なパラメータは、親会社のROE(係数はプラス、有意な項目は1)、自己資本比率(係数はプラス、有意な項目は1)、子会社のROE(係数はプラス、有意な項目は2)、自己資本比率(係数はマイナス、有意な項目は1)、持株比率(係数はマイナス、有意な項目は2)であり、プレミアム

図表9 親会社のCAR分析結果(全銘柄)

	定数項	親会社		子会社		持株比率	プレミアム	修正R ² 乗値
		ROE	自己資本比率	子会社ROE	自己資本比率			
±1	.0010229	.0001123*	.0000729*	2.79e-06	-.0000234	-.0074588*	.0000406	0.2189
±3	.0023771	-.0000446	.0000927**	4.11e-07	-.0000162	-.0120591*	.0000102	0.0479
±5	.0020163	-.0000448	.0000593	.0000169	-.0000268	-.0046906	-.0000353	-0.0624
±10	.0026954	-.000179	.0000758	.0000216	7.15e-06	-.0018217	-.0001262	-0.0375
±30	-.0016683	-.0002093	.0001915	.0000651**	-.000154	.0151449	-.0000841	-0.0165
±50	.0013678	-.0004448	.0003799	.000085**	-.000431*	.0080007	.0001767	0.0446

*5%検定で有意,**10%検定で有意

図表10 親会社のCAR分析結果(イベント日から±3日間のCARがプラスの会社群)

	定数項	親会社		子会社		持株比率	プレミアム	修正R ² 乗値
		ROE	自己資本比率	子会社ROE	自己資本比率			
±1	.0009127	.0001874*	-7.67e-06	3.05e-07	-.0000298	.0028104	.000019	0.4518
±3	.0043757**	.0000369	-.0000525**	-3.79e-06	.0000134	.0008548	.0000357	-0.0257
±5	.0006529	.0000541	-.0000187	5.04e-06	.0000697*	.0026634	.0000343	0.2792
±10	-.0075178	.0000132	.0000318	-2.66e-06	.0000993	.0195976	.0000123	0.0693
±30	.0002852	.0000915	.0000776	.0000515	-.0000141	.0107184	.0000439	-0.0178
±50	.0044485	-.0001041	.0003049	.0000888	-.000379	-.0093381	.0006953**	0.0444

*5%検定で有意,**10%検定で有意

図表11 親会社のCAR分析結果(イベント日から±3日間のCARがマイナスの会社群)

	定数項	親会社		子会社		持株比率	プレミアム	修正R ² 乗値
		ROE	自己資本比率	子会社ROE	自己資本比率			
±1	-.0001309	-.0000356	.0000473	-.000018	.0000332	-.0119175*	.0000541	0.3014
±3	-.0013508	-.0000728	.0002171*	9.78e-06	-.0000711	-.0148702	-.0001094**	0.3339
±5	-.0006766	-.0001137	.0000563	.0000484*	-.0000702	-.0031171	-.0002451*	0.2946
±10	.0087048	-.000548**	.0000557	.000093	-.0000574	-.010981	-.0004207**	0.0971
±30	-.0130519	-.0009784	.0002636	.0000798	-.0001748	.0296228	-.0003299	0.0401
±50	-.0116384	-.0015479*	.0007837	.0001234	-.0005649*	.0303034	-.0002391	0.2159

*5%検定で有意,**10%検定で有意

は有意とはなっていない。

図表10中、有意水準10%で有意なパラメータは、親会社のROE（係数はプラス、有意な項目は1）、親会社の自己資本比率（係数はマイナス、有意な項目は1個）、子会社の自己資本比率（係数はプラス、有意な項目は1）、プレミアム（係数はプラス、有意な項目は1）が影響を与えていることが窺える。

図表11は、統計上有意水準10%で有意なパラメータを見ると、親会社のROE（係数はマイナス、有意な項目は2）、自己資本比率（係数はプラス、有意な項目は1個）、子会社のROE（係数はプラス、有意な項目は1）、自己資本比率（係数はマイナス、有意な項目は1個）、持ち株比率（係数はマイナス、有意な項目は1）、プレミアム（係数はマイナス、有意な項目は3）となっている。

図表9～11の結果を見ると、親会社のCARの変動を子会社株式の交換に関連する要因で説明しようとする本分析モデルそのものの説明力が低いことも注目される。そして親会社のCARがプラスの会社群については、「完全子会社の収益力の高さ」が、CARがマイナスの会社群については「プレミアムの程度（子会社取得の価格）」が注目されるなど、投資家の関心が異なることが示される。

子会社のCARについて分析した結果、モデルの説明力を示す修正済 R^2 値について、各グループ中最も説明力が高いものは、図表14の±3日間（0.8833）が最も高く、次いで図表12の±5日間（0.6135）、最後に図表13の±30日間（0.3654）となっている。これらモデルの説明力は親会社のCARに比して高く、子会社のCARは株式交換イベントの影響を強く受けている。また、その影響もイベント日から5日程

度と親会社よりも長く影響が残っている。

図表12は全銘柄を対象としており、イベント日から±10日以降の結果についてはモデルの説明力が半減している点に特徴がある。また、統計上有意水準10%で有意なパラメータは「プレミアム」項（係数はプラス、有意な項目は4個）に集中しており、他には子会社の「自己資本」項（係数がプラス、有意な項目は1個）のみである。

図表13は、イベント日から±3日間のCARがプラスの会社群を対象としている。最も説明力が高い期間は±30日と、他のモデルに比して長い期間の説明力が高くなっている。有意水準10%で有意なパラメータは、「プレミアム」項（係数はプラス、有意な項目は4個）が最も多く、その他は「親会社のROE」項（係数はプラス、有意な項目は1個）、「子会社のROE」項（係数はプラス、有意な項目は1個）、「子会社の自己資本比率」項（係数はプラス、有意な項目は1個）となっている。

図表14は、イベント日から±3日間のCARがマイナスの会社群を対象としている。最も説明力が高い期間は±3日間であり、本モデルでCARの大半を説明することができる。統計上有意水準10%で有意なパラメータは、「プレミアム」項（係数はプラスが4（すべて短期・中期）、マイナスが2、有意な項目は6個すべて）、次いで「親会社のROE」項（係数はプラス2、マイナス4、有意な項目は合計4個）、「子会社の自己資本比率」項（係数はプラス、有意な項目は3）となっている。

子会社のCARを分析した結果、明確にいえることは、株式交換情報は子会社のCARに強く影響しており、「プレミアム」項（株式交換比率）が重要な説明変数となっている。また、

図表12 子会社の CAR 分析結果 (全銘柄)

	定数項	親会社		子会社		持株比率	プレミアム	修正 R ² 乗値
		ROE	自己資本比率	子会社 ROE	自己資本比率			
± 1	-.0030333	.0000981	.0001649	-.0000257	.0000474	-.0147838	.0007631*	0.5225
± 3	.0000888	.0001443	-.0000568	-.0000269	.0002139*	-.0209401	.0010788*	0.5885
± 5	.0053385	.0000975	-.0001284	-6.61e-06	.0002323*	-.0221807	.0009321*	0.6135
±10	.0140451	2.26e-06	.0000324	.0000366	.0001184	-.0252877	.0007702*	0.3029
±30	.0171498	-.0003719	.0002565	.0000671	.000067	-.017542	.0003867	0.0055
±50	.035536	-.0004595	-.0000817	.0000478	.0002202	-.0525293	.0002716	-0.0215

*5%検定で有意, ** 10%検定で有意

図表13 子会社の CAR 分析結果 (イベント日から±3日間の CAR がプラスの会社群)

	定数項	親会社		子会社		持株比率	プレミアム	修正 R ² 乗値
		ROE	自己資本比率	子会社 ROE	自己資本比率			
± 1	.0097138	.000065	.0002048	-.0000309	.000018	-.016609	.0002728	0.0259
± 3	.0145968	.000215	-.0001833	-.0000425	.0000437	.0092523	.0003716	-0.0715
± 5	.0137878	.0002672	-.0001749	-.000013	.0000754	.0053096	.0004533**	0.0062
±10	-.0031076	.0003487**	-.000103	-9.01e-06	.0003885*	.000777	.0005929*	0.3009
±30	.0069584	.0001818	-.0002646	.0000747**	.0002664	.0080048	.0009136*	0.3654
±50	.0273123	.0000853	-.0004736	.0000815	-.0000135	.0040386	.0009647*	0.0769

*5%検定で有意, ** 10%検定で有意

図表14 子会社の CAR 分析結果 (イベント日から±3日間の CAR がマイナスの会社群)

	定数項	親会社		子会社		持株比率	プレミアム	修正 R ² 乗値
		ROE	自己資本比率	子会社 ROE	自己資本比率			
± 1	-.0120083	.0006164*	.000158	-.0000233	-.0000122	.0038863	.0010623*	0.6487
± 3	-.0081232	.0005479*	.0000223	-.0000162	.0001574*	-.0064382	.0015188*	0.8833
± 5	-.0094585	-.000344	-.0000487	.0000296	.0001836*	.0022371	.0010491*	0.8220
±10	-.0066289	-.0015464	.0000969*	.0001242	.0000977**	-.0035619	.0002041	0.4681
±30	-.0480664	-.0037269*	.000777	.0001785	-.0000511	.0359474	-.0016203**	0.2728
±50	-.0184743	-.0038897*	.0004731	.0002884	.0000169	-.0175669	-.0023051**	0.1553

*5%検定で有意, ** 10%検定で有意

子会社株式と交換される親会社の収益力、そして子会社の自己資本比率も説明変数として注目されるが、親会社の持ち株比率は殆ど影響がみられなかった。

4. 親会社株価と子会社株価の変動関係

前節では、親・子会社の CAR の決定要因に

ついて分析を行った。その結果、①株式交換イベントは親会社株より子会社株への影響が大き、②子会社 CAR の決定にはプレミアムの多寡が強く影響する、③親・子会社の CAR の決定に、親・子会社の ROE 項および自己資本比率項は影響しているが、その程度は低い、④子会社 CAR について親会社の持株比率の影響力

は低い、といった事項が確認された。

本節では親・子会社の CAR の変動について、親・子会社の組合せ状況を分析する。親・子会社の CAR について、各々プラス・マイナスが存在する以上、その組合せ（「親・子会社はともに CAR がプラス（マイナス）」、「親会社の CAR がプラス（マイナス）ならば子会社の CAR はマイナス（プラス）」であるのか、あるいは「それらを組み合わせた状況にあるのか」）を分析する必要がある。図表15はその組合せの状況を示している。

図表15は親・子会社の CAR について、イベントから3営業日後の CAR のプラス・マイナスを基準として分類したものである。組合せとしては、①「親・子会社が共にプラス（株価上昇）」セットが21組、②「親・子会社が共にマイナス（株価下落）」セットが15組、③「親会社がプラス、子会社がマイナス」セットが9組、④「親会社がマイナス、子会社がプラス」セットが13組、がそれぞれ存在した。

図表15は併せて各セットにおける株式交換プレミアムの状況を示している。この状況を見ると興味深い事実がわかる。

①において株式交換プレミアムがプラスの会社は18社、マイナスの会社は3社存在し、プレミアムの値は大半がプラスであったことが分か

る。②において株式交換プレミアムがマイナスの会社は12社、プラスの会社が3社であった。①と②のセットは、双方の株主にとって、①：双方の会社価値が上昇（＝望ましい株式交換）、②双方の会社価値が減少（＝望ましくない株式交換）、であったと理解することができる。言い換えれば、親会社株主・子会社株主が「将来ともに利益を享受する（①）」「将来共に不利益を蒙る（②）」とも理解できる。たとえば、①のケースであれば、親・子会社が共に良い経営状況である場合、②については、子会社が債務超過状態にあり、親会社が救済のために株式交換を行うが、親会社の経営も不振、といった事例として理解できる。

興味深いのは、親・子会社の CAR の反応方向が異なる③および④のセットである。③において親会社 CAR はプラス、子会社 CAR はマイナスであるが、株式交換プレミアムがプラスの事例は2、マイナスの事項は7であり、マイナスの事例に集中している。④において親会社 CAR はマイナス、子会社 CAR はプラスであるが、株式交換プレミアムがプラスの事例は12、マイナスの事例は1と、プラスの事例に集中している。当該状況は、③④のように親・子会社の双方の評価が一致しない場合は、株式交換プレミアムが投資家行動に最も影響している

図表15 親会社・子会社の CAR 変動状況（プレミアムと株価上昇の関係）

親会社 \ 子会社		上昇		下落	
		親・子会社共に上昇		親会社上昇, 子会社下落	
上昇	21	プレミアム：プラス(18)		9	プレミアム：プラス(2)
		プレミアム：マイナス(3)			プレミアム：マイナス(7)
下落	13	親会社下落, 子会社上昇		親・子会社共に下落	
		プレミアム：プラス(12)		15	プレミアム：プラス(3)
		プレミアム：マイナス(1)			プレミアム：マイナス(12)

との解釈が可能であり、前節の結果と整合的である。

これら結果は、当該プレミアムの決定過程において親・子会社株主間で利害対立の可能性（ゼロサムゲーム的な状況）が存在することを示唆している。別な言い方をすれば、株式交換比率の決定に際して、親会社にはその比率低下へのインセンティブが働く可能性があるということである。

親会社は、株式の交換比率を下げれば下げる程、子会社を安く買う（完全子会社化する）ことができる。もし親会社が子会社の主要株主として、直接あるいは間接的に影響力を行使し、子会社株式の交換比率を本来あるべき価値よりも低い比率に決定しようとした場合、子会社の少数株主（一般投資家）は、交換比率の低下による不利益を蒙ることとなり、結果として主要株主による搾取が生じる。

もちろんこのようなインセンティブについて、親会社（および子会社取締役）が良識ある行動（＝本来あるべき子会社株価に基づいて株式交換比率を決定する）をとっていれば問題は生じない。しかし、親会社が意図的に少数株主からの搾取を意図した場合、制度あるいは立法上の規制が存在しなければ少数株主は保護されない。当該懸念について、わが国では制度上どのような少数株主の保護策が存在しているのか、次節では株主間の利害調整に関するわが国の法制度を俯瞰する。

IV. 分析結果について——親子会社株主間の利害対立とわが国の法制度

まず株式交換制度は、平成11年の商法改正時

に「株式移転」制度と同時に導入された。両者は共に完全親子会社関係を創設するための制度である。

株式交換における商法上の株主の保護手続きは、合併や営業譲渡、株式移転、会社分割といった会社再編に関する手続きとほぼ同内容である。その内容は事前的規制と事後的規制に分かれるが、以下で述べるとおり、基本的には事前的な規制によって株主保護が図られ、事後的規制は限定的となっている。

事前的な規制としては、①株主総会の特別決議による承認を必要としていること、また②株主総会において反対した少数株主に株式買取請求権を与えていることが指摘できる。しかし、これだけでは、取締役会で決定され、株主総会において承認された株式交換の比率が、子会社の真の価値を反映していると保証することは難しい。

他方、事後的な規制、たとえば株式の交換比率が不公正であった場合、株主とりわけ少数株主の保護については「合併について合併比率が不公正であることは、合併の無効原因でない」との最高裁判決⁵⁾が存在する。これを踏まえれば、株式交換比率が親会社または子会社の株主にとって不公正であった場合にも、株式交換無効の訴え（商法363条）は認容されがたいと考えられる。また「合併比率が不公正であっても合併後の会社に損害が生じない」との最高裁判決⁶⁾が存在することを踏まえれば、株式交換・株式移転や会社分割においても、株主代表訴訟を救済手段と利用することは困難と考えられよう⁷⁾。

以上の内容から導き出されることは、株式交換における交換比率の決定について、親会社に交換比率を下げようとするインセンティブが働

いた場合、現行制度上でその完全な抑止は難しいということである。

さらに意識する必要があるのは、親会社と少数株主間の情報格差の存在である。親会社は大株主として、子会社取締役の選任などを通じ、子会社の経営状況に関する内部情報の入手が可能であり、そうした手段を取れない少数株主の有する情報との質的・量的な差は大きい。親会社は、その入手情報に基づき、子会社の「真の」価値を把握しており、当該情報を踏まえて、(前述のインセンティブが働く場合には低下させた)株式の交換比率を決定していると考えられる。

こうした問題を解決するためには、今後どのような制度的手当てが必要なのか。具体的な内容としては、まず子会社の少数株主が株式交換の提案について、判断を下す上で必要な情報が十分に提供されるよう、経営陣により詳細な情報開示を求める必要があるだろう。この点について、米国に参考となる事例がある。米国の1934年証券取引所法は、発行者若しくは発行者を支配する者等による買い付けに関する特別な規程を設けている(13条(e)項、同規程に基づく規則13e-3)。同規則は、発行者や発行者を支配する者による上場の廃止や継続開示の免除につながる買い付け全般に適用され、詳細な情報の開示が要求されている(完全子会社化の実施が、少数株主にとって公正である(あるいは不公正である)と合理的に信じていることなど)。さらに米国では実務上は、投資銀行など外部の第三者に対して取引の公正性に関する意見(fairness opinion)の内容開示が慣行として行われているとも言われており、こうした慣行も参考となろう。

米国では、株主間の情報格差を是正するよう

に制度が設計されており、大株主が少数株主から利益搾取を行うことは、少なくともわが国に比べ困難であるように思われる⁸⁾。こうした情報格差の解消を目的とする施策は、今後わが国においても参考となろう^{9),10)}。

V. ま と め

本研究では、親会社がその上場子会社を株式交換によって完全子会社化する際の、親会社・子会社双方の株価の反応状況とその決定要因を分析した。その結果、株価の反応については、①子会社の株価の反応度合いは親会社に比して大きい、②親・子会社の株価についてそれぞれ上昇・下落する事例がみられる、③株価の反応要因として、株式交換の比率(より正確に言えば、当該比率から算出される子会社の株式交換プレミアム)が強く影響している、④親・子会社の反応状況の組合せとしては、(A)双方上昇、(B)双方下落、(C)片方が上昇・他方が下落、のセットが存在し、(C)においては、株価プレミアムの決定を巡り親・子会社の株主間で利害対立の可能性があることを指摘した。さらに、わが国の会社法制・過去の判例によれば、親会社が子会社株式の交換比率を意図的に下げる形で少数株主からの利益搾取を意図した場合、その抑止は現行制度上困難であることが明らかになった。その上で、株式交換を巡る株主間の情報格差を緩和する上で、積極的な情報開示を義務付ける米国の規程が参考となることを示した。

わが国の金融制度が、これまでの銀行システムを中心とするいわゆる間接金融から、資本市場を重視する直接金融(あるいは市場型間接金融)への移行が必要と主張される中、投資家保

護とりわけ少数株主の保護は、市場の機能活性化のために重要な課題となっている。こうした状況下において、大株主による少数株主からの利益搾取が制度上禁止されていない現行制度は、今後の資本市場の発展を見据えた場合、望ましい制度とはいえない（近年の上場子会社を巡る完全子会社化の動きは、株主間の利害対立の解消を目的としていると思われるが、その解消時に株主間の利害対立が顕在化する可能性があるという状況は、過去から現在に至る資本市場に関する法制度の不備が露呈している感もある）。この分析結果は、そうした制度上の問題点を指摘し、少数株主保護の重要性を主張するものであり、今後の立法政策上で、新しい視点を提供するものとなる。

注

- 1) 米英においては親子会社上場が規制されているわけではなく、親子上場の実例もあるが、その数は少ないことが指摘されている。詳しくは金融庁 [2005]、長濱 [1964] を参照。
- 2) 子会社上場における主要株主と少数株主間の利害対立の可能性は経済学者および商法学者双方から指摘されている。詳しくは江頭 [1995]、宍戸・常木 [2004] を参照。
- 3) マーケット・モデルについては Brown and Warner [1985] を参照。
- 4) 選別基準をイベント日の前後3日の符号とした理由としては、小本 [2001b] の報告内容（親会社のCARについて子会社株式の公開情報がイベント日から約3日間で価格に反映）を踏まえたことによる。
- 5) 最判平成5年10月5日資料版商事法務116号196頁（三井物産事件）（上告棄却）、東京高判平成2年1月31日資料版商事法務77号193頁（控訴棄却）、東京地判平成元年8月24日資料版商事法務66号95頁は「合併比率が不当であるとしても、合併契約の承認決議に反対した株主は、会社に対し、株式買取請求権を行使できるのであるから、これに鑑みると、合併比率の不当又は不公正ということ自体が合併無効事由となるものではない」と判示すること。同判決および合併比率の不公正、合併無効事由については、遠藤 [1998] を参照。
- 6) 最判平成8年1月23日資料版商事法務143号158頁（新王子製紙事件）（上告棄却）、東京高判平成7年6月14日資料版商事法務143号161頁（控訴棄却）、東京地判平成6年11月24日資料版商事法務130号89頁は、「不当な合併比率による合併の場合であっても、合併前の各会社の資

産および負債はすべて合併後の会社に引き継がれ、他への資産の流出や新たな債務負担はないのであるから、…株主間の不公平が生じるだけであって合併後の会社自体には損害が生じることはない」としている。なお、不当な合併比率による合併は新株有利発行の特殊形態であると捉えれば、当該最高裁判例は有利発行の問題についても妥当することとなる。

- 7) 以上の議論の多くは日本銀行 [2001] に拠る。
- 8) また米国では判例が大株主について、他の少数株主に對する忠実義務を要求しており、少数株主からの搾取が困難になっているとの指摘もある（長濱 [1964] など）。
- 9) こうした会社情報の取扱いと意思決定に係る政策を論じたものとして、大崎 [2005]、宍戸・常木 [2004] がある。
- 10) なお、東京証券取引所は2006年3月に、上場制度の見直しに関するディスカッションペーパーを発表した。当該資料においては、上場子会社に関する親会社からの独立性についての情報開示の強化が論点の一つとして挙げられている。こうした動きは、上場子会社のガバナンスを考える上で興味深い。

参考文献

あずさ監査法人「株式公開(IPO)に関する情報—子会社株式公開について」(http://www.azsa.or.jp/b_info/ipo/200009/ipo_200009_01.html)

江頭憲治郎 [1995], 『結合会社法の立法と解釈』有斐閣

遠藤美光 [1998], 「合併比率の不公正と合併無効事由」, 鴻常夫・落合誠一・江頭憲治郎・岩原紳作(編)『別冊ジュリスト149号 会社法判例百選(第6版)』, 有斐閣

大崎貞和 [2005], 「「非公開化」の意義と問題点」『資本市場クォーターリー』Vol.9-2 Autumn, 野村資本市場研究所

金融庁 [2005], 「論点5 市場のあり方について(1)」『金融庁金融審議会金融分科会第一部会第28回資料2』(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dai1/f-20050330_dlsir.html)

神戸伸輔 [1998], 「株主間利害対立」, 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之(編)『会社法の経済学』, 東京大学出版会

小本恵照 [2001a], 「子会社株式公開の是非」ニッ

- セイ基礎研究(<http://www.nli-research.co.jp/doc/nn010618.pdf>)
- [2001 b], 「子会社公開の経済分析」『ニッセイ基礎研所報』VOL.19
- 穴戸善一・常木淳 [2004], 『法と経済学: 会社関連法のミクロ経済学的考察』, 有斐閣
- 長濱洋一 [1964], 「会社と株主の取引—株主の責任追及」『早稲田法学』39巻1号, 早稲田法学会
- 日本銀行 [2001], 「デットとエクイティに関する法原理についての研究会」報告書, 『金融研究』第20巻第3号, (<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2001/yoyaku/kk20-3-1.html>)
- 野村證券株式会社経営調査部 [2006], 「2005年の日本会社に関連するM&Aの動向」(<http://www.nomuraholdings.com/jp/news/press/nsc/20060113/20060113.pdf>)
- 飛田努 [2005], 「子会社再編による株価効果の検証—上場子会社の完全子会社化のアナウンスメントによる株価変動」『月刊資本市場』10月号, 資本市場研究会
- Allen, J.W. [1998], “Capital Markets and Corporate Structure: The Equity Carve-Outs of Thermo Electron,” *Journal of Financial Economics*, 48
- Brown, S. and J. Warner [1985], “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies,” *Journal of Financial Economics* 14
- Gleason, Kimberly, Jeff Madura, Anita K. Penathur [2004], “Valuation and Performance of Corporate Restakings” (<http://207.36.165.114/NewOrleans/Papers/1501897.pdf>), FMA Annual Meeting
- Hulbert, H.M., J. Miles, and J.R. Woolridge [2002], “Value Creation from Equity Carve-Outs,” *Financial Management*, 31(1)
- Schipper, K. and A. Smith [1986], “A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring,” *Journal of Financial Economics* 15
- Slovin, M.B., M.E. Sushka, and S.R. Ferraro [1995], “A Comparison of Information Conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs, and Asset Sell-Offs,” *Journal of Financial Economics*, 37
- Vijh, A.M. [2002], “The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts,” *The Journal of Business*, 75
- (大阪証券取引所・滋賀大学大学院博士後期課程)