

完全子会社化の買収プレミアムと 子会社少数株主の利益

川 島 亮太郎

要 旨

この研究では親子上場解消のための完全子会社化における親会社と子会社の一般株主間の情報の非対称性や親会社の交渉力に着目し、完全子会社化の買収プレミアムの決定要因と取引条件の公正性について分析した。買収プレミアムの分析からは、子会社株式のアンダーバリュエーションが買収プレミアムの原資となっており、親会社が子会社株式の価値に関する私的情報を利用してプレミアムを設定している可能性が高いことがわかった。加えて、完全子会社化後の子会社の業績及び財務の建て直しに係る費用や法人ブロックホルダーの存在が買収プレミアムを引下げる要因となっていることなども明らかになった。さらに、完全子会社化により生じる価値の配分の分析によれば、子会社少数株主に配分される価値の比率は子会社少数株主の持株比率を概ね上回っており、親会社が一方的に自己に有利な条件を設定し少数株主の価値を毀損している証拠は見出されなかった。

但し、価値の相対的配分比率の要因分析からは少数株主に有利な裁判所の決定や親子会社の交渉力に関する指標が価値の配分に影響を与えていることが窺える。従って、今後も上場子会社の少数株主保護のための施策が維持、拡充されていくことが望ましい。

キーワード：親子上場、完全子会社化、買収プレミアム、アンダーバリュエーション、少数株主利益

目 次

- | | |
|------------------------|-----------------------|
| 1. はじめに | 3.1 データとサンプル |
| 2. 先行研究と仮説の設定 | 3.2 推計式と変数 |
| 2.1 買収プレミアムの決定要因 | 3.3 買収プレミアム |
| 2.2 取引の公正性：子会社の少数株主の利益 | 3.4 買収プレミアムの決定要因 |
| 3. 買収プレミアムの要因分析 | 4. 子会社少数株主への価値の配分の公正性 |

1. はじめに

親子上場は日本の資本市場の特徴の一つとされてきたが¹、2000年の企業会計の連結決算主義への移行や1999年の株式交換制度の導入以降、完全子会社化による親子上場の解消が盛んに行われるようになった²。親会社が完全子会社化を行う主な目的は、親子上場に伴う子会社の少数株主との間でのエージェンシー問題やフリーライディング問題、もしくは子会社が株式を上場していることに伴う様々なコストなどのデメリットを解消し、親会社グループとしての経営目的を達成すること（完全統合の利得）であると考えられる³。

完全子会社化は通常の M&A と比較した場合、取引価格の設定の面で異なる特性を持つ。すなわち、買収企業である親会社とターゲット企業である子会社との間に既に支配関係がありコントロールプレミアムが発生しないこと、子会社株式をめぐる第三者からの買付提案などの競合がほぼ起こらないこと、買い手である親会社が子会社の事業や資産の価値に関する私的情報を有していることなどである。また、買手企業である親会社は株式保有などを通じ子会社を支配し得る立場にあるため、強圧性を発揮して自己に有利な条件を一方的に子会社の少数株主

に押し付けることへの懸念が指摘されている⁴。

この研究の目的は、2007年1月から2020年12月までに公表された完全子会社化のサンプルを用い、子会社の少数株主の立場からみた完全子会社化取引の公正性（親会社による強圧性行使の有無など）を検証することである。また、そのためのステップとして完全子会社化の買収プレミアムの決定要因を分析する。

TOB や非公開化取引の買収プレミアムについては日本及び海外で様々な研究が行われてきたが、完全子会社化に焦点を絞った研究は少ない。先行研究が豊富な MBO においては対象企業株式のアンダーバリュエーションやエージェンシー費用削減、負債の活用などによる節税効果などが買収プレミアムの決定要因として報告されているが、この研究においては完全子会社化の特徴に基づく仮説を設定し分析を行う。

子会社の少数株主の立場からみた完全子会社化取引の公正性については、取引の価値の効果に関する親会社と子会社少数株主の間での配分について分析した上で、当事者の交渉力に関する要因が子会社少数株主への価値の配分比率に与える影響について分析する。2000年代後半以降、MBO 案件の一般株主による申立てに基づく裁判所による株式価格の決定や⁵、証券取引所や法令による子会社少数株主の保護に向けたルールの拡充など、公正な買収プレミアムの設

1 新田 (2010), 1 頁。

2 この研究においては、親子上場解消のための完全子会社化取引、すなわち上場親会社による上場子会社の完全買収のことを単に完全子会社化と呼ぶこととする。

3 Slovin and Sushka (1998), pp.259, 及び菊谷・齋藤 (2006), 1-2 頁。

4 経済産業省 (2019), 8 頁。

定を促す制度的な手当が施されてきた⁵。宮島ほか (2010) は日本での親子上場について子会社の IPO や上場後の業績、増資などを分析対象として親会社による子会社や子会社一般株主の利益の収奪の有無について実証したが、この研究は買収プレミアムの決定要因を踏まえて完全子会社化取引の公正性を実証するものであり、支配株主の存在や買い手の事前の持株比率と M&A や非公開化取引における買収プレミアムの関係について分析した先行研究 (野瀬 (2017), Aman (2017) など) を補完するものである。

この論文の構成は以下の通りである。第2章では先行研究を踏まえこの研究における仮説を設定する。続く第3章では実証データに基づき完全子会社化の買収プレミアムの決定要因について分析する。第4章では完全子会社化がもたらす価値の親会社、子会社少数株主間での分配比率とその決定要因についての分析を行い、第5章でこの研究の結論を述べる。

2. 先行研究と仮説の設定

2.1 買収プレミアムの決定要因

買収プレミアムの決定要因を分析した先行研究は MBO を研究対象としたもの (Renneboog et al. (2007) など) と、その他の M&A 取引を研究対象にしたものに大別することができる。MBO 取引の買収プレミアムの源泉は対象企業株式の過小評価の是正を含む MBO による対象企業の株式価値の増加分であり、要因としてエージェンシー費用の削減、借入金の活用による節税、従業員からの価値の移転、上場維持費用の削減などの仮説が提示されてきた。

他方、類型別の M&A 取引を対象とした先行研究の中には完全子会社化のサンプルを分析対象に含むものがある。井上ほか (2010) は TOB 取引を対象に、MBO の株式買収価格に係る裁判所の決定などの要因が買収プレミアムに及ぼす影響を分析した。また、Aman (2017) は株式交換取引において、買収企業による事前の持株比率と交換プレミアムの間に非線形の負の関係があることを明らかにした。川本 (2022) は現金対価の完全買収の分析を行い、対象企業株式のアンダーバリュエーションや節税などを買収プレミアムの決定要因として報告している。

完全子会社化においては、事前に親子会社間に支配関係があるため両者間のエージェンシー問題は重要でないと思われるし、MBO と異なり取引後直ちに資本構成や労務体制等に関し大幅な変更が予定されるケースが多数を占めるとは考えられない。一方、一般的な M&A と比較した場合の取引条件の決定に関する特徴は、買い手である親会社が子会社に対し圧倒的な交渉力を有しており買収プレミアム設定の主導権を持つと考えられることである。また、MBO と共通するが一般的な M&A とは異なる点として、親会社が子会社株式の価値に関する私的情報を持っている点がある。ここでは先行研究における仮説や分析結果を踏まえつつ、こうした完全子会社化の特性を考慮して以下の仮説を提示する。

完全子会社化においては、事前に親子会社間に支配関係があるため両者間のエージェンシー問題は重要でないと思われるし、MBO と異なり取引後直ちに資本構成や労務体制等に関し大幅な変更が予定されるケースが多数を占めるとは考えられない。一方、一般的な M&A と比較した場合の取引条件の決定に関する特徴は、買い手である親会社が子会社に対し圧倒的な交渉力を有しており買収プレミアム設定の主導権を持つと考えられることである。また、MBO と共通するが一般的な M&A とは異なる点として、親会社が子会社株式の価値に関する私的情報を持っている点がある。ここでは先行研究における仮説や分析結果を踏まえつつ、こうした完全子会社化の特性を考慮して以下の仮説を提示する。

5 江川 (2012), 116-125頁。

6 東証 (2020), 7-14頁。

完全子会社化の買収プレミアムと子会社少数株主の利益

2.1.1 子会社株式のアンダーバリュエーション

Gleason et al. (2006) は、上場子会社株式の再買収は親会社の子会社に関する私的情報を基に子会社の業績等の改善余地が大きいと判断した場合に行われ、再買収の公表時の親会社株式の有意に正の株価反応は再買収の公表が自社株買いと同様子会社株式の過小評価のシグナルとなるためであるとした。

子会社株式の市場による評価が親会社からみて正当である場合、親会社は完全統合の利得の一部を買収プレミアムに充てる必要があるが、過小に評価されている場合はその一部を充当することによって買収プレミアムをより高く設定し取引の円滑な完遂の可能性を高める、もしくは完全統合の利得の内買収プレミアムに充当する金額を節約することが可能となる。

仮説1：取引前の子会社株式の過小評価の程度が大きいほど、完全子会社化の買収プレミアムは高くなる。

2.1.2 親会社と子会社間の取引関係

Aman (2017) は一般的な M&A を含む株式交換の買収プレミアムについて、買収企業とターゲット企業の間で製品の売買等の取引関係が存在する場合は買収企業による対象企業のコントロールが強まるため買収プレミアムは低くなるとの仮説を提示した。他方、親子会社間での取引は、その規模が大きいほど親会社と子会社少数株主の間のエージェンシー費用（利益相反管理コスト）も大きくなると考えられ、完全子会社化によりそれが解消されるため買収プレミアムが高まることも考えられる。ここでは、これら二つの内どちらの仮説が該当するかを検証する。

仮説2A：親子会社間に取引関係がある場合、親会社の子会社に対する交渉力は強まるため買収プレミアムは低くなる。

仮説2B：親子会社間に取引関係がある場合、完全統合の利得が大きくなるため買収プレミアムは高くなる。

2.1.3 親会社と子会社間の人的関係

Aman (2017) は、株式交換取引において買収企業とターゲット企業の間で取締役の派遣等の人的関係が存在する場合、買収企業による対象企業のコントロールが強まるため買収プレミアムは低くなるとの仮説を提示し、買手企業の事前の持株比率が高い場合にこの仮説が支持されることを示した。ここでは、完全子会社化のサンプルを用いてこの仮説を検証する。

仮説3：親子会社間に経営層レベルの人的関係がある場合、買収プレミアムは低くなる。

2.1.4 取得が必要な株式の比率

井上ほか (2010) は、TOB プレミアムが買い手の目標株式取得比率の影響を受けるとし、完全子会社化を含むサブサンプルにおいて両者の間に有意な正の関係があることを報告した。完全子会社化において TOB や株式交換の提案に対し多くの株主の応募や賛同が必要であればあるほど、買収プレミアムを高くする必要があると考えられる。

仮説4：完全子会社化の遂行に向け買付や取得が必要な子会社株式の比率が低いほど、買収プレミアムは低くなる。

2.1.5 ブロックシェアホルダーの存在

川本 (2019) は、MBO や現金対価の非上場化取引において、買い手が取締役や大株主といった地位にあったとしても売り手に十分な交渉力を備えた主体が存在する場合は少数株主の利益は保護されるとした (交渉力仮説)。一方、Aman (2017) は株式交換取引においてブロックホルダーが買収者と結託して買収プレミアムを低い水準に抑え、得られる利益を買収者と分け合うとした (共謀仮説)。ここでは、ブロックシェアホルダーが果たす役割としてこれらの内いずれの仮説が該当するのかを検証する。

仮説5A：子会社にブロックシェアホルダーが存在する場合、売り手側の交渉力が高まるため買収プレミアムは高くなる。

仮説5B：子会社にブロックシェアホルダーが存在する場合、親会社との間で事前の共謀が行われるため買収プレミアムは低くなる。

2.1.6 裁判所による MBO に係る公正買取価格決定の影響

井上ほか (2010) は、MBO を除く TOB の買収プレミアムにはレックス・ホールディングス事件に係る東京高等裁判所による公正買取価格決定の影響が明確にはみられないとした。この研究では井上ほか (2010) と実証データの時期が異なるため、高裁決定の影響を検証しておく意義はあると考えられる⁷。

仮説 6：レックス・ホールディングス事件の

高裁決定を機に、完全子会社化の TOB 価格は高く設定されるようになった。

2.1.7 子会社の財務及び業績

完全子会社化の動機の一つは業績や財政状態が悪化した子会社の親会社主導による建て直しであると考えられる。上場子会社に対し親会社の経営資源を傾注して建て直しに成功した場合、その成果は子会社の一般株主にも配分されることになる。このような子会社少数株主のフリーライディング問題を解消できることは完全子会社化のメリットの一つである。

この場合、子会社の業績が悪く改善余地が大きいほど完全統合の利得が大きくなるから、買収プレミアムの原資も大きくなることが考えられる。一方、子会社業績の建て直しには多大なコストが伴うから、その補償のため買収プレミアムは低く抑えられる可能性がある。ここではこの二つの要因の内いずれが該当するのかを調べる。

仮説7A：子会社の業績が悪いほど、業績の改善余地が大きくなるため買収プレミアムは高くなる。

仮説7B：子会社の業績が悪いほど、業績改善のための費用が大きくなるため買収プレミアムは低くなる。

同様に子会社の財務の状況についても、改善余地が大きいほど買収プレミアムの原資も大きくなるとの見方と、資本投入などのコストを補償するため買収プレミアムは低く抑えられると

7 井上ほか (2010) のデータの時期は2000年1月~2010年3月である。

完全子会社化の買収プレミアムと子会社少数株主の利益

の見方が有り得る。よって、以下の仮説を検証する。

仮説8A：子会社の財務の状況が悪いほど、財務改善による子会社株式の価値向上効果が大きくなるため買収プレミアムは高くなる。

仮説8B：子会社の財務の状況が悪いほど、財務改善のための費用が大きくなるため買収プレミアムは低くなる。

2.2 取引の公正性：子会社の少数株主の利益

経済産業省（2019）によれば、完全子会社化においては支配株主である親会社が株式総会での議決権行使や子会社の取締役らへの影響力を通じ低い買収価格での取引を主導し、子会社の少数株主の富を毀損することが懸念される。また、親会社が投資家、子会社の少数株主との間の情報の非対称性を利用し、自己に有利な取引条件を設定することで少数株主の利益が親会社に移転される懸念もある。

買収プレミアムを分析した先行研究では、支配株主による子会社少数株主の利益の取奪が懸念される結果（Aman（2017））と、そのような懸念は実証されなかったとする結果（野瀬（2017）など）の双方が報告されている。

この研究では、Bates et al.（2006）を参照し、親会社と子会社の少数株主の間の富の配分に関する分析を行う。そこでこの仮説は第4章で

提示する。

3. 買収プレミアムの要因分析

3.1 データとサンプル

レコフデータ社のM&Aデータベースから、2007年1月から2020年12月末までに取引が公表された上場親会社による上場子会社の完全子会社化の案件を抽出し⁸、そこから①金融業（銀行、証券、保険会社等）、②親会社の時価総額に対する子会社の時価総額の比率（アナウンスメント日の6営業日前の終値ベースでの子会社時価総額／親会社時価総額）が5%未満のケース⁹、③完全子会社化の後に合併を行うことが完全子会社化の適時開示において公表されているケース、④親子関係が生ずることとなったM&A取引の公表もしくは完了時点で、その後の完全子会社化も予測されていたと考えられるケース、及び⑤当初の完全子会社化の公表後に取引形態が変更されたケースを除いた。また、親会社が複数の子会社の完全子会社化を同日に公表したケースにおいては、公表日直前の時価総額が最も大きい子会社を採用した。

上記の結果、本研究のサンプルは、親会社と子会社1社ずつの組合せ123件となった。株価及び時価総額のデータはDatastream、買付価格及び交換比率、その他の取引条件、子会社の株主及び役員の構成、役員の経歴等の情報は各社の適時開示書類及び有価証券報告書より取得した。財務データはDatastream及び有価証券

8 レコフデータ社によれば、各取引の適時開示書類における親子関係の記載を基にしている。各社による親子関係の判断は会計基準に従っているケースが多いと考えられる。

9 井上・加藤（2003）を参考に、親会社の時価総額に対する子会社時価総額の比率5%以上の取引を本研究のサンプルとした（井上・加藤（2003）、9頁）。

図表1 完全子会社化サンプルの年別件数及び取引金額

年	件数	取引金額 (億円)
2007	14	2,520
2008	14	1,180
2009	17	1,892
2010	17	4,821
2011	9	546
2012	10	1,936
2013	5	331
2014	3	647
2015	3	374
2016	3	115
2017	5	1,135
2018	7	2,950
2019	10	7,734
2020	6	53,908

(注) 取引金額 = 公表日2日前の子会社時価総額 × (1 + PREM2) × (1 - 親会社の持株比率)。

(PREM2は公表日前々日の終値を基に計算した買取プレミアムである。)

報告書による。また、Datastream から取得した株価データの一部について、各社の有価証券報告書に記載された株式分割及び株式併合の情報を基に修正を施した。

本研究のサンプル123件の年別の分布状況は図表1の通りである。件数は世界規模の金融、経済危機が発生した2008年の前後に最も多く、その後2010年代半ばにかけ減少したが2017年以降は再び増加基調となり、近年では案件が大型化していることが見てとれる。サンプル数がゼロとなった年はなく、この期間中、完全子会社化はグループ再編の一手法として定着していたと考えられる。

3.2 推計式と変数

買取プレミアムの決定要因が何かを調べるため、公表日の前日から40営業日前までの株式の終値の平均値を基に算出した買取プレミアムである PREM40 を被説明変数とする重回帰分析

を行う。

推計式は、

$$PREM40 = [UV, REQINT, OWN, PRES, TRANS, CORP, INDIV, FRGN, REXHD, PROF, SBEQ, CASH, SUBVAL, YEAR] \quad (1)$$

である。

説明変数は①アンダーバリュエーション UV の代理変数である SHPF (株価変化率; (公表日の41日前の子会社株式終値 - 240日前の子会社株式終値) / 240日前の子会社株式終値), ASHPF (調整後株価変化率; SHPF から同じ期間の TOPIX の変化率を差し引いた値) または SUBQ (トービンの q; 子会社の (時価総額 + 長期有利子負債残高) / (長期有利子負債残高 + 純資産額)), ②取得が必要な株式の比率の代理変数である REQINT (必要取得株式比率; (1 または TOB の下限取得株式比率のいずれか低い方) - 直前の親会社の持株比率) または OWN (公表日直前の親会社の持株比率), ③親子会社間の人的関係の代理変数である PRES (代表取締役社長が親会社グループの出身であれば 1, そうでなければ 0 をとるダミー変数), ④親子会社間の取引関係を表す TRANS (子会社の、公表直前期における親会社グループとの取引金額 / 売上高), ⑤売り手の交渉力の代理変数である CORP (持株比率 5% 以上の法人株主があれば 1, なければ 0 をとるダミー変数), INDIV (持株比率 5% 以上の個人株主がいれば 1, いなければ 0 をとるダミー変数) 及び FRGN (持株比率 5% 以上の外国人株主 (名義人を含む) がいれば 1, いなければ 0 をとるダミー変数), ⑥高等裁判所による TOB 価格決

図表2 基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
PREM1	0.240	0.195	0.289	-0.566	1.561
PREM2	0.253	0.215	0.293	-0.488	1.429
PREM20	0.251	0.230	0.284	-0.410	1.388
PREM40	0.256	0.242	0.263	-0.414	1.235
SHPF	-0.041	-0.062	0.389	-0.741	1.844
TOPIX	-0.027	-0.018	0.193	-0.488	0.560
ASHPF	-0.014	-0.024	0.340	-0.623	1.697
SUBQ	1.701	0.916	4.709	-8.841	48.423
TRANS	0.051	0.000	0.143	0.000	0.811
REQINT	0.380	0.422	0.145	0.005	0.658
OWN	0.579	0.559	0.110	0.342	0.879
PROF	0.011	0.029	0.104	-0.884	0.161
SBEQ	0.498	0.528	0.253	-0.320	0.959
SUBVAL	0.217	0.117	0.241	0.050	1.543

(注) TOPIX は Day -240 ~ -41 の TOPIX の変化率である。

定の影響を示す REXHD (公表日がレックス・ホールディングス事件の高裁決定の日(2008年9月16日)以降であれば1, そうでなければ0をとるダミー変数), ⑦子会社の業績の代理変数である PROF (直前決算期における子会社の当期純利益を総資産で除した値), ⑧子会社の財務の代理変数である SBEQ (自己資本比率: 直前四半期末現在の子会社の純資産/総資産), ⑨コントロール変数である CASH (現金対価取引であれば1, そうでなければ0をとるダミー変数), SUBVAL (公表日の6日前における子会社時価総額/親会社時価総額), 及び YEAR (年ダミー) である。

2.1節で提示した仮説によれば, 各説明変数の係数の符号は, ①の各変数はマイナス, TRANS はマイナス (仮説2A) またはプラス (仮説2B), PRES はマイナス, REQINT はプラス, OWN はマイナス, CORP, INDIV, FRGN はプラス (仮説5A) またはマイナス (仮説5B), REXHD はプラス, PROF 及び SBEQ はマイナス (仮説7A及び8A) またはプラス

(仮説7B及び8B) となることが予想される。

ここでの分析における変数及びその算定基礎となるデータの基本統計量を表したものが図表2である。変数の内, 買収プレミアムについては3.3節で詳しくみる。

株価変化率指標の平均値および中央値は TOPIX の変化率を含め全ての値がマイナスである。完全子会社化は株価下落のタイミングで行われやすいことを示唆している。SUBQ の平均値は1を超えているが中央値は1を下回っており, このことから市場での子会社株式の評価が低いタイミングで完全子会社化取引が行われるケースが多いことが窺える。

3.3 買収プレミアム

買収プレミアムは親会社が提示した事前の株価に対する上乗せ金額の比率であり, 株式対価取引の場合, ((公表前親会社株式時価×交換比率/公表前子会社株式時価)-1), 現金対価取引の場合, ((買付価格-公表前子会社株式時価)/公表前子会社株式時価)で計算される¹⁰。

図表3 完全子会社化の買収プレミアム

	PREM1		PREM2		PREM20		PREM40		観測数
	平均値	t 値	平均値	t 値	平均値	t 値	平均値	t 値	
サンプル全体	0.240	9.26***	0.253	9.63***	0.251	9.80***	0.256	10.87***	123
現金対価取引	0.405	9.58***	0.430	10.00***	0.434	10.33***	0.432	11.58***	50
株式対価取引	0.127	5.03***	0.132	5.39***	0.126	5.61***	0.135	6.51***	73
現金－株式	0.279	5.66***	0.298	6.01***	0.308	6.47***	0.297	6.95***	

(注) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準でそれぞれ有意であることを表す。

図表4 先行研究における分析対象と平均プレミアム (%)

著者 (公表年)	Bates et al. (2006)	Renneboog et al. (2007)	井上ほか (2010)	野瀬 (2017)	Aman (2017)	川本 (2019)	川本 (2022)
研究対象	全株式買収	非上場化	TOB	非上場化	株式交換	MBO	現金対価
対象地域	米国	英国	日本	日本	日本	日本	日本
観測期間	1988-2003	1997-2003	2000-2010	2000-2012	1999-2010	2001-2017	2000-2019
サンプル	支配株主	全体	全体	全体	支配株主	クラスタ1	子会社化
計測時点	Day-42	Day-20	1ヶ月平均	Day-6	1ヶ月平均	Day-20	Day-40
プレミアム	28.3%	41.0%	41.0%	53.8%	13.0%	50.9%	45.8%

(出所) 各先行研究をもとに筆者作成。

親会社及び子会社の株式時価として公表日の前日及び2日前の終値、公表日前日から20日前及び同じく40日前までの終値の平均値を用い、4種類の買収プレミアム (PREM1, PREM2, PREM20及びPREM40) を計算した。公表日は完全子会社化に係る適時開示日の翌日である。なお、ここでの「日」は営業日の意味である。

図表3において、完全子会社化の平均的なプレミアムは25%前後であるが、株式対価の取引では13%前後、現金対価のものでは40%超と対価によって大きな差があり、その差は1%水準で有意である。株式対価取引の場合、子会社の一般株主が完全子会社化による利得の一部を享受できるためプレミアムは低く抑えられていることが考えられる。また、PREM1はその他のものの値より低く、リークの影響が窺える。他

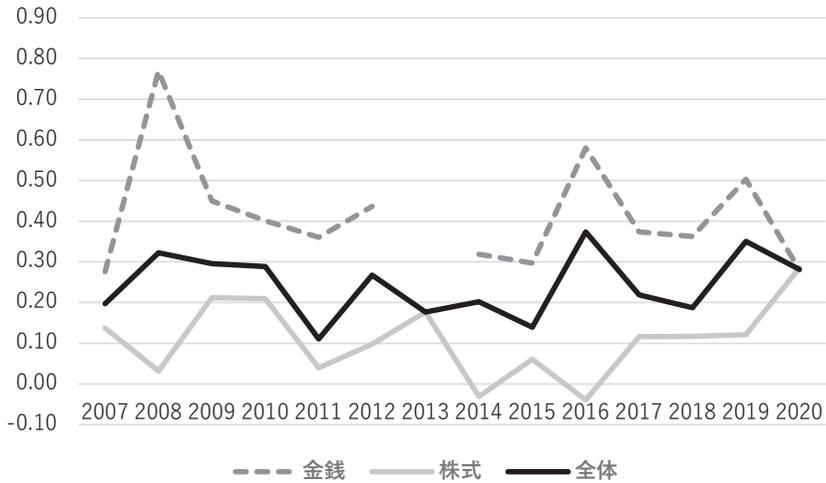
方、PREM2とPREM20、PREM40との差は大きくない。以下の分析においては、特定の日における株価変動の影響を極力排除するため Renneboog et al. (2007) や Aman (2017) を参考にPREM40を用いる。

図表4は主な先行研究で報告された買収プレミアムの平均値についてまとめたものである。サブサンプルの平均値が報告されている場合は取引の性格が完全子会社化に近いと考えられるものを表示した。図表3に示した金銭対価の完全子会社化の平均プレミアムはMBOの先行研究で報告されているものより低い。これについては、MBOの買い手の事前の持株比率は50%未満である場合も多く、コントロールプレミアムの有無が両者の差につながっているとの解釈が可能である¹¹。子会社の少数株主の立場からみた取引条件の公正性については4.3節で検証

10 本稿では文脈により買収プレミアムを単にプレミアムと呼ぶことがあるが、同じ意味である。

11 川本 (2022) はMBOと完全子会社化との間でプレミアムに有意な差が無かったことを報告している (川本 (2022), 67頁)。

図表5 買収プレミアム (PREM40) の年別平均値



(注) 2013年は金銭対価取引サブサンプルが皆無であった。

する。一方、図表3に掲げた完全子会社化のプレミアムは、先行研究で報告された類似の取引のものと同水準である。

図表5は買収プレミアム (PREM40) の年別平均値をグラフ化したものである。サンプル全体では概ね20%から30%のレンジで推移しているが、取引対価別で見れば年別のサンプル数が少ないこともあり年による変動幅が大きい。例えば、2008年はリーマンショックの起こった年でありプレミアムは株価下落の影響を受けたとみられるが、金銭対価と株式対価の取引においてその方向が異なっている。

3.4 買収プレミアムの決定要因

買収プレミアム (PREM40) を被説明変数とする重回帰分析の結果は図表6の通りである。いずれのモデルもF値は有意であり、自由度で修正された R^2 はいずれのモデルも0.3を超えている¹²。

この研究のサンプル全体について、アンダー

バリュエーションの代理変数 SHPF, ASHPF, 及び SUBQ の係数はいずれも負で、有意である。これは仮説1を支持する結果である。また、図表5には含まれていないが金銭対価のサブサンプルにおいては SHPF あるいは ASHPF の係数は負でいずれも有意であった。他方、株式対価サブサンプルにおいてはそれらの係数は負だが有意ではなかった。

REQINT 及び OWN の係数の符号は予想通りで、REQINT についてはモデルによるが概ね有意である。親会社にとって取得または賛同が必要な株式の比率が高くなるほどプレミアムも高くする必要のあるものと考えられる。

親会社ないし子会社の少数株主の交渉力に関する代理変数では PRES 及び TRANS の係数は正であり、TRANS については一部のモデルで10%水準で有意であり仮説2Bが支持される。CORP の係数の符号は、全体及び株式対価のサンプルにおいて負で有意であり仮説5Bと整合的な結果となった。特に株式対価の取引に

12 全てのモデルにおいて変数の VIF 値の最大値は6.6以下であることを確認している。

において、完全子会社化における子会社の法人株主は子会社や親会社グループとの取引関係を重視し、株式の価格については親会社の意向に従う傾向があるものと解釈できる。他方、金銭対価取引のサブサンプルにおいて INDIV の係数が、株式対価取引のサブサンプルにおいて FRGN の係数が、それぞれ正で有意であり、売り手としての交渉力の影響を示す。REXHD の係数は正だが有意でない。井上ほか (2010) と同様の結果であるが、ここでの結果はレックス・ホールディングス事件高裁決定前の2008年1月から同年9月までの時期において、公表前に子会社の株価が大きく下落したためにプレミ

ムが相対的に高くなったケースがあったことの影響を受けている¹³。

PROF 及び SBEQ の係数の符号は概ね正で、有意である。親会社は子会社の業績や財務の建て直しの費用についてプレミアムの低減を通じ補償を求めているものと考えられる。

コントロール変数の中では CASH の係数の符号が有意に正であるほか、SUBVAL の係数が負で有意 (全体及び株式対価取引) であった¹⁴。子会社の相対的規模が大きいほど完全統合の利得も大きくなると考えられるが、この結果は完全統合の利得が買収プレミアムの源泉であるとの仮説とは矛盾するものである。

図表 6 買収プレミアム (PREM40) を被説明変数とする回帰分析結果

	全体サンプル						金銭対価取引		株式対価取引	
	モデル 1		モデル 2		モデル 3		モデル 4		モデル 5	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
SHPF	-0.141	-2.25**								
ASHPF			-0.140	-2.30**						
SUBQ					-0.005	-1.86*	-0.226	-4.81***	-0.006	-5.71***
REQINT	0.258	1.72*	0.275	1.83*	0.231	1.48	0.437	2.08**		
OWN									-0.236	-1.46
PRES	0.038	0.95	0.038	0.96	0.038	0.91	0.079	1.31	0.045	1.24
TRANS	0.002	1.92*	0.001	1.76*	0.001	1.63	-0.003	-0.95	0.001	1.46
CORP	-0.104	-1.88*	-0.108	-1.93*	-0.104	-1.80*	0.068	0.78	-0.140	-2.59**
INDIV	0.133	1.18	0.139	1.20	0.170	1.52	0.196	1.95*	0.163	1.05
FRGN	-0.037	-0.63	-0.037	-0.64	-0.001	-0.01	-0.115	-1.88*	0.134	3.17***
RXHD							-0.006	-0.06		
PROF	0.730	3.24***	0.738	3.21***	0.634	3.29***	3.150	3.65***	0.608	7.48***
SUBEQ	0.216	2.60**	0.220	2.67***	0.217	2.47**	-0.019	-0.09	0.156	2.56**
CASH	0.301	6.49***	0.304	6.55***	0.295	6.03***				
SUBVAL	-0.179	-2.86***	-0.173	-2.71***	-0.143	-2.44**	-0.105	-0.80	-0.133	-3.11***
YEAR	Yes		Yes		Yes		No		No	
定数項	-0.034	-0.37	-0.032	-0.32	-0.044	-0.44	0.456	2.56**	0.225	1.91*
F 値	6.67***		6.22***		8.10***		10.22***		22.45***	
修正 R ²	0.52		0.51		0.49		0.33		0.47	
観測数	123		123		123		50		73	

(注) 1) 不均一分散に頑健な標準誤差を使用しており、外れ値処理は施していない。

2) ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準でそれぞれ有意であることを表す。

13 この研究のサンプル中、TOBの平均プレミアムは当該高裁決定以前の取引が46.1%、それ以降が42.5%であった。

14 これは Aman (2017) の報告 (Aman (2017), 18頁) と整合的な結果である。

4. 子会社少数株主への価値の配分の公正性

4.1 仮説の設定

Bates et al. (2006) は、一般の M&A を含む米国のデータをもとに支配株主による非上場化（フリーズアウト）取引が少数株主の利益に及ぼす影響について実証した。親会社は支配株主としての交渉力を持つことに加え、第3章での分析結果によれば子会社株式の価値に関する私的情報を利用して取引のタイミングやプレミアム水準を決定していることが考えられる。ここでは Bates et al. (2006) における仮説をこの研究での完全子会社化に適用し、検証を試みる。

仮説9A：親会社は完全子会社化を実施するに当たりその地位を濫用し、自己の利益を優先して取引条件を決定することにより子会社少数株主の利益を害している。

仮説9B：完全子会社化においては親子会社間の利益相反回避や子会社少数株主保護に関する法令やルールが機能し、子会社少数株主にとって概ね公正な取引条件で実施されている。

4.2 子会社少数株主への価値の配分の分析

まず、Bates et al. (2006) の分析方法をもとに、親会社と子会社双方のアナウンスメント時の株式リターンを用いて完全子会社化取引が

生み出す富の総額を試算した上で、その内子会社の少数株主に配分される富の比率を計算する。その比率が少数株主の持分比率と比較して等しいかそれより大きければ、取引の条件は子会社の少数株主にとって公正であると考えられる。分析の手順は以下の通りである。

4.2.1 アナウンスメント時の株式超過リターン

最初に、親会社及び子会社のアナウンスメント時の株式の収益率を、マーケットモデルを用いて推定する。完全子会社化の適時開示が行われた日の翌営業日をアナウンスメント日（Day 0）とし、推定ウィンドウをアナウンスメント日の15日前に終わる101日間（-115, -15）とした（ここでの「日」は営業日を指す）。この期間の企業*i*の株価と市場インデックスを用いて従属変数、市場インデックスを独立変数とする回帰式のパラメータ（ α 及び β ）を推定する。株価データは Datastream による。市場インデックスとしては TOPIX を用いた。誤差項 ε_{it} が、企業*i*に固有のニュースを反映した株式収益率である。

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$
$$E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2 \quad (2)$$

この研究においては、イベントが株価に反映される期間としてアナウンスメント日を挟む3日間（-1～1）を使用する（イベントウィンドウ）。推定された市場モデルを用いて求めた、イベントウィンドウにおける予測値と実績値の差としての予測誤差が完全子会社化のアナウンスメントの株価効果を反映した超過収益率（Abnormal Return）であり、イベントウィンドウの複数日にわたる超過収益率の和が累積超

過収益率 (Cumulative Abnormal Return (CAR)) である。

親会社・子会社の加重平均 CAR (加重平均 CAR) は、各取引における完全子会社化の利得の大きさを表す。親会社、子会社それぞれの CAR を、イベントウィンドウ前日終値に基づく親会社の時価総額と、子会社の時価総額の内少数株主に帰属する分とで加重平均し算出した。

この研究のサンプルの親会社と子会社のイベントウィンドウにおける株式の累積リターン (CAR (-1, 1)) の平均値及びその加重平均値は図表7の通りである。

サンプル全体についてみると、親会社の平均 CAR は正だが有意ではない。一方、子会社の平均 CAR、及び完全子会社化取引の総利得を表す加重平均 CAR は双方ともプラスで有意で

あり、完全子会社化は価値を生み出す取引であるといえる。また、金銭対価取引の平均 CAR はどの値を取っても株式対価取引のものより高く、その差は1%水準で有意である。株式対価取引の親会社 CAR に新株の発行に伴う逆選択コストが含まれていることに加え¹⁵、3.3節でみたように、プレミアムが金銭対価取引より低いことの影響もあると考えられる。

4.2.2 完全子会社化による価値の親会社—子会社少数株主間での配分

次のステップとして、図表8に掲げる各数値を取引ごとに計算する。算出された相対的子会社少数株主余剰比率が1以上であれば、完全子会社化による富の効果の内、子会社少数株主に配分される比率が持株比率と同じかそれより大

図表7 完全子会社化のアナウンスメント周り3日間の CAR

	親会社 CAR (-1, 1)			子会社 CAR (-1, 1)			加重平均 CAR (-1, 1)		
	全体	金銭	株式	全体	金銭	株式	全体	金銭	株式
平均値	0.16%	2.14%	-1.19%	14.97%	27.42%	6.45%	1.29%	4.64%	-1.01%
t 値	0.35	3.04***	-2.02**	9.52***	11.82***	4.50***	2.50**	5.79***	-1.91*
中央値	-0.52%	2.27%	-1.72%	15.94%	29.18%	3.83%	-0.04%	4.41%	-1.37%
正/負	51/72	33/17	18/55	97/26	49/1	48/25	68/55	43/7	25/48
観測数	123	50	73	123	50	73	123	50	73
差			3.33%			20.97%			5.65%
t 値			3.63***			7.69***			5.89***

(注) 1) 「金銭」は金銭対価取引サブサンプル、「株式」は株式対価取引サブサンプルを表し、「差」は両者の平均値の差である。
2) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準でそれぞれ有意であることを表す。

図表8 子会社少数株主への価値の配分に関する数値と計算方法

数値	計算方法
超過市場価値変化額 (AMVC)	イベントウィンドウ前日の時価総額×CAR
少数株主持分の超過市場価値変化額 (MS_AMVC)	子会社の AMVC×(1-親会社の事前持株比率)
総超過市場価値変化額 (T_AMVC)	親会社の AMVC+MS_AMVC
子会社少数株主余剰比率 (MS_SR)	MS_AMVC/T_AMVC
相対的子会社少数株主余剰比率	MS_SR/(1-親会社の事前持株比率)

15 瀧川 (2018), 26頁。

図表9 完全子会社化の価値の配分状況

(金額単位：百万円)

	全体サンプル		現金対価取引サブサンプル	
	子会社少数株主	親会社	子会社少数株主	親会社
平均 AMVC	13,736	-3,108	32,754	-4,763
平均 Day - 2 時価総額	48,328	384,194	107,914	665,435
平均超過市場価値変化率	28.4%	-0.8%	30.4%	-0.7%
AMVC (総額)	1,689,586	-382,312	1,637,711	-238,133
株主余剰比率	1.29	-0.29	1.17	-0.17
事前持株比率平均値	0.42	0.58	0.46	0.54
超過市場価値変化額中央値	444	-292	2,472	1,198
株主余剰比率中央値	2.92	-1.92	0.67	0.33
事前持株比率中央値	0.44	0.56	0.47	0.53

きいことを意味する。

4.2.3 価値の配分分析の結果

図表9は完全子会社化のアナウンスメント時の株価反応 (CAR (-1, 1)) をもとに親会社と子会社少数株主にとっての価値の効果 (Day - 2 からの時価総額の変動額) とその配分比率を計算したものである。株式対価取引を含む全体のサンプルでは親会社にとっての価値の効果は平均値、総額、中央値ともマイナスであるのに対し、子会社の少数株主の富は増加している。しかし、親会社株式の超過リターンは新株発行に伴う逆選択コストの影響を受けていると考えられるため、以下では図表9の右列に掲げた現金対価取引のサブサンプルのみの結果に着目する。親会社への価値の効果の平均値及び総額はここでもマイナスとなっているが、価値の効果の中央値に着目すると、親会社と子会社少数株主への価値変化額を合算した金額は約37億円で、その子会社少数株主への配分比率は67%である。これは事前の持株比率の中央値(47%)を上回っているから、価値の配分は子会社少数株主にとって公正なものであるといえる。

つぎに、現金対価取引のサブサンプルにおけ

る相対的子会社少数株主余剰比率について分析する。この値は総超過市場価値変化額がマイナスの取引については意味をなさないため金銭対価による完全子会社化取引50件の中から総超過市場価値変化額がマイナスの取引11件を除外し、残りの39件について分析した。その結果が図表10である。相対的子会社少数株主余剰比率の平均値は1.49、中央値は0.93であった。中央値ではわずかに1を下回っているものの、子会社の少数株主への富の配分は概ね公正なものであるといえる。

加えて、上記の分析から除外した11件について親会社と子会社少数株主の超過市場価値変化額を調べた。その結果、取引ごとの超過市場価値変化額は親会社について11件全てでマイナスであったのに対し、子会社少数株主についてマイナスであった取引は11件中1件のみであった。さらに、11件全体では親会社の総額、平均

図表10 相対的子会社少数株主余剰比率の算出結果

対象：現金対価取引 (39件)		
子会社少数株主余剰比率	平均値	0.64
	中央値	0.44
相対的子会社少数株主余剰比率	平均値	1.49
	中央値	0.93

値、中央値がいずれもマイナスであるのに対し、子会社少数株主についてはそれらが全てプラスであった。これら11件の取引において子会社少数株主の富が親会社の富を上回っていたことは明らかであり、上述の39件についての分析結果は11件のサンプルを除外したことによって歪められたものではないといえる。

4.3 子会社少数株主余剰比率と当事者の交渉力

親会社の強圧性が子会社の少数株主への価値の配分比率に対してどのように影響しているかを探るため、相対的子会社少数株主余剰比率のパーセントイルランク値 PRMSR を被説明変数とする重回帰分析を行う。説明変数は親会社と子会社または子会社の一般株主との間の交渉力に関係する REXHD, PRES, TRANS, CORP, INDIV, FRGN 及び OWN に加え、完全子会

社化に関する公正性担保措置実施の代理変数として FODM (子会社がフェアネス・オピニオンを取得している場合は1, そうでなければ0をとるダミー変数) を用いる¹⁶。更に、コントロール変数として SUBQ, 子会社の黒字ダミー PRDM (子会社の直前決算期の当期純利益が正の場合は1, 負の場合は0を取るダミー変数), 及び SUBVAL を用いる。

回帰式は,

$$PRMSR = F [REXHD, PRES, TRANS, FODM, CORP, INDIV, FRGN, OWN, SUBQ, PRDM, SUBVAL] \quad (3)$$

である。

重回帰分析を行った結果は図表11の通りである。

いずれのモデルにおいても F 値は1%水準

図表11 親会社の強圧性等に係る指標と少数株主への価値の配分との関係

	モデル 1		モデル 2		モデル 3		モデル 4	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
REXHD	0.1122	1.09					0.1981	2.03*
PRES			-0.1419	-1.75*			-0.1790	-2.08**
TRANS					-0.0064	-4.09***	-0.0062	-3.16***
FODM							-0.0150	-0.09
CORP							-0.0208	-0.13
INDIV							-0.0949	-0.84
FRGN							-0.1076	-1.05
OWN	-0.1703	-0.30	-0.1724	-0.32	-0.3561	-0.65	-0.3932	-0.76
SUBQ	0.0800	1.52	0.0714	1.32	0.0609	1.03	0.0532	0.96
PRDM	-0.0972	-0.86	-0.0661	-0.71	-0.0511	-0.47	-0.0660	-0.68
SUBVAL	0.6386	3.38***	0.6688	3.88***	0.6705	3.51***	0.5720	2.25**
定数項	0.3241	1.13	0.4656	1.69*	0.5149	1.83*	0.5593	1.83*
F 値	5.50***		6.64***		10.15***		6.04***	
修正 R ²	0.23		0.26		0.27		0.27	
観測数	39		39		39		39	

(注) 1) 不均一分散に頑健な標準誤差を使用している。外れ値処理は施していない。

2) ***は1%水準, **は5%水準, *は10%水準でそれぞれ有意であることを表す。

16 子会社がフェアネス・オピニオンを取得していたケースは本研究のサンプル123件中11件であった。

で有意であり、自由度修正済 R^2 は0.20を超えている¹⁷。

REXHD の係数は正で、モデル4において10%水準で有意である。3.4節での分析においては金銭対価取引のプレミアム水準に有意な影響を与えていなかったが、子会社少数株主への富の配分比率とはプラスの関係がみられる。PRES と TRANS の係数は負で有意である。親子会社間の人的関係及び取引関係が少数株主への富の配分にマイナスの影響を与えていることを示す。FODM の係数はマイナスで、有意ではなく、公正性担保措置たるフェアネス・オピニオン取得の価値の配分への影響は確認されなかった。CORP、INDIV 及び FRGN の係数も同様に負で有意ではなく、ブロックホルダーによる交渉力の影響はみられない¹⁸。OWN の係数は負だが有意ではない。

コントロール変数の中では SUBVAL の係数が正で、1%水準で有意である。3.4節の図表5に掲げた金銭対価取引のプレミアムの分析では SUBVAL の係数は負で一部のモデルで有意であったが、ここでは子会社の相対的規模と少数株主への富の配分比率との間にプラスの関係があることを示す結果である。その明確な理由は、ここでの分析からは特定できない。

5. 結論

この研究では、2007年から2020年までにアナウンスされた親子上場解消のための完全子会社化のサンプルを用いて完全子会社化の買収プレミアムの決定要因を調べ、子会社の少数株主か

らみた取引条件の公正性について検証した。その結果、以下の点が明らかになった。

プレミアムの決定要因の分析により、子会社株式の事前のアンダーバリュエーションが買収プレミアムの源泉となっていることがわかった。親会社は子会社の株式価値に関する私的情報を利用し、子会社株式が過小評価されているタイミングで取引を行っていると考えられる。

子会社にブロックホルダーが存在する場合、とりわけ株式対価取引においては法人ブロックホルダーの存在が買収プレミアムにマイナスの影響を与えており Aman (2017) の共謀仮説と整合的な結果が得られる一方、外国人ブロックホルダーの存在はプレミアムにプラスの影響がみられるなど、ブロックホルダーの属性や取引形態によって異なる結果が示された。また、子会社の業績や財務の状態が悪いほど、買収プレミアムは救済や建て直しの費用を反映して低く設定されることも明らかになった。さらに、子会社の財務指標や子会社の相対的規模と買収プレミアムの間の関係からは、完全統合の利得が必ずしも買収プレミアムの源泉とはなっていないことが示唆された。親会社の目的が完全統合の利得の獲得であるとしても、取引自体は子会社株式がアンダーバリュエーションされているタイミングを捉え、一定水準以上のプレミアムを支払うことにより完遂の確率を上げているものと考えられる。

親会社が情報の非対称性を利用して取引を行う場合、自己の利益を優先し子会社の少数株主の利益を害することが懸念される。しかし、子会社の少数株主への価値の配分の分析によれば

17 いずれのモデルのどの変数も VIF 値は2.0を下回っていたことを確認している。

18 図表9には含まれていないが、REXHD、PRES、TRANS を除外し FODM またはブロックホルダーに関する説明変数のみについて分析した結果もモデル4の結果とほぼ同様であった。

少数株主への配分比率は持株比率と概ね同じか上回っており、取引条件が公正であることを示していた。また、レックス・ホールディングス事件の高裁決定が少数株主への富の配分にプラスの影響を及ぼしていることが示された。これらの分析結果から、法令及び証券取引所の規程など、取引の公正性を確保するための制度が一定程度機能しているものと考えられる。しかし、一方では親子会社間の人的関係や取引関係の存在が少数株主への価値の配分とマイナスの関係にあることが判明したほか、子会社によるフェアネス・オピニオンの取得は少数に留まっております。親会社による強圧性発揮に対する牽制は引き続き必要であり、今後も公正性担保措置を含め完全子会社化取引の公正性確保に向けた制度の拡充が図られることが望ましい。

引用文献

- 井上光太郎・加藤英明 (2003) 「M&A 発表日の株価効果に関する要因分析」『現代ファイナンス』第13号, 3-28頁。
- 井上光太郎・中山龍太郎・増井陽子 (2010) 「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか—実証分析からの示唆—」『商事法務』第1018号, 4-17頁。
- 江川ももこ (2012) 「MBO における少数株主の保護」『駒澤法曹』第8号, 109-133頁。
- 川本真哉 (2019) 「非公開化型 MBO の異質性に関する実証分析: 動機・買収プレミアム・エグジット」『証券経済研究』第107号, 63-81頁。
- 川本真哉 (2022) 『日本のマネジメント・バイアウト: 機能と成果の実証分析』第1章「株式非公開化の動機: MBO と完全子会社化の比較分析」有斐閣。
- 菊谷達弥・齋藤隆志 (2006) 「完全子会社化の経済分析」京都大学大学院経済学研究科 Working Paper 2006, J-53。
- 経済産業省 (2019) 「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/fair_ma/pdf/20190628_shishin.pdf)。
- 瀧川正尚 (2018) 「親子上場解消の実証分析～完全子会社化における親会社株価への影響～」早稲田大学レポジトリ2018-03, 1-39頁。
- 東京証券取引所 (2020) 「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」従属上場会社における少数株主保護の在り方に関する研究会 (<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/study-group/nlsgeu000004acah-att/nlsgeu000004x-9ug.pdf>)。
- 新田敬祐 (2010) 「株式市場における親子上場の存在感とその功罪」ニッセイ基礎研究所レポート (https://www.nli-research.co.jp/files/topics/38975_ext_18_0.pdf?site=nli)。
- 野瀬義明 (2017) 「再考 株式非上場化の決定要因」『桃山学院大学総合研究所紀要』第42(3)号, 45-59頁。
- 宮島英昭・新田敬祐・宍戸善一 (2010) 『日本の企業統治【その再設計と競争力の回復に向けて】』第7章「親子上場の経済分析 利益相反問題は本当に深刻なのか」東洋経済新報社。
- Aman, H. (2017), "Takeover Premiums and Controlling Shareholders: Evidence from Japanese Firms," *International Review of Business*, Vol.17, pp.1-26.
- Bates, T.W., Lemon, M.L. and Linck, J.S. (2006), "Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold?," *Journal of Financial Economics*, Vol.81, pp.681-708.
- Gleason, K., Madura, J. and Pennathur, A.K. (2006), "Valuation and Performance of Reacquisitions

- Following Equity Carve-Outs," *The Financial Review*, Vol.41, pp.229-246.
- Renneboog, L., Simons, T. and Wright, M. (2007), "Why Do Firms Go Private in the U.K.? The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation," *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.591-628.
- Slovin, M.B. and Sushka, M.E. (1998) "The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, pp.255-279.
- (京都産業大学大学院経済学研究科
博士後期課程)