

博士学位論文

内容の要旨及び審査結果の要旨

第 54 号

2024 年 9 月

京 都 産 業 大 学

は し が き

本号は、学位規則（昭和 28 年 4 月 1 日文部省令第 9 号）第 8 条の規定による公表を目的とし、令 6 年 3 月 16 日 17 日に本学において博士の学位を授与した者の論文内容の要旨及び論文審査結果の要旨を収録したものである。

学位番号に付した甲は学位規則第 4 条第 1 項によるもの（いわゆる課程博士）であり、乙は同条第 2 項によるもの（いわゆる論文博士）である。

目次

課程博士

1. 川島 亮太郎	〔博士（経済学）〕	1
2. 川西 康之	〔博士（先端情報学）〕	4
3. 堤 智香	〔博士（生命科学）〕	7
4. 岩本 駿吾	〔博士（生命科学）〕	9

氏 名（本 籍）	川島 亮太郎（東京都）
学 位 の 種 類	博士（経済学）
学 位 記 番 号	甲経 第 10 号
学位授与年月日	令和 6 年 9 月 21 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当
論 文 題 目	親子上場解消のための完全子会社化に関する実証分析 —取引の価値の効果と子会社少数株主への配分—
論文審査委員	主 査 坂 井 功 治 教授
	副 査 北 村 紘 教授
	〃 西 村 佳 子 教授

論 文 内 容 の 要 旨

本論文の目的は、親子上場解消のための完全子会社化について、主に以下 2 点の検証を行うことである。第一は、完全子会社化の価値の効果とその源泉に関する検証である。完全子会社化は親会社が支配関係にある子会社の株式を追加取得することで実施され、その価値と源泉は通常の M&A とは大きく異なる可能性がある。第二は、子会社の少数株主の立場から見た完全子会社化取引の公正性に関する検証である。親会社は子会社に対する支配権や私的情報を有していることから、完全子会社化においては、親会社が自己利益を追求することで子会社の少数株主の利益が損なわれている可能性がある。検証にあたっては、2007 年から 2020 年までの日本企業の完全子会社化のデータを用い、第 2 章では完全子会社化の概観、第 3 章では完全子会社化の株価反応とその要因、第 4 章では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について分析が行われている。

各章の具体的な内容は以下である。第 2 章では、完全子会社取引の概要や特徴を整理したうえで、親子上場をめぐる近年の証券取引所や政府、司法などの対応の変遷について概観している。また、適時開示のレビューや事例研究を通して完全子会社化の目的や背景について考察を行い、
(1) 完全子会社化の目的の一つは親子上場の下では困難だった戦略的施策を可能にすることで

あること、(2) 実際の完全子会社化においては少数株主保護のために広範な措置が実施されていたことなどを見いだしている。

第3章では、Slovin and Sushka (1998) らの仮説にもとづき、完全子会社化のアナウンスメント周りの株価反応とその要因に関する分析を行っている。株価反応の分析では、(1) 親会社と子会社の株価反応の加重平均値は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こと、(2) 親会社の株価反応は金銭対価の場合はプラスだが、株式対価の場合は新株発行に伴う逆選択コストを反映してマイナスであること、(3) 子会社の株価反応はプラスで通常の M&A の水準と同程度であり、完全子会社化で子会社の少数株主が不利に扱われているとの証左は得られないことなどを示している。また、株価反応の要因分析では、利益相反管理費用の削減とフリーライディング問題の解消が完全子会社化の価値の源泉であることを示している。

第4章では、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したうえで、完全子会社化の価値の効果が親会社と子会社少数株主の間で公正に配分されているかどうかを分析している。また、子会社少数株主への価値の配分比率に影響を与える要因についても分析している。買収プレミアムの決定要因の分析では、(1) 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源泉になっており、親会社は私的情報を利用して子会社株式が過小評価されているタイミングで完全子会社化を行っていること、(2) 子会社の業績や財務状況が悪いほど、救済や立て直し費用を反映して買収プレミアムが低くなることなどを示している。公正性の分析では、子会社少数株主への価値の配分比率は持株比率とほぼ同じか上回っており、取引が公正であることを示している。また、価値の配分の要因分析では、親子会社間の人的関係や取引関係の存在は少数株主への価値の配分比率を引き下げており、親会社による強圧性の存在が完全子会社化の公正性を歪める可能性があることを示している。

論文審査結果の要旨

本論文は、親子上場解消を目的とした完全子会社化について、完全子会社化の価値の効果とその源泉、および完全子会社化取引の公正性について実証的な検証を行ったものである。

第2章では、完全子会社取引の概要・特徴を整理し、親子上場をめぐる近年の制度的変遷を概観するとともに、適時開示のレビューや事例研究を通して企業が完全子会社化を行う目的や背景について考察を行っている。特に、適時開示のレビューや事例研究においては、適時開示書類のキーワードや過去の完全子会社化の事例を詳細に調査しており、データを使った実証分析だけに依るのではなく、現実の完全子会社化の実態について丁寧に検証を行う本論文の姿勢が垣間見える。

第3章では、完全子会社化のアナウンスメント周りの株価反応とその要因に関する分析を行っている。完全子会社化の株価反応に関する日本の先行研究は限られており、結果も研究によって異なっているのが現状である。なかでも、TOB による完全子会社化の株価反応を分析した研究は少なく、加えて、完全子会社化の総利得である親子会社の株価反応の加重平均値の分析はこれまで行われていない。そのため、日本における完全子会社化の価値の効果については未解明の点が

多い。この点において、本章では、親会社と子会社の株価反応の加重平均値の分析に加え、TOBと株式対価取引での効果の違い、効果の源泉など、詳細かつ包括的な検証を行っており、(1) 親会社と子会社の株価反応の加重平均値は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こと、(2) 親会社の株価反応は金銭対価の場合はプラスだが、株式対価の場合は新株発行に伴う逆選択コストを反映してマイナスであること、(3) 完全子会社化の価値の源泉は、利益相反管理費用の削減とフリーライディング問題の解消であることなど、新たな発見事実を多数提示している。

第4章では、完全子会社化の買収プレミアムの決定要因を分析したうえで、子会社の少数株主の立場から見た完全子会社化の公正性について分析を行っている。買収プレミアムの決定要因の分析はMBOを対象とした先行研究が多く、完全子会社化を対象とした先行研究は少ない状況にあり、未解明の点が多い。また、完全子会社化の公正性の分析についても、直接的にはこれまで行われてこなかった。この点において、本章では、完全子会社化に焦点を当てたうえで買収プレミアムの決定要因を分析するとともに、Bates et al. (2006)の分析手法を用いて完全子会社化の公正性を直接的に検証しており、(1) 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源泉になっていること、(2) 子会社の業績や財務状況が悪いほど、買収プレミアムが低くなること、(3) 子会社少数株主への価値の配分比率は持株比率とほぼ同じか上回っており、完全子会社化取引が公正であること、(4) 親子会社間の人的関係や取引関係の存在は少数株主への価値の配分比率を引き下げることなど、新たな発見事実を複数示している。

予備調査における指摘事項についてはすべて適切な対処がなされており、論文の検証は総じて適切かつ説得的なものである。また、本論文は先行研究にない新たな発見事実を多数提示しており、学術的な貢献と重要性は十分に認められる。特に、本論文の第3章と第4章は査読付き学術誌に掲載済みであり、外部の査読にも十分に耐えうる水準に達している。以上により、本論文は博士学位論文の水準を十分に満たし、博士学位の授与に値するものと判断する。