

日本における分社化の企業価値に及ぼす影響に関する考察

米国でのスピノフ先行事例との対比

宗 和 正 文

I はじめに

分社化というイベントは親会社が100%株式を保有するため、そのイベント自体は法律上の問題であり、ファイナンス理論における効率的市場仮説のもとでは株価（企業価値）には影響を及ぼさないと考えられる。また、分社化した企業の株式は、基本的には親会社が全て保有するため、支配形態という点からも、分社化前と実質的にはほぼ同じである。それにもかかわらず、1990年代の日本企業では分社化というリストラクチャリング手法を採用する企業が大幅に増加した。

一方、米国では1960～1970年代に進められた多角化やM&Aブームから生じた非効率を解消するために1980年代にコーポレート・リストラクチャリングが大幅に進められた。米国において多く使われた手法はスピノフという手法である。分社化とスピノフの最大の相違点は分社後企業の株式の所有者が、分社化の場合は親会社が所有するのに対し、スピノフの場合は親会社の株主が所有するという点である。

米国におけるMiles & Rosenfeld [1983]、Daley et al. [1997]などのスピノフに関する多くの研究において、スピノフが企業価値を高めることが実証されている。その理由の説明は次章において述べるが、米国におけるスピノフで企業価値が上がったのであれば、日本における分社化というリストラクチャリング手法も同様の実施背景を持つのであれば企業価値を向上させ、スピノフと分社化の機能的な相違点をふまえた上で、それぞれの実施する理由を対比することによって企業価値向上の説明ができるのではないかと考えた。

本稿の研究の方法論は分社化発表の発表日をイベント日とするイベントスタディに準拠し、分析対象は1993年4月から2001年7月までの分社化実施企業の中から84のサンプルを得た。

米国におけるスピノフは先行事例も豊富であるが日本においては非常に少ない。それに対して分社化については日本では多く行われているのに対して、米国では少ない。両国におけるこのようなコーポレート・リストラクチャリングを取り巻く環境の違いがあるため、今回の研究においては米国におけるスピノフ、日本における分社化を比較するとい

う視点で研究を行った。

本稿の構成は第2節において日本における分社化と米国におけるスピノフに関する先行研究の流れ、その実施背景や理論的側面を紹介する。第3節においては実証研究のリサーチデザインを紹介し、第4節では実証結果の提示とそこから得られるデータをもとに更なる分析とその結果を示す。そして第5節で本稿のまとめを述べる。

Ⅱ 分社化・スピノフに関する理論と先行研究

日本における分社化は歴史をさかのぼれば、江戸時代における商家の暖簾分けまでとどることができる。暖簾分けという考え方は独立したものが、その会社の所有者であり経営者であるという点では現在における分社化とは異なる。しかし、分社化が日本において活発に行われたことには、80年代のアメリカでのスピノフが盛んに行われたという流れだけではなく、こうした日本における暖簾分けの歴史が影響しているとも考えられる。

分社化の機能については、小田切 [2000] において大きく2つの機能を有すると述べられている。まず一つは異なる労働条件の創出である。日本の人事慣行として賃金体系は会社単位となっており、職種に特有ではない。つまり、年齢や学歴を同じとすれば、労働者の賃金は他社の同じ職種の労働者の賃金よりも、社内の違う職種の労働者の賃金に近い。また、これは日本に限ったことではないが大企業における賃金は平均的に中小企業における賃金より高い。このため、より小規模な子会社を作りそこで雇用すれば、労働費用を削減しやすい。したがって、低賃金でも労働者が雇用しやすい状況では分社化は有利である。また、地理上の理由で低賃金でも十分な求職者の応募を期待できる場合もある。労働力過剰傾向の地方に子会社を設立するのは、この意味で合理的である。

分社化のもう一つの目的として、昇進のためのポスト作りがある。親会社に適当なポストが十分でない場合、子会社を作り、その社長、取締役、あるいは部課長として出向させる。また、余剰人員の受け皿としての出向もある。つまり、労働資源をより経済的に、またより柔軟に活用する目的での分社化であり、中高年労働者を中心に昇進ポストを用意するためである。

分社化を行う場合、社内の他の事業との関連の低い事業や、必要とされる労働資源が社内の他の部門で用いられている労働資源と共通性の低い事業が優先されるはずである。非関連事業の分社化が相対的に多いのはこの理由による。

こうしたことから分社化を機能面から考察すると、従業員に対するインセンティブ付与、親会社内における終身雇用制の維持と同時に親会社をスリム化できる。またスリム化により意志決定の迅速化が期待できるというメリットがある。日本において分社化が多く採用されてきたことによって、終身雇用制は長年にわたって維持することを可能にした。こう

した側面は米国でのスピノフでは観察できないものである。

伊藤、菊谷、林田 [1997] ではアンケート調査により、日本企業が分社化を行った理由を分析した。その結果、有望事業への専門化、異種事業の分離、経営責任の明確化、分権化の推進、他企業との取引機会の拡大などの積極的な理由による分社化と新規事業に伴うリスク分散、親会社本体のスリム化・人的リストラの一環、人件費の削減、不採算部門の分離、中高年者の職場確保などの消極的な理由による分社化に大別することができた。

一方、米国で多く行われたスピノフについて考えてみる。米国では1960～1970年代に進められた多角化やM&Aブームから生じた非効率を解消するために1980年代にリストラクチャリングを進めた。そんなリストラクチャリング手法の一つとしてスピノフも1980年代に盛んに行われた。大坪 [2002] ではスピノフを次のように説明している。スピノフとは企業が事業部門を切り離す手法の一つであり、切り離された事業部門は法的に独立した企業になり、その株式はもとの企業の株主に分配される。そのため、スピノフは企業内の事業部門を切り離すという点において分社化と類似性を持つ。また相違点としては分社化が分離の対象となった企業の株式をもとの「企業」が所有するのに対し、スピノフはもとの企業の「株主」が所有することが挙げられる。この相違により、スピノフにおいては、もとの企業の経営者はスピノフの対象となった企業に対するコントロールを失うのに対し、分社化では少なくとも株式の所有に基づいてコントロールを行うことができる (図1参照)。

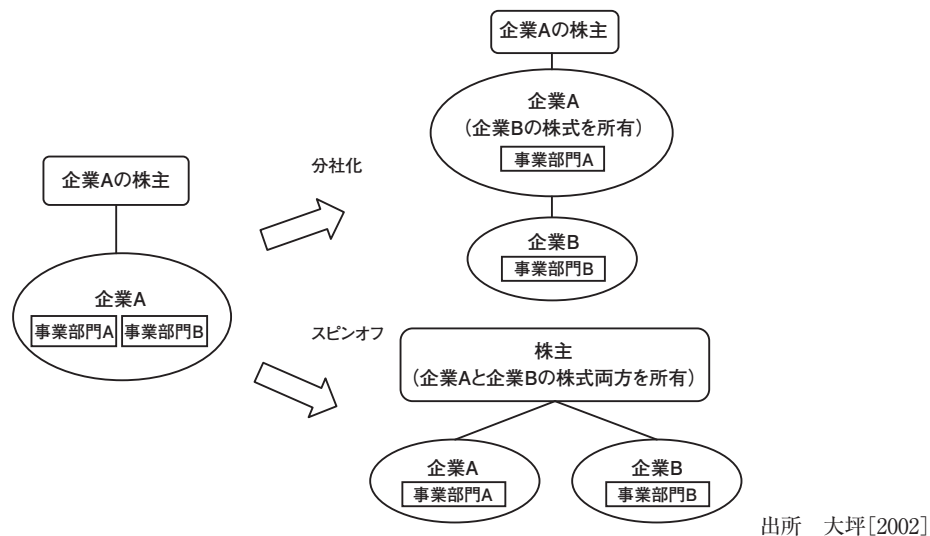


図1 分社化とスピノフのイメージ図

では何故スピノフは行われているのだろうか。Miles and Rosenfeld [1983] では企業のパフォーマンスにおけるネガティブシナジーをなくすという点を挙げている。アメリカ

において、1960～70年代に進められた多角化やM&Aブームから、企業内、グループ内で多くの経営上の非効率が生じた。その非効率は時として負の相乗効果となるケースもあった。それらを解消するために1980年代に行われたコーポレート・リストラクチャリングの一つの手法がスピノフである。

またMiles and Rosenfeld [1983] はスピノフの理由として株主と債権者とのエージェンシー問題にも言及している。債権価値が非常にリスクの高いものとなっているとき、株主と債権者の軋轢は大きくなる。つまり倒産が危ぶまれるような場合は、株主は正のNPVも拒絶する方向で経営者に圧力をかけるということが起こる。なぜなら株主にとっては、正のNPVプロジェクトも結局は債権者を潤すだけになると危惧するからである。NPVが正ということは取り組む価値があるプロジェクトであるが、債券価値が危ういような状況では儲かっても債権者への支払いに回ると考える株主はそのようなプロジェクトを拒否するという方向で圧力を強める。だから、子会社が+NPVを持っており、親会社の株主がそれを拒絶するような場合、子会社を分社化した場合に、その機会損失の現在価値分だけ企業価値が上がると考えることができる。

また、Gertner, Powers and Scharfstein [2002] ではスピノフが資本の企業内、グループ内の内部の割り当てを改善するという理由で行われていると述べている。多角化が進んだ状態においては、経営上もっとも全体のパフォーマンスを上げるであろうと考えられる資本分配が行われないケースがある。それは旧来からの企業内、グループ内のパワーバランスに依存した資本分配が行われてしまうことによって、これからの成長分野に効果的な資本分配がなされず、成長機会を逸してしまう結果につながる。こうした事態を回避するためにもスピノフを通して、事業としての独立性を持たせ、問題の克服につなげることができる。

Schipper and Smith [1983] はスピノフという分割形態は分割前の親会社自体は分割後の会社の株式を所有しないという分割形態を取るために節税というメリットが生まれてくると述べている。

Daley et al. [1997] は事業を絞り込む事によるメリットが発生するということを述べている。この要因については日本における分社化においても共通すると考えられる。ただ、アメリカのスピノフの場合は多角化やM&Aが進んだ結果、発生した内部非効率を解決していかなばならないという「消極的な要因」によるリストラクチャリング手法としてのスピノフと位置づけられるケースが多い。それに対して日本の分社化はアメリカでの失敗事例を学習した上で1990年代に多く行われたという点でアメリカでのスピノフの場合とは若干異なる。それは日本の分社化の場合は内部非効率の解消という「消極的な要因」だけではなく、成長分野への経営資源の集中や経営責任の明確化、分権化の推進といった「積極的な要因」によるものも数多くある。事業の絞り込みという共通な目的を持ちながら、それぞれの背景は若干異なる。

日本における分社化とアメリカにおけるスピノフの先行研究事例の両方を観察すると、そこには「事業の絞り込み」という共通要因を見いだすことができる。市場が完全ならスピノフは企業価値を変更させないはずである。しかし、ネガティブシナジーをなくし投資決定を改善するならスピノフによって、その企業価値は上がる。また、スピノフによる「事業の絞り込み」で、多角化した事業を絞り込むことによって、効率性を高めることができた。

米国でのスピノフに関する多くの先行研究事例では、スピノフは正の超過収益率を生み出すと報告されている。日本における分社化のケースを考えると、米国でのスピノフによる「事業の絞り込み」という同じ実施背景を持つ日本の分社化においても正の超過収益率が観察できないか検証してみた。

Ⅲ リサーチデザイン

本稿においては1993年4月から2001年7月までの分社化実施企業の発表日をイベント日として、イベントスタディの手法で分析した¹。

サンプルの抽出方法についてはこれらの期間の日経4紙²の発表から、株価データ等が入手不可能なものは除外した。また銀行業に属する企業については、その様態が他の企業とは異なるためサンプルから除外した。同じ日に一つの親会社から、複数の分社を行った場合は、2件の分社案件としてとらえると、超過収益率の平均にバイアスがかかってしまうため、1件とカウントした。その結果84社をサンプルとして抽出した。それらの84社のサンプルをもとに実証分析を行う。

分析方法については分社化を実施するアナウンスメントに対して株式市場がいかに反応するかについての分析を行う。分社化が何らかの機能を持ち、分社化を行うことによって企業の経営が効率的になり、その結果、将来キャッシュフローを大きくすると市場が評価するなら、株価は正の反応を示すと考えられる。分社化が経営効率の向上につながらず、経営上、特にプラスにならない場合には株価は反応しないと考えられる。

また、経営を非効率にし、その結果、将来キャッシュフローが小さくなると市場が評価するなら、株価は負の反応を示すと考えられる。

このイベントスタディについては市場モデル(Market Model)による手法³を利用する。市場モデルの推定期間は発表時の200日前から発表日前日までの期間とした。そして、マー

1 イベントスタディの手法の詳細については、桜井 [1991] を参照。

2 日経4紙とは日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、日経金融新聞。

3 市場モデルは $R = \beta_i R_{mi} + \varepsilon_{it}$ という時系列モデルを想定し、発表日より200日さかのぼった推定期間で β の推定を行った。定数項は考慮せず、CAPMとは異なりリスクフリーレートの控除は行っていない。

ケット指標には東証平均株価指数 (Topix) を用いた⁴。

具体的な分析方法ははじめに市場モデルを用いて個別銘柄の期待収益率を算出する。次に各証券の実際の投資収益率と期待収益率の差である超過収益率 (AR) を算出する。その AR を期日ごとに足しあわせ、サンプル企業数で除して平均して累積超過収益率 (CAR) を算出する。CAR は株価に反映される情報のうち個別企業情報を反映した部分を期日ごとに足しあわせたものであり、ここでは分社化を実施するという情報が株価にどう反映されるのかをあらわしている。それぞれの計算式は以下の通りである。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

AR_{it} は i 銘柄の t 日における超過収益率

$\hat{\beta}_i$ は i 銘柄の推定 β

R_{mt} は Topix の t 日の収益率

R_{it} は i 銘柄の t 日の収益率

$$CAR_{it} = \sum_{j=1}^T AR_{ijt}$$

CAR (累積超過リターン) をイベントから 10 日間算出

発表日から発表後の 10 日後までをイベント期間とし、この間の各銘柄の超過収益率 (AR) を計算し観察する。また、それぞれの算出された数値の有意性を測るために、 t 値の計算を行う。

$$t_{AR_{it}} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i}$$

ただし $t_{AR_{it}}$ は i 銘柄の超過収益率の t 値である。 $\hat{\sigma}_i$ は i 銘柄の発表日 -200 日の収益率を標本として求めた標本標準偏差である。CAR の有意性については $t_{CAR_{it}}$ で測る。

$$t_{CAR_{it}} = \frac{CAR_{it}}{\sqrt{t \text{ 日までの累積日数 } \hat{\sigma}_i}}$$

で求められる。

ただし、 CAR_{it} は i 銘柄の t 日における累積超過収益率である。

これらの計算で求められた CAR はどんな要因と関連づけられるのかを見つけるために CAR の従属変数とする最小二乗法による回帰分析を行った。回帰分析にあたっては下記の要因を想定しそれぞれの企業の分社化発表時の数値を調査し独立変数とした。

要因 1 企業成熟度…株価純資産倍率 (PBR)

要因 2 企業規模…株価の市場価格 (マーケットバリュー)

要因 3 利益…一株あたりの利益 (EPS)

これらを回帰分析しどのような傾向が観察でき、またそこから得られる t 値によって、

4 Topix とは東証株価指数のことで、東京証券取引所第一部上場株式銘柄を対象として、同取引所が毎分、算出・公表している株価指数である。

その傾向に対する説明力を判断する。

IV 実証結果

実証結果については二つに分類して述べていく。セクション1では分社化発表後の超過収益率の動きを示し、その株価動向を分析する。セクション2では分社化発表後10日間の累積超過収益率(CAR)に対して、株価純資産倍率(PBR)、企業規模(MV)、一株当たり利益(eps)がどのような影響を与えているか、クロスセクション分析を行った結果について述べる。

1. 分社化発表後の株価動向

分社化は親会社が100%株式保有するため、分社化は法律上の問題で、株価(企業価値)には影響を及ぼさないはずだが⁵、分社化発表後の超過収益率は正の反応が観察できる。

また、日次超過収益率のt値には若干のばらつきはあるが、ある程度の有意性が観察できた。また、累積超過収益率は高い水準の有意性が確認できた。これらの事実から分社化の発表は株価に対して正の反応を誘引することが言える。また、今回の研究は発表後10日間以降の反応は、分社化以外の要素にも反応してしまうため割愛した。

日次超過収益率の動向は概ね正の値が現れているが、5日目以降では連続的な正の反応に対する、利益確定等の株価が反動している日がある。しかし、10日間を通して観察すると正の反応が読み取れる。また、累積超過収益率からは正の反応が現れていることがより明白になっている。図2では、こうした動きを発表日-5日からの動きも含めて表示した。分社化発表日前後の動きをみても株価に対し、正の反応があることがわかる。

表1 分社化発表後の日次超過収益率と累積超過収益率

日数	AR	ARのt値	CAR	CARのt値
発表日	0.08%	0.27	0.08%	0.27
1	0.78%	2.72	0.86%	2.11
2	0.19%	0.66	1.05%	2.11
3	0.41%	1.41	1.46%	2.53
4	0.37%	1.30	1.83%	2.84
5	0.34%	1.17	2.17%	3.07
6	-0.05%	-0.18	2.11%	2.78
7	-0.32%	-1.13	1.79%	2.20
8	0.47%	1.64	2.26%	2.62
9	0.59%	2.05	2.85%	3.13
10	-0.40%	-1.40	2.45%	2.56

(注1) ARとは超過収益率(AR)

(注2) CARとは累積超過収益率(CAR)

5 小田切 [2000] 267 ページ参照。

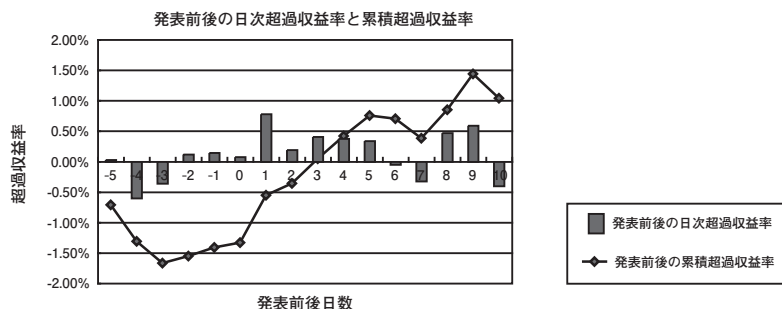


図2 日次超過収益率と累積超過収益率の推移

株価はその企業の将来キャッシュフローの合計を現在価値に割り引くというプロセスで決定される。いわばその企業の企業価値そのものを表現していると言える。そうした観点から考えると、分社化は企業価値に貢献するということができる。

2. どんな企業において企業価値は特に上がっているのか

まず、分社化を行った企業の個別の発表後10日間の累積超過収益率（CAR）を分析し、分社化においてどのような傾向があるのかを考えた。

CARの上位にランクされている企業の新聞発表時の記事よりその特徴を考察してみると、企業内の成熟分野を分社化し、経営の効率化をはかり成長分野へ経営資源を集中するというケースや、複数の分社化を同時期に行い市場に対するインパクトが強いと考えられるケースなどがあつた。しかし、こうした傾向から分析を行うことで得られる結果は、個々の企業背景も関連してくることもあり、今回は参考事例にとどめておきたい。

分社化によって、株価は正の超過収益率を生み出すことは、今回の実証研究で示された。それでは、そのようにして得られた発表後10日間の累積超過収益率（CAR）と企業の特徴を表す何種類かの指標との関係を観察することによって、どのような特徴を持った企業において、分社化の効果があらわれているかを調べた。

セクション1における分析での独立変数ごとに回帰分析を行った結果が表2である。回帰分析を行うにあたってデータ上のエラーが発生したサンプルは除外した。

表2 分社化発表後の累積超過収益率（CAR）とサンプル企業の分社化発表時の各指標数値との回帰分析結果

	X 係数	t 値	サンプル数
CAR (0.10)、PBR	-0.0007878281	-1.29418	76
CAR (0.10)、MV	-0.0000000010	-0.39379	85
CAR (0.10)、EPS	-0.0000012529	-0.39768	67

(注1) 【CAR (0.10)、PBR】は分社化発表後の累積超過収益率と株価純資産倍率を回帰分析した結果

(注2) 【CAR (0.10)、MV】は分社化発表後の累積超過収益率と企業規模を回帰分析した結果

(注3) 【CAR (0.10)、EPS】は分社化発表後の累積超過収益率と一株あたり利益を回帰分析した結果

この結果から、累積超過収益率（CAR）と企業規模（MV）、一株あたり利益（EPS）を関連付けるには、得られた結果の説明力が非常に低く（表6のt値参照）関連付けることはできなかった。

また、株価純資産倍率（PBR）については、低いPBRの企業ほど累積超過収益率（CAR）は高く、高いPBRの企業ほどCARが低い傾向が観察できた。また信頼性については決して高くはないものの、その傾向を認識することが可能なレベルである。

PBRの算出は下記の式で算出される。

$$\text{PBR} = \text{株価} \div 1 \text{株当たり株主資本（純資産）}$$

つまり、PBRは株式のマーケット価格と簿価を対比したものであり、低PBR企業は成熟企業、高PBR企業は成長企業であると考えることができる。分社化発表後の累積超過収益率と株価純資産倍率を回帰分析した結果からは、成熟企業で行われる分社化は成長企業で行われる分社化よりも企業価値を高める傾向があると考えられる。

V 結果の分析

第2章において、日本における分社化と米国におけるスピノフの背景には「事業の絞り込み」という共通要因があり、その共通要因により米国のスピノフと同様に、日本における分社化によっても企業価値を向上させることができるという仮説提起を行った。そして、今回の研究においては、日本における分社化は企業価値を高めるという結果を導くことができた。こうした結果が得られたいくつかの原因を考えてみる。

まず、米国においては1960年代～1970年代にM&Aブームや多角化が進められた。その結果、コングロマリットディスカウントの発生、企業内の経営上の非効率性が問題となった。こうした流れを受けて、スピノフが多く行われたのは1980年代である。その多くの事例の中で効率化がはかれた事例もあれば、失敗に終わったものもあった。

一方、日本において分社化が多く行われたのは1990年代に入ってからで、米国よりも10年程度後である。いわば、日本における分社化は米国での先行事例をふまえた上で行われたものであると考えることができる。そのため、米国で発生した問題点を学習して行われた日本における分社化も米国のスピノフと同じように企業価値を高めることができた。

また、米国におけるスピノフ、日本における分社化はどちらも企業価値を高めることを目的とするコーポレート・リストラクチャリング手法のひとつである。日本においては終身雇用制の維持という前提の下で、分社化という手法は従業員のモチベーションが比較的低下しないコーポレート・リストラクチャリング手法であったと考えられる。それによ

て、親会社の効率性も維持され、企業グループとしてのモチベーションも維持されることにより、トータル面で企業価値向上につながることができたのではないかと考える。

そして、日本における分社化は企業価値を高めるという結果を受けて、どのような企業において分社化は効果をより高く上げることができるのかを考えた。分社化発表後10日間の累積超過収益率（CAR）に対して、株価純資産倍率（PBR）、企業規模（MV）、一株当たり利益（EPS）がどのような影響を与えているか、クロスセクション分析を行った。その結果、累積超過収益率（CAR）と株価純資産倍率（PBR）の関係から、成熟企業で行われる分社化は成長企業で行われる分社化よりも企業価値を高める傾向があると観察できた。また、高い累積超過収益率（CAR）を発生させた企業を個別に分析したところ、企業内における成熟分野の分社化が高CARにつながる傾向があった。

「分社化というイベントは親会社が100%株式を保有するため、そのイベント自体は法律上の問題であり、ファイナンス理論における効率的市場仮説のもとでは株価（企業価値）には影響を及ぼさないと考えられる」という考え方を本稿の冒頭の部分で述べたが、その実証結果からこの考え方を棄却する結果となった。分社化というイベントは株価にプラスに反応し、説明力も高いものであった。こうしたことから、分社化は経済的にも意味があり、企業価値にも影響を及ぼすことのできるイベントであると考えられる。ただ、分社化が企業価値に対してプラスに作用するためには、市場に対してその有効性を十分に訴えかけることのできる説得力が必要になってくる。場合によっては、市場がまったく反応しない分社化、逆にマイナスの反応を発生させてしまうものも存在する。分社化には親会社の置かれている経営環境、行われた分社化の目的と意義、期待される効果とキャッシュフローへの影響など様々な要素が加味されて評価されるものであると考える。

VI まとめ

今回の研究では米国におけるスピノフと日本における分社化という、類似点は多いものの株式所有形態の異なる2つのリストラクチャリング手法を対比した上で、日本における分社化についての考察を行った。

ファイナンス理論における効率的市場仮説のもとでは分社化は企業価値に影響を及ぼさないという仮説に対して、実証研究によって得られた結果は、その仮説を棄却し、分社化というイベントの持つ経済的意味を示唆した。

しかし、分社化によって得られる累積超過収益率（CAR）の発生要因の分析を試みてクロスセクション分析を行った。しかし、累積超過収益率（CAR）と株価純資産倍率（PBR）の間に関係を見いだすことはできたが、説明力は高くなかったため、成熟企業で行われる分社化は成長企業で行われる分社化よりも企業価値を高める傾向があると言えるに過ぎな

かった。

今回の研究を通して得られた結果を基にサンプル採取期間によつての結果の変化、累積超過収益率（CAR）と他要因との分析、個別サンプル企業におけるケース分析など、今後の追加的な研究課題として引き続き取り組みを続けたい。

なお、本稿は岡田克彦先生のご指導のもと、奥野智洋氏、寺澤雄太氏のアドバイスを頂きながら執筆を進めました。改めて感謝の意を表します。

参考文献

- Daley, Mehrotra and Sivakumar [1997] ,“Corporate Focus and Value Creation Evidence from Spinoffs,”
Journal of Financial Economics, August, pp. 257-281.
- James A.Miles and James D.Rosenfeld [1983] , “The Effect of Voluntary Spin-Off Announcements on
Shareholder Wealth,” Journal of Financial Economics, vol. 38, pp. 1597-1606
- Robert Gertner & Eric Powers & David Scharfstein [2002] .,“Learning about Internal Capital Markets
from Corporate Spin-offs,” Journal of Finance, American Finance Association, vol. 57 (6), pages
2479-2506, December.
- Schipper, Katherine and Smith, Abbie [1983] , “Effects of Reconstructing on Shareholder Wealth,”
Journal of Financial Economics, 12., pp. 437-467.
- 伊藤秀史編 [1996] 『日本の企業システム』
- 伊藤秀史、菊谷達弥、林田修 [1997] 『日本企業の分社化戦略と権限委譲：アンケート調査による分析』
第10号、24-62 ページ
- 大坪稔 [2002] 「分社化と株式市場の評価」『佐賀大学経済論集』34号、1-19 ページ
- 岡田克彦 [2004] 「日経 225 構成銘柄入れ替えにおける株価動向とトレーディングシミュレーション
— 1991 年以降の全銘柄入れ替えの分析—」『証券アナリストジャーナル』42号、No. 2
- 小田切宏之 [2000] 『企業経済学』東洋経済新報社
- 桜井久勝 [1991] 『会計情報の有用性』千倉書房