

## 1. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

- 第1章 問題の所在と本論文の構成
    - 第1節 なぜ完全子会社化と事業譲渡なのか
    - 第2節 分析のフレームワーク
    - 第3節 本論文の構成
  - 第2章 組織再編の効果を巡る論点
    - 第1節 はじめに
    - 第2節 組織再編の目的と効果
    - 第3節 株主価値効果研究
    - 第4節 財務業績効果研究
    - 第5節 効果を左右する主な要因
    - 第6節 研究上の課題
    - 第7節 まとめ
  - 第3章 完全子会社化の株主価値向上効果
    - 第1節 完全子会社化は株主価値を増大させたか
    - 第2節 先行研究
    - 第3節 サンプルとリサーチ・デザイン
    - 第4節 アナウンスメント時の株価変動
    - 第5節 CAR変動に影響を与えた要因
    - 第6節 重回帰分析の結果
    - 第7節 買収プレミアムに関する追加的検証
    - 第8節 完全子会社化の株主価値向上効果とその特徴
  - 第4章 完全子会社化後の財務業績向上効果
    - 第1節 財務業績による効果測定
    - 第2節 仮説の構築
    - 第3節 サンプルとリサーチ・デザイン
    - 第4節 実証結果と考察
    - 第5節 結果の要約と示唆
  - 第5章 事業譲渡の株主価値向上効果
    - 第1節 「選択と集中」に対する株式市場の評価
    - 第2節 先行研究
    - 第3節 サンプルとリサーチ・デザイン
    - 第4節 実証結果 －全サンプルのCAR－
    - 第5節 重回帰分析 －CARに影響を与えうる要因－
    - 第6節 売却会社の評価に関する追加的検証
    - 第7節 事業譲渡に対する株式市場の反応
  - 第6章 事業譲渡後の財務業績向上効果
    - 第1節 事業譲渡が収益性に及ぼす影響とは
    - 第2節 先行研究
    - 第3節 サンプルとリサーチ・デザイン
    - 第4節 全サンプルを対象とした実証結果
    - 第5節 売却会社における資金使途の影響
    - 第6節 当事会社の財務業績を左右する要因
    - 第7節 結果の要約と示唆
  - 第7章 結びと今後の課題
    - 第1節 はじめに
    - 第2節 結果の要約
    - 第3節 本論文の結論と示唆
    - 第4節 残された課題
- 参考文献

## 2. 本論文の目的と意義(第1章)

本論文の目的は、日本における組織再編の中でもとりわけ完全子会社化及び事業譲渡に焦点を当て、その企業価値向上効果を明らかにすることである。完全子会社化及び事業譲渡を取り上げる意義として、第1章では以下の3点を挙げている。

まず1点目として挙げられるのは、完全子会社化及び事業譲渡のいずれも90年代後半から適用件数が急激に増加している点である。これらはそれまでの日本企業がほとんど行わなかった組織再編手法であるが、2000年代に入って企業再編の有力な手段として日本企業に定着しつつある。完全子会社化及び事業譲渡を取り上げてその効果について検証することで、何故これらが日本企業にとっての組織再編の手段として定着

したのかを分析することが可能になると考えられる。

2点目としては、いずれも日本のグループ連結経営の転換を物語る典型的なイベントであることを挙げた。連結決算中心主義への移行以前には、会計上のテクニクを用いて連結業績から子会社事業を切り離す「連結外し」が横行していたが、事業譲渡はそれに代わって実質的に事業を切り離す手段として用いられることとなった。それまで事業売却イコール経営上の失敗と捉える風土のあった日本企業にとって、これは大きなパラダイムチェンジであったと言える。また完全子会社化についても、業績好調な子会社は積極的に上場するという従前の日本企業における資本戦略を転換し、中核事業を親会社の完全な支配下に置いて企業グループとしての全体最適を追求しようという動きであると捉えることができる。こうした点に鑑みると、完全子会社化及び事業譲渡の企業価値向上効果について検証することは、会計ビッグバン以降に行われた日本企業のグループ連結経営戦略の転換に対する評価につながると考えられる。

完全子会社化及び事業譲渡に関して、米国における先行研究とは異なる独自の研究を展開できることが3点目の意義である。欧米においてはそもそも上場子会社が存在しないため、完全子会社化に関する研究を行うことは難しい。また、グループ企業の経営統合・強化の一環としての完全子会社化は、通常のM&Aとは異なる効果を生み出す可能性がある。また、日本における事業売却行動は、主に負の経済ショックにより生み出された1980年代の米国における事業売却とは違い、負の経済ショックと技術革新や規制緩和といった正のショックの双方に影響されている可能性がある。こうした点を意識することによって、米国における先行研究とは異なる示唆を得ることができる可能性がある。

また、本論文においては株主価値と財務業績という2つの手法を併用して完全子会社化と事業譲渡の企業価値向上効果を測定することとした。このような研究アプローチを取ることで、短期の株式市場からの反応と中長期の財務業績変動という2つの視点から完全子会社化と事業譲渡に対する評価を行うことができる。株主価値と財務業績の双方を用いて組織再編の企業価値向上効果を実証している研究は、筆者の知る限り日本国内では行われていない。

これら2つの手法を併用することの意義としては、短期の株主価値効果と中長期の財務業績の整合性を検討することが可能となる点が挙げられる。また、中長期の財務業績効果を測定することによって、短期の株主価値効果には織り込まれにくいと考えられる組織再編実施後のマネジメントが財務業績に与える影響を検討することができるのがもう1つの意義として挙げられる。

以上のような重要性・意義に基づいて、本論文では第2章で日米における組織再編の企業価値向上効果(株主価値効果及び財務業績効果)を論じた先行研究をレビューし、完全子会社化及び事業譲渡を取り上げた実証研究を行う上での論点を整理した。その上で、第3章～第6章においては完全子会社化及び事業譲渡の株主価値向上効果と財務業績向上効果の実証研究を行っている。

### 3. 組織再編の効果を巡る論点(第2章)

第2章では、M&Aに代表される企業組織再編の効果を測定した実証研究を中心にレビューし、その論点を整理している。これらの研究を踏まえると、本論文では、完全子会社化及び事業譲渡に関して以下の3点を明らかにすべきであると考えられる。

- ①経済的に合理性のある効果を生み出したか。
- ②株主価値及び財務業績を測定尺度として、再編の効果が測定できるか。
- ③再編の効果に影響を与える要因は何か。

まず第1に、完全子会社化及び事業譲渡が経済的に合理性のある効果(企業価値)を生み出したかどうかについての検証である。第2章においては、必ずしも経済的合理性に基づかないM&Aの目的についても言及しているが、日本国内において行われてきた完全子会社化及び事業譲渡が経済的合理性を持つ効果の発揮を目的としているならば、その効果は企業価値という形で現れると考えられる。

但し、その効果を測定するためには評価指標が必要である。本論文では、その尺度として先行研究でも頻繁に用いられてきた株主価値及び財務業績という2つの測定指標を用いて、その効果を検証する。なお、日本国内における完全子会社化及び事業譲渡に関して、特に財務業績の観点でどのような効果を持つのかはこれまでの研究では明らかにされていない。

更に、組織再編の効果を左右する要因についても検討を加える。第2章では、主な要因として事業の関連性、経営効率、株主構成、買収プレミアム、支払対価、競合性・敵対性、(事業売却における)売却資金の使途といった点を挙げている。これらのうち、完全子会社化及び事業譲渡の企業価値向上効果に密接に関連すると考えられるものについてはその要因の有効性に関する検証を行い、どのような要因が組織再編の効果を高めうるのかという点について検討する。また、完全子会社化及び事業譲渡において企業価値向上効果に影響しうる特有の要因については新たな仮説を構築し、それを検証していくことも必要である。

### 4. 完全子会社化の株主価値向上効果(第3章)

第3章では、株式交換による完全子会社化が株主価値に及ぼす影響について分析している。また、併せて株主価値の増減に影響を与える要因についても実証を行った。

その結果、株式交換による完全子会社化は買収会社(完全親会社となる会社)と対象会社(完全子会社となる会社)双方の株主価値に対してプラスの効果があるという実証結果を得た。また、対象会社と買収会社の株式累積超過収益率(CAR)を株式時価総額で加重平均した値を用いて分析し、案件全体としても株主価値が増加しているという証拠を得た。

更に、両者加重平均のCARに影響を与える要因について、複数の説明変数を持つ回帰式で分析した結果、①対象会社の株式に対する買収プレミアムが高い、②買収会社と対象会社の業種が同一である、③買収会社の総資産利益率(ROA)が低い、④対象会社の相対的規模が大きい、⑤対象会社の成長率が低い場合ほど、完全子会社化アナウンスメント時におけるトータルとしての株主価値が増加することが示された。また、この結果は買収会社と対象会社のCARに分解して見た場合でも、概ね整合的であった。

以上の結果から見ると、株式交換による完全子会社化は総じて投資家から評価されているといえる。また、買収会社の収益性が低く、対象会社の相対的規模が大きく、買収会社と対象会社の業種が類似している場合には株主価値に対してプラスの影響を及ぼすが、対象会社の成長性が高い場合には完全子会社化が株主価値を減少させる方向に働くことが示された。従って、グループとしてのリストラクチャリングの必要性が高く、その期待効果が大きい場合の完全子会社化が高く評価される一方で、対象会社の自主性・機動性を重視しなければならない局面での完全子会社化は株主価値を損なうと推測される。このことは、完全子会社化をはじめとした日本企業におけるグループ企業再編のあるべき姿について、一定の示唆となりうるものと考えられる。

併せて、第3章では買収プレミアムと案件全体としての株主価値効果の間に正の関係性が生じるという結果を得た。これは、完全子会社化にあたって設定される買収プレミアムに経営統合効果に関する内部情報が含まれていると株式市場が評価するという「内部情報反映仮説」を支持する結果である。更に、対象会社に対する持株比率が50%を超えるような場合にだけ取引当事者のみが知りうる内部情報が買収プレミアムに含まれていると株式市場が評価することによって、CARと買収プレミアムの間に正の関係性が生じるという仮説をある程度支持する証拠を得た。これは、取引当事者と投資家の間における情報の非対称性の大小によって、買収プレミアムに対する株式市場の反応が異なることを示している。

## 5. 完全子会社化後の財務業績向上効果 (第4章)

第4章では、完全子会社化が中長期的な財務業績向上につながったのかどうか、そして財務業績向上を左右する要件は何か、という点について分析を行った。その結果、大きく以下の4点が明らかとなった。

1点目は、完全子会社化実施以後、企業の総資産営業利益率(ROA)が向上し、業種平均と比較して有意に高い財務業績をあげることができているという点である。この結果は、これまでの国内における通常のM&Aを対象とした先行研究と比較して高い財務業績向上効果を示すものであった。

次に、ROAを売上高営業利益率(ROS)と総資産回転率に分解し、どちらがROAの向上に寄与しているのかを検証した。その結果、完全子会社化は企業の収益性と資産効率双方の向上を実現していることが明らかとなった。また、完全子会社化実施以前の総資産回転率は同業他社平均と比較して統計的に有意に低く、資産効率の低さが完全子会社化の動機の一つとなっている可能性が示唆された。これが2点目である。

更に、取引当事者同士の事業関連性、買収プレミアム及び対象会社の買収会社に対する相対的規模が完全子会社化実施後の業績向上に影響を与えるということが明らかになった。特に、第4章では買収プレミアムが大きいほど財務業績向上効果が低くなるという点に着目し、買収プレミアムには買収会社と対象会社の間力関係が表れていて、これが完全子会社化後の財務業績向上に影響を与えているという「交渉力反映仮説」を検証した。その結果、持株比率が高い場合及び買収会社と対象会社の超過総資産回転率差分が中央値以上の場合には買収プレミアムが低く設定されていることから、買収会社の交渉力が買収プレミアムに影響を与えていることが示唆された。前述のように、完全子会社化が通常のM&Aに比べて高い財務業績向上効果を得ているのは、完全子会社化以前から買収会社が持っていた交渉力が完全子会社化後も発揮され、業績改善が急ピッチで進んだためではないかと考えられる。これらが3点目に明らかになったことである。

4点目としては、短期的な株価効果と中長期的な財務業績効果の関係性が明らかになった。本論文の第3章及び第4章では、完全子会社化の企業価値向上効果に焦点を当てた検証を行った。その結果、株式市場は完全子会社化に対してポジティブな評価を行っていること、そして完全子会社化実施後の財務業績が向上しており株式市場が期待したようなシナジー並びに資産効率の向上は財務業績向上効果としても実現されていることが明らかとなった。しかしながら、株式市場は買収プレミアムを多く支払った完全子会社化(親会社が見積もった期待効果が高い場合)を高く評価したが、実際に財務業績が向上したのは買収プレミアムが低い完全子会社化(元々親会社が持っていた支配的影響力が強い場合)の方であった。第4章では、買収プレミアムに関する「内部情報反映仮説」及び「交渉力反映仮説」の双方を用いて、買収プレミアムが株主価値効果に対してはプラスの効果がある一方で、財務業績向上効果に対してはマイナスの影響を及ぼすという点について、その理由を検討した。その結果、こうした差異は株式市場の買収プレミアムに対する評価の論理と、企業において買収プレミアムが決定される際の論理が違うことから生じているのではないかと結論付けた。

## 6. 事業譲渡の株主価値向上効果 (第5章)

第5章では、事業譲渡が株主価値に及ぼす影響について分析するとともに、事業譲渡のアナウンスメント時に起こる株主価値変動に影響を与える要因についても実証を行った。その結果、大きく以下の4点が明らかになった。

まず1点目は、事業譲渡の取引が、買収会社及び案件全体としては株式市場からポジティブな評価を受けており、アナウンスメントの前後において株主価値が増加したが、売却会社に関しては株主価値に有意な変動が見られなかったことである。日米における先行研究を踏まえると、日本の株式市場は事業売却を行う企業に対して厳しい見方をしているという状況が示唆されている。

次に、買収会社及び売却会社のCARに対して影響を及ぼす要因が明らかとなった。第5章の結果によれば、買収会社サイドにおいては、売却会社の成長率が高く、買収会社の時価総額が小さい場合ほど株主価値が増加することが示された。また売却会社サイドでは、買収会社のROAが低く、売却会社のROA及び売上成長率が高く、売却会社の負債依存度が高く、異業種間の取引である場合ほど株主価値が創造されることが明らかになった。これらの結果は、当初構築した仮説と概ね整合的であった。以上が2点目に明らかになったことである。

3点目は、第5章で得られた売却会社に対する株式市場の評価が、「最適資金配分仮説」(売却によって得た資金の使途に対する株式市場の期待が、企業の成長性に応じて異なる)と整合的であり、売却会社自身もそれに沿った事業売却行動を選択しているということである。売却会社の成長性を基準にして分割した2つの

サブサンプルに対する追加的な重回帰分析を実施した結果、成長性の低い売却会社では売却によって得た資金を負債の返済に充てることが市場から期待される一方、成長性の高い売却会社は自社の事業に資金を再投資することが評価されるという状況が示唆された。この結果は、日本においては売却資金で負債を返済する「守り」の事業売却と、自社事業に再投下する「攻め」の事業売却の双方が市場から評価されていることを示している。以上のことは、従来の研究で提示された「効率的配置仮説」（自社よりも効率的に資産を活用できる企業に事業を売却することにより、資源の効率的な配置が実現され、そのリターンの一部を売り手企業が獲得する）と「資金調達仮説」（企業の経営者は、会社の規模や会社に対する自身の影響力を保持することに価値を見出すため、資源の効率的配置を目的に事業売却を実施するのではなく、負債の返済などのための資金調達の必要性に迫られて初めて事業売却を行う）のいずれかに基づく経営者の行動を株式市場が単純な一元論で評価してはいないことを表しており、第5章で新たに提示した「最適資金配分仮説」を支持する結果である。また、売却会社の財務的特徴についても分析を行ったところ、全サンプルではROAは有意なマイナス、負債比率は有意なプラスになることが明らかになったが、売却会社を高成長企業と低成長企業のサブサンプルに分けて分析すると、低成長企業でROAが有意なマイナス、負債比率が有意なプラスになるのに対し、高成長企業ではいずれも有意な値とはならず、負債比率に関しては低成長企業よりも高成長企業の方が統計的に有意に低いことが明らかとなった。従って、低成長企業では負債の返済の必要性に迫られて事業売却を行っている傾向が強いが、高成長企業では事業戦略上の要請（自社事業への再投資の必要性）に従って事業売却を実施している傾向があることが示唆されている。

最後に、第5章では売却会社のCARIに取引当事者間の業績差が影響を与えるのではないかと仮説を検証した。分析の結果、売却会社のROAが買収会社のROAを上回る場合には売却会社のCARが有意な正の値をとる一方で、売却会社のROAが買収会社のROAを下回る場合には売却会社のCARIは統計的に有意な値にならないことが示された。このことは、売却会社の業績が買収会社の業績を上回る場合には、有利な売却条件を設定できていると市場が判断していることを示唆する結果と言える。

## 7. 事業譲渡後の財務業績向上効果（第6章）

第6章では、日本における事業譲渡が財務業績を向上させたか否か、そして財務業績の変動に影響を与えた要因について検証を行った。その結果、第6章では以下の3点が明らかになった。

1点目は、売却会社において事業譲渡実施前の超過ROAが統計的に有意なマイナスであったのに対し実施後は統計的に有意にならず、事業譲渡を通じて超過ROAが有意に上昇する一方、買収会社の超過ROAには有意な変動がなかったということである。また、両者加重平均の超過ROAの上昇が統計的に有意であることも示された。売却会社及び両者加重平均については、超過ROS、超過総資産回転率ともに統計的に有意に増加しており、超過ROAの上昇は収益性、資産効率双方に支えられていることも明らかとなった。

次に、売却会社が事業売却によって得た資金の用途に応じて財務業績向上のパターンが異なるということを示した。事業売却時に有利負債が減少したサブサンプル（負債返済グループ）と有利負債が減少しなかったサブサンプル（負債非返済グループ）に分けて分析したところ、事業売却実施前の負債返済グループの財務業績は有意に低く、実施後の財務業績は統計的に有意にならないことが示された。また実施前後の財務業績を比較したところ、負債返済グループにおいては財務業績の上昇が概ね統計的に有意であることが明らかとなった。その一方で負債非返済グループでは、超過ROAに関して統計的に有意な結果が得られなかった。以上が2点目に明らかになったことである。

3点目として、第6章では売却会社及び買収会社の超過ROA差分に対して影響を与える要因を明らかにした。重回帰分析の結果によれば、売却会社の超過ROA差分は、売却によって得た資金を負債返済に充てた場合の方が高くなり、自社事業に再投資した場合に低くなることが明らかになった。また、自社事業に再投資する場合には低収益・低成長事業のテコ入れのために資金を使った場合の方が、高収益・高成長事業に投資した場合よりも超過ROA差分が高くなるという結果が得られた。少なくとも短期的な成果としては、好調な事業に再投資してそのリターンを期待するよりも、業績は低迷しているが資金を投じることで好転が見込まれる事業に対して投資を行った方が、即効性のある結果が得られるとみることができる。以上の結果は、事業売却を実施した後の資金の用途に応じて、その後の財務業績が左右されることを示している。事業売却実施後の「ポスト・ダイベスティチャー」戦略が、財務業績向上の鍵になっていることを示す証左といえる。買収会社の超過ROA差分に関しては、買収会社のROAが低く、買収会社の時価総額が大きく、買収会社の負債比率が低いほど大きくなるという結果を得た。買収会社の事業譲渡前の業績が良いほど、被買収事業による業績破壊効果が大きく、買収会社の規模が大きいほど十分な資金を被買収事業に投入できるために経営改善効果が高く、買収会社の負債依存度が高い場合には事業買収によって財務業績が圧迫されるという状況が推察される。

## 8. 本論文の結論（第7章）

第7章では本論文の結論を、完全子会社化と事業譲渡の企業価値向上効果、株主価値向上効果と財務業績向上効果の異同、先行研究に対する本論文の貢献、及び日本における組織再編に対する示唆という4つの視点で集約した。

本論文における検証の結果、完全子会社化及び事業譲渡は案件全体として株主価値向上及び財務業績向上の双方に対してポジティブな効果を持つことが明らかとなった。この結果から、完全子会社化及び事業譲渡は株主価値及び財務業績のいずれの視点から見ても経済的合理性を有しており、企業価値の向上に寄与していると結論付けることができる。但し、事業譲渡に関しては売却会社及び買収会社に分けて検証した場合に株主価値効果と財務業績効果の間に差異が見られた。以上が結論の1点目である。

次に、株主価値向上効果及び財務業績向上効果を左右する要因の影響を分析した結果、完全子会社化における買収プレミアム及び事業の関連性、事業譲渡における売却によって得た資金の用途に関しては、株主価値向上効果と財務業績向上効果に与える影響が食い違うことが明らかになった。

例えば、完全子会社化の取引で被買収企業の株主に対して支払われる買収プレミアムは、案件全体としての株主価値にはプラスの影響を及ぼす一方で、財務業績に対してはマイナスに働いていた。第4章で論じたように、本論文においては株式市場の評価に関する「内部情報反映仮説」と、取引当事者間の力関係に関する「交渉力反映仮説」を用いて買収プレミアムの影響の違いを検討した。買収会社、被買収会社が特に密接なグループ関係にある場合、株式市場は買収プレミアムに内部情報に基づいて見積もられた経営統合効果が織り込まれていると考えるため、買収プレミアムの大きさに対してポジティブな評価を行っている。一方で完全子会社化後の財務業績向上は完全親会社主導による経営改善に依存するため、完全子会社化前における親会社の支配的影響力が強い状態における完全子会社化の方が速やかに財務業績を向上させることができると考えられる。また第4章の分析によって、完全子会社化前における買収会社の持株比率が高い場合及び買収会社の業績が被買収会社のそれを上回っている場合といった、親会社の交渉力が強いと判断される局面において買収プレミアムは低く抑えられることが明らかになっている。従って、完全子会社化にあたって支払われる買収プレミアムが低い場合には、実施後の財務業績が大きく向上することとなる。

また第5章においては、事業売却によって得た資金を負債の返済に充てることが期待される場合及び自社事業に再投資することが期待される場合の双方において、株式市場はポジティブな評価をするという結果が得られた。その一方で、第6章においては、事業売却によって得た資金を負債返済に充てた場合には財務業績に対してプラスの効果があるのに対し、自社事業への再投資は財務業績に対してマイナスの効果があるという結果が得られている。このような結果が得られた理由としては、自社事業に再投資した場合の財務業績向上には時間がかかるため、今回の測定期間においてその向上効果を捉え切れていない可能性が挙げられる。

上記以外の項目についても、一方(例えば株主価値)の向上効果には影響を与えるのに対し、他方では影響を及ぼさないといった要因が多数観察された。上述の結果を踏まえると、本論文で取り上げた要因に関しては株主価値向上に与える影響と財務業績向上に与える影響が必ずしも一致しなかったというのが結論の2点目である。

結論の3点目として、第7章では先行研究に対する本論文の2つの貢献を取り上げた。

1つは完全子会社化に関して、取引にあたって設定される買収プレミアムについて先行研究とは異なる新たな仮説を構築し、その検証を行ったことである。買収プレミアムの設定にあたって当事者同士しか知り得ない内部情報が反映されていると株式市場が判断するという「内部情報反映仮説」及び買収プレミアムの決定にあたって当事者間の力関係が影響しているという「交渉力反映仮説」は従来の研究では提示されていない仮説であった。また、買収プレミアムに対する株式市場の評価の論理と買収プレミアムを決定する際の企業の論理が異なるために、買収プレミアムが株主価値効果と財務業績効果に及ぼす影響が相反する関係にあることにも言及した。

そしてもう1つは、事業譲渡について売却によって得た資金の用途に関する新たな視点を提示したことである。本論文では、事業譲渡の株主価値効果と売却によって得た資金の用途との関係性について、従来の先行研究で提示されていた「効率的配置仮説」及び「資金調達仮説」とは異なる仮説である「最適資金配分仮説」を提示し、これを支持する証拠を得た。日本国内の事業譲渡において、売却によって得た資金を自社事業に再投下する「攻め」の事業売却と負債の返済に充てる「守り」の事業売却の双方が株式市場から評価されているというのは従来の研究では提示されていない視点であった。

組織再編後のマネジメントが重要であるという主張で、本論文の結論は締めくくられている。本論文では、完全子会社化実施前に買収会社が持っていた支配力が完全子会社化後の財務業績向上に大きく影響しているという結果を得た。また、事業譲渡における売却会社の「ポスト・ダイベスティチャー」戦略の構築と実施が重要であることも示唆されている。こうした結果を踏まえると、日本企業はどの会社を完全子会社化するか、あるいはどの事業を売却すべきかといった問題と同様に、完全子会社化実施後及び事業売却実施後の経営をどのように行うのかという点にも大きな注意を払わなければならないと結論付けることができるだろう。

以上。