

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 6 月 15 日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530421

研究課題名(和文) 持株会社のパズル

研究課題名(英文) Japan's holding company puzzle

研究代表者

牛島 辰男 (Ushijima, Tatsuo)

青山学院大学・国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：80365014

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,900,000円

研究成果の概要(和文)：今世紀における日本企業の組織の大きな変化は、(純粹)持株会社形態をとる企業が増加したことである。本研究はこの変化が起きた背景とその帰結について、特に企業価値への影響に注目しながら分析するものである。分析の結果、持株会社への移行は本社から事業(子会社)への分権化が主たる動機となっていることが判明した。平均的に見ると、持株会社化は企業価値の向上をもたらしていない。むしろ、持株会社化した企業の価値は、比較可能な企業に比べ、平均的に10%ほど低下しているものと推計される。

研究成果の概要(英文)：One of major changes in the organization of Japanese firms in the present century is that firms with a holding-company structure increased substantially. This study investigates the causes and consequences of this change, with particular attention to the effect on firm value. It is found that decentralization through the parent-subsidiary structure is a prime motive for the adoption of the holding-company structure. It is also found that the holding-company structure on average fails to increase firm value. Firms that have adopted a holding-company structure on average lose 10% in value relative to comparable firms that have not adopted the structure.

研究分野：経営戦略、経営財務、企業の経済学

キーワード：持株会社 企業価値 分社化 分権化 多角化

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 今世紀における日本企業の組織に生じた重要な変化として、純粋持株会社の増加があげられる。純粋持株会社とは、株式所有により事業会社のコントロールを行うことを目的に設立され、直接的には事業活動を行わない企業である。日本では純粋持株会社と区別して、他の事業会社を子会社として所有する事業会社を事業持株会社と称することがある。しかしながら、世界的には持株会社 (holding company) という表現で純粋持株会社のみを指すことが一般的である。以下では持株会社ということで、純粋持株会社のみを指すことにする。

(2) 戦後における財閥解体の一環として、日本では独占禁止法により持株会社が禁止されてきた。この状況の転機となったのは、バブル崩壊後の経済低迷である。1990年代末からは、企業再編とリストラクチャリングを円滑化するための様々な法制度の整備が進められた。特に1997年には独占禁止法の改正が行われ、持株会社が解禁されることとなった。持株会社となる企業数は、解禁直後においては限られたものであったが、今世紀に入ると急速に増加した。最近時点では、上場企業のおよそ1割が持株会社となっている。

(3) 持株会社化した企業は、2つのグループに大別される。第1は他社との経営統合において、伝統的な合併ではなく、持株会社を通じた統合を選択した企業である。第2は組織改編のため、全ての事業を子会社として切り離し、単独で持株会社となった企業である。下図に見られるように、数の上では後者の組織改編型の持株会社が主流であり、8割程度を占めている。

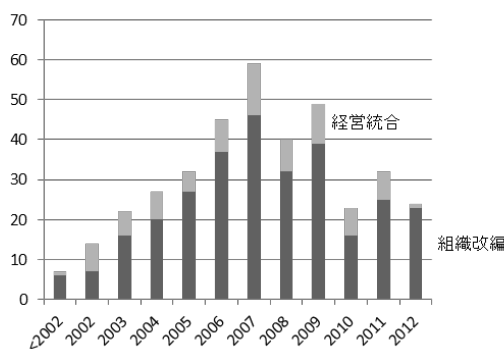


図 設立年、タイプ別の持株会社の分布

### 2. 研究の目的

(1) こうした日本における持株会社の増加は、2つの理由で「パズル(謎)」である。第1に、最近の諸外国において、持株会社が日本のように短期間に増加した例はない。第2に、持株会社という組織形態に積極的な意義

が認められることが、実務的にも学術的にもほとんどない。分散投資の手段として見るならば、投資家が様々な事業会社の株式を所有し、自由にポートフォリオを形成する場合に比べ、持株会社は明らかに柔軟性に欠けている。一方で、単なるポートフォリオではなく、事業間の相乗効果(シナジー)を追求するならば、本社機能が小さな持株会社は構造として適さないと考えられるためである。一般的に、持株会社の非効率性が問題となることはあっても、効率性が論じられることはほとんどない。

(2) なぜ日本において、持株会社は増加したのだろうか。また、持株会社化は日本企業に何をもたらしたのだろうか。本研究はこれらの疑問に答えることを目的として、以下の3つ分析を行う。第1は、持株会社へと移行した企業が移行に際して持っていた問題意識(動機)の把握である。第2は、持株会社へと移行した企業の特徴の分析である。第3は、持株会社化が企業パフォーマンスに与えた影響の分析である。特に株式市場における投資家の評価である企業価値への影響に注目して分析する。

(3) 持株会社化は大規模な組織改編であり、その背後には企業戦略の影響があることが容易に想像される。独占禁止法の改正時には、事業の買収・売却を通じた事業ポートフォリオ再編の容易さが持株会社のメリットとして強調された。このことは、事業の多角化が持株会社化に強い影響を及ぼしている可能性を示唆している。多角化は、それ自体が企業価値に影響すると考えられる要因である。したがって、持株会社の効果の推計においては、多角化の交絡効果のコントロールが重要となる。本研究では持株会社化と多角化を同時に分析することで、それぞれの効果のより正確な推計を行う。

### 3. 研究の方法

(1) 研究対象は2001年から2012年の期間に株式を公開していた日本企業である(金融機関は除く)。2012年末までに持株会社となった企業を、レコフ M&A データベースなど複数の資料に基づき特定した。持株会社であることが確認された企業については、持株会社への移行日(持株会社としての設立日)を特定すると共に、移行(設立)前後におけるプレスリリース資料や新聞報道記事を収集し、持株会社化の背景を各社ごとに把握した。また、公開資料での分析を補完するため、組織改編のために持株会社となった3社にてインタビュー調査を行った。

(2) 持株会社化した企業の特徴の分析は、プロビット回帰モデルにより行った。すなわち、企業がある年(t年)に持株会社となる

確率を、前年（t-1年）に持株会社となっていない全ての企業をサンプルとするプール・クロセクション推計により分析した。説明変数はt-1年における企業属性であり、企業規模（総資産）、事業の多角化度、利益率、資本支出、研究開発費、分社化の度合い、同じ産業において持株会社化している企業の比率などである。分社化の度合いは、連結従業員数に占める子会社従業員の比率で計測した。持株会社は本社スタッフを除く、全ての従業員が子会社に属するという分社化を極限まで進めた組織形態である。このため、持株会社化した企業が、持株会社化する以前において、分社化をどの程度進めていたのかは興味深い問題である。

（3）上述の通り、持株会社化の企業価値への効果を分析するためには、事業多角化の影響を考慮する必要である。そこで、企業価値の尺度として多角化の研究で広く用いられている超過価値（excess value）を用いた分析を行う。Berger and Ofek (1995)が考案したこの指標は、企業の各セグメント（事業）の単独価値の推計値の和と実際の企業価値を比べることで、多角化による価値の創造・破壊をとらえるものである。日経NEEDS-FinancialQUESTが収録する事業セグメントデータを活用し、Berger and Ofek (1995)等の先行研究と同じ方法により超過価値の推計を行った。

（4）持株会社化の超過価値への影響を推計するにあたっては、多角化など持株会社化以外の要因の影響だけではなく、組織構造の内生性（企業による組織構造の選択がランダムではなく、意図をもって行われていること）にも留意する必要がある。このため、推計は2つの方法で行った。第1は回帰分析である。持株会社を表すダミー変数のほか、多角化のダミー変数、企業規模、利益率等のコントロール変数を用いた推計を行った。回帰分析においては、内生性への対処として、全てのモデルに企業固定効果を含めた。また、分社化の影響をより一般的に考察するために、持株会社ダミーの代わりに子会社従業員比率を用いた推計も行った。

（5）第2の推計方法は、傾向スコアマッチング推計である。すなわち、持株会社へと移行した企業と、移行しなかったものの移行企業と同等な移行確率（傾向スコア）を持っていたコントロール企業の間で、移行前後における超過価値の変化を比較するものである。傾向スコアは、上記のプロビット回帰モデルに基づき推計した。超過価値の変化は移行の前年（t-1年）から、移行年（t年）、移行1年後（t+1年）、移行2年後（t+2年）までの推移を分析した。多角化についてもプロビット回帰による傾向スコアの推計を行い、多角化した企業とコントロール企業、多角化を

やめた企業（専門化企業）とコントロール企業のそれぞれの組み合わせの間で、超過価値の変化を比較した。

#### 4. 研究成果

（1）プレスリリース等の公開資料に基づく持株会社化の動機の分析は、企業間での相違と共通性の双方を明らかにした。経営統合の手段として持株会社を選択した企業に共通した動機としては、合併において生じがちな組織間の摩擦を回避することがあげられる。摩擦を避けるために短期的に持株会社方式で統合し、時間をかけて合併に移行するという統合シナリオを明示している事例も少なくない。

（2）組織改編のため単独で持株会社化した企業では、個々の事業の自立を促すと共に、意思決定のスピードを速めることが動機としてあげられることが多い。このことは、持株会社化が、分権化（本社から事業への責任と権限の委譲）のために行われる傾向があることを示している。また、多くの企業が資源の機動的な配分を持株会社化の理由としてあげている。しかしながら、個々の事業が法人格を持つことは、人材や資金の事業間での移動にとって障壁となることも考えられる。持株会社化がどのような意味で企業内の資源配分機能を向上させるのかは、公開資料から明らかでないのみならず、インタビュー調査においても曖昧なままであった。

（3）プロビット回帰分析は、持株会社へと移行した企業と移行しなかった企業の特徴に、いくつか重要な違いがあることを示した。例えば、移行した企業は非移行企業に比べ、相対的に利益率が低い。このことは、持株会社化が組織リストラクチャリングとしての性格を持っていることを示している。また、持株会社化した企業は、移行前から分社化の度合いが高い。このことは、多くの企業にとって、持株会社化が以前から進められてきた分社化政策の延長線上にあったことを示唆している。ただし、これら企業にとっても、持株会社化は断続性の大きな変化である。持株会社となった企業における子会社従業員比率の中位数は、移行前年においては39%であるが、移行年には97%にまで上昇する。持株会社化の進展度は、産業によっても大きく異なる。製造業で見ると、エレクトロニクスでは持株会社化した企業が少ないのに対し、飲料（特にビール）では多くの企業が持株会社となっている。

（4）超過価値の回帰分析は、持株会社化が企業価値の低下をもたらすことを示した。企業固定効果を含む推計によると、持株会社への移行は企業の超過価値をおよそ10%低下させる（下表参照）。持株会社化だけではな

く、分社化一般も企業価値にマイナスの影響を及ぼす。企業の分社度合い（子会社従業員比率）が1標準偏差分だけ上昇すると、超過価値には平均的に7%の低下が生じる。これらの効果は、多角化の影響をコントロールしても変わらない。また、多角化の企業価値への影響もマイナスである。回帰分析によると、多角化は企業の超過価値を8%ほど低下させるものと推計される。これらの結果は、日本の株式公開企業において、多角化ディスカウントと持株会社（分社化）ディスカウントの双方が存在することを示すものである。

方法	変化	効果
回帰分析	持株会社化	-9.7%
	分社化（1標準偏差の変化）	-7.1%
	多角化	-8.4%
傾向スコアマッチング	持株会社化	-12.1%
	多角化	-6.0%
	専業化	8.0%

表 持株会社化と多角化の企業価値への影響の推計結果

（5）傾向スコアマッチング推計の結果も、回帰分析と同じパターンを示すものである。すなわち、持株会社と多角化企業に対するディスカウントが観察される。持株会社へと移行した企業は移行年において、同様な移行確率を持つ非移行企業に比べて平均で12%ほど超過価値が低下する。多角化した企業は、同様な傾向スコアを持つコントロール企業に比べ、前年から当該年で超過価値が6%低下する。逆に、多角化をやめて専業化した企業の超過価値は、同様な傾向スコアを持つコントロール企業に比べ、8%ほど上昇する。こうした企業価値の変化は、より長い観察期間で見ても、安定的に検出される。

（6）これらの結果は、持株会社への移行が企業価値の低下をもたらしていることを強く示唆するものである。こうした組織構造に由来するディスカウントは世界的にも報告されている例がなく、本研究の独自の貢献である。一方で、持株会社ディスカウントの発見は、なぜ日本において持株会社が増加したのかというパズル（謎）を深めるものでもある。どのようなメカニズムによりディスカウントが生まれているのか、なぜディスカウントにもかかわらず企業は持株会社化するのか、今後における一層の研究が必要であるといえる。

#### <引用文献>

Berger, P. G., Ofek, E., 1995. Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.

#### 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕(計2件)

生島辰男、多角化ディスカウントと企業ガバナンス、*フィナンシャル・レビュー*、査読無、Vol. 121、2015、pp.69-90、[https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial\\_review/fr\\_list7/fr121.htm](https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/fr121.htm)

Tatsuo Ushijima、Diversification, Organization, and Value of the Firm, *RIETI Discussion Paper Series*、査読有、15-E-019、2015、pp.1-47。  
<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/15020009.html>

〔学会発表〕(計2件)

Tatsuo Ushijima、Diversification, Organization, and Value of the Firm, *Asian Finance Association Annual Meeting*、2014年6月26日、Indonesia

Tatsuo Ushijima、Diversification, Organization, and Value of the Firm, *World Finance & Banking Symposium*、2014年12月13日、Singapore

#### 6. 研究組織

##### (1)研究代表者

牛島辰男 (USHIJIMA, Tatsuo)

青山学院大学・大学院国際マネジメント研究科・教授

研究者番号：80365014