

純粹持株会社は日本企業をどう変化させたのか

大坪, 稔
九州大学大学院経済学研究院 : 教授

<https://hdl.handle.net/2324/7182219>

出版情報 : Keiei Shigaku (Japan Business History Review). 54 (2), pp.5-22, 2019. Business History Society of Japan

バージョン :

権利関係 :



純粋持株会社は日本企業をどう変化させたのか

大坪 稔

1. はじめに

我が国において、純粋持株会社が解禁されてから20年が経過した。その間、親会社を純粋持株会社とする組織再編^①を実施する企業が増大してきた。親会社を純粋持株会社とする場合、他企業とのM&Aの際に純粋持株会社を用いる「経営統合型」と親会社—関係会社間のグループ内で純粋持株会社を用いる「グループ内型」が存在する。谷尾・佐野（2013）によれば2012年末において純粋持株会社を採用した日本企業は327社あり、その7割がグループ内型に属する。これまで、ほとんどの上場企業が子会社や関連会社を有していることに鑑みれば、純粋持株会社を採用した企業の大部分が親会社を事業持株会社から純粋持株会社へ変化させたと考えられる。

このような純粋持株会社を採用する日本企業の増加に対し、純粋持株会社がどのような機能を有するののかについてはこれまで様々な主張がなされてきた。具体的には、効率的資源配分の達成や容易なM&Aなどがあげられ、その多くが事業再編^②に関連している。しかしながら、純粋持株会社が日本企業の事業構成あるいはパフォーマンスをどのように変化させるのか、についてはこれまで実証的にはほとんど明らかにされていない。すなわち、日本企業が純粋持株会社の採用という組織再編にともなってどのような事業再編を実施したのか、さらにはその再編がパフォーマンスの改善に寄与したのか、についてはこれまで明らかにされていない。この点で、純粋持株会社の採用が事業構成やパフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのかに関する実証研究は極めて重要であると考えられる。同時に、事業再編の一手段であり、2000年前後を境にして我が国においても増大しつつあるM&Aが純粋持株会社の採用とどのような関係にあるのかを考察するうえでも純粋持株会社による事業再編の研究は重要な意義を有する。

これまで、（純粋）持株会社に関する研究として戦前の日本の財閥^③が挙げられる。周知のように、財閥においては（純粋）持株会社を頂点とし、様々な事業を担う子会社を複数有することで、グループ全体として多角化を行っていた。また、（純粋）持株会社の支配的大株主として財閥一族が存在していた。そして、財閥のなかでも三井や住友などの四大財閥については、当時の日本経済に影響を及ぼすほど多大な影響力・事業規模を有していた。このような戦前の財閥と純粋持株会社を採用している近年の日本企業を比較した場合、支配的大株主の存在

や日本経済への影響力という点で異なる可能性がある一方、子会社を通じた多角化などは類似性を有する可能性がある。

本研究は、グループ内型でかつ親会社を純粋持株会社とした日本企業を分析対象とし、純粋持株会社の採用後にどのような事業再編が実施されたのか、さらにその再編がパフォーマンスの改善に寄与したのか、について実証的に明らかにする。日本企業を対象とした純粋持株会社の実証研究⁽⁴⁾は、戦前の財閥を除き比較的少ない。解禁以降を対象とした初期の実証研究として、大坪（2005）や小本（2005）などが存在するものの、これらは解禁からあまり日を経っていない時期に行われたこともあり、サンプル数が少なく⁽⁵⁾、分析期間も短期間にとどまっている。さらに、これらの研究は主として純粋持株会社の「採用前」を分析対象としており、純粋持株会社の「採用後」を分析対象とはしていない。すなわち、先行研究の大部分がどのような企業が純粋持株会社を採用しているのかに焦点を当てており、純粋持株会社の採用によってどのような変化が生じたのかについてはほとんど分析が行われてはいない。これらの研究と比べ、本研究はより大規模なサンプルを用い、純粋持株会社の採用前後を含む長期間を分析対象とすることで純粋持株会社採用前後の変化について明らかにする。その際、純粋持株会社採用の前後において事業構成に変化が生じるのであれば、それがM&Aなどによって生じているのか否かについても明らかにする。このように、長期間かつより大規模なサンプルを用いつつ、純粋持株会社の採用前後における事業構成とパフォーマンスの変化を分析している点、事業構成の変化とM&Aとの関係を分析している点、において本研究は先行研究と異なる。

本研究は、純粋持株会社の採用という組織再編を分析対象としているものの、広い意味では組織再編と事業再編の関係性に関する分析を行っている。組織再編と事業再編はともに企業のリストラクチャリングであり、相互に関連性を有する。Bowman and Singh（1990）では、組織再編は事業再編などのリストラクチャリングを伴う傾向にあることが指摘されている。ただし、組織再編と事業再編の因果関係についてはそれぞれの種類の組み合わせにより異なる可能性がある。本研究では、純粋持株会社のメリットとして容易な事業再編に着目し、純粋持株会社の採用という組織再編が事業再編をもたらすと位置付けたうえで分析を行う。

実証分析の結果、つぎの4点が明らかとなった。第一に、純粋持株会社化前において親会社の事業の収益性が低い点である。純粋持株会社を採用する企業では、親会社の直接行っていた事業がもともと低収益であり、それゆえに連結ベースでの収益性も低いことが明らかとなった。第二に、純粋持株会社の採用により、親会社がこれまで行っていた事業の割合が低下する点である。この結果は、純粋持株会社の採用により親会社がこれまで直接行ってきた事業の割合を低下させるという事業再編が生じていることを示唆している。第三に、M&Aは多角化を促進させるものの、純粋持株会社の採用前後においてM&Aの数に変化がみられず、さらに多角化の促進が必ずしもパフォーマンスの改善に寄与していない点である。第四に、親会社がこれまで行っていた事業の割合低下がパフォーマンスの改善に寄与する点である。これらの結果は、純粋持株会社の採用がこれまで親会社が行っていた低収益事業の縮小をもたらし、その

ことがパフォーマンスの改善に寄与することを示唆している。同時に、純粋持株会社の採用という組織再編により、これまで主要であった事業の規模縮小という事業再編が実施されることを示唆している。

本稿の構成は以下のとおりである。2節では、解禁以降の純粋持株会社に関する先行研究について概観し、これまで指摘されてきた純粋持株会社のメリットやデメリット、あるいはこれまでの実証結果について整理を行う。そのうえで、本稿の仮説を提示する。3節ではサンプルの抽出方法および分析方法について述べる。4節では純粋持株会社の採用前後における事業構成とパフォーマンスの変化に関する実証結果を示す。5節では、結果から得られる示唆と今後の課題について言及する。

2. 先行研究と仮説の提示

(1) メリットと事業再編

これまで、純粋持株会社にはどのようなメリットやデメリットがあるのかについて様々な主張がなされてきた。このうち、グループ内型でかつ親会社を純粋持株会社とするケースにおけるメリットやデメリットについては、次のようにまとめられる。ただし、これらの多くが純粋持株会社の解禁前後に主張されたもの、あるいは採用した企業側の理由であり、必ずしも理論的・実証的な裏づけがあるわけではない。さらに、事業部制やカンパニー制、分社化など他の方法によって得られるメリットも含まれており、純粋持株会社に固有のメリットとはいえないものも含まれる。

メリット

- (1) 効率的資源（資金）配分⁽⁹⁾
- (2) 責任と権限の明確化⁽¹⁰⁾
- (3) 戦略と事業の分離⁽¹¹⁾
- (4) 容易な M&A⁽¹²⁾
- (5) 容易な事業の売却・廃止⁽¹³⁾
- (6) 意思決定の迅速化⁽¹⁴⁾
- (7) 各事業の業績の明確化⁽¹⁵⁾
- (8) 柔軟な労働条件の創出⁽¹⁶⁾

デメリット

- (1) 間接コストの増大⁽¹⁷⁾
- (2) 組織や役割の変更の困難⁽¹⁸⁾
- (3) 事業連携の困難⁽¹⁹⁾

メリットのうち、(1) から (7) までは相互に関連しており、いずれも事業再編と関連性を有すると考えられる。親会社を純粋持株会社とする場合、親会社がグループ全体に関する戦略の決定 (3) とそれに基づく資源配分 (1) を担う一方、関係会社は実際の事業を担い、自らの行う事業の結果に対して責任を負う (2)。いいかえれば、親会社は関係会社の業績 (7) に基づいて資源配分を決定することができ、さらにはこれらの意思決定を主たる業務としてい

るために迅速に行う（6）ことが可能となる。また、親会社は既存の関係会社への資源配分を決定すると同時に、必要な場合には関係会社の売却や清算（5）あるいは他企業のM&A（4）を行い、関係会社の入れ替えを行うこともできる。

最後に、メリットの（8）については関係会社毎に労働条件を決定することができることを意味する⁽⁶⁾。また、デメリットの（1）は人事部など間接部門がグループ内で複数存在することから生じるコストの増大を意味している。（2）と（3）は企業内に設定された事業部制やカンパニー制と比較した場合、純粋持株会社たる親会社あるいは関係会社間の統廃合を容易に実施することが困難であったり、関係会社間の事業の連携が困難であったりすることを意味する。

このように、これまで主張されてきた純粋持株会社のメリットの多くが事業再編と関連しており、日本企業がこれらのメリットを企図して純粋持株会社を採用している場合、なんらかの事業再編が生じると考えられる⁽⁷⁾。いいかえれば、事業再編の必要性の低い企業⁽⁸⁾はこれらのメリットを必要とせず、このような企業が純粋持株会社を採用した場合にはメリットを享受できない一方で、デメリットにより純粋持株会社の採用は企業経営上マイナスの効果をもたらす可能性がある。

前述のように、純粋持株会社を採用した企業の多くがグループ内型であり、これらの企業の大部分が親会社を事業持株会社から純粋持株会社へ変化させたと考えられる⁽²⁰⁾。この場合、純粋持株会社の採用プロセスにおいて直接的な影響を最も受けるのは親会社がかつて行ってきた事業である。これまで親会社が行っていた事業は純粋持株会社化により既存のあるいは新設の子会社や関連会社によって担われるようになるのに対し、子会社や関連会社の事業は純粋持株会社化後も子会社や関連会社によって担われ、純粋持株会社化により直接的な影響を受けないと考えられる⁽²¹⁾。そのため、純粋持株会社の採用にともなって事業再編が実施される場合、これまで親会社が行っていた事業が大きく変化する可能性がある。

（2）解禁以降における実証研究

ケーススタディを除き、解禁以降の日本企業を対象とした純粋持株会社に関する初期の実証研究として大坪（2005）と小本（2005）がある。前者は、2004年3月末までに親会社を純粋持株会社とする組織再編を行ったグループ内型の企業42社を対象とし、純粋持株会社採用のアナウンスメントが当該企業の株価を弱いながらも高めること、採用企業は同業他社よりも採用前の収益性が低く、多角化の程度（以下、多角化度とよぶ）が高い傾向にあることを明らかにしている。後者は、2004年10月までに純粋持株会社を採用した日本企業53社とそのペア企業を対象とし、Cox 回帰分析⁽²²⁾によりどのような要因が純粋持株会社の採用に影響を及ぼすのかについて分析を行っている。その結果、収益性の低い企業ほど、分社化の進んでいる企業ほど、これまでM&Aを積極的に実施してきた企業ほど純粋持株会社を採用する傾向にある一方、多角化度については影響を及ぼさないことを明らかにしている。

より大規模なサンプルを用いた最近の実証研究として浅羽（2012）がある。同研究は2010年までに純粋持株会社を採用した企業61社と純粋持株会社を採用していない企業472社を対象とし、純粋持株会社移行の決定要因および移行後の変化に関する分析を行っている。移行の決定要因については、Cox 回帰分析とロジット分析を行い、多角化度が移行に影響を及ぼさないこと、同業他社の移行が影響を及ぼすことを明らかにしている。移行後の変化については、純粋持株会社を採用した企業は他企業と比較して多角化度や子会社数を大きく変化させることを明らかにしている。ただし、子会社数については純粋持株会社採用前のほうが大きく変化していたことより、純粋持株会社の採用が事業再編をもたらしたというよりも事業再編に積極的な企業が純粋持株会社を採用していると位置付けている。

このように、収益性の低い企業ほど純粋持株会社を採用する点において一致した結果が得られている一方、多角化度と純粋持株会社の関係⁽²³⁾については一貫した結果が得られていない。また、純粋持株会社の採用と事業再編については因果関係が反対の可能性のあるものの、そのことがパフォーマンスとどのような関係にあるのかについては明らかにされていない。

（3）仮説の提示

純粋持株会社のメリットの多くが事業再編と関連していること、純粋持株会社の採用により親会社の事業が最も影響を受けることを考慮すると、純粋持株会社の採用以降に親会社が直接行ってきた事業に関連した事業再編が生じることが予期される。さらに、これまでの実証結果より低収益の企業が純粋持株会社を採用する傾向にあることから、親会社の事業が低収益であるケースにおいて純粋持株会社が採用され、その後に事業再編が実施される可能性がある。その場合、親会社の低収益事業の縮小という事業再編が実施されると考えられる。このような、純粋持株会社の採用を端緒とする低収益事業の縮小の例として、2009年に純粋持株会社を採用した学習研究社が挙げられる。

学習研究社は十四日、二〇〇九年十月一日から持ち株会社制に移行すると発表した。同日の取締役会で導入の検討開始を決めた。同社は赤字の雑誌出版と家庭訪問販売の両事業の撤退や縮小を進めており、持ち株会社化により、事業の選別や再編成を機動的に実行できる体制を整えるとしている（『日経産業新聞』2008年10月15日）。

事業縮小については、単純に規模を縮小させるケースと他の事業部門の規模を拡大させることで相対的に縮小させるケースが挙げられ、どちらのケースにおいても当該企業の多角化度が高まる可能性がある。その際、親会社の事業部門の規模を縮小させるのであればダイバスティチャー（事業分離）が、他の事業部門を拡大させるのであればM&Aが実施される可能性がある。純粋持株会社採用以降において、積極的なM&Aを企図するケースとして、2001年に純粋持株会社を採用した日本リロケーションが挙げられる。

日本リロケーションは来年四月一日をメドに会社を三社に分割する。来春にも施行される改正商法の会社分割制度を利用，転勤者の留守宅を管理するリロケーション事業と企業の福利厚生サービス事業を手掛ける二社を設立し，現在の日本リロケーションは持ち株会社になる。持ち株会社制への移行で企業の合併・買収（M&A）による事業拡大を容易にするほか，各事業部門の独立性を高めて経営効率を向上させる（『日本経済新聞』2000年11月21日）。

このような事業再編がパフォーマンスの改善に寄与するのであれば，純粹持株会社採用後に親会社の事業規模縮小という事業再編を積極的に行った企業ほどパフォーマンスの改善が预期される。

仮説1 純粹持株会社の採用以降，親会社の直接行っていた低収益事業の縮小という事業再編が実施される

仮説2 親会社の直接行っていた事業が縮小するほど，パフォーマンスが改善する

3. サンプルと分析方法

(1) サンプルの抽出

わが国において純粹持株会社の利用が可能になった1997年から2014年までにおいて，①上場していた親会社が純粹持株会社となる組織再編⁽²⁴⁾を行ったケース，②再編後も親会社たる純粹持株会社が上場しているケース，③分析に必要な情報が再編前後前3年すべて入手できるケース，④銀行，証券会社，保険会社⁽²⁵⁾を除くケース，のすべてを満たす271社をサンプルとして抽出した。このうち，①については，日経テレコン，会社四季報 CD-ROM（2013年3集），eol，レコフ M&A 情報，より該当企業を抽出し，そのうえで各企業のホームページあるいは有価証券報告書において（純粹）持株会社⁽²⁶⁾の採用が確認できる企業のみを対象としている。なお，銀行業にみられるように複数の企業が M&A を実施する際に純粹持株会社の傘下企業となる，いわゆる経営統合型の純粹持株会社の利用についてはサンプルから除外している⁽²⁷⁾。また，分析に必要な財務データ⁽²⁸⁾や業種分類データは Financial QUEST と eol より，M&A や事業部門売却，関係会社間の組織再編に関するデータはレコフ M&A 情報より得ている。

表1は，純粹持株会社の採用年と採用方法を表している。親会社を純粹持株会社とする組織再編の方法は二種類に大別される。ひとつは既存の親会社を純粹持株会社とする再編であり，営業譲渡と会社分割がこれに該当する。これらはともに分社化の際に利用されており，親会社がこれまで行ってきた事業をすべて分社化の対象とすることにより親会社は純粹持株会社となる。もうひとつは純粹持株会社たる親会社を新たに設立する再編であり，株式交換と株式移転がこれに該当する。これらは新たに親会社として純粹持株会社を設立し，既存の企業がその傘下企業となることで親会社を純粹持株会社とする再編を行っている。ともに親会社を純粹持株

表1 純粋持株会社の採用年と採用方法

年	会社分割	株式移転	営業譲渡	株式交換	その他	合計
1999			1			1
2000			1			1
2001	3		3			6
2002	5	2				7
2003	14	1		2	2	19
2004	14	5	1			20
2005	21	3		1		25
2006	36	1		1	3	41
2007	26	2		1		29
2008	27	2			2	31
2009	18	4			1	23
2010	11	4			1	16
2011	15	6		1		22
2012	11	3				14
2013	9	4			1	14
2014	1	1				2
合計	211	38	6	6	10	271

(出所) 日経テレコン，会社四季報 CD-ROM (2013年3集)，eol，レコフ M&A 情報より筆者作成。

会社とする組織再編ではあるものの、採用方法が異なるために再編後の事業構成やパフォーマンスの変化に影響を及ぼす可能性がある。

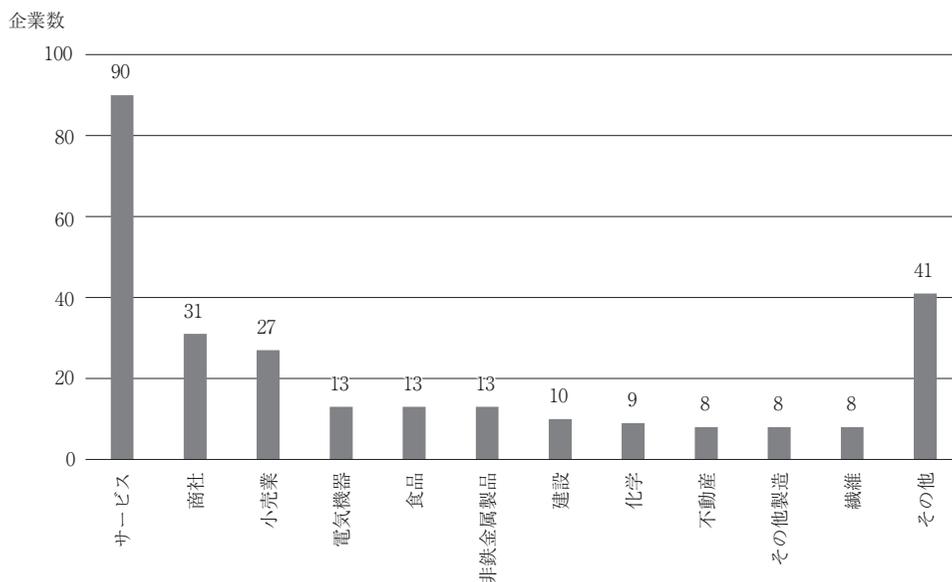
図は、純粋持株会社を採用した企業が属する業種を表している。サービス業が最も多く、ついで商社、小売業の順となっている。その他には機械、精密機器、通信などの業種が含まれる。

表2は純粋持株会社を採用した企業が、その後どのように変化したのかを表している。純粋持株会社となる前に親会社が行っていた事業を再び純粋持株会社が吸収することにより事業持株会社となるケースが最も多い。反対に、割合は低いものの親会社が行っていなかった事業を吸収するケースも2%存在する。親会社がかつて直接行っていた事業を再び吸収するケースにおいては、純粋持株会社の採用が不適切であった、あるいは当初見込まれた効果を十分に得ることができず、もとの状態に戻した可能性がある。これらの変化は概ね5年以内に生じる傾向にある。ただし、全体の74%は純粋持株会社の状態を維持しており、多くのケースにおいて安定的に純粋持株会社の状態が継続していることがわかる。

(2) 分析方法

ここでは長期の財務データを用い、(a) 純粋持株会社の採用前後において事業構成がどのように変化したのか、(b) その変化が当該企業のパフォーマンスへどのような影響を及ぼしたのか、について明らかにする。(a) については、純粋持株会社の採用直後の決算年を+1期とした場合、-3期から+3期までの前後3年間の事業構成の変化⁽²⁹⁾についてみる。その

図 純粋持株会社採用企業の業種



(出所) 日経テレコン, 会社四季報 CD-ROM (2013年3集), eol, レコフ M&A 情報より筆者作成。

表2 純粋持株会社採用後における変化

	企業数	%	変化までの年数	
			平均値	中央値
事業持株会社化 (同じ事業を吸収)	31	11%	4.613	4
解散・廃業・破産・上場廃止	17	6%	5.294	4
他企業による M&A	15	6%	4.200	4
MBO	3	1%	4.000	4
事業持株会社化 (異なる事業を吸収)	5	2%	8.200	8
変化企業	71	26%		
変化せず	200	74%		
合計	271	100%		

(出所) 日経テレコン, 会社四季報 CD-ROM (2013年3集), eol, レコフ M&A 情報より筆者作成。

(注) これらは, 2017年5月末時点でのデータである。

際, 事業構成については純粋持株会社の採用直前期 (-1期) に最も資産額が多い事業 (以下, 主要事業とよぶ) の割合と規模, さらには連結ベースでの多角化度に着目し, これらの変化についてみてみる。主要事業については各企業の事業別セグメント情報⁽³⁰⁾を日本標準産業分類コード (中分類) で再集計⁽³¹⁾し, 資産額で-1期において最大の部門を主要事業とした。そのうえで, 全体に占める主要事業の割合を主要事業比率, -1期の主要事業の資産額を「1」とした場合の主要事業の規模を主要事業規模とする。また, 多角化度についても再集計したデータの資産額を用いてハーフィンダル・ハーシュマン指数を算出し, 1から引いた値を多角化度とする。多角化度は値が大きいほど, 多角化の程度が高いことを示している。

主要事業比率：－1期において最大の事業部門（主要事業）が全体に占める資産額の割合
 主要事業規模：－1期において最大の事業部門の資産額を1とする各期の主要事業の値
 多角化度： $1 - \sum_{i=1}^n (P_i \times P_i)$ （1からnまでの事業部門を持つ企業のi番目の事業部門の資産額の割合を P_i とする）

純粋持株会社の採用前後において事業構成に変化が生じるのであれば、その変化はM&Aやダイバスティチャー（以下、外部変化とよぶ）、あるいは企業内部による漸次的な事業部門の拡大や縮小⁽³²⁾（以下、内部変化とよぶ）によって生じると考えられる。純粋持株会社のメリットとして容易なM&Aや事業の売却・廃止などが挙げられていることから、特に外部変化が事業構成の変化に影響を及ぼす可能性がある。そこで、－1期から＋3期までの事業構成の変化を従属変数、M&A数（M&Aの件数）と事業分離数（事業譲渡・営業譲渡、関係会社売却の件数）を独立変数⁽³³⁾とする最小二乗法による回帰分析を行う。事業構成の変化を示す指標として、主要事業比率、主要事業規模、多角化度のそれぞれについて＋3期から－1期を引いた値を主要事業比率変化、主要事業規模変化、多角化度変化として従属変数に用いる。外部変化が事業構成の変化をもたらしているのであれば、M&A数や事業分離数が主要事業比率変化などへ影響⁽³⁴⁾を及ぼしていることが予期される。反対に、事業構成の変化が生じているにもかかわらず影響を及ぼしていないのであれば、内部変化が事業構成の変化をもたらしていると考えられる。同様に、このような事業変化は親会社あるいは子会社の事業が低収益であるほど生じると考えられる。そこで、親会社収益性（－1期における単独営業損益 / （単独総資産額－単独投資その他の資産額）×100）と子会社収益性（（－1期における連結営業損益－単独営業損益） / （（連結負債額－単独負債額）＋単独投資その他の資産額）×100）についても独立変数に加える。その際、コントロール変数として、グループ再編数（＋1期から＋3期における関係会社間のM&Aの数）、セグメント数⁽³⁵⁾、総資産連単倍率（－1期における連結の総資産額 / 単独の総資産額）、少数株主持分比率（－1期における少数株主持分 / 連結の総資産額）、既存市場ダミー（東証などの既存市場に上場しているのであれば1、新興市場に上場しているのであれば0）、分社化ダミー（営業譲渡あるいは会社分割によって純粋持株会社となっていれば1、そうでなければ0）、製造業ダミー（製造業であれば1、そうでなければ0）を用いる。グループ内でM&Aが実施されているほど、グループ全体の事業再編が生じやすい可能性がある。純粋持株会社採用直前の事業部門が多い企業ほど主要事業に変化が生じやすいと考えられる。また、総資産連単倍率が低いほど純粋持株会社採用の影響を強く受ける⁽³⁶⁾と考えられるため、事業再編が生じやすい可能性がある。純粋持株会社の採用方法、上場している証券取引所、業種の違いが純粋持株会社採用後の事業再編へ影響を及ぼす可能性がある。最後に、少数株主持分比率が低いほど少数株主があまり存在しないことを意味するため、事業再編が容易となる可能性がある。

$$\begin{aligned} \text{事業構成の変化} = & \text{定数項} + a_1 \times \text{M\&A 数} + a_2 \times \text{事業分離数} + a_3 \times \text{グループ再編数} \\ & + a_4 \times \text{親会社収益性} + a_5 \times \text{子会社収益性} + a_6 \times \text{セグメント数} \\ & + a_7 \times \text{総資産連単倍率} + a_8 \times \text{少数株主持分比率} \\ & + a_9 \times \text{既存市場ダミー} + a_{10} \times \text{分社化ダミー} + a_{11} \times \text{製造業ダミー} \end{aligned}$$

(b) については、連結の ROA (= 総資産事業利益率)、連結の CF 比率 (= [当期利益 + 減価償却実施額 + 減損損失 - (普通株式配当金 + 優先株式配当金 + 役員賞与)] / 総資産額 × 100) をパフォーマンスの尺度とし、-1 期から +5 期⁽³⁷⁾までの変化についてみる。その際、非純粋持株会社であるペア企業を抽出し、これらの企業の値を引くことで調整を行った⁽³⁸⁾。このペア企業については、-1 期に純粋持株会社採用企業と同じ業種に属した企業のうち、親会社収益性、総資産連単倍率、資産額、セグメント数の各値⁽³⁹⁾を標準化し、そのユークリッドディスタンス⁽⁴⁰⁾が最も小さい企業をペア企業として抽出した。純粋持株会社の採用によりパフォーマンスが改善するのであれば、+1 期以降においてこれらの値が上昇することが予期される。さらに、このパフォーマンスの改善が事業構成の変化によるものであれば、事業構成が変化した企業ほどパフォーマンスの改善効果が高いと考えられる。そこで、パフォーマンスの変化を従属変数、事業構成の変化を独立変数とする最小二乗法による回帰分析を行う。事業構成の変化がパフォーマンスの改善をもたらしているのであれば、同独立変数の係数が有意となる⁽⁴¹⁾ことが予期される。その際、コントロール変数としてグループ再編数、既存市場ダミー、分社化ダミー、製造業ダミーを用いる。

$$\begin{aligned} \text{パフォーマンスの変化} = & \text{定数項} + b_1 \times \text{事業構成の変化} + b_2 \times \text{グループ再編数} \\ & + b_3 \times \text{既存市場ダミー} + b_4 \times \text{分社化ダミー} \\ & + b_5 \times \text{製造業ダミー} \end{aligned}$$

4. 実証結果

(1) 事業構成の変化

はじめに、純粋持株会社前のサンプル企業の状況についてパフォーマンスを中心にみる。表 3 は、-1 期におけるサンプル企業の状況を示している。比較対象として、採用直前期において、同業種で総資産額が最も近い企業を総資産ペア企業として抽出し、比較を行っており、(b) の分析で用いるペア企業とは異なる。親会社収益性と子会社収益性より、親会社の事業の収益性が総資産ペア企業と比較して低いことがわかる。さらに、ROA と CF 比率についても総資産ペア企業と比較して低いことから、純粋持株会社を採用する企業は親会社の事業の低収益性が原因でグループ全体の収益性も低くなっていることがうかがえる。これらの結果は、純粋持株会社を採用する企業では低収益であり、なかでも親会社の事業の収益性が低いことを示しており、仮説 1 と整合的である。多角化の状況を示すセグメント数と多角化度について

表3 純粋持株会社採用前における記述統計量

	純粋持株会社採用企業				総資産ペア企業			
	平均値	中央値	標準偏差	企業数	平均値	中央値	標準偏差	企業数
連結 ROA	2.905 *	4.790 *	15.026	271	4.782	5.090	10.847	271
連結 CF 比率	-0.740 ***	3.650 ***	19.279	271	3.782	4.580	15.330	271
親会社収益性	0.354 ***	3.770 ***	33.223	271	6.644	4.520	19.926	271
子会社収益性	1.954	3.455	33.035	271	1.098	3.279	54.725	271
総資産連単倍率	1.358 **	1.170 ***	0.879	271	1.217	1.060	0.413	271
セグメント数	2.993	3.000 **	1.680	271	2.843	2.000	2.099	242
多角化度	0.364 ***	0.430 ***	0.267	271	0.295	0.220	0.291	242
子会社数	19.074	8.000 ***	32.407	271	16.022	5.000	31.719	271
関連会社数	3.380	0.000 ***	8.040	271	3.672	0.000	13.389	271
少数株主持分比率	0.016 ***	0.000 ***	0.029	271	0.010	0.000	0.023	271

(出所) 筆者作成。

(注) ***, **, *は、それぞれ、1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

平均値および中央値の検定については、それぞれ対応のある2変数の平均値の差の検定とウィルコクソンの符号順位検定の結果である。

総資産ペア企業：純粋持株会社採用企業直前期において、同業種で総資産額が最も近い企業

連結 ROA = (営業損益 + 営業外収益) / 総資産額 × 100

連結 CF 比率 = (当期利益 + 減価償却実施額 + 減損損失 - (普通株式配当金 + 優先株式配当金 + 役員賞与)) / 総資産額 × 100

親会社収益性 = 単独営業損益 / (単独総資産額 - 単独投資その他の資産額) × 100

子会社収益性 = (連結営業損益 - 単独営業損益) / ((連結負債額 - 単独負債額) + 単独投資その他の資産額) × 100

総資産連単倍率 = 連結総資産額 / 単独総資産額

セグメント数 = 事業別セグメントの総数

多角化度：1 - ハーフィンダル・ハーシュマン指数

子会社数：子会社の数

関連会社数：関連会社の数

規模：総資産額の自然対数

少数株主持分比率 = 少数株主持分 / 資産額

では概ね総資産ペア企業よりも有意に値が高く、純粋持株会社を採用する企業は多角化が進んでいる傾向にあることがわかる。最後に、総資産連単倍率と子会社数より純粋持株会社を採用する企業は子会社の数が相対的に多く、グループ全体に占める子会社の事業の割合も高い傾向にある。ただし、総資産連単倍率の中央値は1.170であり、グループ全体で行っている事業の大部分を親会社が担っていることがわかる。このことは、主要事業が親会社によって担われている可能性が高いことを示唆している。

表4は、純粋持株会社採用前後における事業構成の変化を示している。浅羽(2012)では、事業再編に積極的な企業が純粋持株会社を採用することが指摘されていたが、同表より純粋持株会社の採用前と以降では事業構成の変化の「傾向」と「幅」が異なることがわかる。主要事業比率の変化については、純粋持株会社の採用前は有意にプラスであったのに対し、採用以降は有意にマイナスとなる。主要事業の割合が低下する場合、主要事業の規模を減少させたのか、あるいは主要事業以外の事業規模を拡大させたのか、が考えられるが、主要事業規模があまり低下していないことより主要事業以外の事業規模を拡大させたことがうかがえる⁽⁴²⁾。最後

表4 事業構成の変化

		-3期	-2期	-1期	+1期	+2期	+3期	(-1期)-(-3期)	(+3期)-(-1期)
主要事業比率	平均値	76.040	77.461	79.544	74.809	70.776	69.151	3.504 ***	-10.393 ***
	中央値	86.470	85.070	84.780	81.830	75.640	74.010	0.000 *	-0.410 ***
	標準偏差	28.004	24.971	20.439	25.904	28.642	29.699	20.224	26.782
	企業数	271	271	271	271	271	271	271	271
主要事業規模	平均値	1.030	1.025	1.000	1.070	1.143	1.124	-0.030	0.124 **
	中央値	0.944	0.978	1.000	1.021	1.000	0.994	0.056 ***	-0.006
	標準偏差	1.345	0.603	0.000	0.587	1.120	0.882	1.345	0.882
	企業数	271	271	271	271	271	271	271	271
多角化度	平均値	0.255	0.262	0.277	0.292	0.309	0.308	0.022 **	0.031 **
	中央値	0.220	0.245	0.258	0.291	0.339	0.359	0.000 *	0.000 *
	標準偏差	0.247	0.240	0.248	0.253	0.256	0.252	0.168	0.208
	企業数	271	271	271	271	271	271	271	271

(出所) 筆者作成。

(注) ***, **, *は、それぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

平均値および中央値の検定については、それぞれ対応のある2変数の平均値の差の検定とウィルコクソンの符号順位検定の結果である。

主要事業比率：-1期において最も資産額が大きかったセグメントのセグメント合計に占める割合

主要事業規模：-1期において最も資産額が大きかったセグメントの資産額を1とした場合の資産額の変化

多角化度：1-ハーフィンダル・ハーシュマン指数

に、多角化度については純粋持株会社の採用以前から上昇傾向にあるものの、採用以降はより多角化が加速する点で変化の幅が異なる。このように、純粋持株会社の採用前後を比較した場合、採用以降は主要事業の規模は維持しつつも主要事業以外の規模を拡大させることで事業全体に占める主要事業の割合を相対的に低下させるという事業再編を実施しており、仮説1と整合的である。

表5は、純粋持株会社の採用前後におけるM&A数、事業分離数、グループ再編数の変化を表している。浅羽(2012)は、子会社数などの変化より、事業・組織再編に積極的な企業が純粋持株会社を採用しており、純粋持株会社の採用が必ずしも事業・組織再編を促進するわけではないことを主張した。同表より、M&A数とグループ再編数については採用前よりも後のほうが増加するものの有意な差ではない。事業分離数については有意な差が得られているものの、中央値がどちらもゼロであり、そもそも多くの企業において事業分離が行われていない可能性がある。このように、純粋持株会社の採用前後において必ずしもM&Aの数などが増加しているわけではない点で、この結果は浅羽(2012)と整合的である。しかしながら、事業再編はM&Aなどの外部変化だけでなく内部変化により実施することも可能であり、このことが必ずしも事業構成の変化が生じていないことを意味するわけではない。

表6は、事業構成の変化を従属変数とする回帰分析の結果である。M&A数については、すべての変化において有意であり、M&Aが主要事業と非主要事業の両方の規模拡大に寄与していることがわかる。ただし、主要事業比率変化については有意にマイナスであることから、M&Aは非主要事業の規模拡大により寄与していることがうかがえる。これに対し、事業分離

表5 M&A, 事業分離数, グループ再編数の変化

	M&A 数		事業分離数		グループ再編数	
	-3期～-1期	+1期～+3期	-3期～-1期	+1期～+3期	-3期～-1期	+1期～+3期
平均値	1.221	1.258	0.402	0.793 ***	1.122	1.221
中央値	1.000	1.000	0.000	0.000 ***	0.000	1.000
標準偏差	1.847	1.953	0.983	1.573	1.788	1.489
企業数	271	271	271	271	271	271

(出所) 筆者作成。

(注) ***, **, *は, それぞれ, 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

平均値および中央値の検定については, それぞれ対応のある2変数の平均値の差の検定とウィルコクソンの符号順位検定の結果である。

表6 事業構成の変化を従属変数とする回帰分析

	主要事業比率変化 ((+3期)-(-1期))				主要事業規模変化 ((+3期)-(-1期))				多角化度変化 ((+3期)-(-1期))			
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数項	-7.906 ***	-4.029	-16.115 ***	-3.277	0.002	0.021	0.104	0.672	0.023	1.412	0.141 ***	3.557
M&A 数	-2.474 ***	-3.165	-2.238 ***	-2.726	0.086 ***	3.057	0.088 ***	3.100	0.023 ***	4.224	0.022 ***	3.534
事業分離数	0.268	0.300	0.146	0.168	-0.080 **	-2.224	-0.074 **	-2.049	-0.014 *	-1.756	-0.012	-1.484
グループ再編数	0.605	0.576	0.194	0.178	0.068 *	1.824	0.077 **	2.048	-0.009	-1.025	-0.005	-0.608
親会社収益性	0.453 ***	3.893	0.426 ***	3.591	0.007 **	2.579	0.008 ***	2.783	0.000	-0.418	-0.001	-0.545
子会社収益性	-0.249 **	-2.166	-0.239 **	-2.079	-0.004	-1.385	-0.004	-1.491	0.001	0.677	0.001	0.785
セグメント数			1.699 **	2.076			0.000	-0.006			-0.028 ***	-4.278
総資産連単倍率			0.694	0.563			0.058	0.866			-0.020	-1.558
少数株主持分比率			-48.774	-1.056			-5.543 ***	-2.689			0.574	1.223
既存市場ダミー			4.725	1.039			-0.153	-1.192			-0.019	-0.504
分社化ダミー			-2.559	-0.485			0.015	0.099			-0.064 *	-1.779
製造業ダミー			0.536	0.147			0.002	0.017			0.000	0.002
Adj. R ²	0.135		0.137		0.066		0.077		0.034		0.084	
N	271		271		271		271		271		271	

(出所) 筆者作成。

(注) ***, **, *は, それぞれ, 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

主要事業比率変化と多角化度変化については, White の修正を行っている。

数については主要事業規模変化において有意にマイナスであり, 主要事業の縮小の手段としてダイベスティチャーが行われていることがわかる。これら以外のコントロール変数の結果については, 親会社収益性については主要事業比率変化と主要事業規模変化において有意にプラスであり, 親会社の事業の収益性が高い(低い)ほど, その規模と割合を高める(低める)ことがわかる。これに対し, 子会社収益性については主要事業比率変化のみ有意にマイナスであり, 子会社の収益性が高い(低い)ほど主要事業を縮小(拡大)させている。このように, M&Aによる非主要事業の拡大, ダイベスティチャーによる主要事業の縮小が行われている点, さらには親会社の事業が低収益であるほど主要事業の縮小が実施されている点において仮説1と整合的である。

(2) パフォーマンスの変化

表7は, -1期から+5期までのパフォーマンスの変化を示している。これらの値は, -1期に純粋持株会社採用企業と同じ業種に属した企業, すなわちペア企業の値を控除した数値で

表7 純粋持株会社採用前後におけるパフォーマンスの変化

ROA	-1期	+1期	+2期	+3期	+4期	+5期	(+5期)-(-1期)
平均値	-1.788	-2.736	-2.711	-3.078	-3.751	0.356	2.120
中央値	-0.390	-0.490	0.320	-0.030	0.090	-0.060	0.330
標準偏差	11.589	13.609	32.188	22.596	45.803	27.836	29.087
企業数	271	270	268	261	241	221	221

CF比率	-1期	+1期	+2期	+3期	+4期	+5期	(+5期)-(-1期)
平均値	-2.404	-4.673	-5.020	-4.723	-5.734	2.790	4.946
中央値	-0.560	-0.665	-0.445	-0.695	-0.440	-0.170	0.430
標準偏差	25.712	17.622	43.846	36.464	80.558	79.089	72.290
企業数	271	270	268	262	241	221	221

(出所) 筆者作成。

(注) ***, **, *は、それぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

平均値および中央値の検定については、それぞれ対応のある2変数の平均値の差の検定とウィルコクソンの符号順位検定の結果である。

比較企業の抽出については、純粋持株会社採用直前期に同じ業種に属した企業より、親会社収益性、総資産連単倍率、資産額、セグメント数の各値を標準化し、そのユークリッド距離が最も小さい企業をペア企業として抽出。

ある。純粋持株会社を採用した-1期と比較して+5期はROAおよびCF比率ともに値が上昇しているものの、その差は有意ではない。

表8はパフォーマンスの変化を従属変数とする回帰分析の結果を示している。主要事業比率変化についてはROAにおいてもCF比率においても有意にマイナスであり、主要事業を縮小させるほどパフォーマンスが改善することがわかる。また、多角化度変化についても同様に有意にマイナスであり、多角化の程度を縮小させるほどパフォーマンスが高くなる。この結果は、主要事業と非主要事業ともに縮小させるほどパフォーマンスが改善することを意味しており、事業規模の縮小がパフォーマンス改善に寄与することを示している。表8には記載していないものの、5期のROAやCF比率に代えて6期のデータを用い、従属変数を(6期) - (-1期)とした場合においても結果は主要事業比率変化と多角化度変化の係数はおおむね有意に負であるという点で同様であった。

5. おわりに

本研究は、グループ内型でかつ親会社を純粋持株会社とした日本企業を分析対象とし、純粋持株会社の採用後にどのような事業再編が実施されたのか、さらにその再編がパフォーマンスの改善に寄与したのか、について実証分析を行った。グループ内型の純粋持株会社の採用により、親会社がこれまで直接行ってきた事業は子会社によって担われるようになる。そのため、純粋持株会社の採用にともなって事業再編が実施される場合、これまで親会社が直接行っていた事業が大きく変化する可能性がある。そこで、純粋持株会社の採用以前に親会社が直接行っていた事業に着目しつつ、純粋持株会社の採用前後における事業構成の変化およびそれに伴う

表8 パフォーマンスの変化を従属変数とする回帰分析

パネルA：ROAの変化（（5期）-（-1期））

	係数	t 値	係数	t 値
定数項	-1.205	-1.013	-1.631	-0.666
主要事業比率変化（（3期）-（-1期））	-0.227 ***	-4.014	-0.207 ***	-3.469
主要事業規模変化（（3期）-（-1期））	1.689	1.384	1.551	1.252
多角化度変化（（3期）-（-1期））	-18.023 **	-2.569	-15.557 **	-2.143
グループ再編数			0.286	0.390
既存市場ダミー			-0.648	-0.244
分社化ダミー			4.681	1.358
製造業ダミー			0.276	0.114
Adj. R ²	0.056		0.048	
N	229		229	

パネルB：CF比率の変化（（5期）-（-1期））

	係数	t 値	係数	t 値
定数項	0.787	0.479	4.400	1.308
主要事業比率変化（（3期）-（-1期））	-0.260 ***	-3.324	-0.207 **	-2.525
主要事業規模変化（（3期）-（-1期））	0.315	0.187	-0.163	-0.096
多角化度変化（（3期）-（-1期））	-29.256 ***	-3.016	-25.364 **	-2.543
グループ再編数			0.467	0.464
既存市場ダミー			-5.178	-1.420
分社化ダミー			6.394	1.350
製造業ダミー			-2.202	-0.660
Adj. R ²	0.039		0.042	
N	229		229	

（出所）筆者作成。

（注）***, **, *は、それぞれ、1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

パフォーマンスの変化について分析を行った。

分析の結果、つぎの4点が明らかとなった。第一に、純粋持株会社化前において親会社の事業の収益性が低い点である。純粋持株会社を採用する企業では、親会社の直接行っていた事業がもともと低収益であり、そのために連結ベースでの収益性も低くなっていることが明らかとなった。さらに、純粋持株会社の採用以前は事業の大部分が親会社によって担われており、多角化を行っていたとしても事業の大部分を親会社が直接行っていたことも明らかとなった。第二に、純粋持株会社の採用により、これまで主要事業であった事業の割合が低下する点である。この結果は、純粋持株会社の採用により親会社がこれまで直接行ってきた事業の割合を低下させるという事業再編が生じていることを示唆している。第三に、M&Aは多角化を促進させるものの、純粋持株会社の採用前後においてM&Aの数に変化がみられず、さらに多角化の促進が必ずしもパフォーマンスの改善に寄与していない点である。一方、純粋持株会社の採用以降は事業分離の数が増加し、そのことが主要事業の規模を縮小させていることについても明らかとなった。第四に、主要事業の事業割合の低下および多角化度の低下がパフォーマンス

の改善に寄与する点である。これらの結果は、純粋持株会社の採用がこれまで親会社が行っていた低収益事業の割合を低下させ、そのことがパフォーマンスの改善に寄与することを示唆している。

このように、純粋持株会社の採用という組織再編が、これまで主要事業であった事業の縮小という組織再編をもたらし、そのことが収益性の改善に寄与するという結果が得られた。一方で、純粋持株会社の採用以降におけるパフォーマンスの改善については十分な結果を得ることができなかつた。かりに、純粋持株会社の採用が主要事業の縮小を企図したものであるとすれば、純粋持株会社を採用しなければ主要事業を縮小することができないのか、あるいは純粋持株会社の採用が事業縮小を行う際、何らかのメリットを生み出すのか、という新たな問題が生じる。さらに、純粋持株会社を採用する主たる動機が低収益な主要事業の縮小にあるのならば、長期的に親会社を純粋持株会社にしておく必然性はない。縮小が達成された、すなわち事業再編が完了したのであれば、必ずしも純粋持株会社という形態を維持し続ける必要はないからである⁽⁴³⁾。このような純粋持株会社に関する様々な問題が残されているが、これらの問題は今後の課題とする。

注

- (1) 純粋持株会社の採用は、親会社と関係会社を含む複数の企業を対象とした再編であるものの、ここでは組織再編として位置づける。
- (2) 本稿における事業再編とは、多角化の拡大や縮小あるいは主要事業部門の拡大や縮小などの事業構成の変化を意味する。
- (3) 戦前の財閥を対象とした持株会社の実証研究については、岡崎（1999）などがあげられる。
- (4) 持株会社を対象とする先行研究は海外では比較的少ない。数少ない研究として、米国における銀行業や公益事業を対象とする研究があげられるものの、その多くは法的側面からの研究である。
- (5) これらの研究は、対象となる純粋持株会社のサンプルが60社未満である。
- (6) 本研究では、(8)については分析対象としていないものの、大坪（2005）では純粋持株会社の採用は親会社の従業員給与水準に影響を及ぼさないことが指摘されている。
- (7) この点で、本研究の想定する純粋持株会社は高橋（2007）の指摘する戦略的持株会社（マネジメントホールディング）である。
- (8) 事業再編の必要性の低い企業とは、現在の事業部門の規模や割合を維持することが望ましいと考えられる企業のことである。
- (9) 大坪（2005）、川村（2007）、園田（2006）などを参照。
- (10) 川村（2007）、園田（2006）などを参照。
- (11) 通産省産業政策局（1995）、塘（2008）などを参照。
- (12) 武藤（1997、2003）などを参照。
- (13) 園田（2006）などを参照。
- (14) 川村（2007）、真木（2013）などを参照。
- (15) 川村（2007）などを参照。
- (16) 大坪（2005）、塘（2008）などを参照。
- (17) 真木（2013）などを参照。

- (18) 足立 他 (2010) などを参照。
- (19) 足立 他 (2010) などを参照。
- (20) 後述するように、本稿のサンプルの96%が再編前は事業持株会社であった。
- (21) 後で分析しているように、純粋持株会社の採用と同時に関係会社の統廃合、すなわちグループ再編を行う場合には、関係会社も純粋持株会社採用の間接的な影響を受ける可能性がある。
- (22) 同分析は生存分析の一手法であり、小本 (2005) では純粋持株会社への移行を「死亡」と位置づけている。
- (23) 純粋持株会社を主たる研究対象とはしていないものの、青木・宮島 (2010) では、他の企業と比較して純粋持株会社は多角化度が進んでいることが指摘されている。
- (24) 表1の株式交換や株式移転にみられるように、ここでは新たに親会社を設立して純粋持株会社とし、上場させるケースもサンプルに含まれる。
- (25) 業種分類については、特に明記していない限り、日経中分類を用いている。
- (26) 事業持株会社あるいは中間持株会社を採用したことを明記していた企業については、サンプルから除外した。
- (27) 経営統合型はM&Aを伴うため、グループ内型とは異なる動機で純粋持株会社を採用していると考えられること、さらにはパフォーマンスの変化などを分析する場合、M&Aの効果と純粋持株会社採用の効果の両方がパフォーマンスへ影響を及ぼし、採用の効果のみを分析することが困難になると考えられるため除外している。
- (28) 財務データについては、特に明記していない限り連結情報があれば連結のデータを、存在しなければ単独のデータを用いている。
- (29) 変化を測定する際、浅羽 (2012) では変動係数が用いられていたが、ここでは純粋持株会社前後における各変数の差を用いる。なぜなら、単純に変化の程度が大きいのか否かではなく、多角化度の拡大や縮小といった変化の方向性を把握するためである。
- (30) 重要性などの観点から事業別セグメント情報の記載を有価証券報告書上で省略している企業については、1事業 (= 主要事業) のみの企業として分類している。また、連結情報を開示していない企業については、セグメント情報が得られないことから、サンプルから除外している。
- (31) 事業別セグメント情報をそのまま利用した場合、企業による微細なセグメント名の変更が分析結果に多大な影響を及ぼすため、日本標準産業分類コードによる再集計を行っている。なお、事業別セグメント情報及び日本標準産業分類コードは主としてFinancialQUESTより得ているが、一部欠損したデータについては有価証券報告書の情報で補完している。
- (32) 内部変化においては、投資拡大による事業規模の拡大や反対に投資縮小にともなう事業規模の縮小を意味する。この場合、M&Aやダイベスティチャーと比較して短期間のうちにドラスティックな事業規模の拡大や縮小が行われるわけではないと考えられる。
- (33) 後述するグループ再編については金額に関する情報が得られないことから、ここでは金額ではなく、件数のデータを用いる。
- (34) ただし、係数の符号については事業構成と外部変化を示す指標の組み合わせによって異なる。
- (35) このセグメント数については、時系列の変化を見る必要がないため、日本標準産業分類コードによって再集計された値ではなく、有価証券報告書の値を用いている。
- (36) 総資産連単倍率が低い企業では、親会社が事業の大部分を担っているため、純粋持株会社化による影響を受けやすいと考えられる。
- (37) 事業構成の変化とその後のパフォーマンスの改善にラグが生じる可能性があるため、+3期ではなく+5期までの変化についてみる。
- (38) 純粋持株会社の採用以外の要因がパフォーマンスに及ぼす影響をできる限り除去するため、コントロールグループとしてペア企業を作成し、その差を引いたパフォーマンスの変化 (Difference in difference) をみる。
- (39) これらの変数を用いた理由は、これらが表3において純粋持株会社を採用する企業の特徴を強く反映して

いると考えられるためである。

- (40) ペア企業の抽出にあたり、傾向スコアなどの手法が使われる場合が多いが、本論文が同手法を使わずユークリッドディスタンスを用いた理由は、King and Nielsen (2016) において傾向スコア法の欠点が指摘されているためである。同論文では、傾向スコア法が非効率でモデルへの依存度が高いことを指摘しており、その代替法としてユークリッドディスタンスを提示している。
- (41) ただし、係数の符号についてはプラスとマイナスの両方が予期される。
- (42) なお、主要事業規模については、平均値と中央値において符号が一致しておらず、平均値の結果については外れ値が強く影響している可能性がある。そこで、上下1%のデータを除外して再計算したところ、(-1期) - (-3期)の平均値が0.073で5%水準で有意、(+3期) - (-1期)の平均値が0.062で有意でなくなった。この結果より、主要事業規模については、純粋持株会社採用前は増加傾向にあったものの、採用以降は増加傾向がみられなくなると解釈される。
- (43) 事実、日清製粉やパイロットなど一部の企業において、純粋持株会社を採用したのち、ふたたび親会社の子会社を吸収合併することで事業持株会社となるケースがみられる。

文献一覧

- Bowman, E.H. and H. Singh (1990) "Overview of Corporate Restructuring, Trends and Consequences". in Rock, M.L. and P.H. Rock (ed.), *Corporate Restructuring*, McGraw-Hill, pp. 8-18.
- King, G. and R. Nielsen (2016) "Why Propensity Scores Should Not Be Used for Matching", Working Paper, <http://j.mp/2oTKhnd>, Accessed on Oct. 30, 2018, pp. 1-32.
- 青木英孝・宮島英昭 (2010) 「日本企業における事業組織のガバナンス—企業の境界と二層のエージェンシー問題の視角から—」, 『RIETI ディスカッションペーパー (経済産業研究所)』10-J-057, 1-44頁。
- 浅羽茂 (2012) 「なぜ企業は純粋持株会社に移行するのか」, 『ワーキングペーパー (TCER)』J-7, 1-32頁。
- 足立龍生・山崎直・宇垣浩彰 (2010) 「純粋持株会社体制におけるグループ経営上の落とし穴」, 『Mizuho Industry Focus』第89号, 1-19頁。
- 大坪稔 (2005) 『日本企業のリストラクチャリング—純粋持株会社・分社化・カンパニー制と多角化—』中央経済社。
- 岡崎哲二 (1999) 『持株会社の歴史—財閥と企業統治—』ちくま新書。
- 川村倫大 (2007) 「“日本的” 持株会社経営の今」, 『季刊政策・経営研究』第3号, 1-12頁。
- 小本恵照 (2005) 「純粋持株会社への移行の動機」, 『年報 経営分析研究』第21号, 47-55頁。
- 園田智昭 (2006) 「純粋持株会社による企業グループ管理の課題」, 『BUSINESS RESEARCH』第987号, 41-47頁。
- 高橋宏幸 (2007) 『戦略的持ち株会社の経営—グループ企業の再組織プロセスの研究—』中央経済社。
- 谷尾久幸・佐野暢彦 (2013) 「持株会社はどのような子会社管理を行っているか—持株会社が保有する権限機能」調査報告結果—」, 『コンサルタント・レポート (みずほ総合研究所)』1-11頁。
- 通産省産業政策局 (1995) 『企業組織の新潮流』通産産業調査会。
- 塘誠 (2008) 「日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題」, 『経済研究 (成城大学)』180号, 23-46頁。
- 真木和久 (2013) 「最近の持株会社をめぐる動向」, 『旬刊経理情報』第1336号, 10-13頁。
- 武藤泰明 (1997) 『すぐわかる持ち株会社のすべて』日本経済新聞社。
- 武藤泰明 (2003) 『持株会社経営の実際』日本経済新聞社。