

経済調査レポート

No. 2002-03

分社化と企業収益に関する実証分析

小本恵照

komoto@nli-research.co.jp

2003年2月

ニッセイ基礎研究所

経済調査部門

(お願い) 当レポートは研究員による試論であり、記載内容はいかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

なお、ニッセイ基礎研究所 経済調査部門に対する電話によるお問い合わせは、03-3597-8419 にお願致します。

要 旨

1. 従業者 50 人以上かつ資本金 3000 万円以上の会社(2 万 6713 社)を調査対象とする経済産業省の「平成 13 年 企業活動基本調査報告書」によると、2000 年度末時点で、全体の 44.1%の企業が少なくとも 1 社の子会社あるいは関係会社を保有しており、今や日本企業の多くがグループ経営を行っていることが明らかとなっている。しかし、グループ経営の内容、言い換えれば分社化の内容は、企業によって大きな違いがみられる。2001 年度の売上高でダイエー(2.5 兆円)を上回るイトーヨーカ堂(3.3 兆円)の連結子会社数が 53 社に止まるのに対し、ダイエーが 133 社の連結子会社を保有していることなどがその一つの例である。
2. 本稿は、単体決算情報と連結決算情報が同時に入手できる日本固有の会計制度の利点を活用することで、企業の分社化の程度(分社化度)を測定し、分社化度の違いが企業業績に与える影響を考察するものである。分析は、株式を公開している全企業を対象に、新会計基準が導入された 2000 年 3 月 31 日から 2002 年 3 月 31 日までの 9195 社のデータを収集することによって行った。
3. 分析結果によると、まず、分社化度の測定については、「子会社数ベースの分社化尺度」と「親会社からみた分社化」という 2 つの見方があることを提示し、日本企業の分社化度を計測した。前者は連結子会社数を連結売上高で基準化したものであり(単体決算のみの企業はゼロ)、後者は連結売上高に対する単体売上高の比率である(単体決算のみの企業は 1)。それによると、日本企業の分社化度はそれほど大きなものではなく、高度に分社化を進めている企業は一部に止まることが明らかとなった。しかし、海外企業との比較では、日本のトップ企業の分社化度はグローバル展開している海外企業の分社化度を上回っている可能性がある。

次に、分社化度と企業業績の関係については、企業は経営環境の変化に必ずしも敏感に反応するわけではないとの理論的・実証的結果を踏まえつつ、分社化度の違いが企業業績に異なる影響を与えるとの認識に立って、パネルデータによる計量的分析を実施した。なお、推定に当たっては、分社化度の水準によって、分社化度の違いが企業業績に与える影響が異なる可能性を考慮した。それによると、「子会社数ベースの分社化尺度」は、分社化の程度が一定限度を越えると分社化の推進は企業業績を悪化させることが明らかとなった。ただし、繊維業のように本業が衰退して多角化が効果的な戦略となっている一部の業種では、分社化を進め続けるほうが企業業績の好転につながるということが明らかになった。「親会社からみた分社化」については、事業の大半を企業内部に止め、事業のごく一部を分社化するのが企業業績にとっては望ましいことが明らかとなった。分社化を進めるにつれ本社機能の発揮が重要となってくるが、これまでの日本企業の行動を見る限り、本社機能が十分に発揮できていないケースが多いことを、今回の結果は示していると考えられる。

はじめに

現代の企業は単独の会社として活動することは稀で、子会社や関連会社を傘下に収めた企業グループとして活動するのが一般的である。経済産業省の「平成 13 年 企業活動基本調査報告書」は、従業員 50 人以上かつ資本金 3000 万円以上の会社(2 万 6713 社)を対象に子会社や関連会社の状況を調査しているが、それによると、2000 年度末時点で、全体の 44.1%の企業が少なくとも 1 社の子会社あるいは関係会社を保有していることが明らかとなっている。企業規模がそれほど大きくない企業でも子会社あるいは関連会社を少なくとも 1 社保有している企業が約半数に上っているわけで、今や企業を分析するためには企業グループとしての分析が不可欠となっているのである。

企業グループはどのようにして形成されていくのであろうか。企業の沿革をみると、一般に企業は規模の拡大とともに子会社や関連会社を増やしていくことがわかる。創業間もないソニーは子会社や関連会社を保有しなかったが、2002 年 3 月末には連結子会社を 1068 社、持分法適用の関連会社を 98 社保有する一大企業グループを形成しているのが典型的な事例である。

しかし、企業のグループとしての成長は一様ではない。企業規模が同程度であっても、保有する子会社や関連会社の数には企業によってかなりの違いがある。もちろん、この相違には企業の事業特性が反映されている面がある。繊維業各社が、子会社や関連会社の設立を通じて多角化を積極的に進めていることがその一例である。しかし、同じ業種に属する同規模の企業同士を比較しても無視できない相違が依然として残る。例えば、大手スーパーのイトーヨーカ堂とダイエーを比べると、売上規模はそれぞれ 3.3 兆円、2.5 兆円とイトーヨーカ堂の売上規模のほうが大きいにもかかわらず、連結子会社数はダイエーの 133 社に対しイトーヨーカ堂は 53 社に止まっている。また、子会社設立による分社化の影響を受ける単体決算と連結決算を比較すると、大手家電メーカーのソニーと松下電器産業の連結売上高はそれぞれ 7.6 兆円、6.9 兆円と大きな違いはないにもかかわらず、単体売上高が連結売上高に占める割合は、松下電器産業の 56.7%に対しソニーは 34.9%に止まっており、ソニーの分社化が松下電器産業をかなり上回っている。以上のような例からみる限り、企業のグループ戦略には、企業固有の要因が色濃く反映していることが窺われるのである。

では、こうしたグループ戦略の違い、言い換えると分社化戦略の違いは企業業績に違いを生むのであろうか。一般に、企業内の一事業部門として事業活動することと、分社化して独立した企業として事業活動することは、必ずしも同じ事業成果を生むとは限らない。分社化して他の資本が入る時は、事業の所有構造に変更が加わるわけであり、企業行動に相違が生じるのは明らかである。また、100%子会社として分社化された場合と企業内の一事業部門として活動する場合を比較しても、事業活動には違いが生じると考えられる。その一つの理由は、分社化によって、独立採算制の強化、地域別あるいは業種・業態別に異なる雇用形態の導入、小規模経営のメリットの享受といったプラス効果が生まれるため

ある（遠藤 1988）。もう一つの理由は、分社化には、間接部門の肥大化、親会社と子会社間あるいは子会社相互の情報連携の阻害、親会社の統制の緩みとそれに伴うグループ目的から外れた子会社行動の惹起といったマイナス効果が伴うためである。このプラスとマイナスの効果によって、分社化戦略の違いは企業業績に違いを作り出すと考えられるのである。

本稿は、分社化の程度（分社化度）を定量化する指標を提示し、その指標を用いて分社化戦略の違いが企業業績に与える影響を分析する。企業の分社化に関する研究としては、伊藤・林田（1995）、伊藤・林田（1997）、伊藤他（1997）、伊藤他（2002）などが挙げられるが、分社化と権限委譲の関係や子会社のガバナンス構造と企業業績の関係が分析の対象となっており、分社化構造と親会社の企業業績の関係を分析したものではない。また、企業組織の違いが企業業績に与える影響の分析については欧米を中心に先行研究があるが、その分析は多角化企業では事業部制が職能制に優るという Chandler（1962）の命題を実証的に確認するものが中心で、分社化戦略の違いを分析対象とするものはみられない¹。以上のように、企業の分社化と企業業績に関する実証分析は筆者の知る限り存在しない。本稿は、単体決算情報と連結決算情報の両方が入手できる、わが国固有の会計制度の利点を活かして分社化と企業業績の関係を初めて分析するものであり、この点に本稿の意義があると考えられる。

分析の結果の要点を予め整理しておく次のようになる。

企業の分社化度の測定には、「子会社数ベースの分社化尺度」と「親会社からみた分社化尺度」という2つの指標が考えられる。

実際に株式公開企業の分社化度を測定してみると、連結子会社数が10社以下の企業が3/4を占めており、日本企業の保有子会社数は思ったほど多くない。

第3点として、企業業績に分社化度が与える影響を計測すると、「子会社数ベースの分社化尺度」は、分社化度が一定限度を越えると分社化の推進は企業業績を悪化させる。ただし、繊維業のように本業が衰退して多角化が効果的な戦略となっている一部の業種では、分社化を進め続けるほうが企業業績の好転につながっている。「親会社からみた分社化尺度」については、事業の大半を企業内部に止め、事業のごく一部を分社化するのが企業業績にとっては望ましい結果となっている。これまでの日本企業の行動をみる限り、本社機能が十分に発揮されていない可能性がある。

以下の構成は次のとおりである。第2節では、分社化度の測定方法の方法には2つの尺度が考えられることを示す。第3節では、上記の尺度を基に株式公開している日本企業分社化状況を紹介する。第4節は、分社化度と収益性の関係について考える。第5節では、実証分析の方法について述べ、第6節で実証分析の結果を報告する。第7節は結論を述べ今後の課題について言及する。

¹ 主な研究としては、Armour and Teece（1978）、Steer and Cable（1978）、Teece（1981）、Thompson（1981）などがある。

2. 分社化の測定

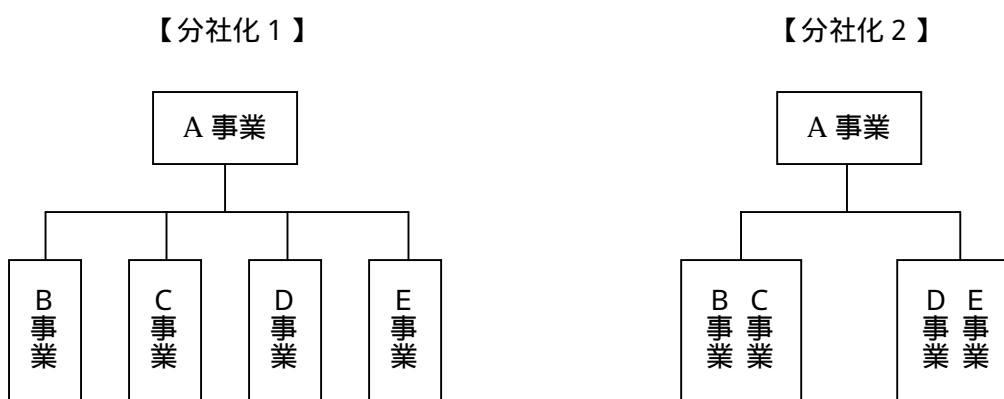
2.1. 子会社数ベースの分社化尺度

分社化の測定には 2 つの方法が考えられる。一つは、連結された企業グループを一つの事業体とみて、その事業体は何社の連結子会社を保有しているかをみるものである²。ただし、事業体の規模が大きいほど連結子会社は多くなるため、事業体の規模で基準化した子会社の数を分社化の大きさと考える。この捉え方を「子会社数ベースの分社化尺度」と呼ぶことにする。この尺度は、ある一定規模の事業を行うために、何社の企業がグループとして関係しているかを測定するのである。この尺度は、親会社および子会社の企業規模の違いを考慮できない点に欠点がある。この考え方を図 1 の例でみると、分社化 1 では子会社が 4 社あるのに対し、分社化 2 では子会社は 2 社に止まっており、分社化 1 のほうが分社化が進んでいることになる。

本稿では、事業体の規模には連結売上高を用いる。したがって、子会社数ベースの分社化尺度は、

子会社数ベースの分社化尺度 = 連結子会社数 / 連結売上高 (単位: 10 億円)
と表現される。連結子会社のない会社は、連結子会社数がゼロなので、子会社数ベースの分社化尺度はゼロになる。

図 1 子会社数ベースの分社化尺度



2.2. 親会社からみた分社化尺度

二つ目の考え方は、親会社の直轄事業と企業グループ全体の事業規模の違いに着目するものである。この捉え方を「親会社からみた分社化尺度」と呼ぶことにする。

これは、

² 非連結の子会社や関連会社を対象としないのは、連結決算を作成していない企業は非連結の子会社や関連会社を保有していても、その情報が入手できないためである。

親会社からみた分社化尺度 = 単体ベースの事業規模 / 連結ベースの事業規模
と表現される。連結決算のない企業は、連結ベースの事業規模は単体ベースの事業規模と一致していると考え、親会社からみた分社化尺度は1となる。

この尺度によれば、親会社の事業を分社化して親会社の外に出せば出すほど分社化度が高まることになる。ただし、通常の連単倍率とは逆に単体ベースの事業規模が分子となっているので、分社化度が高まるほど親会社からみた分社化尺度の数値は小さくなる点には注意していただきたい。この視点からみると、純粹持株会社は、親会社の機能は企業グループの経営戦略の企画・立案に限定されることになり、分社化が究極まで進められた企業形態と捉えられる。一般的には、純粹持株会社の次には事業持株会社が位置し、続いて子会社を持たない単独会社という分社化度の順序になる。この考え方を図2でみると、分社化1、分社化2、分社化3の順で分社化が進んでいることになる。この3つの分社化は、先の子会社数ベースの分社化尺度でも分社化度の順序は同じである。

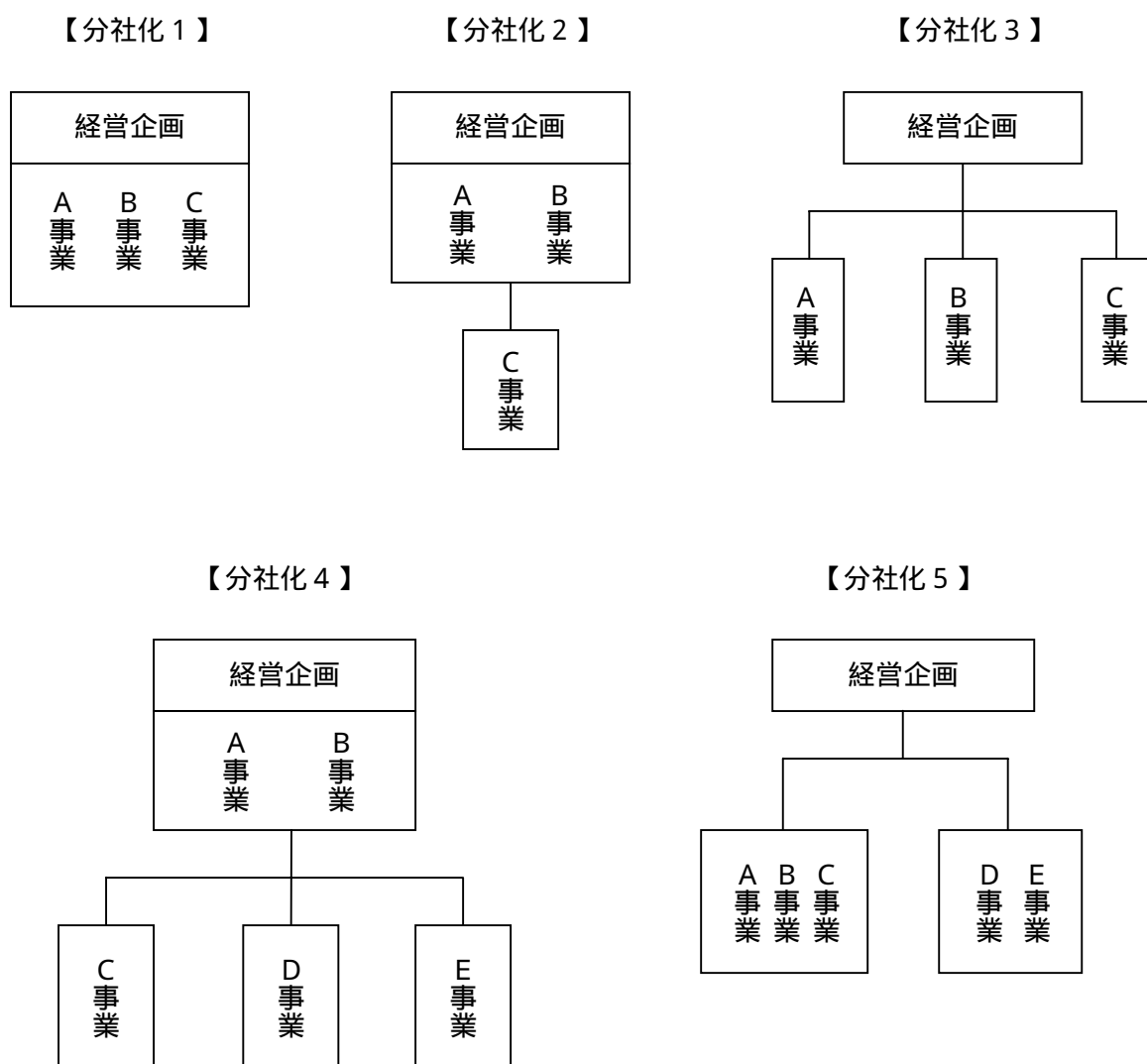
しかし、分社化の方法によっては、親会社からみた分社化尺度と子会社数ベースの分社化尺度には違いが生じる。分社化4と分社化5を比較すると、子会社数ベースの分社化尺度からみると分社化4のほうが分社化が進んでいるが、親会社からみた分社化尺度では純粹持株会社化している分社化5のほうが分社化が進んでいることになる。このように、子会社数ベースの分社化尺度と親会社からみた分社化尺度は分社化を異なる視点から捉えている。

親会社からみた分社化尺度を具体的に計測するには、事業規模を測定しなくてはならない。事業規模の代理変数としては売上高もしくは総資産が考えられる。このいずれを事業規模とするかによって分社化度には大きな違いが出る。筆者は売上高を用いるほうがより望ましいと考える。これは次のような理由による。親会社からみた分社化尺度からみて分社化が最も進んでいると位置づけられる純粹持株会社を考えると、総資産を用いた場合には、所有する子会社株式が単体ベースの貸借対照表上の関係会社株式として資産計上されるため、「単体ベースの総資産 / 連結ベースの総資産」はゼロにはならない。場合によっては事業持株会社のほうが、より分社化が進んでいるという結果も起りうる。一方、売上高を用いた場合には、純粹持株会社の単体ベースの売上高はゼロかゼロに近いものとなるため、「単体ベースの売上高 / 連結ベースの売上高」はゼロかそれに近いものとなり、純粹持株会社に近いほど数値が小さくなるという性質が確保されやすいためである。純粹持株会社のソフトバンクの例に当てはめてみると、親会社からみた分社化尺度は、売上ベースではゼロとなるが、総資産ベースでは0.608となる。カンパニー制のソニーでは、売上ベースが0.349、総資産ベースが0.440となる。このように、総資産ベースで計算すると、純粹持株会社よりも事業持株会社のほうが分社化が進んでいるという結果が生じてしまうのである。

この計測方法の欠点としては、親会社のみ製品を供給する製造部門を分社化したケースが挙げられる。この場合には、子会社の売上は親会社に対して計上されるだけであり、

連結した場合には内部で相殺される結果、単体売上と連結売上が同一となってしまう分社化が行われなかったという結果になる³。ただし、この点については、親会社にしか製品を販売しない子会社は、企業内の一事業部門に近い性格を強く持つと考えられ、分社化の計測にそれほど大きな影響を持たないのではないかと考えられる。売上高を用いた親会社からみた分社化尺度は、子会社がグループ外にどれだけ製品を販売しているかを測定するものと考えることができる。

図2 親会社からみた分社化尺度



³ また、単体売上高が連結売上高を上回ることも起りうる。例えば、子会社は親会社にのみ製品を供給する製造子会社であり、親会社が販売している製造設備を購入する場合などである。

3. 日本企業の分社化度

上記の2つの指標を用いて株式公開している日本企業の2001年度決算時の分社化状況を見てみよう。なお、データは日経 QUICK 情報の財務データベースを利用している。保有している連結子会社数をみたものが表1である。これをみると、約20%の企業は子会社を保有していない。また、10社以下の企業で全体の75%を占め、30社以下で全体の90%以上を占めており、日本企業がそれほど多くの子会社を保有しているわけではないことがわかる。

表1 子会社数の分布状況

子会社数	社数	構成比	累積値
0	686	19.9	19.9
1	338	9.8	29.6
2	315	9.1	38.8
3	261	7.6	46.3
4	237	6.9	53.2
5	201	5.8	59.0
6～10	556	16.1	75.1
11～20	387	11.2	86.3
21～30	180	5.2	91.5
31～50	125	3.6	95.1
51～100	88	2.5	97.7
101～300	65	1.9	99.6
301以上	15	0.4	100.0
合計	3,454	100.0	-

では、日本企業の分社化度は海外企業と比べてどうなのであろうか。子会社数の多い日本企業のトップ20社をリストアップしたものが表2であり、売上規模上位100社の連結子会社数をみたものが表3である。一方、海外企業については、海外企業の決算が完全な連結決算ベースであるため子会社数の入手は非常に難しい。そこで、東京証券取引所に上場している海外企業がわが国で発行する有価証券報告書に着目し、子会社数を開示している企業の子会社数を調査した。その結果が表4である。海外企業のサンプルが限られているため明快な結論を下すことはできないが、次のような比較が可能かと思われる。表4に掲載されている海外企業はいずれもグローバルにビジネスを展開している業界の大手企業である。実際、有価証券報告書に記載されている各企業の子会社の内訳をみると、圧倒的に海外子会社が多い。そこで、表2に含まれている国際的に活動している日本企業（ソニー、トヨタ、ブリジストンなど）の子会社数との比較を行ってみると、表4に記載された海外企業の保有子会社数は日本企業に比べ少ないように思われる。また、わが国の企業のうち国際展開を志向しSEC基準を採用している企業の連結子会社数をみると264社となっている（表3）。この数と比較しても海外企業の子会社数はやや少ないと判断される。これは、

表2 連結対象子会社の多い企業

企業名	連結子会社数 (社)	単体売上 (億円)	連結売上 (億円)	単体/連結 (%)
1 ソニー	1,068	26,442	75,783	34.9
2 日立製作所	1,066	35,223	79,938	44.1
3 三菱商事	574	95,628	132,455	72.2
4 トヨタ自動車	564	82,850	151,063	54.8
5 住友商事	523	83,709	96,655	86.6
6 三井物産	516	93,012	126,545	73.5
7 富士通	494	30,344	50,070	60.6
8 伊藤忠商事	491	81,288	114,005	71.3
9 プリヂストン	456	7,042	21,338	33.0
10 丸紅	354	72,894	89,722	81.2
11 リコー	331	8,601	16,723	51.4
12 日商岩井	330	36,757	54,645	67.3
13 東芝	329	31,969	53,940	59.3
14 日本郵船	329	7,490	11,429	65.5
15 松下電器産業	303	39,008	68,767	56.7
16 本田技研工業	300	32,112	73,624	43.6
17 日産自動車	297	30,199	61,962	48.7
18 商船三井	286	6,939	9,039	76.8
19 ソフトバンク	285	0	4,053	0.0
20 キリンビール	261	10,284	15,619	65.8

(注) 2001年度決算の数字を用いている。

表3 売上規模別にみた平均子会社数

連結売上高	対象企業数	連結子会社数
1 兆円台	57	102
2 兆円台	20	138
3 ~ 4 兆円台	5	119
5 ~ 9 兆円台	13	409
10 兆円超	5	455
(参考)		
SEC 基準採用企業	25	264

(注) 2001年度決算の数字を用いている。

表4 主要な外国企業の連結子会社数

企業名	業種	連結子会社数	売上高(億円)	時点
ペプシコインク	食品	約 400	33,453	2001/12/29
ダウケミカル	化学	449	34,325	2001/12/31
ヒューレット・パカード	電気機械	185	56,732	1998/10/31
マクドナルド	飲食	約 60	18,357	2001/12/31
テキサス・インスツルメント	電気機械	70	10,074	1999/12/31
バイエル	化学	128	27,091	1999/12/31
プリストルマイヤーズ	医薬品	230	11,850	2000/10/29
ポスコ	鉄鋼	33	12,079	1999/12/31
ネスレ	食品	230	48,193	1999/12/31

(注) プリストルマイヤーズの連結子会社数には関連会社が含まれている。

わが国の国際的企業が海外子会社のみならず国内子会社も多数保有していることが、主要因でないかと思われる。ただし、国際展開をそれほど進めていない日本企業も含めた子会社の保有状況を示している表 3 の結果と比較すると、海外企業の分社化度は必ずしも小さいとはいえないように思われる。

子会社数ベースの分社化尺度の分布をみたものが表 5 である。これをみると、売上高 10 億円に対して 0.1 超 0.2 以下、言い換えれば売上高 100 億円に対して 1~2 社を保有する企業が約 2 割と最も多く、その前後で構成比は徐々に小さくなっている。企業間の違いについては、売上高 10 億円に対して 1 社以下の子会社しか保有しない企業は 47.3%と約半数を占めているが、3 社を超える子会社を保有する企業も約 2 割存在しており、子会社数ベースの分社化尺度にはかなりの企業間格差がみられる。

表 5 子会社数ベースの分社化尺度

比率	社数	構成比	累積値
0	686	19.9	19.9
0超0.05以下	415	12.0	31.9
0.05超0.1以下	533	15.4	47.3
0.1超0.2以下	744	21.5	68.8
0.2超0.3以下	413	12.0	80.8
0.3超0.5以下	358	10.4	91.2
0.5超1.0以下	226	6.5	97.7
1.0超	79	2.3	100.0
合計	3,454	100.0	-

(注) 比率は子会社数を売上規模(10億円)で除したものである。

親会社からみた分社化尺度をみたものが表 6 である。単体売上が連結売上の 95%以上 100%未満という企業が 22.1%と最も多く、子会社を保有せず連結決算がない企業あるいは連結決算があったとしても単体決算と連結決算が同一(比率が 1.0)という企業が 21.3%とそれに続いている。この企業数は 734 社であり、このうち 48 社(=734 - 686)は子会社を有するが、完全な親会社向け製造子会社となっていることがわかる。単体売上が連結売上の 7 割に満たない企業は 15.2%、5 割に満たない企業は 4.2%に止まっており、親会社か

表 6 親会社からみた分社化尺度

単体/連結	社数	構成比	累積値
0以上0.1未満	8	0.2	0.2
0.1以上0.5未満	137	4.0	4.2
0.5以上0.7未満	380	11.0	15.2
0.7以上0.8未満	374	10.8	26.0
0.8以上0.9未満	581	16.8	42.8
0.9以上0.95未満	435	12.6	55.4
0.95以上1.0未満	764	22.1	77.6
1.0	734	21.3	98.8
1.0超	41	1.2	100.0
合計	3,454	100.0	-

らみた分社化を大幅に進めている企業はそれほど多くない。

4．分社化度と収益性の関係

4.1. 子会社数ベースの分社化尺度と収益性の関係

子会社数ベースの分社化尺度と収益性の関係については、次のような事例を基に考えてみよう。ここに、店舗 100 店、年間売上高 5,000 億円、従業員 3000 人のスーパー・マーケットがあったとしよう。この企業を、商品調達部門、広告部門、婦人服販売部門、食料品販売部門、店舗管理部門、物流部門といったように、業務の機能をベースに 100 社（1 社当り 30 人の従業員）に分社化することは不可能なことではないだろう。あるいは、各店舗をそれぞれ別会社にすることも可能である。しかし、仮に分社化されると、分社化された企業ごとに商法や税法で定められた決算書を作成しなくてはならず事務コストが増大すると考えられる。一方、分社化された各企業の従業員は 30 人であり、分社化による専門性の発揮などの効果はあまり期待できないのではないだろうか。言い換えると、ある一定規模の企業を考えた場合、収益性の観点からみると分社化には自ずから一定の限界があると考えられるのである。

一方、分社化しないで成長を続けることは効率的なのだろうか。スーパー・マーケットの売上高が 5000 億円ともなると、食品加工業務、物流業務、あるいは店舗管理業務はかなりの業務量になっているとみられる。この事業が分社化されることによって、意思決定の機動性が高まり、事業の収益性が明確化され、親会社とは異なる賃金体系の採用によって労務コストを削減することが可能となる余地があると思われる。また、スーパー・マーケット事業とは異なる新事業に進出する場合には、分社化はより効果的になると考えられる。分社化に伴うコストについては、分社の数が僅かなものに止まる限り相対的に小さいと考えられる。このように、事業活動が一定規模以上になったり、新事業に進出する場合などでは、分社化は収益の向上に貢献すると考えられる。

以上の議論は、子会社の増加に伴う固定的経費の増加と分社化による業務効率の改善から、一定の事業規模の企業にはその事業規模に見合った、最適な子会社数ベースの分社化尺度が存在することを示したものである。実際には、分社化によるコスト削減や従業員のモラル向上といったプラス効果、業務細分化に伴う非効率の発生といったマイナス効果が存在するが、こうした事情を考慮しても上記の論理は概ね妥当と思われる。なお、企業が属する事業特性によって、最適な子会社数は大きな影響を受ける点には留意する必要がある。

次に問題となるのは、最適な子会社数ベースの分社化尺度があったとして、企業が合理的に行動するのであれば、最適な子会社数が達成されているのではないかという疑問である。この点については、企業が経営環境の変化に必ずしも敏感に反応するわけではない点を挙げることができる。その理由としては次のようなことを指摘することができる

(Colombo and Delmastro, 2002)。まず、組織変更を行うことが最適であると保証されない不確実性のある現実世界では、経営者は極端に業績が悪化して組織変革がやむを得ないと判断されるまでは、現行の企業組織の維持を選択する傾向がある。実際、不確実な環境では、サンクコストを伴う意思決定を不確実性が減少するまで先延ばしすることが利益となることがある。次に、企業が組織変革を打ち出すと、自己の利益を守ろうとする社員の非生産的活動（社内の政治的行動）を引き起こす恐れがあるため、変革を先延ばしようという誘因が生じるのである。

こういった企業組織の変革を抑制する要因により、かりに最適な子会社数というものが存在しているとしても、必ずしもそれが達成されるとは限らず、子会社数が過剰な企業、最適な企業、過小な企業が混在していると考えられるのである。子会社数が過剰な企業や過小な企業には何らかの非効率が生じるため、その業績は最適な子会社数を達成している企業の業績を下回ると考えられる。

4.2. 親会社からみた分社化尺度と収益性の関係

親会社からみた分社化尺度と収益性の関係については、例えば、売上高 20 億円の A 事業と売上高 80 億円の B 事業を営んでいる P 社（事業に重複がないので連結売上は 100 億円）があったとして、分社化しない、A 事業を分社化する、B 事業を分社化する、A 事業と B 事業をともに分社化し純粋持株会社を設立する、といった 4 つのケースで企業の収益性に何らかの違いが出るのだろうかという問題として捉えることができる。ちなみに、先の子会社数ベースの分社化尺度は、 0 、 $1/100$ 、 $2/100$ となる。この問に対する回答は難しい。純粋持株会社が設立されることによって、経営戦略が本社部門で専門的に担われることが職務の効率化につながるのであれば、親会社からみた分社化程度が進むほど収益性は向上するだろう。逆に、純粋持株会社が十分に本社機能を発揮できないならば、むしろあるいはの事業持株会社が望ましいものになるかもしれない。親会社からみた分社化尺度と収益性の関係は、親会社が分社化尺度の程度に応じて適切な本社機能を発揮できるかという能力にかかっているといえる。このため、親会社からみた分社化尺度と収益性の関係の分析は、分社化尺度と収益性の関係について事前に何らかの仮説を設けそれをデータによって検証するのではなく、データの分析から明らかとなる分社化尺度と収益性の関係によって本社機能の発揮の状況を判断することに主眼が置かれるべきではないかと考える。

5. 分析方法

株式公開企業の連結子会社情報および連結・単体決算情報に関するパネルデータを基に、2 つの分社化尺度を作成し、分社化度が企業収益に与えているかどうかを検証する。

5.1. データ

1999年3月31日～2002年3月31日に決算を発表した、株式公開している全企業を対象とする。ただし、金融機関、空運、電力、ガスは分析対象から除外した。金融機関は財務内容が事業会社と大きく異なるため、また電力、ガス、空運は規制の強い産業に属し、かつ企業数も少ないためである。1999年3月31日からの決算を対象としたのは、連結会計に係る会計基準が1999年3月31日から大幅に改正されたためである⁴。また、変則決算企業は分析対象から除外した。この結果、最終的な分析対象企業は9195社である。なお、データはすべて日経 QUICK 情報の企業財務データを利用している。

5.2. 分析対象業種

全企業ベースと業種ごとの2種類の分析を行った。

業種の分類は日経業種分類の中分類⁵をベースとした。分析対象となった業種は次の30業種である。

食品、繊維、パルプ・紙、化学工業、医薬品、石油、ゴム、窯業、鉄鋼業、非鉄金属及び金属製品、機械、電機機器、造船、自動車・自動車部品、その他輸送機器、精密機器、その他製造業、水産、鉱業、建設、商社、小売業、不動産、鉄道・バス、陸運、海運、空運、倉庫・運輸関連、通信、サービス

5.3. 推計式

企業業績を被説明変数、子会社戦略を示す変数を説明変数とする回帰分析を行い、子会社戦略が企業業績に与える影響を分析する。なお、1999年3月31日～2002年3月31日の決算データを用いているため、1企業が最大で3年分のデータを保有することになる。

被説明変数である企業業績には総資本事業利益率（RIEKI）を用いた。総資本事業利益は、 $(\text{営業利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当金}) / \text{総資産} * 100$ によって算出される。

説明変数としては、子会社数ベースの分社化尺度（KOGAISHA）親会社からみた分社化尺度（RENTAN）連結売上高（KIBO：単位は百万円、対数値）を用いる。ただし、分社化度が企業業績に与える影響は、単純な線形関係ではない可能性がある。子会社数ベースの分社化尺度と企業業績の関係のところでもみたように、分社化度が小さい場合には分社化が進むほど企業業績は向上するが、あまりに分社化が進むとかえって企業業績が低下するといった関係が存在するかもしれないためである。この非線形の影響を捕捉するために、KOGAISHA と RENTAN については次のような変形を行った⁶。

KOGAISHA の変形の内容は、ある固定した水準（KLEVEL 1 と KLEVEL 2）を設定して、次のような変数を作成するものである。

⁴ 改正点は2つある。一つは連結対象が支配力基準から影響力基準に改められ、連結対象範囲が拡大したことである。もう一つは決算の開示内容が連結決算中心に改められたことである。

⁵ 日経業種分類の中分類は、製造業を17業種、非製造業を19業種に分類している。

$$\begin{aligned}
\text{KOGAISHA1} &= \text{KOGAISHA} && : \text{KOGAISHA} < \text{KLEVEL 1 の場合} \\
&= \text{KLEVEL1} && : \text{KOGAISHA} \geq \text{KLEVEL1 の場合} \\
\text{KOGAISHA2} &= 0 && : \text{KOGAISHA} < \text{KLEVEL 1 の場合} \\
&= \text{KOGAISHA} - \text{KLEVEL 1} && : \text{KLEVEL 1} < \text{KOGAISHA} < \text{KLEVEL 2 の場合} \\
&= \text{KLEVEL2} - \text{KLEVEL 1} && : \text{KOGAISHA} \geq \text{KLEVEL2 の場合} \\
\text{KOGAISHA3} &= 0 && : \text{KOGAISHA} < \text{KLEVEL2 の場合} \\
&= \text{KOGAISHA} - \text{KLEVEL2} && : \text{KOGAISHA} \geq \text{KLEVEL2 の場合}
\end{aligned}$$

この KOGAISHA1 ~ 3 については、

$$\text{KOGAISHA} = \text{KOGAISHA1} + \text{KOGAISHA2} + \text{KOGAISHA3}$$

という関係が成立している。

KOGAISHA1 は低レベルでの分社化の影響を、KOGAISHA2 は中レベルの分社化の影響を、KOGAISHA3 は高レベルの分社化の影響を測定するものである。

RENTAN についても、KOGAISHA を変形する際に設定した固定水準 (KLEVEL 1 と KLEVEL 2) と同様に、固定された水準 (RLEVEL 1 と RLEVEL 2) を設定し、RENTAN1、RENTAN2、RENTAN3 という変数を作成した。KOGAISHA1 ~ KOGAISHA3 は数値が大きくなるほど分社化の度合いが大きくなるが、RENTAN1 ~ RENTAN3 は数値が小さくなるほど分社化の度合いが大きくなる点には注意が必要である。

なお、(KLEVEL 1、KLEVEL 2) (RLEVEL 1、RLEVEL 2) の組み合わせについては、表 2 および表 3 の分布状況から勘案し、(0.1、0.3) と (0.8、0.95) という組み合わせを基本とした。ただし、(RLEVEL 1、RLEVEL 2) については、(0.9、0.95) (0.95、0.975) という組み合わせも同時に試みてみた。分析結果を記載している表 7 では、(RLEVEL 1、RLEVEL 2) が (0.8、0.95) の場合を「全産業 1」、(0.9、0.95) の場合を「全産業 2」、(0.95、0.975) の場合を「全産業 3」として結果を記載している。

6 . 分析結果

推定結果は表 7 のとおりである。分析結果を子会社数ベースの分社化尺度が企業業績に与える影響と、親会社からみた分社化尺度が企業業績に与える影響に分けてみていきたい。

6.1. 子会社数ベースの分社化尺度と収益性の分析結果

全企業を対象とする分析結果をみると、全産業 1 ~ 全産業 3 のいずれについても、KOGAISHA 1 と KOGAISHA 3 の係数の符号はプラスだがは統計的に有意な値とはなっていない。

⁶ この変形は、Morck et.al (1988) に従ったものである。

表7 実証分析結果

業種名	標本数	KOGAISHA1	KOGAISHA2	KOGAISHA3	RENTAN1	RENTAN2	RENTAN3	URIAGE	CONST	Adj R ²	Hausman test	Type
全産業 1	9195	0.218 (0.966)	-13.610 (<0.001)	0.298 (0.462)	10.742 (<0.001)	23.097 (<0.001)	14.810 (0.027)	10.043 (<0.001)		0.665	<0.0001	Fixed
全産業 2	9195	-0.036 (0.994)	-13.733 (<0.001)	0.341 (0.401)	12.297 (<0.001)	37.426 (<0.001)	11.860 (0.090)	10.092 (<0.001)		0.665	<0.0001	Fixed
全産業 3	9195	0.016 (0.997)	-13.952 (<0.001)	0.370 (0.369)	13.700 (<0.001)	42.805 (0.004)	8.585 (0.356)	10.112 (<0.001)		0.665	<0.0001	Fixed
食品	407	-27.755 (0.227)	14.398 (0.206)	-4.707 (0.236)	5.964 (0.118)	19.444 (0.060)	-79.663 (0.053)	5.227 (0.001)		0.744	0.0051	Fixed
繊維	231	31.037 (0.164)	-9.082 (0.271)	2.957 (0.002)	8.094 (0.163)	4.584 (0.741)	-12.985 (0.716)	5.869 (0.001)		0.821	<0.0001	Fixed
パルプ・紙	98	39.263 (0.136)	-28.874 (0.022)	24.737 (0.181)	34.352 (0.035)	52.385 (0.015)	-52.586 (0.225)	25.721 (<0.001)		0.760	<0.0001	Fixed
化学	591	-19.811 (0.011)	-2.585 (0.544)	-2.968 (0.236)	18.601 (<0.001)	23.357 (<0.001)	20.116 (0.273)	13.913 (<0.001)		0.884	<0.0001	Fixed
医薬品	154	-6.908 (0.704)	-22.950 (0.146)	-5.280 (0.289)	8.817 (0.373)	-6.400 (0.797)	54.055 (0.345)	11.834 (<0.001)		0.877	0.0002	Fixed
石油	30	-14.451 (0.438)	34.545 (0.011)	-17.747 (0.091)	-27.086 (0.250)	7.740 (0.377)	33.155 (0.355)	0.302 (0.442)	19.434 (0.356)	0.288	0.0638	Random
ゴム	76	1.800 (0.920)	3.047 (0.775)	-5.201 (0.244)	14.028 (0.358)	28.650 (0.011)	-16.294 (0.018)	11.394 (<0.001)		0.861	0.0001	Fixed
窯業	207	-9.134 (0.526)	0.436 (0.966)	3.052 (0.491)	12.752 (0.041)	12.080 (0.149)	30.741 (0.303)	20.884 (<0.001)		0.752	<0.0001	Fixed
鉄鋼	187	-17.260 (0.335)	-6.444 (0.424)	13.990 (0.149)	21.698 (0.001)	-7.375 (0.438)	71.516 (0.029)	12.654 (<0.001)		0.520	<0.0001	Fixed
非鉄金属 金属製品	415	-30.440 (0.018)	0.296 (0.959)	-6.214 (0.003)	11.823 (0.001)	-3.679 (0.572)	35.730 (0.036)	9.778 (<0.001)		0.792	<0.0001	Fixed
機械	722	-35.955 (0.013)	-12.005 (0.026)	-0.789 (0.678)	14.908 (<0.001)	23.731 (<0.001)	13.372 (0.453)	16.028 (<0.001)		0.841	<0.0001	Fixed
電気機器	850	-18.942 (0.120)	-38.376 (<0.001)	0.521 (0.394)	35.673 (<0.001)	32.047 (<0.001)	2.457 (0.897)	12.390 (<0.001)		0.814	<0.0001	Fixed
造船	23	-13.870 (0.452)	8.853 (0.432)		-7.578 (0.424)	-16.970 (0.124)	115.487 (0.022)	-0.056 (0.879)	9.227 (0.305)	0.373	0.2736	Random
自動車 同部品	254	-20.189 (0.199)	-9.555 (0.222)	13.416 (0.178)	13.372 (0.013)	-5.062 (0.518)	-4.098 (0.803)	4.561 (<0.001)		0.794	0.0168	Fixed

その他輸送用機器	60	-32.221 (0.206)	0.424 (0.970)	-19.049 (0.001)	8.326 (0.269)	-18.173 (0.135)	-66.762 (0.226)	0.059 (0.943)	-0.176 (0.987)	0.223	0.1171	Random
精密機器	145	75.325 (0.002)	-35.168 (0.002)	-0.684 (0.897)	18.130 (0.030)	13.930 (0.328)	136.549 (0.001)	15.613 (<0.001)		0.845	<0.0001	Fixed
その他製造	334	17.995 (0.352)	-23.879 (0.012)	-0.333 (0.956)	58.759 (<0.001)	27.688 (0.029)	-1.906 (0.951)	13.213 (<0.001)		0.715	<0.0001	Fixed
水産業	31	-10.015 (0.904)	0.420 (0.988)	-10.040 (0.387)	-19.859 (0.332)	62.095 (0.106)	43.191 (0.591)	16.686 (0.017)		0.943	0.0116	Fixed
鉱業	30	-1759.00 (<0.001)	-59.837 (0.003)	-31.597 (0.263)	-15.525 (0.113)	-100.497 (0.046)	-3.813 (0.847)	-0.184 (0.946)		0.996	0.0004	Fixed
建設	705	27.299 (0.455)	-29.313 (0.120)	-3.276 (0.815)	39.007 (0.031)	-4.775 (0.831)	49.288 (0.347)	11.583 (<0.001)		0.428	0.0023	Fixed
卸売	1100	-11.674 (0.225)	-1.348 (0.798)	-6.398 (0.021)	2.912 (0.301)	19.051 (<0.001)	8.594 (0.575)	7.220 (<0.001)		0.792	<0.0001	Fixed
小売	596	-21.066 (0.164)	-25.372 (0.002)	-16.710 (0.079)	2.167 (0.607)	10.836 (0.207)	-18.917 (0.325)	1.557 (0.163)		0.856	0.0003	Fixed
その他金融	161	24.676 (0.605)	11.117 (0.741)	4.060 (0.694)	-12.196 (0.529)	4.759 (0.902)	25.238 (0.823)	1.422 (0.169)	-6.310 (0.746)	-0.007	0.6898	Random
不動産	188	24.586 (0.295)	22.445 (0.074)	-28.113 (<0.001)	-15.226 (0.052)	34.688 (0.046)	38.465 (0.463)	1.173 (0.091)	-1.715 (0.870)	0.207	0.4351	Random
鉄道・バス	105	-15.154 (0.244)	-2.186 (0.542)	-1.086 (0.287)	3.075 (0.007)	2.836 (0.732)	-18.070 (0.617)	0.255 (0.257)	-0.176 (0.964)	0.384	0.2936	Random
陸運	112	-27.471 (0.069)	-7.493 (0.142)	1.481 (0.463)	-1.894 (0.615)	9.066 (0.131)	-56.710 (0.080)	-0.146 (0.688)	9.969 (0.069)	0.104	0.0884	Random
海運	61	5.517 (0.845)	-1.806 (0.879)	1.150 (0.383)	5.336 (0.339)	-0.707 (0.936)	-1.826 (0.818)	1.078 (0.004)	-12.571 (0.037)	0.211	0.0835	Random
倉庫	119	-136.303 (0.137)	-4.795 (0.613)	3.651 (0.691)	22.938 (0.020)	26.020 (0.042)	-176.284 (0.005)	3.657 (0.026)		0.804	0.0063	Fixed
通信	69	-156.824 (0.001)	49.926 (0.086)	-10.137 (0.269)	10.132 (0.191)	-14.435 (0.631)	-155.488 (0.081)	-0.220 (0.822)	11.017 (0.486)	0.128	0.1933	Random
サ - ビス	1135	-23.186 (0.132)	15.251 (0.081)	1.440 (0.057)	1.704 (0.714)	50.336 (<0.001)	19.519 (0.250)	14.166 (<0.001)		0.759	<0.0001	Fixed

(注) 1. カッコ内の数字はp値である。網掛けは10%水準で統計的に有意な係数を示している。

2. 全産業1および業種別の推定は、KLEVEL1=0.1, KLEVEL2=0.3, RLEVEL1=0.8, RLEVEL2=0.95として、KOGAISHA 1~3およびRENTAN 1~3を作成している。全産業2と全産業3については、KOGAISHA 1~3は全産業1と同じだが、RENTAN 1~3については、全産業2ではRLEVEL1=0.95, RLEVEL2=0.90、全産業3ではRLEVEL1=0.975, RLEVEL2=0.95を用いている。

いない。しかし、KOGAISHA 2 については、統計的に有意なマイナスとなっている。この結果は、企業規模を一定として子会社を増やしていく場合に、10 億円につき 1 社未満の範囲にある場合には子会社増加は企業業績に影響を与えないが、10 億円につき 1 社～3 社の範囲にある場合に子会社を増やす場合には、子会社が増えるにしたがって企業業績が低下することを示している⁷。これは、収益面からは 10 億円につき 1 社以内に子会社数を抑制するほうが得策であることを示している。

業種別にみた結果でも、統計的に有意なものについては KOGAISHA1～KOGAISHA3 のいずれについてもマイナスの符号のものが多く、企業業績面からみると、子会社数ベースからみた分社化には一定の限界がある業界が多いことを示している。中でも、化学、非鉄金属・金属製品、機械、鉱業、陸運、通信などでは、企業規模に比べ子会社が少なければ少ないほど企業業績が良好という結果となっている。

注目される業種としては繊維業とサービス業がある。繊維業は KOGAISHA3、サービス業は KOGAISHA2 と KOGAISHA3 で有意なプラスとなっている。繊維業では KOGAISHA3 の段階、サービスでは KOGAISHA2 の段階から、分社化を進めるほど企業業績が高まることを示している。これは、繊維業ではコア事業である繊維事業が衰退する中で、高度な分社化によって多角化やコスト削減を進めることが収益向上につながることを意味していると考えられるし、労働集約的産業であるサービス業については、分社化による組織管理が適した事業特性を持っていることを窺わせる。

6.2. 親会社からみた分社化尺度と収益性の関係

全産業を対象とする分析結果をみると、(RLEVEL 1、RLEVEL 2) がそれぞれ (0.8、0.95) と (0.9、0.95) である全産業 1 と全産業 2 では、RENTAN 1～3 のいずれもが有意なプラスである。RENTAN は KOGAISHA とは逆に、値が小さくなるほど分社化が進んでいることを示すため、この結果は、分社化によって事業を親会社の外部に出せば出すほど企業業績が悪化することを示している。しかし、(RLEVEL 1、RLEVEL 2) を (0.95、0.975) とする全産業 3 の結果をみると、RENTAN3 の符号はプラスだが統計的有意性が失われており、親会社からみた分社化尺度が 0.975 以下に止まるものであるならば、分社化のマイナス効果は消滅することを示している。RENTAN 1 は純粋持株会社に代表されるような、本社がスリム化され分社化が非常に進んだ段階の分社化度を示し、RENTAN2 はそれに次ぐ分社化度を示している。この結果は、親会社からみた分社化が進み過ぎるとマイナス分社化のマイナス効果が顕在化してくることを示している。親会社からみた分社化を高度に進めた場合には、本社機能を発揮することが従来にも増して重要となるが、上記の結果からみる限り、本社機能が十分に発揮されていないケースが多いことを示していると解釈することもできる。

業種別の結果をみると、RENTAN 1 で不動産、RENTAN2 で鉱業に有意なマイナスがみ

⁷ 3 社以上となると子会社の増加は企業業績に影響を与えなくなる。

られるものの、RENTAN1では13業種、RENTAN2では12業種について、統計的に有意なプラスがみられ、総じて全産業の結果と同様の結果となっている。RENTAN3については、有意な結果は少なくなり、有意な係数の符号についてもマイナスが増加する。有意なマイナスが5業種、有意なプラスが3業種である。親会社からみた分社化が軽微な段階にあっては分社化の影響は総じて小さく、その影響の方向もRENTAN3の係数のマイナス符号が示すように、分社化を進めたほうがより効果的な産業も増加するのである。

以上のRENTANの結果は、これまでの日本企業は、純粹持株会社や分社化を高度に進めたグループ構造の下では本社機能を十分に発揮できておらず、むしろ重要な事業のほとんどを本体に残した事業持株会社形態のほうが企業パフォーマンスが良好なことを示しているといえる。

なお、企業規模については、30業種のうちの21業種で有意なプラス符号が観測されており、規模の経済性が存在することが確認される。

7. 結論

本稿は、日本の上場企業の分社化度を測定し、分社化の違いが企業業績に与える影響を考察した。分社化度の測定については、「子会社数ベースの分社化尺度」と「親会社からみた分社化」という2つの見方があることを提示し、企業の子会社データや財務データを用いて実際に分社化度を測定した。それによると、分社化度はそれほど大きなものではなく、高度に分社化を進めている企業は一部に止まることが明らかとなった。

分社化と企業業績の関係については、企業は経営環境の変化に必ずしも敏感に反応するわけではないとの理論的・実証的結果を踏まえつつ、分社化度の違いが企業業績に異なる影響を与えているとの認識に立って、パネルデータによる計量的分析を実施した。それによると、「子会社数ベースの分社化尺度」は、分社化度が一定限度を越えると分社化の推進は企業業績を悪化させることが明らかとなった。ただし、繊維業のように本業が衰退し、多角化が効果的な戦略となっている一部の業種では、分社化を押し進めるほうが企業業績の好転につながるということが明らかとなっている。「親会社からみた分社化」については、事業の大半を企業内部に止め、事業のごく一部を分社化するのが企業業績にとっては望ましいことが明らかとなった。分社化を進める場合には、本社機能の発揮が従来にも増して重要となるが、これまでの日本企業では本社機能が十分に発揮できていないケースが多いことを、この結果は示していると考えられる。

最後に、本稿の分析の課題を提示して締めくくりたい。それは、本稿では分社化度が企業業績を決定するという立場をとってきたが、企業業績が分社化度を決定するという逆の因果関係が存在することである。業績が悪化した事業を分社化して、コスト削減を図ることは繊維業などの衰退産業でよくみられることである。本分析はこうした逆の関係を考慮していないという問題点が残っている。両方向の関係を考慮した分析を行うことが今後の課題である。

参考文献

- 伊藤秀史・林田修, 1996, 「企業の境界」伊藤秀史編『日本の企業システム』、東京大学出版会.
- 伊藤秀史・林田修, 1997, 「分社化と権限委譲 不完備契約アプローチ」『日本経済研究』, No34, 89-117.
- 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」『通産研究レビュー』, No9, 24-59.
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修, 2002, 「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス - 権限・責任・モニタリング」伊藤秀史編著『日本企業 変革期の選択』、東洋経済新報社.
- 遠藤泰弘, 1988, 『分社経営の実際』、日本経済新聞社 .
- Armour, H. O. and D. J. Teece, 1978, "Organizational Structure and Economic Performance : A Test of Multidivisional Hypothesis," *Bell Journal of Economics* 9, 106-122.
- Chandler, A.D., 1962, *Strategy and Structure : Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, MIT Press.
- Colombo, M. G., and M. Delmastro, 2002, "The Determinants of Organizational Change and Structural Inertia : Technological and Organizational Factors," *Journal of Economics & Management Strategy* 11, 595-635.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Steer, P. and J.Cable, 1978, "Internal Organization and Profit : An Empirical Analysis of Large U.K. Companies," *Journal of Industrial Economics* 27, 13-30.
- Teece, D. T., 1981, "Internal Organization and Economic Performance : An Empirical Analysis of the Profitability of Principal Firms," *Journal of Industrial Economics* 30, 173-199.
- Thompson, R.S., 1981, "Internal Organization and Profit : A Note," *Journal of Industrial Economics* 30, 201-211.