

日本企業における純粋持株会社形態の採用動機

——組織形態の採用に影響を与えるファクターの考察——

大 坪 稔

要 旨

本稿の目的は、カンパニー制との比較のうえで、いかなるファクターが純粋持株会社形態（ここでは、純粋持株会社及びその傘下企業を総称して純粋持株会社形態と呼ぶ）の採用に影響を及ぼしているのかについて実証的に明らかにすることである。これまで、純粋持株会社がいかなる機能を果たしえるのかについて様々な主張がなされてきたが、その多くはカンパニー制や事業持株会社などにおいても代替可能であると考えられた（下谷 [1995]）。しかしながら、日本企業における純粋持株会社形態とカンパニー制の計画・採用というアナウンスメントに対し、株式市場は異なる反応を示している（大坪 [2001]）。これは、両組織形態が同様な機能を有してはいないことを示唆している。そこで、本稿では、どのようなファクターが両組織形態の採用に影響を与えているのかについて分析を行い、純粋持株会社形態を採用しようとしている企業の特徴を明らかにする。

実証分析から得られた結果は、同業他社との比較分析において、①親会社の事業の収益性が低い企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあることが明らかとなった。またカンパニー制との比較分析において、②親会社の収益性に比べ、傘下企業の収益性が相対的に高い企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあること、③キャッシュ・フローが逼迫している企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向があること、④親会社の事業規模が大きな企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあること、が明らかとなった。このことより、傘下企業を含む「グループ全体の事業の再構築」を必要とし、かつ「市場からの資金調達必要性」が生じている企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあると考えられる。

目 次

はじめに

I. 組織形態の採用に影響を与えるファクターの考察

1. 組織形態の採用に対する株式市場の評価
2. 収益性の明確化と事業の再構築の範囲
3. 市場評価と資金調達

II. リサーチ・デザイン

1. サンプル
2. 分析方法

はじめに

1997年に純粋持株会社が解禁されたことをうけ、これまで事業持株会社であった一部の日本企業は、全ての事業部門を分社化することで親会社を純粋持株会社とする組織再編を計画・実施しつつある。その場合、純粋持株会社自身は、直接事業活動を行わず¹⁾、傘下企業が事業活動を担う。一方、純粋持株会社は株式の所有にもとづき専ら傘下企業のコントロールを行う。

純粋持株会社形態と類似した組織形態の一つとして、近年、日本企業により採用されつつある「カンパニー制」が挙げられる。同組織形態は、一企業内ではあるものの、カンパニーと呼ばれる擬似的な傘下企業とそれらを統括する経営会議²⁾から構成される点において、純粋持株会社形態ときわめて類似している。しかしながら、大坪 [2001] によれば、両組織形態の計画・採用というアナウンスメントに対して株式市場は異なる反応を示すという実証結果が得られている。

本稿の目的は、カンパニー制との比較のうえで、いかなるファクターが純粋持株会社形態の採用に影響を及ぼしているのかについて実証的に明らかにすることである。単独や連結などの収益性を考慮した場合、株式市場は両組織形態の採用に対して異なる反応を示している（大坪 [2001]）。これは、収益性などのファクターが両組織形態の採用に影響を与える可能性があることを示唆したものである。そこで、本稿では、これらのファクターが両組織形態の採用に

III. 実証結果

むすびにかえて

影響を与えているのか否かについて分析を行い、純粋持株会社形態を採用しようとしている企業の特徴を明らかにする。

構成は以下の通りである。I 節では、純粋持株会社形態とカンパニー制の採用動向および市場評価の相違について概観し、どのようなファクターが両組織形態の採用に影響を与える可能性があるのかに関する考察を行う。II 節では、実証分析を行うにあたってのサンプルの抽出および分析方法について述べる。III 節では実証結果とその解釈を示し、最後に今後の課題を述べる。

I. 組織形態の採用に影響を与えるファクターの考察

1. 組織形態の採用に対する株式市場の評価

1994年のソニーによるカンパニー制の採用以降、カンパニー制を採用する日本企業が増加している。たとえば、1997年に伊藤忠商事、1998年には日立造船がカンパニー制を採用している。その際、カンパニー制を採用した企業の多くが収益性の明確化をその導入目的の一つとして挙げている。具体的には、各事業部門をカンパニーに改組し、社内資本金などを割振ることで、各カンパニーの収益性を明確化させることを企図している。一方、1997年に純粋持株会社が解禁されたことを受け、親会社を純粋持株会社とする組織変更を計画している企業も増加している。たとえば、ダイエーは部分的・段階的ではあるものの純粋持株会社を採用している。

また、日本バルカー³⁾と荏原⁴⁾は、それぞれ2003年と2005年に親会社を純粋持株会社とする組織変更を計画している。これらの企業の中には、親会社が行っている事業（の一部）の収益性の低下を契機とし、各事業部門の収益性の明確化を目的として純粋持株会社形態を計画・採用しているケースが見られる⁵⁾。

このように、カンパニー制と純粋持株会社形態は対象となる事業部門の法的位置づけは異なる⁶⁾ものの、両組織形態を計画・採用している企業はこれまで親会社が行ってきた複数の事業部門の収益性を明確化させることを企図していると考えられる。このため、各事業部門の収益性を明確化させる点に着目した場合、カンパニー制を採用した場合でも純粋持株会社形態を採用した場合でも収益性を明確化させることが可能となる。すなわち、「収益性の明確化」という点からは両組織形態は代替可能な組織形態であると考えられるのである。このような両組織形態の類似性について、下谷 [1995] は「カンパニー制を採用することは、純粋持株会社の形態に極限まで近づく」と指摘している⁷⁾。

大坪 [2001] は両組織形態が代替可能であるか否かという問題に対し、両組織形態の計画・採用というアナウンスメントが株式市場によってどのように評価されるのかについて実証分析を行った。具体的には、単独・連結ベースの収益性や事業規模などを独立変数とし、株式市場の反応を示す累積平均残差（CAR）を従属変数とする最小二乗法による回帰分析を行った。その結果、株式市場が異なる反応を示すことを明らかにしている。これは、両組織形態が代替可能でないことを示している。すなわち、純粋持株会社形態とカンパニー制は代替可能な組織形態ではないのである。

2. 収益性の明確化と事業の再構築の範囲

純粋持株会社形態とカンパニー制の相違点として、傘下企業が「擬似的」であるか否かという点が挙げられる⁸⁾。すなわち、純粋持株会社形態においては、各傘下企業は法的に独立した存在であり、純粋持株会社たる親会社と各傘下企業は株式の所有に基づく関係である。これに対し、カンパニー制においては、企業内にあくまでも「擬似的」傘下企業として各カンパニーが設定されているのである。

一方、これまで日本の大企業の多くは親会社が直接事業活動を行うと同時に傘下企業を有するという事業持株会社形態を採用してきた。そのため、これら既存の傘下企業を考慮した場合、両組織形態は対象としている事業の「範囲」が異なることが考えられる。事業持株会社形態における親会社がカンパニー制を採用する場合、親会社内に各カンパニーが設定されるが、それと同時に既存の傘下企業が存在している。そのため、実際にはカンパニーと傘下企業とで収益性などの算出方法が異なり、そのために各カンパニーと傘下企業間の収益性の相互比較が困難なケースが考えられるのである。

表1は、実際にカンパニー制を採用した企業が社内資本金をどのように算出しているのかを表している。同表より、カンパニー制を採用している企業ごとに算出方法が著しく異なっていることがわかる。この相違は、企業を取り巻く環境に適合させる、あるいは以前に採用していた組織形態と整合的にカンパニー制を設定しようとしていることが一因として考えられる。このように各カンパニーは「擬似的」傘下企業であるため、その設定を柔軟に決定できる反面、

表1 社内資本金等の計算

	化	食	織	鉄	非	精	電	金	輸	商	運	合
	学	料 品	維	鋼	鉄 属	密 機 械	機	融 保 險	送 機 器	業 サ ー ビ ス	輸 通 信	計
①各カンパニーの資産－固有の負債＝社内資本金					1	1	4					6
②各カンパニーの固定資産＝社内資本金	1		1				2		1			5
③各カンパニーの総資産＝社内資本金	1			1						1		3
④各カンパニーの資産－固有の負債＝社内借入金											1	1
⑤各カンパニーの資産－社外借入金＝社内借入金	1											1
⑥各カンパニーの所要資金または使用資金			1				1			1		3
⑦資産規模＋人員規模＋利益額										4		4
⑧その他												
事業スケールによる想定資本を計算		1										1
事業部資本の合計である							1					1
各カンパニーのリスクを一定範囲内にするための資本								1				1
初期資本の ROE が一律になるように設定										1		1
N.A.	1	1								1		3
合 計	4	2	2	1	1	1	8	1	1	8	1	30

〔出所〕 木村 [2000], 68 (1124) 頁。

収益性の算出方法などについては必ずしも既存の傘下企業と一致していないのである。そのため、各カンパニー間の収益性の相互比較は可能なものの、カンパニーと傘下企業間の相互比較が困難になると考えられる。

これに対し、事業持株会社形態から純粋持株会社形態へ組織変更を行う場合、純粋持株会社形態採用以降に新たに設立された傘下企業も採用以前から存在していた既存の傘下企業もともに傘下企業である。そのため、カンパニー制の際に生じるような事業部門間（傘下企業間）の相互比較の困難性という問題は生じないのである。このような相違から、カンパニー制は親会社内の事業部門のみを対象とした事業の再構築を意図していることが考えられる。一方、純粋持株会社形態においては、親会社内の事業部門のみではなく、既存の傘下企業を含むグループ全体の事業の再構築を意図していると考えられるのである。

大坪[2001]では、純粋持株会社形態においては親会社に比べ傘下企業の収益性が相対的に高い企業ほど株式市場が高く評価したのに対し、カンパニー制においてはそのような関係は見られなかった。この結果に加え、親会社が行っている事業(の一部)の収益性の低下を契機として純粋持株会社形態の採用が計画されているケースが多いことを考慮すると、純粋持株会社形態の採用をつうじて親会社がこれまで直接行ってきた低収益事業が縮小され、同時に相対的に収益性の高い傘下企業の事業拡大が行われることを株式市場は評価していると考えられる。すなわち、純粋持株会社形態の採用をつうじて、これまで親会社が直接行ってきた事業のみならず、傘下企業を含むグループ全体の事業の再構築が行われ、その結果として株主の富を増大させると株式市場が評価しているということである。

一方、カンパニー制については純粋持株会社形態の場合のような関係が見られなかったこと

表2 両組織形態のアナウンスメントに対する
株式市場の反応 (AR)

日にち	純粋持株会社企業	カンパニー制企業
-10	-0.35 (-0.7842)	-0.13 (-0.2302)
-9	0.13 (0.3007)	-0.09 (-0.1572)
-8	0.01 (0.0182)	0.37 (0.6620)
-7	-0.02 (-0.0526)	-0.20 (-0.3582)
-6	0.11 (0.2386)	0.30 (0.5246)
-5	0.41 (0.9146)	0.04 (0.0724)
-4	-0.44 (-0.9935)	0.98* (1.7479)
-3	0.00 (0.0008)	0.95 (1.6763)
-2	0.68 (1.5316)	-0.54 (-0.9505)
-1	0.17 (0.3860)	0.06 (0.1058)
0	1.14* (2.5616)	0.06 (0.1128)
1	0.42 (0.9486)	0.15 (0.2722)
2	0.13 (0.2931)	-0.41 (-0.7348)
3	0.37 (0.8287)	-0.38 (-0.6693)
4	0.28 (0.6284)	-0.21 (-0.3756)
5	-0.17 (-0.3859)	-0.39 (-0.6863)
6	-0.36 (-0.8035)	1.20** (2.1298)
7	-0.60 (-1.3585)	0.53 (0.9336)
8	-0.10 (-0.2178)	-0.22 (-0.3785)
9	-0.05 (-0.1027)	-0.29 (-0.5171)
10	-0.22 (-0.4838)	0.59 (1.0418)

(注) *: 5%水準で有意, **: 1%水準で有意。

() 内は t 値であり、以下の方法で算出している。

ARt/マーケットモデルの推定における誤差項の標準偏差

0日: 組織形態の計画・採用というアナウンスメントの公表日。

サンプルは、純粋持株会社形態企業35社、カンパニー制企業38社で、抽出方法は、IIに詳述している。

残差リターンであるARの算出方法については、大坪[2001]を参照。

から、傘下企業を含むグループ全体の事業の再構築が行われ、株主の富を増大させると株式市場から評価されていないと考えられる。

このように、既存の傘下企業を含む「グループ全体」の事業の再構築を導くか否かという点において市場評価が異なることから、グループ全体の事業の再構築を必要としているか否かが両組織形態の採用に影響を及ぼす可能性があると考えられる。すなわち、既存の傘下企業を含むグループ全体の事業の再構築を行うことを企図した企業が純粋持株会社形態を採用し、親会社内の事業のみを対象とした事業の再構築を企図した企業がカンパニー制を採用するということである。

3. 市場評価と資金調達

両組織形態における市場評価の相違、すなわち純粋持株会社形態が市場からより高い評価を得ることに着目した場合、株式市場(あるいは資本市場)から資金調達を行う必要性が生じているか否かが組織形態の採用に影響を与えていることが考えられる。つまり、株式市場から資金調達を行うことを必要としている企業が特に純粋持株会社形態の採用を企図する可能性がある。

表2は、純粋持株会社形態とカンパニー制の計画・採用というアナウンスメントに対する株式市場の反応をイベント・スタディを用いて表したものである⁹⁾。公表日である0日に着目すると、純粋持株会社形態において有意に正であることがわかる。これに対し、カンパニー制においては有意な結果を得ることができなかった。これらの結果により、カンパニー制と異なり、純粋持株会社形態の計画・採用を株式市場はプラスに評価しているのである。このことから、純粋持株会社形態を採用したのち、市場か

らより有利な資金調達を行うことを企図して同組織形態を計画・採用しようとしていると考えられる。逆に、株式市場から資金調達を行う必要性の乏しい企業はカンパニー制を採用する可能性がある¹⁰⁾。この場合、市場から資金調達を行う必要性が高いか否かが両組織形態の採用に影響を及ぼすと考えられる¹¹⁾。

このように、純粋持株会社形態とカンパニー制の採用に影響を与えるファクターについて考察した場合、グループ全体の事業の再構築を必

要としているか否かが組織形態の採用に影響を与えているケースと市場からの資金調達を必要としているか否かが組織形態の採用に影響を与えているケースの二つが考えられるのである。ただし、これら二つのケースは二律背反ではなく、両ケースともに相俟って組織形態の採用に影響を与える可能性もある。

II. リサーチ・デザイン

1. サンプル

日本では、1997年の純粋持株会社の解禁以降、その利用を計画している企業は多数存在するものの、実際に採用している企業¹²⁾は少数である。そのため、実際に採用していないものの、採用の計画・検討を表明している企業もサンプルに含める。このサンプル企業と公表日については日経4紙¹³⁾にもとづいて決定している。具体的には、以下の3つの条件より、純粋持株会社形態については35社（以下、純粋持株会社企業と呼ぶ）、カンパニー制については38社（以下、カンパニー制企業と呼ぶ）をサンプルとして抽出している。

①1997年1月1日から2000年12月31日までの4年間に、親会社を純粋持株会社あるいはカンパニー制とする計画を表明した企業であること。

現段階では採用していなくとも、計画あるいは検討している企業もサンプルとしている。したがって、サンプルの中には、計画を公表し、その後実際にその組織形態を採用した企業と、計画中の企業が含まれている。また計画中の企業には、採用時期や採用条件（たとえば連結納税制度の施行にあわせて）

を明らかにしている企業と、そうでない企業が含まれている¹⁴⁾。また対象期間が1997年以降であるため、それ以前にカンパニー制を計画・採用したソニーなどはサンプルに含まれていない。

②必要なデータが入手可能であること。

①で抽出した企業のうち、株価や会計データなどの必要なデータの入手が困難な企業については除外した。また銀行業に属する企業はサンプルから除外している。ただし、日清製粉グループ本社(旧日清製粉)については2001年7月に実際に純粋持株会社形態を採用¹⁵⁾しているものの、表2のマーケットモデルのパラメータ推定に際して有意な結果が得られなかったためサンプルから除外している。

③M&A、分社化などが同時に行われていないこと。

純粋持株会社形態やカンパニー制の採用と同時に、M&Aや一部の傘下企業の分社化を表明している企業についてはサンプルから除外している。またカンパニー制採用の表明と同時に、あるいは後になって純粋持株会社形態についても採用計画を表明した企業が存在したが、これらの企業は純粋持株会社形態のサンプルとしている。これは、「カンパニー制の延長上に純粋持株会社を構想している」¹⁶⁾企業¹⁷⁾が多数存在するためである。

また、純粋持株会社企業およびカンパニー制企業とそれぞれ類似した企業をペア企業として抽出し、比較分析の対象としている。この抽出に際しては、純粋持株会社形態やカンパニー制を計画・採用している企業を除外したうえで、同じ業種に属し、単独ベースでの総資産額が最も近い企業をペア企業としている¹⁸⁾。さらにサンプル企業の収益率の算出に際し、当該企業の

収益率からその企業が属する産業の平均収益率を引くことで産業平均を調整した収益率も用いている。これは、企業が属する産業の収益性を考慮したうえで当該企業の収益性が評価されると考えられるためである¹⁹⁾。

2. 分析方法

純粋持株会社形態あるいはカンパニー制の採用に影響を与えるファクターとして①傘下企業を含むグループ全体の事業の再構築を必要としているか否か、②市場からの資金調達を必要としているか否か、の二つのケースが考えられた。これら二つのケースをもとに独立変数を設定し、「0」もしくは「1」を従属変数とするプロビット回帰分析を行う。従属変数については、三つの分析ごとに以下のように設定する。

分析Ⅰ. 純粋持株会社企業とペア企業の分析：

純粋持株会社企業であれば「1」

ペア企業であれば「0」

分析Ⅱ. カンパニー制企業とペア企業の分析：

カンパニー制企業であれば「1」

ペア企業であれば「0」

分析Ⅲ. 純粋持株会社企業とカンパニー制企業の分析：

純粋持株会社企業であれば「1」

カンパニー制企業であれば「0」

従属変数(0または1) = $\alpha + \beta_1$ 単独ベースの収益性 + β_2 単独・連結ベースの収益性 + β_3 事業の成長性 + β_4 キャッシュ・フロー + $\beta_5 \log(\text{親会社の事業規模}) + \beta_6$ 負債比率 + β_7 年次ダミー

独立変数については、二つのケースをもとに次のように設定する。はじめに、傘下企業を含むグループ全体の事業の再構築を必要としているか否かが組織形態の採用に影響を与えるケー

スについては、収益性を表す指標として総資産営業利益率を用い、単独ベース、連結ベースの収益性を独立変数とする。親会社の事業の収益性に比べ、相対的に傘下企業の収益性が高い企業ほどグループ全体の事業の再構築が必要であると考えられたことから、単独・連結ベースの収益性の差が大きな企業ほど純粋持株会社形態を採用すると考えられる。

次に、市場からの資金調達を必要としているか否かが組織形態の採用に影響を与えるケースについては、事業の成長性およびキャッシュ・フロー²⁰⁾を独立変数として分析を行う。事業の成長性が高い企業は一般に資金需要も増大することから、市場から資金調達を行う必要性も増大すると考えられる。そこで、親会社の有形固定資産伸率を事業の成長性をしめす独立変数として分析を行う。

一方、分析対象期間がバブル崩壊以降であるという点に着目した場合、事業の業績悪化に伴って資金需要が増大することが考えられる。すなわち、キャッシュ・フローが潤沢でないことが市場からの資金調達を必要とする一因となると考えられる。またキャッシュ・フローが潤沢でない場合においても、銀行から借入れを行うことができる場合には、必ずしも市場からの資金調達を必要とするわけではない。従来の日本企業のように主として銀行からの借入れによって資金調達が行われている場合、キャッシュ・フローの逼迫は必ずしも市場からの資金調達をもたらすとは限らないであろう。そこで、キャッシュ・フローに短期借入金増加額を加えたものについても同時に独立変数として分析を行う。

これらの独立変数に加え、コントロール変数として親会社の事業規模(単独の総資産額)と

親会社の負債比率と組織形態採用のアナウンスメントが行われた年を示す年次ダミーを独立変数に加えて分析を行う。また、純粋持株会社形態あるいはカンパニー制の計画・採用を表明した年を y 年とする。

この分析により、いかなるファクターが組織形態の採用に影響を及ぼしているのかを明らかにする。また、純粋持株会社企業とカンパニー制企業の比較分析のみでなく、それぞれのペア企業との比較分析も行う。

- ・単独ベースの収益性 [($y - 1$) 年の単独総資産営業利益率]：親会社の事業の収益性を明確化させることを必要としている、すなわち事業の再構築を必要としている企業が純粋持株会社形態あるいはカンパニー制を採用しようとしているため、分析Ⅰ、Ⅱにおいては、同独立変数が小さい企業ほど、純粋持株会社形態、あるいはカンパニー制を採用すると予想される。また分析Ⅲについては、両組織形態の採用に影響を与えないと予想される。
- ・単独・連結ベースの収益性の差 [($y - 1$) 年の連結総資産営業利益率 - ($y - 1$) 年の単独総資産営業利益率]：グループ全体の事業の再構築を必要としている企業ほど純粋持株会社形態を計画・採用すると考えられるため、分析Ⅰ、Ⅲにおいては同独立変数が大きい企業ほど純粋持株会社形態を採用すると考えられる。
- ・事業の成長性 [($y - 1$) 年の単独有形固定資産伸率]：事業の成長性が高い企業ほど資金需要が増大すると考えられることから、分析Ⅰ、Ⅲにおいては同独立変数が大きいほど純粋持株会社形態を採用すると考えられる。

- ・キャッシュ・フロー [($y - 1$) 年における単独のキャッシュ・フロー]：キャッシュ・フローが逼迫した企業ほど市場からの資金調達を必要とすると考えられるため、分析Ⅰ、Ⅲにおいては同独立変数が小さい企業ほど純粋持株会社形態を採用すると考えられる。
- ・キャッシュ・フロー＋短期借入金増加額：キャッシュ・フローに加え、銀行から借入れを行わない（行えない）企業ほど市場からの資金調達を必要とすると考えられることから、分析Ⅰ、Ⅲにおいては同独立変数が小さい企業ほど純粋持株会社形態を採用すると考えられる。
- ・親会社の事業規模 [$\log$ ($y - 1$) 年の単独総資産額]：カンパニー制に比べ、純粋持株会社形態は既存の事業部門を法的に独立した傘下企業とするため、分析Ⅲにおいて親会社の事業規模が大きいほど純粋持株会社形態を採用すると考えられる。
- ・負債比率 [($y - 1$) 年の単独の負債比率]：負債比率の上昇はデフォルトの可能性を増大させるため、同比率の上昇は企業に事業の再構築を導くと考えられる。カンパニー制と純粋持株会社形態の採用はともに事業の再構築の一手段であるため、分析Ⅰおよび分析Ⅱにおいて同比率が高いほど事業の再構築が実施されると考えられる。

Ⅲ. 実証結果

表3は純粋持株会社企業およびカンパニー制企業の各独立変数の平均、標準偏差、相関係数を表したものである。また表4は、ペア企業の平均および標準偏差を表したものである。各独

表3 純粋持株会社企業とカンパニー制企業の各独立変数の平均、標準偏差、相関係数

	純粋持株会社企業平均	カンパニー制企業平均	平均差の検定	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. 単独ベースの収益性	2.69 (2.69)	2.91 (3.56)	-0.3028	1.0000								
2. 単独・連結ベースの収益性の差	0.73 (1.98)	0.38 (0.98)	0.9679	-0.2503	1.0000							
3. 産業平均調整済単独ベースの収益性	-0.56 (2.24)	-0.55 (4.04)	-0.0215	0.6906	-0.1735	1.0000						
4. 産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差	1.03 (1.91)	0.38 (1.48)	1.6463	0.0983	0.6565	-0.1700	1.0000					
5. 事業の成長性	0.04 (0.08)	0.04 (0.11)	0.0407	0.1240	0.0932	0.0883	0.1894	1.0000				
6. キャッシュフロー／単独総資産額	0.03 (0.04)	0.04 (0.04)	-0.6195	0.6618	-0.0214	0.3828	0.1902	0.0514	1.0000			
7. (キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額	0.04 (0.04)	0.04 (0.04)	0.5298	0.4220	0.0965	0.0584	0.2857	0.0589	0.7502	1.0000		
8. log (親会社の事業規模)	5.97 (0.60)	5.55 (0.41)	3.5305**	0.1055	-0.2872	0.1099	-0.1576	-0.0761	0.2847	0.1641	1.0000	
9. 負債比率	278.40 (227.96)	240.19 (337.08)	0.5950	-0.4735	-0.0877	-0.2776	-0.1899	0.2355	-0.4050	-0.3604	0.1896	1.0000

(注) () 内、標準偏差。

平均差の検定は、小標本による平均差の検定 (t 検定) であり、純粋持株会社企業とカンパニー制企業の平均差の検定である (* : 1 % 水準で有意)。

相関係数は、純粋持株会社企業とカンパニー制企業をあわせたサンプルの数値である。

表4 各ペア企業の各独立変数の平均、標準偏差

	純粋持株会社ペア企業平均	平均差の検定	カンパニー制ペア企業平均	平均差の検定
単独ベースの収益性	3.91 (3.40)	-0.8012	2.58 (3.59)	0.4135
単独・連結ベースの収益性の差	0.68 (1.37)	0.0567	0.67 (1.54)	-0.7589
産業平均調整済単独ベースの収益性	0.66 (4.01)	-1.6572	-0.88 (2.94)	0.4086
産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差	1.00 (1.68)	0.1245	0.67 (1.80)	-0.9687
事業の成長性	-0.40 (1.49)	0.1881	-0.12 (0.64)	1.5216
キャッシュフロー／単独総資産額	-0.06 (0.60)	0.3957	0.03 (0.03)	0.1945
(キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額	-0.05 (0.58)	0.4061	0.03 (0.05)	0.1016
log (親会社の事業規模)	5.90 (0.56)	0.2277	5.53 (0.41)	0.1611
負債比率	284.63 (263.87)	-0.1732	264.38 (281.24)	-0.3709

(注) () 内、標準偏差。

平均差の検定は小標本による検定 (t 検定) であり、表2の純粋持株会社企業とカンパニー制企業の各独立変数の平均と比較したものである。

立変数は、組織形態の変更を表明した年の前年の数値を用いている。表3より両組織形態を計画・採用している企業の平均値の差については、親会社の事業規模のみ有意な差が見られた。これはカンパニー制を計画・採用しようとする企業に比べ、純粋持株会社形態を計画・採用しようとする企業のほうが親会社の事業規模が大きいことを示している。純粋持株会社形態を採用する場合、個々の事業部門は法的に独立した傘下企業となることから、純粋持株会社を計画する親会社はある程度の規模が必要とされることが考えられる。また有意な差ではないものの、単独・連結ベースの収益性の差が大きく、しかも産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差については比較的高い t 値が得られてい

る。これはカンパニー制企業に比べて純粋持株会社企業は傘下企業の収益性が相対的に高い傾向にあることを示している。また表4より、有意な結果ではないものの、純粋持株会社ペア企業の単独ベースの収益性について比較的高い t 値が得られている。これは純粋持株会社形態を計画・採用する企業は、同業他社と比べて親会社の事業の収益性が低いことを示唆しており、大坪 [2001] の指摘と整合的である。

表5は、三つのプロビット回帰分析の結果である。分析Ⅰからは、単独ベースの収益性が有意に負であり、親会社の事業の収益性が低い企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあることがわかる。これは、親会社の行っている事業 (の一部) の収益性の低下を契機して純粋持

表5 分析Ⅰ（純粋持株会社企業（＝1）とそのペア企業（＝0））

	分析Ⅰ			
定数項	−0.0737 (−0.0393)	−0.1256 (−0.0668)	−0.7123 (−0.4087)	−0.7413 (−0.4240)
単独ベースの収益性	−0.1440* (−2.1645)	−0.1420* (−2.1440)		
単独・連結ベースの収益性の差	−0.0293 (−0.2952)	−0.0281 (−0.2838)		
産業平均調整済単独ベースの収益性			−0.0987* (−1.7760)	−0.0973* (−1.7512)
産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差			−0.0525 (−0.5372)	−0.0520 (−0.5320)
事業の成長性	−0.0140 (−0.1465)	−0.0120 (−0.1258)	0.0180 (0.1819)	0.0192 (0.1951)
キャッシュフロー／単独総資産額	0.6166 (0.9347)		0.4470 (0.7144)	
(キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額		0.6213 (0.9418)		0.4488 (0.7127)
log（親会社の事業規模）	0.1207 (0.3788)	0.1270 (0.3977)	0.1730 (0.5635)	0.1767 (0.5744)
負債比率	−0.1033 (−1.3558)	−0.1016 (−1.3325)	−0.0688 (−0.9226)	−0.0678 (−0.9088)
dP/d 定数項	−0.0272	−0.0464	−0.2684	−0.2794
dP/d 単独ベースの収益性	−0.0532	−0.0525		
dP/d 単独・連結ベースの収益性の差	−0.0108	−0.0104		
dP/d 産業平均調整済単独ベースの収益性			−0.0372	−0.0367
dP/d 産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差			−0.0198	−0.0196
dP/d 事業の成長性	−0.0052	−0.0044	0.0068	0.0072
dP/d キャッシュ・フロー／単独総資産額	0.2278		0.1684	
dP/d (キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額		0.2296		0.1691
dP/d log（親会社の事業規模）	0.0446	0.0469	0.0652	0.0666
dP/d 負債比率	−0.0382	−0.0375	−0.0259	−0.0256
Percent correct predictions	0.6714	0.6429	0.6143	0.5857
N	70	70	70	70

（注）＊：5％水準で有意。
（ ）内は、t 値。
年次ダミーは省略。

株会社形態が計画・採用されているという大坪 [2001] と整合的な結果である。分析Ⅱについては、いずれの独立変数についても有意な結果を得ることができなかった。

また分析Ⅲについては、親会社の事業規模については全ての分析において有意に正であることから、親会社の事業規模が大きい企業ほど純

粋持株会社形態を採用する傾向にあることがわかる。これは、分析前の予想と整合的な結果である。また単独・連結ベースの収益性の差について有意に正の結果が得られた。この結果は、親会社がこれまで直接行っていた事業の収益性に比べ、傘下企業の収益性が相対的に高い企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあるこ

分析Ⅱ（カンパニー制企業（＝１）とそのペア企業（＝０））

	分析Ⅱ			
定数項	0.0912 (0.0423)	0.1080 (0.0512)	0.2276 (0.1027)	0.2199 (0.1011)
単独ベースの収益性	0.0020 (0.0313)	0.0044 (0.0832)		
単独・連結ベースの収益性の差	-0.0855 (-0.6705)	-0.0837 (-0.6535)		
産業平均調整済単独ベースの収益性			0.0073 (0.1441)	0.0074 (0.1555)
産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差			-0.0513 (-0.4912)	-0.0494 (-0.4768)
事業の成長性	0.5536 (1.2361)	0.5693 (1.2476)	0.5914 (1.3263)	0.6074 (1.3270)
キャッシュフロー／単独総資産額	-0.3503 (-0.0474)		-0.2262 (-0.0373)	
(キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額		-0.9136 (-0.2250)		-0.7665 (-0.2010)
log（親会社の事業規模）	0.0079 (0.0195)	0.0071 (0.0183)	-0.0210 (-0.0507)	-0.0159 (-0.0401)
負債比率	-0.0001 (-0.2330)	-0.0001 (-0.2614)	-0.0001 (-0.1653)	-0.0001 (-0.2165)
dP/d 定数項	0.0352	0.0416	0.0879	0.0849
dP/d 単独ベースの収益性	0.0008	0.0017		
dP/d 単独・連結ベースの収益性の差	-0.0330	-0.0322		
dP/d 産業平均調整済単独ベースの収益性			0.0028	0.0029
dP/d 産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差			-0.0198	-0.0191
dP/d 事業の成長性	0.2135	0.2194	0.2284	0.2344
dP/d キャッシュ・フロー／単独総資産額	-0.1351		-0.0874	
dP/d (キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額		-0.3521		-0.2958
dP/d log（親会社の事業規模）	0.0030	0.0028	-0.0081	-0.0062
dP/d 負債比率	-0.0001	-0.0001	0.0000	0.0000
Percent correct predictions	0.5921	0.5921	0.5395	0.5000
N	76	76	76	76

(注) () 内は、t 値。

年次ダミーは省略。

とを示している。

次に（キャッシュ・フロー＋短期借入金増加額）については、有意な結果を得ることができなかったものの、キャッシュ・フローについては１％水準で有意に負の結果が得られた²¹⁾。加えて、その影響度のウェイトを示す限界効用についても他の独立変数と比べかなり高い値が得られた。この結果は、キャッシュ・フローが

潤沢でない企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあることを示したものであり、市場からの資金調達を必要としている企業ほど純粋持株会社形態を採用することを示している。ただし、キャッシュ・フローに短期借入金増加額を加えた独立変数については組織形態の採用に影響を及ぼしてはいないことから、銀行からの借入れの有無については組織形態の採用に影響を

分析Ⅲ (純粋持株会社企業 (= 1) とカンパニー制企業 (= 0))

	分析Ⅲ			
定数項	-10.4937** (-4.1265)	-8.10834** (-3.6731)	-10.2758** (-3.9934)	-8.2992** (-3.6854)
単独ベースの収益性	0.1280 (1.4797)	0.0118 (0.1672)		
単独・連結ベースの収益性の差	0.3591** (2.4575)	0.2795* (1.9675)		
産業平均調整済単独ベースの収益性			0.0826 (1.2324)	0.0227 (0.3870)
産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差			0.4222** (2.9207)	0.3680** (2.6527)
事業の成長性	0.7351 (0.3867)	0.3590 (0.1946)	0.2605 (0.1352)	-0.6154 (-0.3245)
キャッシュフロー／単独総資産額	-17.8471** (-2.4277)		-16.8835** (-2.4796)	
(キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額		-2.5355 (-0.4140)		-4.6023 (-0.7628)
log (親会社の事業規模)	1.8929** (4.0621)	1.4803** (3.5604)	1.9145** (4.0025)	1.5309** (3.6045)
負債比率	-0.0005 (-0.6611)	-0.0003 (-0.3777)	-0.0004 (-0.5745)	0.0000 (0.0204)
dP/d 定数項	-3.0888	-2.5916	-2.8158	-2.5034
dP/d 単独ベースの収益性	0.0377	0.0038		
dP/d 単独・連結ベースの収益性の差	0.1057	0.0893		
dP/d 産業平均調整済単独ベースの収益性			0.0226	0.0068
dP/d 産業平均調整済単独・連結ベースの収益性の差			0.1157	0.1110
dP/d 事業の成長性	0.2164	0.1147	0.0714	-0.1856
dP/d キャッシュ・フロー／単独総資産額	-5.2533		-4.6265	
dP/d (キャッシュフロー＋短期借入金増加額)／単独総資産額		-0.8104		-1.3882
dP/d log (親会社の事業規模)	0.5572	0.4731	0.5246	0.4618
dP/d 負債比率	-0.0002	-0.0001	-0.0001	0.0000
Percent correct predictions	0.7945	0.7123	0.7260	0.6712
N	73	73	73	73

(注) * : 5%水準で有意, ** : 1%水準で有意。

() 内は, t 値。

年次ダミーは省略。

与えていないと考えられる²²⁾。

むすびにかえて

本稿では、純粋持株会社形態とカンパニー制の採用に際し、いかなるファクターがこれら組織形態の採用に影響を与えるのかという問題に

ついて実証分析を行った。両組織形態の採用に対する株式市場の反応から、「グループ全体の事業の再構築」および「市場からの資金調達の必要性」が組織形態の採用に影響を与える可能性があることが考えられた。そのため、単独・連結ベースの収益性やキャッシュ・フローなどを独立変数とし、これらの独立変数が組織形態

の採用にどのような影響を与えるのかについて分析を行った。

その結果、ペア企業との比較分析において、①親会社の事業の収益性が低い企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあること、カンパニー制との比較分析において、②親会社の収益性に比べ、傘下企業の収益性が相対的に高い企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあること、③キャッシュ・フローが逼迫している企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向があること、④親会社の事業規模が大きな企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあること、が明らかとなった。このことより、「グループ全体の事業の再構築」を必要とし、かつ「市場からの資金調達必要性」が生じている企業ほど純粋持株会社形態を採用する傾向にあることが明らかとなった。

ただし、カンパニー制に比べ、純粋持株会社形態の採用がなぜ市場からより高い評価を得ることができるのかについては本稿では明らかにしていない。これについては、理論的・実証的な側面から詳細な分析を必要としており、今後の課題とする。

注

- 1) ここでの「事業」とは、財やサービスの提供と引換えに収益を獲得する活動を意味し、事業活動を管理するための活動は含まれない。たとえば、トヨタにおける事業活動とは自動車の生産や販売などの活動を意味し、トヨタの経営計画の策定やそれにもとづく資金配分といった事業活動の管理は含まれない。
- 2) 各カンパニーを統括する部門の名称は、企業毎に異なっている。ここでの「経営会議」という名称は、最初にカンパニー制を採用したソニーによるものである。
- 3) 『日本経済新聞』2000年3月23日。
- 4) 『日本経済新聞』2000年8月9日。
- 5) 大坪 [2001], 50-51頁。
- 6) カンパニー制においては、既存の事業部門は企業内においてカンパニーとして再編される。これに対し、純粋持株会社形態では、既存の事業部門は傘下企業となるため、親会社たる純粋持株会社とは異なる法人となる。
- 7) 下谷 [1995], 23 (103) 頁。

- 8) 大坪 [2001], 51頁。
- 9) 表2におけるARの算出については、大坪 [2001]を参照。またサンプル企業の抽出方法についてはⅡにしたがっているため、大坪 [2001]とは若干異なっている。
- 10) ただし、このような企業が必ずカンパニー制を採用するという必然性はない。
- 11) 組織形態の変更に対する市場評価と資金調達を関連づけた研究として、Cusatis et al. [1993]が挙げられる。同研究では、スピン・オフによって株価が上昇することから、より有利な資金調達を行うためにスピン・オフが行われるという仮説を提示し、スピン・オフ後における資金調達動向について実証分析を行っている。ただしCusatis et al. [1993]の実証結果では、スピン・オフを行った企業がその後市場から資金調達を行っているという点について有意な結果が得られていない。しかしながら、Krishnaswami and Subramaniam [1999]の実証結果においてはスピン・オフ後に資金調達が行われる傾向にあるという点で有意な結果が得られていることから、スピン・オフ後の資金調達に関してはさらに詳細な実証分析を要すると考えられる。
- 12) NTTや大和証券グループ本社などが挙げられる。
- 13) 日経4紙とは、日本経済新聞、日経産業新聞、日経流通新聞、および日経金融新聞である。
- 14) 純粋持株会社形態については、執行役員制の導入や分社化の際に純粋持株会社の採用を「視野にいった」と新聞等で報道される場合があるが、これについてはサンプルから除外している。
- 15) 2000年7月27日に純粋持株会社形態の計画を公表。
- 16) 玉村 [1999], 26頁。
- 17) ダイエーやジャパンエナジーなどが挙げられる。
- 18) 抽出に際しては、東洋経済新報社の『会社四季報CD-ROM』を用いている。
- 19) 産業平均収益率の算出についてはつぎの基準を採用した。はじめに三菱総合研究所より刊行されている『企業経営の分析』に記載されている企業については、同書の分類にしたがって業種の平均収益率を算出した。つぎに、『企業経営の分析』に記載されていない企業、および記載されているものの同業他社が存在しなかった三井化学については、当該企業と同じ業種（中分類）に属し、単独での総資産額が最も近い企業を5社抽出し、その平均を平均収益率とした。
- 20) 本来、外部からの資金調達を行う可否かを測定する場合、フリー・キャッシュ・フローを用いるべきであるが、日本の現行の財務諸表から親会社の営業キャッシュ・フローを得ることができない。そのため、ここでは減価償却実施額に内部留保額を加えたキャッシュ・フローを用いている。
- 21) この結果は、独立変数から単独・連結の収益性の差をはずした場合においても同様であった。
- 22) これらの実証結果は、ロジット回帰分析や最小二乗法による回帰分析を行った場合においても同様であった。

Appendix : サンプル企業

y-1年	産業分類	純粋持株会社企業	単独総資産額	純粋持株会社ベア企業	単独総資産額
1996	電気・ガス業	関西電力	6,592,895	中部電力	5,984,209
1996	化学	資生堂	476,987	信越化学工業	508,737
1996	小売業	タイエー	1,242,173	マイカル	848,504
1996	電気機器	東芝	3,419,946	富士通	3,068,499
1997	電気機器	オムロン	411,059	松下通信工業	418,272
1997	陸運業	阪急電鉄	796,379	日本通運	809,375
1997	石油・石炭製品	ジャパンエナジー	1,083,756	コスモ石油	1,150,956
1997	証券・商品先物取引業	大和証券	6,485,062	新日本証券	1,070,680
1997	電気機器	キャノン	1,265,287	松下電工	1,202,316
1997	小売業	ジャスコ	768,239	イトーヨーカ堂	819,515
1998	食料品	アサヒビール	1,057,952	サッポロビール	805,943
1998	輸送用機器	日産自動車	3,661,093	三菱重工業	4,012,856
1998	精密機器	シチズン時計	226,841	島津製作所	223,184
1998	食料品	味の素	604,797	サッポロビール	805,943
1998	証券・商品先物取引業	日興証券	5,757,031	勸角証券	484,120
1998	電気機器	安川電機	1,152,654	双葉電子工業	169,066
1998	空運業	全日本空輸	10,838,646	日本航空	1,472,333
1998	通信業	日本電信電話	1,856,037	DDI	660,847
1998	製鉄	川崎製鉄	3,150,110	住友金属工業	1,903,748
1998	製鉄	新日本製鉄	639,018	NKK	1,955,869
1998	金属製品	トステム	388,131	東洋製缶	472,697
1998	精密機器	ニコン	1,724,254	オリンパス光学工業	340,362
1998	輸送用機器	三菱自動車工業	92,886	石川島播磨重工業	1,076,465
1998	卸売業	伊藤忠商事	4,212,825	住友商事	3,748,177
1998	化学	三菱化学	1,357,388	富士写真フイルム	1,460,781
1998	金属製品	岡部	46,370	ネツレン	44,601
1999	電気機器	TDK	526,863	松下通信工業	418,272
1999	化学	コニカ	392,775	東ソー	426,039
1999	電気機器	松下電器	4,165,861	日立製作所	4,149,588
1999	鉄鋼	栗本鉄工所	186,925	淀川鉄鋼所	200,142
1999	電気機器	富士電機	664,019	ファナック	594,174
1999	卸売業	三井物産	4,564,886	三菱商事	5,509,616
1999	機械	フジテック	64,159	蛇の目ミシン工業	64,128
1999	機械	荏原	529,003	日本精工	542,665
1999	化学	日本バルカー工業	50,695	住友精化	50,598

y-1年	産業分類	カンパニー制企業	単独総資産額	カンパニー制ベア企業	単独総資産額
1996	ガラス・土石製品	TOTO	436,007	日本電気硝子	376,132
1996	精密機器	HOYA	161,157	ミノルタ	202,804
1996	電気機器	パイオニア	361,312	日本ビクター	358,936
1996	輸送用機器	曙ブレーキ工業	88,406	東急車両製造	87,550
1997	機械	日立造船	545,918	豊田自動織機	529,085
1997	化学	日本油脂	164,396	大同はくさん	160,052
1997	証券・商品先物取引業	国際証券	863,952	新日本証券	980,008
1997	非鉄金属	三菱マテリアル	1,024,829	住友電気工業	732,100
1997	小売業	西洋フードシステムズ	110,142	ニッセン	113,120
1997	医薬品	中外製薬	310,192	塩野義製薬	322,131
1997	鉄鋼	神戸製鋼所	1,777,349	住友金属工業	1,905,091
1997	食料品	明治製菓	277,057	ニチレイ	290,938
1997	輸送用機器	デンソー	1,453,790	石川島播磨重工業	1,076,465
1998	証券・商品先物取引業	コスモ証券	157,170	第一證券	135,420
1998	ゴム製品	東洋ゴム工業	211,177	東海ゴム工業	120,640
1998	電気機器	沖電気工業	690,191	ファナック	577,746
1998	ガラス・土石製品	日本板硝子	321,576	日本ガイシ	313,277
1998	通信業	KDD	674,891	DDI	660,847
1998	化学	積水樹脂	83,462	日本合成化学工業	83,269
1998	医薬品	協和発酵工業	346,185	三菱ガス化学	348,323
1998	電気機器	松下精工	107,778	神鋼電機	108,553
1998	建設業	九電工	117,278	大東建託	211,270
1998	繊維製品	日本毛織	95,483	シキボウ	91,615
1998	化学	コニカ	433,313	東ソー	429,677
1998	電気機器	NEC	3,520,889	富士通	3,521,973
1998	機械	ブラザー工業	193,161	日本製鋼所	197,719
1998	卸売業	ニチメン	1,343,985	トーマン	1,634,621
1998	化学	三菱ガス化学	348,323	電気化学工業	305,676
1998	電気・ガス業	東京ガス	1,407,889	四国電力	1,427,605
1998	輸送用機器	本田技研工業	1,563,655	石川島播磨重工業	1,076,465
1999	卸売業	ユアサ商事	368,411	阪和興業	393,612
1999	金属製品	三和シャッター工業	243,476	三協アルミニウム工業	220,889
1999	輸送用機器	ヤマハ発動機	328,360	日野自動車	366,174
1999	電気機器	アンリツ	156,698	ミツミ電機	159,173
1999	医薬品	田辺製薬	239,040	吉富製薬	233,148
1999	機械	タダノ	141,351	栗田工業	156,291
1999	電気機器	リコー	755,016	コマツ	771,753
1999	倉庫・運輸関連業	近畿日本ツーリスト	151,247	住友倉庫	125,082

(注) 1) 企業名および単独総資産額は、組織形態計画・採用公表年の前年であるy-1年時点におけるものである。

2) 単独総資産額の単位は百万円。

3) 野村證券グループ本社(旧野村證券)やセイコーなどは2002年4月時点において純粋持株会社形態を採用しているものの、サンプル抽出期間(1997年～2000年)に採用を表明していないため、サンプルには含まれていない。同様に、SONYなどについてもサンプル抽出期間に採用を表明していないため、含まれていない。また、KDDとDDI、あるいは川崎製鉄とNKKのように純粋持株会社を通じた経営統合を実施した企業については、y-1時点に経営統合の計画が公表されていない企業については、各々サンプルに加えている。また、サンプル抽出期間内に純粋持株会社採用の計画を公表し、2002年4月に実際に採用した日清製粉グループ本社(旧日清製粉)についても、表2のマーケットモデルのパラメータの推定に際して有意な結果が得られなかったためにサンプルから除外している。ベア企業には純粋持株会社とカンパニー制で重複した企業が含まれる。

参考文献

- Cusatis, P.J., J.A. Miles and J.R. Woolridge
[1993], "Restructuring through Spinoffs:
The Stock Market Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 293-311.
- Krishnaswami, U. and V. Subramaniam [1999],
"Information Asymmetry, Valuation, and
the Corporate Spin-Off Decision," *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 73-112.
- 青木英孝 [2001], 「日本企業における執行役員制導
入の要因——コーポレート・ガバナンス改革の
視点から——」『早稲田商学』(早稲田大学) 第
388号, 163-200頁。
- 日本企業における純粹持株会社形態の採用動機
大坪稔 [2001], 「日本企業における純粹持株会社形
態の採用と株式市場の評価——カンパニー制と
の比較における純粹持株会社形態の経済的機能
——」『日本経営学会誌』第7号, 48-58頁。
- 木村幾也 [2000], 「社内カンパニー制における管理
会計情報」『企業会計』(中央経済社) 第52巻第
8号, 66-81頁。
- 須田一幸 [2000], 『財務会計の機能』白桃書房。
- 下谷政弘 [1995], 「カンパニー制と持株会社解禁」
『経済論叢』(京都大学) 第156巻第2・3号,
1-26頁。
- 玉村博己 [1999], 「カンパニー制・分社化と持ち株
会社」『立命館経営学』(立命館大学) 第38巻第
3号, 19-42頁。

(佐賀大学経済学部助教授)