

日本企業における分社化に関する実証研究

大 坪 稔

要 旨

本研究は、分社化がいかなる機能を有するのかについて日本企業を対象とする実証分析を行った。親会社が傘下企業の株式を100%所有するような分社化が実施される場合、分社化の実施は株主に帰属するキャッシュ・フローへ直接的な影響を与えないため、分社化は株主の富へ影響を与えないことが予期される(仮説1)。さらに分社化に関するこれまでの研究より、分社化の機能として小田切[2000]の人件費の節減(仮説2)や伊藤・林田[1997]の従業員の関係特殊的投資の促進(仮説3)が挙げられた。

実証分析を行った結果、主としてつぎの3点が明らかとなった。第一に、分社化の実施というアナウンスメントに対し、株式市場は有意にプラスの反応を示す点である。これは仮説1を棄却する結果であり、同時に分社化が経済的機能を有する可能性があることを示唆している。第二に、分社化の実施により人件費の節減が少なくとも短期的には実施されておらず、したがって分社化は収益性の改善に寄与していない点である。この結果は仮説2を棄却する結果であり、分社化が少なくとも短期的にはROAなどの収益性の改善をもたらすわけではないことを示している点において重要である。第三に、多角化の進んだ企業ほど積極的に分社化を実施している点である。これは、従業員の関係特殊的投資を促進するために多角化企業において分社化が実施されるという伊藤・林田[1997]の主張、すなわち仮説3を支持する結果である。また、これ以外にも、分社化が収益性の低下傾向にある企業によって実施されている点などが明らかとなった。

これらの結果を統合すると、多角化が進みつつある企業が従業員の関係特殊的投資を促進するために分社化を実施すること、さらにはこのような分社化の結果として株主の富がプラスとなると考えられる。

目 次

はじめに

I. 先行研究と分社化の機能

1. 分社化の定義
2. 分社化と株主の富
3. 分社化の機能に関する先行研究

II. リサーチ・デザイン

1. サンプルの抽出方法

2. 分析の方法

III. 実証分析

1. 株式市場の評価
2. 人件費の変化
3. 多角化と分社化の頻度

むすびにかえて

参考文献

はじめに

分社化とは、企業内の事業を傘下企業として別会社化することであり、これまで多くの日本企業によって実施されてきた。その際、傘下企業の株式は親会社によって100%所有されるケースが多いことから、分社化は株主の富に影響を与えないと考えられる¹⁾。それと同時に、労働条件をフレキシブルにすること（小田切〔2000〕）や従業員の関係特殊的投資を促進すること（伊藤・林田〔1997〕）などが分社化の機能として指摘されている。

本稿の目的は、バブル崩壊以降の日本企業によって実施された分社化がいかなる機能を有するのかについて実証的に明らかにすることである。分社化の機能に関する理論分析、あるいは分社化に関するアンケート調査はこれまでも実施されてきたものの、分社化を対象とした実証研究はほとんど実施されていない。ここでは、これまで行われてきた分社化に関する先行研究を概観し、そのうえで分社化の機能に関する実証分析を行う。

具体的には、つぎの2点に関する分析を行う。第一に、分社化の実施というアナウンスメントに対する株式市場の反応についてみてみる。分社化の実施が株主の富に影響を与えない

のであれば、株式市場はアナウンスメントに対して反応しないと考えられる。第二に、先行研究において指摘されている分社化の機能に関する分析を行う。小田切〔2000〕より、分社化の機能の一つとして人件費の節減効果が挙げられた。そこで、分社化の実施前後で人件費に変化が生じるか否かについてみる。分社化に人件費の節減効果があるのであれば、分社化実施前後において人件費が減少し、その結果として収益性が改善すると考えられる。一方、伊藤・林田〔1997〕は分社化の実施により従業員の関係特殊的投資が促進されることを主張している。そして、新規事業へ進出する、すなわち多角化を企図している企業においてこのような分社化が実施される可能性があることを指摘している。そこで、分社化実施の程度と多角化の関係に関する分析を行う。多角化の進んだ企業ほど分社化を積極的に実施しているのであれば、従業員の関係特殊的投資の促進が分社化の機能として該当する可能性がある。

I. 先行研究と分社化の機能

1. 分社化の定義

分社化とは、企業が事業を分離し、子会社・関連会社などの別会社として経営を行うことで

ある。分社化という用語は、事業を分離するプロセスを指しており、分離後の状態を意味するものではない。分社化を実施する企業と分社化を通じて新たに設立される別会社との混同を避けるため、ここでは事業を分離する企業を親会社、分離した結果として新たに設立された企業を分社化企業と呼ぶ。

分社化と類似したケースとして、企業が傘下企業を設立し、そこで新規に事業活動を行うことが挙げられる。このケースは、新たに設立される傘下企業が既存の事業ではなく新規の事業を行う点において分社化とは異なる。ただし、これは新規事業を社内で立ち上げ、それをただちに分社化する、すなわち「新規事業の実施＋分社化」と解釈することもできる。そのため、分社化という概念を狭義に捉えた場合、既存事業の分離のみが分社化の定義として該当するものの、広義では「新規事業の実施＋分社化」も分社化に該当すると考えられる（図表1参照）。

さらに、分社化の実施は傘下企業を含むグループ全体に占める親会社の事業の割合へ影響を与える。これまで分社化を積極的に実施してきた企業の場合、傘下企業を含むグループ全体の事業に対して親会社が直接行う事業規模は小さくなる。すなわち、分社化を積極的に実施するか否かは、グループ全体の事業のうちどの程度を親会社が担うのか、あるいはどの程度を傘

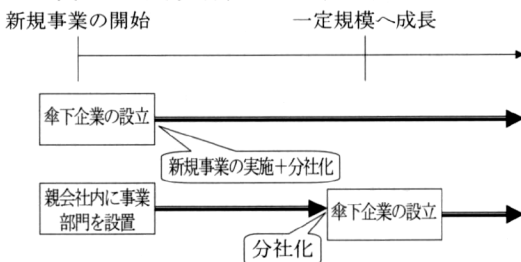
下企業が担うのかの意思決定と密接な関係がある。親会社が直接行う事業の割合は分社化の実施のみに影響を受けるわけではなく、M&Aなどにも影響を受ける。ただし、少なくともこれまで日本企業は積極的にM&Aを実施しておらず、傘下企業を取得・設立するケースの約7割が「分社化」あるいは「新規事業の実施＋分社化」に該当する²⁾。そのため、分社化を積極的に実施するか否かは、グループ全体の事業に占める親会社の事業の割合へ強い影響を与えると考えられる。

2. 分社化と株主の富

親会社が分社化企業の株式を100%所有するような分社化が実施される場合、分社化の実施は親会社の株主構成へ影響を与えない。これまで親会社内で直接行われてきた事業は、分社化後は新たに設立された傘下企業によって行われるようになる。同時に、親会社は分社化の対象となった事業部門の資産に代わり分社化企業の株式を資産として所有する。そのため、分社化前の親会社の経営者はこれまで当該事業部門を直接的に管理することが可能であったのに対し、分社化以降は株式の所有にもとづいた間接的な管理を行うようになる。具体的には、取締役の任免、経営方針や配当の決定など議決権の行使にもとづく管理を分社化企業に対して行うと考えられる。

ただし、親会社の株主の立場から分社化を捉えた場合、親会社が分社化企業の株式を100%所有している限り、分社化の実施は株主に帰属するキャッシュ・フローへ影響を与えない、すなわち分社化は株主の富へ影響を与えないと考えられるのである。分社化が株主の富に影響を与えないのであれば、分社化の実施は企業経営

図表1 狭義の分社化と広義の分社化の関係



〔出所〕筆者作成。

の効率性の改善に寄与しないと考えられる。いいかれば、分社化が株主の富に影響を与えないのであれば分社化は少なくとも経済的機能を有していないと考えられるのである。

仮説1：分社化の実施は株主の富に影響を与えない

3. 分社化の機能に関する先行研究

分社化の機能に関する先行研究として、小田切[2000]と伊藤・林田[1997]が挙げられる。ここでは、これらの先行研究についてみる。

はじめに、小田切[2000]は1990年代の日本企業において分社化が増加傾向にあること、また本業および本業とまったく関連のない分野の両極端な分野が分社化の対象となる傾向にあることを指摘している。そのうえで、分社化の機能として、①異なる労働条件の創出、②昇進のためのポスト作り、の二つを挙げている。①については、日本企業の人事慣行として賃金体系が職種に固有でなく企業単位となっているため、労働者の能力や技能をあまり必要としないものについては分社化を行い、賃金などのコストを節減させようとするものである。

分社化の実施前後を対象とした研究ではないものの、子会社の利用の仕方とパフォーマンスの関係に関する実証分析を行った研究として、伊藤他[2002]が挙げられる。同研究は、子会社の売上高営業利益率を従属変数とし、権限委譲の程度や親会社によるモニタリングの程度といった子会社の状態を独立変数とする最小二乗法による回帰分析を行い、人件費の節減が行われている子会社ほどパフォーマンスが高いという結果を得ている。

②については、企業内に適当なポストがない場合に別会社を作り、そこへ出向させることを

意味している。このような昇進のためのポスト作りは、親会社の従業員に対するインセンティブの付与、あるいは親会社内における終身雇用制を維持することを可能にすると同時に、親会社のスリム化をもたらす。ただし、②は親会社の従業員のみに焦点が当てられているため、分社化が傘下企業を含むグループ全体の経営効率性にどのような影響を与えるのかについては明確ではない。さらに、バブル崩壊以降のパフォーマンスの低下した日本企業において、親会社の従業員に対するインセンティブの付与や終身雇用制の維持のみのために分社化が実施されるとは考えにくいであろう。

つぎに、伊藤・林田[1997]は伊藤他[1997]による分社化に関するアンケート調査にもとづき、モデルによる理論分析を行っている。伊藤他[1997]は日本企業による分社化の実態に関する調査を実施し、いくつかの興味深い結果を得ている。そのひとつに、分社化には新規事業への進出などのための「積極的分社化」と、人件費の節減などのための「消極的分社化」の二つのケースが存在していることが挙げられる。このうち、伊藤・林田[1997]は積極的分社化のケースに着目し、積極的分社化の有する機能に関する理論分析を行っている。

はじめに、経営者による従業員への過剰介入の可能性が従業員の関係特殊的投資を抑制することを示し、そのうえで、従業員による関係特殊的投資の抑制の緩和を分社化の機能として位置づけている。分社化の実施により、分社化企業の人的資産のコントロール権が親会社の経営者から分社化企業の経営者へ移転され、その結果として分社化企業の従業員が関係特殊的投資を行う強いインセンティブを持つようになることを分社化の機能として指摘している。複数の

事業部門を有する企業においては、従業員は常に他の部門へ配置転換の可能性があるために現在従事している部門に特有な専門的知識・技能を修得せず、その結果として非効率な状態が生じてしまう。一方、このような企業において分社化が実施された場合、分社化企業の従業員は特定の（あるいは限定された）部門のみに従事することが可能となる。その結果、分社化によって従業員には自らが従事している部門に特有な専門的知識・技能を習得するインセンティブが付与されるのである³⁾。そして、「より多くの事業を経営する企業ほど、一事業部の労働者を他の事業で活用したり、有能な労働者を本社機構に配置する価値は大きくなる」として、このような分社化の機能が多角化企業において特に有効であることを指摘している⁴⁾。

分社化を直接的な分析対象としたわけではな

いものの、日本企業では傘下企業によって多角化が実施されていることを指摘した調査がある。図表2は、日本の主要企業156社の売上高にもとづいた本業の割合を表している。本業は、各企業の有価証券報告書に記載された業種分類と製品分野別売上高を用いて計算されている。業種間でばらつきがみられるものの平均をみた場合、①1980年代に本業比率が低下傾向にあること、②子会社を含まない場合に比べ、含むほうが本業比率が低下すること、がわかる。②より、本業を主として親会社が担い、本業以外の事業を傘下企業が担う傾向にあることがわかる。日本企業における多角化と傘下企業の関係に関する同様な指摘は、南部[1991]でもなされている⁵⁾。このように、日本企業が多角化を実施する場合、傘下企業が積極的に利用されているのである。したがって、この傾向は多角

図表2 売上高本業比率

(単位 %)

	子会社を含まない			子会社を含む (1986年)	平均子会社数 (社)	子会社の売上 高比率
	1979年度	1984年度	1986年度			
食 料 品	96.1	96.8	97.0	76.6	24.3	32.0
織 維 工 業	66.3	60.3	57.1	40.2	36.8	42.9
木 材 ・ 木 製 品	86.1	72.8	68.8	57.4	3.5	18.8
パ ル プ ・ 紙	86.1	93.0	92.5	74.5	16.4	31.6
出 版 ・ 印 刷	99.9	100.0	88.3	69.5	22.4	31.4
化 学 工 業	88.4	88.7	84.6	65.6	30.6	35.9
石油・石炭製品	99.2	99.7	99.2	83.7	13.6	19.8
ゴ ム 製 品	90.0	89.6	88.5	58.5	31.3	37.7
窯業・土石製品	75.6	76.4	71.4	64.2	24.2	25.9
鉄 鋼 業	85.8	81.8	78.6	61.8	24.3	25.1
非 鉄 金 属	89.1	67.7	60.8	47.4	28.8	38.9
金 属 製 品	91.5	90.9	90.0	71.9	9.3	28.1
一 般 機 械 器 具	75.9	77.9	73.1	58.9	16.3	27.0
電 気 機 械 器 具	93.3	95.3	83.6	59.2	70.3	49.2
輸送用機械器具	79.4	77.0	79.0	65.6	61.7	21.5
精密機械器具	59.1	45.1	37.6	32.0	13.0	35.9
その他の製造業	71.0	69.7	67.4	55.1	7.4	20.1
平 均	86.7	84.5	80.2	62.1	26.5	34.1

(注) 年度を西暦へ変更。

(出所) 日本経済調査協議会[1989] 4頁。

化の進んだ企業において分社化が実施されるという点で、伊藤・林田 [1997] の主張を支持している。

仮説2：分社化の対象となる事業部門の人員費を節減するために分社化が実施される

仮説3：多角化が進みつつある企業において、従業員に関係特殊的投資を行わせるインセンティブを付与するために分社化が実施される

II. リサーチ・デザイン

1. サンプルの抽出方法

東洋経済新報社の『会社四季報 CD-ROM』(2002年4集)より、金融および保険業をのぞく企業(一般事業会社)のうち2001年度において連結総資産額上位300社をサンプル企業とする。ただし、分析に必要なデータが欠損している企業や分析期間中に債務超過となった企業はサンプルから除外している⁶⁾。連結総資産額上位300社によって実施された分社化とその結果として生じる分社化企業については、狭義の分社化を対象⁷⁾として、①サンプル企業が1993年4月から2001年3月までの間に設立した分社化企業で、かつ②日本に位置する主要な分社化企業を分析の対象とした⁸⁾。①については、バブル期以前とバブル崩壊後では分社化の機能が異なることも考えられるため、バブル崩壊後である1993年以降を分析対象とした。

②は、海外で事業活動を行う際に現地に子会社を設立するケースについては、規制・税制など制度上の問題などが設立に強く影響を及ぼしている可能性があり、国内における分社化と区別する必要があると考えられる。そのため、所

在地が国内となっている分社化企業のみを対象とした⁹⁾。さらに、分社化の対象は親会社内の事業部のようにきわめて大規模なケースから一工場のような小規模なケースまで多様性に富んでいる。分社化の実施による会計上の数値や株価などの変化をより明瞭に測定するため、大規模な分社化のケースのみを分析対象とした。

具体的な分社化企業の抽出は、次の手順で行った。はじめに、サンプル企業の2001年度の有価証券報告書の「企業の概況」のなかの「関係会社の状況」に記載され、所在地が日本国内である連結子会社を抽出する¹⁰⁾。つぎに、これらの企業のうち、東洋経済新報社の『週刊東洋経済別冊』『日本の企業グループ2002』より設立年が1993年4月以降の企業(1,120社)を抽出した。そのうえで、抽出された分社化企業の株式が親会社およびその他の傘下企業によって100%所有され、かつ少なくともその過半数を親会社によって所有されている企業を抽出した。

さらに、それらがM&Aにより生じた傘下企業でないこと、あるいは新規事業に参入する際に設立された企業でないことが日経四紙¹¹⁾より確認できる企業を分社化企業とした。その際、「企業の概況」に記載されていても「日本の企業グループ2002」に記載されていない企業は除外している。さらに、サンプル企業が直接、分社化を実施した企業のみを分社化企業のサンプルとした。したがって、サンプル企業の傘下企業がさらに分社化を実施するケースはサンプルから除外している。また、すでに設立されていた複数の傘下企業を統合・整理する目的で新たに傘下企業を設立するケースや他企業と共同出資で傘下企業を設立するなどのケースもサンプルから除外している。これらの手順より、最終的に95社の分社化企業を抽出した。

2. 分析の方法

サンプル企業である300社およびその分社化企業95社をもとに、つぎの3点に関する分析を行う。第一に、分社化の実施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・スタディを用いて測定する。仮説1が妥当するのであれば、分社化の実施というアナウンスメントに対して株式市場は反応しないと考えられる。一方、株式市場がプラスに反応するのであれば、分社化はこれまで指摘されてきたいずれかの機能を有しており、それゆえ分社化の実施が経営効率性を高めることが予想される。

株式市場の反応の測定¹²⁾については、日次データを用い、市場モデルより個別銘柄の期待収益率を算出する。その際、日経四紙において分社化の実施が公表された日を0日とし、-120日から-21日までの100日間の投資収益率データを用いて市場モデルのパラメータの推定を行う。また、市場全体の株価インデックスとしてTOPIXをもちいる。ここでは、各証券の実際の収益率と市場モデルを用いて算出された期待収益率との差 (Abnormal Return: AR) について試みる。さらに、算出したARに対し、Brown and Warner [1985] と同様な検定を行う。

$$t = \frac{AR_t}{\hat{S}(AR_t)}$$

ただし、 $\hat{S}(AR_t)$ はつぎのように定義する。

$$\hat{S}(AR_t) = \sqrt{\left(\sum_{t=-120}^{-21} (AR_t - \overline{AR})^2 \right) / 99}$$

さらに、 $\overline{AR}$ はつぎのように定義する。

$$\overline{AR} = \frac{1}{100} \sum_{t=-120}^{-21} AR_t$$

第二に、分社化企業95社を対象とし、分社化

前後における収益性、人件費などの変化に関する分析を行う。分社化の機能の一つとして、分社化を実施することにより賃金などのコストが節減されることが挙げられた。そこで、分社化前後を境に収益性が改善するか否か、改善するのであればそれが人件費の節減によるものか、について試みる。仮説2が妥当するのであれば、分社化前後において人件費が節減し、その結果として収益性が改善することが予想される。ここでは収益性として連結ベースのROAを、人件費として連結ベースの人件費をもちいる¹³⁾。

特に、バブル崩壊以降に「人件費の節減」を目的として分社化が実施されているのであれば、低収益事業を有する企業ほど収益性の短期的改善を目的として分社化を実施すると考えられる。そのため95社のなかから分析に際して低収益事業部門を対象とした分社化（以下、低収益分社化企業とよぶ）をサブサンプルとして取り上げ、それらについて試みる。低収益分社化企業の抽出については、2001年度¹⁴⁾において分社化企業の属するセグメントの売上高営業利益率が当該企業の連結売上高営業利益率より低い企業を低収益分社化企業とした。その結果、分社化企業95社のうち、43社（約45%）が低収益分社化企業に該当した。

第三に、サンプル企業300社を対象とし、多角化と分社化の実施程度に関する分析を行う。その際、親会社が純粋持株会社となっている企業はサンプルから除外している¹⁵⁾。これまで分社化を頻繁に実施してきた企業あるいは大規模な分社化を実施した企業は、親会社の事業規模に比べて傘下企業全体の事業規模が相対的に大きいと考えられる。そのため、総資産連単倍率（＝連結ベースの総資産／単独ベースの

総資産)を従属変数とし多角化の程度を独立変数とする最小二乗法による回帰分析を行う。仮説3が妥当するのであれば、多角化の進んだ企業ほどこれまで積極的に分社化を実施してきた企業であることが予想される。このように、第一と第二の分析が狭義の分社化のみを対象としているのに対して、第三の分析は広義の分社化を対象としている。

総資産連単倍率は、値が大きいほど傘下企業を含むグループ全体の事業に対して親会社が直接行う事業規模が小さいことを示し、これまで積極的に分社化を実施してきた企業であることを意味する。ただし、総資産連単倍率の分母を構成する単独総資産には傘下企業の株式が含まれており、親会社が実際に行っている事業規模を示しているわけではない。そのため、総資産連単倍率に加えて有形固定資産連単倍率(=連結ベースの有形固定資産額/単独ベースの有形固定資産額)についても従属変数として分析を行う。

これらの変数は、これまで実施されてきた分社化の実施程度を示しており、バブル崩壊以降に実施された分社化の実施程度のみを示しているわけではない点に留意する必要がある。さらに、これらはM&Aの実施などにも影響を受ける。ただし、日本企業が有する傘下企業の約7割が広義の分社化によって生じている¹⁶⁾ことから、これらの変数を分社化の程度を示す代理変数とする。

つぎに、独立変数として多角化度を用いる。多角化の程度を示す定量的尺度¹⁷⁾として、セグメントの数、ハーフィンダル指数(Herfindahl Index)、エントロピー指数(Entropy Index)などが用いられることが多い。ここでは、多角化の程度を示す尺度としてエントロ

ピー指数を用いる。エントロピー指数は以下のように計算される。ただし1からnまでの事業分野を持つ企業のi番目の分野の売上構成比を P_i としている。同指数は数値が大きくなるほど多角化の程度が高いことを示す。エントロピー指数を構成する各事業分野の売上高については、各企業の有価証券報告書に記載された「事業の種類別セグメント情報」に記載された売上高を用いている。またコントロール変数として業種ダミーを用いる。

$$\text{エントロピー指数} = \sum_{i=1}^n [P_i \times \log(\frac{1}{P_i})]$$

Ⅲ. 実証分析

1. 株式市場の評価

はじめに、分社化のアナウンスメント公表時における株式市場の反応についてみる。分社化の実施が株主の富へ影響を与えないのであれば、分社化の実施というアナウンスメントに対して株式市場は反応しないと考えられる。また、サンプル全体の結果に加えてさきに述べた低収益企業のみについてもみる。分社化が人件費の節減をもたらすのであれば、低収益企業が分社化を実施するほどパフォーマンスの改善効果が高いことが予想される。したがって、低収益企業が分社化を実施する場合は、株式市場は特にプラスに反応する可能性がある。

図表3は、分社化のアナウンスメント公表日を0日とした場合の-10日から+10日までの株式市場の反応を表している。仮説1が妥当するのであれば、公表日である0日あるいはその前日の-1日において株式市場は反応しないこと

図表3 分社化の実施に対する株式市場の反応

	全サンプル (95社)			低収益分社化企業のみ (43社)		
	AR	t 値	AR>0の企業数	AR	t 値	AR>0の企業数
-10	-0.2323	-0.8490	40	-0.3522	-1.0607	18
-9	-0.5053*	-1.8466	34	-0.7658*	-2.3061	15
-8	-0.2488	-0.9093	45	-0.1274	-0.3836	21
-7	-0.2691	-0.9832	43	-0.2350	-0.7077	20
-6	-0.0135	-0.0492	43	-0.2585	-0.7784	18
-5	-0.5398*	-1.9727	39	-0.4411	-1.3282	20
-4	0.0601	0.2196	49	-0.1587	-0.4778	21
-3	0.1472	0.5378	46	-0.5150	-1.5509	17
-2	0.5052*	1.8459	56	-0.1108	-0.3336	22
-1	0.6132**	2.2407	52	0.3916	1.1791	20
0	0.0397	0.1452	37	-0.3293	-0.9916	14
1	-0.1691	-0.6179	47	-0.3651	-1.0993	19
2	0.4999*	1.8267	58	0.7857*	2.3661	25
3	0.0588	0.2150	47	-0.3470	-1.0451	19
4	0.5500*	2.0097	57	-0.1192	-0.3589	21
5	-0.6799**	-2.4843	40	-0.8194**	-2.4674	20
6	0.3071	1.1221	48	0.6872*	2.0693	25
7	0.0006	0.0022	47	-0.0426	-0.1281	23
8	0.0713	0.2605	42	0.5693*	1.7144	23
9	0.4480	1.6370	45	0.0130	0.0393	20
10	-0.2458	-0.8981	49	-0.4165	-1.2543	21

** : 5%水準で有意, * : 10%水準で有意。

が予期される¹⁸⁾。逆に、これらの日において有意にプラスに反応するのであれば、分社化は株主の富を増大させる、すなわち分社化の実施が経営効率性を改善させると考えられる。同表より、サンプル全体では-1日および0日においてプラスの値が得られた。特に-1日については5%水準で有意にプラスの値が得られており、分社化の実施を株式市場がプラスに評価していることがわかる。すなわち、分社化の実施によりパフォーマンスが改善すると株式市場は評価しているのである。一方、低収益分社化企業のみについては、-1日についてのみプラスの値が得られたものの、有意な結果を得ることができなかった。この結果は、サンプル全体として分社化が株主の富を増大させることを示唆

しており、仮説1を棄却するものである。ただし、収益性の低い企業が分社化を実施する場合に株式市場が特にプラスに反応するという結果を得ることはできなかった。

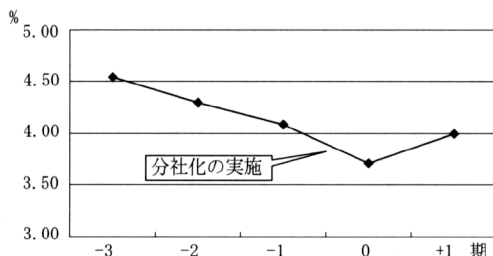
2. 人件費の変化

つぎに、分社化前後の変化に関する分析を行う。分社化の機能のひとつとして仮説2の「人件費の節減」が挙げられた。そこで、分社化前後を境に収益性が改善するか否か、改善するのであればそれが人件費の節減によるものかについてみていく。バブル崩壊以降における日本企業が人件費の節減を主たる目的として分社化を実施しているのであれば、業績の低下した企業が分社化を実施することで人件費を節減させ、

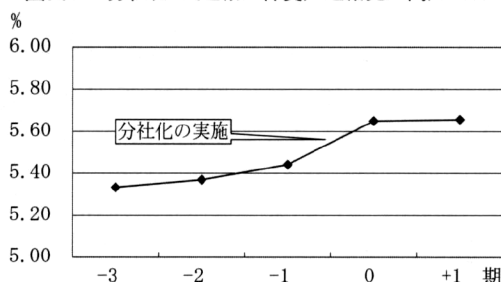
その結果として業績が改善することが予期される。ここでは分社化企業が設立される直前の決算期を－1期とし、分社化前後の業績や人件費などの変化についてみていく。

図表4は、分社化実施年を0期とした場合の分社化前後における連結ROAの推移を表している。分社化を実施した企業は－3期から－1期にかけて連結ROAが一貫して低下傾向にあり、収益性が低下傾向にある企業が分社化を実施することがわかる。しかしながら、分社化が実施される－1期から0期にかけて収益性は改

図表4 分社化と連結ROA



図表5 分社化と(連結人件費/連結売上高)×100



善されていない。つぎに、図表5は分社化前後における連結人件費の推移を表している。連結人件費は企業規模を調整するため、連結売上高で除して100をかけている。分社化実施前後である－1期から0期も含め、一貫して連結人件費は上昇しており、分社化の実施が人件費の節減をもたらしていないことがわかる。すなわち、収益性や人件費の時系列的な推移をみる限り、分社化の実施が少なくとも短期的には人件費を節減させたり、あるいはその結果として収益性を改善させたりしてはいないのである。

しかしながら、図表5における人件費の上昇は従業員数の増加あるいは売上高が減少したために生じている可能性がある。すなわち、分社化の実施により分社化企業のスタッフ部門などに新たに従業員を配置しなければならない可能性がある。その場合には、分社化によって一人当たりの人件費が節減されたとしても、連結での従業員数は分社化の実施によって増大し、その結果として総額としての人件費が増大する可能性がある¹⁹⁾。同様に、分社化によって人件費が節減されたとしても、この時期の売上高の下落率のほうが人件費の節減を上回っていれば同指標は上昇する。

図表6は、－1期と0期の連結人件費、一人当たり連結人件費、連結従業員数の推移を表し

図表6 分社化前後の比較 (全サンプル)

	(連結人件費/連結売上高)×100		一人当連結人件費		連結従業員数	
	－1期	0期	－1期	0期	－1期	0期
最小値	0.5415	0.5808	530	932	2,806	2,937
平均	5.4404	5.6510	2,863	3,000	36,277	36,084
t 値	3.1642**		2.8039**		-0.4697	
最大値	17.3150	19.6340	6,376	6,163	210,709	215,648
標準偏差	3.3770	3.5159	1,569	1,550	52,621	53,003
－1期 > 0期の数	31		6		15	
サンプル数	81	81	22	22	25	25

** : 1%水準で有意。

図表 7 分社化前後の比較 (低収益分社化企業のみ)

	(連結人件費/連結売上高)×100		一人当連結人件費		連結従業員数	
	－ 1 期	0 期	－ 1 期	0 期	－ 1 期	0 期
最小値	0.5415	0.5808	1,473	1,528	4,332	4,381
平均	5.9424	6.0406	2,974	3,149	30,590	31,094
t 値	1.0330		2.3097*		1.2506	
最大値	17.3150	19.6340	6,376	6,163	188,042	190,870
標準偏差	3.8129	3.9275	1,698	1,731	50,195	51,029
－ 1 期 > 0 期の数	16		3		8	
サンプル数	34	34	11	11	12	12

* : 5 %水準で有意。

ている。一人当たり人件費および連結従業員数のサンプル数が少ないのは、多くの企業が2000年までこれらの数値を開示していなかったためである。同表より、連結人件費も一人当たり連結人件費も－1期から0期にかけて有意に上昇していることがわかる。さらに連結従業員数については有意ではないものの、減少している。すなわち、分社化の実施は人件費を節減していないのである。

最後に、図表7は低収益分社化企業のための連結人件費、一人当たり連結人件費、連結従業員数の推移を表している。同表も連結人件費および一人当たり連結人件費が増大しており、分社化の実施が人件費を節減させていない。これらの結果より、分社化の実施は人件費を少なくとも短期的には節減させておらず、したがって仮説2を棄却する結果が得られたのである。

分社化の実施がただちに人件費の節減をもたらさない理由として、分社化の実施と人件費の節減との間にはタイムラグがあることが考えられる。たとえば、東芝が傘下企業への従業員の転籍を行う場合、転籍後5年間はこれまでの給与を保障している²⁰⁾。同様に、親会社の従業員が関連子会社へ出向する場合、出向後一定期間は親会社と出向先企業の賃金の差額は親会社によって補填され、その後は補填が打ち切られる

企業のケースもある²¹⁾。このような場合、分社化を実施したとしても、人件費節減の効果が生じるのは少なくとも数年後となる²²⁾。

3. 多角化と分社化の頻度

最後に、サンプル企業300社を対象とし、多角化の程度が企業の分社化の実施程度に影響を及ぼしているのか否かに関する分析を行う。すなわち、これまで分社化をどの程度積極的に実施してきたかを示す総資産連単倍率を従属変数とし、多角化の程度を示すエントロピー指数を独立変数とする最小二乗法による回帰分析を行う。図表8は、回帰分析の結果を表している。業種ダミーをくわえた分析のほうがモデルの説明力が高くなることから、業種の属性が分社化の程度に影響を与えることがわかる。全ての分析においてエントロピー指数が有意にプラスであることから、多角化の進んだ企業ほどこれまで積極的に分社化を実施してきたと考えられる。

これらの結果より、多角化の進んだ企業ほど積極的に分社化を実施していると考えられる。この結果は、仮説3を支持するものであり、従業員への関係特殊的投資の促進が分社化の機能として妥当する可能性があることを示唆している。

図表8 分社化の程度と多角化・収益性の関係

	総資産連単倍率		有形固定資産連単倍率	
定数項	1. 2558*** (36. 9884)	1. 0010*** (9. 5059)	1. 6542*** (9. 3799)	1. 0052* (1. 8276)
エントロピー指数	0. 3069*** (3. 9662)	0. 2641*** (3. 3640)	1. 0180*** (9. 3799)	0. 8056* (1. 9650)
水産・農林業		0. 6436*** (2. 7974)		2. 1099* (1. 7558)
鉱業		0. 1820 (0. 5864)		1. 1442 (0. 7058)
建設業		0. 0919 (0. 7754)		0. 6495 (1. 0495)
製造業		0. 3398*** (3. 3570)		0. 7265 (1. 3744)
電気・ガス業		0. 0306 (0. 2373)		-0. 0967 (-0. 1436)
運輸・通信業		0. 2125* (1. 9135)		0. 1699 (0. 2929)
商業		0. 2785*** (2. 5084)		2. 0041*** (3. 4555)
サービス業		0. 1841 (1. 3587)		0. 0311 (0. 0439)
Adj. R ²	0. 0490	0. 1420	0. 0190	0. 1050
N	288	288	288	288

***：1%水準で有意，**：5%水準で有意，*：10%水準で有意。

() 内は，t値。

むすびにかえて

本稿は、分社化がいかなる機能を有するのかについてバブル崩壊以降の日本企業を対象とした実証分析を行った。親会社が分社化企業の株式を100%所有するような分社化が実施される場合、分社化の実施は株主に帰属するキャッシュ・フローへ直接的な影響を与えないため、分社化は株主の富へ影響を与えないことが予期される(仮説1)。さらに分社化に関するこれまでの研究より、分社化の機能として、人件費の節減(仮説2)と従業員の関係特殊的投資の促進(仮説3)が挙げられた。

2001年度における連結総資産上位300社(金

融業・保険業を除く)およびそれらの分社化企業95社を対象とした実証分析を行った結果、主としてつぎの3点が明らかとなった。第一に、分社化の実施というアナウンスメントに対し、株式市場は有意にプラスの反応を示す点である。これは仮説1を棄却する結果であり、同時に分社化が経済的機能を有する可能性があることを示唆している。第二に、分社化の実施により人件費の節減が少なくとも短期的には実施されておらず、したがって分社化は収益性の改善に寄与していない点である。この結果は、仮説2を棄却する結果であり、バブル崩壊以降における分社化が少なくとも短期的にはROAなどの収益性の改善をもたらすわけではないことを示している点において重要である。第三に、多

角化の進んだ企業ほど積極的に分社化を実施していた点である。これは、従業員の関係特殊の投資を促進するために多角化企業において分社化が実施されるという伊藤・林田 [1997] の主張, すなわち仮説 3 を支持する結果である。また, これ以外にも, 分社化が収益性の低下傾向にある企業によって実施されている点などが明らかとなった。

これらの結果を統合すると, 多角化が進みつつある企業が従業員の関係特殊の投資を促進するために分社化を実施すること, さらにこのような分社化の結果として株主の富がプラスとなると考えられる。

注

- 1) 伊藤・林田 [1996], 173頁, あるいは小田切 [2000], 267頁。
- 2) 伊藤他 [1997], 36頁。
- 3) ただし, これは傘下企業間あるいは親会社と傘下企業との間で従業員の移動がないことが前提とされる。
- 4) 伊藤・林田 [1997], 105頁。
- 5) 南部 [1991], 32頁。
- 6) 使用したデータは, 財務データについては東洋経済新報社の『財務カルテ2003』(CD-ROM), 東洋経済新報社の『会社四季報CD-ROM』(2002年4集) および各企業の有価証券報告書を用いている。また株価データについては, 東洋経済新報社の『株価CD-ROM』(2003年版)を用いている。
- 7) 広義の分社化の場合, 新規事業の実施が分析に強く影響を及ぼす可能性がある。特に株式市場の反応について分析を行う場合, 分社化の実施よりも新規事業の実施に市場がより強く反応する可能性がある。そのため, ここでは狭義の分社化を用いる。
- 8) 本研究の事前的研究として, 大坪 [2002] がある。同研究は, 分社化に対する株式市場の反応について分析を行っている。ただし, 分析対象期間にバブル崩壊以前と以降が含まれていたこと, および実施される分社化の規模が考慮されていないなどの理由より, 十分な結果を得ることができなかった。
- 9) たとえば, 税回避を目的としてタックス・ヘイブンへ子会社を設立するケースなどが挙げられる。
- 10) 多くの企業は主要な子会社のみを記載しており, 子会社全てが記載されているわけではない。たとえば, 2001年度のソニーの有価証券報告書の場合, 937社の連結子会社の記載が省略されている。したがって, ここでは全ての分社化企業を分析対象としているのではなく, 主要な分社化企業に限定している。
- 11) 日経四紙とは, 『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。

- 12) イベント・スタディの手法の詳細については, 大坪 [2001] を参照。
- 13) 分社化前後における親会社と分社化企業の変化を比較するため, 親会社単独の数値ではなく連結ベースの数値を用いる必要がある。
- 14) ここで対象となっている分社化企業は, 分社化以前は親会社内の事業部門であり, 分社化以降も株式の100%が親会社および他の傘下企業によって所有されているため, 収益性に関するデータを直接的に入手することが困難である。そのため, 分社化企業が属するセグメントデータから得られる収益性指標を分社化企業の収益性の代理変数としてここでは用いる。その際, 本来は分社化が実施される年もしくはその前年のデータを用いるべきであるが, 年度間でセグメントの区分が大幅に変更されているケースが多いことから, 2001年度のセグメントデータをここでは用いている。
- 15) 純粹持株会社の採用と分社化が本質的に同義であるか否かがここでは明らかでないため区分している。
- 16) 伊藤他 [1997], 36頁。
- 17) Gollop and Monahan [1991] を参照。
- 18) イベント (ここではカンパニー制の採用) の公表日と新聞による記載日に相違が存在する場合, -1日においてARがプラスになる可能性がある。たとえば, -1日の株式市場で取引されている時間帯にイベントが公表された場合, 株式市場は-1日にそのイベントに反応するであろう。しかしながら, 新聞への記載日は翌日の0日となる。そのため, -1日に株式市場が反応する可能性がある。
- 19) ただし, その場合においても分社化の実施は連結ベースの収益性改善に寄与しないことになる。
- 20) 熊沢 [2003], 60頁。
- 21) 神代 [1989], 294頁。
- 22) この結果は, 親会社内の事業部門や傘下企業の数の変更が会計上の収益性や株価にどのような影響を及ぼすのかについて実証研究を行った Brickley and Van Drunen [1990] の結果と整合的である。

参考文献

- Brickley, J.A. and L.D. Van Drunen [1990], "Internal Corporate Restructuring: an Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, pp.251-280.
- Levy, J. [2000], "Financial Reorganization and Corporate Restructuring in Japan," in T. Bayoumi and C. Collins (eds.), *Post-Bubble Blues: How Japan Responded to Asset Price Collapse*, IMF Publication Services, pp.164-

199.

Servaes, H. [1996], "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave," *The Journal of Finance*, Vol.51, pp. 1201-1225.

伊藤秀史 [2002], 「日本企業の組織再編：事業部制組織の経済分析」大塚啓二郎・中山幹夫・福田慎一・本多佑三編『現代経済学の潮流2002』東洋経済新報社, 第3章, 47-72頁。

———・林田修 [1996], 「企業の境界：分社化と権限委譲」伊藤秀史編『日本の企業システム』東京大学出版会, 第5章, 153-181頁。

———・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』, No. 34, 89-117頁。

———・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』No.10, 24-63頁。

———・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『日本企業変革期の

選択』東洋経済新報社, 第8章, 235-268頁

大坪 稔 [2001], 「日本企業における純粋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粋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。

——— [2002], 「分社化と株式市場の評価」『佐賀大学経済学論集』(佐賀大学) 第34巻第5号, 1-19頁。

小田切宏之 [2000], 『企業経済学』東洋経済新報社。

神代和欣 [1989] 「雇用制度と人材活用戦略」今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会, 第12章, 275-317頁。

熊沢誠 [2003], 『リストラとワークシェアリング』岩波新書。

東洋経済新報社 [2000], 『週刊東洋経済臨時増刊 日本の企業グループ'99年』。

南部鶴彦 [1991], 「日米産業組織の動態比較」宇沢弘文編『日本企業のダイナミズム』東京大学出版会, 第1章, 15-45頁。

(佐賀大学経済学部助教授)