

# HD 化は企業に利益をもたらすか

ID:14090379 南出 貴裕

## 目次

- 第一章 序論
  - 第一節 現状
  - 第二節 動機
  - 第三節 ホールディングスとは
  - 第四節 ホールディングスのメリット・デメリット
  - 第五節 分析内容及び方法
- 第二章 モデル企業
  - 第六節 モデル企業の選出第一章
  - 第七章 モデル企業データ
- 第三章 仮説
  - 第八節 変数定義一覧
  - 第九節 仮説の提示
  - 第十節 仮説の委細
- 第四章 推定結果
  - 第十一節 推定結果についての説明
  - 第十二節 推定結果
- 第五章 分析結果の考察
  - 第十三節 景気変動指数と利潤率の相関関係に関する考察
- 第六章 結語
  - 最終節 ホールディングス化の意義

## 第一章 序論

### 第一節：現状

2012年は、日本の製造業史始まって以来の凋落ぶりが伺える一年だったと言えるだろう。パナソニック(株)、シャープ(株)、ソニー(株)といった日本を代表する軽電機メーカーがそれぞれ企業史上過去最大規模となる最終赤字(それぞれ7721億<sup>1</sup>、4500億<sup>2</sup>、5200億円<sup>3</sup>)を計上し、他の半導体メーカーや電機メーカーを始めとする日本の経済を支えてきたと言っても過言ではない製造業群が窮地に立たされている業況が鮮明となった。

### 第二節：動機

その中で企業は、リスク回避のため事業再編、工場の整理・集約、分社化、ホールディングス(以下HDとする)化と様々な企業行動を取ってきた。近年でいえば三菱重工業(株)と日立製作所(株)の統合案<sup>4</sup>や、2012年のルネサスエレクトロニクス(株)やソニー(株)の各国内工場を閉鎖騒動<sup>5</sup>等、世界企業との価格競争が熾烈を極める中で、事業の統廃合と整理などを通して、世界市場で戦う基盤を固める動きが加速している。

これらの企業行動の中で、私が特に興味を惹かれたのは「HD化」である。私の内定先であるメーカー企業が近年HD化の話が持ち上がったことも理由の一つであるが、何よりそのHD化の「意義」と「効果」を明らかにしたかったからである。というのも、HD化による事業拡大に連動して売上高・利益が増大し、資金調達が容易になるというマクロ(数字)の視点でプラスになることは自明であるが、事業の統廃合による人員の不適合配置や、それまで並列の関係にあった組織どうしに「親会社」「子会社」という区別が生まれ意思決定の阻害・遅延が生まれたりする等ミクロ(社員)の視点ではマイナスとなり、結果としてプラス分をマイナス分で帳消しにする形で結果的にはそこまでHD化の効果は生まれないのではないか、という点で私の中ではその有効性が甚だ疑問であったからである。

そこで、この論文は「HD化することで本当に企業の利益は上がっているのか。」について明らかにすることを目的とする。

---

<sup>1</sup> [http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD110R2\\_R10C12A5TJ0000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD110R2_R10C12A5TJ0000/) を参照した。

「パナソニック、最終赤字7721億円 12年3月期」2012/5/11 20:41

<sup>2</sup> <http://www.nikkei.com/article/DGXNMS6753048SV11C12A1000000/> を参照した。

「シャープ、過去最大の赤字」2012/11/15 11:19

<sup>3</sup> [http://www.nikkei.com/article/DGXNASFL100GS\\_Q2A410C1000000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASFL100GS_Q2A410C1000000/) を参照した。

「ソニーの最終赤字、過去最大の5200億円 12年3月期、3000億円下方修正」2012/4/10 16:55

<sup>4</sup> [http://www.nikkei.com/article/DGXNASFL04058\\_U1A800C1000000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASFL04058_U1A800C1000000/) を参照した。

「日立・三菱重統合へ『重複事業少なく最適なパートナー』」2011/8/4 9:43

<sup>5</sup> [http://www.nikkei.com/article/DGXNASFC0300D\\_T00C12A7L41000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASFC0300D_T00C12A7L41000/) を参照した。

「ルネサス函館工場 閉鎖方針 地元で動揺広がる」2012/7/4 2:30

[http://www.nikkei.com/article/DGXNASFB0305M\\_T00C12A7L01000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASFB0305M_T00C12A7L01000/) を参照した。

「ルネサス生産集約、鶴岡など対象 雇用・地域経済に影響」2012/7/4 1:25

[http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD030GD\\_T00C12A7TJ0000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD030GD_T00C12A7TJ0000/) を参照した。

「ルネサス、10工場閉鎖・売却など発表 外資支援受け再建目指す」2012/7/3 22:55

<sup>6</sup> [http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD190CZ\\_Z11C12A0TJ0000/](http://www.nikkei.com/article/DGXNASDD190CZ_Z11C12A0TJ0000/) を参照した。

「ソニー、国内で2000人早期退職 岐阜の工場閉鎖 13年3月期末までに」2012/10/19

### 第三節：ホールディングスとは

まず、ホールディングスとは何かを先に明示する。

ホールディングス(Holdings)とは、株式を保有する(ホールドする)目的の会社という意味であり、「持株会社」、「ホールディングカンパニー(Holding Company)」とも呼ばれ、複数の企業群を企業グループとして統制していくために設立されたグループの核となる「親会社」をいう。

また、本業を行う一方で、他の会社を支配するものを「事業持株会社」、他の会社の支配を本業とするものを「純粋持株会社」と呼ぶ。

他の会社の支配を本業とする純粋「持株会社」と、その会社にぶら下がる形態で存在する「事業会社」とで形成される集団的な企業の経営形態が特徴的であり、HD化する際に持株会社が事業会社の株式を一定数以上取得することでホールディングスが親会社となり子会社となる事業会社を実質的に支配、統制する。

親会社である持株会社は、グループ全体の戦略策定を行ったり、間接業務を一手に引き受けたりする会社で、収入源は子会社からの配当や一部業務の請負収入などで成り立っており、一般的には事業を行うことはない、いわば人でいう「頭脳」に当たる役割を果たす。

対して子会社である事業会社は、各企業がそれぞれの利益を追求しながら親会社の戦略に従って研究・開発・製造・販売等を行う、いわば「手足」に当たる役割を果たす。

また法的視点においては、「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」(独占禁止法)では、「子会社の株式の取得価額(最終の貸借対照表において別に付した価額があるときは、その価額)の合計額の、当該会社の総資産の額に対する割合が百分の五十を超える会社」を持株会社と定義されている。日本では、純粋持株会社について、事業支配力が過度に集中する恐れがあるとして、独占禁止法によって長い間禁止されていたが、1997年6月に法改正により解禁された。また、子会社が金融機関に限定されている金融持株会社も1997年12月に解禁された。<sup>7</sup>

### 第四節：ホールディングスのメリット・デメリット

以下に、メリット、デメリットを項目ごとに列挙する。

なお、この節については文末脚注に挙げた複数の文献を参考とした。

#### メリット

- 親会社の経営戦略業務への特化  
…頭脳となる親会社に適する人材配置を行いやすくなるため、企業の経営戦略をより最適化できる。また、筆頭株主として子会社株主総会の議決権を持つため裁量が行いやすくなる。
- 給与・賞与の見直しが計れる。  
…子会社が労働組合から外れるため、労働組合の圧力を受けずに賃金の改訂が行える。
- 各事業単位での業績把握や責任の明確化  
…損益計算書(P/L)を各事業会社毎に算出し明確にする必要が出てくるため、事業の業績の良し

<sup>7</sup> <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/1998/1998win02.html> を参照した。

野村資本市場研究所「持株会社設立の解禁と金融持株会社」要約第1項

悪しが鮮明に出る。また親会社側からもどの事業が利益をどれだけ出しているかが容易に読み取れる。

- 事業再編の機動性の確保  
…それまでは他の事業に寄りかかっていた事業も一つの会社として成り立つ必要が出るため、利益追求が促進され、再編・効率化が進む。
- 新規事業の立ち上げがしやすい。  
…それまでは製品のトップ、部門のトップ、事業のトップ、経営陣というように新規事業を立ち上げる際に複数段階の許可を得る必要がありニーズピークとなる時期を逃してしまう可能性があったが、トップへの距離が近くなることで意思決定のスピードが増し同時に立ち上げまでのハードルも下がる。
- 他企業の買収、グループ化(M&A)がしやすい。  
…親会社の傘下に子会社が並列して存在している形態となるため、買収・グループ化してその並列関係下に置くことが容易となる。
- 親会社への直接的敵対的買収を通じて、傘下会社の間接的敵対的買収がされる事態が実質不可能となる。  
…親会社である持ち株会社の株は非公開株であるため、株式取得による買収が不可能となる。
- 傘下の各社への権限の委譲がしやすい。  
…各事業会社にも経営陣を設置する必要が出てくることで、それまで経営陣にあった一部の権限が委譲される。
- 柔軟な人事制度の導入がしやすい。  
…事業会社毎に採用活動を行うことも可能なため、例えば子会社に金融系事業会社と製造系事業会社というように異なる業態の事業会社が存在する場合、各々の業態に適した採用形態を取ることによって人材を採用できる。
- 子会社からの受取配当金に関して、連結納税制度適用による節税が行える。  
…個別申告の場合、受取配当金の益金不算入額（この額が大きいほど納税額は小さくなる）は、負債利子控除後の残額である。これに対して連結納税を適用すると、100%子会社からの受取配当金は負債利子が控除不要であり、全額益金不算入扱いとなる。持株会社は、傘下の子会社からの受取配当金を事業の中核としているため、連結納税制度適用による節税メリットは計り知れず（企業によっては数十億円規模の効果となる）、受取配当金に関する節税メリットを最大限活用する目的で連結納税制度を検討・加入する持株会社も増加している。

デメリット

- 人材力の低下  
…給与の裁量権が子会社に行き、その子会社は利益追求を進めるために一般的に賃金が下がる。そのため、雇用条件が親会社より低下し、優れた人材が集まりにくくなる。
  
- 各子会社(事業会社)間の横の連携がしにくい。  
…各事業子会社がおのおのの利益を追求するようになるため、利益の上がない取引で連携が進まない。例えば、社内製品の基幹部品を加工する事業が子会社化された場合、その基幹部品を使用する事業会社はそこから「商品」として調達する必要が出てくるためコストが増加し、連携が進まなくなる。
  
- 労働条件の交渉について、交渉先である使用者側がどこなのかが不明となる。  
…実際の雇用関係のある子会社なのか、子会社に対して実質的な経営権を有する持株会社（親会社）のどちらかに交渉を求めればよいのか、はっきりしなくなる。
  
- 持株親会社単体では子会社より信用リスクが大となるため、格付上の「ねじれ」が生じるケースがある。  
…実際に事業を進めることで利益を上げる事業会社と異なり、親会社は子会社の株主配当を主な収入源とするため、子会社より売上高が小さい場合が多く、その場合親会社の方が子会社より信用リスクが大きくなり「親会社でありながら子会社より信用が低い」というねじれが発生する。
  
- 親会社が非上場の場合、子会社である各事業会社が法的規制により上場できないため、資金調達が困難。  
…日本国内の各証券取引所の内規により非上場企業の子会社は上場を認められていないため、非上場の持株会社の子会社を上場する事が実務上不可能となり、各事業会社が資本市場からの直接金融による資金調達ができない。
  
- コングロマリット・ディスカウントに陥る。  
…コングロマリット・ディスカウント (Conglomerate Discount) とは、持株会社およびその子会社に赤字企業がある場合、グループ全体に信用不安が連鎖し、個別企業と見た実力よりも資本市場において株価を通じて過小評価される状態のことであり、HD化する前より株価評価が低下することから、株当たりの資金調達力が低下する。

#### 第五節：分析内容及び方法

先述の「HD化することで本当に企業の利益は上がっているのか。」を明らかにするため、HD化前の企業群と、親会社であるHD化後企業について、それぞれの利潤率とその発表年度の景気変動指数にどれだけ相関関係があるかどうかを調べる。

これを分析し、利潤率と景気変動指数に相関関係が見られるようならば、「利潤率は景気に連動する」

すなわち「利潤率が景気によって左右されやすい」ということになり、逆に相関関係が有意でないならば「景気に左右されず安定して業績を伸ばしている」ということになる。そしてHD化の前と後の2つの結果の間に有意差があれば、HD化が何らかの形で影響を及ぼしたといえる。

分析方法にはTSP分析を用いることで計量モデルの推定とシミュレーションを行い、相関関係の有無については分析結果のP値が有意かどうかにより判断する。

## 第二章 モデル企業

### 第六節：モデル企業の選出

今回、モデルとした企業には、売上高・製造原価等が存在せず、財務データの形態が異なる金融業(銀行・証券・保険)は除いた上で、HD化している企業(例：〇〇ホールディングス)を用いた。

まずそのHDをモデルとして選出した上で、次にその統合前の企業群の中で、日経財務データ内にデータが存在する事業会社を選出した。

「HD化することによる」効果を実証することが目的のため、データは、

- ① 統合する前までのHD化前の企業群(=事業会社=子会社)の財務データ
- ② 統合してからのHD化後の企業(=持株会社=親会社)の財務データ

を用いて①、②にそれぞれ分け算出した。よって、HD化後の事業会社のデータ、及びHD化前の持株会社のデータ(事業持株会社の場合HD化前後で商号・社名が変わらないためHD化前もデータが存在する)は使用しない。

HD化前の企業群について、HDに属す企業を全てではなく日経財務データ内に存在する企業のみを選出したのは、

1. HDの中核を担う事業会社はほぼ日経財務データ上に掲載されているため。
2. 日経財務データ上に存在しない事業会社は一般的に財務規模が小さく、結果に有意な影響を与えないと判断したため。
3. 売上高・営業利益等は「量」データであり、持株会社のデータと事業会社の(全てのHDに属す企業を網羅していない)合算データでは比較対象とならないため分析できないが、被説明変数である利潤率は「率」データであることから、持株会社と事業会社群でも比較でき、主要子会社のデータで必要十分な結果が得られると判断したため。

以上の理由のためである。

### 第七節：モデル企業データ

以下にサンプルとして使用したモデル企業を、HD化前後の企業と併せて提示する。なお、設立項には発祥企業の設立日ではなくHDの設立日(=持株会社へ移行した日)を記してある。

① JFEホールディングス<sup>8</sup>

└JFE エンジニアリング

└JFE スチール

└JFE 商事

- 設立：2002年9月27日
- 業種：鉄鋼メーカー
- 売上高：  
連結…3兆1665億円  
(2012年3月期)
- 概要：新日鉄住金に次ぐ国内2位の大手鉄鋼メーカーJFE スチール、JFE エンジニアリング等を傘下に持つ持株会社。JFEによれば、社名のJFEは日本（Japan）、鉄鋼（鉄の元素記号Fe）、エンジニアリング（Engineering）を組み合わせたものであり、また日本を代表する未来志向の企業グループ（Japan Future Enterprise）を意味する。
- 財閥：川崎財閥・根津財閥。川崎鉄鋼が日本鋼管を吸収する形で設立された経緯があるため、川崎財閥の色が強いが根津財閥（芙蓉グループ）の色も未だに残る。

② JXホールディングス<sup>9</sup>

└JX 日鉱日石エネルギー

└JX 日鉱日石開発

└JX 日鉱日石金属

- 設立：2010年4月1日
- 業種：石油メーカー
- 売上高：  
連結…10兆7,238億8,900万円  
単独…360億1,800万円
- 営業利益：  
連結…3,278億4,400万円  
単独…263億9,600万円  
(2012年3月期)
- 概要：石油精製販売国内断トツトップ。金属、石油開発も国内有数。石油精製・販売大手の新日本石油株式会社（現・JX 日鉱日石エネルギー株式会社）と新日鉱ホールディングス株式会社（現・JX 日鉱日石金属株式会社）が、経営統合することを目的として共同で株式移転を実施し、設立された持株会社。経営統合の背景には、金融危機による景気後退や環境問題に端を発する石油製品の需要減といった当時の状況があり、規模拡大による生産力・販売力の強化が不可欠

<sup>8</sup> <http://www.jfe-holdings.co.jp/> を参照した。

<sup>9</sup> <http://www.hd.jx-group.co.jp/> を参照した。



と判断されたためである。JXの名称は、ジャパンの「J」と未知を示す「X」から。

- 財閥：鮎川財閥・三菱財閥。新日鉱HDからの鮎川財閥(日産コンツェルン)の流れと、新日本石油となった三菱石油からの三菱財閥の流れを汲む。

### ③ エイベックス・グループ・ホールディングス<sup>10</sup>

└エイベックス

(※2005年よりエイベックス・グループHDに商号統合したため2004年までのエイベックス・グループHDのデータを利用)

- 設立：2004年10月1日
- 業種：情報・通信業
- 売上高：  
連結…1,182億4,200万円  
単体…190億200万円  
(2010年3月期)
- 営業利益：  
連結…55億6,600万円  
単体…108億5,400万円  
(2010年3月期)
- 概要：日本のレコード業界を代表する一大エンターテインメント企業集団。音楽・映像コンテンツ制作会社であるエイベックス・エンタテインメント株式会社(Avex Entertainment Inc.)、芸能事務所であるエイベックス・マネジメント株式会社、音楽・映像パッケージの製造・販売、音楽・映像コンテンツの配信事業などを行っているエイベックス・マーケティング株式会社(Avex Marketing Inc.)を中核とする、エイベックス・グループの持株会社。エイベックスの由来はAudio Visual Expertから。

### ④ テレビ東京ホールディングス<sup>11</sup>

└テレビ東京

└テレビ東京ブロードバンド

- 設立：2010年10月1日
- 業種：情報・通信業
- 売上高：  
連結…1,073億2,700万円  
(2011年3月期)

<sup>10</sup> <http://www.avex.co.jp/> を参照した。

<sup>11</sup> <http://www.txhd.co.jp/> を参照した。

- 営業利益：
  - 連結…22 億 7,500 万円
  - 単独…5 億 700 万円
  - (2011 年 3 月期)
- 概要：民放キー局 5 位。日本経済新聞社系であり、視聴率は在京民法キー局としては最下位だが、経済番組とアニメ番組に定評がある。

⑤ キリンホールディングス<sup>12</sup>

└キリンビバレッジ

└キリンビール

| (※2006 年よりキリン HD に商号統合したため 2005 年までのキリン HD のデータを利用)

└協和発酵キリン

└メルシャン

- 業種：食料品メーカー
- 設立：2007 年 7 月 1 日
- 売上高：
  - 連結…2 兆 2,784 億円
  - (2009 年 12 月期)
- 概要：ビール系飲料で国内 2 位。ビール類飲料の麒麟麦酒（キリンビール）と飲料のキリンビバレッジを中核とする、キリングループの持株会社。飲料、医薬等を積極的に買収し多角化推進中。
- 財閥：三菱財閥。1907 年の麒麟麦酒(株)設立当初より三菱財閥の流れを汲み、三菱金曜会と三菱広報委員に属す三菱財閥の主要企業の 1 つ。

⑥ 宝ホールディングス<sup>13</sup>

└宝酒造

(※2003 年より宝 HD に商号統合したため 2002 年までの宝 HD のデータを利用)

- 業種：食料品メーカー
- 設立：2002 年 4 月 1 日
- 売上高：
  - 連結…1,954 億円
  - (2010 年 3 月期)
- 概要：焼酎・みりん業界国内トップ。チューハイや清酒も国内有数。京都府京都市に本社を置く日本酒を中心とした酒類製造メーカー宝酒造やタカラバイオなどを傘下に持つ持株会社であ

<sup>12</sup> <http://www.kirinholdings.co.jp/company/> を参照した。

<sup>13</sup> <http://www.takara.co.jp/> を参照した。

る。宝酒造はCMや広告等では「タカラ」や「TaKaRa」という風に表記される。

⑦ サッポロホールディングス<sup>14</sup>

└サッポロビール

(※2004年よりサッポロHDに商号統合したため2003年までのサッポロHDのデータを利用)

- 業種：食料品メーカー
- 設立：2003年7月1日
- 売上高：  
連結…4,145億58百万円  
単独…103億18百万円  
(2008年12月期)
- 概要：酒類国内シェア4位。日本を代表するビールメーカーの一角サッポロビールや、恵比寿ガーデンプレイスに事業展開するサッポロ不動産開発、中核企業とする持株会社。明治9年(1876年)に政府の開拓使が北海道札幌市に開拓使麦酒醸造所を設立し、そこで作られた「冷製札幌ビール」が社名の由来とされている。海外は東南アジアに注力。不動産に強みを持ち、外食、飲料も手がけ、ポッカレモンで有名なポッカも子会社に持つ。

⑧ 三菱ケミカルホールディングス<sup>15</sup>

└三菱レイヨン

└三菱化学

└田辺三菱製薬

└三菱樹脂

- 業種：化学メーカー
- 設立：2005年10月3日
- 売上高  
連結…2兆9,090億30百万円  
単独…171億96百万円  
(2009年3月期)
- 概要：総合化学国内トップ。三菱化成と三菱油化が合併して誕生した日本最大の化学メーカー三菱化学を中核とし、その子会社で医薬品メーカー三菱ウェルファーマと田辺製薬が合併して発足した田辺三菱製薬、三菱樹脂三菱レイヨン、大陽日酸、日本化成を傘下とする持株会社。石油化学からは低採算品から大胆に撤退する一方で、世界で競争できるLEDや有機EL等の成長期待分野における高機能材料の育成も強化している。
- 財閥：三菱財閥。1934年の日本タール工業設立当時から三菱財閥の流れを汲み、三菱金曜会と

<sup>14</sup> <http://www.sapporoholdings.jp/> を参照した。

<sup>15</sup> <http://www.mitsubishichem-hd.co.jp/> を参照した。

三菱広報委員に属す三菱財閥の主要企業の1つ。

⑨ 日清紡ホールディングス<sup>16</sup>

└日清紡

| (※2010年より日清紡HDに商号統合したため2009年までの日清紡HDのデータを利用)

└CHOYA

└長野日本無線

└日本無線

- 業種：繊維製品メーカー
- 設立：2009年4月1日
- 売上高：  
連結…3,255億5,500万円  
(2011年3月期)
- 概要：綿紡績国内有数。旧日清紡(株)を事業ごとに子会社した日清紡テキスタイル、日清紡ブレーキや、日本無線を中核とする持株会社。繊維はインドネシア等海外に移管。ブレーキ摩擦材が収益の柱。他に太陽電池、紙製品、燃料電池セパレーター、半導体など広範に多角化。
- 根津財閥(芙蓉グループ)。

⑩ 富士フイルムホールディングス<sup>17</sup>

└富士フイルム

(※2006年より富士フイルムHDに商号統合したため2005年までのセイコーHDのデータを利用)

- 業種：化学メーカー
- 設立：2006年10月1日
- 売上高：  
連結…2兆1816億円  
(2010年3月期)
- 概要：化学メーカー国内3位。高速・大型複写機国内3位。カメラ事業を代表とする精密化学メーカー富士フイルムと、企業向けプリンタを代表とする富士ゼロックスを傘下に持つ持株会社。写真フィルム市場が縮小したことにより医療画像、内視鏡、液晶フィルムへ事業転換。富山化学買収や自社開発で医療分野拡大を進める。
- 財閥：三井財閥。

⑪ コニカミノルタホールディングス<sup>18</sup>

<sup>16</sup> <http://www.nisshinbo.co.jp/> を参照した。

<sup>17</sup> <http://www.fujifilmholdings.com/ja/> を参照した。

<sup>18</sup> <http://www.konicaminolta.jp/about/corporate/group/hd/index.html> を参照した。

└コニカミノルタ

(※2004年よりコニカミノルタHDに商号統合したため2003年までのコニカミノルタHDのデータを利用)

- 業種：電気機器メーカー
- 設立：2003年10月1日
- 売上高：  
連結…9,478億43百万円  
単独…454億89百万円  
(2009年3月期)
- 概要：液晶パネル用フィルム世界2位。写真関連商品、及び複写機などのオフィス製品などを製造していた東京拠点のコニカと大阪拠点のミノルタが経営統合し、再編した持株会社。それぞれの創造事業であるカメラ・フィルム事業から撤退し、経営資源を複写機・プリンタ等の情報機器事業と、レンズ、ガラス基板・液晶用フィルム等の光学関連事業に集中。

⑫ セイコーホールディングス<sup>19</sup>

└SEIKO

(※2002年よりセイコーHDに商号統合したため2001年までのセイコーHDのデータを利用)

- 業種：精密機器メーカー
- 設立：2001年7月1日
- 売上高：  
単体…60億円  
連結…2,091億円  
(2007年3月期)
- 概要：腕時計国内首位。日本初の腕時計、世界初のクォーツウオッチを製品化し、現在も時計関連で有名であるセイコーインスツルと、プリンタ用電子デバイスやプリンタメーカー「EPSON」が有名なセイコーエプソンを中核とする持株会社。オリンピックなどの世界大会等の計時企業として公式スポンサー、オフィシャルタイマーとしてたびたび参加している。

⑬ 日清食品ホールディングス<sup>20</sup>

└日清食品

| (※2009年より日清食品HDに商号統合したため2008年までの日清食品HDのデータを利用)

└明星食品

- 業種：食料品メーカー

<sup>19</sup> <http://www.seiko.co.jp/> を参照した。

<sup>20</sup> <http://www.nissinfoods-holdings.co.jp/> を参照した。

- 設立：2008年10月1日
- 売上高：  
連結…3,711億78百万円  
(2010年3月期)
- 概要：即席麺国内シェア5割超の断トツトップ。袋麺首位級。即席ラーメンの先駆者。日清食品や明星食品を中心とする食品グループの持株会社。国内市場では価格競争も激しく、市場は飽和状態のため事業拡大のため米州、アジア等海外展開を強化している。「日々清らかに豊かな味をつくる」という創業者安藤百福の言葉を由来とする。

⑭ マルハニチロホールディングス<sup>21</sup>

- └ニチロサンフーズ
- └マルハニチロ食品
- └マルハニチロ水産

- 業種：水産・農林業、食料品メーカー
- 設立：2004年4月1日
- 概要：国内最大の水産会社であり、国内の食品企業では日本ハムに次ぐ8位。食品関連企業グループマルハニチロ水産、マルハニチロ食品、マルハニチロ畜産、マルハニチロ物流を統括する持株会社。国内の水産物買付・販売に圧倒的強みを持ち、強力な販売網を持つ。事業は水産・食品・畜産・保管・物流等多岐に渡る。

⑮ セブン&アイ・ホールディングス<sup>22</sup>

- └トーヨーカ堂 SHC
- └セブン-イレブン・ジャパン
- └ヨークベニマル
- └そごう

- 業種：小売業
- 設立：2005年9月1日
- 売上高：  
連結…4兆7863億円  
(2012年2月期)
- 営業利益：  
連結…2920億円  
(2012年2月期)
- 概要：コンビニ業界国内トップ。コンビニエンスストア・スーパーマーケット・デパート（百

<sup>21</sup> <http://www.maruha-nichiro.co.jp/> を参照した。

<sup>22</sup> <http://www.7andi.com/> を参照した。

貨店) という既存業態の枠を超えた日本最大で、世界でも屈指の巨大総合流通グループ。日本最大のコンビニエンスストア・チェーンのセブン-イレブン・ジャパン、総合スーパーのイトーヨーカ堂、そごうと西武百貨店を運営するそごう・西武、東北地方などを中心に展開するスーパーのヨークベニマルなどを中心とする持株会社。「セブン」は、7つの主要事業領域を表し、「アイ」は、innovation (革新) の i (アイ) と「愛」を表す。

⑩ 阪急阪神ホールディングス<sup>23</sup>

- └阪急電鉄
- └阪急不動産
- └新阪急ホテル
- └阪神電気鉄道
- └阪神百貨店
- └阪神不動産

- 業種：陸運業
- 設立：2006年10月1日
- 売上高：  
連結…6,497億300万円  
単独…98億8,400万円  
(2012年3月期)
- 営業利益：  
連結…738億900万円  
単独…65億2,000万円  
(2012年3月期)
- 概要：阪急・阪神の関西私鉄グループ。不動産、ホテル等多角展開。阪急電鉄・阪神電気鉄道・阪急阪神交通社ホールディングス・阪急阪神ホテルズおよびこれら4社の子会社を統括する持株会社。阪急百貨店等梅田地区の再開発に注力。

⑪ 三越伊勢丹ホールディングス<sup>24</sup>

- └伊勢丹
- └岩田屋三越
- └三越
- └新潟三越百貨店
- └三越伊勢丹

- 業種：小売業

<sup>23</sup> <http://holdings.hankyu-hanshin.co.jp/> を参照した。

<sup>24</sup> <http://www.imhds.co.jp/> を参照した。

- 設立：2008年4月1日
- 売上高：
  - 連結…1兆2399億21百万円
  - (2012年3月期)
- 営業利益：
  - 連結…238億34百万円
  - (2012年3月期)
- 概要：百貨店国内トップ。新宿伊勢丹、日本橋三越は店舗売上で国内1位、2位。傘下として三越伊勢丹（関東地方の店舗を運営）をはじめとする各地方の百貨店運営会社などを所有している持株会社。

以上の、17社の持株企業とそれに属す46社の事業会社をモデルとする。

### 第三章 仮説

#### 第八節：変数定義一覧

被説明変数	利潤率	RJR
コントロール変数	自己資本比率(A)	JIKOSHNA
	広告・宣伝費	KOUKOKU
	研究・開発費	KENKYUU
	売上総利益	URIAGESO
	当期利益	TOUKIRIE
説明変数	景気変動指数	KEIKI

被説明変数と説明変数、及びコントロール変数は上記の通りである。

「利潤率がどれだけ景気の影響を受けやすいか」を調べるため、説明変数の自己資本比率(JIKOSHNA)、広告・宣伝費(KOUKOKU)、研究・開発費(KENKYUU)、当期利益(TOUKIRIE)、売上総利益(URIAGESO)はコントロール変数とし、利潤率と景気の関係性をより正確に出すためのみに用いるものとする。

また、利潤率は【営業利益 / 総資産合計】で表されるものとする。

#### 第九節：仮説の提示

説明変数「景気変動指数」が、HD化前後の2つのデータ群の利潤率に対しどのような影響を与えるかの仮説を以下に述べた。

ただし、先述の通り景気変動指数以外は全て「利潤率と景気の関係性」をより正確に導出するためのコントロール変数であり、説明変数は景気変動指数のみである。

また、景気変動指数と企業財務データの公表期にはラグがあるため、景気変動指数のデータに関しては1年前のデータを使用した。



## 『景気変動指数』(KEIKI)

景気に関する総合的な指標を示す景気動向指数は、全企業が最も注目する指標の1つであり、企業活動、及び消費者活動の活発度を示している。

一般的に景気が「悪く」なれば、消費が抑制されるため売上が落ち込み、更に景気悪化の影響を受けて材料が値上げされることによる調達費増加等によって、【**利潤率**】の分子に当たる【**営業利益**】が減少する。更に、単純にモノが売れなくなり在庫量が増加することによって、同分母に当たる【**総資産合計**】が増加する。分母が大きくなり分子が小さくなることは即ち【**利潤率**】が低下することを意味する。

よって、景気が悪くなる(=景気変動指数が低下する)ことによって【**利潤率**】は一般的に低下する。

ただし、この【**利潤率**】の低下量については企業努力・経営形態によって減らすことが可能である。例えば、事業を多角化すればある事業で落ち込んだ利益分を他の利益が安定している事業の利益で埋めることで【**営業利益**】の減少量を小さくすることができるし、また単純に賃金・賞与等を減少させることによって人件費削減によりコストを削減し、【**営業利益**】を増やすことが可能である。

「HD化することで企業の利益は上がっている」のかを調べる際に、重要な分岐点となるのは「事業多角化」を主とするHD化のメリットが勝ちHD化が景気に左右されずに利潤率を安定させられるのか、それとも「人材力低下」「事業間連携鈍化」等のHD化のデメリットが勝ちHD化することでむしろ景気に左右されやすくなり利潤率が景気に連動してしまうのか、ということである。

ここで、私は第二節で述べた通り、HD化による事業拡大に連動して売上高・利益が増大し、資金調達が容易になるというマクロ(数字)の視点でのプラス分と、事業の統廃合による人員の不適配置や、それまで並列的關係にあった組織どうしに「親会社」「子会社」という区別が生まれ意思決定の阻害・遅延が生まれたりする等、ミクロ(社員)の視点でのマイナス分とが打ち消しあう形で結果的にはそこまでHD化の効果は生まれないのではないかと、即ち「①HD化前と②HD化後の景気の利潤率との相関関係に有意な差は見られない」と推測する。

### 第十節：仮説の委細

今回その仮説に至った理由の詳細を述べる。

「相関関係に有意な差は見られない」、即ち「HD化のメリット」が数字として表れない、と仮説を立てた訳であるが、その理由としては「社員の動きが鈍化」したと、いう理由が最も大きいと考える。第二節で述べたようにHD化による事業拡大に連動しての売上高・利益増大や、資金調達の容易化によってマクロ(数字)の視点ではプラスになるが、事業統廃合による人員の不適配置等によりミクロ(社員)の視点ではマイナスとなり、結果としてプラス分をマイナス分で帳消しにし、結果としてHD化の効果は見られない、ということだ。

例えば、HD化のメリットの1つにトップが本社経営陣から事業会社経営陣に移ることでトップまでの距離が近くなることによる「意思決定の迅速化」があるが、これが適用されるのは事業会社内での意思決定に留まり、実際の業務で事業の未来を左右するような事業の場合は親会社に許可を取る必要が出、それまで並列的關係にあった組織どうしに「親会社」「子会社」という区別が生まれてかえって意思決定の阻害・遅延が生まれたりする可能性を孕む。

更に、経営陣は親会社としての方向性・戦略を指揮するに過ぎず、実際の事業会社のバランスシートを見るだけでは「事業の現場では解決できない問題は何か」「事業の現場に今必要な投資は何か」という

ことにまで目が届かず、親会社の戦略に子会社が付いて来ない場合がある。

また、社員の活動鈍化の最たる原因としては、「給与」水準の低下にあるとも考える。HD化によって本社内の「一事業所」であった事業から、HD化により「事業子会社」した場合、本社の労働組合の監視を受けなくて済むようになるので、給与水準は本社時労働組合の圧力・交渉を受けず下げられる。事業子会社では景気悪化による売上低下によって賞与等が低下することはあっても、親会社より上がることはまず無いので、当然事業子会社での雇用条件はホワイトカラー(総合職)、ブルーカラー(技能職)共に悪化することとなる。これは社員のモチベーション低下に繋がり鈍化原因となる上、「自分を他社に売り込めるような」有能な社員は転職を希望し社外に出ていく。これは「人」を動かす企業としては人的資源の面から最もマイナスではないかと考える。

以上のような理由から、HD化はミクロ、即ち実際に労働している「現場」や「社員」の活動を蔑ろにしがちであり、そのマイナス分の大きさはHD化のメリットによるプラス分に匹敵する、即ち帳消しとなり、仮説の通り「①HD化前と②HD化後の景気の利潤率との相関関係に有意な差は見られない」という結果になると推測する。

## 第四章 推定結果

### 第十一節：推定結果についての説明

計算結果についての図について説明する。まず、変数はそれぞれ仮説で示したコントロール変数及び説明変数である。次に、説明変数が被説明変数利潤率に対して有意になった、即ち分析期間における利潤率を決定させる経済的要因として計量学的に証明されたことを示すには、P値が0.1以下であることが求められる。そして、このとき係数がプラスの場合は正の相関関係、マイナスの場合は負の相関関係を持つと言える。

P値とは説明変数が利潤率に対して影響を与えない確率を示しており、【P値=0.1=90%、P値=0.3=70%、P値=0.7=30%】というように利潤率に影響を与えられと考える確率を示す。

今回は第六節で述べた通りHD化前後に分けて分析を行った。

## 第十二節：推定結果

### ① HD 化前

説明変数	推定係数	P 値
JIKOSHNA	7.79E-05	[.447]
KOUKOKU	-3.12E-06	[.000]
KENKYUU	-1.16E-06	[.000]
URIAGESO	1.33E-07	[.000]
TOUKIRIE	5.79E-07	[.000]
KEIKI	1.73E-04	[.000]

以上の結果より、「HD 化前の事業会社単体時」は利潤率と景気変動指数とが 100% 正の相関をすることが分かった。即ち有意であると言える。

### ② HD 化後

説明変数	推定係数	P 値
JIKOSHNA	-4.96E-04	[.148]
KOUKOKU	-3.45E-07	[.469]
KENKYUU	-1.33E-07	[.667]
TOUKIRIE	2.58E-07	[.000]
URIAGESO	9.39E-08	[.006]
KEIKI	1.32E-04	[.053]

以上の結果より、「HD 化後の持株会社となってから」は利潤率と景気変動指数とが 94.7% 正の相関をすることが分かった。即ち有意であると言える。

## 第五章 分析結果の考察

### 第十三節：景気変動指数と利潤率の相関関係に関する考察

①HD 化前、②HD 化後共に有意な数値を得ることができた。①と②では相関関係の信頼度に 5.3% の差があったが、10% (P 値=0.1) 以下であることから計量学的に誤差の範囲であると言える。

よって、このことから HD 化前後共に利潤率は景気と相関している、即ち利潤率は景気の影響を受けていることが分かる。

次に推定係数に着目する。推定係数は今回の分析の場合「景気変動に対する利潤率の影響の受けやすさ」を表すが、①HD 化前は  $1.73 \times 10^{-4}$ 、②HD 化後は  $1.32 \times 10^{-4}$  という値をそれぞれ示していることから、「HD 化前より HD 化後の方が景気の影響を受けにくくなっている」ことが読み取れる。

そしてその受けにくさの差は、

$$1.32 \times 10^{-4} / 1.73 \times 10^{-4} = 0.7630057803 \dots \approx 0.763$$

より、HD 化前より HD 化後の方が約 23.7% 影響を受けにくくなっていることが分かる。

これは景気の波のグラフ上においては、HD 化前後共にその利潤率は景気の波に連動するが、その振れ幅が HD 化後の方が小さいことを示す。

よって仮説「HD 化前と HD 化後の景気の利潤率との相関関係に有意な差は見られない」は覆され、HD

化前とHD化後の利潤率は共に景気に相関するが、その影響の受けやすさはHD化後の方が約23.7%小さい」となった。

## 第六章 結語

### 最終節：ホールディングス化の意義

本稿では、「ホールディングス化することで企業に利益がもたらされるのか」について述べてきた。この節ではそれを推定結果とそれからなぜその結果が出たのかの理由から考察する。

HD化については、第十二節の仮説にて「HD化前後の景気の利潤率との相関関係に有意な差は見られない」と述べた。即ち、HD化してもしなくても、事業多角化等によってもたらされるはずの「利潤率」の安定が数字として表れていない、ということである。

HD化することによるメリットは第四節で述べた通り非常に大きく、中でも事業多角化による利益の平準化は、ある事業の利益の落ち込みを他事業の利益分で埋められる(カバーできる)という利点のみならず、同時にそれは単一事業会社の状態で赤字を出した場合、本来社債を購入し負債を負うこととなるが、事業多角化による利益平準化により社内で赤字分をカバーできるため、本来負債を負った場合よりその利息の分だけコストを減少させられることができる。これは経営上非常に大きい利点であることは自明である。そして私は、それが社員の待遇や現場の状況等ミクロの部分のマイナスで打ち消され効果はもたらされないと推測した。

しかし、結果は第十三節の考察の通りHD化した企業はHD化以前より景気の影響を受ける量が約23.7%小さく、安定して利益を出せていることが分かった。「23.7%」という数字は、莫大な金額の取引を行う企業にとって非常に大きな恩恵であることは明らかである。

よって、結論として、「HD化は企業に利益をもたらす」と言える。

しかし、私はここでHD化の恩恵を妄信してはいけないと考える。HD化することで事業所、工場等ミクロの所で混乱等諸々の問題が出てくることは事実であるし、中でも最も私が問題視することは、HD化によって企業の規模・数字の追求、即ち株主への利益還元を進めることによって引き起こされる人的資源の軽視による長期的視野での不利益である。人的資源軽視による人材力の低下は、単にその時の組織力低下に留まらず、人材力が低下した社員が採用を行い、また更にその社員が・・・というように連鎖的悪循環に陥る。これは短期的には数字には表れてこないが、元々の有能な社員の世代が定年退職・転職等で抜けて低下した社員の世代が経営陣に移った際加速度的に顕著化してしまうのではないかと考える。

以上より、私はHD化は確かに企業に利益をもたらす、しかし、そこに人的資源の軽視はあってはならないことであると考え。いつの時代も、どんな経営であっても企業を動かすのは「人」である以上、利益(数字)と雇用(社員)は常に並列関係にあり、優劣関係は付けてはならないのである。

---

### 参考文献：

- ・ 發知 敏雄・大谷 隼夫・箱田 順哉(著)『持株会社の実務－ホールディングカンパニーの経営・法務・税務・会計』東洋経済新報社(出版)2006/01/4
- ・ 武藤 泰明(著)『持株会社経営の実際』日本経済新聞社(出版)2003/12/13
- ・ 柴生田 晴四(著)『就職 四季報』東洋経済新報社(出版)2011/11/24
- ・ 奥 康平(著)『事業の分社化と持株会社本社化の意義』論文

---

<http://www.hannan-u.ac.jp/gakujutsu/mrrf430000037ab-att/mrrf4300000e5a0.pdf> を参照した.

- 下谷 政宏(著)『持株会社と日本経済』  
岩波書店 (出版)2009/6
- あがたグローバル税理士法人(著)『グループ経営を始めよう』  
税務経理協会 (出版)2009/9
- 丹羽 哲夫(著)『持株会社がわかる本』  
日本能率協会マネジメントセンター (出版)1997/10
- 下谷 政弘(著)『持株会社の時代』  
有斐閣 (出版)2006/6
- アーサーアンダーセン・アンド・カンパニー(著)『持株会社 戦略と導入ステップ』  
東洋経済新報社 (出版)2000/3