

グループ連結経営の進展とその促進要因に関する実証分析

経済調査部門 主任研究員 小本恵昭

komoto@nli-research.co.jp

<要旨>

1. 2000年3月期からの連結決算中心への会計制度の変更などから、企業のグループ経営に変化が生じていると言われている。本稿は、会計制度の変更などを機に、

グループ経営の中身に変化が生じたのか

変化が生じたのであれば何が主要な原因だったのか

という点について定量的分析を試みる。

2. 第1の点については、次の3つの事実から、グループ価値の最大化を目指す「グループ連結経営」を志向する動きが強まったと判断される。一つは、親会社と子会社との損益乖離の解消である。東証第一部上場企業について、親会社および子会社の赤字企業の割合をみると、98年度以前は子会社の赤字企業割合は親会社を大きく上回っていたが、99年度以降は急速に乖離が解消している。二つめは子会社数の減少である。子会社を減らすことは社内的な摩擦・抵抗などから実行が難しいが、連結決算中心主義への移行後、子会社数を減少させる企業のウェイトが高まっている。最後に、Exitルールの設定やグループ組織再編といった、大規模なグループ戦略見直しの動きを指摘することができる。

3. 第2の点については、東証第一部上場企業(約1,000社)を対象に、1995年度、1998年度、2001年度という調査年度を設け、次のような5種類の分析を行った。いずれの分析についても、グループ連結経営を推進した企業は数値1、そうでない企業は数値0で表示される。

子会社損益が黒字の企業を1、赤字の企業を0とするプロビット分析

「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という企業を0、それ以外の企業を1とするプロビット分析

1995年度(or 1998年度)の子会社損益が赤字の企業を対象に、2001年度の子会社損益が黒字転換した場合には1、赤字のままであれば0とするプロビット分析

1995年度(or 1998年度)と2001年度の両年度について、子会社損益が黒字の企業を1、赤字の企業を0とするプロビット分析

1995年度(or 1998年度)に「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という企業を対象に、この損益状況から脱却した場合には1、脱却しなかった場合には0というプロビット分析

説明変数としては、上位10大株主、経営者、金融機関、外国人投資家の持株比率という「コーポレート・ガバナンス構造」、連結自己資本比率に示されると考えられる「グループ経営を推進せざるを得ないという経営の逼迫度」を用いた。

4．分析の主たる結論は次のとおりである。

上位 10 大株主比率は、1995 年度から 1998 年にかけてプラスの影響が強まったものの、その後は、連結決算を重視し始めた一般株主の投資行動の変化などから 2001 年度にかけてその影響を弱めたと判断される。

経営者持株比率が高く親会社の経営者の影響力が強いことは、グループ連結経営の推進によってマイナスの影響を持つが、その影響の強さは 1995 年度～2001 年度にかけて変化しなかったと考えられる。ただし、1998 年度時点でグループ連結経営への取り組みが遅れていた企業をみると、経営者の持株比率が高いことは、1998 年度からのグループ連結経営の推進に対してマイナスの影響を与えたとみられる。

金融機関は、1995 年度および 1998 年度の時点でグループ連結経営を推進させる役割を果たしてきたが、2001 年度になり企業業績の悪化が深刻となる中で、グループ連結経営への取り組みの遅れた企業を中心に、グループ再編を含めたリストラをより強く企業に働きかけた可能性がある。

外国人投資家は、グループ連結経営の推進にほとんど影響を与えていない。

グループ連結経営を促進せざるをえないという経営の逼迫度については、有意なプラスの影響が観測された。経営の効率化が差し迫った経営課題にならないと、グループ連結経営が進められない傾向のあることが明らかとなった。

<目次>

．はじめに	118
．グループ連結経営の定義と最近の動き	119
1．グループ連結経営の定義	119
2．グループ連結経営の浸透	120
．実証分析の方法	124
1．子会社業績の測定	125
2．分析期間	126
3．データと分析対象	126
4．分析方法	127
5．子会社業績に影響を与える要因	128
．子会社の損益水準に関する分析	132
1．分析方法	132
2．分析結果	133
．子会社の損益変化に関する分析	136
1．分析方法	136
2．分析結果	137
．結論と今後の課題	141

．はじめに

現代の大企業は単独で事業活動を営むことは稀であり、傘下に多数の子会社を擁する企業グループとして活動しているのが一般的である。大手企業の中にはソニーのように1,000社を超す連結子会社を保有している企業もみられる。また、従業員50人以上かつ資本金3,000万円以上の会社(約2万5千社)を対象に子会社や関連会社の状況を調査している、経済産業省の「企業活動基本調査報告書」をみると、2000年度末時点で全体の42.2%の企業が国内に少なくとも1社の子会社あるいは関係会社を保有しており、14.9%の企業が海外に少なくとも1社の子会社あるいは関連会社を保有していることが明らかとなっている。中堅・中小企業であってもグループ経営を行っている企業は非常に多く、今や複数の企業をグループとして束ねて経営することは、一部の大企業に限られる経営形態ではなく、数多くの日本企業に当てはまる経営形態となっているのである。

しかし、日本企業のグループ経営に対しては、これまでどちらかというと批判的なものが多い。子会社に不採算事業を押し付け親会社の経営成績を良好にみせる、資材販売や技術使用料によって子会社利益を吸い上げる、中高年職員の処遇の場として子会社を活用するといった指摘であり、結果としてグループとしてのマネジメントが二の次となっている企業が少なくないという批判である⁽¹⁾。しかし、2000年3月期決算以降、企業会計基準が単体決算中心主義から連結決算中心主義に移行する中で、日本企業のグループ経営も転換を迫られている。実際にグループ企業の整理・清算を中心にグループ構造を大胆に見直す動きも相次いでいる。とは言え、グループ改革を始めたものの思ったように効果が挙がっていない企業や、そもそもグループ改革が進められていない企業も少なくない。

本稿はこうした動きを前提に、日本企業の経営が企業グループとしての収益拡大を目指す「グループ連結経営」に移行したのかどうかを検証し、併せてグループ連結経営を促進させた要因について分析を加える。1,000社を超える企業を対象に、グループ経営の実態あるいは変化を定量的に分析した研究は、筆者の知る限りこれまで行われていない。本稿は、グループ経営に対して初めて本格的な定量的分析を加えた点に意義があると思われる⁽²⁾。

本稿の構成は次のとおりである。第 節では、そもそもグループ連結経営とは何かを考え、親会社と子会社の業績の比較や子会社数の変化を検討することによって、グループ連結経営が浸透しつつあることを確認する。第 節では、グループ連結経営に関する分析の基本的考え方を示した上で、分析

(1) 一つの例として、倒産した工作機メーカーの日立精機を買収した森精機の森雅彦社長は、日立精機が破綻した原因を問われ、「一言で言えば、マネジメントの欠如でしょう。」とした上で、「日立精機は、当社より20年ほど高齢化が進んでいる会社でした。部課長のリタイア先として、たくさんの子会社を作り、彼らをその社員や役員などにしてきた。その結果、子会社の人間にしてみたら、すべて先輩が会社を牛耳っていて、何も言えない。さらに、天下った当人も子会社で一国一城の主として振る舞うから、グループ全体としては何も決められない。思考停止の状態に陥ったわけです。」と、グループ経営の欠如を大きな問題として指摘している(「日経ビジネス」2002年10月14日号)。

(2) グループ経営の中の分社化戦略を定量的に分析したものとしては小本(2003)がある。

期間、使用データ、考慮すべき要因などを説明する。第 節では、子会社損益水準の決定要因に関する分析方法と分析結果を示す。第 節では、子会社損益変化の決定要因に関する分析方法と分析結果を示す。第 節では、分析の結果をまとめ残された課題について言及する。

．グループ連結経営の定義と最近の動き

1 ．グループ連結経営の定義

多くの企業は傘下に複数の子会社を抱える企業グループを形成している。そこでは何らかの「グループ経営」が行われているわけであるが、ここでは、「企業グループの価値が最大となるように親会社と子会社・関連会社が協力し合う経営」を「グループ連結経営」と定義することにしたい。したがって、専ら親会社の利益を優先し、子会社・関連会社の利益を犠牲にして物的・人的資源管理を行なう経営や、グループを構成する個々の企業が独自に自己の利益を追求し、それがグループの利益につながっていない経営はグループ連結経営から外れた経営ということになる⁽³⁾。わが国では、単体決算を中心とする会計制度が長く続いてきたため、一部の会社を除き親会社の利益を優先する経営が行われてきたと言われているが、単体決算中心から連結決算中心への会計制度の移行を機にグループ連結経営を進める企業が増加しているとも言われている。

しかし、グループ連結経営が行われているかどうかを判断するのは難しい問題である。グループ価値が最大となるように経営方針を変更するとして、その内容は経営者の意識変革、企業内部の組織改革、人事・賃金制度改革、部品・原材料の調達方法の変更、マーケティング改革など多岐にわたるため、企業の外部からグループ連結経営の進捗を確認することには自ずと限界がある。また、連結決算の推移からグループ連結経営の進捗度を測定することも一つの方法として考えられるが、連結決算の変動要因を特定するのは容易ではない。こうした点を踏まえ、本稿では、グループ連結経営を進める上で最も重要でかつ象徴的な施策と考えられる子会社政策に焦点を当て、グループ連結経営の中身を分析することにしたい。例えば、子会社の業績が著しく悪化した状態が長く続いているならば、グループ連結経営が機能していないことを示唆していると考えられる。新規事業の立ち上げなどによって一部の子会社損益が赤字となることは考えられるが、子会社全体が永く赤字を計上することは一般には考えにくいからである。むしろ、事業撤退の意思決定は新規参入の意思決定より難しいために⁽⁴⁾、グループ連結経営がしっかり機能していない限りグループ戦略から外れた子会社や業績不振の子会社そのまま放置され、赤字の垂れ流しが続くことになってしまっているケースが多いと思われる。

⁽³⁾ 伊藤（1999）はこうした経営を「グループ経営」ではなく「グループ管理」と呼んでいる。

⁽⁴⁾ 事業撤退には従業員の雇用問題や撤退事業を推進した経営者の責任問題といった面倒な問題が伴うため、撤退の決断を先延ばししようという意識が働きがちである。

2. グループ連結経営の浸透

グループ連結経営の動きを子会社に焦点を当てて分析することになると、日本企業全体としてのグループ連結経営の進展は、親会社と子会社の利益比較、連結子会社数の変化、相次ぐ大規模なグループ戦略の見直し、という3面から捉えることができる。

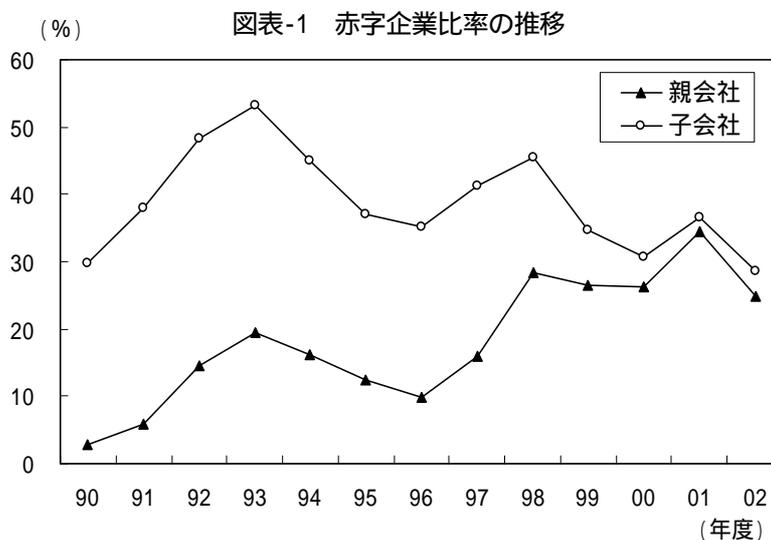
(1) 親会社と子会社の利益比較

一般に認識されているように、日本企業が子会社を犠牲に親会社の利益を高めるという行動をとってきたのであれば、子会社の業績に比べ親会社の業績が一貫して良好となっているはずである。一方、グループ連結経営が浸透したならば、親会社と子会社の利益率が完全に一致することはないにしても、両者の損益状況に大きな相違はないと考えられる。多数の親会社と多数の子会社をそれぞれ大きな企業群としてみると、手掛ける事業内容のバラツキは小さくなり、両者はほぼ同じ事業活動を行っているグループとみなすことができるからである。ほぼ同様の事業を手掛ける親会社と子会社が純粋に独立した企業として活動しているとするならば、両者の収益性は年ごとに多少の乖離があったとしても、ほぼ同水準の収益性になっていると考えられる。以下では、親会社と子会社の損益の推移をみることによって、この点について確認してみたい。

わが国の会計制度では単体決算と連結決算の入手が可能である。これにより、連結損益から単体損益を控除することによって、公表されていない子会社利益の近似値を得ることができる。図表-1は、東証一部上場企業のうち連結決算を発表している企業について、1990年度から2002年度までの赤字企業の割合（赤字企業比率）を計算したものである。

まず、注目される点は、1990年代末以降を除くと子会社は親会社を遥かに上回る赤字比率となっていることである。1990年代初頭はバブル期の余韻が残っている時期であり、親会社には赤字企業がほとんどみられないにもかかわらず、子会社では実に30%が赤字企業となっており、子会社の収益性がいかに低いものであったかがわかる。

次に、親会社の赤字企業比率は毎年の景気動向などから変動を示すが、子会社の赤字企業比率もこれに平仄を合わせるように変動し、1997年度頃まで子会社の赤字企業比率は親会社の値を25~30ポイント上回る推移を示している。図表-1に示されるように、子会社の収益性が一貫して



親会社を下回る状態が続いてきたのは、子会社を犠牲に親会社業績を良好なものにするという企業行動による面が少なくないと考えられる。

最後に、親会社と子会社の乖離が1999年度以降急速に解消していることが注目される。長期間にわたる景気低迷の中で、親会社の赤字企業の割合は上昇しているのに対し、子会社の赤字企業の割合はほぼ一定である。この結果、最近では、親会社と子会社の赤字会社比率は極めて近い水準で推移している。

以上の結果からみると、1998年頃までは親会社の利益を優先させる経営が行なわれてきたが、会計制度の変更の決定・実施を受け、親会社と子会社の利益を一体として捉えて経営を行なうという、グループ連結経営がかなりの企業に定着してきたと判断される。

(2) 連結子会社数の変化

先に述べたように、グループ連結経営が十分に機能していないならば、グループ利益に必ずしも貢献していない子会社が多数残されている可能性が大きい。特に、1980年代末のバブル期以降の動きをみると、バブル期には日本企業は本業から離れた事業の多角化を進めたが、その後の長

図表 - 2 連結子会社数の変化

業種	企業数	95/3～99/3			00/4～02/3			両期間の変化		
		減少	不変	増加	減少	不変	増加	減少	不変	増加
食品	51	17.6	11.8	70.6	23.5	33.3	43.1	5.9	21.6	-27.5
繊維	38	18.4	21.1	60.5	34.2	23.7	42.1	15.8	2.6	-18.4
パルプ・紙	8	0.0	50.0	50.0	62.5	37.5	0.0	62.5	-12.5	-50.0
化学工業	86	9.3	10.5	80.2	31.4	27.9	40.7	22.1	17.4	-39.5
医薬品	23	13.0	26.1	60.9	26.1	47.8	26.1	13.0	21.7	-34.8
石油	5	60.0	0.0	40.0	60.0	0.0	40.0	0.0	0.0	0.0
ゴム	9	44.4	0.0	55.6	33.3	11.1	55.6	-11.1	11.1	0.0
窯業	21	9.5	14.3	76.2	47.6	19.0	33.3	38.1	4.8	-42.9
鉄鋼業	25	12.0	20.0	68.0	32.0	32.0	36.0	20.0	12.0	-32.0
非鉄・金属製品	42	9.5	33.3	57.1	28.6	19.0	52.4	19.0	-14.3	-4.8
機械	82	6.1	19.5	74.4	19.5	31.7	48.8	13.4	12.2	-25.6
電気機器	118	8.5	10.2	81.4	28.8	17.8	53.4	20.3	7.6	-28.0
造船	3	0.0	0.0	100.0	66.7	0.0	33.3	66.7	0.0	-66.7
自動車・同部品	32	9.4	15.6	75.0	43.8	6.3	50.0	34.4	-9.4	-25.0
その他輸送機器	9	33.3	33.3	33.3	44.4	22.2	33.3	11.1	-11.1	0.0
精密機器	19	15.8	21.1	63.2	31.6	21.1	47.4	15.8	0.0	-15.8
その他製造業	28	32.1	17.9	50.0	10.7	42.9	46.4	-21.4	25.0	-3.6
水産	5	20.0	0.0	80.0	80.0	0.0	20.0	60.0	0.0	-60.0
鉱業	8	50.0	12.5	37.5	62.5	37.5	0.0	12.5	25.0	-37.5
建設	55	21.8	34.5	43.6	41.8	25.5	32.7	20.0	-9.1	-10.9
卸売	66	19.7	21.2	59.1	47.0	25.8	27.3	27.3	4.5	-31.8
小売	37	29.7	27.0	43.2	54.1	29.7	16.2	24.3	2.7	-27.0
その他金融	7	57.1	0.0	42.9	14.3	28.6	57.1	-42.9	28.6	14.3
不動産	15	6.7	20.0	73.3	33.3	20.0	46.7	26.7	0.0	-26.7
鉄道・バス	17	5.9	5.9	88.2	35.3	17.6	47.1	29.4	11.8	-41.2
陸運	10	10.0	30.0	60.0	50.0	20.0	30.0	40.0	-10.0	-30.0
海運	11	18.2	27.3	54.5	18.2	36.4	45.5	0.0	9.1	-9.1
空運	4	25.0	0.0	75.0	25.0	0.0	75.0	0.0	0.0	0.0
倉庫・運輸関連	9	11.1	44.4	44.4	11.1	33.3	55.6	0.0	-11.1	11.1
通信	3	0.0	0.0	100.0	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	-66.7
電力	9	0.0	66.7	33.3	11.1	44.4	44.4	11.1	-22.2	11.1
ガス	5	20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	20.0	20.0	0.0	-20.0
サービス	30	33.3	10.0	56.7	46.7	23.3	30.0	13.3	13.3	-26.7
合計	890	15.6	19.0	65.4	33.7	25.6	40.7	18.1	6.6	-24.7

期的な景気低迷の中で業績が不振な子会社が増加し、1990年代後半にかけて整理・清算が必要と判断される子会社が増えてきたとみられる。グループ連結経営が重視されるようになったのは、まさに子会社の過剰感が強まった時期であり、連結グループ経営を企業が進めたのであれば、子会社の整理・清算を進め、子会社数を減少させている企業が増加していると考えられる。

図表 - 2 は 1995 年 3 月末から 2002 年 3 月末にかけて東証第 1 部に株式を継続して上場し連結決算を公表している企業を対象に、連結子会社数の変化をみたものである。これをみると、1994 年度から 1998 年度にかけては、減少 15.6%、不変 19.0%、増加 65.4%と、子会社を増やした企業が圧倒的に多かったが、2000 年度から 2002 年度にかけては、減少 33.7%、不変 25.6%、増加 40.7%と子会社を減少させた企業の割合が増加し、子会社を増加させた企業が減少している。業種別にみると、業種間で増加企業の割合や減少企業の割合に違いはあるものの、ほとんどの業種で、減少企業の割合が増加し、増加企業の割合が減少するという関係が観測される。子会社数の減少は長期的な景気低迷の影響を受けている面があるかもしれないが、図表 - 1 の赤字企業比率の推移を考慮すると、親会社が目的意識的に子会社の再編・整理に取り組んだ結果とも言えよう。子会社の新設よりも子会社の整理が遥かに難しい経営課題であることをも考えると、子会社数の減少はグループ連結経営が浸透しつつあることを示す現象であると思われる。

(3) 相次ぐ大規模なグループ戦略見直しの動き

連結決算を中心とする会計制度の移行を控えた 1998 年頃から、グループの見直しを行なう動きが相次いでいる（図表 - 3）。その動きは、グループ戦略や組織に関するルールの設定、全社的な事業再編、グループ企業が連携することによるコスト削減、コア・ビジネスへ経営資源を集中するための子会社売却に分類することができる。

グループ戦略や組織に関するルールについては、1998 年以降商社を中心に設定が相次いでいる。各社の撤退ルールは様々だが、EVA（経済付加価値）などの客観的な収益指標を定め 3 年連続で赤字になると撤退するといったものや、社内格付けで一定レベル以下になると撤退するといったも

図表 - 3 主な企業のグループ戦略見直しの事例

企業名	年	内 容
日商岩井	1998	三期連続赤字の事業会社は撤退を原則とするルールを策定
三菱商事	1999	投資効率が低い事業から撤退する「イグジット (Exit) ルール」を策定
伊藤忠商事		「収益性」「成長性」「戦略性」による事業整理ルールを設定
日本軽金属		グループ戦略会議を設置
東京電力	2000	期間損益の黒字化や累積損失の解消など重要な目標の達成が予定より二年遅れたら事業の中止や転売を含めて見直すルールを策定
マルハ		中期三ヶ年計画の中で、損失額の規模・損失期間・事業回復の可能性等を勘案した事業撤退ルールの策定を決定。
ソニー	2001	今後 3 年間で EVA の改善が見込めない事業を廃止・縮小する方針を決定。
松下電気産業	2002	事業部制を廃止し、グループ企業を含む大幅な組織再編を実施
東武鉄道		中期経営計画で事業撤退ルールを設定
日立製作所	2003	EVA が 2 年連続赤字で「要注意事業」に分類。さらに 2 年以内の黒字化が不可能なら撤退・売却準備に入ることを決定

(資料) 新聞報道等をもとに作成

の多いようである。事業からの撤退は過去の経営の否定を意味し、撤退対象となった部門・子会社の抵抗も予想されることから、決定がずるずると先延ばしされることが多い。客観的なルールを定めることによって、撤退時期を逸しない意思決定が実行できる体制作りを目指したものと考えられる。

全社的な事業再編については、近年、電気機械業界を中心に大型のグループ再編がみられる。例えば、松下電器産業は、事業領域を14のドメインに括り直し、主要な子会社を株式交換によって完全子会社化した後、親会社と子会社の事業内容を見直し、グループ間に広がっている重複事業を整理するというグループ組織の抜本的な見直しを実行した。また、日立製作所は、2003年度から2005年度までの中期計画の中で、FIV (Future Inspiration Value) と呼ばれる日立独自の付加価値評価指標をベースに事業ポートフォリオの見直しを進めることを明示し、3年間で売上高にして約2割の既存事業から撤退する計画を明らかにしている。また、今年度に入り経営改革も進められており、松下電器産業ではグループ常務会、日立製作所ではグループ経営委員会が設けられ、グループが一体となった経営戦略を遂行する姿勢を強めている。

グループ企業が連携することによるコスト削減としては、まず、グループ企業が共同して部品調達することによって調達コストを引き下げる動きがあげられる。ソニー、日立製作所、松下電器産業など大手電気機械メーカーは、部品調達先を絞り込むと同時に共同調達を進め、今後2~3年間で数千億円単位の購買費の削減を目指すと報じられている⁽⁵⁾。国内外のグループの工場や販売会社にサプライチェーン・マネジメント (SCM) を導入し、生産・物流情報の一元管理を進める動きも進んでいる。また、コンピュータを使ってグループ内の資金を集中管理するキャッシュ・マネジメント・システム (CMS) を導入する企業が相次いでいるのも、グループ連結経営を推進する一つの動きと捉えることができる。

コア・ビジネスへ経営資源を集中するための子会社売却については、日産自動車が典型的な事例である。日産自動車は、1999年10月に発表した「日産リバイバル・プラン」の中で、非戦略的でノン・コアな資産売却から生まれる資源を活用し、本業の自動車事業へのより多くの資源投入と負債の大幅な削減を実現することを明確な経営方針とし、矢継ぎ早な子会社株式の売却を実行している(図表-4)。そこでは、MBO、TOB、株式交換など多様な方法が用いられている。また、日産自動車以外の例としては、経営再建中のダイエーも別の例として挙げられる。2001年のローソン株式の売却を皮切りに、食品スーパーのマルエツ、百貨店のプラタン銀座、出版事業のオレンジページなどコア事業から外れる子会社株式の売却を続けている。日産自動車やダイエーの例から分かるように、子会社売却は経営が不振となり、子会社売却資金によって負債の返済を進めることを目的に実行される例が多い。

⁽⁵⁾ 日本経済新聞、2003年8月16日

図表 - 4 日産自動車の子会社株式売却

年月	内 容
2000/8	自動車用座席・座席部品メーカーである池田物産の全保有株式（全発行株式の38%）をジョンソン コントロールズ ホールディングに売却
9	システムエンジニアリング会社である日産デジタルプロセスの全発行済み株式を富士通に売却 サスペンション会社であるヨロズの保有株式（全発行株式の31%）の一部（同17%）をタワー オートモティブ社に譲渡
10	ハンドル、エアバッグメーカーである日本プラストの保有株式（全発行株式の27%）の一部（同14%）をダルフイ・メタル社に譲渡
12	ナビゲーション・オーディオ会社であるザナビ・インフォマティクスの全保有株式（全発行株式の49%）を日立製作所へ譲渡
2001/1	物流会社バンテックの全保有株式（全発行株式の67%）をスリーアイ・グループに売却（MBOが目的）
3	ビル管理会社日産ビルネットの全発行済み株式を共立メンテナンスに売却
4	各種スイッチ、電子部品会社のナイルス部品の全保有株式（全発行株式の40%）をリップルウッド・ホールディングスに売却 エンジン周辺部品製造会社であるテネックスの保有株式（全発行株式の57%）の一部（同33%）をマーレ・フィルターシステムに譲渡
5	車両の輸送、整備、保管等の業務を行う日産陸送の全発行済み株式をMBOにより、日産陸送経営陣等に譲渡
6	フィットネス事業等を行う日産スポーツプラザの全発行済み株式をコナミススポーツに譲渡
7	自動車部品会社エクセディの全保有株式（全発行株式の23%）をアイシングループに譲渡
10	デザイン、商品企画、市場調査等を行うイードの全発行済み株式をMBOによって、イード経営陣等に譲渡 自動車用部品会社日産アルティアの全保有株式（全発行株式の87%）をルビー・ホールディングスに譲渡（MBOが目的）
12	ブレーキ関連会社キリウの全保有株式（全発行株式の37%）をTOBに応じて売却
2002/3	自動車部品会社である栃木富士産業の全保有株式（全発行株式の20%）をGKNオートモーティブインターナショナルGMBHに売却
4	日立製作所とユニシアジェックスの株式交換により、保有するユニシアジェックス全株式（全発行株式の25%）を日立製作所の株式と交換。
8	自動車部品会社リズムの全発行済み株式をJ.P.モルガン・アジア・エクイティ・アドバイザーズが運用する投資ファンドに売却（MBO目的）
9	自動車部品会社ユニプレスの保有株式（全発行株式の30%）の一部（同16%）を新日本製鉄および三井物産に譲渡
2003/1	自動車部品会社フジユニバンスの保有株式（全発行株式の31%）の一部（同21%）をアイエス精機と大同特殊鋼に譲渡

（資料）日産自動車のホームページ等から筆者作成

．実証分析の方法

これまでみてきたように、グループ連結経営を志向する日本企業は着実に増加しているようである。しかし、必ずしも日本企業の全てがグループ再編を進め、グループ連結経営に移行したとは言いきれない事実もみられる。グループ再編が未だ進んでいない企業⁽⁶⁾や、ようやくグループ再編に取り組み始めた企業もみられるためである⁽⁷⁾。2001年4月1日時点で東証第一部に上場し連結決算を発表している企業（1,095社）を対象に、親会社決算が黒字で子会社決算が赤字という基準に何社が該当するか調べてみると168社（15.3%）が該当する。これは、1998年度の214社（19.5%）から減少しているものの、依然として高い比率である。また、1998年度と2001年度のいずれについても該当している企業が65社（5.9%）みられる。こうした事実を踏まえると、現時点では、グループ連結経営を実

⁽⁶⁾ 例えば、日経ビジネス（2002年8月26日号）はケーススタディとして三菱化学を取り上げ、「業績不振の最たる原因は、事業の選択と集中が遅れたためだ。グループ会社数をみれば如実に分かる。子会社が168社、持ち分法適用会社が113社。合計281社というこの数は製造業全体で見ても群を抜いて多い。これを上回るのはトヨタ自動車、新日本製鉄、富士通など数えるほどしかない。」と、グループ再編の遅れを指摘している。

⁽⁷⁾ 先述のように、松下電器産業は2002年に大胆なグループ組織の見直しを行い、日立製作所は2005年までの中期経営計画の中でグループ再編を実行することを打ち出している。

行している企業が存在する一方で、これからグループ連結経営に本腰を入れるという企業も並存するというのが日本企業の実態ではないかと思われる。会計制度の変更によって全ての企業が一斉にグループ連結経営に移行したわけではなく、会計制度の変更はグループ連結経営を促す一要因に過ぎず、実際にグループ連結経営への移行というアクションを起こすのは企業間で大きな違いがあると考えられる。将来の不確実性や社内の政治的駆け引きといった組織変更を躊躇させる要因によって、環境変化に対応するための企業の組織変更には時間を要することが知られており (Colombo and Delmastro, 2002) 企業固有の要因によって環境変化への対応にはかなりの違いが生じると考えられるためである。

こうした認識を踏まえ、以下では、グループ連結経営が機能しているとみられる企業と必ずしも十分にグループ連結経営が機能していないとみられる企業を比較し、どのような企業固有の要因がグループ連結経営を促進させるのかという点について検討を加えることにしたい。

1. 子会社業績の測定

子会社業績の改善を分析するためには子会社の利益率を用いることが最も望ましいが、子会社自体の利益率は公表されていないし、その近似値を求めることも難しい⁽⁸⁾。そこで、本稿では、子会社の利益率を求めることをせず、連結ベースの利益から単体ベースの利益を控除した「子会社損益の赤字の有無」に注目することにする⁽⁹⁾。つまり、子会社損益の赤字の有無によって子会社を2つの企業群に分割し、業績の良否を判断するのである⁽¹⁰⁾。グループ連結経営が機能しているならば、子会社の損益が赤字となることは起りにくいと考えられるためである。もちろん、計測時点が異なると経営環境の違いから子会社の業績も変動するし、グループ連結経営が行なわれていたとしても、子

⁽⁸⁾ 子会社の利益の額については、連結ベースの利益額から単体ベースの利益額を差し引くことで求めることができる。しかし、利益額は企業規模によって変動するため、利益率を求めるには企業規模によって利益額を基準化する必要がある。基準化するための指標としては売上あるいは総資産が考えられる。売上については、連結売上から単体売上を控除することによって子会社売上の近似値を得ることができるが、事業内容の違いによる売上高利益率の格差は大きいので、あまり適切な指標ではない。また、親会社が内製した機械を子会社に販売し、子会社がその機械を使用して親会社のみ製品を納入した場合には、単体売上が連結売上を上回るという奇妙な現象が生じるという問題もある。総資産については、連結ベースの総資産から単体ベースの総資産を控除したものに、親会社が保有する子会社株式や連結調整勘定を加えることで多少の修正を施すことができるが、親会社と子会社間の売掛金や買掛金などに対して修正を施すのは難しいと思われる。実際上記の方法によって子会社の売上や総資産を計算してみると、子会社の売上や総資産がマイナスや僅少な値となる企業がみられる。マイナスの場合には算出された利益率には意味がないし、僅少な場合には利益率の絶対値が非常に大きな値となってしまうなど大きな計測誤差を生み出してしまふ。

⁽⁹⁾ 「子会社損益における赤字の有無」という質的データを基準として用いるのは、子会社利益率を算出するのに適した指標がないことが一つの理由であるが、グループ経営が成功しているかどうかを判断する上で、毎年の企業固有の要因以外の影響による変動が避けられない利益率という量的データよりも、赤字か黒字かという質的データのほうがむしろ頑健な指標になると考えられることも一つの理由となっている。

⁽¹⁰⁾ 別の考え方として、連結ベースの利益率と親会社の利益率の差をもって子会社の利益率とする考え方がある。伊藤 (1999) は、この考え方をを用いて1988年度から1996年度までの連結ROAと単体ROAを比較し、単体ROAが連結ROAを上回る企業が圧倒的に多いことをもってグループ経営に成功していないと述べている。しかし、この考え方によると、親会社が非常に高い収益率であれば、子会社がそれなりの利益率であったとしても子会社の業績が振るわないと判定されてしまふ。このため、本稿ではこの考え方を採用しなかった。

会社が新規事業の立ち上げを担う場合などでは創業赤字を計上することも起りうる。このため、子会社業績が悪いことが、グループ連結経営が不十分であるという結論を直ちに導くというわけではないが、計測時点の違いによる業績変動は、親会社の業績変動⁽¹¹⁾や企業グループが属する業種の違いを考慮することによってその影響をある程度除くことができると思われる。また、後述のように、本稿では、すでに多数の子会社を保有していることが多い上場会社を対象としているので、複数の子会社を全体としてみると創業に伴う赤字の可能性は小さいのではないかと考えられる。したがって、上記のような修正を施したとしても子会社に赤字が観測されるならば、グループ連結経営が上手く機能していないと判断して差し支えないのではないと思われる。

2．分析期間

1995年度、1998年度、2001年度を分析対象年度とした。1999年度決算から連結中心決算制度へ移行したため、その直前の1998年度と移行後の2001年度を比較のために選定した。また、連結中心決算主義への移行がまだ明らかとはなっていなかった1995年度も対象年度とした。

3．データと分析対象

分析対象は次のように選定した。まず、2001年4月1日時点の東京証券取引所第1部上場企業のうち、2001年度に連結決算を発表した企業をリストアップした。次に、リストアップされた企業のうち、1995年度または1998年度時点で株式公開していなかった企業あるいは株式公開しているものの連結決算を発表していない企業を対象から除外した。さらに、変則決算や合併を経験した企業を除外した。この結果、最終的に、1995年度の分析については1,019社、1998年度と2001年度の分析については1,095社が分析対象となった。なお、データは、日経QUICK情報の財務データを利用した。

上記で説明した変数を中心とする、今後の分析で用いる変数の記述統計は図表-5のとおりである。

⁽¹¹⁾ 子会社と親会社の事業には関連性があるケースが多いためである。例えば、次のような例が考えられる。親会社が生産、子会社が販売を担当している場合に、生産コストが親会社固有の何らかの理由によって上昇した場合には、親会社から子会社への出荷価格にコスト上昇分の一部が上乗せされると考えられる。子会社は、他社との競争上、仕入価格の上昇分を全て販売価格に転嫁することができないため、利益が減少することになる。

図表 - 5 使用変数の記述統計

記号	内容	平均	中央値	標準偏差	最大値	最小値
RIEKIP	親会社の利益率 (95 : %)	4.238	3.808	3.948	43.011	-25.189
	同 (98 : %)	3.734	3.157	4.328	34.003	-20.641
	同 (01 : %)	3.172	2.791	5.566	56.489	-77.029
RIEKIPC	親会社利益率変化 (95 01 : %ポイント)	-1.201	-0.819	4.859	17.805	-70.450
	同 (98 01 : %ポイント)	-0.562	-0.284	4.302	22.486	-66.099
CAP	連結の自己資本比率 (95 : %)	37.777	35.984	20.186	91.125	-54.710
	同 (98 : %)	38.984	38.145	22.101	96.270	-79.238
SUB	子会社比率 (95)	0.130	0.088	0.146	1.698	0.001
	同 (98)	0.156	0.104	0.296	7.124	0.002
	同 (01)	0.194	0.129	0.368	7.989	0.004
CSUB	子会社数の変化 (95 01)	1.050	0.474	2.420	39.000	-0.880
	同 (98 01)	0.571	0.183	1.669	37.000	-0.850
BIG	上位10大株主持株比率 (95)	0.457	0.418	0.138	0.980	0.169
	同 (98)	0.453	0.415	0.140	0.988	0.153
	同 (01)	0.456	0.426	0.141	0.955	0.081
MANAGE	経営者持株比率 (95)	0.037	0.004	0.085	0.661	0.000
	同 (98)	0.034	0.004	0.082	0.643	0.000
	同 (01)	0.026	0.003	0.063	0.522	0.000
FINANCE	金融機関持株比率 (95)	0.364	0.376	0.145	0.707	0.000
	同 (98)	0.344	0.34	0.149	0.698	0.015
	同 (01)	0.328	0.319	0.143	0.709	0.010
FOREIGN	外国人投資家比率 (95)	0.076	0.057	0.077	0.744	0.000
	同 (98)	0.072	0.043	0.091	0.859	0.000
	同 (01)	0.082	0.038	0.107	0.807	0.003

4 . 分析方法

本稿では、グループ連結経営を促進させた要因を分析すること、言い換えれば、子会社業績改善の要因を分析することを主たる目的とする。そのために、子会社損益水準の要因分析と、2時点間の子会社損益変化の要因分析、という2種類の分析を行っている。

前者は複数の年度について子会社の損益水準の決定要因を分析し、決定要因に変化がないか分析するものである。1995年度、1998年度、2001年度のそれぞれについて、子会社の損益水準をクロスセクションデータによって分析する。また、1995年度と2001年度、1998年度と2001年度のデータをそれぞれプールし、年度間の違いを分析する試みも行う。

後者は直接的に複数時点の子会社の損益変化の要因を分析するものであり、1995年度、1998年度、2001年度という3時点をとり、1995年度あるいは1998年度から2001年度に至る変化を考察する。全企業の中から、1995年度あるいは1998年度に子会社損益が赤字だった企業を分析対象として抽出し、2001年度に黒字転換を果たしたのであればグループ連結経営が強化された結果だと判断し、黒字転換に影響を与えた要因を分析するのが一つの例である。

5. 子会社業績に影響を与える要因

先にみたように、日本企業にグループ連結経営が浸透しつつあることは疑いが無いが、グループ連結経営の浸透の程度については、企業固有の要因によって企業間に違いが生じていると考えられる。違いを生み出す重要な要因としては2つのものが考えられる。一つは親会社のコーポレート・ガバナンス構造の違いである。もう一つは、グループ連結経営を進めざるを得ない経営の逼迫度の違いである。以下では、これら2つの要因の内容と、この2つの要因の影響をみるに当たって影響を除外しておくべき要因（コントロール変数）について説明する。

(1) 親会社のコーポレート・ガバナンス構造（CG 構造）

企業のグループ経営に影響を与える要因として、まず挙げられるのが親会社のコーポレート・ガバナンス構造（CG 構造）である。CG 構造は親会社の経営者の行動に影響を与え、ひいてはグループ経営の中身や子会社損益を変化させるためである。CG 構造については、株式の保有状況の面から捉えることにした。具体的には、上位 10 大株主の持株比率（BIG10）、金融機関の持株比率（FINANCE）、経営者の持株比率（MANAGE）、外国人投資家の持株比率（FOREIGN）である。また、1995 年度または 1998 年度から 2001 年度にかけての持株比率の変化も、一部の推定では変数として用いた。その場合は、上位 10 大株主、金融機関、経営者、外国人投資家の持株比率の変化をそれぞれ、CBIG10、CFINANCE、CMANAGE、CFOREIGN として表示した。

上位 10 大株主と金融機関の持株比率については、持株比率と企業行動の関係は明確である。一般に、上位 10 大株主や金融機関の持株比率が高いほど、上位 10 大株主や金融機関株主が経営者をモニタリングし企業価値を高めることを促すインセンティブが強まると考えられる。持株比率が大きいほど、モニタリングを通じた企業価値の向上から得られる利得の取り分が増えるためである。グループ連結経営を強化することは、グループを統括する親会社の企業価値を高めることにつながると考えられるので、上位 10 大株主と金融機関の持株比率が高いほどグループ連結経営を進める可能性が高まると考えられる。

経営者の持株比率の影響については相反する二面があると考えられる。グループ連結経営の推進は親会社の価値を高めるため、経営者がこの点を重視するのであれば、経営者の持株比率が高いほどグループ連結経営を進めると考えられる。しかし、グループ連結経営による親会社の価値の向上よりも、親会社単体の損益の向上による増配を経営者が重視するとするならば、親会社単体の損益の向上に注力し、子会社損益の改善に消極的となるとみられる。この場合には、経営者の持株比率が高いほど、グループ連結経営の進展は遅れることになる。このため、経営者の持株比率の影響はこの両者の要因の大小関係によって決定されると考えられる。

外国人株主の持株比率の影響は次のとおりである。外国人株主は株式の投資収益率を重視し、必ずしも安定的な株主ではないと考えられる。企業に将来性があると判断されるならば継続保有されるが、将来性がないと判断されると売却対象になる。外国人投資家に、グループ連結経営に

消極的な企業と判断されるならば、投資対象としての評価は低下し、株式売却による株価下落リスクが高まると考えられる。経営者が外国人投資家の株式売却による株価下落を懸念するのであれば、外国人投資家の持株比率が高いほどグループ連結経営が進められることになると考えられる。

CG 構造がグループ連結経営に与える影響の可能性は上記のとおりであるが、CG 構造の影響がいつから生じたのか、影響があったとしてその強さに変化がなかったのか、CG 構造以外の要因がグループ連結経営を促進させたのではないかと、といった問題がある。そこで、図表 - 1 の親会社と子会社の赤字会社比率の推移などからみて、1990 年代の後半から 2001 年度にかけてグループ連結経営が進んだと仮定し、その推進に対する CG 構造の影響を整理すると、次の 4 つのケースにまとめることができる（図表 - 6）。

ケース 1

1995 年度、1998 年度および 2001 年度のいずれの年度についても、CG 構造がグループ連結経営に影響を与えなかったケースである。1995 年度や 1998 年度の時点では上位 10 大株主や金融機関などにもグループ経営に対する意識が乏しく、2001 年度にかけては、新聞や雑誌の論説などにより、株主の影響とは関係なく連結経営を進めなくてはならないという意識が日本企業に満遍なく広まった場合などが一つの例として考えられる。その場合には、CG 構造は企業のグループ連結経営推進に何の影響も与えないことになる。この場合には、1995 年度、1998 年度および 2001 年度の子会社の損益水準はいうまでもなく、1995 年度あるいは 1998 年度から 2001 年度までの損益変化に対しても、CG 構造は何ら影響を与えないという結果が得られることになる。

ケース 2

上位 10 大株主等は 1995 年度あるいは 1998 年度の時点で既にグループ連結経営の重要性を認識し、CG 構造がグループ連結経営に影響を与えていたが、2001 年度にはグループ連結経営を進めなくてはならないという意識が全ての企業に広まり、CG 構造の違いによる影響が消滅するケースである。

このケースでは、CG 構造は、1995 年度あるいは 1998 年度の子会社の損益水準についてはプラス効果を持つが、2001 年度の損益水準には有意な影響を与えないことになる。子会社の損益変化に対する影響については、1995 年度や 1998 年度に経営者に対する規律が弱いために子会

図表 - 6 コーポレート・ガバナンスの影響の可能性

対 象	ケース 1	ケース 2	ケース 3	ケース 4
1995 or 1998 の損益水準	なし	プラス	なし	プラス
2001 の損益水準	なし	なし	プラス	プラス
1995 or 1998 2001 の変化	なし	マイナス	プラス	不定

社損益が悪かった企業は、2001年度に向けてグループ連結経営の浸透から子会社損益が改善する。このため、1995年度または1998年度に経営者に対して強い規律を与えるCG構造を持つ企業は、経営者に対する規律の弱かった企業が業績を改善させたことによって、2001年度には相対的に損益が悪化することになり、上位10大株主の持株比率等は子会社の損益変化に対してマイナスの影響を与えることになる。

ケース3

1995年度や1998年度の時点では、上位10大株主等はグループ連結経営の推進に関心を持っていなかったが、2001年度に向けて関心を高め、企業行動に影響を与えるようになったケースである。このケースでは、1995年度や1998年度の子会社の損益水準にはCG構造の影響は観測されないが、2001年度の子会社の損益水準については、経営者に対して強い規律を与えるCG構造の企業ほど子会社の損益は良好となると考えられる。1995年度あるいは1998年度から2001年度にかけての子会社損益の変化については、経営者に対して強い規律を与えるCG構造ほど損益の改善がみられることになる。

ケース4

上位10大株主等は、1995年度以前からグループ連結経営の重要性を認識し、CG構造がグループ連結経営に影響を与えていた。この点はケース2と同じである。しかし、ケース2では、2001年度にはグループ連結経営を進めなくてはならないという意識が全ての企業に広まったと想定したが、ケース4ではそういう意識が全企業に広まることはなく、CG構造の違いによる影響が依然として残ったと考える。

このケースでは、1995年度、1998年度および2001年度のいずれについても、CG構造が子会社の損益水準に影響を与え、経営者に対して強い規律を与えるCG構造の企業ほど良好な損益を示すことになる。子会社の損益変化については、1995年度または1998年度と2001年度のCG構造の違いが子会社損益に与える影響のうち、いずれが大きいかによって子会社損益の変化に対するCGの影響は違ってくる。その大小関係によってプラス、マイナス、なしのいずれのケースも起りうる。例えば、1995年度や1998年度に比べ2001年度には、CG構造の影響が強まった（弱まった）のであればプラス（マイナス）の影響が観測されることになる。

(2) グループ連結経営を推進せざるを得ない経営の逼迫度

グループ連結経営を促す別の要因としては、グループ連結経営に舵を切らざるを得ないという企業経営の逼迫度を挙げることができる。グループ連結経営に向け経営戦略を転換するためには、不要な子会社の整理・清算をしなければならないなど、企業組織に大きなエネルギーが必要となる。グループ連結経営を強化しなくては企業として生き残れないといった逼迫した事態がそうし

たエネルギーを生み出すとみられる。その逼迫度を示す指標としては、企業グループの信用力が適していると考えられる。

この仮説によると、グループ業績が悪い企業ほど 2001 年度に向けて子会社損益を改善させることになる。したがって、「グループ連結経営を進めざるを得ない逼迫度」という変数は、子会社の損益水準の分析では説明変数として用いることをせず、子会社の損益変化の分析の中で用いることにした。

企業グループの信用力の代理変数としては自己資本比率(= 自己資本 / 総資本:CAP)を用いた。自己資本比率は、測定時点までの企業の収益状況を示す面があることと、自己資本比率が低下することは企業格付の際の重要な項目となっているなど、企業の信用力を測る指標として最適と考えられているためである。

(3) コントロール要因

これまで述べてきた要因の影響を測定するために、影響を控除しておくべき要因(コントロール要因)としては、親会社業績、分社化の規模、業種の違いがある。

親会社業績

子会社の業績は親会社の業績に影響を受ける。親会社の生産する製品を子会社が販売する場合のように、子会社と親会社は関連ある事業を手掛けていることが少なくないためである。脚注 11 で述べたように、親会社の損益が良好(不振)であれば、グループ連結経営にかかわらず子会社の損益も良好(不振)となる。このため、親会社の損益を説明変数に加えることによって、親会社単体業績による影響を控除することにした⁽¹²⁾。

親会社の業績に関する代理変数としては、1995 年度、1998 年度、2001 年度の業績水準については総資本事業利益率(RIEKIP)、2001 年度に向けての業績変化については、1995 年度あるいは 1998 年度から 2001 年度にかけての親会社の総資本事業利益率の変化幅(RIEKIPC)を用いた。

分社化の程度

分社化の程度(= 連結子会社数 / 連結売上高(単位:10 億円):SUB)には企業間でかなりの格差がある。過剰な分社化が行われていると子会社の業績の悪化要因となると考えられる。分社化の程度は過去の経営戦略の結果として生じたものであり、CG 構造と密接に関係している。このため、説明変数に含めるべきでないと考えられなくもないが、過去の経営の結果である分社化構造を、短期間で変更することは難しく、現在の経営陣にとって一つの与件と考えられる面が強い。このため、本稿では、分社化の程度を原則として説明変数に加えて分析を行った。また、子会社

⁽¹²⁾ 親会社業績は親会社のCG構造から影響を受けている面もあるが、景気変動などの外部要因による影響のほうがより重要であると判断し説明変数として加え、親会社業績の変動が子会社業績に及ぼす影響を除外することにした。

の損益変化の分析では、1995 年度あるいは 1998 年度から 2001 年度にかけての子会社数の変化率（CSUB）も説明変数に加え、その影響を控除することにした。

業種の違い

一般に企業の属する産業によって景気動向が異なるため、いずれの産業に属しているかによって企業業績に違いが生じる。そこで、業種を示すダミー変数を用いて、業種間の差異を取り除くことにした。具体的には、各企業を、素材型製造業、加工型製造業、卸・小売業、運輸・通信業、サービス業、建設・不動産業、その他という 7 つの業種に分類した。そして、各産業を示す業種ダミー変数（例えば、素材型製造業ダミー変数）を作成した。素材型製造業ダミー変数であれば、各企業に対して、素材型製造業に属するならば 1、そうでないならば 0 という値を割り当てることによって変数を作成した。

．子会社の損益水準に関する分析

1．分析方法

子会社の損益水準については、次の 2 種類の分析を行った。

第 1 の分析は、各年度の全企業について、子会社の損益水準に着目するものであり「分析 Ⅰ」と呼ぶことにする。具体的には、1995 年度、1998 年度および 2001 年度の子会社損益（黒字 = 1、赤字 = 0）を被説明変数とし、CG 構造を示す 4 変数、自己資本比率、親会社業績、分社化の程度、業種ダミーを説明変数とするプロビット分析を行った。併せて、1995 年度と 2001 年度、1998 年度と 2001 年度のそれぞれについてデータをプールした分析も行った。そこでは、上記の説明変数に、年度ダミー（NEN：2001 年度 = 1、1995 年度 or 1998 年度 = 0）、年度ダミーと CG 構造の 4 変数を掛け合わせた交差変数を追加し、1995 年度または 1998 年度と 2001 年度の間に子会社の損益水準の決定要因に違いが生じているかどうか検討を加えた。

第 2 の分析は、親会社損益が黒字であるにもかかわらず、子会社損益が赤字となっている企業に着目した分析である。グループ連結経営が進んでいないと考えられる最も典型的なケースは、親会社損益が黒字であるにもかかわらず子会社が赤字を計上しているケースであると考えられるためである。この分析を「分析 Ⅱ」と呼ぶことにする。分析内容は次のとおりである。分析対象企業を、「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という企業とそれ以外の企業に 2 分し、どのような要因が両者を区分するのか検討した。具体的には、1995 年度、1998 年度、2001 年度のそれぞれについて、「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という企業を 0、それ以外の企業を 1 とするダミー変数を被説明変数とし、分析 Ⅰと同様の説明変数を用いてプロビット分析を行った。

2. 分析結果

分析

分析の結果は図表 - 7 に示されている⁽¹³⁾。

上位 10 大株主の持株比率 (BIG10) は、1998 年度は有意なプラスとなったが、1995 年度と 2001 年度は有意な結果とはならなかった。プールデータの分析については、1998 年度と 2001 年度のプールデータで、上位 10 大株主の持株比率に有意なプラスが観測され、年度ダミーと上位 10 大株主の持株比率の交差項 (NEN*BIG10) には有意なマイナスが観測される。この結果は、1998 年度には大株主比率が高い企業ほど子会社業績が良好だったが、その前後の 1995 年度と 2001 年度にはその影響がみられないことを示している。この結果は、1995 年度から 1998 年度に至る間に大株主の影響が強まった。これは、大株主が一般株主に比べて、より早くグループ連結経営に対する関心を強めたことを示している。

図表 - 7 分析の結果

変数	1995	1998	2001	プールデータ (95+01)	プールデータ (98+01)
BIG10	0.139 (0.298)	1.395*** (3.562)	-0.136 (-0.388)	0.084 (0.183)	1.393*** (3.592)
MANAGE	-0.979* (-1.654)	-1.666*** (-2.755)	-1.492** (-2.085)	-1.145** (-1.988)	-1.683*** (-2.928)
FINANCE	0.703 (1.515)	1.059*** (2.724)	1.143*** (3.041)	0.775* (1.680)	1.168*** (3.054)
FOREIGN	0.405 (0.597)	0.292 (0.565)	-0.427 (-0.968)	0.314 (0.471)	0.307 (0.609)
NEN*SUB				0.297 (0.760)	0.340 (0.884)
NEN*BIG10				-0.361 (-0.616)	-1.512*** (2.920)
NEN*MANAGE				-0.443 (-0.458)	0.226 (0.261)
NEN*FINANCE				0.262 (0.438)	-0.126 (-0.241)
NEN*FOREIGN				-0.591 (-0.728)	-0.802 (-1.219)
NEN				0.021 (0.049)	0.876** (2.389)
RIEKIP	7.051*** (5.113)	7.161*** (5.643)	7.097*** (5.802)	7.774*** (8.106)	7.286*** (8.339)
SUB	-0.769** (-2.473)	-0.990*** (-3.203)	-0.542** (-2.047)	-0.719** (-2.384)	-0.926*** (-3.078)
定数項	0.600 (1.356)	0.031 (0.083)	0.267 (0.757)	0.640 (1.607)	-0.130 (-0.397)
R ²	0.071	0.091	0.089	0.088	0.088
サンプル数	1,019	1,095	1,095	2,038	2,190

(注) 1. カッコ内の数値は t 値である。

2. ***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意であることを示す。

3. 業種ダミーの記載を省略している。

⁽¹³⁾ 分社化の程度を示す変数 (SUB) を説明変数に含めない推定も行ったが、分析結果の定性的な結果は説明変数に含めた場合とほぼ同様であった。

1998年度から2001年度にかけて、大株主のみならず一般株主にも連結会計を重視する投資姿勢が強まった結果、相対的に大株主のグループ連結経営への影響が弱まった。

ことを反映したものではないかと考えられる。

経営者の持株比率(MANAGE)については、1995年度、1998年度、2001年度ともに有意なマイナスとなっている。経営者持株比率が高い企業ほど、グループ連結経営への取り組みが遅れていることを示している。1995年度あるいは1998年度から2001年度にかけての影響力の変化については、プールデータの結果をみると、年度ダミーと経営者の持株比率の交差項(NEN*MANAGE)が有意ではないため、両年度間で経営者持株比率の影響の強さは変化しなかったと判断される。

金融機関の持株比率(FINANCE)については、1995年度は有意でないプラスであったが、1998年度と2001年度には有意なプラスである。プールデータによる分析では、1995年度と2001年度のプールデータ、1998年度と2001年度のプールデータのいずれについても、金融機関の持株比率は有意なプラスとなっている。金融機関の持株比率が高いほどグループ経営に対するモニタリングが強く、グループ連結経営を進めた企業が多いことを示しており、事前に予想された結果である。年度ダミーと金融機関の持株比率の交差項(NEN*FINANCE)については有意な結果は観測されなかった。1995年度あるいは1998年度から2001年度にかけて金融機関の影響の強さには変化は生じなかったと判断される。

外国人持株比率(FOREIGN)については、1995年度、1998年度、2001年度のいずれについても有意なものはなく、子会社業績に対する影響はみられなかった。

コントロール変数である親会社利益(RIEKIP)については、1995年度、1998年度、2001年度ともに有意なプラスであり、親会社と子会社との事業に関連性があることが示されている。子会社比率(SUB)については、有意なマイナスである。過剰な分社化が行われている場合には、子会社業績が悪化する傾向が強いことを示している。

分析

「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という企業の特性を分析した分析の結果は図表-8のとおりである。上位10大株主の持株比率(BIG10)は、いずれのケースでも符号はプラスであり、1998年度、1998年度と2001年度のプールデータでは有意なプラスとなっている。1998年度と2001年度のプールデータについては、上位10大株主の持株比率と年度ダミーの交差項(NEN*BIG10)が有意なマイナスとなっている。経営者持株比率(MANAGE)については、いずれのケースでも符号はマイナスであり、1998年度、1998年度と2001年度のプールデータでは有意なマイナスである。金融機関の持株比率(FINANCE)は、1995年度は有意ではないプラスであるが、1998年度、2001年度の両年度および2種類のプールデータについては有意なプラスとなっている。外国人持株比率(FOREIGN)については、有意な影響は観測されなかった。CG構造の変数と年度ダミーの交差項については、1998年度と2001年度のプールデータで、年度ダミーと上位10大株主の持株比率の交差

項 (NEN*BIG10) に有意なマイナスが観測された。コントロール変数である子会社数 (SUB) については、1995 年度、1995 年度と 2001 年度のプールデータで有意なマイナスが観測された。

この結果は 1995 年度と 2001 年度に経営者持株比率がマイナスになっていない点を除くと、分析の結果と概ね一致する結果になっている。グループ連結経営の巧拙の判断基準を「子会社の赤字」から「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」に変更しても、グループ連結経営に影響を与える定性的な要因には大きな変化がないことが明らかとなった。

図表 - 8 分析の結果

変数	1995	1998	2001	プールデータ (95+01)	プールデータ (98+01)
BIG10	0.432 (0.891)	1.228*** (3.095)	0.116 (0.312)	0.451 (0.942)	1.263*** (3.322)
MANAGE	-0.395 (-0.651)	-1.066* (-1.800)	-1.041 (-1.469)	-0.404 (-0.689)	-0.960* (-1.721)
FINANCE	0.731 (1.520)	0.765* (1.952)	1.254*** (3.165)	0.827* (1.736)	0.925** (2.405)
FOREIGN	1.146 (1.527)	0.552 (1.047)	0.090 (0.192)	1.128 (1.547)	0.635 (1.246)
NEN*SUB				0.811** (2.336)	0.105 (0.515)
NEN*BIG10				-0.459 (-0.748)	-1.151** (-2.168)
NEN*MANAGE				-0.892 (-0.919)	-0.068 (-0.079)
NEN*FINANCE				0.252 (0.402)	0.195 (0.361)
NEN*FOREIGN				-0.934 (-1.065)	-0.602 (-0.888)
NEN				0.047 (0.105)	0.654* (1.774)
RIEKIP	0.172 (0.124)	0.003 (0.254)	-0.012 (-1.142)	-0.383 (-0.457)	-0.005 (-0.665)
SUB	-0.723** (-2.255)	-0.056 (-0.376)	0.018 (1.114)	-0.717** (-2.303)	-0.067 (-0.450)
定数項	0.625 (1.391)	0.340 (0.920)	0.684 (1.981)	0.689* (1.694)	0.167 (0.518)
R ²	0.027	0.028	0.020	0.023	0.024
サンプル数	1,019	1,095	1,095	2,038	2,095

(注) 1. カッコ内の数値は t 値である。

2. ***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意であることを示す。

3. 業種ダミーの記載を省略している。

．子会社の損益変化に関する分析

1．分析方法

前節では子会社損益水準の決定要因を分析したが、本節では、連結決算中心主義の導入前から2001年度に至る子会社の損益変化について3種類の分析を行う。

第1の分析は、連結決算中心主義への移行前において、子会社損益が赤字であった企業を抽出し、2001年度にかけての損益変化の要因を分析するものであり、「分析」と呼ぶことにする。子会社損益が赤字の企業の抽出については、1995年度の損益が赤字の企業、1998年度の損益が赤字の企業、1995年度と1998年度の損益がともに赤字の企業、という3種類の抽出を行った。分析については、ピックアップされた企業のうち、「2001年度に黒字に転換した企業を1、赤字のままであった企業を0」とするダミー変数を作成し、この変数を被説明変数とするプロビット分析を行った。説明変数は、1995年度（or 1998年度）のCG構造に関する4変数、1995年度（or 1998年度）から2001年度にかけてのCG構造に関する4変数の変化幅、1995年度（or 1998年度）の自己資本比率、親会社業績の変化、業種ダミーを用いた⁽¹⁴⁾。

第2の分析は、連続して子会社損益が赤字の企業と連続して黒字の企業を比較するものである。1995年度と2001年度の2年度、1998年度と2001年度の2年度、1995年度、1998年度および2001年度の3年度、という3種類の分析を行った。この分析を「分析」と呼ぶことにする。具体的には、「連続して子会社損益が黒字の企業を1、連続して子会社損益が赤字の企業を0」とするダミー変数を被説明変数とし、分析と同じ説明変数を用いてプロビット分析を行った。

第3の分析は、連結決算中心主義への移行前に「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という損益状況の企業を対象として、その後の損益変化を分析するものである。この分析を「分析」と呼ぶことにする。具体的な分析内容は次のとおりである。まず、1995年度あるいは1998年度に「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」であった企業を抽出する。次に、2001年度についても「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」のままの企業を0、それ以外の企業を1とするダミー変数を被説明変数とし、分析や分析と同様の説明変数を用いたプロビット分析を行った。なお、1995年度が「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」であった企業を対象に、1998年度の2001年度の両年度について「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」であった企業を0、それ以外の企業を1とするダミー変数を作成して被説明変数とし、先と同様の説明変数を用いたプロビット分析も併せて行った。

⁽¹⁴⁾ 1995年度と1998年度の損益がともに赤字の企業を対象とする分析では、CG構造等の説明変数については、1995年度と1998年度の平均を用いた。

2. 分析結果

分析

分析の結果は図表 - 9 に示されている。CG 関係の変数では、上位 10 大株主の持株比率 (BIG10) については有意な影響は観測されなかった。

経営者の持株比率 (MANAGE) については、1998 年度が赤字の企業に 10%水準で有意なマイナスがみられる。しかし、その他のケースでは有意な結果はみられない。連結決算中心主義への移行前に赤字だった企業が業績を変化させる上で、経営者持株比率の影響は軽微だったことになる。これは、前節の子会社損益水準の分析で、連結決算中心主義への移行前後で経営者持株比率の影響の強さに変化がみられなかった結果と整合的である。

金融機関の持株比率 (FINANCE) がいずれのケースについても有意なプラスとなっている。金融機関の持株比率の変化 (CFINANCE) については、1995年度と1998年度の子会社損益がともに赤字となっている企業を対象とした場合には有意ではないプラスであったが、1995年度が赤字の企業と1998年度が赤字の企業のケースでは有意なプラスである。前節の子会社の損益水準の分析では、連結決算中心主義への移行前から2001年度にかけて、金融機関の持株比率が子会社業績に与える影響の強さに有意な変化は観測されなかったため、結果に違いがみられる。分析では、対象を連結決算中心主義への移行前に損益が赤字だった企業を対象を絞っているため、この結果は子会社業績の悪い企業に対して金融機関が業績改善を強く迫ったことを示しているのではないかと考えられる。

図表 - 9 分析の結果

変数	95 01 の変化 (95 年度が赤字の企業)		98 01 の変化 (98 年度が赤字の企業)		95・98 01 の変化 (95・98 年度が赤字の企業)	
BIG10	0.831 (0.727)	0.758 (0.679)	-0.688 (-0.907)	-0.601 (-0.810)	-1.211 (-0.537)	-1.384 (-0.668)
MANAGE	3.080 (1.497)	3.125 (1.527)	-3.530* (-1.840)	-3.119* (-1.704)	0.925 (0.116)	3.812 (0.703)
FINANCE	3.401*** (2.733)	3.363*** (2.722)	1.565** (2.109)	1.830** (2.534)	9.924*** (3.019)	10.566*** (3.461)
FOREIGN	3.302* (1.654)	3.218* (1.672)	1.339 (1.202)	1.002 (0.973)	14.335*** (2.677)	13.654*** (2.675)
CBIG10	1.194 (0.851)	1.245 (0.891)	0.422 (0.364)	0.437 (0.391)	0.461 (0.130)	2.270 (0.686)
CMANAGE	4.423 (1.277)	4.525 (1.318)	-3.529 (-1.306)	-3.176 (-1.196)	-4.962 (-0.504)	-1.068 (-0.148)
CFINANCE	2.705* (1.786)	2.709* (1.793)	2.638* (1.793)	2.908** (1.991)	5.527 (1.162)	6.638 (1.523)
CFOREIGN	-2.705* (-1.795)	-2.415* (-1.835)	-0.823 (-0.696)	-0.697 (-0.591)	-5.038 (-1.413)	-5.114 (-1.319)
CAP	-0.010 (-1.605)	-0.011 (-1.639)	-0.007* (-1.687)	-0.007** (-1.917)	-0.035** (-2.363)	-0.038*** (-2.782)
RIEKIPC	0.067** (2.211)	0.067** (2.246)	0.068*** (2.676)	0.069*** (2.717)	0.159** (2.079)	0.155** (2.264)
SUB	-0.161 (-0.246)		-0.326 (-0.984)		-1.363 (-0.944)	
CSUB	-0.015 (-0.301)		0.131 (1.427)		0.004 (0.018)	
定数項	-1.209 (-1.062)	-1.180 (-1.058)	0.213 (0.277)	0.103 (0.136)	-3.571** (-1.963)	-3.998** (-2.239)
R ²	0.214	0.212	0.148	0.134	0.496	0.479
サンプル数	168	168	266	266	81	81

(注) 1. カッコ内の数値は t 値である。

2. ***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意であることを示す。

3. 業種ダミーの記載を省略している。

外国人投資家の持株比率（FOREIGN）については、1998年度の子会社損益が赤字の企業を対象とするケースを除き、プラスの有意な影響が観測された。また、外国人投資家の持株比率の変化（CFOREIGN）には有意なマイナスが一部みられる。外国人投資家の持株比率の低下はグループ連結経営を進めたことを意味している。子会社損益が赤字の企業の中で、外国人投資家の持株比率が高い企業や外国人投資家が減少した企業は、外国人投資家の眼を意識しグループ連結経営に積極的に取り組んだ可能性があることを示している。

グループ連結経営を進めざるを得ない経営の逼迫度を示す変数である自己資本比率（CAP）については、いずれのケースでもマイナスであり、1998年度の子会社損益が赤字の企業を対象とするケースと、1995年度と1998年度の子会社損益がともに赤字の企業を対象とするケースで有意なマイナス符号となっている。自己資本比率が低く経営の健全性が損なわれている企業ほど、子会社の業績を改善させたことを示しており、経営改善に対する逼迫度が強い企業ほど経営改善を進めるといふ仮説を裏づける結果となっている。

分析

子会社損益が連続黒字の企業と連続赤字の企業の違いを分析した、分析の結果は図表-10のとおりである。

上位10大株主の持株比率（BIG10）については、1998年度と2001年度の2年度を対象とする分析で一部有意なプラスがみられる。1998年度以降、子会社業績が良好な結果を持続する上で大株主のモニタリングが有効になっている可能性がある。

経営者の持株比率（MANAGE）は、いずれのケースでもマイナス符号であり、1998年度と2001年度の2年度を対象とする分析では統計的に有意である。経営者の持株比率が高まると、子会社よりも親会社の利益を優先する傾向がみられる。

金融機関の持株比率（FINANCE）は、いずれのケースについても1%水準で有意なプラスとなっていることが注目される。金融機関の持株比率の変動（CFINANCE）も一つのケースを除き有意なプラスであり、2001年度に向けた金融機関の持株比率の高まりもプラス効果を持つことを示している。子会社業績の向上に象徴されるグループ連結経営を推進する上で、金融機関が重要な役割を果たしていることが明らかとなった。

グループ連結経営を進めざるを得ない経営の逼迫度を示す変数である自己資本比率（CAP）については、いずれのケースでもマイナスであり、1995年度と2001年度の2年度、1995年度、1998年度および2001年度の3年度を対象とする分析では有意な結果がみられる。

その他の変数についてみると、外国人投資家（FOREIGN）の持株比率は有意な影響を与えていない。子会社比率（SUB）の係数には有意なマイナスがみられる。連結中心決算の導入前に企業規模に比して多くの子会社を保有していた企業は、子会社損益で赤字を続けている傾向が強いことを示している。この結果は、過剰な子会社を解消するには時間がかかることを意味しているのではない

かと考えられる。また、親会社の利益率（RIEKIP）は有意なプラスの影響を与えており、親会社利益と子会社利益の関係が強いことが明らかとなっている。

図表 - 10 分析の結果

変数	95 01 の変化 (95 と 01 年度の分析)		98 01 の変化 (98 と 01 年度の分析)		95 98 01 の変化 (95、98、01 年度の分析)	
	BIG10	0.105 (0.143)	0.147 (0.202)	0.841 (1.506)	0.936* (1.695)	0.876 (0.923)
MANAGE	-0.694 (-0.454)	-0.815 (-0.534)	-2.189** (-2.263)	-2.281** (-2.393)	-0.784 (-0.421)	-1.026 (-0.561)
FINANCE	2.414*** (2.963)	2.489*** (3.075)	1.945*** (3.207)	2.189*** (3.669)	3.540*** (3.036)	3.867*** (3.389)
FOREIGN	0.993 (0.791)	1.044 (0.843)	0.729 (0.793)	0.615 (0.722)	3.194 (1.494)	2.511 (1.333)
CBIG10	0.333 (0.328)	0.485 (0.481)	0.032 (0.031)	0.382 (0.387)	-1.352 (-0.856)	-0.510 (-0.343)
CMANAGE	1.112 (0.527)	1.130 (0.541)	1.298 (0.825)	1.206 (0.781)	2.858 (1.117)	2.582 (1.036)
CFINANCE	3.723*** (3.464)	3.728*** (3.507)	1.684 (1.624)	1.849* (1.817)	4.045** (2.261)	4.042** (2.331)
CFOREIGN	-1.261 (-1.246)	-1.244 (-1.237)	-1.673 (-1.559)	-1.572 (-1.492)	-1.406 (-0.904)	-1.779 (-1.229)
CAP	-0.007 (-1.617)	-0.009** (-1.934)	-0.001 (-0.324)	-0.002 (-0.675)	-0.008 (-1.502)	-0.010** (-2.144)
RIEKIP	0.081*** (3.001)	0.087*** (3.309)	0.112*** (5.058)	0.119*** (5.534)	0.104*** (2.739)	0.131*** (3.645)
RIEKIPC	-0.415 (-0.211)	-0.005* (-0.260)	0.040* (1.856)	0.034 (1.629)	0.013 (0.437)	0.006 (0.237)
SUB	-0.959* (-1.652)		-1.148** (-2.505)		-1.492** (2.132)	
CSUB	-0.013 (-0.438)		0.039 (0.700)		0.031 (0.318)	
定数項	1.040 (1.407)	0.861 (1.196)	0.229 (0.422)	0.030 (0.057)	0.053 (0.060)	-0.265 (-0.314)
R ²	0.152	0.145	0.164	0.150	0.242	0.217
サンプル数	747	747	803	803	624	624

(注) 1. カッコ内の数値はt値である。

2. ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

3. 業種ダミーの記載を省略している。

分析

分析の結果は図表 - 11 に示されている。1995 年度をベースにした分析（1995 年度と 2001 の比較、1995 年度、1998 年度および 2001 年度の 3 年間の比較）では、有意な影響を与える変数はみられない。

一方、1998 年度と 2001 年度を比較した 1998 年度をベースとする分析では、上位 10 大株主 (BIG10) の持株比率には有意な結果はみられないが、経営者持株比率 (MANAGE) が有意なマイナス、金融機関の持株比率 (FINANCE) が有意なプラスの影響を与えている。経営者の持株比率が低いほど、金融機関の持株比率が高いほど、親会社が黒字・子会社が赤字という状況から脱却する可能性が高まることを意味している。また、金融機関の持株比率については、1998 年度から 2001 年度にかけて

の持株比率の変化 (CFINANCE) についても有意なプラスの影響を与える結果となっている。自己資本比率 (CAP) については、有意な結果は得られなかった。子会社比率の影響 (SUB) については、子会社数の変化率 (CSUB) を説明変数に含めていない分析では、1998 年度の子会社比率は有意なプラスで、子会社が多い企業ほど親会社が黒字・子会社が赤字という状況から脱却できることを示している。しかし、子会社数の変化率を変数に加えると、子会社比率の有意性は消滅し、子会社数の変化率の係数が有意なプラスとなっている。つまり、子会社を減らすほど、親会社が黒字・子会社が赤字という状況が続く可能性が高いことを示している。これは、整理・清算による子会社の減少は、その過程で子会社の損失を伴うことを意味し、子会社比率の小さな会社にその傾向が強いことを示しているのではないかと考えられる。

1995 年度をベースとする分析では有意な変数が少ないのに対し、1998 年度をベースとする分析では有意な変数が多かったのは、「親会社損益が黒字、子会社損益が赤字」という状態の解消を促す要因が、1995 年度～1998 年度と 1998 年度～2001 年度で変化したことによるのではないかと考えられる。それを検証するために用いたデータの中身をみると、1995 年度に「親会社損益が黒字、子

図表 - 11 分析の結果

変数名	95 01 の変化 (95 年度該当企業が対象)		98 01 の変化 (98 年度該当企業が対象)		95 98 01 の変化 (95・98 年度該当企業が対象)	
BIG10	- 1.608 (- 1.181)	- 1.777 (- 1.261)	- 1.243 (- 1.372)	- 1.421 (- 1.517)	- 1.658 (- 0.969)	- 2.124 (- 1.130)
MANAGE	0.332 (0.148)	0.352 (0.157)	- 5.125** (- 2.471)	- 5.615*** (- 2.571)	0.389 (0.161)	0.506 (0.210)
FINANCE	0.755 (0.524)	0.654 (0.448)	2.029** (2.212)	1.913** (2.065)	1.822 (0.886)	1.426 (0.658)
FOREIGN	1.078 (0.522)	0.856 (0.413)	1.468 (1.188)	1.421 (1.138)	3.534 (1.419)	3.169 (1.150)
CBIG10	0.224 (0.132)	0.265 (0.155)	- 0.378 (- 0.273)	- 0.007 (- 0.005)	- 3.213 (- 1.190)	- 3.363 (- 1.198)
CMANAGE	4.083 (1.025)	4.109 (1.023)	- 2.318 (- 0.419)	- 2.581 (- 0.878)	5.745 (1.435)	5.652 (1.380)
CFINANCE	0.931 (0.522)	0.874 (0.486)	4.356** (2.301)	4.131** (2.153)	1.614 (0.604)	1.095 (0.407)
CFOREIGN	0.298 (0.171)	0.266 (0.153)	1.209 (0.883)	1.093 (0.789)	1.646 (0.685)	1.535 (0.632)
CAP	- 0.004 (- 0.535)	- 0.004 (- 0.494)	- 0.006 (- 1.043)	- 0.005 (- 0.978)	- 0.014 (- 1.361)	- 0.013 (- 1.243)
RIEKIP	0.019 (0.423)	0.018 (0.397)	- 0.039 (- 1.132)	- 0.038 (- 1.080)	0.016 (0.288)	- 0.002 (- 0.032)
SUB	- 0.130 (- 0.175)	- 0.063 (- 0.083)	0.926*** (3.078)	0.019 (0.026)	- 0.725 (- 0.796)	- 0.596 (- 0.645)
CSUB		0.030 (0.476)		0.222* (1.786)		0.311 (1.063)
定数項	2.327** (2.143)	2.420** (2.179)	0.553 (0.649)	0.565 (0.657)	2.459* (1.888)	2.779** (1.959)
R ²	0.174	0.172	0.192	0.206	0.214	0.218
サンプル数	137	137	214	214	137	137

(注) 1. かつこ内の数値は t 値である。

2. ***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意であることを示す。

3. 業種ダミーの記載を省略している。

会社損益が赤字」の基準に該当した 137 社のうち、1998 年度にもこの基準に該当するのは 54 社（39.4%）にとどまっております⁽¹⁵⁾、1995 年度をベースとする分析には、主として 1995 年度から 1998 年度までの影響が反映されたと考えられる。この推論が正しいとすると、1998 年度以降、金融機関と経営者の持株比率という CG 要因の影響が強まったが、1995 年度をベースとする分析ではこの影響が捕捉できなかったのではないかと考えられる。

．結論と今後の課題

これまで子会社損益の水準およびその変化に着目して数種類の分析を行ってきた。以下では、分析結果を要約し検討を加えることにしたい。分析結果を整理したものが図表 - 12 である。

各要因を順次みていくことにする。上位 10 大株主比率（BIG10）は、子会社の利益水準に対して、1995 年度と 2001 年度は有意な影響を与えなかったものの、1998 年度にはプラスの影響を与えている。子会社の利益変化については、分析 と分析 の中で、1998 年度から 2001 年度にかけてマイナスの影響がみられる。以上のことから、上位 10 大株主の影響は 1998 年にかけて強まったものの、その後は、連結決算を重視し始めた一般株主の投資行動の変化などから、2001 年度にかけて影響を弱めた可能性が強いと判断される。図表 - 6 のタイプ分けでみると、「ケース 2」に該当すると考えられる。

経営者の持株比率（MANAGE）は、1995 年度、1998 年度、2001 年度の子会社の損益水準については、経営者の持株水準が高いことは子会社の損益水準に有意なマイナスとなっているケースが多い。これは、経営者の持株比率が低いことが、1995 年度、1998 年度、2001 年度のいずれについてもプラスの影響を与えたことを意味しており、図表 - 6 の「ケース 4」に該当すると考えられる。子会社の損益変化に対する影響は、有意な影響が観測されていないケースが多い。以上のことから、経営者持株比率が高く親会社の経営者の影響力が強いことは、連結グループ経営を進める上でマイナスの影響を持ったが、1995 年度～2001 年度にかけてその影響の強さはあまり変化しなかったと考えられる。ただし、グループ連結経営への取り組みが遅れている企業を対象とした分析 ～分析 の中の、1998 年度からの変化に対する分析では有意なマイナスが観測される。1998 年度の時点でグループ連結経営への取り組みが遅れている企業が、2001 年度にかけて子会社の業績を回復する上で、経営者の持株比率が高いことはマイナスに働いた可能性が高い。

金融機関の持株比率（FINANCE）については、子会社の利益水準に対して、1995 年度、1998 年度、2001 年度のいずれについても有意な影響がみられることから、図表 - 6 の「ケース 4」に該当すると考えられる。分析 および分析 では影響の強さに変化は観測されなかったが、対象を絞った分析 ～分析 では有意なプラスの影響が多く観測されている。1995 年度および 1998 年度の時点で金融機関はグループ経営を積極的に促す役割を果たしてきたが、2001 年度に向け企業業績の悪化が深刻とな

⁽¹⁵⁾ 2001年度も該当するのは36社（26.3%）である。

る中で、グループ連結経営への取り組みの遅れた企業を中心に、グループ再編を含めたリストラをより強く企業に働きかけた可能性があると考えられる。

外国人投資家の持株比率 (FOREIGN) は、ほとんどのケースで影響が観測されず、図表 - 6 の「ケース 1」に該当すると考えられる。ただし、分析 で有意なプラスが観測されたことは、子会社損益が赤字であった企業に対しては、グループ連結経営に対する積極的な取り組みを促した可能性があることを示している。

グループ連結経営を促進せざるをえないという経営の逼迫度 (CAP) については、有意なマイナスの影響が多く観測された。自己資本比率が低い企業ほどグループ連結経営が進んだことを示しており、経営の効率化が差し迫った経営課題にならないとグループ連結経営が進められない傾向があることが明らかとなった。

最後に、分析に残された課題を指摘しておきたい。それは、CG 構造の影響についてである。本稿では CG 構造が子会社損益にのみ影響を与えると仮定して分析を行ってきた。しかし、現実には、親会社の業績が CG 構造に影響されるなど、CG 構造は企業行動のあらゆる面に影響を与えていると考えられる。グループ連結経営に対する CG 構造の影響を計測するためには、CG 構造が子会社損益に影響を与えるのみならず、その他の要因に与える影響も明示的にも考慮した構造方程式による計測を行う必要があると思われる。より精度を高めた計測方法を考案することを残された課題として提示し、本稿を締めくくることとしたい。

図表 - 12 分析結果のまとめ

分析名	内 容	BIG10	MANAGE	FINANCE	FOREIGN	CAP
分析	1995 水準	ゼロ	-	(+)	ゼロ	n.a.
	1998 水準	+	-	+	ゼロ	n.a.
	2001 水準	ゼロ	-	+	ゼロ	n.a.
	95 01	ゼロ	ゼロ	ゼロ	ゼロ	n.a.
	98 01	-	ゼロ	ゼロ	ゼロ	n.a.
分析	1995 水準	ゼロ	ゼロ	(+)	ゼロ	n.a.
	1998 水準	+	-	+	ゼロ	n.a.
	2001 水準	ゼロ	(-)	+	ゼロ	n.a.
	95 01	ゼロ	ゼロ	ゼロ	ゼロ	n.a.
	98 01	-	ゼロ	ゼロ	ゼロ	n.a.
分析	95 98	ゼロ	ゼロ	+	+	-
	98 01	ゼロ	-	+	ゼロ	-
	95・98 01	ゼロ	ゼロ	+	+	-
分析	95 98	ゼロ	ゼロ	+	ゼロ	-
	98 01	(+)	-	+	ゼロ	ゼロ
	95 98 01	ゼロ	ゼロ	+	ゼロ	-
分析	95 98	ゼロ	ゼロ	ゼロ	ゼロ	ゼロ
	98 01	ゼロ	-	+	ゼロ	ゼロ
	95 98 01	ゼロ	ゼロ	ゼロ	ゼロ	ゼロ
判定		ケース 2	ケース 4	ケース 4	ケース 1	n.a.

(注) 1. 分析の内容で、矢印が含まれるものは子会社の損益変化を分析対象とし、矢印を含まないものは子会社の損益水準を分析対象としている。

2. 符号のプラス (マイナス) は持株比率や自己資本比率が高い (低い) ほど、グループ連結経営が促進されることを意味している。

3. 符号にかっこが付いているものは、有意な影響が一部みられるものである。

参考文献

- [1]伊藤邦雄 (1999) 『グループ連結経営』、日本経済新聞社
- [2]小本恵照 (2003) 「分社化と企業収益に関する実証分析」、経済調査レポート 2003-1 (ニッセイ基礎研究所)
- [3]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.