

09年度 卒業論文

カンパニー制および純粹持株会社制

慶應義塾大学 経済学部
石橋研究会 第10期生

白川 裕季子

はしがき

バブル崩壊後、日本企業の業績は長期にわたって低迷してきた。これに対し、1990年代半ば以降、日本企業はさまざまなリストラクチャリングを行ってきた。具体的には、カンパニー制や純粋持株会社制の採用、自社株の買い戻し、ストック・オプションの導入などが挙げられる。百年に一度の金融危機の渦中と言われる今も、その活動は活発であるといえる。

私は就職活動時に業界を問わず多くの企業を概観してきたが、企業によって採用している組織形態がさまざまであることに興味を覚えた。自社の利益を最大化する、という目的はあらゆる企業にとって共通のものであると思うが、それを達成するために採られている組織形態は、職能別組織、事業部制組織、カンパニー制組織、純粋持株会社制など、多岐にわたっている。よって、本稿では主にカンパニー制（米国型事業部制組織）と純粋持株会社制に焦点を当て、その利点や欠点を論じると共に、それらの組織形態を採用したことで実際に現れる企業の変化などを明らかにしていきたい。

目次

序章	1
第1章 カンパニー制の概要	2
1.1 カンパニー制の定義	2
1.2 ケーススタディー：ソニー	2
1.3 カンパニー制と日本型事業部制の比較	5
第2章 カンパニー制の利点および欠点とその実証分析	8
2.1 情報のコーディネーションにおける利点	8
2.2 インセンティブの改善	12
2.3 内部資本市場の効果	14
2.4 実証分析：カンパニー制導入が株式市場に与える影響	17
2.4.1 サンプルの抽出	17
2.4.2 分析方法	18
2.4.3 分析結果	19
2.5 実証分析：カンパニー制導入が企業業績に与える影響	22
2.5.1 サンプルの抽出	22
2.5.2 分析方法	22
2.5.3 分析結果	22
第3章 純粋持株会社制の概要	26
3.1 持株会社の定義	26
3.2 ケーススタディー：NTT	28
3.1 カンパニー制との比較	29
第4章 純粋持株会社固有の機能と実証分析	32
4.1 純粋持株会社制における内部資本市場の効果	32
4.2 実証分析：純粋持株会社制導入が株式市場に与える影響	34
4.2.1 サンプルの抽出	34
4.2.2 分析方法	34

4.2.3	分析結果	35
4.3	実証分析：純粹持株会社制導入が企業業績に与える影響	37
4.3.1	サンプルの抽出	37
4.3.2	分析方法	37
4.3.3	分析結果	38
第5章 結論		40
参考文献		41

序章

1994年4月にソニーがカンパニー制を採用したのを皮切りに、カンパニー制は今や数多くの日本企業が導入している組織形態となっている。また一方で、1997年に独占禁止法第9条が改正されたことにより純粋持株会社の利用が解禁された。これ以降、親会社を純粋持株会社とする組織再編を行う企業も増加している。本論の前半部分ではカンパニー制に焦点を当て、従来日本企業が採用してきた日本型事業部制との違いや、利点を明らかにしたい。また、論文後半では純粋持株会社に焦点を当て、カンパニー制との差異と純粋持株会社固有の機能を分析していく。

まず第1章でカンパニー制の定義を行い、その概要と具体例を見ていく。第2章では、カンパニー制が持つ機能として、情報コーディネーションにおける利点とインセンティブの改善の2つについて、理論モデルを用いて分析する。また、カンパニー制を採る企業では内部資本市場の働きが不十分であることについても、理論を用いて説明する。その後、カンパニー制導入前後の株式市場の反応と、カンパニー制導入が企業業績に与える影響の2つに関して、実証分析で検討を加える。第3章では、純粋持株会社の定義と概要を見ていく。そして第4章で、純粋持株会社固有の機能として挙げられる内部資本市場の効率性を論じた後、純粋持株会社導入前後の株式市場の反応と、純粋持株会社導入が企業業績に与える影響に関する実証分析を行い、その理論の裏付けとしたい。最後に第5章を結論とし、本論の内容を総括していく。

第1章 カンパニー制の概要

カンパニー制はソニーが最初に利用した組織形態であり、職能別組織や事業部制組織のように欧米の企業によって広く利用されてきたわけではない。そのため、英語でカンパニー制という用語に直接的に対応する単語は存在しない。また、事業部制などのようにカンパニー制が今後長期にわたり多くの企業によって利用されるのか、あるいは一時的な流行にすぎないのかについても明らかではない。しかし、近年、多くの日本企業が組織再編の一つとしてカンパニー制を採用していることを考えれば、カンパニー制の採用は今後の日本企業の経営行動、ひいてはパフォーマンスへ多大な影響を及ぼす可能性がある。さらに、カンパニー制は純粋持株会社と同様な機能を有しているとも考えられている。

本章では、日本企業がなぜ既存の事業部制を改め、カンパニー制を採用しているのかに焦点を当て、分析を行っていく。

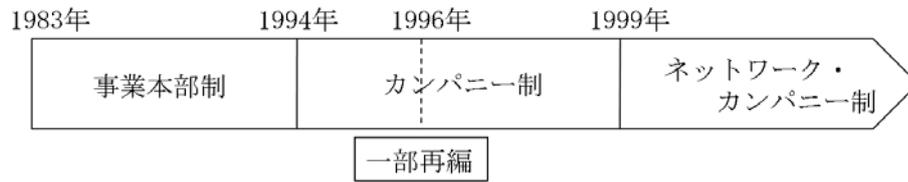
1.1 カンパニー制の定義

本稿では、カンパニー制（米国型事業部制）を「分権化された事業単位をたかも独立企業のように見立てて、製品の企画・開発から生産、販売にいたる一連の職能を包括的に委譲する方式であり、各事業単位（つまりカンパニー）に意志決定の権限を大幅に委譲するマネジメント・コントロール・システム」と定義する。カンパニー制という用語は、1994年にソニーが組織改革を実施した際、新組織を「カンパニー制」と称して以来、広く用いられているものである。日本においてのみ用いられる用語であり、日本の事業部制組織に代わる、より権限委譲度の高い組織形態の1つとして位置づけられている。

1.2 ケーススタディー：ソニー

カンパニー制採用以前のソニーは事業本部制を採用しており、製品別に組織された19の事業本部に加え、市場別に組織された8の営業本部および8の開発本部より構成されていた。しかし、同社は1994年に事業本部制を改め、カンパニー制を新たに導入したのである。さらに、図1-1から分かるように同社は1996年および1999年にこのカンパニー制を再編成している。ここでは、多くの日本企業がカンパニー制を採用する契機となった1994年のカンパニー制についてみる。

図 1-1 ソニーの組織の推移



出所：大坪（2005）

1994年4月、ソニーは事業本部制に代えて新たにカンパニー制を採用することにより、これまでの事業本部を8つのカンパニーに改組し、各カンパニーの長をプレジデントと名付けた。従来の事業本部制がテレビ、ゼネラルオーディオなど製品ごとの事業本部を、映像、音響などセクター（部門）単位で統括する体制を敷き、一方で営業本部は市場別の構成となっていたのに対し、カンパニー制の採用により新体制ではこれを見直し、開発・製造・販売まで一貫した体制で市場別に再構成されたのである。

その結果、従来の事業本部制の長に比べて各カンパニーのプレジデントには相対的に広範囲な権限と責任が与えられ、同時にその業績は損益ではなく収益ベースで評価されるようになったのである。具体的には、各カンパニーには社内資本金とよばれる擬似的に設定された資本金が割り振られ、これと損益をもとに各カンパニーの業績評価が行われるようになった。

さらに、これまでの事業本部が各自で貸借対照表を作成していなかったのに対し、各カンパニーは独自の貸借対照表を作成するようになった。すなわち、これまでの事業本部制と異なり、P/L責任だけでなくB/S責任までもプレジデントが有するようになったのである。さらに各カンパニーを統括する部門として経営会議が設置され、全社レベルでの事業計画や大規模な投資などはこの会議で決定されるようになった。この経営会議にはプレジデントに加え、オフィサーと呼ばれる複数のバイスプレジデントが参加した。

ソニーはカンパニー制を採用した理由として次の5つを挙げている。

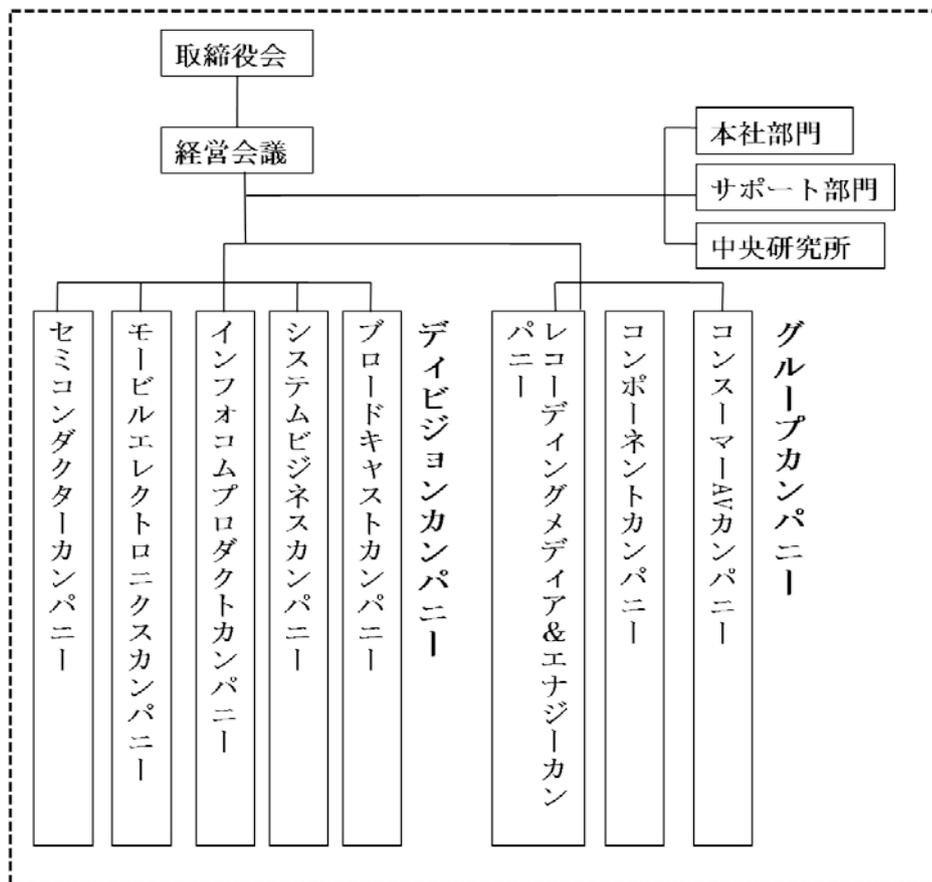
- (1) 中核ビジネスの一層の強化と新規ビジネスの育成
- (2) 市場対応型組織を導入し、製造・販売一体となってマーケットの要請に対応
- (3) 事業責任の明確化と権限の委譲により、外部変化に迅速に対応できる組織の構築
- (4) 階層の少ないシンプルな組織
- (5) 企業家精神の高揚を図り、21世紀に向けたマネジメントの育成

図 1-2 は 1994 年におけるソニーのカンパニー制の組織図である。経営会議の下に

市場別に組織された各カンパニーが位置していることが分かる。各カンパニーはグループ・カンパニーとディビジョン・カンパニーに大きく分けられる。グループ・カンパニーに属するカンパニーは、一定の売上規模を有し、かつ事業基盤が確立しているのに対し、ディビジョン・カンパニーには売上は小さくとも今後の成長が期待できるカンパニーが属している。

このようなカンパニー制採用の経緯や理由を考えれば、ソニーはこれまでの事業本部制に比べてより分権的な組織を構築することを意図してカンパニー制を採用したと考えられる。

図 1-2 ソニーにおける 1994 年のカンパニー制



注：破線は、一企業としての法的な境界を表す。

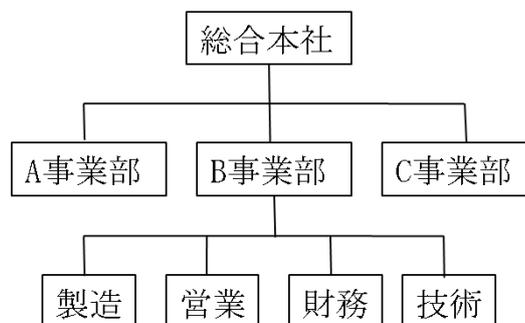
出所：下谷（1995）

1.2 カンパニー制と日本型事業部制との比較

近年新たにカンパニー制を採用している企業の多くが、採用以前は事業部制や事業本部制を採用していた。たとえば、1999年における日本企業によるカンパニー制の採用状況を調査した木村(2000)によれば、カンパニー制採用企業30社中27社、すなわち9割がカンパニー制採用以前は事業部制を採用している。

Milgrom and Roberts(1992)によれば、事業部制組織とは「企業内にそれぞれが特定の製品、市場、地域、あるいは技術について責任を負うミニ企業、つまり事業部をつくることで生まれる」組織のことである。図1-3は事業部制組織を表している。事業は製品や地域別などに分けられた複数の事業部のいずれかによって担われ、総合本社が各事業部の評価や資源配分、あるいは全体に関わる意志決定を行う。各事業部は「一定の地域、事業分野、製品分野の業務遂行に必要な機能（メーカーの場合だと、製造、販売、開発という基本的な職能）を備えている、つまり自己完結的」なのである。そして、自己完結的であるがゆえに各事業部単位で利益を算出することが可能となる。すなわち、各事業部は利益責任単位（プロフィット・センター）として位置づけられる。このような事業部制の特徴より、経営者あるいは図1-3の総合本社は各事業部を比較・評価し、それに基づいて資源配分を実施することが可能となる。

図1-3 事業部制組織



出所：Williamson (1975)

しかし、日本企業がこれまで採用してきた事業部制の多くは、販売の職能などを各事業部が有しておらず、「自己完結的」ではなかった。たとえば、ソニーがカンパニー制の採用以前に用いていた事業本部制は、事業本部とは別に営業本部が設置されていた。すなわち各事業本部は営業の職能を十分には有していなかったのである。

表1-4は事業部制を採用している日米企業において、各事業部が有する職能の割合

を表している。すべての職能においてアメリカ企業の数値が高いことより、日本企業の事業部と比べてアメリカ企業の事業部はより自己完結的であることがわかる。職能別に比較した場合、特に人事と会計・コントロールにおいて日本企業の数値が低い。また、他の職能と比較した場合には日米企業間における格差は小さいと思われるものの、加護野(1993)は日本企業における生産と販売の数値の低さにも注目している。これらの職能は本来、製造業において必要不可欠であると考えられるにもかかわらず、一部の日本企業は事業部に生産と販売の職能に対する権限を与えていない。これは日本企業の事業部制が自己完結的でないことを意味しており、日米企業間の事業部制の違いを端的に示しているといえるだろう。

表 1-4 事業部が所有する職能の日米比較

項目	米国	日本
生産	96.7(%)	85.5(%)
販売	94.8	91.3
マーケティング計画	89.6	82.6
人事	84.4	35.5
会計・コントロール	82.0	40.1
財務	38.4	12.2
基礎研究	19.9	28.5
応用開発と研究	62.1	75.6
購買	77.3	52.4

出所：加護野 (1993)

このように、日本企業の事業部制（以下、日本型事業部制と定義する）における各事業部は自己完結的となっていない場合が多く、したがって教科書的あるいはアメリカ企業における事業部制（以下、米国型事業部制と定義する）とは異なっているのである。一方、ソニーに代表されるカンパニー制の仕組みは、企業ごとに差はあるものの、採用以前と比べて事業単位（すなわち各カンパニー）の長へより大きな権限が付与されるようになった点において共通している。この傾向は、ソニーにおけるカンパニー制採用の理由のひとつとして「製造・販売一体となってマーケットの要請に対応」することが挙げられていることから明らかである。

そのため、カンパニー制の採用により事業単位はより自己完結的となったと考えられる。すなわち、日本企業におけるカンパニー制の採用はこれまでの日本型事業部制を改め、実質的には米国型事業部制の採用を意図したものと考えられる。これは、カンパニー制を最初に採用したソニー自身が自らのカンパニー制を「事業本部制を否定するものではなく、それをさらに進化させた」と位置づけていることから明らかといえる。

さらに、ソニーにおけるカンパニー制採用の際に導入された社内資本金制度についても、ソニーが初めて採用したわけでもなく、カンパニー制固有の仕組みでもない。松下電器は 1954 年に初めて事業部制を採用しているが、その際に社内資本金制度を採用している。すなわち、社内資本金制度はカンパニー制固有の仕組みではなく、事業部制においても利用されていたことがわかる。このことから米国型事業部制とカンパニー制が極めて類似していることがわかる。

第2章 カンパニー制の利点および欠点とその実証分析

企業組織の多様化と米国型事業部制への動きは必然的に結びついている。Chandler(1962)における米国企業の歴史の説明によると、活発に多角化していたいくつかの大企業がその内部構造を再編成することが必要であると認識したことで、第一次大戦後に事業部制への構造改革がもたらされた、とされる。これを証明する実証分析がいくつかある。例えば Palmer et al(1987)は、事業が多角化し地理的に分散した企業ほど事業部制を採用することを示した。また Fligstein(1985)は、多角化戦略を取っている企業が多い産業ほど、事業部制を比較的早く取り入れていることを証明する一方で、垂直統合された企業が多い産業ほど事業部制をより遅い時期に採用するか、もしくは採用していないことを示した。

日本では、松下電器産業（現パナソニック）が最も早く事業部制を取り入れた企業として有名である。松下は前章で述べた日本型事業部制の採用にとどまったものの、企業の成長と多角化が事業部制の採用を動機付けた点では、米国企業のそれと共通していると言える。事業部制は、日本の大企業が飛躍的な成長と多角化を遂げた 1960年代に一般的な組織形態として定着した。

では、なぜ企業の規模や範囲が成長しているときに、事業部制が採用されるのだろうか。職能別組織と比べて、事業部制組織が持つ利点や欠点は何なのだろうか。本章では、米国型事業部制の採用、すなわちカンパニー制採用を裏付ける理論を、Itoh(2003)をもとに示していきたいと思う。また同時に、Rajan et al(2000)を用いて、事業部制の欠点についても触れたい。

以下、本章では、経営的意志決定から業務的意志決定を分離することで生まれる情報コーディネーション上の利点と、インセンティブの改善の2点を米国型事業部制の利点としてモデルを用いて示す。また、事業部制の欠点として、企業内部の資本市場の不完全性について述べたい。その後、それらを裏付ける実証分析として、カンパニー制の採用に対する株式市場の反応について論じた大坪（2007）と、カンパニー制導入が企業の財務業績に与える影響を論じた中野（2008）を紹介する。

2.1 情報のコーディネーションにおける利点

まず事業部制組織は、経営者が戦略的意志決定のみに集中することを可能にする組織であることが大きな特徴の1つとして挙げられる。Chandler(1962)は、職能別組織

の下での経営者の負担の大きさを強調している。職能別組織では、経営者が毎日各部署の調整とモニタリングを行い、その上戦略的意志決定を行うには時間や情報が足りない、ということを彼は主張している。では、なぜ事業部制組織よりも職能別組織の方が、経営者の日々の働きが増大してしまうのだろうか。

この疑問に対し、Williamson (1975) は情報処理の視点から意見を述べている。経営者は合理的に情報の獲得と処理を行うが、彼らのデータに対する注意や情報処理能力は十分であるとは言えない。事業部制組織の利点の1つは、メンバーが異なった情報源を専門に扱うことができる、という点である。しかし、たとえ全員が同じ目標を共有していたとしても、メンバー間で持っている情報が異なるということはそれぞれの独立した決定を生むかもしれず、組織という観点で望ましい結果ではない。一方で、機能的役割が密接にリンクしている職能別組織が急激に成長を遂げた場合、経営者はより正確に、迅速に、多くの情報のコーディネーションを行わなければならない。職能別組織における機能的な部門は、事業部制組織では相互作用が弱く自己完結的な操作部門となる。このため事業部制組織では、情報の調整の必要性ははるかに少なくてすむように、会社が戦略的な決定と業務的意思決定を切り離すと同時に、前者の責任をそれぞれの部門に割り当てるのが可能となるのである。

以下、情報処理の観点から職能別組織と事業部制組織との差異に焦点を当てた Itoh (2003) のモデルを紹介していく。

まず、2つの部門を持つ企業を仮定する ($i=1,2$)。部門*i*の業績は、生産活動 p_i と販売活動 s_i によって不確実に決定される。これらの2つの活動は、部門*i*の総合的決定として同時に決定されるものであり、 $d_i = p_i + s_i$ と表す。企業本部は不確実な環境にこの総合的決定を適応させることを望んでおり、できるだけ θ_i に近づけたいと仮定する。すなわち、部門*i*での損失は $d_i - \theta_i$ となる。このとき、 p_i と s_i は補完的であると仮定する。これは、どちらも同時に増加すると、どちらか一方だけが増加したときよりも大きな利益の増加を生むということを指す。部門*i*での追加的な損失が $p_i - s_i$ で表されることからこの仮定は導かれる。では、以下で情報コーディネーションの利点を明らかにしていく。

企業本部は以下の式で表される損失額を最小にしたいと考えている。

$$L = (p_1 + s_1 - \theta_1)^2 + (p_2 + s_2 - \theta_2)^2 + D_1(p_1 - s_1)^2 + D_2(p_2 - s_2)^2$$

D_i は正の定数であり、部門*i*の中で行われる生産活動と販売活動との間に必要な情報調整の度合いを示す。 θ_1 と θ_2 は独立であり、その情報が正しいかどうか、すなわち適合度 (=分散の逆数) をそれぞれ h_1 、 h_2 とする。また、企業内の全ての従業員が、 L

を最小化することが共通目標であると認識していると仮定する。

企業本部は A, B の 2 人のマネージャーと、職能別組織か事業部制組織かを選択する。職能別組織は生産を担う部門 1 と、販売を担う部門 2 を有し、生産担当であるマネージャー A は (p_1, p_2) を選び、販売担当であるマネージャー B は (s_1, s_2) を選ぶ。一方、事業部制組織は生産と販売の機能を兼ね備えた部門 1 と 2 を有し、部門 1 のトップであるマネージャー A は (p_1, s_1) 、部門 2 のトップである B は (p_2, s_2) を選ぶ。

どちらの組織形態でも、2 人のマネージャーは情報の収集を行う。情報収集の段階では、それぞれのマネージャーは θ_1 と θ_2 に関する情報を得るために時間を費やす。このとき、マネージャー j が受け取る θ_1 と θ_2 に関するシグナルを $\theta_1^j = \theta_1 + \varepsilon_1^j$ 、 $\theta_2^j = \theta_2 + \varepsilon_2^j$ と表す。 ε_1^j と ε_2^j は正規分布のノイズである。それぞれの情報の適合度を h_1^j 、 h_2^j とし、すなわちこれは部門 1 および 2 のマネージャー j の情報収集能力と合致するとする。

また、 h_1^A はマネージャー A の先天的能力だけでなく、企業本部が与える時間割り当てと共に決定され、以下のように表される。

$$h_1^A = a_1 t^A, \quad h_2^A = a_2 (1 - t^A)$$

このとき $a_i \geq 0$ であり、これはマネージャー A の部門 i における能力を表す。また、 t^i はマネージャー A が θ_1 についての情報を収集するのにかかる時間を表す。情報収集に使用できる時間は限られており、1 と仮定する。したがって $1 - t^A$ が、マネージャー A が θ_2 に関する情報収集に使える時間である。同様に $h_1^B = b_1 t^B$ 、 $h_2^B = b_2 (1 - t^B)$ とする。

また、より優秀なマネージャーには費用がかかると仮定する。なぜなら、トレーニングコストやサーチコストが必要だからである。企業は能力が $a = (a_1, a_2)$ のマネージャーを、費用 $c(a)$ をかけて選択する。費用 c は一次関数であり、 a に比例して増加する。同じく、能力が $b = (b_1, b_2)$ のマネージャーにかかる費用は $c(b)$ である。

情報収集の後、マネージャーはその情報をもとに割り当てられた活動について決定を行う。例えば、職能別組織の下でのマネージャー A は (θ_1^A, θ_2^A) をもとに (p_1, p_2) を決定し、マネージャー B は (θ_1^B, θ_2^B) をもとに (s_1, s_2) を決定する。彼らの決定は情報に基づいているので $p_i = p_i(\theta_1^A, \theta_2^A)$ 、 $s_i = s_i(\theta_1^B, \theta_2^B)$ と表される。同様に、事業部制組織ではマネージャー A は (θ_1^A, θ_2^A) をもとに (p_1, s_1) を決定するので $p_1 = p_1(\theta_1^A, \theta_2^A)$ 、 $s_1 = s_1(\theta_1^A, \theta_2^A)$ 、マネージャー B は (θ_1^B, θ_2^B) をもとに (p_2, s_2) を決定するので $p_2 = p_2(\theta_1^B, \theta_2^B)$ 、 $s_2 = s_2(\theta_1^B, \theta_2^B)$ である。

では、まず事業部制組織について考えてみる。マネージャー A の最適戦略は、

$E[(d_1(\theta_1^A, \theta_2^A) - \theta_1)^2 | \theta_1^A, \theta_2^A]$ を最小化するために全体の決定を $d_1 = d_1(\theta_1^A, \theta_2^A)$ とすること、である。すなわち $p_1 = s_1 = d_1/2$ となる。このように、マネージャーAは部門1の2つの活動を完璧に調整することが可能である。同様のことが部門2のマネージャーBにも言える。

このように、情報調整の問題はそれぞれの部門のマネージャーが独自に解決するものであり、それゆえ企業本部は日々の情報調整作業から解放される。もし、戦略的意志決定をこのモデルに組み込むのであれば、事業部制組織の下ではそれと業務的意志決定は分離したものであり、企業本部は戦略的意志決定に集中することができるといえる。

一方、職能別組織ではマネージャーはどちらも情報調整の問題を解決できない。彼らが得た情報を無視して (θ_1^A, θ_2^A) と (θ_1^B, θ_2^B) から独立に (p_1, p_2, s_1, s_2) を選択したときのみ、情報コーディネーションの必要性はゼロになる。

以上の論理の下、事業部制組織が職能別組織より優れていることが示された。たとえ2人のマネージャーの情報収集能力 $((h_1^A, h_2^A)$ と $(h_1^B, h_2^B))$ が同等のもので、彼らが費用をかけずに完全に情報を共有できたとしても、職能別組織は事業部制組織を超えることはできない。職能別組織の下で、情報調整を行う必要性が0であり $(D_1 = D_2 = 0)$ 、全ての情報 $(\theta_1^A, \theta_2^A, \theta_1^B, \theta_2^B)$ をマネージャーが持っていた時の彼らの最適戦略は、以下の式で表される。

$$p_1(\theta_1^A, \theta_2^B) + s_1(\theta_1^A, \theta_2^B) = E(\theta_1 | \theta_1^A, \theta_1^B)$$

$$p_2(\theta_2^A, \theta_2^B) + s_1(\theta_1^A, \theta_2^B) = E(\theta_2 | \theta_2^A, \theta_2^B)$$

するとこのとき予想される損失 $E[L | \theta_1^A, \theta_2^A, \theta_1^B, \theta_2^B]$ は $Var(\theta_1 | \theta_1^A, \theta_1^B) + Var(\theta_2 | \theta_2^A, \theta_2^B)$ と等しい。しかし事業部制組織の下では、これと同じ額の損失は情報調整の必要性の度合いにかかわらず達成することができる。すなわち、不完全な情報調整の下では、職能別組織が事業部制組織を超えることはできないといえる。

2.2 インセンティブの改善

カンパニー制組織の2番目の利点は、マネージャーにより小さなリスクプレミアムで最適行動を取らせることができる点である。職能別組織では、それぞれの部門のマネージャーの実績を正確に測定するのは難しい。各製品のパフォーマンスは部門をまたがり、共同で決定されているためだ。一方、カンパニー制ではそれぞれのカンパニーをプロフィット・センターとして明確に区分けし、その業績の責任を負わせている。したがって、実績の測定は職能別組織よりも容易であると考えられる。

この利点は、前節で示したコーディネーションの利点と関連しているものの、大きく異なる点がある。コーディネーションの利点は、仮にすべての従業員が企業の一員として同じ目標を共有していたとしても実現する。しかし、本節で扱うインセンティブの理論では、部門のマネージャーの機械主義的行動が招くであろう問題を仮定している。それ故 Williamson (1975) は、事業部の上層部はその事業部の業績を適切に評価できるエリートスタッフによって補佐されるべきである、と論じている。

本節では、米国型事業部制（カンパニー制）と職能別組織を比較し、それぞれの部門のトップに立つマネージャーに最適行動を取らせるために企業本部が負担しなければならないインセンティブの大きさをみていく。

このモデルでは、2つの部門を持つ企業を仮定する ($i=1,2$)。 i の成果は生産活動 p_i 、販売活動 s_i 、ノイズ ε_i に依存し、 x_i を部門 i の収益とすると、部門 i の収益は次式で表される。

$$x_i = p_i + s_i + \varepsilon_i$$

企業本部は、職能別組織か事業部制組織かを選び、2人のマネージャー A と B を決める。

職能別組織は、生産を担う部門 A と、販売を担う部門 B を有し、生産担当であるマネージャー A は (p_1, p_2) を選び、販売担当であるマネージャー B は (s_1, s_2) を選ぶ。一方事業部制組織は生産と販売の機能を兼ね備えた部門 1 と 2 を有し、部門 1 のトップであるマネージャー A は (p_1, s_1) 、部門 2 のトップである B は (p_2, s_2) を選ぶ。これらの決定は企業本部から観察不可能とする。

2つの行動 (y, z) を選ぶマネージャーはそのコストに責任を負う。コストは次式で表される。

$$C(y, z) = (y^2 + z^2 + 2\delta yz) / z$$

ただし $\delta \in [0, 1]$ とする。

マネージャー j ($=A, B$) への報酬計画 $W_j(x_1, x_2)$ は、部門の収益に依存しそれぞれ

$$W_A(x_1, x_2) = \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2$$

$$W_B(x_1, x_2) = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2$$

と表せる。 α と β はインセンティブ係数であり、本部が決定するものとする。

このモデルの下、機能別組織と事業部制組織とでマネージャーに最適行動を取らせるために必要とされるインセンティブの大きさを比較していく。

まず、機能別組織の場合を考える。報酬計画で α が与えられると、マネージャーAは

$$\alpha_1(p_1 + s_1) + \alpha_2(p_2 + s_2) - c(p_1, s_1) - R(\alpha_1, \alpha_2)$$

を最大化する (p_1, s_1) を選ぶ。この式の $R(\alpha_1, \alpha_2)$ はリスクプレミアムを指し、

$$R(\alpha_1, \alpha_2) = \frac{1}{2} r \sigma^2 (\alpha_1^2 + \alpha_2^2)$$

とする。

Aの最適戦略は $p_1 = s_1 = \alpha_1 / (1 + \delta)$ 、同じようにBの最適戦略は $p_2 = s_2 = \beta_2 / (1 + \delta)$ である。本部の報酬計画はこれらのインセンティブ制約を満たさなければならない。ここで、本部がトータルのリスクプレミアム $R(\alpha_1, \alpha_2) + R(\beta_1, \beta_2)$ を最小化しようとする、

$$\alpha_2 = \beta_1 = 0$$

が導かれる。すなわち、 α_2 と β_1 はインセンティブに影響を与えない。本部は $E[x_1 + x_2 - w_1 - w_2]$ を最大化するように α 、 β 、 (p_1, s_1, p_2, s_2) を決めるので、確実性等価を最大化するような (α_1, α_2) と (β_1, β_2) を決める式は、

$$\frac{2\alpha_1}{1+\delta} + \frac{2\beta_2}{1+\delta} - (1+\delta) \left(\frac{\alpha_1}{1+\delta} \right)^2 - (1+\delta) \left(\frac{\beta_2}{1+\delta} \right)^2 - R(\alpha_1, 0) - R(0, \beta_2)$$

となり、最適な α_1^M 、 β_2^M は

$$\alpha_1^M = \beta_2^M = \frac{2}{2 + (1+\delta)r\delta^2}$$

となる。

では次に事業部制組織の場合を考えてみる。報酬計画で α が与えられると、マネージャーAは

$$\alpha_1(p_1 + s_1) + \alpha_2(p_2 + s_2) - c(p_1, s_1) - R(\alpha_1, \alpha_2)$$

を最大化する (p_1, s_1) を選ぶ。

1階の条件より、

$$p_1 = \frac{\alpha_1 - \delta\alpha_2}{1 - \delta^2}, \quad p_2 = \frac{-\delta\alpha_1 + \alpha_2}{1 - \delta^2}$$

$$s_1 = \frac{\beta_1 - \delta\beta_2}{1 - \delta^2}, \quad p_2 = \frac{-\delta\beta_1 + \beta_2}{1 - \delta^2}$$

が導かれ、本部の報酬計画はこれらのインセンティブ制約を満たさなければならない。すなわち、さきほどの職能別組織のケースとは異なり、全てのインセンティブ係数がマネージャーの行動に影響を及ぼすのである。これを解くと、最適な $(\alpha_1^U, \alpha_2^U, \beta_1^U, \beta_2^U)$ は、

$$\alpha_1^U = \alpha_2^U = \beta_1^U = \beta_2^U = \frac{1}{1 + (1 + \delta)r\delta^2}$$

となる。

α_1^M と α_1^U を比較すると $\alpha_1^M > \alpha_1^U$ ，すなわち事業部制組織の方がインセンティブ係数が大きい。ここで、本部が両方の事業部の成果が非負（ $p > 0$ ）であることを望んでいると仮定すると、職能別組織では、

$$\alpha_1 = \alpha_2 = \beta_1 = \beta_2 = (1 + \delta)p$$

とすれば達成可能であるのに対し、事業部制組織では、 α_2 と β_1 はリスクプレミアムを最小化するために 0 となるので、

$$\alpha_1 = \beta_2 = (1 + \delta)p$$

とすれば達成可能である。よって、事業部制組織は職能別組織よりも小さなリスクプレミアム、すなわち少ないコストで、事業部のマネージャーに最適行動を取らせることができるといえる。

2.3 内部資本市場の効果

Williamson (1975) によると、事業部制組織の 3 つ目の利点は本部が資本の再分配を行える点にある。言い換えれば、事業部制組織は内部資本市場を有しているということである。しかし、果たしてこの内部資本市場は効果的に作用しているのだろうか。以下、事業部制組織における内部資本市場の問題について、Rajan (2000) のモデルを用いて明らかにしていきたい。

まず、2 つの事業部を持つ企業を仮定する ($i = 1, 2$)。

それぞれのトップに立つマネージャーは、プロジェクト E かを D 選択しなければな

らない。 E は効率的なプロジェクトで、本部はどちらの会社にも E を実行してもらいたいと考えている。しかし、このプロジェクト E によって生み出された余剰は、マネージャー間の勢力争いに左右され、それぞれの会社の余剰はもう一方の会社によって侵害される可能性がある。例えば、ある会社のプロジェクト E が余剰を生み出すためにはもう1つの会社の協力が必要なこともある。一方、プロジェクト D は効率的ではないが特殊化しており、会社同士の相互依存の投資がないプロジェクトである。

会社1がプロジェクト j 、会社2がプロジェクト k を選択した場合の会社 i のマネージャーの報酬を、 $u^{i_{jk}}$ とする ($j, k \in \{E, D\}$)。

以下、事業部の選択するプロジェクトの種類によってマネージャーの報酬がどう変化するのを見ていく。

まず、両方の事業部がプロジェクト D を選択した場合を考える。この場合、双方の利益に影響がないため、事業部間の勢力争いは生まれない。よってそれぞれのマネージャーの報酬は、

$$u^{1_{DD}} = \lambda b m_1$$

$$u^{2_{DD}} = \lambda m_2$$

の2式で表される。それぞれのマネージャーは個人的な利益として、全体の利益のうち $\lambda \in (0, 1)$ を受け取る。このときの m_i は事業部 i が投資できる資金を表しており、 m_i はプロジェクト開始当初の本部からの資金援助 e_i とその後の本部の再分配より、それぞれ次式で表すことができる。

$$m_1 = e_1 - t$$

$$m_2 = e_2 + t$$

t は本部による事業部1から2への資金の譲渡を指す。理論を簡潔にするため、 $e_1 + e_2 = m_1 + m_2 = 1$ とする。そして、プロジェクト D での投資 m_i より、会社 i が生み出す利益を $b_i m_i$ とし、 $b_1 = b \in (0, 1)$ 、 $b_2 = 1$ とする。つまりこのモデルでは、事業部2の方が事業部1よりも有利な条件にある、もしくは生産力があるといえる。

では次に、事業部1がプロジェクト D 、事業部2がプロジェクト E を選択した場合を考えてみる。このとき、相互依存しているプロジェクト E を選択した事業部2の利益の一部は事業部1に奪われてしまうため、 $u^{2_{DE}} < u^{2_{DD}}$ が成り立つ。一方、事業部1のマネージャーは受け取る余剰を同じだけのコストを事業部2のプロジェクトの侵害にかけるため、 $u^{1_{DE}} = u^{1_{DD}}$ である。

同様に、事業部 1 がプロジェクト E 、事業部 2 がプロジェクト D を選択した場合は $u^2_{ED} = u^2_{DD}$ 、 $u^1_{ED} < u^1_{DD}$ となる。

最後に、両事業部がプロジェクト E を選択した場合を考えてみる。この場合、両マネージャーはトータルの利益である λ を分け合うことになる。プロジェクト E は効率的であるので、事業部 1 が生み出す利益を $(b + \pi)m_1$ 、事業部 2 が生み出す利益を $(1 + \pi)m_2$ とする。このとき、 $\pi \in (0,1)$ が常に満たされるとする。よってこの場合の両マネージャーの報酬は、

$$u^1_{EE} = u^2_{EE} = (\lambda/2)(bm_1 + m_2 + \pi)$$

で表される。

以上で場合分けしたマネージャーの報酬をまとめると、表 2-1 になる。

表 2-1 マネージャーの利得表

	E	D
E	$\frac{\lambda}{2}(bm_1 + m_2 + \pi), \frac{\lambda}{2}(bm_1 + m_2 + \pi)$	$u^1_{ED}, \lambda m_2$
D	$\lambda bm_1, u^2_{DE}$	$\lambda bm_1, \lambda m_2$

出所：Rajan (2000)

企業本部はどちらの事業部にもプロジェクト E を実行してほしいと考えているので、 (E, E) がナッシュ均衡でなければならない。その必要十分条件は $u^1_{EE} > u^1_{DE}$ 、 $u^2_{EE} < u^2_{ED}$ もしくは、

$$\max\{bm_1 - m_2, m_2 - bm_1\} \leq \pi \quad (2.1)$$

である。この条件は、事後の余剰が事業部間で大きく違うということを指している。例えば、もし $bm_1 - m_2 > \pi$ ならば、事業部 1 はプロジェクト E を選ばない。なぜなら、事業部 2 の選んだプロジェクト E が十分な余剰を提供できないからである。

本部は(2.1)式を満たすように、資本を再分配する。最も効率的な移転は $t = e_1$ 、すなわち全ての資本をより生産力のある事業部 2 に移転することである。しかし、これは均衡ではない。もし $t = e_1$ とするならば、 $m_2 - bm_1 = 1 > \pi$ となり、(2.1)式に矛盾し、企業本部は事業部 2 にプロジェクト E を選択させることができないためである。

ここで、事業部 2 の誘因両立制条件 $(e_2 + t) - b(e_1 - t) = \pi$ を解くと、

$$t = \frac{\pi + be_1 - e_2}{1 + b} \quad (2.2)$$

が導かれる。では、(2.2)式をもとに本部が行う資本の再分配を考えてみる。

まず、もし $\pi > e_2 - be_1$ ならば、 $t > 0$ である。これは、事業部1の初期投資の量や状況が事業部2よりも良いか、事業部2の方が1よりも良いがその差があまり大きくない、ということを示している。このとき資本の再分配は、生産力の低い事業部1から生産力の高い事業部2へと正しい方向へ行われるが、その量は効率的な量ではない。第二に、事業部2の初期投資の量が事業部1のそれを大きく上回る場合、すなわち $\pi < e_2 - be_1$ の場合を考える($t < 0$)。このときは、資本の再分配は生産力の高い事業部2から低い事業部1へと間違った方向へ行われてしまうことになる。

結論として、どちらのケースでも事業部制組織における内部資本市場での資本の再分配は、弱い事業部に過剰な資本を残したままで終わってしまうのである。

2.4 実証分析：カンパニー制導入が株式市場に与える影響

これまで、米国型事業部制(=カンパニー制)の利点や欠点を理論的に述べてきた。では、果たしてカンパニー制の持つ効果が実際の企業にどれほどのインパクトを与えうるのだろうか。よって、本節ではその効果を株式市場の観点から検証したい。パフォーマンスの低下した企業がカンパニー制の採用によりパフォーマンスを増加させる、すなわちカンパニー制の採用が株主の富の増大に寄与するのであれば、株式市場はカンパニー制の採用をプラスに評価することが予期される。そこで、カンパニー制の採用に対し、株式市場がプラスに反応するか否かについて実証分析を行う。本節では、カンパニー制組織を採用した日本企業を対象とする実証分析を、大坪(2007)の先行研究の紹介を通じて検証していく。

2.4.1 サンプルの抽出

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除く企業(一般事業会社)のうち、2001年において連結総資産上位300社をサンプルとし、この中から2002年12月31日においてカンパニー制を採用している企業49社(以下、カンパニー制企業と呼ぶ)をカンパニー制企業のサンプルとして抽出した。ただし、分析に必要なデータが欠けている企業や分析期間中に債務超過となった企業は除外している。またダイエーのように一度カンパニー制を採用したものの、その後

組織変更を実施した企業はカンパニー制のサンプルには含まれていない。

表 2-2 カンパニー制の採用年

採用年	企業数	採用年	企業数
1994	1	2000	11
1995	0	2001	8
1996	1	2002	12
1997	2		
1998	2		
1999	12	合計	49

出所：大坪（2007）

カンパニー制を採用しているか否かの特定については、各企業の有価証券報告書や日経4紙において「カンパニー制」あるいは「社内カンパニー制」を採用したことを明記した企業をサンプルとしている。

さらに、住友商事のように（社内）カンパニー制という用語を用いていないものの、実質的にカンパニー制を採用した企業や、商船三井の「ヴァーチャル・カンパニー制」のように用語の異なるものはサンプルから除外した。そのため、前述したカンパニー制の定義に該当する企業全てがサンプルに含まれているわけではなく、サンプルが過小に抽出されている可能性がある。

2.4.2 分析方法

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。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{it} \quad (2.3)$$

(2.5.1) 式は市場モデルであり、 R_{mt} は t 日における市場全体の株価インデックスの変動から得られる収益率、 R_{it} は個別銘柄である証券 i の株価変動から得られる収益率を指す。また $\tilde{\varepsilon}_{it}$ は t 日における証券 i に固有の攪乱項である。はじめに (2.3) 式の $\hat{\alpha}_i$ と $\hat{\beta}_i$ を推定し、それをもとに各証券の期待収益率を算出する。各証券の実際の投資収益率と (2.3) 式をもとに算出された期待収益率との差は残差リターン (Abnormal return: AR) であり、証券価格に反映される情報のうち個別企業情報を反映した部分を表す。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

2.4.3 分析結果

カンパニー制採用の計画公表を株式市場がどのように評価するのかに関する分析を行う場合、公表時における情報が重要となる。すなわち、カンパニー制の情報のみを公表しているケースもあれば、カンパニー制採用の公表と同時に業績の見通しなど他の情報を公表しているケースも存在するのである。

例えば、川崎重工業におけるカンパニー制の採用は日本経済新聞(2000年11月23日)において以下のように公表されている。

川崎重工業は22日、2004年度を最終目標とする5カ年の新中期経営計画を発表した。持ち株会社への移行をにらみ、来年4月をめどに社内カンパニー制を導入する。執行役員制も採用、経営と業務執行を分離する。事業ごとの収益性を高める。現在13ある事業部を7つのカンパニーに集約する。執行役員制は来年6月末にも導入。カンパニーの業績連動型の人事・給与体系の導入も労働組合に提案する。

……(中略)……

通期は連結売上高が1兆800億円(前期比6%減)と7期ぶりにライバルの石川島播磨重工業を下回り、最終損益が140億円の赤字(前年同期は186億円の赤字)と3期連続の最終赤字にとどまる見通し。

このように、カンパニー制の公表においては純粋持株会社への移行の可能性や執行役員制の採用、さらには業績見通し等の情報も付随して公表されるケースがある。これら付随情報は当該企業におけるカンパニー制採用の意図を考察する上で重要であるものの、一方で株式市場の反応を考察する際にはノイズとして作用する可能性がある。

表2-3は、カンパニー制採用時に付随して公表された情報の内訳を表している。この表より、カンパニー制の採用と同時に純粋持株会社や執行役員制を計画・採用しようとしている企業が多いことがわかる。これは、最終的には純粋持株会社採用を企図してカンパニー制を採用する企業が存在することを示している。さらに、業績悪化の情報がカンパニー制の採用と同時に公表されていることより、業績悪化時にカンパニー制が採用されるケースが多いこともわかる。

表 2-3 カンパニー制公表時に付随して公表された情報

情報の内容	企業数
純粋持株会社採用の検討・計画	8
執行役員制の計画・採用	7
事業の撤退・向上の閉鎖など事業の縮小	6
人員削減や賃金カット	8
業績悪化	8
年俸制の導入	1
カンパニー制の情報のみ	23

出所：大坪（2007）

表 2-4 は、-20 日から+20 日までの AR を表している。カンパニー制企業 49 社のうち、カンパニー制の採用が日経 4 紙において記載されていない企業、および公表日が採用日以降であった企業をサンプルから除外しているため、サンプル数は 40 社である。カンパニー制の採用によりパフォーマンスが改善される、すなわち株主の富が増大すると株式市場が評価するのであれば、カンパニー制の採用が公表された 0 日あるいはその前日である -1 日において、AR がプラスになることが予測される。

全サンプルをみた場合、-1 日と 0 日の AR はそれぞれ 0.0269 と -0.3411 であり、どちらも有意な結果を得ることができなかった。さらに、両方の日において AR がプラスの企業数が半数以下であった。ただし、この結果はカンパニー制採用公表の際に業績悪化の見通しなどを公表している場合、業績悪化の情報に株式市場が反応して AR がマイナスとなる可能性がある。

では、公表時にカンパニー制の採用のみの情報を公表した企業 19 社をしてみる。結果、全サンプルの結果と同様に -1 日と 0 日の AR の値は有意な結果を得ることができず、AR がプラスの企業も半数以下であった。

すなわち、株式市場はカンパニー制の採用を少なくともプラスには評価していないという結論を得ることができる。

表 2-4 カンパニー制の採用による株式市場の反応

	全サンプル(40社)			カンパニー制の情報のみ公表した企業(19社)		
	AR	t 値	AR>0 の企業数	AR	t 値	AR>0 の企業数
-20	-0.0453	-0.0997	18	-0.0025	-0.0036	7
-19	-0.1731	-0.3805	17	-0.0587	-0.0839	7
-18	0.4086	0.8982	21	0.0604	0.0862	8
-17	-0.1137	0.2500	19	0.6811	0.9733	13
-16	0.0424	0.0931	20	-0.4330	-0.6188	10
-15	0.4869	1.0702	23	0.5270	0.7530	11
-14	-0.2516	-0.5530	21	-0.6654	-0.9508	6
-13	0.2886	0.6345	21	-0.3927	-0.5612	8
-12	-0.7517	-1.6524	20	-1.2948 *	-1.8503	9
-11	0.7741 *	1.7014	22	0.7234	1.0338	9
-10	-0.1761	-0.3869	16	0.2275	0.3251	10
-9	-0.2870	-0.6308	16	-0.0939	-0.1342	8
-8	-0.6815	-1.4979	17	-1.9023 **	-2.7183	5
-7	-0.0353	-0.0776	17	0.2423	0.3463	9
-6	0.1255	0.2758	21	-0.0390	-0.0557	12
-5	-0.2148	-0.4722	18	0.4393	0.6277	11
-4	0.3640	0.7395	22	-0.4014	-0.5736	8
-3	-0.2703	-0.5940	18	-0.4534	-0.6279	6
-2	0.6139	1.3495	20	0.9666	1.3812	11
-1	0.0269	0.0591	16	0.0229	0.0327	8
0	-0.3411	-0.7499	20	-0.7722	-1.1034	6
1	-0.0887	-0.1950	19	-1.0977	-1.5686	7
2	0.4293	0.9436	22	0.3515	0.5023	10
3	-0.7352	-1.6160	15	-0.2648	-0.3784	9
4	-0.3562	-0.7829	20	-0.1304	-0.1864	10
5	-0.2564	-0.5635	17	0.6890	0.9845	9
6	0.5259	1.1560	20	0.7532	1.0763	9
7	0.2255	0.4957	22	0.1738	0.2483	11
8	0.1915	0.4209	21	-0.3618	-0.5170	6
9	-0.1681	-0.3694	16	-0.2860	-0.4087	9
10	0.1197	0.2632	21	0.0596	0.0851	10
11	0.2878	0.6327	19	0.3508	0.5013	10
12	0.3175	0.6979	19	0.9799	1.4002	11
13	-0.2735	-0.6012	20	-0.2536	-0.3623	10
14	-0.2149	-0.4724	18	-0.9071	-1.2962	8
15	-0.1112	-0.2444	20	0.1547	0.2211	11
16	-0.1255	-0.2759	15	0.4865	0.6952	8
17	0.3973	0.8733	21	-0.4341	-0.6204	6
18	-0.2181	-0.4795	18	0.1538	0.2198	10
19	1.1195 **	2.4608	23	0.9184	1.3124	11
20	-0.9203 *	-2.0228	13	-0.7418	-1.0600	6

** : 1%水準で有意、* : 5%水準で有意

出所 : 大坪 (2007)

2.5 実証分析：カンパニー制導入が企業の業績に与える影響

前節ではカンパニー制の導入が企業に与える影響を株式市場の観点から検証したが、本節では中野（2008）の紹介を通じ、カンパニー制の導入と財務的業績の関係に焦点を当て分析を行う。理論分析でカンパニー制の導入が情報のコーディネーションやインセンティブの面から企業にプラスに働くことが分かっている。では、実際にそれらは企業業績へ影響を及ぼしているのだろうか。カンパニー制の導入前と導入後の業績を比較し、そこに有意な差があるかを検証することで、カンパニー制が企業業績に与える影響を明らかにしたい。

2.5.1 サンプルの抽出

分析対象とするカンパニー制導入企業の特定には、日経テレコン 21 の新聞記事検索を利用している。「社内分社制」・「カンパニー制」・「社内カンパニー制」をキーワードに、「日本経済新聞」・「日経産業新聞」・「日経流通新聞」・「日経金融新聞」の日経四紙を対象として、1994年から2002年の期間で検索を実施した。検索結果として特定された企業の内、企業規模の統一や財務諸表の利用可能性の観点より、銀行・保険・証券を除く東証一部上場企業から44社をサンプル企業として選択した。なお、分析対象期間中に企業形態の大幅な変更（合併など）が生じた企業は除外している。

分析期間に関しては、まず各サンプル企業の決算期を次の通り、Before期、Benchmark期、およびAfter期に3分割する。

- ① カンパニー制を採用した決算期を、0期（イベント期）とする。
- ② 0期および0期より前の1期間を、Benchmark期（-1期、0期）とする。
- ③ ②より前の4期間をBefore期（-5期～-2期）とする。
- ④ ②より後の5期間をAfter期（+1期～+5期）とする。

以上の分析期間を設定した上で、もし、Before期の業績平均値に比べ、Benchmark期の業績平均値が有意に低ければ、「カンパニー制採用企業は、採用前、業績悪化傾向にある」という結論が導かれる。また、Benchmark期の業績平均値に比べAfter期の業績平均値が有意に高ければ「カンパニー制採用企業は、採用後、業績が改善する」という結論を導くことができる。

2.5.2 分析方法

中野ではパフォーマンス指標として、ROA（税引後経常利益）が選択されている。ROS（自己資本利益率）が選択されないのは、それが資本効率を反映する指標ではな

いためである。同様に ROE（売上高利益率）が選択されないのは、それが財務レバレッジの影響を受けるためである。通常、カンパニーは経営資源を投下される側であり、資本調達によって資本構成を変更する権限を与えられていない。これはトップ・マネジメントの権限であり、組織改革と直接的な関連はない。よって、組織改革自体の成果を測定する意味で、ROE をパフォーマンス指標とすることは適切ではないと考えられる。よって、業績改善効果を測定する指標として ROA を用いる。

一方、企業の収益性は、景気変動および産業要因の影響を受ける。中野の分析期間（1990～2006年）では、バブル経済崩壊、IT契機および平成景気等の期間と重なっており、これらの要因によって企業業績動向は相当変動していると考えられる。このため、景気動向や産業要因をコントロールするため、産業調整 ROA (*AdjROA*) を用いる。

AdjROA の計算方法は次の通りである。なお、以下の業績指標の計算に際しては、全て実効税率は 40% と仮定し、産業の分類基準は日経中文類（日経 NEEDS 規定）を用いている。

$$ROA_t = \frac{EBXI_t}{ASSET_{t-1}}$$

$$AdjROA_t = ROA_t - IndROA_t$$

ただし、

EBXI_t : t 期の税引き後経常利益（支払利息控除前）

= 当期純利益 - (特別利益 - 特別損失 - 負債コスト) × (1 - 実効税率)

ASSET_{t-1} : t-1 期末の総資産

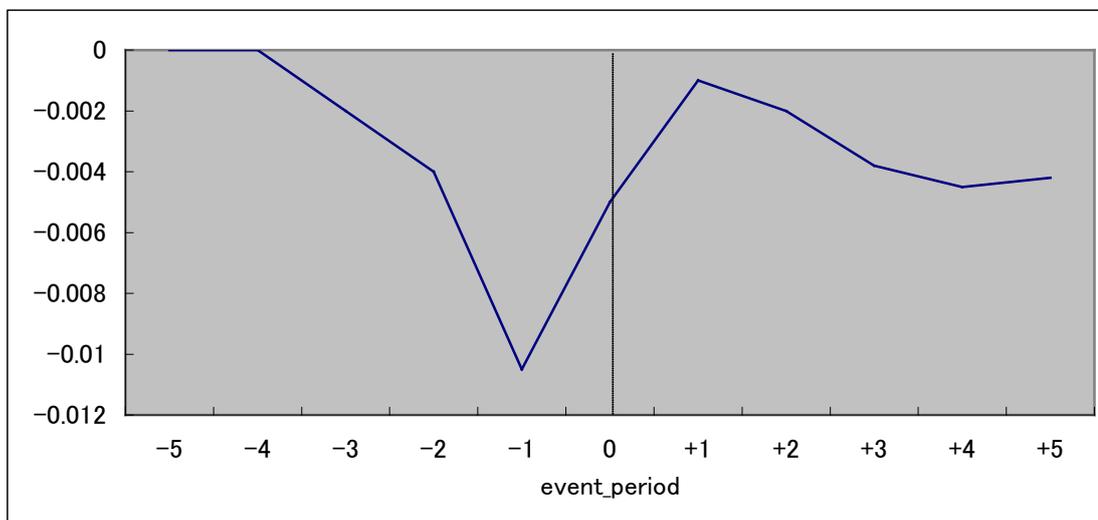
IndROA_t : ROA 平均値を計算産業中位置

= 当該産業に属する企業の ROA 中位置

2.5.3 分析結果

表が、ROA（税引き後経常利益）の推移を示したものである。

図 2-1 カンパニー制採用前後の ROA の推移



出所：中野（2008）

図 2-1 から、ROA は-5 期から-1 期（採用直前期）まで低下し、0 期（イベント期）を境に上昇に転じていることが読み取れる。では次に、Before 期と Benchmark 期、Benchmark 期と After 期間に有意な差があるのかどうかを t 検定を用いて検証する。

表 2-5 Before 期と Benchmark 期の比較

	平均	標準偏差	検定結果
Before	-0.0014	0.0149	t=3.077***
Benchmark	-0.0080	0.0165	

(*** : 1%水準で有意。

出所：中野（2008）

表 2-6 Benchmark 期と After 期の比較

	平均	標準偏差	検定結果
Benchmark	-0.0080	0.0165	t=1.898**
After	-0.0031	0.0243	

** : 5%水準で有意。

出所：中野（2008）

表 2-5 より、Before 期に比較して Benchmark 期の ROA の方が有意に低い。このことは、カンパニー制採用以前 ROA が悪化傾向であったことを示している。

また、表 2-6 より、Benchmark 期と比較して After 期の業績が有意に高い。このことから、カンパニー制採用後、ROA が改善傾向にあったことを示している。

よってこの実証分析より、カンパニー制採用企業は採用前は業績悪化傾向にあり、また、カンパニー制採用企業は採用後に業績が改善する、という 2 つの結論を導くことができる。

第3章 純粋持株会社の概要

前章の表 2-3 にあるように、カンパニー制採用の際に純粋持株会社の採用を同時に計画・検討している企業が存在する。木村（2000）によれば、カンパニー制を採用した企業の多くが、今後、純粋持株会社の採用を計画している。たとえば、2002 年 4 月にカンパニー制を採用した住友金属工業は次のように計画している。

住友金属工業は 27 日、カンパニー制を 4 月 1 日付で導入すると発表した。本社の組織を「鋼管」など四つのカンパニーと、本社・研究所部門に再編する。製造と販売を一体化した組織にして社員の収益性を高めるほか、純粋持ち株会社体制への移行に向けた準備を整える。

……(中略)……

住金は経営改革の一環として、純粋持ち株会社体制への移行を検討している。ただし移行時期については「関連法制整備の状況や経営環境などを考慮し、最適の時期を判断する」としている。

このように、カンパニー制を採用した企業の中には、純粋持株会社への移行を企図している企業が存在する。このことは、カンパニー制と純粋持株会社は少なくとも一部の機能が代替的であり、同時にカンパニー制では成し得ない機能を純粋持株会社が果たしうることを示している。本章ではまず純粋持株会社の定義付けを行い、またそのケーススタディを通して純粋持株会社について分析を行う。その後、純粋持株会社固有の機能として、投資家への情報効果について論じる。最後に、前章で紹介した大坪（2005）と中野（2008）の実証分析を参考に、純粋持株会社の採用が株式市場に与える効果と企業の業績に与える効果を分析していく。

3.1 持株会社の定義

持株会社（holding company）という用語は、さまざまな意味を持っている。名称より、日本名では「株」を持つ会社であるものの、英語名からは「何」を持つ会社なのかは明らかではない。他企業の株式のみを所有し、その企業の支配を行う企業を持株会社とよぶ場合もあれば、証券を所有する企業を持株会社とよぶ場合もある。公社の場合、現代の大企業のほとんどが持株会社に該当する。さらに、金融業に従事する企業が持株会社を利用する場合には、特に金融持株会社あるいは銀行持株会社と表現

されることもある。

ここでは、アメリカにおける持株会社研究の先駆者である **Bonbright and Means (1969)** を参考に持株会社の定義を行う。

Bonbright and Means (1969) によれば、持株会社という用語は一般に受け入れられている定義があるわけではないものの、広義では他企業の証券を所有する企業を意味する。しかし、このように持株会社を定義した場合、ほとんどすべての大企業が持株会社に該当するため、持株会社の定義に関して次の4点を指摘している。

第1に、一般的に法律や財務の関係者は他企業の経営方針をかなりの程度支配することができない企業を排除し、持株会社という用語を狭義で用いてきたことを指摘している。したがって、ポートフォリオを組みさまざまな企業の株式や社債へ投資を行っている投資信託などは持株会社の定義から除外されてきた。

第2に、多くの法律関係者が他企業に対して実際に支配を行使する企業のみを持株会社だと考えており、支配する能力を備えた企業を持株会社と考える者は少ないことを指摘している。この場合、他企業の株式の過半数を所有していたとしても、議決権を実際に行使していない企業は持株会社とみなされない。ただし、**Bonbright and Means (1969)** は判断が容易であるなどの理由から、実際に支配力を行使しているか否かよりも支配を行う能力があるか否かの基準の方が持株会社を定義する上で適切であると考えられる。すなわち、他企業の株式の大部分を所有しているものの実際には議決権を行使していない企業についても持株会社の定義に含むべきであるとしている。

第3に、支配の定義について指摘している。通常、支配とは過半数の取締役を任命することを通じて経営方針に影響を与える能力を指す。そのため、支配という用語は取締役の大部分を任命するという法的権利に限定されて用いられるべきである。しかし、彼らは経済実態を考慮し、少数の持株であっても他企業の経営方針を決定することが可能となる場合や多大な影響力を及ぼすことが可能な場合には持株会社における支配の定義に含めるべきであるとしている。

第4に、他企業の証券の所有と同時に自らも事業活動を行っている企業も持株会社とすべきか否かという問題を指摘している。この問題に対し、彼らは区別する必要がある場合には異なる名称を用いるべきであるとしている。すなわち、他企業の証券の所有のみで自らは直接事業活動を行っていない企業を純粋持株会社 (**pure holding company**) と呼び、証券の所有と同時に自らも事業活動を行っている企業を親会社 (**parent company**) あるいは親事業会社 (**parent operating company**) と呼ぶとしている。また、下谷 (1995) では「事業持株会社 (**operating holding company**)」とも

呼ばれている。

本稿では、持株会社を採用した企業について、事業持株会社であることを表明した企業を除き、純粋持株会社と表記していく。

3.2 ケーススタディー：NTT

金融・保険業を除き親会社を純粋持株会社とする組織再編を初めて実施した日本企業は NTT である。本節ではこの例を取り上げ、組織再編前後の変化を見ていく。

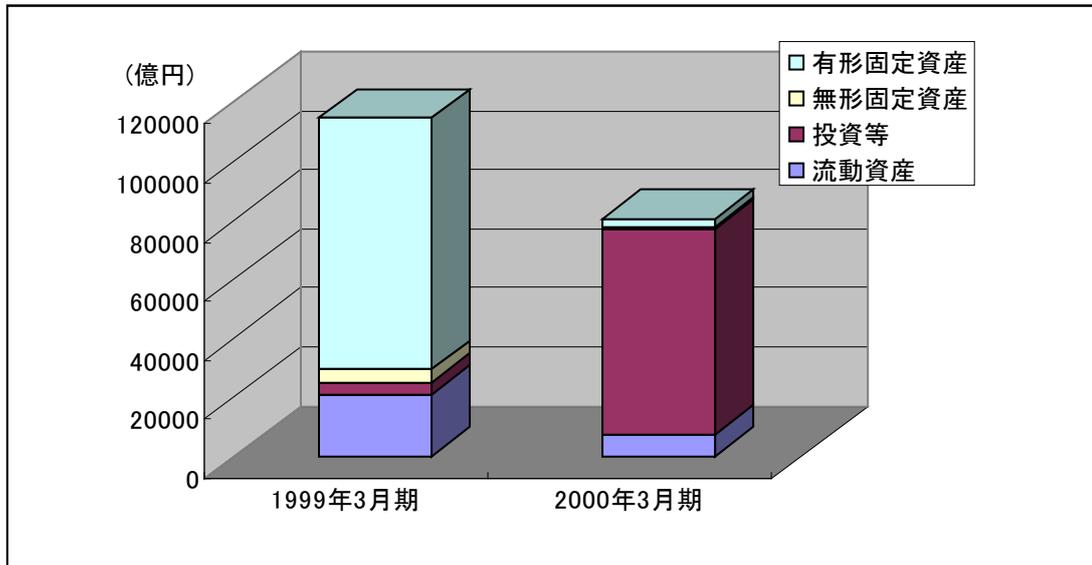
従来、同社は自ら固定電話事業を行うと同時に NTT ドコモなどの傘下企業を通じて間接的に事業を行う事業持株会社だった。1999 年 7 月 1 日、同社はこれまで直接行ってきた事業を新たに設立した 3 つの古代社へ営業譲渡を行う組織再編を実施したのである。具体的には、東西の固定電話事業に従事する東日本電信電話および西日本電信電話、長距離電話事業に従事する NTT コミュニケーションズを設立し、これらの企業へ既存の事業を営業譲渡した。そして、これらの 3 社の株式は親会社である NTT が 100%所有をおこなった。

図および図は、組織再編前後における NTT の単独・連結の資産状況を表している。図より、組織再編に伴い、親会社単独の有形固定資産額が激減したこと、逆に投資等の額が急増していることが分かる。これに対し、図より、連結総資産の内訳はほとんど変化していない。このような変化の違いは、同社における組織再編が NTT グループ内で実施されたことに起因する。すなわち、この組織再編によって親会社の資産内容は大幅に変化するものの、連結ベースの資産内容にはほとんど影響を与えない。同時に、純粋持株会社の採用によって親会社の従業員数は大幅に減少するものの、連結ベースではほとんど変化しない。NTT の場合、組織再編により親会社の従業員数は 13 万 8150 人から 3475 人へ激減している。

ただし、親会社である NTT は組織再編移行も基礎的研究を担っており、厳密には純粋持株会社ではないかもしれない。しかし、同社自身が 2000 年度の有価証券報告書によって純粋持株会社を採用したと表記しているように、1997 年の組織再編により限りなく純粋持株会社に近い形となったのである。

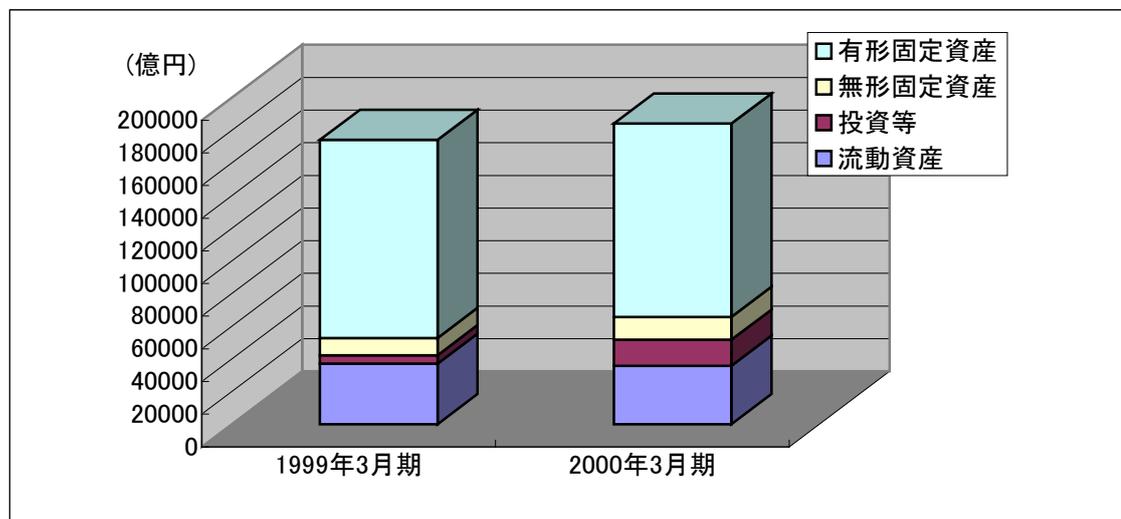
組織再編移行における親会社の役割について、NTT は「基礎的研究開発の推進・成果の普及を図るとともに、NTT グループ全体の戦略を立案する持株会社として、NTT グループの価値が最大限に高められるように統括・調整機能を発揮し、競争力の維持・強化に努め」としている。すなわち、組織再編以降の親会社は傘下企業全体に対する戦略の策定を担っているのである。

図 3-1 NTT の組織再編前後における資産の変化（単独総資産）



出所) NTT の有価証券報告書

図 3-2 NTT の組織再編前後における資産の変化（連結総資産）



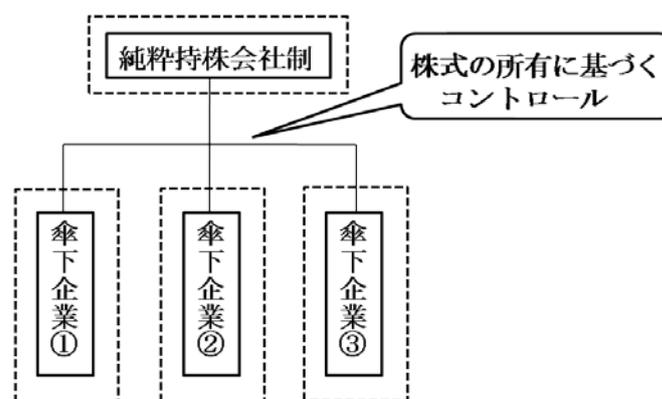
出所) NTT の有価証券報告書

3.3 カンパニー制との比較

カンパニー制と純粋持株会社の比較を行う場合、比較対象の範囲を明確に規定する必要がある。カンパニー制の場合、ソニーのケースのように一企業内に本社組織（経

営会議) や各カンパニーが設定される。それに対し、純粋持株会社およびその傘下企業は図のような関係にあるため、両組織の比較を行うためには図の純粋持株会社およびその傘下企業をそれぞれ図6の経営会議と各カンパニーに対応させて考察する必要がある。したがって、ここではカンパニー制の場合はカンパニー制を採用した企業のみを分析対象とするのに対し、純粋持株会社の場合は純粋持株会社とその傘下企業を分析対象として両組織の比較・検討を行う。その際、純粋持株会社およびその傘下企業を総称して純粋持株会社形態と呼ぶ。

図 3-3 純粋持株会社および傘下企業



注：破線は一企業としての法的な境界を示す。

出所：大坪（2005）

図 1-2 と図 3-3 を比較した場合、破線で囲まれている範囲の違いからわかるように、カンパニー制は一企業を対象としているのに対し、純粋持株会社形態は純粋持株会社や各傘下企業など複数の企業を対象としている点で両組織形態は異なる。しかし、カンパニー制は一企業内ではあるものの事業全体を担う本社組織（経営会議）と擬似的傘下企業である各カンパニーから構成される点で純粋持株会社形態ときわめて類似した特徴を持っている。すなわち、各カンパニーに広範な権限と責任が付与され、事業の収益性が明確化されている点で、各カンパニーは純粋持株会社形態における傘下企業と類似している。さらに本社組織（経営会議）が各カンパニーのパフォーマンスを評価し、それに基づいて資金配分を実施する点においても、純粋持株会社形態における純粋持株会社の役割とカンパニー制における経営会議に役割はきわめて類似している。このような両組織の類似性について、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。

一方、カンパニー制と純粋持株会社形態の相違点としてカンパニー制における本社組織（経営会議）や各カンパニーが法人でない点があげられる。カンパニー制の場合、各カンパニーはあくまでも擬似的傘下企業であって本社組織（経営会議）と同一企業内に位置している。日本の大企業の多くは直接事業活動を行うと同時に傘下企業を有することで間接的に事業活動を行う、すなわち事業持株会社制を採用してきた。そのため、カンパニー制を採用した企業には各カンパニーが存在すると同時に既存の傘下企業も存在している。したがって、親会社の経営者が各事業単位へ資金配分を行う場合、各カンパニーに資金を配分すると同時に既存の傘下企業に対しても資金配分を行う必要がある。

しかし、カンパニー制における各カンパニーのパフォーマンスの評価方法と傘下企業の評価方法は異なることより、カンパニーと傘下企業間のパフォーマンスの相互比較は困難であると考えられる。すなわち、カンパニー制の採用によって傘下企業を含むグループ全体の資金配分が必ずしも効率的に実施できるとは限らない。言い換えれば、カンパニー制を採用する企業では、傘下企業を含むグループ全体を視野に入れた組織再編は企図されていないと考えられる。

これに対し、純粋持株会社が採用される場合、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とともに親会社（＝純粋持株会社）とは法的に異なる傘下企業である。したがって、カンパニー制において生じるようなパフォーマンスの相互比較の困難性という問題は生じない。

このような違いから、カンパニー制の採用は親会社内のみを対象とした組織再編が意図されているのに対し、純粋持株会社は親会社内のみではなく既存の傘下企業を含むグループ全体の組織再編が意図されていると考えられる。このように、カンパニー制と純粋持株会社では資金配分の「対象範囲」が異なるといえる。

第4章 純粋持株会社固有の機能と実証分析

カンパニー制と純粋持株会社の比較は前節で行った通りであるが、純粋持株会社特有の機能については述べていなかった。カンパニー制と純粋持株会社の大きな差として、資金配分の対象範囲が異なる、ということが分かったが、では純粋持株会社特有の機能は何だろうか。特有の機能があるからこそ、多くの企業がカンパニー制採用後の純粋持株会社移行を企図していると考えられるので、この点について考察することは重要である。

よって、本章では純粋持株会社特有の機能について Jensen (1986) を参考に述べ、その後、第2章で紹介した実証分析を純粋持株会社のサンプルを用いて行い、その裏付けとしたい。

4.1 純粋持株会社における内部資本市場

第2章の3節で述べた通り、多角化を行い複数の事業部を抱える企業は、ある事業部門が生み出すキャッシュ・フローを将来性の乏しい事業部門へ流用する傾向にあり、そのために内部資本市場が非効率となる。いいかえれば、多角化企業においては将来性の乏しい事業部門が維持されやすく、そのことがパフォーマンス低下の原因になると言えるだろう。このような資金の流用は、本来事業規模を縮小あるいは撤退すべき部門へ資金が配分されることを意味しており、過大投資問題が生じていると解釈できる。

本節では、なぜ経営者がキャッシュ・フローを将来性の乏しい事業部門へ流用する傾向にあるのかという点を Jensen (1986) を下に検討したうえで、純粋持株会社の採用が「流用しない」ことを市場に伝える情報効果を有していることを明らかにしたい。

大企業における所有と経営の分離以降、経営者が非効率に規模拡大を志向する傾向があることが指摘されてきた。たとえば、経営者が非効率的であるにもかかわらず企業規模を拡大する傾向は「エンパイア・ビルディング仮説 (empire building hypothesis)」とよばれる。また Jensen (1986) は、投資に必要な額を超えて企業内に生じるキャッシュ・フロー、すなわちフリー・キャッシュ・フローの存在が企業の過大投資を導くと主張している。

このように、所有と経営が分離し、かつ外部の投資家と経営者との間に情報の非対称性が存在する場合、多くの論者が経営者による規模拡大志向を主張してきた。その際、経営者が規模拡大を志向する理由として、経営者が多くの従業員を管理すること

から名声や満足感を得ることがあげられる。また規模拡大により経営者が管理する資源が増大するため、そのことが経営者の権限をより高めることも指摘されている。このように、管理する資源が大規模であればあるほど、経営者はより多くの私的ベネフィットを得ることができると考えられているのである。そして、これらベネフィットの多くが名声や満足感など非金銭的ベネフィットであると考えられる。

これまで事業会社あるいは事業持株会社であった企業が純粋持株会社を採用する場合、親会社がこれまで直接行ってきた事業はすべて傘下企業が担うようになる。すなわち、親会社である純粋持株会社の経営者は直接的には事業活動にあたらず、直接管理する資源は主に「傘下企業の株式」に限定される。その結果、直接事業活動を行う事業会社や事業持株会社の経営者に比べ、純粋持株会社の経営者がお直接管理できる資源は著しく制限されるのである。このような純粋持株会社の経営者による利用可能な資源の製菓は、次の2点において重要であると考えられる。

第1に、事業会社や事業持株会社であった企業が純粋持株会社を採用する場合、親会社の経営者がこれまで資源管理から得ていたベネフィットは著しく減少する点である。これまで直接事業活動を行っていた企業の経営者は従業員をはじめとする資源を直接管理し、そこからさまざまなベネフィットを得ることができたと考えられる。一方、純粋持株会社を採用することにより、親会社である純粋持株会社の経営者が直接管理する資源は中として「傘下企業の株式」に限定され、そのために経営者のベネフィットが大幅に減少すると考えられる。たとえば、2001年に純粋持株会社へ組織変更を行った日清製粉（現在の日清製粉グループ本社）は組織変更にもなつて親会社の従業員が2450人から282人へ大幅に減少している。このような従業員の著しい減少は名声や満足感の点で経営者の非金銭的ベネフィットを極度に減少させる可能性がある。

第2に、純粋持株会社において規模拡大が実施される場合、事業会社や事業持株会社の経営者に比べ、純粋持株会社の経営者が規模拡大から私的ベネフィットを得ることは困難となる点である、たとえば、純粋持株会社において事業規模が拡大される場合、傘下企業の従業員数は増加するものの、所有する株式を除き純粋持株会社自身の資産や従業員数はほとんど変化しないだろう。なぜなら、実際に事業を担うのは傘下企業であり、純粋持株会社自身は直接事業活動に従事しないからである。

このように、事業会社や事業持株会社に比べ、純粋持株会社の経営者の直接管理する資源が傘下企業の株式に限定されることより、経営者の私的ベネフィットは著しく制限されると考えられる。そのため、純粋持株会社の採用は経営者が私的ベネフィッ

トを追求しない、すなわち「資金の流用を行わない」ことを市場に伝える情報効果を有すると考えられる。これは、資源管理から得られる私的ベネフィットを追求する、すなわち非効率な規模拡大を志向する経営者であれば、純粹持株会社を採用するとは考えられないためである。

事業会社や事業持株会社においても、経営者が直接管理する資源を限定することは可能ではある。しかし、経営者が直接管理する資源がどの程度限定されるのか、あるいは本当に限定されているのか否かは外部の投資家に対しては明確に示されない。これに対して純粹持株会社の場合、純粹持株会社と傘下企業は法的に区分されているため、純粹持株会社の経営に対する資源の制約が外部の投資家に対して明示的である。そのため、純粹持株会社の採用が情報効果を有すると考えられるのである。すなわち、純粹持株会社の採用により、純粹持株会社の経営者は資源管理から得られる私的ベネフィットを追求しないという情報を外部の投資へ伝達することが可能なのである。

4.2 実証分析：純粹持株会社制導入が株式市場に与える影響

本節では、第2章で紹介した大坪（2005）を参考に、企業の純粹持株会社制移行が株式市場に与える影響について実証分析を行う。もし、前節で述べたような「経営者が私的ベネフィットを追求しないという情報を投資家へ伝える情報効果」が純粹持株会社に備わっているのであれば、純粹持株会社制移行の情報に対し、株式市場はプラスの反応を示すはずである。

4.2.1 サンプルの抽出

分析対象とする純粹持株会社導入企業の特定には、日経テレコン 21 の新聞記事検索を利用した。「純粹持株会社」・「純粹持ち株会社」をキーワードに、「日本経済新聞」・「日経産業新聞」・「日経流通新聞」・「日経金融新聞」の日経四紙を対象として、1994年から2009年5月の期間で検索を実施した。検索結果として特定された企業の内、企業規模の統一や財務諸表の利用可能性の観点より、銀行・保険・証券を除く東証一部上場企業から41社をサンプル企業として選択した。

4.2.2 分析方法

分析方法は第2章の4節と同じである。分析に際して用いた日次データは、Yahoo!ファイナンスのものを使用した。

4.2.3 分析結果

表 4-1 は、純粋持株会社採用という情報が公表された日を 0 日とした場合の -20 日から +20 日までの AR を表している。純粋持株会社採用によりパフォーマンスが改善する、すなわち株主の富が増大すると株式市場が評価するのであれば、純粋持株会社の採用が公表された 0 日あるいはその前日である -1 日において AR がプラスになることが予想される。

表 4-1 純粋持株会社の採用による株式市場の反応

	全サンプル(41社)		
	AR	t 値	AR>0 の企業数
-20	-0.3199	-0.4587	17
-19	-0.1444	-0.5167	19
-18	0.1369	0.8729	20
-17	-0.1943	-0.4356	19
-16	0.0032**	2.4543	18
-15	-0.1854	-0.3214	18
-14	-0.6252	-0.2459	16
-13	-0.6926	-0.2908	19
-12	0.4330	0.6785	22
-11	0.6214	0.7987	23
-10	-0.1533*	-1.8894	19
-9	-0.2550	-0.4542	19
-8	0.0178	0.2490	24
-7	-0.0368	-0.5548	17
-6	0.1125	0.8790	21
-5	0.3567	0.8876	22
-4	0.04427	0.7619	23
-3	0.3606	1.0276	19
-2	0.5439	0.9656	22
-1	0.2783*	1.9932	24
0	1.1156**	2.6534	28
1	0.1110*	1.6997	25
2	-0.1570	-0.2723	22
3	-0.2016	-0.6712	19
4	0.4628	0.9978	20
5	0.4676	1.0672	22
6	0.1530	0.3867	22
7	-0.1015	-0.7651	20
8	-0.1036	-0.3487	20
9	0.0448*	1.6876	21
10	0.6467	1.0982	21
11	0.4133	0.7864	19
12	-0.1466	-0.2398	18
13	0.2792	0.3487	20
14	0.5345	0.7643	18
15	0.8536**	2.4435	19
16	0.7263	1.5422	17
17	-0.4520	-0.6781	17
18	-0.2261	-0.3987	16
19	0.4367	0.4459	21
20	-0.9786	-0.9471	12

注)** : 1%水準で有意、* : 5%水準で有意

この表より、純粋持株会社の採用が公表された 0 日と -1 日、公表後の+1 日におい

て、株価が有意にプラスに反応していることが分かる。すなわち、純粋持株会社の採用というアナウンスメントに対して株式市場が有意にプラスに反応したのである。第2章の実証分析ではカンパニー制の採用に対して株式市場は有意な反応を見せなかったが、純粋持株会社制導入に関して市場はプラスの反応を見せた。これは純粋持株会社の採用が株主の富を増大させることを示しており、「経営者が私的ベネフィットを追求しないという情報を投資家へ伝える情報効果」という固有の機能を純粋持株会社が備えていることをこの実証分析の結果が裏付けた、と結論づけることができる。

4.3 実証分析：カンパニー制導入が企業の業績に与える影響

本節では、純粋持株会社の採用が企業業績にどう影響を与えるかを分析する。第2章で紹介した中野（2008）を参考に、実証分析を行う。

4.3.2 サンプルの抽出

前節で抽出したサンプルを使用した。ただし、純粋持株会社導入前2年間のROAが入手できない企業はサンプルから除外したため、サンプル数は35社である。各企業のROAはeolデータベースから入手した。

分析期間に関しては、中野（2008）は導入年の前後5年間のROAを用いて研究を行っていたが、本節では導入前2年間と導入後5年間のROAを用いる。これは、eolデータベースにおいて入手できる情報が純粋持株会社導入の2年前までに限られている企業がサンプル中に多かったためである。よって、Before期、Benchmark期、After期を以下のように定義し直す。

- ① 純粋持株会社を採用した決算期を、0期（イベント期）とする。
- ② 0期および0期より前の1期間を、Benchmark期（-1,0期）とする。
- ③ ②より前の2期間をBefore期（-3~-2期）とする。
- ④ ②より後の5期間をAfter期（+1~+5期）とする。

4.3.3 分析方法

第2章で紹介した中野（2008）と同じ方法を用いる。

4.3.4 分析結果

図 4-1 純粋持株会社制採用前後の ROA 推移

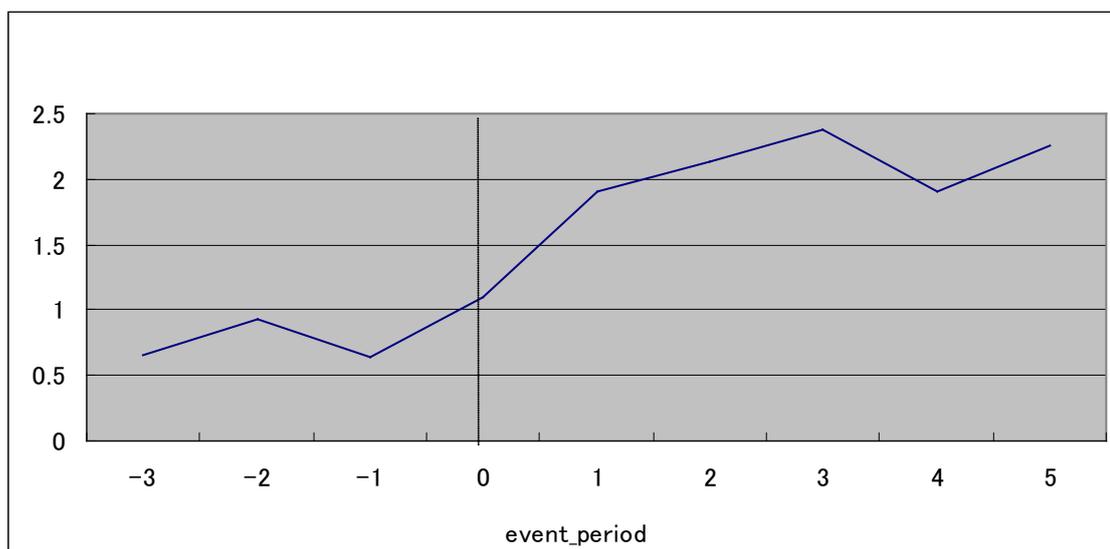


図 4-1 から読み取れるように、-1 期から 0 期にかけて ROA が上昇している。この結果は、純粋持株会社の採用が企業の業績改善に寄与した可能性を示唆している。では次に、Before 期と Benchmark 期、Benchmark 期と After 期の間には有意な差があるのかどうか、t 検定を用いて検証する。

表 4-2 Before 期と Benchmark 期の比較

	平均	標準偏差	検定結果
Before	0.7967	0.0136	t=1.884**
Benchmark	0.8715	0.0174	

** : 5%水準で有意。

表 4-3 Benchmark 期と After 期の比較

	平均	標準偏差	検定結果
Benchmark	0.8715	0.0174	t=2.687***
After	2.1146	0.0276	

*** : 1%水準で有意。

表 4-2 と表 4-3 から分かるように、Before 期よりも Benchmark 期の ROA の方が有意に低く、Before 期よりも After 期の ROA の方が有意に高い。このことから、純粋持株会社採用以前の企業業績は悪化傾向であったこと、また、純粋持株会社採用後に企業業績が改善傾向にあったことが示された。

したがって純粋持株会社の採用は、それまで悪化傾向だった企業業績にプラスの影響を与えるということができる。

第5章 結論

第2章では、カンパニー制（米国型事業部制）の機能として、情報コーディネーションにおける利点とインセンティブの改善について論じた。事業部制組織は、各事業部がそれぞれで完結した機能を有しており、それゆえに事業部トップは各事業に関する専門的な情報を独自に把握することが可能となる。その結果、職能別組織で必要とされた情報調整作業が不必要となり、企業本部は戦略的意志決定のみに集中することができることが分かった。また、事業部制組織は各事業部トップに、職能別組織と比べてより小さなリスクプレミアムで最適行動を取らせることが可能であることも理論的に述べることができたといえる。一方で、事業部制組織では内部資本市場が効率的に作用せず、資本の再分配が行われても生産力の弱い事業部に過剰な資本が残ったままになってしまう、ということも分かった。また、第2章で行った実証分析では、カンパニー制導入が株式市場に対してプラスに作用しないこと、ただし、導入後には企業業績は上向きになることが明らかになった。

第4章では、純粋持株会社の内部資本市場に焦点を当てて論じた。内部資本市場が効率的に働かない理由は経営者の私的ベネフィット追求による規模拡大志向にあると分析し、純粋持株会社導入は経営者が「私的ベネフィットを追求しない」という情報を市場に伝達する作用があることが分かった。実証分析では、第2章で行った先行研究をもとに2つの分析を行った。その結果、純粋持株会社導入は株式市場にプラスの影響をもたらすこと、また、導入後には企業業績を改善させることが明示されたといえる。

以上のように、本論ではカンパニー制と純粋持株会社の2つの組織形態に焦点を当てて論じてきた。カンパニー制と純粋持株会社の持つ機能には代替的なものがあり、同時にカンパニー制では成し得ない機能を純粋持株会社が果たせることを述べられた。今後も新たにカンパニー制や純粋持株会社を導入する企業は現れてくることと思うが、そういった企業がどのような成長を遂げていくのか期待を寄せながら、本論の締めとさせていただきます。

参考文献

- O. E. ウィリアムソン（浅沼萬理、岩崎晃訳）「市場と企業組織」日本評論社 1980.
- 大坪稔（2005）, 「日本企業のリストラクチャリング 純粋持株会社・分社化・カンパニー制と多角化」中央経済社.
- 加護野忠男（1993）, 「職能別事業部制と内部市場」『国民経済雑誌』第 167 巻第 2 号、pp. 35-52.
- 加藤豊、安酸建二、島吉伸（2004）, 「組織改革とパフォーマンスー事業部制組織導入に関する実証研究の文献レビューとカンパニー制研究へのインプリケーション」『国民経済雑誌』第 189 巻第 4 号、pp. 45-66.
- 木村幾也（2000）, 「社内カンパニー制の経営組織と経営情報(1)」『旬刊経理情報』第 920 巻、pp.50-54.
- 下谷政弘（1995）, 「カンパニー制と持株会社解禁論」『経済論叢』第 156 巻第 2・3 号、pp.1-26.
- 中野貴之、成岡浩一、松本安司（2008）, 「カンパニー制組織採用後の業績改善効果に関する実証研究」『流通経済大学論集』第 42 巻第 4 号、pp.437-458.
- Chandler, A. D. Jr. (1962), *Strategy and Structure*, The M.I.T. Press.
- Bonbrigt, J. C. and G. C. Means (1969), *The Holding Company*, Sentry Press.
- Fligstein, N, (1985) ,“The Spread of the Multidivisional Form Among Large Firms, 1919-1979”, *American Sociological Review*, Vol.50, pp.377-391.
- Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- Itoh H, (2003) ,“Corporate Restructuring in Japan Part 1 : Can M-form Organization Manage Diverse Businesses?” *The Japanese Economic Review*, Vol54, No.1.
- Milgrom, P. M. and J Roberts (1992), *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, Inc. (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳（1997）『組織の経済学』NTT 出版）.
- Palmer, D., R. Friedland, P. D. Jenings and M. E. Powers, (1987) , “The Economics and Politics of Structure: The Multidivisional Form and Large US Corporations”, *Administrative Science Quarterly*, pp.1109-1146,

Rajan, R., H. Servaes and L. Zingales ,(2000), “The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment,” *The Journal of Finance*, Vol.55, No.1, pp.35-80.

Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies*, Macmillian Publishing Co., Inc.

eol データベース ホームページ <http://www.eol.co.jp/index.html>

Yahoo!ファイナンス ホームページ <http://finance.yahoo.co.jp/>

会社四季報 CD-ROM (2004 年 4 集)、東洋経済新報社

日経テレコン 21 ホームページ <http://telecom21.nikkei.co.jp>

日経 NEEDS ホームページ <http://www.nikkei.co.jp/needs/>

あとがき

いま卒業論文を書き終えてみて、企業組織の形について少しでも深く学べたことはとても有意義だった、と感じている。数え切れないほどの社員を抱える企業がその形を変化させることは抵抗も大きいであろうし、経営者にとっては社運をかけた大きな判断であろう。この論文の作成を通じて、いま数多くの日本企業が導入に踏み切っているカンパニー制と純粋持株会社の機能を詳しく知ることができた。社会に出た後も、企業経営や財務について学び、仕事をしていかなければならない私にとって、この知識はきっと何らかの形で役立つと信じている。また、私はこれまで株価などに深い興味を抱いたことがあまりなかったが、今回実証分析で株式市場の反応を分析したことで、ただの数字の羅列にも多くの意味が隠されている、ということをも身をもって知ることができた。卒業論文作成によって得られた知識と持続力は、きっと今後の私の糧になっていくと思う。

最後に、実証分析のやり方が分からなかったときや、めげそうになったとき何かと助けてくれた同期、プレゼンの後に的確なアドバイスをくれた3年生たちに感謝を述べたい。そして誰よりも、指導教官の石橋孝次先生はいつもいつも私を根気強く指導してくださり、最後まで大変お世話になった。2年間のゼミ生活で私が得たものは多く、こんな私でも少しは成長できたような気がしている。この場を借りて石橋先生に心から感謝の意を表して、本論の結びとしたい。