

日本の純粹持株会社における マネジメント・コントロール上の課題

塘 誠

I. はじめに

企業の多角化が進むにつれ、グループ全体としての最適化を目指したマネジメントが課題となる。これまでも日本企業は、事業部制組織、カンパニー制組織採用することで、多角化した組織のグループマネジメントを行ってきた。また、自ら事業を行う一方で複数の子会社を設立し、企業グループで一体経営を行う事業持株会社も利用されてきた。さらに、1990年代後半から、親会社自らは事業を行わずに主として子会社の統括に専念する純粹持株会社制を利用する企業もある。この純粹持株会社制を採用した上場会社は、2008年2月現在で100社を超えている。

純粹持株会社制採用の背景には、1997年6月の独占禁止法改正以降における、一連の法整備がある。まず、2000年3月決算から連結財務諸表が正式な財務報告書として制度化された。連結等の範囲についても、それまでの形式的持株基準から実質的支配力・影響力基準となり、直接の資本関係や人事・財務の関係を超えて拡大された。連結会社間における会計方針の統一、連結上の偶発債務の開示も強制された。税制面では、企業グループの親会社とその100%子会社、孫会社等を課税上も一体の組織とみなして取り扱う連結納税制度が2003年3月決算から導入された。会社法も改正され、会社を分割し子会社を設立する新設分割方式、吸収分割方式(会社法2条 30号, 29号)、ならびに株式移転、株式交換(会社法第772条~774条, 767条~771条)といった方式が認められた。

純粋持株会社制が採用されたのは、法制度の整備に加え、市場環境の変化、M&Aのグローバル化などの下、多様な利害関係者を意識した経営を行う上で、純粋持株会社の採用が最適であるとの判断があったためであると考えられる。すなわち、収益性向上を目指したりストラクチャリングのため、分権化し事業の自律性を高めるため、企業文化の違いを乗り越えて融合するため、ビジネスモデルの違う企業を傘下に置くため、顧客市場の構造的変化に対応するため、攻撃的M&Aから経営権を守るためなどを目的として純粋持株会社制が採用されている。

本稿の目的は、純粋持株会社制を採用している企業におけるマネジメント・コントロール・システム(MCS)の現状と課題は何かについて、考察することである。これまでの持株会社研究では、欧米企業における持株会社を研究し、それを日本企業に適用としようとする研究が中心であった。本研究では日本の純粋持株会社に対する事例研究に基づき、特に、異なる環境に適合した事業を、いかにマネジメントしているかという観点から持株会社の分類に焦点をあて、この問題を考察する。

Ⅱ. 純粋持株会社制の意義

1. 社内分社制と持株会社制

純粋持株会社制の意義を明らかにするために、まず、社内分社制と比較する。社内分社制としては、事業部制、社内カンパニー制が代表的である。事業部制では、財務成果は損益計算書を主とし、貸借対照表やキャッシュフロー計算書を重視しない会社も多い。その意味で、事業部制は事業の権限と責任が限定されたグループマネジメントの形態であるといえる。

純粋持株会社傘下の各事業会社の経営者は、研究開発から、購買、生産、販売、アフターサービスまで首尾一貫した権限と責任を有することになる。これは、社内分社制と同様である。しかし、両者は分権化の程度が異なる。

カンパニー制における「カンパニー」は、法人格が与えられていない擬

似的な分社である。そこでは、インベストメントセンターとして責任を明確にするため、損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書等も親会社に準じて作成するのが一般的である。ただし、それらの作成は、資産をカンパニー別に分ける際、事業との対応が明確なもの以外は、本社に残されるなど、あくまで管理目的として行われる。また、一般に、本社部門は事業に直接携わらない、あるいは各カンパニーに共通のコストセンター機能のみで構成される。そのため、各カンパニーが負担する本社費に依存することになり、本社部門は財務的な立場が弱くなるとの指摘もある¹⁾。

一方、持株会社における子会社は、法人格を有するため、子会社単体としての財務諸表作成義務を負う。各事業の責任者である子会社の社長もまた、期間利益責任だけでなく、投下資本あたりの利益率等についても責任を負うインベストメントセンターとしての管理が、カンパニー制よりも徹底される。

さらに、純粋持株会社の親会社は、製造設備のような事業上の物的資産を一般に保有しない。貸借対照表上、保有する資産は、関係会社株式、関係会社長期貸付金といった子会社・関係会社への投資勘定が過半を占める。そのため、事業リスクは事業会社別に明確に区分される。債務保証などで、子会社の事業に関する様々なリスクが純粋持株会社に波及する可能性もあるとはいえ、リスクを事業子会社に対する投資の範囲に限定することができる。

その反面、持株会社は、社内分社制と比べて以下のようなデメリットがある。①法的手続きをとって子会社を設立する必要がある。②事業を行う上での免許や許認可等を新たに取得する手間が必要である。③連結納税制

1) 津田登(2003), p. 207では、「分社する際に本社に不良資産を置いていったり、そうでなくても共通研究開発費、本社経費等は本社内の事業だけで割りかけ負担していたこともあって、本社の事業収益が悪化し、いわゆる弱い本社と強いグループ会社という、グループ経営上は望ましくない方向になってきた」と指摘している。

度が利用できない環境では、同一法人内であれば赤字と黒字のカンパニーの損益を合算することで租税コストを節約できない。

以上のように、社外分社制である純粋持株会社は、社内分社の分権化をより徹底できる反面、分社化に伴うコストがかかるというトレードオフがある。

2. 事業持株会社制と純粋持株会社制

持株会社制には、事業持株会社制と純粋持株会社制がある。傘下に事業子会社を有する点で両者は共通である。持株会社の本社が自ら事業を営むか否かで両者は区別される。事業持株会社制と比較した純粋持株会社制の特徴は、以下の点である。

第1に、グループ戦略立案と個別事業経営との分離である。事業持株会社制の場合は、グループ全体にかかわる重要な議題ならびに親会社が行う事業上の重要な議題も、親会社の取締役会等で扱う必要がある。よって、親会社が担う事業の課題とグループ全体の経営上の課題を分離してマネジメントすることは、事実上不可能である。純粋持株会社制を採用すると、事業に関する議題は子会社の取締役会、グループ全体の議題は親会社の取締役会と、分担して扱われることになる。よって、純粋持株会社の経営者は、個別事業の判断業務から解放されて、グループ全体の戦略の策定とその執行管理に集中することができる。

第2に、意思決定上、事業別の経営規模が最適化できることである。事業持株会社傘下の子会社は、複数の事業部と取引することもある。また、その子会社の運営について、事業部間で調整が必要になることもある。これらの場合、その子会社業績にどの事業部が責任をもつのか曖昧となる。そこで、事業間の調整問題がグループ本社の決定に委ねられ、事業単位の意思決定のスピードを遅らせる原因になる可能性がある。もっとも、純粋持株会社制の下で、各事業領域を子会社化する際、中間持株会社を有する

組織形態を採用すれば、その中間持株会社レベルで上記の調整が可能となり、意思決定を迅速化できる。

第3に、個別事業環境にあわせた人事労務政策等の制度を採用することが可能となることである。例えば、グループ内に家電事業と半導体事業といったリスクとリターンが異なる事業を有することがある。事業持株会社制では、リスクとリターンの異なる事業に従事していても、本社に属している構成員は、同じ処遇、同じ昇進パターンを提供されることが一般的である。成長のスピードや成熟度が異なる市場環境では、そのリスクとリターンを反映した人事労務政策をそれぞれの事業組織で採用することが望ましい。純粋持株会社傘下の子会社は、それぞれ独立した法人であり、就業規則も個別に持つ。その作成権限は、一義的には子会社の経営者にあるので、自らがおかれた環境に即した人事労務政策を設定することが出来る。

一方で、組織改変コストも発生する。2001年の商法ならびに会社法の改正で、会社分割が従前より容易になったとはいえ、間接部門等で重複が発生するという問題がある。例えば、従来の事業会社の下にある製造子会社、販売子会社を分割すると、技術、人事、経理等のスタッフは増加する。この間接費の増加を回避するために、持株会社制を採用する場合、シェアード・サービス会社を作ることが一般的である。これは、グループ内における共通のサービス活動を本社から分離して提供するものである。同時に、子会社の整理、統合を積極的に進める契機となる。

3. 純粋持株会社の資源配分機能と評価

純粋持株会社を設立すると、事業戦略遂行の権限と責任が、本社から中核事業会社に委譲される。計画に関する純粋持株会社の機能は、各中核事業会社を横断する戦略的資源開発、中核事業会社単独で遂行できない戦略的新規事業投資案件の評価と獲得が中心となる。評価に関する純粋持株会社の機能としては、資源配分の事業別のレビュー、ならびに法令への遵守

や環境・品質などの自主規制への対応を満たしているかどうかという規範に関する監査がある。

中核事業会社は、純粋持株会社から配分された資源の範囲で、現在および将来の事業戦略を開発・遂行していくことになる。そのため、中核事業会社は、様々な専門分野を組合せて、自らのリスクでこれらを手がけることになる。

純粋持株会社が有するグループ内における資源配分機能とは、中核事業会社が生み出すフリーキャッシュフローをグループ内の戦略的投資に振り向けることである。これを判断する上でも、キャッシュフロー情報の分析は重要である。

また、経済的付加価値 (EVA) を採用している企業グループでは、本社は事業子会社に対して、株主の立場で期待収益率をハードルレートとして要求することもある。そのような場合、本社は、原則として、将来、経済的付加価値が増加する見込みの事業に優先的に投資することになる。

純粋持株会社は、事業ポートフォリオ管理上、事業責任者の評価と選抜を行う役割を持つ。また、事業会社が立案する戦略的投資案件の承認を行う戦略的意思決定者としての立場もある。ここでいう戦略的投資案件とは、企業の合併、買収、提携あるいは新規開発事業など、既存事業との間でシナジーを有する投資が該当する。

持株会社は、現在および将来の事業ポートフォリオを検討することで、既存の事業の位置づけ、ならびに事業会社を強化する上で必要な M&A や事業開発案件を評価する。既存事業がリスクに見合った利益を上げておらず、かつ、他事業とのシナジーがないと判断された場合、事業の売却が検討される。事業の売却、事業の合併・買収 (M&A)、提携のためには、事業価値を客観的に評価することが前提となる。その上で、事業のポートフォリオを具体的に評価する枠組みが必要となる。ここでは、戦略評価手法である SWOT 分析、プロダクトポートフォリオ分析 (PPM) 等が利用さ

れる。

4. グループの遠心力と求心力

グループ経営では、各事業会社に権限と責任を委譲し、自主性、独立性を重んじることで発揮する力を遠心力とすることがある。逆に、グループ全体として働くシナジーや一体感によりもたらされる力のことを求心力と呼ぶ。純粋持株会社における経営者の役割の1つは、遠心力と求心力のバランスをとり、企業価値を最大化することである。そこで、持株会社の本社は、グループ全体の大きな価値観やその存在意義を企業理念、ビジョンで示すだけでなく、具体的な行動指針として示し、さらに、それを会計的に評価する仕組みを作ることが役割の一つである。そうすることで、グループの遠心力と求心力のバランスをとり企業価値を最大化するマネジメントシステムとしての管理会計システムが具現化される。

Ⅲ. 研究対象企業における企業再編

1. 研究対象企業における純粋持株会社設立方法

2001年から2006年に純粋持株会社を設立した9社(図表1)に対して、調査を行ってきた。これらの純粋持株会社における企業再編のタイプは、主に①グループ企業内の事業部、社内分社、子会社等を再編するタイプ(グループ内再編)と、②グループ外企業との統合、合併の代替として純粋持株会社を利用するタイプ(グループ外との統合)、そして③これら両者を含むものの3タイプに大別できる。

図表1に示す通り、グループ内再編が4社、グループ外との統合が4社、両者を含むものが1社である。ただし、双日の場合は、純粋持株会社設立から2年半後の2005年10月に傘下の事業会社同士(ニチメンと日商岩井)が合併し純粋持株会社制を解消している。このように合併するまでの過渡的な組織として純粋持株会社制を利用することもある。

調査対象企業における純粋持株会社の設立方法としては、グループ外との統合の場合は、共同株式移転(双日)と株式交換(住生活 G, JFE HD, コニカ・ミノルタ HD)が採用されている。一方、グループ内再編の場合は、会社分割(富士電機 HD, 旭化成 HD, DOWA HD), 株式移転(新日鉱 HD), 株式交換(三菱ケミカル HD)が採用されている。グループ内の事業が事業部や社内分社である場合は会社分割(富士電機 HD)が採用されている。純

図表1 研究対象企業の概要

会社名	HD 化年	売上高	HD 設立方法	再編タイプ
住生活 G	2001	1,124	トステムが事業会社を分割し HD となり、グループ外企業の INAX と HD の株式交換	グループ外との統合
新日鉱 HD	2002	3,802	グループ企業で別々に上場していた新日本石油と日本鉱業が HD を設立し株式移転	グループ内再編
JFE HD	2002	3,260	川崎製鉄と NKK が HD を設立し、株式交換	グループ外との統合
富士電気 HD	2003	908	グループ内企業を吸収分割と新設分割	グループ内再編
双日	2003	5,218	ニチメンと日商岩井が HD を設立し株式移転、その後、合併し、HD を解消	グループ外との統合
コニカ・ミノルタ HD	2003	1,028	ミノルタとコニカが株式交換により統合し HD 設立。	グループ外との統合
旭化成 HD	2003	1,624	旭化成を会社分割し完全子会社を承継会社とする吸収分割。	グループ内再編
三菱ケミカル HD	2005	2,623	グループ内企業の三菱化学と三菱ウェルファーマが HD 設立し株式交換。その後、三菱ウェルファーマと田辺製薬が合併。	グループ内再編、グループ外との統合
DOWA HD	2006	459	同和鉱業を分割し、吸収分割。	グループ内再編

G はグループ、HD はホールディングスの略(以下同様)。売上高は 2007 年 3 月の連結決算の数字で単位は 10 億円。

日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題

粋持株会社設立前にグループ内企業として子会社等として分社されている場合には、株式移転、株式交換等の方法が採用されている。後者のような事例があるため、純粋持株会社の設立方法でその統合、再編のタイプを分類することは難しい。

2. 業界における地位と純粋持株会社化

調査企業の中で双日を除く8社の主要分野におけるセグメント別売上高を国内競合企業と比較したものが図表2である。住生活Gのトステム(サッシ事業)以外は2番手以下の企業である。今回の調査企業が属する業界では、競合する業界トップ企業は純粋持株会社制を採用していない。これらの業界の中では、相対的な地位の向上を目指して純粋持株会社制が採用

図表2 業界における競合企業との比較

会社名	分野	売上 (a)	国内競合企業	分野	売上 (b)	比率 (a/b)
住生活 G	サッシ	543	日本軽金属	建材	173	3.14
	住設	270	TOTO	連結	512	0.53
新日鉱 HD	石油	677	新日本石油	石油	5,964	0.11
	非鉄	279	三菱マテリアル	非鉄	1,452	0.19
三菱ケミカル HD	化学	1,246	住友化学	化学	1,790	0.70
	製薬	305	武田薬品	製薬	1,305	0.23
JFE HD	鉄鋼	2,754	新日鐵	製鉄	4,302	0.64
	エンジ	306	千代田化工	エンジ	485	0.63
富士電機 HD	電機	908	東芝	電機	7,116	0.13
コニカ・ミノルタ HD	事務機	1,028	キヤノン	事務機	4,156	0.25
DOWA HD	非鉄	459	三菱マテリアル	非鉄	1,452	0.32
旭化成	化学	677	住友化学	化学	1,790	0.38
	住宅	405	積水ハウス	住宅	1,596	0.25

売上は、2007.3期の(セグメント別あるいは連結)売上高、単位：10億円

された可能性がある。

3. 純粋持株会社化による集中と選択

調査対象企業の多角化度をエントロピー指数で比較した結果が、図表3である。エントロピー指数は会社四季報2007年夏号(東洋経済新報社)に記載の事業構成割合に基づいて計算した。エントロピー指数が大きいほど多角化度も高いことを示す。

調査対象企業の多角化度は、競合する専門メーカよりは大きいものの、

図表3 多角化度の国内競合他社比較

会社名	エントロピー指数 a	国内競合企業	エントロピー指数 b	比率 a/b
住生活 G	88	日本軽金属	187	0.5
		TOTO	14	6.2
新日鉱 HD	111	新日本石油	60	1.8
		三菱マテリアル	231	0.5
三菱ケミカル HD	199	住友化学	262	0.8
		武田薬品工業	40	5.0
JFE HD	60	新日本製鉄	115	0.5
		千代田化工建設	148	0.4
富士電機 HD	212	東芝	207	1.0
コニカ・ミノルタ HD	158	キヤノン	124	1.3
DOWA HD	198	三菱マテリアル	231	0.9
旭化成	220	住友化学	262	0.8
		積水ハウス	179	1.2

エントロピー指数 = $\sum_{i=1}^n \{p_i \times \log_2(1/P_i)\}$, P_i は事業の構成比。

ここでは最低0, 最大281, (参考: 50%×2:100, 25%×4:200)

複数事業を営む競業企業よりは低い傾向がある。これは、図表2で見たように、売上規模が競合企業より小さいことに加え、純粋持株会社制採用に際して、事業を売却、整理することもその一因であると考えられる。例えば、新日鉱 HD では、住友製薬に医薬事業の一部を営業譲渡し、さらにコンビニエンスストア事業のイーエム・ピーエム・ジャパンの株式を売却するなどしている。旭化成も純粋持株会社の採用に伴いアクリル、食品、酒、住宅用木材などの事業を廃止し、さらに、焼酎事業をアサヒビールに、食品事業を JT に売却するなどしている。このことから、純粋持株会社で多角化度が低いのは、「事業の選択と集中」を目指して事業を整理統合しているからであると考えられる。

IV. 調査企業の動態的分類

純粋持株会社制を機能の観点から分類すると3つに区分できる²⁾。①財務戦略型（親会社は財務的結果を重視するが計画・執行プロセスに介入しない）、②戦略計画型（親会社は戦略策定に関わるがモニターについては事後の評価をあまり厳格にしない）、③戦略管理型（戦略策定、モニター、業績評価まで親会社と子会社対話するシステムを構築する）の3分類である。

この3分類においては、権限委譲と財務報告によるガバナンスの貫徹が前提となる。そのため、今回ケースで取り上げた純粋持株会社をうまく分類できない可能性がある。例えば、DOWA HD では、純粋持株会社化に伴い持株会社本社のスタッフ部門と、各中核事業会社のスタッフ部門を1フロアに集約した。これは、「場の理論」で求心力を高めるためであると考えられる。これを、機能の観点からの3分類にあてはめることは難しい。

そこで、まず、純粋持株会社化をその設立意図でポートフォリオ型とストラクチャリング型に分類する。ポートフォリオ型とは、純粋持株会社化後も従前の事業を別組織として残し、両者が事業ポートフォリオを構成

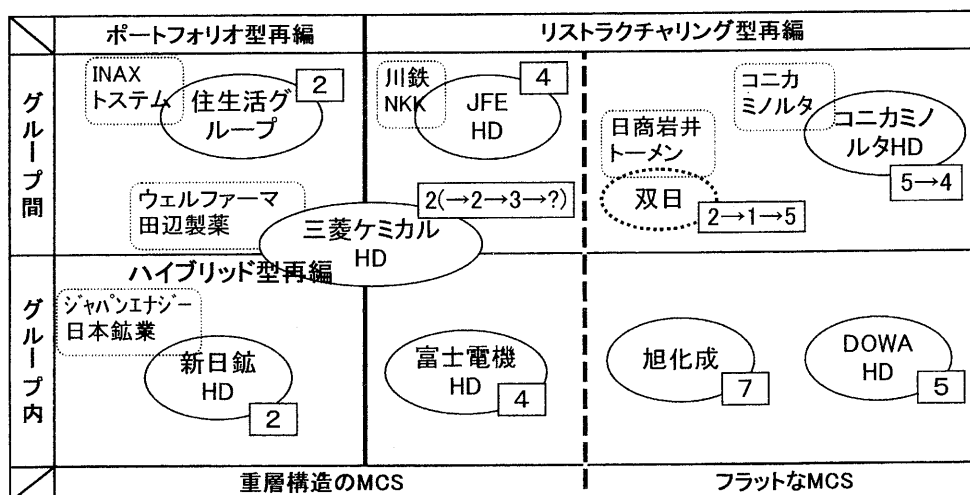
2) 浅田 [2005a] p. 146.

するような形態を指す。リストラクチャリング型とは、純粋持株会社化に伴い事業ならびにその遂行組織の集約、統合を伴うような形態を指す。また、純粋持株会社の従前の組織により、主として同一企業グループ内で行うものと、資本関係を有しない企業グループ間で企業合併の代替として行うものに分類できる。これらを組合せると図表4の実線で区分した4象限に分類できる。これは、組織の変動状態による分類という意味で、動的的分類と呼ぶことにする。

前述の基準に従って、調査対象企業を図表4上にプロットした。実線の楕円は現在の純粋持株会社を表している。また、この楕円に接する点線の四角は、純粋持株会社になる以前の主要会社である。実線の四角は持株会社傘下の主要中核事業会社数の推移を表している。調査企業のうち三菱ケミカルHDは、4つの象限それぞれにまたがった位置に配置した。これは、中核事業会社がグループ内およびグループ間にまたがった再編を行っており、また、純粋持株会社化の意図もポートフォリオ型とリストラクチャリング型の両面を有するためである。

マネジメント・コントロールが純粋持株会社制の採用に伴って変化する

図表4 調査企業の動的的分類



2007年9月1日時点。

かという観点からは、図表4のグループ間、グループ内の区別（縦軸）よりも、それがどのような再編を企図しているかという区分（横軸）が重要であると考えられる。

1. ポートフォリオ型の MCS

ポートフォリオ型に位置づけられる企業は、住生活 G、新日鉱 HD の2社である。住生活 G は、トステムと INAX が共同で純粋持株会社を設立し統合したものである。これは、一部、共同で商品開発を行っているものの、純粋持株会社設立以前の INAX とトステムという社名ならびに従前の組織を維持している。また、新日鉱 HD では、純粋持株会社化する以前は、石油業界のジャパンエナジーと非鉄金属業界の日鉱金属を分社しそれぞれが上場していた。純粋持株会社設立以後も、その傘下で従前の2社の組織を維持している。新日鉱 HD の場合、純粋持株会社採用の過程で、子会社でコンビニエンス事業を行っていた am/pm の株を20%だけ残してレックス HD に2004年8月に売却した。

中核事業会社の数をみるとポートフォリオ型はリストラクチャリング型と比較してその数が少ない。住生活 G、新日鉱 HD とともに中核事業会社は2社である。また、両社の中間の三菱ケミカル HD も3社である。これに対して、リストラクチャリング型では、4社から7社の中核事業会社を有する。

ポートフォリオ型では、中核事業会社の独立性が高く、本社が中核事業会社の事業運営に関与することは少ない。そこで、それぞれの事業は、ファイナンス的投資効率による管理が中心となる。獲得した利益は、外部配当分を持株会社に支払い、残りは中核事業会社に留保されることが多い。また、この場合、持株会社の主な役割は、グループ全体のミッションの作成、ならびに明文規定による管理と業務の監査となる。

2. リストラクチャリング型の MCS

リストラクチャリング型には2つの事業再編形態がある。一つが、異企業同士が統合のうえ分社する形態である。このタイプとしては、JEF HD、コニカ・ミノルタ HD が該当する。JFE HD は、川崎製鉄と NKK が統合して設立された。同社は、川崎製鉄と NKK の従前の組織をそのまま持株会社の傘下に置くのではなく、製鉄事業、エンジニアリング事業等を統合し、それぞれの事業を持株会社の傘下に置いている。さらに、事業再編の過程で、川崎製鉄が有していた樹脂事業に関するカワサキ・ケミカル・ホールディング・カンパニーおよびその子会社を、GE プラスチックスに譲渡するなどしている。

コニカ・ミノルタ HD では、統合前の2社を事業分野ごとに5つの事業子会社に統合・再編し持株会社の傘下に置いている。さらに、純粋持株会社設立から約3年後の2006年3月に、かつては統合前の2社の主力事業であったカメラ、フォト事業を「選択と集中」戦略の一環として、売却した。

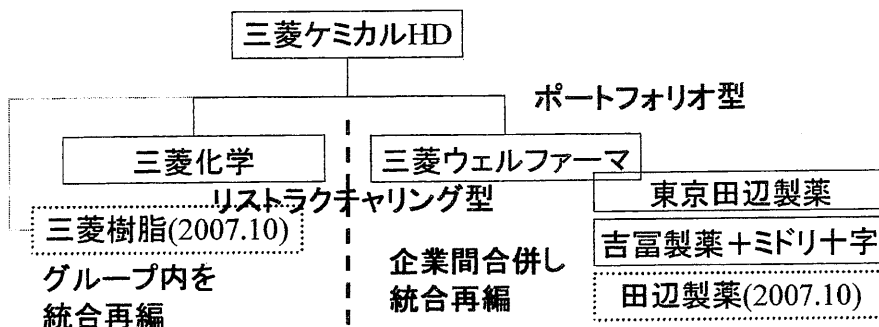
もう一つが、同一企業を分社する形態である。これは、社内分社制の発展型である。このタイプとしては、旭化成、富士電機 HD、DOWA HD が該当する。旭化成は、繊維、化学、住宅などの7つの分野で会社分割し持株会社の傘下に置いている。富士電機 HD、DOWA HD 同様である。

3. ハイブリッド型の MCS：三菱ケミカル HD

三菱ケミカル HD は、2事業分野で構成されている。化学事業では三菱化学がその子会社であった三菱樹脂を2007年10月に統合・再編した³⁾。製薬事業では三菱ウェルファーマが田辺製薬と2007年10月に合併し田辺三菱製薬が発足した。これは、同一企業グループ内の再編と異企業グルー

3) 組織上は、三菱ケミカル HD の傘下に、三菱化学と三菱樹脂は並列しておかれる。しかし、実質的には三菱化学と同一領域に分類される。

図表5 三菱ケミカル HD の組織再編と統合



プ間との再編を並列して行っている事例であり、ハイブリッド型として位置づけられる。持株会社レベルは、化学、製薬のポートフォリオ型である。事業レベルでは、化学と製薬とで業種により異なる再編方式を採用している。つまり、化学事業の再編は、グループ内におけるリストラクチャリング型に分類できる。これに対して、製薬事業の再編は、企業間の合併を含んだリストラクチャリング型に分類できる。

V. 純粋持株会社の組織構造とパワー関係

1. 重層構造の組織形態

純粋持株会社制はカンパニー制などの社内分社制度と対比される組織形態あるいはその発展型との見方もある⁴⁾。しかし、純粋持株会社制とカンパニー制を併用している例が本研究対象企業に見られた。例えば、新日鉱 HD の中核事業会社である日鉱金属、JFE HD の中核事業会社である JFE エンジニアリングでカンパニー制を採用していた。また、三菱ケミカル HD の中核事業会社である三菱化学、富士電機 HD の中核事業会社各社ではセグメント制と呼ぶカンパニー制を発展させた組織形態を採用していた。

さらに、純粋持株会社の傘下の中核事業会社が持株会社となる中間持株

4) 武藤 [2003] p. 47, 小河 [2001] p. 7

会社形態の採用もある。中核事業会社がジャパンエナジー（石油事業）と日鉱金属株式会社（金属事業）の2社だけである新日鉱 HD もその例である⁵⁾。石油事業では、ジャパンエナジーを親会社として、石油資源開発のジャパンエナジー石油開発株式会社、石油精製・化学の鹿島石油株式会社、給油所運営の株式会社 JOMO ネット東京等を子会社として有する。一方、金属事業を担当する日鉱金属株式会社では、カンパニー制を採用し、資源・金属カンパニー、電子材料カンパニー、金属加工カンパニー等を有する。さらにそれぞれのカンパニーが擬似親会社となって傘下に子会社を有する。いわば屋上屋の組織構造である。

このように、純粋持株会社制はカンパニー制の発展型とは必ずしもいえない。中核事業会社間の独立性が高く、かつ、それらの規模が大きい場合、純粋持株会社傘下の中核事業会社では、カンパニー制等の社内分社制を併用した形態をとることが多い。中核事業会社を大括りにする理由としては、事業の独立性を保持し、専門化のメリットを発揮することの他に、将来の事業重複の可能性を排除し、柔軟な組織組み替えの余地を残しているため

図表6 重層構造のMCSの事例

型	会社名	重層構造のMCS
ポ	住生活 G	INAX とトステムを存続し異文化を保持する経営（トステム創業者）
ポ	新日鉱 HD	日鉱金属は、カンパニー制（資源金属カンパニー、電子材料カンパニー、金属加工カンパニー）
複	三菱ケミカル HD	三菱化学は、セグメント制。
リ	富士電機 HD	セグメント制
リ	JFE HD	JFE スチールは品種セクター制、JFE エンジニアリングは、事業部カンパニー制

ポ：ポーフォリオ型、複：ハイブリッド型、リ：リストラクチャリング型

5) サービス部門の子会社（シェアード・サービス会社）は別途ある。

であると考えられる。すなわち、中核事業会社を製品、市場別に細かく分けた場合、その後の技術、市場の変化により事業分野に重なりが生じる可能性を排除するためである。なお、重層構造の MCS を採用した場合でも、持株会社は戦略機能に特化する。

このような純粋持株会社制採用による分社化とさらにその傘下の中核事業会社レベルにおける社内分社制の組合せは、日本型純粋持株会社制の特徴の一つであると考えられる。

2. コングロマリット・ディスカウントと中核事業会社の公開

純粋持株会社制を採用すると、コングロマリット・ディスカウントが発生する可能性があるといわれている⁶⁾。コングロマリット・ディスカウントとは、複数の事業を有する企業において、それらの事業価値の総和が、比較企業よりも相対的に低い市場評価しか得られないことを指す⁷⁾。

図表 7 は、調査対象企業とその競合する企業の PER (株価収益率) を比較したものである。調査対象企業が複数の事業を有する場合は、比較対象企業も複数とした。表中の比率は、調査対象企業の PER を分子にし、比較企業の PER を分母として計算した。

PER が比較企業より上回っているのは、DOWA HD のみである。住生活 G、旭化成は一部の事業分野でのみ PER が比較企業を上回っている。そのほかの企業は、比較企業の PER よりも低い。PER が相対的に低いのは、図表 2 でみたように売上規模で業界 2 番手以下の企業が多いためである可能性もある。とはいえ、コングロマリット・ディスカウントが発生している可能性も否定できない。

6) 日経産業新聞、2007年6月18日、24面。

7) 投資家からすれば、純粋持株会社の傘下で複数事業がまとまっていれば、自分でポートフォリオを組めない。しかし、各子会社が上場していればそれらを組合せることでポートフォリオを自らの比率で作成可能である。さらに、中核事業会社の情報開示が限られる等の理由もある。これらが、コングロマリット・ディスカウントの原因であると考えられている。

図表7 競合企業とのPER比較

型	会社名	PER	比較企業	PER	比率	比較企業	PER	比率
ポ	住生活 G	21.4	日本軽金属	14.2	1.5	TOTO	30.2	0.7
ポ	新日鉱 HD	8.6	新日本石油	19.9	0.4	三菱マテリアル	9.3	0.9
複	三菱ケミカル HD	13.6	住友化学	15.7	0.9	武田薬品	20.0	0.7
リ	JFE HD	13.6	新日鐵	15.3	0.9	千代田化工	21.1	0.6
リ	コニカ・ミノルタ HD	11.3	キヤノン	19.6	0.6			
リ	富士電機 HD	16.9	東芝	18.4	0.9			
リ	DOWA HD	13.6	三菱マテリアル	9.3	1.5			
リ	旭化成	17.5	住友化学	15.7	1.1	積水ハウス	19.0	0.9

ポ：ポーフォリオ型、複：ハイブリッド型、リ：リストラクチャリング型
 PER は 2007 年 3 月期末の値である。比率は比較企業の PER が分母である。

コングロマリット・ディスカウントが発生する可能性がある時、中核事業会社の上場・公開も選択肢の一つとなる。その事例として、2007年10月に三菱ケミカル HD の製薬子会社であった三菱ウェルファーマが田辺製薬と合併した田辺三菱製薬がある。同社は三菱ケミカル HD の 100% 子会社で非上場の三菱ウェルファーマと、上場していた田辺製薬が合併した。合併により三菱ケミカル HD の保有比率は 56.34%⁸⁾ と下がったものの純粋持株会社の子会社である。同社を 100% 子会社化することなく上場会社の田辺製薬を存続会社として、引き続き上場を維持している。

2005年10月に三菱ケミカル HD の傘下に入った後も、非上場会社となった三菱ウェルファーマ単独で IR 活動を継続していた。独自に決算説明会を開催し、アニュアルレポート、事業報告書、環境報告書、決算短信等も単独で作成し発表していた。これは、合併での再上場を視野に入れていたものを思われる⁹⁾。

8) 株式保有比率は、三菱ケミカル HD が提出した「大量保有報告書」(2007年10月9日提出)に基づく。

9) 日経金融新聞、「三菱ウェルファーマ——非上場後も IR 活動継続」, 2006年4月18日付, 11面。

日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題

この三菱ケミカル HD の他にも、純粋持株会社傘下の子会社が上場をする例がある。例えば、NTT グループでは、子会社の NTT ドコモ、NTT データ、NTT 都市開発が上場している。また、ソフトバンクグループ(SBI ホールディングス) では、SBI イー・トレード証券、モーニングスターなど子会社7社が上場している。

逆に、純粋持株会社化を機に、上場子会社の100%子会社化している例もある。今回の調査対象企業の中でも、新日鉱 HD は、ジャパンエナジーの子会社であった日鉱金属を純粋持株会社への移行過程で子会社の上場を解消している。他には、セブン&アイホールディングスが、セブンイレブンを100%子会社化して上場を廃止した例などがある。

純粋持株会社制において、子会社の独立性が高い場合は、戦略的な資源配分がしにくい可能性もある。そのような場合は、各事業の市場評価による規律と資金調達のために、子会社の上場も選択肢の一つであると考えられる。子会社の上場は、純粋持株会社制採用以前からも存在していた。純粋持株会社制でもその傘下に上場子会社が存在することは、日本的な特徴である。

3. 持株会社に対する配当政策と内部留保先

純粋持株会社の本社と中核事業会社の力関係は、中核事業会社から本社に対する配当と内部留保先にみることができる。持株会社は本来、子会社の利益を自由に処分できる立場にある。また、そうであるならば、グループ内のどこに資金を留保しても同じはずである。しかし、子会社の配当政策、資金の留保先は、中核事業会社の自律性に影響すると考える企業も多い。よって、中核事業会社の自主独立性を重んじる企業では、本社が外部株主に行う配当性向と同じ割合を中核事業会社から配当で回収する傾向にある。このような場合は、内部留保先は中核事業会社にあるといえる。一方、本社主導で資金の戦略的な再配分を行う場合は、100%近くを配当で

図表8 HDに対する配当割合と内部留保先

型	MC	会社名	内部留保先	本社に対する配当
ポ	重	住生活 G	事業会社	外部配当未満
ポ	重	新日鉱 HD	事業会社	外部配当分相当
複	重	三菱ケミカル HD	本社+事業会社	2007.3 は利益の 50%
リ	重	富士電機 HD	事業会社	外部配当分相当
リ	重	JFE HD	本社+事業会社	2007.3 は利益の 97%
リ		コニカ・ミノルタ HD	本社+事業会社	2007.3 は利益の 20%
リ		旭化成	本社+事業会社	利益の 50% が規定
リ		DOWA HD	—	—

ポ：ポーフォリオ型，複：ハイブリッド型，リ：リストラクチャリング型

出典：各社の2007年3月期有価証券報告書により算出

回収することもある。

図表8は、調査対象会社における中核事業会社から本社への配当割合を示したものである。住生活 G、新日鉱 HD、富士電機 HD では、本社に対する配当割合が外部配当割合以下であり、中核事業会社に留保している。コニカ・ミノルタ HD は20%、三菱ケミカル HD と旭化成が50%を配当し、本社と中核事業会社で折半している。JFE HD は、2007年3月期は利益の97%を本社に配当している。JFEは、鉄鋼業界における世界的な再編の中で、M&A等戦略的な投資を本社主導で行っているためであると考えられる。このように、配当政策と内部留保先は、企業の置かれた環境および中核事業会社に資金的な自律性をどの程度与えるかで異なる。

4. ステークホルダー別の利益分配制度

ステークホルダーの利害を調整し、利益をそれらにいかんにか分配していくかが持株会社の役割の一つである。図表9は、株主、経営者、従業員それぞれに対する報酬制度等の採用状況である。株主に対して配当性向を公約

日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題

しているのは、住生活 G、JFE HD の3社である。経営者に対してストックオプションを採用しているのは4社である。住生活 G では、従業員にまでストックオプションを適用し、さらに、経営者に対しては業績連動報酬を適用している。

純粋持株会社制を採用する理由の一つに、事業会社別の人事、報酬制度を導入することがある。この制度は、調査対象会社のうち6社が採用し、2社が不採用であった。従業員に対する成果主義報酬は1社を除き導入されていた。

中核事業会社の独立性が必ずしも高くない場合、もしくは、人事・報酬制度変革の過渡過程である場合は、純粋持株会社制においても事業会社別の人事制度は採用されないと考えられる。

図表9 ステークホルダー別の利益分配制度

		株主	経営者		従業員		
			ストック オプション	業績 連動 報酬	事業会 社別人 事制度	成果 主義	ストック オプション
型	会社名	配当性 向公約					
ポ	住生活 G	30%以上	○	○	○	○	○
ポ	新日鉱 HD	×	○		○	○	×
複	三菱ケミカル HD	×	○		○	○	×
リ	JFE HD	25%程度	×		○	○	×
リ	コニカ・ミノルタ HD	15%以上	○		×	○	×
リ	富士電機 HD	×	×		○	○	×
リ	DOWA HD	×	×		×	×	×
リ	旭化成	×	×		○	○	×

ポ：ポーフォリオ型、複：ハイブリッド型、リ：リストラクチャリング型

VI. まとめと今後の課題

純粋持株会社と中核事業会社とのパワー関係の再構成プロセスを反映して、適用される戦略的なマネジメント・コントロール・システムは変化すると考えられる。

本研究から得られた知見としては、第1に、ハイブリッド型の純粋持株会社制の有効性である。純粋持株会社制は、グループ外企業との戦略的M&A等で事業のポートフォリオを組み替える一方で、グループ内の事業再編を同時並行的に実施する際に有効に機能していた。

第2に、純粋持株会社制における重層構造のMCSの有効性である。中核事業会社を細かく分けず、2社のみといった大括りにしている会社もある。そのような会社は、中核事業会社レベルで、社内分社制を採用するなどしていた。これは、屋上屋とも批判されることがあるものの、持株会社レベルで事業間のポートフォリオを考慮しつつ、各中核事業会社レベルでは、その事業の特性に応じたマネジメント・コントロール・システムを採用できるという特徴がある。その意味で、純粋持株会社制は、必ずしも社内分社としてのカンパニー制の発展型ではない。両者を併用することで、純粋持株会社が戦略的な資源配分の役割を果たす一方で、中核事業会社レベルでは社内分社で分権化のメリットを享受することも出来る。

一方、事業ポートフォリオを同一グループ内に有することで、コングロマリット・ディスカウントが発生する可能性がある。それを解消する方策として、中核事業会社の公開も選択肢となりうる。また、ステークホルダー間の利害調整機能を純粋持株会社が、どうマネジメント・コントロール・システムとリンクさせていくかも課題となる。

本稿では、純粋持株会社制におけるマネジメント・コントロール・システムを検討するにあたって、純粋持株会社の組織構造とその類型に焦点をあてて事例を通じて考察した。今後の課題としては、研究対象を広げ一般

日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題

化することがある。また、多元化する競争環境下における持株会社の役割に関する研究がある。そこでは、持株会社がどこまで介入・調整するか、持株会社に集中させる機能と中核事業会社に分散させる機能をどう切り分けるか、企業内の情報をどこまでオープンにするかクローズに保つかなどの解明が課題となる。

参考文献

- 浅田孝幸「純粋持株会社の管理会計課題」企業会計, Vol. 59, No. 8. 2007年。
- 浅田孝幸「持株会社の戦略と管理」, 門田安弘編著『企業価値向上の組織設計と管理会計』税務経理協会, 2005a年。
- 浅田孝幸「日本企業における持株会社制の特徴」門田安弘編著『企業価値向上の組織設計と管理会計』税務経理協会, 2005b年。
- 企業研究会編, 「連結経営時代に向けたグループ経営体制の構築とマネジメント革新」企業研究会, 2000。
- 櫻井通晴「企業再編と分権化の管理会計上の意義」企業会計, Vol. 56, No. 5, 2004年。
- ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス編集部編『持株会社の原理と経営戦略』ダイヤモンド社, 1996。
- 田中隆雄『持株会社の管理と会計』企業会計, Vol. 51, No. 9. 1999年。
- 玉村博巳『持株会社と現代企業』晃洋書房, 2006年。
- 津田登, 「三菱化学：グループ経営と持株会社制」, 『グループ企業価値最大化の戦略とマネジメントシステム』, 企業研究会 研究叢書 No. 119, 2003年3月。
- 服部暢達『M&A 最強の選択』日経BP社, 2005年。
- 浜田和樹「連結グループ経営のための業績管理会計情報」会計, 第170巻第4号, 2006年10月。
- 挽文字, 「グループ経営と管理会計：欧米企業の事例を中心として」日本管理会計学会誌, 8-1.2, 69-85, 2000。
- 武藤泰明「持株会社組織のメリットと課題」DHB, Apr.-May, 1996。
- 武藤泰明「持株会社組織の実際」日本経済新聞社, 2003。
- 園田智昭「純粋持株会社の業績管理」, 『イノベーションと事業再構築』, 慶應義塾大学出版会, 2006年。
- 頼 誠「カンパニー制の意義と課題」滋賀大学経済学部研究年報, 第4巻, 1997

年12月。

頼 誠「前川製作所の独法経営と戦略」林・浅田編著『グループ経営戦略—理論と実際—』東京経済情報出版, 2001年。

頼 誠「持株会社の現状と課題—ある商社の事例を中心に—」彦根論叢 (滋賀大学) 第362号, 2006年9月。

※本研究は、浅田孝幸教授 (大阪大学), 頼誠 (兵庫県立大学) との共同研究の成果の一部である。また, 研究にあたっては, 成城大学教員特別研究助成を受けた。