

# 子会社の企業業績、持合の企業業績に与える影響

松浦克己

## 1 はじめに

わが国企業経営の特徴に

- ① 親子上場
- ② 持合

がある。

上場親会社がその子会社を上場するという「親子上場」の例は、ソニーとソニーフィナンシャル、ソフトバンクとヤフー、トヨタとダイハツ、日野自動車、日電と NEC エレクトロニクス、NTT と NTT ドコモ、NTT データ、日立と日立金属、日立化成、みずほフィナンシャルとみずほ信託、みずほ証券、三菱商事と菱食、等々枚挙にいとまがないほどである。

親子上場は一般には子会社の株式の 50 % 以上（法令上は過半数）を所有する親会社が、当該子会社に経営者を派遣するあるいは経営者の選任権を握った上で子会社の企業運営を実質的に支配するものである<sup>1)</sup>。欧州や米国資本市場では例を見ない存在である。親子上場の意義としては、親会社からすれば投資資金の回収ができることが上げられる。子会社からすれば新たな資金調達手段ができる、知名度が向上し従業員の士気が高まることなどが上げられる。

ガバナンスの観点から言えば、親会社は 50 % の持株比率で取締役、監査役全員の選任権を持つので、子会社を事実上 100 % 支配できる<sup>2)</sup>。そのために親会社の意思が貫徹しやすく、株主（親会社）と（子会社の）経営者の間でエージェンシー問題が起きにくいという利点がある。反面子会社の独自の意思決定は困難になる。その結果、親子

会社間の利害相反問題が起きやすい、子会社の少数株主の利益が無視されやすい等の問題点が指摘されている。子会社株式を高値で公開した後株価が公募価格を下回ると親会社が TOB により子会社を非上場企業に戻すという親会社の財務政策に利用されるというのはその極端な例である。そのために最近では親子上場を慎重に扱う旨も表明されている（東証等「中核的な子会社の上場に関する証券取引所の考え方について」2007 年 10 月、東証上場整備整備懇談会「上場制度整備懇談会中間報告」2007 年 10 月）。

親会社を含む概念に支配株主がある。支配株主は、①親会社、②主要株主が自己の計算で議決権の過半数を占めている者、等である（商法施行規則 2 条 22）。自然人（個人）が 50 % 超の株式を保有する場合は、支配株主となる。

本研究では、筆頭株主の株式所有比率が 50 % 以上となっている企業の大半が「親子上場」の子会社であることに注目し、

筆頭株主比率が 50 % 以上でかつ筆頭株主が事業法人（親会社）、

筆頭株主比率が 50 % 以上でかつ筆頭株主が個人または外国人もしくは政府・公共団体（以下、「狭義支配株主」ということがある）

の存在が企業業績に与える影響を検証する。企業業績の指標としては、以下のように定義した ROA による。

$$ROA = \frac{\text{税引き後利益額} + \text{当期減価償却額}}{0.5 \times (\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産})} (\%)^3)$$

親会社あるいは狭義支配株主の存在する企業の

<sup>1)</sup> 子会社の定義は時代によって異なる。現在では財務、営業または事業方針を決定する機関（株主総会などの意思決定期間）を他の会社（親会社）によって支配されている企業を子会社という。親会社は具体的には①他企業の議決権の過半数を自己の計算で所有している企業、②議決権の 40 % 以上 50 % 未満を自己の計算で所有しかつ他企業の財務、営業または事業の方針に事実上重大な影響を行使できる企業、等をさす（財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則 8 条 3 項、4 項）。

<sup>2)</sup> NTT ドコモ社長の選出に際し、親会社の NTT と当時のドコモ社長の意見が対立し結果として NTT の意見が通ったのは有名な事例である。

ROA が、様々な要因をコントロールした後で、筆頭株主比率が 50 % 未満の企業と比べて高いのか低いのかを検証する。これにより親子上場の課題を明らかにすることが本稿の目的である。親会社の存在が子会社の ROA に与える影響を実証した先行研究を筆者は未見である。

持合は 1960 年代の資本自由化を通じて外資による「乗っ取り」を警戒して進行し 1970 年代には完成したと言われる。完成への過程で、持合は外資による乗っ取り防止の目的を超えて、国内企業による敵対的買収防止、企業の長期的安定、経営者のスムーズな選任を図ることまで意図されるようになった。1970 年代の持合完成後も 1980 年代における株価上昇もあり、持合は一層進行シバブル期に持合はピークに達した。1990 年代以降も、株価の下落はあったが企業経営の安定を図るといった観点は揺るがず、持合は日本的経営の中核を今日もなしている<sup>4)</sup>。

持合を株主所有構造（金融機関、事業会社、外国人、個人などの属性別にみた株式所有比率の合計）の形でとらえ、その持合と企業価値あるいは企業利潤の関係に関しては多くの先行研究がある。それらの研究は自社の株式が誰によって所有されているか、それが自社の企業価値・業績にいかなる影響を与えているかを検討したものである（Prowse [1990]、Lichtenberg and Pushner [1994]、Mork, Nakamura and Shivdasani [2000]、佐々木・

米澤 [2000]、米澤・佐々木 [2001]、西崎・倉澤 [2002]、松浦 [2003]、随 [2003]、笹田・細野・村瀬 [2009] 参照）。本項でいう持合比率は、当該企業における有価証券投資に注目して投資有価証券等／総資産（%）を当該企業による他社に対する持合状況を表す代理変数として捉えるものである。当該企業が所有する他社の株式保有比率が当該企業の業績に与える影響を分析する。この点に関する先行研究も未見である。これが本稿の第二の目的である。

親会社や狭義支配株主、あるいは持合の ROA に与える影響を適切にコントロールするために Rajan and Zingales [1995]、Fama and French [1995] などを参照に、各企業独自の要因として①借入金・社債比率、②設備投資比率、③土地所有比率を考慮する<sup>5)</sup>。これに加えてマクロ経済の要因として④実質経済成長率（SNA 対前年度変化率）を考慮する<sup>6)</sup>。

本稿の構成は次の通りである。2 節で 50 % 以上の株式を保有する筆頭株主の状況を見ると共に親子上場について概観する。3 節で子会社のコーポレート・ガバナンスの問題を社外取締役・社外監査役の観点から指摘する。4 節では持合の推移について概説する。5 節ではデータについて説明すると共に ROA の他コントロール要因として取り上げる借入・社債比率、土地所有比率、設備投資比率について解説する。6 節では定式化について解説し、あわせて推計結果を紹介する。7 節で

<sup>3)</sup> ROA の定義を税引き前利益を用い

$$ROA = \frac{\text{税引き前利益} + \text{当期減価償却額}}{0.5 \times (\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産})} (\%) \quad 3)$$

に変更しても、本稿の分析は大きく変わることはなかった。

<sup>4)</sup> 伊藤正晴 [2009] によると上場企業の市場全体における株式保有割合と持合比率は

年度	上場企業株式保有比率		上場企業持合比率 (%)	
	金額ベース	株数ベース	金額ベース	株数ベース
1991	41.7	36.9	27.7	23.6
1995	34.2	30.3	24.6	20.4
2000	25.6	23.6	13.0	13.1
2005	17.0	11.8	8.8	5.5
2009	17.9	14.4	8.2	6.8

で推移している。

<sup>5)</sup> 土地所有比率が企業業績に与える影響について松浦 [2003] 参照。

<sup>6)</sup> 実質経済成長率はマクロの経済変動が企業経営に与える影響を考慮するものである。マクロの要因としては、為替レート、失業率、物価の変動など様々なものがあり得るが、実質経済成長率でそれらを一括して代理した。

は簡単なまとめを行う。

予め結果を要約すれば筆頭株主の株式所有比率が50%以上の場合、子会社や狭義支配株主の存在する企業のROAは有意に低くなっている。投資有価証券等比率で代理させた持合の上昇もまたROAを有意に低下させている。

## 2 50%以上所有する筆頭株主の状況

### 2.1 全国の証券取引所上場企業（除く新興市場）

本節で使用するデータは日本政策投資銀行・日本経済研究所の企業財務データバンクである。全国の証券取引所（除く新興市場）の全上場企業を対象としている（ただし筆頭株主株状況未報告、税引き後利益未報告、減価償却費未報告のサンプルは本節の分析では除く）。期間は1982～2008年度である。概要は表1に掲げるとおりで

ある。

筆頭株主が50%以上所有する企業の比率は期間中平均11.4%である。各年度では8.6～15.0%（52～240社）で推移している。

その内子会社に該当するものが期間中平均10.7%、狭義支配株主に該当するものが0.7%である。筆頭株主が50%以上所有する企業の内94.1%が子会社である。狭義支配株主は期間中合計で230サンプル（筆頭株主筆頭株主が50%以上所有する企業の内5.9%）にとどまる。上場企業の9社の内1社は親子上場の子会社と考えられる。

### 2.2 東京証券取引所上場企業

対象を東証上場企業に限定すると、筆頭株主の所有比率が50%以上の会社は2008年において東証一部7.6%、二部11.4%、マザーズ21.5%で

表1 筆頭株主比率が50%以上の企業割合

年度	サンプル数	平均	該当社数	標準偏差	内子会社		内狭義支配株主	
					平均	該当社数	平均	該当社数
1982	966	9.2%	89	0.2894	8.9%	86	0.3%	3
1983	889	9.3%	83	0.2911	8.9%	79	0.4%	4
1984	825	10.4%	86	0.3058	9.9%	82	0.5%	4
1985	749	10.0%	75	0.3004	9.6%	72	0.4%	3
1986	702	9.7%	68	0.2960	9.4%	66	0.3%	2
1987	607	8.6%	52	0.2801	8.1%	49	0.5%	3
1988	636	9.6%	61	0.2947	9.0%	57	0.6%	4
1989	657	10.8%	71	0.3107	10.5%	69	0.3%	2
1990	866	11.0%	95	0.3127	10.4%	90	0.5%	4
1991	1008	10.6%	107	0.3082	10.2%	103	0.3%	3
1992	1222	10.1%	123	0.3010	9.6%	117	0.5%	6
1993	1194	10.7%	128	0.3095	10.2%	122	0.5%	6
1994	1283	10.4%	133	0.3049	9.7%	125	0.6%	8
1995	1135	10.2%	116	0.3030	9.7%	110	0.5%	6
1996	1259	10.7%	135	0.3095	10.3%	130	0.4%	5
1997	1744	11.0%	192	0.3131	10.3%	180	0.7%	12
1998	1942	11.4%	221	0.3177	10.5%	204	0.9%	17
1999	1918	11.3%	217	0.3168	10.4%	199	0.9%	18
2000	1971	11.3%	222	0.3162	10.7%	211	0.6%	11
2001	2001	12.0%	240	0.3250	11.1%	222	0.8%	17
2002	1978	11.9%	235	0.3236	11.1%	219	0.8%	15
2003	1695	13.2%	223	0.3381	12.1%	205	1.0%	17
2004	1552	12.6%	195	0.3316	11.9%	184	0.7%	11
2005	1470	13.2%	194	0.3386	12.7%	186	0.5%	8
2006	1408	15.0%	211	0.3571	14.2%	200	0.8%	11
2007	1563	13.4%	209	0.3405	12.5%	195	0.9%	14
2008	1781	12.1%	215	0.3259	11.2%	199	0.9%	16
期間中計	35021	11.4%	3996	0.3179	10.7%	3761	0.7%	230

注) 日本政策投資銀行企業財務データバンクにより筆者計算

注) 筆頭株主比率50%以上は個人が50、外国人135、政府25サンプルである

ある。2006年においては東証一部6.8%、二部14.5%、マザーズ25.9%である。2006年では231社、全上場企業の9.8%に該当した<sup>7)</sup>。我が国証券取引所の中核をなす東証一部に限定すると、約1/13の企業が支配株主が存在する。

親子上場という観点から言うと2008年8月時点で親会社を有するのは東証上場企業全体の12.6%、299社(2006年10月時点13.5%、318社)である。内親会社为上場企業という親子上場に該当するのは10.8%(同11.9%)である。親子上場に該当しない子会社は1.8%(同1.6%)である。子会社の大半である85.7%(同88.1%)は親子上場である<sup>8)</sup>。

このようにわが国では親子上場が広範に普及している。筆頭株主である事業法人の株式所有比率が50%以上である企業を、親子上場の「子会社」とみなすことも、この数字から一応の妥当性があると言えよう。他方で筆頭株主の持株比率が5%未満という会社は、2008年の東証では一部11.0%(2006年7.0%)、二部6.0%(同1.6%)、マザーズ2.6%(1.1%)である。2006年は139社(全体の5.9%)が該当するにとどまる。

別なデータセットである日経NEEDSの分析によると2006年度決算(2006年4月期~2007年3月期)で親会社が上場企業である子会社は444社で上場企業全体の約11%である(村本[2008])。またその親会社に該当するのは248社であると報告されている。親子上場に関連する企業は692社、全体の約17%である。さらに連結子会社(所有比率40%以上の親会社の存在が判明)は、399社(2008年12月)、412社(2008年3月)、417社(2007年3月)と報告されている(加藤[2009])。

### 3 子会社のコーポレートガバナンスの状況

子会社では親会社の統制が強くなるその意思が貫徹しやすい反面、子会社の独自性発揮が困難となり結果として子会社の利潤や少数株主の利益が損なわれやすいという問題があることを指摘した。こ

こでは東証[2007]、[2009]により、東証上場子会社における社外取締役と社外監査役の親会社からの派遣状況と独立性を見ることで、子会社のガバナンスの問題を概観する。

2008年における子会社の社外取締役数は平均で1.22人(社外取締役を置く会社全体では平均1.90人)であるが、そのうち67.5%に当たる0.71人は親会社出身である。一定の独立性を有する社外取締役の数は子会社では0.26人(社外取締役の24.5%)に止まり、社外取締役を置く会社全体の1.35人(同70.8%)に比べると著しく低い。社外取締役全員が一定の独立性を有するのは子会社が7.4%であるのに対し、社外取締役を置く会社全体では63.4%に上る。これから子会社では親会社のコントロールがかなり強いことが分かる。

2008年における社外監査役数も子会社では平均2.49人であるが、そのうち1.35人(51.7%)は親会社出身である。一定の独立性を有する社外監査役の数は子会社では0.96人(社外監査役の38.7%)であり、監査役設置会社全体の2.07人(同82.3%)とは比較にならないほど低い。社外監査役全員が一定の独立性を有するのは子会社が17.4%であるのに対し、監査役設置会社全体では72.8%に上る。業務執行に当たる取締役も監査に当たる監査役も、子会社では親会社の強い統制下にあることが分かる。

## 4 持合の状況

親子上場と並ぶわが国資本市場の特徴である持合の状況について概観する。企業が相互に相手企業の株式を所有するという持合に関する企業毎の厳密なデータは公表されていない。持合は株式所有という形をとるので、自社が他社の株式を所有している場合には、その評価額は貸借対照表の投資有価証券等に計上されている<sup>9)</sup>。ここではある企業が他企業の株式を持合の形でどのくらい所有しているかの代理変数として固定資産の「投資その他の資産」に含まれる投資有価証券等の情報を利用し

<sup>7)</sup> 東証[2007]、東証[2009]による。

<sup>8)</sup> 出典は注7に同じ。

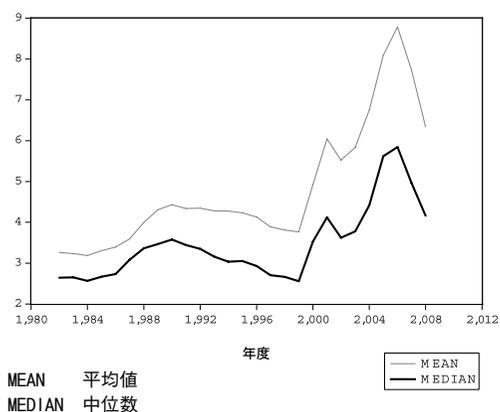
<sup>9)</sup> 子会社、関連会社の株式は関係会社株式に計上される。

## 投資有価証券等比率

$$\left( = \frac{\text{当期末投資有価証券等額} + \text{前期末投資有価証券等額}}{\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産}} \right) (\%)$$

を用いる<sup>10)</sup>。持合は1970年代には既に完成していたといわれる。完成直後の1982年の投資有価証券等比率は3.26%であった（日本政策投資銀行・日本経済研究所の企業財務データバンクにより筆者計算）。相互に企業経営の安定、あるいは役員選出をスムーズに図るといふ持合目的の達成のための自社における投資有価証券等比率が3.25%前後で足りるとするならば、バブル期を通じて過剰な持合比率の上昇が続いたといえる。1990年には4.30%に達し、82年の比率を約1%ポイント上回る。1994年には4.43%に達した。その後過剰な持合比率の解消が進み1999年に3.90%まで漸減した。しかし2000年度以降この比率は上昇し、2006年度には9.00%まで急上昇する（図1参照）。

図1 有価証券等保有比率



最近時点で注目されるケースは2007年の3大メガバンクの増資に際して有名大企業が大量に引き受けたと報道されていること、2010年4月の第一生命の上場に関連して290万株を保険契約

者に割り当てるほか210万株をみずほコーポレート、損保ジャパン、三菱東京UFJ、東京電力などに割り当てるとされていることである（日経新聞2010年2月22日）。第一生命のケースは、全株式の21%に該当する、典型的な安定株主工作である。さらに企業が議決を維持したまま株式を売却する信託が大手金融機関により発売されるなど（2010年1月20日日経新聞）、企業が株式売却後も持合を事実上維持する動きも目立っている。

ただし投資有価証券等の中には持合に係る株式以外の有価証券も含まれる。たとえば資金運用目的に取得した国債、社債などの債券や長期のデリバティブ、あるいは持合とは関係のない他社の株式が含まれている。その点には留意が必要である。たとえば伊藤 [2009] のデータから株式に占める持合以外の株式の占める割合を

企業保有株式に占める持合の比率＝

$$\frac{\text{持合に係る金額比率}}{\text{株式保有金額比率}} (\%)$$

で計算すると71.9%（1995年）、50.8%（2000年）、51.8%（2005年）、45.8%（2009年）である。ある企業が持合で所有する株式金額や株式数を具体的に知りうる方法がないというデータの制約上、本研究では投資有価証券等比率で持合による株式所有を代理させる。しかし2000年度以降は金融革新、金融自由化が大きく進み、様々なデリバティブ商品などが、金融機関から事業会社に売り込まれた時期である。この間の上昇はそれを反映している可能性がある<sup>11)</sup>。

企業が株式を所有する場合にもコストがかかる。株式投資を行わなければ資産を圧縮するなり、本来の事業に投資するなりしてROAの向上を図り得たものである。他方持合による企業提携がROAを向上させた可能性もある。いずれの効果も大きいかは本稿は注目するものである。

<sup>10)</sup> 金銭信託、不動産信託受益証券が含まれる。この二つのウエイトは極めて低く、投資有価証券と投資有価証券等を同一視しても差はほとんど無い。

<sup>11)</sup> 企業間の持合比率は一見減少傾向が続いているように見える。これに関して新田 [2009] は持合所有されている株式に2単元以上の変化があったかどうかを現状維持、買い、売り、純増減および不明に分けることで、持合動向の変化を検討し、金融機関の持合株式の売却はある程度進んだが事業会社による新たな持合ネットワークの形成が進んだとしている。

## 5 データと ROA、借入・社債比率、土地保有比率、設備投資比率の定義

### 5.1 データについて

推計に用いる基本的なデータは日本政策投資銀行・日本経済研究所の企業財務データバンクである。期間と対象は 1982 年度～ 2008 年度決算の企業である。

ただし実際の推計に当たっては、異常値や被説明変数や説明変数に入力ミスの疑いのあるサンプルは予め推計より除いた。具体的には

① 株主関連の報告にミスのあるサンプル（上位 10 大株主所有比率が 100 % 以上、金融機関、事業会社、金融商品取扱業者、外国人、個人の各属性毎の持株比率が 100 % 以上、株主総数が 0 名）

② データに記入ミスがあるサンプル（一株当たり配当金額が負、前期株主総数が非正、上位 10 大株主持株比率が非正、筆頭株主持株比率が非正、従業員平均年齢が非正、従業員平均勤続年数が非正、貸借対照表資産の部現預金が負、その他流動資産が負、有形資産合計が負、投資有価証券等が負、固定資産合計が負、貸借対照表負債の部短期借入金が負、損益計算書営業費用が負、社債利息が負、減価償却費が負、役員賞与金が負、総売上高が非正）

③ 外れ値サンプル（総資産利益率が平均より ± 8 標準偏差以上乖離するサンプル、借入比率が平均より ± 8 標準偏差以上乖離するサンプル、固定資産比率が平均より ± 8 標準偏差以上乖離する）

記述統計は以下の通りである。

## 5.2 ROA、借入・社債比率、土地所有比率、設備投資比率の定義

被説明変数である ROA として通常は

$$\text{総資産利益率} = \frac{\text{税引き後利益額}}{0.5 \times (\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産})} \quad (\%)$$

が上げられる。本稿では

$$\text{ROA} = \frac{\text{税引き後利益額} + \text{当期減価償却額}}{0.5 \times (\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産})} \quad (\%)$$

を取り上げることは前述した。通常の ROA の定義に加えて分子に当期減価償却費を加えるのは、企業のキャッシュフローを考慮するための簡便策である。キャッシュフローを考慮する点で当期減価償却額を加えた本稿の ROA 定義は通常の ROA 定義よりも企業の経営状況をよく反映していると考えられる。

わが国企業経営では、負債比率の低下・自己資本比率の向上が長年に亘り課題とされてきた。企業の財務状況を示す借入・社債比率は

$$\text{借入比率} = \frac{\text{当期末}(\text{短期借入金} + 1\text{年以内返済予定長期借入金} + \text{長期借入金})\text{残} + \text{前期末}(\text{短期借入金} + 1\text{年以内返済予定長期借入金} + \text{長期借入金})\text{残}}{\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産}} \quad (\%)$$

$$\text{社債比率} = \frac{\text{当期末}(\text{1年以内償還予定社債} + \text{社債計})\text{残} + \text{前期末}(\text{1年以内償還予定社債} + \text{社債計})\text{残}}{\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産}} \quad (\%)$$

表 2 記述統計

	平均	中位数	最大	最小	標準偏差
ROA	3.55	3.67	416.99	-241.47	6.70
子会社ダミー	0.11	0.00	1.00	0.00	0.31
狭義支配株主ダミー	0.01	0.00	1.00	0.00	0.08
筆頭株主所有比率	22.27	16.28	99.35	0.93	17.29
筆頭株主所有比率自乗/100	7.95	2.65	98.70	0.01	11.38
投資有価証券等比率	5.06	3.37	72.11	0.00	5.69
借入・社債比率	19.02	14.33	415.70	0.00	18.24
土地所有比率	9.75	7.21	68.70	0.00	8.85
設備投資比率	2.61	1.61	96.21	-36.66	3.99
実質経済成長率	1.90	1.90	7.10	-2.00	2.05

N = 35021

で定義した。社債には普通社債の他に転換社債、新株引受権付社債を含む。その上で、

借入・社債比率＝借入比率＋社債比率、によつた。

明治から企業金融が土地担保融資を基本とされたことから、企業経営で土地が重視された。それが高度成長期における地価上昇で「含み益」を生むものとして企業により一層重要視されるようになった。土地所有比率を以下のように定義する。

土地所有比率

$$\left( = \frac{\text{当期末土地資産額} + \text{前期末土地資産額}}{\text{当期末総資産} + \text{前期末総資産}} \right) (\%)$$

設備投資比率として土地を除いた状況を考える。この設備投資は企業の成長の源泉となることが期待されるものである。次で定義した。

設備投資比率＝

$$\frac{\text{当期末有形固定資産（除く土地）} + \text{当期減価償却額} - \text{前期末有形固定資産（除く土地）}}{\text{前期末総資産}} (\%)$$

ここで土地を除くのは、わが国では土地所有目的が純粹の設備投資とは異なると考えられるからである。この設備投資比率の2期和半をとって設備投資比率とした。

## 6 推計

### 6.1 定式化と符号条件

筆頭株主所有比率の一次項、二次項（100で除した）を利用して、筆頭株主所有比率の増減の影響を考慮した。その上で法人が支配株主である場合は子会社ダミー、狭義支配株主（個人または外国人もしくは政府）のケースでは個人・外国人・政府ダミーを用いた。

説明変数は、これらに加えて持合（投資有価証券等保有比率）、借入・社債比率、土地所有比率、設備投資比率、実質経済成長率である。具体的には以下の通りである。

$$\text{ROA}_{it} = \text{定数項} + a_1 \text{筆頭株主比率}_{it} + a_2 \text{筆頭株主比率}^2/100_{it} + a_3 \text{子会社ダミー}_{it} + b_1 \text{有価証券等所有比率}_{it} + b_2 \text{借入・社債比率}_{it} + b_3 \text{土地保有比率}_{it} + b_4 \text{設備投資}$$

$$\text{比率}_{it} + b_5 \text{実質経済成長率}_{it} + \text{誤差項}_{it}$$

1)

狭義支配株主のケースでは、子会社ダミーに替えて個人・外国人・政府ダミーを用いた。

1) 式で外生変数は定数項と実質経済成長率である。筆頭株主の状況、持合、借入・社債比率、土地所有比率、設備投資比率の変数はすべてROAと同時決定で、内生変数である。誤差項に分散不均一と系列相関が疑われたので、誤差項の分散共分散を修正した（松浦・マッケンジー[2009] pp. 429-431 参照）。推定は個別効果を考慮した固定効果モデルによつた。

筆頭株主比率、その自乗項あるいは子会社ダミー、個人・外国人・政府ダミーに係る係数の符号条件は予め定まらない。

投資有価証券等所有比率に係る係数  $b_1$  は、持合の機会費用が高ければ負となることが予想される。持合がビジネス機会の拡大につながり収益に寄与していれば、その係数は正となることが予想される。借入・社債比率の低下は財務の改善を通じて企業利潤の向上につながることが期待されるので、 $b_2$  の符号は負が予想される。土地所有比率に係る係数  $b_3$  は、土地保有の機会費用が高ければ負となることが予想される。設備投資比率に係る係数  $b_4$  と実質経済成長率に係る係数  $b_5$  はいずれも正となることが期待される。

本稿で注目するのは持株比率50%以上の配株主の効果である。その効果の程度は

$$\text{支配株主の効果} = a_1 \text{筆頭株主比率}_{it} + a_2 \text{筆頭株主比率}^2/100_{it} + a_3 \text{ダミー変数}_{it} \quad (2)$$

で求めることになる。 $a_1$  と  $a_2$  符号が異なるケースでは  $-50 \times a_1/a_2$  で効果が反転する。ダミー変数の効果は  $a_3$  と  $a_2$  の値を所与として、 $a_3$  が負であればROAを抑制し  $a_3$  が正であればROAを増進させることになる。筆頭株主比率とダミー変数の効果はどの%比率で2) 式が最大の値をとるかによる。

役員選任権を事実上独占する親会社・狭義支配株主が存在する上場企業は、ガバナンスが1社（1者）に集中するという意味でユニークである。親会社と子会社、あるいは狭義支配株主と支配下にある企業の間では、株主のモニタリングは十分行われていると考えられる。社外取締役や社外監

査役の例からも明らかなようにその企業運営は親会社、狭義支配株主の強い統制下にある。親会社・支配株主の意に反する経営を行った（子会社の）経営者は更迭される。その点では株主による企業統治は十分機能していることが期待される。モニタリングや統治が機能している場合は企業業績は向上しているであろう。

親会社の社長になれなかった幹部が順繰りに子会社の経営者に天下ったり、親会社の中堅幹部が退職前後の処遇のために出向転籍で派遣されているのが常態化したような子会社では、経営効率化のためのガバナンスは機能せず企業業績に悪影響を及ぼしているかもしれない。あるいは同族企業では、個人の能力を無視した同族から経営者の選任が行われているかもしれない。このような民間における天下り人事はよく見聞するところである<sup>12)</sup>。これらの場合には、子会社や支配下企業の業績は悪化しているであろう。さらに親会社や同族に過度に有利な取引が子会社に強制されるようなケースでも子会社の業績は悪化するであろう<sup>13)</sup>。本研究ではいずれの効果が大きいかを見る。

## 6.2 推計結果

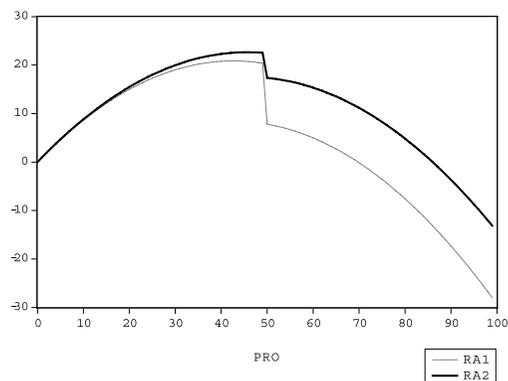
推計結果は表3に掲げるとおりである。子会社ダミーのケースも狭義支配株主（個人・外国人・政府ダミー）のケースもサーガン統計量のp値は0.1を上回り過剰識別制約条件を満たしているので、推計結果の一致性に問題はなことが分かる。

子会社ダミーのケース、狭義支配株主ダミー式の推計結果は $a_1$ 、 $a_2$ 、 $a_3$ に係る係数の符号は共通しかつ5%水準で有意である。その意味で推計結果は安定している。 $a_1$ の符号は正、 $a_2$ の符号は負と異なる。これから筆頭株主比率の効果は途中ある程度まで上昇しその後減少する形で逆転していることが分かる。

推計結果に基づいて簡単にシミュレーションしたのが図2である。子会社ダミーのケース（RA1）

は筆頭株主比率38%点、個人・外国人・政府ダミーのケースでは46%点で反転下降している。その上でダミー変数の係数は負値であることから、子会社のケース、狭義支配株主のケース（個人・外国人・政府）ではより一層ROAを低下させていることが分かる<sup>14)</sup>

図2 筆頭株主所有比率と子会社ダミー、狭義支配株主ダミーの効果



RA1 子会社ダミーを考慮するケース

RA2 個人・外国人・政府ダミーを考慮するケース

PRO 筆頭株主所有比率

この結果は親会社幹部の子会社経営者への天下り、子会社を親会社の人事操作に組み込むような親会社が多いこと、あるいは支配株主による同族から経営者の選任が、およそ企業経営の効率化・利潤の拡大とは無縁のところでもなされている可能性を示唆している。さらには子会社の利益を損なう形で親会社などに有利な取引が行われている可能性がある。

ただし下方に反転する水準が38%（46%）ということは、役員選任権を独占するほどではないが重要事項には拒否権を持つという程度の権限を有する株主がいる場合、最も良くガバナンスが機能し企業利潤が向上するというかもしれない。

持分の代理変数である投資有価証券等保有比率に係る係数はいずれのケースも1%水準で有意に

<sup>12)</sup> 子会社生え抜きの人材が社長になると、それがニュースになるほどである。経営者は生え抜きから選ばれるという、日本型経営の特徴は子会社には当てはまらないのがわが国の実情である。

<sup>13)</sup> SFCG（旧商工ファンド）が破綻直前に、その資産を筆頭株主の関係先に移転させたのはその極端な例である。

<sup>14)</sup> 得られた係数の絶対値が大きすぎる印象がある。定式化に一層の工夫が必要かもしれない。

表3 推計結果

## 秘説計変数 ROA

変数	係数	標準誤差	t 値	p 値	係数	標準誤差	t 値	p 値
定数項	-4.8105	3.4377	-1.3993	0.1617	-14.4329	4.5976	-3.1392	0.0017
筆頭株主比率	1.0932	0.3030	3.6084	0.0003	1.6273	0.3678	4.4243	0.0000
筆頭株主比率自乗/100	-1.4986	0.3995	-3.7514	0.0002	-1.8087	0.4284	-4.2221	0.0000
子会社ダミー	-12.0979	4.9546	-2.4417	0.0146				
狭義支配株主ダミー					-5.8121	1.4834	-3.9182	0.0001
有価証券等所有比率	-0.0674	0.0120	-5.5961	0.0000	-0.4523	0.0435	-10.3984	0.0000
借入・社債比率	0.0149	0.0092	1.6082	0.1078	0.0122	0.0086	1.4200	0.1556
土地所有比率	-0.3597	0.0614	-5.8590	0.0000	-0.0647	0.0124	-5.2302	0.0000
設備投資比率	0.2395	0.0653	3.6660	0.0002	0.2249	0.0682	3.2953	0.0010
実質経済成長率	0.0865	0.0194	4.4566	0.0000	0.0389	0.0201	1.9378	0.0527

## 操作変数

定数項、前期借入比率、前期社債比率、前期有価証券等所有比率  
 全国銀行貸出約定金利、実質経済成長率、前期設備投資比率和半  
 前期一株当たり平均株価、前期子会社ダミー×前期総資産税引後利益率  
 前期筆頭株主状況、前期外国人又は個人ダミー

定数項、前期借入比率、前期社債比率、前期有価証券等所有比率  
 全国銀行貸出約定金利、実質経済成長率、前期設備投資比率和半  
 前期外国人ダミー×（前期外国人持株比率+前期銀行持株比率）  
 前期個人ダミー×（前期個人持株比率+前期銀行持株比率）  
 前期子会社ダミー×（前期法人持株比率+前期銀行持株比率）  
 政府持株比率

SER	6.374	7.88
サーガン統計量	1.2655	3.9197
p 値	0.5311	0.1409
サンプル数	35021	35021
社数	3137	3137

負である。持合がビジネス機会の拡充による企業業績へ貢献するものではなく、経営者の地位の安定のために相互に他社株を保有するという持合は、その機会費用により企業業績を圧迫していることが分かる。

借入・社債比率に係る係数は、子会社ダミーのケースも狭義支配株主ダミーのケースも統計的に有意な結果は得られていない。土地所有比率に係る係数はいずれも1%水準で有意に負である。わが国企業では、本来の事業に必要な部分を越えて土地所有が行われ、それが企業利潤を抑制していることがうかがわれる。

投資比率と実質経済成長率に係る係数が共に1%水準で有意に正であることは、予想された通りである。

## 7 結論

本研究では筆頭株主所有比率が50%以上という親子上場、支配株主と持合が企業業績（ROA）に与える影響を検証した。

- ① 50%以上を有する株主（親会社、狭義支配株主）が存在する場合、ROAは有意に低下している。
- ② 投資有価証券等保有比率で代理させた持合は、ROAに有意にマイナスの効果を持っている。

本稿の結果は、親会社幹部の子会社経営者への天下り、親会社の人事操作への子会社組込、支配株主の同族から経営者の選任が行われており、子会社経営の効率化・利潤の拡大とは反している可能性を示唆するものである。更には親会社などに

有利で子会社に不利な取引が行われている可能性もある。持合もその解消が望まれる結果であった。

企業業績にマイナスの効果を与える親子上場や持合が、なぜわが国で広範に見られるのであろうか。考えられるのは、わが国の中高年労働市場の流動性の乏しさ、取り分け役員など幹部職員の流動性がほとんど閉ざされていることである。新卒から生え抜きで昇進してきた従業員から中間管理職を選びさらには取締役や社長を選ぶという日本型企业システムでは、今まで縁の無かった50代、60代の人材を幹部ましてや取締役に登用するということはほとんどない。逆に外部からの取締役に選任される可能性を防ぐメカニズムの一つが持合による経営者の相互安泰である。

このことは生え抜きの人材でも50歳代でそれまで勤めた企業でポストが無くなれば、今まで無縁であった他社に転出して幹部ポストを得ることはまず不可能であることを意味している。生え抜き登用・ローテーションを守るために子会社への転出が図られている。子会社では役員の選任は50%以上の株式を保有する親会社の意向のままである。これにより日本型企业の人事システムが維持されている。

日本企業のROAの低さはつとに指摘されているところである。それを更に低める親子上場や持合が日本型企业の人事システムと密接に結びついているとするならば、問題はより深刻である。人事システムを含めて日本企業の資本政策を考え直す必要がある。

## 参考文献

- Fama, E., and K. French [1995], "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns," *Journal of Finance*, vol. 60 pp132-1155
- Lichtenberg, F. R and G. M.. Pushner [1994], "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, vol, 6 pp239-261
- Mork, R., M. Nakamura and A. Shivdasani [2000], "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan," *Journal of Business*, vol, 73 pp539-567
- Prowse, S. D [1990], "Industrial Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United

States and Japan," *Journal of Financial Economics* vol, 20 pp237-265

Rajan, R ., and L. Zingales [1995], "What do We Know about Capital Structure : Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, vol 50 pp. 1421-1460

伊藤正晴 [2009]「解消に向かうのか、日本企業の株式持合—持合構造の推計」大和総研

加藤岳彦 [2009] 日経新聞デジタルメディア NEEDS カンパニー <http://www.nikkei.co.jp/needs/analysis/09/a0904> 22.hmt

随清遠 [2003], 「銀行離れと企業パフォーマンス」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版会所収

西崎健司・倉澤資成 [2002], 「株式保有構成と企業価値」日本銀行 wp2002-J-4

新田敬祐 [2009], 「持合復活の構図」『ニッセイ基礎研 REPORT November 2009』 pp. 10-17

佐々木隆文・米澤康博 [2000], 「コーポレート・ガバナンスと企業価値」『証券アナリストジャーナル』 vol, 39 No6 pp28-46

笛田郁子・細野薫・村瀬英彰 [2009], 「コーポレート・ガバナンスと株式市場」香西泰・宮川努編『日本経済グローバル競争力の再生』日経新聞出版社所収

松浦克己 [2003], 「企業金融・株式所有構造の変遷と企業業績への影響」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレート・ガバナンスの経済分析』東京大学出版会所収

松浦克己・コリン=マッケンジー [2009]『ミクロ計量経済学』東洋経済新報社

村本竜介 [2008] 日経新聞デジタルメディア NEEDS カンパニー <http://www.nikkei.co.jp/needs/analysis/08/a080213.html>

米澤康博・佐々木隆文 [2001], 「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」『フィナンシャル・レビュー』60号、pp90-105