



RIETI Discussion Paper Series 03-J-005

親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス

伊藤 秀史
経済産業研究所

菊谷 達弥
京都大学

林田 修
大阪経済大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス

伊藤 秀史（独立行政法人経済産業研究所ファカルティ・フェロー，一橋大学
大学院商学研究科．E-mail: h.itoh@srv.cc.hit-u.ac.jp）

菊谷 達弥（京都大学大学院経済学研究科）

林田 修（大阪経済大学経営学部）

要旨

本稿の目的は親会社による子会社のガバナンスを実証的に分析することにある。われわれがとりわけ注目するのは、企業グループの中核にある大企業が事業持株会社であるという事実である。最近純粋持株会社が解禁されたとはいえ、中核企業が持株会社に特化しているよりもむしろ、子会社・関連会社の持株会社であると同時に自身も事業会社として複数の事業を営んでいる方が圧倒的に多い。この特徴は、資本関係以外にも、モノ（製品・サービス）、カネ（資金）、ヒト（従業員）の多様な関係を生み出す。そのような関係はガバナンスにどのような効果をもたらすのだろうか。これが本稿の中心となる設問である。この設問に対して、インセンティブ・モデルと交渉モデルに基づく理論仮説を、独自のアンケート調査によって得られたデータを用いて実証分析を行う。

キーワード: 企業グループ, 親会社, 子会社, ガバナンス, 取引関係, 交渉, インセンティブ

JEL Classification Codes: L14, L22, D82

本稿は、伊藤秀史が独立行政法人経済産業研究所ファカルティ・フェローとして、2002年4月から開始した研究プロジェクトの成果の一部である。本稿を作成するに当たっては、一橋大学経済研究所経済制度研究センター主催「東アジアと日本のコーポレート・ガバナンス」コンファレンス参加者の方々から多くの有益なコメントを頂いた。本稿の内容や意見は、筆者個人に属し、経済産業研究所の公式見解を示すものではない。

親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス

伊藤 秀史* 菊谷 達弥† 林田 修‡

2003年2月28日

1 はじめに

日本の大企業は子会社・関連会社のネットワークからなる企業グループを形成している¹⁾。日本の企業システムにおける企業グループの重要性については、すでにいくつかの研究によって指摘されている (Aoki, 1984; 伊藤, 1998)。

コーポレート・ガバナンスの観点でも企業グループは重要である。そもそも日本の大企業の中で、他の企業に50%超を所有されている子会社や20%超を所有されている関連会社の占める割合は決して小さくない。また大企業がもつ子会社や関連会社の数も非常に多い。これらの子会社・関連会社のコーポレート・ガバナンスは、銀行よりもむしろ親会社によって行われている可能性が高い。たとえば Kaplan and Minton (1994) は、企業のパフォーマンスが悪化すると銀行や非金融企業からの役員派遣の可能性が高まり、その結果社長や代表取締役の交代確率も上昇することを報告しているが、同時に銀行からの派遣と非金融企業からの派遣が代替的であることも示唆している。第1に銀行と非金融企業的一方からの派遣は他方からの派遣の可能性を低くしている。第2に非金

* 一橋大学大学院商学研究科。mailto:h.itoh@srv.cc.hit-u.ac.jp

† 京都大学大学院経済学研究科。mailto:kikutani@econ.kyoto-u.ac.jp

‡ 大阪経済大学経営学部。mailto:PXH04706@nifty.ne.jp

¹⁾ 本稿が対象とする企業グループは日立グループ、松下グループ等ひとつの大企業を中核としたもので、通常「独立型」「親子型」「衛星型」などと呼ばれる。旧財閥や銀行を主導とした企業集団は対象ではないことに注意されたい。

融企業からの役員派遣の可能性とメインバンク関係を示す変数との関係は有意でないが、大株主の存在によって非金融企業からの役員派遣の可能性は有意に高まることが示されている。

本稿の目的は親会社による子会社のガバナンスを実証的に分析することにある。われわれがとりわけ注目するのは、上記の意味での企業グループの中核にある大企業が事業持株会社であるという事実である。最近純粋持株会社が解禁されたとはいえ、中核企業が持株会社に特化しているよりもむしろ、子会社・関連会社の持株会社であると同時に自身も事業会社として複数の事業を営んでいる方が圧倒的に多い。この特徴はガバナンスにどのような効果をもたらすのだろうか。これが本稿の中心となる設問である。

以下では煩雑さを避けるために、中核企業以外のグループ企業を「子会社」と呼ぶことにしよう。上場している子会社もあるが、各中核企業ごとにみれば、その子会社の多くは未上場かつ大部分の株式を親会社に所有されている。実際もっとも多いのは100%親会社に所有された子会社である。よって大部分の子会社のコーポレート・ガバナンスすなわち子会社経営者の規律付けは、子会社自身による自律的なメカニズムを別にすれば、基本的に親会社によって行われている可能性が高い。親会社は子会社に各種の権限（および責任）を付与し経営の自律化を促すと同時に、他方で様々なモニタリングを行っている²⁾。このモニタリングのうちで中心となると考えられるのが、子会社への役員派遣を通してのモニタリングや、子会社の社長および役員人事を通じたコントロールである。したがって本稿の分析においても、このような、親会社による子会社経営者のモニタリングというコーポレート・ガバナンスの側面に焦点を当てる。

親会社と子会社の間では、資本関係以外にも、モノ（製品・サービス）、カネ（資金）、ヒト（従業員）の多様な関係が存在していることが日本の事業持株会社の特徴である。われわれは本稿で、これらの関係の強さが、親会社による子会社経営者に対するモニタリング強度にどのような影響を与えるかを考察する。

²⁾ 親会社の子会社に対するガバナンスを、権限・責任・モニタリングの3要素間の関係によってとらえるフレームワークについては伊藤ほか(2002)を参照せよ。

その際、親会社による直接的ガバナンス以外のガバナンスの機能も分析の対象となる。すなわち子会社の中には、銀行から資金調達を行ったり、従業員を労働市場から独自に採用していたり、親会社以外と取引を行うことによって、外部市場との多様な接点を持っているものも少なくない。その結果、外部市場を通じたガバナンスが親会社によるガバナンスを代替する可能性がある。われわれはそのような外部市場を通じたガバナンスの可能性も考慮に入れて分析を行う。

本稿の構成は以下の通りである。次の第2節では、われわれの調査にもとづいて日本における親会社と子会社との関係の特徴を整理する。第3節では、親会社と子会社間の関係が親会社による子会社のガバナンスにどのような影響を与えるかについて理論仮説を提示する。第4節では推計に用いる変数を説明し、仮説に関する実証分析の結果を検討する。第5節はまとめと残された課題について述べる。また末尾の補論で、分社化の理由に関する調査結果について説明する。

2 親会社と子会社の関係

親会社と子会社との間の多様な関係（資本・資金関係、人的・物的関係、委譲された権限の大きさ、各種モニタリングなど）を明らかにするために、経済産業研究所の協力のもとでアンケート調査を2001年1月に実施した。調査対象は電機産業（重電他、通信機、家電・部品、計器、他電機）の上場企業が有する子会社と関連会社で、東洋経済新報社（2000）に掲載されてる2,581社にアンケートを配布し、713社（27.6%）からの回答を得た（部分回答を含む）。以下の分析では親会社が2社以上ある企業、1998年以後に設立された企業、および異常値を含む企業をサンプルから除いた。表1はサンプル企業の基本的なプロフィールである。

以下ではまず親会社と子会社の関係をモノ（製品・サービス）、カネ（資本・資金）、ヒト（従業員）の順に概観する。続いて親会社によるガバナンスの側面について説明する。

表 1: 回答企業の要約データ

	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
資本金(百万円)	588	1001.747	6174.826	1	123286
売上(百万円)	588	18207.08	68709.23	2	967300
営業利益(百万円)	588	505.2874	2530.325	-1820	41910
従業員数	588	334.6633	916.4156	2	16870

製品・サービスの取引関係

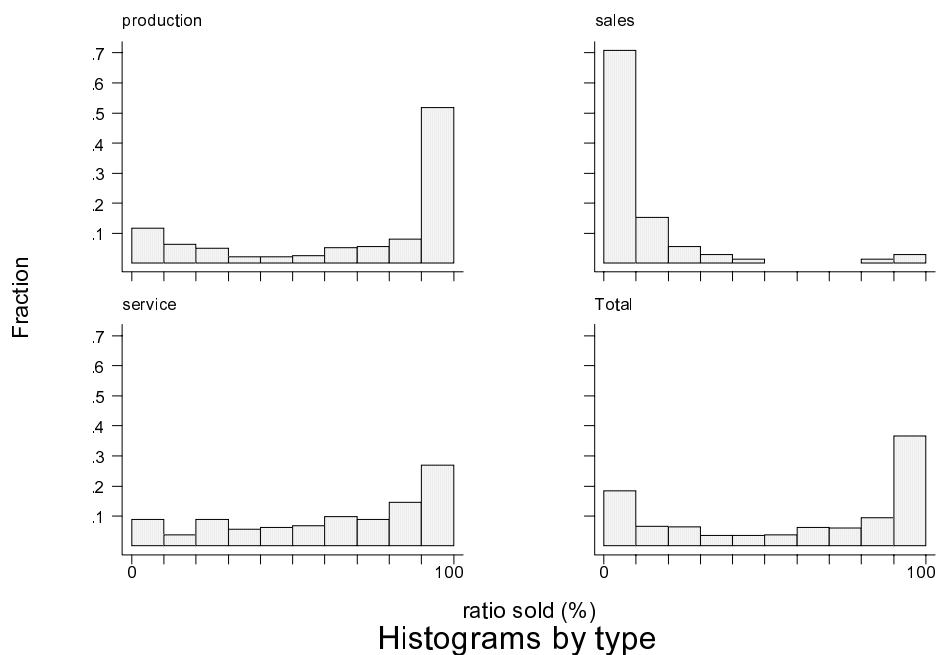
本稿末尾の補論で述べるように、分社化を行う諸理由のうちで主要なものは大きく2種類に分類される。第1に人件費の節約や親会社と異なる人事システムの導入など内部労働市場に関連する理由である。第2に権限の委譲を進め、意思決定を迅速化し、責任を明確化するという分権化推進のためという理由である。こうした分権化の徹底のためには、分権化されたユニットは、本来、調達・製造・販売の各職能のセットを備えた自律的な意思決定単位でなければならないはずである。しかし実際には、子会社は親企業もしくはグループが遂行している事業の一部を担っているに過ぎない場合が多い。これは加護野(1993)が指摘する、日本企業の事業部制組織においては事業部の自律性が不完全であるという特徴とも共通している。このとき必然的に親会社と子会社の取引関係は強いものになる。これをわれわれの調査結果から裏付けてみよう。

親会社と子会社間の取引には、子会社が売手で親会社を買手となるケースと、子会社を買手で親会社が売手となるケースがある³⁾。まず前者のケースについてみてみよう。図1は、子会社の売上高のうち親会社への売上高が占める割合(以下「親会社への売上依存度」と呼ぶ)の度数分布を表している。

図の4種類のグラフのうち、右下がサンプル全体の売上依存度の分布を示すグラフである。左上はサンプルのうち事業分野が製造に属する製造子会社

³⁾ これら以外にも、グループ企業との取引があるが、これを考慮しても以下で述べる事実との相違は小さい。

図 1: 親会社への売上依存度



(50.26%)，右上は販売に特化した販売子会社 (13.38%)，左下はサービス分野 (ソフトウェア，経理財務，エンジニアリング，保守・点検，人材派遣，運輸など) の子会社 (33.96%) に限定した場合のグラフである．サンプル全体についてみると，親会社への売上の比率が 90～100%の割合がもっとも多く，続いて 0～10%の割合が多い．このパターンは製造子会社，サービス子会社でもみられるが，とりわけ製造子会社では，過半数の子会社が売上の 90%以上を親会社に依存している．一方販売子会社ではその定義からも明らかなように，親会社への売上比率が 10%以下の子会社が大部分 (70%) である．

同様に，子会社の購買・仕入額のうち親会社からの購買・仕入額が占める割合 (以下「親会社への購買依存度」と呼ぶ) の度数分布が図 2 に与えられている．サンプル全体では，半分近くの子会社は親会社からの購買比率が 10%以下

である。製造子会社，サービス子会社でも同様に購買依存度は低く，とりわけサービス子会社の場合には 60%以上が 10%以下の購買比率に分類される。逆に販売子会社の購買依存度は高く，親会社からの購買・仕入額が 90%以上を占める子会社もとても多い。

図 2: 親会社への購買依存度

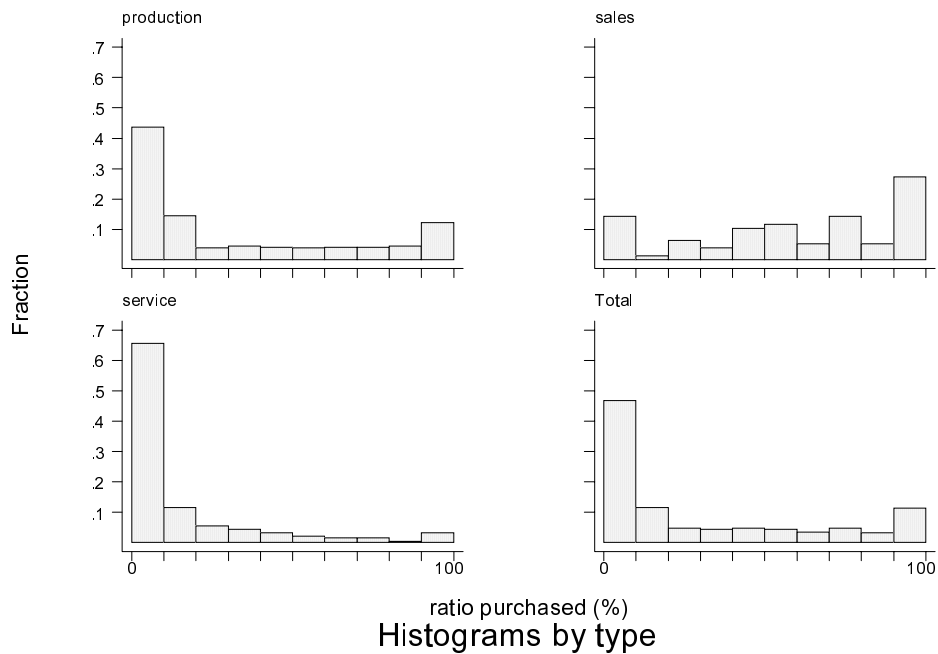


表 2 は，こうした親会社との取引関係をさらに詳しくみたものである。パネル A ではサンプル全体について，親会社への売上依存度と購買依存度を 25%毎にクロスして集計し，各セルに属する子会社の割合を表示したものである。売上依存度と購買依存度がいずれも低いセルにひとつのピーク (17.03%) があるが，最大のピークは親会社への購買依存度が低く売上依存度が高いセルである (30.04%)。また第 3 のピークが，どちらの依存度も大きいセルにある (10.07%)。パネル B は製造子会社に限定した場合の分布であり，前述した特

表 2: 親会社への取引依存度の結合分布

A. 全体					
親会社への売上比率	親会社からの購買比率				小計
	< 25%	< 50%	< 75%	75% ≤	
0% ≤ < 25%	17.03	3.30	4.76	4.95	30.04
25% ≤ < 50%	5.68	1.10	0.37	0.55	7.69
50% ≤ < 75%	9.71	2.01	1.28	0.37	13.37
75% ≤ ≤ 100%	30.04	3.85	4.95	10.07	48.90
小計	62.45	10.26	11.36	15.93	100.00
B. 製造子会社					
親会社への売上比率	親会社からの購買比率				小計
	< 25%	< 50%	< 75%	75% ≤	
0% ≤ < 25%	18.44	1.06	1.77	0.00	21.28
25% ≤ < 50%	4.96	0.00	0.00	0.00	4.96
50% ≤ < 75%	6.03	2.48	1.77	0.71	10.99
75% ≤ ≤ 100%	31.21	6.38	7.80	17.38	62.77
小計	60.64	9.93	11.35	18.09	100.00
C. 販売子会社					
親会社への売上比率	親会社からの購買比率				小計
	< 25%	< 50%	< 75%	75% ≤	
0% ≤ < 25%	16.67	15.28	29.17	30.56	91.67
25% ≤ < 50%	0.00	2.78	0.00	1.39	4.17
50% ≤ < 75%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
75% ≤ ≤ 100%	1.39	0.00	0.00	2.78	4.17
小計	18.06	18.06	29.17	34.72	100.00
D. サービス子会社					
親会社への売上比率	親会社からの購買比率				小計
	< 25%	< 50%	< 75%	75% ≤	
0% ≤ < 25%	14.04	2.25	0.00	2.81	19.10
25% ≤ < 50%	9.55	2.25	1.12	0.56	13.48
50% ≤ < 75%	19.10	2.25	1.12	0.00	22.47
75% ≤ 100%	39.33	1.69	2.81	1.12	44.94
小計	82.02	8.43	5.06	4.49	100.00

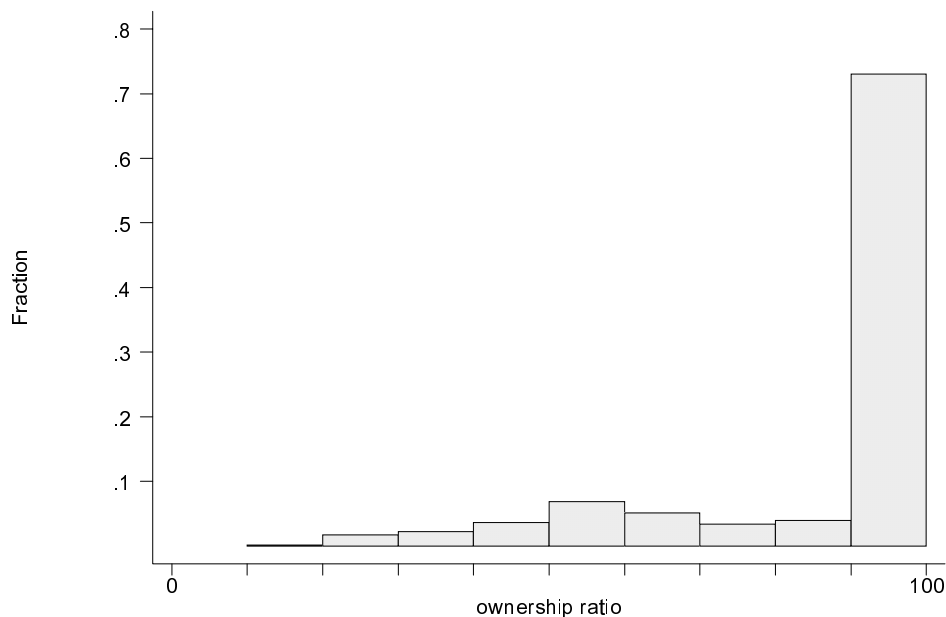
徴がほぼそのまま観察される．とくに両方の依存度がともに高いカテゴリーに属する製造子会社が 17.38%にのぼり，これは次に述べる販売，サービス子会社（パネル C，D）に対する製造子会社の特徴となっている．これらの会社は，親会社の製品の加工・組立など，親会社の生産工程の一部を担当しているものと推測される．これらはまた，技術的な側面に関しても親会社への従属性が高いだろう．一方，パネル C は販売子会社についてみたものである．当然ながら，親会社への売上比率が低くかつ親会社からの購買比率が高い企業が多い．ただし販売を行う子会社であっても，その仕入はすべて親会社からなされるとは限らないことに注意すべきである．例えば購買比率が 50%未満である会社は 36.12%にのぼる．パネル D のサービス子会社の場合には，親会社を主要な顧客とする会社が多くを占めている．いわゆるシェアード・サービスを子会社が担っているケースがこれに相当しよう．また親会社からの購買比率は，販売子会社の場合よりもさらに低くなっている．

資本・資金関係

次に親会社と子会社の間「カネ」の関係をみてみよう．図 3 は，親会社による子会社持株比率（間接所有を含む）の分布のグラフである．90%以上の株式を親会社に所有される子会社が，全体の 7 割以上を占めている．さらに，親会社が全株式を保有する完全子会社の割合は 69%である．一方親会社の持株比率が 50%以下の子会社の割合は約 9%に過ぎない．グラフにはないが上場子会社の割合は 4%である．このように親会社は事業を別会社化する一方で，大部分の株式を維持している．

図 4 のグラフは，子会社が親会社からの資金の融通・調達に依存している割合（以下「親会社への資金依存度」と呼ぶ）の分布である．大部分（67%）の子会社の資金依存度は 10%以下で，次に多いのが 90%超を親会社に依存している子会社であり，両端に多く分布しているという特徴がある．さらに，グラフでは示されていないが，資金依存度がゼロの子会社が 64%，逆に 100%親会社に依存する子会社が 23%を占める．このように資金調達に関しては，親会社への依存度が高い子会社も少なくはないものの，過半数の子会社は親会社にほ

図 3: 親会社の持株比率

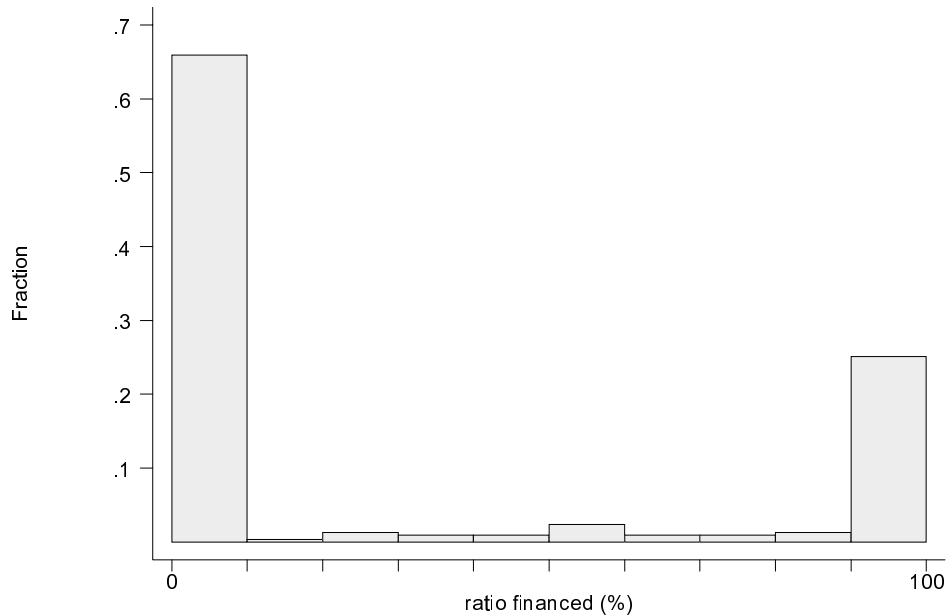


とんど依存していないことは注目に値する．この結果に対して，子会社は親会社から資金調達をしていなくても，他のグループ企業から資金調達しているので，親会社への実質的な依存度は高いのではないかという批判があるかもしれない．しかし親会社を含めたグループ企業からの資金調達についても依存度はほとんど変わらず，グループ企業への資金依存度がゼロの子会社が60%を占めている．

人的関係

まず，子会社の従業員が所属する労働組合と親会社の労働組合とが同一である子会社の割合は29.7%，別である割合は70.3%である．親会社の内部で事業ごとに異なる労働条件や処遇を実施することが困難な理由の一つとして，企業

図 4: 親会社への資金依存度



単位の労働組合の存在が指摘される⁴⁾。これと整合的に、大部分の子会社の労働組合は親会社の労働組合と分かれている。実際、末尾の補論で述べるように、分社化の理由として、親会社と異なる人事制度を導入するためとする子会社が多い。

第 2 に、親会社とは別に独自に正規従業員の採用を行っている子会社の割合は 83.9%である。16.1%の子会社は独自採用を行っておらず、親会社からの出向・転籍に頼る点で、親会社への人的依存度が高いといえよう。また独自採用を行っている子会社のうち 80%は労働組合も別であるが、独自採用を行っていない子会社はそのうち 79.8%が労働組合も親会社と同一であり、人的なつな

⁴⁾ ただし最近では、同一企業内部でも事業別に異なった賃金体系を導入する動きが総合電機メーカーを中心に見られるが、これは例外的なものである。

がりがきわめて高いといえる。

子会社経営者を通じたモニタリング

以上のような親子会社間の取引関係の強さという特徴は、親会社の子会社に対するガバナンスにどのような影響を与えるだろうか。周知のように Coase (1937) によれば、取引を市場で行うか、それとも組織内で行うかは、取引費用の大きさに応じて決まるという意味で両者は代替的な関係にある⁵⁾。そして取引のガバナンスの仕組みは両者で大きく異なっている。市場取引の場合には価格シグナルにもとづく自由な交換を決定原理とし、取引条件に応じて取引相手の自由な退出また競争相手の自由な参入が行われる。これに対して組織内取引の場合には上位者による権限にもとづく命令を決定原理とする。メンバーシップは固定的・継続的であるがゆえに、上位者への不満がある場合には「ヴォイス」という形で行われる。このような考え方にしたがうならば、外部の市場と取引を行う場合には、取引は市場のガバナンス機能にさらされるが、親会社との取引関係においては、市場のガバナンスに代わって、株主としての親会社がガバナンスの機能を果たすと考えられる。もちろんこのガバナンスが外部の市場取引をできるだけシミュレートするようになされる場合もありうるが、それはあくまでも親会社によるガバナンスを通して行われるのである。

この親会社によるガバナンスは、子会社経営者(社長や役員)のコントロール、すなわち親会社からの社長派遣や、役員派遣によるモニタリングを通して行われるものがその中心であると考えられる。

まず、このことを確かめるために、子会社に委譲された各種の権限の大きさを調べると、子会社の役員人事の決定に関する実質的な権限の委譲は、他の権限に比して極端に制限されていることがわかる。われわれの調査では、複数の意思決定のそれぞれについて、実質的な権限委譲の程度を「ほとんど親会社の意向が通る(1)」「どちらかといえば親会社の意向が通る(2)」「どちらともいえない(3)」「どちらかといえば子会社の意向が通る(4)」「ほとんど子会社の意向

⁵⁾ 企業の境界に関する研究については伊藤・林田(1996)を参照せよ。

が通る(5)」の5段階で評価した。すると「中・長期経営計画の決定」「年度予算案の決定」「新規設備の投資決定」「重要な組織変更の決定」といった戦略的決定の平均値は3.6~3.8であるのに対し、役員人事の決定の平均値は1.9程度であった⁶⁾。

表3は子会社の社長および取締役と親会社との関係をまとめたものである。まず子会社の社長のうち、親会社の役員や従業員が兼任する場合が22%、親会社から出向・転籍した場合が66%であり、子会社社員の内部昇進はわずか8%に過ぎない。また取締役にしても、内部昇進した従業員の比率は平均で22%である。このように、子会社には多くの権限が委譲され、自律的経営が期待される一方で、子会社経営者のコントロールを通じたガバナンスが行われている。

表3: 子会社の社長・取締役の構成

社長	親会社の役員・従業員が兼任	22.1%
	親会社から出向・転籍	66.0%
	子会社社員の内部昇進	7.9%
	その他	4.0%
取締役	親会社と兼任する取締役	37.3% (2.2人)
	親会社からの出向・転籍	40.6% (2.4人)
	子会社社員の内部昇進	22.0% (1.3人)
	取締役総数	5.9人

3 子会社モニタリング：仮説の提示

本節ではわれわれが検証する理論仮説を説明する。親会社による子会社経営者を通じたモニタリングがどのように決まるのかを理論的に分析した研究はほとんどないが、大きく分けると2種類の理論アプローチが考えられよう。まず親会社と子会社の間関係をプリンシパル・エージェント関係とみなし、エー

⁶⁾ 伊藤ほか(1997)は本稿が依拠するものとは別のアンケート調査で、同様の結果を得ている。

エージェントである子会社が効率的に経営されるように適切な子会社ガバナンスの体系とりわけモニタリング強度を親会社が設計する，という枠組みを考えることができる．このアプローチをインセンティブ・モデルと呼ぶことにしよう．このモデルにおける子会社ガバナンスは，子会社のモラル・ハザードを抑制する手段であると同時に，親会社自身による過剰なコントロールを抑制することにコミットするための手段としての役割を担うことになる⁷⁾．Aghion and Tirole (1997) は，事後的なプリンシパルによる過剰介入の可能性が，事前におけるエージェントの投資インセンティブを損なう危険性について分析した．彼らの理論を子会社ガバナンスの分析に応用すると，たとえば 100%子会社に対する公式権限は親会社によって保有されることになり，これは，もしも望むならば親会社はいつでも子会社の意思決定を覆せることを意味する．こうした場合，親会社がモニタリングを強化することによってより正確な情報を得ることには，それによって子会社に対してより適切な努力インセンティブを事前に提供できるというメリットがある反面，事後的に親会社は子会社の決定を覆して，より自分にとって都合のよい決定を押しつけたくなるというデメリットもあるのである．こうした親会社の事後的な機会主義の可能性は，事前における子会社の投資インセンティブを損なってしまう．したがって最適な子会社ガバナンスは，子会社の努力インセンティブを促進することだけでなく，親会社の介入インセンティブを抑制することにも配慮して設計される必要があるのである．

第 2 に親会社によるガバナンス体系は，親会社と子会社間のせめぎ合い・交渉によって決まるという枠組みを考えることができる．子会社といえども独自の経営資源を蓄積したり，親会社とは独立に事業を営むことが子会社の交渉力の源泉になる．この視点に立つモデルを交渉モデルと呼ぶことにしよう．このモデルには親会社がプリンシパルとして子会社ガバナンスを設計するという視点はない．親会社によるモニタリング強度は親会社の交渉力が相対的に高まれば増加し，子会社の交渉力が高まれば減少するという関係になる．たとえば直接的に，親会社の交渉力が相対的に強くなるにつれて，子会社は親会社のモ

⁷⁾ 親会社による過剰介入の分析は，伊藤・林田 (1997) で行われている．

モニタリング強化の要求を拒めなくなると考えることもできるし、あるいは間接的に、事後交渉における親会社の分配の増加が親会社のモニタリング・インセンティブを高めると考えることもできる。以下ではこれら2種類の基本的な枠組みに依拠して、親会社に対する子会社の依存度がモニタリング強度に与える影響について、いくつかの理論仮説を提示する。

日本の企業グループにおける中核企業は通常、事業持株会社であるという特徴から、まず親会社と子会社間の製品・サービスの取引関係の効果について考える。交渉モデルにしたがえば、子会社の取引のうち親会社との取引比率が大きくなるほど、交渉が決裂したときの子会社の利潤が低下するため、子会社の相対的な交渉力は低下する⁸⁾。すでに述べたように子会社の相対的な交渉力の低下により、親会社の子会社経営者を通じたモニタリングが強くなると予想される。逆に親会社への依存度が低いほどモニタリングは弱くなるという仮説になる。つぎにインセンティブ・モデルについて考えよう。まず親会社との取引依存度が低いことは、とりもなおさず親会社以外の企業との取引が多いことを意味する。このときもしも子会社のモラル・ハザードの問題が外部市場での取引を通して緩和されるならば(いわゆる外部市場による規律付け)、親会社への取引依存度が低くなるにつれて、交渉モデルと同様、親会社によるモニタリングは弱まると予想される。なぜならば外部市場の規律付け効果によってモニタリングの必要性そのものが低下するからである。つまり子会社の意思決定に対する親会社の信頼度が高まるのである。その結果、外部市場を通じたガバナンスが親会社のガバナンスを代替することになる。この効果をガバナンス代替と呼ぼう。これを子会社の側から見れば、外部市場による規律付けは親会社の事後的なモラル・ハザード、すなわち親会社の過剰介入を抑制することになる。たとえばもしも親会社の介入が外部市場における子会社の業績を著しく悪化させるならば、親会社がこうした介入を差し控えると考えられる。

しかし親会社との取引依存度を低下させることは必ずしも良いことばかりではない。なぜならばこれによって親会社と子会社の利害不一致の程度が大きく

⁸⁾ ここで親会社の取引のうち当該子会社との取引比率は小さく、当該子会社との取引決裂が与える影響は子会社が被る影響と比べて小さいと仮定する。

なる可能性があるからである。たとえば子会社が親会社との取引においてのみ価値をもつ関係特異的な投資か、市場取引においてのみ価値をもつ汎用的な投資かのいずれか一方を選択しなければならないとしよう。外部市場との取引の割合が大きくなるにつれて、子会社は後者を選択するインセンティブが高くなるだろう。このとき子会社の意思決定に対する親会社の信頼度は低下する。スタンダードなモラル・ハザードのモデルや Aghion and Tirole (1997) の権限委譲のモデルにしたがえば、このように利害不一致やコントロール・ロスの程度が高まるとモニタリング強度を増加させることが親会社にとって望ましい⁹⁾。なぜならば子会社の意思決定に対する信頼度が低下するにつれて、子会社の意思決定に介入する便益が高くなるからである。端的に言えば、コントロール・ロスの問題がインセンティブの問題よりも深刻になるのである。以上の議論により、取引依存度とモニタリング強度の関係は、親会社との取引比率の低下が利害不一致の程度を大きく増加させない限りは、取引依存度が高まるほどモニタリングは強くなるという関係が予想されるといえよう。

資本・資金関係についても同様な議論ができる。交渉モデルでは、子会社が親会社を通じた資金調達に依存する比率が高いほど、また親会社の子会社持株比率が高いほど、子会社の交渉力が弱まり、親会社による子会社経営者を通じたモニタリングが強くなる可能性がある。一方、子会社の親会社への資金依存度が低く、銀行と融資契約をむすぶことによって独自に資金を調達することになると、これと引き換えに外部の銀行によるガバナンスを受けることになる。銀行は個々の融資の案件を審査し、また決済口座を管理することによって、日常的に企業をモニタリングしている。これは親会社によるガバナンスを代替する。すなわち、子会社に外部からの資金調達を行わせることによって、親会社は子会社に対する分権化を進めても子会社のモラル・ハザードを効果的に抑制することができるのである。また子会社は銀行という外部の利害関係者をもつことによって、必要に応じて親会社に「ヴォイス」を行ったり親会社の過剰な介入を拒むことが可能となる。これはまた、子会社というエージェントに対す

⁹⁾ ただし伊藤・林田 (1997) が指摘するように、親会社の子会社経営への過剰介入の問題があると、利害不一致によってむしろモニタリング強度を弱めることが望ましくなる可能性もある。

るプリンシパルの立場にある親会社からいえば、子会社に権限を委譲することに対するコミットメントの手段として機能することを意味する。以上のようなメリットが存在することは、たとえ親会社が一括して資金調達した方がコストが低くても、前節でみたように、独自に資金調達する子会社が多いこととも整合的ある。調達コストの差は、コミットメントのための費用とみなせよう。こうして銀行と親会社の間で資金の利用をめぐる利害の不一致が発生する可能性が低ければ、親会社への資金依存度が高まると親会社によるモニタリングが強くなると予想される。このような外部市場によるガバナンス機能として一般的にもっとも重要なものは、いうまでもなく株式市場である。しかしすでにみたように親会社は子会社株式を公開しない場合が圧倒的に多い¹⁰⁾。親会社は子会社株式の公開によってキャピタル・ゲインが得られる反面、子会社に対するコントロール権が制約されるためである¹¹⁾。株式の公開までに至らなくても、取引先や提携先などによる親会社以外の株式所有比率が多くなれば、交渉モデルによれば、親会社のガバナンスは相対的に低下するだろう。また親会社が大株主であることはすべてのサンプルに当てはまるので、持株比率の低下が親会社によるガバナンスに影響を与えるほど重要な利害の不一致を少数株主との間にもたらすとは考えにくい。したがって親会社による持株比率の増加は、親会社によるモニタリングを強めると予想される。

人的関係についても同様である。事業部や社内カンパニーでは通常直接に労働者を雇い入れることはできず、本社が一括採用した労働者が全社的観点から配分さる。これに対して子会社は、自身の提示する労働条件で直接に労働市場から雇い入れることが可能である。そしてこのとき、子会社がよい人材を採用するためには、労働市場でよい評判を獲得する必要がある、この意味で市場のガバナンスを直接に受けている。しかしすでにみたように子会社によっては、自身で正規従業員の採用を行わないものもある。親会社が自己の評判にもとづ

¹⁰⁾ ただし海外でも米国では親会社株主と子会社株主の利益相反の問題から、子会社株式は極めてまれにしか公開されない。これと比べれば日本では公開されているケースが多いということはある。

¹¹⁾ 最近ではソニーや松下のように、逆に公開子会社を完全子会社化する例がみられるのも、コントロールを強化し全社的問題に機動的に対処するためと考えられる。

き一括して採用した上で、子会社に出向させたり転籍させたりしている場合である。交渉モデルや、労働市場によるガバナンスを代替的なものとして捉える見方に立てば、このような場合には親会社のガバナンスは強まると考えられる。逆に労働市場と直接取引している場合には相対的に弱まるだろう。しかし独自採用が親会社と子会社間の利害不一致の程度を高めると考えられるならば、インセンティブ・モデルによって独自採用は親会社によるガバナンスを強めると予想されることになる。

本節の議論を整理すると以下ようになる。ヒト、モノ、カネのそれぞれについて、(1) 交渉モデルでは、親会社に対する子会社の依存度が低くなるにつれて子会社に対する親会社のモニタリングは低くなる；(2) インセンティブ・モデルでは、もしも外部市場との取引が親会社と子会社間の利害不一致を高めるならば、親会社に対する子会社の依存度が低くなるにつれて子会社に対する親会社のモニタリングは高くなり（利害不一致モデル）、そうでなければ親会社に対する子会社の依存度が低くなるにつれて子会社に対する親会社のモニタリングは低くなる（ガバナンス代替モデル）。

4 変数の説明

本節では、われわれが行った先のアンケート調査のデータを用いて推計に必要な変数を定義する。まず推定における被説明変数である、親会社によるガバナンスの大きさ（ガバナンス変数）をどう測るかを説明しよう。前節の最後で述べた「子会社経営者を通じた（親会社による）モニタリング」の程度について、次の3種類の変数を考える。

1. 社長依存度：表3のベースとなったアンケート項目から、子会社の社長のうち、内部昇進者の場合に1、親会社からの出向転籍者の場合に2、親会社の役員との兼任の場合に3とする。この変数をPDEPと記す。分布はPDEP = 1が8.30%、PDEP = 2が69.13%、PDEP = 3が22.56%である。
2. 派遣役員比率：表3のベースとなったアンケート項目から、子会社の全取締役のうち、親会社から派遣（出向・転籍・兼任）された取締役の比率。こ

の変数を TRATIO と記す。

3. 親会社の実質的役員人事権。役員人事の決定に関して親会社の意向がどれくらい通るかに対する回答に次のように 1~3 の値を与える。「ほとんど子会社の意向が通る」または「どちらかといえば子会社の意向が通る」ならば 1, 「どちらともいえない」ならば 2, 「どちらかといえば親会社の意向が通る」または「ほとんど親会社の意向が通る」ならば 3。この変数は、役員人事の決定に対する親会社の実質的な権限を表しているので、RAUT (Real AUTHority) と書くことにする。分布は RAUT = 1 が 15.24%, RAUT = 2 が 13.09%, RAUT = 3 が 71.67% である。

これらの変数はいずれも、その値が大きいほど親会社による子会社経営者を通じたモニタリングの程度が大きいと解釈できる。

次に説明変数については以下のように定義した。まずはじめに、親会社への垂直的取引依存度として、子会社の売上依存度および購買依存度を用いる。前者を SRATIO, 後者を PRATIO と書く。第 2 に、これと代替的な変数として、親会社への取引依存のパターンを次のようなダミー変数で把握する。親会社への売上比率および親会社からの購買比率が 50% を超えるか否かを基準にして、両者の結合分布から以下のようなダミーを作成した。

$SRATIO < 50$ かつ $PRATIO < 0.5$ の場合は 1, それ以外の場合は 0 であるダミー変数を LAT50 とする。この変数の値が 1 ならば、売手・買手どちらの立場でも親会社への依存度が小さいという意味で親会社との関係が水平的な子会社なので、「水平ダミー」と呼ぶ。

$50 \leq SRATIO$ かつ $PRATIO < 50$ の場合は 1, それ以外の場合は 0 であるダミー変数を UP50 と書く。この変数の値が 1 の子会社は、原材料から販売に至る製品の垂直的業務構造において、親会社の川上に位置して親会社に販売している子会社を表すので、「川上ダミー」と呼ぶ。

$SRATIO < 50$ かつ $0.5 \leq PRATIO$ の場合は 1, それ以外の場合は 0 であるダミー変数を DOWN50 とする。この値が 1 の子会社は親会社の川下で親会社の製品を仕入れる立場にいるので「川下ダミー」と呼ぶ。

推定においては、 $0.5 \leq \text{SRATIO}$ かつ $0.5 \leq \text{PRATIO}$ の場合 (すなわち垂直的取引の程度がもっとも強い場合) が基準となるので、これら 3 つのダミー変数がモニタリング変数に与える効果がマイナスならば、親会社への取引依存度が高いとモニタリングが強まるという交渉モデル、外部市場によるガバナンス代替、親会社の過剰介入といった視点から得られる理論仮説と整合的ということになる。また LAT50 の係数値は、他の 2 つの係数値よりもその絶対値は大きいと予想される。

第 3 に親会社との資本・資金関係に関する変数である。親会社への資金依存度として親会社からの資金調達比率を用い FRATIO と書く。また親会社の持株比率を ORATIO とする。

第 4 に人的関係として正規従業員の採用の有無を表すダミー変数を定義する。子会社が正規従業員の採用を行っている場合は 1、そうでない場合は 0 となるダミー変数を Drcrt とする。

コントロール変数としては以下の変数を考える。まず子会社の規模をその資本金で測り、これの自然対数値を LNSIZE とする。また、この子会社規模が親会社規模と比較してどれくらい大きいかを示す比率を RELATIVE とする。この変数は、子会社の相対的な交渉力を表すとも考えられる。

次に、子会社が設立されてからの年数を HOWOLD とする。ただし操業年数が 3 年に満たない会社はサンプルから除く。あまりに若い会社はガバナンスの構造がまだ安定していないと考えられるからである。子会社設立の経緯としては、以下のようなダミー変数を考慮する。他社との合併や買収によって設立された場合に 1、それ以外の場合に 0 とする変数 HISTORY1、親会社が単独で新規に設立した場合に 1、それ以外の場合に 0 とする変数 HISTORY2、その他の場合に 1、それ以外の場合に 0 とする変数 HISTORY3。推定においては、親会社の一部から分離独立して設立された場合が基準となる。

最後に、分社化のタイプを以下のように捉える。末尾の補論で説明するように、分社化の理由に関する因子分析によって得られた第 1 因子と第 2 因子の因子得点を、子会社のタイプを表すものとみなす。「人件費要因」とみなすことができる第 1 因子の因子得点を TYPE1、「分権化要因」とみなすことができる第 2 因子の因子得点を TYPE2 とする。

以上の変数の主なものに関する要約データは、以下の表 4 に示す通りである。

表 4: 推計に用いる主要変数の要約データ

	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
TRATIO	560	82.00135	25.18379	0	100
SRATIO	568	59.375	38.27297	0	100
PRATIO	556	28.66187	34.55286	0	100
FRATIO	546	29.54762	43.28979	0	100
ORATIO	587	88.1385	21.14008	17	100

5 推計結果

社長依存度、派遣役員比率、親会社の実質的役員人事権に関する各推計結果は表 5～表 7 に示されている。被説明変数が離散変数 PDEP、RAUT のときはオーダード・プロビット・モデルによる推計を、連続変数 TRATIO の場合には通常の最小自乗法による推定を行った。各表では、すべてのサンプルで行った推計と、親会社が株式の 50% 超を保有する子会社および完全子会社に限定して行った推計の結果を報告している。

まず、親会社との財・サービスの取引に関する結果をみよう。取引比率を用いる Model1 の場合には、SRATIO、PRATIO の係数の符号は正で有意な場合が多い。またダミー変数を用いる Model2 の推計の場合には、3 つのダミー変数は多くのケースにおいて負で有意である。したがっていずれの場合においても、交渉モデル、ガバナンス代替、親会社の過剰介入の理論と整合的な結果が得られている。さらに、取引比率による推計の場合には購買依存度よりも販売依存度の方が有意性も高く係数値も大きい。またダミー変数による推計の場合には、川下ダミーの方が川上ダミーよりも有意性も高く、係数の絶対値も大きいという結果になっている。これは、購買依存度の高い会社が販売依存度も高くなることによる効果は、販売依存度の高い会社が購買依存度も高くなることによる効果を上回ることを意味している。ただし、水平ダミーの絶対値が必ず

しも最大とは限らない。

資金依存度 FRATIO の係数はすべてのケースで正であり，とくに派遣役員比率 TRATIO に関する推計 (表 6) の場合には，すべての Model で有意である。これはやはり，交渉モデル，ガバナンス代替，親会社の過剰介入の理論と整合的である。資金依存度が高いと派遣役員の比率が高いという結果は，Kaplan and Minton (1994) とも整合的な結果である。ただし役員人事への介入には，資金依存度はそれほど有意な影響を与えているとはいえない。親会社の持株比率 ORATIO の係数値は多くのケースで正で有意であり，持株比率が上がると親会社によるモニタリングが強まるという仮説を支持している。株式の所有は単なる収益権にとどまらず会社の支配権をもたらすわけだから，この結果はむしろ当然かもしれない。ただし社長依存度 (表 5) に関する推計のケースで有意な結果が少ないのは，そもそも親会社は過半数の株を保有している場合が多いために，追加的な株式取得に対しては PDEP 変数は非感応的であるためと考えられよう。実際，この推測は，親会社所有比率 50% 超の子会社に限定した場合にとりわけ有意性が低いことと整合的である。またこの変数は，コントロール変数としても重要であることに注意しておこう。他の多くの変数は親会社の持株比率と連動して効果を与える可能性が強いが，われわれの推計結果は持株比率をコントロールしてなお得られる効果なのである。このことはまた，完全子会社に限定した推計においても，他のケースと同様の結果が得られていることに対応している。

独自採用ダミーはいずれのケースでも有意とはいえないが，多くの場合にプラスである。したがって交渉モデルや外部労働市場が親会社によるガバナンスを代替するという理論とは整合的でない。この理由として，まず，労働市場の果たすガバナンス機能が弱いという可能性がある。労働者の質，職場の状況などに関する情報は非対称性が大きく単純な価格メカニズムは機能しにくいし，また労働市場ではさまざまな制度的要因が重要となる。そのために労働市場を通してのガバナンスは子会社経営者を通してのガバナンスに代替するほど機能しないために，後者のガバナンスを弱める効果がないという可能性がある。第 2 に，インセンティブ・モデルの枠組みの中でも，労働市場を通じての規律づけが働くほどむしろ親会社との利害不一致が生じて，従業員の行動を親会社に

とって望ましい方向に規律づける必要性が高まるという説明が可能である。逆にいえば、独自採用を行っておらずすべての従業員が親会社からの出向・転籍によって供給されているならば、わざわざ子会社経営者を通してのガバナンスを強める必要はないであろう。

コントロール変数のうち子会社規模は、ほとんどすべてのケースでモニタリングの強さに有意にマイナスの効果を与える。規模の増大は子会社の交渉力を強めると考えられよう。あるいは、派遣役員比率 (TRATIO) のケースについていえば、派遣役員によるモニタリング機能には規模の経済が働き、子会社規模の増加ほどには派遣役員比率の増加は必要がないという解釈も可能である。ただし子会社を相対規模でみた場合には、派遣役員比率に関する推計の場合にのみすべての Model で負である（さらに 50% 超に限定した場合に有意）。

操業年数 (HOWOLD) については、社長依存度、派遣役員比率に関する推計において、すべての Model で負であり、また多くの場合に有意である。設立して時間が経つほど子会社は自立し、親会社のモニタリングは弱まる傾向がある。時間の経過と共に経営資源が蓄積され子会社の交渉力が増す、子会社独自のガバナンス構造が確立される、などが理由として考えられる。設立経緯に関しては、新規設立 (HISTORY2) ダミーが、社長依存度、派遣役員比率に関する推計において多くの場合に正で有意である。これは、親会社の既存部門から分離独立する場合よりも、新規に設立された場合の方が、モニタリングが強まることを意味する。しかもこれは、前述のように、設立されてからの経過年数でコントロールした上でのことである。最後に、分社化理由にもとづく子会社のタイプ変数 (TYPE1, TYPE2) は、その係数の符号が一定せず、ほとんどの場合に有意でない。とくに分権化要因の係数が負で有意にならないことは、子会社経営者を通じたモニタリングは、分権化の推進とは独立して親会社に留保されることに対応していると推測される。しかも、本稿では報告していないが、分権化タイプの子会社に対してはそうでない子会社よりも、親会社による派遣役員を通じた普通の事業活動のチェックがより強まるという推計結果が得られている。子会社に様々な権限の委譲が行われることに対応して、より強く監視さ

れ大きな責任が求められることが示唆されていると考えることができよう¹²⁾。

以上では、親会社との各種の取引関係が大きくなるほど親会社のモニタリングが強まるという基本的なガバナンス関係が認められた。ここで、メインバンクなどによるいわゆる状態依存型ガバナンスと呼ばれるタイプのガバナンスでは、赤字の続く危機的状态と、収益の安定的した状態とでは、モニタリングのあり方が異なるとされる。われわれの調査データは1時点のものであり、親会社のガバナンスが状態依存型か否かを確認することはできないが、黒字企業と赤字企業との間で、これまで述べてきたガバナンスのあり方が違うのかどうか、違うとすればどのように違うかを検証することには意味があろう。

表8は、被説明変数が派遣役員比率の場合について、サンプルを赤字企業と黒字企業とに分けて、別々に推計したものである。この中でとくに興味深いのは、赤字企業においては、親企業との財の取引比率が増大するほど、親会社のモニタリングが逆に低下する傾向が明瞭にみられることである。とりわけ派遣役員比率に関して、これが顕著に認められる。これについては、以下のような理由がとりあえず考えられるだろう。まず、理論仮説を検討した節で述べたように、本来は親会社との取引依存度が増大するほど親会社のモニタリングは強化されるべきであるのに、これが逆にになっているために親会社のガバナンスが効かず、赤字に陥っているというものである。これは、親会社の行動が非合理的であるがゆえに、その子会社が赤字に陥っているとする立場である。より興味深いのは、利害不一致仮説が成立する可能性である。親会社との利害の対立が大きいとき、親会社は子会社を犠牲にした取引を行いやすい。極端な場合には、これが子会社に赤字をもたらす。逆にいえば、赤字の子会社の場合、親会社との利害の不一致が高く、その結果、前節の理論仮説で述べたように、取引依存度が高まるにつれてモニタリングが低下すると考えられるのである。

その他に注目されるのは、子会社規模・操業年数はもはや有意な変数でなくなること、合併・買収によって設立された場合に（既存部門の分離独立によって設立された場合と比較して）子会社経営者に対するガバナンスが弱くなるこ

¹²⁾ 伊藤ほか(2002)は、本稿と同じデータを用いて権限委譲、責任、モニタリングの間の関係を詳しく分析している。

とである。前者は、赤字企業の場合には、子会社規模・操業年数などは交渉力の源泉にならないことを示唆する。後者については、合併・買収によって設立された赤字企業は、新会社設立以前の遺産をひきづっているために親会社のガバナンスがなされにくいと推測される。

6 終わりに

本稿では、親会社による子会社経営者を通じたガバナンスを実証的に分析した。多くの実証結果は、親会社のガバナンスが親会社と子会社の相対的な交渉力で決まると考える交渉モデルや、親会社がプリンシパルとして、外部市場のガバナンス機能を考慮に入れて子会社のガバナンス体系を設計するモデルと整合的である。一方、人的要素である従業員の独自採用については、そのようなモデルでは必ずしも説明できず、利害不一致の程度が高まるとモニタリングを強めるというインセンティブ・モデルも考慮しなければならない。

今後分析の対象とすべき点としては、以下のようなものが考えられる。子会社の直面する市場には競争の激しい分野と緩やかな分野、事業リスクの高い分野と低い分野など、多様なものがあるだろう。こうした場合、外部市場の果たすガバナンス機能の強さも当然変わってくると考えられる。このことが親会社によるガバナンスにどのような影響を与えるだろうか。

また親会社自身に対するガバナンスのあり方も子会社ガバナンスのあり方に影響を与えるだろう。親会社は、第一義的には市場によるガバナンスにしたがうだろう。そして親会社の直面する市場には多様なものがある。たとえば前述のような製品市場における競争度やリスクの違いが子会社ガバナンスにどのように影響するだろうか。親会社の多角化度の違いはどうだろうか。また資本市場については、よく知られているように、株式の相互持合いを通じて株式市場によるガバナンス機能が相対的に弱められている場合がある。こうした親会社に対するガバナンスのあり方が、子会社に対するガバナンスにどのような効果をもたらすだろうか。これらの設問を分析していくことによって、日本の企業グループにおける子会社ガバナンスへの理解をいっそう深め、企業再編等へのインプリケーションを与えていくことができるだろう。

表 5: 推計結果 (社長依存度 PDEP)

	全サンプル		50 %超のみ		完全子会社のみ	
	Model1	Model2	Model1	Model2	Model1	Model2
販売依存度 (SRATIO)	0.004** (2.420)		0.005** (2.540)		0.003 (1.300)	
購買依存度 (PRATIO)	0.001 (0.640)		0.001 (0.390)		-0.000 (-0.020)	
水平ダミー (LAT50)		-0.427** (-2.190)		-0.450** (-2.230)		-0.232 (-1.000)
川上ダミー (UP50)		-0.256 (-1.570)		-0.237 (-1.410)		-0.327* (-1.760)
川下ダミー (DOWN)		-0.586** (-2.500)		-0.631*** (-2.610)		-0.767*** (-2.780)
資金依存度 (FRATIO)	0.002 (1.130)	0.002 (1.310)	0.002 (1.130)	0.002 (1.320)	0.002 (1.200)	0.002 (1.320)
子会社規模 (LNSIZE)	-0.060 (-1.600)	-0.054 (-1.450)	-0.086** (-2.100)	-0.077* (-1.900)	-0.089* (-1.810)	-0.089* (-1.810)
持株比率 (ORATIO)	0.005 (1.530)	0.006* (1.660)	0.002 (0.400)	0.001 (0.240)		
相対規模 (RELATIVE)	44.946 (0.320)	58.679 (0.420)	63.454 (0.410)	71.982 (0.460)	31.572 (0.170)	43.913 (0.240)
採用ダミー (DRCRT)	0.051 (0.280)	0.118 (0.670)	0.030 (0.170)	0.096 (0.550)	-0.002 (-0.010)	0.077 (0.400)
操業年数 (HOWOLD)	-0.021*** (-4.390)	-0.020*** (-4.310)	-0.022*** (-4.390)	-0.021*** (-4.230)	-0.021*** (-3.300)	-0.023*** (-3.600)
合併・買収 (HISTORY1)	-0.006 (-0.030)	-0.008 (-0.050)	0.093 (0.480)	0.070 (0.370)	0.346 (1.420)	0.370 (1.520)
新規設立 (HISTORY2)	0.245* (1.680)	0.222 (1.550)	0.309** (2.060)	0.281* (1.910)	0.406** (2.480)	0.406** (2.500)
その他 (HISTORY3)	-0.064 (-0.170)	-0.114 (-0.300)	0.178 (0.430)	0.098 (0.240)	0.539 (0.930)	0.460 (0.770)
人件費要因 (TYPE1)	-0.116* (-1.770)	-0.096 (-1.500)	-0.090 (-1.320)	-0.074 (-1.110)	-0.034 (-0.430)	-0.016 (-0.200)
分権化要因 (TYPE2)	-0.078 (-1.220)	-0.076 (-1.210)	-0.075 (-1.130)	-0.075 (-1.140)	-0.060 (-0.780)	-0.040 (-0.530)
擬似決定係数	0.098	0.093	0.087	0.082	0.061	0.072
サンプル数	426	445	393	412	305	316

PDEP(子会社社長の親会社への依存度) を被説明変数とするオーダード・プロビット分析。表の各数値は係数の値。カッコ内は t 値。***, **, * は、それぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

表 6: 推計結果 (親会社からの取締役比率 TRATIO)

	全サンプル		50 %超のみ		完全子会社のみ	
	Model1	Model2	Model1	Model2	Model1	Model2
販売依存度 (SRATIO)	0.075* (1.920)		0.077* (1.930)		0.031 (0.690)	
購買依存度 (PRATIO)	0.001 (0.010)		0.006 (0.150)		0.020 (0.470)	
水平ダミー (LAT50)		-7.511* (-1.720)		-8.315* (-1.880)		-3.896 (-0.810)
川上ダミー (UP50)		-1.982 (-0.540)		-3.216 (-0.860)		-2.755 (-0.700)
川下ダミー (DOWN)		-9.541* (-1.810)		-10.247* (-1.920)		-6.305 (-1.090)
資金依存度 (FRATIO)	0.072** (2.230)	0.070** (2.240)	0.066** (2.060)	0.067** (2.130)	0.082** (2.480)	0.083** (2.560)
子会社規模 (LNSIZE)	-2.551*** (-2.960)	-2.338*** (-2.770)	-2.759*** (-2.950)	-2.509*** (-2.750)	-3.563*** (-3.280)	-3.560*** (-3.330)
持株比率 (ORATIO)	0.254*** (3.230)	0.252*** (3.280)	0.332*** (2.870)	0.290*** (2.620)		
相対規模 (RELATIVE)	-3053.919 (-0.930)	-2937.316 (-0.900)	-7292.495* (-1.960)	-7214.474* (-1.960)	-3684.546 (-0.880)	-3855.322 (-0.940)
採用ダミー (DRCRT)	0.901 (0.220)	0.588 (0.150)	0.684 (0.170)	0.520 (0.130)	-0.356 (-0.080)	-0.621 (-0.150)
操業年数 (HOWOLD)	-0.208** (-2.050)	-0.180* (-1.790)	-0.227** (-2.060)	-0.184* (-1.710)	-0.135 (-1.040)	-0.137 (-1.070)
合併・買収 (HISTORY1)	-4.320 (-1.080)	-4.771 (-1.230)	-2.278 (-0.530)	-3.229 (-0.780)	-3.458 (-0.660)	-3.490 (-0.680)
新規設立 (HISTORY2)	5.325* (1.650)	4.817 (1.530)	6.016* (1.840)	5.382* (1.690)	6.141* (1.830)	6.098* (1.860)
その他 (HISTORY3)	3.034 (0.360)	1.992 (0.240)	3.981 (0.430)	2.159 (0.240)	0.575 (0.050)	0.617 (0.050)
人件費要因 (TYPE1)	0.934 (0.630)	1.161 (0.800)	0.551 (0.360)	0.787 (0.530)	0.248 (0.140)	0.341 (0.200)
分権化要因 (TYPE2)	0.498 (0.350)	0.491 (0.350)	0.504 (0.340)	0.534 (0.370)	0.936 (0.570)	0.876 (0.550)
調整済決定係数	0.191	0.185	0.142	0.132	0.062	0.062
サンプル数	384	399	351	366	272	280

TRATIO (親会社からの兼任・出向・転籍取締役の割合) を被説明変数とする OLS 推計。各数値は係数の値。カッコ内は t 値。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示す。

表 7: 推計結果 (役員人事における親会社の実質決定権限 RAUT)

	全サンプル		50 %超のみ		完全子会社のみ	
	Model1	Model2	Model1	Model2	Model1	Model2
販売依存度 (SRATIO)	0.009*** (4.390)		0.009*** (3.930)		0.009*** (3.270)	
購買依存度 (PRATIO)	0.006** (2.310)		0.005* (1.710)		0.005 (1.590)	
水平ダミー (LAT50)		-1.015*** (-3.590)		-0.912*** (-3.130)		-1.073*** (-2.930)
川上ダミー (UP50)		-0.466* (-1.730)		-0.412 (-1.510)		-0.485 (-1.420)
川下ダミー (DOWN)		-0.687** (-2.110)		-0.667** (-2.000)		-0.860*** (-2.060)
資金依存度 (FRATIO)	0.001 (0.660)	0.002 (1.230)	0.001 (0.690)	0.002 (1.170)	0.001 (0.360)	0.002 (0.830)
子会社規模 (LNSIZE)	-0.110** (-2.460)	-0.102** (-2.320)	-0.087* (-1.760)	-0.083* (-1.710)	-0.146** (-2.230)	-0.119* (-1.850)
持株比率 (ORATIO)	0.012*** (2.850)	0.014*** (3.350)	0.011* (1.890)	0.013** (2.240)		
相対規模 (RELATIVE)	66.530 (0.350)	107.333 (0.570)	4.577 (0.020)	38.861 (0.180)	751.279 (1.390)	961.249* (1.700)
採用ダミー (DRCRT)	0.125 (0.540)	0.140 (0.620)	0.118 (0.510)	0.124 (0.550)	0.375 (1.440)	0.415 (1.620)
操業年数 (HOWOLD)	0.004 (0.700)	0.003 (0.540)	0.005 (0.870)	0.004 (0.700)	0.005 (0.530)	0.002 (0.210)
合併・買収 (HISTORY1)	0.077 (0.350)	0.096 (0.450)	0.108 (0.450)	0.142 (0.600)	0.458 (1.320)	0.433 (1.270)
新規設立 (HISTORY2)	0.061 (0.310)	0.043 (0.230)	0.055 (0.280)	0.032 (0.170)	0.089 (0.400)	0.068 (0.310)
その他 (HISTORY3)	-0.457 (-1.100)	-0.308 (-0.760)	-0.512 (-1.110)	-0.352 (-0.780)	0.000 (0.000)	0.092 (0.120)
人件費要因 (TYPE1)	-0.011 (-0.140)	0.014 (0.180)	-0.020 (-0.240)	0.008 (0.100)	0.016 (0.140)	0.009 (0.080)
分権化要因 (TYPE2)	-0.018 (-0.220)	-0.045 (-0.580)	-0.046 (-0.540)	-0.075 (-0.890)	-0.113 (-1.000)	-0.114 (-1.020)
擬似決定係数	0.131	0.118	0.087	0.078	0.125	0.114
サンプル数	359	373	322	336	241	249

RAUT(役員人事決定の実質権限) を被説明変数とするオーダード・プロビット分析。表の各数値は係数の値。かっこ内は t 値。***, **, * は、それぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

表 8: 推計結果 (黒字企業・赤字企業別の TRATIO に関する推定)

	黒字企業		赤字企業	
	Model1	Model2	Model1	Model2
販売依存度 (SRATIO)	0.103** (2.440)		-0.277* (-1.990)	
購買依存度 (PRATIO)	0.028 (0.650)		-0.342** (-2.290)	
水平ダミー (LAT50)		-10.540** (-2.290)		49.582*** (3.210)
川上ダミー (UP50)		-3.969 (-1.030)		43.165** (2.800)
川下ダミー (DOWN)		-12.226** (-2.200)		34.775* (1.860)
資金依存度 (FRATIO)	0.060* (1.780)	0.061* (1.870)	0.258** (2.230)	0.188* (1.840)
子会社規模 (LNSIZE)	-2.379*** (-2.630)	-2.262** (-2.550)	-0.267 (-0.080)	-1.731 (-0.540)
持株比率 (ORATIO)	0.266*** (3.180)	0.273*** (3.340)	-0.284 (-0.970)	-0.510* (-1.790)
相対規模 (RELATIVE)	-3394.169 (-1.010)	-3123.137 (-0.950)	-26902.750 (-1.090)	-14046.810 (-0.610)
採用ダミー (DRCRT)	-0.741 (-0.170)	-0.604 (-0.150)	3.583 (0.250)	7.713 (0.530)
操業年数 (HOWOLD)	-0.232** (-2.210)	-0.203* (-1.960)	0.026 (0.050)	-0.193 (-0.380)
合併・買収 (HISTORY1)	-2.094 (-0.510)	-2.288 (-0.570)	-28.745* (-1.740)	-41.497*** (-3.050)
新規設立 (HISTORY2)	5.336 (1.590)	5.086 (1.550)	14.464 (1.250)	12.938 (1.080)
その他 (HISTORY3)	4.084 (0.490)	3.545 (0.430)	(dropped) ()	(dropped) ()
人件費要因 (TYPE1)	0.588 (0.380)	0.949 (0.640)	6.810 (0.990)	4.511 (0.710)
分権化要因 (TYPE2)	0.293 (0.200)	0.440 (0.300)	3.607 (0.730)	3.763 (0.800)
調整済決定係数	0.196	0.190	0.363	0.424
サンプル数	353	367	31	32

TRATIO (親会社からの兼任・出向・転籍取締役の割合) を被説明変数とする OLS 推計。数値は係数の値。カッコ内は t 値。***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

補論：なぜ分社化を行うのか

個々の親企業がなぜ分社化を行うのかという理由は多様であり，また親会社が同一であっても担当する事業内容の性質が違えば分社化理由も異なるであろう．さまざまな分社化の理由については Aoki (1984)，伊藤ほか (1997)，小田切 (2000) などにとめられているが，データに基づく実証分析は存在しない．この補論では，われわれのアンケート調査に基づく分析を説明する．

分社化の理由として次のようなものが指摘されている．

大規模組織の限界と分権化

1. 有望事業への専門化を強め，経営資源を重点配分するため．
2. 異種事業・異種取引を分離するため．
3. 経営責任を明確化し，業績評価を容易にするため．
4. 権限委譲を推進するため．
7. 親会社をスリム化し，意思決定を迅速化するため．

内部労働市場

11. 親会社と異なる人事制度 (処遇・勤務体制) を導入するため．
10. 人件費を削減するため．
14. 営業拠点・工場等の地方進出のため．
15. 中高年の職場を確保するため．
16. 社長・役員ポストを増やし，モラルの向上を図るため．
17. 親会社の幹部候補生に事業経営の機会を与えるため．

その他

9. 株式を上場するため．
8. 間接部門を独立させ，グループ全体でのスケールメリットをはかるため．
5. 他企業との取引機会を拡大するため．
6. 新規事業にともなうリスクを分散するため．
13. 不採算部門を分離するため．

12. 税金対策等の財務上のメリットがあるため．

以上で検討した 17 の分社化の理由は，実際にはどの程度あてはまるのであろうか．アンケート調査のデータを用いて検証しよう．これら 17 の理由がどれくらい妥当するかについて 5 段階のリッカート・スケールで回答を得た．それぞれの理由について，「まったくそのとおり」「どちらかといえば正しい」のいずれかに該当するとした回答の比率が高かったのは 1, 3, 4, 7, 10 の各理由であり，逆に比率が低かったのは 9, 12, 13 であった．このことから分権化を推進するタイプの分社化 (1, 3, 4, 7) と人件費節約タイプの分社化 (10) が，多様な分社化理由のうちでも特に中心的なものであることがわかる．次に，分社化理由それぞれのあいだの相関係数を求めたところ，多くの理由の間で有意に正の相関があり，人件費節約を目的とする分社化と分権化推進を目的とする分社化とが，企業にとって必ずしも相反する目的ではない可能性があることがわかる．たとえば理由 10 と 3, 4 との間の相関係数はそれぞれ .1026, .1024 で有意である．いいかえるならば，両者が同時に追求されることもありえるということである．

そこでこれら多くの分社理由の回答から共通の因子を探り出し，この因子をもとに分社化理由をいくつかのグループにまとめることを試みた．これを行うのが因子分析である．17 種類の分社化理由に対して因子分析を行ったところ，意味のある因子は 5 つであった¹³⁾．バリマックス・ローテーション後に得られた因子負荷量の行列が表 9 である．これら 5 つの因子で全回答のちらばりの約 60% を説明している¹⁴⁾．表で下線部は因子負荷量大きいことを示している．この因子負荷量の大きさから，各因子を特徴づける性格づけを行ってみよう．

第 1 因子は理由 10 (人件費削減) と 11 (異なる人事制度導入) の因子負荷量の絶対値が特に大きい¹⁵⁾．これら 2 つが同じグループに属することは，親会社と異なる人事制度の導入が人件費の削減を意図したものであることを意味する

¹³⁾ すなわち固有ベクトルが 1 以上のものが 5 つであった．

¹⁴⁾ すなわち累積寄与率が 60% である．

¹⁵⁾ ある因子についてその因子負荷量の多くが負であるとき，正である場合と同様に解釈してよい．

と考えられる。したがって第 1 因子は「人件費因子」と名づけてよいだろう。このことから、人件費の問題が分社化の重要な要因であることが裏付けられる。次に第 2 因子は理由 1 (専門化), 3 (責任明確化), 4 (権限委譲), 7 (親会社スリム化) の各負荷量が大きいという特徴から、「分権化因子」と性格づけられる。これらの理由 1, 3, 4 は相互に補完的な関係にあると考えられるから、これらが分社化に際して同時に追求されていることがデータから確認されることは興味深い。

第 3 因子の性格づけは難しいが、興味深いことに理由 14 (地方進出) が最初の「人事因子」とは独立の因子の中に含まれている。つまり地方進出は結果的には人件費削減効果をもつかもしいないが、それとは別の要因として認識されている。第 4 因子では理由 2 (異種取引分離), 6 (リスク分散) の値が大きく, 9 (株式上場), 12 (税金・財務) がそれに続いている。そこでこれは「異質リスク因子」と特徴づけられるだろう。

最後に第 5 因子では、理由 15 (中高年者対策), 16 (役員ポスト), 17 (幹部候補生教育) の各絶対値が特に大きく、「ポスト因子」と呼べる。このうち 15 と 16 は、分社化理由としては消極的なものであると従来指摘されることが多いが、これらが同じグループに属することが示されていることに注意すべきである。

本文で子会社のガバナンスに関する推計を行う際には、分社化のタイプを表すコントロール変数として、人件費因子と分権化因子の二つを選び、それぞれの因子得点を TYPE1, TYPE2 として用いた。TYPE1 変数は個々の子会社における分社化理由における人件費タイプの強さを、TYPE2 は分権化タイプの強さを表している。

参考文献

- P. Aghion and J. Tirole (1997) “Formal and Real Authority in Organizations,” *Journal of Political Economy*. 105:1–29.
- M. Aoki (1984) “Aspects of the Japanese Firm,” In M. Aoki (ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firm*. Amsterdam: North-Holland. ch. I, pp. 3–43.

- R. Coase (1937) “The Nature of the Firm,” *Economica*. 4:386–405.
- S. N. Kaplan and B. A. Minton (1994) “Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers,” *Journal of Financial Economics*. 36:225–58.
- 伊藤秀史 (1998) 「日本企業の変革と分社化」 小宮隆太郎・奥野正寛 (編) 『日本経済 21 世紀への課題』 東洋経済新報社 , .
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (1997) 「日本企業に分社化戦略と権限委譲 アンケート調査による分析」 『通産研究レビュー』 (10):24–62 .
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (2002) 「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス 権限・責任・モニタリング」 伊藤秀史 (編) 『日本企業 変革期の選択』 東洋経済新報社 , 第 8 章 , 235–268 頁 .
- 伊藤秀史・林田修 (1996) 「企業の境界 分社化と権限委譲」 伊藤秀史 (編) 『日本の企業システム』 東京大学出版会 , 第 5 章 , 153–181 頁 .
- 伊藤秀史・林田修 (1997) 「分社化と権限委譲 不完備契約アプローチ」 『日本経済研究』 (34):89–117 .
- 小田切宏之 (2000) 『企業経済学』 東洋経済新報社 .
- 加護野忠男 (1993) 「職能別事業部制と内部市場」 『国民経済雑誌』 167(2):35–52 .
- 東洋経済新報社 (2000) 『日本の企業グループ 2000 年』 東洋経済新報社 .

表 9: 分社化理由の因子分析

分社化理由	第 1 因子	第 2 因子	第 3 因子	第 4 因子	第 5 因子
1	-0.15346	<u>0.61396</u>	-0.11789	0.22138	-0.00291
2	-0.17069	0.13483	0.27622	<u>0.65586</u>	-0.05454
3	0.10378	<u>0.83636</u>	-0.09171	0.12024	0.03193
4	0.08446	<u>0.83157</u>	0.09380	0.10778	0.13282
5	-0.14695	0.29183	0.30642	<u>0.46835</u>	0.14735
6	0.15008	0.18290	-0.00809	<u>0.73168</u>	0.14121
7	0.52245	<u>0.52338</u>	0.26270	-0.03905	0.21178
8	0.31424	0.15749	<u>0.51656</u>	0.32810	0.19321
9	0.03431	0.18886	-0.13933	<u>0.53147</u>	0.08897
10	<u>0.81934</u>	0.03575	0.02662	-0.01998	0.17514
11	<u>0.71931</u>	0.13396	-0.06849	0.09355	0.07008
12	0.39529	0.09463	-0.30150	<u>0.51711</u>	0.25620
13	<u>0.49126</u>	-0.05772	-0.09963	0.41622	0.16062
14	0.27270	0.09140	<u>-0.61843</u>	0.02048	0.36897
15	0.30147	-0.02922	0.53329	-0.03072	<u>0.57772</u>
16	0.12673	0.03953	0.03797	0.14203	<u>0.82493</u>
17	0.09063	0.21253	-0.16267	0.06732	<u>0.76613</u>
寄与率	0.2509	0.1208	0.0812	0.0770	0.0638
累積寄与率	0.2509	0.3717	0.4529	0.5299	0.5937