
事例研究

経営分析研究
第36巻第1号（通巻36号）
2023年6月
pp. 73-84

日本経営分析学会
日本経済会計学会

純粋持株会社採用の事例研究： ビール会社のケース

大坪 稔 (九州大学)

2020年1月20日受付

Abstract

純粋持株会社を採用したビール会社3社を対象として、①どのような状況のもとで純粋持株会社を採用し、②採用前後において事業内容および収益性をどのように変化させたのか、③株式市場は採用をどのように評価したのか、について分析を行った。①については、非ビール事業の拡大過程、すなわち多角化を進めるなかで純粋持株会社の採用が行われた点で3社共通していた一方、どのような多角化がどの程度進められていたのかという点で相違がみられた。②については、キリンは収益性の高い分野へ多角化を積極的に進めていた点で他の2社とは異なっていた。③はキリンの純粋持株会社採用についてのみ株式市場はプラスに評価しており、純粋持株会社採用企業によって評価が異なることが明らかとなった。これらの結果は、どのような状態にある企業が純粋持株会社を採用し、その後どのような事業展開を行うのか、が重要であることを示唆している。

Keywords : 純粋持株会社、事業再編、多角化、M&A

【謝辞】本研究は、JSPS 科研費（課題番号：JP19K01915）および村田学術振興財団の2019年度研究助成の助成を受けている。

Corresponding Author: Minoru Otsubo, Kyushu University, Faculty of Economics

大坪 稔 九州大学 大学院経済学研究院 〒819-0395 福岡市西区元岡744

E-mail otsubo@econ.kyushu-u.ac.jp

©2020 The Japanese Society for Business Analysis and The Japanese Association for Research in Disclosure
All rights reserved.

はじめに

純粹持株会社とは、自らは直接事業活動を行わず、他企業の株式を所有し、その企業の支配を行っている会社のことを意味する。したがって、純粹持株会社は株式所有を通じて他企業の支配を行っている会社、すなわち子会社を通じて間接的に事業活動を行っている会社といえる。日本では、1997年に独占禁止法第9条の改正により純粹持株会社が利用できるようになり、採用する企業が増加しつつある。親会社が純粹持株会社となる場合、親会社と子会社から構成される企業グループの頂点が純粹持株会社となる場合が多い。この企業グループを一組織と考えた場合、親会社が純粹持株会社となることは新たな組織形態を採用することを意味する。

ここでは、親会社と子会社から構成される企業グループにおいて、一部の日本企業がなぜ親会社を純粹持株会社とする組織再編を行っているのか、この組織再編はどのような状況のもとで実施され、当該企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのか、についてビール業界に属するサッポロホールディングス（以下、アサヒとよぶ）、キリンホールディングス（以下、キリンとよぶ）、アサヒグループホールディングス（以下、アサヒとよぶ）の3社についてみる。

I. 純粹持株会社の採用動向と機能

1. 純粹持株会社の採用動向

わが国において純粹持株会社の利用が可能となった1997年以降、親会社を純粹持株会社とするケースが増加してきた。純粹持株会社の利用形態として、複数の親会社が共同で純粹持株会社を設立し、その傘下企業となる経営統合型と親会社が分社化などを通じて純粹持株会社となる組織再編型が存在する。谷尾・佐野（2013）によれば2012年末において純粹持株会社を採用した日本企業は327社あり、その7割が組織再編型に属する。また、大坪（2019）でも2014年までに組織再編型の純粹持株会社を採用した日本企業は271社であり、増加傾向にある。ビール会社3社による純粹持株会社の利用はいずれも組織再編型に属しており、なぜ日本企業が組織再編型の純粹持株会社を利用しつつあるのかを分析するうえでこれら3社の事例研究は有用であると考えられる。

2. 純粹持株会社の機能

これまで、純粹持株会社にはどのようなメリットがあるのかについて様々な主張がなされてきた。大坪（2019）によれば、組織再編型のメリットとして、これまで「効率的資源（資金）配分¹⁾」や「容易なM&A²⁾」、「容易な事業の売却・廃止³⁾」などが指摘されており、その多くが事業再編と関連がある。これまで主張されてきた純粹持株会社のメリットの多くが事業再編と関連しており、日本企業がこれらのメリットを企図して純粹持株会社を採用しているのであれば、採用前後においてなんらかの事業再編が生じると考えられる。いいかえれば、事業再編の必要性の低い企業、すなわち現在の事業部門の規模や割合を維持する企業はこれらのメリットを必要とせず、このような企業が純粹持株会社を採用

した場合にはメリットを享受できない一方で、デメリット⁴⁾により純粋持株会社の採用は企業経営上マイナスの効果をもたらす可能性がある。

II. 各社の状況

周知のように、日本の主要なビール会社はアサヒ、キリン、サッポロ、サントリーホールディングス（以下、サントリーとよぶ）の4社であり、これらの企業すべてが現在、親会社を純粋持株会社とする組織再編を行っている。ここでは、非上場企業であるサントリー以外の3社における純粋持株会社採用の事例についてみる。

1. サッポロ

サッポロは、1886年に設立されたのち、一時はアサヒと合併して大日本麦酒となるものの、第二次世界大戦後は分離し、名称をサッポロビールへ変更している。その後、不動産事業、清涼飲料品事業などビール以外の事業へ進出する過程で、2003年に親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施している。純粋持株会社の採用以降は、清涼飲料事業に従事していたポッカコーポレーションの株式取得による子会社化、さらには同社とサッポロの完全子会社であったサッポロ飲料を合併させるなどの組織再編を行っている。

2. キリン

キリンは1907年に設立されたのち、早い段階から清涼飲料品事業、医薬品事業などに進出する。2001年には事業持株会社やカンパニー制の採用を公表しつつ、関係会社の完全子会社化を積極的に進める過程で、2007年に親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施している。再編の年、同社は協和発酵工業（以下、協和発酵とよぶ）と資本提携を行い、20%超の株式を取得する。その翌年、協和発酵はキリンの完全子会社であったキリンファーマと株式交換を行い、その後にキリンファーマを吸収合併した。この株式交換により、キリンの協和発酵に対する持株比率が50%超となり、協和発酵はキリンの子会社となると同時に名称を協和発酵工業から協和発酵キリンとした。その後は、キリンの上場子会社として現在に至っている。

3. アサヒ

最後に、アサヒは1889年に設立されたのち、前述のように一時はサッポロと合併していた時期があったものの、戦後は分離する。同社は早い段階からエビオス錠の製造・販売に乗り出したり、清涼飲料水事業に進出したりするなど、ビール事業以外の事業へ積極的に進出している。このような状況のなか、2011年にアサヒは親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施している。その後は、カルピスやなだ万の株式取得による子会社化や食品事業に属する子会社の再編、さらにはSABMillerの資産取得による海外でのビール事業の拡大を行っている。

これら3社の共通点は、早い段階からビール以外の事業、特に清涼飲料水事業へ進出している点であり、相違点としては清涼飲料水事業以外の多角化については異なっていることである。具体的には、サッポロが不動産事業、キリンは医薬品事業、アサヒは食料品事業と医薬品事業へとそれぞれ進出している。

Ⅲ. 採用時の動機と変化

1. 採用時の動機

純粋持株会社の採用時に各社が公表した採用の動機と採用方法についてみてみる。採用方法や動機は、各社がなぜ純粋持株会社を採用したのかを考察する上で重要な情報となると考えられる。表1は、各社の純粋持株会社の採用方法と採用時に公表された動機を示している。いずれも会社分割制度を利用して純粋持株会社となっており、親会社がこれまで行っていた事業部門を分社化することで自らは純粋持株会社となっている。また、純粋持株会社採用時に企業側が公表した動機については、おおむね多角化を進める、いかえれば非ビール事業を積極的に拡大するために純粋持株会社を採用している。たとえば、サッポロでは酒類事業、飲料事業、不動産事業、外食事業の4つの事業会社を中核として事業展開を行う新しい組織体制を構築するために純粋持株会社を採用している。これは、今まで主として親会社が行ってきた酒類事業から他の3つの事業へシフトしていくことを示唆している。このように、これら3社では純粋持株会社の採用と同時に非ビール事業の拡大を計画しており、多角化を進める過程で純粋持株会社が採用されている。

表1 純粋持株会社の採用方法と採用時の動機

	採用方法	動機
サッポロ	会社分割により酒類事業をサッポロへ移転し、残りの事業を既存の子会社へ	4つ（酒類事業、飲料事業、不動産事業、外食事業）の『事業会社』を中核として事業展開を行う新しい組織体制に再編成
キリン	会社分割により酒類事業、医薬品事業、間接業務事業をそれぞれキリンビール、キリンファーマ、キリンビジネスエキスパートへ移転	成長分野への大胆な資源配分、グループ内のシナジー拡大、各事業の自主性・機動性の向上などの実現を目指し、純粋持株会社へ
アサヒ	会社分割により酒類事業をアサヒビールへ移転	グループ内で酒類事業以外の飲料・食品・国際事業の基盤が整ってきたことを踏まえ、変化する事業環境を先取りし、より一層、国内外の事業ネットワークを拡大するため

出所) 各企業のホームページより、著者作成。

2. 採用前後の変化

純粋持株会社の採用により、各社の親会社を頂点とする企業グループはどのように変化したのであるうか。表2は純粋持株会社採用前後の3社の変化を示している。総資産連単倍率に着目した場合、サッポロは-3期から-1期までは1前後であるのに対し、キリンとアサヒは1.2前後であることがわかる。これは、純粋持株会社の採用前においてサッポロがおおむね親会社が事業の大部分を担っていたのに対し、キリンとアサヒでは子会社が担う事業の割合が相対的に高かったことを示している。ただし、キリンとアサヒにおいても総資産連単倍率は1.2前後であり、サッポロほどではないにしても親会社の担う

事業の割合が相対的に高かったことがわかる。一方、純粋持株会社の採用により、親会社は直接事業活動に従事しなくなるため、総資産連単倍率は上昇する。その結果、すべての企業において+1期以降は総資産連単倍率が上昇している。純粋持株会社の採用以降は子会社が事業を担うことをより直接的に示しているのが従業員連単倍率と単独投資他比率である。親会社を純粋持株会社とする組織再編を実施した結果、親会社の従業員数が激減し、同時に子会社の従業員数が急増する。その結果、従業員連単倍率が急増することになる。3社すべてにおいて-1期から+1期にかけて同比率が急激に上昇しているのはこのためである。また、組織再編の結果、親会社の主要な資産は子会社の株式となるため、投資その他の資産額が総資産に占める割合が高くなる。これらの変化に対し、単独および連結の負債比率については3社とも-1期から+1期にかけてあまり変化が見られない。これは、純粋持株会社の採用が親会社の資産構成を大きく変化させるのに対し、直接的には資本構成には影響を及ぼさないためである。

表2 純粋持株会社採用前後の変化

		- 3 期	- 2 期	- 1 期	+ 1 期	+ 2 期	+ 3 期
サッポロ	総資産連単倍率	1.052	1.047	1.033	1.435	1.471	1.602
	従業員連単倍率	2.141	2.155	2.131	179.923	45.216	44.291
	単独投資他比率	0.077	0.110	0.108	0.840	0.739	0.837
	単独負債比率	0.850	0.840	0.838	0.747	0.726	0.660
	連結負債比率	0.857	0.847	0.844	0.861	0.847	0.802
キリン	総資産連単倍率	1.286	1.281	1.332	1.524	1.866	1.662
	従業員連単倍率	4.074	4.254	4.629	107.590	138.989	127.355
	単独投資他比率	0.439	0.490	0.536	0.854	0.779	0.764
	単独負債比率	0.467	0.466	0.434	0.447	0.469	0.454
	連結負債比率	0.491	0.467	0.480	0.491	0.516	0.507
アサヒ	総資産連単倍率	1.238	1.240	1.277	1.408	1.727	1.864
	従業員連単倍率	4.405	4.656	4.673	59.219	64.129	65.697
	単独投資他比率	0.288	0.372	0.384	0.891	0.526	0.559
	単独負債比率	0.537	0.561	0.533	0.521	0.454	0.426
	連結負債比率	0.588	0.597	0.564	0.579	0.580	0.538

「-1期」は純粋持株会社採用直前の決算期を示す
 総資産連単倍率 = 連結総資産額 / 単独総資産額
 従業員連単倍率 = 連結従業員数 / 単独従業員数
 単独投資他比率 = 単独投資その他の資産額 / 単独総資産額
 単独負債比率 = 単独負債額 / 単独総資産額
 連結負債比率 = 連結負債額 / 連結総資産額

IV. 事業の変化

1. 事業構成の変化

表3は、3社の2000年から2017年までの連結での事業構成の変化を示している。サッポロについては、純粋持株会社の採用前において酒類・飲料事業の割合が最も低く、多角化が進んでいたことがわかる。この理由は、その他事業の大部分を構成する不動産業の資産額が大きいことにある。同表からは明らかでないものの、サッポロのその他事業の大部分が不動産業から構成されており、その資産規模が大きいためにその他の割合が相対的に高くなっている。しかしながら、純粋持株会社の採用以降はその他の事

業規模と割合を縮小させている。その他事業の縮小は、おおむね不動産業および外食業の縮小によるものである。

表3 事業構成の変化 (連結資産額)

単位：百万円

年	サッポロ				キリン				アサヒ			
	酒類・飲料事業		その他事業		酒類・飲料事業		その他事業		酒類・飲料事業		その他事業	
2000	415,027	55%	338,482	45%	964,253	76%	309,548	24%	977,447	88%	135,988	12%
2001	394,893	55%	323,455	45%	993,604	78%	288,247	22%	1,034,885	88%	144,641	12%
2002	374,570	55%	312,088	45%	1,136,566	78%	317,311	22%	1,017,990	85%	184,263	15%
2003	347,185	56%	278,282	44%	1,144,877	78%	316,877	22%	1,004,547	85%	182,470	15%
2004	323,544	60%	213,113	40%	1,112,520	76%	356,991	24%	1,020,601	87%	146,021	13%
2005	323,745	61%	207,283	39%	1,193,702	77%	352,178	23%	995,620	89%	123,471	11%
2006	367,480	64%	206,834	36%	1,221,635	73%	441,302	27%	993,203	85%	177,332	15%
2007	344,445	63%	202,357	37%	1,430,096	72%	561,743	28%	1,028,413	86%	165,458	14%
2008	325,053	63%	187,301	37%	1,683,156	69%	770,887	31%	1,007,965	86%	167,756	14%
2009	309,660	62%	189,573	38%	1,966,765	71%	793,817	29%	1,072,681	86%	169,382	14%
2010	291,527	60%	192,414	40%	1,724,768	68%	825,350	32%	1,311,247	93%	99,159	7%
2011	356,044	65%	192,669	35%	2,010,223	70%	876,288	30%	1,343,956	93%	103,555	7%
2012	360,264	61%	227,707	39%	2,112,668	73%	772,233	27%	1,520,006	93%	105,747	7%
2013	370,231	61%	235,331	39%	2,192,459	75%	750,217	25%	1,583,862	94%	107,388	6%
2014	380,824	62%	233,771	38%	2,239,404	75%	761,107	25%	1,723,092	94%	109,882	6%
2015	387,540	63%	225,708	37%	1,746,365	69%	772,279	31%	1,653,550	94%	111,627	6%
2016	381,212	62%	234,925	38%	1,834,651	71%	741,666	29%	1,971,950	94%	115,385	6%
2017	390,845	62%	234,814	38%	1,719,024	69%	761,640	31%	3,195,430	96%	117,169	4%

注) 横線は、各社が純粋持株会社となった年を示している。

出所) 各企業の有価証券報告書に記載された事業別セグメントの情報をもとに筆者作成。

一方、キリンは全体として緩やかに事業規模を拡大させつつ、その他事業の割合を高めている。キリンのその他事業で大きな割合を占めているのが医薬品事業であり、同事業を拡大させたことがその事業の拡大の主要因である。前述のように、キリンは2008年に協和発酵の株式の過半数を取得したことなどにより医薬品事業を拡大させた。

最後に、アサヒは酒類・飲料事業の割合が当初から80%超と高く、純粋持株会社採用後はさらにその割合を高めている点で他の二社と異なっている。同社が酒類・飲料事業の割合を高めているのは同事業の規模を拡大させていると同時にその他事業の規模を縮小させているためである。酒類・飲料事業を拡大させている要因として、同表からは明らかではないものの、海外で酒類・飲料事業を拡大させている点が挙げられる。前述したように、2016年にSABMillerの資産を取得しており、積極的に海外でビール事業を拡大させたことが同事業の規模と割合を増加させた。

表1より、3社では純粋持株会社の採用と同時に非ビール事業の拡大を計画しており、多角化を進める過程で純粋持株会社が採用されていることから、多角化を志向している企業が純粋持株会社を採用すると考えられた。しかしながら、表3より実際にはキリン以外の2社については多角化が進んでいない、あるいはビール事業の割合が反対に高まっていることがわかる。

2. M&Aと事業売却の件数

企業の事業構成の変化には二種類存在する。一つは、事業を段階的に縮小・拡大させることで事業構成を変化させる方法であり、もう一つはM&Aや事業売却などにより事業構成を変化させる方法である。

前者は事業構成を変化させるのに時間がかかるのに対し、後者は短期間のうちに変化させることができる。ここでは、3社が純粋持株会社の採用前後においてM&Aや事業売却を行ったのか否か、についてみてる。表4は、2000年以降における3社のM&Aと事業売却の件数を示している。

表4 M&Aおよび事業売却件数の推移

年	サッポロ		キリン		アサヒ	
	M&A	売却	M&A	売却	M&A	売却
2000						
2001			1			
2002				1	1	1
2003						
2004						
2005		1		3	2	
2006	1		1		1	1
2007			3	1		
2008			1	2	1	1
2009	1			1		
2010				3	1	2
2011	1		3	1	1	
2012	1					
2013				4		1
2014		1	1	3	1	
2015			1		1	
2016	1	1		2		
2017	1			2		1
合計	6	3	11	23	9	7

注) 横線は、各社が純粋持株会社となった年を示している。

出所) 各企業のホームページより、著者作成。

純粋持株会社のメリットの一つとして容易なM&Aや事業の売却が挙げられたが、アサヒ以外の2社は純粋持株会社の採用以前と比べて以降のほうがM&Aあるいは売却の件数が増加していることがわかる。ただし、2000年から2017年までの期間で純粋持株会社以前と以降の期間が企業ごとに異なっているため、採用前後における企業間の違いは厳密には明らかではない。企業間の違いとして、キリンのM&Aおよび売却の件数が多く、同社が積極的に事業再編を実施していることがうかがえる。

V. 事業の収益性

1. 各事業の収益性

表5は各企業の事業別の収益性を表している。サッポロについては酒類・飲料事業と比較してその他事業のほうが高収益であることがわかる。特に、売上高利益率については、どの時期においても高い収益性を示している。前述のように、同社のその他事業の大部分が不動産事業であり、この高い収益性は不動産事業から生み出されている。一方、サッポロの酒類・飲料事業についてはキリンやアサヒと比較しても極めて低収益である。

表5 各事業の収益性

年	サッポロ				キリン				アサヒ			
	資産利益率		売上高利益率		資産利益率		売上高利益率		資産利益率		売上高利益率	
	酒類・ 飲料事業	その他 事業	酒類・ 飲料事業	その他 事業	酒類・ 飲料事業	その他 事業	酒類・ 飲料事業	その他 事業	酒類・ 飲料事業	その他 事業	酒類・ 飲料事業	その他 事業
2000	2.96	2.46	2.49	10.36	8.58	5.47	5.77	6.65	9.08	1.44	6.57	3.52
2001	3.48	3.03	2.83	12.34	6.40	5.50	4.49	5.65	8.81	0.70	6.56	1.91
2002	2.02	2.37	1.71	9.78	6.87	4.70	5.51	5.33	6.39	2.10	5.07	1.94
2003	1.07	4.36	0.90	15.73	7.56	5.69	6.14	6.34	7.48	1.95	5.75	1.70
2004	5.96	2.79	4.39	9.03	8.31	5.60	6.47	6.03	9.70	1.60	7.33	1.11
2005	1.18	3.02	1.43	12.31	7.96	5.30	6.77	5.38	8.71	2.72	6.48	1.69
2006	1.02	3.32	0.96	13.07	8.43	3.54	7.06	4.84	8.65	1.48	6.45	1.21
2007	2.04	3.82	1.74	13.87	8.01	3.09	7.00	7.70	8.16	1.85	6.23	1.46
2008	2.72	4.36	2.40	14.74	6.92	6.03	6.00	10.58	9.07	1.76	6.83	1.44
2009	2.74	3.88	2.48	13.72	5.59	4.81	5.86	7.98	7.42	2.14	5.95	1.70
2010	3.54	4.22	3.00	15.34	5.72	6.88	5.70	10.57	6.90	4.78	6.46	2.87
2011	3.76	4.22	3.27	16.39	4.42	6.36	5.29	11.74	8.15	4.75	8.01	2.88
2012	2.17	4.18	1.74	18.20	4.57	7.68	5.42	13.67	7.68	4.04	7.91	2.40
2013	2.60	3.97	2.11	11.92	4.23	7.74	4.95	14.48	7.87	5.16	7.75	2.92
2014	2.76	3.49	2.24	10.74	3.55	5.51	4.28	11.68	7.95	5.70	8.18	3.20
2015	2.38	3.90	1.91	11.54	4.65	6.56	4.46	12.97	6.46	8.20	6.79	4.39
2016	3.66	4.64	2.87	13.32	7.32	7.37	8.94	14.69	7.30	11.58	9.05	6.27
2017	2.84	4.96	2.27	13.11	8.06	8.28	9.21	16.94	6.03	10.99	9.81	5.85

資産利益率＝営業利益／資産額×100

売上高利益率＝営業利益／売上高×100

注) 横線は、各社が純粋持株会社となった年を示している。

出所) 事業区分は、各企業の有価証券報告書に記載された事業別セグメントの情報をもとに筆者作成。

次に、キリンについては、酒類・飲料事業と比較してその他事業の収益性が同程度かあるいは若干低いものの、次第に改善している。特に、売上高利益率については、純粋持株会社の採用以降は酒類・飲料事業を完全に上回っている。前述のように、キリンにおけるその他事業の大部分は医薬品事業であることから、協和発酵などの買収の効果であると考えられる。

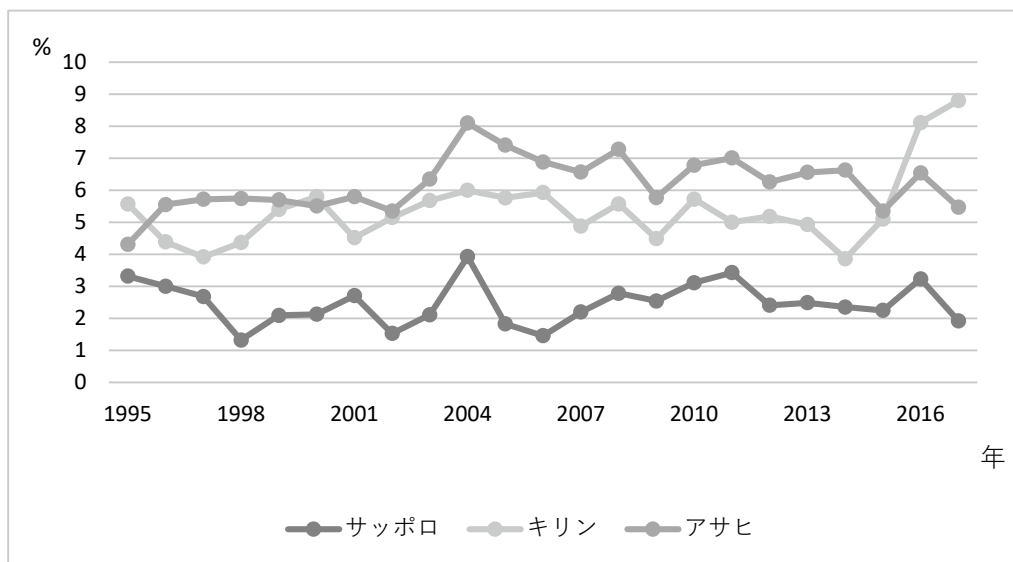
最後に、アサヒについては他の二社と比較して酒類・飲料事業の収益性が高いという点に特徴がある。同社の酒類・飲料事業は多くの年において同社のその他事業と比較しても他の2社と比較しても高収益となっている。ただし、2015年以降については、その他事業の利益率が改善している。同表からは明らかでないものの、この利益率の改善は同社の食品事業の収益が改善したためである。同事業は2015年から2016年にかけて収益を64%改善しているが、これは「主力ブランドを中心に好調に推移したことや、原材料を中心とした製造原価の低減など」のためであるとされる⁵⁾。ただし、表3の事業構成の変化からわかるように、2015年以降のアサヒは他の2社と比較して酒類・飲料事業の割合が9割を超えており、その他事業の事業規模の割合が極めて低い。そのため、その他事業の収益性が改善したとしても、アサヒ全体の収益性に与える影響は極めて限定的であると思われる。

2. ROAの変化

図1は、3社のROA（総資産営業利益率）の推移を示している。サッポロの収益性が低いのは、ビール事業の低収益性のためであり、反対にアサヒの収益性が高いのはビール事業の高収益性のためであ

る。一方、キリンとアサヒを比較した場合、おおむねアサヒのほうが高収益であることがわかる。これは、アサヒのビール事業の収益性が高く、その事業割合も高いためである。また、表5において、キリンのその他事業の収益性が改善されていたものの、図1の同社のROAは必ずしも改善してはいない。これは、同社ではその他事業の収益性改善と同時に酒類・飲料事業の収益性が低下し、結果として全体の収益性は改善されず、横ばいとなったためである。

図1 ROAの推移



なお、キリンの2016年と2017年のROAが上昇しているが、これは同社が2016年からIFERS適用へ移行したことが主な原因であり、必ずしも同社の経営状態が改善されたことによるものではない。

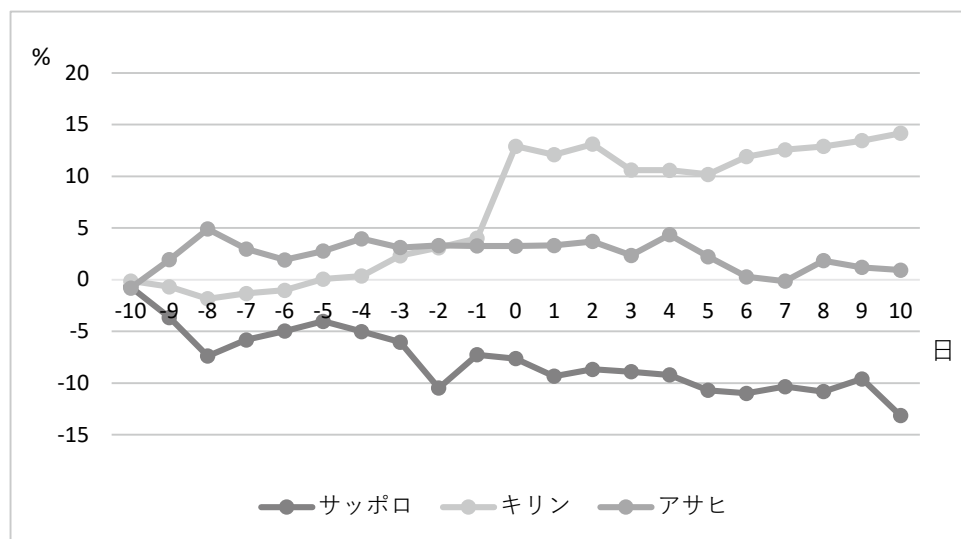
VI. 株価の反応

1. 純粋持株会社採用時の株価反応

最後に、純粋持株会社採用の公表時における株式市場の反応についてみてみる⁶⁾。純粋持株会社の採用を通じて3社の株主価値が高まると株式市場が評価するのであれば、株価が上昇することが予想される。図2は、3社における純粋持株会社の採用を公表した日を0日とする株価の反応を示している。0日前後においてキリンの株価が上昇しているのに対し、サッポロとアサヒはほとんど反応していないことがわかる。この結果は、株式市場はキリンの純粋持株会社の採用をプラスに評価したのに対し、サッポロとアサヒは評価されていないことを示している。これは、純粋持株会社を採用すればすべての企業がプラスに評価されるわけではなく、どのような状況のもとで採用されるのかによって評価が異なることを示している。前述のように、キリンのみ当初の動機に基づく経営、すなわち非ビール事業の拡大を行い、その成果が実際に生じているのに対し、サッポロでは非ビール事業の拡大が実施されていない(さ

れそうにない)、アサヒは非ビール事業を拡大させる経済的動機が乏しい、という点で両企業が純粋持株会社を採用してもその効果を得ることは難しいと評価できた。その結果、株式市場の反応もキリンとそれ以外の2社では異なっていたと考えられる。

図2 純粋持株会社採用公表時の株価の反応



2. キリンの組織再編と株価反応

キリンは2007年に親会社を純粋持株会社とする組織再編を行ったが、それ以前にも組織再編を公表している。2001年に同社は、事業持株会社とカンパニー制⁷⁾の採用を公表している。具体的には、「二〇〇一年をメドにキリン本社を事業持ち株会社とし、ビール以外の医薬、アグリバイオ、外食などの事業部には社内カンパニー制を導入。事業ごとの独立採算性を高め、収益管理を強化する」としている⁸⁾。2001年以前においてもキリンは子会社を有していた点でもともと事業持株会社であった。それにもかかわらず事業持株会社を採用することをあえて表明したのは、各子会社の独立採算制を強める、すなわちより分権化することを表明するためであったと思われる。また、カンパニー制はソニーが1994年に最初に採用した組織形態であり、その後は多くの日本企業によって採用されている。カンパニー制の採用が意味するのは、各事業部門の独立採算制の強化であり、さきの事業持株会社の採用と同様の目的であったと思われる。もし、キリンにおける事業持株会社やカンパニー制の採用が各事業部門や各子会社の独立採算制の強化にあるとすれば、その機能は純粋持株会社と類似している可能性がある。なぜなら、各子会社や親会社内の事業部門の独立採算性を高め、経営者が業績や将来性に応じた資源配分を行うことだという点で、純粋持株会社のメリットのみた事業再編と同様の機能が果たせると考えられるためである。すなわち、事業持株会社やカンパニー制と純粋持株会社の機能は代替的な関係にある可能性がある。もし代替的な関係にあるのであれば、事業持株会社やカンパニー制の採用に際しても、キリンの純粋持株会社の場合と同様に株式市場はプラスに評価することが予期される。

図3 キリンにおける事業持株会社・カンパニー制の採用公表時の株価の反応

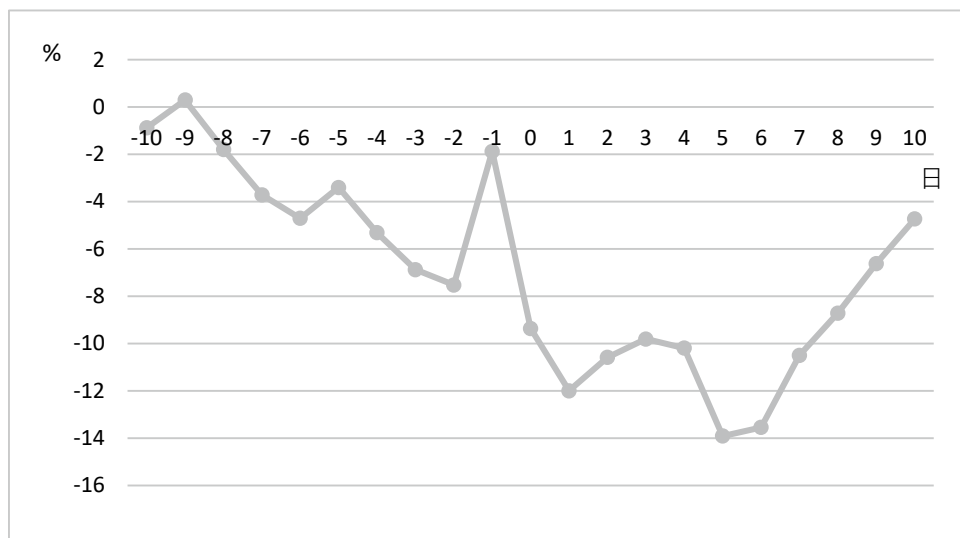


図3は、キリンにおける事業持株会社およびカンパニー制の採用を表明した日を0日とした場合の株式市場の反応を示している。なお、キリンでは同じ日に事業持株会社とカンパニー制両方の採用を表明している。-1日において大きくプラスに反応しているものの、その後はマイナスとなっており、期間全体としてもおおむねマイナスとなっている。この結果は図2のキリンの結果とは大きく異なっており、事業持株会社やカンパニー制と純粋持株会社の機能は代替的な関係にはない、すなわち純粋持株会社は事業持株会社やカンパニー制とは異なる機能を有することを示唆している。

おわりに

ここでは、1997年以降に利用可能となった純粋持株会社の機能についてみてきた。親会社が純粋持株会社となる場合、親会社と子会社から構成される企業グループの頂点が純粋持株会社となる場合が多い。この企業グループを一組織と考えた場合、親会社が純粋持株会社となることは、新たな組織形態を採用することを意味する。純粋持株会社の解禁前後において主張されてきた純粋持株会社のメリットの多くが事業再編と関連しており、純粋持株会社の採用を通じて事業再編が行われる、すなわち事業再編の必要性の高い企業が純粋持株会社を採用し、事業再編を実施することを通じて企業価値の向上を図っていると考えられた。

そこで、ここでは純粋持株会社を採用したビール会社3社を取り上げ、これらの企業がどのような状況、あるいはどのような意図で純粋持株会社を採用したのか、採用の結果、事業構造あるいはパフォーマンスがどのように変化したのか、についてみてきた。その結果、つぎの4点が明らかとなった。第一に、同じビール事業を主たる事業としつつ純粋持株会社を採用した3社であるものの、非ビール事業の

状況が著しく異なる点である。サッポロはビール以外の事業として不動産事業を行っており、同事業は同社のビール事業と比較して高収益であった。これに対し、キリンはビール以外の事業として医薬品事業を行っており、同事業の収益性はビール事業とおおむね同等であった。最後に、アサヒはビール以外の事業として食品・医薬品事業を行っていたものの、ビール事業と比較してかなり低収益であった。第二に、純粋持株会社の採用に際し、3社すべてが非ビール事業の事業拡大を企図していた点である。このことは、さきにもみた純粋持株会社のメリットの事業再編とも整合的であり、これらの企業ではビール事業から他の事業へシフトするという再編が企図されていたと考えられる。第三に、純粋持株会社の採用以降、事業構造の変化という点で3社はそれぞれ異なる対応を行っていた点である。サッポロは相対的に高収益であった非ビール事業を拡大させるべきであったにもかかわらず、実際には縮小させている。一方、アサヒはビール事業と比較して低収益であった非ビール事業を縮小させた点で経営上合理的であったものの、当初企図されていた非ビール事業の拡大は実施していない。最後に、キリンは純粋持株会社の採用以降、非ビール事業を拡大させ、同時にその収益性も改善させている。キリンの場合、非ビール事業であった医薬品事業を拡大させ、そのことが収益性の改善にもつながったのである。第四に、これら3社の純粋持株会社の採用に際し、株式市場の反応はそれぞれ異なっていた点である。サッポロとアサヒでは株式市場はプラスに反応しなかったのに対し、キリンでは大きくプラスに反応している。これは、キリンが純粋持株会社の採用以降、非ビール事業部門を拡大させ、同時に同事業の収益性も改善させたことと整合的である。このことは、純粋持株会社の採用が直ちに企業価値を高めるのではなく、どのような状況の下で採用し、採用後はどのように事業構造を変化させるのかが重要であることを示唆している。

注

- 1) 大坪 (2005)、川村 (2007)、園田 (2006) などを参照。
- 2) 武藤 (1997、2003) などを参照。
- 3) 園田 (2006) などを参照。
- 4) たとえば、純粋持株会社採用という組織再編から生じるコストが挙げられる。
- 5) アサヒグループホールディングスの有価証券報告書、2016年、38頁。
- 6) 株価の反応については、日次の収益率を算出し、同日のTOPIXの収益率を引くことによって日次の超過リターンを算出している。そのうえで、公表日を0日とした場合、-10日から各日の超過リターンの合計である累積超過リターンを図2のグラフで表している。
- 7) カンパニー制については、大坪 (2005) を参照。
- 8) 日本経済新聞、1999年9月11日。

参考文献

- 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。
- 大坪 稔 (2019) 「純粋持株会社は日本企業をどう変化させたのか」『経営史学』第54巻第2号、5-22頁
- 川村倫大 (2007) 「“日本的” 持株会社経営の今」、『季刊政策・経営研究』第3号、1-12頁。
- 園田智昭 (2006) 「純粋持株会社による企業グループ管理の課題」、『BUSINESS RESEARCH』第987号、41-47頁。
- 谷尾久幸・佐野暢彦 (2013) 「持株会社はどのような子会社管理を行っているかー『持株会社が保有する権限機能』調査報告結果一」、『コンサルタント・レポート (みずほ総合研究所)』1-11頁。
- 武藤泰明 (1997) 『すぐわかる持ち株会社のすべて』日本経済新聞社。
- 武藤泰明 (2003) 『持株会社経営の実際』日本経済新聞社。