

# 日本企業のグループ化の進展（1990-2015）

：大規模データで平成を振り返ってみえたこと

沈 政郁、久保 亮一

## The Evolution of Business Group Formation in Japanese Listed Companies (1990–2015): Behind Story of Heisei Period Based on the Large-scale Data

Jungwook SHIM and Ryoich KUBO

### 1. Introduction

時価総額という言葉をご存じだろうか？ 時価総額とは、ある上場企業の株価に発行済株式総数を掛けた値であり、企業価値を評価する際の指標である。時間軸を平成の始まりに戻し、1989年当時の時価総額を世界的に比較したのが表1である。

表1から、1989年の時点では、Top 20の中に日本の企業が14個も入っており、主に金融機関が世界を代表する企業であったことが窺える。メインバンク制度に象徴されるように、銀行を中心とした企業システムで日本の企業が世界を牽引していたことが分かる。表では示さないが、同じ事を平成の最終年度である2019年のデータでみると、30年の間にTop 20の中から日本企業は姿を消し、今の時代を牽引している企業は米国と中国のIT企業であることが分かる。

次に、世界的なランキングでなく、国内での順位がどのようになったのかを示したのが表2である。表2から30年間の間に、日本国内で多くの変化が生じた事がわかる。第1に、30年前には世界を代表していた銀行の重要度が大きく低下している。第2に、銀行の代わりに中核企業を中心とする企業グループが上位にランクしている。言い換えると、銀行を中心とした企業システムから、企業を中心とする企業システムに様変わりしたと言える。

日本で企業グループを論じる際に、伝統的に利用される枠組みは系列である。系列の定義については論者によって異なり議論の余地があるものの、旧財閥や銀行が主導した企業集団である「水平的系列」と、ある事業主体を中心とした取引の関係性でグループをとらえる「垂直的系列（たとえばトヨ

表1：1989年の世界トップ20企業時価総額ランキング

順位	企業名	国	時価総額（億ドル）
1	日本電信電話	日 本	1639
2	日本興業銀行	日 本	716
3	住友銀行	日 本	696
4	富士銀行	日 本	671
5	第一勧業銀行	日 本	661
6	IBM	アメリカ	647
7	三菱銀行	日 本	593
8	エクソン	アメリカ	549
9	東京電力	日 本	545
10	ロイヤル・ダッチ・シェル	イギリス	544
11	トヨタ自動車	日 本	542
12	GE	アメリカ	494
13	三和銀行	日 本	493
14	野村証券	日 本	444
15	新日本製鐵	日 本	415
16	AT&T	アメリカ	381
17	日立製作所	日 本	258
18	松下電器	日 本	257
19	フィリップ・モリス	アメリカ	321
20	東芝	日 本	309

週刊ダイヤモンド2018年8月25日号を基に作成

表2：2019年の日本のトップ20企業時価総額ランキング

順位	企 業 名	発行済み株式数	時価総額（百万円）
1	トヨタ自動車(株)	3262997492	25510114
2	日本電信電話(株)	1950394470	10674509
3	(株)NTTドコモ	3335231094	9935653
4	(株)キーエンス	121603842	9055838
5	ソフトバンクグループ(株)	2089814330	8984112
6	ソニー(株)	1272266343	8576347
7	(株)三菱UFJフィナンシャル・グループ	13667770520	7962843
8	KDDI(株)	2355373600	7518353
9	ソフトバンク(株)	4787145170	7219015
10	(株)ファーストリテイリング	106073656	7186490
11	武田薬品工業(株)	1576356908	7038434
12	(株)リクルートホールディングス	1695960030	6444648
13	ホンダ	1811428430	5693320
14	任天堂(株)	131669000	5468214
15	(株)オリエンタルランド	363690160	5466263
16	(株)三井住友フィナンシャルグループ	1373171556	5458357
17	中外製薬(株)	559685889	5138476
18	信越化学工業(株)	416662793	4947871
19	JT	2000000000	4939000
20	日本電産(株)	298142234	4747915

タグループ）」に大別できる（e.g. Lincoln and Shimotani, 2010）。日本の企業グループに関する先行研究の多くは、これらの枠組みを用いて議論を展開していた。しかし、日本企業の状況は、バブル崩壊を契機として伝統的な企業グループに変化が生じ（Lincoln, Guillot and Sargent, 2017）、その後の金融ビッグバンを経て大きく変貌したとされている。

しかし、バブル崩壊後にどのような変化が生じたのかを大規模データで詳細に考察している先行研究は未だにない。系列を代替する新しい企業システムは存在するのだろうか？ もし存在するのならば、それはどのようなものなのだろうか？ そこで、本研究ノートでは、日本政策投資銀行の企業財務データを利用し、1990年以後に生じた日本企業の変化を幾つかの側面で捉えることにする。

## 2. 連結財務データ提出企業の割合から見るグループ化の進展

表3は、1990～2015年度において毎年何社の企業が連結財務データを提出しているかを示している。連結財務データを提出しているということは、その企業が単独で事業を行っているわけではなく、提出企業の財務に影響を及ぼす連結子会社や非連結子会社および関連会社を保有していることを意味する。つまり、連結財務データの提出状況によって、親会社と子会社・関連会社から構成される企業群（本稿でいう企業グループ）が形成されていると判断できる。表3をみると、バブル崩壊後の1990年には、全上場企業サンプルの約半数の企業が連結財務データを提出していることが確認できる。そして、年を追うごとに提出比率は増加し、2015年にその比率は84%まで上昇している。表3と図1から、バブル崩壊を契機として伝統的な日本の企業グループに変化が生じ、1997～1998年頃からの金融ビッグバンを経てその流れがさらに加速したことが分かる。これらから、銀行を中心とした企業グループから単独事業会社を中心とした企業グループへ日本の企業システムの構造が変化してきた可能性がうかがえる。

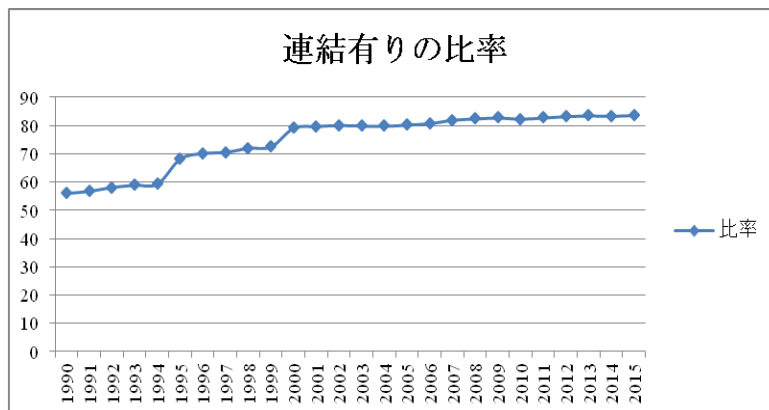
## 3. 連結子会社の数から見るグループ化の進展

この変化をもう少し詳細にみていくことにする。表4と図2は、連結財務データを提出した企業が実際に何社の連結子会社を保有しているかを1990年から2015年の期間で集計した結果を示している。その際、全ての市場、1部上場企業、1部以外の上場企業の3つの場合に分けて、連結子会社数の推移を表している。まず、表4における全ての市場での推移をみると、1990年の平均値が11社で2015年が21社なので、約25年の期間に市場全体で平均10社の連結子会社が増えたことになる。平均値は極端に大きな値、または小さな値の影響を受けるため中央値も同時に確認すると、約25年の間に市場全体では3社増えており、やはり連結子会社数が増加している。次に、市場別に連結子会社数の

表3：連結財務データ提出企業の割合（比率の単位は%）

年度	企業総数	連結提出無し	連結提出有り	連結提出有りの比率
1990	2,234	981	1,253	56
1991	2,317	1,000	1,317	57
1992	2,374	992	1,382	58
1993	2,474	1,015	1,459	59
1994	2,612	1,059	1,553	59
1995	2,789	883	1,906	68
1996	2,917	868	2,049	70
1997	3,027	888	2,139	71
1998	3,113	868	2,245	72
1999	3,218	881	2,337	73
2000	3,367	699	2,668	79
2001	3,467	699	2,768	80
2002	3,529	699	2,830	80
2003	3,589	718	2,871	80
2004	3,648	733	2,915	80
2005	3,744	736	3,008	80
2006	3,830	734	3,096	81
2007	3,851	691	3,160	82
2008	3,779	661	3,118	83
2009	3,658	627	3,031	83
2010	3,563	625	2,938	82
2011	3,499	600	2,899	83
2012	3,470	578	2,892	83
2013	3,474	570	2,904	84
2014	3,513	581	2,932	83
2015	3,528	574	2,954	84

出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成



出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成

図1：連結財務データ提出企業の割合（単位は%）

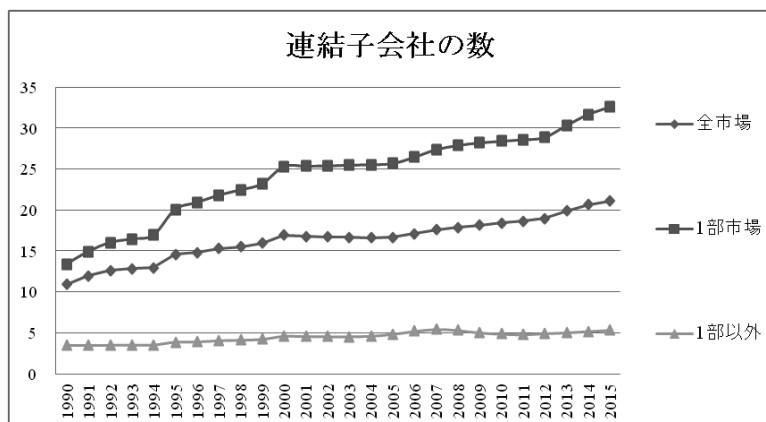
推移をみると、この増加傾向を牽引しているのは1部市場に属する大企業であることが読みとれる。1部上場企業の場合、約25年の期間に、平均20社、中央値の場合でも8社、連結子会社数が増加している。1部以外の市場の場合でも増加の幅は小さいものの、同様に連結子会社の数は増えている。表4と図2から、表3と図1で示したグループ化の進展がより明瞭に確認できる。

次に、表5と図3を用いて、連結子会社の範囲をもう少し広くとらえながらデータを確認していく。表5と図3は、連結子会社に加えて、持分法が適用される非連結子会社と関連会社数を合計した結果を表している。連結法と持分法の違いに関して触れると、連結子会社とは基本的に親会社が議決権比率の50%を超えて株式を所有しており、親会社が子会社の経営上の方針を自社の方針に合致させることが可能になる。このため、子会社の資産や負債、収益・費用のすべての項目を親会社と合算する連結法を原則として適用する。一方、投資会社が所有する被投資会社の議決権比率が50%未満であったとしても、経営上重要な影響力を持つ場合は持分法が適用される。持分法では、被投資会社の

表4：連結子会社数の推移

年度	連結子会社の数								
	全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社		
	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値
1990	1,253	11	4	944	13	5	309	3	2
1991	1,317	12	4	975	15	6	342	3	2
1992	1,382	13	4	1,008	16	6	374	3	2
1993	1,459	13	4	1,050	16	6	409	4	2
1994	1,553	13	4	1,092	17	6	461	4	2
1995	1,906	15	5	1,261	20	8	645	4	3
1996	2,049	15	5	1,312	21	8	737	4	3
1997	2,139	15	5	1,351	22	8	788	4	3
1998	2,245	16	5	1,399	22	9	846	4	3
1999	2,337	16	5	1,444	23	9	893	4	3
2000	2,668	17	6	1,586	25	10	1,082	5	3
2001	2,768	17	6	1,628	25	10	1,140	5	3
2002	2,830	17	6	1,651	25	10	1,179	5	3
2003	2,871	17	6	1,661	25	10	1,210	5	3
2004	2,915	17	6	1,674	26	10	1,241	5	3
2005	3,008	17	6	1,708	26	10	1,300	5	3
2006	3,096	17	6	1,733	26	10	1,363	5	3
2007	3,160	18	6	1,751	27	11	1,409	5	4
2008	3,118	18	6	1,733	28	11	1,385	5	4
2009	3,031	18	6	1,719	28	11	1,312	5	3
2010	2,938	18	6	1,689	28	11	1,249	5	3
2011	2,899	19	6	1,689	29	11	1,210	5	3
2012	2,892	19	6	1,698	29	11	1,194	5	3
2013	2,904	20	7	1,712	30	12	1,192	5	3
2014	2,932	21	7	1,713	32	12	1,219	5	4
2015	2,954	21	7	1,711	33	13	1,243	5	4

出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成



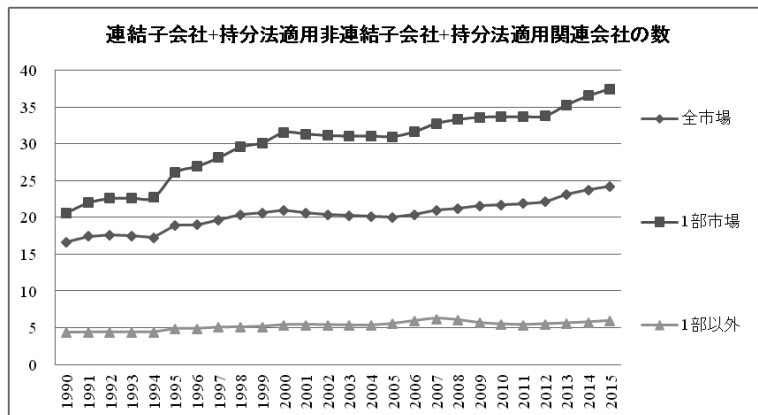
出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成

図2：連結子会社数の推移

表5：連結子会社 + 持分法適用非連結子会社 + 持分法適用関連会社数の推移

年度	連結子会社 + 持分法適用非連結子会社 + 持分法適用関連会社数の推移								
	全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社		
	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値
1990	1,253	17	5	944	21	7	309	4	3
1991	1,317	17	6	975	22	7	342	4	3
1992	1,382	18	6	1,008	23	8	374	4	3
1993	1,459	18	6	1,050	23	8	409	4	3
1994	1,553	17	6	1,092	23	8	461	4	3
1995	1,906	19	6	1,261	26	10	645	5	3
1996	2,049	19	6	1,312	27	10	737	5	3
1997	2,139	20	6	1,351	28	11	788	5	3
1998	2,245	20	7	1,399	30	11	846	5	3
1999	2,337	21	7	1,444	30	11	893	5	4
2000	2,668	21	7	1,586	32	11	1,082	5	4
2001	2,768	21	7	1,628	31	11	1,140	5	4
2002	2,830	20	7	1,651	31	11	1,179	5	4
2003	2,871	20	7	1,661	31	12	1,210	5	4
2004	2,915	20	7	1,674	31	12	1,241	5	4
2005	3,008	20	7	1,708	31	12	1,300	6	4
2006	3,096	20	7	1,733	32	12	1,363	6	4
2007	3,160	21	7	1,751	33	12	1,409	6	4
2008	3,118	21	7	1,733	33	13	1,385	6	4
2009	3,031	22	7	1,719	34	13	1,312	6	4
2010	2,938	22	7	1,689	34	13	1,249	5	4
2011	2,899	22	7	1,689	34	13	1,210	5	4
2012	2,892	22	7	1,698	34	13	1,194	6	4
2013	2,904	23	7	1,712	35	13	1,192	6	4
2014	2,932	24	8	1,713	37	14	1,219	6	4
2015	2,954	24	8	1,711	38	14	1,243	6	4

出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成



出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成

図3：連結子会社+持分法適用非連結子会社+持分法適用関連会社数の推移

純資産および損益を、投資会社の持分に応じて投資会社の連結財務諸表に反映させる。したがって、表5と図3は、グループ化の進展を表4と図2よりも広くとらえた値を示している。

表5と図3でみられる基本的な傾向は、表4と図2とほぼ同じである。1990年から2015年の間に着実に企業のグループ化が進展している。全ての市場の場合、25年間の平均値でみると17社から24社と7社増加し、中央値でみると5社から8社と3社増加している。2015年時点で平均24社ということは、日本において上場企業1社あたり24社の子会社や関連会社を所有していることになる。中央値でみても8社であることから、上場企業全体の中に位置する企業が8社の子会社や関連会社を所有していることになる。これらの値の傾向は、1部上場企業が牽引している。1部上場企業に限定すると、各企業が平均38社の子会社や関連会社を所有している。中央値でみても14社なので、1部上場企業の中央に位置する企業が14社の子会社や関連会社を所有していることになる。

前述した表3-5と図1-3の記述から、バブル崩壊以降、日本の企業は子会社や関連会社を増加させながら事業活動を行ってきたという全体像を描くことができる。表6は、2015年時点で連結子会社を多く所有している企業順にランキングしたものである。表6で示された企業を確認すると、1部市場に属する企業がほとんどを占めており、第1位はソニーである。ソニーは、連結子会社を1240社、さらに持分法が適用される企業まで含めると1338社をその傘下に保有している。この値から分かるように、膨大な企業群からなる巨大な企業グループをソニーは2015年時点で形成している。第2位は日立グループ、そして第3位は日本電信電話のNTTグループであった。表6に記載されている企業によって、表4と表5の平均値が上方に引っ張られていることが推測できるが、たとえ一部の企業が平均値を引っ張っていたとしても、表3-5と図1-3で確認したように、日本企業のグループ化が進展していることは確かであり、今後日本企業を分析する際には企業グループを念頭におく必要があるだろう。

表6：連結子会社数のランキング（2015年時点）

Rank	企 業 名	連結子会社の数	連結子会社+持分適用（非連結子会社+関連会社）
1	ソニー	1240	1338
2	日立製作所	1008	1257
3	日本電信電話	917	917
4	ソフトバンクグループ	769	769
5	電通	760	818
6	豊田通商	662	898
7	住友商事	596	596
8	伊藤忠商事	593	593
9	東芝	586	804
10	日本郵船	574	719
11	トヨタ自動車	541	595
12	三菱ケミカルホールディングス	523	601
13	三井物産	520	777
14	富士通	510	537
15	パナソニック	468	562
16	三菱商事	398	398
17	本田技研工業	372	457
18	商船三井	371	441
19	新日鐵住金	356	461
20	住友電気工業	354	389
21	ジェイエフイーホールディングス	328	393
22	キャノン	317	322
23	川崎汽船	309	335
24	丸紅	303	452
25	双日	302	410
26	ブリヂストン	300	445
27	イオン	284	315
28	富士フイルムホールディングス	273	314
29	日本通運	266	292
30	エヌティティデータ	253	289
31	三菱重工業	240	265
32	日本電気	232	283
33	日本電産	232	237
34	リコー	220	220
35	豊田自動織機	214	226
36	京セラ	214	225
37	キリンホールディングス	211	226
38	ダイキン工業	210	220
39	旭硝子	204	241
40	博報堂DYホールディングス	202	250
41	三井不動産	201	257
42	日本板硝子	199	221
43	積水ハウス	194	214
44	日本たばこ産業	194	206
45	日産自動車	193	245
46	デンソー	188	247
47	三菱地所	185	248
48	アイシン精機	181	191
49	光通信	174	261
50	王子ホールディングス	173	192

出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成



#### 4. 売上高連単倍率から見るグループ化の進展

これまで表3～6と図1～3を用いて、1995～2015年の25年間における日本企業のグループ化がどのように変化してきたのかを検討し、グループ化の流れが進展してきたことを確認した。次に、グループ全体のうち、親会社と子会社が売上面でそれぞれどの程度の比重を占めているかを明らかにしていきたい。この側面を考察するにあたって、これまでよく利用されてきた指標は売上高連単倍率である。

売上高連単倍率は、連結ベースの売上高を親会社単独の売上高で割ったもので求められる。売上高連単倍率が大きくなればなるほど、連結ベースの売上高の中で子会社や関連会社がより大きな比重を占めていることになる。表7と図4は、売上高連単倍率を全市場の場合、1部上場企業の場合、その他の上場企業の場合に分け、1990年から2015年まで集計した結果である。

表7と図4をみると、2002年以後に平均値が急激に上昇していることが見てとれる。ただし、この平均値の変化をみる際には、1997年に解禁された持株会社制度の影響を大きく受けているため、注意が必要である。持株会社とは、投資目的ではなく事業の支配を目的として、他の会社の株式を保有する会社のことを指す。そして、自社は事業を行わず傘下企業の活動を支配する「純粋持株会社」と自社で事業を行なうとともに傘下企業の活動を支配する「事業持株会社」に分けられる。

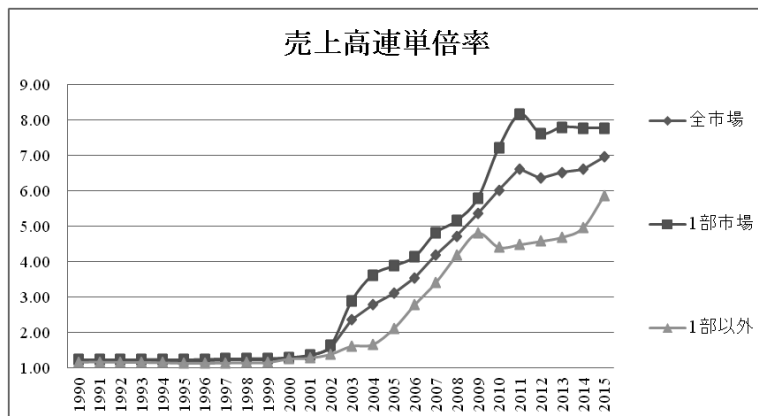
戦後、日本では純粋持株会社であった財閥本社が解体されて以来、純粋持株会社の設立は独占禁止法（正式名称は「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」）によって原則的に禁止されていた。理由は、事業支配力の過度な集中による弊害を防止し、自由な企業間の競争を確保するためである。しかし、バブル崩壊後の企業再編や新規事業への進出に際し、この独占禁止法が足枷になるとして、産業界から持株会社設立の解禁を求める要望が出されていた。この流れを受けて、1997年6月に持株会社解禁を織り込んだ独占禁止法改正案が可決成立し、半世紀振りに持株会社の解禁が実現された。その結果、1997年以降、中核会社自身は事業を行わず、傘下企業の活動を支配する目的で純粋持株会社が日本でも設立することが可能になった。

売上高連単倍率の求め方から分かるように、純粋持株会社と事業持株会社ではこの数値が大きく異なる。純粋持株会社は基本的に事業を行わないため、通常その売上高は極端に小さな値をとる。その一方で、事業会社の集団である傘下企業全体の売上高は大きくなる。この場合、純粋持株会社の売上高連単倍率は非常に大きな値になることから、2002年以後の売上高連単倍率の平均値の水準は、純粋持株会社の売上高連単倍率の値に影響を受けている。そこで、表7と図4だけでなく、表8とあわせて考察してみる。表8は2015年時点での売上高連単倍率のランキングを示しており、表8に記載されている企業はほとんどすべてが純粋持株会社である。たとえば、第1位の2017年に上場廃止になったフード・プラネットは、売上高連単倍率の値が850を超えており、この数値が表7と図4にお

表7：売上高連単倍率の推移

年度	売上高連単倍率								
	全ての市場			1部上場会社			1部以外の上場会社		
	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値	観察数	平均	中央値
1990	1,253	1.21	1.10	944	1.22	1.12	309	1.16	1.06
1991	1,317	1.21	1.11	975	1.22	1.12	342	1.16	1.06
1992	1,382	1.20	1.11	1,008	1.22	1.13	374	1.15	1.06
1993	1,459	1.21	1.11	1,050	1.23	1.13	409	1.15	1.06
1994	1,553	1.20	1.10	1,092	1.23	1.13	461	1.14	1.06
1995	1,906	1.19	1.09	1,261	1.22	1.12	645	1.12	1.05
1996	2,049	1.19	1.09	1,312	1.23	1.13	737	1.12	1.05
1997	2,139	1.21	1.10	1,351	1.25	1.14	788	1.13	1.05
1998	2,245	1.21	1.10	1,399	1.25	1.15	846	1.14	1.05
1999	2,337	1.21	1.10	1,444	1.26	1.14	893	1.15	1.05
2000	2,668	1.27	1.11	1,586	1.28	1.16	1,082	1.24	1.06
2001	2,767	1.32	1.12	1,627	1.36	1.17	1,140	1.27	1.07
2002	2,829	1.52	1.13	1,650	1.62	1.19	1,179	1.38	1.07
2003	2,870	2.34	1.13	1,660	2.88	1.19	1,210	1.60	1.07
2004	2,912	2.78	1.14	1,672	3.61	1.20	1,240	1.65	1.07
2005	3,007	3.10	1.14	1,707	3.87	1.20	1,300	2.10	1.08
2006	3,094	3.53	1.15	1,732	4.13	1.22	1,362	2.77	1.09
2007	3,159	4.18	1.17	1,750	4.80	1.24	1,409	3.40	1.11
2008	3,118	4.71	1.19	1,733	5.14	1.25	1,385	4.17	1.13
2009	3,030	5.35	1.20	1,719	5.78	1.26	1,311	4.80	1.13
2010	2,937	6.01	1.21	1,689	7.20	1.27	1,248	4.40	1.13
2011	2,898	6.61	1.21	1,689	8.14	1.29	1,209	4.47	1.13
2012	2,890	6.35	1.23	1,698	7.60	1.30	1,192	4.57	1.14
2013	2,901	6.51	1.24	1,711	7.78	1.33	1,190	4.68	1.15
2014	2,930	6.59	1.26	1,713	7.76	1.36	1,217	4.95	1.16
2015	2,951	6.95	1.28	1,710	7.75	1.37	1,241	5.85	1.17

出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成



出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成

図4：売上高連単倍率の推移

表8：売上高連単倍率のランキング（2015年時点）（売上高の単位は千円）

Rank	企業名	単独売上高	連結売上高	売上高連単倍率
1	フードプラネット	600	519410	865.7
2	丸善CHIホールディングス	350000	168812000	482.3
3	ノーリツ鋼機	177000	54488000	307.8
4	バイタルケーエスケーホールディングス	1868000	548012000	293.4
5	コロワイド	697000	177573000	254.8
6	メディカルホールディングス	12640000	2872905000	227.3
7	JXホールディングス	51639000	10882460000	210.7
8	大塚ホールディングス	7396000	1445227000	195.4
9	江守グループホールディングス	1221808	224619469	183.8
10	ソフトバンクグループ	47423000	8670221000	182.8
11	ユニグループホールディングス	5718000	1018958000	178.2
12	アルフレッサホールディングス	15363000	2421162000	157.6
13	文教堂グループホールディングス	221284	33335505	150.6
14	IJTテクノロジーホールディングス	1014000	148350000	146.3
15	シャクリーグローバルグループ	357000	51450000	144.1
16	21LADY	20700	2895348	139.9
17	OUGホールディングス	2323000	324463000	139.7
18	ワールドホールディングス	633000	87984000	139.0
19	キリン堂ホールディングス	1570000	216066000	137.6
20	ほくやく竹山ホールディングス	1552000	212106000	136.7
21	三菱ケミカルホールディングス	28049000	3656278000	130.4
22	アクシアルリテイリング	1682000	212611000	126.4
23	川田テクノロジーズ	833000	104075000	124.9
24	明治ホールディングス	9312000	1161152000	124.7
25	アイアールジャパンホールディングス	159600	19258074	120.7
26	サハダイヤモンド	27000	3232000	119.7
27	OSJBホールディングス	380000	44304000	116.6
28	ジューテックホールディングス	1393000	159508000	114.5
29	OCHIホールディングス	767000	83469000	108.8
30	ウエルシアホールディングス	3552000	383982000	108.1
31	KIホールディングス	488000	52674000	107.9
32	ダイワボウホールディングス	5284000	566194000	107.2
33	CKサンエツ	586000	61703000	105.3
34	サーラコーポレーション	1240000	130201000	105.0
35	フィードワン	3224000	334056000	103.6
36	アークス	4548000	470310000	103.4
37	J.フロントリテイリング	11147000	1149529000	103.1
38	メディアスホールディングス	1449781	146168943	100.8
39	宝ホールディングス	2179000	219490000	100.7
40	川金ホールディングス	322181	31648837	98.2
41	清和中央ホールディングス	501552	49034677	97.8
42	東邦ホールディングス	11935000	1162148000	97.4
43	エイチツーオーリテイリング	8776000	844819000	96.3
44	セイノーホールディングス	5654000	542452000	95.9
45	RVH	54603	5228782	95.8
46	トーホー	2202000	208998000	94.9
47	ジェイエフイーホールディングス	40737000	3850355000	94.5
48	エスライン	472000	44302000	93.9
49	ATグループ	4066000	380757000	93.6
50	ホッカカンホールディングス	1647000	152931000	92.9

出所：政策投資銀行 企業財務データに基づき筆者作成

ける平均値を高める要因になっていることは明らかである。

したがって、表7では中央値の方が意味を持つ。中央値をみると、変化の程度は小さいものの、年を追うごとに売上高連単倍率の値が着実に上昇していることが読み取れる。特に、1部上場企業の値の変化が大きく、1990～2015年の25年間で中央値が0.25ポイント増加している。つまり、グループの中で子会社や関連会社の売上が占める比重が、年々高まっていることが分かる。

## 5. 終わりに

本研究ノートを執筆している際に、多くの日本企業が決算発表を行っていた。そして、象徴的な出来事が生じた。表2で時価総額1位のトヨタ自動車と5位のソフトバンクグループの決算が大きく割れたのである。トヨタ自動車の2019年4月から9月までの中間決算は、売り上げが前年比で4%増加し15兆2000億円余りになるなど、売り上げと最終利益が中間決算として過去最高になった。一方、ソフトバンクグループの2019年9月までの中間決算は、営業損益が155億円余りの赤字となり、1兆4000億円余りの黒字だった前年の同時期から一転して営業赤字に転落した。この赤字転落は、投資先のアメリカのシェアオフィス大手、ウィーワークの経営が悪化したことにより運営するファンドに巨額の損失が出たことが主な要因とされている。

上記の2つの企業とも、表6で述べたように、巨大な企業グループを形成している。ソフトバンクグループは769社の連結子会社を有しているし、トヨタ自動車も541社の連結子会社を有している。先に述べた決算は連結決算なので、グループ全体として合算された業績の値である。

さらに、ソフトバンクグループとトヨタ自動車の事業構成・セグメントの違いをみてみよう。

表9と10から2社を比較すると、事業構成に大きな違いがあることが分かる。ソフトバンクグループは幾つかの事業に多角化しているが、トヨタ自動車は本業の割合が依然として大きい。決算の赤字はこれらの事業を総合した結果なので、事業ごとに見る必要がある。トヨタ自動車の黒字はもちろん、本業である自動車部門が牽引している。反面、ソフトバンクグループの場合、本業である通信事業は5000億円ほどの黒字であったが、グループ企業が行う投資事業で大きな損失を出したために、最終的には大きな赤字を計上することになったのである。

ここで大事な点として述べておきたいのは、今後企業を考察する際には、中核企業単独で見てもその実態を捉えるのは難しいケースがありうる。表6で示しているように、多くの企業は銀行を中心とするシステムから脱却して中核企業を中心とした企業グループを形成している。そして、これが意味するのは、企業価値を見る際に、企業グループをしっかりと観察しないと、その実態が分からないということである。最近の日本企業の停滞の理由の一つには、本業でなく関連子会社を原因とした場合が多い。2017年に経営危機に陥った東芝のケースもアメリカの子会社での問題が理由になっていた。

表9：ソフトバンクグループの事業構成（2019）

No.	事業セグメント	シェア (%)
1	ソフトバンク事業	38
2	スプリント事業	36
3	ブライトスター事業	11
4	ヤフー事業	9
5	アーム事業	2
6	その他	1

表10：トヨタ自動車の事業構成（2019）

No.	事業セグメント	シェア (%)
1	自動車	89
2	金融	7
3	その他	3

出所：EOLに基づき筆者作成

東芝は、企業グループを拡大し成長した反面、グループ経営におけるガバナンスのシステムを構築し、機能させることができなかつたことが示唆される。グループ企業のガバナンスというトピックは本稿の範囲を超えるので、これ以上議論しないが、いずれにしろ、これからは企業単独を見るのではなく、グループ全体をみる視点が必要になるのは間違いない。その意味で、ますます我々には、企業を考察する力が要求される時代になったと言えるだろう。

## 謝辞

本研究は JSPS 科研費 JP19K01764 と京都産業大学特定課題研究（準備研究支援）の助成を受けたものです。

## 参考文献

- Lincoln, J. R., & Shimotani, M. (2010). Business networks in postwar Japan: whither the keiretsu?, In A. Colpan., T. Hikino., J. R. Lincoln (Eds.). *The Oxford Handbook of Business Groups* (pp. 127-156). Oxford: Oxford University Press.
- Lincoln, J. R., Guillot, D., & Sargent, M. (2017). Business Groups, Networks, and Embeddedness: Innovation and Implementation Alliances in Japanese Electronics 1985-1998. *Industrial and Corporate Change*, 26, 3, pp. 357-378.