

2025 年度冬期
グラデュエーションペーパー
予稿

題 目	
<p>純粋持株会社化は財務パフォーマンス</p> <p>にどのような影響を与えるのか</p> <p>～ガバナンス体制が与える効果の異質性に関する実証分析～</p>	
<div style="border: 1px solid black; border-radius: 15px; display: inline-block; padding: 5px 20px;">技術経営論文</div>	ビジネス企画提案

学籍番号	8824232	氏名	中井 章博
------	---------	----	-------

教 員	
主 査	諏訪園 貞明 教授
審査 委員 担当	岡田 将稔 教授

東京理科大学大学院 経営学研究科 技術経営専攻

「純粋持株会社化は財務パフォーマンスにどのような影響を与えるのか ～ガバナンス体制が与える効果の異質性に関する実証分析～」

グラデュエーションペーパーの目次

1. 序論.....	3
1.1 背景.....	3
1.2 研究の問題意識と目的.....	3
1.3 本研究の独自性と構成.....	4
2. 問題認識.....	5
2.1 日本企業に求められる成長戦略.....	5
2.2 成長戦略実行に向けた課題認識.....	6
3. 研究背景と目的.....	9
3.1 研究背景.....	9
3.2 先行研究の整理.....	11
3.3 本研究の位置付けと分析枠組の構築.....	15
3.3.1 先行研究から導かれる含意.....	15
3.3.2 探索的定量分析の視点.....	15
3.3.3 探索的定量分析の方法.....	16
3.3.4 財務パフォーマンスの定義と指標、比較対象期間.....	18
3.3.5 事業規模と成長率の関係：探索的分布分析.....	19
3.3.6 ROE・PBRの比較：資本効率と市場評価の差異.....	21
3.4 結果の考察：ガバナンス体制と財務成果の関係.....	22
3.5 国際的文脈における位置づけと小結.....	23
4. 仮説.....	25
4.1 仮説設定の背景.....	25
4.2 ガバナンス構造と企業価値に関する前提.....	25
4.3 本研究における仮説の設定.....	27
5. 個別企業分析による実証的解釈.....	29
5.1 分析の目的と対象企業の整理.....	29
5.2 対象企業の抽出.....	30
5.3 分析枠組み（ROE・PER・PBRの分解）.....	35
5.4 電気機器業界（ソニーグループ・パナソニックホールディングス）.....	36
5.4.1 ソニーグループ.....	36
5.4.2 パナソニックホールディングス.....	40
5.4.3 電気機器業界のまとめ.....	44

5.5 食品業界（アサヒグループホールディングス・麒麟ホールディングス）	46
5.5.1 アサヒグループホールディングス	46
5.5.2 麒麟ホールディングス	51
5.5.3 食品業界のまとめ	55
5.6 総括	57
5.6.1 ガバナンス様式の分化と経営者経歴にみる制度的成熟	57
5.6.2 導入時の目論見と成果の比較	60
5.7 小結 — 制度の定着から理論的検証へ	61
6. 考察 — ガバナンスの実効性と評価構造の整合性に関する理論的検証	63
6.1 本章の目的と分析枠組み	63
6.2 仮説1の検証：ガバナンスの実効性分析	64
6.3 仮説2の検証：評価構造の整合性	65
6.3.1 統計的検証：持株会社全体の傾向分析	65
6.3.2 理論的考察：制度的成熟の構造	65
6.4 業界別考察：ガバナンス構造の異質性	66
6.5 制度的・理論的含意	67
6.6 小結：仮説検証の総括	67
7. 結論 — 制度としての持株会社化の再評価	69
7.1 本研究の目的の再確認と主要成果	69
7.2 本研究の理論的貢献 — 制度的成熟の枠組み	69
7.3 実務的含意 — 日本企業のガバナンス戦略への示唆	70
7.4 今後の課題と研究展望	70
7.5 結語 — 制度的成熟の再定義	71
付論A 国際比較 — 欧米における持株会社モデルとの相違	72
付論B 制度的成熟モデルの理論的拡張	74
付論C 制度撤回事例にみる制度的ミスマッチの構造	76
参考文献	

1. 研究背景と問題意識

1997 年の独占禁止法改正以降、日本企業において純粋持株会社化は急速に普及し、近年では経営の効率化やガバナンス強化を目的として導入される事例が増加している。とりわけ 2015 年のコーポレートガバナンス・コードの導入、2023 年以降の資本効率改善要請の強まりなどを背景に、企業には「資本コストを意識した経営」への転換が強く求められている。

特に、日本企業では長期にわたる「守りの経営」により、内部留保が積み上がる一方で、ROE（自己資本利益率）や PBR（株価純資産倍率）といった資本効率指標は低位にとどまりやすいことが指摘され、その背景として安定株主構造や意思決定の硬直性等、資本配分をめぐるガバナンス上の課題が挙げられてきた。

このような環境下で、持株会社化は単なる組織再編手段ではなく、資本配分とガバナンスの設計を再構成する枠組みとして再評価されつつある。プレスリリース分析でも「経営資源の最適化」「ガバナンス強化」「M&A」等が主要理由として浮上しており、制度の設計思想が変化している。

他方で、持株会社化が実際に企業価値や財務パフォーマンスを高めているかについては、先行研究において必ずしも明確な結論が得られていない。

以上を踏まえ、本研究は、純粋持株会社化をガバナンス改革の制度的枠組みとして捉え、財務指標の単純な水準比較に加えて、資本効率（ROE）と市場評価（PBR）の関係がどのように推移していくのかという評価構造の側面に着目して検証することを目的とする。

特に、2015 年以降のガバナンス改革を背景とした企業行動の変化に着目し、純粋持株会社化が企業価値の形成に与える影響について実証的に検討する。分析にあたっては、定量分析と定性分析を組み合わせたハイブリッド手法を採用し、探索的に実施する。なお、本研究は純粋持株会社体制に焦点を当てて考察を行うため、「持株会社」とは特に断りのない限り「純粋持株会社」のことを指すものとする。

2. 先行研究

先行研究は、日本における持株会社を、制度史、採用動機、効果検証、形態比較、メリット・デメリットの整理といった観点から蓄積してきた。制度史的には、持株会社は独禁法下で規制対象とされてきたが、1997 年の原則解禁以降、企業再編や経営改革の手段として普及している。

採用動機については、資本自由化期の合併代替手段や、バブル崩壊後の企業再編・リストラを目的とする活用が指摘されてきた。一方、効果検証に関する実証研究では、2010 年代前半まで「制度導入＝即効的な業績改善」を一貫して支持する結果は得られておらず、採用決定においても経済合理性仮説が必ずしも成立しないことや、同調効果（模倣・シグナリング）の存在が示唆されている。

他方、2015 年のコーポレートガバナンス・コード導入以降、持株会社化の目的は、単なる再編手段から、資本配分と統治の一元化を通じた経営モデルへと変化しつつある。先行研究の整理からは、持株会社化の価値創造効果は自明ではなく、①ガバナンス設計の品質、②内部資本市場の運用規律、③ポートフォリオ戦略の一貫性と開示といった「実装条件」が整うことで初めて効果が顕在化するという含意が導かれる。

3. 定量分析による全体的傾向の把握

先行研究から、純粋持株会社化の価値創造効果は、短期的な財務指標の水準変化として一様に把握できるものではないことが示唆されている。

一方で、純粋持株会社群と非純粋持株会社（持株会社ではない企業と事業持株会社）群の財務指標が、全体としてどのような分布特性や推移を示しているのかについては、必ずしも十分に整理されていない。

そこで本研究では、東証プライム上場企業を対象とした定量分析により、純粋持株会社群と非純粋持株会社群の財務指標の分布や推移に関する全体的傾向を探索的に確認する。

分析対象は、2025 年 3 月末時点のプライム上場企業のうち、時価総額 1 兆円超の企業 169 社とし、定款および有価証券報告書等に基づき、純粋持株会社群（44 社、26.0%）と非純粋持株会社群（125 社、74.0%）に分類した。財務指標は、資本効率と市場評価の両面を捉えるため、ROE および PBR を主要指標とし、分析期間は 2015 年 3 月期からの 10 年間とした。

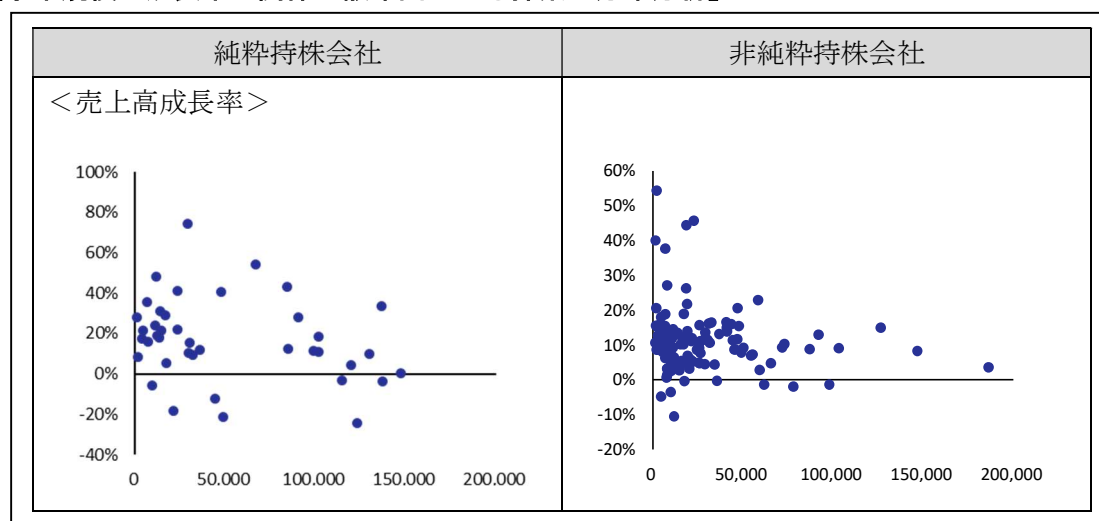
分析は、企業規模（売上高）と成長率（売上高・経常利益・当期利益）の分布特性、および ROE・PBR の期間平均値と変化率を比較する二つの視点から行い、企業群レベルでの傾向を把握する。方法論としては、厳密な因果識別を目的とせず、記述統計および相関分析に基づく探索的比較分析として位置づける。

4. 全体的傾向の検証結果

企業規模と成長率の分布特性に関する分析では、純粋持株会社群では、指標水準が必ずしも高いとは限らないものの、分布の安定性が高く、極端な振れが相対的に小さい傾向が観察された。

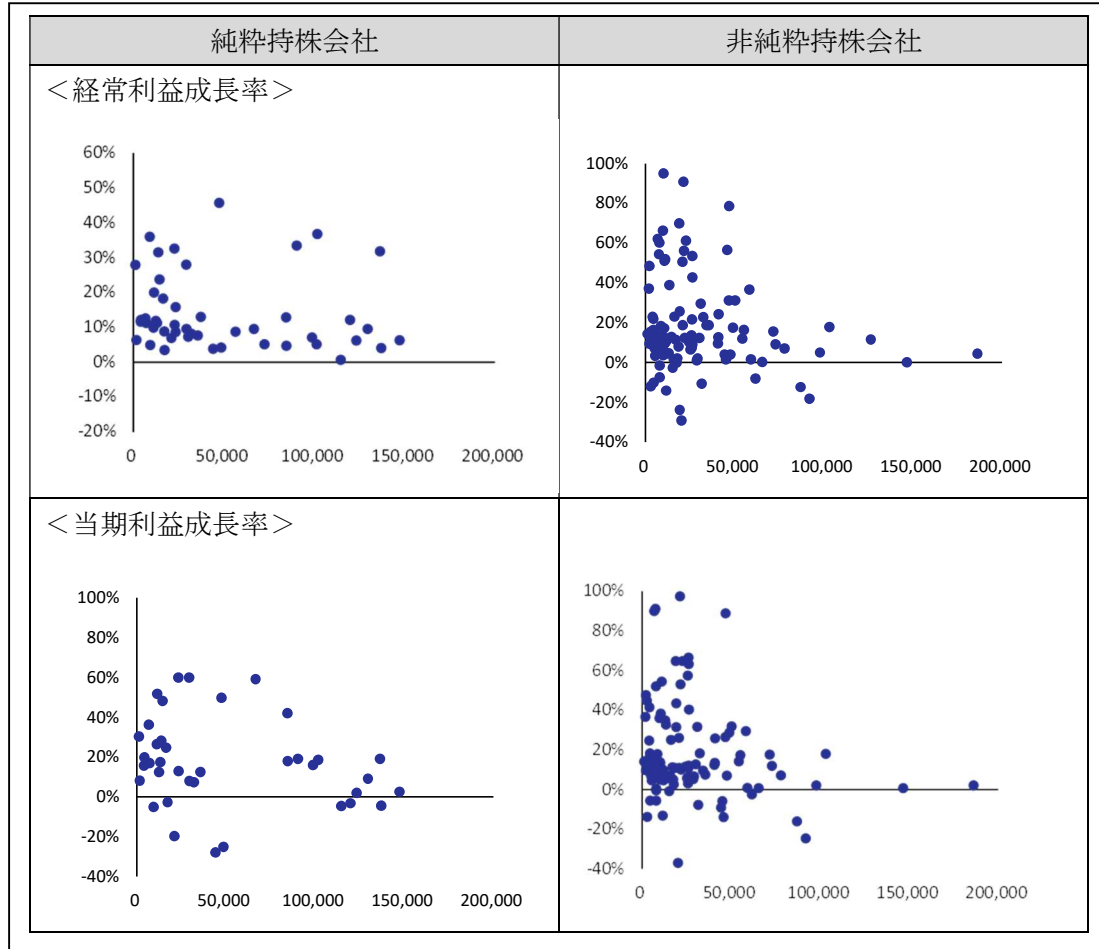
この点については、後続の ROE および PBR に関する分析において、持株会社化の効果を単なる業績水準の向上として捉えるのではなく、収益性や企業価値の安定化効果という観点から検討する必要性を示す重要な前提となるものと考察される。

【事業規模と成長率の関係：散布図による探索的分布分析】



出所：SPEEDA データより筆者作成

【事業規模と成長率の関係：散布図による探索的分布分析】



出所：SPEEDA データより筆者作成

次に、ROE（％）とPBR（倍）については、純粋持株会社群は分析期間初期において相対的に低い水準であったものの、2015 年以降、改善傾向を示していることが確認される。また、事業規模別にみた伸長傾向は、大規模企業において資本効率の向上が進んでいることが確認される。純粋持株会社群の相対的な伸長は、コーポレートガバナンス・コードの導入をはじめとした企業を取り巻くガバナンス体制の変化などと時間的に重なって生じている点で示唆的である。ただし、これらの結果は記述統計による観察であり、持株会社化が企業価値の向上を直接的に引き起こしたと断定するものではない。むしろ、純粋持株会社体制が、資本効率や市場評価の改善が生じやすい経営環境を整備する一つの制度的枠組みとして機能している可能性を示唆するものとして解釈することが妥当であると考察される。

【2025 年 3 月末時点：ROE・PBRの平均値、2015 年 3 月期比での変動率平均】

企業形態	ROE		PBR	
	2025 年 3 月末	10 ヶ年 増加率	2025 年 3 月末	10 ヶ年 増加率
純 粋 持 株 会 社	12.2%	<u>79.2%</u>	2.04 倍	<u>36.0%</u>
非 純 粋 持 株 会 社	<u>13.2%</u>	31.1%	<u>2.62 倍</u>	14.2%

出所：SPEEDA データより筆者作成

【3分位法による時価総額別直近10ヶ年増加率平均】

企業形態	R O E			P B R		
	大規模	中規模	小規模	大規模	中規模	小規模
①純粋持株会社	51.3%	78.5%	109.6%	29.4%	19.0%	25.6%
②非純粋持株会社	13.7%	29.7%	43.7%	19.1%	8.5%	14.2%
①/②	3.7 倍	2.6 倍	2.5 倍	1.5 倍	2.2 倍	1.8 倍

※大規模：時価総額＞3.6兆円、中規模：1.7兆円＜時価総額＜3.6兆円、小規模：時価総額＜1.7兆円

出所：SPEEDA データより筆者作成

5. 仮説の設定

以上の先行研究および全体的傾向の検証結果を踏まえると、持株会社化がコーポレート・ガバナンスの強化に対して、いかなる実質的効果をもたらしているのかという問いが改めて重要な検討課題として浮かび上がる。

従来、ガバナンス強化を図る上では、取締役会の実効性確保や経営と執行の分離を目的とした各種制度が重視されてきた。これらは一定の成果を挙げてきたものの、企業グループ全体におけるガバナンスの統合や資本配分の最適化といった課題に対しては、十分な効果を発揮してきたとは言い難い。

実際、我が国の時価総額上位企業のガバナンス体制をみると、必ずしも持株会社化の有無とガバナンスの成熟度が一対一で対応しているわけではない。このことから、ガバナンスの質は制度形態そのものによって一義的に決まるのではなく、その運用の在り方や組織文化、経営トップのリーダーシップなどに大きく左右されることが示唆される。

【時価総額上位企業のガバナンス体制等】

企業名	時価総額	持株	企業統治体制	経営者の経歴等
ソニーグループ	23.2 兆円	○	指名委員会等	社長のみ自社出身
日立製作所	15.8 兆円		指名委員会等	社長は関連会社社長経験
任天堂	13.1 兆円		監査等委員会	副社長は関連会社社長経験
日本電信電話	13.1 兆円	○	監査等委員会	2025.6 に監査役会設置会社より移行
リクルートホールディングス	12.0 兆円	○	監査役会	社長は買収先企業の社長経験
伊藤忠商事	10.9 兆円		監査役会	社長は関連会社の社長経験
三菱商事	10.6 兆円		監査等委員会	2024.6 に監査役会設置会社より移行

※時価総額は2025年3月末現在、持株：○は純粋持株会社

※創業家が経営に強く関与する企業、ホールディングスの傘下にある企業、及び規制産業に該当する銀行・保険などは、除外

本研究では、持株会社化を単なる組織構造の変更ではなく、ガバナンスの運用を通じて企

業の意思決定様式と資本配分の規律を再設計する制度的プロセスとして捉える。具体的には、①監督と執行の役割分担、②資本配分（投資・撤退・還元）の判断基準、③情報開示と市場対話の質、④事業子会社の自律性と統制のバランスが相互に作用し、企業価値の形成に影響すると考える。

以上を踏まえ、本研究は次の二つの仮説を設定する。

第一に、純粋持株会社化は、取締役会の実効性向上や経営と執行の分離を通じて、ガバナンスの強化策が実質的に機能しやすい統治構造を形成する（仮説 1）。

第二に、こうした統治構造の改善は、ROE・PBR などの資本効率指標や収益性指標を通じて、企業業績に一定の好影響をもたらす可能性がある（仮説 2）

これら二つの仮説を検証することにより、持株会社化が「ガバナンス改革の一形態」とどまらず、「企業価値創造を支える統治基盤」へ転化し得るのかを、実証的に検討する分析枠組みを提示する。

6. 個別企業の事例分析

個別企業の事例分析にあたり、本研究では、「持株会社化そのものの効果」を検討するという研究目的に照らし、純粋持株会社化を実施した企業のうち、「組織再編型」に分類される企業を分析対象とした。さらに、比較可能性を確保する観点から、同一業種内で複数企業の対比が可能な二つの業種を選定した。具体的には、時価総額 1 兆円超の純粋持株会社 44 社を、SPEEDA データ（株式会社ユーザベース提供）、定款、有価証券報告書等の情報に基づき下記の通り分類し、⑤個別分析対象企業 17 社を選定した。

【純粋持株会社の分類】

① 創業家 関与	② 他 HD 等の 傘下	③ 金融等、規制 産業に該当	④ 前後比較デー タ入手不可	⑤ 個別分析 対象企業
7 社	2 社	15 社	3 社	<u>17 社</u>

出所：SPEEDA データ、定款、有価証券報告書より筆者作成

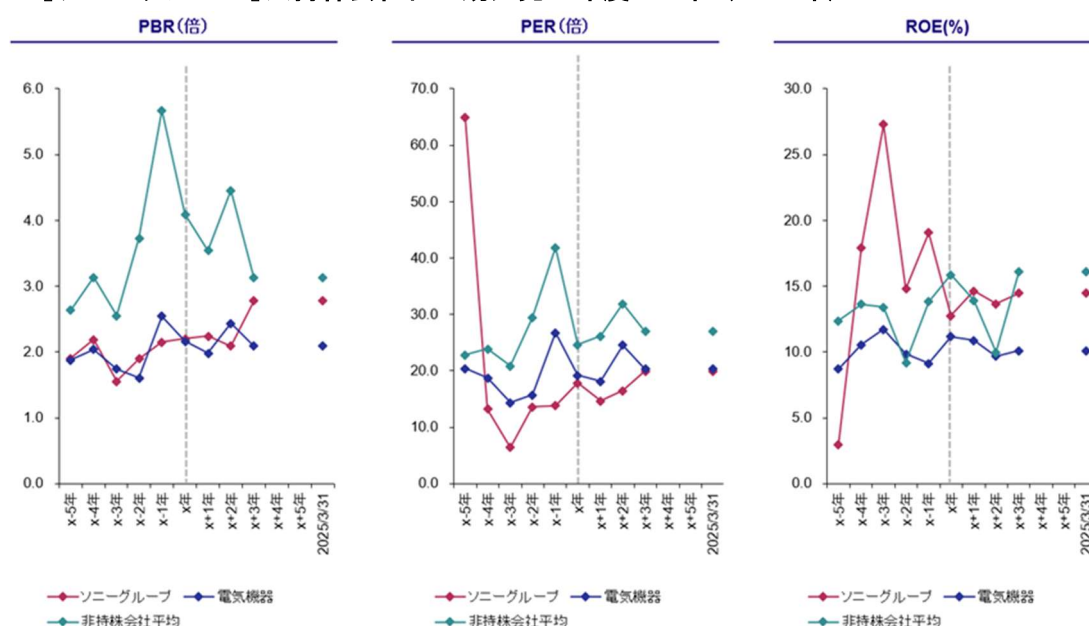
次に、この 17 社を持株会社化の経緯別に、組織再編型：9 社と経営統合型：8 社へ分類し、組織再編型企业群の中で、同一業種に複数企業を有する二業種（電気機器業界・食品業界）の 4 企業（ソニーグループ、パナソニックホールディングス、アサヒグループホールディングス、キリンホールディングス）を選定した。これら 4 社について、持株会社化に伴う組織再編が実際に効力を生じた年度を 0 年（次葉の表上では X 年）として前後 5 事業年度（同 X±5 年）の ROE・PBR 推移を比較し、企業レベルでの時系列的変動を検証した。

分析結果として、持株会社化後に短期的な指標改善が限定的であった場合でも、事業ポートフォリオの再構成、非中核事業の整理、資本配分ルール明確化、市場との対話の継続といった運用が積み重なることで、企業価値評価の変動が抑制される局面が確認された。

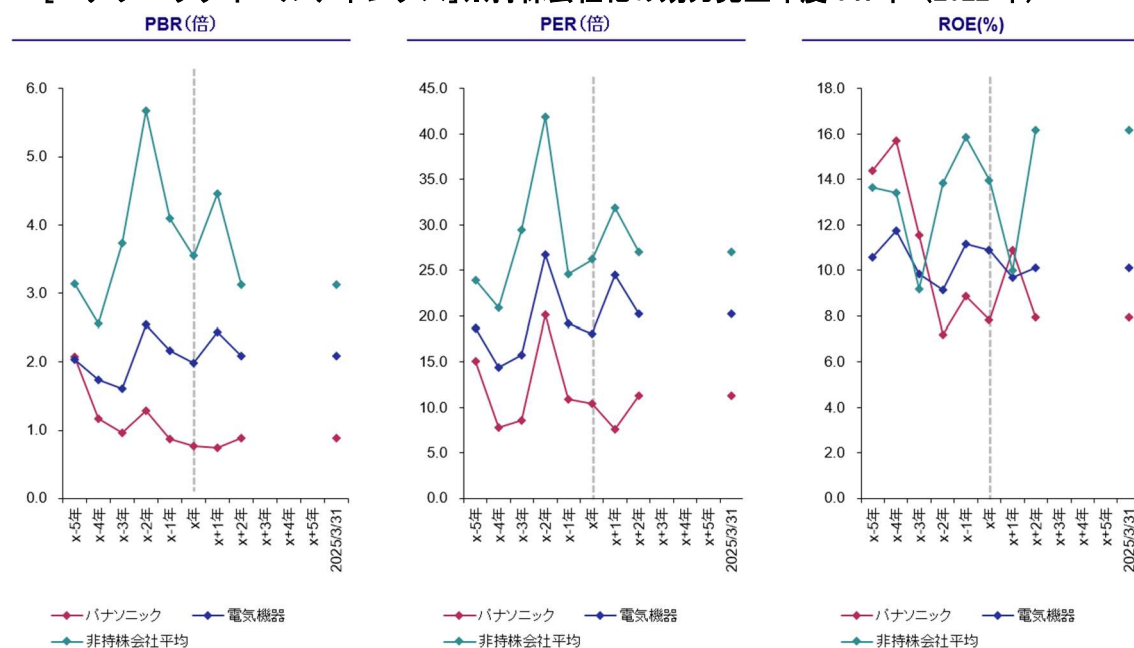
すなわち、純粋持株会社化の効果は、短期的な数値改善として現れるのではなく、企業価値評価の構造そのものを安定化・合理化していくプロセスとして顕在化している可能性が示唆された。

【電気機器業界の分析結果概要 — 統合型と分権型に分かれる純粋持株会社化の帰結】

【ソニーグループ】※持株会社化の効力発生年度：X 年（2021 年）



【パナソニックホールディングス】※持株会社化の効力発生年度：X 年（2022 年）

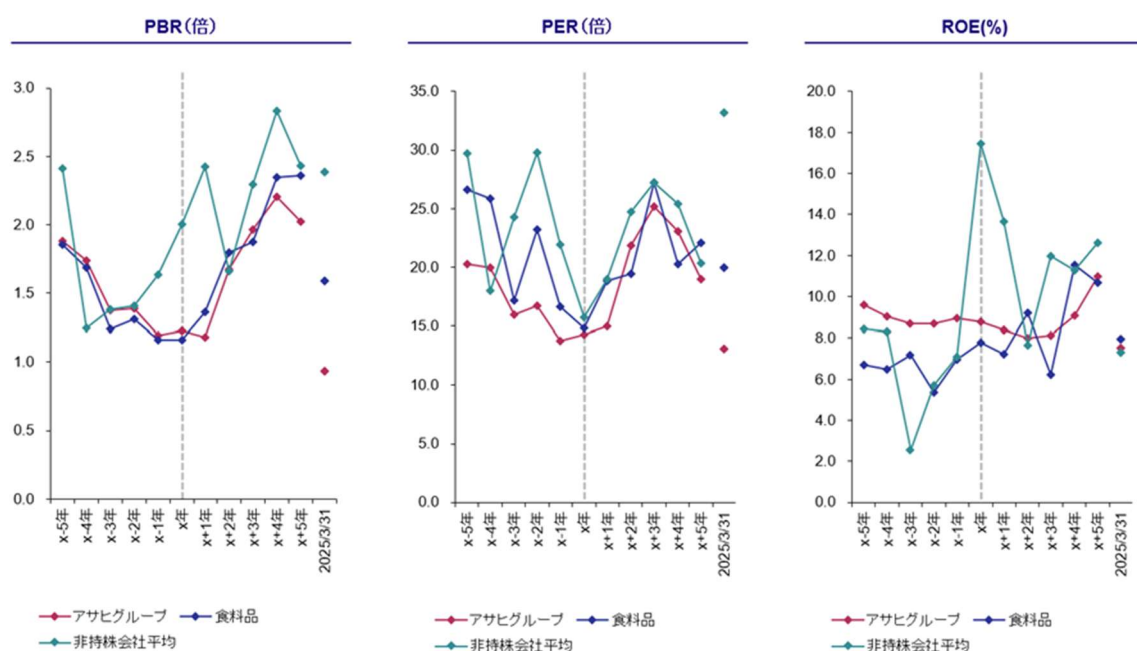


出所：SPEEDA データより筆者作成

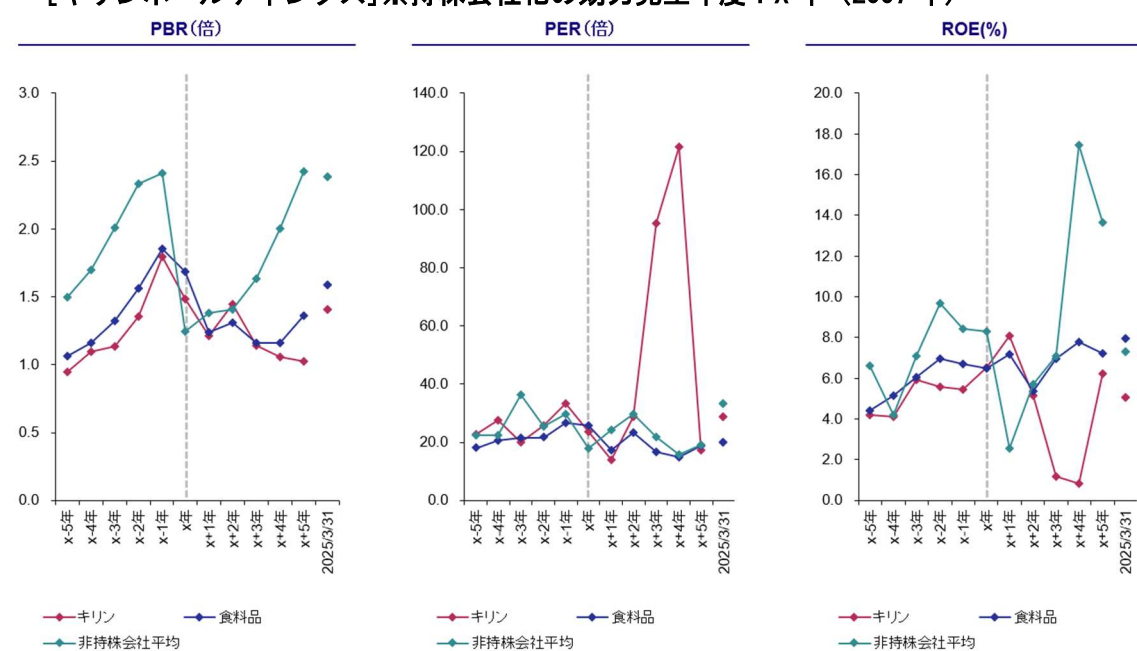
- ソニーグループは、持株会社を戦略・資本配分・人材を統合する中枢として機能させ、ROE と PBR が比較的整合的に推移している一方、パナソニック HD は、事業会社の自律性と責任を重視する分権型統治を採用しており、ROE の水準は限定的であるものの、指標の変動幅は抑制されている。
- これらの差異は制度の優劣ではなく、統合を志向するガバナンスか、分権を志向するガバナンスかという運用思想の違いを反映したものと解釈できる。
- 両社の持株会社化の意義は、数値水準の上昇ではなく、企業価値の再現性と説明責任を高める点にあるものと考察される。

【食品業界の分析結果概要 ― 統合志向と再統合過程にみる純粋持株会社化の進化】

【アサヒグループホールディングス】※持株会社化の効力発生年度：X 年（2011 年）



【キリンホールディングス】※持株会社化の効力発生年度：X 年（2007 年）



出所：SPEEDA データより筆者作成

- アサヒ HD は、海外 M&A を軸とする成長戦略を持株会社の統合機能によって支え、ROE は比較的安定して推移するが、PBR は成長期待と調整を経ながら形成されてきた。一方、キリン HD は、医薬・飲料・食品を横断する統合中枢型モデルを志向し、ROE や PBR の水準よりも評価の変動要因が説明責任を伴う形で整理されつつある点に特徴がある。
- 両社の事例は、持株会社化の効果が、数値の上昇ではなく、評価構造の合理化と安定化のプロセスとして現れている可能性を示唆しており、統治構造を再設計し続ける「再統合能力」を制度として内在化する点に意義を有するものと考察される。

7. 仮説の検証と解釈

以上の分析結果を踏まえると、仮説 1（ガバナンスの実効性向上）は部分的に支持されるものと評価される。純粋持株会社化は、経営と執行の分離を形式として整えるだけでなく、取締役会が資本配分・撤退・還元のルールを継続的に監督する「実装の場」を提供し、ガバナンス改革を実質化しやすい制度的条件を与えている。

一方、仮説 2 については、ROE・PBR の水準が一様に上昇するという形では支持されなかった。むしろ、純粋持株会社化の効果は、ROE や PBR の絶対水準ではなく、これら指標の変動幅縮小、改善ペースの持続性、資本効率と市場評価との連動性向上といった「質的成果」として現れている点が示唆された。この点から、仮説 2 は「資本効率指標の水準的上昇」ではなく、「企業価値評価の構造が整合的に安定する」という側面に限って概ね支持される可能性が示唆されたと解釈できる。

また、個別企業分析において観察された統合志向型、分権志向型、再統合志向型といったガバナンス様式の差異は、持株会社化という制度の優劣を示すものではなく、制度がどのような統治思想の下で運用され、どの段階まで内面化・成熟しているかを反映した結果であると解釈できる。

【ガバナンス様式の差異】

 1. 分権知 パナソニック型 現場に権限を委譲し、資本コスト（ROIC）で規律を効かせる自律力	 2. 統合知 ソニー型 多様な事業を「理念（パーパス）」で束ね、シナジーを創出する求心力	 3. 再統合知 アサヒ・麒麟型 環境変化に応じて、組織構造を動的に組み替える適応力
注：本研究で用いる「分権知」、「統合知」、「再統合知」という整理は特定の先行理論に基づく演繹的類型化を意図したものではない。 純粋持株会社制の運用過程に関する複数企業の事例分析から、ガバナンス がどのような知の様式として実践されているかを記述的・帰納的に整理するための分析概念である		

以上を踏まえ、本研究は、純粋持株会社制を「組織を分けるための静態的制度」というより、運用を通じて統治の設計と資本配分の規律が学習・更新されていく「再帰的なガバナンス」の枠組みとして位置づけることができると示唆する。

8. 結論と今後の課題

本研究は、日本企業における純粋持株会社化について、その効果を短期的な業績水準ではなく、①ガバナンスの実効性、②企業価値（とりわけ ROE と PBR）の形成・安定という観点から理論的・実証的に検討した。

第一に、純粋持株会社化は、経営と執行の分離を通じて、ガバナンス改革を実質化しやすい制度的条件を提供する点で、仮説 1 は概ね支持された。第二に、仮説 2 は「ROE・PBR の水準上昇」として一律に支持されるのではなく、「評価構造の整合的安定化」という側面において、その可能性が示唆されると整理できる。すなわち、持株会社化の本質的効果は、企業の実力（ROE）と市場評価（PBR）の対応関係が、資本配分ロジックを媒介として徐々に整

っていく過程に現れる。

この解釈を支える概念として、本研究は純粋持株会社化を「制度的成熟のプロセス」として捉える。これは、形式的な組織再編にとどまらず、ガバナンスの運用を通じて資本配分の規律や意思決定の合理性・一貫性が内面化・更新されていく動態を指す。

【制度的成熟：概念の帰納的整理】

1.制度設計期 形式的枠組みの導入 監督と執行の分離	2.制度内面化期 組織文化との融合 「理念」や「現場知」による運用の定着	3.制度再帰期 自己進化型ガバナンス 環境変化に応じ制度自体を再構成
---	---	---

理論的貢献は、持株会社制を静態的な組織形態ではなく、運用を通じて機能が形成・更新される再帰的ガバナンスとして捉え直した点にある。実務的含意としては、組織再編そのものではなく、資本配分ルールと監督機能の実装が企業価値形成において重要であることが示唆される。

最終的に、純粋持株会社化の本質的意義は、組織を分けることではなく、ガバナンスを継続的に再構成し得る知的・文化的装置を企業内に埋め込むことにある。

また、このように捉えることで、「経営と執行の分離」や「効率化」といった静態的效果を超え、企業価値の「再現性」と「社会的信頼」を高めるための制度的成熟のプロセス、すなわち自己進化型制度として純粋持株会社化を理解するための視角が得られるものと考察される。

なお、本研究は上場大企業を対象とした探索的分析に基づいており、因果識別や非財務成果の分析には限界が残る。今後は、国際比較や ESG 要素を組み込んだ検証により、制度的成熟の条件と境界をさらに明確化する必要がある。

参考文献

- ・ 浅田孝幸 (2006) 日本型ホールディングス (純粋持株会社) の生成・戦略的機能化と管理会計の貢献可能性——事業統治と事業評価に関連して——. 『組織科学』 40(2), 27-42。
- ・ 伊藤邦雄 (2025) 『企業価値経営 (第 3 版)』 日本経済新聞出版。
- ・ 井上康晴・亀長尚尋 (2022) 『武器としてのコーポレートガバナンス』 中央経済社。
- ・ 牛島辰男 (2015) 多角化ディスカウントと企業ガバナンス. 『フィナンシャル・レビュー』 121, 69-90。
- ・ 浦野倫平 (2014) 日本企業の純粋持株会社化推進に関する一考察——コーポレート・ガバナンス改革との関連において——. 『九州産業大学経営学論集』 24(4), 1-14。
- ・ 大坪稔 (2001) 日本企業における純粋持株会社形態の採用と株式市場の評価——カンパニー制との比較における純粋持株会社形態の経済的機能——. 『日本経営学会誌』 7, 48-58。
- ・ 奥康平 (2019) 純粋持株会社と事業持株会社の戦略的活用——グループ経営における戦略的意図の変化と持株会社活用類型化の予備的考察——. 『阪南論集. 社会科学編』 55(1), 9-26。
- ・ 黒田裕司 (2020) 『Q & A 持株会社化の考え方と進め方』 きんざい。
- ・ 小枝冬人・渡邊健太・田畑貴大・坂尻雄飛 (2023) コングロマリットディスカウントに対抗する組織. 『野村総合研究所「知的資産創造」』 2023(2), 20-33。
- ・ 財務省 財務総合政策研究所 (2024) 『法人企業統計からみえる企業の財務指標』 財務省。
- ・ 下谷政弘 (2006) 持株会社の歴史展開. 『組織科学』 40(2), 43-51。
- ・ 下谷政弘 (2009) 『持株会社と日本経済』 岩波書店。
- ・ 下谷政弘・川本真哉 (編) (2020) 『日本の持株会社——解禁 20 年後の景色』 有斐閣。
- ・ 堀内健一 (2000) 日本における金融持株会社制度導入の契機. 『立教経済学研究』 54(3), 173-197。
- ・ 發知敏雄・箱田順哉・大谷隼夫 (2021) 『持株会社の実務 (第 9 版)』 東洋経済新報社。
- ・ 松岡真宏 (2025) 『経営者のための正しい多角化論——世界が評価するコングロマリットプレミアム』 日本経済新聞出版。
- ・ 松田千恵子 (2021) 『サステナブル経営とコーポレートガバナンスの進化』 日経 BP