

[論文]

連結財務指標としての連単倍率を巡る考察

—— 連結会計の刷新に向けた前梯的一考察 ——

長 田 芙 悠 子

〈目 次〉	1. はじめに
	2. 連単倍率に関わる連結財務分析の先行研究レビュー
	(1) 連単倍率に関わる連結財務分析の単行書のレビュー
	(2) 連単倍率に関わる連結財務分析の個別論文のレビュー
	3. 純粋持株会社（グループ）の連単倍率を中心とした連結財務分析
	(1) 純粋持株会社（グループ）の概観
	(2) 連単倍率による連結財務分析
	4. おわりに
	参考文献

1. はじめに

金融ビッグバンと連動した会計ビッグバンから早くも20年ほどが経過した。会計ビッグバンは、国際会計基準への収斂（グローバル化対応）、連結会計（連結財務諸表を主とする情報開示）、時価会計等が主要な改変と言える¹。そのうちの連結財務諸表の情報開示は、2000（平成12）年3月期の決算報告から実施されたが、連結会計の情報開示自体に関心が集中し、同時並行的に進められた企業組織再編における純粋持株会社の解禁・設立、取り分けその連結会計（情報開示を含む）に及ぼす影響を十分視野に入れた考察・検討は適切に成されてきたとは言えないのではないかと。

純粋持株会社の解禁は、企業グループの構制、企業組織再編の選択肢の一層の多肢化に道を開いたが、会計分野では連結会計全般が注目されたのに比して、そのうちの純粋持株会社を親会社とする企業グループの連結会計が主題的に考究されてきたとは言えないのではないかと。

純粋持株会社の場合、個別財務諸表は特異なものであり（外部売上高が基本的にない等）、連結財務諸表も集権と分権の態様如何により、事業における利用実態と疎隔する資産・負債の任意的計上があり得るのであり、「合算問題」が再浮上する。連単倍率は、連結財務分析特有の唯一とも言える指標であり、倍率増大が企業グループの成長を標示すると目されてきたが、純粋持株会社グループでは必ずしも同調的とは言えない。事業持株会社グループでは顕在化していなかったことが種々顕現する。その示唆を分析し、端初とすることにより、純粋持株会社グループ、ひいては企業グループ全般の内部構造に分け入る必要性が明確になる。本稿を前梯的考察の一階梯とし、連結会計の諸問題に関して新たな問題意識に基づき取組みたいと考えている。

本稿の構成は、2（章）で、先行の連結財務分析に関する単行書並びに個別論文を取上げ、連結財務分析のど

のような問題点を指摘しているか、あるいは連単倍率により如何なる捕捉を行なっているかを点検する。3（章）では、純粋持株会社の有価証券報告書に基づき、連単倍率を算出し、開示情報により純粋持株会社及びそれを親会社とする企業グループに関し捕捉可能なこと、更には捕捉困難な事態を明らかにし、連結会計の在り様に迫る前梯を敷設する。4（章）では、纏めと今後の課題を具体的に提示する。

2. 連単倍率に関わる連結財務分析の先行研究レビュー

(1) 連単倍率に関わる連結財務分析の単行書のレビュー

本稿の主題との関連で、連結会計の応用分野である連結財務分析に関する先行研究のレビューを行なっていく。ポイントは、純粋持株会社の特異性を踏まえているか、その特異性を反映している連単倍率の分析を行なっているか、ということである。まずは、連結財務分析を主題的に取扱っている単行書のレビューから始める。

(1-1) 野村健太郎の『連結企業集団の経営分析』は、1981（昭和56）年に初版、1995（平成7）年に改訂版が刊行され、2003（平成15）年に全訂版として刊行され、20年以上版を重ねている。初版当時、「ほとんど個別企業に係る経営分析の著書しか出版されていなかった状況にあって、このタイトルをとった本書は珍しく奇異な感じを与えていた」²、とのことである。そういう意味では、先駆的な著書と言える。「本書は、親会社、子会社、関連会社によって構成される連結企業集団の経営分析を取り扱ったものである」³が、「連個比較分析」⁴、取り分けその「構成比率差異分析」⁵並びに「趨勢比率分析」⁶を有効な分析として重視している。しかし、連単倍率は全篇を通じて取上げていないし、索引にも掲載されていない⁷。

純粋持株会社に関しては、第14章の1章を充当して取上げており（pp.249-271）、事例として(株)大和証券が

1 徳増・加藤（1997）pp.11-38, 39-75, 77-115

2 野村（2003）p.i

3 同上 p.i

4 同上 pp.29-31

5 同上 pp.121,145

6 同上 p.148

7 同上 pp.323-331

ループ本社の分析を行なっている⁸。しかし、連結情報並びに連結経営分析の重要性を説くばかりで⁹、「連個比較分析」が事業持株会社と純粋持株会社とでは相当に異ならざるを得ないことに想到していない。例えば、大和証券グループ本社の事例で言えば、営業収益に関しても、連結の営業収益は受入手数料・トレーディング損益等の対外的事業活動の収益が殆どであるのに対し、個別（純粋持株会社）の営業収益は関係会社受取配当金・関係会社貸付金利息等が殆どであり、性格が大きく異なり、量的な「開差」として捕捉するだけでは、分析は不十分である。従って、純粋持株会社の設立（移行）が徐々に増加しつつあった2003（平成15）年の改訂（全訂）としては、現出している事態に適切に対応し得ず、純粋持株会社を親会社（あるいは中間持株会社を含む）とする企業グループの連結財務分析として機能不全に陥っていると言わざるを得ない。

(1-2) 松尾聿正・水野一郎・笹倉淳史編著の『持株会社と企業集団会計』（2002）は、財務分析を主題としていないが、「持株会社」を書名に冠しているのを取上げることとする。関西大学関連の8名の研究者による論文集であり、全般的に、連結会計基準関連の動向のフォローを主としており、特にドイツに関しては類書が少ないので参考になるが¹⁰、持株会社に関することを重点的に取扱っているわけではない。また、刊行は2002（平成14）年であるが、取上げている動向はほぼ2000年前後迄なので、わが国では「企業結合取引に関する包括的な会計基準がない」¹¹等、記述が若干古びてしまっている（例えば、2003（平成15）年に企業結合会計基準設定、

2019（平成31）年1月最終改正）。

持株会社に関しては、第3章の管理会計の分野において取上げており、業績評価尺度（Economic Value Added）や資金管理システム（Cash Management System）を焦点とし、純粋持株会社の事例としてダイエー、大和証券、NTT、ソフトバンク、みずほフィナンシャルグループを挙示しているが、グループ構成の記述に留まり、会計情報による分析は行っていない¹²。

なお、連結財務分析の論文集ではないので、連単倍率に関する言及はない。

(1-3) 菊池誠一の『連結財務分析入門』（2002）は、連結財務分析の解説書は「ニーズが高いにもかかわらず、不足しているように思える」とし、その「ニーズ」に応える「本格的なテキストという位置付けも意識して執筆した」とのことである。

連単倍率に関しては、「連結、単独の同一項目の数値を単純に比べたレシオ」¹³と定義し、その「活用」を具体的な例示に沿って積極的に推奨している¹⁴。繊維企業3社（東レ、帝人、旭化成）の総資産・売上高・株主資本、主要メーカー（電機12社、鉄鋼・重機・機械7社、自動車4社、化学・繊維7社）の株主資本、帝人の総資産・売上高・株主資本並びに棚卸資産の推移（1997/3～2001/3）、ダイエーの総資産・売上高・株主資本並びに売掛金・買掛金の推移（1997/2～2001/2）の各連単倍率を掲示し、分析を行なっている¹⁵。そして、「連単倍率が1.0を下回っている場合は問題含みである場合が多い。しっかりと原因をチェックすることが必要だ」（ゴシック体：原文）¹⁶と、適切に指摘している。

8 同上 pp.266-270

9 同上 pp.270-271。なお、連単倍率を全く取上げていないと先程指摘したが、「開差」という用語で実質的に同じことを取上げてはいる。「資産規模では13.4倍、営業収益規模では15.9倍の開きがある」(p.269)というように、である。但し、算出（又は科目）が間違っており、13.4倍なのは流動資産であり（76,611億円/5,721億円）、資産（合計）は5.7倍（85,142億円/14,983億円）である（p.268掲載の数値から筆者が算出・検証）。しかも、純粋持株会社の連単倍率（開差）を取上げるならば、固定資産が0.9倍（8,284億円/9,261億円）、資本が0.9倍（6,660億円/7,446億円）と、1倍未満（連結の方が寡少）であることに言及しなければ竜頭蛇尾となる。

10 松尾・水野・笹倉編著（2002）pp.105-125（第6章、郡司健執筆）

11 同上 p.24（松尾聿正執筆）

12 同上 pp.47, 52-60（水野一郎執筆）

13 同上 p.129

14 同上 pp.129-138

15 同上 pp.130, 133, 134-135, 136-137

16 同上 p.131。ちなみに、連単倍率1.0未満の事例を挙示すると、株主資本（2001/3）に関して、富士通0.99、NEC 0.88、NKK 0.95、住友金属工業0.83、川崎製鉄0.67、三菱自動車0.67、日産自動車0.66、東レ0.94、ダイエーの株主資本（1997/2、1998/2、1999/2、2000/2、2001/2）0.47、0.45、0.28、0.23、0.11、同社の売掛金（2000/2）0.89である（pp.133,136,137）。

(純粋) 持株会社に関しては、2002 (平成 14) 年の刊行にも関わらず、ごく僅かな言及はしているが¹⁷、連結財務分析に及ぼす影響 (連単比較分析における単独 (親会社) 財務諸表が純粋持株会社の場合の特異な内容・数値、連単倍率等) を取り立てて問題視していない。連単倍率に関する重要な指摘をしていることから解せないことである。純粋持株会社解禁後という事態に十分対応し得ていないと言わなければならない。

(1-4) 鳥邊晋司・東原英子の『連結会計情報と企業分析』(2003) は、執筆責任分担を会計情報 (東原) と企業分析 (鳥邊) に分けているが¹⁸、「企業集団」(企業グループ) の分析の重要性として、①企業の海外進出や多角化により親会社の比重が低下しているためグループとしての評価が不可欠になってきたこと、②グループ内取引が利益操作等に利用されるので、連単突合による実態捕捉が必要なこと、③グループ経営の巧拙が親会社のデータと連結データを併用することで捕捉可能なことを挙げている¹⁹。しかも、「連結決算制度に移行したとはいえ、連結決算情報が常に個別決算情報より情報量が豊富とはいえない。たとえば、製造原価報告書に記載の情報は、連結の決算情報からは入手できない」²⁰ことを指摘している。

連単倍率に関しては、「グループ力の評価」の指標として取り上げており、具体的には売上高・営業利益・経常利益・純資産・総資産の連単倍率を、近畿日本鉄道 (近鉄)、阪急電鉄 (阪急)、京阪電気鉄道 (京阪) の事例に関して挙示している²¹。そして、「連単倍率が大きいほど、グループ力は大きいと言える」とし、「1を下回る数値」を「苦戦」、連単の「落差」の表れとして言及している。但し、経常利益率に限定しての言及であり、営業利益率・純資産の連単倍率が1倍未満の例があることには触れていない²²。

また、2003 (平成 15) 年の刊行でありながら、純粋持株会社を親会社 (中間持株会社含む) とする企業グループの場合に、現行の連単財務諸表 (セグメント情報を含む) だけでは情報が不足しており、更にはグループ内がブラックボックス化されているため、分析が不分明とならざるを得ないことが視野に入っていない。

(1-5) 平松一夫・山地範明・百合草裕康編著の『連結会計情報と企業分析の基礎』(2005) は、5 著の中では最も広範囲のテーマや方法を取扱っているが、12 名の研究者の論文集であるので、統合的な整序が成されておらず、不均質な水準を免れていない。

「企業集団」と「企業グループ」を同義的に混用しており²³、また会社法や会計の分野では「企業集団」という用語が一般的であり、疑義を呈せられることが余りないが、経済学・経営学・経済史・経営史あるいはマスメディア等を広く見渡せば、そうではない。企業集団は、六大企業集団という場合には固有の企業集団であり (三菱・三井・住友等)、その場合には会計の分野の用語 (連結会計基準や企業結合会計基準) とは明らかに異なる編成原理を意味している。六大企業集団 (今は三ないし四大企業集団) は、株式の相互持合い等は行なっているとしても、支配的な持株比率を有しているわけではなく、従って企業群が支配・従属関係にあるのではなく、「ゆるやかな連合体」²⁴を形成・編成している。これらを企業集団と称するならば、支配・従属関係にある場合は企業グループとして別称する方が紛らわしくない。そういう問題意識がなく、混用しているのは不用意である。

連単倍率に関しては、それを用いた分析として、売上高・利益 (営業利益・経常利益・当期純利益)・資産 (総資産・当座資産・売上債権・棚卸資産・流動資産・固定資産)・負債 (流動負債・固定負債・負債合計)・資本を取上げており、特に「企業集団の収益構造を明らかにす

17 同上 pp.80,204

18 鳥邊・東原 (2003) pp.3-4 (鳥邊・東原執筆)

19 同上 p.132 (鳥邊執筆)

20 同上 p.2 (鳥邊・東原執筆)

21 同上 pp.133-135 (鳥邊執筆)

22 同上 p.133 (鳥邊執筆)。営業利益率は近鉄 1998/3 ~ 2001/3、阪急 1997/3 ~ 1999/3、京阪 1999/3,2001/3、純資産は近鉄 1997/3,2000/3 ~ 2002/3、京阪 1998/3 ~ 2002/3 が1倍未満である (p.135)。

23 平松・山地・百合草編著 (2005) pp.15,23 (平松一夫執筆)

24 下谷 (1993) pp.115-116

ることも特徴的である²⁵としている。しかし、1倍未満の倍率等の問題点を提示していない。

なお、2005(平成17)年の刊行であり、広範なテーマを取扱っているにも関わらず、純粹持株会社(の企業グループ)を取上げていない。1997(平成9)年以降、取り分け関連法整備がなされ、設立(移行)が増加傾向にある2000年代前半以降は、1章を設けて取上げてよいにも関わらず、全篇を通じて言及がない。どうしてなのだろうか。

(2) 連単倍率に関わる連結財務分析の個別論文のレビュー

単行書のレビューに引続き、個別論文のレビューを行なっていく。個別論文は、カバー範囲が限られていることもあり、連単倍率をどのように取扱っているかということを集的に点検し、特記的なことがあれば付加するという方式でレビューを行なうことにする。

(2-1) 辻正雄の「単独と連結の決算による比較財務分析(1)」(1993)は、年代的には連結財務諸表の強制開示以前のものだが、連単倍率を積極的に取上げている。当期利益の連単倍率に関して、東証第一部上場の製造業の1977年度～1991年度という15年間の数値を算出し、5年間隔で上位20社のランク表を掲示しており、推移等を詳細に跡付けている²⁶。また、連単倍率の欠点(分子と分母の値の増減を勘案しなければならない、総資産や従業員数の連単倍率との関連を見なければ効率性を判断できない)を補う意図で、「連単差額」(連単の財務数値の差額)を取上げている²⁷。なお、連単倍率に関しては、「当期利益のみならず、営業利益、経常利益、総資産、資本、売上高、従業員、といった財務数値に対しても拡大して適用することが考えられる²⁸」としており、続編で取上げる予定だったようだが、残念ながら続編は発表されていない。

(2-2) 松村勝弘の「連結財務分析の必要性とその問題点」(2005)は、資産連単倍率、負債連単倍率、自己資本比率連単倍率を取上げている²⁹。「親会社の資産規模の大きな会社ほど資産規模で連単倍率が大きい。すなわち子会社を多く保有していることがわかる。かつそれら大手企業ほど自己資本比率が低い上、自己資本連単倍率も低く、それだけ子会社における負債活用率も高いのである。(略)資産規模と資産連単倍率とは相関関係があり、自己資本比率やその連単倍率とは逆相関の関係がある。従って連結による影響は大手企業ほどいろんな意味で大きいのである³⁰」と、分析している。営業利益の連単比較も行なっているが、総じて「今後連結を前提とした決算操作が行われる可能性を示唆している。連結財務分析に際してこの点にも留意する必要がある³¹」とする。

(2-3) 小本恵照の「純粹持株会社への移行の動機」(2005)は、純粹持株会社へ移行した53社を対象とし(2004年10月1日時点)、移行の動機に関する統計的分析を行なっているが、仮説として多角化要因、業績要因、成長要因、分社化要因、M&A要因を設定し、そのうち分社化要因(分社化の進んでいる企業ほど純粹持株会社を選択する)の変数として総資産の連単倍率を用い、M&A件数に累積件数を使用したケースでは分社化要因は有意なプラスの影響がみられ、分社化要因仮説は支持されたとの判断を示している³²。

(2-4) 経済産業研究所の「日本企業の事業ポートフォリオとグループ化に関する調査結果—報道発表資料—」(2007)は、財務省財務総合政策研究所による2002年時点の調査をフォローするという位置付けで行なった調査であり、純粹持株会社は着実に増加しており、「選択と集中」並びに「多角化」を同時並行的に進め、M&

25 同上 pp.74-79 (上田耕治執筆)

26 辻(1993) pp.58-68

27 同上 pp.68-75

28 同上 p.68

29 松村(2005) p.105

30 同上 p.105

31 同上 p.109

32 小本(2005) pp.47, 49-50, 52, 53

A（外部の経営資源活用）が増加しており、100%子会社化が近年の特徴であるとする³³。また、権限委譲度（分権度）が最大なのは人事権に関してであり、戦略的意思決定では、新規事業への進出・撤退・組織変更に関しては子会社への権限委譲が高いとする³⁴。なお、売上高の連単倍率は、1990年代半ばの1.3倍から直近（2007）では1.7倍近くにまで上昇し、企業グループの拡大が進んでいる³⁵、と見做している。

（2-5）高野学の「グループ経営のための連結会計情報」（2009）は、「本稿では未だ上場企業の一割しか移行していない純粋持株会社形態を前提とするのではなく、親会社が事業を行い、その傘下に子会社・関連会社を擁する事業持株会社を前提として検討を進める」³⁶としている。連結財務諸表分析の注意点の1つとして、「連単倍率は、連結決算の数値が親会社の何倍に相当するかを表す指標であり、利益を中心に計算される。一般に連単倍率が大きい場合には、企業集団のグループ力が大きいことを意味し、連単倍率が1倍を下回る場合には、赤字の子会社を抱えていることを意味する。しかしながら、親会社の業績が低い場合には、連単倍率が1倍を大きく上回ることもあり、この指標を絶対的なものとしてとらえることは適切ではない」³⁷と指摘している。そして、分析には利用していない。間違った注意点ではないが、手掛かりとしての活用可能性を想到していないのが惜しまれる。

（2-6）末政芳信の「トヨタの連結財表における26年間の損益・財政状態に関する基本的財務構造変容の推移について：その連結財表と個別財表との比較を中心として（1）、（2）」（2009）は、トヨタ自動車グループの1983（昭和58）年6月期～2008（平成20）年3月期における連

単財務分析を行なっている。連単倍率は「連結に対する親会社の役割を示すものとして、重視されるべきものと考えられる」とし、売上高・営業利益・当期純利益の連単倍率を取上げている³⁸。また、財政状態を体質面（資産、負債、資本の構成）と体質面（内訳項目・科目）との両面から、その変容の推移を跡付けようとし、当稿では体質面を資産・負債・資本の連単倍率を用いて跡付けている³⁹。体質面との両面からの財務構造の捕捉は今後の課題としている。

（2-7）青木英孝・宮島英昭の「日本企業における事業組織のガバナンス—企業の境界と二層のエージェンシー問題の視角から—」（2010）は、経済産業研究所が2007年4月に実施した「企業の多様化と統治に関する調査」の結果を利用したものである⁴⁰。持株会社を除く非金融事業法人（東証一部上場企業、連結総資産上位200社）の売上高連単倍率（平均）として、1995年およそ1.43倍→2005年1.81倍へと上昇している⁴¹、と挙示している。更に、売上高連単倍率を詳細に算出・図表化しているが、「この売上高連単倍率の算定には、自身で事業をもたないことから単体の売上高が存在しない純粋持株会社は含まれていない」⁴²、としている。1つの見識ではあるが、純粋持株会社に関する代替指標がないのであるから、算出し、取扱いに留意するという方途もあるのではないか。分権化の分析では、「戦略的意思決定に関する分権度は、現在のところ事業会社の子会社と純粋持株会社の傘下子会社との間で差がない」⁴³という分析結果を提示している。なお、様々なガバナンスに関わる事項を分析しており、示唆深い。

（2-8）村松郁夫の「わが国上場企業の組織再編の動向」（2011）は、連単倍率は取上げていないが、純粋持

33 経済産業研究所（2007）pp.1-3,5

34 同上 pp.9, 11

35 同上 pp.1,4

36 高野（2009）p.36

37 同上 p.38

38 末政（2009）pp.37, 40-43。なお、末政は連単倍率を一般的な表示方法とは異なり、%（少数1位迄）表示している。

39 末政（2009a）pp.35, 39-43

40 青木・宮島（2010）p.1

41 同上 p.3

42 同上 pp.14-15

43 同上 p.27

株会社による組織再編を取上げているので、例外的にレビュー対象に加えるが、「純粋持株会社の日本における特徴として、純粋持株会社が事業会社（事業持株会社を含む）に逆戻りするケースが少なからず見られることである。これまでに 50 社がこれに該当するが、金融持株会社を除く 359 社を対象とすると 49 社（13.6%）が事業会社化されている」⁴⁴、とする。純粋持株会社の事業会社化のパターンとして、当初統合計画で将来的に事業子会社を親会社に合併させる予定であったパターンと、組織再編を進めた結果、事業構造が絞り込まれ、純粋持株会社体制による管理の必要性がなくなったか効率的でなくなったパターンの 2 つに整理している⁴⁵。そして、結論として、「日本における純粋持株会社はいまだ実験段階にあるといえよう」⁴⁶、とする。

（2-9）花崎正晴・松下佳菜子の「コーポレート・ガバナンスと多角化行動—日本の企業データを用いた実証分析—」（2014）は、「日本の過去 20 年間の上場企業データ」による実証分析であり、「純粋持株会社にも焦点を当て」⁴⁷ている。多角化および分社化度合いの代理変数として売上高連単倍率・総資産連単倍率・連結子会社数を用い⁴⁸、純粋持株会社を対象とした分析を行っており、「全般的にみて純粋持株会社の収益性パフォーマンスが、一般事業会社に比べて見劣りすることを示唆するものである」⁴⁹、としている。なお、コーポレート・ガバナンスを、株主との関係に局限して捉えていること⁵⁰は支持できない。もっと多種・多様なステークホルダーとの関係東として捉えなければならない。

3. 純粋持株会社（グループ）の連単倍率を中心とした連結財務分析

（1）純粋持株会社（グループ）の概観

純粋持株会社が解禁となり、どれほどの純粋持株会社が設立（移行）されたか。経済産業省は純粋持株会社実態調査を 2013（平成 25）年から 3 回に亘って行っており、これが今までのところ最も大規模な専門的調査であるので、その調査結果を参照する。

図表 1 によれば、1997（平成 9）年～2014（平成 26）年における純粋持株会社の設立（移行）は合計 483 社である。各種法整備がなされて以降に増加し、比較的近年はやや減少傾向にあると言えようか。

経済センサス—基礎調査によると、純粋持株会社は 695 社であり⁵¹、その方が 2014 年時点では全数に近いと言えるが⁵²、いずれにしても現在 500 ないし 700 社程度の純粋持株会社があり、それを親会社とする企業グループが形成されていることになる。

本稿で取上げる純粋持株会社 44 社は、KPMG の『日本企業の統合報告書に関する調査 2017』の巻末に掲示されている「国内自己表明型統合レポート発行企業リスト 2017 年版（五十音順）」から、便宜的に「ホールディングス」を社名に冠した上場企業を選出した⁵³。その 44 社により、網羅的ではないにせよ、純粋持株会社の動向を概観し得ると推認する。

（2）連単倍率による連結財務分析

図表 2 に基づく連結財務分析を行なうことにする⁵⁴。

44 村松（2011）p.41

45 同上 p.41

46 同上 p.42

47 花崎・松下（2014）p. iii

48 同上 p.36

49 同上 pp.58-66

50 同上 pp.66 等

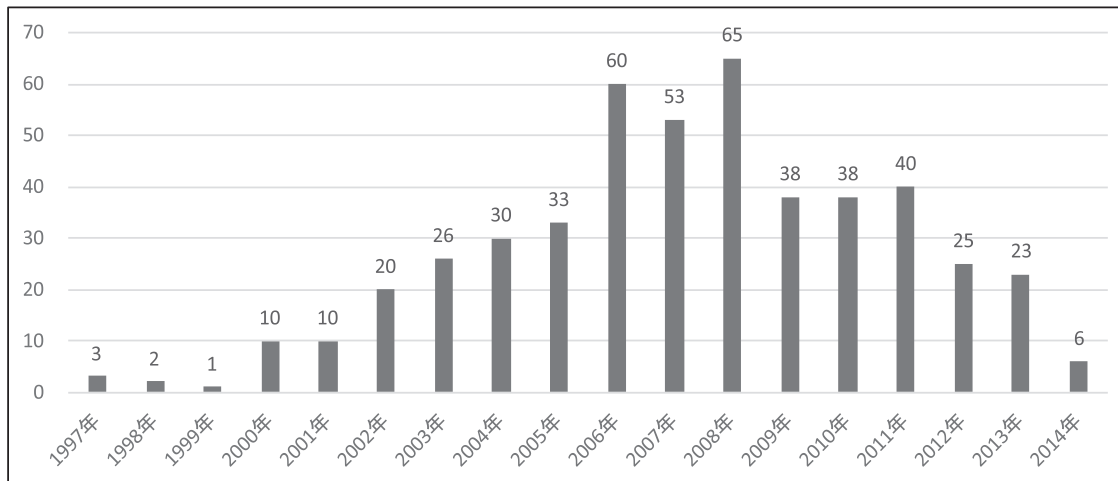
51 M R I（2018）p.46

52 経済センサス—基礎調査は基幹統計調査であり、統計法上義務規定並びに報告義務違反の罰則規定が定められているが（13 条 2 項、57～62 条）、純粋持株会社実態調査は基幹統計調査ではないから、回収率が低いという、両調査の違いが表われている。

53 KPMG（2018）pp.23-24。なお、KPMG の調査報告書は最新 2018 年版が発行済であるが（KPMG（2019b））、本稿作成の後半段階まで未発行だったので、2017 年版に依拠するままとした。

54 なお、3 社はアメリカ基準を適用しており（野村ホールディングス、富士フイルムホールディングス、ワコールホールディングス）、8 社は IFRS を適用している（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、JXTGホールディングス、ダイナムジャパンホールディングス、テクノプロ・ホールディングス、三菱ケミカルホールディングス、ユニー・ファミリーマートホールディングス、リクルートホールディングス）、各科目の貨幣金額は同質的ではないが、連単倍率という 2 次加工指標の比較を大きく損なうものではないと推考する。

図表 1 純粋持株会社の設立状況（1997～2014年）



（出典：経産省（2016）p.2）

（1）設立年は、図表 2 に掲示したように、2001～2005年 14 社、2006～2010年 14 社、2011～2015年 13 社、2016 年以降 3 社、もっと大括りには 2000 年代 28 社、2010 年代 16 社であり、純粋持株会社解禁後各種法整備が進んだ 2000 年代に多く設立（移行）が成されたと言える。

（2）従業員数の連単倍率は、管見の限り、連結財務分析で取上げられることは多くないが、企業グループの規模・構制を捕捉するには重要な指標である。取り分け純粋持株会社の企業グループの規模観を捕捉するには欠かせないものである。この文脈での規模観とは、企業グループの絶対的規模のことではない。純粋持株会社の従業員数と企業グループ全体の従業員数との対比的な規模のことである。ちなみに、単体（純粋持株会社）の従業員数は、50 人以下 10 社（22.7 %）、50 人超 100 人以下 7 社（15.9 %）、100 人超 300 人以下 17 社（38.6 %）、300 人超 10 社（22.7 %）であり、4 分の 3 超が中小企業規模である。対外的な事業を営んでいないのだから、当然と言えば当然のことかもしれない。それが数千人ないし数万人の従業員を統轄する親会社の機能を遂行しているのである。

従業員数の連単倍率は相当に高い倍率となっており、最高のキリンホールディングスの 1,724.06 倍から最低のアミタホールディングスの 4.97 倍まで相当な差異があるが、1 倍以上 50 倍以下 9 社（グループのこと、以下同様）（20.5 %）、50 倍超 100 倍以下 11 社（25.0 %）、

100 倍超 200 倍以下 9 社（20.5 %）、200 倍超 300 倍以下 8 社（18.2 %）、300 倍超 400 倍以下 3 社（6.8 %）、400 倍超 500 倍以下 1 社（2.3 %）、500 倍超 3 社（6.8 %）であり、200 倍以下が 3 分の 2 弱を占めて多数であるが、200 倍超も 3 分の 1 強ある。企業グループの構制において集権と分権の采配が枢軸と言えるし、取り分け純粋持株会社では相当程度に分権が必要となるが、従業員数の連単倍率はそれを俯瞰する手掛かりとなるのではないか。ただし、集権と分権の具体相に迫るには、連結財務分析だけでは十分とは言い難いであろう。

（3）売上高の連単倍率は、事業持株会社の場合には十分有意な指標であるが、純粋持株会社の場合には必ずしもそうではない。便宜上売上高としたが、正確には収益の連単倍率である。純粋持株会社には対外的な事業活動による売上高はなく（あっても副業的なものである）、関係会社の受取配当金等が主な収益である。従って、倍率算出の分母と分子では、対外的な売上高とグループ内からの配当金等の収益という性格の異なる項目内容であることを弁えておかなければならない。倍率を通観すると、1 倍以上 10 倍以下 10 社（22.7 %）、10 倍超 20 倍以下 7 社（15.9 %）、20 倍超 30 倍以下 7 社（15.9 %）、30 倍超 40 倍以下 5 社（11.4 %）、40 倍超 50 倍以下 2 社（4.5 %）、50 倍超 100 倍以下 6 社（13.6 %）、100 倍超 200 倍以下 4 社（9.1 %）、200 倍超 300 倍以下 1 社（2.3 %）、飛んで 500 倍超 2 社（4.5 %）であり、従業員数と同様に 1 倍以上 50 倍以下を纏めると 31 社（70.5 %）となり

図表2 純粋持株会社44社の連単倍率一覧

社名	設立年	連単倍率										
		従業員数	売上高	当期純利益	総資産	流動資産	固定資産	有形固定資産	総負債	流動負債	固定負債	純資産
アサヒグループホールディングス	2011	112.64	15.29	2.10	1.71	3.20	1.49	21.82	1.58	2.15	1.27	2.04
アマタホールディングス	2010	4.97	8.56	4.78	1.68	7.45	0.98		1.95	2.91	1.46	0.51
アルフレッサホールディングス	2003	283.36	133.05	1.99	5.31	26.39	1.48	5951.57	68.10	71.59	38.21	1.82
ANAホールディングス	2013	246.65	7.36	1.63	1.36	1.86	1.22	1.16	1.43	1.81	1.25	1.26
MS&ADインシュアランスグループホールディングス	2008	105.88	37.19	1.20	13.74	359.95	1.46	1104.87	71.46	6227.79	9.40	2.18
王子ホールディングス	2012	101.53	53.14	4.32	1.73	1.65	1.77	10.53	1.51	1.73	1.37	2.17
キョーリン製薬ホールディングス	2008	20.42	14.34	1.41	1.86	5.25	0.91	58.40	20.37	27.05	12.54	1.55
キリンホールディングス	2007	1724.06	23.68	1.46	1.39	6.27	0.58	63.94	1.51	1.51	1.50	1.29
コスモエネルギーホールディングス	2015	45.40	166.91	22.57	2.34	2.91	2.08	6.60	2.07	2.49	1.65	4.74
サトーホールディングス	2011	25.38	10.04	1.32	1.31	2.93	0.80	3.37	1.34	1.18	1.86	1.29
三和ホールディングス	2007	160.72	86.24	150.76	1.51	5.00	0.75	2.80	2.22	3.84	1.30	1.10
JXTGホールディングス	2010	248.65	602.37	7.42	2.19	14.63	1.34	44.89	2.66	8.92	1.46	1.64
ジェイエフイーホールディングス	2002	1530.85	106.40	-3.56	1.89	4.15	1.32		1.77	3.03	1.27	2.05
SCREENホールディングス	2014	18.58	531.09	2.77	1.67	2.81	0.83	1.93	1.52	1.56	1.27	1.87
セガサミーホールディングス	2004	51.85	23.03	1.74	1.14	5.27	0.54	13.35	1.40	1.90	1.09	1.03
セブン&アイホールディングス	2005	88.03	52.66	2.81	3.01	36.59	1.79	357.11	8.15	16.52	4.06	1.75
SOMPOホールディングス	2010	87.15	28.62	1.28	11.85	88.32	2.14	1688.54	279.01	236.85	1739.33	1.97
大正製薬ホールディングス	2011	68.91	38.69	6.03	1.36	9.52	0.80		6.82	48.14	3.30	1.21
ダイドーグループホールディングス	2017	188.55	1.41	1.34	1.24	1.71	1.31	558.57	2.28	4.23	1.48	1.15
ダイナムジャパンホールディングス	2006	112.68	15.15	1.27	1.76	1.46	1.92	217.61	4.28	3.58	312.52	1.46
T&Dホールディングス	2004	201.60	29.98	1.68	19.47	364.12	0.81	1283.55	345.16	1289.71	23.11	1.55
テクノプロホールディングス	2006	105.01	16.09	7.70	1.87	11.38	1.09	3.00	3.54	6.11	2.04	1.25
東急不動産ホールディングス	2013	376.63	36.24	2.40	1.95	3.04	1.68	27821.24	1.90	1.80	1.93	2.14
東京海上ホールディングス	2002	61.05	23.72	1.41	9.55	303.13	1.24	1273.64	7072.00	6826.05	8920.92	1.60
ドンキホーテホールディングス	2013	112.51	68.82	4.24	1.87	2.94	1.61	5.09	1.44	2.34	1.20	3.47
ニトリホールディングス	2010	35.50	6.39	0.99	1.39	1.24	1.47	1.85	4.05	11.21	1.31	1.20
日本ペイントホールディングス	2014	88.07	20.68	2.99	2.43	5.92	1.66	8.63	3.89	4.75	2.78	2.07
野村不動産ホールディングス	2004	276.50	19.44	2.99	1.40	2.06	1.13	4373.06	1.27	1.70	1.19	1.84
野村ホールディングス	2001	212.48	4.07	0.80	5.85	6.28	5.37	11.83	8.79	12.61	6.47	1.06
博報堂DYホールディングス	2003	88.02	42.26	0.18	2.48	13.01	0.89	24.82	5.08	5.47	3.04	1.55
バンダイナムコホールディングス	2005	357.77	32.19	3.33	1.47	6.08	0.58	2.47	1.33	1.28	1.93	1.53
富士フィルムホールディングス	2006	353.36	52.53	2.32	1.88	5.40	1.08	988.13	2.45	7.29	1.33	1.67
ポーラ・オルビスホールディングス	2006	31.36	7.97	1.01	1.10	1.58	0.72	13.17	0.50	0.38	37.11	1.65
マクセルホールディングス	2017	96.31	2.66	2.04	1.36	3.85	0.71	1.55	4.25	5.08	2.80	1.08
三井住友トラストホールディングス	2011	245.62	21.08	3.36	544.97	941.44	0.50		109.61	16434.54	23.94	1.94
ミツウロコグループホールディングス	2011	163.73	33.53	1.50	1.50	3.13	1.00	1.50	2.60	3.18	2.05	1.13
三菱ケミカルホールディングス	2005	438.16	45.76	3.87	2.93	5.17	2.19	620.57	2.34	3.17	1.82	4.61
メディアバルホールディングス	2009	76.49	127.00	1.67	4.59	23.66	1.58	43.17	17.29	304.44	1.88	1.96
ヤマトホールディングス	2005	1034.45	56.19	1.23	2.07	3.58	1.42	61.46	3.10	2.69	4.89	1.56
ユニーファミリーマートホールディングス	2016	56.26	207.23	1.19	2.06	4.23	1.61		3.49	6.71	2.33	1.15
吉野家ホールディングス	2007	11.74	3.53	-3.93	1.37	1.64	1.27	9322.20	1.66	1.65	4.00	1.17
リクルートホールディングス	2012	65.93	3.77	0.34	1.03	1.60	0.77	2.41	1.26	1.38	1.10	0.89
りそなホールディングス	2002	14.80	9.57	1.53	35.60	283.54	0.49	101029.33	122.32	11120.74	7.11	2.07
ワコールホールディングス	2005	220.04	15.48	1.50	1.86	9.12	1.30	1.36	3.11	2.18	14.43	1.69

(出典:44社の『有価証券報告書』2017年度(参考文献URL)より数値抽出、率算出)

7割強を占めている。このように売上高の連単倍率は、従業員数の連単倍率に比べれば全般的に遥かに低率だが、5社（グループ）だけは従業員数の連単倍率より高率である——コスモエネルギーホールディングス、JXTGホールディングス、SCREENホールディングス、メディパルホールディングス、ユニー・ファミリーマートホールディングス。

(4) 利益率の連単倍率は、連単倍率のなかでは最も重視・多用されているかもしれないが、売上高（収益）の連単倍率以上に、純粋持株会社の場合には有意性が乏しい。利益が概括的には収益と費用の差額という意味では、連結では対外的な売上高とそのために費消した費用の差額であり、その費用のうち相当程度を原価が占めているが、単独（純粋持株会社）では関係会社の受取配当金等の主な収益とそのために費消した費用の差額であり、しかもその費用のうち例え「原価」と称している場合でも実質的には一般管理費が大半を占めており、倍率算出の分母と分子の性格が売上高以上に一層異なるのである。利益率のうち、営業利益率や経常利益率ではなく、当期純利益率の連単倍率を一応算出してみた。網掛けの3社（6.8%）は、アマタホールディングスが連単とも当期純損失なので、一見普通の倍率のように見えるが、そうではないし、ジェイエフイーホールディングスは単体（純粋持株会社）が当期純損失なので、マイナスの倍率となってしまう、吉野家ホールディングスは同じく単体（純粋持株会社）が当期純損失なので、マイナスの倍率となってしまったのであり、それらの倍率は参考にならない。従って、倍率の分布は、1倍台19社（43.2%）、1倍超10倍以下16社（36.4%）、20倍超30倍以下1社（2.3%）、100倍超200倍以下1社（2.3%）であり、大半が1倍台と1倍超10倍以下に集中しているが（79.6%）、1倍未満4社（9.1%）があることは止目に値する。親会社（純粋持株会社）単体より、企業グループ全体の方が何故利益が少ないのか。事業持株会社の子会社取奪（原材料や中間部品の原価割れ供給等）とは異なる利益操作が行なわれているのか。これは、企業

グループの捕捉を精細且つ確実なものとするために、財務分析をより立ち入る導きとなる手掛かりと言える（但し、上記のように、純粋持株会社（グループ）の利益率の連単倍率は余り有意なものではない）。

(5) 総資産の連単倍率は、分布を見ると、1倍台27社（61.4%）、1倍超10倍以下12社（27.3%）、10倍超20倍以下3社（6.8%）、30倍超40倍以下1社（2.3%）、500倍超1社（2.3%）であり、大半が1倍台と1倍超10倍以下に集中している（88.7%）。巨大な企業グループが多いことからすれば、1倍台が6割強ということは、親会社である純粋持株会社に資産が相当集中していると言えるであろうか⁵⁵。

(6) 流動資産の連単倍率は、分布を見ると、1倍台8社（18.2%）、1倍超10倍以下24社（54.5%）、10倍超20倍以下3社（6.8%）、20倍超30倍以下2社（4.5%）、30倍超40倍以下1社（2.3%）、50倍超100倍以下1社（2.3%）、200倍超300倍以下1社（2.3%）、300倍超500倍以下3社（6.8%）、500倍超1社（2.3%）であり、相当に分散し差異が大きいが、1倍超10倍以下が5割を遥かに超え最多の倍率帯となっている。

(7) 固定資産の連単倍率は、分布を見ると、流動資産とは大きく異なり、1倍台23社（52.3%）、1倍超10倍以下4社（9.1%）、そして1倍未満17社（38.6%）である（ミツウロコグループホールディングスは図表では1.00となっているが、端数処理のためであり、0.997…なので、1倍未満である）。流動資産に比べれば、格段に低い倍率に集中し、しかも3分の1超が純粋持株会社（親会社）に固定資産の所有が集中し企業グループの合算の方が少なくなっている。

(8) 有形固定資産の連単倍率は、分布を見ると、1倍台6社（13.6%）、1倍超10倍以下8社（18.2%）、10倍超20倍以下4社（9.1%）、20倍超30倍以下2社（4.5%）、40倍超50倍以下2社（4.5%）、50倍超100倍以下3社（6.8%）、200倍超300倍以下1社（2.3%）、300倍超500倍以下1社（2.3%）、500倍超12社（27.3%）であり、そして網掛け（倍率空白）の5社（11.4%）は

55 なお、事業持株会社を親会社とする企業グループでも、総資産の連単倍率はやはり相当に低く、松村勝弘の調査結果では全産業・製造業・非製造業のいずれでもほぼ1.19～1.26倍の範囲に分布している（松村（2005）p.104）。筆者自身の調査（もっと高率の企業グループもある）を含め、より立ち入った分析は別稿で行なうこととする。その際には、固定資産の連単倍率が1倍未満の企業グループが少なからずあること、それよりは少ないが、総負債・流動負債・純資産の連単倍率が1倍未満の企業グループがあることを取上げることとする。

単体（純粋持株会社）の有形固定資産計上がないので算出不能なのである。1倍台から10万倍台まで差異が極端に大きい。有形固定資産は、1倍台のように単体（純粋持株会社）の所有が相当多い場合もあるが、大半は子会社等が分散的に所有していると捉えることができよう。

流動資産は企業グループで分散的に所有していることが多く、全般的には流動資産の連単倍率>固定資産の連単倍率であり、固定資産の連単倍率の方が大きいのは3社だけである（王子ホールディングス、ダイナムジャパンホールディングス、ニトリホールディングス）。固定資産は親会社（純粋持株会社）が集中的に所有していることが多いと捉えることができるが、そのうち有形固定資産は子会社等が分散所有している傾向が優勢であり、無形固定資産は概ね比較的少額なので、親会社（純粋持株会社）の所有する固定資産は主として投資その他の資産であると言える。なお、傾向性は全般的には言い得るとしても、個々には例えばANAホールディングス1社のみ固定資産の連単倍率>有形固定資産の連単倍率であるように、特異的であることがあり、それが企業グループの特性に迫る手掛かりとなると言える。

(9) 総負債の連単倍率は、分布を見ると、1倍台15社（34.1%）、1倍超10倍以下19社（43.2%）、10倍超20倍以下1社（2.3%）、20倍超30倍以下1社（2.3%）、50倍超100倍以下2社（4.5%）、100倍超200倍以下2社（4.5%）、200倍超300倍以下1社（2.3%）、300倍超500倍以下1社（2.3%）、500倍超1社（2.3%）であり、大半が1倍台と1倍超10倍以下に集中してはいるが（34社、77.3%）、それを超える倍率も9社あり（20.5%）、逆に1倍未満が1社（2.3%）ある。総資産に比べると、広帯域に分散しており、子会社等の独自の負債が少なくないことを示していると言えようか。個々の親会社（純粋持株会社）毎に対比しても、総負債の連単倍率>総資産の連単倍率という傾向にあり、資産より負債の方が子会社等の裁量に委ねられていると言って差し支えないようであるが、それでも12社は逆に総負債の連単倍率<総資産の連単倍率であり、全般的に同傾向とは言えない多様性・異質性がある。

(10) 流動負債の連単倍率は、分布を見ると、1倍台11社（25.0%）、1倍超10倍以下19社（43.2%）、10倍超20倍以下3社（6.8%）、20倍超30倍以下1社

（2.3%）、40倍超50倍以下1社（2.3%）、50倍超100倍以下1社（2.3%）、200倍超300倍以下1社（2.3%）、300倍超500倍以下1社（2.3%）、500倍超5社（11.4%）であり、大半が1倍台と1倍超10倍以下に集中していることまでは総負債と大凡同様だが（30社、68.2%）、より高倍率がやや多く、特に1,000倍を超える非常な高倍率が5社（11.4%）あることが目立っている。しかも、逆に1倍未満も1社（2.3%）ある。総負債のうち、流動負債が子会社等の裁量により任されていると言えるが、1,000倍を超える非常な高倍率は異常値とも言え、より立ち入った分析を促迫される事態ではないか（1倍未満も同様である）。流動資産との対比では、流動資産の連単倍率>流動負債の連単倍率が24社、流動資産の連単倍率<流動負債の連単倍率が20社と、ほぼ拮抗しており、相反する財務的傾向がどのような財務運用によるものか、精細な分析を促迫されることである。

(11) 固定負債の連単倍率は、分布を見ると、1倍台22社（50.0%）、1倍超10倍以下13社（29.5%）、10倍超20倍以下2社（4.5%）、20倍超30倍以下2社（4.5%）、30倍超40倍以下2社（4.5%）、300倍超500倍以下1社（2.3%）、500倍超2社（4.5%）であり、大半が1倍台と1倍超10倍以下に集中しており（35社、79.5%）、より高倍率も3社（6.8%）に留まっている。1倍未満は1社もない。流動負債に比べれば、比較的限られた帯域に収まっているが、それでも固定負債の連単倍率>流動負債の連単倍率が10社あり、一筋縄ではいかない。固定資産との対比では、固定負債の連単倍率>固定資産の連単倍率が37社であり、資産よりは負債の方が子会社等の裁量に任される傾向が強いということが固定負債でも示されているが、それでも7社が固定負債の連単倍率<固定資産の連単倍率であることは、傾向が同様・一律的ではないことを示しており、連単倍率という指標を手掛かりとして、より立ち入った分析をしなければ個々の企業（グループ）の財務状態を確定的には捕捉し得ないことを意味していると言える。

(12) 純資産の連単倍率は、分布を見ると、1倍台32社（72.7%）、1倍超10倍以下10社（22.7%）、1倍未満2社（4.5%）であり、大半が1倍台に集中しており、資産・負債の各項目（科目）とは大きく様相が異なっている。企業グループの資本が親会社である純粋持株会社に集中しているからであるが、1倍超10倍以下がなお

10社あることはどのような違いなのかを分析・解明しなければ、十分な捕捉には成り得ないことを意味している。また、純資産の連単倍率が1倍未満とはどういう財務状態なのか、あるいは企業グループにおける親会社（純粋持株会社）と子会社等との関係は如何なるものなのか、これらのことの分析・解明を促迫されよう。

4. おわりに

連単倍率に関わる連結財務分析の単行書並びに個別論文のレビューを行ない、次いで純粋持株会社44社の各種連単倍率を算出し、傾向性を導出した。これらにより、明らかになったことは次の通りである。今日では、純粋持株会社（グループ）の連結財務分析を適切に成し得なければ、連結財務分析としては万全とは言えない。しかし、純粋持株会社は事業持株会社と異なり、副業的なことを除けば、事業を営んでいないため、特異な態様であり、連結財務分析はそれに良く対処し得ているとは言い難い。

純粋持株会社の連単倍率から導出できた傾向性は、純粋持株会社グループの特徴を垣間見ることができて興味深いものであった。例えば、資産に関しては比較的集権的であるが、負債に関しては比較的分権的であるし、流動資産・流動負債の方が固定資産・固定負債より分権的であると言ったことである。但し、注意を要するのは大凡の傾向性は看取できるが、個々の企業グループは必ずしも一様・一律ではなく、偏差ないし特異的である場合が少なくないことである。換言すれば、連単倍率はあくまで端初的な指標である。即自的に決定的な態様を示しているのではなく、より精細な分析に誘う導標とするのが適格である。レビューで取上げたように統計的分析の変数として用い、仮説を検証することに役立つし、筆者のように一定の母数から傾向性を導出し、それとの偏差ないし特異性を検知し、得られた知見を端初として、個々の企業グループの精細な財務分析に立ち入る導標に成り得るのである。

今後の課題となるが、個々の企業グループの精細な財務分析に立ち入る際に、現行の情報開示の不十分性が問題となるであろう。事業態様の分析をする場合、中核的な事業子会社が上場していなければ、セグメント情報しか情報源がないが、それでは分析はごく限られたものに

しか成り得ない。更に、事業持株会社の場合にも散見されるが、純粋持株会社の場合には連単倍率1倍未満が少なからず見られる。これは明らかに「異常値」と言えるが、現行の開示情報ではほぼ分析・解明不能であり（精算表非開示）、情報開示の拡充等が求められるのではないか。加えて、連結会計の在り様（相殺・消去等）の再検討が求められるのではないか。

参考文献

- ・青木英孝・宮島英昭（2010）, 「日本企業における事業組織のガバナンス—企業の境界と二層のエージェンシー問題の視角から—」RIETI Discussion Paper Series 10-J-057, pp.1-44, 経営産業研究所
- ・M R I（2018）, 『平成29年度純粋持株会社の企業グループ活動等に関する調査研究報告書』(https://www.meti.go.jp/medi_lib/report/H29FY/000396.pdf#search=%27%E4%B8%89%E8%8F%B1%E7%B7%8F%E5%90%88%E7%A0%94%E7%A9%B6%E6%89%80+%E7%B4%94%E7%B2%8B%E6%8C%81%E6%A0%AA%E4%BC%9A%E7%A4%BE%27,2019/03/20,22:42 検索)
- ・小本恵照（2005）, 「純粋持株会社への移行の動機」『年報 経営分析研究』第21号, pp.47-55, J-STAGE
- ・企業会計基準委員会（1988, 2008, 2010）, 『セグメント情報等の開示に関する会計基準』, 企業会計基準第17号, 企業会計基準委員会
- ・企業会計基準委員会（2003, 2013）, 『企業結合に関する会計基準』, 企業会計基準第21号, 企業会計基準委員会
- ・企業会計基準委員会（2005, 2013）, 『企業結合会計基準及び企業分離等会計基準に関する適用指針』企業会計基準適用指針第10号, 企業会計基準委員会
- ・企業会計基準委員会（2008, 2013）, 『連結財務諸表に関する会計基準』, 企業会計基準第22号, 企業会計基準委員会
- ・企業会計基準委員会（2008）, 『セグメント情報等の開示に関する会計基準の適用指針』, 企業会計基準適用指針第20号, 企業会計基準委員会
- ・菊谷達弥・齋藤隆志（2006）, 「完全子会社化の経済分析」京都大学大学院経済学研究科 Working Paper J-53, pp.1-21

- ・菊池誠一 (2002), 『連結財務分析入門』中央経済社
- ・経済産業研究所 (2007), 「日本企業の事業ポートフォリオとグループ化に関する調査結果—報道発表資料—」 pp.1-13 (<https://www.rieti.go.jp/jp/press/2007-J07.pdf>, 2019/06/19, 09:29 検索)
- ・経済産業省 (2016), 「平成 27 年純粋持株会社実態調査 結果の概要」(<https://www.meti.go.jp/statistics/tyo/mochikabu/result-2/h27chousa.html>, 2019/03/20, 23:02 検索)
- ・下谷政弘 (1993), 『日本の系列と企業グループ その歴史と理論』有斐閣
- ・末政芳信 (2009), 「トヨタの連結財表における 26 年間の損益・財政状態に関する基本的財務構造変容の推移について：その連結財表と個別財表との比較を中心として (1)」『關西大學商學論集』第 54 卷第 2 号、pp.33-46、關西大學
- ・末政芳信 (2009a), 「トヨタの連結財表における 26 年間の損益・財政状態に関する基本的財務構造変容の推移について：その連結財表と個別財表との比較を中心として (2)」『關西大學商學論集』第 54 卷第 3 号、pp.35-51、關西大
- ・高野学 (2009), 「グループ経営のための連結会計情報」『商學論集』第 56 卷第 2 号、pp.35-53、西南学院大学
- ・辻正雄 (1993), 「単独と連結の決算による比較財務分析 (1)」『早稲田商學』第 357 号、pp.47-76、早稲田大学
- ・徳増県洪・加藤直樹 (1997), 『企業会計ビッグバン 国際会計基準が日本型経営を変える』東洋経済新報社
- ・鳥邊晋司・東原英子 (2003), 『連結会計情報と企業分析』中央経済社
- ・野村健太郎 (2003), 『連結企業集団の経営分析 全訂版』税務経理協会
- ・花崎正晴・松下佳菜子 (2014), 「コーポレート・ガバナンスと多角化行動—日本の企業データを用いた実証分析—」『経済経営研究』Vol.34 No.5、pp.1-74、日本政策投資銀行設備投資研究所
- ・平松一夫・山地範明・百合草裕康編著 (2005), 『連結会計情報と企業分析の基礎』東京経済情報出版
- ・松尾聿正・水野一郎・笹倉淳史編著 (2002), 『持株会社と企業集団会計』同文館出版
- ・松村勝弘 (2005), 「連結財務分析の必要性とその問題点」『立命館経営學』第 43 卷第 5 号、pp.95-114、立命館大学
- ・村松郁夫 (2011), 「わが国上場企業の組織再編の動向」『甲南経営研究』第 52 卷第 1 号、pp.27-44、甲南大学

〈44社有価証券報告書（2017年度）URL（参照ページ）〉

アサヒグループホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180328/S100CPB.pdf , 2019/03/28, 21:20検索)	5-11-12, 13, 67-148, 149-160
アマタホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180328/S100CM6B.pdf , 2019/03/28, 21:22検索)	4, 9, 10, 36-61, 62-69
アルフレッサ ホールディングス(2018), 『有価証券報告書』 (https://ssl4.eir-parts.net/doc/2784/yuho_pdf/S100DB5K/00.pdf , 2019/03/28, 21:26検索)	4, 7-8, 9, 55-98, 99-107
ANAホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://ssl4.eir-parts.net/doc/9202/ir_material_for_fiscal_ym9/49987/00.pdf , 2019/03/28, 21:31検索)	3-4, 7-11, 12, 66-115, 116-129
MS&ADインシュアランスグループホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://file2.swcms.net/file/ms-ad-hd/dam/jcr:8420f701-b3d8-470a-b4e9-c49570ae687d/S100DASK.pdf , 2019/03/28, 21:37検索)	4, 7-9, 10, 94-159, 160-168
王子ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://www.ojiholdings.co.jp/LinkClick.aspx?fileticket=FMNYtZidsH8%3d&tabid=231&mid=1153 , 2019/03/28, 21:41検索)	4-8, 10, 11, 59-124, 125-135
キョーリン製薬ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180625/S100DB27.pdf , 2019/03/28, 21:46検索)	4-5, 8, 9, 48-78, 79-86
キリンホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180329/S100COD8.pdf , 2019/03/28, 21:48検索)	4-8, 9, 12, 62-147, 148-155
コスモエネルギーホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://ceh.cosmo-oil.co.jp/ir/financial/valuable/pdf/fy2017_all.pdf , 2019/03/28, 21:52検索)	3-4, 7-9, 10, 46-68, 69-99
サトーホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180626/S100DAOL.pdf , 2019/03/28, 21:54検索)	4-5, 9, 11, 12, 48-92, 94
三和ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180628/S100DGTC.pdf , 2019/03/28, 21:56検索)	4-5, 7-8, 9, 49-91, 92-101
JXTGホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://ssl4.eir-parts.net/doc/5020/yuho_pdf/S100D9Y/00.pdf , 2019/03/28, 21:59検索)	4-7, 9, 10, 57-112, 113-125
ジェイ エフ イー ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180621/S100D7M4.pdf , 2019/03/28, 22:07検索)	4-5, 9, 13, 14, 71-113, 114-121
SCREENホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/E01EW/download?uji.verb=WOEZA104CXP001003Action&uji.bean=ee.bean.parent.EECommonSearchBean&PID=W1E63011&SESSIONKEY=1553778807307&1gKbn=2&pkbn=0&skbn=1&dskb=&askb=&df1g=0&if1g=0&preId=1&mul=SCREEN%E3%83%9B%E3%83%BC%E3%83%AB%E3%83%87%E3%82%A3%E3%83%B3%E3%82%B0%E3%82%B9&fls=on&cal=1&era=H&yer=&mon=&pfs=4&row=100&idx=0&str=&kbn=1&flg=&svoruiKanriNo=&s=S100DEZO , 2019/03/28, 22:14検索)	4, 7-11, 12, 49-91, 92-104
セガサミーホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180625/S100DCLN.pdf , 2019/03/28, 22:17検索)	4, 7-8, 9, 55-110, 111-123
セブン&アイ・ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180525/S100D10D.pdf , 2019/03/28, 22:20検索)	4-11, 12, 117-172, 173-182
SOMPOホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://www.sompo-hd.com/~media/hd/files/doc/pdf/report/2017/2017q4_report.pdf , 2019/03/28, 22:23検索)	4-5, 7-9, 91-150, 151-164
大正製薬ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180628/S100DDZR.pdf , 2019/03/28, 22:25検索)	4, 7-8, 9, 50-84, 85-92
ダイドーグループホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://www.dydo-ghd.co.jp/ir/pdf/20180416_00.pdf , 2019/03/28, 22:29検索)	3-4, 7-8, 9, 49-86, 87-96
ダイナムジャパンホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.dyjh.co.jp/ir/archives/securities/JW06889_18-027F.pdf , 2019/03/28, 22:32検索)	4-10, 11, 12, 38-86, 89-97
T&Dホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://v4.eir-parts.net/v4Contents/View.aspx?cat=yuho_pdf&sid=2697867 , 2019/03/28, 22:38検索)	4-6, 7-8, 9, 81-139, 140-145
テクノプロ・ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://ssl4.eir-parts.net/doc/6028/yuho_pdf/S100E6YU/00.pdf , 2019/03/29, 19:55検索)	4-6, 10, 11, 44-97, 98-106
東急不動産ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://www.tokyu-fudosan-hd.co.jp/ir/library/pdf/F_yh201803_1q_1.pdf , 2019/03/29, 19:58検索)	3, 6-8, 9, 50-95, 96-102
東京海上ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180622/S100DADB.pdf , 2019/03/29, 20:00検索)	4, 6-8, 9, 93-146, 147-154
ドンキホーテホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180926/S100E5W9.pdf , 2019/03/29, 20:02検索)	4-5, 8-9, 10, 52-96, 97-107
ニトリホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180518/S100CZ4Y.pdf , 2019/03/29, 20:04検索)	4, 6, 7, 42-75, 76-88
日本ペイントホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180329/S100COCG.pdf , 2019/03/29, 20:06検索)	4-5, 8-9, 10, 53-92, 93-103
野村不動産ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180626/S100DDHT.pdf , 2019/03/29, 20:08検索)	4-8, 9, 10, 99-104, 105-113
野村ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180625/S100DACW.pdf , 2019/03/29, 20:10検索)	4-7, 10, 11, 119-235, 236-253
博報堂DYホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180629/S100DAZD.pdf , 2019/03/29, 20:11検索)	4-12, 13, 113, 114-122
バンダイナムコホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180618/S100D713.pdf , 2019/03/29, 20:13検索)	4-10, 13, 14, 64-114, 115-123
富士フイルムホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180629/S100DIHQ.pdf , 2019/03/29, 20:16検索)	4, 7-11, 108-154, 155-167
ポラ・オルビスホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180327/S100CN12.pdf , 2019/03/29, 20:18検索)	4-7, 10, 11, 59, 106, 107-116
マクセルホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180626/S100DBJT.pdf , 2019/03/29, 20:20検索)	4-5, 8, 9, 48-84, 85-96
三井住友トラスト・ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180629/S100DANN.pdf , 2019/03/29, 20:22検索)	5, 7-8, 9, 106-188, 189-198
ミツウロコグループホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180622/S100DB25.pdf , 2019/03/29, 20:24検索)	4, 7-10, 11, 47-87, 88-98
三菱ケミカルホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180626/S100DESM.pdf , 2019/03/29, 20:26検索)	4, 6-9, 10, 72-148, 149-157
メディカルホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180626/S100DDMJ.pdf , 2019/03/29, 20:28検索)	4, 7-8, 9, 53-100, 101-112
ヤマトホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180622/S100D9G0.pdf , 2019/03/29, 20:30検索)	4-8, 13, 42-100, 101-110
ユニー・ファミリーマートホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.fu-hd.com/ir/library/securities_reports/1802_yuho.pdf , 2019/03/29, 20:37検索)	5-6, 7-8, 40-103, 104-116
吉野家ホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://contents.xj-storage.jp/xcontents/AS08813/72ffc29e/c2d6/4370/8cf9/ed288de49538/S100D15K.pdf , 2019/03/29, 20:41検索)	5, 7-8, 9, 41-75, 76-86
リクルートホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (https://recruit-holdings.co.jp/ir/library/supplemental_financial_data_201804_jp.pdf , 2019/03/29, 20:45検索)	4-8, 11-12, 13, 86-146, 147-160
りそなホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180626/S100CZ02.pdf , 2019/03/29, 20:46検索)	5, 7-8, 9, 95-146, 147-157
ワコールホールディングス(2018a), 『有価証券報告書』 (http://www.kabupro.jp/edp/20180628/S100DGH.pdf , 2019/03/29, 20:48検索)	4, 7-8, 9, 73-112, 113-125