

06 年度石橋研究会卒業論文

「多角化に関する一考察」

石橋孝次研究会 第7期生

杵本智彦

はしがき

現在、日本は「失われた 10 年」、「失われた 15 年」とも形容される平成不況をようやく脱しつつある。2002 年 2 月から続く景気拡大は戦後最長で、企業収益もここ最近目立って回復している。平成不況の原因として、三つの過剰問題があげられる。三つの過剰とはそれぞれ「雇用」「設備」「借入」の過剰を指す。不況の原因とされるこれらの過剰について、その解消のための議論は数多くなされて来たが、これらの過剰の原因そのものがなぜ発生したのかはあまり論じられていないと思われる。バブルは、金融緩和策や貿易黒字による企業のカネ余り、税制の歪みなど様々要因によって発生した。バブル期のカネ余り現象は、企業の非効率的な事業拡大を後押しする一員となった。銀行は企業の不動産や事業収益の信用力をもとに資金を貸し出した。企業も株価が上がっているため、株式発行をコストが掛からない資金調達手段と考え大量の資金を市場から引っ張ってきた。企業は多角化を行い調達した資金を新たな事業へと注ぎ込んだ。多角化の進展は、新たな雇用を呼び、レジャー施設などの建設や過剰な投資を生み、さらに事業機会の拡大による信用力の増加から新たな借入を可能とした。この様に企業が多角化を行ったが故に、三つの過剰が発生したと見る事が出来る。

本論文では、「多角化」について論じる。多角化とは、企業が本業とは違う分野に進出する行為そのものを指す。多角化は古くて新しい問題である。バブル崩壊以降、企業に対する見方は厳しくなった。銀行は借入の返済と収益性の確保を、資本市場はより効率的な経営を企業に求めた。企業は、選択と集中の名の下に多角化事業の整理を行った。株式市場では多角化を行う企業の価値が、単一事業を行う企業の価値よりも割り引かれるという多角化ディスカウントが発生している。企業に対する見方が厳しくなったように多角化に関する見方も厳しくなったのだ。

しかし、多角化自体が悪いというわけではない。良い多角化多く存在する。では、良い多角化とは何か、悪い多角化とは何かという事が問題となってくる。そして、どうして企業は多角化を行うのか、なぜ多角化ディスカウントが発生するのか、多角化ディスカウントを解消する方策は何かなどと言った疑問も浮かんでくる。

本論文でこれら疑問に対して一般的にどのような考え方があるのかを示し、それらを踏まえた上で自らの考え方について論じていく。

目次

序章	1
第1章 多角化の概観	2
1.1 多角化の歴史	2
1.2 多角化の定義	4
1.3 多角化戦略	5
1.4 多角化指数	7
1.5 多角化の方法と所有形態	8
第2章 外的環境	9
2.1 市場成長率	9
2.2 市場集中度・市場支配力	11
2.3 市場の需要不確実性	12
2.4 産業別多角化指数	12
第3章 内部経営資源	16
3.1 内部資本市場	16
3.2 シナジー	18
3.3 内部資本市場に関する理論	19
第4章 その他の誘因	24
4.1 経営者自身の都合	25
4.2 組織内活性化	26
4.3 実証分析	26
第5章 多角化企業のパフォーマンス	33
5.1 日本国内を対象とした分析	33
5.2 米国を対象とした分析	33

第6章 結論：多角化ディスカウントの解消に向けて	36
6.1 ディスカウントの発生理由	36
6.2 ディスカウント解消に向けて	38
6.3 まとめ 考察	42
参考文献	43
あとがき	44

序章

第1章では、多角化の概観として、多角化に関する具体的な議論の導入となる、多角化の歴史的背景、多角化についての定義や多角化指数の定義、戦略、方法等について述べる。

第2章からは企業がなぜ多角化するのか、その誘因と合理性について言及する。第2章から第4章までで議論することは、どれも多角化の誘因や合理性を保全するものとして成立する。しかし、一つ一つが独立して成り立っているのではなく、言及する誘因・合理性が複雑に絡み合うことで企業が多角化していることに注意が必要である。

第2章では外的環境と題して、主に市場に関する要因がどのように多角化への誘因や合理性と成りうるかを述べる。具体的には、市場の成長性や集中度、不確実性が多角化に影響を与えると考える。さらにデータを用いて、産業間に多角化に違いはあるのかを調査する。

第3章では、内部資本市場の活用とシナジー効果が多角化に誘因と合理性を与えることを見ていく。内部資本市場の活用をさらに、共同保険効果、効率的資源配分効果、未利用資源・余剰資源の活用の3つにわけ議論を深めていく。その後、経営資源を活用したシナジー効果を論じ、効率的資源配分効果にかかわる論文を紹介する。

第4章では、その他の誘因として経営者自身の都合と組織内の活性化を見ていく。この章で取り上げる項目は、合理性とは言いがたい。しかし、多角化の動機のポイントとなっている事は確かである。また経営者自身の都合に関連した実証分析を行い、企業の所有構造と多角化の関係性にも言及する。

第5章では、多角化企業のパフォーマンスを日本やアメリカの実証分析を紹介する。多角化ディスカウントの発生が実際に起こっているのか、またどのような多角化企業が高い収益性を上げる事ができるのかをいくつかの先行研究を交えて論じる。

第6章では、終章としてこれまでの議論を踏まえた上で、なぜ多角化ディスカウントが発生しているのか、どうすれば多角化ディスカウントを抑える事が出来るのかについて議論する。

第1章 多角化概論

1.1 多角化の歴史

企業の多角化は時代ごとに様々な形態をとってきた。前近代的な社会においては、家族や一族が一体的な経済主体となり、ごく限られた範囲で経済活動が行われてきた。その時代の多くの生産物は小さな経済主体が自ら調達するか、もしくは限られた小規模な市場を通じて調達を行ってきた。生産物の消費についても自ら消費するか、一部を外部に販売した。工芸品についても同様で、加工業者は経済的には独立していたが地縁を活かした有機的な生産の分業化を行ってきた。特産品という言葉が表すように、地域が一つの特徴的な生産物を生産していた。このように前近代的な社会においては、自立した小さな経済主体が有機的に結びついて一つの生産物を産出しており、ある経済主体が独立し別の生産物を作り市場に売却する事はなかった。つまり、多角化と呼べるようなものは存在していなかった。時代が下るにつれて産業革命が起き、移動輸送手段や情報通信技術・機械設備が発展し、大量生産と大規模な分業化が可能になった。この影響により、従来の家族や地域の有機的な結合による生産活動から、企業体による生産活動が経済全体の主要な地位を占めるようになった。従来の家族・地域的な経済活動では投入物・技術・規模・市場・情動的な制約が強く活動範囲は限られていた。しかし企業主体の経済では、営利追求が目的となったためその活動範囲はより柔軟になった。企業としての本格的な多角化誕生は1世紀以上も遡る。ここでは、アメリカと日本の例を用いて多角化の歴史について触れていく。

アメリカで多角化の波が最初に起こったのは19世紀終わり頃からである。この頃の多角化は、一つの産業内で独占を目指すものが多かった。水平統合や産業内における製品群を増やす多角化戦略であった。ロックフェラーが設立したスタンダード・オイルは全米的な独占を目指し製油所の統合戦略を推し進めた。1878年までに同社は全米の石油精製能力の90%を占めるようになった。また、US スティールはJP モルガンなどのウォール街の金融会社が主導して設立され、次々と同業者を傘下に収めていった。しかし同一産業内における独占は産業の効率性向上につながらないとされ、シャーマン反トラスト法が成立し規制がかかるようになった。反トラスト法を受け多角化は、1920年代には水平統合から垂直統合へと移っていった。ゼネラルモーターズは、買収や統合を進めていく中で、フィッシャーボディを買収し車体生産を垂直統合し内製化していき、さらに買収・統合企業先には機関車や冷蔵庫・航空機メーカーもあり

水平統合も同時に進めていった。このようにアメリカには巨大企業が生まれて行ったが、これに伴い独占禁止法の規制も強くなっていき、世界恐慌や第二次世界大戦の影響もあり多角化は次第に下火になっていった。

多角化が再び活発化したのは、1960年代に入ってからである。この時期の多角化はより多角化の意味合いが強いものであり、自社の既存事業とは全く異なる領域に拡大して行った。例えばアメリカン・カンは製缶業から始まり衣服や金融サービスまで、ITTは生命保険・レンタルカー・ホテル・自動販売機業などを手がけるまでに拡大していった。この様に多様な製品群を製造する巨大コングロマリットを生み出していった。80年代に入ると、好景気を背景に企業内部に蓄積された豊富な余剰資金によって多角化が行われた。例えば、フィリップモリスはタバコ事業の収益を元に、食品会社を次々に買収して行った。しかし、こうした巨大コングロマリットは80年代後半の不況により収益が悪化し、多くは解体への道へと進んだ。90年代半ばに再び買収による多角化が起こったが、同一産業内の異なる製品群を扱う企業を対象とした買収・合併だったため、以前のものとは比べるとより合理的な多角化であった。

一方、日本において多角化は明治維新以降、財閥と言う形で進んできた。三井財閥は、江戸時代には呉服店や両替商を営んでいた。明治維新以降、紡績業や鉱業、機械産業などに進出し一大財閥を築いていった。三井と並ぶ巨大財閥である三菱財閥は、海運業を基盤に造船業・製紙業・鉱業・鉄道・貿易・電機などあらゆる分野に進出していった。しかし、第二次世界大戦の敗戦によって巨大財閥や産業を独占していた企業は次々に解体されていった。その後、高度経済成長期に入り企業は既存事業と関連性のある製品群に多角化していった。例えば、味の素は1908年に開発したうま味調味料の製造販売を行い事業の拡大を行ってきた。戦後、食文化の変化に合わせて事業の多角化を進めていった。58年にはサラダ油、64年にはコーンスープ、68年にはマヨネーズと、食品事業の製品群を増やしていった。高度経済成長期の多角化は、関連性の強いものだったが、バブル経済期に入ると多角化は異なる一面を見せ始めた。多くの企業は余剰資金を元手に本業とはあまり関係のない事業に多角化を進めていったのだ。鉄道会社や航空会社などはホテル事業に進出するなど多くの企業はレジャー事業に乗り出した。また大手民生電機会社がアメリカの映画会社を買収した。その後、バブルが崩壊し事業の「選択と集中」の名の下に、多くの多角化事業が切り離されていった。

この様に、アメリカ・日本両国において近代化以降どの時代においても多角化は行われてきたが、その意味合いは全く異なっているのである。

1. 2 多角化の定義

多角化と言ってもその定義は様々である。例えば、大衆薬企業が医療用医薬品事業に参入する例を考えてみよう。大衆薬も医療用医薬品も同じ医薬であるから、多角化には当たらないという考え方もあるだろう。一方で、大衆薬は一般消費者向けに安い価格ドラッグストアなどで売られており、医療用医薬品は医師や病院向けに比較的高価格で売られているため、両者は異なると考え、これは多角化であると判断する考え方もあるだろう。このように、多角化に関する定義を定めない限り、多角化の議論は前には進まないのである。

先駆的な多角化研究を行った Ansoff (1958) の定義について述べる。Ansoff は多角化戦略について「既存の製品ライン・製品市場とは異なる分野に進出すること」と定義している。これは、図 1-1 に表される。

既存製品ラインを π_0 、既存市場を μ_0 とするとき、多角化戦略とは π_0 でも μ_0 でもないような製品ラインを新規の市場に導入する事を指している。

図 1-1 製品市場マトリクス

製品ライン/市場	μ_0	μ_1	...	μ_m
π_0	市場浸透戦略	市場開発戦略		
π_1	製品開発戦略	多角化戦略		
...				
π_n				

出所：Ansoff(1958)より一部改変

また吉原他 (1981) は、多角化とは「企業が事業活動を行って外部に販売する製品分野の全体の多様性が増すこと」と定義している。ルメルトは「関連性」という概念を用いて企業を単一事業型企业、主要事業集中型企业、関連事業型企业、無関連事業型企业の4つに分類している。これらは、主要事業・垂直統合プロセス・関連事業のそれぞれの売上が企業の総売上高に占める割合を基準に分類されている。主要事業の売上が占める割合が95%以上のものを単一事業型企业、70%以上のものを主要事業集中型企业、70%未満であるがそれ以外が関連事業からの売上であるものを関連事業型企业、70%未満であり関連事業も持っていないものを無関連事業型企业（コングロマリット）と呼ぶ。Ansoffや吉原の定義に完全に従えば、主要事業以外の売上があれば

多角化と呼べるが、ルメルトは定義の範囲を緩和している。現実では、主要事業の売上のみで構成される企業はほとんど存在していない。ルメルトの分類により柔軟性を持った企業の定義が可能となるのである。

本論文では、多角化戦略を Ansoff に倣い **既存の製品ライン・製品市場とは異なる分野に進出すること** と定義するがさらに付け加え **進出した事業分野の分割を経済合理性の喪失なく行うことが出来ること** と定義する。そして、多角化企業を **多角化戦略と合致した事業を有している企業** とする。本論文の目的は、過度の多角化を抑えるためそして効率の高い事業活動を行う方策を模索する事にあるので、この様な定義を用いた。

1. 3 多角化戦略

後述するが企業が多角化する理由は様々である。多角化する際、企業はどのような経営学的な理論に基づいて戦略を打ち立てるのだろうか。1991年にノーベル経済学賞を受賞したロナルド・H・コースは「企業の本質」と言う論文の中で、企業の規模（範囲）は取引コストによって決定されると説いた。つまり企業がある生産活動を行う場合、外部の経済主体と取引するよりも企業内部で取引を行った時の方が費用を安く済ます事が出来れば、企業は生産活動を自身の内部に取り入れるのである。垂直統合戦略も同様であり、ある事業活動を他企業が行うよりも自社で行った時の方がコストを低く抑える時に事業領域を拡大するのである。

一方、ボストンコンサルティンググループが1970年代に提唱したプロダクト・ポートフォリオ・マネジメント理論（Product Portfolio Management; PPM）は、取引コストではなく市場成長率や相対的市場占有率を軸にキャッシュフローを注目した理論である。PPMは図1-2で表されるように4つの製品・事業カテゴリー「金のなる木」「花形」「問題児」「負け犬」に分類されており、「金のなる木」から上がった収益を「花形」や「問題児」につぎ込むことを推奨している。そして「負け犬」からは撤退すべきだとも奨めている。PPMは累積生産量の増加に伴い生産コストが下がるという学習曲線の考え方と、どの様な製品にも栄枯盛衰があるという製品ライフサイクルの考え方に基づいている。PPMは多角化戦略に対して、新規の成長性の高い事業領域（つまり、多角化事業）を切り開き、その領域に対して既存事業から上がる収益を移転させることで企業体としての持続的な成長が可能となるという利点を示している。

図1-2 プロダクト・ポートフォリオ・マネジメント

		相対的市場シェア	
		高い	低い
相対的市場成長	高い	花形	問題児
	低い	金のなる木	負け犬

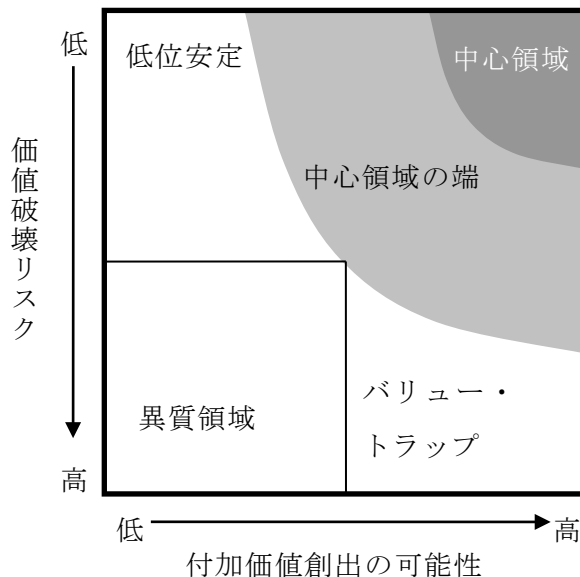
出所：ベサンコ他(2002)

PPM に対して 1980 年代に起こった「資源重視の戦略論」は多角化戦略に対して異なった見解を示した。企業が成功する要因は市場を通じて入手できる経営資源ではなく、誰もが入手する事が出来ない企業独自のものであるという。PPM では示す事が出来なかった、どうして当該企業が市場で成功するのかを説明している。1990 年に入るとゲイリー・ハメルと C・K・プラハードは資源重視の戦略論を多角化戦略に当てはめ、コア・コンピタンスという概念に行き着いた。野村総合研究所 経営用語の基礎知識によるとコア・コンピタンスとは「他社に真似できない核となる能力。成功を生み出す能力であり、競争優位の源泉となる」と言う。成功する多角化企業は、自社の事業運営に対して、重要な事業運営上のコンピタンスを持っているのである。例えば、P&G はマーケティングスキル、GE はマネジメントスキル、トヨタ自動車のマニユファクチャースキルなどは他社が模倣する事の出来ないスキルであり、これらを活かして各社は多角化を行っているのである。

また、近年では新たな多角化に関する戦略概念も生まれてきている。マイケル・グールド、アンドリュー・キャンベル、マーカス・アレクサンダーは「ペアレンティング理論」を打ち出した。ペアレンティング理論は、PPM やコア・コンピタンスの考え方の欠点を補って生まれたものである。PPM での成功要因となるマネジメントスキル定義次第で誰でも入手可能なものである。そしてコア・コンピタンス自体は多角化の論拠とはならず、業務提携や事業協力などでもコア・コンピタンスを発揮できるのである。これらの欠点を補うペアレンティング理論は親会社のマネジャーの役割に焦点を当てている。親会社のマネジャーは、事業運営のスキルと企業としてのコア・コンピタンスを認識が必要となってくるのである。ペアレンティング理論は図2-1のアンシュリッジ・ポートフォリオ・ディスプレイに要約される。縦軸に親会社のマネジ

ャーが事業運営上不注意に損害を与えてしまう危険性、横軸にマネジャーが事業に付加価値を与える可能性を取っている。価値破壊リスクが小さく付加価値創出の可能性の高い事業を「中心領域」、価値破壊リスクが小さいか付加価値創出の可能性が高いかのいずれかの事業を「中心領域の端」、価値破壊リスクが小さいものの付加価値創出の可能性が低いものを「低位安定」、価値破壊リスクが高く付加価値創出の可能性も高いものを「バリュー・トラップ」、これら以外を「異質領域」と呼んでいる。企業が多角化する際、中心領域から外に広がるように順に多角化すべきであると説いている。そして、もしも既存事業に低位安定のものがあればその事業に何も手を加えてはならず、異質領域のものがあれば無駄な事業なので手を出さないもしくは撤退すべきだと言う。

図 1-3 アンシュリッジ・ポートフォリオ・ディスプレイ



出所：キャンベル他(2006)

1. 4 多角化指数

多角化についてその程度を定義し測定する事は、多角化を分析する上で有益である。先行研究を整理すると、多角化指数は分類される SIC コード数、セグメント数、売上高基準・資産基準の HHI、特化率・垂直比率・関連比率などの構成比率、その他の指数に分ける事が出来る。

分類される標準産業分類コードの数は、米国で多く使われている方法である。日本にも日本標準産業分類が存在する。

セグメント数を多角化指数として用いる方法は、近年多くなっている。これは会計

基準の国際的統一や巨大化した企業の経営実態を把握するためにセグメント情報開示が企業に義務付けられたことに起因する。開示内容には個別企業の売上高や資産、利益などが含まれており。ただし、現状ではマネジメントアプローチに基づくセグメント情報の開示がなされていることもあり、単純な企業間の比較が困難な状況になっている。

売上高基準・資産基準の HHI とは、企業の事業セグメントごとの売上高比率や資産比率を2乗したものを合計した指数である。セグメント数のみを多角化指数として使う場合、セグメント間の規模を考慮していないため多角化度合いの強いものが多角化指数として使われる可能性がある。その点、HHI を用いた方法では、規模が考慮されるのでより実情にあった多角化指数であるといえる。

特化率・垂直比率・関連比率などの構成比率とは、ある事業もしくは事業グループの売上高が総売上高に占める割合を判断する方法である。前述のイメルトによる分類がこれにあたる。

その他の指数として、海外売上高比率や子会社数などが挙げられる。海外での事業や子会社が行う活動を多角化と捉える研究者もいる。

この様に、多角化を定義する指数は様々ありどれがより良い指数であるかは定まっていけないのである。

1. 5 多角化の方法と所有形態

企業は組織上どの様に多角化を行い運営していくのであろうか。森田(1991)によると、多角化の方法については4つのタイプに分類できると言う。4つのタイプとは、①分社化 ②合弁・買収 ③組織化 ④提携・合併 である。

①分社化

分社化とは、多角化事業を行うに当たり、その担当組織を社内の外に独立させる方法を指す。この理由としては、組織外に置いた方が、社内組織との論理の整合性を取らなくて済み、事業を積極的に推進できる事などが上げられる。

②合弁・買収

合弁とは、他企業と出資をし合い別の会社を設立し事業を行うことを指し、買収は他社から事業の支配権を得ることを指す。合弁の特徴としては分社化による理由と似通っているが、出資者間でリスクの分散化を行えたり、海外事業の場合法的リスクを回避出来たりなどのメリットがある。一方、買収には時間を買うと言うメリットが存在する。経営にはスピードが大切だと言われ、多くの経営者は時間を買うことのメリ

ットを強調し買収時の会見を行っている。

③組織化

組織化とは、通常の事業拡大である。社内ベンチャーもこれに当たると考えられる。組織化による多角化の理由としては、内部能力の多様性による相互シナジーなどあげられる。確かに組織内に新規事業を置いた方が、既存事業と新規事業の間で相互にシナジーが生まれやすくなるが、社内で不和が発生するというデメリットも存在する。

④提携・合併

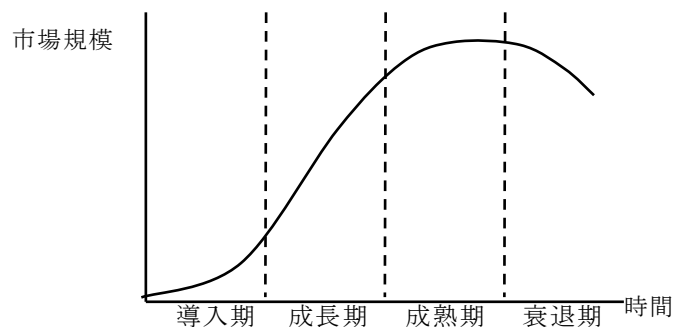
提携とは、活動のある局面で協力する取り決めを外部主体と交わすことであり、合併とは他社と同じ企業体となる事をさす。提携を用いる理由としては、契約内容によって自由に選択できるという柔軟性がある。合併を用いる理由としては、組織化や買収と同じメリットを享受できる反面、企業特殊的な要素のコンバージェンスの難しさも否定できない。

第2章 外的環境

2.1 既存市場の需要の成長率

どのような製品でもライフサイクルがある。製品のライフサイクルとは、ある製品の成長パターンを指し、その概念は図2-1に集約されている。製品はその市場規模と成長性により導入期、成長期、成熟期、そして衰退期に分類される。導入期や成長期は市場規模が拡大していくが、成熟期に入ると拡大傾向が止まり、衰退期に入ると市場規模は縮小していく。このようなパターンを取るのは、消費者の嗜好の変化や技術革新によるものが大きい。例えば、ブラウン管テレビはテレビ放送の始まりから爆発的な普及を遂げた。だが、近年は娯楽の多様化や新技術の開発によりプラズマテレビや液晶テレビが開発され、その生産量は著しく低下している。

図2-1 製品ライフサイクル図



出所:森田(1991)より一部改変

製品のライフサイクルの考え方は、事業にも応用できる。ある事業は必ず成長段階を経て成熟し、そして衰退していく。では、衰退期に入ってしまった事業はどのような戦略を取ればいいのか。通常は不採算店の閉鎖や在庫の圧縮などいわゆる撤退戦略を取るか、もしくは当該市場内で合併や買収を行い産業の集中度を下げる戦略などが考えられるが、多角化戦略も衰退期に多く取られる戦略である。

事業が成熟に入ると、キャッシュインフローは安定してくる。この時、企業は将来の事業衰退を予見し、豊富な余剰資金を活用し予め新規事業の芽を育てておく。衰退期に入れば、新規事業に本格的に経営資源を投入し、本業のシフトを図る。また、成熟期や衰退期において、キャッシュリッチでなくとも企業には積み上げられてきた経

営資源（土地や従業員、経営ノウハウなど）が豊富にあるので、多角化戦略を行いやすい。

最近の事例では、地方の土木工事業者の例が確認されている。増え続ける国債・地方債を抑制させるため、そして今後総人口が減退していく中で公共投資が既に飽和状態に近づきつつあるため、政府や地方公共団体は公共事業を減らしつつある。土木工事業者には公共事業の発注の減少は必然的に市場が縮小する事を意味する。10月26日付けの朝日新聞夕刊によると、「鹿児島県は、公共事業減に悩む建設業者のべ13社を中心に全国最多のべ30法人が新たな試みに挑戦している」と言う。上場企業でも、同様の流れが起きている。東証2部上場で建設業を本業としている鈴縫工業株式会社は、公共事業の削減により本業の収益が悪化しているため、キノコ栽培に乗り出している。土木や建築業者の場合、地元密着の経営が大きかったため規制緩和により参入が可能となった農業分野に進出したと考えられる。

別の事例では、製紙産業で確認する事が出来る。製紙産業は近年の原油価格の高騰や国内需要が飽和状態にあること、そして各社の過剰設備などが原因となって収益性が大幅に落ち成長性も限られている。そのため製紙産業では現在、各社の連携やTOBが盛んに行われてきている。このような中で、高松市に拠点を置く常磐ティッシュ株式会社は、2006年6月に製紙産業からの撤退を決めた。撤退した後、飲食産業やスポーツ事業に業態変換を行っていくと自社のHPで述べている。

2. 2 既存市場の市場支配力（市場集中度）

既存市場において企業数が少なく市場集中度が高いときにも多角化の誘因が働く。企業数が少なく市場集中度が高いとき、自社の戦略がライバル企業に伝わりやすくなり、ライバル企業も同様の戦略を打ち出す相互応酬的な戦略が取られる。相互応酬的な戦略が取られた場合、費用に見合う戦略効果の達成が困難となる。この場合、外部に投資機会を求める傾向がある。製菓産業では、自社の製品がすぐに他社によって模倣されるなど相互応酬が激しい産業である。チョコレートやガム、スナックなどは類似した商品が多い。この業界のトップであるロッテは球団経営やファーストフード店を経営するなど多角化を行っている。業界二位である明治製菓も健康食品事業や大衆薬事業など多角化を行っている。

企業の市場支配力が弱まっているときも同様に多角化の誘因となる。既存市場における市場支配力が小さい場合、企業がどのような戦略を用いたとしても市場に対する影響力は小さく収益性は低い。

2. 3 既存市場の需要の不確実性

既存市場の需要の不確実性が強い場合、企業は収益の安定化を図るため多角化を行う。変動費が企業のコスト構造に占める割合が高ければ、影響は少なくとも済むが、固定費の割合が高い場合、重要の変動による収益の低下を吸収する事が出来なくなる。製造業においては機械設備などの固定費が高く、サービス業においても人件費などの固定費が高くかかる。飲食産業は流行り廃りの激しい産業であり多角化の度合いも大きい。レックスホールディングスは、焼肉やしゃぶしゃぶを主力とする 1987 年に設立された企業である。同社は主力事業を主軸に様々な外食事業を展開した。しかし、BSE 問題の発生により、焼肉やしゃぶしゃぶといった主力事業の売上は落ち込み打撃を受けた。これを解消するために、2004 年には高級スーパーである成城石井やコンビニの AMPM の経営権を獲得し、事業領域を拡大し多角化を行った。

2. 4 業種別多角化指数

業種ごとに多角化の違いはあるのかを調べるため、業種別多角化指数を調査した。調査方法としては日経 NEEDS から入手可能な新興市場を除く上場企業データを用いた。多角化指数としては、会計情報であるセグメント数ではなく事業数そのものを分析対象とするため、事業内容の事業数を使用した。業種の分類には証券コード協議会が定める業種コード、及び日本経済新聞社が定める日経業種分類を使用した。なお、データ収集日は 8 月 18 日であり、以降のデータ変更には対応していない。

表 2-1 は、業種コード別多角化指数である。全産業の平均多角化指数は、2.946 であった。中分類を用いて各業種の平均多角化指数を比較すると、鉱業、陸運業、非鉄金属業、倉庫・運輸関連業などが高い数値を出した。しかし、目立って大きな違いは見出せなかった。

表 2-1 業種コード別多角化指数

コード	業種名		標本数	平均	中央値	最頻値	標準偏差
	大分類	中分類					
0050	水産・農林業	水産・農林業	7	3.429	3.0	5.0	1.272
1050	鉱業	鉱業	8	3.625	3.0	2.0	2.387
2050	建設業	建設業	169	2.639	3.0	2.0	1.015
3050	製造業	食料品	124	2.839	3.0	2.0	1.206
3100		繊維製品	82	3.012	3.0	2.0	1.410
3150		パルプ・紙	22	2.773	3.0	3.0	0.869
3200		化学	176	3.097	3.0	3.0	1.304
3250		医薬品	47	2.426	2.0	2.0	0.927
3300		石油・石炭製品	12	2.917	3.0	3.0	1.084
3350		ゴム製品	18	2.611	2.5	2.0	0.850
3400		ガラス・土石製品	53	3.000	3.0	3.0	1.177
3450		鉄鋼	49	3.061	3.0	3.0	1.587
3500		非鉄金属	35	3.514	3.0	2.0	1.738
3550		金属製品	79	2.620	3.0	2.0	1.101
3600		機械	195	2.785	3.0	3.0	1.225
3650		電気機器	236	2.839	3.0	2.0	1.330
3700		輸送用機器	91	2.791	3.0	3.0	1.269
3750		精密機器	38	3.132	3.0	3.0	1.379
3800	その他製品	76	2.908	3.0	2.0	1.368	
4050	電気・ガス業	電気・ガス業	25	3.320	3.0	3.0	0.988
5050	運輸・情報通信業	陸運業	58	3.966	4.0	3.0	1.311
5100		海運業	16	3.438	3.0	3.0	1.548
5150		空運業	6	3.000	3.0	4.0	0.894
5200		倉庫・運輸関連業	39	3.667	3.0	2.0	1.737
5250		情報・通信業	211	2.886	3.0	2.0	1.214
6050	商業	卸売業	248	3.218	3.0	3.0	1.807
6100		小売業	239	2.628	2.0	2.0	1.393
7050	金融・保険業	銀行業	95	2.947	3.0	3.0	1.105
7100		証券・商品先物取引業	30	2.000	1.0	1.0	1.661
7150		保険業	11	2.182	2.0	2.0	0.751
7200		その他金融業	50	3.120	3.0	2.0	1.480
8050	不動産業	不動産業	77	3.390	3.0	3.0	1.359
9050	サービス業	サービス業	205	3.107	3.0	3.0	1.508
	全産業		2,827	2.946	3.0	3.0	1.385

出所：日経 NEEDS より作成

次に、日本経済新聞社が定めている日経業種コード小分類を用いて調査を示す。ただし、日経業種コード小分類は 136 業種に渡っているため、特筆すべき結果が得られたものを下記にあげる。

表 2-2 日経業種コード小分類別多角化指数

コード	業種名	標本数	平均	中央値	最頻値	標準偏差
101007	ハム	7	1.86	2	2	0.690
107061	総合化学	6	5.83	5.5	5	1.472
115142	セメント	3	5.33	5	5	0.577
117166	ステンレス	3	2.00	2	—	1.000
119181	金属	7	5.57	6	6	1.272
119185	設計	13	2.15	2	2	0.689
123221	総合電機	4	5.75	5.5	5	0.957
123227	電池	3	2.00	2	—	1.000
127261	自動車メーカー	13	1.92	1	1	1.188
133322	楽器	3	4.33	5	—	2.082
237361	炭鉱	2	7.00	7	—	1.414
243421	総合商社	8	7.75	7	7	3.919
249481	証券会社	24	1.50	1	1	0.885
251501	損保	9	2.00	2	2	0.500
255541	鉄道会社	16	5.06	5	5	0.854
255543	バス会社	6	5.17	5.5	6	0.983
259581	商船会社	3	5.00	5	—	2.000

※標本数が少ないため最頻値が算出できなかった項目は“—”で表す。

出所：日経 NEEDS より作成

分析の結果、多角化指数の小さい業種として、ハム・ステンレス・設計・電池・自動車・証券会社・損害保険が確認された。多角化指数が大きかった業種としては、総合化学、セメント、金属、総合電機、楽器、炭鉱、総合商社、鉄道、バス、商船があげられた。次にそれぞれを細かく見ていくことにする。

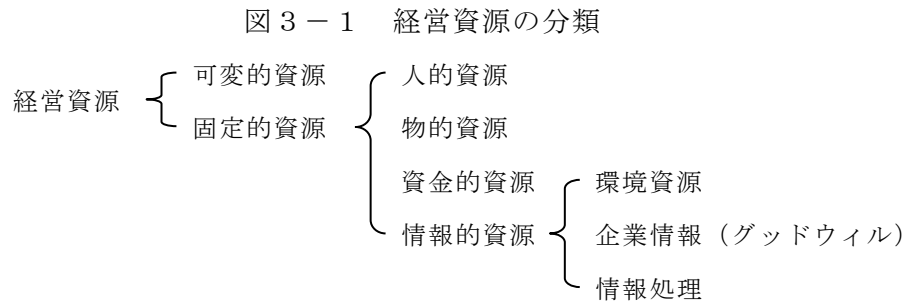
ハム・ステンレス・設計・電池は、どれも専門性が高くその経営手法やノウハウが他社に応用しにくい分野であったためだと考えられる。証券・損害保険については、金融業界に対する他分野への参入規制が働いたため、自動車メーカーは、自動車産業という規模の大きさやケイレッツに見られる会社間の緩やかな持ち合いにより多角化指数が小さくなったと考えられる。

総合化学・金属・総合電機は新素材や生産設備への研究開発が産業の競争優位性を決定しており、その研究開発投資の成果から派生して事業拡大したのと考えられる。

セメント・炭鉱は本章第1節でも述べたように、市場の成長率が低い産業である。新たな成長機会を求めて事業拡大を行った結果が表れたものとする。楽器については、議論の分かれるところだが、市場の近接性を活かしたコンテンツ産業への参入や製造ノウハウを活かした他分野への参入が考えられる。総合商社については、ビジネスモデルでは単純ではあるがその事業領域は、エネルギーから食品・衣料など多岐に渡っているためにこの様な結果が得られたと考えられる。最後に、鉄道・バス・商船は、本業である運送業を伸ばすためには、沿線開発などが欠かせない。そのため、多角化指数が上がったと思われる。

第3章 内部経営資源

本章に入る前に、経営資源について述べる。経営資源とは吉原他（1981）によると以下の図のように分類される。



出所：吉原他（1981）

これら経営資源の中で吉原他（1981）は多角化特に重要なのが情動的資源だと述べている。情動的資源は、企業特殊であり、取引可能ではなく、戦略の遂行により生み出された資源が情動的資源と組み合わせたり新しい能力を生み出していく点で重要である。情動的資源は、環境資源、企業情報、情報処理に分類される。環境資源とは、市場の環境、つまり技術や顧客ニーズなどについていち早くキャッチできるルートを所有する能力を表している。企業情報とは企業ブランドや信用など、企業に対する良い情報が蓄積されていることやその蓄積チャネルである。情報処理とは、企業活動の中で得られる情報を適切に処理、蓄積し意思決定を行うためのプロセスである。

以上のように情動的資源が多角化に関する重要な資源であると認識しながら、経営資源の範囲を人的資源・物的資源・資金的資源にまで拡張しながら、議論を進めていく。

3.1 内部資本市場

内部資本市場の観点から多角化の誘因・合理性について整理すると、共同保険効果、効率的資源配分効果、未利用資源・余剰資源の活用に分類する事が出来る。それぞれを順に述べていく。

共同保険効果とは、企業が複数の事業を所有するとき、事業間の利益やキャッシュフローの相関性が低い場合、ある事業の業績悪化を他の事業の業績によって穴埋め出来る効果を指す。数学的に確認すると、事業Aの収益の分散を σ_A^2 、事業Bの収益を σ_B^2

とおく。A 事業・B 事業の相関係数を ρ_{A+B} ($-1 \leq \rho_{A+B} \leq 1$) で表すとき、事業 A・事業 B の収益の分散 σ_{A+B}^2 は、 $\sigma_{A+B}^2 = \sigma_A^2 + 2\rho_{A+B}\sigma_A\sigma_B + \sigma_B^2$ と表す事が出来る。これより、各事業の収益が完全に相関しているとき、つまり $\rho_{A+B} = 1$ の時以外は、複数の事業を所有した方が分散の度合いは小さくなるのである。これは、事業数がより大きくなればなるほど、事業間の相関係数が小さければ小さいほどより顕著に働く。

共同保険効果は前述した分散低下による収益の安定だけではなく、別のメリットも享受できる。それは、負債調達のコスト低減である。銀行借入や社債は企業のダウンサイドリスクに対して反応する。ダウンサイドリスクとは、企業のキャッシュフローが予定していたものよりも悪化するリスクである。共同保険効果が働くと、収益が安定化するためダウンサイドリスクも低下する。ダウンサイドリスクが低下すれば、銀行や市場はより当該企業に対して貸し出しを増やす事が可能となり、結果的に財務レバレッジを高めることやより安い金利での資金調達が可能となるのだ。財務レバレッジの上昇はさらに波及して、節税効果にもつながる。節税効果とは負債を用いた資金調達を行うことで、負債への利払いへは税金が掛からないことを利用し、株主・負債権者へのペイオフ高め、企業価値を高める効果を指す。まさに一石三鳥の効果だと言えよう。

しかし、この共同保険効果については疑問を呈する意見もある。それは、資本市場の発達により企業が複数の事業を所有し、共同保険効果を楽しむよりも、企業を所有する株主が単一の事業を行う企業の株式を複数所有すれば同じ効果を得る事が出来るため、企業による共同保険効果には意味がないという意見である。通常、企業が大規模な買収を行い事業領域の拡大を行うよりも、株主が他社の株式を独自に購入するほうがコストは掛からない。よって、この論理にも整合性があるといえよう。

次に、効率的資源配分効果について言及していく。効率的資源配分効果について、中野他(2003)は経営者が各事業の将来見通しについて良質の情報を持つこと、また資金調達効果によって利益をあげられる投資機会をあきらめずにすむことで生み出されるとしている。この効果を簡単に述べると、事業間で経営資源の融通を行いより大きな利益を上げることが指している。この効果が顕著となるのが新規事業育成のため、継続的な研究開発や宣伝広告費が必要な事業である。

医薬品事業は利益率が高く市場規模が拡大しているため、非常に魅力的な市場である。しかし、医薬品を開発するためには何年もの時間と莫大な投資が必要となる。JT は、本業であるタバコ事業が健康志向と総人口の低下により衰退していくと予想して

いた。そのため次の収益源を探す必要があった。かねてから、JT内ではタバコ健康への影響を測る為、研究組織を有していた。これを本格的な収益基盤にするためにタバコ事業からの安定的なキャッシュフローを利用し、製薬事業を立ち上げさらに他社の買収など行い事業を拡大している。

既出となるが、ポストンコンサルティングクラブのポートフォリオ理論も効率的資源配分効果に基づいている。“金のなる木”から得られたキャッシュフローを“問題児”に投入し、将来的な“花形”事業に育てようとする考えは、まさに効率的資源配分と言えよう。

最後に、未利用資源・余剰資源の活用について触れる。Penrose(1959)は「企業の内部には、日常的な経営活動を通じて既存の事業活動だけでは使い切れない未利用資源が作り出される。この未利用資源こそが企業成長の源泉である。」と述べた。企業活動を行っていく中で、経営はより洗練されたものになり、ノウハウや知見、資金など未利用・余剰資源が蓄積されていき、それが企業成長つまり多角化への源泉となる。

例えば、既存事業への投入に余りある余剰資金は、株主への還元もしくは新規・既存事業への投資にまわされるほかない。また研究開発費や広告宣伝費など蓄積可能な資源をもとに関連事業進出やブランドイメージの利用により多角化を行っている企業もある。余剰資金による多角化例としては、バブル期の日本企業がまさに当てはまると言える。その当時の日本企業は、豊富な資金を背景にレジャー産業や不動産関連事業など幅広く手がけていた。

なお既存事業の衰退も企業の内部に人的資本や機械設備などの未利用資源・余剰資源を生む。この資源を活用して企業は多角化を行う第2章で言及した土木建築事業主の農業参入はこの例に上手く当てはまる。また、紳士服業界においては市場が頭打ちする中で競争はさらに激しくなっている。最大手のアオキホールディングスは、利益率が悪化した店舗の土地や人員を上手く有効活用するために、カラオケ店の設置を進めている。

3. 2 シナジー効果

多角化におけるシナジー効果とは、複数の事業を独立して経営するよりも、一つの企業体の下で複数の事業を経営させたほうがより収益性が上がる時の効果を指している。範囲の経済とも言われおり、ある事業の内部経営資源が別の事業の収益に貢献することや、複数の事業の経営資源を組み合わせることで新たな資源を生み出す事を指

す。

シナジーは、販売シナジー、操業（生産）シナジー、投資シナジー、マネジメント・シナジーの4つに分類できる。

販売シナジーとは、流通経路や販売管理組織、倉庫、広告、販売促進、名声などを活かして生み出されるものである。ルイヴィトンやシャネルなどのブランド企業は、自社のブランド力を活かしファッションやジュエリーなど様々な製品を売り出すことで、多角化を行っている。また販売場所も同一にし、製品の価値を一体化させて消費者に伝えている。

操業（生産）シナジーとは、施設と人員の高度な活用、間接費の分散、共通の学習など活かして生み出されるものを指す。例えば石油化学企業は、石油を精製することで多用な製品を生み出している。製品ごとに事業会社が存在した場合、石油の仕入れや設備の運営に大きなコストがかかる。事業会社を統合し、大規模な生産設備を有する企業の方が、低価格で生産出来る。

投資シナジーとは、工場、機械器具、研究開発などにかかる投資やその成果に関するシナジーである。研究開発はしばしば副産物や予想外の結果を生み出す。日本パイオニクスは菓子用の乾燥剤を開発していく中で、酸化作用により発熱効果を発見した。この発見を活かし使い捨てカイロを商品化し製造を行っている。従来は触媒を活かしたガス精製装置メーカーであったが、この発見以降使い捨てカイロ事業にも乗り出した。

マネジメント・シナジーとは、経営者の能力、ノウハウなどを活かして生み出されるものである。ゼネラルエレクトリック（GE）は世界最大の複合企業である。エジソンによって設立された電気照明会社を母体とし、電気機器やインフラ、素材、軍需、メディアなど様々な事業領域を持つ巨大企業である。GEの多角化の成功の理由は、同社がニューヨーク州クロトンビルに所有するリーダーシップ開発研究所にある。この研究所では、全世界から優秀な社員を集め組織のマネジメントスキル取得の研修を行っている。この研修施設により経営に明るい幹部が増え、効率的で優れた事業運営が可能となった。

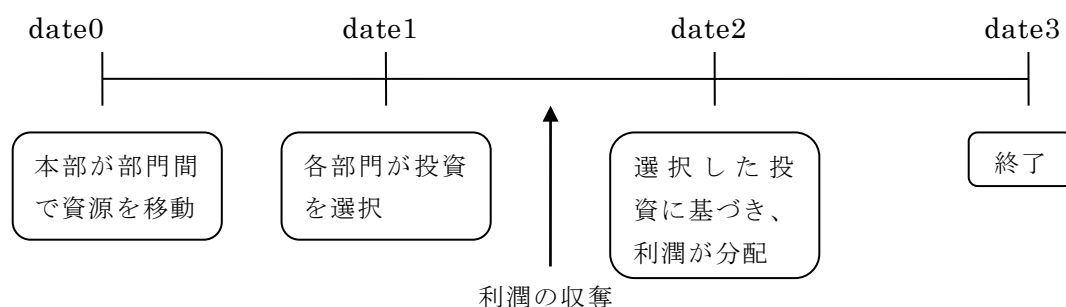
3.3 理論分析

内部資本市場を扱う理論的分析は数多くあるが、ここでは内部資本市場が非効率的な投資を招く可能性があることを理論的に示した Rajan and Servaes, Zingales (2000) を紹介する。

3. 4. 1 導入

企業が、A 部門、B 部門、そして本部に分かれており、それぞれの部門は部門長が率いるとする。各部門長は、自らの部門の利潤最大化を目指し行動を行う。また、本部は全体の利潤最大化を目指す。時間軸は date0、date1、date2、date3 の 4 つに分かれている。それぞれの時間軸での行動を図 3-2 に表す。

図 3-2 各 date における状況



出所：Rajan *et al.*(2000)より、一部改変)

部門 j は投資可能な固有の資源 λ_0^j を保有している。また、本部は部門間で資源 t を部門 A から部門 B に移動させる。その結果、部門 A が date1 に利用可能な資源は $\lambda_1^A = \lambda_0^A - t$ 、部門 B が date2 に利用可能な資源は $\lambda_1^B = \lambda_0^B + t$ となる。date1 においてそれぞれの部門は効率的投資、もしくは保守的投資を選択することができる。効率的投資とは投資利潤率を最大化する投資であるが、他部門から利潤略奪の恐れがある投資である。この投資の利潤率は α^j と表すことにする。一方の保守的投資とは利潤率が低いものの、他部門からの利潤略奪を免れることのできる投資である。この投資の利潤率を $\alpha^j - \gamma$ ($\gamma > 0$) とおく。

各部門長は、date1 において効率的投資か保守的投資を選択する。このとき、以下の3つのケースを考えることができる。

(1) A 部門、B 部門ともに保守的投資

両部門が保守的投資を選択した場合、部門間で利潤の略奪は起こらない。その結果、各部門の利潤は $(\alpha^j - \gamma)\lambda_1^j$ となる。

(2) 一方が効率的投資、もう一方が保守的投資

この場合、保守的投資を選択した部門が効率的投資を選択した部門から利潤を奪う

ことが出来る。議論を簡略化するため、保守的投資をした部門を A 部門、効率的投資をした部門を B 部門とする。また、A 部門は略奪を行ったとしても増える利潤はわずかなものであり、B 部門は A 部門による略奪を防ぐことが可能とする。しかし略奪を防ぐためにはコストがかかると仮定する。以上より、このケースの A 部門の利潤を $(\alpha^A - \gamma)\lambda_1^A + \varepsilon$ 、B 部門の利潤を $(\alpha^B - \theta)\lambda_1^B$ ($\theta > \gamma$) とする。

(3) A 部門、B 部門ともに効率的投資

両部門が効率的投資を選択した場合、それぞれの利潤は合算されたのち両部門に等しく分配されるものとする。つまり、A 部門・B 部門の利潤は等しく $\frac{1}{2}[\alpha^A \lambda_1^A + \alpha^B \lambda_1^B]$ となる。

以上の 3 つのケースを利得行列として表したものを以下に示す。

表 3-1 利得行列

		B 部門	
		効率的投資	保守的投資
A 部門	A/B		
	効率的	$\frac{1}{2}[\alpha^A \lambda_1^A + \alpha^B \lambda_1^B], \frac{1}{2}[\alpha^A \lambda_1^A + \alpha^B \lambda_1^B]$	$(\alpha^A - \theta)\lambda_1^A, (\alpha^B - \gamma)\lambda_1^B + \varepsilon$
	保守的	$(\alpha^A - \gamma)\lambda_1^A + \varepsilon, (\alpha^B - \theta)\lambda_1^B$	$(\alpha^A - \gamma)\lambda_1^A, (\alpha^B - \gamma)\lambda_1^B$

これまでの議論からファーストベストの解は、より α^j が高い部門に全資源を移し、両部門が効率的投資をすることだと分かる。

3. 4. 2 均衡分析

ファーストベストな解である、両部門とも効率的投資を選択するという均衡は以下の制約式を満たす必要がある。

$$\frac{1}{2}[\alpha^j \lambda_1^j + \alpha^k \lambda_1^k] \geq \max[(\alpha^j - \gamma)\lambda_1^j, (\alpha^k - \gamma)\lambda_1^k] \quad (3.1)$$

ここで、 $\beta^j = \alpha^j - \gamma$ とおく。また、 $\beta^j \lambda_1^j \geq \beta^k \lambda_1^k$ と仮定する。この仮定は date1 において部門 j の方が将来の期待利潤額が大きい事を表している。以上から、(3.1) 式は以下のように変形できる。

$$\gamma(\lambda_1^j + \lambda_1^k) \geq \beta^j \lambda_1^j - \beta^k \lambda_1^k \quad (3.2)$$

両部門が効率的投資を行うためには、上記の制約式を満たす必要がある。

さて、導入部分でも述べたが、本部は date1 において各部門が投資の選択をする前に、date0 において部門間で資源の移転を行う事が出来る。本部が資源移転を行う動機は 2 つある。一つ目は、より利潤率の高い部門に経営資源を移し全体の効率性を上げる動機である。これは、利潤率の低い部門の内部資源を利潤率の高い部門に移しているため内部資本市場の活用と言えるだろう。二つ目は、保守的投資を選択した部門による収奪効果を考慮し、事業部門に効率的投資を選択させるためのインセンティブ付けのための動機である。

内部資本市場を活用した資源移転はどのようなときに起こるのか、そしてどのような場合に効率的投資へのインセンティブ付けがなされるのかを論じていく事にする。そのため、一般性を失わせる事なく $\beta^A \lambda_0^A \geq \beta^B \lambda_0^B$ の仮定をおく。この仮定は、date0 における将来の期待利潤額が部門 A の方が高いことを示している。また、 $\lambda_1^A = \lambda_0^A - t$ 、 $\lambda_1^B = \lambda_0^B + t$ と言う事も確認しておく。

利潤率が部門 A の方が高い場合、利潤率が部門 B の方が高い場合、それぞれについて場合分けを行い考えていく。

(1) $\beta^B > \beta^A$: 部門 B の利潤率が高い場合

この場合、部門 B に部門 A の経営資源をすべて移転させる事が良いと感じてしまうが、そうではない。部門 B に経営資源を移転させると、部門 A が効率的投資ではなく保守的投資を選択する可能性があるからである。そのため、両部門が効率的投資を選択するための制約式 (3.2) 式及びその仮定を満たす必要がある。つまり次式を満たす必要がある。

$$\gamma(\lambda_1^A + \lambda_1^B) \geq \beta^B \lambda_1^B - \beta^A \lambda_1^A \quad (3.2')$$

左辺が一定であり、かつ $\beta^B \lambda_1^B \geq \beta^A \lambda_1^A$ を満たす必要から、(3.2')式が等号成立するまで資源の移転が行われる。つまり、(3.2')式は $\lambda_1^A = \lambda_0^A - t$ 、 $\lambda_1^B = \lambda_0^B + t$ も考慮すると、

$$\beta^B (\lambda_0^B + t) = \beta^A (\lambda_0^A - t) + \gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B)$$

となる。さらに t について整理すると、資源移転量 t は次式で表す事が出来る。

$$t = \frac{\beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B}{\beta^A + \beta^B} + \gamma \frac{\lambda_0^A + \lambda_0^B}{\beta^A + \beta^B}$$

つまり、上述の移転量において、資源余剰の部門 A から利潤率の高い部門 B に資源が移転なされるということである。

(2) $\beta^A > \beta^B$: 部門 A の利潤率が高い場合

既に $\beta^A \lambda_0^A \geq \beta^B \lambda_0^B$ を満たしているので、A にとってより強い制約式は(3.2)式より

$$\gamma(\lambda_1^A + \lambda_1^B) \geq \beta^A \lambda_1^A - \beta^B \lambda_1^B \quad (3.3)$$

となる。

仮に、 $\gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \geq \beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B$ を満たしている場合、移転を行わなくても(3.3)式は満たしている。しかし、利潤率の低い部門 B から利潤率の高い部門 A に資源を移転させたほうが投資効率は良いので、本部は(3.3)式が等号成立するまで部門 B から部門 A へ資源移転を行う。よって、(3.3)式は以下の式に変形できる。

$$\beta^A(\lambda_0^A - t) = \beta^B(\lambda_0^B + t) + \gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \quad (3.4)$$

$\gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \geq \beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B$ を満たしていない場合についても、本部は(3.3)式を満たす様な資源移転を行わなければならない。つまり部門 A をインセンティブ付けるために、部門 A から部門 B に資源の移転を行わなければならない。もちろん、これは投資効率を犠牲にするためにコストがかかる。このコストを最小にする移転量を本部は決定する。いづれにしても、移転量は(3.3)式を満たす必要がある。よって、 $\gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \geq \beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B$ を満たす、満たさないに係わらず移転量は(3.4)式に表される。(3.4)式を t について解くと

$$t = \frac{\beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B}{\beta^A + \beta^B} - \gamma \frac{\lambda_0^A + \lambda_0^B}{\beta^A + \beta^B} \quad (3.5)$$

を得る。(3.5)式の第2項は常に正であるので、 $\beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B$ の大きさによって部門 A から部門 B に資源が移転されるのか、内部資本市場の活用し部門 B から部門 A に資源が移転されるが決定される。

$\gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \geq \beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B$ を満たしていない場合についてより詳しく見ていく。この時、資源は利潤率の高い A 部門から利潤率の低い B 部門に移るのだが、これは移転によるインセンティブ改善による利益が、非効率的な配分による損失を上回るときに起こる。言い換えれば、投資効率の良い部門に資源が完全に移転される時よりも、

“誤った”方向に資源が移転（つまり部門 A から部門 B への移転）される時、総利潤が高い場合に起こる。これを式で表すと次のようになる。

$$(\beta^A + \gamma)(\lambda_0^A - t) + (\beta^B + \gamma)(\lambda_0^B + t) \geq \beta^A(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \quad (3.6)$$

(3.6)式の右辺は、資源が移転された場合の総利潤を指し、左辺は投資効率の高い部門 A に資源がすべて移転した場合の総利潤を表している。この式を満たす限り、資源移転が投資効率の低い B 部門に向けて行われることとなる。(3.6)式を t について整理すると、

$$t \leq \gamma \frac{\lambda_0^A + \lambda_0^B}{\beta^A - \beta^B} - \lambda_0^B.$$

ここに(3.5)式を代入すると、

$$\gamma \geq \frac{\beta^A - \beta^B}{2}$$

となる。 $\gamma(\lambda_0^A + \lambda_0^B) \geq \beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B$ を満たしていない場合について論じていたので、さらにこの条件を加えると、保守的投資を選択することによるコスト γ が、

$$\frac{\beta^A - \beta^B}{2} \leq \gamma \leq \frac{\beta^A \lambda_0^A - \beta^B \lambda_0^B}{(\lambda_0^A + \lambda_0^B)} \quad (3.7)$$

の範囲内であれば、非効率的な投資もインセンティブ付けのためには必要となることとなる。

つまり、以上の議論から内部資本市場の活用による資源移転の効果で、投資効率が低い部門から、投資効率の高い部門へと資源が移転されるが、ある状況下（(3.7)式の範囲内）では逆の事例が発生するという事が分かった。なお、仮にこの状況が恒常的だった場合、部門間を切り離す事で総余剰は改善させられることに留意しておく必要がある。

第4章 その他の誘因

4.1 経営者自身の都合

経営者自身の都合とは、企業の多角化が経営者自身の効用を高めることを指す。前述の内部資本市場の活用は、組織としての都合であり経済合理性のあるものであった。しかし経営者自身の都合は、建前では合理性を前面に押し出しているものの本質的には合理性のないものである。経営者の中には、経営する企業の規模やその範囲などから効用を感じるものもいる。そのような経営者は、無意味な多角化を行うのである。

2004年に新興IT企業である楽天とライブドアはプロ野球に新規参入を行うことを表明した。企業がプロ野球球団を所有する事には様々なメリットがある。プロ野球は日本のプロスポーツ業界の中では一番人気であり、シーズン中にはほぼ毎日試合が開催されており、企業の宣伝効果は大きい。楽天とライブドアは、この宣伝効果とさらに球団運営を効率的に行えば利益が上げられることを狙い新規参入を計画した。結果として、楽天の参入が認められたもののIT企業と球団運営では全く経営の仕方が異なっているためにその合理性については厳しい声が多い。ライブドアの当時の社長は、「球団買収は、当時の幹部が球団オーナーになるのが夢でありそれをかなえるためであった」と発言しており、経営者の都合により非合理的な参入が試みられたことを窺わせている。

前述した共同保険効果に関連して経営者自身の都合により多角化が行われる場合がある。上場企業の経営者は、経営が悪ければ株主からの解任要求が出て辞任に追い込まれる可能性がある。しかし経営者自身が大株主である場合、株主からの解任要求が出たとしても自らの議決権を行使して要求を否認する事が可能となる。経営者が大株主の場合、その効用は経営権を維持し続けることに重きが置かれる場合が多い。そのため、所有株式を手放す事はあまりない。しかし、同一企業の株式を多く持っている場合、適切なリスク分散が出来ないので、自身が経営する企業を用いてリスク分散を計る場合がある。組織全体のための共同保険効果を狙った多角化ではなく、経営者自信の都合により多角化が行われているのである。これについて、実際に生じているのかどうかを本章第三節において実証分析を用いて論じる。

経営者自身の都合により多角化した場合、多角化先の事業が順調に進んでいるならば、大きな批判は起きないが一度事業が躓きかかると、その反動が一気にやって来て非難を受ける事となる。

4. 2 組織活性化

この誘因は前節の経営者自身の都合と非常にリンクしている。経営者が創業者一族から選出されている企業では、創業者と血縁関係にない従業員は必然的に経営に携わる機会も少なくなる。従業員にやる気を引き出させるために、多角化が一助を担っているのである。

従業員をインセンティブ付けるための方策としては2つしかないと言われている。1つは昇給であり、もう1つは昇進である。昇給とは文字通り給料を上げることである。ボーナスなどの一時金と異なり、月ごとに決められた給料は職種やポスト、年次によって決まる。給料を一度上げた場合、以降下げる事はなかなか難しい。昇給を行うことで従業員は能力を認められたと感じ、より業務に励むこととなる。他方、昇進とは組織内の序列があがることである。序列があがるにつれて、与えられる仕事の大きさや責任や業務に対する権限が増してくる。業務そのものに関心のある従業員は、昇進を励みに業務を行うのである。内部的な多角化の実行は、事業部門の新設や子会社の設置につながる。新たな組織が生み出されたとしてもそれを運営するものがないくなくてはならない。既存事業の縮小により従業員に対して将来的な昇給や昇進が明らかに困難な場合、多角化は従業員の動機付けへとつながるのである。

名古屋鉄道株式会社は1897年に設立された名古屋を基盤とする鉄道会社である。鉄道事業を中心に多角化を進めていき、バス・トラック・タクシー・船舶航空といった運輸事業、百貨店・スーパーなどの流通事業、ホテル・テーマパークなどのレジャー事業、不動産などの開発事業、情報サービス事業などを手がけており、その子会社数は200社以上存在する。名古屋鉄道株式会社は同族経営ではないものの、子会社数の多さを従業員のインセンティブ付けに用いている。新卒採用のパンフレットにおいて、将来的には子会社を含め企業経営に謳い文句にしている。

4. 3 実証分析

本章第一節の仮説である「経営者が大株主である企業の多角化の度合いは大きいのか」について、調査するために実証分析を行った。分析方法は業種別多角化指数の算出したのと同様に、日経NEEDSから入手可能な新興市場を除く上場企業データを用いた。多角化指数としては、事業内容の事業数を使用した。経営者が大株主であるかどうかの代理指数として、上位十位以内の大株主に占める個人株主数、その所有シェアを用いた。なお、データ収集日は8月18日であり、以降のデータ変更には対応していない。

仮説として、経営者が大株主であるかの代理指数である上位十位以内の大株主に占める個人株主数が大きければ大きいほど、同族経営や仲間内の経営の度合いが大きいとした。この様な企業は経営者自身の都合や、親類や仲間にポストを与えるため組織活性化の要因のために多角化の度合いが大きいと考えられる。勿論、個人大株主の中には、全くその企業の経営に携わっていないものもいる。例えば、愛知県に本社を置く竹田製菓の代表取締役である竹田和平日は、上場企業 37 社の上位十位株主に入る大株主である。竹田氏は長期保有と割安銘柄発見の観点から投資を行っており、上位大株主に入っているものの、投資先の経営には携わっていない。また、元衆議院議員の糸山英太郎氏の様に積極的に株主としての行動をとる個人大株主も存在する。また上位十位以内の大株主数であるため、同位で十位だった株主が複数存在する企業があることにも留意する必要がある。

同様に仮説として、経営者が大株主であるかの代理指数である個人大株主の所有シェアが大きければ大きいほど、株主総会での経営者の辞任の可能性が低く経営者の都合による多角化が起こりやすいとした。

なお、これらの代理指数は必ずしも正確に経営者が大株主である事を表していないことに注意が必要である。経営者が節税を目的に、所有株式の信託を行ったり、慈善団体や財団法人、その他企業に移したりしている事が多い。そのため、株主名簿には経営者自身の名前が出てこない事が多々ある。残念ながら、今回の実証分析では経営者の株式移転先まで判断する事が出来なかったため、不完全ではあるが代理指数として上位十位以内の大株主に占める個人株主数、その所有シェアを用いる。

表 4-1 は個人大株主数・その所有シェアと事業数への平均で見た多角化指数を表で表したものである。標本数を見てみると個人大株主数・所有シェアどちらも 0 人・0~5%の項目に多いという事が分かる。この事から日本の上場企業の半数近くは、個人大株主が存在しない、もしくは存在したとしてもその数は少ないという事が示される。

図 4-1、図 4-2 は個人大株主数・所有シェアと事業数の平均で見た多角化指数をグラフにプロットしたものである。両者の近似曲線を見てみると、決定係数が低いものの変数の係数がマイナスである事が分かる。つまり、個人大株主数が増加すれば増加するほど、そしてその所有シェアが増加すれば増加するほど、事業数の平均が低下していると言う事となる。これは仮説に反している。仮説では個人大株主数・所有シェアの増加は、経営者自身の都合や組織活性化の引き金となり多角化指数は増加するとした。つまり、仮説が誤っていたということになる。

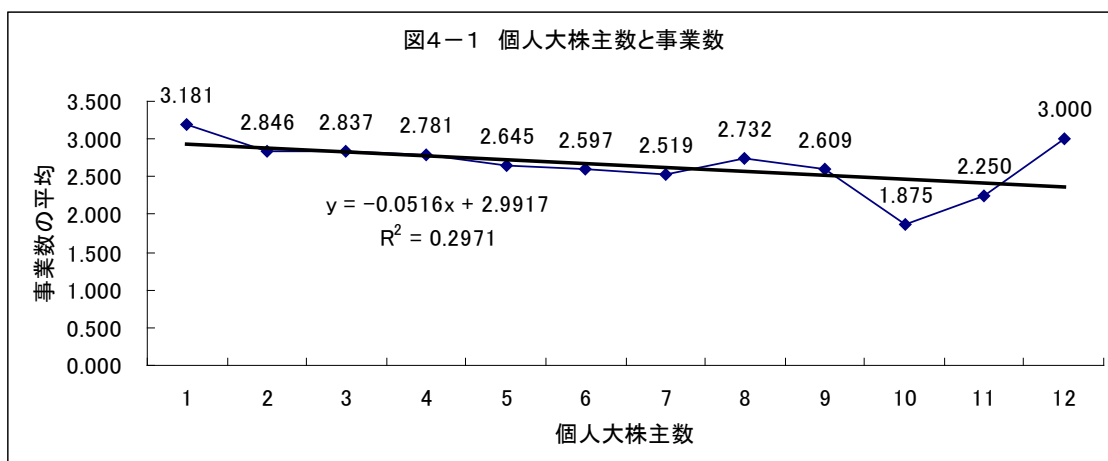
本当に仮説が誤っているのかどうかを次に検証する。

表4-2は、個人大株主の所有シェアが0%（つまり個人大株主が存在しない）か0%を超える時（個人大株主が存在する）に事業数の違いがあるかをt検定とF検定を用いて調べてみた。t検定、F検定それぞれの $P(T \leq t)$ 両側、 $P(F \leq t)$ 両側を見てみると、 $9.55E-16$ 、 $4.74E-05$ となっており非常に小さな値である。つまり、0.01よりも小さい値であるので1%水準で有意差があるという事である。両者の事業平均数は3.182109 2.758095であるので、個人大株主のシェアが0%の時のの方が事業平均数は確実に多いということになる。よって、個人大株主の割合が大きいと多角化指数が小さい言う事が再度確認された。

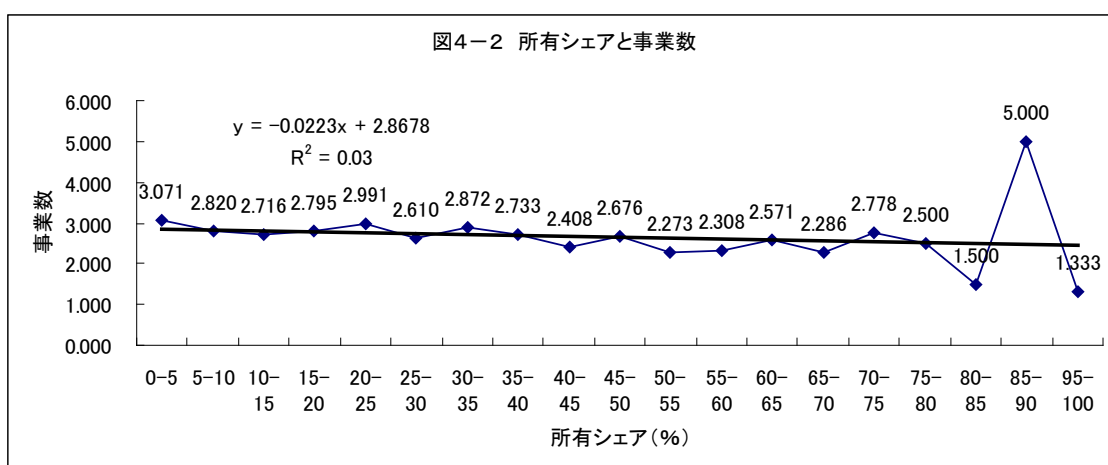
表4-1 個人大株主数／所有シェアと多角化指数

個人大株主数	標本数	平均	標準偏差	所有数(%)	標本数	平均	標準偏差
0	1251	3.181	1.447	0-5	1750	3.071	1.399
1	447	2.846	1.282	5-10	267	2.820	1.334
2	375	2.837	1.305	10-15	169	2.716	1.274
3	274	2.781	1.349	15-20	112	2.795	1.495
4	200	2.645	1.261	20-25	115	2.991	1.295
5	124	2.597	1.231	25-30	100	2.610	1.094
6	77	2.519	1.295	30-35	86	2.872	1.662
7	41	2.732	1.449	35-40	60	2.733	1.365
8	23	2.609	1.242	40-45	49	2.408	1.194
9	8	1.875	1.053	45-50	37	2.676	1.275
10	4	2.250	0.433	50-55	22	2.273	1.175
11	3	3.000	2.160	55-60	13	2.308	0.821
総計	2827	2.946	1.384	60-65	14	2.571	0.979
				65-70	14	2.286	1.030
				70-75	9	2.778	1.227
				75-80	4	2.500	1.118
				80-85	2	1.500	0.500
				85-90	1	5.000	0.000
				95-100	3	1.333	0.471
				総計	2827	2.946	1.384

出所：日経 NEEDS より作成



出所：日経 NEEDS より作成



出所：日経 NEEDS より作成

表 4-2 t 検定と F 検定

	t-検定：分散が等しくないと仮定した2標本による検定		F-検定：2 標本を使った分散の検定	
	所有シェア=0	同>0	=0	>0
平均	3.182109	2.758095	3.182109	2.758095
分散	2.093109	1.699386	2.093109	1.699386
観測数	1252	1575	1252	1575
仮説平均との差異	0			
自由度	2544		1251	1574
t	8.08446			
P(T<=t) 片側	4.78E-16			
t 境界値 片側	1.645453			
P(T<=t)両側	9.55E-16			
t 境界値両側	1.960898			
			観測された分散比	1.231685
			P(F<=f) 両側	4.74E-05
			F 境界値 両側	1.091859

出所：日経 NEEDS より作成

仮説の誤りを再び検証するため、表4-3では業種別個人大株主数とそのシェアを示した。この表によると、サービス業・情報通信業・小売業・卸売業・その他製品業・ゴム製品業・不動産業の個人大株主数やそのシェアが高いことが分かる。第二章第四節で論じたように、業種によって事業数は異なる。よって、業種の要因を除くため業種ダミー（ID）と大株主ダミー（BD、所有シェア=0→0）を用いて事業数（BN）を非説明変数とする回帰分析を行った。その結果は以下の通りである。なお、ソフトの関係で限られたデータしか扱えなかったため分割して回帰分析を行った。また業種ダミーについては変数の数が多いため省略する。

業種コード 0050～3450							
	BN=	3.436139	- 0.49193	BD	+	(省略)	ID
	(SE)	(7623822)	(0.08853)				
	(T)	(4.51E-07)	(-5.55661)				
観測数 767 自由度 753 決定係数 0.268464 (自由度修正済み 0.072073)							
業種コード 3450～5250							
	BN=	0.478032	- 0.38965	BD	+	(省略)	ID
	(SE)	(6831769)	(0.081646)				
	(T)	(7E-08)	(-4.77243)				
観測数 1105 自由度 1090 決定係数 0.282836 (自由度修正済み 0.079996)							
業種コード 5250～9050							
	BN=	9.259138	- 0.592	BD	+	(省略)	ID
	(SE)	(10264930)	(0.117345)				
	(T)	(9.02E-07)	(-5.04499)				
観測数 955 自由度 945 決定係数 0.260091 (自由度修正済み 0.067647)							

業種ダミーのT値と標準誤差の関係から分かるように大株主ダミーは有意ではない。なお、業種ダミーはすべて有意であった。以上より、大株主の値は多角化指数に何も影響を与えないと言う事が判明した。

これまでの検証から、個人大株主の存在は多角化に関して何も影響を与えないと言う事が判明した。この原因として次の事が考えられる。一つ目は、初めにも留意点としておいたが、代理指数として使用した個人大株主数とその所有シェアは経営者が大

株主であることを全く反映していない可能性である。この可能性を除去するためには、経営者の個人資産の状況を調べる必要があり、実現可能性が低い。二つ目は、上場企業においては、市場のガバナンスが働いており経営者自身の都合による多角化の誘因が働きにくいのではないかという可能性である。しかし先にも触れたが、新興 IT 企業での多角化の誘因として経営者自身の都合が働いていた。また、日本電産やレックスホールディングス、ソフトバンク、ロッテなどのオーナー色や同族経営の色合いが強い企業が多角化を行っている事は明らかである。三つ目は説明変数をすべて 0 か 1 においてしまったことだと考えられる。

本論文では、なぜ仮説と分析結果が異なるのか明らかにすることは出来なかった。個人大株主と多角化に関する今後の研究に期待する。

表4-3 業種別個人大株主数・所有シェア

コード	大分類	業種名		個人大株主数		同所有数(%)	
		中分類	標本数	平均	標準偏差	平均	標準偏差
0050	水産・農林業	水産・農林業	7	1.29	2.76	5.59	11.09
1050	鉱業	鉱業	8	0.25	0.66	0.29	0.76
2050	建設業	建設業	169	1.05	1.85	5.52	12.85
3050	製造業	食料品	124	1.27	1.78	6.55	12.11
3100		繊維製品	82	1.27	1.76	5.39	10.34
3150		パルプ・紙	22	1.05	1.61	4.28	7.01
3200		化学	176	1.10	1.66	5.41	10.04
3250		医薬品	47	1.32	1.99	5.48	8.86
3300		石油・石炭製品	12	0.42	0.86	0.48	0.82
3350		ゴム製品	18	1.83	2.09	10.58	16.08
3400		ガラス・土石製品	53	1.36	1.69	4.74	9.52
3450		鉄鋼	49	0.55	0.95	2.20	4.96
3500		非鉄金属	35	0.83	1.44	2.43	5.95
3550		金属製品	79	1.61	1.75	7.38	11.39
3600		機械	195	1.36	1.68	5.53	9.36
3650		電気機器	236	1.37	1.86	8.44	13.92
3700		輸送用機器	91	0.87	1.56	3.51	8.53
3750		精密機器	38	1.87	2.24	9.71	14.98
3800	その他製品	76	1.92	1.93	9.95	11.96	
4050	電気・ガス業	電気・ガス業	25	0.48	1.39	0.66	1.69
5050	運輸・ 情報通信業	陸運業	58	0.67	1.22	4.39	12.05
5100		海運業	16	0.25	0.43	1.18	2.83
5150		空運業	6	0.50	0.76	7.15	14.40
5200		倉庫・運輸関連業	39	1.13	1.49	5.28	8.67
5250		情報・通信業	211	2.63	2.30	17.37	19.35
6050	商業	卸売業	248	2.02	2.03	10.13	13.98
6100		小売業	239	2.57	2.03	18.31	18.75
7050	金融・ 保険業	銀行業	95	0.06	0.28	0.13	0.58
7100		証券、商品先物取引業	30	1.27	2.05	8.60	15.13
7150		保険業	11	0.55	1.16	4.42	9.39
7200		その他金融業	50	1.34	2.02	7.67	14.39
8050	不動産業	不動産業	77	1.91	1.92	18.02	20.06
9050	サービス業	サービス業	205	2.80	2.22	20.07	20.53
		全産業	2,827	1.60	1.99	9.40	15.13

出所：日経 NEEDS より作成

第5章 パフォーマンス分析

5.1 日本国内のパフォーマンス分析

野村証券金融経済研究所金融工学センター（2006）は1999年度から2004年度までの日本の上場企業の各セグメント売上高営業利益率と、そのセグメント数について関係を調査した。その結果2次の多項式回帰を行った場合、高い統計的有意性のもとに上に凸の形をした回帰線を描ける事が出来、セグメント数が4～5程度の部分が最も利益率が高く、それ以上のセグメント数になると企業価値を毀損するアナジー効果が発生する事が判明した。

また、中野、久保、吉村（2002）はマルチプル法を用いて超過価値を算定した。これによると、①多角化の程度が強まるにつれて、利益率・回転率、事業リスクが低くなり、財務レバレッジが高くなる、②非関連事業に多角化する時のみ、5%程度のディスカウント評価を受ける、そして③非関連多角化企業は、節税効果によりプレミアムを獲得するが戦略効果によりディスカウントを受けている。

中尾（2006）は日本の製造業を対象に2001年から2003年のデータを用いて、連結・単独売上高比率を非説明変数にパネルデータ分析を行った。通常モデルとダイナミックモデルの2種類の用い、両モデルで有意となった変数は、売上高成長率、資本装備率、企業規模、原材料比率、減価償却比率、賃金比率、企業価値であった。分析の結果の要旨としては、①下位企業、本業で苦戦している企業、衰退産業の企業は多角化や新市場開拓に熱心である、②資本集約的な産業や技術開発が盛んな産業はより多くの子会社・関連会社を持っている、③管理部門が肥大化している企業や投資資金が豊富で総費用に占める賃金の比率が高い企業ほど子会社・関連会社の保有比率が高くなる傾向にある、④外国法人持株比率の以外の株主構成は連結・単独売上高比率に影響しない、という事であった。

以上の先行研究から、日本では非関連多角化及び過度の多角化に対しては多角化ディスカウントが発生していると言える。

5.2 米国のパフォーマンス分析

Berger and Ofek (1995) は1986年から91年の、金融サービス業を除く売上高2000万ドル以上の3659社の企業データを用いて分析を行った。非説明変数に資産マルチプル、売上高マルチプル、EBIT（利払い税引前当期利益）マルチプルとし、説明変数

に多角化指数、資産価額の対数、EBIT 売上高比率、資本支出売上高比率としている。資産マルチプルとは、負債簿価に株式時価総額を合わせたものを、セグメントの資産に産業平均の自己資本比率を掛け合わせたものを合計で割ったものの自然対数である。売上高マルチプルとは企業価値を産業平均資本売上高比率にセグメントの資産を掛け合わせたもので割り、その自然対数を取ったものである。EBIT マルチプルも同様に、企業価値を産業平均資本 EBIT 比率にセグメントの EBIT を掛け合わせたもので割り、その自然対数を取ったものである。

なお、多角化指数とは 2 以上のセグメント数が有れば 1、セグメントが 1 つしかない場合は 0 で表される。以下に主要な結果を示す

表 5-1 回帰分析による超過価値の推定

	観察数	切片	多角化指数	log(資産)	EBIT/売上高	Capex/売上高
	決定係数	p 値	p 値	p 値	p 値	p 値
資産マルチプル	14,547	-0.004	-0.127	0.011	0.935	0.051
	0.086	0.730	0.000	0.000	0.000	0.064
売上高マルチプル	15,287	-0.329	-0.144	0.046	1.038	0.320
	0.114	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
EBIT マルチプル	12,952	0.003	-0.152	0.011		0.174
	0.021	0.833	0.000	0.000		0.000

出所：Berger and Ofek (1995) より一部改変

表 5-2 年毎の多角化による損失

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
資産マルチプル	-0.177	-0.137	-0.092	-0.103	-0.120	-0.133
売上高マルチプル	-0.149	-0.138	-0.131	-0.143	-0.131	-0.146
EBIT マルチプル	-0.135	-0.164	-0.140	-0.176	-0.127	-0.166
観測数	2143	2401	2547	2643	2742	2806

※どの結果も有意水準1%以上

出所：Berger and Ofek (1995) より一部改変

表 5-1、表 5-2 より分かるように、多角化している企業は平均して 13%~17%

程度多角化していない企業に比べて企業価値が低くなっている事が分かる。

この他にも多くの実証分析が行われてきた。リチャード・ルメルトは自身の論文の中で多角化と業績には一定の関係があるとし、関連多角化の業績は高く比関連多角化の業績は低いと言う結果を得た。シンシア・モンゴメリーはルメルトとは別の尺度を用いて同様の結果を確認している。またイベントスタディで行った株価から見た多角化のパフォーマンス分析では、ハービア・シンとシンシア・モンゴメリーは関連性の高い買収はより高いリターンを生み出すとしている。長期的な研究ではラリー・ラングとレネ・ストゥルツはトービンの q を用いて多角化の分析を行った。その結果、ある事業に特化した企業のトービンの q は同業界において多角化している企業に比べて10%高かった。

以上より米国においても日本同様に、過度な多角化に関しては多角化ディスカウントが発生している一方、関連多角化に関しては収益性や企業価値が高くなっている。

第6章 結論 多角化ディスカウントの解消にむけて

多角化ディスカウントは投資家が多角化企業に対して割安な評価を行っているから発生しているのではない。多角化企業が稼ぐ収益そのものが、同業他社と比較した結果低いために発生しているのである。ではこれらはどうして発生しているのか、また多角化ディスカウントが発生している場合、どのように解消していけばよいのだろうか。本節では、本論文の締めくくりとして自分なりの解決策を提示する。

6.1 なぜディスカウントが発生するのか

新規事業が失敗する理由として、キャンベル他（2006）は次の三つの回避出来たであろう要因を挙げている。一つ目は、イカサの罠と呼ばれる既存事業が不振を脱却するため、新規事業に対する高すぎる目標設定をしてしまうという罠。二つ目はヘレン・オブ・トロイの罠と呼ばれる参入する市場が余りにも魅力的なため、自社が新規事業で成功するための戦略への評価がおろそかになるという罠。そして三つ目は、思い上がりの罠と呼ばれる、過去の新規事業への成功体験を現在や将来への新規事業にも当てはめてしまう罠。これら三つの罠と新規事業を沢山立ち上げればよいのだと言う思い込みが、結果的に事業を失敗させているのだと彼らは主張している。

この要因以外にも、以下にあげる8つ項目が多角化ディスカウントを生む原因だと考えられる。

1. 経営者の質の低い経営意思決定

経営者自身が多角化事業に対して知識を持ち合わせておらず、適切な参入機会を逃してしまったり、適当な資源配分を行えなかったりした場合に非効率な結果を得てしまう。非関連多角化を行った場合、質の低い経営意思決定はより顕著になる。

2. 経営陣の過信・誤解

キャンベル他（2006）の議論と関連しているが、経営陣が新規事業に対して成功すると過度に信じていたり、新規事業の成功要因を誤解していたりする場合には、多角化ディスカウントが発生する。

3. 経営資源の過度の分散

経営資源が過度に分散すると、組織が硬直しているとき必要な経営資源を必要な場所に投じる事が出来なくなる。事業活動の先行きは簡単に読めるものではないので、

いざというときにも使用できる経営資源を保有しておく事が重要である。また経営資源を過度に分散させる事は、事業組織的な使用頻度や使用量を減らすという事でもあり、学習効果の進捗を遅らせ費用低減が進まないという自体も発生させる。

4. 資金調達効果による過大投資

共同保険効果による資金調達の結果、過剰な資金調達が稀に起こる。過剰な資金調達は期待収益率が自社の設定する値よりも低い収益率事業への投資を招く。こうして新規事業や既存設備などに過大な投資が起こり、収益性が悪化しディスカウントが発生する。

5. 情報の非対称性による非効率的な資源配分

事業の部門長と本社の経営陣との間で情報の非対称性が存在する場合も、ディスカウントが発生する。部門長は自らがマネジメントをする部門について知識や将来性の認識に優れているものの、本社の経営陣は事業部門の知識や将来性の認識に疎くなってしまう。この時、部門長と経営陣との間で情報の非対称性が発生し、資源の非効率的な配分が行われてしまう。その結果、多角化ディスカウントが発生する。

6. インフルエンスコストの発生

インフルエンスコストとは、社内の資本市場に影響を与える行為つまりインフルエンス活動にかかるコストである。多角化の程度が進むと、多角化事業の経営者が人材や資金その他経営資源を社内資本市場から調達する際に、本部との交渉にかかる時間やその費用が大きくなる。交渉における機会費用や直接費用がインフルエンスコストとなり、組織内で損失を生む。

7. 事業間の縄張り意識、組織的怠惰

事業間の縄張り意識は6のインフルエンスコストと似ている。社内資本市場を通じてしか、部門長は経営資源を獲得する事が出来ない。多くの部門長は、自身の部門の収益の拡大を望んでおり、出来る限り自らの部門に多くの経営資源を投入出来るように努力する。この様に各部門の利害が一致していないので、組織的な対立を生む。また、自らの部門で生み出した経営資源を他の部門に渡すのを渋るようになり、社内資本市場が硬直化してしまう。社内資本市場の硬直化は、資源配分効果を下げることになり非効率的な配分のみしか行えない。

組織的怠惰とは、従業員のインセンティブ付けが企業全体の収益によって決定される場合に起きる。効率的な部門と非効率的な部門が存在する企業を仮定する。今、効率的な経営へのインセンティブが企業全体の収益性に依存している場合、非効率的な部門は効率的な部門から収益を受け取る事が出来るため、経営に対して努力を怠ってしまう

う。効率的な部門も非効率的な部門の状況を見て努力のコストを嫌い非効率な経営を行うこととなる。どの部門も怠惰からの脱する誘因がないため、結果的に組織全体的が非効率な状態に陥ってしまうのである。

8. 経営陣へのガバナンスの不在

経営陣へのガバナンスの不在とは、経営陣の経営の評価をする機関や評価を行う上で情報が限られていることを指す。このような場合、経営陣に対するチェック機能が働かず、経営陣は株主の意向と異なる経営戦略を採ることとなる。企業が選択した多角化戦略に合理性がない場合、ガバナンスが働いていなければその多角化戦略を中止させる事は難しくなる。

6. 2 多角化ディスカウント解消に向けて

前節で挙げたディスカウント発生要因を分類すると、①経営に係わる問題、②組織にまつわる問題、③経営者へのガバナンスの問題に分ける事が出来る。これら問題に対してどの様な対策を採る事が出来るかを順に述べていく。

①経営に係わる問題

前節1～4がこの問題に当たる。経営に係わる問題への対処法としては、経営陣が自社の状況をよく理解することに尽きる。そのためには常に、自社のコア・コンピタンスが何であるのか、自社の強みをさらに発揮できるように何が出来るのかを理解する必要がある。このような経営上の課題は数値で表す事が難しく直感に頼る経営者の才能に頼る所が大きい。経営の才能は理論と経験がモノを言う。GEはクロトンビルにおける研修で経営の理論を学び、個人への権限委譲で経験を積ませ経営に関する問題を克服した。

近年日本においてもMBAホルダーが増えつつあるが、なぜか経営者市場は育っていない。たとえ優秀なMBAであったとしても日本企業の中では大きな権限を与えられる事は少なく、その実力を発揮する事は容易ではない。多角化ディスカウントを発生させるような非効率な多角化ではなく、効率的な多角化を進める為にも経営者教育制度の拡充と個人への権限委譲が望まれる。

②組織にまつわる問題

前節の5～7がこの問題に当たる。組織的な問題が場合の対処法としては、社内カンパニー制への移行、持ち株会社への移行、事業そのものの社外への分離が考えられ

る。

社内カンパニー制とは、事業部門をひとつの企業と見立てて事業活動を行うことである。日本ではソニーや東芝などが社内カンパニー制を採用している。社内カンパニーの社長は、事業部門制に比べてより多くの権限が与えられる。これにより、本部との折衝が減るため情報の非対称性の発生確率が低くなり、事業環境にあった機動的な戦略を打ち出す事が可能となる。持ち株会社への移行とは、持ち株会社の下でグループを作り事業ごとの100%子会社を設立し経営を行う手法である。社内カンパニー制に比べ、持ち株会社制度は事業ごとに組織的に完全に独立しているので、より機動的で大胆な戦略を打ち出しやすい。また、事業の再編も行いやすくなる。欠点としては、グループ全体での経営戦略や事業間シナジーが生み出しにくくなる事である。また、事業ごとに独立するために縄張り意識がより強くなる危険性もある。

事業そのものの社外への分離とは、文字通り事業の切り離しである。当該事業が社内の事業部門なのか子会社なのかは関係ない。方法としては、子会社IPO、カーブアウト、スピノフ、スプリットオフ、トラッキングストックなど様々である。事業を完全に切り離すため多角化戦略を当該事業において放棄することを意味する。多角化ディスカウントが発生しており、その原因が当該事業である場合、この解消には有効である。しかし、どの事業（子会社）が原因でディスカウントが発生しているのか、自社のコア・コンピタンスが何であるかが不明な場合が多い。さらに事業の切り離しは社内の反発を招く恐れがある。当該事業の従業員が反発するのは勿論のこと、他事業においても、明日我が身かと不安を与える可能性がある。

この様に組織にかかわる問題への対処法は様々である。対処の仕方は経営問題に拠る事が大きい。ただ、最近では情報通信技術の発達により取引コストは小さくなってきている。取引コストの低下は、企業の規模に影響を与える。取引コストが小さければ、わざわざ社内にある事業を抱え込まなくて済む。コンサルティング会社やマーケティング会社、アウトソーシング企業の増加はこの一端を表していると言えよう。また人材面でも派遣社員が増加しており、従業員を企業が抱えることは少なくなっている。事業の社外への切り離し自体は、反発を生むものであるがそれ以上に得られるものが大きいのかも知れない。

③経営者へのガバナンスの問題

前節の8がこの問題に当たる。この問題への対処法としては、事業部門単位の詳細かつ具体的な財務情報の公開が考えられる。近年、四半期開示及びセグメント別情報

の開示が急速に進んでいる。2006年10月25日付け日本経済新聞朝刊によると、企業会計基準作成委員会が上場企業の四半期決算での会計ルールを定めたと言う。現行では四半期開示の会計基準は存在しなかった。今年の六月から施行された金融商品取引法にも合わせ、新たに会計基準を作成し、2009年3月期から四半期開示の内容を充実させセグメント情報の開示を義務付ける見通しである。この様な情報開示の流れは、投資家にとって企業のどの部門で非効率性が発生しているのかを認識しやすくなり、それに見合う株主としてのガバナンスも働かせやすくなる。

ガバナンス問題への対処法の一つとして、負債によるガバナンスが存在する。中野(2002)によると、セグメント数が多い企業ほど自己資本比率が低い。また、中尾(2006)によると自己資本比率が高い企業は連結単独売上高が高い。つまり負債比率が高い企業ほど、多角化の程度は弱まるのである。借入金や社債などの負債は、毎期毎期の返済額が決まっており、一回でもデフォルトを起こすと資金調達が困難となる。デフォルトを恐れて、経営者は安全で確実な経営を取るようになるのである。勿論、多角化には共同保険効果があり結果的に負債比率が上がったのかもしれない。しかし、多角化する以前から負債比率を上げておけば、共同保険効果による比率の上昇幅を抑える事が出来、多角化への誘因を下げることは確かである。逆に自己資本比率が高い場合、株式は残余請求権でありアップサイドリスクを重視するので多角化が起きやすくなる。

6.3 まとめ 考察

本論文を締めくくるにあたり、はしがきにおいて記載した疑問についてその答えを示していく。まず良い多角化とは何か、そして悪い多角化とは何かことである。価値判断は分かれるものの良い多角化とは企業価値や収益率を上げる多角化であり、悪い多角化とは企業価値や収益率を下げる多角化である。実証分析では、よい多角化は関連多角化事業を行う企業であるということが判明した。

次に、どうして企業は多角化を行うのか、について示す。企業が多角化する理由としては様々なものがあげられる、外的環境では、既存市場の成長率や市場支配力、不確実性が多角化の要因となった。内部経営資源では、内部資本市場の活用やシナジー効果を目的に企業が多角化を行うことが判明した。その他の誘因としては、実証分析では有意な結果が得られなかったが、経営者自身の都合と組織化の活性化が上げられる。この様に多角化の誘因には合理的・非合理的なものを含め様々なものが存在する。しかし、実際の多角化企業のパフォーマンスを分析してみると、確かに多角化ディス

カウントは発生していた。

多角化ディスカウントの発生理由としては、経営者の質の低い経営意思決定や経営陣の過信・誤解、経営資源の過度の分散、資金調達効果による過大投資、情報の非対称性による非効率的な資源配分、インフルエンスコストの発生、事業間の縄張り意識、組織的怠惰、経営陣へのガバナンスの不在などが存在している。これらは一つ一つ独立して存在するものではなく、いくつかの複合的な作用によってディスカウントを発生させていた。

では、この様な多角化ディスカウントはどのようなすれば解消するのだろうか。経営に関する問題としては、優秀な経営者の育成や経営者市場の活用が考えられる。組織的な問題への対処法としては、条件付ながら組織からの切り離しが解決策となる。ガバナンスへの対処法としては、企業のディスクロージャー制度の拡充や負債を用いたガバナンスが有効であるとした。

この様に、多角化ディスカウント解消のための解決策をいくつか示したものの、これら解決策を用いて良い多角化を実践した企業は存在せず、根拠としては乏しい。企業が選択と集中を行う際に、どの様な考え方の下で行っているのかは不明だが、少なくとも銀行や株式市場のガバナンスが効き始めている事は事実であろう。市場の動きは結果的に資源の効率配分を後押ししている。多角化の合理性の一つに資源の効率配分が存在する。多角化の方法の一つとして市場を用いた方法がある。しかし、企業内部では市場メカニズムは本当に働いているのだろうか。本論でも、企業内部には内部資本市場が存在したと説いたが、完全なる市場とは程遠い。企業内部にも市場メカニズムが働くときにこそ、真の良い多角化が誕生すると思われる。

参考文献

- Ansoff H I, (1958), “A model for Diversification”, *Management Science*, 392-414.
- Berger P., Ofek E., (1995), “Diversification’s effect on firm value,” *Journal of Financial Economics*, 37, 39–65.
- Denis David J., Diane K. Denis, Atulya Sarin, (1999) ,“Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies”, *Strategic Management Journal*, 20, 1071-1076.
- アンドリュー・キャンベル ロバート・パーク（訳：鈴木立哉）（2006）、「成長への賭け」、ファーストプレス.
- デイビット・ベサンコ、デイビット・ドラノブ、マーク・シャンリー（訳：奥村昭博、大村厚臣）（2002）、「戦略の経済学」、ダイヤモンド社.
- マッキンゼー・アンド・カンパニー、ティム・カラー、マーク・フーカート、デイビッド・ウェッセルズ（訳：本田桂子、天野洋世、井上雅史、近藤将士、戸塚隆将）（2006） 「企業価値評価 第4版（上）」、「企業価値評価 第4版（下）」 ダイヤモンド社.
- 浅羽茂, (2004) , 「経営戦略の経済学」, 日本評論社.
- 小田切宏之(2000)、「企業経済学」、東洋経済新報社.
- 野村証券金融経済研究所金融工学センター、太田 洋子、張替 一彰、森本 訓之（2006）、「企業価値向上の財務戦略」、ダイヤモンド社.
- 森田道也(1991)、「企業戦略論」、新世社.
- 吉原英樹、佐久間昭光、伊丹敬之、加護野忠雄、（1981）、「日本企業の多角化経営—経営資源アプローチ」、日本経済新聞社.
- 佐藤正之(2003)、「株主資本価値を高める多角化戦略」 平成 15 年度経営学 第 1861 号[修士論文].
- 中尾武雄(2006)、「連結・単独売上高比率のパネルデータ分析 — 新産業創設など多角化行動の解明」、同志社大学経済学論叢、57 卷 3 号、pp.81-106.
- 中野誠、蜂谷豊彦(2003)、「ファイナンスから見た多角化経営」、一橋ビジネスレビュー、第 51 卷 1 号、102-115.
- 中野誠、久保直也、吉村行充、(2002)、「多角化企業の財務構造とバリュエーション」、証券アナリストジャーナル、12 月号.

高橋邦丸(2004)、「経営資源に基づいたグループ経営戦略」、青山経営論叢、第 38 巻
第 4 号、pp.180-203.

朝日新聞夕刊 (2006 年 10 月 26 日) 2 面

日本経済新聞朝刊 (2006 年 10 月 25 日) 1 面

常磐グループ

<http://www.tokiwagroup.com/>

日本たばこ産業株式会社

<http://www.jti.co.jp/JTI/Welcome.html>

野村総合研究所 経営用語の基礎知識

http://www.nri.co.jp/opinion/r_report/m_word/index.html

あとがき

本論文のテーマに多角化を選んだきっかけは、日本たばこ産業株式会社（JT）の経営に疑問を持ったからである。JTはタバコの独占製造権と塩の専売権を有していた日本専売公社の継承会社として1985年に設立された。株式を上場させているものの、政府が50%の株式を所有している特殊会社である。民営化後も、タバコの独占製造権を有しており、総売上高の92.4%、また日本国内のタバコ売上高の66.4%をJTのタバコ事業が占めている。JTは外国タバコメーカーの日本市場参入の見返りに新規事業を展開することが認められた。以降、清涼飲料事業や医薬品事業、食品事業を他社から買収し傘下に納めていった。

JTは国内におけるタバコ事業の独占製造権を与えられており、毎年2200億円もの営業利益を上げている。一方、多角化事業先である清涼飲料水事業や医薬品事業、食品事業は多くの民間企業が存在し各社がしのぎを削っている。穿った見方をすれば、政府の半保護下にあり多額の利益を計上することの出来るタバコ事業の収益を使い、民間がこれまで自由な競争を行っていた市場に対して参入を行っているのである。あまりにも不公平な参入である。確かにJTの多角化事業の市場シェアはまだ小さく、2006年度現在で黒字化している事業も食品事業とその他事業だけである。しかし、これはまだ参入から日が浅いからが故ではないだろうか。すでにJTの食品事業の売上高は2783億円であり、年々着実に増加している。私は市場の効率的発展のためには、JTの多角化事業と当該既存企業の競争条件を対等にするための何らかの処置が必要であると主張する。

この様な怒りを抱いているうちにJTの特徴から多角化そのものに興味を持つようになった。JTの株式の50%を政府が所有している。株式の所有構造と多角化に何か関係はないだろうか。喫煙人口は減少しており、今後タバコ事業は衰退が見込まれる。既存事業と多角化には何か関係はないだろうか。なぜ、JTは医薬品と食品事業に参入を行ったのだろうか。それぞれの事業に何か特徴はあるのだろうか。などたくさんの疑問と興味が湧いてきた。

これが、卒業論文のテーマを多角化とした理由である。

本論でも述べたが、多角化は決して特殊な問題ではなく、多くの企業が直面する問題である。いつの時代にも多角化が生じる一方で、事業の選択と集中が進んでいる。多角化は企業の事業領域を決定する一分野であり、その議論に終わりはないと考える。

だが、終わりが無い議論であったとしても、現在の多くの企業の多角化には異議を唱えたい。

冒頭で述べた JT はもちろんのこと、日本の総合電機各社も多角化経営（総花的経営）を行ったツケが回ってきている。市場関係者の多くは総合電機各社の事業再編を大胆に進めるべきだと主張している。日本の総合電機各社は外国のライバル企業と比べて明らかに収益性が劣っており、さらには事業領域が広すぎるのである。おそらく、総合電機各社の経営者も問題意識をしっかりと持っているであろうが、組織的な壁か実行力不足か抜本的な業界再編には到っていない。しかし、徐々に徐々にではあるが、各社が動き出していることは評価したい。

本論の中で、多角化ディスカウント解消に向けていくつかの主張を行った。だが、これはまだ何も知らない若僧の主張である。今後社会に出て行く中で、この考え方は大きく変わっていくであろう。その度にこの論文を読み返し苦笑いをするであろう。

論文作成の当たり、若干の心残りもある。悔いの全く残らない論文作りは絶対に無理であろうが、実証分析で仮説が誤っていたことや理論をあまり用いず提出を迎えてしまったことは非常に悔やまれる。

最後となるが、2年間指導教官として指導して下さった石橋孝次先生に感謝の意を表し、本論文を終えたいと思う。