

研究指導 大橋 良生 講師

# 事業多角化の財務的効果 —内部的多角化と外部的多角化の違いを中心として—

西間木 梅香

## 1. 本稿の目的

### 1.1 多角化戦略

現在、日本経済を支えてきた多くの企業が産業の成熟化を迎え、脱成熟化の課題に直面している。この課題に対処すべく企業には、自社を成長させる戦略が求められている。成長戦略を策定する際、販路の拡大、活動地域の拡大、あるいは、事業数の拡大を行えばよいというわけではなく、企業の成長にともなって事業全体の構造を見直す戦略が必要となる。その中で、複数の事業をいかに運営するかに関する戦略が、多角化戦略である。アンゾフ(1956)は多角化戦略を企業の成長戦略の1つとしてとらえ、成長ベクトルを提唱している(図表1)。事業を市場と技術によって定義し、市場を既存市場と新規市場に、技術を既存技術と新規技術とに区分することで企業の製品・市場戦略を4つの戦略から構成されるとしている。その中の一つに、多角化戦略があり、これは新しい製品(技術)で新しい市場を開拓する戦略である。企業が製品と市場の両方において事業領域を拡大することにより、成長をはかろうとする戦略である。

図表1 成長ベクトル

		製品(技術)	
		既存	新規
市場	既存	市場浸透戦略	製品開発戦略
	新規	市場開発戦略	多角化戦略

### 1.2 多角化の分類

アンゾフは、多角化戦略を以下の4つに分類している。第一に、水平型多角化である。これは、現在と同じ種類の市場に、既存技術を元に新しい製品を持って行う多角化のことを指している。第二に、垂直型多角化である。これは、既存製品を中心に据えて、その製造から販売段階での多角化を指している。第三に、集中型多角化である。これは、既存製品との技術や販売面で関連を持たせて、様々な製品を様々な市場へ参入させる多角

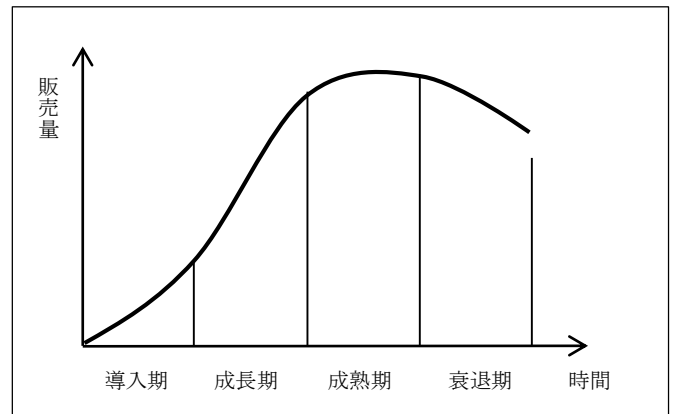
化を指している。第四に、コングロマリット型多角化である。これは、既存の市場・製品と全く関係のない分野に進出する多角化を指している。

### 1.3 多角化の目的

企業が多角化する主な目的は、次の二点である。

第一に、事業の範囲を拡大することによって、企業の成長や存続を図るものである。製品や市場には、「導入期」「成長期」「成熟期」「衰退期」といった段階をたどる市場のライフサイクルがある(図表2)。そのため、一つの事業のみに力をいれてしまうと、産業や市場の衰退とともに企業も衰退してしまう。そこで、事業の多角化を行い、複数の事業に進出することで、企業が衰退する可能性を減らすのである。

図表2 市場のライフサイクル



(出所)加護野他(2012),p151.

第二に、将来性のある事業機会を逃さずに成長することを目指す、より積極的な目的である。この目的を達成するには、大きく飛躍するために、既存の事業とは関連の低い分野へ進出することも少なくない。

### 1.4 多角化の手段と効果

多角化を進める場合、企業内部の経営資源を活用して事業を展開する「内部的多角化」と、企業外部の経営

資源を活用して事業を展開する「外部的多角化」の2つの手段がある。

内部的多角化は、主に研究開発活動や、企業内部にある未利用資源の有効活用により行われる。新技術やノウハウが企業内に蓄積されることや、企業内の研究開発意欲の向上が期待できるなどのメリットが挙げられる一方、新事業の開始や新製品開発に要するリード・タイムが長くかかることや、投資費用とそのリスクが大きいなどといったデメリットも挙げられる。

外部的多角化は、主としてM&Aを行って必要な事業を外部から取り込むことや、企業間の事業提携などによって行われる。新規事業分野への進出のリード・タイムが短縮できることや、投資費用と投資リスクを最小化できる、既成の製品分野とシナジーを持たない非関連の成長分野に進出できるといったメリットが挙げられる一方、企業内の研究開発意欲が低下してしまうことや、合併を行う場合、人事面、企業文化面などの問題で複雑化するなどのデメリットも挙げられる。

## 1.5 問題の所在

これまで述べたように、多角化戦略をとり新規事業を展開していく手段には、内部的多角化と外部的多角化の2つの手段がある。しかし、両者ともにメリット・デメリットが存在する。そこで本稿では、どちらの手段で事業多角化を進めることが合理的であるかの検証を行う。事業多角化が内部的であるのか、あるいは外部的であるのかで区分し、事業多角化が企業業績に与える影響を明らかにする。

## 2. 先行研究

吉原他によると、Rumelt(1974)では、多角化戦略を形態別に分類し、異なる多角化形態間での企業業績の比較を行っている。その結果、関連事業多角化戦略<sup>1</sup>の業績の方が、非関連事業多角化戦略<sup>2</sup>よりも優れている

<sup>1</sup>自社が現在行っている既存の事業と、関連性が高い事業へ進出することで成長していく戦略。

<sup>2</sup>自社が現在行っている既存の事業と関連性のない、または関連の低い事業へ進出することで成長していく戦略。

ということが明らかになった。

吉原他(1981)は、日本企業を低度・中度・高度の多角化グループにわけ、多角化の度合いと企業成長の関係について分析している。その結果、多角化度合いが低い場合、追加的な多角化度の増大は企業成長をもたらさない、すでに高度に多角化している企業においては、追加的な多角化度の増大は企業成長率を有意に高めることが明らかにされた。また、多角化と経営成績の関係性の分析もしており、多角化の程度が増大するにつれ成長性は増大するのに対し、収益性は中程度の多角化までは増加するが、高度の多角化では下がるということが明らかにされた。

平元(2002)は、多角化がどのように企業価値に影響しているかを検証した。その結果、多角化企業は専門企業に比べ、企業価値の破壊をもたらす、その破壊は多角化の程度が進むことにより増大することが明らかにされた。

中野・吉村(2004)は、多角化企業の価値創造、破壊について、企業ファンダメンタルズと投資戦略の観点から分析を行った。その結果、多角化企業は、専門企業に比べディスカウントされているが、その要因は多角化企業の成長性や経営効率が低いことにあり、多角化戦略自体に起因するものではないことが示されている。また、多角化企業は、社内の資源配分メカニズムである内部資本市場を効率的に活用することにより、価値創造が可能になるということが明らかになった。

これらの先行研究では、異なる多角化形態間での業績の変化、多角化の度合いと企業成長・企業業績の関係についての分析はなされているが、多角化がどのように行われたかの手段についての分析がなされていない。本研究では、多角化がどのように展開したかの手段に着目し、事業多角化の財務的効果の影響について分析を行う。

## 3. 分析の枠組み

### 3.1 サンプル

対象企業は、3月決算期の東証1部上場企業のうち、2010年から2011年にかけて事業多角化を行った企業である。具体的には、『会社四季報』(東洋経済新報社)

を用いて、前年と比較し、事業数が2以上増加している企業を抽出した。事業数の増加数を2以上と設定した理由は、例えば前年と比較し事業数が1増えていたとしても、セグメント情報の表記の仕方が変わっているだけで、実際事業に変化がない可能性がある。その可能性を排除するため、事業数の増加数が2以上の企業を多角化企業とした。なお、サンプルの抽出にあたり対象企業を2011年3月決算期企業と設定した理由は、2010年3月に、セグメント情報に関する会計基準がインダストリー・アプローチからマネジメント・アプローチに変更されたためである。

次に抽出したサンプルを、内部的多角化企業と外部的多角化企業に分類した。分類は、多角化を行った企業の有価証券報告書を用いて、①他企業を完全子会社化しているか否か、②他企業を連結子会社化しているか否か、③他企業を吸収合併しているか否かを調べ、①②③に該当する企業を外部的多角化企業、それ以外の場合を内部的多角化企業と定義した。

以上の抽出により、最終的に、内部的多角化企業50社、外部的多角化企業19社、計69社を本研究の分析対象企業とした。

### 3.2 分析方法

本研究で用いるのは、総資産利益率(ROA)、売上高成長率の2つの指標である。総資産利益率は、企業が全ての資産を利用して、どれだけの利益を上げているのかを示す指標である。売上高成長率は、当期の売上高が前期に比べて、どのくらい伸びたかを示す指標である。

これらの財務指標が統計的に有意な差があるのかを、t検定を用いて分析した。分析に用いたのは、事業多角化が行われた1年前の年をt=-1として、事業多角化が行われた年t=0から2年後(t=+2)の財務諸表データである。

分析の手順は、はじめに事業多角化企業全体の財務分析を行い、次に、内部的多角化企業と外部的多角化企業の財務分析を行う。それぞれの財務指標について統計的に有意な差があるのかを検証するためt検定を行い、算出された値を比較する。

### 3.3 仮説

本研究における仮説は次のとおりである。それは、「内部的多角化の方が、外部的多角化よりも業績にプラスの影響をもたらす」である。その理由として、内部的多角化は、外部的多角化に比べ、生産時における部品や工場設備、ノウハウなどの共有化ができ内部経営資源の効率的配分が可能となるためである。また、中野・吉村(2004)は、多角化企業は社内の資源配分メカニズムである内部資本市場を効率的に活用することにより価値創造が可能になることを指摘している。この仮説が支持されると、多角化を行う際、外部的多角化を行うよりも、内部的多角化を行った方が合理的であると考えられることができる。

### 4. 分析結果と含意

図表3は、ROAの分析結果である。分析の結果、サンプル全体では、多角化実施前と比べ統計的に有意な差が確認された。次に、サンプル全体を内部的多角化と外部的多角化に分けた場合、内部的多角化において、多角化実施前と比べ統計的に有意な差が確認された。外部的多角化の場合は、一部を除いて統計的に有意な差は確認されなかった。また、内部的多角化と外部的多角化の両者を比較した場合も、統計的に有意な差は確認されなかった。このことから、内部的多角化を行った場合、実施後3年間でROAの向上が確認されたが、外部的多角化と比較した場合は、差がないという結果になった。

図表3 ROAの分析結果

	事業多角化 N=69		内部的多角化 N=50		外部的多角化 N=19		③差 (①-②)
	ROA	t=-1 との差	ROA	①t=-1 との差	ROA	②t=-1 との差	
t=-1	1.15%	-	0.60%	-	2.63%	-	-
t=0	3.29%	2.13% (3.492)**	3.18%	2.58% (3.162)**	3.57%	0.94% (1.993)	1.64% (1.204)
t=+1	2.84%	1.69% (2.602)*	2.52%	1.92% (2.177)*	3.69%	1.07% (2.718)*	0.85% (0.585)
t=+2	2.69%	1.53% (2.175)*	2.69%	2.10% (2.218)*	2.67%	0.04% (0.085)	2.06% (1.313)
AVE	2.94%	1.78% (2.861)**	2.80%	2.20% (2.607)*	3.31%	0.68% (1.877)	1.07% (1.089)

Nはその年に含まれるサンプル数を示している。

( )の値はt値を示している。t値に付されている\*\*は1%水準、\*は5%水準で有意であることを示している。

図表4は、売上高成長率の分析結果である。分析の結果、サンプル全体では、多角化実施前と比べ統計的に有意な差が確認された。

に有意な差が確認された。次に、サンプル全体を内部的多角化と外部的多角化に分けた場合、両者ともに多角化実施前と比べ統計的に有意な差が確認された。しかし、内部的多角化と外部的多角化の両者を比較した場合、統計的に有意な差は確認されなかった。このことから、内部的多角化と外部的多角化とでは、業績の変化に違いはないことが示された。

図表 4 売上高成長率の分析結果

	事業多角化 N=69		内部的多角化 N=50		外部的多角化 N=19		③差 (①-②)
	売上高 成長率	t=-1 との差	売上高 成長率	①t=-1 との差	売上高 成長率	②t=-1 との差	
t=-1	-11.20%	-	-13.02%	-	-6.40%	-	-
t=0	7.05%	18.25% (7.054)**	6.18%	19.20% (5.819)**	9.33%	15.73% (4.314)**	3.47% (0.596)
t=+1	4.29%	15.49% (7.507)**	3.08%	16.10% (6.005)**	7.47%	13.87% (5.369)**	2.23% (0.481)
t=+2	5.80%	17.00% (6.739)**	3.33%	16.35% (6.774)**	12.30%	18.70% (2.778)*	-2.35% (0.413)
AVE	5.71%	16.91% (9.058)**	4.20%	17.22% (7.869)**	9.70%	16.10% (4.388)**	0.84% (0.266)

以上の分析結果から、「内部的多角化を行ったほうが、業績にプラスの影響をもたらす」という仮説は支持されず、多角化の手段の違いという点において、業績への影響の違いがあるとはいえないことが示された。

5. まとめと今後の課題

本研究では、事業の多角化がどのように展開したかの手段に着目し、事業多角化の財務的効果について検証を行った。その結果、プラス値で統計的に有意な差は見られなかった。つまり、多角化の手段の違いという点において、業績への影響の違いがあるとはいえない結果になった。

ただし、今回の分析では、事業多角化が内部的であるのか、あるいは外部的であるのかの手段のみに着目したため、今後は事業多角化の手段と多角化事業の内容(関連、非関連)との関係を考慮する必要がある。内部的多角化は一般的に関連事業への多角化と関連すると考えられるのに対し、外部的多角化は関連、非関連問わず多角化の手段となると考えられる。そこで、多角化の手段による効果の相違を検証するには、多角化事業の内容をコントロールした上で検証する必要がある。

以上のように、事業多角化の手段の選択は、当該企業の新規事業の内容、すなわち関連事業か非関連事業かを考慮することが求められると考えられる。

最後に本研究における課題を提示する。

第一に、長期的な分析を行うことである。本研究では、3年分の財務諸表を用いて分析を行ったが、これはあくまで短期的な効果を検証しただけにすぎない。長期的にみた場合と、短期的にみた場合の効果を比較するためにも、長期的な観点からの分析を行う必要がある。

第二に、事業多角化を行った企業の抽出基準を再定義した分析を行うことである。本研究では、前年と比較し、事業数が2以上増加した企業を抽出した。しかし、セグメント情報の表記の仕方が変わっているだけで、実際事業に変化がない可能性がある。有価証券報告書のセグメント情報をしっかりと調査し、事業数を正確に抽出し、分析を行う必要がある。

第三に、サンプル数である。今回得られたサンプル数が少ないため、結果の信頼性は必ずしも高いとはいえない。今回の結果をより確かなものとするためには、サンプル数をより増やす必要がある。

主要参考文献等

[1] H. Igor Ansoff(1956) “Strategies for Diversification” *Harvard Business Review* (イゴール・H・アンゾフ(広田寿亮訳)『企業戦略論』産業能率大学出版部、1977年)

[2] 井上善海・佐久間信夫(2008)「よくわかる経営戦略論」ミネルヴァ書房

[3] 加護野忠男・吉村典久(2012)「1からの経営学」株式会社碩学舎

[4] 中野誠・吉村行充(2004)「多角化企業のバリュエーション—ファンダメンタルズと投資戦略による分析」日本証券アナリスト協会,pp.80-93

[5] 平元達也(2002)「事業の多角化と企業価値」日本ファイナンス学会,pp.31-55

[6] 山本達司(2002)「企業戦略評価の理論と会計情報」株式会社中央経済社

[7] 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男(1981)「日本企業の多角化戦略」日本経済新聞

[8] Richard P. Rumelt(1974) “Strategy, Structure and Economic Performance” *Harvard Business School* (リチャード・R・ルメルト(鳥羽欽一郎他訳)『多角化戦略と経済効果』東洋経済新報社、1983年)