

研究指導 大橋 良生 准教授

非関連型多角化戦略の財務的効果

和田 悠樹

1. 本研究の目的

1.1 多角化戦略の概要

企業成長の戦略論である多角化戦略は、新市場に新製品で対応する戦略である。一般的に、次の二つが企業を多角化に向かわせる動機にあげられる(松崎2018)。第一に、内的成長誘引であり、自社の余剰資源をフル活用したい場合の動機である。第二に、外的成長誘引であり、魅力的な市場の存在や既存市場における需要低下が多角化に向かわせるとの動機である。

企業を取り巻く外部環境の変化を受けて、新しい事業分野に経営資源を投入することで対応可能になることが多角化戦略の期待される効果である。一方で、景気の変動や市場の変化により引き起こされる事業収益のバラつきが懸念とされている。

1.2 非関連型多角化戦略の効果と懸念

多角化戦略は二種類に分類することができる。第一に、既存事業と関係がある事業へ進出することで成長する関連型多角化戦略である。第二に、既存事業と関係がない、または関連性の低い事業へ進出することで成長する非関連型多角化戦略である。

非関連型多角化戦略に期待される効果は以下の通りである。第一に、リスク分散である。これまでの事業とは異なるものの、将来性が期待できる新規事業に多角化することで、仮に同質的な複数の既存事業が困難に直面した場合でも、落ち込みの受け皿として機能することが期待できる。不安定な本業に対するリスクヘッジ行動とも理解できる。第二に、高い投資利益が期待される事業への参入である。将来性のある新規事業に進出するため、成功すれば高いリターンを期待することができる。本業から離れた異業種へ展開することで、飛躍的な成長や再生を遂げることが期待される。

懸念点は以下の通りである。第一に、既存事業との関連性がなくバリューチェーンを一から構築しなければならないため初期投資に必要な投資コストが大きくなることである。第二に、事業をまたぐコミュニケーションやマネジメントの工夫がなければ経営が非効率になってしまうことである。

1.3 現状と事例

財務省(2017)より、多角化の推移は1983年から1989年にかけて横ばいになっており、1990年から2002年にかけて上昇している。しかし2003年から

2014年にかけて年々低下している。全体的に多角化戦略に取り組む業種は年々減少していることが分かった。

次に、非関連型多角化戦略の事例として株式会社ニトリをあげる。家具、インテリア用品を主力事業とするが外食事業に参入し低価格ステーキ店を併設した。コロナウイルスの感染拡大で外食の事業環境は厳しいが、低コストを武器に参入余地があると判断した(日本経済新聞2021年5月7日2面)。

以上のように、全体として、多角化戦略はあまり実行されなくなってきているものの、コロナウイルスの影響や競合他社との差別化として、非関連型多角化戦略に取り組む企業が現在でもみられる。

1.4 問題の所在

企業が成長をはかるうえで、非関連型多角化に取り組む事例は現在もみられ、リスク分散や高い投資利益が期待される事業への参入による高いリターンが期待されている。このリスク分散により、収益源を確保して売上に含まれる利益幅を増やすことで純利益を改善し、収益性を高めることができる。特に非関連型多角化は成功すると高いリターンが期待される理由から、実施前より収益は上がると想定される。一方で、関連型多角化と異なり既存の経営資源の利用が難しくなるため、新しく新規事業の資源展開をしなければならなくなることから、費用は上がると想定される。

ただし、非関連型多角化戦略に期待されている効果が実現しているか否かは必ずしも明らかではない。そこで本研究では非関連型多角化戦略について財務的効果の観点から検証する。

2. 先行研究

2.1 多角化戦略の企業業績等への影響

川上(2017)は、多角化企業と非多角化企業について、生産性の水準及び生産性の成長率の検証を行っている。結論として、多角化企業は生産性の水準は相対的に低かったが、成長率はより高いため、長期的な経営戦略において多角化戦略は有効であるという結果を示した。

中岡・上小城(2017)は、多角化戦略のベネフィットとコストの整理を行った。ベネフィットとして範囲の経済性(コストシナジーと財務シナジー)の享受、内部市場の活用、情報優位性の享受の3つをあげている。コストとして帝国建設行動の惹起、内部市場の歪み(非効率な内部補助の発生)、投資家との情報の非

対称性の悪化の3つをあげている。近年では情報優位性の享受や、投資家との情報の非対称性の悪化という近年みられるようになった新たな多角化戦略のメリット・デメリットを明らかにした。

坂口・三品(2019)は、多角化戦略への今後の展望を述べている。今後の展望としては、事業間の距離を測るメトリックの開発、事業の定義についての考察、横断的な分析から経時的な分析の移行の3つをあげた。

2.2 種類別多角化戦略の影響の先行研究

大木(2010)は、Rumelt(1974)の多角化戦略に関する部分を再考し、問題点を明らかにしたうえで考察を述べている。結論として、本業集約型、関連集約型といった戦略が好業績と何らかの関係を持っている可能性を指摘し、非関連受動型といった非関連型多角化が低業績につながる可能性を指摘した。その理由に、コアとなる技術や資源から外れた分野に進出することによる組織的な混乱が考えられると議論した。

2.3 本研究の新規性

先行研究では多角化戦略のポイントや新たなメリット、デメリットを説明しており、長期的な視点から見ると非多角化企業と比較して成長率が高く効果的な経営戦略であることが明らかになっている。Rumelt(1974)では、関連型多角化が収益性に正の影響を与え、非関連型多角化は収益性の影響が小さい、負の影響を与えることが実証されてきた。ただし、情報通信技術の発展を背景として、これまでとは異なる分野や業種に属する企業においても非関連型多角化戦略がとられるようになってきた。このことから、これまでの検証結果が現代の企業にもあてはまるかを検証する必要があるといえる。

本研究では、非関連型多角化戦略に取り組む企業の前後の業績比較をし、成長性と収益性の観点から財務的効果を検証することで、平均的傾向を提示する。この点が先行研究に対する本研究の新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

本研究の分析対象となる企業は、学校法人先端教育機構事業構想大学院大学出版部が発行しているビジネス誌月刊「事業構想」オンラインで紹介された2012年から2020年にかけて異業種での新規事業を始めた企業である。本研究ではこれらの企業を非関連型の新規事業と捉えてサンプルに用いることにした。分析に用いる財務諸表データは「EDINET」や各企業のホームページに掲載されている有価証券報告書から入手した。なお、サンプルの抽出に関して、金融業に属する企業は除いている。この結果、分析サンプル数は最大19件、最小12件である。

3.2 非関連型新規事業の効果

本研究では、はじめに、非関連型新規事業の実態を売上高(売上高構成比率)と営業利益(営業利益構成比率)の観点から確認する。

売上高構成比率は新規事業の売上高/連結売上高で求められる。営業利益構成比率は新規事業の営業利益/連結営業利益で求められる。これらの指標に基づいて、新規事業が企業全体の売上高、及び営業利益に貢献しているかを確認する。

図表1は新規事業が占める売上高構成比率の平均値の推移を示している。7~8%の前後で、横ばいで推移しており、企業全体の事業の売上高に対して貢献していることが確認できる。図表2は新規事業が占める営業利益構成比率の平均値の推移を示している。t期ではマイナスの値であったが年数を重ねるごとにプラスの値となり企業全体の営業利益に貢献していることが確認できる。

3.3 非関連型多角化戦略の財務的効果

全社的にみて非関連型多角化戦略の効果を、成長性と収益性の側面から検証する。

成長性分析では、売上高成長率の指標を用いる。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り、(当期の売上高-前期の売上高)/前期の売上高で求められる。値が高いほど成長性が高いといえる。事業の拡大を通じて売上増大が期待されるため、売上高成長率の変化値はプラスになると予想される。

収益性分析では、総資産事業利益率(Return on Assets:ROA)と自己資本当期純利益率(Return on Equity:ROE)の指標を用いる。ROAは企業の総合的な収益性を示す指標であり、事業利益(営業利益+受取利息等)/総資産で求められる。これは、売上高事業利益率と総資産回転率に分解される。売上高事業利益率は売上に対する利幅を示す指標であり、事業利益/売上高で求められる。総資産回転率は総資産を用いてどれだけ売上を上げたかを示す指標であり、売上高/総資産で求められる。また、ROEは投資家である株主に対してどの程度利益を還元しているかを示す指標であり、当期純利益/純資産で求められる。これは、売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジに分解される。売上高当期純利益率は売上に対してどれだけ当期純利益率を上げたかを示す指標であり、当期純利益/売上高で求められる。総資産回転率は、前述の通りである。財務レバレッジは他人資本を使って自己資本の何倍の資産を事業に投下しているかを示す指標であり、総資産/自己資本で求められる。これらの指標は、値が高いほど収益性が高いといえる。既存事業と関連性がない又は近い新規事業への進出であるが、将来性のある事業であるとの経営者の判断に基づいており、高いリターンが期待されることから、収益性の指標の変化値はプラスに

なると予想される。

分析手順は以下の通りである。はじめに、非関連型の新規事業に取り組み、新しいセグメントが追加された年を t 期とし、 $t-1$ 期から $t+3$ 期について、各指標の値を算出する。次に、 t 期から $t+3$ 期の値から $t-1$ 期の値を引き、各期の変化値を算出する。最後に t 検定を用いて変化値の平均値が統計的に有意であるかを分析する(両側検定)。変化値が統計的に有意なプラスであれば、非関連型多角化戦略が実行されたことにより、その指標が改善・向上したことを示唆しているといえる。

全社的にみた分析結果について、図表3は成長性分析の結果を示している。売上高成長率の変化値をみると、プラスの値、すなわち $t-1$ 期よりも値が高い期間がある。一方で、マイナスの値、すなわち $t-1$ 期よりも値が低い期間が確認できる。ただし、 t 検定の結果、各期とも統計的には有意ではない値のため $t-1$ 期の値と異なるとはいえない。

以上の売上高成長率の分析結果から、非関連型多角化戦略が成長性に対し、効果があるとは必ずしもいえないことが示唆された。ただし、マイナスの影響を与えず、実施前の成長性を維持していると解釈することもできる。

図表4と5は収益性分析の結果を示している。はじめに、ROAの変化値をみると、プラスの値、すなわち $t-1$ 期よりも値が高い期間がある。一方で、マイナスの値、すなわち $t-1$ 期よりも値が低い期間が確認できる。ただし t 検定の結果、各期とも統計的には有意ではない値のため $t-1$ 期の値と異なるとはいえない。ROAを分解した売上高事業利益率、総資産回転率についても変化値は統計的に有意なプラスの値ではなかった。このことは、平均的にみて t 期から $t+3$ 期の値は $t-1$ 期と異なることを示唆している。

次に、ROEの変化値をみると、すべての期間でプラスの値、すなわち $t-1$ 期よりも高いことが確認できる。ただし、 t 検定の結果、各期とも統計的には有意ではない値のため $t-1$ 期の値と異なるとはいえない。売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジについても、変化値は統計的に有意なプラスの値ではなかった。このことは、平均的にみて t 期から $t+3$ 期の値は $t-1$ 期と異なることを示唆している。

以上のROAとROEの分析結果から非関連型多角化戦略が収益性に対し、効果があるとは必ずしもいえないことが示唆された。ただし、マイナスの影響を与えず、実施前の収益性を維持していると解釈することもできる。

4. 結論と今後の課題

4.1 結論

分析の結果、次の二点のことが明らかになった。第一に、構成比分析の結果、非関連型の新規事業は

売上高、営業利益ともにプラスの値での推移が確認され、このことは企業全体の売上高、営業利益に貢献していることを示している。第二に、成長性と収益性の分析では全体的に $t-1$ 期と $t+t3$ 期には変化がないことが確認された。このことは、非関連型多角化戦略が業績向上に寄与しているとはいきれないことを含意している。ただし、非関連型多角化戦略を行ったからこそ業績を維持したと解釈することもできる。

本研究の分析結果に基づくと、経営者に対して、非関連型多角化戦略に取り組む際には、既存事業をより強固なものとし事業価値を高める経営基盤を作ったうえで検討することが必要になることを含意している。株主に対して、評価額の点において非関連型多角化戦略は、プラスの影響を与えるとは限らないことやすぐに業績に反映されないことを理解し、慎重に判断する必要があることを含意している。

4.2 今後の課題

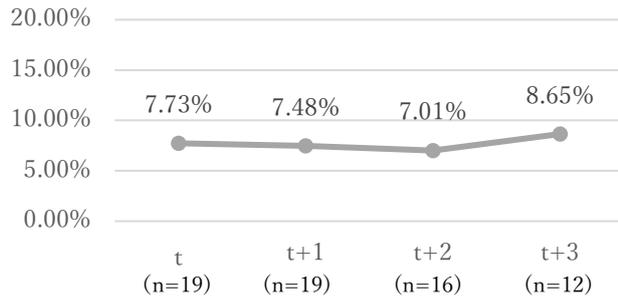
今後の課題は以下の通りである。第一に、関連型多角化戦略の効果との比較分析を行うことである。関連型多角化戦略の効果の特徴を明らかにするため関連型多角化戦略の効果との比較分析を行うことが必要である。

第二に、業種別に分けて検証を行うことである。サンプルの中にこれまでにみられなかった業種での非関連型多角化戦略の実施があることから、より細分化して検証することで、効果が表れやすい業種と表れにくい業種を明らかにすることが必要であると考えられる。

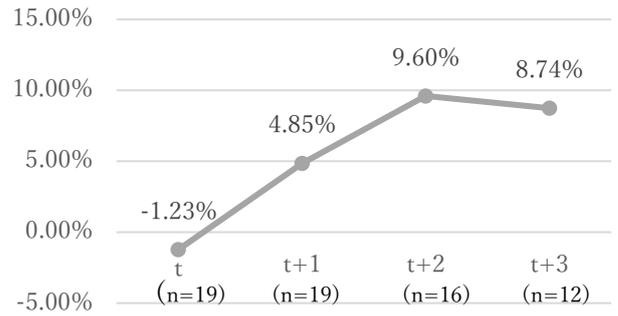
主要参考文献

- [1] 大木清弘(2010)「目指すべき多角化戦略とは何だったのか? : Rumelt 研究再考:経営学論講 Rumelt (1974, 1982)」『赤門マネジメント・レビュー』9巻4号, 243-264
- [2] 乙政正太(2020)『財務諸表分析(第3版)』同文館出版
- [3] 川上淳之(2017)「多角化企業と生産性-財務省」〈財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」平成 29 年第2号(通巻第 130 号)2017年3月〉
- [4] 坂口穂波・三品和広(2019)「多角化理論の発展に関する考察」『国民経済雑誌』220(6), 45-54
- [5] 中岡孝剛・上小城伸幸(2017)「多角化戦略の動機とその経済的帰結に関する既存研究の検討」『商経学叢』第63巻3号, 519-545
- [6] 松崎和久(2018)『経営戦略の方程式』税務経理協会
- [7] EDINET <https://disclosure.edinet-fsa.go.jp/>
- [8] PROJECT DESIGN-月刊「事業構想」オンライン <https://www.projectdesign.jp/>
- [9] Rumelt, R. P. (1974). Strategy, structure and economic performance. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- [10] TAC 中小企業診断士講座(2017)『2018 年合格目標中小企業診断士講座企業経営理論』
<https://edit.tac-school.co.jp/edit01/library/tacchannel/pdf201803/1019QTY0002C00a.pdf>

図表 1 本研究のサンプルにおける
新規事業の売上高構成比率の平均値



図表 2 本研究のサンプルにおける
新規事業の営業利益構成比率の平均値



図表 3 売上高成長率の分析結果

分析期間	売上高成長率 (%)		
	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)
t期 (N=19)	16.81 (41.65)	△1.10 (16.72)	△17.91 (1.63)
t+1期 (N=19)	16.81 (41.65)	2.21 (20.44)	△14.60 (1.70)
t+2期 (N=16)	10.67 (37.57)	5.15 (8.00)	△5.52 (0.59)
t+3期 (N=12)	1.46 (7.59)	0.14 (18.53)	△1.32 (0.22)
t+1~t+3期の平均値 (N=12)	1.46 (7.59)	2.43 (9.46)	0.97 (0.24)

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意であることを示している。

図表 4 ROA の分析結果

分析期間	ROA (%)			売上高事業利益率 (%)			総資産回転率(回)		
	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)
t期 (N=19)	4.97 (2.83)	2.81 (9.47)	△2.16 (0.91)	7.92 (9.22)	5.64 (14.18)	△2.28 (0.83)	1.01 (0.65)	1.03 (0.73)	0.02 (0.33)
t+1期 (N=19)	4.97 (2.83)	4.80 (2.24)	△0.17 (0.28)	7.92 (9.22)	7.37 (7.17)	△0.55 (0.56)	1.01 (0.65)	0.97 (0.60)	△0.04 (0.35)
t+2期 (N=16)	4.63 (2.86)	4.94 (2.47)	0.31 (0.45)	8.07 (9.99)	7.71 (7.30)	△0.36 (0.32)	1.00 (0.70)	0.99 (0.61)	△0.01 (0.10)
t+3期 (N=12)	4.66 (3.19)	3.70 (3.67)	△0.96 (1.09)	8.32 (11.38)	3.26 (12.33)	△5.06 (1.24)	1.10 (0.79)	1.09 (0.78)	△0.01 (0.12)
t+1~t+3期の 平均値 (N=12)	4.66 (3.19)	4.65 (2.34)	△0.01 (0.01)	8.32 (11.38)	6.64 (7.77)	△1.68 (0.89)	1.10 (0.79)	1.07 (0.72)	△0.03 (0.20)

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意であることを示している。

図表 5 ROE の分析結果

分析期間	ROE (%)			売上高当期準利益率 (%)			財務レバレッジ(倍)		
	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)	t-1期 平均値 (標準偏差)	分析期間 平均値 (標準偏差)	比較 変化値 (t値)
t期 (N=19)	0.47 (31.52)	5.51 (23.50)	5.04 (0.49)	4.94 (6.79)	1.51 (19.03)	△3.43 (0.79)	3.69 (2.99)	3.10 (1.56)	△0.59 (1.05)
t+1期 (N=19)	0.47 (31.52)	6.87 (10.98)	6.40 (0.96)	4.94 (6.79)	5.59 (6.38)	0.65 (0.80)	3.69 (2.99)	2.99 (1.29)	△0.70 (1.18)
t+2期 (N=16)	△0.95 (34.33)	9.35 (4.99)	10.30 (1.27)	4.99 (7.41)	5.49 (5.74)	0.50 (0.51)	3.97 (3.18)	2.99 (1.05)	△0.98 (1.37)
t+3期 (N=12)	△3.26 (39.74)	4.86 (9.53)	8.12 (0.67)	4.30 (7.28)	0.05 (10.77)	△4.25 (1.11)	3.87 (3.01)	2.93 (0.81)	△0.94 (1.05)
t+1~t+3期の 平均値 (N=12)	△3.26 (39.74)	7.52 (5.18)	10.78 (1.00)	4.30 (7.28)	3.27 (4.23)	△1.03 (0.58)	3.87 (3.01)	2.95 (0.85)	△0.92 (1.03)

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意であることを示している。