

## 1990年代のわが国企業の事業集中：収益性との関係を中心に

著者	馬場 大治
雑誌名	甲南経営研究
巻	41
号	3・4
ページ	209-229
発行年	2001-03
URL	<a href="http://doi.org/10.14990/00003967">http://doi.org/10.14990/00003967</a>

# 1990年代のわが国企業の事業集中\*

—収益性との関係を中心に—

馬 場 大 治

## 1. はしがき：本稿の目的

近年、わが国企業の経営をめぐる、「本業回帰」や「選択と集中」といったキーワードをもって語られることが多く、いわゆる、バブル時代に広げすぎた事業の幅を狭め、得意分野に経営資源を集中する動きに注目が集まっている。一方、アメリカにおいては、わが国がバブル経済に浮かれていた1980年代に、事業集中、本業回帰への企業行動が極めて顕著であったようであり、このことは近年のアメリカ企業の隆盛の原因の一つであるといわれている。

[表1]は Comment & Jarrel (1995) が1978年から1989年間のアメリカにおける上場企業の多角化の程度の趨勢を、各種の簡単な指標で示したものである。どの指標を見ても、この間、アメリカ企業は、多角化から集中化へと進んできたことが明らかであろう。このような状況を受け、1980年代の半ばから、企業の事業集中をめぐる、理論的、実証的研究が数多く現れてきて<sup>(1)</sup>いる。

アメリカでの議論において、この時期に企業が事業集中を行った理由とし

---

\* 本稿の執筆にあたって、大阪府立大学経済学部の上野恭裕助教授に貴重なコメントやアドバイスをいただいた。ここに記して感謝の意をあらわすものとする。もちろん、有り得べき誤謬は筆者の責任である。

(1) この種の研究の代表的なものとして、Markiedes (1996) や Hoskisson & Hitt (1994) があげられる。

[表1 1980年代のアメリカ企業の多角化の程度の趨勢]

年次	企業数	1セグメントの企業の比率	報告されているセグメント数	割り当てられている4桁のSICコード数	資産ベースでのハーフィンダール指数	収入ベースでのハーフィンダール指数
1978*	1703	36.2	2.59	4.17	0.684	0.683
1979	2008	38.1	2.53	4.09	0.698	0.696
1980	2000	38.8	2.50	4.08	0.703	0.701
1981	1991	40.2	2.45	4.03	0.709	0.707
1982	1959	40.9	2.42	3.98	0.713	0.715
1983	1963	41.8	2.38	3.91	0.716	0.721
1984	1964	43.4	2.30	3.78	0.730	0.731
1985	1917	46.0	2.20	3.63	0.745	0.748
1986	1938	50.3	2.08	3.46	0.768	0.769
1987	2038	53.6	2.00	3.32	0.786	0.788
1988	2085	55.7	1.94	3.23	0.797	0.800
1989*	557	63.9	1.72	2.95	0.832	0.840

\* サンプルは、Compustat Business Segment Tape に収録されている全上場企業。ただし、1978年と1999年に関しては、全てのデータが揃っていないため、全上場企業を含んでいない。

(出典：Comment & Jarrel (1995) p. 71, Table 7a。)

て、最も通説的に支持されているものは、「進みすぎた多角化を縮小することにより企業価値を高めるための試み<sup>(2)</sup>」であるとするものである。つまり、企業の多角化の程度と収益性の関係に関して一般に主張されている、[図1]のような関係を前提に、事業集中を  $D_0$  から  $D^*$  への戦略の変更であるにとらえた議論が最も一般的である<sup>(3)</sup>。そして、実証的な研究の多くも、この文脈にそって、以下の2つの問題意識に基づいたものが数多く行われている<sup>(4)</sup>。

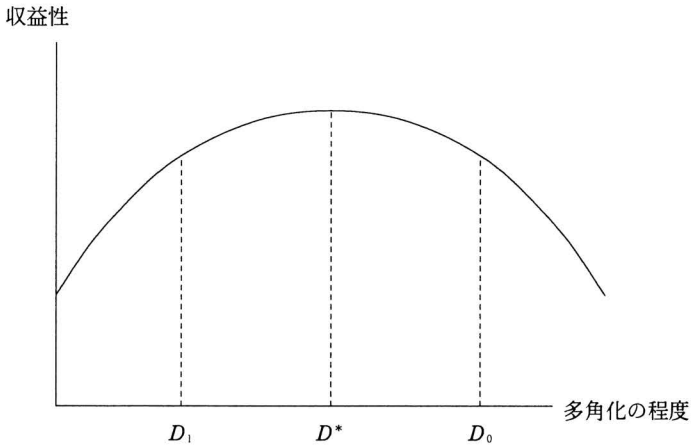
① この時期の事業集中が  $D_0$  から  $D^*$  への変化であることを検証しよう

(2) Markiedes (1997) p. 12. 他にも、Hoskisson & Turk (1990) p. 469, Bhidé (1990) p. 70, Bhagat, Schleifer & Vishny (1990) p. 55.

(3) この種の理論的な諸研究は、馬場 (2000) において詳しくレビューされている。

(4) 事業集中をめぐる実証的な研究は、本稿で紹介した他にも非常に多岐にわたって行われているが、それらの諸研究に関しては、Johnson (1996) に詳しくレビューされている。

[図1 多角化の程度と収益性の関係]



とした研究。

②  $D_0$  から  $D^*$  への変化が起こった背景を検証しようとした研究。

①のタイプの研究として代表的なものは、事業集中と収益性や企業の戦略との関係について検証しようとしたタイプの研究である。例えば、Markiedes (1995) は、Fortune500の中から一定の条件を満たした200社をサンプルとして選び、1981年から1987年にかけて、事業集中が行われたことが、売上高利益率や総資産利益率に統計的に有意に正の影響を与えていることを実証している。また、Comment & Jarell (1995) は、Compustat Business Segment Tape に収録されている全上場企業のサンプルを用いて、1980年代に多角化の程度が下がっていることは、株式投資収益率と正の関係があることを見いだしている。また、Hoskisson & Johnson (1992) は1979年から89年の間に、事業売却を行った企業198社をサンプルとして用いて、事業の幅の縮小が研究開発投資に対して正の効果を持ち、その結果、企業の収益性の向上をもたらしていることを実証している。

一方、②のタイプの研究は、1980年代の事業集中への動きについて、エー

1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

ジェンシー理論に基づく仮説を検証しようとするタイプの研究が多い。つまり、[図1]における $D_0$ から $D^*$ への変化に関して、そのような戦略転換の背後に、経営者に対して、より収益性を高めることを求める何らかの圧力があったことを検証しようとする研究が行われている。例えば、Bethel & Liebskind (1993) は、Fortune500の中から一定の条件を満たした93社をサンプルとし、1981年から1987年にかけて、多角化の程度がより小さくなったことと、5%以上の株式を保有する大株主の持株比率が高かったこととの間に正の関係があることを報告している。また、Hoskisson, Johnson & Moesel (1994) は、1985年から90年の間に、資産の10%以上を売却した企業、203社をサンプルとして、事業集中をより進めたことと5%以上の株式を保有する大株主の持株比率や負債比率が高いこととの間に統計的に有意な関係があることを見いだしている。

以上のように、アメリカにおいて、事業集中をめぐる各種の実証研究が行われているが、これらは、1980年代の事業集中そのものを説明しようとするのみならず、①のタイプの研究であるならば、[図1]で示される多角化と収益性の関係についての間接的な検証になっているなど、多角化戦略論や組織構造論に対する含意を持った研究であり、②のタイプの研究であるならば、エージェンシー理論やコーポレート・ガバナンス論に対する含意を持った研究である。つまり、事業集中という現象は、企業経営に関するさまざまな議論を検証する素材となりうる、非常に興味深い研究対象として、注目を集めているようである。一方、近年のわが国企業の事業集中に関して、著者の知る限り、若干の例外を除いて、ほとんど実証的な形で論じられた議論は存在しない。<sup>(5)</sup>そこで本稿では、今後、興味深い研究対象として期待される、わが国企業の事業集中に関して、いわば、パイロット・スタディ的に、実証分析を行うこととした。具体的には、1990年代のわが国企業の事業集中の状況を

---

(5) わが国のデータを用いた実証研究としては、村松・宮本(1999)が、ダイベストメントに関するイベント・スタディを行っている。

把握し、さらに、上の①の問題意識に基づいた、事業集中と収益性の関係に関する実証作業を行った。つまり、わが国における事業集中が、進みすぎた多角化を縮小し、悪化した収益性を改善するための戦略転換であることを、実証的に確認することを試みた。

まず、2節では、実証作業で用いたサンプルと多角化の程度を把握するための方法が説明される。3節では、以上で求められた数値に基づいて、1990年代のわが国企業の多角化の程度の趨勢が報告される。そして、4節では、上の仮説の検証が試みられる。そのため、事業集中が行われたサンプルの収益性の推移が検討される。そして、第5節では、本稿で得られた知見を要約するとともに、今後の課題が述べられ、結びに代えられる。

## 2. サンプルと多角化の尺度

### 2.1 サンプル

非金融業の全上場企業の中から、以下の条件を満たす企業のデータを、実証分析のサンプルとして選別した。

- ① 『会社四季報』の業種別分類（中分類）に基づき、それぞれの業種において、1999年度の売上高の上位5社をサンプルとして採用した。ただし、データの収集等に問題のある、②以下の条件を満たさないサンプルは除いて、それぞれの業種の売上高の上位5社をサンプルとした。金融機関や保険会社、ガス・電力企業は除いたため、〔表5〕に示される26業種、130社のデータをサンプルとして用いることにした。
- ② 1990年から1999年までの間、継続的に情報開示が行われている企業のみをサンプルとした。実質的には、1990年の時点で上場しており、その後、合併や精算等の理由で上場を停止していない企業がサンプルの候補となっていることになる。
- ③ 後述する、多角化の程度の測定の基礎となる各企業の事業構成を、『会

社四季報』に記載されている「事業構成」を用いて行ったため、その記述のあり方によって、サンプルから除かれた企業がある。この事業構成は、各社が発表している有価証券報告書の記載にほぼ該当するものであるが、これに関する記載は、それぞれの企業の自由な裁量で決定できるため、各年度間や各企業間でばらつきが発生している可能性がある。まず、1990年から1999年の10年間に、事業構成の分類方法に継続性があるサンプルのみをサンプルとして採用し、これが10年間の間で大きく変化している企業は、除くこととした。その理由は、事業構成の分類方法が変わっている企業は、実質的に事業構成のあり方そのものが代わっている可能性もあるが、単に組織構造や会計処理の変更のみによって、これが変化し、実際の事業のあり方は変化していないのに、見かけ上、大きな変化があったかのように映るサンプルである可能性をも含んでいるからである。ただし、事業構成の項目が増減しているだけや、単に、名称が変更されただけであると判断できる企業は除いていない。

- ④ また、後述するように、各企業の事業のあり方の把握を、総務庁の『日本標準産業分類』の2桁分類を用いて行ったため、事業構成のそれぞれの項目が、これで分類可能な企業のみをサンプルとして採用した。

以上の条件でサンプルを選んだため、サンプルに偏りがある可能性が、以下で行う分析を解釈するにあたって、念頭に置かれる必要があろう。まず、①や②の条件によって選ばれた130社が、それぞれの業種の、最近急成長したのではない、いわば、伝統ある大企業を中心としたものになっている可能性が示唆できるであろう。また、③の条件によって除かれたサンプルの中には、実際の事業のあり方が劇的に変化しており、その結果、四季報の事業構成の項目も変化しているサンプルも含まれることが考えられる。したがって、実際の多角化の程度の変化を過小評価してしまう危険があることも念頭に置かねばならない。しかしながら、サンプルから除かれた理由としては、④の条

件のものが圧倒的に多く、③の条件の影響は、極端には大きくないと考えられる。実際に、130社のサンプルを選ぶにあたって、約230社の事業構成を検討し、約100社の企業がサンプルから除かれたが、その理由は、②の条件によるものが約1割、③の条件によるものが約2割、④の条件によるものが約7割であった。

## 2.2 事業構成の把握と多角化の尺度

各企業の多角化の程度の尺度として、この種の研究に用いられる方法として、おおざっぱにいて、以下の2つの方法がある。1つ目の方法は、Rumelt (1974) によって行われた方法であり、それぞれの企業の事業のあり方を詳しく調べて、それぞれの企業のタイプを専門型、垂直型、本業・集約型、非関連型等のいくつかのタイプに分類して、多角化の程度を表現する方法である<sup>(6)</sup>。もう1つの方法は、多角化の程度を示すとされる、各種の指標を計算し、それをもって多角化の尺度とする方法である。両者の方法には、それぞれ長短があるとされるが、本稿では、後者の方法によって各企業の多角化の程度を測定することとした。というのは、本稿では、それぞれの企業の多角化の程度そのものではなく、1990年代の10年間という短い期間に関して、多角化の程度の「変化」に注目して、実証分析を行うため、各企業を分類する Rumelt 流のやり方よりも、多角化の程度が数字として表現される後者の方法の方が、微妙な変化をとらえられる可能性が高いと考えたからである。

さて、欧米における研究において、多角化の程度を表現する指標として、各種の指標が用いられているが、どのような指標が利用できるかに関しては、

---

(6) Rumelt 流の多角化の程度の表現方法に関しては、Rumelt (1974) を参照されたい。吉原他 (1981) や上野 (1997) は、わが国企業のデータを用いて、企業の多角化と収益性や成長性との関係に関して実証研究を行い、Rumelt 流の分類方法によって、Rumelt (1974) と同様の結果を得ている。



1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

当該企業に関して、どの程度詳しく事業内容が把握できるかに、すなわち、企業による情報の開示の程度に大きく依存することになる。アメリカで行われている実証研究では、〔表1〕で見られるように、企業の事業を、売上高別や資産別で、それぞれ SIC (Standard Industrial Classification 標準産業分類) の4桁コードで分類できる程度の開示が行われているようである。そして、通常は、企業の事業をそれぞれ SIC の4桁コードで定義し、それぞれの売上高や資産の比率を求めることができ、それを前提に各種の指標が開発されているようである。

しかしながら、わが国企業において、同様の実証研究を行おうとする場合、企業の事業構成を把握するための資料は、有価証券報告書の「第2 事業の概況」の「1. 会社の目的及び事業の内容」の製品別、部門別売上高構成比率か、「第3 営業の状況」の「5. 販売実績」に記載されている数値の他に<sup>(7)</sup>はなく、この限られた情報をもとに多角化の程度を測定せざるを得ない。上述のように、有価証券報告書におけるこの記載内容は、各企業の裁量にゆだねられているため、企業によってバラエティーに富んでおり、標準産業分類の項目をいくつもまたがる形での分類項目になっているケースを多く含んでいる。その結果、4桁分類や3桁分類どころか、2桁分類ですら分類できないような記載内容になっている場合も多い<sup>(8)</sup>。前節で述べたように、本稿では実際の作業に当たっては、有価証券報告書の記載内容にほぼ該当する、『会社四季報』に記載されている、「事業構成」を利用して、各社の事業内容を把握することにし、企業の事業構成の捉え方として、以上のことを念頭に置いて、

---

(7) 山本 (1993)。

(8) まったく企業独自の分類方法になっているため分類できないケースだけではなく、金属製とプラスチック製の建材を扱っている建材メーカーが、事業構成に「建材」として売上高を記載している場合、わが国の標準産業分類では、金属製品に分類してよいのか、また、プラスチック製品に分類してよいのかかわからず、2桁分類で分類することができないようなケースも多い。

いささか乱暴ではあるが、

- ① 事業構成の記載をそのまま利用する
- ② 事業構成の各項目を標準産業分類の2桁分類で分類し直す

の2つの方法で把握することにした。①は、上述のように、各企業ごとに、それぞれの判断で事業構成ととらえたものであり、企業間で分類方法にばらつきが出ることは避けられないが、本稿では、多角化の程度の変化に注目し、各企業の時系列の変化を中心に考察するので、この問題は直感的な印象よりは深刻ではないと考えた。また、この分類方法は、当該企業が各事業の関連性等を勘案した結果の分類であり、案外、各事業の関連性を考慮した、本質的な分類になっている可能性もあろう。②は通説的には、非関連的な分野への多角化を把握しようとする際にとられる事業構成の捉え方である。これは、①を基礎資料として、それを再分類したものであるため、①よりも粗い形での事業構造のとらえかたであるが、サンプル全体で統一的な基準で、その把握ができる方法である。

続いて、各企業の多角化の尺度としては、上の事業構成の捉え方を前提にして、

專業化比率＝当該年度の最大事業の比率

ハーフィンダール指数＝ $\sum$ (各事業の比率)<sup>2</sup>

を用いることにした。<sup>(9)</sup> 一般に、欧米のこの種の研究では、より洗練された指標が開発されているようであるが、上述のように、わが国のデータでは、事業構成そのものの把握が欧米での研究ほど精密に行うことができないため、

(9) 一般にこれらの指標は、

脱專業化比率＝1－当該年度の最大事業の比率

ハーフィンダール指数＝1－ $\sum$ (各事業の比率)<sup>2</sup>

と定義されることも多いが、ここでは多角化よりも事業集中の動向に注目し、集中が進んでいるときにより数値が大きくなるようにするため、上のような定義の仕方になっている。

1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

上の2つの指標を用いざるを得なかった。<sup>(10)</sup>

### 3. 1990年代のわが国企業の事業集中の趨勢

まず最初に、サンプル全体を用いて、1990年代におけるわが国企業の多角化の趨勢を概観してみた。〔表2〕は、全130サンプルに関して、『会社四季報』に記載されている事業構成をそのまま利用して求めた専門化比率やハーフィングール指数と、2桁分類で事業構成を把握して求めたこれらの指標のそれぞれについて、各年の平均値を示している。表を一見して分かる通り、この時期に、わが国企業は、全体としては、多角化の程度は一定しており、事業集中への傾向は窺えない。サンプルの取り方や各種の指標の求め方が違うので、単純な比較は危険であるが、〔表1〕にみられるように、アメリカ企業の1980年代の事業集中への傾向が顕著であった状況と比較すると、この時期、わが国において、マスコミ等でしきりと事業集中への傾向が指摘された割には、あまりにも事業構造の変化が少なすぎるように感じられる。あくまでも直感的で、いささか乱暴な感想に過ぎないが、このような日米の差の背後には、M&Aが活発で、事業の売却が容易であるアメリカに対して、わが国では、その種の取引がアメリカほどには容易には行われにくい状況があり、その結果、アメリカほどにはダイナミックな事業構造の変更が行いにくいと考ええると、非常に、興味深い結果であるように思われる。

〔表3〕は、企業規模別に1990年代の多角化の趨勢を示したものである。企業規模に関しては、1990年度の資本金の大きさにより4分割し、それぞれ

---

(10) 一般に、この種の指標で、最も洗練されたものとして、

$$EM = \sum (\text{各事業の比率}) \times \log(1/(\text{各事業の比率}))$$

と定義される、エントロピー指数 (entropy index) と呼ばれる尺度が用いられることが多い。この指標を、4桁分類に基づいて計算すると、それは、2桁分類によるこの指標と、2桁分類で分類した各事業にしめる4桁分類でのこの指標との和になるため、単に全体としての多角化の程度のみならず、多角化事業間の関連性をも表現することができる、優れた指標であるとされる。

[表2 1990年代のわが国企業の多角化の程度の趨勢]

年次	事業構成による分類		2 桁分類	
	專業化比率	ハーフィン ダール指数	專業化比率	ハーフィン ダール指数
1990	0.545	0.427	0.731	0.648
1991	0.544	0.428	0.735	0.653
1992	0.545	0.427	0.732	0.651
1993	0.545	0.425	0.731	0.651
1994	0.539	0.420	0.724	0.643
1995	0.541	0.421	0.723	0.643
1996	0.540	0.421	0.721	0.639
1997	0.545	0.426	0.724	0.644
1998	0.550	0.430	0.727	0.646
1999	0.548	0.427	0.722	0.640
1990年と 1999年の差	0.003	0.001	-0.009	-0.008
正の比率	46.2	45.4	42.3	43.1
負の比率	48.5	53.8	46.2	46.9

[表3 企業規模別にみた1990年代のわが国企業の多角化の程度の変化]

企業 規模**	事業構成による分類				2 桁分類			
	專業化 比率	正の比率	ハーフィン ダール指数	正の比率	專業化 比率	正の比率	ハーフィン ダール指数	正の比率
最小	-0.007*	42.4	-0.013	39.4	-0.018	33.3	-0.018	36.4
小	0.005	46.9	0.003	53.1	-0.008	46.9	-0.012	46.9
大	0.005	50.0	0.006	46.9	-0.006	40.6	0.000	40.6
最大	0.008	45.5	0.007	42.4	-0.003	48.5	-0.002	48.5

\*それぞれの数値は、専門化比率やハーフィンダール指数に関して、1999年と1990年の差の平均値を求めている。

\*\*企業規模は、資本金の大きさの順番にそれぞれ1/4づつに分けている。ただし、全サンプル数130は、4で割り切れないため、最小と最大のサンプル数は33、小と大は32である。

のグループについて、多角化の程度を示す各種の指標の、1999年と1990年の差の平均と差が正であったサンプルの比率を求めている。この表を見ると、若干ではあるが、より企業規模が大きいサンプルにおいて、より事業集中へ

1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

の傾向が高く、より企業規模が小さいサンプルにおいて、多角化への傾向が高いことが窺える。

続いて、〔表4〕は、1990年度の多角化の程度別に1990年代の多角化の趨勢を示したものである。〔表3〕と同様に、1990年度の多角化の程度に関しては、專業化比率、ハーフィンダール指数のそれぞれに関して、その数値の大きさにより4分割し、それぞれのグループについて、それぞれの指標の10年間の差の平均値を求めている。結果を見ると、1990年の時点で多角化の程度が高いグループは、10年間で事業集中に向かったサンプルが多く、反対に、多角化の程度が低いグループは、より多角化する方向に向かっていることが窺え、多角化の程度とその最近の変化の間に相関関係があることが明らかになった。

この知見は、本稿の基本的な問題意識を支持する可能性が高い、極めて興味深いものである。つまり、多角化の程度に応じて、事業集中が進んだグループと多角化が進んだグループがあり、それらが相殺されて、〔表2〕で示されるように、全体としては、変化は少なかったように映っていることになる。そして、多角化の程度とその最近10年間の変化に関しては、〔図1〕を用いて、

〔表4 1990年の多角化の程度別にみた1990年代のわが国企業の多角化の程度の変化〕

1990年の多角化の程度**	事業構成による分類				2桁分類			
	專業化比率	正の比率	ハーフィンダール指数	正の比率	專業化比率	正の比率	ハーフィンダール指数	正の比率
最大	0.035*	60.6	0.017	54.5	0.033	54.5	0.007	54.5
大	0.012	51.5	0.005	51.5	-0.030	36.4	-0.003	39.4
小	0.006	48.5	0.008	51.5	-0.023	48.5	-0.012	48.5
最小	-0.042	27.3	-0.027	27.3	-0.017	27.3	-0.026	27.3

\*それぞれの数値は、專業化比率やハーフィンダール指数に関して、1999年と1990年の差の平均値を求めている。

\*\*1990年度の多角化の程度は、それぞれの指標を用いて、1990年の多角化の程度の大きい順番にそれぞれ1/4づつに分けている。ただし、全サンプル数130は、4で割り切れないため、最小と最大のサンプル数は33、小と大は32である。

[表5 業種別にみた1990年代のわが国企業の多角化の程度の変化]

	水産・ 農林業	鉱業	建設業	食料品	パルプ・ 紙	医薬品	化学
事業構成による分類 (順位)	-0.14 26	-0.028 21	-0.01 17	0.078 2	0.058 5	-0.014 19	0.006 13
2桁分類 (順位)	-0.112 25	-0.028 19	0.01 8	0.058 3	-0.006 13	0.004 10	-0.014 15

	石油・ 石炭製品	ゴム製品	ガラス・ 土石製品	鉄鋼	非鉄金属	金属製品	輸送用 機器
事業構成による分類 (順位)	0.024 9	-0.006 15	-0.05 23	-0.064 24	0.008 12	-0.072 25	0.002 14
2桁分類 (順位)	0.014 7	-0.034 20	-0.046 22	-0.062 23	-0.02 17	-0.078 24	0.02 6

	電気機器	機械	その他 製品	繊維製品	精密機器	卸売業	小売業
事業構成による分類 (順位)	0.01 10	0.008 11	-0.046 22	0.032 8	0.102 1	-0.022 20	0.066 4
2桁分類 (順位)	-0.012 14	0.004 11	-0.024 18	0.002 12	0.082 1	-0.116 26	0.066 2

	不動産業	陸運業	海運業	倉庫・運 輸関連業	サービ ス業
「事業構成」 (順位)	0.07 3	0.054 6	-0.008 16	-0.01 17	0.032 7
2桁分類 (順位)	0.054 5	0.054 4	-0.042 21	-0.016 16	0.006 9

\*それぞれの数値は、專業化比率に関して、1999年と1990年の差の各業種の平均値

次のように解釈することが可能である。つまり、多角化の程度が低かったグループは、 $D_1$  から  $D^*$  へとより多角化を進めたのに対して、多角化の程度が高かったグループは、 $D_0$  から  $D^*$  へと事業集中を進めたと考えることができよう。

最後に、[表5] は、26業種それぞれに関して、10年間の多角化の程度の差の平均を求めたものである。集中化傾向がより大きい業種をあげると、精密機械、食料品、不動産、小売業、陸運業があげられる。それぞれのグループ

1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

について、個別のサンプルにさかのぼって詳しく調べると、精密機械業では、カメラメーカーのように、従来の本業であった精密機械から、情報機器等へと集中化が進んでいるケースと、時計メーカーや計測機械メーカーのように、従来の本業に集中化が進んでいるケースが見られた。食品メーカーでは、多角化事業を切り捨て、ビール事業に集中したビール会社のように、明らかに、本業回帰を図っているサンプルが目についた。不動産業は、開発、販売といった事業が縮小し、マンション建設等の事業の比率が高くなっている。小売業は、サンプルは全て、大手スーパーであるが、その販売内容において、明らかに食料品の比率が上昇している<sup>(11)</sup>。陸運業に関しては、すべてのサンプルが大手私鉄であったが、バス事業を切り離したり、不動産業等の付帯事業が縮小するかたちでの本業回帰が行われているようであった。また、パルプ・紙のように、事業構成では集中化が進んでいるのに、2桁分類による事業把握ではそうではないように見える業種は、本業であるパルプ・紙の比率そのものには変化はないが、その中で、各社が得意な種類の紙に集中化していることを示している。また反対に、多角化が進んだ業種として、水産・農林業や鉄鋼、金属製品、ガラス・土砂があげられるが、これらの業種に関しては、多角化によって、構造不況業種である本業の比率を下げようとする傾向にあることが窺える。

#### 4. 事業集中と収益性

〔表4〕で示されているように、1990年度において、多角化の程度が高い企業は、1990年代に、より事業集中を進める傾向があることが明らかになった。上述のように、このことは、この時期に事業集中を進めた企業は、〔図1〕

---

(11) 小売業と卸売業に関しては、2桁分類で事業を分類する際、それぞれ「54 各種商品小売業」「48 各種商品卸売業」と分類せず、その販売比率に応じて、それぞれの小売業、卸売業として分類した。

において  $D_0$  から  $D^*$  へと多角化戦略を変化させたと解釈できる可能性を示唆するものであった。ここではさらに、事業集中を行った企業の収益性の変化を調べることにより、この点をより詳しく確認することを試みる。つまり、 $D_0$  から  $D^*$  への変化が、この時期の事業集中であることを確認することは、事業集中と収益性の関係に関して、以下のようなストーリーが存在することを確認することを意味している：何らかの理由で多角化の程度が進みすぎ、収益性が悪化した企業が、事業集中を行い、その結果、収益性が改善される。

収益性を示す指標としては、総資産利益率 (ROA) を用いた<sup>(12)</sup>。もちろん、企業の収益性は、業種や時期によって変化するため、この数値をそのまま用いて、単純に平均値を求めることには、あまり意味がない。したがって、本稿では、これらの要因をコントロールするために、以下のような手続をとった。つまり、各年度に関して、それぞれの業種ごとに、全上場企業の ROA の平均値と標準偏差を求め、それを用いて正規化を行った。つまり、 $t$  年度の  $i$  企業の ROA (ROAit とする) ならば、

$$NROAit = \frac{(ROAit) - (\text{当該企業の属する産業の平均 ROAt})}{(\text{当該企業が属する産業の ROAt の標準偏差})}$$

を求めることにより、産業や年度ごとの趨勢を排除した形で平均値を比較できるようにした。

まず、ここでは事業集中を行った企業の1990年代全般での収益性の趨勢を把握することを試みた。そのためには、事業集中を行った企業を定義する必要があるが、2節で述べた指標を用いて、単純にそれが増加したことだけをもって、事業集中が行われたと定義すると、実際の戦略は変化がないのに、売上高の微妙な変化によって、見かけ上、事業集中が起こったように見えるケースを多く含むことになる。そのため、明瞭に事業集中が起こったと考え

(12) 具体的には、事業利益事業利益/総資産×100で求めている。なお、売上高経常利益率を用いて同様の分析を行っても、ほぼ同様の結果が得られている。



1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

られるサンプルのみのグループを作る必要があるが、ここでは、事業集中を行った企業として、1990年から99年にかけての、專業化比率の上昇の大きさが上位10%に入るサンプルとし、残りを事業集中が行われなかったサンプルとした。<sup>(13)</sup> 事業構成をそのまま利用して求めた專業化比率と、2桁分類で分類し直して求めた專業化比率のそれぞれについて、グループ分けを行ったが、それぞれの專業化比率の変化は次の通りである。事業構成での專業化比率の上昇幅を用いた分類では、事業集中が行われたグループの上昇幅の平均は0.156ポイントであるのに対して、そうでないグループは、0.014ポイント下落している。また、2桁分類での專業化比率の上昇幅を用いた分類では、事業集中が行われたグループでは、平均して0.150ポイント上昇しているのに対して、そうでないグループは、0.180ポイント下落している。

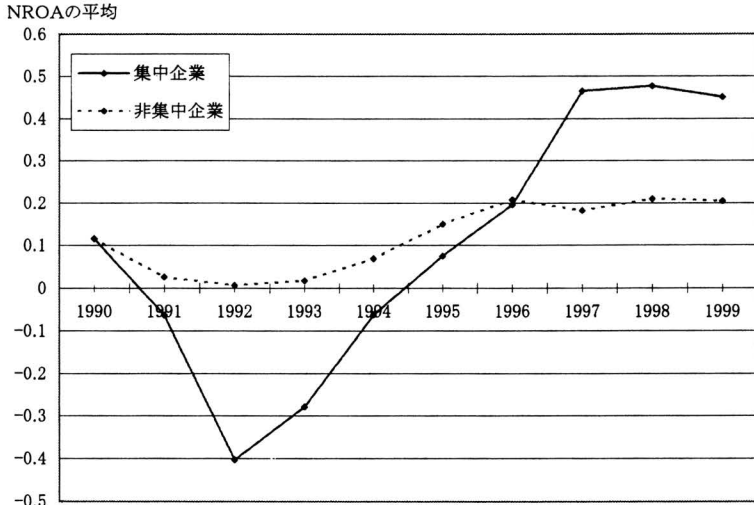
さて、[図2]に示しているグラフは、事業集中が行われたグループと残りのグループのそれぞれの、1990年から1999年にかけての各年のNROAの平均の趨勢を示したものである。それぞれ、(1)は事業構成に基づく、(2)は2桁分類に基づく專業化比率の上昇幅を利用して、事業集中が行われたサンプルを定義している。どちらのグラフを見ても、事業集中が行われたグループは、1991年から1993、ないしは、1994年にかけて、標準以下の、つまり、ゼロ未満のNROAしかなかったのに対し、その後、それは1997年まで急速に上昇し、事業集中を行わなかったグループを上回るようになっていく。つまり、これらの企業は1990年代の最初には、低い収益性に苦しんでいたのに対して、1992年以降、急速に収益性が回復していることが読みとれるであろう。この結果は、多角化の程度が進みすぎ、収益性が悪化した企業が事業集中を行う

---

(13) 以下の分析では、專業化比率を用いて、その上昇の上位10%を事業集中を行った企業とした場合の分析結果のみ報告するが、ハーフィンゲル指数の変化に注目した場合も、上位20%を事業集中を行ったサンプルとした場合でもほぼ同様の結果を得ている。

[図2 1990-99年の間に事業集中が行われたサンプルとそうでないサンプルの収益性の比較]

(1) 事業構成に基づく專業化比率が上昇したサンプルとそうでないサンプルの比較



集中企業：「事業構成」をもとに得られた專業化比率の上昇幅の大きさが上位10%の13サンプル (專業化比率の上昇幅の平均：0.156)

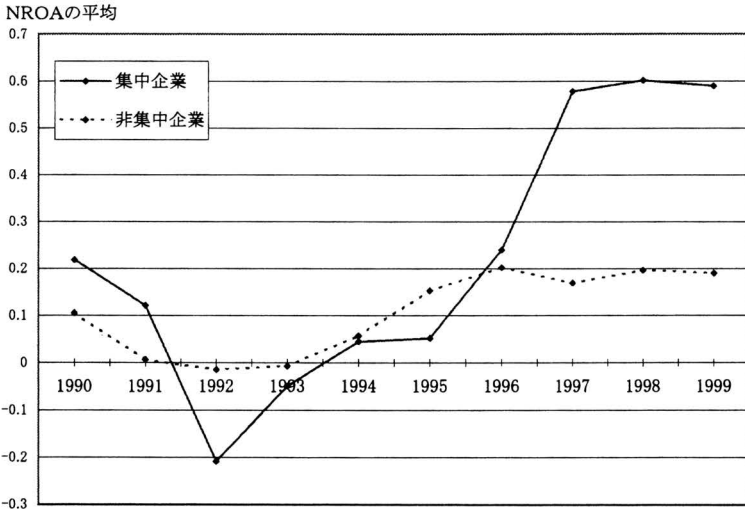
非集中企業：全サンプルが上のサンプルを除いた117サンプル (專業化比率の上昇幅の平均：-0.014)

ことによって、収益性の改善が行われるとする、本稿で検証を意図した、上述のストーリーに、まさに合致した結果が出ているといえよう。

〔図2〕の分析は、1990年代の10年間といった比較的長期間の專業化比率の変化によって事業集中を行った企業を分類したものであるが、実際に事業集中に対するアクションが取られたのは、その中のある1時点だけであるケースが多いかもしれない。したがって、このような点を考慮すると、より短い期間の事業構成の変化に注目しても、分析を行う必要もあるだろう。そのために、各年度間の專業化比率の変化に注目して、収益性の変化について検証してみた。各年度間の專業化比率の増加が0.1ポイント以上あるサンプルを

図2の続き

(2) 2桁分類に基づく専門化比率が上昇したサンプルとそうでないサンプルの比較



集中企業：2桁分類に得られた専門化比率の上昇幅の大きさが上位10%の13サンプル（専門化比率の上昇幅の平均：0.150）

非集中企業：全サンプルが上のサンプルを除いた117サンプル（専門化比率の上昇幅の平均：-0.180）

事業集中が行われたサンプルであるとし、その前後の収益率の比較を行った結果が、〔表6〕に示されている。

〔表6〕は、事業構成による専門化比率と、2桁分類による専門化比率を用いて、事業集中が起こった前後のNROAの平均の比較を行った結果を示している。それぞれ、単純に前年と後年の比較、前後2年間の平均の比較、前後3年間の平均の比較を示しているが、全てのデータを1990年代の数値しかとっていないため、前後2年間の平均については1991年から1998年まで、前後3年間の比較については1992年から1997年までのサンプルしか利用できず、それぞれのサンプル数が違っている。表を一見すると、事業集中前後で

[表6 事業集中前後の収益性の比較]

	集中前	集中後	収益性が改善した比率	サンプル数
事業構成による分類				
前後1年	-0.13	0.07	87.5	15
前後2年の平均	-0.23	0.06	76.9	13
前後3年の平均	-0.20	0.11	75.0	8
2桁分類				
前後1年	0.07	0.28	75.0	16
前後2年の平均	0.02	0.33	73.3	15
前後3年の平均	-0.05	0.13	77.8	9

は、収益性が改善されていることが明らかであろう。2桁分類による専門化比率を用いて事業集中を定義しているケースでは、集中前も NROA の平均は正であるが、事業構成を用いたケースでは、集中前は負で、集中後、収益性が改善されて正になっており、ここでも上述のストーリーを支持する結果が出ているといえよう。

## 5. 結びに代えて

以上、本稿では1990年代のわが国企業の事業集中に関する実証分析を行ってきたが、1節で述べた問題意識に照らして、本研究で得られた知見を要約すると以下ようになる。

- ① 1990年代のわが国企業の多角化の程度は、全体としてほとんど一定しており、1980年代のアメリカ企業のような事業集中への顕著な傾向は見られない。
- ② 1990年の時点でより多角化の程度がより高いサンプルでは、事業集中への傾向が見られ、反対により低いサンプルでは、多角化への傾向が見られる。

## 1990年代のわが国企業の事業集中（馬場大治）

③ 1990年代を通じて、事業集中が進んだと考えられるサンプルに関しては、その10年間に、明らかな収益性の改善が見られる。また、事業集中が行われた前後だけについて注目しても、明らかな収益性の改善が観察される。この結果を②の結果と合わせて考えると、この時期の事業集中は、多角化が進みすぎ、悪化した収益性の改善を意図したものであると考えてよいようである。またこのように解釈できることは、[図1]に示される多角化の程度と収益性の関係が、事業集中という企業のアクションに注目した形で、検証されたことをも意味している。

最後に、羅列的にはなるが、分析の問題点や今後の課題をいくつか指摘しておく。

- ① 本稿で行った分析は、あくまでも限られた少数のデータを用い、統計的な検定も行われていないものであり、その結果の堅牢さについては、いささか心許ないと批判を免れ得ないであろう。よりサンプル数の多い、洗練された手法による実証作業が必要とされるであろう。
- ② 企業の多角化の程度の把握に関して、企業の事業内容に関するデータ不足によるとはいえ、本稿で用いた手法はいささかナイーブに過ぎるとの観があらう。わが国企業についてのデータを用いて多角化に関する実証研究を行う場合、本稿で試みたような各種の指標によるのではなく、各サンプルを精密に調べて、多角化のあり方を分類する、Rumelt 流の方法による方が好ましいかもしれない。
- ③ 本稿では、企業単体でのデータを用いて分析を行ったが、わが国企業の事業集中についての状況をより詳しく分析するためには、子会社、関連会社も含めた形での、連結決算のデータを用いた分析が行われる必要があるであろう。

[参考文献]

- 馬場大治 (2000), 「企業の事業集中に関する若干の考察：アメリカにおける理論的研究のレビュー」, 甲南経営研究, 第40巻, 第3・4号, pp. 237-266.
- Bethel, Jennifer E. & Julia Liebskind, 1993, The effects of ownership structure on corporate restructuring, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 15-31.
- Bhagat, Sanjai, Andrei Schleifer & Rovert W. Vishny, 1990, Hostil takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization, *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, pp. 1-80.
- Bhide, Amar, 1990, Reversing corporate diversification, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 3, pp. 70-81.
- Comment, Robert & Gregg A. Jarrell, 1995, Corporate focus and stock returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 67-87.
- Hoskisson Robert E.& Michael A. Hitt, 1994, *Downscoping: How to tame the diversified firm*, Oxford University Press.
- Hoskisson Robert E.& Richard A. Johnson, 1992, Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and R & D intensity, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, pp. 625-634.
- Hoskisson, Robert E., Richard A. Johnson and Douglas D. Moesel, 1994, Corporate divestiture in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance, *Academy of Management Journal*, 1994, Vol. 37, pp. 1207-51.
- Hoskisson, Robert E. and Thomas A. Turk, 1990, Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market, *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 459-77.
- Johnson, Richard A., 1996, Antecedents and outcomes of corporate refocusing, *Journal of Management*, Vol. 22, pp. 439-483.
- Markiedes, Constantions C., 1996, *Diversification, refocusing and economic performance*, The MIT Press.
- Markiedes, Constantinos C., 1995, Diversification, restructuring and economic performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, pp101-118.
- Markiedes, Constantinos C. 1992, Consequences of corporate refocusing: Ex ante evidence, *Academy of Management Journal*, Vol. 35, pp. 398-412.
- 村松司叙, 宮本順二郎, 1999, 『企業リストラクチャリングとM&A』, 同文館。
- Rumelt, Richard P., 1974, *Strategy, structure, and economic performance*, Harvard University Press. (鳥羽欽一郎・山田正喜子・川辺信雄・熊沢孝訳『多角化戦略と経済成果』, 東洋経済新報社, 1977年)
- 上野恭裕, 1997, 『多角化企業の競争優位性の研究』, 大阪府立大学研究叢書。
- 山本達司 (1993), 「多角化戦略に関する業績評価の展開」, 追手門経済論集, 第28巻, 第1号, pp. 88-134.
- 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』, 日本経済新聞社。