

企業の多角化戦略と経営成果 及び株価リターンの実証分析

目次

- I. はじめに
- II. 多角化を進める日本企業
- III. 最適な多角化とは
- IV. 多角化戦略の定義
- V. 多角化と経営成果
- VI. 多角化度でクオイツ・モデルを補完する
- VII. 実際の運用への取り込み
- VIII. おわりに

株式運用部 主任調査役 野嶋 哲

I. はじめに

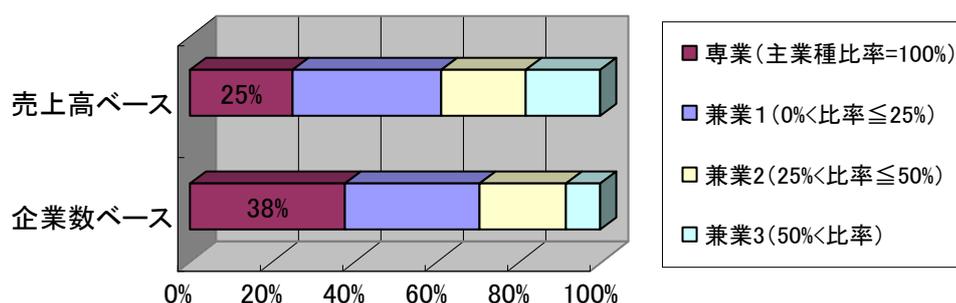
最近、M&A が相場の大きなテーマとなりつつある。その背景には、成長手段として新分野に進出する多角化と、競争激化による企業の事業ポートフォリオの再構築（分社化・スピンオフによる「選択と集中」）がある。我が国では、一般的に 90 年代までは横並び主義の下で同質な企業戦略経営が行われてきた。しかし、グローバル競争環境下においては、企業の経営戦略の質が問われ株式市場で評価される時代となった。特に、技術革新スピードの加速化、市場環境の不確実性が高まるとともに、他社の事業または企業全体の買収や企業間の提携を行う一方、コア事業以外の売却やリストラにより経営資源を統合・集中して投資効率を上げ利益の最大化を図る必要に迫られてきた。本稿では、多角化の進展具合と経営成果の関係を分析した。また、多角化度を実際の運用にどう取り込むかという問いに一次的な解答を試みる。

II. 多角化を進める日本企業

企業は成長と共に多角化を進める。経済産業省の「平成 17 年企業活動基本調査」で日本

企業の活動内容を見ると、多角化をしていない専門企業は企業数ベースで38%、売上高ベースで25%にとどまっており、大半の企業は本業と異なる事業を行っている。また、これらの数値を比較すると、売上高ベースの構成比の方が小さいため、企業規模が大きくなるほど多角化を進めていることがわかる。

図表1：企業の多角化状況



企業が多角化を進めるのは、企業の内部要因と外部要因の2面がある。内部要因としては、企業が成長する中で、他の事業活動に利用出来る未利用の経営資源が蓄積されてくることが上げられる。高分子化学技術を基礎にしてプラスチックや炭素繊維に進出した東レなど化学繊維会社は1つの例であるし、接客サービスや食品調達のノウハウを活かした大手スーパーの的外食産業への進出も同様の事例と言えるだろう。

企業の外部要因としては、属する産業の成長鈍化や成熟化、技術革新、規制緩和などが指摘出来る。産業が成熟化すると有望な投資対象が減少する一方で、企業のキャッシュ・フローは潤沢となるため、新しい投資対象を見つけようという誘因が働くことになる。たばこや飲料メーカーが医薬品分野に進出するのも、本業の成長が鈍化すると想定されるからに他ならない。技術革新については、任天堂の“Wii”が、規制緩和ではセブン&アイの銀行業進出などを指摘することができる。

Ⅲ. 最適な多角化とは

企業には多角化出来る限界があると考えられている。この限界の存在については、現在でもアカデミックな分野で議論されているが、世界を支配してしまうような超巨大企業が存在しない現実を考えると、企業はその成長の途中で何らかの規模の不経済に直面し、無制限には大きくなれないと想定出来る。この限界は、企業独自の資産の特徴、特に他事業分野に転用出来ない特殊な資産の割合と外部環境によって決定されると考えられる。企

業の中には、いわゆるバブル期にこの限界を超えて多角化を行った企業もあった。しかし、90年代以降は、「選択と集中」がキーワードとなり専業回帰が起こった。つまり企業の多角化には最適点があり、景気拡大期にはこれを超えて多角化を行う企業が出てくるが、そのような企業の利益は景気が後退するにつれ、最適な状態よりも落ち込んでくると考えられるのである。資本市場がリスラクチャリングのアナウンスに対して株価上昇の反応を示す場合がある。つまり企業の事業縮小・撤退の発表に対して、株価がプラスに反応する場合があることは、過度に多角化している企業の存在を示唆するものである。

多角化は、本業で成長した企業が内部に蓄積された経営資源を、他の事業に振り向けることにより効率的な事業運営を図り、利益率の向上を目指す過程と考えられる。

また、多角化の利益とそれを追求するインセンティブは、企業が多角化を推進すればするほど減っていく。多角化しようとする企業は、まずその余剰経営資源を、その企業にとって参入可能な一番身近なマーケットに投入する。それでも余剰であれば、さらに距離の離れたマーケットに参入を試みる。しかし余剰経営資源は、元来活用されていたマーケットからの距離が離れれば離れるほど、その競争優位性を失い低い利益しか上げることが出来なくなる。

多角化の費用については、リクルート費用、訓練費用、経営者が新しい事業経営に必要な情報を集めるコストなどが発生する。さらに戦略的に異なる新しい事業に対して、従来と同様のロジックを使用することによって生じる非効率に係る費用も考えられる。これらは、元来からのロジックが活用されていたマーケットからの距離が離れれば離れるほど、当然にその費用は増大する。

以上を概念的に整理すると、余剰経営資源（出来るだけ余剰経営資源を減らしたい）、競争優位性（多角化度の減少関数）と費用（多角化度の増加関数）の3要素が最適な点、つまり利益率最大となる点を最適多角化度と定義する。勿論、それぞれの関数が、単調減少や単調増加であることを証明したわけではないので、均衡解が唯一で安定的であると明言出来ないが、実証分析を進める上での理論的前提としては充分であると考えられる。

IV. 多角化戦略の定義

多角化の定義としては、様々なものがあるが、本稿では定量的な尺度である多角化度指数を用いる。

$$\text{多角化度指数} = (1 - \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i^2}) \times 100$$

n個の事業分野を持つ企業の第i番目の分野の売上構成比をPiであらわす。この多角化度指数は、産業組織論で市場集中度の尺度などで使われる指標であり、単純で計算も容易であるため経済学全般の分野で多用されている。

例えば、専業企業であれば、n=1、 $P_1=1$ なので多角化度指数は0、「1事業分野に90%、その他の事業分野に10%の売上高比率」であれば9.45、「1事業分野に80%、その他の事業分野に各10%の売上高比率」であれば18.76となる。

企業の多角化の進展具合と経営成果の関係を分析するにあたり、はじめに、個別企業の多角化度指数を算出する。事業分野毎の売上構成比を求めるにあたっては、有価証券報告書のセグメント情報（事業の種類別の損益情報）を活用した。セグメント情報は1990年代初頭から段階的に開示されるようになり、現在、次の要件のいずれかを満たす場合には開示しなければならないこととなっている（連結財務諸表規則第15条の2）。（i）当該セグメントの売上高が全セグメントの売上高合計の10%以上である、（ii）当該セグメントの営業損益の絶対額が、営業利益の生じているセグメントの営業利益の合計額、または営業損失の生じているセグメントの営業損失の合計額の絶対値のいずれか大きい方の10%以上である、（iii）当該セグメントの資産の金額が全セグメントの資産の金額の合計額の10%以上である。

ただし、セグメントをどう区分するかは企業の主観に任されており、詳細に区分する企業もあれば、大枠で開示する企業もある。有価証券報告書のセグメント情報をそのまま使うと、開示方法により多角化度に違いが出てしまう。

そこで、この事業別セグメント情報を持つすべての東証1部上場銘柄について精査し、独自の業種分類に直した。

図表 2 : セグメント情報による事業分類

6758 ソニーの例 (2006年3月期決算)

事業別セグメント	エレクトロニクス	ゲーム	映画	金融	その他	合計
売上高(百万円)	5,150,477	958,619	745,859	743,215	408,881	8,007,051
ウェイト(%)	64.3%	12.0%	9.3%	9.3%	5.1%	100.0%

各事業に業種を割当

有価証券報告書の
事業内容等を参考

独自業種分類	OA機器& 家電	ゲーム	消費者向 けサービス	保険	OA機器& 家電	

事業別セグメント情報を持つ全ての東証1部上場
銘柄について(1000銘柄以上!）、クオンツ運用G
内のFMの協力のもと、精査・分類を実施。

図表 2 にソニーの例を示す。ソニーの有価証券報告書では、「金融」と表示されている売上高は主にソニー生命のものなので「保険」に、「その他」は国内外のディスク製造及び音楽事業なので「OA 機器&家電」に分類した。このように企業毎に様々なセグメント区分になっている情報を統一された分類に変換することは、実際には容易ではなく業界及び企業の知識、膨大な作業量が必要となる。

V. 多角化と経営成果

つぎに、算出した各企業の多角化度指数をもとに、企業の最適な多角化度はどの程度であり、最適多角化戦略をとった企業の経営成果は他の企業より優位であったかを検証する。

1. サンプル・データ

以下のような多角化戦略に関する仮説をもとに、各期において売上高上位 50 の内需型企業及び外需型企業を分析対象とする（内需：50 銘柄、外需：50 銘柄、合計：100 銘柄、除く金融）。

条件1：多角化戦略は、ある程度の企業規模がないと取れない戦略である。そこで売上高を企業規模の代理変数とし、売上高の大きい順に対象候補企業とする。

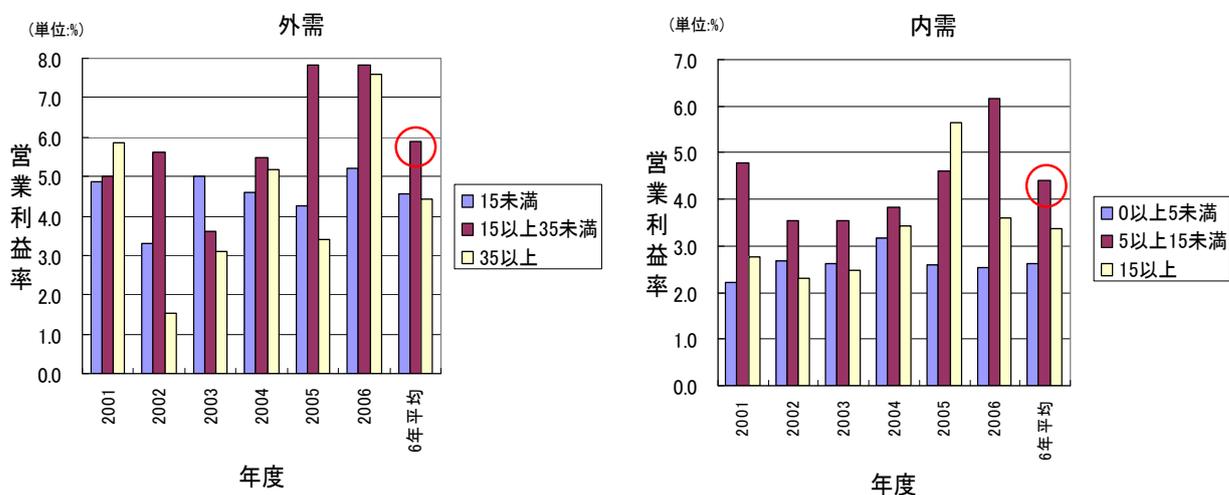
条件2：企業は通常の場合、まず本国内で事業を拡大しその後国際化の流れの中で多角化戦略を取る。よって、外需依存度が高い企業の方が多角化度も高いと考えられるため、海外売上高比率で内需型企业と外需型企业に区分する。

2. リサーチ・デザイン

内需型企业、外需型企业別に前期末（当期中）の多角化度指数により3グループ化し（内需と外需で分布状況が違うため区切り値も異なる）、各グループの当期末売上高営業利益率（単純平均）を2001年度から2006年度までの6期間にわたり比較した。

3. 検証結果

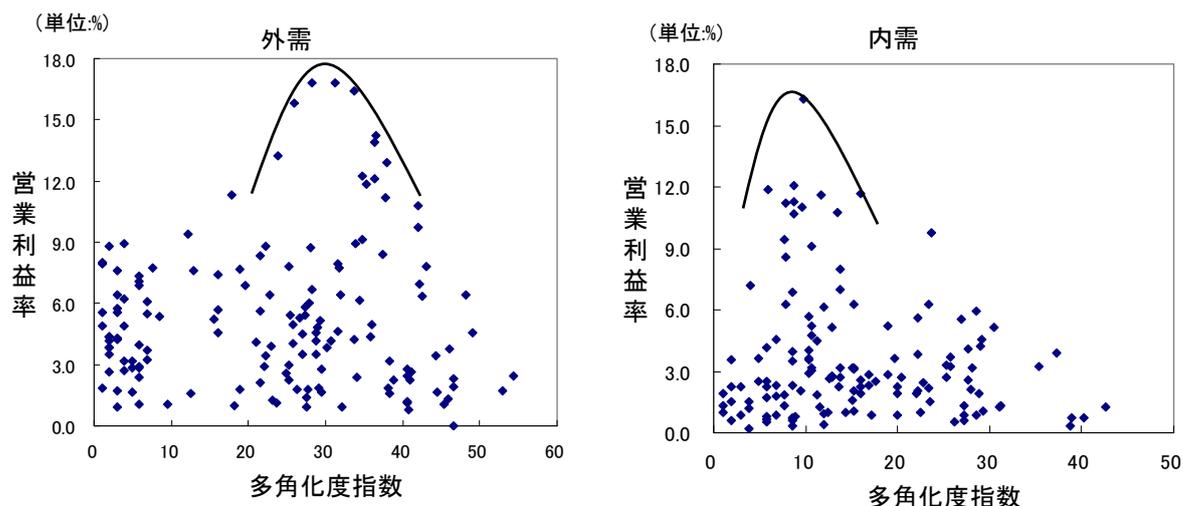
図表3：多角化度と収益性



多角化の程度別に売上高営業利益率の状況をみたものが図表3である。年度によって多少ばらつきもあるが6期平均では、外需では多角化度指数が15以上35未満、内需では5以上15未満の企業群の売上高営業利益率が高い。

また、6期全銘柄のデータをプロットしたのが、図表4である（多角化度指数=0及び営業利益が赤字の企業は除く）。これらのグラフより、外需型企業は30前後、内需型企業は10前後を最適多角化度指数とする。

図表4：最適多角化度グラフ



サンプル・データ選定の際の条件2の仮定で述べた外需企業の方が内需企業より最適多角化度が高いという考えは正しかったことになる。この最適多角化水準前後、つまり多角化が一定の限度に留まる場合には、コア事業と関連した多角化が多くシナジー効果が発揮されるのに対して、多角化があまりにも進むと、コア事業と関連の薄い多角化が増え、コア事業のノウハウを活かす余地が限られ、収益性の向上につながらないと考えられる。収益性の向上のためには、多角化を一定範囲に留める、「選択と集中」が求められることを示唆しているといえる。

また、分析期間は、バブルの後遺症から抜け出せないでいた2001～2003年度と、景気回復期の2004～2006年度とに分けられる。外需企業では、2003年度では多角化度指数が15未満と全期間で求めた最適多角化度指数より低いグループの利益率が高くなっている。該当年度は、2002年11月の「竹中ショック」から信用不安が拡大し、期末のTOPIXが最安値の771ポイントを付けた景気の最終調整時期であったため、多角化が進んだ外需企業には「選択と集中」が効果的であったと思われる。内需企業では、2005年度のみ多角化度指数が15以上と最適多角化度指数より高いグループの利益率が高かった。該当年度は、夏の「郵政解散」から株式市場も大型グロース銘柄を中心に急騰となり、2005年3月には5年続いた量的緩和政策を日銀が解除したことからわかるように、景気回

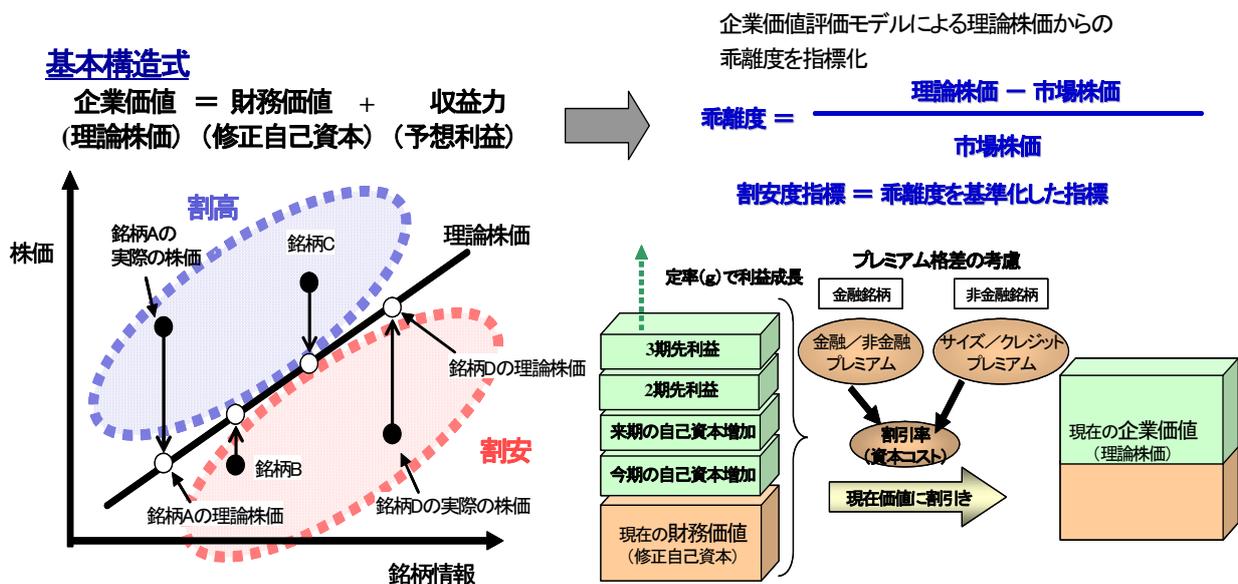
復期に入ったことが鮮明になった時期である。そのような時期であるため、多角化戦略でより積極的な経営が多角化度の低い内需企業においては有効であったものと思われる。

VI. 多角化度でクオンツ・モデルを補完する

次に、実際の運用への適用を検討する。日本株クオンツ・モデル¹である GRE α T (Growth and Relative α Technology) に多角化度を加えることで収益率が向上するか検証する。

図表5に示すように、GRE α T は今までの利益の蓄積である自己資本と将来利益の現在価値の合計で理論株価（企業価値）を算出する。理論株価が市場価格より高い銘柄は乖離度がプラスとなり割安、理論株価が市場価格を下回っている銘柄は乖離度がマイナスとなり割高と判断する。

図表5：GRE α T モデル概要

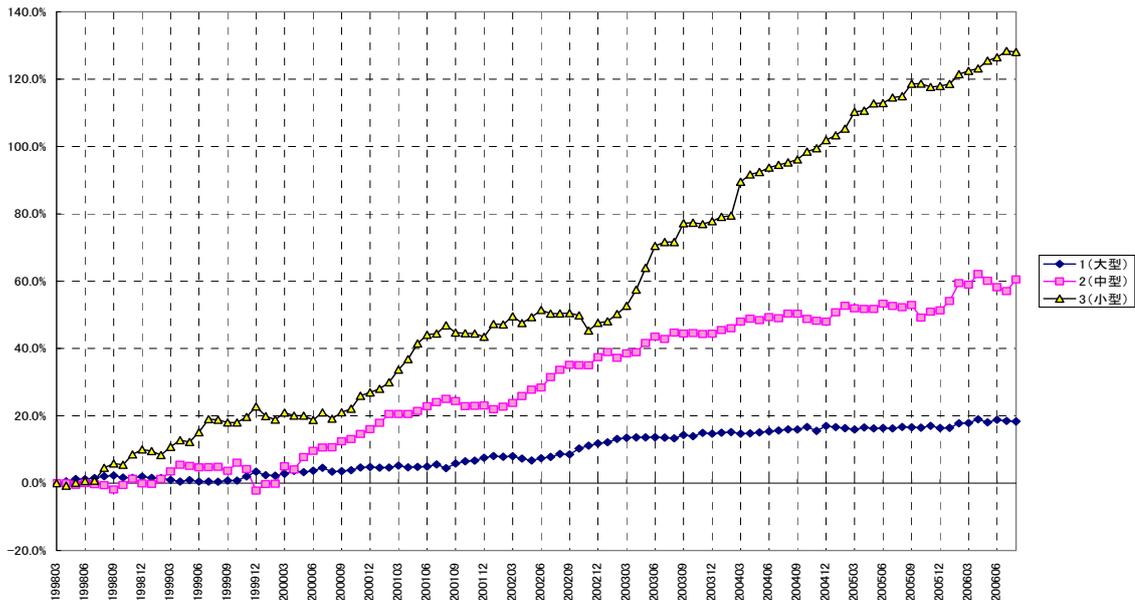


¹ クオンツ (Quants: Quantitative (数量的) という英語からの派生語) とは、ランダムに推移している経済事象を体系的に整理し、高度な数学的手法により分析することで隠された背景を明らかにし、法則性を導き出す技術または専門家という意味である。法則性を数値化したモデルをもとに投資判断を行う手法をクオンツ運用と言う。

1. リサーチ・デザイン

GREaT モデルによる運用は TOPIX²をベンチマークとしているので、時価総額の大きい株のアクティブ・ウェイト (TOPIX 内ウェイトとファンド内ウェイトとの差) がファンド・パフォーマンスに大きく影響する。

図表 6 : 規模別のモデル有効性



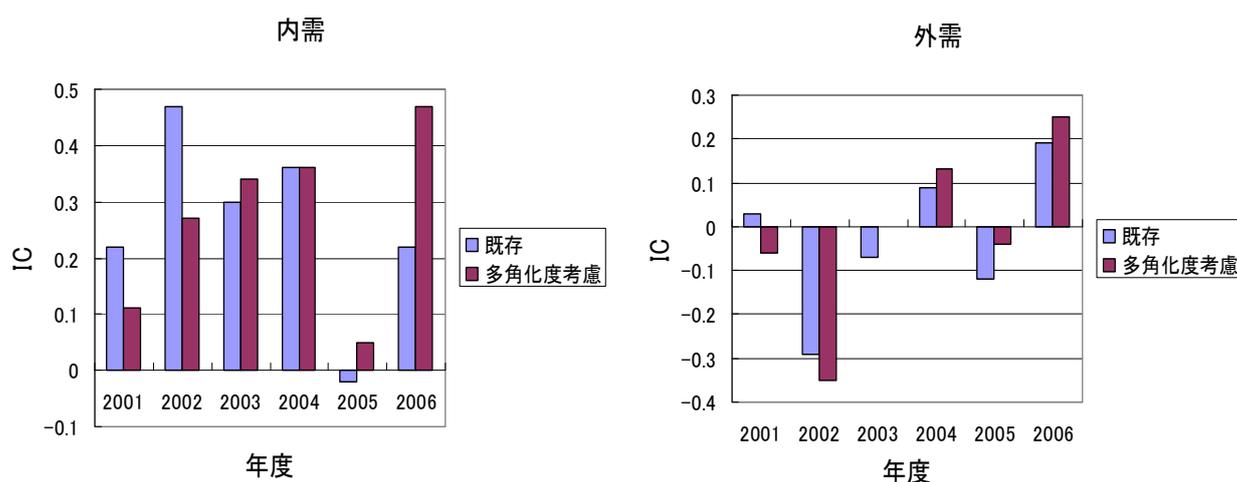
そこで、大企業の重要な経営戦略である多角化というファクターでモデルを補完し、大型株での有効性を上げることが出来ないか検証した。

2. サンプル・データ

経営成果の分析と同様、内需型・外需型で売上高上位50銘柄ずつを対象とし(除く金融)、最適多角化度指数近傍(内需:6~14、外需:26~34)の銘柄については、モデルから算出された割安度(±3で正規化⁴されている)に1を加算し、その他の銘柄はモデル通りの割安度とする。

3. 検証結果

図表7：多角化度考慮の有無によるモデルの有効性（IC）比較



既存モデルの割安度と1年リターン(2006年度には2006年3月末で銘柄を選び2007年3月末までのリターンを表示)の相関(IC)と、多角化で修正した割安度と1年リターンとの相関を比較したものが図表7である。割安度が高いほどリターンも高く、割高なほどリターンが低ければ相関は大きくなり、モデルの有効性が高いといえる。なお、相関(IC)は+1~-1の間の値をとる。また、多角化戦略の効果が利益率に反映されるまでの期間とセグメント情報がある程度変化する期間を考慮し、1年株価リターンを用いた。

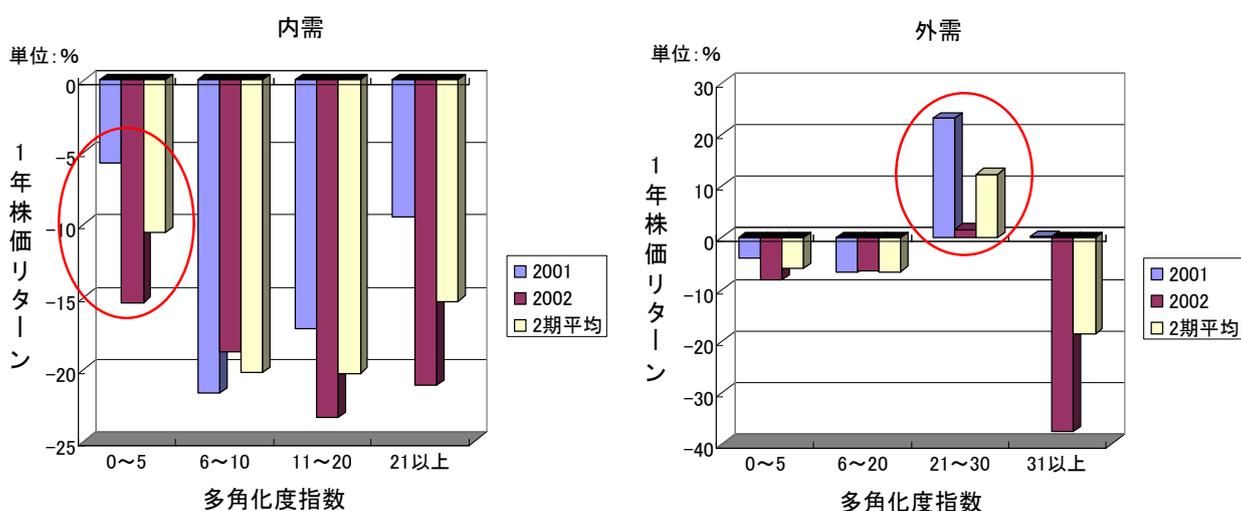
⁴ ここでは、個別銘柄の割安度 x から東証1部全銘柄の割安度の平均 μ を引き、標準偏差 σ で割るという変換のこと。正規化することにより、異常値の影響を排除できる。

$$z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

2001、2002年度と不況期では多角化を考慮すると割安度と株価リターンの相関が落ちるが、2003年度以降は内外需銘柄共に多角化を考慮した方が関係が向上するという結果となった。

相関が落ちた2001、2002年度を別の手法で分析する。多角化度指数で4グループに分け、各グループの単純平均リターンを示したものが図表8である。

図表8：多角化指数グループ別リターン



図表8より、内需銘柄については、どちらの期においても最適多角化度（内需：10前後）より低いグループの株価リターンが優位であった。不況期には、事業の種類を整理して選択された少数の事業に経営資源を集中した企業が投資家に評価されたようである。

外需銘柄は、多角化度指数が21~30のグループのリターンが一番よく、多角化度が最適点（外需：30前後）より大きくずれたというわけではなさそうである。割安度を補正した一部の個別銘柄の株価が大幅に下落したことでICが低下したと思われる。

尚、＜V. 多角化と経営成果＞の分析で最適多角化度がずれていた内需企業の2005年度（図表3）は、▲0.02から+0.05へ多角化度を考慮した方がICが上昇した。（図表7）

その要因は、内需50銘柄の平均リターンが57%に対して、修正前では割高であり営業利益率も50社平均より劣る伊勢丹が来期以降の収益回復を織り込んで84.76%のリターンを得たことやデフレ脱却期待から三井不動産の100%を超えるリターンなど、多角化度近傍の銘柄のリターン上昇が改善に寄与したことにある。（図表9）

図表9：内需銘柄の2005年度寄与度上位銘柄

銘柄名	多角化度指数	修正前 割安度	修正後 割安度	12ヶ月リターン	営業利益率
伊勢丹	8.64	-0.32	0.68	84.76	3.47
三井不動産	8.75	0.07	1.07	115.88	12.09

Ⅶ. 実際の運用への取り込み

現在は<Ⅵ. 多角化度でクオンツ・モデルを補完する>で行ったように割安度を多角化指数で直接修正する事はせず、定期リバランス（ファンド保有銘柄の入れ替え）において、購入候補銘柄の割安度が同程度であれば、最適な多角化指数に近い銘柄を選択するという2次スクリーニング・ファクターとして採用している。

今回の分析だけでは、多角化の検証が充分行われたとはいえない。例えば、業種の問題がある。市場成長が低い成熟企業にとって多角化は必要不可欠な戦略である一方、総合電機メーカーなどに対しては、更に専門化すべきという市場の声も耳にする。今回は、内需型、外需型と大きな分類だったが業種毎のライフサイクルやグローバルで見た業界内競争の強弱などを考慮する必要がある。

また、多角化戦略をとる原因の一つと考えられる不稼働資産や、投資にも株主還元にも使用されない余剰資金比率と多角化度の関係も興味深いテーマである。例えば「あなたの企業はキャッシュがいっぱいあるのにビジネスチャンスがないから本業では投資先がなく、M&Aによる多角化も検討していない。キャッシュが無駄に使われているので株主に還元してほしい。」と株主提案を出してくるケースが最近話題となっている。ここ数年急速にマーケットの圧力が企業の財務政策、配当政策に変革を迫っている。

Ⅷ. おわりに

本稿では、有価証券報告書のセグメント情報をもとに自ら作成した独自業種データをもとに多角化度指数を算出し、多角化の進展状況と経営成績の関係を調査した。これによれば、多角化を進めれば進めるほど利益率が上がっていくわけではなく、最適な多角化の程度というものがあることがわかった。行き過ぎた多角化から90年代に日本企業は事業の撤退・再構築を迫られたが、これを裏付ける結果が得られた。

しかし、事業の撤退・縮小ばかりでは企業の成長は望めない。事業の再構築が一段落した日本企業にとっては、新規事業の開拓、つまり多角化を行うことが望まれている。今後

の日本企業は、M&Aによる事業多角化とスピンオフによる事業売却が増加するであろう。その際、事業の再構築を行い限られた資源で収益性を上げるためには、自社の「強み」を認識することが重要である。そして、企業の「強み」とは今までに蓄積されたブランドや、販売経路、技術力などであり、それを有効に働かせる事業展開を行うことが戦略上必要である。

次に、多角化度を実際の運用に活かす手段を検討した。分析の結果、モデルを補完するファクターとして大型株で有効であることが実証された。現段階では、割安度が同程度であれば最適多角化度に近い銘柄を選ぶという使い方であるが、別の使用方法についても検討していきたい。例えば、最適多角化度から乖離している企業は、事業ポートフォリオの面から見ると過剰な設備、雇用、負債を抱えている可能性が高い。よって、利益が余り上がらず、株価も上がらないためにマーケットでの資金調達が難しくなり投資家の投資対象にもならない。逆に言えば、マーケットからの圧力が加わらないから企業改革が遅れるといった悪循環に陥っているため「万年割安株」に放置されているのかもしれない。そのような銘柄は、割安度を減少させるという使い方も考えられる。

今回、企業の多角化度に注目した理由として企業の経営及び投資家の時間軸がある。四半期毎に財務状況が企業から報告されることで実態を把握するための情報のタイムラグが縮小した点は評価できるが、短期的収益動向に過剰に株価が反応するなどの弊害もある。企業経営は、長期的利益と短期的利益のバランスの上に成り立っているものだが、長期的利益の源泉は財務諸表に表れない場合が多い。長期的利益の源泉の1つとして多角化度を取り上げた。短期的収益動向だけでなく重要な経営戦略の一つである多角化度を考慮することにより、年金資産という長期投資に適した運用が可能となるだろう。

(平成 19 年 7 月 20 日 記)

【参考文献】

- 薄井彰 (2006) 「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」
国際会計研究学会年報 2006 年度
- 萩原俊彦 (2007) 「多角化戦略と経営組織」 税務経理協会
- 経済産業省 (2007) 「平成 17 年企業活動基本調査」
- 玄場公規 (2004) 「理系のための企業戦略論」 日経 BP 社

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についても当社は保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）