

[論文]

企業グループの事業多角化の限度画定
—企業グループにおけるキャパシティ限度へのアプローチ*

長 田 芙 悠 子

- 〈目 次〉
1. はじめに
 2. 企業（グループ）における事業多角化の概観
 3. 事業多角化の諸問題
 4. コングロマリット・ディスカウントは普遍的か
 5. 事業多角化の成功要因
 6. おわりに

* 本稿は、令和3年度において、中央学院大学大学院商学研究科プロジェクトの補助による助成を受けている。

1. はじめに

企業グループの考察は、直近では、全般的概観、完全子会社、親子上場に関して行なっている¹⁾。本稿は、その系論あるいは続篇と言える。完全子会社や親子上場が企業グループの主に構造論あるいは組織論的なテーマであるのに対し、事業多角化は業態・業容にも関わるテーマである。

企業グループにおける事業多角化は、どのような意義を有するのか。経済産業省の公表した『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）』（以下、「実務指針」と略称）では、「事業ポートフォリオマネジメントの在り方」として、1つの章（3章）を設けて大きく取上げている。1980年代ないし1990年代前半までは、事業多角化は企業グループの規模拡大や更なる発展の具体化として取り組まれたが、1990年代後半以降は事業多角化の頓挫や撤退が相次ぎ、「選択と集中」が趨勢となった²⁾。それから大凡20年が経過し、新たな状況に立ち至ったのか。「実務指針」は、「自社グループにとって、持続的成長を支える競争優位性がどこにあるのか、それを最も活かせる事業（略）は何かを見極め、コア事業への経営資源の集中投下を図ることが基本であり、コア事業強化のためのM&Aとノンコア（非中核）事業の整理の両面から、戦略的に実行していくことが重要となる」³⁾、とする。「選択と集中」を徹底せよ、という再提言に他ならない。

確かに、事業多角化が成功することは容易ではない。「コングロマリット⁴⁾・ディスカウント」がつとに言われており、逆にシナジー効果等を発揮して、「コングロマリット・プレミアム」を獲得することは難しい。しかし、2（章）以降で取上げるように、多角化度の変動はあり、また例え「選択と集中」が徹底されようと、多角化は存続している。是非論に留まらず、多角化を捉える準拠枠

が必要ではないか。既存の研究は大半が単体企業ベースであるが、企業グループの多角化を捉えてこそ、真に実態に迫り得る。そして、正規の機関運営ができない企業グループには、維持・運営可能なキャパシティに限度があるのではないか。そのキャパシティの限度という準拠枠により、企業グループの多角化を是非を含めて明確に捉えることができるのではないか。こうした問題意識を基本に据えて、既存の多角化研究を批判的に考察したいと考える。

本稿の構成は、2（章）で企業（グループ）における事業多角化を概観し、3（章）では事業多角化を巡る諸問題を取上げて考察し、続いて明瞭に価値負荷的な研究として、4（章）では統計的研究がコングロマリット・ディスカウントを検証しているが、果たして普遍的と言い得るのかを確認し、5（章）では逆の事業多角化の成功事例あるいは成功要因を取上げて、成功の可能性を探る。6（章）の終わりにでは、纏めと共に、企業グループにおける事業多角化を見定める準拠枠を改めて提示し、今後への展望とする。

2. 企業（グループ）における事業多角化の概観

(1) 事業多角化の数値的概観

平元達也の研究によると、1995年度の財務データ（単体ベース）を用いた、東京証券取引所上場の（金融業等を除外した）1,554社のサンプルでは、専業企業が797社（51.3%）、多角化企業が757社（48.7%）である。セグメント別売上高を日経NEEDS業種分類に配賦し直し、その業種分類（小分類）で複数の事業に分類される企業を多角化企業と定義し、但し最大売上高シェア事業の売上高が全体の90%以上の場合には最大売上高シェア事業の専業企業と見做した識別である。全サンプルの事業数は

1) 長田（2021）参照

2) 「実務指針」でも参照されている（経産省（2019）p.19等）青木英孝・宮島英昭は、「1980年代後半のバブル期だけでなく、90年代初頭のバブル崩壊以降も多角化が一貫して継続していた。そして、97年の銀行危機以降は「選択と集中」によって本業回帰志向の事業再編が進み、その結果は主に2002年以降の事業ポートフォリオに反映される」（青木・宮島（2011）p.247）、と捉えている。

3) 経産省（2019）p.51

4) コングロマリット（Conglomerate）は、その変遷（アメリカにおける1960～1980年代の「全盛」とその後の浮沈等）や含意（複合企業、多角化企業、特に非関連多角化企業等）など検討すべきことは多々あるが、本稿では「コングロマリット・ディスカウント」という用語ないし事象が人口に膾炙しており、それとの関連で対象とするので、多角化企業と同義的と見做すことにする。

平均値1.871であり、多角化企業の事業数の平均値は2.787、中央値は3.000であり、多角化企業は大凡3前後の事業を営んでいる、とする⁵⁾。

梅内俊樹の研究によると、2000年3月期～2008年3月期の情報（財務データ、市場データ）を用いた、東京証券取引所上場の（金融業等を除外した）各年の平均的な757社のサンプルでは、専業企業が331社（43.7%）、多角化企業が426社（56.3%）である。日経NEEDS業種分類をそのまま利用し、多角化企業の定義や専業企業の識別は平元と全く同じである。多角化企業の平均採用事業数は3.08、最大で9つの事業を採用する企業が存在する、とのことである⁶⁾。

平元と梅内の研究は、サンプル数・時期・単年度か複数年度（9年度）か・単体ベースか連結ベースか⁷⁾の違いがあり、更には専業企業と多角化企業の比率が異なっているが（平元では専業>多角化、梅内では専業<多角化）、多角化企業の事業数が平均的に大凡3前後であることは変わらない。多角化度の指標としては、他にもあり、別途取上げるが、事業数という指標で捉える限り、両名が取扱っているのは単体企業であるが（但し、梅内のは連結ベースなので、実際には企業グループを取扱っているが）、これを企業グループの多角化の数値的概観と見做して差し支えないだろう。

(2) 青木英孝による事業多角化の概観

青木英孝は、バブル崩壊後の1990年代前半、銀行危機（1997年）やITバブル崩壊（2000年）のもと「選択と集中」が進められた1990年代後半から2000年代初頭、回復期の2000年代半ば、2008年のリーマンショックとその後の局面に至るまでの長期間にわたる日本企業の多角化

の態様を概観している⁸⁾。

①事業分野の再定義。有価証券報告書の「セグメント情報における事業分野の区分は、企業が裁量的に決定しているため、統一的な事業分類のルールに基づいていない」ので、「日本標準産業分類の小分類（3桁コード）・中分類（2桁コード）基準でみて同一である場合には、1つの事業分野として把握する作業を行った⁹⁾。

②多角化の尺度。第一の尺度は、「多角化のタイプ」であり、“専業企業”は事業分野が中分類で1つ且つ小分類でも1つの企業、“関連多角化企業”は中分類で1つだが小分類では2つ以上の企業、“非関連多角化企業”は中分類で2つ以上の企業¹⁰⁾、とする。第二の尺度は、本業比率であり、中分類基準で見た最大の売上高をもつ事業分野を“本業”と定義し、その“本業”の総売上高に占める比率を計算したものである¹¹⁾。第三の尺度は、事業分野数であり、小分類基準と中分類基準の各々で見た事業分野数である¹²⁾。第四の尺度は、エントロピー指数という多角化指標であり、「企業の総売上高に占める各事業分野の売上高構成比をもとに算出されるものであり、1から*n*までの事業分野をもつ企業の第*i*番目の事業分野の売上高構成比を p_i とした場合に、

$$\sum_{i=1}^n p_i \ln \frac{1}{p_i}$$

で与えられる。したがって、事業分野数が1つの場合、すなわち専業企業の場合、このエントロピー指数は0であり、数値が大きくなるほど多角化の進展を表すことになる¹³⁾。

③多角化タイプ別の企業数の推移。第一の特徴は、「非関連多角化企業が圧倒的に多いこと」であり、「1990年

5) 平元（2002）pp.34-36

6) 梅内（2009）pp.4-6

7) 梅内は、サンプルの条件として「3）検証に有効な連結セグメント情報を開示する企業」（同p.5）であることを挙げている。

8) 青木（2017）p.37。なお、明示的に企業グループを捉えたものではないが、企業の連結財務情報を参照しているため、実際には企業グループの捕捉と言って差し支えないだろう。

9) 同上 pp.37, 38。なお、多角化を統計的に取扱うには、「便宜的」であれ統一的な分類基準が必要であり、日本標準産業分類の中分類（2桁）複数兼業を非関連多角化、小分類（3桁）複数兼業を関連多角化とする青木の規定は妥当であり、本稿で取上げる諸研究も大凡同様の取扱いをしている（後掲の土村宜明他は異なる取扱いをしているが）。但し、個々の産業ないし企業（グループ）の多角化を事例（実態）として捕捉する場合には異なるアプローチが必要な場合もあり得る。

10) 同上 p.39。

11) 同上 p.40

12) 同上 p.40

13) 同上 p.40。なお、式中の \ln は自然対数（natural logarithm）の略号（エルエヌ）。

度から2009年度までは全体の90%超、2010年度と2011年度でも全体の85%程度の企業が非関連多角化企業である¹⁴⁾(②の第一の尺度による)。第二の特徴は、「リーマンショック後に非関連多角化企業が大きく減少する一方、専業企業と関連多角化企業が大きく増加して」おり、「2009年度から2010年度への変化をみると、非関連多角化企業がおよそ160社減少する一方、専業企業はおよそ90社、関連多角化企業はおよそ40社増加していた。2011年度時点でみれば、専業企業が約10% (150社)、関連多角化企業が約6% (99社)、非関連多角化企業が約84% (1,326社) といった構成になっている¹⁵⁾。

④本業比率の推移。第一に、「東証一部上場非金融事業法人全体の平均でみると」、本業比率はおよそ78%である¹⁶⁾。第二に、「本業比率の推移は、かなり安定的」であり、「最小の76.0% (1990年度) から最大の78.7% (2009年度) まで、その差はわずか2.7%程度でしかない¹⁷⁾。

⑤事業分野数の推移。「東証一部上場非金融事業法人全体の1990年度から2011年度までの事業分野数の平均」でみると、第一に、「バブル崩壊後、事業分野数の絞り込みが行われて」おり¹⁸⁾、第二に、「バブル崩壊直後の調整を経た後は、事業分野数の拡大傾向が明確になり¹⁹⁾、第三に、「事業分野数の拡大路線は2000年代の初頭で一段落し、その後2000年代は」「非常に安定的に推移して」おり²⁰⁾、第四に、「2008年のリーマンショック後の不況を受け、2009年度から2010年度にかけて事業分野数の急速な絞り込みを確認」できる、とする²¹⁾。

⑥エン트로ピー指数の推移。「基本的に、多角化の推移は事業分野数で確認した傾向と概ね一致する²²⁾。ま

た、「バブル崩壊後とリーマンショック後の変化を比較すると、エン트로ピー指数の落ち込み、すなわち専業化方向への変化の規模はリーマンショック後のほうが大きかった²³⁾。

⑦製造業と非製造業。第一に、「非製造業を本業とする企業のほうが、製造業を本業とする企業よりも事業分野数が多²⁴⁾」、第二に、「1990年代における事業分野数の推移」は、「製造業企業では事業分野数の拡大が進展する一方、非製造業企業における事業分野数は極めて安定的に推移していた」のであり、「したがって、全体サンプルでみられた1990年代における事業分野数の増加傾向という特徴は、主に製造業企業の変化を反映したものであ²⁵⁾」った。「なお、1990年代初頭のバブル崩壊後と2000年代後半のリーマンショック後の事業分野数の絞り込み、および2000年代における事業分野数の安定的推移は」「共通して確認される特徴であった²⁶⁾」、とのことである。

青木の概観は周到なものであり、これを踏まえて、多角化の様々な問題の検討を行なうこととする。

3. 事業多角化の諸問題

(1) 花崎正晴・松下佳菜子の問題設定

花崎・松下は、事業多角化を広範囲に、それぞれ多角的に分析している²⁷⁾。それ故、問題も露呈している。論文の冒頭で、次のように顕示する。「企業による事業活動の多角化 (corporate diversification) は、企業が存続していくうえで必要な成長、発展プロセスを実現するた

14) 同上 pp.41-42

15) 同上 p.42

16) 同上 p.42

17) 同上 pp.42-43

18) 同上 p.45

19) 同上 p.45。なお、第二と第三で、関連して「企業間格差の拡大」をも指摘しているが (同 pp.45,46)、省略する。

20) 同上 p.46

21) 同上 p.46

22) 同上 p.47

23) 同上 p.49

24) 同上 p.50

25) 同上 pp.50, 52

26) 同上 p.52。「成長」と「発展」を同義的に並記しているが、脱成長論や環境経済学ではネガティブな「成長」とポジティブな「発展」は背反的な概念であり (Daly (1996) (デイリー (2005), 『持続可能な発展の経済学』) 参照)、主題とは関係ないが、こうした他分野の動向に無頓着なことは感心できない。

27) 花崎・松下 (2014)

めの有力な手段となりうる²⁸⁾。それを敷衍的に分節し、①「多角化という手段によって、企業は成長分野や将来有望な分野に進出し、新たな収益源を確保することが可能となり」、②「旧事業と新事業を兼業することによって従来とは違った顧客層を取り込むなどの相乗効果も期待でき」、③「さらに、社内の間接部門を有効に利用することによって、製品単位当たりのコストを引き下げることが可能となるかもしれない²⁹⁾、とする。いずれも、多角化のポジティブな見込みである。しかし、①は、事業経験もノウハウもなく、成功する可能性がどれほどあるか。機先を制し、早期に参入すること自体が、先見の明という才覚を要するし、時期を逸すれば成功の見込みは一気に減衰する。②は、「従来とは違った顧客層を取り込む」ことが、何故自ずと「相乗効果」になるのか。それ以外でも、多角化が「相乗効果」となるのは、「僥倖」とも言える特定の条件によるのであり、そうなる保障が必ずあるわけではない。③は、「間接部門」の分社化は広義には多角化と言えるが、それは当該分社が「外販」もする場合のことであり、また「間接部門」が有効利用可能なのは企業（グループ）内の共通化や特殊機能・仕様に適切に対応していることが必要条件であり、それによって「コストを引き下げることが可能となる」のであって、やはり「間接部門」（その分社化）が自動的にコスト削減に寄与するわけではない。

もちろん、花崎・松下も、「多角化は必ずしもプラス面の効果ばかりを生み出すとはかぎらない」と承知しており、「多角化のデメリットは、コーポレート・ガバナンスの問題に起因するものであると理解することができる³⁰⁾、とする。間違いとは言わないが、「コーポレート・ガバナンスの問題」という以前に、そもそも多角化が本当に「必要」なのか、何故に多角化するのかという基本的な設問を疎かにしており、「多角化ありき」の議論に思えてならない。また、多角化の具体例として、(株)東

芝と(株)日立製作所を肯定的に取上げているが³¹⁾、2014（平成26）年時点で、今日の事態を見通せなかったのは致し方ないが、両社（グループ）が多角化の翳りを露呈していることは周知のことであり（不正によるジリ貧状態や主要子会社の売却等）、最早典型例または成功例とは言えない。

花崎・松下は、仮説を設定し³²⁾、①「多角化実施企業における連結決算と単体決算との比較」、②「連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較」、③「セグメント情報に基づく分析」、④「純粹持株会社を対象とした分析³³⁾」という4通りの実証分析を行なっている。分析結果の要約として、①に関しては「所有集中度を加味した多角化および分社化度合いが収益性に及ぼす効果も、プラスとマイナスが混在して」おり、②に関しては「多角化および分社化企業は、多角化および分社化していない企業に比べて、収益性が劣っているという結果が得られ」、③に関しては「セグメント数は、収益に有意にプラスの効果を発揮しているわけではなく」、④に関しては「多角化度合いが収益に及ぼす効果は、連結子会社数を通じるチャンネルにおいて、所有集中度ではプラス、金融機関持株比率ではマイナスとなっている」とし³⁴⁾、いずれにせよ芳しい結果となっていない。それでも、「これらの結果を総合的に勘案すると」、「コーポレート・ガバナンスの問題に起因するような過度な多角化のマイナスの側面が、必ずしも顕著に表れているわけではない」し、あるいは「軽微な多角化でさえ収益性に対してマイナスの効果を生んでいるという事実は、日本の多角化や分社化が必ずしも短期的な利益を引き上げることを目的とするものではなく、長期的な企業の存続を目指したものである可能性をうかがわせるものであり」（そもそも多角化で短期的な利益を目指すことは少ないであろう）、あるいは「純粹持株会社と一般事業会社との比較からは、純粹持株会社の低収益性が露呈しており」、「現状ではま

28) 同上 p.1

29) 同上 p.1

30) 同上 p.1

31) 同上 pp.14-17。東芝は、2021年11月12日に「3分割」案を公表しているが、臨時株主総会での採択を要する案件であり、総合電機メーカーという多角化企業（グループ）の「迷走」事例として興味深いのが、本稿執筆時点では帰趨が定かではないので、問題点等に立ち入らない。

32) 同上 pp.33-36

33) 同上 pp.36-47, 47-50, 50-57, 58-66

34) 同上 pp.67-68

だ良好なパフォーマンスとして結実するには至っていない³⁵⁾といった消極的な指摘を行なっているが、総じて冒頭の多角化への「期待」に反する結果となっている。

最後に、「残された課題」として、関連多角化と非関連多角化を「峻別したよりきめ細かい分析」や「自社内での多角化と子会社形態での多角化」の「決定要因」の解明等³⁶⁾を挙げており、より精細な研究の成果が得られることが望まれるが、多角化論の基礎固めが先決ではないか。

(2) 梅内俊樹の問題設定

前掲の梅内は、コングロマリット・ディスカウントの検証をしているが、その前段で事業多角化のメリット・デメリットを一応掲示している。メリットは、1) 経営資源の効率的配分、シナジー効果、2) 企業収益のブレ、オペレーション・リスクの低減、3) 負債調達によるレバレッジ効果の最大化、4) 成長が見込める事業への経営領域の拡大³⁷⁾、とする。デメリットは、1) 経営者の専門性の低下などによる非効率な経営判断、2) 拡大志向、事業間重複による非効率な投資／過剰な投資、3) 事業部間の分断などによる非効率な資源配分、4) 不採算部門の温存³⁸⁾、とする。花崎・松下の問題設定と類似的であるが、「多角化を否定的に捉える研究の多くは、シナジー効果などのメリットに比べ、専門性の低下や事業部間の分断、こうした体制に起因する経営判断や投資の非効率性などの弊害が大きいことが、特定の事業に特化した専業他社との競合に勝てない理由であると指摘する。そして、多角化企業の価値が専業企業に比べディスカウントされているという実態を捉えて、「コングロマリット・ディスカウント」なる表現が広く認識されるに至っている³⁹⁾、とする。但し、メリット・デメリット各4項に、それ以上踏み込んでおらず、「特定の事業に特化した専業他社との競合に勝てない」という肝心なことが、主力事業（本業）を含めてのことなのか、本業以外

のことなのか、不分明になっている。だが、多角化が、本業にまでマイナスの影響を及ぼしてしまうのか、本業以外が「負担」でしかないのか、ということは重大な違いである。また、効率性の評価が頻出するが、質的な問題に余り注目していない。更に、8項の指摘は、一見尤もではあるが、表面的な結果論の域を出ていないが、実は多角化の経緯・態様・実際の運営により正負は反転し得るのであり、インプット・アウトプットと共に、スループット（事業過程）の解明に踏み込む必要がある。

(3) ドイツの事情

ライナー・ツェゲヘア（Rainer Zugehör）は、1990年代においてグローバル競争の激化により、ドイツにアングロ・サクソンのシステム（市場志向的、株主（投資家）重視）が浸透し、最終的にはドイツ・モデルが終焉するのではないかという問題を設定し、研究を行なっている⁴⁰⁾。

①「コングロマリット企業において、経営者は、コンツェルン内のある事業セグメントにおける不況に伴う業績悪化によって職場を失う労働者に対して、内部労働市場の枠内において他の事業セグメントで代わりとなる職場を提供することができる。労働者は、そうした可能性を通じて多角化した企業に大きな利害関係を持っている。なぜなら、複数の事業部門を包摂する内部労働市場は、従業員全体の雇用の安定性を高めるからである⁴¹⁾。「それゆえ、1990年代半ばまで、ドイツの企業は高い多角化度を保持してきた⁴²⁾。「これに反して、アングロ・サクソン企業の場合には、株主が企業政策に大きな影響力を行使している。株主は、原則的にもっとも高い投資収益率をもつ事業領域に事業を絞り込むことに関心を持って」おり、「従って、株主の大きな影響力は、経営者と労働者の雇用リスクを保護するような多角化戦略の実践を阻止しようとする。企業政策に及ぼす資本市場の比較的強い影響力によって、アングロ・サクソン企業の多

35) 同上 pp.69-70

36) 同上 pp.70-71

37) 梅内（2009）p.3

38) 同上 p.3

39) 同上 p.3

40) Zugehör（2003）〔ツェゲヘア（2008）邦訳 pp.12-14〕

41) 同上・邦訳 p.30

42) 同上・邦訳 p.30

角化度はドイツ企業のそれに比べて低い」⁴³⁾。

②独占委員会報告書の1994/95年と1998/99年のデータによる2時点での多角化度は、ある事業部門が総売上高の最低5%以上の売上高であれば多角化事業の1つと見做すと、1994/95年時点で平均2.38、最大10(最低1)、1998/99年時点で平均2.02、最大9(最低1)であり、2時点間で15.13%低下している⁴⁴⁾、とのことである。

③「ドイツではコングロマリット企業は、1990年代半ば以降、資本市場のコントロールにもっとも強く晒されている企業のグループに属している。／特に機関投資家は、株式ポートフォリオの多様化を通じて投資リスクを制御し、「多角的事業構造を受け入れない」⁴⁵⁾。「株式市場における多角化企業の過小評価は、ドイツのコングロマリット企業が1996年に被った株価下落の算出を通じて支持される」⁴⁶⁾。「企業が多角化を強力に進めれば進めるほど、投資ファンドや保険会社のファンド・マネージャーが要求する変化することを求める圧力を企業はますます受けることになる。従って、1990年代の上場コングロマリット企業の企業政策の変化に、資本市場からの要求ないしは制約条件が読み取られる。それゆえ、多角化度は資本市場の外的コントロールの強さを示している」⁴⁷⁾(イタリック体：邦訳原文)、とする。

④労働者は、「企業の多角化を促進するか、あるいは経営者または所有者サイドによって脱多角化戦略が追求されようとするならば、多角化を守ろうとする利害を持って」おり、また「強い共同決定の下にある企業は、傾向として労働者が企業戦略に影響を与えることができな企業よりも、より広範に多角化すると言える」⁴⁸⁾。

⑤大企業の投資行動におよぼす共同決定の影響力だが、「企業の共同決定が強ければ強いほど、それだけ一

層、事業再編、すなわち脱多角化や事業部門の買収や売却は考えられないということが当てはまるはずである」が、統計分析によると、「共同決定の強さと事業再編の程度との関連は」「正の相関を示してはいるとしても、有意ではな」く、「労働者代表の影響力によって企業の再編は組織的に阻止される」とは証明されえない⁴⁹⁾。設備投資水準の変化だが、「企業の資本市場志向的の事業再編、すなわちコア・ビジネスへの集中によって、事業売却が企業の設備投資水準を低下させるため、投資水準の低下を必然的に伴って」おり、労働者代表は「むしろ固定資産の減少を伴う、株主が推進する企業の事業再編と一緒に進んでいる」⁵⁰⁾。研究・開発費の変化だが、「投資政策の時間軸の発展動向は」「研究・開発投資の発展動向に反映されるという仮定の下で」「労働者代表がその行動において短期的志向を有する」ということは証明されえず、「それどころか、投資政策への労働者代表の大きな影響力が投資計画の時間軸を上げるという命題が引き出される」⁵¹⁾。職場保証は、「賃上げ要求や企業の「解体」よりも労働者にとって根本的に優先順位は高い。これが、共同決定の強さと研究・開発費の動向との決定的な繋がりであろう。一企業内で長期にわたって雇用され続けるという展望により、従業員は、今日行われるが、しかしその回収には幾年も掛かるような投資にも大きな利益を見出す。共同決定が企業における労働者の転職率を最小限に抑えるかぎり、で、「自らの」企業に対する従業員の長期的利害が存在していることは容易に推測できる」⁵²⁾、とのことである。

⑥多角化は、1990年代半ばまでは「非常に重要」だったが、1990年代半ば以降は「重要ではないが、完全に影響力を持たないわけではない」へと変化し、「多角化戦

43) 同上・邦訳 p.30

44) 同上・邦訳 p.33

45) 同上・邦訳 p.74

46) 同上・邦訳 p.74

47) 同上・邦訳 p.77

48) 同上・邦訳 pp.93-94。労使共同決定は、1951年のモンタン共同決定、1952/1972年の経営体制法に始まり、1976年の労使共同決定法を根拠法とするものだが、株主総会に次ぐ意思決定機関である監査役会に労働者代表が株主・経営者側と同数参画し、経営に関与することである。但し、株主・経営者側の監査役会長が2票の投票権を有するので、完全に労使同権ではない。同法は、大企業に適用されるが、適用対象企業数は1992年時点で700社超、2001年時点で750社、2004年時点で746社であり、ほぼ安定的に推移している(同・邦訳 pp.88-90)。

49) 同上・邦訳 pp.132-134

50) 同上・邦訳 pp.134-136

51) 同上・邦訳 pp.136-138

52) 同上・邦訳 p.141

略は終焉を迎えた⁵³⁾と言える。しかしそれは、アングロ・サクソンのシステムに収斂したことを意味するのではなく、資本主義の「多様性」「ハイブリッド化」を示している。労使共同決定は、「ドイツ的企業統治システムの中心的要素として依然存在して」おり、「労働者代表は、とくに職場保証への従業員の利害を事業再編プロセスに取り込むことで、資本市場の要求に基づく企業の新しい方向付けに積極的に関わっている⁵⁴⁾。しかも、「法律を上回る共同決定規制を有」する企業もあるが、機関投資家等から「共同決定規制を法律上の最低限の水準にまで引き下げること」を要求されておらず、「共同決定ディスカウント」は存在しない⁵⁵⁾(イタリック体:邦訳原文)。「市場志向的制度と関係志向的制度とが、それぞれにとって「異質な」制度に関して高度の適合性を持ちうるという命題を支持している⁵⁶⁾。また、多角化戦略追求の阻止による「コングロマリット企業と内部労働市場の解体は労働者にとって雇用保証の低下を意味している」が、「幅広い共同決定規制を有する労働者代表が(例えば、事業部門の売却によって)スピン・オフの対象とされる労働者に対して、新たな母体企業での十分な雇用保証を保障しうる」のであり、「労働者代表は、これまでのその同僚を内部労働市場の枠内で提供しえた雇用保証を外部労働市場に求めようとしている⁵⁷⁾のである(イタリック体:邦訳原文)。

ドイツの事情を取上げたのは、多角化のメリット・デメリット論より踏み込んだ考察を行ないたいからである。1つの様相(射映)ではあるが、効率・非効率といった次元に留まらず、多角化が資本市場はもとより、主要なステークホルダー(経営者、労働者(従業員)、株主(投資家))間の利害関係に甚大に関わっていることが感得できる。それ故、戦略としては「終焉」を迎えたかもしれないが、実態としての多角化は、例え多角化度が低下しても、依然として存続している。事業部門の売

却等による多角化度の低下によって、内部労働市場は縮減を余儀なくされたかもしれないが、労働側にとって内部労働市場における雇用保証と、外部労働市場への関与が重要な取組みとなっている。労使共同決定下では、経営者にとっても資本市場の影響力に配慮しつつ、多角化の経路依存を踏まえ、適切な運営を行なっている。

労使共同決定という独特の体制あるいは仕組みのあるドイツと、そのようなものがないアングロ・サクソン系やわが国では、事情は異なり、一律に転用的に規範化し得ないことは言うまでもない。また、彼我の事情の懸隔が甚だしいかもしれないが、事業多角化を捉える上で、従業員あるいは内部労働市場が逸してはならない関係事項であることは了知できるのではないか。花崎・松下のいう「コーポレート・ガバナンスの問題」も、これを射程に入れることで有意義となろう。

(4) 多角化を抑止困難な事情

①上小城伸幸は、造船業を事例として、「多角化企業の「非コア」事業部が、業績不振にもかかわらず、事業戦略を転換できない要因について考察⁵⁸⁾している。既存研究は、「全社戦略」と「事業戦略」の関連への考慮が不十分であり、両者の「整合化」の「規範的な論議」までは行なっているが、非整合の態様や整合化の方途への考察に及んでいないので、それを行なうことを企図したものである⁵⁹⁾。造船業主要8社は、三菱重工業(三菱)、石川島播磨重工業(石播)、三井造船(三井)、日立造船(日造)、住友重機械工業(住重)、佐世保重工業(佐世保)、名村造船所(名村)、サノヤス・ヒシノ明昌(サノヤス)である⁶⁰⁾(以下、カッコ内の略称)。近年の日本の造船業では、大型船や高度技術船の建造よりも、中型船の多数建造の方が経済的パフォーマンスが高いようである⁶¹⁾。そこで、大型船や高度技術船を建造している大手5社の

53) 同上・邦訳 p.170

54) 同上・邦訳 p.176

55) 同上・邦訳 p.182

56) 同上・邦訳 p.183

57) 同上・邦訳 p.184

58) 上小城(2007) p.16

59) 同上 pp.17-18

60) 同上 p.20。2007年当時のことであるが、今日までの変動としては、2014年に名村造船所が佐世保重工業を完全子会社化したことが比較的大きな変動である。

61) 同上 pp.20-21

うち、三井・日造・住重の3社は「中型船の建造比率を高めることによって、収益性を高めたり、維持しようとしたことが伺える」⁶²⁾。ところが、最大手2社の三菱と石播は、大型船や高度技術船の建造比率を維持し、技術的には可能であるのに、中型船の建造に注力していない⁶³⁾。何故か。上小城は、「範囲の経済」の存在有無の差異と解する。大手5社は、いずれも「高度技術船の中でも、とりわけ護衛艦や潜水艦といった国防を担う艦艇の建造を戦後から継続して行なっている。しかしながら、「大手」の中でも三井と日造と住重は、造船部門で確かに艦艇を建造しているけれども、他の事業部においては国防に関連した製品をほとんど建造していない。他方、三菱や石播では、造船部門以外の他の事業部門で国防に関連する製品を建造している」⁶⁴⁾。つまり、防衛庁(当時)向けという特殊な分野の事業活動という点で共通しており、造船関連事業部門は、航空宇宙事業部門(戦闘機等)や特殊車両事業部門(戦車等)といった社内の他の事業部門と連繋し、「範囲の経済」を最大手2社は形成しているが、他の3社は「範囲の経済」が存在しない⁶⁵⁾。これが、「本社主導の造船部門における大胆な戦略転換が容易」⁶⁶⁾に行なえるのか否かの差異となっている、とする。

最大手2社は、売上高比率が低い「非コア」事業部(造船関連部門)が業績不振に陥っても、「範囲の経済」が存在するので、事業戦略の転換は非常に難しい⁶⁷⁾、と上小城は結論し、2つの「含意」を導出している。第1に、「コア」事業部との間に「範囲の経済」が存在している「非コア」事業部の業績不振を立て直すためには、「非コア」事業部が再建を独自に試みるのではなく、全社トップの「非コア」事業部への積極的関与が必要になる」、

第2に、「業績不振に陥っている「非コア」事業部の自律性を高めるような「分社化」はその事業部の更なる業績悪化を招いてしまう場合がある」⁶⁸⁾、とのことである。概略として間違っているとは言えないが、積極的な提言ではない。第1の「含意」は、最大手2社の経営トップの関与が実際に不十分だったならば、その通りであろう。第2の「含意」は、組織(形態)論的な優劣の問題ではないのではないかと。確かに、単体企業内であれば機関運営が可能であるのに対し、「分社化」した企業グループであれば機関運営は行なえないので、組織的対応は間接的とならざるを得ない。しかし、単体企業内の部門として既に業績が悪化しているのであるから、現状維持で良しとするのでない限り、組織の変更を含め何らかの方策が必要であろう。但し、上小城のいう「範囲の経済」を容認するならば、そのうちの1部門の「業績悪化」がそれほど忌避すべきことなのか、という穿った見方もあり得るであろう。

②越田孝久は、「1980年代中ごろに鉄鋼業では脱成熟化を目的にして多角化戦略が採られた」が、「一時の熱病のような鉄鋼業における多角化事業ブームは霧散したが、しぶとく子会社に残った事業もある一方で、他社に売却などされて撤退した多くの事例があった。既存事業の影響下で新規事業の存続を決定した要因」は何であったのかを、川崎製鉄(株)を事例として解析している⁶⁹⁾。「じっくりと時間をかけて事業を起こすゆとりは鉄鋼業には残されていなかった」ので、多角化は「基本的には鉄鋼部門では余剰となった従業員の受け皿対策であった」⁷⁰⁾、とのことである。リサーチ・クエスチョンとして4問を設定しており、RQ1:なぜコア・コンピタンスの無い分野での多角化をはかったのか?、RQ2:多角化により得

62) 同上 p.21。大型船・高度技術船の建造比率の変遷は、1990-1995年平均と1996-2001年平均を対比すると、三井46.7%→23.7%(23.0%減)、日造53.1%→44.3%(8.8%減)、住重51.6%→16.7%(34.9%減)である(同 p.22)。

63) 同上 p.22。大型船・高度技術船の建造比率の変遷は、1990-1995年平均と1996-2001年平均を対比すると、三菱79.4%→87.6%(8.2%増)、石播59.0%→68.8%(9.8%増)である(同 p.22)。

64) 同上 pp.22-23

65) 同上 pp.23,26

66) 同上 p.26

67) 同上 p.26。なお、造船関連部門の売上高比率(1990-2001年度平均)は、三菱14.33%、石播14.29%、三井30.28%、日造29.73%、住重29.28%、佐世保74.12%、名村80.77%、サノヤス55.27%である(同 p.23)。また、造船関連部門の営業利益率(1998~2001の各年度)は、三菱2.3%、-0.1%、-1.4%、1.9%、石播1.4%、-4.0%、3.8%、-0.1%である(同 p.25)。

68) 同上 p.26

69) 越田(2015) p.167

70) 同上 p.170

られたものは何だったのか?、RQ3:多角化事業から何を学び残したのか?、RQ4:組織文化は変わったのか?、というものである⁷¹⁾。解析結果(解答)は、次の通りである。RQ1に関しては「規模と成長性を期待して鉄鋼事業と関連の無い分野に海外企業の技術を活用して参入した」⁷²⁾、RQ2に関しては「存続に最も大きな影響を与えるのは組織に対し正当性があることと自前が重要である。技術の差別化と製品の差別化の効果は明確に検出されなかった」⁷³⁾、RQ3に関しては「多角化事業において外部から経営資源を獲得しようとする場合には、獲得した組織を運営できる能力が大切である。また獲得した資源を組織に定着させるためには本体の組織から継続的なサポートが不可欠である」⁷⁴⁾、RQ4に関しては「事業環境の変化に対して鉄の文化は変わることはなかった」⁷⁵⁾。補足すると、「鉄鋼業のような強固な企業文化を有する企業では変化の速い成長分野への事業展開は困難であ」⁷⁶⁾り、「鉄鋼業が多角化により成長事業を創成し得なかった背景には基幹産業としての意識と政府や地域の関係から事業の縮小や撤退が迅速に行われ難い点があげられる」⁷⁷⁾。また、「市場関連型が多角化事業では特に顧客との新しい関係を創り上げていくことが必要であるが、日本の鉄鋼メーカーにはこの点が欠けていたきらいがある」⁷⁸⁾。結局は、「川崎製鉄は脱成熟化で複合経営を目指したものの、将来の柱事業を見いだせない中で日本鋼管と経営統合の道を選んだのは必然であった」⁷⁹⁾、とする。

川崎製鉄等の鉄鋼業の多角化は明らかに失敗例であり、「自前」主義で可能な多角化は近傍の関連多角化に限定されるのであり、強固な「鉄の文化」の奢りは「獲

得した組織を運営できる能力」を体得しようとせず、「本体の組織から継続的なサポート」は成されなかった。落日の日本鉄鋼業に到る経緯が如実に示されている、と言わざるを得ない。また、多角化が「従業員の受け皿対策であった」とすれば、その後の川崎製鉄(グループ)等の従業員(社外工を含む)の規模縮減を見れば、対策は奏功しなかったのである。

4. コングロマリット・ディスカウントは普遍的か

事業多角化の問題並びにその研究の一翼として、価値負荷的な、しかもネガティブな価値負荷的なコングロマリット・ディスカウント(多角化ディスカウント)を主題とし、論証する研究が多くなされている。それらを取上げ、多角化のネガティブな射影を捕捉する。

(1) 平元達也(2002)「事業の多角化と企業価値」

①平元達也は、「多角化による企業価値への影響を検証し」、「多角化による企業価値の破壊が確認された」⁸⁰⁾、とする。1995年度の東京証券取引所上場企業の財務データ(単体ベース)をサンプルとして分析を行ったが、金融業企業等を除外し、サンプル数は1,554社である⁸¹⁾。売上高営業利益率は、専業企業の平均値が4.2%であるが、多角化企業の平均値は3.4%であり、多角化企業の方が低い⁸²⁾。

②「多角化による企業価値への影響」としては、「専業企業の超過企業価値は平均値3.0%、中央値0.0%であ

71) 同上 pp.170,173

72) 同上 p.181

73) 同上 p.182

74) 同上 p.182

75) 同上 p.183

76) 同上 pp.183-184

77) 同上 p.184

78) 同上 p.184

79) 同上 p.184

80) 平元(2002) p.31

81) 同上 p.34

82) 同上 p.36。「企業価値」に関して、断り書きをしておきたい。本稿で取上げる諸研究では、コングロマリット・ディスカウント(多角化ディスカウント)あるいはコングロマリット・プレミアム(多角化プレミアム)との関連で「企業価値」が頻出し、その意味としては市場価値(株価)に限定していたり、資産価値を含めていたり様々である。企業価値論的にはどのような概念あるいは定義を行なうかは重要なミッションであることを承知しているが、本稿では個々の研究における含意ないし差異に立ち入ることはせず、ディスカウントあるいはプレミアムという事象の捕捉に着目するに留める。

るのに対して、多角化企業は、平均値 -8.8%、中央値 -5.1%となっており、専業企業と多角化企業との間には平均値で11.8%の差がある⁸³⁾。3つのコントロール変数（総資産の自然対数、売上高営業利益率、有形固定資産の増加額）を加えた分析結果でも、「多角化による価値破壊は -11.3%であり、コントロール変数を加えない場合との差は小さい⁸⁴⁾、とのことである。

③「多角化度合いによる影響」としては、「事業数と超過企業価値の関係は、ほぼ逆比例の関係にあり」、「事業数の増加に伴って、超過企業価値のマイナスが増大しており、多角化の進展に伴って、企業価値破壊が大きくなっていることが確認できる⁸⁵⁾。「多角化度合いとして事業数を説明変数に加えた場合、事業数が1増加するごとに企業価値に6.8%のディスカウントが発生することを分析結果は示している⁸⁶⁾、とのことである。

④日経NEEDSの中分類により、「最も売上高シェアが大きい中分類領域をコア領域、それ以外の中分類領域をノンコア領域と定義」し、「コア領域内の事業（小分類）を関連事業への多角化、「ノンコア領域の事業（小分類）を非関連事業への多角化とする⁸⁷⁾。関連事業のみへの多角化を行っている企業は295社（38.97%）、非関連事業のみへ多角化を行っている企業は284社（37.52%）、残りの178社（23.51%）は関連事業、非関連事業の両方に多角化を行っている⁸⁸⁾。その「関連事業、非関連事業への多角化による影響」としては、「ともに企業価値にマイナスの影響を与えていることを示している⁸⁹⁾。また、「コア領域の売上高シェアが企業価値に有意にプラスの影響を与えていることは、企業のコア領域への「集中」戦略を支持するものであるが」、「企業が「選択と集中」により、コア領域とノンコア領域の「選択」を行ったとしても、コア領域内での十分な「集中」が伴わなければ企業価値を高めることは出来ないことを示唆

している⁹⁰⁾、とする。

⑤多角化と「コーポレート・ガバナンス構造との関係」を分析し、属性別株主（株式保有している経営者、投資信託、外国人、個人）、大株主、株主および債権者としてのメインバンクを取上げて詳細に検証しているが⁹¹⁾、結論的なことを抽出すると、「経営者の株式所有によるエージェンシー・コストの軽減効果は認められるが」、「専業企業と多角化企業との間で際立った差異は認められない」、「株主（大株主であったとしても）は企業に対してモニタリングを行っていない」、「メインバンクは、企業に対して株主という立場から株主価値を最大化するような規律付けを行っていない。しかし、債権者としての立場からは企業に規律付けをもたらしている⁹²⁾、とする。また、「企業の多角化による価値破壊は」、「経営者の投資判断の誤りによる非効率な多角化投資によって引き起こされるケースが多いと考える」が、「メインバンク以外からの借入は」、「非効率な多角化を行ってしまう可能性が高まると考えられる⁹³⁾、とする。ステークホルダーとして、株主は属性別に分けて詳細に取上げており、メインバンクに限ってであるが債権者も取上げているが、前掲の研究に散見するように、多角化が従業員の雇用と密接に関連しているにも関わらず、従業員というステークホルダーには全く関説していない。

⑥「まとめ」として、「企業の多角化はオペレーティング・コストの低減、事業部間のシナジーなどのメリットをもたらすが、経営者の専門性の低下、経営資源の分散などによるデメリットに加えて、多角化自体が経営者の過度の自信、拡大志向による非効率な投資であるケースもあり、企業価値にマイナスの影響を与える」し、「多角化の度合いを強めることに伴って、多角化のデメリットである経営者の専門性の低下、経営資源の分散などの影響が強まり、過度の多角化になる可能性、不採算部門

83) 同上 p.37

84) 同上 p.37

85) 同上 pp.38,39

86) 同上 p.40

87) 同上 p.41

88) 同上 p.42

89) 同上 p.42

90) 同上 pp.42-43

91) 同上 pp.43-51

92) 同上 p.52

93) 同上 p.53

が温存されている可能性が高まることにより企業価値へのマイナスの影響が強くなる⁹⁴⁾、とする。これらは、経営者の掌握可能なキャパシティの限度という準拠枠を示唆している。

(2) 薄井彰 (2006) 「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」

①薄井彰は、1998～2005年の14,498社のサンプル・データにより、「日本の上場企業について事業別と所在地別のセグメント情報の価値関連性を調査している⁹⁵⁾。基本的な指標として、「連結グループ範囲の尺度」の代理変数として売上高連単倍率 (= 連結売上高 / 親会社売上高)、多角化の尺度としてハーフィンダール指数⁹⁶⁾、国際化の尺度として海外売上高比率 (= 海外売上高 / 連結売上高) を利用している⁹⁷⁾。

図表1は、基本的な指標の数値を掲示したもののだが、「事業の種類別セグメント情報を開示していない場合には、Herfindahl 指数は1とした。海外売上高を開示していない場合には0としている⁹⁸⁾、と注記している。売上高連単倍率は、期間における趨勢として増加しているが、「2003年以降の平均値が高くなっている理由の一つはいくつかの持株会社の連単倍率が高いためである。た

だし、中位数も年々増加していることから、企業が連結の範囲を拡大する傾向にある⁹⁹⁾、とする。ハーフィンダール指数は、0.75前後であり、「特定のセグメントに売上高が集中していることがわかる¹⁰⁰⁾、とのことである。

②「サンプルでは市場は多角化企業の連結株主資本の評価にプレミアムを与えている」が、「連結グループの範囲が大きな企業の連結利益はディスカウントして評価されており、「同一の利益水準であっても、多角化企業の利益はディスカウント評価され」、「連結グループの範囲を拡大して、かつ、多角化している場合には」「多角化のディスカウントをあらわす。しかしながら、連結の範囲を拡大してかつ多角化した企業の黒字連結利益は高く評価される¹⁰¹⁾。「多角化が範囲の経済を獲得でき、黒字の利益を達成できるならば、市場はそれをプラスに評価する。範囲の経済と多角化のディスカウントはトレード・オフの関係にある。この結果は、経営者が十分に規律付けされており、範囲の経済が相対的に大きい場合には、市場が多角化のメリットを期待していることを示している¹⁰²⁾、とする。必ずしもディスカウント一辺倒の捕捉ではなく、また経営者の規律付け (の存否) を指摘していることは示唆的である。

図表1 セグメント情報等の基本統計値 (1998-2005年)

年	売上高連単倍率			ハーフィンダール指数			海外売上高比率			社数
	平均	中位数	標準偏差	平均	中位数	標準偏差	平均	中位数	標準偏差	
1998	1.233	1.125	0.346	0.744	0.783	0.250	0.126	0.000	0.197	1,600
1999	1.235	1.122	0.336	0.747	0.800	0.251	0.125	0.000	0.199	1,754
2000	1.261	1.131	0.421	0.730	0.770	0.257	0.112	0.000	0.190	1,960
2001	1.303	1.143	0.930	0.725	0.761	0.258	0.111	0.000	0.185	1,966
2002	1.363	1.167	1.323	0.721	0.760	0.262	0.121	0.000	0.192	1,929
2003	1.608	1.172	4.687	0.722	0.753	0.261	0.126	0.000	0.207	1,888
2004	1.991	1.172	7.451	0.721	0.760	0.263	0.130	0.000	0.202	1,829
2005	1.924	1.184	5.755	0.718	0.754	0.265	0.139	0.000	0.203	1,572

(出典：薄井 (2006) p.66)

94) 同上 p.52
 95) 薄井 (2006) p.61
 96) ハーフィンダール指数は、 Σ (セグメント売上高 / 連結売上高)²であり、小さいほど多角化が進展している (同 p.65)。
 97) 同上 p.65。なお、海外売上高は図表には掲示したが、主題とは直接関係しないので立ち入らない。
 98) 同上 p.66
 99) 同上 p.65
 100) 同上 p.65
 101) 同上 p.69
 102) 同上 p.70

(3) 室井伸一 (2007) 「多角化と企業価値」

①コングロマリット・ディスカウントに関しては、「多くの研究者、投資家の間で、多角化は企業価値を引き下げるという見方がコンセンサスとなっている。しかし、最近では多角化によりプレミアムが付いているとの実証研究も出てきており、多角化は企業価値を毀損するとは必ずしも言い切れない」¹⁰³⁾、との端初的なスタンスで研究に向かっている。

②「多角化が企業価値に影響するプラス要因」として、1) 資本構成による節税メリット、2) 内部資本市場の効率性、3) シナジー効果、4) 経営管理スキル、を挙げている¹⁰⁴⁾。「多角化が企業価値に影響するマイナス要因」として、1) 過大投資、2) 相互補助、3) 経営管理体制の非効率性、を挙げている¹⁰⁵⁾。これらを「外部から観察する場合には」「三つの複合要因になっている」とし、「一つは、資本構成による節税効果」、「二つ目は、事業上のシナジー、内部資本市場の効率性、経営管理スキルの巧拙に伴う事業自体の収益力であり、三つ目は「これらの二つの要因から決定される本来の企業価値が市場でどのように評価されるかである」¹⁰⁶⁾、とする。そして、「多角化の研究においては、資本構成、事業の収益性、市場での評価という、三つの要因を明確化し」ないと、「多角化の企業価値への影響の全体像が明確とならない」¹⁰⁷⁾と、研究の方向性を提言している。

③「多角化は企業価値を引き下げるというコンセンサスがある中で、企業が専門化に積極的でないことは、理解できないパラドックスであると論評されることもあるほど、企業経営者の多くは多角化に価値を見出している」¹⁰⁸⁾、という穿った見方を提示している。それに対し、多角化は、倒産等の「事業リスクの低減に役立ち、資金調達を含めて、安定した企業運営を行えるということがメリットと考えられ」¹⁰⁹⁾、と一応解している。また、「今後の事業の見直しに際しては」、「①自社の経営管理スキ

ルから多角化の範囲を明確にする、②内部資本市場を効率的に機能させる、③事業リスクに見合った資本構成に近づける、④外部からの適正な評価が可能となる開示、IRを進める」¹¹⁰⁾ことが重要である、とする。

ディスカウント一辺倒ではなく、「根強くある」多角化に切り込もうとしている。一応の「解」で終わっているが、「自社の経営管理スキルから多角化の範囲を明確にする」という命題を更に踏み込んで追及するならば、多角化研究に資するであろう。

(4) 中野貴之 (2011) 「多角化ディスカウントに関する実証研究」

①中野貴之は、「多角化という用語は、狭義には事業多角化（商製品・サービス分野の多角化）だけを指すが、リスク・リターン構造の異なる領域に活動範囲を広げていくという点では地域多角化（生産・販売拠点のグローバル化）も多角化の一種であるとし、「本研究の特徴は、地域多角化を含め網羅的な検証を行っている点にある」¹¹¹⁾、と自ら顕彰している。更に、「本研究の重要な成果は、日本企業を対象として、以下の三点をはじめて発見したことである」とし、「第一に、①事業多角化および②地域多角化ともに企業価値に負の影響を及ぼしていること、第二に、これら負の影響は、事業別および地域別セグメント情報の質が高いほど緩和されうること、第三に、ただし非関連多角化など事業構造が複雑に過ぎる場合にはこの開示効果が見られなくなること、以上三点である」¹¹²⁾、と自画自賛している。しかし、「地域多角化」を包含していることはユニークかもしれないが、個々の指摘は「発見」というほどのことではない。

②中野は、検証すべき仮説を次のように設定している。「仮説1.1：事業多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている」、「仮説1.2：地域多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている」、

103) 室井 (2007) p.133

104) 同上 pp.135-136

105) 同上 p.137

106) 同上 p.138

107) 同上 p.140

108) 同上 p.139

109) 同上 p.140

110) 同上 p.140

111) 中野 (2011) pp.117,118

112) 同上 pp.117,132

「仮説2.1：事業多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ」、「仮説2.2：地域多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ」¹¹³⁾(下線：引用原文)。統計的分析のサンプルは、東京・大阪・名古屋証券取引所上場企業であり、期間は2000～2009年であり、連結財務諸表を公表し、日経NEEDSの財務データおよび株価が入手可能な企業として、15,471社である¹¹⁴⁾。検証の結果、仮説は全て「支持」されるとする¹¹⁵⁾。但し、仮説2.1の「支持」は限定的であり、「非関連多角化として企業の事業構造が著しく複雑に及ぶ場合に、事業多角化に関する情報の質を高めても、多角化ディスカウントを緩和する効果は生じないということを示している」¹¹⁶⁾、としている。

③インプリケーション(含意)として、2点を挙示している。1点は、「新セグメント開示基準には一定の問題点があり」、「開示実態や効果の検証をふまえて、現行規定の妥当性について十分な検討を行う必要がある」¹¹⁷⁾、ということである。もう1点は、「多角化ディスカウントには、情報開示効果の他、ガバナンス・システム

や社内調整システムの有効性等が関係していると推測される」ので、これらの「本研究で注目した以外の側面を含めて十分検証を積み重ね、多角化戦略とそれに対する各種システムの効果を系統的に明らかにしていくことが重要である」¹¹⁸⁾、ということである。多角化に関わる「ガバナンス・システムや社内調整システムの有効性等」の研究の進展が望まれるが、「情報開示」以外のディスカウント緩和策は具体的に何か、といったことに関する「仮説」(予断)を考案する必要があり、それによって検証は意義あるものになるのではないかと推測される。

(5) 牛島辰男(2015)「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」

①牛島辰男は、「企業ガバナンスと多角化の関係」を分析するが、「多角化した日本企業が同じ産業の専門企業に比べ、投資家からディスカウントされているのかは十分に明らかではない」とし、理由として、「多角化ディスカウントの推計に必要な連結ベースの事業セグメント情報が日本企業について体系的に取得できるようにな

図表2 サンプル企業の多角化、企業価値(超過価値)、ガバナンス指数の推移(2004～2012年)

年	(1)多角化の状況			(2)超過価値			(3)ガバナンス・システム			
	企業数	多角化企業の比率	多角化企業のセグメント数	多角化企業	専門企業	差	ガバナンス指数	サブ指数		
								取締役会	所有構造	情報開示
2004	2,878	0.512	3.15	-0.044	0.037	-0.081	4.820	1.102	2.073	1.645
2005	3,031	0.510	3.12	-0.060	0.030	-0.090	5.404	1.423	2.265	1.716
2006	3,096	0.506	3.13	-0.031	0.042	-0.073	5.521	1.461	2.474	1.586
2007	3,165	0.508	3.12	0.007	0.064	-0.057	5.543	1.510	2.512	1.522
2008	3,247	0.505	3.12	0.030	0.058	-0.028	5.597	1.630	2.413	1.554
2009	3,171	0.507	3.12	0.030	0.041	-0.011	5.717	1.743	2.206	1.768
2010	3,101	0.508	3.13	0.016	0.040	-0.024	6.006	1.787	2.245	1.973
2011	2,847	0.558	2.93	-0.023	0.041	-0.064	6.168	1.957	2.092	2.118
2012	2,771	0.579	2.88	0.025	0.042	-0.017	6.092	2.010	2.041	2.041
平均	27,307	0.521	3.076	-0.005	0.044	-0.049	5.922	1.777	2.288	1.857

(出典：牛島(2015) p.75)

113) 同上 pp.123,124

114) 同上 p.127

115) 同上 p.129

116) 同上 pp.129,130-132

117) 同上 p.133。なお、中野は「地域多角化」を重視しているため、「旧基準」(「セグメント情報の開示基準」、1988(昭和63)年設定)の「所在地別セグメント情報」に比して「新基準」(企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」、最終改正が2010(平成22)年6月30日(但し、基準第22号の2013(平成25)年9月13日改正及び基準第24号の2020(令和2)年3月31日改正による修正を反映したものが最新))の「地域に関する情報」(31項)が、「後退」していることを「問題」視している(同 pp.118,133)。

118) 同上 p.133

ったのは今世紀に入ってからであり、本格的な研究を可能とする規模でのデータ蓄積は、さらに最近まで待たなければならなかったためである。だが、この制約は現在ではほぼ解消されており、大規模サンプルに基づく多角化ディスカウントの推計が可能になっている¹¹⁹⁾とする。確かにこれまでの研究（統計的分析）は大半が単体ベースであったから、連結ベース（企業グループ・ベース）の「推計」がより実態適格的であることは、牛島の言う通りである。2004年～2012年の期間の推計サンプル、延べ数約27,300社（期間累計）、ユニークベース約3,900社を対象としており、日本標準産業分類の細分類（4桁）ベースで複数のセグメントを持つ企業を多角化企業と定義している¹²⁰⁾。

②サンプル企業の多角化、企業価値（超過価値）、ガバナンス指数の推移（2004～2012年）は、次の通りである。企業数の「平均」欄は、合計値である。ガバナンス指数は、取締役会の構造（取締役人数（-）、常務相当以上の取締役人数（-）、独立社外取締役比率（+）、監査役人数／取締役人数（+）、経営者交替の柔軟性（+）、所有構造（外国人持株比率（+）、持合比率（-）、安定保有比率（-）、役員1人当たり自社株保有金額（+）、ストックオプション導入ダミー（+）、情報開示（過去3年間の監査意見の回数（-）、過去3年間の会計方針変更の回数（-）、決算期末から単独決算発表までの日数（-）、同一日に株主総会を開催した会社数（-）、日興アイ・アールによるウェブサイト充実度評価（+））の各変数の値が大きい（小さい）ほど、企業ガバナンスの質が高いと考えられ、指数は0～15の整数値をとり、企業ガバナンスの質が高いほど同指数は大きくなる¹²¹⁾、とのことである。

「多角化企業の比率は2000年代を通じて51%程度で安定していたが、2011年からは上昇して」おり、「多角化企業が平均的に持つセグメント数は3.1前後で安定していたが、2011年から低下した。これは同年以降に多角化した企業の多くが、多角化度の低い企業であることによる¹²²⁾。超過価値に関しては、「全ての観測年で専門企業の平均が多角化企業のそれを上回っており¹²³⁾、多角化企業のディスカウントを証示している。ガバナンス指数の値は「観測期間を通じて上昇する基調にあり、日本企業のガバナンスは基本的に改善傾向にあるといえる¹²⁴⁾、とする（なお、ここでのガバナンス指数はサンプル企業全体のものであり、多角化企業に限ったものではない。多角化企業のガバナンス指数に関しては後掲する）。

③「ガバナンス指数とサブ指数の平均は、全て多角化企業の方が専門企業よりも低くなっている。すなわち、多角化企業のガバナンスの質は、専門企業のそれよりも平均的に低い¹²⁵⁾、とのことである。

④多角化ディスカウントを6通り推計しているが、米国企業に比べても、総じて「日本企業の多角化ディスカウントは統計的な頑健性が高いといえる¹²⁶⁾、とする。「多角化とガバナンス・システムの相互作用」に関しては、「全ての推計で多角化ダミーの係数はマイナスであり、高い水準で有意であり¹²⁷⁾、ガバナンスの改善が多角化企業の価値向上をもたらす効果の大きさは、専門企業における効果の半分以下になる¹²⁷⁾、とのことである。

⑤「ガバナンス・システムの企業の多角化行動への影響を分析」するために、専門企業が多角化企業となる、あるいは多角化企業が専門企業へと回帰する「遷移確率」を推計すると、「専門企業から多角化企業が5.2%、多角化企業から専門企業が3.5%である¹²⁸⁾、とのことである。

119) 牛島（2015）pp.69,70

120) 同上 p.70。なお、これまでの研究の大半が中分類（2桁）ないし小分類（3桁）により多角化の定義としているのに対し、牛島は細分類（4桁）により定義しているが、これは不適切である。例えば、医薬品製造業（165）において、医薬品製剤製造業（1652）と生物学的製剤製造業（1653）を営んでいると多角化企業になるが、それならば製薬会社（グループ）は大半が多角化企業となってしまう、余程小規模の製薬会社しか専門企業にならないことになり、とても適切な区分とはいえない。

121) 同上 p.76

122) 同上 p.76

123) 同上 p.76

124) 同上 p.77

125) 同上 pp.78-79

126) 同上 p.80

127) 同上 pp.82,83,84

128) 同上 pp.84,85

また、「多角化の始まりにおいては、ガバナンス・システムの影響は限られている」が、「多角化終了の意思決定におけるガバナンスの役割は大きく、取締役会や所有構造が経営者にもたらす規律の強さに応じて、企業が専業化する確率が変わる」¹²⁹⁾、とのことである。「これらの結果は、経営者のエージェンシー問題が多角化の開始よりも継続において深刻であることを示唆している。多角化の継続で株主と経営者に利害の不一致が起きる一つのシナリオは、継続価値がマイナスとなった事業に経営者が執着し、非効率な事業が整理されることなく企業内に蓄積されていくことである。(略) 日本企業の多角化におけるエージェンシー問題とは主に非効率な事業の温存であり、ガバナンス・システムの役割は必要ナストラクチャリングの実施を経営者に促すことといえるかもしれない」¹³⁰⁾、とする。

ここまでの分析をしたのであるから、「非効率な事業の温存」という事象(事態)が何故・如何にして出来るのか、という問題に更に踏み込んで良かったのではないかと惜しまれる。また、ガバナンスに関わって、経営者や株主(投資家)を様々に捕捉しているが、それに引き換えステークホルダーとしての従業員が全く眼中にないことが不可解であり、支持し得ない。「非効率な事業の温存」とも関わっているであろうから、一層踏み込み得たであろう、とやはり惜しまれる。

5. 事業多角化の成功要因

コングロマリット・ディスカウント(多角化ディスカウント)は統計的分析で概ね立証されているので(但し、近年疑義も呈されている)、逆にコングロマリット・プレミアム(多角化プレミアム)を「大数」として統計的分析により証示することは困難であろうから、コングロ

マリット・プレミアム(多角化プレミアム)は概念的あるいは定性的に論証するか、個々の事例で顕示することが手立てではないか。筆者の知見の範囲では、取上げられる先行研究等は多くはないが、参看し得たものを取上げる。

(1) 河野英子(2015)「多角化を支える弱く広いつながりの形成とその強化—東海部品工業の医療機器事業参入の事例—」

①河野英子は、「新規分野への多角化を成功に導いたプロセスについて、「弱いつながり(Granovetter, 1974)」という考え方をもとに解釈を加えてい」¹³¹⁾こうとする。「希少な成功例のひとつとして、自動車産業から医療機器産業への多角化において成果を実現している企業事例」として、東海部品工業(株)の医療機器事業を取上げている¹³²⁾。要約的には、「対象企業の多角化は、自動車→HDD→医療機器と進展し、「基層的な能力を土台に、弱いつながりの広範囲な形成とその強化のもとで能力を高め、医療機器で成功するために乗り越えるべき三つの壁—技術、規制、市場—を段階的に乗り越えることが可能になったということである」¹³³⁾。

②東海部品工業は、「自動車部品用ねじの老舗独立系メーカー」であり、「自動車依存度100%の時代が続いた」が、「同業界に依存する状況に危機感を持つようになり、「2003年、多角化事業のひとつとして医療機器事業に参入し、部品製造のみならず、医療機器の自社製品を製造・販売するメーカーとなった」¹³⁴⁾。「自動車部品メーカーでは非自動車への多角化が必要という議論が繰り返し行われてきたが、自動車産業全体が長期でみれば緩やかに発展してきたことや自動車部品のモノづくりが有するある種の特异性などから、多角化は難しいとされてきた。医療機器産業への多角化は少なく、当該事例は注目される

129) 同上 p.88

130) 同上 p.88。なお、「企業内に蓄積」という指摘は、連結ベースの分析を行なっていることから、「企業グループ内に蓄積」とする方が適切であろう。

131) 河野(2015) p.413。なお、「弱いつながり」とは、社会学者マーク・グラノヴェッター(Mark Granovetter)が提唱した「弱い紐帯の強み」(The strength of weak ties)という考え方のことである。

132) 同上 pp.414,417。なお、東海部品工業(株)は、当該社HPによると、1947(昭和22)年10月25日設立、資本金1,500万円(2018年4月現在)、従業員数85名、本社所在地:静岡県沼津市、業種:輸送用機械器具製造業、医療機器製造業、とのことである(<http://www.tokaibuhin.co.jp/outline/>,2021/11/09,22:10検索)。

133) 同上 p.414

134) 同上 p.418

希少な成功例である」¹³⁵⁾、とする。「ある種の特殊性」とは、「自動車部品メーカーの安全性に対する意識の高さから投資額が大きい傾向があること、その傾向は非自動車への多角化においてもなかなか変えられないこと、その結果、当時の成長産業であった情報通信や環境関連等への多角化の取り組みでコストが高くなり、エレクトロニクス系部品メーカー等との競争に負けてきた」¹³⁶⁾、とのことである。

③医療機器産業は、医療用医薬品と同様、「薬事法に基づく「治験」、「申請」、「承認」という独自の流れを有する」¹³⁷⁾という特性がある。市場規模は2兆円程度で推移しており、医療機器には診断系機器（市場規模2割強）、治療系機器（同左5割強）、その他機器があり、日本は診断系に強く、治療系に弱い傾向がある¹³⁸⁾。「医療機器産業は、多品種少量生産のため小規模企業が多い傾向があり、中小企業が7割を占める。利益率は安定しており、景気の影響を受けにくい傾向がある」¹³⁹⁾。「しかし、医療機器分野への参入の成功例は決して多くな」¹⁴⁰⁾い、とのことである。

④河野は、東海部品工業の医療機器事業への多角化を「三段階」に分けて分析している。第一段階は、1999年の「HDD用マイクロネジへの進出」であり、その後「画像選別機の自社開発を行うなど品質管理の徹底と効率化を進め、3年程度かけて加工技術を確立した。同社は現在、約1,000種類以上のマイクロネジやマイクロパーツを生産しており、国内トップクラスのシェアを有する」¹⁴¹⁾。第二段階は、「2003年、医療関連のチタン事業部を立ち上げ、医療機器製造販売業の許可へ向かった段階であ」り、「許可を取得（2004年11月）し、「チタン事業

部の立ち上げから3年間は赤字が続いたが、4年目からはようやく軌道に乗っていった」¹⁴²⁾。第三段階は、「販路を構築した段階（2006年以降）であ」り、「受託加工企業であるとともに、自社ブランドを持つ医療機器メーカーへと成長した。2014年の同社売上高における医療機器の構成比は、15%にまで拡大している」¹⁴³⁾、とのことである。

⑤「多角化事業の成功のメカニズムを、つながりという概念により分析を試み」、河野は次のような「解釈」を行なっている¹⁴⁴⁾。第一に、経営「トップ自らが率先して弱く広いつながりを形成するなかで、必要となる新しい知識を獲得して」いったことであり、「トップマネジメントが戦略策定能力を持つ特殊な事例と考えられ」、「さらに、全面的に権限委譲された医療機器等の担当者においても、同様の姿勢がみられた。活躍してきた社員は、工場長を務めるまでになった」¹⁴⁵⁾。第二に、「広く弱いつながりから、いくつかのつながりを強いものに育てていたということである。そこでは、トップが率先し、権限委譲された社員もそれに習って、つながりを深く強くしてきたこと」¹⁴⁶⁾である。第三に、「そうしたつながりを通じて、医療機器産業への多角化を成功させるために乗り越えるべき三つの壁—技術、規制、市場—を段階的に乗り越えたことである」¹⁴⁷⁾。第四に、「つながりのなかで学習が行われたことにより、「下請けメーカー」から「自社製品を持つ医療機器メーカー」へ、（略）展開することができた」¹⁴⁸⁾、ということである。

⑥当該事例分析は、「多角化戦略の成功を規定する一般的なメカニズムを明らかにできたものではない」し、事例に即しても、他の企業との相互作用を何が可能にし

135) 同上 p.418

136) 同上 p.418。半導体産業における台湾勢等への敗退が、オーバースペックによるコスト高による「好例」であろう。

137) 同上 p.419。「薬事法」は、「現「医薬品医療機器等法」であるが、同社の多角化は旧「薬事法」のもとで進められたため、本稿では薬事法と記載する」と注記されている（同 p.419）。

138) 同上 p.419

139) 同上 p.419

140) 同上 p.421

141) 同上 pp.422, 423

142) 同上 pp.423, 424, 425

143) 同上 pp.425, 427

144) 同上 p.428

145) 同上 p.428

146) 同上 p.429

147) 同上 p.429

148) 同上 p.429

たのか、「連携を促す動因とは何だったのか、どのような組織や組織的仕組みがその相互作用の果実を社内に効果的に取り込むことを可能にしたのか、担う人材の能力の形成を可能にしたのはどのような制度であったのか、こうした大切な問題への答えは十分に検討されていない」¹⁴⁹⁾、と残された課題を提示している。

その通りではあるが、多角化の成功要因あるいは企業グループのキャパシティ限度画定に示唆深い分析である。但し、如何せん小規模企業の事例であり、その意味でも一般化し得ないことは否めない。

(2) 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」

中岡孝剛・上小城伸幸は、上小城 (2007) の専著とは、共著のせい、10年が経過しているからか定かでないが、だいたい趣きの異なる「検討」を行なっている。

①「多角化自体は企業が持続的に成長していくうえで重要な戦略であり、企業が成熟するにつれて、事業の多角化は進展することになり、「既存事業で培ったノウハウの活用や間接部門の共有による費用削減、そして事業リスクの分散などのシナジー効果も期待でき、経営者が多角化を志向する誘因は大きい」¹⁵⁰⁾、とだいたいポジティブな評価を予め提示している。但し、「一方で、多角化が非効率な経営を生じさせ、企業価値を低下させるという見方もある。すなわち、多角化企業は一つの分野にしか参入していない専門企業に比べて、株式市場から低く評価されているという現象である」が、「近年、米国における多角化の実証研究では、分析に用いるデータの不備や検証における統計学上の問題（内生性の問題）などが指摘されるようになり、「米国においては多角化ディスカウントに対する合意が崩れつつある」のであり、「我が国の合意も頑健ではなく、我が国のデータを用いた検証の蓄積によって新たな合意を形成する必要がある

」¹⁵¹⁾、と問題の提起を行なっている。

②「本研究では可能な限り長期的なデータが利用可能で、かつ当該期間で整合的な多角化度合いの指標を用いてその変遷を確認したい」が、「我が国においてセグメント情報の開示が本格的になされたのは2000年以降であるため、セグメント情報を利用した長期的な多角化度合いの変遷を確認することができない」¹⁵²⁾と、前掲の牛島より一層連結ベースの捕捉に関してシビアな指摘をしている。

③前項の系として、「連結子会社数と、連結決算と単体決算の子会社従業員比率（以下、連結子会社従業員比率）を多角化度合いの代理変数として用いてその変遷を確認したい」¹⁵³⁾、と代替案を提示している。1985年度から2014年度までの推移では、連結子会社数の平均値と中央値は6.2倍と5.0倍になっており、「多角化が持続的に進展してきたと解釈できる」とし、連結子会社従業員比率は2.3倍と2.8倍に上昇しており、「我が国企業は持続的に多角化を進展させてきたことが示唆されている」¹⁵⁴⁾、とする（なお、正確な数値の表は掲示されず、掲示している図からは概数しか感得できない）。

しかし、連結子会社数と連結子会社従業員比率を「多角化度合いの代理変数」とすることは妥当か。疑問である。中岡・上小城も懸念して2つの注記をしている。1つは、「従業員数ではなく、総資産額や売上高を用いて上記(1)式の比率を算出することも可能であるが、Ushijima (2015) が指摘しているように、これらの情報を用いた場合には、連結子会社の重要性を過小に見積もる可能性がある。たとえば、連結子会社間で取引があった場合、その売上高は相殺されるため、売上高を用いた(1)式の比率の算出は過小に連結子会社の重要性を評価することになる。ただし、これらを用いた場合でも、以下で得られる結果ならびに含意に違いはない」¹⁵⁵⁾、と注記している。もう1つは、「子会社の設立の多くが新たな

149) 同上 p.430

150) 中岡・上小城 (2017) p.178。Gomes and Livdan (2004) を参看しており、同論文で「最適な多角化水準は企業年齢の増加関数として導出されている」と注記している (同 p.178)。

151) 同上 pp.178,179

152) 同上 p.179

153) 同上 p.179。なお、連結子会社従業員比率の算式は(1)式として、次の通りとしている、連結子会社従業員比率_i = (連結決算の従業員数_i - 単独決算の従業員数_i) / 連結決算の従業員数_i, $i = 1, 2, \dots, N$ (同 p.180、 N は n (小文字) とすべきではないか)。

154) 同上 pp.180-181

155) 同上 p.179

事業に新規参入を行う目的ではなく、他の動機で生じている場合にはこれらの代理変数は適切ではなく、「例えば、バブル崩壊以降、人件費の削減を目的とした子会社化や事業の売却を目的とした純粋持ち株会社化が行われたとの指摘があるが、この動機が子会社設立の支配的な動機であるならば、本論文で用いた代理変数は不適切である。その意味で、本論文で利用する多角化指標には限界がある」¹⁵⁶⁾、と注記している。中岡・上小城の捉え方は、誤りである。いずれも、企業グループに関する指標ではあるが、多角化の指標ではない。連結子会社従業員比率にしても、目的や動機如何が「代理変数」としての適否を左右するのではなく、子会社の事業態様が如何なるものかが多角化か否かを決定するのである。子会社が親会社と同業種ということはある得るのであり、「人件費の削減」のために、親会社より給与水準等の低い子会社を設立し、親会社の事業の一部を行なわせる場合、「動機」により多角化ではないとするのではなく、事業態様が同業種のものだから多角化ではないのである。連結子会社数や連結子会社従業員比率は、企業グループの規模や編成の態様の指標ではあるが、聊かも多角化の指標ではない。

④多角化の動機として、モントゴメリー (Montgomery (1994)) を参照して、「【1】 エージェンシービュー (Agency view) に基づく動機、【2】 マーケットパワービュー (Market power view) に基づく動機、そして【3】 リソースビュー (Resource view) に基づく動機の3つを挙げている」¹⁵⁷⁾。【1】は、「事業の多角化を経営者の利己的な行動の一つとして捉え」るものであり、「経営者による報酬や権力の増加を目的とした…帝国建設 (Empire building)」、「経営者の保身」、経営者の「個人的な雇用リスクの分散化」¹⁵⁸⁾などを目的としたもの、とのことである。【2】は、「多角化が競争圧力の低下効果を持つことに着目した」¹⁵⁹⁾ものである。【3】は、「企業内に存在する超過生産要素 (例えば、設備や人材、ノウハウの無形資産など)、すなわち資源 (Resource) が多角化の動機を生むと」¹⁶⁰⁾した

ものである。そして、「多角化行動の動機として3つの動機を取り上げたが、現在までの研究を概観すると、エージェンシービューに基づく動機が最も有力視されている」¹⁶¹⁾、とする。

⑤「多角化効果は、多角化の経済的なベネフィットとコストのトレードオフで決定される」とし、「ベネフィット」としては「コストシナジーと財務シナジーの享受」、「内部資本市場と内部労働市場の活用」、「情報優位性の獲得」を挙げ、「コスト」としては「非効率な内部補助」、「帝国建設による生産性の低下」、「内部市場の歪み」、「投資家によるミスバリュエーション」を挙げている¹⁶²⁾。一見尤もらしいが、「ベネフィット」を「プレミアムの領域」とし、「コスト」を「ディスカウントの領域」とするのは、短絡的である。「コストシナジーと財務シナジーの享受」と「非効率な内部補助」との対比で言えば、いずれも事業活動を行なう限りコストは掛かっているものであり、そのコストが比較的過大又は過小に要したか、ベネフィットが比較的多く又は少なく得られたかであって、一方がベネフィットの獲得だけ、あるいはコストの費消だけなどということはある得ない。また、「内部資本市場と内部労働市場の活用」と「内部市場の歪み」にしても、同じ事象 (事態) の相反する評価であり、いずれもコストを要し、ベネフィット (マイナスを含め) を獲得していることに変わりない。従って、「領域」が固定的にあり且つ一義的に評価が定まるのではなく、事象 (事態) の態様によって評価が変わってくると見做すべきことである。問題の捕捉に「整理」が必要である。

(3) 土村宜明・杉浦康之・佐々木隆文・米澤康博 (2010) 「日本企業の事業多角化と内部資本市場」

①土村宜明・杉浦康之・佐々木隆文・米澤康博は、これまでの統計的分析とは趣きの異なる分析を行なっている。「これまでのコングロマリット不経済、あるいは内部資本市場の非効率の検証は、資本利潤率 (ROA、ROE など) やトービンの q を指標として行われること

156) 同上 p.179

157) 同上 p.184

158) 同上 p.185

159) 同上 p.185。なお、原文では「競走」となっているが、誤植・誤植と看做し、引用では「競争」に変更した。

160) 同上 p.188

161) 同上 p.189

162) 同上 p.190

が多かった」が、「労働量」を問題とし変数に組み込むことで、「資金配分が生産関数を通じて企業の付加価値に与える効果を検証し、その内部資本市場の効率性を評価する。このような代替的な計測方法によって、労働量の多寡やステークホルダー間の利益分配の影響をコントロールするのが本稿の特徴である」¹⁶³⁾、とする。わが国の事業多角化研究において、筆者の参看し得た限りでは、従業員や労働を明示的に取上げている稀有のものである。

②分析データは、日経NEEDSから取得しているが、「業種セグメント項目が有価証券報告書から取得可能なすべての企業を対象としている」からであり、「セグメント情報はその数、および業種内容においては有価証券報告書に記されたそのものを用い」るのは、業種分類が統一されていないが、「企業はそのセグメントに従って資金配分等の意思決定を行うのが最も自然だと考えられるためであり、あえて統合整理等を行わなかった」¹⁶⁴⁾、とのことである。支持できる考え方である。但し、セグメント情報に係るマネジメント・アプローチという準則¹⁶⁵⁾が外部向けの情報開示に留まらず、社内的にもあるいは企業グループ内でも実際に採用され、管理・運営がそれに則って行なわれている場合という条件付でのことである。CSR等に関しても、対外的なアピールに過ぎないことは少なくないからである。そして、2000年3月～2007年3月の2,348社 14,243サンプルから、「観測期間においてすべてのデータが揃っている」等の4条件を満たさない企業サンプルを除外し、479社 3,832サンプルを対象として分析を行なっている¹⁶⁶⁾。

③分析の結果、第一に、「セグメント数自体、およびセグメント間投資機会分散度が企業の付加価値に与える効果についてみると、必ずしも有意水準は高くはないが、マイナス効果をもつことがわかった。この結果は、日本企業ではセグメント間の投資機会格差を拡大させるようなナイーブな事業の多角化は効率的でないことを示唆している。他方で、内部資本市場によって高投資機会セグメントへの資金配分を大きくするような配分効果は有効であることが確認された」¹⁶⁷⁾、とする。第二に、「投資機会の分散度が大きい多角化企業は、小さい多角化企業よりも平均的に内部資本市場効率性が低く、その証拠に配分効果が低いことがわかった。このことは高分散多角化企業では投資機会の散らばりのみの多角化政策を優先し配分効果が不十分であるとの解釈もできる。すなわち、最適な配分の存在を前提とすれば、高 q セグメントから低 q セグメントに対する非効率な資金移転が行われている可能性がある」¹⁶⁸⁾、とのことである。第三に、「企業は実際にセグメント q とセグメントのキャッシュフローのどちらをより重視してセグメント別設備投資をしているかを分析した結果、どちらか一方ではなく両者を参照して行われていることが確かめられた」¹⁶⁹⁾、とする。

分析の結果は、新たな発見的と言えるほどのことではなく、既知のことである。有望な事業により多く投資すれば良く、要は「選択と集中」ということである。ネットワークとなるのは、見込みのない「負担」の事業への経営者の思い入れ・拘りであり、それを払拭できないことである。経営者の出身母体なのか、立ち上げに関与したのか、雇用を確保したいのか、あるいはそれ以外の何らかの事

163) 土村・杉浦・佐々木・米澤 (2010) p.42

164) 同上 pp.45-46

165) 2011年のセグメント情報に関する会計基準 (第17号) の改訂が及ぼした「影響」に関し、宇田有輝・沈政郁が研究しており、ハーフィンゲル指数 (多角化しているほど数値が0に近づく) は1998～2010年度までは平均0.7台、中央値0.7台であったが、2011年度を境に、2011～2015年度は平均0.6台、中央値0.5台に減少し、エントロピー指数 (多角化しているほど数値が増加する) は1998～2010年度までは平均0.4～0.5台、中央値0.3～0.4台であったが、2011年度を境に、2011～2015年度は平均0.6台、中央値0.6台に増加しており、「主な発見」として、「第一にマネジメント・アプローチ導入によって全体的な動向として多角化傾向が進んだこと、第二にこの原因は制度変更前の専業企業として報告されていた企業が制度変更後にセグメントの数が増え多角化企業に分類されたこと、第三にセグメント数が同数であっても、名称変更が行われた企業と全く変化しなかった企業は別の特性を持ち別々の見方をする必要があることである」(宇田・沈 (2020) pp.45-47,52) としているが、特に「第一」の「発見」に関しては支持し難い。実態としての多角化が進んだのではなく、会計基準の変更により、セグメント設定 (分割) の仕方や捉え方が変更したと解するのが穏当ではないか。

166) 同上 p.46

167) 同上 p.54

168) 同上 pp.54-55

169) 同上 p.55

由によるのか。

④土村は、その後の単著論文で、電気機械産業の企業を対象として、内部労働市場（人的資本）と物的資本の関連を研究している。統計的分析の方法等は共著論文と同様なので、分析結果のみを取上げるが、2011年～2014年の期間において、「日本の電機機械産業に属する企業は、利潤率と関係なく生産額が増えている事業部門の人員を増やしていることが示された。この結果からは、内部労働市場における人的資本の配分が効率的ではないことが示唆される」とし、そして「人的資本の配分が非効率であるほど、物的資本の配分が効率的に行われ」、「内部資本市場で労働力をうまく配分できないという問題に対して、企業内部の資本配分を効率的に行うことで対応していることが示唆される」¹⁷⁰⁾、としている。逆に、「効率的な従業員の配分をしている企業ほど、資本配分の効率性は低くなっている」¹⁷¹⁾としているが、内部労働市場（人的資本）が主導的で、それをトリガーとして内部資本市場（物的資本）がトレードオフの関係にあるとの「結果」は土村自身が承知している通り、直ちに一般化できることではないであろう。内部労働市場の配分の非効率性を資本配分の効率性でカバー（補完）するというのは了解しやすいが、内部労働市場の配分の効率性をわざわざ資本配分の非効率性で「帳消し」にすることは了解しにくい。もっと踏み込んだ説明ないし解明が必要ではないだろうか。

6. おわりに

これまで、2（章）で企業グループにおける事業多角化を概観し、3（章）で事業多角化の諸問題として、花崎正晴・松下佳菜子及び梅内俊樹の問題設定、労使共同決定下のドイツの事情、多角化ディスカウントがほぼ「合意」されているにも関わらず多角化を抑止困難な事情について取上げて検討し、4（章）で多角化ディスカウントの統計的研究を取上げ、多角化ディスカウントは果たして普遍的と言えるほど検証されたのかを閲覧し、5（章）で限定的ながら多角化の成功事例や成功要因を取上げた。事業多角化の全域を大凡カバーしたと考えて

いる。

これら既存研究と対質しながら、十分に意識化されていない論説構制が不適切であることを痛感せざるを得なかった。一部は確かに時期的なデータの制約に起因しているが、連結ベースのデータがある程度長期的に取得可能になって以降も、事態は左程変わっていない。事業多角化を、基本的に単体企業ベースで捕捉することに重大な疑義を抱いていないことである。確かに、事業持株会社であれば、当該会社において本業（主力事業）以外に、関連多角化ないし非関連多角化の事業活動を行なっていることは少なくないであろう。しかし、親会社が純粋持株会社はもとより、事業持株会社であっても、傘下子会社群を含め、企業グループを総体として捕捉してこそ、事業多角化の全容を十分に捕捉することができる。上場子会社でない限り、子会社の精細な事業活動を捕捉することは、データの制約は確かに存在する。資本市場の評価も得にくい。それでも、事業多角化は企業グループにおいてこそ捉えるのでなければならない。親会社の単体企業ベースの捕捉は、やむを得ない縮減的な且つ不正確な相似的捕捉にしかならない。既存研究の殆どは、そのことを十分に見据えていない。

事業多角化の動機の解明は、未だ十分ではなく、依然として重要ではある。しかし、「帝国建設」(Empire building)という経営者の「野望」であれ、本業がライフサイクルの成熟段階にあるための次世代産業の育成であれ、内部の余剰資源の流用であれ、動機が一意的もしくは複合的であれ、あるいは多角化度の増減の変動はあるにせよ、多角化は今後も設営されるであろう。また、ディスカウントを回避し、可能ならばプレミアムが獲得できるように、多角化効果の解明も劣らず重要ではある。

しかし、いずれであっても、企業グループにおける多角化のキャパシティの限度という準拠枠が定位されていない。筆者には、最重要の認識課題に思えてならない。何故か。企業グループは、単体企業のような機関運営が制度的に可能ではない。親会社による支配・従属関係であっても、子会社は別異な法人格を有し、機関運営を行なっている。従って、企業グループとしての各種非公式

170) 土村 (2018) p.69

171) 同上 p.68

の諸規範等や機関擬きの運営を行なうとしても、自ずと限界があり、制限的である。しかも、事業多角化は、同業の規模拡大とは比較にならぬほど異質な困難がある（当該業界の取引慣行の習熟、供給及び需要のチャネルの開拓等々）¹⁷²⁾。それ故、多角化は、優れて組織的な取組みを要するが、企業グループではその組織的な取組みに制約を課せられ、十分に行ない得ないのである¹⁷³⁾。従って、多角化はキャパシティの限度が最も顕著に制約となり、究極的には親会社の経営者の掌握可能なキャパシティが限度となる。親会社の経営者の掌握可能なキャパシティの限度内であれば、多角化が成功する可能性は大きい。それでも失敗はあり得る。何故ならば、事業活動は内外諸要因の収束点であり、取り分け外的要因は統制不能だからである。それでも、失敗した場合（と経営判断すれば）、可及的速やかに撤退等の措置を取ることになり、悪しき結果は少なく抑えられる。従って、キャパシティの限度は決してネガティブなものではなく、健全な経営を行ない得る準拠枠なのである。

今のところ、限度となる多角化度を数値的に示すことはできない。もとより一律ではなく、経営者の能力、関連多角化ないし非関連多角化の当該業種に関する精通度合、子会社における機関運営の組織能力、子会社の親会社への協力度合、これらの程度如何でキャパシティは伸縮し得るのであり、限度は画定する。多角化の動機ないし効果は、このキャパシティ限度の枠内外かにより適否が決まると言える。

未だ抽象的な提言に留まるが、事業多角化の考察について必要不可欠な準拠枠を提示したことで本稿を終え、具体化は今後の課題としたい。

参考文献

・青木英孝(2009),「日本企業における多角化の推移」『千葉商大論叢』第46巻第4号、pp.19-39、千葉商科大学商経学部

・青木英孝・宮島英昭(2011),「多角化・グローバル化・グループ化の進展と事業組織のガバナンス」宮島英昭編著『日本の企業統治【その再設計と競争力の回復に向けて】』、pp.245-288、東洋経済新報社

・青木英孝(2017),『日本企業の戦略とガバナンス「選択と集中」による多角化の実証分析』中央経済社

・牛島辰男(2015),「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』平成27年第1号(通巻第121号)、pp.69-90、財務省財務総合政策研究所

・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、pp.61-74、国際会計研究学会

・宇田有輝・沈政郁(2020),「マネジメント・アプローチが報告セグメントと多角化指標に与えた影響」『京都産業大学経済学レビュー』No.7、pp.19-53、京都産業大学通信制大学院経済学研究会

・梅内俊樹(2009),「多角化戦略が企業の価値に及ぼす影響について」『ニッセイ基礎研所報』Vo.55、pp.1-18、ニッセイ基礎研究所

・長田美悠子(2021),「企業グループの構造分析とガバナンス問題の別袂—企業グループ・ガバナンスの前梯的考察—」『商経論叢』第36巻第1・2合併号、pp.67-93、中央学院大学商学部

・上小城伸幸(2007),「「非コア」事業部の戦略不全の要因に関する一考察—造船事業を自社の一部門に持つ日本の多角化企業を事例として—」『商経学叢』第54巻第2号、pp.15-27、近畿大学経営学部

・経済産業省(2019),『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針(グループガイドライン)』経済産業省

・河野英子(2015),「多角化を支える弱く広いつながりの形成とその強化—東海部品工業の医療機器事業参入の事例—」『赤門マネジメント・レビュー』第14巻第

172) キャパシティの限度は、企業グループの規模(事業規模、従業員数等)で基本的に画され、加えて子会社等の企業数で一層狭まり、更に事業多角化で掌握の難度が増加し、より限定的となる。

173) キャパシティの限度に関しては、子会社の経営者等に権限委譲をすれば、限度を緩和ないし回避できるのではないかという異見が想定し得る。しかし、これは範疇の錯誤(混同)である。権限委譲は、単体企業ベースのことである。機関決定により権限委譲はなされるが、もし思わしくない事態あるいは結果を招来したならば、やはり機関決定を経て権限委譲を取止めるあるいは別種の権限委譲をなすことができる。ところが、企業グループは機関運営ができないので、そもそも権限委譲はあり得ないのである。事実上の「権限委譲」は、別異な法人格を有する会社の集合である企業グループの自然体であり、親会社の経営者が制御可能なことではない。従って、権限委譲によるキャパシティ限度の緩和ないし回避は成立しないのである。

- 8号、pp.413-432、グローバル・ビジネス・リサーチ・センター
- ・越田孝久 (2015), 「多角化における存続事業の実証的研究—鉄鋼メーカーの事例—」『岡山大学大学院社会文化科学研究科紀要』第40号、pp.167-186、岡山大学大学院社会文化科学研究科
 - ・Zugehör, Rainer (2003), *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung* (ライナー・ツェゲヘア (2008), 風間信隆監訳、風間信隆・松田健・清水一之訳『ライン型資本主義の将来—資本市場・共同決定・企業統治—』文眞堂)
 - ・土村宜明・杉浦康之・佐々木隆文・米澤康博 (2010), 「日本企業の事業多角化と内部資本市場」『現代ファイナンス』No.27、pp.41-57、日本ファイナンス学会
 - ・越田孝久 (2015), 「多角化における存続事業の実証的研究—鉄鋼メーカーの事例—」『岡山大学大学院社会文化科学研究科紀要』第40号、pp.167-186、岡山大学大学院社会文化科学研究科
 - ・Daly, Herman E. (1996), *Beyond Growth The Economics of Sustainable Development*, Beacon press, Boston. (ハーマ
 - ン・E・デイリー (2005), 新田功・藏本忍・大森正之訳, 『持続可能な発展の経済学』みすず書房)
 - ・東京証券取引所 (2018), 『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』東京証券取引所
 - ・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巻第3号、pp.177-203、近畿大学商経学会
 - ・中野貴之 (2011), 「多角化ディスカウントに関する実証研究」『国際会計研究学会年報 2010年度』pp.117-134、国際会計研究学会
 - ・花崎正晴・松下佳菜子 (2014), 「コーポレート・ガバナンスと多角化行動—日本の企業データを用いた実証分析—」『経済経営研究』第34巻第5号、pp. 巻頭1-3,1-74、日本政策投資銀行設備投資研究所
 - ・平元達也 (2002), 「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナンス』No.12、pp.31-55、日本ファイナンス学会
 - ・室井伸一 (2007), 「多角化と企業価値」『現代社会と会計』第1巻、pp.133-140、関西大学

