

事業ガバナンスとしての撤退と進出

- どのような事業から撤退し、どのような事業に進出するか -

菊谷達弥

京都大学大学院経済学研究科

齋藤隆志

京都大学経済研究所先端政策分析研究センター

2006 年 11 月

事業ガバナンスとしての撤退と進出

- どのような事業から撤退し、どのような事業に進出するか -

菊谷達弥（京都大学大学院経済学研究科）

齋藤隆志（京都大学経済研究所先端政策分析研究センター）

2006 年 11 月

キーワード：事業ガバナンス、撤退、進出、「選択と集中」、事業ポートフォリオ

．はじめに：問題の所在

はじめに、本研究の分析の位置付けを与えるために、事業ガバナンスとは何かを考えよう。専門企業では、企業ガバナンスと事業ガバナンスはとりあえず一致していると考えられる。そこで、事業ガバナンスを考える手がかりとして、多数の事業を抱えた企業がどのようにそれらを管理していくかという問題を考える。多数の事業を抱えた企業の場合、それを組織化する有力な方法は、いくつかの事業群に分けてユニットとし、完結的な管理が可能ないように一連の職能を与え、それに権限を委譲することである。事業部制はその代表であるが、さらに分権化を進める方法として、近年では、分社化あるいは純粋持株会社制の採用などが注目されている。これらにおいては、権限の委譲の程度に比例して、事業ガバナンスの機能も移譲されていると考えることができる。例えば同じ事業部でも、与えられた権限に応じて、P/Lに関する責任だけを負う場合と、カンパニー制のようにB/Sに関する部分的な責任まで負う場合がある。さらに、事業部を独立した子会社組織とする場合は、これら両者に対する全面的な責任を負うことになる。また銀行から借入れを行えば、銀行がガバナンスの一部を担い、子会社株式を上場すれば、ガバナンス機能の一部は資本市場に委ねられることになる。このように、程度の差はあっても、分権化は権限委譲にコミットする手段であり、事業ガバナンスの手段として機能している¹⁾。

これに対して、事業あるいは事業ユニットを、本社がどのように管理・経営してゆくかという点もまた、事業ガバナンスの問題であるということができる。事業部制を採用していない場合、あるいは直轄の事業がある場合は、本社が直接事業ガバナンスを行っている。また、事業部あるいは子会社などの分権化組織をもつ場合、それらに一定範囲の権限を与えながら、より上位の権限を保持し、ユニット間の相互依存性を考慮しながら、本社は戦略的な決定を行う²⁾。A事業からは撤退し、B事業に経営資源を集中するという意思決定はその典型である。「選択と集中」とは、まさにそのタイプの事業ガバナンスである。

以上のような、事業ガバナンスに関する一見異なった2つの見方の関係は、次のように整理できる。複数の事業を有する企業は、どの事業を分権化組織（すなわち事業部、子会社および持株子会社）に委ね、どの事業を本社が担うかを決定する。移譲した権限の大

きさに応じて、事業ガバナンスもまた移転される。これは組織構造の決定の問題に他ならない。また企業の境界にかかわる問題でもある。逆に、移譲されなかった権限の種類と大きさに応じて、本社は事業ガバナンスの機能を保持する。分権化しない事業については本社が自ら事業ガバナンスを行い、分権化している場合は、その分権化組織をガバナンスするという間接的な統治になる。委譲されない権限とは、典型的には長期的投資・重点的投資の規模や分野、M&A、さらには既存事業からの撤退、事業ユニットの廃止・新設のといった高度に戦略的な決定である。また以上の2つの側面は相補的な関係にある。の分権化は、の集権的な決定を可能にするからである。言い換えるなら、両者の間には、制度的な補完性があるといえる。

本研究が対象とする事業ガバナンスは に属し、 については別の研究を準備している。

の問題の中でも、既存事業からの撤退と、新規事業への進出という戦略的な決定について考察する。これは事業ガバナンスに関する決定としては、最も重要な類に属する。たとえば「選択と集中」という言葉に代表される戦略は、こうした事業ガバナンスに関わっている。そこで、まず問われるべきは次の問題である。

検証課題 (i) 既存事業からの撤退、新規事業への進出はどの程度行われたのだろうか。それらを決定する要因は何か、どのように影響を与えたのだろうか。

本研究が対象とする 1990 年代末から 2000 年代初めは事業再構築の時代であった。「選択と集中」を合言葉に事業が選別され、選ばれざる事業からは撤退がなされた。こうした事業集約化の傾向は、われわれのデータによっても、企業規模の大小を問わず非常に広範に確認された。近年では特に集約化の傾向が強まっている。また、本業（最大売上業種）との関係に注目すると、本業が順調に成長している場合は、本業以外の事業からの撤退が多くなされることがわかった。これは、本業強化のための積極的な集約化がなされていることを示す。逆に新規事業への進出は、本業成長性の低い起業によってなされることがわかる。こうした動きは、一般に思われている傾向——追い詰められた企業が事業撤退を行い、余裕のある企業が新規事業を始める——とは大きく異なっている。

ここで重要なことは、事業撤退だけでなく、この期間には新規事業への進出も少なからず行われているという事実である。では、これら撤退行動と進出行動のあいだにはどのような関係があるのだろうか。これが次の課題である。

検証課題 (ii) 撤退と進出は、別々の企業で行われているのだろうか。すなわち撤退のみを行う企業と、進出のみを行う企業が混在しているのだろうか。それとも 1 つの企業がそれを同時に行うのだろうか。その場合、撤退が多くなると進出を減らすのだろうか（代替的關係）、それとも進出を増加させるのだろうか（補完的關係）。

本稿での分析によれば、撤退のみを行った企業も多く、事業の集約化が進められている。しかしより重要なことは、撤退だけでなく進出を同時に行う企業も非常に多いという事実である。こうしたタイプの事業再編は、従来の分析のように、多角化が集約化かといった単純な見方では捉えられない。なぜなら、例えば撤退と進出の程度が全く同じなら、結果として、多角化度は変化しないからである³⁾。したがって、結果として実現した事業構成で

はなく、事業再構築の過程としての事業ガバナンスを捉えることが重要であり、そのためには撤退と進出という視点が必須となる。

では、撤退と進出を同時に行うのはなぜであろうか。それは矛盾した行動ではないのか。これをとく鍵は、撤退した業種、進出した業種の事業特性を調べることである。なぜなら、撤退と進出を同時に行うことは事業の「入れ替え」であり、事業ポートフォリオのシフトであって、どのような内容のシフトであるかが問題だからである。

検証課題（iii）企業は、どのような特性の事業から撤退し、どのような特性の事業に進出するのだろうか。このような行動を引き起こすのは、企業のどのような要因だろうか。

本稿での分析の結果、次のことが判明した。すなわち撤退した事業は本業との関連性が低いものであり、進出した事業は本業との関連性が高いものであった。その結果、事業間相互の関連性の弱い事業ポートフォリオから、相対的に関連性の強いポートフォリオへのシフト、すなわち関連型多角化へのシフトが行われたことになる（ただし撤退の程度の方が大きいときは関連型の集約化と呼べる）。そしてわれわれの大サンプルの分析では、このような企業行動が、多角化の進んだ大企業だけではなく、規模階層を問わず広範に見られた。こうした事業再構築の特徴とその一般性が、最近の企業業績の向上に示される景気回復を準備したとも考えられる。

しかしこれまで、事業の「質的な特性」を対象とした研究は少ない⁴⁾。これは、質的特性を数量化することは容易ではないことも理由のひとつである。多角化タイプの分類として最もよく用いられる方法は Rumelt(1974)、吉原他(1981)によるものであり、専業型、垂直型、本業中心型、垂直関連型、非関連型などのタイプに分けるものである。この分類はタイプ数が多く、また連続変量でないために、計量的分析に使いにくい。

本研究では、本業と撤退業種、本業と進出業種のあいだの関連性を測る指標として、「投入関連性」と「販路関連性」の2つの指標を用いた。これによって、上の課題および次の課題（iv）に答えることができた。こうした「質的特性」について事業ガバナンスを分析したことが本研究の最大の貢献である。筆者の1人はこれまですでに（i）（ii）の問題にある程度答えてきたが（Kikutani et al.(2006)）、撤退業種および進出業種の質的な特性について分析することは将来の課題としてきた。本研究はこの懸案に答えるものである。

最後の課題は、では、以上に見られるような事業再編の特徴、すなわち本業との関連性が低い事業から撤退し、関連性の高い事業に進出するという特徴は、実際に企業のパフォーマンスを高めるのかという問題である。事業ガバナンスの最終的な目的は企業業績の向上にあるから、この問題はきわめて重要である⁵⁾。

検証課題（iv）撤退業種の特性、および進出業種の特性は、企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるのだろうか。

先の「投入関連性」と「販路関連性」という2つの指標を用いて計量分析した結果、これらの変数は確かに企業のパフォーマンスを向上させることが確認できた。

・記述統計による課題の予備的分析

1. データおよび撤退・進出の定義

本研究では、企業の事業構造を示すデータが必要である。例えば、財務諸表に記載されているセグメント情報では、事業分野の括りが、企業ごと、また年代ごとに異なるので、それらを調整する際に恣意性が入る余地がある。また対象を上場企業に限定することになる。そこで本研究では、経済産業省の「企業活動基本調査」を用いる。同調査は従業員数 50 人以上かつ資本金 3 千万円以上のすべての企業（ただし建設、不動産、金融など一部のサービス業を除く）を対象としている。また他の多くの統計が「事業所」単位であるのに対し、「企業」単位であることが大きな特徴である。そして 3 桁分類に相当する、標準化された産業分類に基づいて、事業業種ごとの売上高が報告されている。これによって各企業の事業構成を知ることができる。

同調査では、サービス業に関しては、そもそも調査対象としていない事業分野も多く、範囲も一定していないので、「本業」を製造業と卸小売業とする企業に限定する（ただし本業以外の多角化事業についてはすべての事業分野をカバーする）。また、同調査は比較的小規模な企業を含むから、サンプルには子会社も多く含まれている。本研究は、先のの問題は扱わないから、子会社もサンプルから除く。さらに事業ガバナンスとしての事業撤退および事業進出について分析するために、専業企業（期初あるいは期末において専業である企業）もサンプルから除く。こうして約 7000 社の企業が分析の対象となる。分析期間は第 1 期 1995～1999 年と第 2 期 1999～2003 年の 2 期間である。2003 年はデータの得られる最新の年である。両期間を比較することによって、事業再構築のあり方の変化を知ることができる。

先の、事業業種ごとの売上高構成を用いれば、本研究で最も重要な、既存事業からの「撤退」と、新規事業への「進出」を、次のように定義できる⁶⁾。

撤退：期初においては事業ポートフォリオに含まれていた業種が、期末の時点では存在しなくなった場合

進出：期初においては事業ポートフォリオになかった業種が、期末の時点であらたに加わった場合

したがって定義より、同じ 3 桁の業種分類の中での細かな撤退・進出があっても、それは検出されない。また撤退（進出）数とは、一定期間に行われた撤退（進出）の件数のことである。

企業の多角化度を、その業種の数によって測るならば、この意味での多角化の拡大とは「進出数が撤退数よりも多い」場合であり、逆に、集約化が進む場合とは「進出数よりも撤退数の方が多い」場合である⁷⁾。したがって多角化の拡大あるいは集約化とは、参入と撤退のネットの効果に過ぎないことになる。この意味で撤退と進出は、多角化よりも、より本源的な変数であると言える。

まず、本研究で使用するサンプルの特性について概観しよう。表 1 は、1995 年～1999 年

と 1999～2003 年のそれぞれの期について、期初(1995 年と 1999 年)の資産総額の下位 10% 点、下位 25% 点、中央値、上位 25% 点、上位 10% 点でサンプルを分割し、それぞれの区間にある企業数(期初) 平均資産総額(期初) 上場比率(期初) 平均業種数(期初) 平均進出業種数(期間) 平均撤退業種数(期間) を表したものである。なお、資産総額の平均値と中央値は、1995 年ではそれぞれ 30,348 百万円、4,371 百万円であり、1999 年ではそれぞれ 32,870 百万円、4,447 百万円であった。

多角化企業の上位 10% 超の資産規模は、下位 10% 以下のそれと比べて約 280 および 300 倍、隣りの階層と比べても 12 および 13 倍であり、規模の偏りが大きい。また表の右端に、参考のために専業企業の数と比率を載せている。下位 10% 以下の範囲では専業企業の比率が高いが、他の範囲と比べてその差は大きくない。逆に上位 10% 以上では、専業企業は非常に少ない。(これは、以下で述べる事業数が、この範囲の企業で増加していることに対応している。)

株式市場への上場比率は、企業規模が大きくなるにつれて急速に上昇する。上位 10% の企業では、上場比率は 80% を超える一方、中央値以下の企業では 0～1% 程度であり、ほとんどが非上場企業となっている。

表1:使用するサンプルの特性と撤退・進出件数

資産総額	企業数	平均資産総額 (百万円)	上場比率	平均業種 数	平均撤退 業種数	平均進出 業種数	同ランク の専業企 業数	同ランク の専業企 業比率
1995～99年								
下位10%以下の企業	739	875.08	0.14%	2.6820	0.7348	0.5467	578	43.9%
下位10%超、下位25%以下の企業	1076	1704.77	0.46%	2.7658	0.6533	0.5781	692	39.1%
下位25%超、中央値以下の企業	1846	3100.00	1.25%	2.7844	0.6354	0.5184	1154	38.5%
中央値超、上位25%以下の企業	1801	7097.30	11.49%	2.8634	0.6180	0.5230	975	35.1%
上位25%超、上位10%以下の企業	1109	19787.01	37.42%	3.1190	0.6105	0.5816	443	28.5%
上位10%超の企業	738	245346.70	81.03%	3.7900	0.6992	0.5705	155	17.4%
1999～2003年								
下位10%以下の企業	694	895.46	0.00%	2.7248	0.9236	0.5778	538	43.7%
下位10%超、下位25%以下の企業	1041	1698.66	0.48%	2.7819	0.9251	0.5735	621	37.4%
下位25%超、中央値以下の企業	1734	3116.58	1.10%	2.8397	0.8570	0.5490	1035	37.4%
中央値超、上位25%以下の企業	1734	7136.18	10.15%	2.8679	0.7907	0.5271	876	33.6%
上位25%超、上位10%以下の企業	1041	20142.38	40.63%	3.1412	0.8405	0.5101	380	26.7%
上位10%超の企業	693	269667.50	82.40%	3.6941	0.9091	0.6032	155	18.3%

出所:経済産業省「企業活動基本調査」各年版をもとに、著者が作成

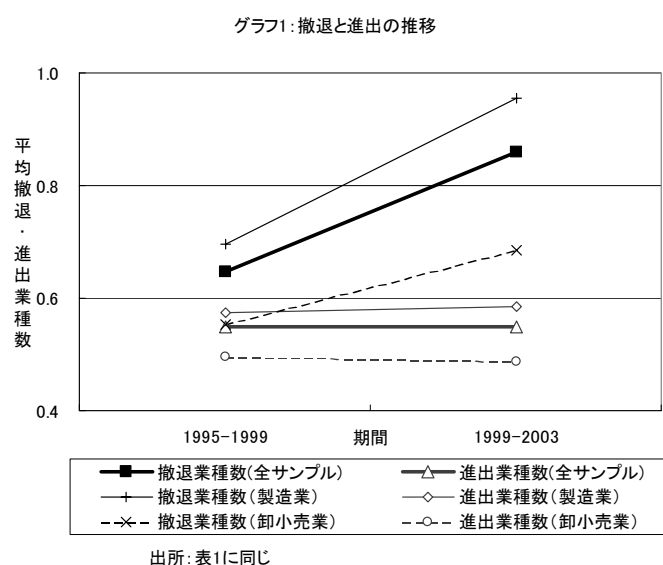
2 . 撤退と進出の推移

表 1 の事業構造についてみよう。平均業種数は、下位 10% の企業で 2.7 程度、上位 10% の企業で 3.7～3.8 程度であり、規模の増大とともに増加している。上場企業の多い大規模階層は、明らかに他と比べて事業数が多いものの、その差は規模の違いほどには小さくなく、平均的な業種数の差は 1 程度にすぎない。小規模企業というまでもなく多角化事業の規模も小さいが、本研究では、規模効果を除いては、直面する事業ガバナンスの問題の性格について本質的な差はないとみなしている。

事業再編についてみると、1995～99 年の 5 年間に行われた撤退は平均 0.6～0.7 件であり、進出は 0.5～0.6 件である。どの階層でも撤退業種数の方が進出業種数よりも多く、広い範囲にわたって事業の集約化が行われたことが認められる。ただし、ここで見過ごしてはな

らないことは、先に述べたように、事業数の減少数は両件数の差に等しく、高々0.2であるが、その背後では、その3倍近い撤退と進出が行われているという事実である。すなわち集約化とは、両方向で行われた事業再編のネットの結果に過ぎず、グロスの行為としての事業ガバナンスを捉えるには、撤退と進出という視点が不可欠であることを示している⁸⁾。また、撤退、進出の件数が、企業規模および事業数にかかわらずほぼ一定であるのは意外である。事業再編はむしろ小規模の方が行いやすいのは、小規模事業からの撤退、ニッチ市場への参入が行いやすいからであると思われる。1995～1999年と1999～2003年を比較すると、後者の方がすべての企業規模において平均撤退数が多くなっている一方、平均進出数についてはほとんど変わらず、集約化に一層拍車がかかったことがわかる。

次に、撤退数と進出数の推移を別の角度からみてみよう。グラフ1は製造業と卸小売業に分けて両者をみたものである。製造業、卸小売業とも、撤退数は増加している。ただし製造業の方が、卸小売業よりも一貫して撤退数は多い。また進出数は、製造業、卸小売業とも横ばいであるが、同じく製造業の方が、卸小売業よりも一貫して進出数も多い。これは、撤退、進出の両面で、製造業の方が事業再編が活発であったことを示している。このような違いを除くと、製造業と卸小売業のあいだに大きな相違はみられないことが注目される。



3．撤退・進出と本業成長率

さらに、事業撤退を行った企業と、事業進出を行った企業について、詳しく特徴を見ていくことにする。グラフ2・1は、本業成長率と、本業が属する市場の成長率との対応関係を表したグラフである。本業成長率とは、企業ごとの本業（3桁分類）の売上高について4年間の成長率を平均したものである。また、本業の「市場」成長率とは、当該企業の本業が属する業種（3桁分類）の「市場全体」の売上高について4年間の成長率を平均したものである。ここで市場全体の売上高は、本業・副業を問わず売上高を計上した企業すべての当該業種の売上高を合計して求めたものであることに注意する必要がある。このグラフによれば、本業成長率は常に本業の「市場」成長率を上回っている。すなわち、一般に本業事業として事業運営を行う方が、多角化先の事業として事業運営をするよりも平均的にパフォーマンスが高いことがわかる。この「餅は餅屋」効果は、多角化企業のパフォーマンスが低いことを説明すると同時に、次の節で見出される、本業関連型の集約化を正当化する1つの有力な根拠となる。

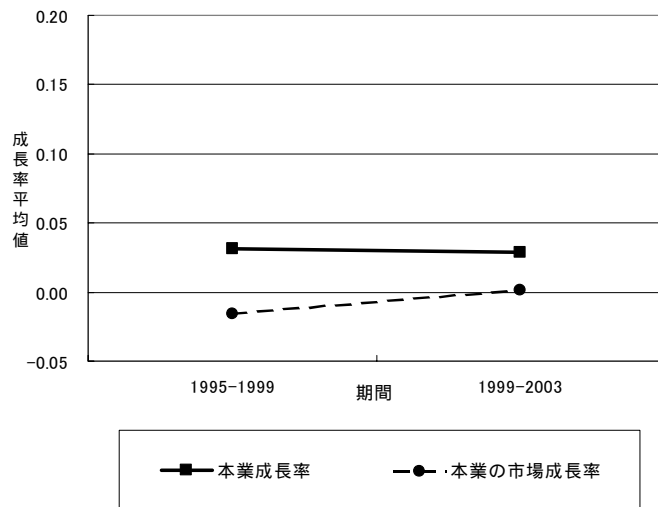
以上の事実は、本業の成長性と、撤退行動、進出行動との関連性を探ることが有益であることを示唆する。そこでまず、撤退を行った企業の本業成長率と、行わなかった企業のそれとを比較しよう。グラフ2.2によれば、撤退を行った企業の本業成長率の方が、一貫して高いことがわかる。これは本業成長率が高い企業では、本業以外の事業からの撤退が促され、本業への回帰が図られることを示している。すなわち事業撤退は、通常の事業リストラという言葉が連想させる、逆境下での大手術というイメージと異なり、むしろ好調な本業を強化するためのものであると言える。

次に、同じくグラフ2.2によって、進出を行った企業の本業成長率と、行わなかった企業のそれとを比較しよう。この場合は逆に、進出を行った企業の方が、行わなかった企業よりも、本業成長率は一貫して低い。これは、やはり、本業成長率が高い企業では、新規事業への進出も抑制され、本業重視の政策がとられることを示している。しかし逆に言えば、新規事業への進出は、本業成長性が低いときに行われるのであり、苦境を打開しようとする、企業の積極的な姿勢を示している。

以上の撤退と進出についての考察をあわせると、本業の成長性が高いことは、本業以外の事業撤退を促進し、同時に、新規進出を抑制するという両面で、本業重視型の事業再編を引き起こすことがわかる。

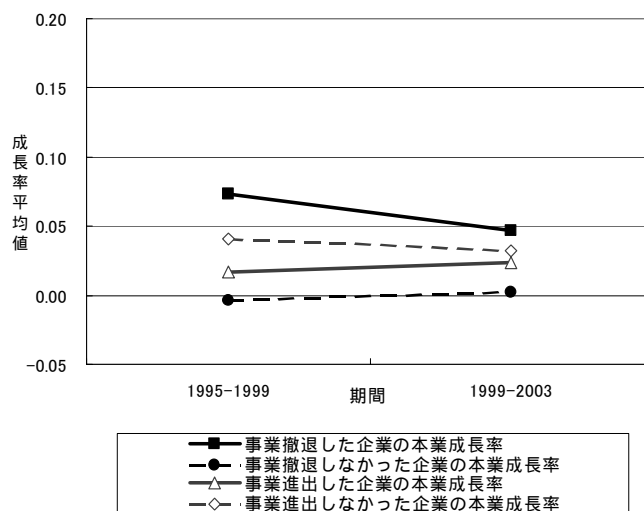
撤退業種および進出業種の市場成長はどのようなものだろうか。グラフ2.3は、撤退を行った企業と新規進出を行った企業について、撤退業種の市場成長率、および進出業種の市場成長率がどのように変化したか、またそれらの本業の成長率がどのように変化した

グラフ2.1：本業成長率と市場成長率（その1）
- 全サンプル企業の本業成長率とその市場成長率 -



出所：表1に同じ
注）本業成長率とは自らの本業の売上高成長率。市場成長率とは、本業が属する業種においてサンプルに含まれる全企業の売上高合計の成長率。

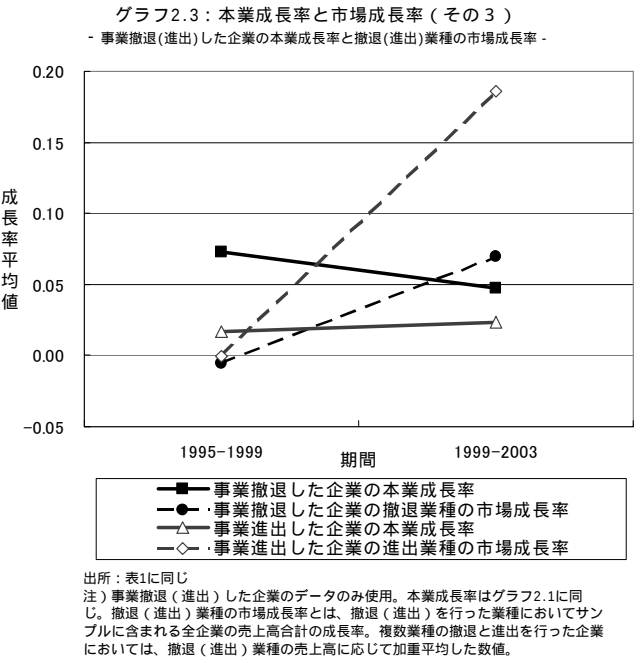
グラフ2.2：本業成長率と市場成長率（その2）
- 事業撤退（進出）した企業・事業撤退（進出）しなかった企業の本業成長率 -



出所：表1に同じ
注）事業撤退（進出）した企業と事業撤退（進出）しなかった企業で別々に計算。本業成長率、本業の市場成長率はグラフ2.1に同じ。

か、を示したグラフである（ただし本業成長率についてはグラフ2.2と同じもの）。撤退業種の市場成長率とは、撤退を行った業種（3桁分類）の「市場全体」の売上高について4年間の成長率を平均したものである（進出業種も同様）。ここで市場全体の売上高は、本業・副業を問わず売上高を計上した企業すべての当該業種の売上高を合計して求めている。なお、複数の事業への撤退（進出）を行った場合は、その企業の撤退（進出）事業の期初（期末）売上高で加重平均している。

このグラフからまずわかることは、進出業種の市場成長率の伸びは大きく、本業の成長率を大きく上回っていることである。これは進出業種の選択が正しく行われていることを示唆する。次に、撤退した業種の市場成長率が上昇し、1999～2003年では本業成長率を上回ってさえいることが注目される。これは、たとえ市場成長率が高い有望だと思われるような業種であっても、企業はその業種から撤退してしまうことがありうることを意味している。この点は、第3節で行う、撤退業種の事業特性に関する分析の際に、再び取り上げる。



4. 撤退と進出の同時実行

先に、各規模階層において、撤退件数と進出件数とが比較的拮抗していることをみたが、これはあくまでも、各階層における集計レベルで見出される傾向である。撤退のみを行う企業の数と、進出のみを行う企業の数とが拮抗しているだけかもしれない。そこで、個別の企業レベルでこうした傾向がみられるかどうかを調べる必要がある。表2では、各期に撤退も進出も行わなかった企業、撤退のみを行った企業、進出のみを行った企業、撤退と進出を両方行った企業の、全サンプルに占める割合をそれぞれ計算したものである。すなわち、各企業において撤退と進出が組み合わせて行われたかどうかを示している。これによると、1995～1999年ではの企業が40%を占め4つのうちで最も多く、次いでの企業が25%であった。つまり、進出と撤退をどちらも行わないか、どちらも行う企業は全体の65%であり、これは「企業レベル」で撤退と進出とが拮抗してい

表2：撤退と進出の組み合わせ

1995～1999年		事業撤退	
		なし	あり
事業進出	なし	① 40.09%	② 20.60%
	あり	③ 13.91%	④ 25.40%
1999～2003年		事業撤退	
		なし	あり
事業進出	なし	① 29.57%	② 31.02%
	あり	③ 10.31%	④ 29.10%

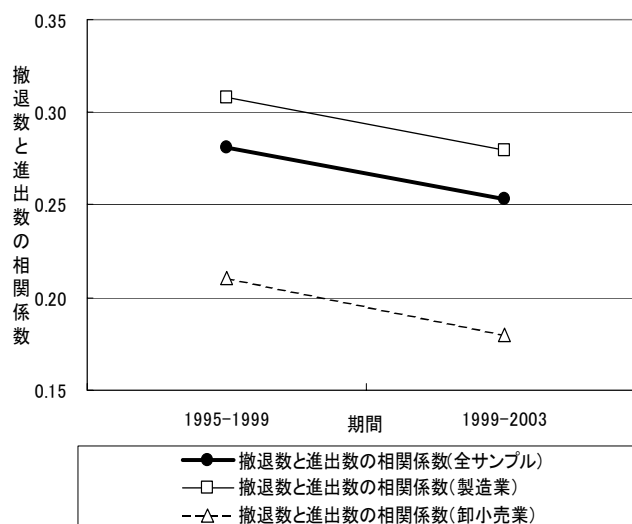
出所：表1に同じ

ることを示している。またこの意味で、両者の間に補完性があるといえる。ところが、1999～2003年になると、の企業が31%を占める一方、の撤退も進出も行わない企業は10%ポイント以上低下している。

さらに、撤退あるいは進出を行ったか否かという0、1の指標ではなく、それらの「件数」という連続変数を用いて相関係数を求めたのがグラフ3である。すべての相関係数は有意（有意水準は5%未満）であり、撤退数と進出数は正の相関関係をもっていることがわかる。つまり、撤退数が多い企業であれば進出数も多いということであり、撤退数と進出数のあいだに同時性が確認される。また、全サンプル、および製造業・卸小売業に分けてみた場合の両方で、1999～2003年の方が、相関係数が下がっている。これは、表2に示されているように、1999～2003年では進出を行わず撤退のみを行った企業が増加していることが原因であると考えられる。

では、撤退数が多い企業では進出数も多いという事実は、何を意味しているのだろうか。

グラフ3: 撤退数と進出数の相関係数



出所: 表1に同じ

5. 退出業種と進出業種はどんな業種か：本業との質的関連性

本項では、撤退と進出の「質的な特性」について分析することによって前問に答えよう。そこでまず、質的特性をどのように把握するかについて説明する。

多角化のタイプを分類する方法としては、3桁産業分類での業種が、本業業種と2桁産業分類で一致すれば「関連型」とであるとみなすことが多い⁹⁾。しかしこの方法では、2桁分類の中に含まれている3桁分類の業種数のバラツキが大きいという欠点がある（例えば企業活動基本調査について製造業では、多い場合6つ、少ない場合1つ）。そこで Fan and Lang (2000)の方法を用い、本業業種と撤退業種（あるいは進出業種）との関連性を、投入と産出の関係から把握する。

投入の関連性とは、ある財（i業種の製品）を生産するために投入される財の組み合わせが、他の財（j業種の製品）の生産に使われる組み合わせとどれくらい似ているかを測るものである。また産出の関連性とは、ある財（i業種の製品）が販売されて他の様々な財の生産に用いられるときの販売先の組み合わせが、他の財（j業種の製品）の販売先の組み合わせとどれくらい似ているかを測るものである。したがってこれは、販路関連性もしくは販売市場関連性と呼び変えたほうがよい（以下では販路関連性と呼ぶ）。投入関連性と販路関連性の違いは、次のような例を考えれば容易に理解できる。乗用車とトラックは、生産に

投入される財の組み合わせは似ている（投入関連性が高い）が、使われる先が異なる（販路関連性は低い）。逆に、木製のハンドルとプラスチックのハンドルは、生産に投入される財の組み合わせは異なる（投入関連性が低い）が、使われる先は同じである（販路関連性は高い）。もちろん、投入関連性も販路関連性も高い業種の組み合わせもありうる。

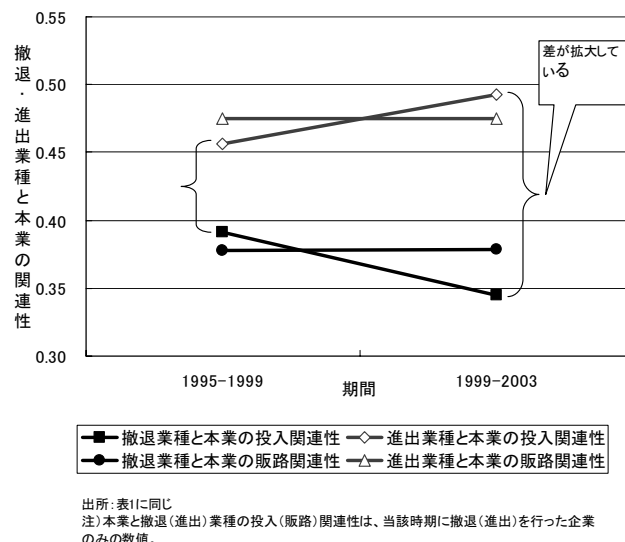
事業間の投入と産出（販路）の関係を特定するには、産業連関表の投入係数表を用いる。本業（第 m 業種とする）と撤退業種（第 i 業種とする。ただし $i \neq m$ ）の投入関連性とは、投入係数表において、第 m 列と第 i 列の「列間」相関係数である。また販路関連性とは、投入係数表において、第 m 行と第 i 行の「行間」相関係数である。ただし、撤退は複数の業種で行われることもあるので、その場合は、期初の各業種の売上比率で加重平均する。次に、本業と「進出」業種の関連性も、これらと全く同様に定義できる。ただし、複数の業種で進出が行われる場合の加重平均に用いる比重が、「期末」の各業種の売上比率であることが異なっている。

グラフ 4 は、撤退・進出業種と本業との関連性についてのグラフである。このグラフからまずわかることは、「撤退業種と本業との関連性」のほうが、「進出業種と本業との関連性」よりも常に低いことである。これは、撤退は本業との関連性が相対的に低い事業業種で行われ、進出は本業との関連性が相対的に高い事業業種に対して行われたということに他ならない。そうした事業再編は、企業の事業ポートフォリオを、本業との関連性がより強いものへとシフトさせることを意味している。先に、

撤退と進出が同時に組み合わせて行われる傾向を指摘したが、この一見矛盾したように見える行動は、撤退と進出の両方向で、企業の事業ポートフォリオを、本業との関連性の強いものへとシフトさせていることを示している。すなわち、撤退業種と進出業種の「質的特性」をみることによって、はじめて、こうした行動を合理的に説明できるのである。

次に、2 つの関連性指標について別々に考察しよう。投入関連性については以下のことがわかる。すなわち 1999～2003 年には 1995～1999 年と比べて「撤退業種と本業との投入関連性」が低下しているのに対して、「進出業種と本業との投入関連性」は上昇している。すなわち、撤退は本業との関連性がより弱い事業からなされ、逆に、進出は本業との関連性がより強い事業へとなされるようになったという傾向が顕著に見出される。またこの傾向は、グラフ 4 に示したように、撤退業種と進出業種の投入関連性のギャップが広がっていることによって端的に示されている。特に撤退については、1999～2003 年には全体の撤

グラフ4：撤退・進出業種と本業の関連性



退件数そのものも増加しているから、撤退に関するこの質的な傾向は、件数的にも、より多くの企業に広がったことになる。以上のように、第一に、事業ポートフォリオが投入関連的なものへと集約される傾向が2000年代に強まったことは顕著であり、第二に、これは撤退と進出の両面で「加速された」と言えるのである。

次に、販路関連性についてみよう。販路関連性については、撤退業種についても進出業種についてもほぼ横ばいである。撤退業種の販路関連性は、進出業種のそれよりも低く、相対的に事業ポートフォリオの販路関連性が強化される事実は変わらないものの、投入関連性とは異なり、それが「加速された」とは言えないのである。

最後に、先のグラフ2・3について述べたことに言及しよう。同グラフでは、1999～2003年期においては、市場成長率の高い業種からも撤退が行われていることが示されている。ここでの分析結果とあわせて考えると、本業との関連性が低いものであれば、たとえ市場成長率が高い業種に属しているものであっても、関連集約化のメリットを重視して、そこから撤退してしまうものと考えることができよう。

なお、以下の節で行う推計式で用いる変数の基本統計量は、表3に示されている。それぞれの変数の詳細は、次節で述べる。

表3:記述統計量

変数名	期間	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
本業売上高成長率平均値	1999-2003	6937	0.0291	0.1283	-0.4059	3.3359
本業売上高成長率標準偏差	1999-2003	6937	0.1852	0.2370	0.0020	7.2790
本業市場売上高成長率平均値	1999-2003	6937	0.0016	0.1021	-0.1163	6.2226
対数資産総額	1999	6937	8.6496	1.4236	4.5433	15.3160
ROA	1999	6937	0.0293	0.0464	-0.3064	0.9613
固定負債比率	1999	6937	0.2471	0.1848	0.0000	1.7349
業種数	1999	6937	2.9572	1.2634	2.0000	13.0000
本業依存率	1999	6937	0.7694	0.1879	0.0933	0.9999
上場ダミー	1999	6937	0.1721	0.3775	0	1
外国人持株比率	1999	6937	0.0089	0.0394	0.0000	0.6412
卸小売ダミー	1999	6937	0.3553	0.4787	0	1
調整済みROA	2003	6600	-0.0026	0.0503	-1.9307	0.4987
調整済みROE	2003	6600	-0.0221	1.0189	-35.3477	47.8296

撤退と進出の決定に関する計量分析

本節では、最初に掲げた検証課題（i）～（iv）に対して、計量分析の方法で接近する。

1．撤退・進出の決定：検証課題（i）

最初に、検証課題（i）として掲げた、既存事業からの撤退、新規事業への進出の決定要因は何か、それらはどのように影響を与えるかについて分析する。

（1）推計方法と仮説

撤退あるいは進出を決める要因として最も重要なものは、本業事業の特性である。企業

の収益状況も重要であるが、そうした短期的要因よりも、むしろ、中核的な事業の成長性という中期的指標の方が、同じく中期的な戦略に属する撤退・進出の決定要因としては重要であると思われるからである。また、本分析の対象は多角化企業であり、企業収益とはすべての事業における収益の合算であるから、個別事業の特性は隠されてしまう¹⁰⁾。この意味でも、本業事業に特定してその特性を取り上げることが必要である（ただし収益性もその他企業属性として併せて用いる）。さらに、事業の成長性が事業ポートフォリオを決定するという PPM 理論にも示されるように、多角化企業においては、本業の特性が、撤退と進出という戦略的な決定にきわめて大きな影響を与えると考えてよいであろう。

そこで次のようなモデルを推計する。撤退と進出の決定に影響を与えうる要因は、本的に同じであると仮定し、推計の結果から、実際に影響を与えたのか、そうでないのかを判断する。

$$\text{撤退数} = f_1(\text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \quad \dots \quad (1)$$

$$\text{進出数} = f_2(\text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \quad \dots \quad (2)$$

ここで企業は、撤退数と進出数とをそれぞれ独立に決めるわけではないと考えられる。この場合、推計は2つの式を別々にOLSによって行うのではなく、2つの式の誤差項が相関関係を持つことを考慮に入れて2本の式を同時に推計する方法である、SUR（Seemingly Unrelated Regressions：外見無関係回帰）によって行わなければならない。ただし2つの式で同一の説明変数を用いる場合は、係数値についてはOLSと同じ結果となるが、その有意性は異なる。

本業の特性を表す変数として、「**本業売上高成長率平均**」、「**本業売上高成長率標準偏差**」、「**本業比率**」の3つを取り上げる。これらの説明変数について予想される仮説は、以下の通りである。

i) 本業の特性

「**本業売上高成長率平均**」

本業の成長性を表すものとして、各期における本業の売上高成長率の平均値を用いる。本業の成長性が高ければ、本業以外の事業を継続する必要性は低くなるから、事業撤退件数は増加するであろう。また、同じく本業の成長性が高ければ、あえてリスクを冒して新規の事業に進出する必要性は小さくなるから、進出件数は減少するであろう。したがって、本業の成長性が高いことは、撤退数にプラスの影響を及ぼし、進出数にマイナスの影響を及ぼすものと予想される。言い換えれば、本業の成長性の高さは、経営資源を本業に集中させるメリットを大きくし、事業の集約化を促すであろう。

「**本業売上高成長率標準偏差**」

本業の成長性に関しては、単にその高さだけではなく、その安定性も重要である。平均的には成長率がプラスであっても、ある時期に成長率が高く、別な時期に成長率が低い（あるいはマイナスの）時期もあるかもしれない。こうした本業の成長性に関わる不安定性・不確実性を表す指標として、各期における本業の売上高成長率の標準偏差を用いる。予想される符号は、撤退数に対してはマイナス、進出数に対してはプラスである。つまり、本

業成長性とは符号が逆になる。なぜなら、(本業売上高の成長率が同じなら)本業が不確実なリスクにさらされている企業ほど、そのリスクを事業間に分散させることが望ましく、撤退を抑えて進出を増やすという行動をとると考えられるからである。

「本業比率」

多角化企業においては、本業がどの程度の比重かも重要である。これは全業種の売上高に対して本業売上高の占める割合として表される。本業に依存する割合が高いほど、リスク分散の観点からは、新規の進出を進め、撤退を抑制した方がよい。しかし、リスクの大きさに関しては直前の変数「本業売上高成長率標準偏差」が完全にコントロールしているとすれば、他の効果も考えられる。本業の比率が高いことが、本業の優位性を示すならば、本業への回帰が促されるだろう。このとき撤退が増加し、新規進出は抑制される。

本業比率はまた、業種数をコントロールしたうえでの集約化度を表すとも考えられる。もし、業種数が同じであっても本業比率が高い企業であるならば、本業以外の事業は相対的に規模の小さいものであるといえよう。その場合、撤退コストは低いために、撤退が容易になると考えられる。

ii) その他企業属性

その他の企業属性については以下の変数を考える。

まず企業規模を測る変数として、「対数資産総額」を用いる。規模の大きい企業は経営資源の蓄積も大きく、新規事業への進出のための組織能力が高いであろう。また逆に、撤退が必要な局面についても、撤退せずに持ちこたえる能力も高いと考えられる。これは、よく言われるように、規模が大きいほど撤退の意思決定が遅いということでもある。したがって、規模変数は撤退にはマイナス、進出にはプラスの効果を与えるであろう。

期初の収益状況も事業ガバナンスに大きな影響を与える。これを表す変数として「ROA」を用いる。収益状況が良好でキャッシュフローが豊かであれば、事業体質の強化をめざす事業再編を行いやすく、これは進出にも撤退にもプラスの効果を与えるだろう。ただし、収益状況がよいことに安住し、事業再編の努力を怠るならば、両者にマイナスの効果を与えるだろう。

財務的状況を表す変数としては「固定負債比率」を用いる。いわゆる「負債の規律付け効果」説に従うなら、負債比率の高さは事業再編を促し、進出にも撤退にもプラスの効果を与えるだろう。ただし、負債比率が高いことによって資金調達コストが上昇するならば、新規事業への進出は抑制されるだろう。

期初の多角化の程度も、事業ガバナンスに影響を与える。ここでは、多角化度を表す指標として「業種数」を用いる。「事業数」の多さは、経営資源の豊富さや組織能力の高さを意味する。この場合、進出にプラスの効果を与えると期待される。一方、事業数が多いならば、撤退のショックを他の事業で吸収しやすい。さらに企業規模が同じであるなら、事業数の多さは、各事業が相対的に小さいことを意味し、撤退コストも小さくなるだろう。いずれの場合も事業数は撤退にプラスの効果を与えると予想される。しかし他方で、事業数が多い企業は、既に十分に多角化を進めており、それ以上の多角化は必要がないかもし

れない。また、多角化ディスカウントによって、企業業績にマイナスの影響を与えることもありうる。そうした場合は、撤退が促進される一方、進出は抑制される。このときは撤退にプラス、進出にはマイナスの効果を与えるものと期待される。

また、サンプル企業には製造業と卸小売業が含まれている。これらの違いが、撤退と進出に異なった影響を与える可能性がある。そこでこの効果をコントロールするために、製造業をベースとした「卸小売ダミー」を用いる。

ある企業が本業としている業種が、「市場全体」ではどのような成長性であるかも、撤退と進出の決定に影響を与えうるだろう。市場全体が成長しているとき、自らの本業の成長性は相対的に低いものとなるから、自らの本業の成長性とは逆の影響を与えることになる。この場合、先の「本業売上高成長率平均」とは逆の符号になると予想される。ただし逆の可能性も否定できない。市場の拡大が、自らの本業の将来的な成長性を予測させるものであれば、自らの本業の成長性と同じ符号を与えると考えることもできよう。ここで、市場全体の成長率は、その企業の本業とする業種における各企業の売上高をすべて合計し、その成長率の期間内平均値として求める。たとえば、輸送機器製造業を本業とする企業には、各企業の輸送機器製造事業の売上高を合計した額の成長率平均を用いる。

先の第 2 節でみたように、サンプル企業には上場企業と非上場企業とが含まれる。そこで企業のガバナンスのあり方を表す変数として「上場ダミー」と「外国人持株比率」を用いる。上場ダミーは、株式市場への上場を行っている企業は 1、非上場の企業は 0 をとる変数である。また、外国人持株比率は、上場企業について外国人持株比率を計算したものであり、非上場の企業は 0 としている。これらの変数を用いて、株式市場からの企業ガバナンスの強さが事業ガバナンスに与える影響について検証する。株式市場のガバナンス機能が有効に作用しているならば、撤退にも進出にもプラスの効果をもたらすであろう。

最後に、90 年代後半と 2000 年代初頭とで事業再編のあり方が異なっているということを考慮するため、1999～2003 年ダミーを説明変数に加える。これは、1995～1999 年は 0、1999 年～2003 年は 1 となるダミー変数である。

(2) 推計結果

i) 本業の特性

撤退・進出の決定要因に関する推計結果は、表 4 [1] の通りである。

「本業売上高成長率平均」は、撤退に対しては有意にマイナスの効果を与え、進出に対しては有意にプラスの効果を与える。本業が順調に成長している場合は、撤退を積極的に行い、新規事業への進出を行わなくなることが確認される。その結果として事業数は減少する。すなわち、本業成長性が高い場合には、「選択と集中」による集約化が促されることになる。

「本業売上高成長率標準偏差」の係数は、撤退の場合は有意にプラス、進出の場合は有意にマイナスとなり、本業売上高成長率平均とは逆の結果になる。つまり、本業の成長が高い不確実性にさらされている場合は、そのリスクを分散するために、新規事業への進出を積極的に行う。また、(本業成長率が同じなら) 撤退は行われなくなることがわかる。こ

の場合、結果として事業数は増加し、多角化が進行することになる。

「本業比率」は、撤退に対しては有意にプラス、進出に対しては有意にマイナスである。業種数をコントロールした上でも、本業比率が高い企業は事業の集約化をより進めており、本業事業に特化することが有利であることを示している。

ii) その他企業属性

「対数資産総額」は、撤退に有意にマイナスの影響を与えており、業種数をコントロールした上でも、規模の大きい企業ほど、撤退が抑制されることがわかる。この事実は、大企業ほど撤退が遅れやすいという傾向と合致している点で興味深い。

「ROA」は、撤退と進出ともに有意にプラスの影響を与えている。利益率が高かった企業は、進出であれ撤退であれ、事業の再編を積極的に行うということである。そうした事業再編にはキャッシュフローが十分に確保されていることが必要であることを示唆している。

「固定負債比率」も、撤退と進出ともに有意にプラスの影響を与えている。つまり、借入を行いやすい企業は事業の再編を積極的に行っているということになり、それに必要な資金を借入によってまかなったということが示唆される。これらによって、多角化が進行するか、集約化が進行するかは、次項の(3)で示される、多角化度に関する推計結果をみる必要がある。

「業種数」は、撤退と進出ともに有意にプラスである。したがって、業種数が多い企業ほど、撤退と進出を活発に行っているということになる。

「卸小売業ダミー」は、撤退と進出ともに有意にマイナスである。製造業と卸小売業を比較した場合、製造業のほうがより活発に撤退と進出をおこなっているといえる。これについても、多角化、集約化のどちらになるかは、次の多角化度の推計結果で確認する。

「本業市場成長率平均」は、撤退と進出ともに有意にプラスである。つまり、本業における市場全体の成長率が高いほど、撤退と進出を積極的に行うようになる。本業が同じであるライバル企業が順調に成長しているときは、それに対抗するために事業の再編を活発に行うようになるのであろう。この行動の結果として、多角化が進行するか、集約化が進行するかは、次項(3)に示す、多角化度に関する推計によって明らかになる。

「上場ダミー」と「外国人持株比率」は非有意である。株式市場からのガバナンスは、個別の撤退や進出には有意な影響を与えていない。しかし、次項の(3)でみるように、撤退と進出を併せた効果である期末業種数に対してはマイナスの効果を与える。

「1999年～2003年ダミー」は、進出に対しては非有意であるが、撤退に対しては有意にプラスである。すなわち、1995年～1999年の期間に比べて、1999年～2003年では業種数を減らしていることを意味し、この時期に「選択と集中」が進行したことを示している。

(3) 多角化度の変化

先に述べたように、企業の多角化度を、それが有する事業の数で測るならば、集約化が進む場合とは「進出数よりも撤退数の方が多い」場合であり、逆に、多角化の進展とは「進出数が撤退数よりも多い」場合である。

ここで、先の撤退数と進出数に関する推計結果においては、説明変数の係数の符号が、撤退と進出とで「逆」となるケースが多かった。すなわち、撤退に対してプラスの効果をもつときは、進出に対してマイナスの効果をもつケース、逆に、撤退に対してマイナスの効果をもつときは、進出に対してプラスの効果をもつケースの2つである。その場合、

ではその説明変数が事業数の減少すなわち集約化を促し、では事業数の増大すなわち多角化を促す、ということが明らかである。しかしながら一部の説明変数は、進出に対しても撤退に対しても「同じ」符号であった。すなわち、「固定負債比率」、「業種数」、「卸小売ダミー」、「本業市場成長率平均値」、「1999年～2003年ダミー」の各変数がそれである。この場合は、同じ説明変数が、撤退を促す（抑える）と同時に進出を促す（抑える）ことになるため、その変数が最終的に、集約化をもたらすのか、それとも多角化をもたらすのかは判断できない。そこで、期末の事業数を被説明変数とした推計を行うことによって、どちらの効果の方が大きいかを知ることができる¹¹⁾。

表4[2]がその推計結果である。おおむね撤退と進出の推計結果から得られた多角化・集約化の方向性に一致する結果となっている。

撤退と進出の推計において、多角化・集約化の方向性が不明であった変数について述べよう。まず「業種数」は、期末事業数に対して有意にプラスであった。すなわち、他の条件をコントロールすると、多角化の進んだ企業ほど、さらに事業数を増やす傾向がみられる。また「固定負債比率」、「本業市場成長率平均値」は非有意であった。つまり、撤退と進出の両方の効果が相殺されて、結局、多角化度には有意な影響を与えないということである。「卸小売ダミー」は有意にプラスであり、卸小売業については進出の効果が上回って多角化度が高くなる。また、「1999年～2003年ダミー」は有意にマイナスであった。これは、1995～1999年期に比べて1999～2003年期では退出の効果が上回って多角化度が低くなったことを意味する。撤退と進出の推計においては非有意であった「上場ダミー」は、この推計ではマイナスで有意となっている。他の要因をコントロールすると、上場している企業の方が、より強く事業の集約化を図るということであり、株式市場のガバナンス効果を表している。

表4:撤退・進出・多角化度の推計結果

	撤退と進出の決定		多角化度の決定	撤退と進出の相互依存性	
	SUR [1]		OLS [2]	3SLS [3]	
	撤退数	進出数	期末業種数	撤退数	進出数
(本業の特性)					
本業売上高成長率平均値(期間)	0.561*** (0.069)	-1.524*** (0.071)	-2.085*** (0.25)	1.818*** (0.089)	-1.968*** (0.072)
本業売上高成長率標準偏差(期間)	-0.262*** (0.035)	0.772*** (0.036)	1.034*** (0.11)	-0.899*** (0.045)	0.979*** (0.037)
本業比率	0.596*** (0.040)	-0.0997** (0.041)	-0.701*** (0.052)	0.679*** (0.040)	-0.572*** (0.045)
(その他企業属性)					
対数資産総額(期初)	-0.0818*** (0.0064)	0.00398 (0.0065)	0.0849*** (0.0085)	-0.0851*** (0.0063)	0.0687*** (0.0070)
ROA(期初)	0.280** (0.14)	0.327** (0.15)	0.0466 (0.19)	0.0101 (0.14)	0.106 (0.14)
固定負債比率(期初)	0.130*** (0.036)	0.183*** (0.037)	0.0500 (0.043)	-0.0215 (0.037)	0.0807** (0.037)
業種数	0.371*** (0.0061)	0.0746*** (0.0062)	0.703*** (0.011)	0.309*** (0.0066)	-0.219*** (0.014)
卸小売	-0.153*** (0.014)	-0.0430*** (0.014)	0.109*** (0.017)	-0.118*** (0.014)	0.0782*** (0.015)
本業市場成長率平均値(期間)	0.295*** (0.086)	0.375*** (0.088)	0.0773 (0.13)	-0.0136 (0.086)	0.141 (0.087)
上場	0.0236 (0.024)	-0.0277 (0.024)	-0.0492* (0.029)	0.0464** (0.023)	-0.0463* (0.024)
外国人持株比率	0.247 (0.21)	0.324 (0.22)	0.0856 (0.31)	-0.0204 (0.21)	0.129 (0.21)
(期間ダミー)					
1999-2003年ダミー	0.198*** (0.013)	0.0213 (0.013)	-0.176*** (0.017)	0.180*** (0.013)	-0.135*** (0.015)
(撤退と進出の相互依存性)					
撤退数					0.791*** (0.035)
進出数				0.825*** (0.037)	
定数項	-0.147** (0.064)	0.213*** (0.066)	0.373*** (0.095)	-0.323*** (0.064)	0.329*** (0.065)
観測数	14326	14326	14326	14326	14326
決定係数	0.25	0.05	0.53	0.02	-0.15
対数尤度	-33222			-18081	

注1) 括弧内の数字はホワイトの修正済み標準偏差

注2) *, **, ***はそれぞれ10%、5%、1%の有意水準で係数がゼロではないことを示す

2. 撤退と進出の相互依存性：検証課題 (ii)

i) 推計方法と仮説

前項では撤退と進出について別々に推計した。しかし、第2節の表2およびグラフでみたように、両者は相互依存的な関係にある。そこで先の検証課題(ii)について、あらためて計量的に分析しよう。撤退数と進出数が相互に直接的な影響を与えるということを明示的に示したモデルは以下の通りである。

$$\text{撤退数} = f_1(\text{進出数}, \text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \quad \dots \quad (3)$$

$$\text{進出数} = f_2(\text{撤退数}, \text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \quad \dots \quad (4)$$

いま、撤退数と進出数は相互に影響を与え合うと仮定しているため、(3)式では進出数と誤差項が相関をもち、(4)式では撤退数と誤差項が相関をもつことになる。この場合、OLSで推計すると、係数にバイアスが生じて一致推定量は得られない。また、(1)(2)式と同様に、2つの式の誤差項同士が相関をもっていると考えられる。そこで、3SLS(三段階最小二乗法: Three-Stage Least Squares)を用いる。これによって、進出数と撤退数が互いに影響を与え合うことを考慮し、そのバイアスを除去したうえで、進出数が撤退数に与える効果と、撤退数が進出数に与える効果をそれぞれ検証することができる。なお、3SLSの1段階目では、前期の進出数と撤退数を説明変数に加えている。

先のグラフ3で示されるように「撤退数」と「進出数」は正の相関をもつ。しかし他の要因をコントロールしてもなお、それが成り立つかを検証するためには、このような手続きを踏む必要がある。(3)式の進出数の係数、(4)式の撤退数の係数はともにプラスの符合であれば両者は補完的な関係にあり、マイナスであれば代替的となる。また2つの符合が異なるときは、そのどちらでもない。

他の説明変数、すなわち本業の特性、その他企業属性、期間ダミーは、次節の推計でも同じものを用いるため、ここでは説明を省略する。

ii) 推計結果

「進出数」と「撤退数」が相互に与える影響について検証した3SLSの結果は、表4[3]に示されている。他の要因をコントロールした上でも、進出数は撤退数に、撤退数は進出数に有意にプラスの影響を与えていることがわかる。すなわち、企業は撤退と進出を補完的に行っていることがわかる。しかも係数はそれぞれ約0.8であるから、その影響力はかなり大きなものであるといえる。

撤退と進出が同時に行われる傾向の意味については、それらがどのような事業特性をもつかという観点から次項で分析する。ここでは次のことを指摘しておこう。3SLS表4[3]をSUR表4[1]の結果と比べると、業種数が進出数に対して与える効果は、有意にマイナスに変化している。これは次のように説明できる。

先のSURによる推計では、業種数の多さが進出数に与える効果はプラスであり、それは、業種の多さが進出の程度に与える「直接」の効果と、それが撤退を促し、そして撤退が進出を促すという「間接」の効果とを併せた結果としてプラスの効果を与えたといえる。しかし3SLSの推計によって、この間接効果を除いた直接効果だけをみると、それはマイナスであるということである。したがって事業数の多さは、直接的には進出を抑制する効果をもつ。しかし同時に、撤退を促す効果も大きいために、撤退によって生まれる経営資源の余剰が、新たな進出を促すという効果も大きいものと考えられる。こうした間接的な効果が、直接的な効果を上回るのである。

その他に3SLS表4[3]とSUR表4[1]の結果が異なる点は、卸小売ダミーはSURでは進出に対して有意にマイナスであるが、3SLSでは有意にプラスとなっていることである。これも、直接効果と間接効果を比較して、後者の影響力のほうが強いいため、結果としてSURでは符号がマイナスになっているといえる。

・ 撤退業種と参入業種の特性：検証課題（iii）

検証課題（iii）の分析は本研究の中心をなすものである。企業はどのような特性の事業から撤退し、どのような特性の事業に進出するのだろうか。このような行動を引き起こすのは、企業のどのような要因だろうか。ここで、撤退あるいは進出の事業特性を表す変数としては、第 節で説明した、本業との投入関連性、販路関連性を用いる。

1．推計方法と仮説

撤退業種あるいは進出業種の特性はどのように決まるのかについて計量分析する際には、次のような問題が生じる。すなわち、撤退業種の特性は撤退を行った企業にのみ、進出業種の特性は進出を行った企業にのみ観測されるが、撤退あるいは進出を行った企業のみをサンプルとして推計すれば、係数にバイアスが発生する恐れがある。そうしたバイアスを除去するために、ここではヘックマンの 2 段階推定を用いる。ヘックマンの 2 段階推定とは、サンプルセレクションバイアスを除去するための推定方法であり、1 段階目で撤退（もしくは進出）を行うか否かの決定について推計し、2 段階目で撤退（もしくは進出）した業種の特性を推計する。なお、ここでは 3 S L S や S U R のような連立方程式の推計ではなく、撤退と進出についてそれぞれの式を独立に推計している。推計モデルは以下の通りである。

撤退に関する推計

$$1 \text{ 段階目：撤退ダミー} = f(\text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \dots (5)$$

$$2 \text{ 段階目：撤退業種の特性} = g(\text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \dots (6)$$

進出に関する推計

$$1 \text{ 段階目：進出ダミー} = f(\text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \dots (7)$$

$$2 \text{ 段階目：進出業種の特性} = g(\text{本業の特性}, \text{その他企業属性}, \text{期間ダミー}) \dots (8)$$

ここで「撤退（進出）ダミー」は、撤退（進出）を行った場合を表すダミー変数である。また「撤退（進出）業種の特性」を表す変数としては、本業との投入関連性および販路関連性を用いる。「本業の特性」「その他企業属性」「期間ダミー」など他の説明変数は第 節で用いたものと同じである。

第 1 段階での推計は、基本的には 1 節における SUR の推計と同じものであり、被説明変数がダミー変数である点のみが異なっている。第 2 段階目の推計に関して検証すべき仮説は、5 節で述べたものである。すなわち、第 1 段階目の推計において、ある変数が撤退を促す場合には、その撤退の対象となる事業は、本業との関連性が低いものであろう。この場合、その変数の係数は有意にマイナスとなると考えられる。進出に関しても同様であり、第 1 段階目の推計において、ある変数が進出を促す場合、進出の対象となる事業は本業との関連性が高いものであろう。この場合、その変数の係数は有意にプラスとなるはずである。

2．推計結果

推計結果は表5に示されている。第1段階目の推計については、基本的にはSURでの推計結果がそのまま維持されている。ただし、「本業売上高成長率標準偏差」が撤退に対して非有意となること、「本業市場成長率平均」が撤退に対して有意性が低下すること、「ROA」が撤退に対して非有意となること、などの違いはみられる。

第2段階目に推計に関する推計結果は以下の通りである。まず撤退についてみよう。第1段階目の推定において撤退を促す変数、すなわち本業成長率平均値、固定負債比率、業種数、本業依存率、1999-2003年ダミーは、本業との投入関連性、販路関連性のいずれかに対して、有意にマイナスとなる。これらの事実から、撤退は、本業との関連性の低い事業からなされるものと判断してよいであろう。ただし、投入関連性が低い事業からの撤退であるか、販路関連性が低い事業からの撤退であるかは、変数によって異なる。また、本業売上高成長率標準偏差、卸小売ダミーはプラスで有意であるが、これらはもともと撤退を抑制する変数である。したがってこれらの変数が小さいほど撤退が促される関係にあり、その場合はやはり本業との関連性の低い事業から撤退が行われることになる。企業ガバナンスを表す外国人持株比率は、販路関連性、投入関連性に対して異なった符号となっている。

次に、進出についてみよう。第1段階目の推定において進出を促す変数、すなわち本業成長率標準偏差、固定負債比率、本業市場成長率、1999-2003年ダミーは、本業との投入関連性、販路関連性のいずれかに対して、有意にプラスとなっている。これらの事実から、進出は、本業との関連性の高い事業に対して行われるものと判断してよいであろう。ただし本業成長率平均値は販路補完性に対して有意にマイナスであるが、この変数はもともと進出を抑制する効果をもっている。また、業種数および卸小売ダミーは、販路関連性、投入関連性に対して異なった符号となっている。

表5 撤退・進出業種の特性の推計結果

	撤退業種の特性				進出業種の特性			
	ヘックマンの2段階推定		ヘックマンの2段階推定		ヘックマンの2段階推定		ヘックマンの2段階推定	
	[4]		[5]		[6]		[7]	
	撤退あり	本業との投入関連性	撤退あり	本業との販路関連性	進出あり	本業との投入関連性	進出あり	本業との販路関連性
(本業の属性)								
本業売上高成長率平均値(期間)	1.582*** (0.22)	-0.0882*** (0.032)	1.596*** (0.22)	0.0414 (0.029)	-2.249*** (0.16)	0.0476 (0.051)	-2.052*** (0.14)	-1.053*** (0.092)
本業売上高成長率標準偏差(期間)	0.178 (0.21)	0.0434*** (0.016)	0.170 (0.22)	-0.0219 (0.014)	1.122*** (0.080)	0.0614** (0.030)	1.026*** (0.069)	0.577*** (0.042)
本業比率	1.343*** (0.11)	-0.0210 (0.020)	1.336*** (0.11)	-0.0582*** (0.021)	-0.141** (0.068)	0.0264 (0.028)	-0.151** (0.063)	-0.0516 (0.039)
(その他企業属性)								
対数資産総額(期初)	-0.106*** (0.012)	-0.00255 (0.0032)	-0.107*** (0.012)	-0.000313 (0.0034)	-0.00690 (0.011)	-0.0152*** (0.0041)	-0.0181* (0.0099)	-0.00983 (0.0062)
ROA(期初)	0.106 (0.24)	-0.0663 (0.066)	0.0963 (0.24)	0.00238 (0.065)	0.480** (0.24)	0.265*** (0.097)	0.593*** (0.23)	0.497*** (0.14)
固定負債比率(期初)	0.152** (0.064)	-0.00793 (0.018)	0.154** (0.064)	-0.0416** (0.018)	0.280*** (0.063)	0.0302 (0.025)	0.248*** (0.060)	0.0844** (0.038)
業種数	0.424*** (0.015)	0.00288 (0.0031)	0.422*** (0.015)	-0.0251*** (0.0049)	0.105*** (0.010)	-0.0192*** (0.0037)	0.0743*** (0.0092)	0.0291*** (0.0059)
卸小売	-0.239*** (0.025)	0.0745*** (0.0071)	-0.240*** (0.025)	0.147*** (0.0071)	-0.0780*** (0.025)	-0.0337*** (0.0090)	-0.139*** (0.026)	0.0836*** (0.018)
本業市場成長率平均値(期間)	0.371* (0.22)	0.0614 (0.067)	0.278 (0.19)	-0.114 (0.097)	1.426*** (0.34)	0.139** (0.056)	1.085*** (0.21)	0.237*** (0.061)
上場	0.0275 (0.041)	-0.00695 (0.012)	0.0280 (0.041)	0.00508 (0.012)	-0.00183 (0.040)	0.0276* (0.016)	0.00388 (0.038)	-0.0260 (0.023)
外国人持株比率	0.575 (0.40)	0.221** (0.11)	0.585 (0.40)	-0.227** (0.095)	0.337 (0.33)	0.180 (0.12)	0.133 (0.29)	-0.0183 (0.18)
(期間ダミー)								
1999-2003年ダミー	0.366*** (0.022)	-0.0563*** (0.0064)	0.367*** (0.022)	-0.00152 (0.0077)	0.0182 (0.022)	0.0337*** (0.0082)	0.0383* (0.020)	0.00764 (0.012)
定数項	-1.475*** (0.19)	0.437*** (0.033)	-1.455*** (0.19)	0.485*** (0.039)	-0.638*** (0.11)	0.689*** (0.048)	-0.402*** (0.10)	-0.249*** (0.066)
λ	-0.0553*** (0.0098)		-0.0109 (0.023)		-0.0898*** (0.016)		0.616*** (0.016)	
arc hyperbolic tangent ρ	-0.208*** (0.037)		-0.0412 (0.086)		-0.285*** (0.050)		2.609*** (0.18)	
ln σ	-1.312*** (0.0074)		-1.328*** (0.0069)		-1.129*** (0.011)		-0.474*** (0.022)	
観測数	14326		14326		14326		14326	
対数尤度	-9504		-9474		-10773		-11018	

注1) 括弧内の数字はホワイトの修正済み標準偏差

注2) *, **, ***はそれぞれ10%、5%、1%の有意水準で係数がゼロではないことを示す

撤退・退出業種の特性とパフォーマンス：検証課題（iv）

最後に残された検証課題（iv）は企業のパフォーマンスに関するものである。前の課題（iii）に関する分析で見出した、撤退業種の特性および進出業種の特性のあり方は、果たして企業のパフォーマンスを向上させるのだろうか。

1．推計方法と仮説

こうした事業再編のあり方が企業のパフォーマンスに与える効果を推計しよう。以下がその推計式である。

$$\text{企業パフォーマンス} = f(\text{撤退のみダミー}, \text{進出のみダミー}, \text{撤退かつ進出ダミー}, \text{撤退を行ったときの撤退業種特性}, \text{進出を行ったときの進出業種特性}, \text{その他企業特性}, \text{期間ダミー}) \quad \dots \quad (9)$$

ただし「撤退のみダミー」は撤退のみを行った場合を表すダミー変数、「進出のみダミー」、「撤退かつ進出ダミー」も同様であり、基準は「撤退も進出も行っていない」場合である。また企業パフォーマンスとしてはROA(資本利益率)およびROE(総資産利益率)を用いる。

説明変数と予想される符号は、以下の通りである。

先に Kikutani et al.(2006)では、撤退と進出を同時に補完的に行った場合のみパフォーマンスにプラスの効果をもつことが明らかになっている。したがって「撤退のみダミー」「進出のみダミー」は非有意もしくは負で有意となり、「撤退かつ進出ダミー」のみがプラスの符号をもつことが予想される。

次に、撤退を行う効果は、単に撤退を行うのではなく、本業との関連性が低い事業から撤退するときにそのパフォーマンスが高くなると考えられる。また、進出の効果についても同様に、本業との関連性が高い事業に進出するほど、そのパフォーマンスが高くなるといえる。したがって、「<撤退ダミー>と<本業と撤退業種投入関連性>との交差項」「<撤退ダミー>と<本業と撤退業種販路関連性>との交差項」はマイナス、「<進出ダミー>と<本業と進出業種投入関連性>との交差項」「<進出ダミー>と<本業と進出業種販路関連性>との交差項」はプラスの符号が予想される。また、「業種数」については、多角化ディスカウントが存在すれば符号はマイナスになることが予想される。

その他、コントロール変数として、「対数資産総額」、「固定負債比率」、「上場ダミー」、「外国人持株比率」、「卸小売業ダミー」、「1999～2003年ダミー」を用いることにする。

2．推計結果

結果は表6の通りである。まず「進出のみダミー」「撤退のみダミー」「進出・撤退ありダミー」はいずれも非有意であった。つまり事業再編を行わない場合と、パフォーマンスに有意に差は確認できなかった。しかし、「<進出ダミー>と<本業と進出業種投入関連性>との交差項」と「<進出ダミー>と<本業と進出業種販路関連性>との交差項」は、ROAとROEに対してともに有意にプラスであり、「<撤退ダミー>と<本業と撤退業種投入関連性>との交差項」はROEに、「<撤退ダミー>と<本業と撤退業種販路関連性>との交差項」はROAとROEに対してそれぞれ有意にマイナスである。

これらの結果から、ただ単に撤退や進出を行っただけでは、パフォーマンスの向上は望めないが、進出する場合には、本業との関連性の高い業種に進出することによって、また、撤退する場合には、本業との関連性の低い業種から撤退することによって、パフォーマンスは高くなるということがわかった。これらを同時に行う企業は、その両方でパフォーマンスが高まる効果がある。いずれのタイプであれ、こうした事業再編を行うことによって、企業は、本業を中心にそれとの関連性の高い事業構造をもつようになるが、そうした企業では高いパフォーマンスが期待できる。さらに、「業種数」はROAに対して有意にマイナスとなっており、多角化ディスカウントの存在が確認される。

他の説明変数についても確認しておくことにする。「対数資産総額」はROAに対して有意にプラスであり、事業再編のタイプや多角化度をコントロールすると、規模の拡大はパフォーマンスを向上させる効果がある。「固定負債比率」はROEに対して有意にプラスであり、いわゆる「負債の規律付け効果」を表すものとみられる。この効果をコントロールすると、「上場ダミー」は、ROAに対しては有意にプラス、ROEに対しては有意にマイ

ナスとなる。そして「外国人持株比率」は、ROAに対して有意にプラスとなることがある。また「卸小売ダミー」は、ROAに対して有意にマイナスとなることがある。「1999～2003 ダミー」は非有意であり、他の要因をコントロールした場合、パフォーマンスの差は観察されなかった。

表6:撤退・進出業種の特性とパフォーマンスの推計結果

	OLS [8] 調整済み ROA	OLS [9] 調整済み ROE	OLS [10] 調整済み ROA	OLS [11] 調整済み ROE
(撤退と進出の組み合わせ)				
撤退のみ	0.00000930 (0.0010)	0.0205 (0.053)	-0.0000293 (0.0010)	0.0227 (0.052)
進出のみ	-0.000623 (0.0012)	-0.0356 (0.047)	-0.000793 (0.0012)	-0.0357 (0.047)
進出・撤退あり	0.000810 (0.0012)	-0.0369 (0.044)	0.000565 (0.0012)	-0.0342 (0.042)
(撤退・進出業種の特性)				
撤退×本業・撤退業種投入関連性	-0.00461** (0.0023)	-0.174** (0.077)		
撤退×本業・撤退業種販路関連性			-0.00129 (0.0018)	-0.158*** (0.059)
進出×本業・進出業種投入関連性	0.00624*** (0.0015)	0.195** (0.096)		
進出×本業・進出業種販路関連性			0.00548*** (0.0014)	0.155** (0.064)
(その他企業属性)				
対数資産総額(期初)	0.00159*** (0.00052)	0.00882 (0.012)	0.00161*** (0.00051)	0.00919 (0.012)
固定負債比率(期初)	0.000522 (0.0036)	0.331*** (0.12)	0.000527 (0.0036)	0.333*** (0.12)
業種数	-0.000995*** (0.00032)	-0.00440 (0.010)	-0.000934*** (0.00032)	-0.00267 (0.010)
卸小売	-0.00148 (0.00099)	0.0394 (0.037)	-0.00175* (0.00098)	0.0379 (0.036)
上場	0.00417*** (0.0015)	-0.0789*** (0.029)	0.00416*** (0.0015)	-0.0792*** (0.029)
外国人持株比率	0.0207 (0.013)	-0.0882 (0.17)	0.0208* (0.013)	-0.0923 (0.17)
(期間ダミー)				
1999-2003年ダミー	0.0000498 (0.00084)	0.0268 (0.033)	0.000191 (0.00084)	0.0261 (0.033)
Constant	-0.0151*** (0.0044)	-0.198* (0.12)	-0.0158*** (0.0043)	-0.206* (0.12)
観測数	13182	13182	13182	13182
決定係数	0.01	0.00	0.01	0.00

注1) 括弧内の数字はホワイトの修正済み標準偏差

注2) *, **, ***はそれぞれ10%、5%、1%の有意水準で係数がゼロではないことを示す

. おわりに

本研究では、多角化した親企業について、既存事業からの撤退と、新規事業への進出という側面から、事業ガバナンスをとらえた。これは単に多角化度の変化をみるこれまでの方法よりも、豊富な情報を与える。なぜなら、撤退のみを行ったり、進出のみを行う企業ばかりではなく、それらを同時に行う傾向も強いためである。同時に行う場合には、結果として実現した事業構成の背後に、撤退と進出という、両方向での企業努力が隠されている

るのである。また、本業成長性の高い企業が事業撤退を行い、逆に本業成長性の低い企業が新規事業への進出を行うという、積極的な企業戦略がみられる。ここで、撤退と進出を同時に行うという行動は一見矛盾して見える。しかしそうした行動は、それらの事業特性を調べれば合理的説明がつく。本業との関連性の低い事業から撤退し、本業との関連性の高い事業に進出しているからである。

そしてなにより重要なことは、以上のような企業行動が、小規模な企業から上場大企業にいたるまで、非常に幅広く見られるということである。欧米企業に比べて、日本企業は事業の再構築が遅いとよく批判されるが、ここでの大サンプルによるデータ分析による限り、全体の傾向として、企業の積極的な再構築努力と、その戦略の合理性が指摘できる。最近の企業業績の回復も、このような努力が広い範囲で行われたことと無縁ではないであろう。

残された研究課題は次のようなものである。まず、最初に述べた、事業ガバナンスの分権化について分析を行う必要がある。事業部と分社組織では事業ガバナンスがどのように異なるのか、特に純粋持株会社への移行にともなって、事業部が持株子会社となることによって事業ガバナンスがどのように変化したかは興味深い問題である。

また、子会社も含めた企業グループとして、どのように事業ガバナンスが行われるかという問題も残されている。たとえば、親会社が撤退した事業を子会社に譲渡する場合もあれば、逆に、子会社の事業を親会社が引き継ぐこともある。これはどのような場合に行われるのだろうか。

謝辞 本研究に用いた「企業活動基本調査」については、目的外使用の申請の手続きをし、総務省の了承を経た上でデータを使用している。

注

- 1) 分権化をこのような視点から捉える研究として Yoshimura and Kagono (1994)、伊藤・林田(1997)、伊藤・菊谷・林田(2002)などがある。
- 2) 先に「専門企業では、企業ガバナンスと事業ガバナンスは『とりあえず』一致していると考えられる」とのべたが、その意味は、専門企業であっても、子会社などの分権組織をもつ場合があるからである。
- 3) Berger and Mongomely(1988)、Lang and Stulz(1994)をはじめとして、多角化が企業価値を損ねることを実証した研究は多い。そして Comment and Jarrel(1995)は、事業の集約化が、企業の株主価値最大化をもたらすと主張する。また Denis, Denis and Sarin(1997)、Berger and Ofek(1999)は、事業の集約化は外部プレッシャーによるとした。ただし最近では Compa and Kedia(2002)、Graham, Lemmon and Wolf(2002)にみられるように、企業価値の毀損は必ずしも多角化が原因ではないとする研究もある。しかしこ

これらの研究は、多角化が集約化かという視点をとっていることでは共通している。

- 4) 関連研究としては、非関連型の多角化が企業価値のディスカウントを相対的に大きくするとした Berger and Ofek(1995)、非関連事業をスピノフすることによって自身の企業価値が増大することを見出した Daley, Mehrotra and Sivakumar(1997)などがある。日本では、この分野の先駆的な研究である吉原他(1981)をはじめ、上野(1993)、玄場・児玉(1999)、平元(2002)などがある。筆者たちも菊谷・齋藤(2006b)で、パフォーマンスとの関係を分析している。
- 5) 関連研究としては、非関連型の多角化が企業価値のディスカウントを相対的に大きくするとした Berger and Ofek(1995)、非関連事業をスピノフすることによって自身の企業価値が増大することを見出した Daley, Mehrotra and Sivakumar(1997)などがある。
- 6) 「企業活動基本調査」を用い、このような方法によって撤退と進出を分析したのは森川(1998a)が最初である。
- 7) この場合、事業ごとの売上高は等しいと仮定していることになる。
- 8) ただしこの点については Kikutani et al.(2006)でも指摘している。
- 9) いうまでもなく各事業ごとの収益性に関するデータは得られない。
- 10) 例えば玄場・児玉(1999)も用いているように、多角化指標としてのエントロピー値によって関連・非関連を定義する方法もある (Jacquemin and Berry(1979))。しかしこの指標も、産業分類の桁分類の違いを利用する点では変わらない。
- 11) この推計は、実は、多角化の決定に関する部分調整モデルを考えていることに等しい。詳細は Kikutani et al.(2006)を参照せよ。

参考文献

- Berger, Philip G, and Eli Ofek(1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37: 39-65.
- Berger, Philip G, and Eli Ofek(1999), "Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs," *Review of Financial Studies* 12(2): 311-45 .
- Campa, Jose Manuel, and Simi Kedia(2002), "Explaining the Diversification Discount," *Journal of Finance*, LVII(4): 1731-62.
- Comment, R. and G. A. Jarrell(1995), "Corporate Focus and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 37: 67-87.
- Daley, Lane, Vikas Mehrotra, and Ranjini Sivakumar(1997), "Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spinoffs," *Journal of Financial Economics* 45: 257-81 .
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin(1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, LII(1): 135-160.
- Fan P. H. J. and L., H. P. Lang (2000)"Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification," *The Journal of Business*, Vol.73, No.4 629-660.
- Fazzari, S., G. Hubbard, and B. Petersen(1988), "Financing Constraints and Corporate

- Investment,” *Brooking Papers on Economic Activity* 1: 141–206.
- 船岡史雄(2003)「企業行動の多角化の実体とその成果 - 事業所・企業・企業グループについての実証分析」松田芳郎・清水雅彦・船岡史雄編『企業行動の変容 - ミクロデータによる接近 (講座ミクロ統計分析第4巻)』日本評論社。
- 玄場公規・児玉文雄[1999]「産業の多角化の動向と収益性との相関」『ビジネスレビュー』、Vol. 46、No. 3.
- Graham, John R., Michael L. Lemmon, and Jack G. Wolf(2002), “Does Corporate Diversification Destroy Value?,” *Journal of Finance*, LVII(2): 695–720.
- Goto, Akira (1981), “Statistical Evidence on the Diversification of Japanese Large Firms,” *Journal of Industrial Economics* 29.
- 平元達也(2002)「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナス』No. 12.
- 伊藤秀史・林田修 (1997)「分社化と権限委譲 - 不完備契約アプローチ」日本経済研究センター『日本経済研究』No.34、pp.89-117。
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修(1997)「日本企業の分社化戦略と権限委譲 - アンケート調査による分析」『通商研究レビュー』第 10 号。
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修 (2002)「子会社のガバナンス構造とパフォーマンス - 権限・責任・モニタリング」伊藤秀史編『日本企業 変革期の選択』第8章、東洋経済新報社。
- Jacquemin, A. P. and C. Berry(1979), “Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth,” *The Journal of Industrial Economics*, 27(4),359-369.
- Kikutani, T., H. Itoh, and O. Hayashida(2006)“Business Portfolio Restructuring of Japanese Firms in the 1990s : Entry and Exit Analysis,” in M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, eds *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, forthcoming from Oxford University Press.
- Lang, Larry H. P., and Rene M. Stulz(1994), “Tobin’s q , Corporate Diversification and Firm Performance,” *Journal of Political Economy* 102: 1248–80.
- Lang, Larry H. P., Eli Ofek, and Rene M. Stulz(1996), “Leverage, Investment and Firm Growth,” *Journal of Financial Economics* 40, 1996: 3–29.
- Mansi, Sattar A., and David M. Reeb(2002), “Corporate Diversification: What Gets Discounted?” *Journal of Finance*, LVII(5): 2167–2183.
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直(2001)「日本型企业統治と過剰投資 - 過剰流動性期とバブル期の比較分析」『フィナンシャル・レビュー』Vol.60。
- 宮島英昭・稲垣健一(2003)「日本企業の多様化と企業統治 - 事業戦略・グループ経営・分権化組織の経済分析」財務省財務総合研究所。
- 森川正之(1998a)「新規事業への進出と既存事業からの撤退」通商産業研究所ディスカッションペーパー # 98-DOJ-87。
- 森川正之(1998b)「親会社の事業展開と子会社の事業展開 - 日本企業の多角化・集中化の要因と効果に関する実証分析」『通商研究レビュー』第 11 号。

小田切宏之(1992)『日本の企業組織と戦略』東洋経済新報社。

上野恭裕[1993]「多角化戦略とコア資源」『経済研究』第38巻4号、pp.65-86.

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 - 経営資源アプローチ』日本経済新聞社。

Yoshimura, N. and T. Kagono(1994),”Externalization of Organizations,” paper presented at the Mitsubishi Bank Foundation International Conference on “New Imperatives for Managing in Revolutionary Change”.