

Empirical Study on Business Portfolio Restructuring and Its Determinants

事業の進出と撤退の実態とその決定要因に関する実証研究

藤月会論集 19号

2010年2月

京都大学経済学部
藤井ゼミナール論文編集委員会
H.fujii Seminar, Faculty of economics
Kyoto University, Japan

刊行のことば

2008 年 9 月のリーマンショックに端を発する世界金融危機は、2009 年下半年に入り、ようやく収束の方向に向かいつつありますが、日本経済は円高・デフレ基調から抜け出せず、依然として景気の低迷状態が続いています。

そのなかにあつて、日本企業は、BRICs を新しい核とする世界経済秩序の形成に対応するために、選択と集中をさらに一層加速させつつあります。「選択と集中」で経営改革に手腕を発揮した東芝会長の西田厚聡氏が一時期、日本経団連の次期会長の有力候補とされたことは、その意味で非常に象徴的な出来事でした。「選択と集中」は依然として、日本企業の経営の根幹をなす基本戦略であり続けています。

そこで、昨年度の共同研究で注目した「選択と集中」を、今年度は「進出と撤退」という角度から捉えなおし、日本企業の事業ポートフォリオの決定要因は何かを考えてみることにしました。昨年度の共同研究の発展的研究として、本年度の共同研究を位置づけることができると思います。

「進出と撤退」をどのような事象で捉えるかという点で、ゼミ生の皆さんはかなり苦勞しましたが、国内外の先行研究を参考にしながら、何とかこの問題に立ち向かうことができました。後から振り返ってみると、このような苦勞が、実証研究の 1 つの面白さにもなります。読者の皆様には、こうした点にも注目して、今年度の共同研究論文を読んで頂けたらと思います。

今年度も、共同研究の成果は、本学部徳賀ゼミと共同開催した企業分析シンポジウムで報告し、そこでの討論を通じて知見の理解をさらに深めることができました。この冊子に収録されたのは、こうしたプロセスを通じて出来上がった論文です。徳賀ゼミと共同開催したシンポジウムは本年度で 7 回目を迎えることになりました。企業分析シンポジウムとしては通算で 15 回目となります。

シンポジウムの準備をしてくれた徳賀ゼミの皆さん、シンポジウムでコメンテータを務めてくれた TA の酒井絢美さん、板橋雄大君に、改めて御礼を申し上げます。また当日、オブザーバーとして参加してくれた佐久間義浩君、宮宇地俊岳君、高橋二郎君、浅野雄介君、真田正次君、ホセ・アルベルト菅原君、山下知晃君にも、御礼を申し上げます。そしてさらに、貴重なゼミ交流の機会を提供して下さった徳賀芳弘先生に、心より深謝申し上げます。

なお、この冊子の刊行にあたっては、平成 21 年度京都大学経済学部学生学習研究支援経費の交付を受けました。記して関係者の皆様に謝意を表します。

平成 22 年 1 月 17 日

京都大学大学院経済学研究科教授

藤井 秀樹

ABSTRACT

This paper investigates the determinants of entry and exit of Japanese firms in electrical equipment, food, and service industries.

The results of logit analysis shows that 6 factors, a firm's growth, main business characteristics, diversification, investment, monitoring, and corporate strength, have effects on entry and exit. Also, as the explanatory powers of the logit model differ by industry, each industry is likely to have different characteristics on each industry. This leads to the following conclusion that:

(1) in the electrical equipment industry there is the interrelationship between entry and exit

(2) in the food industry high ROA tends not to make inroads into another industry

(3) in the service industry there are 2 groups, the one group, typical firm in the service industry, does not need much investment, the other needs high investment.

要約

この論文は企業の進出撤退の決定要因を明らかにするものである。分析の対象とした企業は電気機器、食品、サービスの3つの業界に属する日本の企業である。ロジット分析によって企業の本業の特性、初期の多角化の状況、外部ガバナンス、企業の収益性、企業の体力、将来への投資の6つの要因が企業の進出・撤退に影響を与えることが明らかになった。また、分析の結果が業界によって異なることから企業の進出・撤退には業界ごとに特性があることが予想された。そのため、個々の業界の進出・撤退に関して詳しい分析を行った。この分析から、

(1) 電気機器業界において、進出・撤退は相互補完的なものであること

(2) 食品業界において、高い収益性は進出につながらないこと

(3) サービス業界において、本業に投資が必要な企業と不要な企業が存在することが明らかになった。

目次

刊行のことば

Abstract（要約）

2009年度共同論文集

序章 2

第1章 プラットフォーム 3

第2章 業界の比較分析

第1節 電気機器業界 20

第2節 食料品業界 32

第3節 サービス業界 38

終章 57

2009年度ゼミナール活動の記録 58

TAのお言葉 59

一年を振り返って 61

編集後記 68

序章

企業の社会的役割のひとつに”Going Concern（永続）”がある。顧客・取引先・従業員など多くのステークホルダーに対する責任として企業は継続していく必要がある。しかしながら、製品ライフサイクルの考え方からも、1つの事業の寿命は約30年とも言われている。つまり、ひとつの事業のみで企業が永続していくことは難しいといえ、「事業の寿命≠企業の寿命」とするためにも、企業は新規事業への進出と既存事業からの撤退を繰り返していくと考えられる。また、永続のためにリスクを低減させるという意味からも、事業ポートフォリオを組むとも考えられる。

しかしながら、ファイナンスの理論から言えば、リスクを低減させるポートフォリオは投資家側が投資のポートフォリオを組むことにより、より簡単に実現できる。つまり、投資家は企業に対して多角化を望まないとされる。これは多角化ディスカウントの存在として多く実証されている。

つまり、事業ポートフォリオは企業の収益性、将来性、安全性などや、外部からの圧力などさまざまな要因の下形成されていくものと考えられる。

そこで、今年度の藤井ゼミでは、この事業ポートフォリオについて共同研究を行うこととした。プラットフォーム（各班共通のリサーチデザイン）の中では、事業ポートフォリオの再編を企業に決定させる要因は何であるのかという点を検証し、その後1班は電気機器業界、2班は食料品業界、3班はサービス業界における特性および、ケーススタディを通じた事業再編の実状を見ていくこととする。

第1章 プラットフォーム

1-1 研究目的

本研究の目的は、以下の3点を検証することである。

- 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ているのか。
- ii) 事業ガバナンスとしてそれら進出・撤退を決定する要因は何で、どのような影響を与えたのか。
- iii) 進出・撤退は二者択一的なものなのか、あるいは相互補完的なものなのか。

1-2 研究の意義

事業ポートフォリオに関する研究は国内外に多くの先行研究が存在する。事業ポートフォリオと企業価値に関するものでは、Berger and Montgomery[1988]、Berger and Ofek[1995]が、一般には多角化が進むにつれ、企業価値が損なわれるということを実証した。また、Berger and Ofek[1995]では事業集約化は外部プレッシャーによるとされた。また国内文献でも平元[2002]が多角化ディスカウントの存在を確認している。

また、事業ポートフォリオの再編の決定要因についての研究としては菊谷・伊藤他[2005]がある。この中で1990年代の日本の製造業において、ネットで観察されるより、グロスでははるかに多くの進出と撤退が行ってきたことが示され、事業再編には企業が持つセグメント数、本業成長率、本業売上の変動等が影響を与えることが確認された。また、事業集約化についての実証研究ではあるが、青木[2008]によれば事業集約には外国人持株比率、負債比率が影響しており、事業ポートフォリオの再編を考える上で外部からのモニタリングが重要であることが示唆されている。

これらの研究により、1990年代における、日本製造業の事業ポートフォリオ再編の動き及びその決定要因が示されているが、これらはその後2000年代においても継続しているのであろうか。本研究では2000年代の日本企業における事業ポートフォリオ再編の動きを観測し、決定要因を検証し、さらにそれを製造業から非製造業まで拡張することを狙いとする。

1-3 事業セグメントの定義

まず事業セグメントについて定義する。各企業の有価証券報告書では、事業の種類別セグメント情報が開示されている。ただし、このセグメント情報には経営者の恣意性が含まれていると考えられる。そこで以下の操作を行う。

本研究ではセグメント情報を日経 NEEDS から取得した。日経 NEEDS のセグメント情報では有価証券報告書記載の各事業セグメントに含まれる事業に対して『総務省 日本産業分類（2002 年版）』の産業分類コード（4 桁）を割り当てており、それらをより大きな区分である 3 桁に直し、同一のコードに分類されるケースを一事業部門として名寄せする作業を行った。この各コードを本研究では事業セグメントと呼ぶこととした。これらの作業は青木[2008]をはじめ国内の先行研究においては同様の操作が行われていることから、本研究の目的に整合する事業分類にあわせるためのものとして適当なものであると考える。

次に事業再編に関するデータであるが、本研究では事業セグメント数のネットの動きではなく、グロスの動きに着目する。これは本研究が多角化か集約化かといった点に着目しているのではなく、再編に着目すること由来するものである。2002、2005、2008 年度の事業セグメントにおいて、前期に存在しなかった事業セグメントが発生した場合には進出・前年度に存在した事業セグメントが消滅した場合には撤退とする。

1-4 2000 年代の事業再編の検証

1-4-1 専門企業の変化

菊谷[2002]によると、企業にとって最も基本的な事業戦略とは専門企業であれば専門を維持するか否か、複数事業を持つ会社であれば事業を 1 つに絞るか否かである。そこで、各業界において専門企業の割合がどのように変化したかを【表 1-4-1-1】に示す。

電機業界では、2002 年から 2008 年にかけて専門企業比率は減少し続けており、多角化の傾向が見られる。特に、2002 年から 2005 年は約 5%減少しており、2005 年から 2008 年にかけてはやや減少は鈍化している。ここで、この間の日銀短観（大企業/製造業/実績）によれば、2002 年から 2005 年にかけては 1990 年代から続いた不況から脱出しつつある期間であり、企業が様々な投資を行った結果ではないかと推測される。

食料品業界においては、専門比率が一貫して変化がない。後に出てくる【図 1-4-2-3】より専門企業の数が増加していないことから、専門企業と非専門企業では異なる文化を有しているのではないかと推測される。

【表 1－4－1－1：専業企業比率】

専業企業比率	2002	2005	2008
電気機器業界 (166 社)	47.6	42.8	41.6
食品業界 (83 社)	37.3	37.3	37.3
サービス業界 (65 社)	16.7	9.1	12.1

【表 1－4－1－2：日銀全国短観・業況（DI/大企業/製造業/実績）】

97/6	97/12	98/6	98/12	99/6	99/12	00/6	00/12
13	－4	－35	－51	－37	－17	3	10
01/6	01/12	02/6	02/12	03/6	03/12	04/6	04/12
－16	－38	－18	－9	－5	11	22	22
05/6	05/12	06/6	06/12	07/6	07/12	08/6	08/12
18	21	21	25	23	19	5	－24

サービス業界の特徴として、全体としては非専業企業となる傾向が強く他の業界に比べて専業企業の比率が低いことがあげられる。この理由としてサービス業はほかの業界と比べて進出に資産が必要としないことがあげられる。サービス業界の中で 6 年を通して専業であった企業は 4 社、2002 年から 2005 年の間の変動は 4 社が非専業企業となったこと、2005 年から 2008 年の変動は 1 社が専業企業となったのみである。専業から非専業となった企業の目的は、新しく子会社化や新事業に進出することによりシナジー効果、技術力やノウハウ、つまり競争力をつけることと考えられる。

1－4－2 進出と撤退

まず、各業界における非専業企業の平均セグメント数、進出・撤退の状況を検証する。【表 1－4－2－1】がその結果である。

電気機器業界においては、2002 年から 2005 年（以下「第Ⅰ期」）は約 0.25 セグメントの増加（増加率約 7%）、2005 年から 2008 年（以下「第Ⅱ期」）は約 0.1 セグメントの増加（増加率約 2.3%）と、徐々に平均セグメント数が増加しており、専業比率の減少という結果とともに多角化が進んでいることがわかる。しかし、単純に進出企業と撤退企業の差を見た場合、第Ⅰ期で約 2%進出が多いに過ぎず、第Ⅱ期にいたっては差が無い。つまり、セグメント数の増加には進出・撤退を共にに行っている企業が大きな影響を与えていることが分かる。

【表 1－4－2－1：非専門企業の進出・撤退】

	2002	2005	2008
ave.	3.69	3.95	4.04
電気機器業界	Neither(%)	57.5	62.1
	Either(%)	21.8	19.0
	Only Exit(%)	9.2	9.5
	Only Entry(%)	11.5	9.5
ave.	5.17	5.19	5.35
食料品業界	Neither(%)	43.4	56.6
	Either(%)	20.8	20.8
	Only Exit(%)	18.9	9.4
	Only Entry(%)	15.1	11.3
ave.	5.87	5.55	5.59
サービス業界	Neither(%)	36.6	27.9
	Either(%)	33.3	32.8
	Only Exit(%)	13.3	27.9
	Only Entry(%)	16.7	11.5

ave.：平均セグメント数

Either：進出・撤退共に有り、Neither：進出・撤退共に無し

Only Exit：撤退のみ有り、Only Entry：進出のみ有り

食料品業界においては、第Ⅰ期は約 0.02 セグメントの増加（増加率約 0.3%）、第Ⅱ期は約 0.16 セグメントの増加（増加率 0.3%）と徐々に平均セグメント数は増加しているものの、専門比率は一定であるため、非専門企業が多角化を進めていることが分かる。しかし、進出企業と撤退企業の差は、第Ⅱ期では約 1.9%進出が多いが、第Ⅰ期においては約 3.8%撤退が多くなっている。そのため、第Ⅰ期では進出・撤退を共に行っている企業において撤退数より進出数のほうが多いと考えられる。また、第Ⅰ期と第Ⅱ期を比較すると、進出と撤退を共に行わない企業が約 13%増加しているのに対し、共に行っている企業は一定となっている。そして、進出企業は約 3.8%減少、撤退企業は約 9.5%減少となっている。つまり、進出も撤退も行わない企業が増えている中で、進出と撤退に積極的な企業が存在しており、それらの企業が進出・撤退に大きな影響を与えていることが分かる。

サービス業界の特徴としては平均セグメント数が 5 から 6 であり、他の業界に比べて高いこと、進出または撤退を行っている企業が半数以上存在することがあげられる。理由としては前述したようにサービス業界では進出・撤退を行いやすいことがあげられる。

第Ⅰ期と第Ⅱ期で異なる点は、第Ⅰ期と比較して第Ⅱ期では進出・撤退の両方を行わな

い企業が減少し撤退のみを行った企業が二倍となったため、セグメント数が減少する傾向にある。

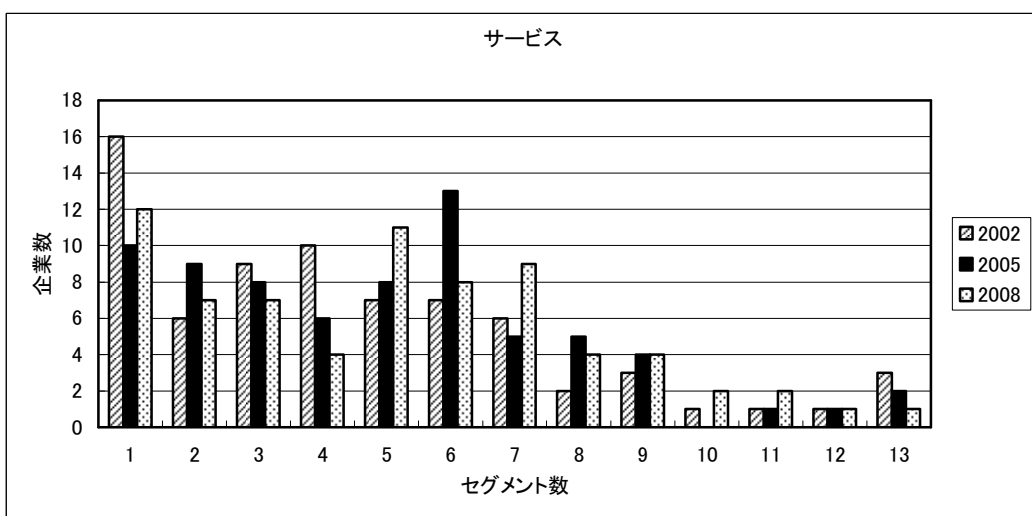
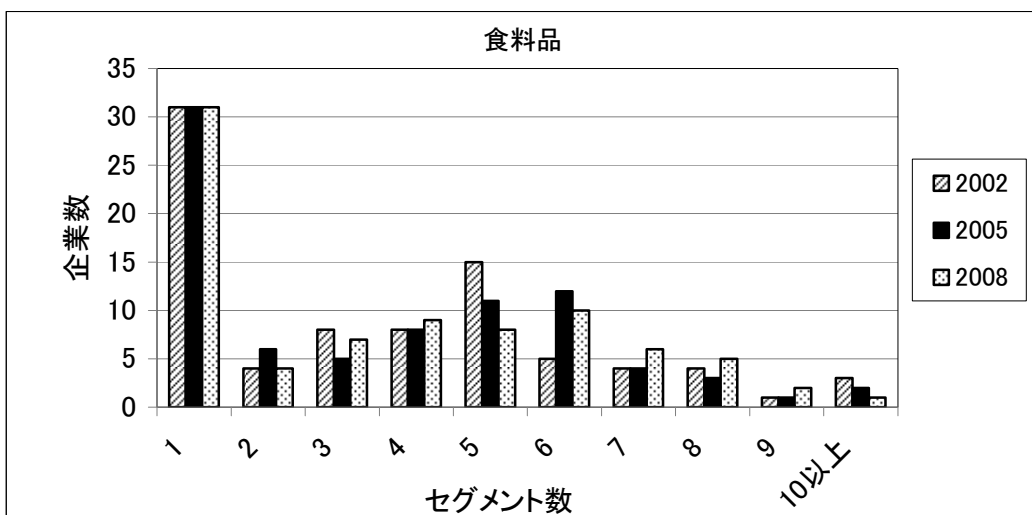
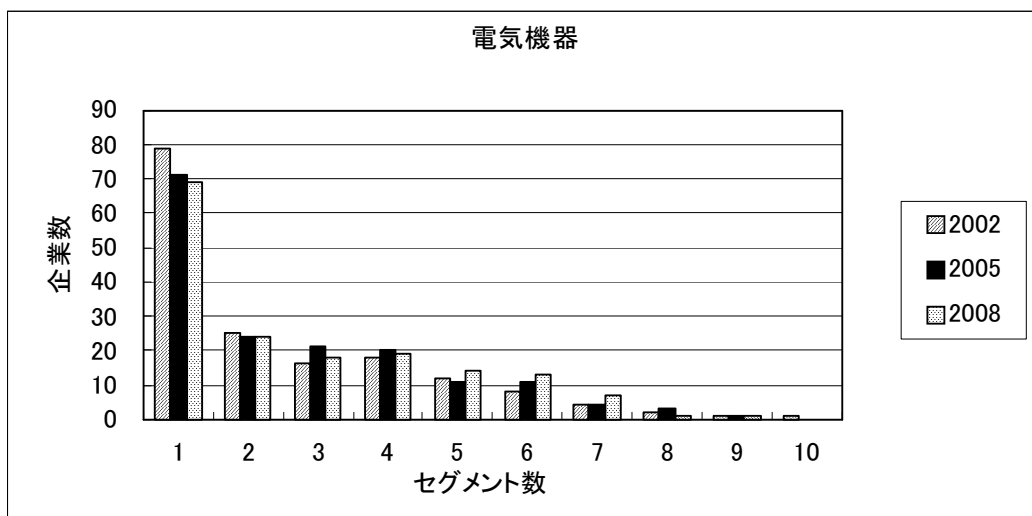
第Ⅰ期を見ると、進出を行っている企業（50%）のほうが撤退を行っている企業（46.6%）よりも多いのにもかかわらずセグメント数は減少していることから、進出を行っている企業の平均進出セグメント数は平均撤退セグメント数よりも少ないことがわかる。

第Ⅱ期をみると、撤退を行っている企業（60.7%）のほうが進出を行っている企業（44.3%）よりも多いのにもかかわらず平均セグメント数はほとんど変化していない。このことから第Ⅱ期において平均進出セグメント数は平均撤退セグメント数よりも多いことがわかる。つまり、第Ⅰ期と第Ⅱ期は正反対の結果を示しているのである。

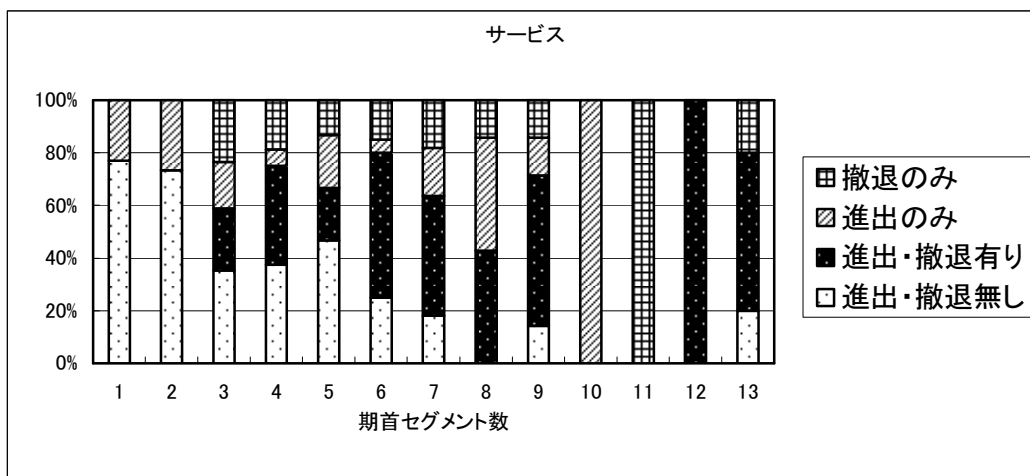
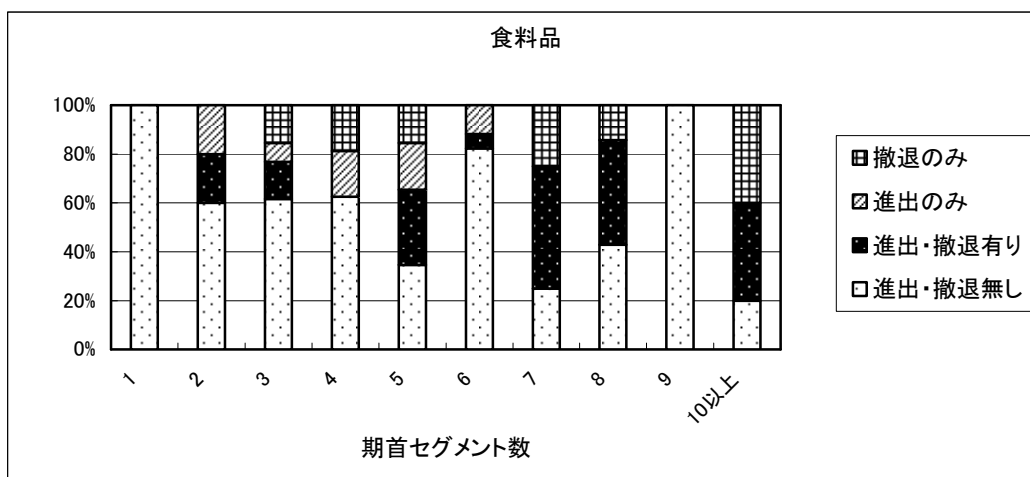
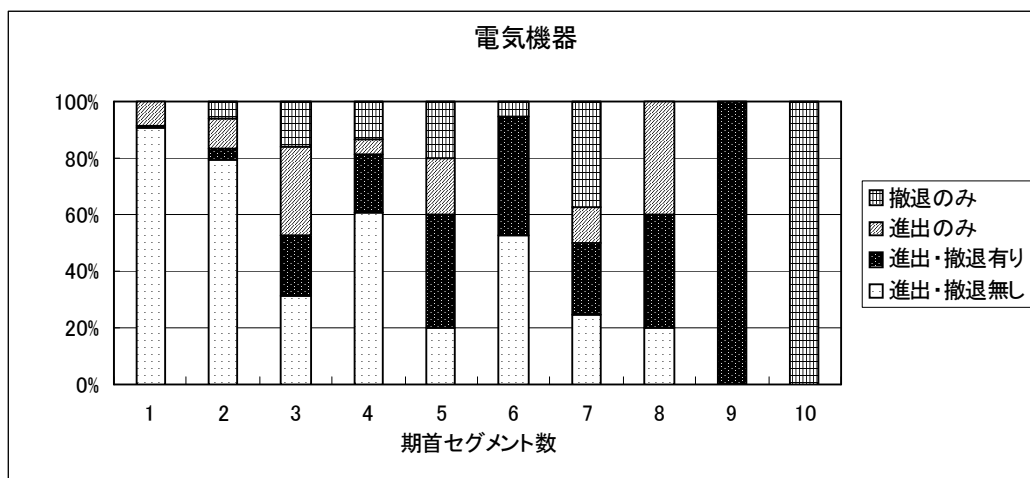
次に、【図1－4－2－2、3】で各業界における事業セグメント数の年度別分布および期首セグメント数と進出・撤退の関係をグラフにしたものを示す。

電気機器業界においては、セグメント数が1、2の場合には80%以上の企業が進出・撤退を行わず、セグメント数が多い企業で進出・撤退が行われていることがわかる。食料品業界のセグメント数は専業企業を除けば正規分布に近い形をしている。進出・撤退に関しては特に特徴がない。サービス業界は他の業界に比べて専業企業の比率が少なくセグメント数の平均が高い。最大セグメント数は13と3業界中最大である。セグメント数別の進出・撤退状況では、セグメント数が多い企業ほど進出または撤退を行っている比率が高いことがわかる。

【図1-4-2-2：事業セグメント数の年度別分布】



【図 1－4－2－3：期首セグメント数と進出・撤退】



ここまでは研究目的の i) である、各業界における 2000 年代の進出・撤退の動きを見てきた。これらの結果よりネットでの多角化・集約化よりもダイナミックなグロスでの動きがあることが確認された。ではその進出・撤退を企業が決定する要因は何であろうか。次節では研究目的の ii) にあたるこれらの点を検証する。

1－5 進出・撤退の決定要因

1－5－1 仮説

新規事業への進出・既存事業からの撤退には企業のさまざまな外的・内的要因が影響していると考ええる。企業は各企業が企業価値を最大化することを目的として事業ポートフォリオを構成することになる。菊谷[2005]によれば、それらの要因は本業の特性、その他企業の特性、マクロ要因に分類される。これらについて、以下のような仮説を立てた。

a) 本業の特性

本業において、業績が良好であれば本業以外の事業を継続する必要は低くなり、事業撤退の誘因となる。また、あえてリスクを冒して新規事業へ進出する必要は小さくなるから進出は行いにくくなる（菊谷・伊藤[2005]）。本業の成長を考慮した次の仮説を設定する。

仮説 a：本業成長率が高ければ進出にマイナス、撤退にプラスの影響を与える。

b) その他企業の特性

b 1) 初期の多角化の状況

期首時点での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影響を与えることになる。しかしながら、事業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ということにもなる。よって撤退に関してもプラスの影響を与えると予想される（菊谷・伊藤[2005]）。これらより次の仮説を設定する。

仮説 b 1：期首セグメント数が多い企業は進出・撤退を行いやすい。

b 2) 外部からのガバナンス

企業外部からの圧力によって事業の再編を迫られることも考えられる。特に日本企業においては株式の相互持ち合いによる安定株主の存在によって、資本市場からの過度の利益圧力から経営者を解放されてきた。よって、外国人株主に代表される「モノ言う」株主の存在は経営者に対する規律付けとして機能し、事業集約化を促進する可能性がある（青木[2008]）。よって、外国人持株比率を考慮した次の仮説を設定する。

仮説 b 2：外国人持株比率が高い企業は進出を抑制され、撤退を促進される。

b 3) 企業の収益性

企業の収益性が低ければ、不採算事業からの撤退の圧力が高くなる（青木[2008]）。また、収益性が高く、キャッシュフローが豊富ならば進出に必要な資金の源泉ともなる。よって、収益性を考慮した次の仮説を設定する。

仮説 b 3：収益性が低い企業は撤退の圧力が高まり、高い企業は進出にプラスの影響を与える。

b 4) 企業の体力

新規事業への進出には資金が必要となる。ペッキングオーダー理論によれば、経営者はコストの小さい内部留保を優先的に使い、その後負債、自己資本の順に使うことになる。よって、内部金融の源泉である内部留保が多く存在し、効率的に働けば進出にプラスの影響を与えることになる。よって次の仮説を設定する。

仮説 b 4：内部留保が多ければ進出にプラスの影響を与える。

b 5) 将来への投資

新規事業への進出には事前の投資が必要となる。例えば、研究開発費がその代表的なものであり、研究開発は将来の進出への意欲ととらえることができる。よって、以下の仮説を設定する。

仮説 b 5：研究開発を積極的に行っている企業は進出を行いやすい。

1-5-2 サンプルとデータ

以上の仮説を検証するために本研究では東京証券取引所第一部、第二部上場企業、日本会計基準採用の電気機器業界（1 班）、食料品業界（2 班）、サービス業界（3 班）に区分される企業で、日経 NEEDS のセグメント情報が 2002 年～2008 年でそろっている企業のデータセットを使用した。

また、企業の進出・撤退の決定は、事業ガバナンスの一つであるとされ、菊谷[2005]によると、事業ガバナンスは 2 つに分類される。一つは各事業にどの程度の権限を与えるかというものである。事業部制、あるいはカンパニー制、子会社など、統治の形状に関するものである。2 つめは本研究の目的でもある本社がどのように各事業を管理し、戦略的決定を行うかという点である。この研究目的に照らし合わせて、事業セグメントが複数ある企業がどのようにそれらを管理していくかを調べる必要があるため、2002 年、2005 年時点で事業セグメント数が複数存在する企業をサンプルとした。

データはデータベース eol から取得した。また統計ソフトは Eviews6 を使用している。3

業界の基本統計量と相関関係表は以下の通りである。相関関係表では相関係数を記載している。

【表 1－5－2－1：基本統計量の解説】

Mean	平均値
Median	中央値
Maximum	最大値
Minimum	最小値
Std. Dev.	標準偏差
Jarque-Bera	正規性の検定
Probability	Jarque-Bera 検定の有意確率
Obs.	観測数

【表 1－5－2－2：電気機器業界（1 班）】

基本統計量	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>for</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R & D</i>	<i>year</i>
Mean	0.298	0.280	0.069	3.894	0.105	0.043	0.682	0.041	0.509
Median	0	0	0.040	4.000	0.085	0.036	0.630	0.035	1
Maximum	1	1	1.534	10	0.448	0.176	2.509	0.130	1
Minimum	0	0	-0.519	2	0.000	-0.046	-0.296	0.000	0
Std. Dev.	0.459	0.450	0.248	1.759	0.090	0.035	0.455	0.026	0.501
Jarque-Bera	30.9	33.1	494.6	22.2	38.6	32.8	155.7	43.8	26.8
Probability	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Obs.	161	161	161	161	161	161	161	161	161
相関関係表	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>for</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R & D</i>	<i>year</i>
<i>Entry</i>	1								
<i>Exit</i>	0.502	1							
<i>main</i>	0.039	-0.113	1						
<i>seg</i>	0.264	0.353	-0.035	1					
<i>for</i>	0.093	0.075	0.202	-0.066	1				
<i>ROA</i>	-0.143	-0.084	0.135	-0.136	0.188	1			
<i>res</i>	-0.150	-0.034	-0.203	-0.002	0.008	0.217	1		
<i>R & D</i>	-0.009	-0.016	0.111	-0.125	0.047	0.036	0.099	1	
<i>year</i>	-0.066	-0.164	0.280	0.005	0.191	0.098	0.009	-0.058	1

【表 1－5－2－3：食料品業界（2 班）】

基本統計量	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>for</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R & D</i>	<i>year</i>
Mean	0.337	0.347	0.031	5.196	0.067	0.044	0.689	0.012	0.500
Median	0	0	0.025	5.000	0.032	0.044	0.627	0.007	0.5
Maximum	1	1	0.529	13	0.308	0.170	2.677	0.150	1
Minimum	0	0	-0.657	2	0.000	-0.042	0.070	0.000	0
Std. Dev.	0.475	0.478	0.138	2.144	0.076	0.029	0.381	0.019	0.502
Jarque-Bera	17.8	17.5	227.8	14.7	29.1	199.4	331.1	4049.8	17.0
Probability	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Obs.	101	101	92	102	100	100	102	100	102
相関関係表	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>for</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R & D</i>	<i>year</i>
<i>Entry</i>	1								
<i>Exit</i>	0.467	1							
<i>main</i>	-0.076	-0.057	1						
<i>seg</i>	0.095	0.296	0.013	1					
<i>for</i>	0.060	-0.008	0.075	0.311	1				
<i>ROA</i>	-0.136	-0.184	0.144	-0.095	0.395	1			
<i>res</i>	-0.083	-0.173	-0.042	0.041	-0.046	-0.319	1		
<i>R & D</i>	-0.011	-0.175	-0.078	-0.079	-0.082	0.096	0.301	1	
<i>year</i>	0.022	-0.120	0.174	-0.033	0.332	0.026	-0.007	0.122	1

【表 1－5－2－4：サービス業界（3 班）】

基本統計量	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>for</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R&D</i>	<i>year</i>
<i>Mean</i>	0.509	0.500	0.104	5.605	0.081	0.064	0.769	0.001	0.528
<i>Median</i>	1	0.5	0.077	5.000	0.048	0.052	0.437	0.000	1
<i>Maximum</i>	1	1	1.303	13	0.545	0.243	5.683	0.0341	1
<i>Minimum</i>	0	0	-0.419	2	0.0002	-0.041	-0.167	0.000	0
<i>Std. Dev.</i>	0.502	0.502	0.253	2.791	0.100	0.063	1.010	0.004	0.502
<i>Jarque-Bera</i>	18.0	18.0	196.8	16.1	320.8	30.8	630.5	3744.5	18.0
<i>Probability</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>Obs.</i>	108	108	108	108	108	108	108	108	108

相関関係表	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>for</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R&D</i>	<i>year</i>
<i>Entry</i>	1								
<i>Exit</i>	0.352	1							
<i>main</i>	-0.004	-0.141	1						
<i>seg</i>	0.249	0.220	-0.037	1					
<i>for</i>	0.080	-0.040	0.025	-0.243	1				
<i>ROA</i>	0.035	-0.006	0.120	-0.078	0.066	1			
<i>res</i>	-0.135	-0.140	-0.061	-0.080	-0.035	-0.149	1		
<i>R & D</i>	0.114	-0.037	-0.132	-0.148	0.317	-0.147	-0.007	1	
<i>year</i>	-0.149	-0.019	0.188	-0.059	0.199	0.013	0.005	-0.046	1

1-5-3 推計モデルと変数

1-5-1の仮説を検証するために、進出・撤退の有無を被説明変数、本業の特性、その他企業の特性を説明変数とした次式をプロビット（ロジット）モデルで推計する。

$$Entry = f(main, seg, for, ROA, res, R \& D, year)$$

$$Exit = f(main, seg, for, ROA, res, R \& D, year)$$

1) 被説明変数

*Entry*は第Ⅰ期あるいは第Ⅱ期の期首と期末の事業セグメントを比較し、新たな事業セグメントが現れた場合に1をとるダミー変数である。また、*Exit*は第Ⅰ期あるいは第Ⅱ期の期首と期末の事業セグメントを比較し、事業セグメントが消滅した場合に1をとるダミー変数である。

2) 説明変数

*main*は本業の特性を表す変数であり、本業売上高成長率である。日経 NEEDS のセグメント情報で最も売上高の高いセグメントを本業とし、第Ⅰ期あるいは第Ⅱ期の期首から期末への本業売上高の成長率を変数とした。

*seg*は期首セグメント数であり、第Ⅰ期、第Ⅱ期期首時点での事業セグメント数である。*for*は外国人持株比率である。発行済み総株式数に対する外国人持株の占める割合を変数としている。なお、本研究では株式所有による外部からのガバナンスについて検証しているゆえ、優先株については発行済み総株式数には含まないものとする。*ROA*はROAであり、各期3年間の平均値である。*res*は内部留保比率である。第Ⅰ期、第Ⅱ期の期首時点での連結剰余金に、内部留保効果のある減価償却累計額と、引当金の中でも額が大きく、長期的に留保効果が見込まれる貸倒引当金、退職給付引当金を加えたものを売上高で除したものである。*R & D*は研究開発費比率であり、研究開発費を売上高で割ったものの各期3年間の平均値である。*year*は各期のマクロ要因の影響を考慮する変数で、第Ⅱ期に1を取るダミー変数とする。

1-5-4 プラットフォーム結果と考察

各業界のプラットフォームの結果は【表1-5-4-1】に示すとおりである。以下、各業界におけるプラットフォームの考察を行う。

【表 1－5－4－1：プラットフォームの分析結果】

	仮説 予測		電気機器業界		食料品業界		サービス業界	
			<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>
<i>main</i>	－	＋	0.153 (0.331)	－0.549 (－1.029)	－1.003 (－0.489)	－0.942 (－0.394)	0.242 (0.292)	－1.338 (－1.550)
<i>seg</i>	＋	＋	0.213*** (3.315)	0.290*** (4.271)	0.039 (0.352)	0.310** (2.364)	0.278*** (2.958)	0.178** (2.104)
<i>for</i>	－	＋	2.283* (1.815)	2.400* (1.804)	5.082 (1.285)	1.323 (0.316)	3.132 (1.321)	0.250 (0.113)
<i>ROA</i>	＋	－	－4.657 (－1.246)	－0.538 (－0.144)	－24.937* (－1.871)	－26.574* (－1.855)	5.590 (1.301)	2.689 (0.653)
<i>res</i>	＋	－	－0.510* (－1.650)	－0.226 (－0.775)	－1.288 (－1.601)	－1.929** (－2.025)	－0.210 (－0.866)	－0.290 (－1.232)
<i>R & D</i>	＋	－	1.680 (0.379)	2.343 (0.531)	13.045 (1.003)	－13.744 (－0.589)	68.433 (1.301)	－6.093 (－0.134)
<i>year</i>			－0.254 (－1.091)	－0.487** (－1.995)	－0.078 (－0.149)	－0.463 (－0.852)	－0.733* (－1.675)	0.087 (0.208)
<i>const</i>			－1.078*** (－2.606)	－1.677*** (－3.757)	0.697 (0.648)	0.570 (0.491)	－1.718** (－2.116)	－0.863 (－1.145)
Number of obs.			161	161	89	89	108	108
Positive obs.			48	45	31	33	53	54
McFadden R-squared			0.108	0.152	0.060	0.171	0.114	0.067
Log likelihood			－81.407	－80.869	－54.106	－49.033	－74.841	－74.860

注：上段は係数、下段（ ）内は z 値。係数の***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意

仮説の予測符号は左が *Entry*、右が *Exit* の予測である。

1－5－4－1 電気機器業界

期首セグメント数は進出・撤退共に 1%有意であり、符号も仮説と一致している。

また、外国人株主は進出・撤退共に 10%有意であるが、仮説とは異なり進出・撤退に共にプラスの影響を与えていることになる。これは外国人株主のガバナンス効果は決して撤退圧力というだけでなく、進出との組み合わせによってより効果的な事業ポートフォリオを組むことを求めていると考えられる。

内部留保比率は進出にのみ 10%有意であるが、符号が仮説とは逆のマイナスである。また、撤退に関しても有意水準には届かないもののマイナスの傾向が見られる。つまり、進

出や撤退を行う際の費用は内部留保でまかなっているのではない、もしくは内部留保ではまかないきれないほどの額であると推測される。また、プラットフォームでは多重共線性の関係上、変数に組み入れていないが、電気機器業界では負債比率が進出・撤退にプラスの影響を与えることが確認されており、事業再編に必要な資金は内部金融ではなく、金融機関を中心とした外部金融によって調達していると考えられる。

研究開発費比率は、有意な結果が出なかった。研究開発費は、将来の進出への意欲としての投資とも言えるが、電気機器業界においては既存事業への投資の可能性も十分に考えられる。電気機器業界での研究開発の重要性は他の 2 業界と比べて研究開発比率の平均値・中央値共に高い点からも、示されている。よって、事業再編へ向けた研究開発費と本業をはじめとする既存事業に対する研究開発費を区別することが難しいことから有意な結果が出ていないと考えられる。

最後に、ROA、本業売上高成長率であるが、本研究では有意な結果が得られなかった。これには技術的な問題も考えられる。技術的な問題点とはデータの取得に関する点で、今回本業としたものは企業が発表するセグメントの中で最も売上高が大きなセグメントとした。しかし、企業が発表セグメントには経営者の恣意性が存在すると考えられ、本研究が求める本業売上高が正確に把握できていないということが考えられる。また、この結果の解釈としては、企業が事業再編を決定するのは短期的な収益や成長という観点からではないのではないかと推測される。つまり、企業は数年の収益や成長で進出・撤退を判断しているわけではなく、より長期的な戦略のもとで決定していると考えられる。

また、電気機器業界においては有意か否かという違いはあるにせよ、全変数がすべて同じ符合となっている。つまり、企業の進出と撤退は相反するものではなく、相互補完的な意味を持っているのではないかと推測される。

以上の推測を第 2 章の各班研究の中でさらに考察を深めたいと考える。

1-5-4-2 食料品業界

期首セグメント数は撤退で 5%有意であり、符号も仮説と一致している。

内部留保比率は撤退にのみ 5%有意であり、仮説通りマイナスの影響を与えている。内部留保比率が高いとある程度余剰資金があり、すぐに撤退する必要がないと考えられる。逆に内部留保比率が低いと、不採算事業があれば撤退を行おうとする。

研究開発費比率は進出・撤退共に有意な結果は出なかった。これは電気機器業界と同様に、事業再編に向けた研究開発と既存事業の研究開発を区別することが困難であるためと考えられる。また、分散が 0.0003 と極端に低く、【図 1-5-4-2-1】より企業間に差がないため有意な結果が出ないと考えられる。

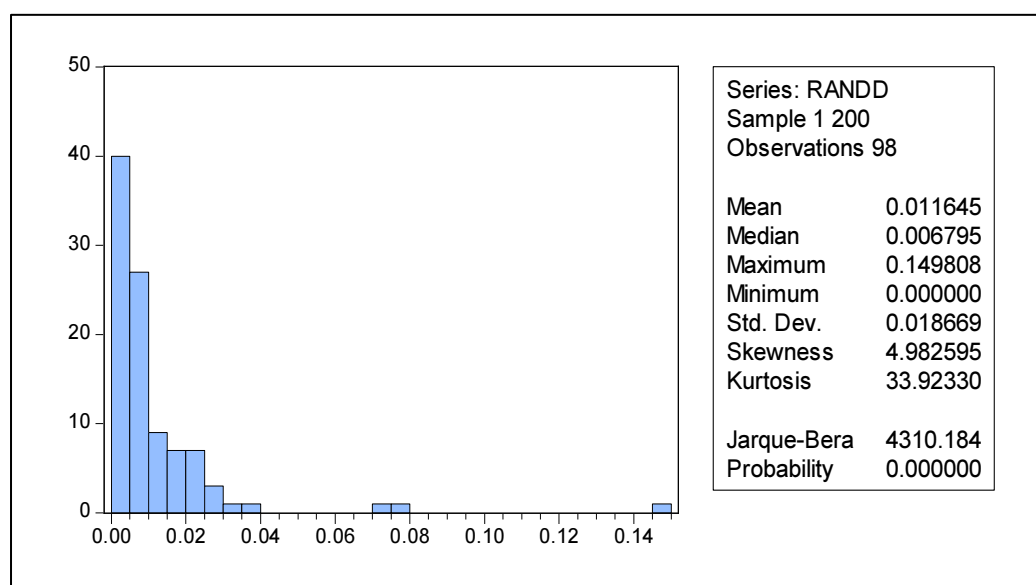
外国人持株比率は進出・撤退共に有意な結果は出ていない。平均値・中央値共に他業界より低く、経営者に対する規律付けとしての機能を果たすほどではないと考えられる。

本業売上高成長率も進出・撤退共に有意な結果は出ていない。平均値・中央値共に他業

界より低く、食料品業界は成熟産業であることが分かる。

ROA は進出・撤退共に 10% 有意であるが、進出には仮説と異なりマイナスの影響を与えている。その理由については第 2 章の班研究で分析をしていくこととする。

【図 1－5－4－2－1：研究開発費比率の分布】



1－5－4－3 サービス業界

サービス業界では進出においてセグメント数、年度ダミーで有意な結果を得た。また、撤退においてはセグメント数で有意な結果を得た。これらの符合は仮説と一致していた。

年度ダミーにおいて有意な結果を得られた理由は、景気変動が影響していると考えられる。企業の有価証券報告書をみると 2002 年から 2005 年は好況期にあたり、2005 年から 2008 年が不況期にあたっていた。すなわちサービス業界では好況期に企業が進出を積極的に行っていたのである。

プラットフォームの結論としては、サービスではほとんどの変数で有意な結果をえられなかった。その理由として、サービス業界とサービスの特徴が挙げられる。詳しくは第 2 章の業界の比較分析にて記述するが、まず、サービス業界の特徴は電気機器業界、食料品業界と異なり非製造業であり、非製造業であるサービス業界では進出の際に大きな設備投資が不要で参入障壁が低いため競争が激しいといったことがあげられる。また、サービスは提供と消費が同時である不可分性、質を一定に保つことが困難な不均一性といった特徴がある。これらの特徴が研究開発費比率、内部留保比率などに影響していたことがわかった。つまり、プラットフォームにおいてほとんどの変数で有意な結果を得られなかったのはサービス業界の特徴が変数に大きく影響していたからである。第 2 章の業界分析ではこれらの特徴に焦点を当てていく。

参考文献

青木英孝[2008]「事業ポートフォリオの再編と企業統治 事業集約化からのアプローチ」宮島英昭編『企業統治分析のフロンティア』日本評論社、115-141 項。

菊谷達也・伊藤秀史・林田修[2005]「事業進出と撤退：1990 年代日本企業再編」伊丹敬之監修、一橋大学日本企業研究センター編『日本企業研究のフロンティア第 1 号』有斐閣、81-100 項。

菊谷達也・斉藤隆志[2006]「事業ガバナンスとしての進出と撤退—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」『Kyoto University Working Paper J-56』。

平元達也[2002]「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナス』12 号、31-55 項。

舟岡忠雄[2003]「企業行動の多角化と企業価値—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・舟岡忠雄編『企業行動の変容—マイクロデータによる接近』日本評論社、213-259 項。

Berger, Philip G., and Eli Ofek [1995], “Diversification’s Effect on Firm Value,” *Journal of Financial Economics* 37,”pp.39-65.

Berger, W. and C. Montgomery [1988], “Tobin’s q and the structure performance relationship,” *American Economic Review*, Vol.78, pp246-250.

第2章 業界の比較分析

2-1 電気機器業界における進出と撤退の補完性

渡邊誠士 美浦大輝 津川貴行 新谷壮司 別所正則
新家佳樹 清水迫誠 浜田大輔 安田亮

2-1-1 はじめに

プラットフォームでは電気機器業界において進出と・撤退の決定要因を表す符合のほとんどすべてが一致した。これは進出と撤退の決定要因が同じであることを表しているのか否か。まずはこの点に関する追加研究を行い、その後日本の典型企業の一例として東芝を取り上げ、ケーススタディを行う。これを通してプラットフォームの外部妥当性を検証し、プラットフォームに表れなかった決定要因を探る。

2-1-2 進出・撤退の完成の検証

2-1-2-1 Research Question1

電気機器業界においては【表2-1-2-1-1】から、進出・撤退の決定要因を表す符号のほとんどすべてが一致することが分かった。ここから以下の2つの仮定が導かれる。

仮定1. 本来は進出と撤退は相反するものであり、その決定要因を表す符合は逆になるはずである。しかしながら、特殊例として進出・撤退を同時に行う企業があり、結果を歪めている。

仮定2. プラットフォームの結果どおり、進出と撤退は同じ要因から起こるもの、あるいは相互に影響を与えるものである。

よって、本節の Research Question1 は「進出・撤退の決定要因は同じであるか？」とした。

2-1-2-2 追加分析

Research Question1 を検証するために、進出・撤退を同時に行っている企業をサンプルから除外し、プラットフォームと同様のモデルで検定を行い、分析結果を比較した。つまり、進出・撤退を同時に行っている企業が結果を歪めているとすればそれらを除去したときに進出・撤退の純粋な決定要因が分かるのではないかと考えたのである。結果、有意でない変数の係数も含め、符号に変化は見られなかった。また、新たに有意となった係数は無く、結果にも目立った改善は見られない。このことから、進出・撤退は相反するものであるが、進出・撤退を同時に行っている企業があり、そのことが結果を歪めているという仮定1 は否定され、進出・撤退の決定要因は同じ要因である、あるいは相互に影響を与えるものであるという仮定2 が支持された。

【表 2－1－2－1－1：進出・撤退の決定要因】

進出・撤退の決定要因

	仮説 予測		プラットフォーム <i>Entry</i> <i>Exit</i>		追加分析 <i>Entry</i> <i>Exit</i>	
<i>main</i>	－	＋	0.153	－0.549	0.827	－0.132
<i>seg</i>	＋	＋	0.213***	0.290***	0.002	0.186**
<i>for</i>	－	＋	2.283*	2.400*	0.881	1.696
<i>ROA</i>	＋	－	－4.657	－0.538	－5.250	－0.005
<i>res</i>	＋	－	－0.510*	－0.226	－0.083	－0.057
<i>R & D</i>	＋	－	1.680	2.343	8.005	7.068
<i>year</i>			－0.254	－0.487**	0.215	－0.410
<i>const</i>			－1.078***	－1.677***	－1.086**	－2.165***
Number of obs.			161	161	131	131
Positive obs.			48	45	18	15
McFadden R-squared			0.108	0.152	0.123	0.137

注：係数の***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意。

仮説の予測符号は左が *Entry*、右が *Exit* の予測である。

2-1-3 東芝のケーススタディ

2-1-3-1 目的

本節の目的は、日本の電気機器業界における典型企業として東芝を取り上げ、プラットフォームの外部妥当性を検証すると共に、プラットフォームで収益性・成長性を表す変数に有意な結果が見られなかった原因を検証すること、さらにプラットフォームで表れなかった進出・撤退の決定要因は何かないかということを探ることを目的とする。

2-1-3-2 東芝の沿革

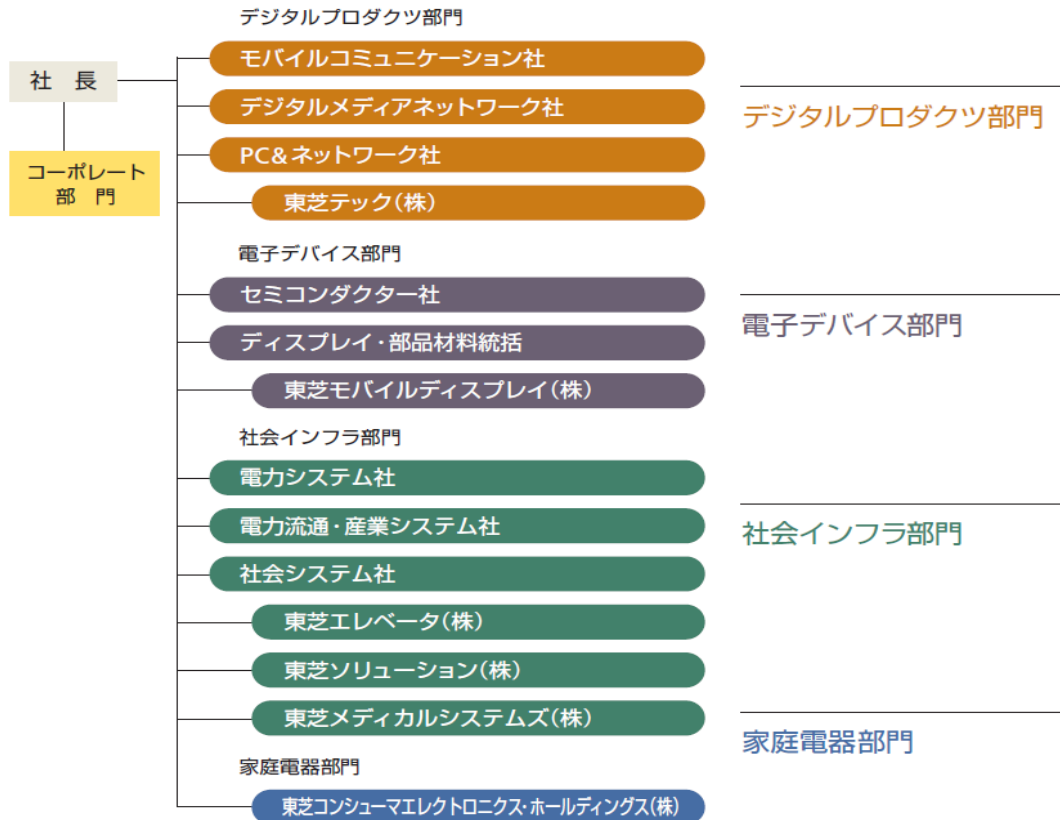
- 1875 田中製造所を田中久重が創設(重電機製造会社)
- 1890 合資会社白熱舎を藤岡市助が創設(白熱電球製造会社)
- 1893 田中製造所が三井財閥の傘下に入り芝浦製作所となる
- 1896 事業拡大のため合資会社白熱舎から東京白熱電燈球製造株式会社と組織変更を行う
- 1899 東京白熱電燈球製造株式会社から東京電気株式会社と社名変更(軽電機製造会社へ)
- 1905 東京電気株式会社がゼネラル・エレクトリック社と資本・技術提携契約を締結
- 1909 芝浦製作所がゼネラル・エレクトリック社と技術提携契約を締結
- 1939 東京電気株式会社と芝浦製作所が合併し、東京芝浦電気株式会社となる(総合電気メーカーへ)
- 1963 日本初の原子力用タービン発電機完成
- 1973 DRAM 事業へ進出
- 1978 コンピュータ事業における大型・中型汎用機より撤退
- 1978 「製版一体化」を図るため販売子会社東芝商事を東芝本体に吸収
- 1984 東京芝浦電気株式会社から株式会社東芝と社名を変更
- 1985 メガビット DRAM メモリを発売、DRAM 市場での優位性獲得
- 1986 サムスンに大分工場(DRAM 事業の中核)の生産ライン統括製造部長が引き抜かれる
- 1992 サムスンとフラッシュメモリの共同開発と技術仕様・製品情報の供与契約を締結
- 1999 社内カンパニー制を採用
- 2000 創業百二十五周年
- 2002 汎用 DRAM 事業から撤退、DRAM 製造工場を NAND 型フラッシュメモリ製造工場へと転換
- 2006 ウェスチングハウス社買収
- 2006 HD DVD 事業へ進出
- 2009 HD DVD 事業から撤退

参考文献

面澤淳市、大西勝明他〔2008〕『リーディング・カンパニー シリーズ「東芝」』株式会社出版文化社

2-1-3-3 東芝の事業

【図 2-1-3-3-1：東芝事業組織】



① デジタルプロダクツ事業

携帯電話、ハードディスク装置、光ディスク装置、テレビ、プロジェクター、カメラシステム、DVD プレーヤ、DVD レコーダ、パソコン、PC サーバ、ビジネス用電話、POS システム、複合機等

② 電子デバイス事業

汎用ロジック IC、小信号デバイス、光半導体、パワーデバイス、映像情報システム LSI、通信・ネットワークシステム LSI、CMOS イメージセンサ、マイクロコンピュータ、LCD ドライバ、バイポーラ IC、NAND 型フラッシュメモリ、マルチ・チップ・パッケージ、液晶ディスプレイ、X 線管等

③ 社会インフラ事業

原子力発電機、火力発電機、水力発電機、電力流通システム、計装制御システム、交通機器、電動機、計器、役務自動化機器、上下水道システム、道路機器システム、官公庁システム、放送システム、伝送ネットワークシステム、レーダー装置、環境システム、エレベータ、エスカレータ、IT ソリューション、X 線診断装置、CT 装置、MRI 装置、超音波診断装置、検体検査装置等

④ 家庭電器事業

冷蔵庫、選択乾燥機、洗濯機、調理機器、クリーナー、管球、放電器、照明器具、産業用照明部品、空調機器、コンプレッサー、電池等

⑤ その他

物流サービス等

『東芝アニュアルレポート 2009』、『東芝第 170 期有価証券報告書』より作成

2-1-3-4 プラットフォームの外部妥当性

東芝は日本の電気機器業界の典型企業であり、進出・撤退を行っている企業である。2000 年以降に限っても、東芝には次の 4 つの事業進出・撤退の動きがみられる。

2001 年 DRAM メモリ事業からの撤退

2006 年 ウェスチングハウス社グループの買収

2006 年 HD DVD 発売

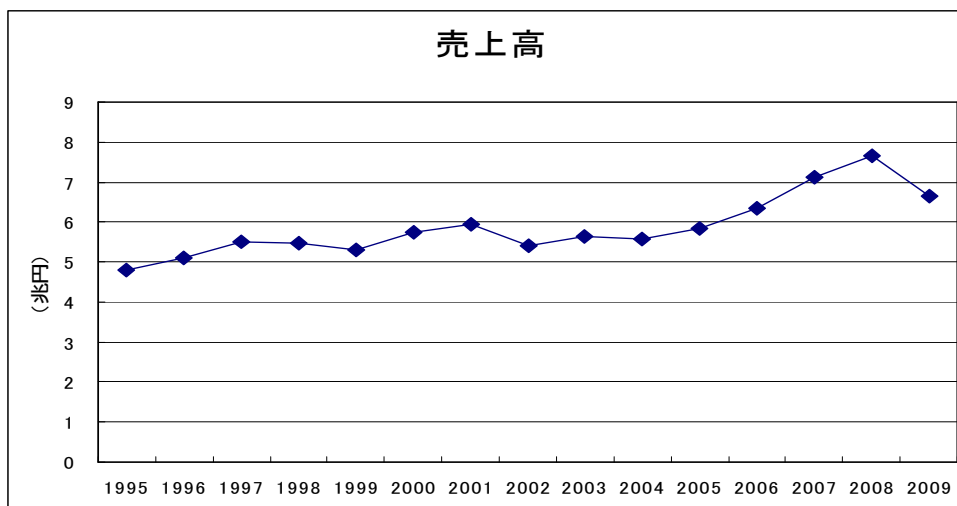
2008 年 HD DVD 事業からの撤退

東芝における、プラットフォームの各変数を調べ、これら事業進出・撤退についてのプラットフォーム結果との整合性を調べることとする。

2-1-3-4-1 売上高

東芝は 2009 年決算では約 6.8 兆円で、日本のトップ企業といえる超巨大企業である。しかしその東芝も、1990 年代後半から 2000 年代前半は「低成長に苦しんだ」(西田前社長)。1996 年に 5 兆円を突破したあと、6 億円の壁を超えるのに約 10 年かかっていることから、この言葉のとおりであろう。2001 年には IT バブルによって限りなく 6 億円まであと 500 億円というところまで近づいたが、IT バブル崩壊によって翌年は 5.4 兆円まで売上を落とすこととなった。しかし、その後 NAND 型メモリへの積極投資、ウェスチングハウス社グループ買収などによって大きく売上を伸ばした。

【図 2-1-3-4-1-1：東芝売上高推移】

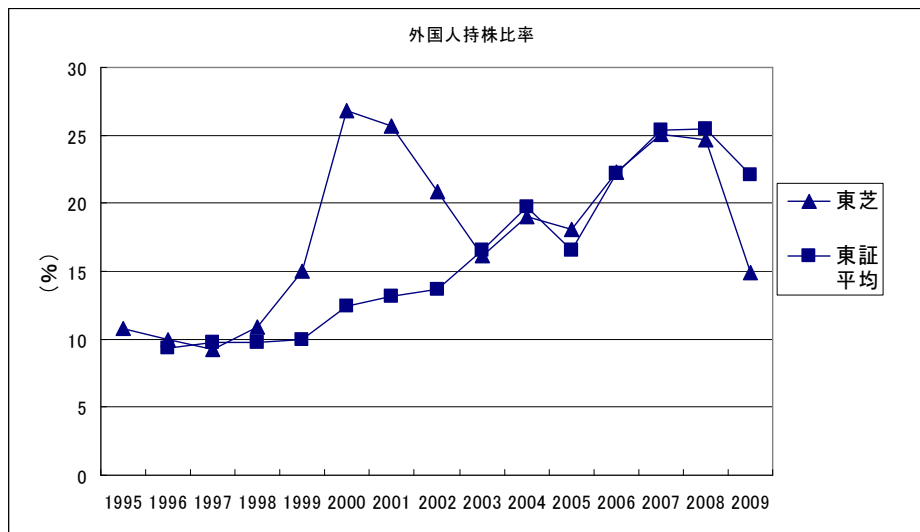


2-1-3-4-2 外国人持株比率

外国人持株比率は業界平均の 10.5%に対して高い水準であることが見て取れる。これは、プラットフォームで優位な結果として出ていた、外国人持株比率が高い企業ほど進出・撤退を行うという仮説に整合した結果を示している。

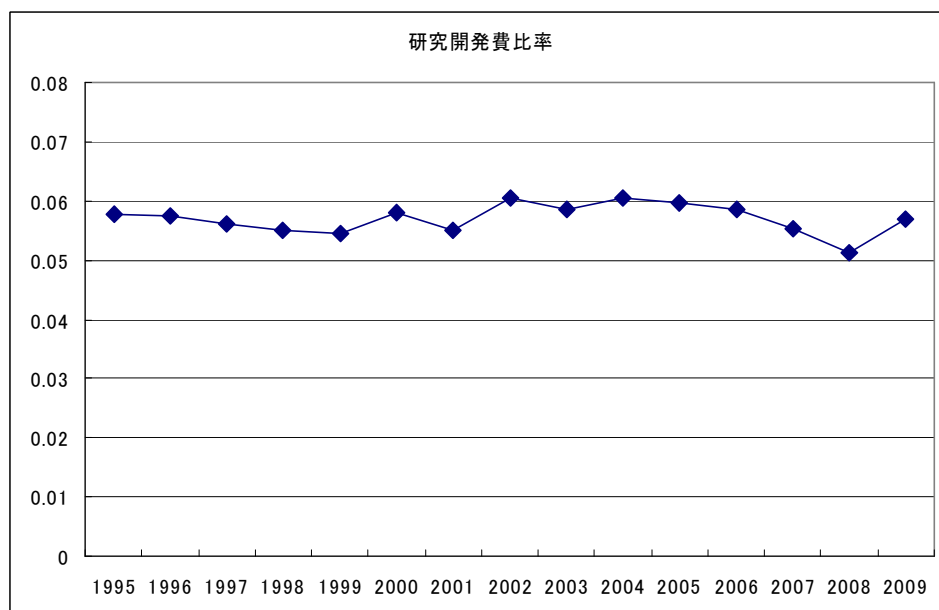
また、不採算事業からの撤退前後で外国人持株比率が下落し、新規事業への進出の際には上昇している。これらから外国人株主が事業ポートフォリオに敏感であることが推測される。

【図 2-1-3-4-2-1：東芝外国人持株比率の推移】



2-1-3-4-3 研究開発費比率

【図 2-1-3-4-3-1：東芝研究開発費比率の推移】



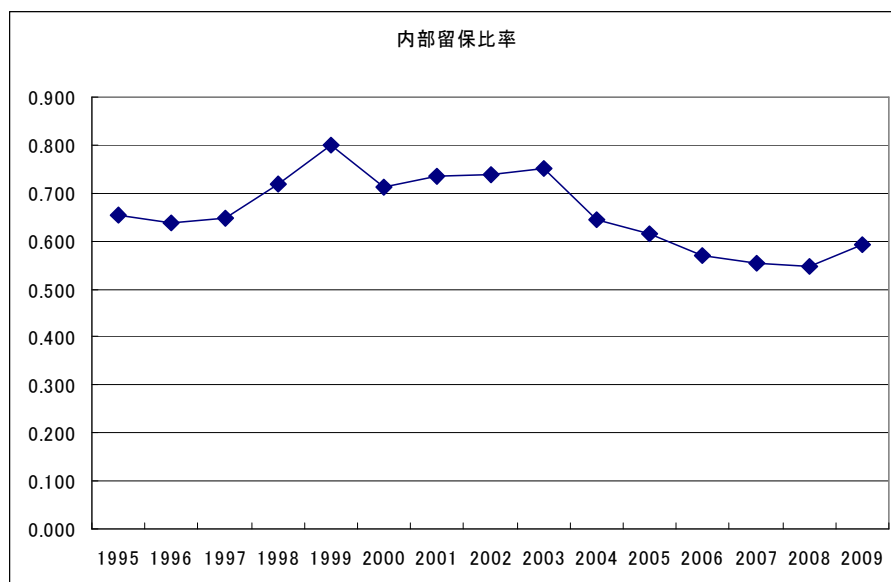
研究開発費比率は、業界平均の 4.1% よりも高い水準にある。これは研究開発費比率の高い企業は進出・撤退を行いやすいという仮説に整合した結果となっている。しかしながら、東芝のような巨大企業の場合には、外部が取得可能な情報では既存セグメントの中に新規事業のための研究開発費が隠れてしまっており、新規事業に関わる研究開発比を選別することは難しい。

2-1-3-4-4 内部留保

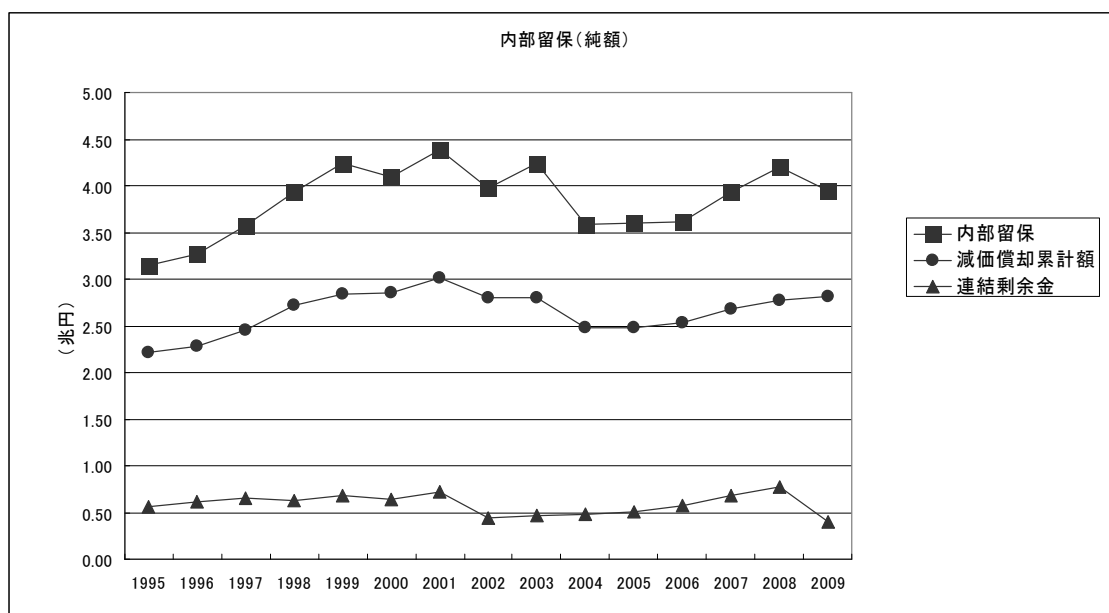
内部留保比率は業界平均前後を推移しており、進出・撤退との関連性は見られなかった。しかし、内部留保の純額を見てみると、2001 年の DRAM 事業からの撤退や 2008 年の HDDVD 事業からの撤退の際には減少していることが見て取れる。

ここで、内部留保が減少する要因を減価償却累計額の減少と連結剰余金の減少に分けて考えると、2001 年の DRAM メモリ事業からの撤退に対しては連結剰余金の減少とともに減価償却累計額の減少も要因となっており、これは DRAM メモリ製造の工場や機械等の除去によるものであると推測される。また、2008 年の内部留保減少の際には減価償却累計額の減少はほとんど見られず、純損失計上による連結剰余金の減少が原因となっている。つまり、内部留保の額は進出・撤退の決定要因として作用しているというよりむしろ結果として動いていると考えられる。

【図 2-1-3-4-4-1：東芝内部留保比率の推移】



【図 2－1－3－4－4－2：東芝内部留保比率の推移とその内訳】

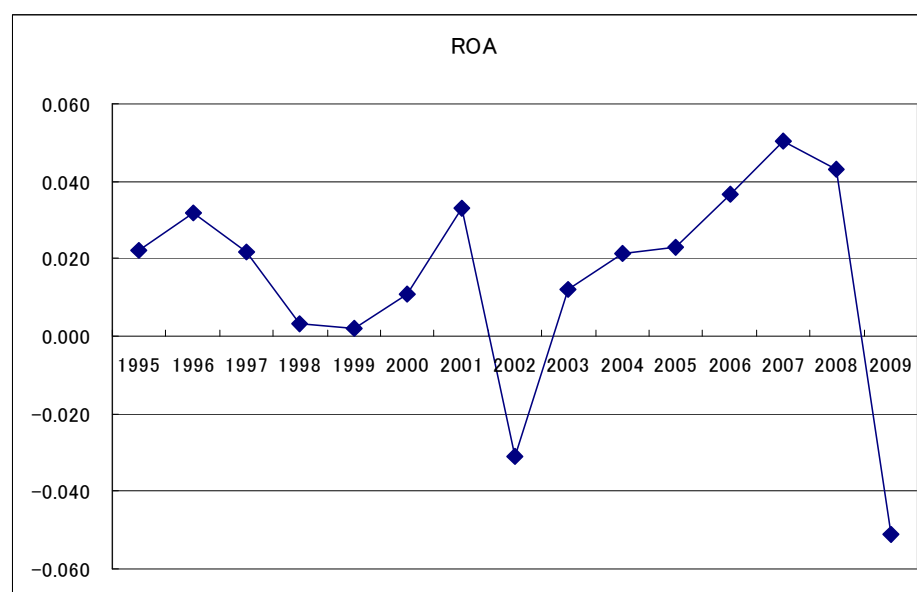


2－1－3－4－5 ROA、本業売上高成長率

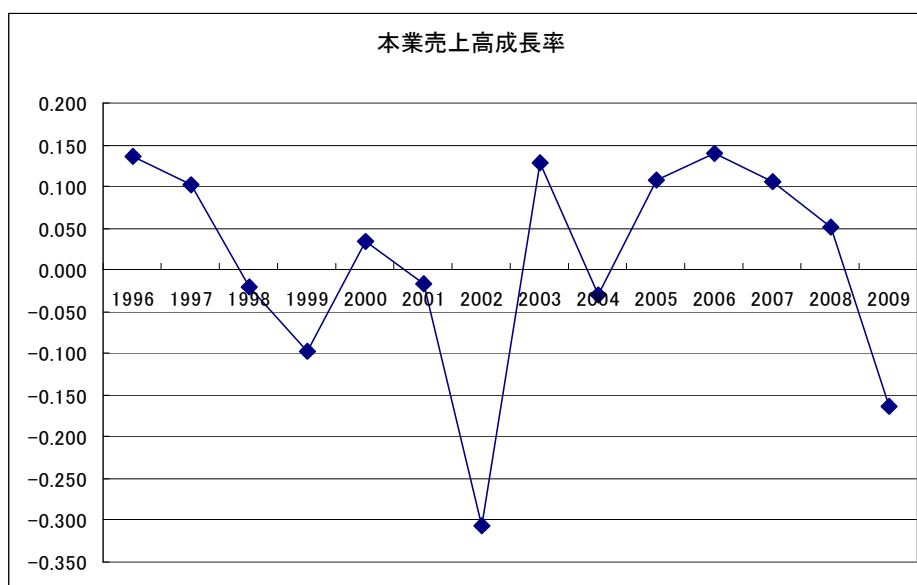
ROA は業界平均 (4.3%) をやや下回る時期が多いが、上回っている時期もあり、本業売上高は業界平均 (6.9%) 付近となっている。この結果からは、プラットフォームとの整合性については言及できない。

しかし、両変数共に撤退のタイミングと低下のタイミングが一致している。もっとも、これは撤退と変数との相関を表している可能性に過ぎず、因果関係までは言及できない。

【図 2－1－3－4－5－1：東芝 ROA の推移】



【図 2－1－3－4－5－2：東芝本業売上高成長率の推移】



2－1－3－4－6 プラットフォームの結果との比較

【表 2－1－3－4－6－1：東芝財務数値の比較】

	プラットフォーム	業界平均との比較
本業売上高成長率	＋、－	±
セグメント数	＋***	大
外国人持株比率	＋*	大
ROA	－	小
内部留保比率	－*	±
研究開発費比率	＋	大

東芝が進出・撤退を行っている企業であるという前提に立てば、プラットフォームで有意な結果となったセグメント数、ROA についてはプラットフォームを補強する結果となった。つまり、プラットフォームの外部妥当性は一定程度示されたと考える。

ただ、収益性、成長性の指標は東芝の結果からも進出・撤退との相関が見られなかった。そこで、次節で東芝の進出・撤退のケースを詳しく見ることによりその原因を探ることにする。

2-1-3-5 東芝の事業進出・撤退

2-1-3-5-1 Research Question

2000 年以降、東芝が行った進出・撤退を具体的に見ることによって以下の 2 つの Research Question の答えを見つけることを当節の目的とする。

- 1 収益性、成長性はなぜ有意な結果とならないのか
- 2 事業進出・撤退にはプラットフォームで設定した変数以外に存在するか。

2-1-3-5-2 2001 年 DRAM 事業撤退

東芝にとって、DRAM 事業は稼ぎ頭ともいえる事業であった、2001 年 3 月期においては営業利益の約半分を稼ぎ出していた。しかし、その 2001 年に IT バブルは崩壊し、半導体価格が 1 年で約 10 分の 1 に下落した。当時のライバル企業は韓国のサムスン。そのサムスンは DRAM 事業に価格下落に耐えることができる巨額投資を行ったが、東芝ではその投資判断が遅れた。この判断の遅れが致命傷となり、その年 12 月、DRAM 事業からの撤退を強いられたのであった。この当時の状況を当時東芝電子デバイス事業グループ CEO の古口氏は日経ビジネス 2006 年 6 月 19 日号のインタビューでこう答えている。「地獄だった。投資判断の遅れは挽回のメドが立たなかった。」

アメリカバージニア州の DRAM 製造工場を売却し、当時の国内 DRAM 製造の主力工場であった四日市工場では、DRAM パッケージ化会社の四日市東芝エレクトロニクスも清算に追い込まれた。東芝が、この DRAM 事業からの撤退に追い詰められ、賭けに出たのが DRAM メモリと製造工程が似た NAND 型フラッシュメモリに集中する戦略であった。

これには、撤退の際に企業がおかれる立場が大きく関係している。それは当時四日市工場の工場長戸澤氏の言葉に強く表れている。「どんなことをしても、従業員たちが路頭に迷わないようにしなければならない」と語っている。このコメントからは日本の雇用は市場の原理に従うほどの柔軟性は無く、硬直的なものであることがうかがい知れる。つまり、撤退のショックを他部門で吸収しきればいいが、仕切れない場合には何らかの進出を伴う必要がある。これが進出と撤退の間に相関があるひとつの要因と考えることができるのではないだろうか。

2-1-3-5-3 ウェスチングハウス社グループ買収

2006 年 2 月、当時の西田社長はアメリカの原子力発電機器大手のウェスチングハウス社グループ（以下 WHG）買収を発表した。その買収総額は 54 億ドル（当時 6000 億円）であり、周囲の予測と比べても大きい額であった。この買収の狙いは、原発の建設計画に絡みがちな政治力という面からもアメリカ企業の WHG なら、東芝が単独で交渉するよりもスムーズに話が進みやすいとの計算がある。また、東芝が手がけていない加圧水型軽水炉をラインアップに加えられるという利点もあった。

この WHG 買収に至るまでにはどういった企業判断があったのであろうか。これは、日

経ビジネス 2006 年 6 月 19 日号の西田社長（当時）のインタビューにヒントが隠されていた。このインタビューの中で、西田氏は「縮小均衡しながらの事業維持では発展性が無い。会社の中で相対的に重要視されなくなり、設備投資や研究開発でギリ貧になる。投資回収に時間は必要だが、5 年で投資を回収し負ければならない半導体事業とは違った意味で会社の基盤になれると思う。」とはなしている。つまり、環境問題の影響もあり、エネルギー需要は 15 年～20 年という長いスパンで確実に伸びていくと見て、次世代の基盤事業として原子力事業を評価していることが分かる。つまり、数年ではなく、より長いスパンでの収益性や成長性を考慮したうえでの進出である。また、これは当時の東芝電力システム社社長の佐々木氏の「回収期間は 15 年～16 年」というコメントからも裏付けられている。

この WHG 買収からは、進出がプラットフォームで想定したような数年の成長性・収益性ではなく、より長い期間での成長性・収益性を想定していることが分かる。したがってこの 2 つの指標は有意な結果が出なかったと考える。

2-1-3-5-4 HD DVD 事業の進出・撤退

2006 年 3 月に HD DVD を発売した東芝であるが、2008 年 2 月に撤退を余儀なくされた。HD DVD は現行 DVD との互換性や、製造コストが武器であった。しかし、2008 年 1 月に、ソフト供給会社であるワーナーや、小売大手のウォルマートが Blu-Ray 支持を表明したことをきっかけとして、2008 年 2 月に撤退を表明した。

2-1-3-5-5 進出・撤退と成長性、収益性

DRAM 事業からの撤退における半導体バブルの崩壊や、2008 年の HD DVD 事業撤退におけるソフトメーカー取り込み失敗などはその事業の存続を不可能にする要因であった。これらはプラットフォームで想定したよりも短いスパンでの意思決定である。

また、逆に 2006 年の WHG 買収は 15 年～20 年という長期間に渡って原子力事業を育てていくことを目的としたものであった。つまり、かなり長期的な視野に立った上での進出の意思決定である。

これらのことから、収益性・成長性から進出・撤退を決定する際にはプラットフォームの想定する短いスパンあるいは長いスパンでの決定が混在していることがわかり、このために有意な結果が出なかったと考えられる。

2-1-3-5-6 進出・撤退と経営者

東芝のケースから見出せる、プラットフォームで捕らえることができなかった進出・撤退の決定要因として、経営者の志向や過去からの教訓が挙げられる。これも、2006 年の西田当時社長のインタビューから推測できる点である。西田氏は日経ビジネスのインタビューに「事業というものは成長させなければならないし、成長できるものだ。どんなに成熟した事業でもよそからシェアを奪えば成長できるのだから、そういう固い信念を持たなけ

れば会社を成長させるのは難しい。これまでの東芝はいつも **GDP** と同じ程度の伸び率でしか成長してこなかった。しかしそれではもう生き残れない。」と答えている。ここから西田氏の成長に対する執着を見て取れる。また、同じインタビューの中で「デジタルとグローバル化の同時進行によって経営環境が急速に変化する中で時間やタイミングが重要な条件になる。これまでは有利子負債の削減を最優先に考えてきたが、一時的に借入が増えても必要な投資を急ぐ必要がある。今は後手を踏まないことを最優先に考える。」とも答えている。ここでは、それまでの東芝が選択と集中を旗印に改革をすすめており、投資に対して慎重になっていたことがわかる。また、それが **DRAM** 事業撤退の一つの要因となってしまったことを教訓に、リスクをとってでも成長を志向する戦略へと舵を切ったことがわかる。

しかしながら、これらの点を統計的に検証することは難しく、本研究における今後の課題となった。

参考文献

面澤淳市、大西勝明他〔2008〕『リーディング・カンパニー シリーズ「東芝」』株式会社出版文化社

桜井久勝〔2008〕『財務諸表分析 第3版』中央経済社

東芝 (http://www.toshiba.co.jp/index_j3.htm) 2010 年 1 月 20 日

2-2 食料品業界の特性-ROAについて

川村有輝 小玉智宏 安井裕紀 安居真吾 油井智紀
井熊俊介 新谷祐樹 平辻千秋

2-2-1 第1章より

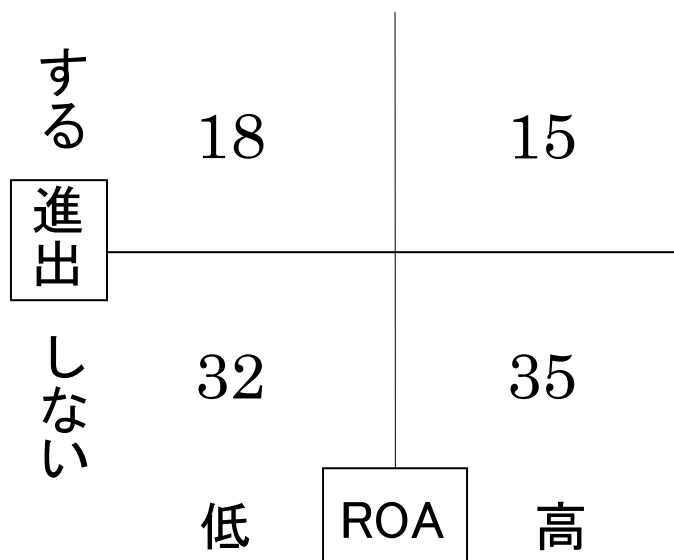
第1章での、プラットフォームの結果において、ROA が進出・撤退の両方に有意な結果が見られた。しかし、進出においては符号がマイナスという結果が出ており、ROA が進出に正の影響を与えるという仮説とは逆の結果になっている。また、他の班では、有意な結果が出ていないため、この結果を食料品業界の特性とみなして、以下においては、ROA に注目して研究を行っていく。

2-2-2 業界分析

2-2-2-1 Research Question

Q1：なぜ、進出で ROA の係数が仮説と逆の結果が生じたのか。

【図 2-2-2-1-1：ROA と進出・有価証券報告書の財務データより作成】



注：数値は%

【図 2-2-2-1-1】より、ROA が高く進出しない企業群が全体の 35%を占めており、これらの企業群の影響を受けていると考えられる。また、ROA が低く進出する企業群の影響も考えられるが、その影響は少ないと思われる。

Q2：なぜ、ROA が高く進出しない企業群において、進出が行われないのか。

一般的に食料品業界は成熟産業とされており、進出先が飽和していることから関連事業に進出することは困難であると考えられる。

さらに非関連事業への進出は、既存事業の技術・ノウハウを共有できず、シナジー効果が得られないことから経営者が選択しづらく、また食料品業界は景気変動の影響を受けにくい、安定的な業界であると考えられるため、リスクの分散のために非関連事業への進出を行う必要性は低いと考えられる。

2-2-2-2 Answer (まとめ)

A1：ROA が高く進出しない企業群の影響を受けていると考えられる。

A2(仮説)：定性的分析より食品関連企業は進出を行いつらいと言え、ROA が高い企業であっても余剰資金を進出では無く既存事業への投資にあててのではないかと考えられる。

2-2-3 ケーススタディ

2-2-3-1 企業の選択基準

以下では個別に企業を調べることによって、前節で示した仮説の適合性を検証する。

ケーススタディの対象企業としては、食料品業界の ROA が高い企業群から、典型的であると思われる企業を 1 社選択することとして、ヤクルト本社を選択した。

2-2-3-2 ヤクルトの沿革・事業・特性

沿革としては、まず 1955 年に、ヤクルト本社が設立し、飲料及び食品製造販売事業を開始している。1964 年には、台湾ヤクルト株式会社を設立して、海外進出を開始する。そして、1968 年に「サンケイアトムズ」(現ヤクルト球団)の経営を継承し、1971 年に化粧品事業、1975 年に医療品事業に本格参入することで、現在の事業ポートフォリオを形成する。また、1980 年に東京証券取引所市場第二部への株式上場、1981 年には、第一部への株式上場も果たしている。また、最近では、2003 年のキリンビバレッジ株式会社との自動販売機業務提携、2006 年にはキリングroup との事業提携を行い、2004 年にはグループダノンとの戦略提携契約を締結し、国内外の販売の強化を行っている。

ヤクルトの有価証券報告書上のセグメント分類は、飲料及び食品製造販売事業、医療品製造販売事業、その他事業の 3 つであり、その他事業の内訳は、化粧品事業とプロ野球興行となっている。

ヤクルトの事業特性は、ヤクルトレディによる宅配と訪問販売を中心としたビジネスモデルを採用していることである。これにより、直接、消費者に「ヤクルト」の効能と毎日飲む必要性を説明して、消費者に納得してもらってから購入してもらうので、固定客を獲

得しやすい。そのため、日本では、一定の固定客を確保することが可能なので、海外の市場シェアを狙って、海外進出を積極的に行っている。

そして、実際にヤクルトは、1964 年における台湾への初の海外進出以降、中南米、ヨーロッパ、アジア、最近では特に中国を中心に海外進出を行っている。その際には、日本において宅配と訪問販売で成長した実績があるため、そのビジネスモデルを最も効率的、かつ海外にも通じる普遍的な販売手法と捉え、海外でも同じ手法で販売を行ってきた。たとえ進出後 1、2 年が赤字であっても、長期的視点から、黒字になるまで辛抱するという姿勢で進出を行い、海外シェアを広げている。

2-2-3-3 ヤクルトの財務分析

以上を踏まえて、まずは、食料品業界の特性と考えられた ROA を実際に確認してみると、ヤクルトは 2002～2008 年の平均で 0.0625 と業界平均の 0.0450 に対して高いことが見て取れる。そして、2002～2005 年、2006～2008 年の双方において、進出を行っていない。従って、ROA が高く、進出を行わない企業群に属していることが確認できる。

これにより、ヤクルトは ROA が高く、収益性が高いということがわかるが、そこから得られる利益の使用先としては、配当として株主に還元するか、企業内に内部留保として留保しておくかの 2 通りが考えられる。しかし、【図 2-2-3-3-1】にあるように、ヤクルトの配当性向はほぼ一定であり、また、ヤクルトは有価証券報告書において、安定配当を行うことを明言しているため、配当額は大きく変動していないものと考えられる。すなわち、配当として社外に流出する金額は安定的であり、その分より多くの内部留保が企業内に留保されていると考えられる。実際に、2000～2005 年での内部留保比率の平均は、0.948 と業界平均の 0.702 に対して高い数値となっている。

では、この多くの内部留保をどこに向けて投資しているのか、その投資先が問題となる。ここで、【図 2-2-3-3-4】にあるように、2001 年から 2008 年にかけて、ヤクルトの本業である、飲料及び食品製造販売事業の売上高が大きく上昇、そして、医療品製造販売事業、その他事業も若干ではあるが上昇していることが見て取れる。その数値においても飲料及び食品製造販売事業の 2002～2008 年の売上高成長率の平均は 5%、医療品製造販売事業では 16%、その他事業では 0.3%と、各事業は確実に売上高を上昇させている。従って、成長を続けているこれら既存事業に対して投資を行っているのではないかと推測される。

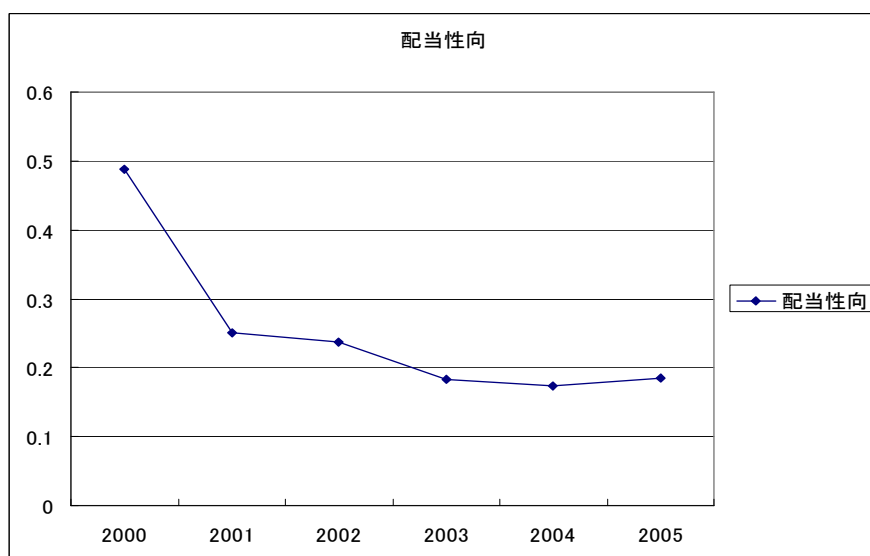
よって、以下では実際に、既存事業に投資が行われているのかを検証するために、ヤクルトの有価証券報告書での設備投資と研究開発費における、既存事業の割合を検討していく。そのために、既存事業を飲料及び食品製造販売事業、医療品製造販売事業、その他事業の 3 事業と定義し、既存事業設備投資比率、既存事業研究開発費比率を以下のように定義する。

$$\text{既存事業設備投資比率} = \frac{\text{既存事業に対する設備投資額}}{\text{全設備投資額}}$$

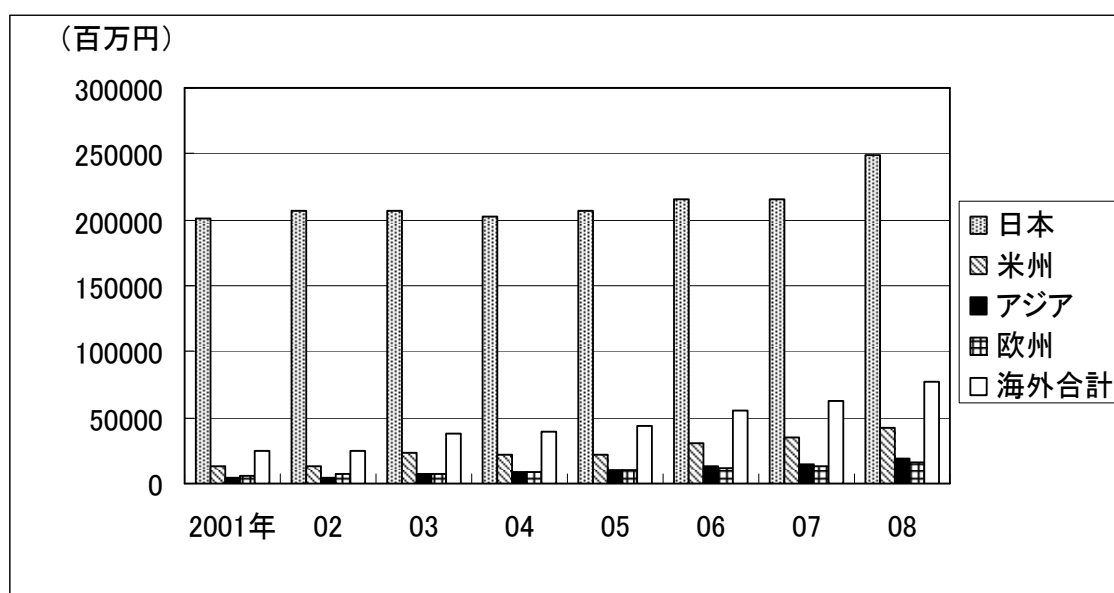
$$\text{既存事業研究開発費比率} = \frac{\text{既存事業に対する研究開発費額}}{\text{全研究開発費額}}$$

この比率を計算すると、既存事業設備投資比率は 2000～2008 年の平均で約 97%、既存事業研究開発費比率は約 82%となった。これらの比率は非常に高いので、投資の多くが既存事業に対して行われていると考えられる。

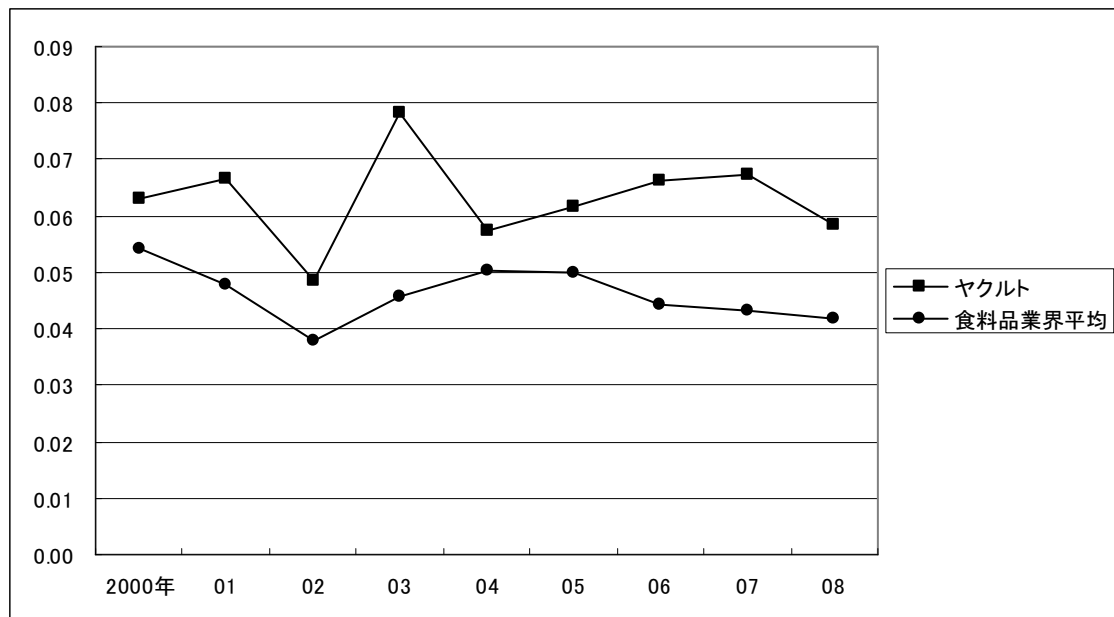
【図 2－2－3－3－1：ヤクルトの配当性向】



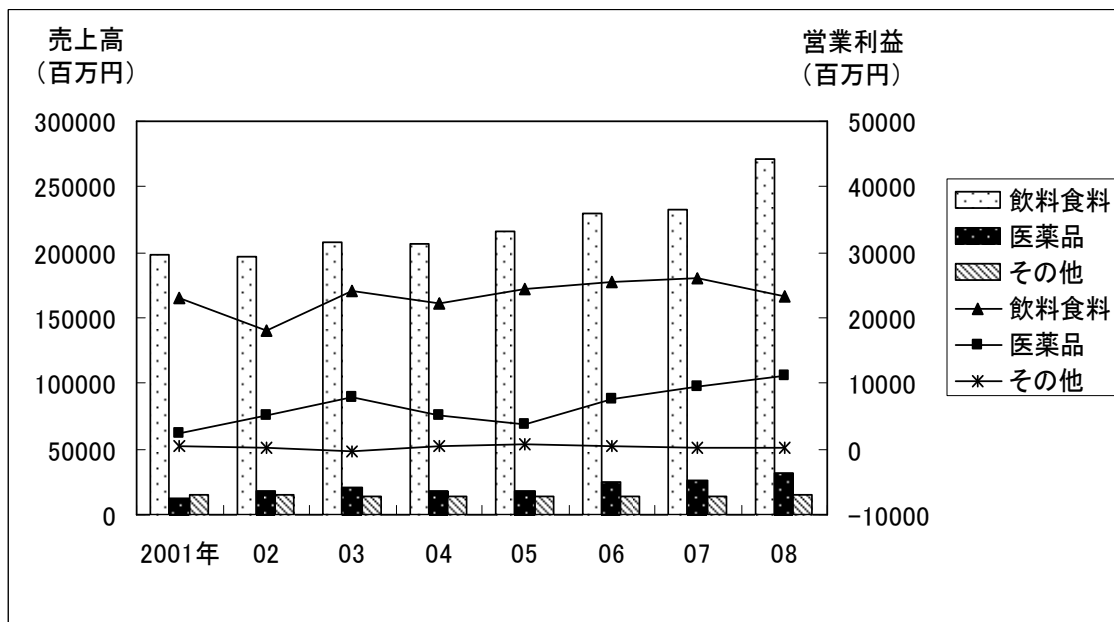
【図 2－2－3－3－2：ヤクルトの所在地別売上高】



【図 2－2－3－3－3：ヤクルトの ROA】



【図 2－2－3－3－4：ヤクルトの事業別売上高および営業利益】



(注) 棒グラフは売上高、折れ線グラフは営業利益を示す。

2-2-3-4 まとめ

以上より、ヤクルトは ROA が高く、内部留保が多く存在すると考えられるが、既存事業に対する投資に利用されるので、進出には繋がらない、と結論付けられる。

2-2-4 結論

食料品業界は成熟産業であり、進出を行いにくく、ヤクルトのように ROA が高くても進出を行わず本業に投資する企業が、他には味の素、JT 等の企業が多く存在するため、ROA が進出に負の影響を与える。すなわち、ROA が高くても進出は行われないことが、食料品業界の特性と考えられる。

参考文献

桜井久勝[2008]『財務諸表分析 第3版』中央経済社

ヤクルト (<http://www.yakult.co.jp/>) 2010 年 1 月 20 日

2-3 サービス業界分析

小寺純平 松瀬知之 横山夏子 強曉斌 角田創実 松本守正

池田敬明 辻本浩之 本田仁美

2-3-1 はじめに

プラットフォームよりサービス業界で有意な結果を得られたのは、セグメント数・年度ダミー (*year*) のみであった。つまり、ほとんどの変数で有意な結果を得られなかったのである。この理由を調べるため、2-3-2においてそれぞれの変数を分析した。その結果、サービス業界の特徴が各指標にあらわれているために有意な結果が得られなかったという結論を得た。プラットフォームの結果においてこのことは大きく影響していた。

2-3-3では2-3-2で得られた結果を踏まえてサービス業界独自の改善モデルを作成し得られた結果について考察を行った。

2-3-4ではケーススタディを行った。その目的は二つある。一つ目はこれまで見てきた進出・撤退が実際はどのようなものなのかについて観察することで、二つ目は2-3-2や2-3-3におけるプラットフォーム・改善モデルの結果を受けて行った考察が実際の企業でも当てはまるのかを見ていく。

2-3-2 プラットフォームの変数の分析

2-3-2-1 内部留保比率の分析

考察を行う前に、サービス業の特徴について言及すると、製造業とサービス業（非製造業）では異なる点が多いと考えられており、そのひとつが財・サービスの製造に必要な設備投資である。

「サービス産業は製造業に比べて大きな設備投資が必要ないという業態が多く、比較的簡単に参入できる。しかしそれゆえに新規の業者が毎年大量に市場に参入してくるために競争は常に厳しく、撤退していく企業も多い。」¹

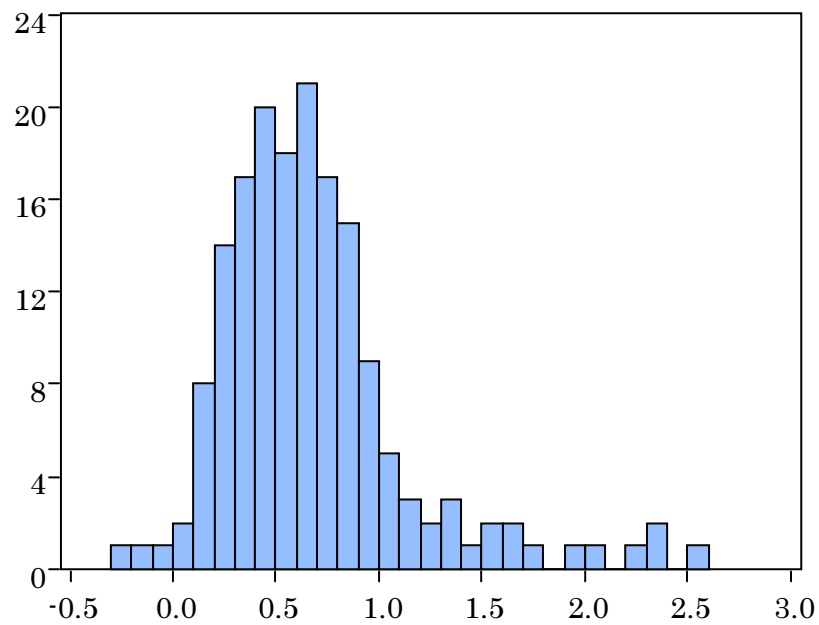
このようにサービス業においては製造業に比べて大きな設備投資が必要ではないと考えられている。

さて、プラットフォームにおいて、内部留保比率は企業の体力を表す指標として用いられており、前述したとおり仮説は「内部留保が多ければ進出にプラスの影響を与える」である。その理由は、新規事業への進出には資金が必要となることである。ペッキングオーダー理論によれば、経営者はコストの小さい内部留保を優先的に使い、その後負債、自己資本の順に使うことになる。よって、内部金融の源泉である内部留保が多く存在し、効率的に働けば進出にプラスの影響を与えることになる。

以上を踏まえて電気機器業界とサービス業界の内部留保比率をグラフ化し、比較を行う。

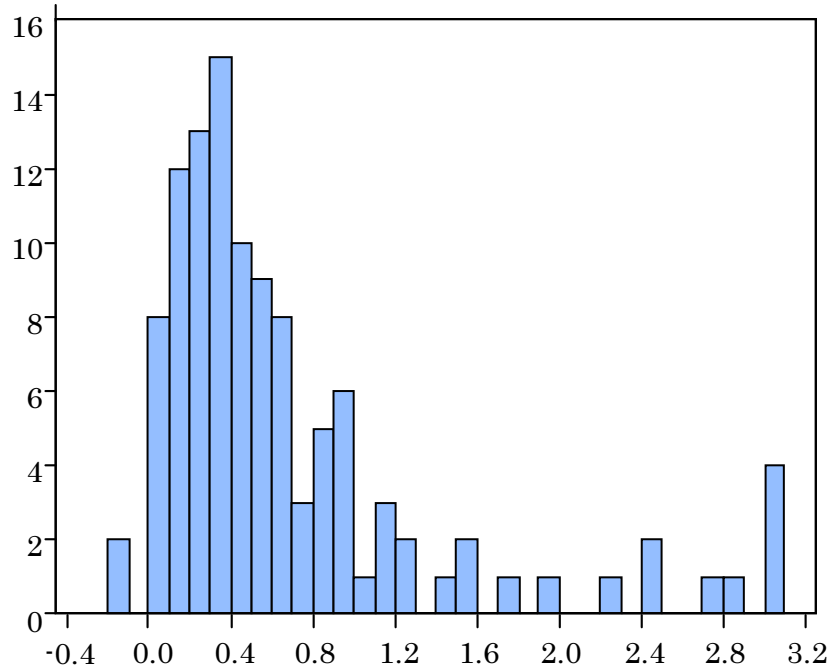
¹ 「サービス産業における中小企業の生産性向上の方向性」 より

【図 2－3－2－1－1：電気機器業界の内部留保比率の分布】



(注) 縦軸は企業数 横軸は内部留保比率

【図 2－3－2－1－2：サービス業界の内部留保比率の分布】



(注) 縦軸は企業数、横軸は内部留保比率

内部留保比率をグラフ化してみると電気機器業界、サービス業界の両方で正規分布に近いようにみえるが、サービス業界では内部留保比率が 1.5 となる部分を境目として二つの山ができていているように見える。数値が 1.5 以上の企業を見ると、いずれもホテル業やテーマパークなど本業に巨額の設備を必要とする企業である。具体的にはオリエンタルランド、よみうりランド、東京都競馬、歌舞伎座、帝国ホテル、進学会などがそれにあたる。これらの企業は本業に大きな設備投資が必要な企業で、そのために減価償却累計額が大きい、または設備投資のために利益剰余金の額が大きい傾向にあった。ここでサービス産業は製造業に比べて大きな設備投資が必要ないという部分に関して、一部の企業では大きな設備投資が必要であることがわかった。

サービス業界でも大きな設備投資が必要な企業では既存事業に投資するために内部留保比率が高いので、高い内部留保比率が必ずしも進出に結びつかないのである。内部留保比率に関しては、これらのサービス業としては特殊な企業が含まれており平均値が異なる二つのグループが混在していることにより内部留保では結果が出なかった可能性がある。

このことを内部留保比率が高い (1.5 以上) 企業、10 社を控除したサンプルを用いて検定を行う。プラットフォームと同じく、進出・撤退の有無を被説明変数、内部留保比率、年度ダミーを説明変数とした次式をロジットモデルで推計する。

$$Entry = f(res, year)$$

$$Exit = f(res, year)$$

【図 2-3-2-1-3：内部留保比率が高い企業を除いたサンプルにおける基本統計量】

基本統計量	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>year</i>	<i>res</i>
Mean	0.551	0.541	0.531	0.464
Median	1	1	1	0.392
Maximum	1	1	1	1.443
Minimum	0	0	1	-0.167
Std. Dev.	0.500	0.501	0.502	2.944
Jarque-Bera	16.3	16.3	16.3	16.3
Probability	0.001	0.001	0.001	0.015
Obs.	98	98	98	98

【図 2－3－2－1－4：内部留保比率が高い企業を除いたサンプルにおける相関係数】

相関関係表	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>res</i>	<i>year</i>
<i>Entry</i>	1			
<i>Exit</i>	0.362	1		
<i>res</i>	0.116	0.213	1	
<i>year</i>	-0.109	-0.046	0.009	1

【図 2－3－2－1－5：内部留保比率が高い企業を除いたサンプルにおける検定結果】

		仮説	サービス業界	
		予測	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>
<i>res</i>	+	—	0.731	1.365**
			(1.160)	(2.068)
<i>year</i>			-0.452	-0.200
			(-1.095)	(-0.486)
<i>const</i>			0.112	-0.349
			(0.271)	(-0.837)
Number of obs.			98	98
Positive obs.			54	53
McFadden R-squared			0.019	0.036
Log likelihood			-66.142	-65.188

注：上段は係数、下段（ ）内は z 値。係数の***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意。

仮説の予測符号は左が *Entry*、右が *Exit* の予測である。

分散不均一の修正は行っていない。

進出においては有意な結果は得られなかったが、撤退に関しては有意な結果が得られた。

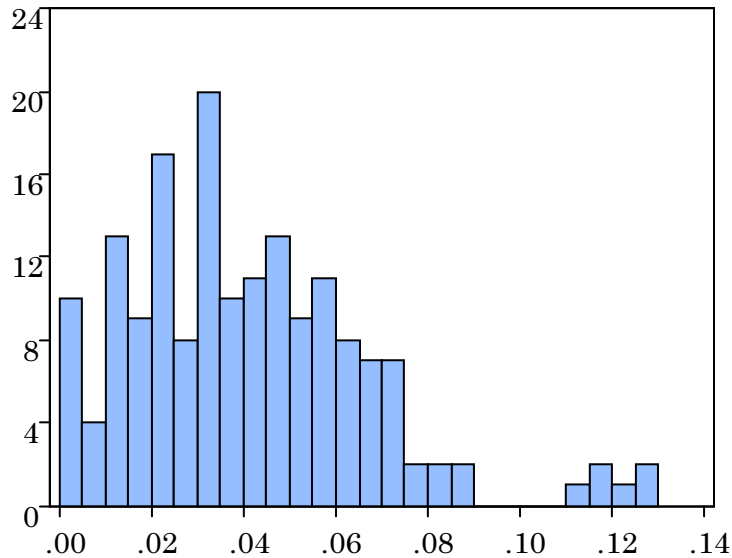
進出において有意な結果が得られなかった理由としては、前述したようにサービス産業には製造業に比べて大きな設備投資が必要ないという業態が多く、進出において大きな設備投資が必要ではない。したがってサービス業界では企業の体力の指標である内部留保比率は必ずしも進出の要因とはならないと考えられる。

次に、撤退において有意な結果が得られたが、仮説とは逆の符号であった理由に関しては、内部留保比率が高い企業は撤退費用がまかなえるので、内部留保比率が高い企業のほうが撤退を行いやすいからであると考えられる。

2-3-2-2 研究開発費比率の分析

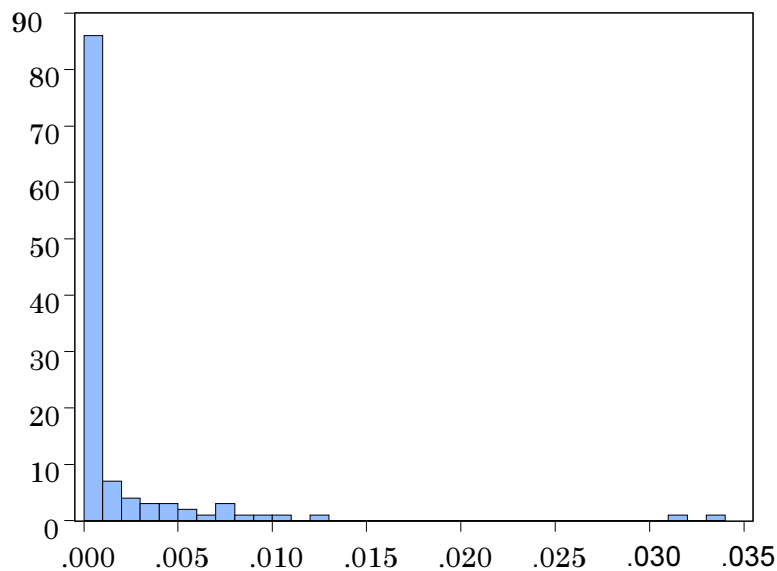
電気機器業界とサービス業界の研究開発費比率をグラフ化し、比較を行う。

【図2-3-2-2-1：電気機器業界の研究開発費比率の分布】



(注) 縦軸は企業数 横軸は研究開発費比率

【図2-3-2-2-2：サービス業界の研究開発費比率の分布】



(注) 縦軸は企業数 横軸は研究開発費比率

研究開発費比率ではサービス業界と電気機器業界で明らかな違いが見られる。

電気機器業界のグラフは正規分布に近いが、サービス業界のグラフは非常に特殊な形をしていることがわかる。

【表 2-3-2-2-3：サービス業界と電気機器業界の研究開発費比率の基本統計量】

	サービス業界	電気機器業界
Mean	0.00176	0.041
Median	0.000	0.035
Maximum	0.0341	0.130
Minimum	0.000	0.000

(注) 1 章にて既出

【表 2-3-2-2-3】を見ると、サービス業では研究開発を行っている企業が半数に満たないため中央値が 0 となっており平均値も 0.00176 と非常に低く、最大値は 0.034 と電気機器業界の平均よりも低い。

サービス業界で研究開発費が 1%以上の企業は応用地質、セコム、サニックスなどであり、これらの企業は本業が電気機器業界や化学業界と深いかかわりをもつような本業、すなわち高い技術力が必要な本業をもつために研究開発費を必要とする企業であった。電気機器業界でも同様のことが言えるが、これらの企業では本来は変動費である研究開発費が固定費の様態を呈していた。というのも、本業が高い技術力が必要な業種である場合競争力を維持するために一定額の研究開発費を支出する必要があるからである。

つまり、これらの研究開発費比率が高い企業ではその研究開発費の一部または大部分が本業への投資であるため、高い値が必ずしも進出に結びつかないのである。このことから、研究開発費の額ではなく研究開発を行っているか否かが重要となっている可能性がある。

2-3-2-3 外国人持株比率の分析

関係表より、外国人持株比率と研究開発費比率は弱い相関 (0.317) を示している。

サービスは財と異なり運搬が困難なので遠隔地に運搬することが困難である。しかし、技術力がある企業の場合は外国に進出することが比較的容易であるため、外国人の所有率が高いのではないかと考えられる。

実際に外国人持株比率が高い企業を見ると研究開発費比率が高い企業・旅行社・芸能プロダクション、海外進出を行っている企業のいずれかであった。旅行社は海外旅行を商品として取り扱っており、芸能プロダクションは海外で人気がある日本のタレントがいるためであると考えられる。つまり、外国人持株比率が高い企業は海外における知名度が高い企業であった。

したがって、外国人は外国に進出しているなど知名度が高い企業の株式を買う傾向があり、そのため外国人持株比率では有意な結果が得られないと考えられる。

2-3-2-4 まとめ

第1節から第3節までの考察によって、内部留保比率、研究開発費比率、外国人持株比率においてはサービス業の特徴が現れており、そのためにプラットフォームにおいて有意な結果を得られなかったと考えられる。

進出において年度のダミー変数 (*year*) で有意な結果を得られたことに関しては景気変動に影響されたことが理由であることが考えられる。また、本業売上高成長率 (*main*) で有意な結果を得られなかった理由としては、サービス業界は他の業界に比べて業種の幅が広いことが理由として考えられる。

特に内部留保比率、研究開発費比率の考察において、サービス業界には本業の特性が異なる二つのグループが存在していることがわかった。ひとつはサービス業界の典型である、本業に大きな設備投資や研究開発を比較的必要としない企業のグループ、二つ目は本業に大きな設備投資や研究開発が必要であるグループである。

2-3-3ではここまででわかったサービス業界の特徴を踏まえて、3班独自の改善モデルを作成しその結果を考察する。

2-3-3 改善モデル

2-3-3-1 改善モデルを作成する理由

以上で明らかになったように、内部留保比率、研究開発費比率、外国人持株比率においてはサービス業の特徴が現れており、そのためにプラットフォームにおいて有意な結果を得られなかったと考えられる。つまり、非製造業であるサービス業界では、進出・撤退の要因を調べるためにこのことを考慮したうえでモデルを作成する必要がある。

2-3-3-2 改善モデルの式

プラットフォームと同じく、進出・撤退の有無を被説明変数、本業の特性、その他企業の特性を説明変数とした次式をロジットモデルで推計する。

$$Entry = f(main, seg, out, ROA, res, R \& Ddummy, year)$$

$$Exit = f(main, seg, out, ROA, res, R \& Ddummy, year)$$

2-3-3-3 被説明変数と説明変数

被説明変数である、*Entry*、*Exit* と、説明変数である、*main, seg, ROA, res, year* はプラットフォームと同様である。

out は社外取締役比率をあらわす。外部からのガバナンスの指標を外国人持株比率から社外取締役比率に変更する。社外取締役比率は、社外取締役の人数を取締役の人数で除したものとする。

R&Ddummy は研究開発費ダミーをあらわす。将来への投資の指標を研究開発費比率から研究開発費ダミーに変更する。研究開発費ダミーは、研究開発費を計上した企業を 1 と置き非計上の企業を 0 と置く。

2-3-3-4 社外取締役比率に関する仮説

プラットフォームでは、ガバナンスの指標である外国人持株比率で有意な結果が得られなかった。その理由として、サービス業界において外国人持株比率は、比率と知名度が相関関係している、つまり外国人持株比率は企業の海外における知名度と考えられる。それゆえ、改善モデルではガバナンスの指標としては外国人持株比率ではなく、社外取締役比率を用いる。社外取締役が存在することで経営者に対する規律付けとして機能し、事業集約化を促進する可能性がある。

従って社外取締役比率が高い企業は進出を抑制され、撤退を促進される、と考えられる。

2-3-3-5 研究開発費ダミーに関する仮説

前述したように、研究開発費比率が高い企業は本業が研究開発を必要としている企業だということがわかった。それゆえ、サービス業においては研究開発費比率の大きさではなく、研究開発をしているかどうか重要ではないかと考えられる。

従って研究開発費を計上している企業はより進出を行う、と考えられる。

2-3-3-6 サンプル数

東証 1 部 2 部上場企業のサービス業の中で、日本会計基準を採用している企業である。社外取締役のデータ不足のため、プラットフォームのサンプル数 (108) から 4 減少しサンプル数は 104 となった。

2-3-3-7 改善モデルの結果

【図2-3-3-7-1：基本統計量（改善モデル）】

基本統計量	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>out</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R&D dummy</i>	<i>year</i>
Mean	0.519	0.510	0.101	5.692	0.109	0.062	0.769	0.279	0.558
Median	1	1	0.075	5.000	0.083	0.051	0.455	0	1
Maximum	1	1	1.303	13	0.500	0.243	5.683	1	1
Minimum	0	0	-0.419	2	0.000	-0.041	-0.167	0	0
Std. Dev.	0.502	0.502	0.255	2.805	0.128	0.052	1.010	0.451	0.499
Jarque-Bera	17.3	17.3	202.4	14.1	13.5	29.9	651.2	21.4	17.3
Probability	0.000	0.000	0.000	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
Obs.	104	104	104	104	104	104	104	104	104

【図2-3-3-7-2：相関係数（改善モデル）】

相関関係表	<i>Entry</i>	<i>Exit</i>	<i>main</i>	<i>seg</i>	<i>out</i>	<i>ROA</i>	<i>res</i>	<i>R&D dummy</i>	<i>year</i>
<i>Entry</i>	1								
<i>Exit</i>	0.326	1							
<i>main</i>	0.012	-0.130	1						
<i>seg</i>	0.239	0.209	-0.036	1					
<i>out</i>	-0.074	-0.218	0.053	0.078	1				
<i>ROA</i>	0.056	-0.024	0.122	-0.239	-0.150	1			
<i>res</i>	-0.169	-0.174	-0.060	-0.102	0.307	-0.142	1		
<i>R&Ddummy</i>	0.212	0.052	-0.146	-0.116	-0.226	-0.216	-0.150	1	
<i>year</i>	-0.159	-0.022	0.203	-0.091	-0.177	0.060	-0.003	-0.051	1

【図 2 - 3 - 3 - 7 - 3 : 進出・撤退の決定要因 (改善モデル)】

進出・撤退の決定要因 (改善モデル)

	仮説		サービス業界	
	予測		<i>Entry</i>	<i>Exit</i>
<i>main</i>	—	+	0.538 (0.629)	—1.036 (—1.173)
<i>seg</i>	+	+	0.288*** (2.880)	0.191** (2.159)
<i>out</i>	—	+	—0.517 (—0.275)	—3.398* (—1.853)
<i>ROA</i>	+	—	9.189* (1.873)	—2.720 (0.609)
<i>res</i>	+	—	—0.145 (—0.531)	—0.263 (—0.944)
<i>R&Ddummy</i>	+	—	1.583*** (2.665)	0.120 (0.232)
<i>year</i>			—0.737 (—1.606)	—0.048 (—0.109)
<i>const</i>			—2.006** (—2.111)	—0.555 (—0.654)
Number of obs.			104	104
Positive obs.			50	51
McFadden			0.144	0.096
R-squared				
Log likelihood			—61.612	—65.146

注：上段は係数、下段（ ）内は z 値。係数の***は 1%水準、**は 5%水準、*は 10%水準で有意。

分散不均一の修正は行っていない。

仮説の予測符号は左が *Entry*、右が *Exit* の予測である。

期首セグメント数は進出・撤退の両方で正に有意な結果であり、仮説と一致している。また、ROA と研究開発費ダミーはともに進出で正に有意な結果であり、仮説と一致している。ROA で有意な結果を得ることができたのは、ROA で有意な結果を得ることができたのは被説明変数を改善したことためと考えられる。

しかし、社外取締役比率が撤退で負に有意な結果となり、仮説と一致しなかった。

2-3-3-8 社外取締役比率に関する考察

まず、社外取締役について述べると、社外取締役は任意のもので、期待されている役割は取締役への助言・監督などである。

社外取締役制度を採用している企業は、東証1部上場企業1,698社のうち社外取締役を選任している企業は787社、そののべ人数は1,552人となる。そのうちより独立性がより高いと思われる社外取締役²の数は、1,043人である。特徴としては独立性の高い人材を求める場合、弁護士、公認会計士、学者などの専門家の比率が高くなっていることがあげられる。社外取締役制度を導入している企業の1社あたりの人数は東証上場企業でも2人を越えており、社外取締役導入企業は東証1部では46%と徐々に増加³している。

次に、財とサービスを比較した際に大きく 3 つの特徴があげられる。すなわちサービス貯蔵ができないこと、製造と消費が同時であること、サービスの質を一定の水準に保つことが難しいことの 3 つである。この三つの特徴によりサービスは品質の確認が難しい。そのため、ブランド・イメージ・世間の評判・人気に消費者の購買行動が大きく左右される。したがって、他業界と比較すると競争が激しく撤退も激しい。

【表 2-3-3-8-1】を見ると、実際にサービス業界では他の業界よりも撤退が激しく、特に 2005 年から 2008 年にかけては他の業界の 2 倍である。

【表 2-3-3-8-1：各業界の撤退比率】

撤退 (%)	2002-2005	2005-2008
電気機器業界	31	28.5
食料品業界	39.7	30.2
サービス業界	46.6	60.7

(注) 筆者調べ 第一章にて既出

それゆえ、過度な撤退が多く行われているサービス業界では、代表取締役らへの助言や代表取締役らの経営を監視する役割が期待されている社外取締役が不必要な撤退を抑制すると考えられる。

2-3-3-9 結果の分析

2-3-3 では 2-3-2 における考察を受けて改善モデルを作成した。その結果、撤退では社外取締役比率で仮説とは逆の負に有意な結果を得た。サービス業界では競争が激しく撤退が非常に多いため、社外取締役が撤退を緩和する役割を果たしていると考えられる。

²上場企業のコーポレート・ガバナンス（社外取締役）調査より

³同上

2-3-4 ケーススタディ

2-3-4-1 ケーススタディの目的

ケーススタディを行う理由は二つある。

一つ目の理由は、数値を見ているだけでは進出・撤退の実態がわかりにくいため、ケーススタディを行うことでその様子を見ることである。二つ目はこれまでに行った考察が実際の企業に当てはまるか否かを確かめることである。

2-3-4-2 企業の選定方法

ケーススタディでは2社を見ていく。まずどちらの企業も東証一部上場企業から選ぶ。

本業に資産や研究開発費が比較的必要ではない企業から1社、本業に資産や研究開発費が必要なため本業に投資している企業から1社を選ぶ。本業に資産や研究開発費が不要な企業は、研究開発費比率が0または低く内部留保比率が低い企業から1社を選ぶ。今回は東京テアトルを見ていく。本業に資産や研究開発費が必要なため本業に投資している企業は研究開発費比率または内部留保比率が高い企業から1社を選ぶ。今回はセコムを見る。

2-3-4-3 ケーススタディ 東京テアトル

2-3-4-3-1 東京テアトルの概略

東京テアトルは1946年に設立された企業である。主な事業としては映像関連事業（映画の興行・配給等）、不動産関連事業、ホテル飲食関連事業、小売レジャー関連事業等の事業を展開しており、【図2-3-4-3-1-1】からも分かるように展開事業は多岐にわたっている。また、2001年以降は既存事業の再編を頻繁に行っている企業でもある。

これから、実際に東京テアトルの進出・撤退について見ていきたいと思う。

【図 2-3-4-3-1-1：東京テアトルの保有セグメント】

2002	2003-2004	2005-2008
映画・ビデオ・テレビ番組配給業		
映画館	他に分類されない娯楽業	
	劇場	
その他の遊戯場		
不動産管理業		
建築工事業(木造建築工事業除く)		不動産賃貸業 (貸家業、貸間業を除く)
不動産代理業・仲介業		
受託開発ソフトウェア業		
旅館、ホテル		
その他の一般飲食店		遊興飲食店
		広告制作業
広告代理業	他に分類されないその他の事業サービス業	
他に分類されない織物・衣服・身の回り品小売業		
その他の洗濯・理容・美容・浴場業		

(注) 筆者が日経 NEEDS より作成

2-3-4-3-2 映像関連事業

【図 2-3-4-3-2-1：映像関連事業のセグメント】

2000-2002	2003-2004	2005-2008
映画館	劇場	
	他に分類されない娯楽業	
広告代理業		広告制作業
	他に分類されないその他の事業サービス業	

(注) 筆者が日経 NEEDS より作成

映像関連事業の主な事業内容は、映画の興行・製作・買付・配給、貸劇場・試写室の経営であり、総合広告サービス、映画の宣伝、イベント企画等の映画の広告事業も行っている。【図 2-3-4-3-2-1】から見てとれるように、本業である映像関連事業でも映画館から劇場・他に分類されない娯楽業となり、次に他に分類されない娯楽業、となっており事業再編の様子が見られる。

2-3-4-3-3 飲食関連事業

【図2-3-4-3-3-1：飲食関連事業の保有セグメント】

2000-2001	2002-2004	2005	2006-2008
西洋料理店 バー キャバレー ナイトクラブ	その他の一般飲食店		
		遊興飲食店	

(注) 筆者が日経 NEEDS より作成

飲食関連事業の進出としては、その他の一般飲食店（2002 年）への進出がある。これは焼き鳥居酒屋の進出に成功した為である。その後、遊興飲食店を展開していた創遊（子会社）が飲食店を展開していた札幌開発（子会社）を吸収合併した為、遊興飲食店に進出となり、その他の一般飲食店の撤退となった。

このように飲食関連事業の中でも、西洋料理・バーから一般飲食店となり、そして遊興飲食店と主力事業が移行している事が見てとれる。

2-3-4-3-4 不動産関連事業

【図2-3-4-3-4-1：不動産関連事業の保有セグメント】

2002-2004	2005-2008
不動産管理業	
建築工事業 (木造建築工事業を除く) 不動産代理業・仲介業	不動産賃貸業 (貸家業、貸間業を除く)
その他の遊戯場	

不動産関連事業としては、自社で営業を行っていたパチンコ店を不動産として賃貸したためにその他の遊戯場から撤退している。また、2004 年から 2005 年に不動産賃貸事業本部と不動産販売事業本部を統合し、不動産関連事業の拡大を図っており、2007 年 4 月にアドホック債権回収会社の全株式を取得し、サービサー事業（債権の管理回収事業）を開始する等、不動産関連事業では既存事業を強化する傾向にある。

2-3-4-3-5 その他の事業

その他の事業の進出・撤退としてはソフトウェア業の撤退がある。これは、テアトルソフトウェア（子会社）が不動産事業を行っていたテアトルエンタープライズ（子会社）に吸収合併された影響で、企業から企業の一部となり権限が縮小した為である。

2-3-4-3-6 東京テアトルの進出・撤退のまとめ

東京テアトルの進出・撤退は事業再編によるものであり、特に 2004 年から 2005 年に関して進出が多いという事が分かった。その理由は、東京テアトルの有価証券報告書から好況時に進出が多いことから、2004 年から 2005 年の進出は好況における事業成長が反映されている為であると考えられ、プラットフォームの年度ダミー（*year*）の考察と整合している。

また各事業の中でも主力事業が移行しており、それが進出・撤退に影響を与えているということが分かった。

2-3-4-3-7 東京とテアトルの研究開発費比率と無形固定資産

東京テアトルの有価証券報告書の研究開発活動の箇所には 6 年を通じて該当事項はないが、無形固定資産（自社利用のソフトウェア）の計上はあり、2008 年は無形固定資産が売上高の 0.34%である。

このことから、研究開発費がサービス業界の半数以上の企業で 0 となっているのは、東京テアトルにおける自社利用のソフトウェア開発のように成果が確実な研究開発のみを行っているケースである。そのため研究開発をまったく行っていないのではなく、研究開発費ではなく無形固定資産として計上されている為であると考えられる。

2-3-4-3-8 東京テアトル まとめ

企業はどのような進出撤退を行っているのかという問題に対しては、東京テアトルでは新たな進出・撤退よりも既存事業の再編に力を注いでいることが分かった。また、プラットフォーム・改善モデルの結果を受けて行った考察は実際の企業でも観察されるのかという問題に対しては、年度ダミー、研究開発費に関しては考察と整合する現象が見られた。

2-3-4-4 ケーススタディ セコム

2-3-4-4-1 セコムの概略

1962年に日本警備保障(株)(現セコム(株))が設立された。主な事業は警備事業であるが、事業は多岐にわたっている。既存企業を子会社するなど積極的な進出を行っている。

【図 2-3-4-4-1-1 : セコムの保有セグメント】

2002	2003・2004	2005	2006・2007	2008
警備業				
医療に附帯するサービス業				
保険媒介代理業				
損害保険業				
航空機使用業（航空 運送業を除く） ソフトウェア業 建物売買業 土地売買業	インターネット附随サービス業			
	情報処理・提供サービス業			
	その他の機械器具卸売業			
	他に分類されない小売業			
			その他の機械・同部分品製造業	
			機械器具設置工事業	
			不動産取引業	

2-3-4-4-2 2002年から2005年にかけての進出、撤退

その他の機械器具卸売業は医療用機械器具卸売業（歯科用機械器具を含む）にあたる。セコムは2002年以前からメディカルサービスを行っており、セコム在宅医療システム(株)、セコムケアサービス(株)、セコム漢方システム(株)が合併し、セコム医療システム(株)となったことが影響したと考えられる。

インターネット附随サービス業への進出は衛星放送の委託放送事業を展開している(株)ジャパンイメージコミュニケーションズを子会社化したことによるものである。

撤退に関しては、ソフトウェア業は情報処理・提供サービス業になったと思われ、建物・土地売買業、航空機使用業は重要性低下によるものと考えられる。

航空機使用業はパスコという航空写真に関連する事業を行っている子会社の業務を指す。

2-3-4-4-3 2005年から2008年にかけての進出、撤退

その他の機械・同部分品製造業と機械器具設置工事業は、消火器具・消火装置製造業に当たる。この進出は防災業界第1位であった能美防災株式会社を持分法適用関連会社から連結子会社に異動したことによるものである。

2008年に不動産取引業は不動産取引が営業利益の10%を超え、内部管理セグメントに独立して表記されるようになったことが進出としてとらえられている。これ以前は有価証券報告書の事業の種類別セグメント状況の欄に医療用の施設の賃貸など他の事業セグメントの補助的な役割を果たしていたことが読み取れる。2008年になってある程度不動産取引業が成長し、より大きな権限を得たことによりことを進出と考えている。

2-3-4-4-4 研究開発費比率

【図2-3-4-4-4-1：セコムの指標】

	年	進出	撤退	セグメント数	研究開発費比率	外国人持株比率
セコム	02	1	1	7	0.012	0.245
平均	02			5.87	0.002	0.061
セコム	05	1	0	8	0.008	0.436
平均	05			5.55	0.001	0.099

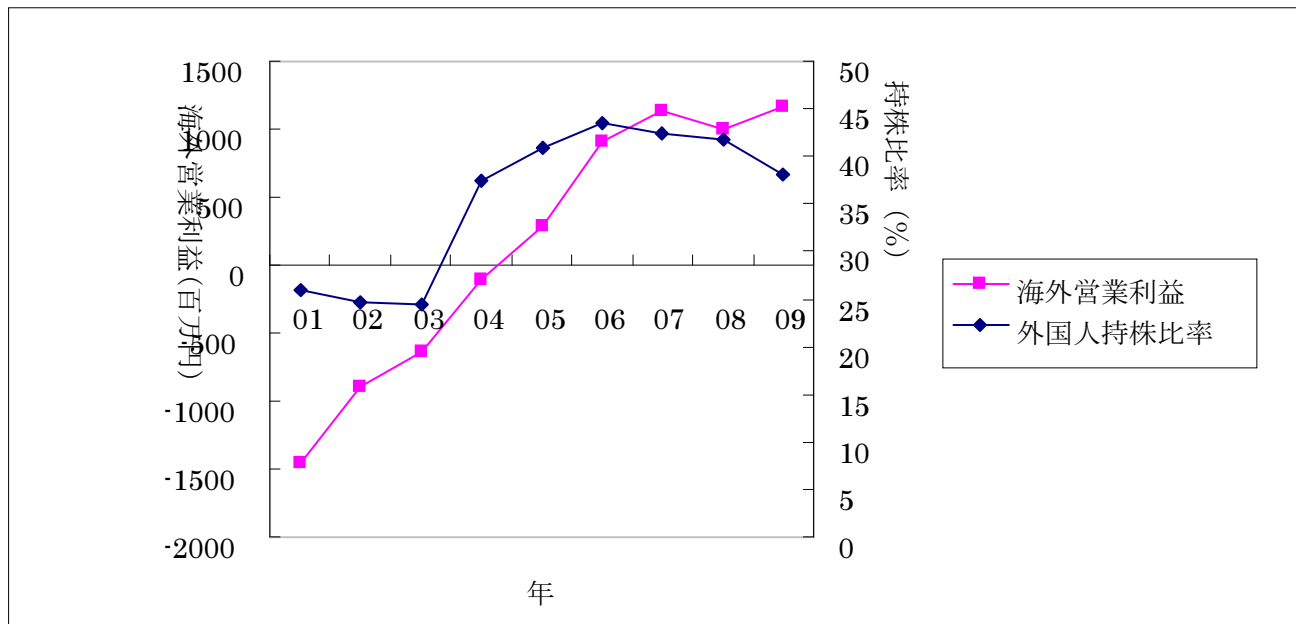
セコムの有価証券報告書の研究開発費に関する欄に、『その大部分は提出会社におけるセキュリティサービス事業に係る研究開発費用および各事業部門に配分できない基礎研究費用』という記述が存在する。

したがって、セコムの高い研究開発費は必ずしも進出に直結するものではない。

2-3-4-4-5 外国人持株比率

セコムは本業に研究開発を必要とする企業であり、海外にも進出している企業である。

【図 2-3-4-4-5-1：セコムの海外営業利益と外国人持株比率】



(注) セコムの有価証券報告書より筆者が作成

外国での売上高 (2008) は 21,829 (百万円) であり、セコム全体の売上高の 3.4%である。

2004 年に外国人持株比率が倍になっており、また営業利益は赤字ではあるものの翌期より黒字になっている。このことから外国人持株比率は知名度だけでなく企業の成績とも関連すると考えられる

2-3-4-4-6 セコムの結論

セコムは主要事業が安定して成長しており、得た利益を元に意欲的に進出・撤退を行っている。また、子会社化などにより既存事業とのシナジー効果も視野に入れつつ事業拡大を行っている。

また、外国人持株比率・研究開発費比率に関しては考察と整合しており、セコムの研究開発費比率が高いのは本業に投資する必要があるからで、外国人持株比率はセコムが海外で知名度が高いためであると考えられる。

2-3-5 結論

今回の研究では、サービス業界では本業に投資をする必要がある企業と、あまり必要ではない企業が存在し、それらの企業は本業特性により数値は異なるものの、他の指標に関しては改善モデルの結果から進出・撤退の要因が異なるとは必ずしもいえないということがわかった。

2-3-2ではプラットフォームの結果を基に研究開発費比率、内部留保比率に関して考察を行った。研究開発費比率では製造業に比べてサービス業界では数値が低い、一部の企業に投資、すなわち研究開発を行う必要がある企業は高い数値をとっており、また内部留保比率では製造業と数値に差は見られないが分布に異なる点があり、サービス業界では内部留保比率が特に大きいグループが存在していた。つまり、サービス業界では本業に投資をする必要がある企業と、あまり必要ではない企業が存在していたのである。次にそれらの特徴を踏まえて改善モデルを作成した結果、収益性が高い企業は進出を行うことがわかり、社外取締役比率に関しては特に撤退が多いサービス業界において撤退を抑制することがわかった。

ケーススタディでは企業の進出、撤退の様子を観察した。サービス業界では期首セグメント数が最も多く、進出・撤退が活発に行われている。ケーススタディでは企業の進出、撤退は収益性を上げるための事業再編やシナジー効果を狙った子会社化を行う様子が見られた。

参考文献

桜井久勝[2008]『財務諸表分析 第3版』中央経済社

サービス産業における中小企業の生産性向上の方向性

(<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2008/030.pdf>) 2009年12月9日

上場企業のコーポレート・ガバナンス（社外取締役）調査

(http://www.jacd.jp/report/090909_01report.pdf) 2009年12月15日

セコム 企業情報

(<http://www.secom.co.jp/corporate/>) 2010年1月20日

セコム 有価証券報告書一覧

(<http://www.secom.co.jp/corporate/ir/finance/security/>) 2010年1月20日

東京テアトル (<http://www.theatres.co.jp/>) 2010年1月20日

東京テアトル 有価証券報告書 (http://www.theatres.co.jp/investor/ir/ir_yuho.html) 2010年1月20日

終章

1990年代から盛んに叫ばれることになった「選択と集中」に表される事業の進出・撤退を伴う事業ポートフォリオの再構築の動きは、2000年代に入って一旦落ち着きを見せたが、近年再度動きが加速しているといわれている。このことに私たちは注目し、本当に事業の進出・撤退が行われているのか、また行われているならばその決定要因は何なのかを明らかにするために実証研究を行った。

本研究では、まず第1章で実際に事業の進出・撤退が行われているのかを調べるために、東証分類による電気機器業界、食料品業界、サービス業界のという3つの業界における日本会計基準適用で東証1部2部上場の企業という枠内で事業の進出・撤退の実態を見た。その結果、事業の進出・撤退の実態には業界ごとに特徴があることがわかり、その特徴が決定要因にも現れているのではないかと考え、昨年度に引き続きモデルを作成してlogit分析を行った。モデルにおいては進出・撤退を行っていれば1、行っていなければ0というダミーをおいて検定を行った。その分析結果、有意となった指標は各業界で違いがみられた。この結果、業界ごとの特徴を踏まえて第2章で業界分析を行うことになった。電気機器業界では進出・撤退の式において有意となった変数の符号が一致したことから、進出・撤退が私たちの当初想定していた反対のものではなく、相互補完的なものであるということがわかった。また、ケーススタディによってモデルの外部妥当性やモデルの指標以外の決定要因について考察をおこなった。食料品業界では成熟産業であることから、高いROAが直接に進出に結びつくわけではないことが明らかになった。サービス業界では種々雑多な特性を持つ事業が存在する業界特性を踏まえ、そのなかで設備投資、研究開発費が必要なグループとそれほど必要でないグループの2つに分けることでサービス業界という1つの業界として分析することが出来るようにした。これらの研究から事業の進出・撤退の決定要因や業界の状況が考察でき、成果が得られたと考えている。

しかし、この研究については、課題を残すことになってしまった。大きな課題としてはまず、あまり他業界との比較が出来なかったことがある。これは1つの論文で3つの業界を扱う利点を活かしきれておらず残念に思われる。次に今年度の研究より取り組んだケーススタディであるが、対象を選択する基準がよくわからず、企業選定に時間をかけてしまい、浅いものに終わってしまった。またケーススタディから業界分析へのフィードバックが十分に出来なかったことが残念である。この2つに代表される今年度の研究で残ってしまった課題については今後の実証研究で解決されることを期待したい。

2009 年度ゼミナール活動の記録

3 月下旬	2 回生プレゼミ（前半）簿記 テキスト：加古宜士・渡辺裕亘編著『新検定簿記講義/3 級商業簿記』中央経済社。 2 回生プレゼミ（後半）財務諸表論 テキスト：日本経済新聞社『財務諸表の見方』日経文庫。
4 月 10 日	前期ゼミ開講 2 回生テキスト：桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。 3・4 回生テキスト：KG パレプ・PM ヒーリー・VL バーナード著、 斉藤静樹監訳、筒井知彦・川本淳・八重倉孝・亀坂安紀子訳 『企業分析入門』東京大学出版会。
8 月 2 日	新歓コンパ 於・百万遍「写楽」
10 月 2 日	後期ゼミ開講 共同研究テーマ 「事業の進出と撤退の実態とその決定要因に関する実証研究」
12 月 4 日	新ゼミ生 1 次募集選考面接 新 2 回生 応募 1 名 採用 1 名 新 3 回生 応募 0 名
12 月 20 日	第 15 回企業分析交流シンポジウム 京都大学経済学部徳賀ゼミとのジョイント 於・京都大学経済学部大会議室 百万遍「写楽」にて懇親会
1 月 8 日	新ゼミ生 2 次募集選考面接 新 2 回生 応募 1 名 採用 1 名
3 月中旬	追い出しコンパ

藤井ゼミ TA を振り返って

板橋雄大

私が、藤井ゼミの門を叩いたのは、19 歳の春でした。ゼミ面接時に折悪しく風邪を引いていた私が、かすれ声で「元気を取り柄です」といったところ、先輩全員から「元気じゃないじゃん」と突っ込まれたのも忘れられない思い出です。

当時の私は、右も左も分からない状態で、記憶もちろん明確ではないのですが、それでも当時の私達と、今 TA として指導している学生さんを比べると大きな違いに気がつきます。

今の藤井ゼミの論文は計量分析を主眼として、そこから得られた知見に対して、分析を加えていくという流れです。このため、伝達される知識は「分析技法」が主になっています。どのソフトウェアを使用するのか、どの分析手法を用いるのか、結果の解釈はどう行うのかといった分析技法が、着実に先輩から後輩に伝わり、さらに年々改良されていっています。結果として、現在の藤月会論集では非常に高度な計量分析をおこなうようになりました。オンラインで公開されている藤月会論集には海外の大学からのアクセスも多く、アカデミックな領域からも注目を集める存在になっています。これは、先輩の知識を余すところなく自分たちのものとして活用できる皆さんの能力の高さが可能にしていることだと思います。

反面、指導していて気になるのが、「解釈」の部分の弱さです。ソフトが吐き出す数値の解釈は行われているものの、それは定型化された解釈スキルへの当てはめに終わっている感じがするのです。

私達の世代が書いた論文は、計量分析もなく、数値を使っている部分は趨勢表のみというものでした。先輩から後輩に伝達しようにも、伝えるべき分析技法はあまりにも少なく単純でした。そうした中で、先輩から伝達されたのは、企業の財務分析に対する愛情だった気がします。先輩の報告は、企業を取り巻く環境をも深く分析しており、経済環境分析と手を携えた財務分析によって語られる企業の姿は、生き生きとした躍動感まで感じるほどでした。

有価証券報告書から手打ちで数値を入力し、東洋経済、週刊ダイヤモンド、エコノミストなどから対象企業が関連したニュースを 10 年分集めてから分析していた当時の論文は、計量分析的には稚拙であっても、対象企業の現在の状況までを見事に予測し言い当てているものも少なくありません。これは、情報を集めていくなかで、その企業に対して愛着が生まれ、この企業がおかれている状況について、本当に愛情を持って分析をしたためだと思います。

TA を終えるにあたって、皆さんに一つだけ助言させていただきたいのは、現実の経済に対する興味がなければ、「計量分析」は「軽量分析」になってしまうということでもあります。末尾となりましたが、今後の藤井ゼミの益々のご発展を祈念し、攔筆致します。

藤井ゼミ TA を振り返って

高橋二郎

先日、板橋さんから「TA を振り返ってというテーマで A4 半ページの文章を書くように」という御指示を賜り、こうして今、パソコンに向かっています。といっても、優秀な学兄である佐久間さんと板橋さんのおかげで、TA としての私の出番は皆無であったわけで、振り返っても何も浮かんでこないのが現状です。そこで、ネタを収集するために、秘かに板橋さんの玉稿を入手しました。いわゆるカンニングというやつです。板橋さんはすでにほぼ A4・1 枚分を書かれていました。ということは、私が書く量は 2~3 行程度で良いのかなということが一瞬頭をよぎりましたが、怒られそうなので、同じぐらいの分量を書くことにしました(これで随分文字数を稼いだ気でいます)。

さて、そろそろ本題に入らなければなりません。私は、博士後期課程に進学してからの 3 年間、TA として藤井ゼミにかかわらせていただきました。各代に独特の色があるように感じましたが、一方で共通点もみられたように思います。ひとつは、最終的な期日までには一定の成果物を仕上げるということです。シンポジウム直前のゼミでの報告でどれだけ壊滅的に叩かれようとも、すべての班がシンポジウム当日までには一定水準以上の成果物を提示することができていました。もうひとつは、教科書にとらわれない独創的な発想をするということです。誰の言葉かは忘れましたが、経済学部の方風は「過酷なまでの自由奔放」というものだそうで、これが影響しているのかもしれません。

そして、これは最も強く感じたことですが、「個」が強いということです。サンプルを代表するのが我々 TA なのかもしれませんが・・・(説明は不要であると思います)。また、「個」が強いながらも全体としてはうまくまとまっているという印象を受けました。このような特徴を有する藤井ゼミ生は、企業などの集団においてうまく調和することができれば、シンポジウムでの報告のように多大なパフォーマンスを発揮することができると思います。この利を生かして、皆さんがますます御活躍されることをお祈り申し上げます。そして、御活躍された暁には、私の研究を御支援していただければと、誠に勝手ながら期待申し上げます(遠慮せず御一報を！)。

末筆ながら、TA という貴重な機会をいただきました藤井先生には、この場をお借りして感謝申し上げます。TA を通じて、教育に関する多くのことを学ばせていただくことができました。とりわけ、教育実習を経ずに教壇に立つことになる私にとって、このような機会をいただけたことは、大変有用でありました。また、板橋さんには、藤井ゼミ TA 業務に限らず、多くのことで助けていただきました。感謝してもしきれません。地理的には離れてしましますが、これに懲りず、今後とも御指導・御鞭撻のほどよろしくお願い申し上げます。将来的に、板橋ゼミとシンポジウムを開催することができるようになれば、幸甚に存じます。最後に、改めて、藤井ゼミの今後のますますの御発展をお祈り申し上げます。

一年を振り返って

あっという間に藤井ゼミでの3年間が過ぎました。

今年度は、僕自身はあまりゼミに顔を出せませんでしたが、2・3回生が必死に研究に取り組んでいる姿を見て、毎年このように共同研究を完成させていく藤井ゼミ生と出会え、ともに学ぶことが出来たことを嬉しく感じました。

この藤井ゼミでは、会計学はもちろん、統計学やパソコン、そして英語など様々なことを学ぶことができ、自分自身大変成長できたように思います。この成長は、藤井先生、TAの方々、そしてゼミ生のみんながいなくては成し遂げられないものでした。

3年間色々迷惑をかけたこともあったと思いますが、本当にお世話になり、ありがとうございました。

(新家佳樹)

まず、2、3回生のみなさん、今年度の研究お疲れ様でした。

今年はケーススタディを取り入れるという新境地を切り開いてくれて、見ていてとてもおもしろかったです。そのフロンティア精神、素敵です。

というわけでまあ、大学に入って早や4年がたちました。時の流れは早すぎます。その中でこの藤井ゼミから非常に多くのものを学びました。アカデミックな側面のみならず、人間的にも少しは成長できたかなと思います。少なくとも猿のステージは脱出していると信じています(笑)

最後になりましたが、藤井先生、TA、RAの方々、3年間本当にありがとうございました。この藤井ゼミで学んだことを糧に社会人になっても頑張ります！！

(池田敬明)

まずは、三回生、二回生の皆さんお疲れ様でした。

いろいろと私事で論文のお手伝いが出来なかったのですが、たまにゼミに行って、後期はゼミづくしでホンマにしんどいと言っているのを聞くと、やっぱり藤井ゼミの伝統は受け継がれていっているのだなと生暖かい気持ちになります(笑)。ですが、このしんどさは就活や受験勉強や社会人生活できっと役に立つのだろーと思います。君たちの先輩を見ていてそれを感じました。それと、残りの学生生活1年ないし2年を大切に過ごしてくださいね。本当にあっさりとすぎてしまいますから(泣)。

最後になりましたが、藤井先生、板橋さん、高橋さん、同回のみんな、後輩の皆さん、本当にありがとうございました。

(清水迫誠)

3 回生 2 回生の皆様、共同研究お疲れ様でした。

今年度も素晴らしい研究に仕上がったと思います。私は今年度の共同研究にはメインとして参加していませんが、昨年度の研究で学んだことよりも重要な事を学びました。それは基本を守ることの難しさです。研究の目的は何か、仮説にしっかりと答えているか、実証研究の流れ、などといった基本は当たり前を守られているようで意外と守られていないものです。研究に熱が入っていくとどうしても近視眼的になって基本から遠ざかってしまうのが原因かもしれません。今年度の研究から大切であると学んだ基本が昨年度の研究で守られていたかと振り返ると、昨年度の研究でも多くの改善点があったと反省しています。私もいよいよ社会に出て働くことになりましたが、基本に忠実であることを心掛けていきたいと思います。

最後になりますが、3 年間ご指導いただいた藤井教授、TA の皆様、誠にありがとうございました。藤井ゼミで学ぶことができて本当に良かったです。

(新谷祐樹)

2、3 回生の皆さん、研究お疲れ様でした。

今年度はゼミ自体にはなかなか出席できませんでしたが、時間外で後輩のみんなと研究を語り合う時間が楽しくて仕方ありませんでした。これまで 3 年間で私が経験した失敗やゼミで学んだ知識を少しでも次のゼミ生に伝えられていたら嬉しいです。

同期のみんなにはたくさん迷惑をかけました。幹事として形に残る仕事が出来たかはかなり不明ですが、1 つのことを成し遂げる楽しさと難しさを感じながら過ごせた事はとても感慨深いです。藤井ゼミという他では真似の出来ない貴重な 3 年間で、みんなと一緒に頑張れたことを誇りに思います。

最後になりましたが、藤井先生、TA、RA の方々、ゼミ生のみんな、3 年間本当にありがとうございました。

(辻本浩之)

21 年度はなかなかゼミに貢献できず、ゼミに所属したのは二年という短い間でしたが、藤井先生を初め、板橋さん、高橋さん、そしてゼミ生の方々には本当に良くして頂きました。

身のなりふりはまだ定まっていますが、これからも落ち着く所に落ち着くまでがんばります。本当にありがとうございました。

(平辻千秋)

去年の 4 月に内定先が決まりました。それからというもの、自分はこんなにも遊べるのかという位、遊び倒しました。借金してでも遊べという先輩達の言葉をただひたすら信じて。ゼミにはなかなか顔を出せませんでした。顔を出すたびにものすごく成長している後輩たちを見ることができ、嬉しかったです。シンポジウムもすばらしかったと思います。藤井先生、TA の方々、後輩のみんな、本当にお世話になりました。このゼミに入ってなかったら触れることもなかったであろう実証研究というものに出会えて良かったです。そして同期のみんな、4 回生になってからとても仲良くなれた気がします。卒業しても会いたいです！

本当に本当にありがとうございました。

(本田仁美)

この一年は非常に有意義なものでした。ゼミにはほとんど貢献していませんが、いろいろなことに挑戦し、実に楽しい一年となりました。卒業してからも藤井ゼミで学んだことを生かし、立派な社会人になりたいと思います。

本当にお世話になりました。

(安田亮)

何とか研究が終わって、ほっとした気持ちで一杯です。時間をかけて取り組んだものが結果的にお蔵入りとなってしまうたり、結果が出なかったりと苦しかった事は決して少なくありませんでした。そんな中で、先輩方やみんなの助言に救われたこともありました。今回の研究では統計ソフト・発表などのスキルを磨く事が出来、非常に有意義だったように思います。

藤井先生、TA の方々、先輩方、一年間ご指導ありがとうございました。二回生の皆さんは来年がんばってくださいね。

(川村有樹)

本当に長い 1 年でした。今から振り返ってみると、毎日必死だったことばかりが思い出されますが、今回の研究は、非常にいい経験になったと思います。成長したという実感は今のところ全くありませんが、いつか実感する時が来るのかもしれませんが。今はまだ、この 1 年は辛かった印象の方が強いですが、数年後くらいには楽しい思い出になっていけばいいなあと思います。

あと、会計士試験の勉強で忙しくて、2 班の他のメンバーの負担を重くしてしまって、申し訳ないです。シンポジウム前日の、「この 3 ヶ月、お前とこんな研究がしたかった」という川村の言葉が未だに忘れられません。もっと研究に時間を割けられればよかったのに、とは思いますが、何とか研究が完成して良かったです。来年の 3 回生は時間をうまく使って研究に励んでほしいです。頑張ってください。

最後になりましたが、ご指導下さった藤井先生、TAの方々、4回生の先輩方、共に研究に苦心した3回生、2回生、この1年間、本当にありがとうございました。

(小玉智宏)

今年一年のゼミの活動を終えて、とても忙しかったという事もあり正直なところ肩の荷が下りてホッとした気分です。振り返ってみると、前期にテキストの輪読をしていた頃はあっという間に時間が過ぎて行ったのですが、後期にこの共同研究をしていた頃は密度が濃かったせいか時間が非常に長く感じられたように思います。

個人的には今年はゼミ以外の事でも授業や資格試験の勉強等で忙しかったのですが、将来の事について改めて考えさせられた年でもありました。これからどのように転ぶかまだ分かりませんが、良い結果が得られるように努力していきたいと思っています。

さて、今年の共同研究についてですが私は「少しでも多くの方々に関心を持ってもらえる内容の研究になればいいな」と一人内心で思っていました。実際に、進出と撤退というテーマやケーススタディも用いた研究にしようというその通りの方向に進んで行き、ナベさんを中心に三回生が頑張ったおかげで例年とは少し違った角度からの研究でしたが、それだけ例年よりも面白い研究になったのではと思っています。

最後に、今後は藤井ゼミ生の活躍に期待しつつ、このゼミで学んだことを生かして頑張っていきたいと思っています。

(小寺純平)

長かった1年間。みなさんの支えがあったからこそまで無事共同研究を終えることが出来たと思う。

正直本当にこの1年、辛かった。内容に付いて行けず辛くて役に立てず本当に悔しかった。僕がこの1年間を通して学んだこと。それは、自分の甘さ。分からないなら聞けばいい。調べればいい。やってみればいい。でもそれを怠った。逃げた。分からないんじゃないかって分かってしなかった。今更ながら自分の弱さ、甘さを改めて痛感した。それを気付かせてくれたのは仲間や先輩、TAさん、そして藤井先生。このゼミで本当に良かった。

ここで学んだことを後輩にしっかり伝えていきたい。そして自分自身の生活にも活かしていきたい。

最後になりましたが、1年間支えてくださったみなさん、本当にありがとうございました。

(津川貴行)

この長かった半年間、やっと終わったという感じです。振り返ってみると、ほぼ毎日皆とパソコン室で過ごし、数字と格闘しながらレジュメを作って発表し、また次の週はパソコン室で過ごすという大変な日々の連続でした。2回生の時には分からなかった共同研究の難しさを痛感しました。

しかし、研究が終わった今は、研究成果であるこの論文以外にも、自然と身に付いた Excel や Eviews のスキルなどなど多くのことを誇らしく思います。この共同研究で得た経験をこれからの人生に応用していけるように、また今から頑張っていきます。

最後に、指導して下さった藤井先生、TA さん、忙しい中協力して下さった先輩方、一緒に苦労した同回生、多くの仕事を振ってしまった後輩の皆、本当にありがとうございました。

(松瀬知之)

今年一年を振り返ると、ここまでやれたという達成感がある一方で、もっと深くやれたことやうまく出来なかったことなどがたくさんあり、悔いを残してしまった面もあります。それでも、共同研究からたくさんの得難い貴重なものを得ることができたことは間違いなく、それらをこれからの私の人生に役立てていきたいと思います。

最後に、指導して下さった藤井先生、TA さん、お忙しい中わざわざ京大まで来て協力して下さった先輩方ありがとうございました。また、一緒に苦労した同回生、私のわかりにくい説明でも仕事をきちんと仕上げてくれた二回生、ありがとうございました。

(美浦大輝)

後期の研究は想像以上に忙しかったです。研究を進めていく中で様々なドラマが起きましたが、こうして論文が完成させることができほっとしています。今回の研究では自分自身悔いところが多々あります。また別の機会でこの経験を生かしていきたいと思います。

また、最後の最後までパソコンに苦しめられました。そのおかげで多くのスキルを身につけることが出来たと思います。

藤井先生、TA の方々、ゼミ生の皆さん、この 1 年間本当にありがとうございました。

(安井裕紀)

私にとってこの 1 年は非常に有益な 1 年でした。ここまで突き詰めてものを考えたのはこの一年ぐらいのものです。このような貴重な機会を与えてくださった藤井教授、TA の板橋さん、高橋さん、本当にありがとうございました。また、私のアイデアという名の思いつきにつきあって調査をしてくれた 2 回生、3 回生、4 回生の皆様と一緒に研究ができてとても楽しかったです。

この共同研究では各人何かしら得るものがあつたと思います。得たことを生かせるかどうかは自分次第ではありますが、今回私はパソコンスキルとプレゼンスキルを学び、自分が毒舌家であるということを知りました。ちょっと悲しくなりましたが、事实は認めねばなりません。それはさておき、2 回生の研究を今から楽しみにしています。打ち込めばそれだけ何かが帰ってくる研究なので、大変かとは思いますががんばってください。

(横山夏子)

まずはじめに、このような共同研究という場を作っていただいた藤井教授に感謝の意を表させていただきます。

また、今回の共同研究を進めるにおいて、助言、意見、叱咤、激励を頂いた、R Aの板橋さん、T Aの高橋さん、浅野さんに対しても深く御礼申し上げます。本当にありがとうございました。

昨年 12 月、先輩方のシンポジウムで発表されている姿と、自分たちとを重ね合わせながら不安になる以前に途方に暮れていましたくれたことを思い出します。1 年後にこんな風に発表できているのだろうか？この発表に負けないような共同研究できるのだろうか？頭の中でいろいろなテーマを思い浮かべてはその道の陰しさをひしひしと感じ、想像の中ではどの研究も挫折していました。が、7 月に休み期間にもかかわらず集まり、研究の話をしていくにつれ、どんどんと研究が成功できるイメージが湧いてきました。ああ、共同研究ってこういうことなのかも。そう思った記憶があります。

それからはすんなりと…なんて甘いことは無く、本当に苦労の連続でしたが、藤井ゼミのみんながいたからこそこの研究を完成することができたと思っています。

シンポジウムのときにも言いましたが、私は前の学生時代を入れてようやく 8 年目にして本当の学生生活を送ったという証を手に入れることができたと思います。本当に藤井ゼミのみんなには感謝しています。ありがとう。

最後になりましたが、今年で藤井ゼミを離れられる R Aの板橋さん、T Aの高橋さん。本当にありがとうございました。更なるご活躍を願っております。

(渡邊誠士)

京大での最初の留學生活の 1 年とともに藤井ゼミでの最初の 1 年でした。会計に興味がありますが、基礎があまりにもなくて、まだ不安だった時、参加したいという旨を藤井先生にお聞きしたら、快く快諾してくださいました。結局、面接なしで潜りこんできたのですが、私にとっては、優しくてありがたいです。

恥ずかしいですが、内容はあまりよくわかりませんが、2 回生のゼミとともに 3 回生のゼミも聞かせていただいて、本当にありがとうございました。テンポが遅く、いろいろご迷惑おかけしまして、申し訳ありません。今後も宜しく願いいたします。

(強曉斌)

2 回生として研究に参加させていただいたのですが、研究の内容になんとかついていくのに必死でした。そして、3 回生のすごさに圧倒されるばかりでした。ただその中でも、ケーススタディとしてセコムの主要業務を調べさせていただいたり、来年度に自分たちがする研究に向けて重要な経験をさせていただきました。この経験を来年度の研究につなげて、素晴らしい研究ができるよう頑張っていきたいです。

(角田創実)

長かったような、しかし終わってみるとあっという間の一年間でした。深夜四時に半泣きで Excel や有価証券報告書と戯れていた頃がつい最近のことに思われます。

来年は僕たちがあの論文に匹敵するものを目指すことになるのかと思うと気が遠くなりそうですが、どこか楽しい気もします。歴代藤井ゼミの皆さんが営々と築きあげてきた功績に恥じぬことのないよう、切磋琢磨していく所存です。

最後に、この一年間お世話になった藤井先生ならびに TA の皆さん、そして三回生・四回生の皆さんにこの場を借りてお礼申し上げます。

(新谷壮司)

僕は会計に興味があって藤井ゼミに入らせていただいたのですが、ゼミ紹介の文に藤井ゼミは会計ゼミでも統計学的な観点から会計を分析していくと紹介されており、実際回帰分析などが応用されていたりして興味深く、とても勉強になりました。共同研究においては分からない箇所がいくつもありましたが、優しい先輩方のおかげでかなり助けられました。優しい先輩方に助けられた、そんな一年でした。

(別所正則)

頭に？が渦巻きっぱなしの半年間でした。こんなことが出来る 3 回生すげえ、これに突っ込める 4 回生すげえ、そんなことしか考えられませんでした。自分は少しはお役に立てたのでしょうか。寧ろ足を引っ張ってしまった気がします……。次は自分達の番ですが、正直今の時点で不安しかありません。でも何とかしないとなあ。メゲてなんてられません。頑張ります。はぁ(溜息)

(松本守正)

本当に大変な 1 年でした。特に後期は、先輩方から出る専門用語に首を傾げる日々でした。共同研究の内容について行くのが精一杯で、あまり参加出来なかったのが非常に悔しく思います。でも、この 1 年はとても楽しく内容の濃いものでした。来年はさらに忙しくなるのかと思うと、不安と同時に少しわくわくしてきます。先輩方の研究に負けないような物が作れるように、さらなる勉強をしていきたいと思います。

(安居真吾)

半年間先輩達の頑張りを見て思ったのは研究に対してみんな本気でやってるな～ということでした。授業のない時間に経済学部のパソコン室に行くとそこにはいつも誰かが。ゼミの一時限前には全員が発表に向けて必死にプレゼンの準備をしている姿は印象的でした。

来年は藤井ゼミが主催、後輩が少ないなど仕事が更に増えますが今年に負けない研究をできたらと思います。最後になりますが、藤井先生と TA の皆さん、そして四回生に三回生(特に小玉組の皆さん)ありがとうございました。

(油井智紀)

編集後記

2009 年度の研究も無事に終えることができ、こうして藤月会論集第 19 号を刊行することになりました。

2008 年の金融危機に端を発した世界同時不況の影響からいまだに脱出できずにいる日本経済。今年度には政権交代もおき、日本経済に少なからず影響がありました。

また、我々が研究対象とするものが日本経済の一部であるため、当然のことながら本研究にも少くない影響がありました。それらのために様々な困難に直面し、その度にみんなで議論し、助言をいただき、乗り越えていきました。

最後になりましたが、懇切丁寧にご指導いただいた藤井先生、浅野さん、板橋さん、高橋さんに心から感謝申し上げます。伝統ある藤井ゼミのさらなる躍進を祈りつつ、編集後記に代えさせていただきます。

2010 年 2 月

2009 年度 藤月会論集編集委員

美浦大輝 安井裕紀 新谷壮司 安居真吾 池田敬明 清水迫誠

藤月会論集 第 19 号

京都大学経済学部藤井ゼミナール

論文編集委員

〒606-8501

京都市左京区吉田本町

京都大学経済学部 藤井研究室 気付

印刷 大学生協京都事業連合ブックプリントセンター