

博士学位論文

内容の要旨及び審査結果の要旨

第 53 号

2024 年 3 月

京 都 産 業 大 学

は し が き

本号は、学位規則（昭和 28 年 4 月 1 日文部省令第 9 号）第 8 条の規定による公表を目的とし、令 6 年 3 月 16 日 17 日に本学において博士の学位を授与した者の論文内容の要旨及び論文審査結果の要旨を収録したものである。

学位番号に付した甲は学位規則第 4 条第 1 項によるもの（いわゆる課程博士）であり、乙は同条第 2 項によるもの（いわゆる論文博士）である。

目 次

課程博士

1. 坂野 健自	〔博士（経済学）〕	1
2. 繆 蕾	〔博士（経済学）〕	6
3. 宇田 有輝	〔博士（経済学）〕	9
4. 宇賀神 希	〔博士（生命科学）〕	15
5. 吉良 彰人	〔博士（生命科学）〕	18

氏 名（本 籍）	宇田 有輝（滋賀県）
学 位 の 種 類	博士（経済学）
学 位 記 番 号	甲経 第9号
学位授与年月日	令和6年3月16日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
論 文 題 目	日本標準産業分類を利用した新しい多角化指標に基づく多角化戦略の実態
論文審査委員	主 査 沈 政 郁 教授
	副 査 北 村 紘 教授
	〃 坂 井 功 治 教授

論文内容の要旨

本博士論文は大きく、6章で構成されている。第1章は序論として本論文の位置づけについて述べていて、多角化概念の明確化、多角化の理論的背景、およびその測定方法に関して詳細な概観を提供することで、本論文全体のテーマと方向性を示している。

第2章では、先行研究の整理を詳細におこなっている。まず、先行研究でどのように多角化の概念を捉え、どのように定義及び分類し、どのように測定してきたかをまとめている。多角化という言葉自体は難しくないが、それをどのように定義し分類し測定するかは意外と簡単ではなく、今でも議論は続いている。

続いて、そもそも企業はなぜ多角化するのかという多角化の理論的根拠を、企業価値の最大化、内部資本市場の活用、リスク分散、シナジー効果の4つの視点からまとめている。4つの視点は以下のようにまとめることができる。

1. 企業価値の最大化：企業が多角化戦略を採用する主な目的の一つは、全体としての企業価値を高めることである。

2. 内部資本市場の活用：多角化された企業が持つ内部資本市場を効果的に活用することで、企業価値を最大化するという考え方。
3. リスク分散：異なる市場や産業に多角化することで、特定の市場や業界の不況の影響を軽減し、企業全体のリスクを分散し、安定した収益を確保することができる。
4. シナジー効果：異なる事業間でのシナジーを生み出し、全体としての効率性や競争力を高めることができる。

3 番目に企業多角化戦略の背後にある動機として、成長の追求、マーケットパワーの拡大、共保険効果、経済環境への適応の視点から先行研究を整理している。それぞれの内容を簡単にまとめると以下ようになる。

1. 成長の追求：企業は新しい市場や産業に進出することで、成長の機会を拡大し、収益源を多様化し、全体的な事業成長を促進することができる。
2. マーケットパワーの拡大：事業の拡大や市場シェアの増加により、企業は業界内での競争力を高め、価格設定や供給条件において有利な立場を確立することができる。
3. Coinsurance effect（共保険効果）：異なる事業領域に分散投資することで、特定市場や産業の不況の影響を緩和し、一部事業の不振時に他の事業からの収益でバランスを取り、全体の安定性を確保することができる。
4. 経済環境への適応：市場の変動や技術進化に柔軟に対応することで、長期的な競争力と持続可能性を保持することができる。

4 番目に多角化と業績の関係について詳細に先行研究を整理している。多角化の程度と業績の関係に関してはプラスの関係、マイナスの関係、逆 U 字の関係等と一致した結果は得られていない。その理由としては多角化の定義と測定方法が強く影響していて、本論文では 5 章でこの問題の解決に挑んでいる。関連多角化、非関連多角化と企業業績の関係も重要な論題であるが一致した結論は得られていない。同じく 5 章でこの問題に挑んでいる。

最後に、多角化の成功と失敗の鍵として、経営陣の役割、企業文化と組織構造、多角化と M&A 戦略の関係についてまとめているのに加え、地域多角化と産業特性の視点の整理も提供している。

第 3 章では、日本標準産業分類を利用した新しい多角化指標に基づき、日本の多角化の推移(1998-2017)を詳細に分析している。本論文の特徴として、新しい多角化指標を作るために企業のセグメントに日本標準産業分類に基づいて 4 桁と 2 桁の産業コードを割り振っている。この作業をすることで、同じコードが存在する場合、それを統合することで単純にセグメントの数を数える方法に比べてより正確に多角化を定義することが可能になる。加えて、日本では 2011 年に会計制度の変更として Management Approach が導入された。これはセグメントの報告方法に基準を

設けることでセグメント報告の統一を図ったものである。本論文の方法と制度変更を組み合わせることができる 2012 年以降は、先行研究では実現することができなかった綺麗に多角化の分析を行うことができる枠組みであると捉えることができる。全体的な結果として、制度変更によって専業企業の割合が大幅に減少するが、2011 年の大きな変動は多角化が進行したというわけではなく、企業が制度変更に対応した結果であること、4 桁と 2 桁で集約すると制度変更の影響はそれほど大きくないことが示された。従って、本論文で用いた日本標準産業分類を利用した新しい多角化指標は、多角化の実態を捉えるのに有効な方法であるといえる。

第 4 章では、日本標準産業分類を利用した新しい多角化指標に基づき、Logit 分析を用いて、企業多角化の決定要因が分析された。理論的には業績が良い時にも悪い時にも多角化を行うとされているが、先行研究では主に負の関係性を見出している。本論文でも連結業績を用いると、企業は業績が悪い時に多角化を行うという結果が得られている。しかし、本論文では最大セグメント業績（本業業績）を用いることで新しい事実を見出している。全期間では明確な結果が得られていないが、制度変更以降の期間では、最大セグメント業績が多角化と正の関係性を有すること、特に 2 桁（非関連多角化）で強いこと、非製造業が製造業よりこの効果が強いことが示された。言い換えると、本業がうまくいっている時に、企業は非関連多角化（新しい分野に挑戦）をするとまとめることができる。

第 5 章では、多角化の成果として、会計業績と市場業績を用いて分析を行った。内生性に対処するために、Propensity Score Matching と DID (Difference-in-Difference) を組み合わせ考察している。まず、企業は多角化を行うと業績が悪化するという結果が得られ、先行研究で指摘している、多角化ディスカウントを見出している。加えて、この現象は非関連多角化と非製造業で強いことも発見している。次に、なぜこの現象が生じるのかを解明するために、ROA の変動を企業規模の変動と利益額の変動に分けて別々に分析して、多角化ディスカウントが生じるのは多角化に伴って、短期的に資産は大きく増加するが、利益額がそれほど増加しないことに起因することを見出した。言い換えると、短期的にシナジー効果を生むのはそれほど簡単ではないとまとめることができる。このような構造的なディスカウントが生じない株価業績を考察して、統計的には強くないが、制度変更以降の期間に対して Tobin's Q の多角化プレミアム（プラスの効果）を発見している。

第 6 章では、論文の総括を述べていて、付録として Management Approach の概要を紹介している。以上が本論文の要旨である。

論文審査結果の要旨

1. 論文の評価

1.1 論文の質に関する評価

日本標準産業分類を利用した新しい多角化指標に基づく多角化戦略の実態というタイトルの論文は（以下本論文と呼ぶ）博士論文として十分な質であると評価する。以下でより詳しく評価していく。

1.2 問題意識（Research Question）に関する評価

Research Questionにおいて最も大切な点は新規性と貢献性である。

新規性の評価においては先行研究をどれぐらいしっかり読み込み、Research Gapを見つけるのが鍵になる。この意味において本論文は十分な水準である。多角化は多くの分野（経済学・会計学・経営学・ファイナンス）で研究されてきたのが特徴であるが、著者はそれぞれの分野の論文をしっかり読み込んで、問題意識を立てているので評価できる。より具体的に述べると、3章の多角化の推移では90年代までに留まっている先行研究を最近まで拡張したこと、4章の多角化の決定要因ではセグメント業績に着眼したこと、5章の多角化の成果では多角化ディスカウントのメカニズムを注視したことを新規性として評価する。

貢献性においても高く評価することができる。3章の日本の多角化の長期推移においては、80年と90年代に留まっていた先行研究の穴を1998年から2017年まで分析することでしっかり埋めている。

4章の多角化の決定要因では、先行研究ではあまり示されなかった業績とプラスの関係性を見出している。これを可能にしたのはセグメントの業績を利用したからである。ほぼすべての先行研究では連結業績を用いて業績と多角化の関係を分析し負の関係を見出している。言い換えると業績が悪化する時に企業は多角化を行うということである。理論的には業績が良い時に多角化を行うとされているが、実証的にはその関係性を見出すことが出来ずにいた。本論文では連結業績の代わりにセグメントの業績を用いることで正の関係性を見つけており、この点が大きな貢献である。現時点でセグメントごとの業績データがあるのは日本のみであることから、今後の研究でこのデータをさらに積極的に活用して先行研究が解決できずにいる問題に挑んでほしい。

5章の多角化の成果では、先行研究では明らかにすることができなかった多角化ディスカウントのメカニズムを解明している。ROAは企業利益を企業規模で割って求めるが、先行研究ではROAだけを分析していて、企業利益と企業規模の動きを別々に分析していなかった。本論文では、Propensity Score MatchingとDID（Difference-in-Difference）を組み合わせることで、企業利益と企業規模の動きを因果関係として分析し、多角化ディスカウントが生じるのは、多角化の結果として資産は大きく増えるが、企業利益が伴わないのが原因であることを見出している。

加えてこの現象は非製造業でより顕著であることも発見している。最後に、ROAの場合は構造的にディスカウントが生じる可能性が高いので、構造的にディスカウントが生じない株価を用いて多角化プレミアムを見出している。

以上の理由により、多角化分野における本論文の新規性と貢献性は極めて高いと評価する。

1.3 研究の適切性に関する評価

本論文は大規模データを用いた実証分析である。実証分析において最も大切な点は再現性と頑健性及び内生性である。本論文では新しい多角化指標を作るために企業のセグメントに日本標準産業分類に基づいて4桁と2桁の産業コードを割り振っている。この作業をすることで、同じコードが存在する場合、それを統合することで単純にセグメントの数を数える方法に比べてより正確に多角化を定義することが可能になる。また、関連多角化や非関連多角化をより正確に定義することも可能になる。再現性のために著者は全ての企業の有価証券報告書を詳細に読みながら、各企業の事業内容を詳細に把握し、それを日本標準産業分類に基づいてコーディングしている。主観性が完全に排除できているとは言い難いが、同じ作業を行うことで誰でも再現をすることは可能である。頑健性のためには多様なRobustness Checkをする必要があり、紙面の制約で詳細には述べていないが、4章ではいくつかの変数の定義を変える方法で、5章では傾向スコアのマッチング条件を変える方法で頑健性のチェックを行い概ね同じ結果を得ている。最後の内生性に関しては、可能な限り対応をしている。特に5章の多角化と企業業績の分析においてはPropensity Score MatchingとDID（Difference-in-Difference）を組み合わせることで、先行研究であまり対応できていない因果関係の問題にしっかり対応している。以上の理由によって、本論文の研究の適切性は高いと評価する。

1.4 結果の妥当性に関する評価

実証分析の結果の妥当性において最も大切な点は著者のデータリテラシーと丁寧さである。データリテラシーと丁寧さが欠ける場合、データの基礎統計量がなかったり、異常値への対応が無かったりするが、本論文の場合、しっかり基礎統計量と異常値への対応がなされており、結果の表と図の作成においても丁寧に作業がされており、著者の高いデータリテラシーと丁寧さが窺える。以上の理由により、結果の妥当性も高いと評価する。

2. 予備審査のコメントに対する対応

1. 文章が自然ではない部分があるので最終版では修正すること：修正済み
2. 論文の貢献が読み取れるように、強調すべき所はもっと強調すること：修正済み
3. 多角化の決定要因で連結業績（マイナス）とセグメント業績（プラス）で逆の結果が得られているのは興味深く大きな貢献ではあるが、これを説明する論理が必要である：修正済み
4. 多角化の成果がうまく生じないメカニズム（短期的に資産は大きく増加するが、利益額はそれほど増加しない）を解明したのは大きな貢献ではあるが、現実的な実例があるともっと良い。より具体的な事例を探してほしい

5. 多角化がうまくいった事例、特に株式市場から高い評価を受けた事例を探してほしい：4番と5番を合わせて事例を見つけ修正している
6. 多角化がリスク分散をもたらすのであれば、多角化の成果として業績変動を考察するのも面白いと思う：対応済み
7. 結果のRobustness Checkをすること：対応済み

3. 最終評価と結論

ここまで、論文調査結果に関して具体的に述べてきた。博士論文の総合的な評価としては合格である。日本のセグメントデータは希少性が高いので今後の研究でもっと活用していろいろなテーマに挑んでほしい。