

第3節 日本企業のリスクテイク能力

日本の企業は様々な努力をしてきたものの、製造業に関する限り、為替レートや原材料価格の変動から受ける影響に大きな改善はみられない。この点は、コアとなる事業分野で積極的なリスクテイクを行うためにも、今後さらなる取組が求められるところである。

本節では、「積極的なリスクテイク」の状況について具体的に点検していくこととする。すなわち、事業の「選択と集中」、研究開発投資、M&A、ベンチャー企業といった代表的な手段ごとにこれを評価し、どのような点がリスクテイクを阻害しているかを浮き彫りにする。

1 事業ポートフォリオの「選択と集中」

第1節では、企業の「事業ポートフォリオ」を考えると、特定の事業分野への「選択と集中」はリスクテイク、多角化はリスク分散と解釈できることを述べた。それでは、日本企業はどの程度「選択と集中」を進めているのだろうか。また「選択と集中」はどのような成果をもたらしているのだろうか。

● 「選択と集中」が重視された背景

70年代から90年代にかけて、日本企業は事業多角化を進めることが多かったが、90年代後半以降は逆に「選択と集中」が経営戦略の基本とされるようになった¹⁰。このように考え方が変化した背景には、以下の要因が指摘できる。

第一に、企業経営における株主重視の高まりである。企業の資金調達における株式の比重が高まるとともに、制度面の改革もあって、株主の意向を重視した経営戦略が求められるようになってきた。株主の視点からは、事業分野に関するリスク分散は、複数の事業分野の企業に投資することによって可能である。したがって、企業自身が事業多角化によってリスク分散をする必要はなく、むしろコアとなる事業分野に経営資源を集中的に投入して収益性を高めることが重要な関心事となる。

第二に、90年代の低成長期において、多数の事業を抱えることによる弊害¹¹が顕在化したことである。このことは、上記の「株主重視」の動きとあいまって、相乗効果の期待できない非関連事業を整理する必要性を浮き上がらせたと考えられる。なお、アメリカでは、この問題は多数の事業を抱える企業全体の価値が個々の事業価値の総和を下回って評価されるという

注 (10) 財務省財務総合政策研究所（2003）。

(11) 多角化は、業績変動のリスクを小さくする利点があるが、90年代のような経済の長期低迷に直面すると、むしろ多数の事業が不況にさらされることになり、本業の足を引っ張る可能性が増大することが指摘されている。実際に91年以降、営業赤字の計上を余儀なくされているセグメントが、相当数観察されている。また、複数の事業に経営資源の分散投入を余儀なくされることはすなわち、経営者の注意も複数の市場に注がなければならないことを意味し、外部環境の変化に対する感度が鈍化するとも指摘されている。

「コングロマリット・ディスカウント」につながっている¹²。

ただし、すべての企業にとって「選択と集中」が望ましいわけではない。例えば、いわゆる「成熟産業」においては、売上げの伸張が期待できず、企業価値を高めるためには思い切った多角化が必要である。このような形の多角化は、既存事業に安住せずに新分野を開拓するという意味で、リスクテイク行動とみることもできる。

●セグメント情報でみると「選択と集中」は進んでいない

では、こうした考え方の変化に伴って、日本企業の「選択と集中」は実際に進んだのだろうか。ここでは、日経300採用銘柄のうち金融業を除く276社¹³について、連結財務諸表の事業部門などによる区分（セグメント）情報から、幾つかの指標を作成してその動きを探ってみよう。

第一に、セグメント数である。これは、91年には平均で2.99であったが、その後増加を続け、2007年には3.83に達した（第2-3-1図、付表2-2）。セグメント数の増加は、「選択と集中」ではなく、「多角化」が進んだことを示唆する。ただし、セグメントの項目については、個別企業の判断で細分化できるため、セグメント数の増加が必ずしも実際の「多角化」を反映していない可能性もある。そこで、幾つかの業種について、こうした見かけ上の増加を除去したところ、セグメント数はおおむね横ばいであった¹⁴（第2-3-2図）。いずれにせよ、少なくとも「選択と集中」が進んでいないとはいえそうである。

第二に、コア事業への売上げの集中度である。具体的には、1位セグメントの売上高が、売上高合計に占める割合を調べてみた。その結果、91年に65%であったものが、2007年でも63%と、ほとんど変化していない（第2-3-3図）。

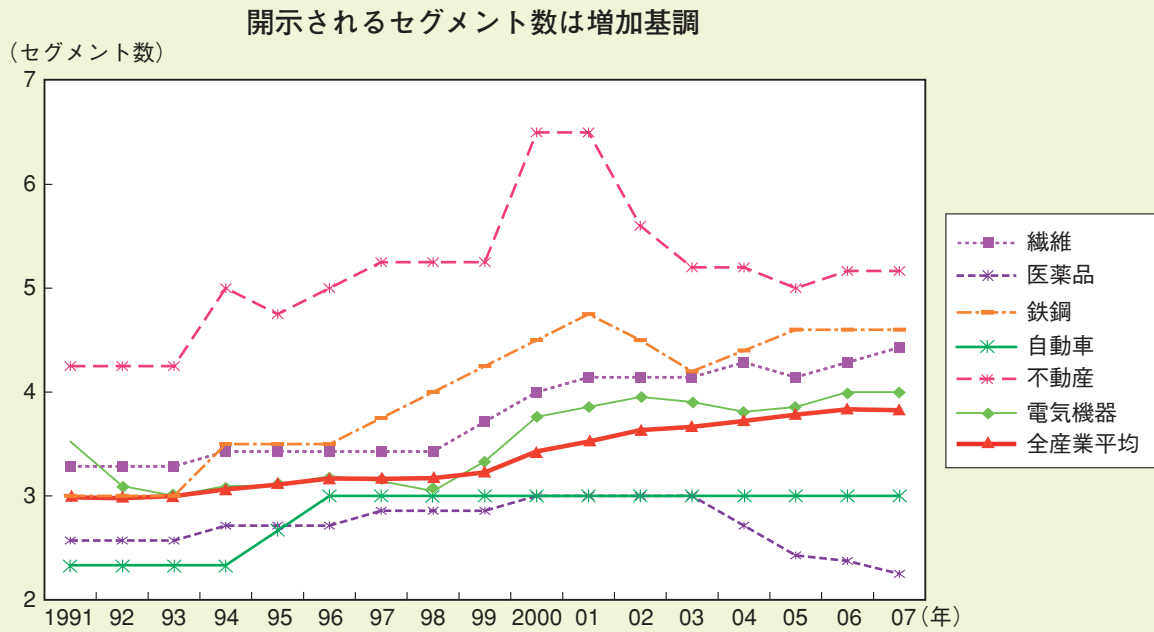
ただし、こうしたなかでも、業種によっては「選択と集中」を進めている様子が明確に示されている。その一つは、製薬業である。製薬業はセグメント数が減少した数少ない業種であり、集中度の上昇も同時に生じており、国内外を問わず成長性の高い医薬品分野への集中を行っている。鉄鋼業も、見かけ上の増加を除去すればセグメント数がほとんど増えていないなかで、2000年代に入ってからコア事業への売上集中度が上昇しており、集中化が進んだ業種である。

注 (12) 多角化企業では低収益分野への資本投下が過剰となるという資源配分上の非効率性だけでなく、専業企業と比して情報開示が量的、質的に劣り、機関投資家から見て企業戦略が不明確だと評価されたこともこの要因として指摘できる。

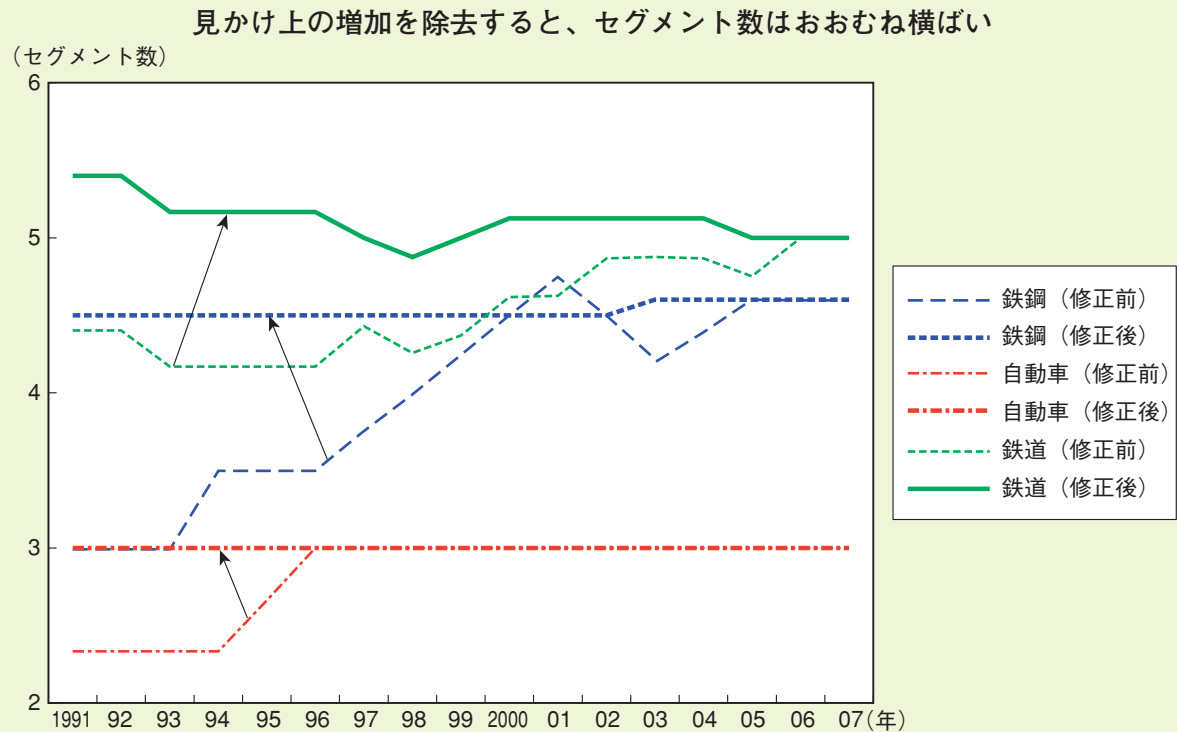
(13) 2008年3月時点。ただし、調査期間内に新規上場した企業もあり、91年時点において既に上場していた社数は232であった。

(14) 「見かけ上の増加」とは、実際には新規事業に進出したわけではないものの、1つのセグメントを2つに分割したり、「その他」に分類されていたものから取り出して個別に開示するなど、記載を詳細にすることによって、見かけ上、セグメント数が増加することを指している。

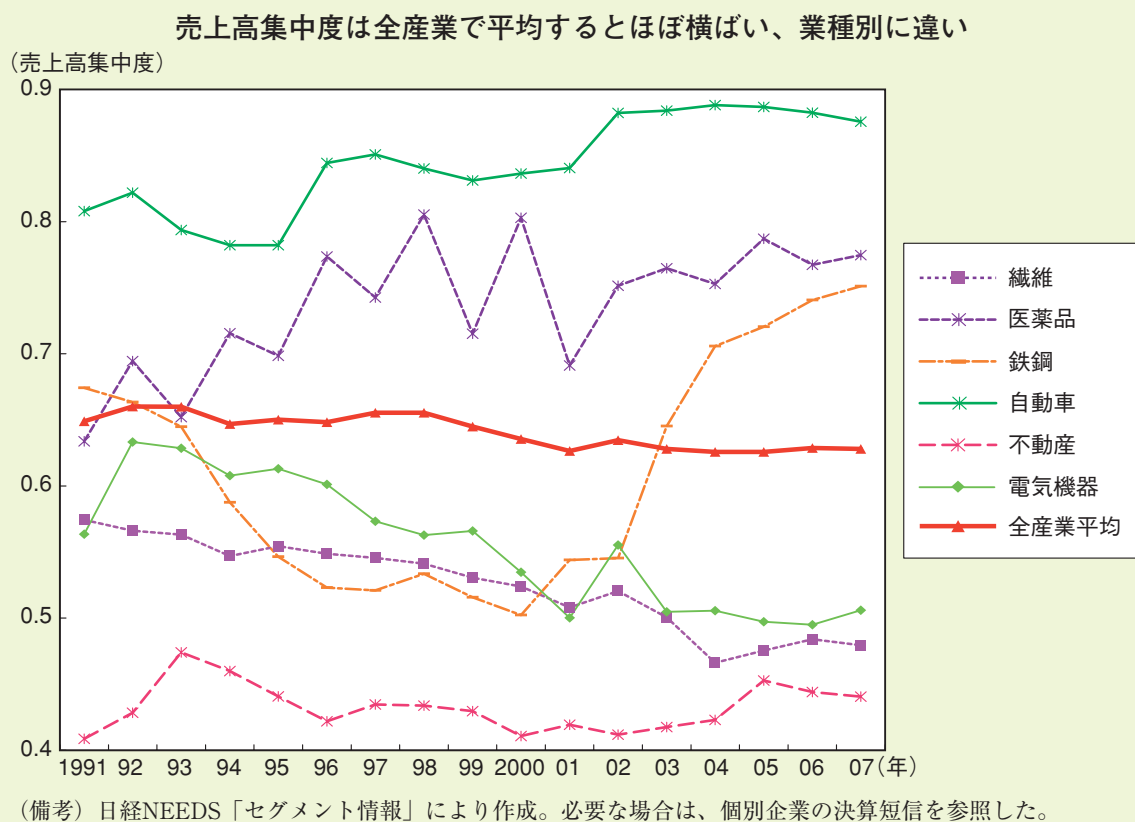
第2-3-1図 開示セグメント数の推移（業種別）



第2-3-2図 開示セグメント数の推移（見かけ上の増加を除去する前後の比較）



第2-3-3図 売上高の集中度の推移（業種別）



●不振事業からの撤退も遅れている

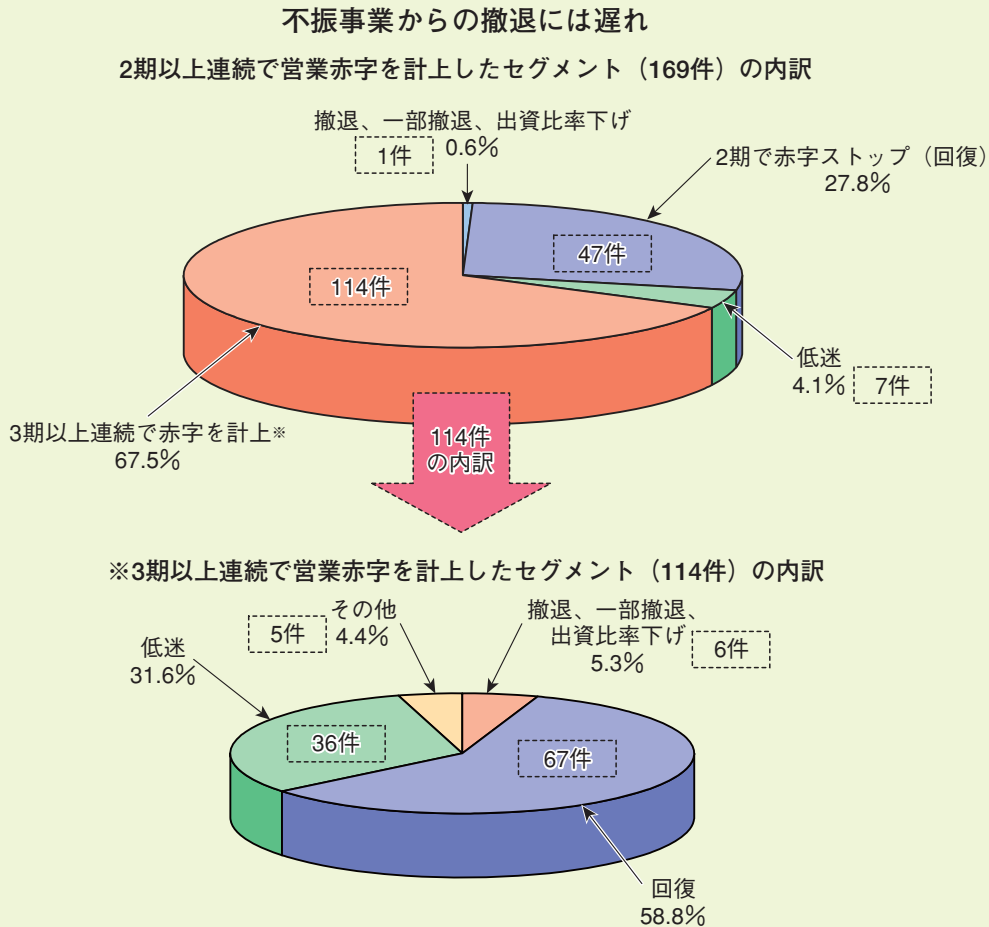
それでは、「選択と集中」へ向けた取組で鍵となる不振事業からの撤退の状況はどうか。上記のサンプル、期間について、2期連続で営業赤字を計上したセグメントを「不振セグメント」と定義し、その動向を追ってみよう（第2-3-4図）。

91～2007年において、「不振セグメント」は169件観察されたが、このうち2期の赤字計上の直後に事業からの撤退ないし一部撤退、あるいは子会社への出資比率の引下げの措置が講じられたのはわずかに1件（0.6%）であった。事業が継続された168件（99.4%）のうち、114件が3期以上連続で営業赤字を計上する事態となっていた。この114件がどうなったかをみると、事業からの撤退などの措置が講じられたのは6件（5.3%）にとどまる一方、2007年時点でそのまま赤字を脱却できない状態か、いったん黒字転換をしても再び赤字に転落するというような「低迷」状態のままとなっているケースが36件（31.6%）もあった。

このように、不振事業からの撤退が進まない¹⁵ことも、日本企業の「選択と集中」が進んでいないことを裏付けるものと考えられる。

注 (15) 不振事業からの撤退が進まない背景としては、ガバナンスが十分に機能していないこと、長期雇用の下では不振事業から撤退（売上げが減少）しても人員を削減することが難しいため収益への影響が大きいことなどが考えられる。

第2-3-4図 不振セグメントと企業の行動



- （備考） 1. 日経NEEDS「セグメント情報」により作成。必要な場合は、個別企業の決算短信を参照した。
 2. 91年から2007年の決算期までの期間における年次決算データを利用。1期は1事業年度を指す。
 3. 「回復」は2007年において複数年連続で黒字を計上しているもの。「低迷」は①2007年において4期以上連続赤字、②一度黒字転換しながらも再び2007年において複数年連続赤字、③3期以上連続赤字となった後に2007年のみ黒字を計上したもの。「その他」は3期連続赤字が2007年において初めて生じたもの。

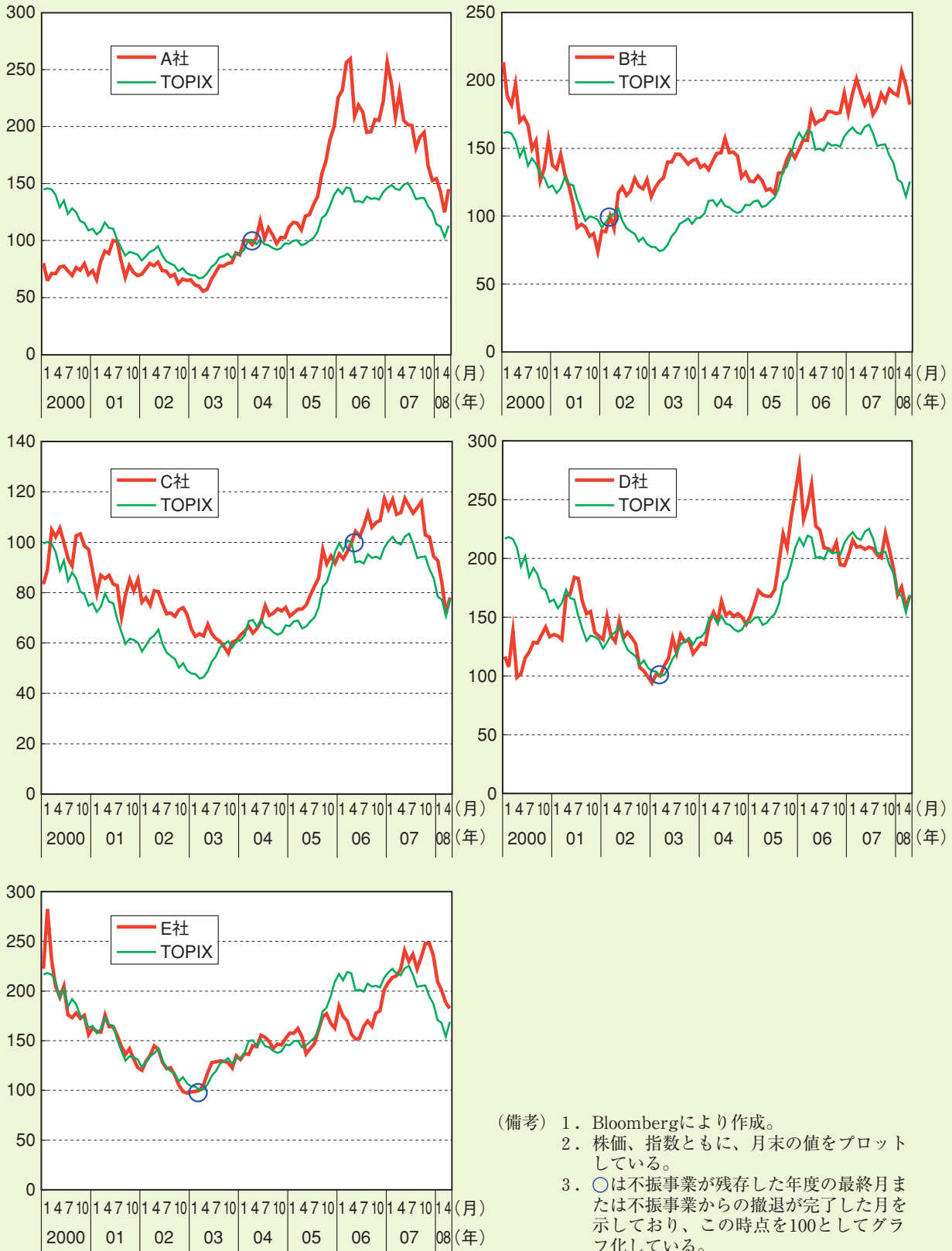
●不振事業からの撤退は株式市場から評価される

以上、「選択と集中」の重要性が高まるなかで、実際には日本企業の「選択と集中」が全体として進んだとはいえないことが分かった。最後に、「選択と集中」は、資本市場からのどのような評価につながるのかを、前述の分析で不振事業からの撤退などを行った7社のうち、撤退してから日の浅い2社を除いた5社について調べてみよう。

結果をみると、撤退などの措置を講じたあとは、おおむね株価がTOPIXを上回って推移している（第2-3-5図）。このことは、当該会社の企業価値が高まったと市場が評価した、あるいは、将来における企業価値の高まりを市場が期待した証拠であるといえる。もとより「多角化」「選択と集中」の適否は個々の企業がその経営環境を踏まえて判断することであるが、一般論としては、株式市場を通じたコーポレートガバナンスが浸透しつつある現在、「選択と集中」が有力な経営戦略であると考えることができよう。

第2-3-5図 不振事業撤退後の株価パフォーマンス（対TOPIX比）

不振事業撤退後の株価はおおむねTOPIXを上回って堅調に推移



2 研究開発投資

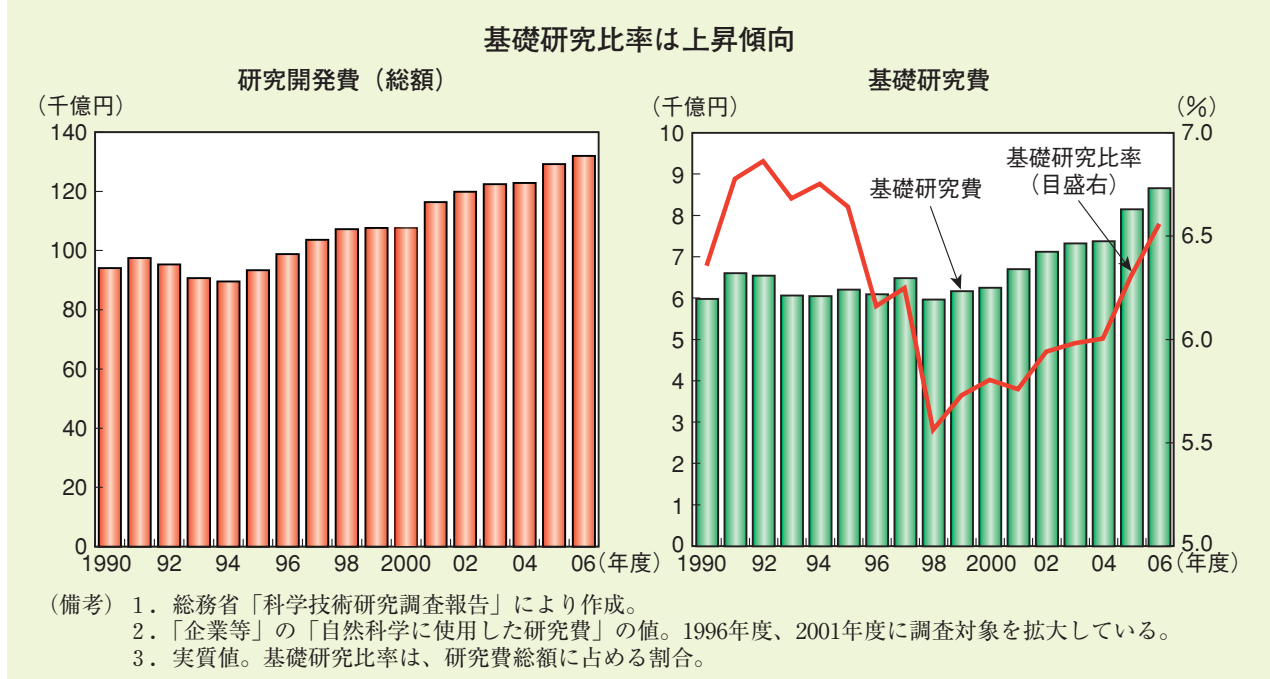
日本企業は多くの分野でリスクテイクが乏しいが、その例外ともいえるのが研究開発投資である。周知のとおり、日本は研究開発費のGDP比が先進国の中でも高く、しかもその多くを企業部門の応用研究、開発研究が担っている。そこでここでは、研究開発費の中身にまで立ち入りつつ実態を確認しよう。

●増加する研究開発費と高まる基礎研究の比率

研究開発は製品・サービスとして商品化し、その投じた資金¹⁶が回収されることが不確実であり、典型的なリスクテイクの形であるといえる。日本の研究開発は、以前から企業がその中心的な役割を担っており、その構造は現在においても変わっていない。更に企業の研究開発費の推移をみると、2001年度以降は着実に増加している。こうした動きの背景としては、国際的な技術開発競争の激化、製品や技術サイクルの短期化、企業収益の改善などが指摘されている¹⁷。

特に注目されるのは、企業における研究開発を基礎研究、応用研究、開発研究に分けた場合、基礎研究の比率が高まっていることである。基礎研究はハイリスクではあるが、成功すれば革新的なイノベーションをもたらす可能性がある。国際的にみると依然低水準であるが、日本企業における基礎研究比率の高まりは、長期的視野に立ったリスクテイクの積極化として評価することができよう（第2-3-6図）。

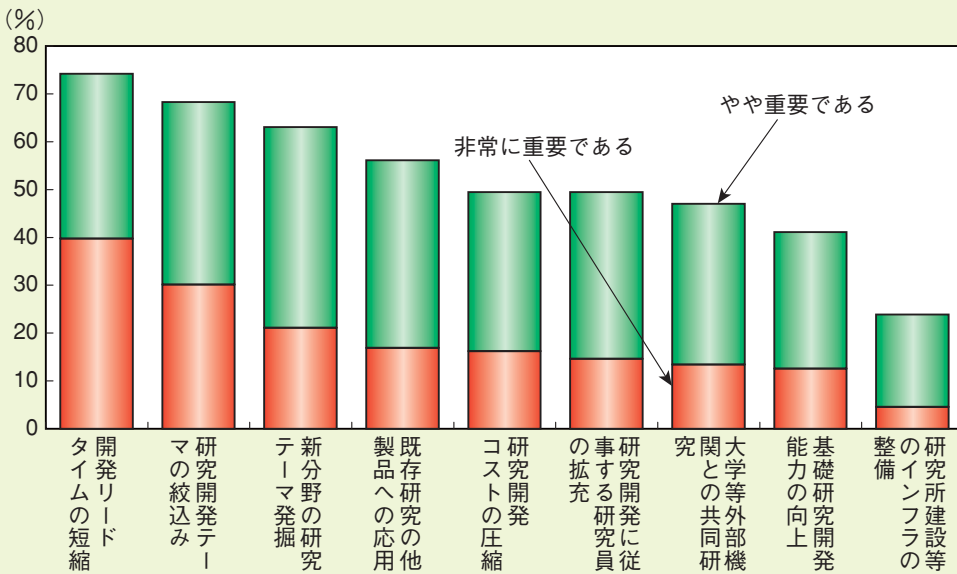
第2-3-6図 基礎研究比率の推移



注 (16) 企業の研究開発費を費用項目別にみると人件費が約40%と最も高い。
(17) 一瀬・齋藤・丸尾 (2007)。

第2-3-7図 研究開発において重要な取組

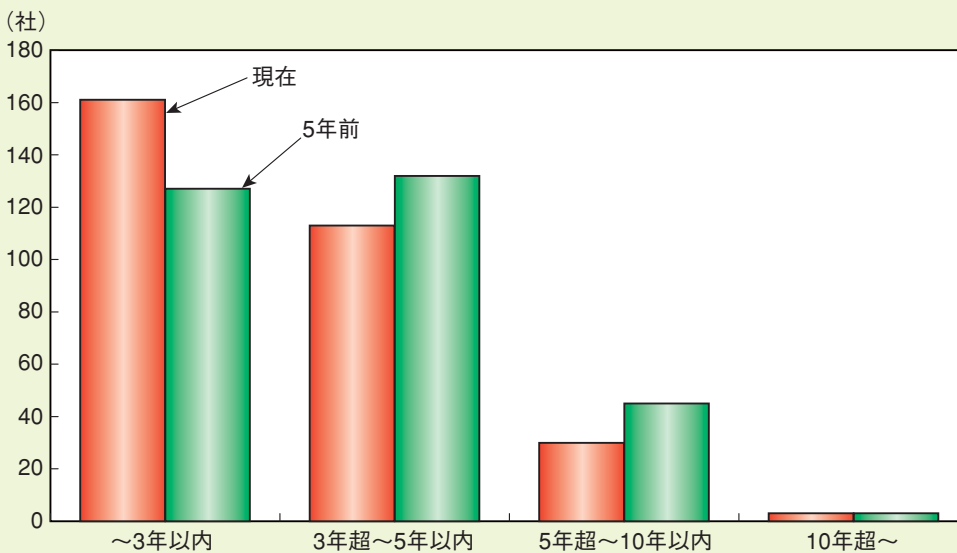
重視するのは「開発リードタイムの短縮」と「研究開発テーマの絞り込み」



(備考) 1. 内閣府 (2008) 「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」により作成。
 2. 上記の選択肢のほかに、「どちらとも言えない」、「あまり重要でない」、「重要でない」がある。

第2-3-8図 研究開発の投資回収年数

投資回収年数は短期化



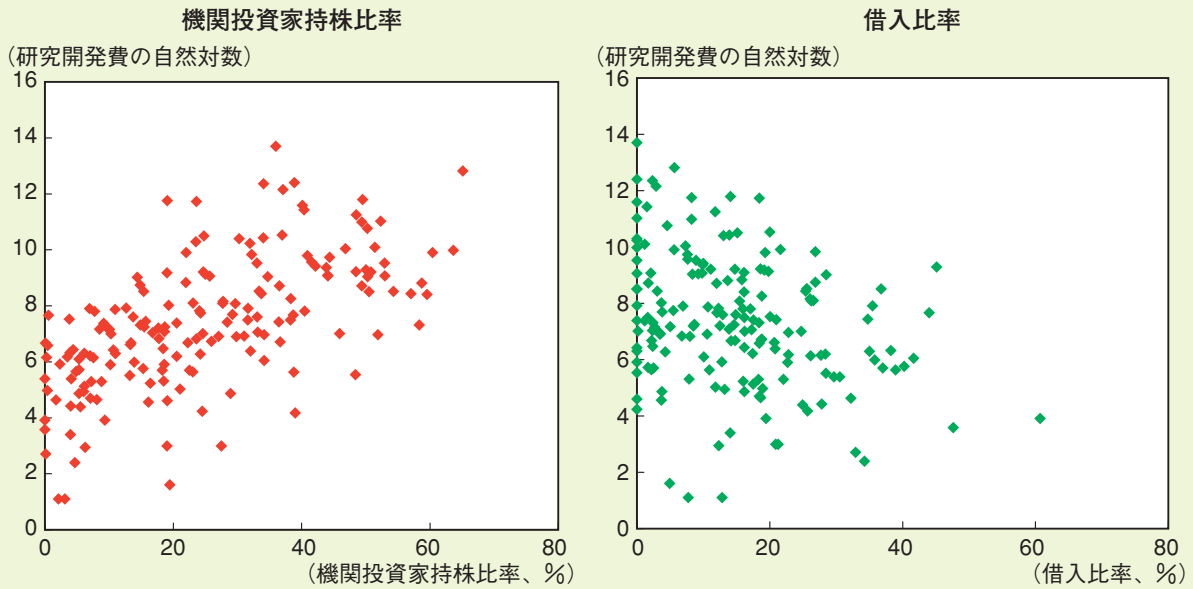
(備考) 1. 内閣府 (2008) 「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」により作成。
 2. 応用研究と開発研究について、その投資回収年数を5年前と現在とを質問している。5年前・現在の両方に回答のあった企業307社について、集計。いずれもゼロとしている企業は集計はしなかった。

研究開発のようなリスクテイク行動の中においても、企業はリスクを低減する取組に努めている (第2-3-7図)。企業が研究開発において重視している取組についてみると¹⁸⁾、「開発

注 (18) 見玉 (2006) の設問を参考にした。

第2-3-9図 研究開発費が多い企業の特徴

研究開発費の多い企業は、機関投資家持株比率が高く、借入比率が低い



- (備考) 1. 内閣府 (2008) 「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」、日本政策投資銀行・(財)日本経済研究所「企業財務データバンク」、日経NEEDS-Cgesにより作成。
 2. 研究開発費については、回答のあった企業のうち、売上高研究開発費比率が100%を超えない、かつ、ゼロではない企業について、分析した。
 3. 回帰式による推計は付表2-3参照。

リードタイムの短縮」、「研究開発テーマの絞り込み」が上位となった。また、5年前と比べると、現在は投資回収年数について3年までとする企業の割合が増加している(第2-3-8図)。開発の早期化や投じた資金の早期の回収という期間の短縮化は、企業として研究開発のリスクを低減させていくための取組と考えられる。

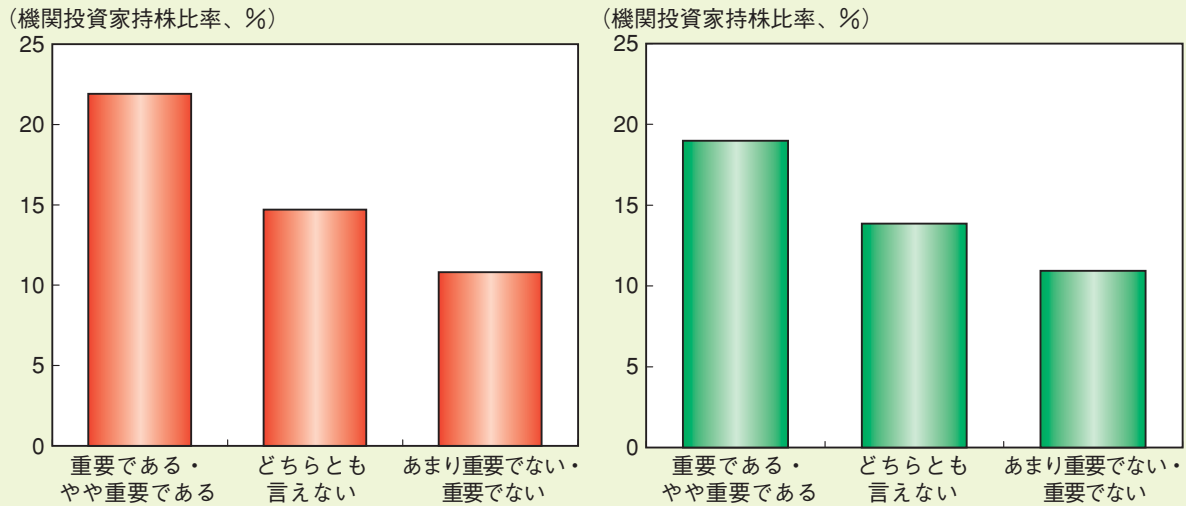
●機関投資家の持株比率が高いほど研究開発費が大きい

それでは、研究開発投資に積極的なのはどのような特徴を持つ企業だろうか。ここでは、リスクテイク行動と企業ガバナンス、具体的にはステークホルダーとの関係という観点から分析した¹⁹。その結果によれば、研究開発費は機関投資家の持株比率と正の相関を持ち、借入比率と負の相関を持つ(第2-3-9図、付表2-3)。これは、機関投資家(外国人、信託銀行など)はよりリスクを取ることで、より大きなリターンを目指す主体であり、こうした傾向がリスクの高い研究開発を増加させるという行動を企業にとらせる²⁰と解釈することもできる²¹。

- 注 (19) 研究開発費の自然対数を被説明変数とし、トービンの q (企業の市場価値を資本の再取得価格で除したもの)、総資産の自然対数、機関投資家の持株比率、借入比率を説明変数として回帰分析をした。2006年度の企業の個票データによるクロスセクションにより分析する。
 (20) 研究開発を盛んに行っている有望な企業に、機関投資家が投資をしているという関係も考えられる。ここでは、「有望な企業」の代理変数としてトービンの q を組み込むことで、こうした要因をコントロールしている。
 (21) Hosono et al. (2002) は、87~98年のデータを用いて、大株主の株式保有比率とレバレッジレシオは研究開発費と正の相関があり、一方、債務に占める銀行借入れの割合は研究開発費と負の相関があることを示している。

第2-3-10図 基礎研究開発能力の向上や新分野の発掘の重要性と機関投資家比率

リスクの高い分野を重要視する企業は、機関投資家持株比率が高い傾向
 基礎研究開発能力の向上 新分野の研究テーマ発掘



(備考) 1. 内閣府 (2008)「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」、日経NEEDS、日経NEEDS-Cgesにより作成。
 2. 各回答を選択した企業について、その機関投資家持株比率の平均を計算。
 3. 「基礎研究開発能力の向上」については、「重要である・やや重要である」234社、「どちらとも言えない」196社、「あまり重要でない・重要でない」136社について集計。
 「新分野の研究テーマ発掘」については、「重要である・やや重要である」357社、「どちらとも言えない」134社、「あまり重要でない・重要でない」71社について集計。

一方で、借入比率はステークホルダーとしての銀行の存在感が増すことになり、リスクの高い研究開発を抑制することがうかがわれる。

次に、研究開発の中でも特にリスクが高いとみられる基礎研究や新分野の発掘と機関投資家比率の関係を調べよう。すなわち、前述の「研究開発において重要な取組」において、「基礎研究開発能力の向上」「新分野の発掘」をどの程度重要と考えるかによって企業を特徴付け、それぞれの企業グループにおける平均的な機関投資家の比率を比べてみた。結果をみると、いずれの項目においても、それらを「重要である」と考えている企業ほど、機関投資家比率が高いことが分かる (第2-3-10図)。このように、機関投資家の影響力は、研究開発投資に積極的かどうかにとどまらず、研究開発の中でも特にリスクの高い領域分野への取組にも及んでいるといえよう。

3 M&A に対する姿勢

日本では雇用の流動性が低いとされ、低生産部門から高生産部門への人材の移動が生じにくい。M&Aを通じて人材をチームごと再配置できれば、経済全体の生産性向上につながる。こうしたこともあり、企業価値の増大をもたらすM&Aは日本経済の成長力を高めるツールとして期待される。