

事業間の関連性およびシナジーと企業業績 の関係に関する予備的考察

坂 口 穂 波

1. はじめに

1.1 本稿の目的

本論文の目的は、事業間の関連性と業績の関係について明らかにしようとした研究を振り返り、今後の発展に寄与することである。事業ポートフォリオ形成の主たる目的の一つは、事業間で生じるシナジーを得ることにあるとされている (Hamel and Prahalad, 1994)。シナジーは、事業間の関連性が高ければ高いほど得やすいとされてきた。しかし、期待したシナジーを十分に実現できず、買収した事業を再び売却したり、参入した事業から撤退したりする企業が数多く存在するのも事実である。学術的な領域において、シナジーの概念およびそれが企業業績に及ぼす影響について、長年にわたり議論が繰り広げられてきた。本論文では、文献調査をもとに、シナジーを測定する際に実証研究が直面する課題について検討することを目的とする。

2. 事業間の関連性と企業業績の関係に関する研究のレビュー

2.1 事業間の関連性の高さ収益性の相関関係に関する研究の発展

日本企業にとって、事業ポートフォリオの再編はますます重要な意思決定と

なりつつある。日本における事業ポートフォリオ再編のための基盤は1990年代後半に整備された。例えば、1997年の独占禁止法改正では持株会社の禁止が撤廃され、1999年施行の商法では株式交換や株式移転の制度が導入され、事業部門を完全子会社として売買することが容易になった。実際、1997年以降、日本企業が関与する合併・買収(M&A)の件数は急増し、2006年にピークを迎えた(「日本経済新聞」2010年12月20日朝刊、3面)。現在では事業単位ごとの売買が積極的に行われ、企業が事業の入れ替えを行うことが当たり前のようになっている。

企業が戦略的に多角化を図る目的としては、「成長の追求」「収益性の向上」「リスクの分散」の三つが挙げられる(Rumelt, 1974)。これらのうち、事業間のシナジーは、成長や収益性の向上と密接に関連している。

学術界だけではなく、実社会においても、シナジーの創出は、新規事業への参入や事業の売却・撤退を決定する際に考慮すべき重要な事項と認識されている。例えば、2021年11月25日に三菱マテリアルは、子会社であるユニバーサル製缶および三菱アルミニウムのアルミ圧延・押出事業を再編することを発表した。同社のプレスリリースでは、再編の理由として「他の事業とのシナジーが見いだしにくいこと」が挙げられている¹。また、2020年9月29日には東芝メモリ(現:キオクシア)がシステムLSI事業の再編を発表し、「当社は、アナログICとマイコンについては、ディスクリート半導体とのシナジーが高く、かつ今後も市場の拡大が期待されるモーター制御用製品群に注力し、新規開発を継続しますが、先端システムLSI(SoC)は、新規開発から撤退し既存製品のサポートのみ行うこととし、システムLSI事業からは撤退することとしました。」と述べている²。このように、企業は中核事業とのシナジーが期待される事業に積極的に投資し、そうでない事業を切り離す措置を講じていることがわかる。

シナジーが広く認識されるようになった経緯は、企業戦略論における事業ポートフォリオ形成への関心の高まりに見ることができる。1960年代には、企業戦略に関する研究の中で、既に事業ポートフォリオ形成を取り扱うものが見ら

1 三菱マテリアル プレスリリース(2021年11月25日)。

2 東芝メモリ(現:キオクシア) プレスリリース(2020年9月29日)。

れるようになった。Penrose (1959) は、企業成長に関して述べた文献であり、そこでは、企業は資源の束であり、これらの資源を有効に活用することが多角化の原動力であると述べている。Chandler (1962) は、企業が巨大化するために管理者が行う意思決定の幅と複雑さが増し、それに対応するために事業部制が導入されたと主張した。また、Ansoff (1965) は、企業成長のための戦略的意思決定の目標は、企業にとって最適な製品・市場の組み合わせを選択することだと述べた。また、多角化を「異なる市場や製品への事業の拡大」と定義し、シナジーをどの市場や製品に拡大するべきかを選択する基準として位置付けている。このように、企業が複数の事業を運営することは、企業戦略、特に成長に関する議論において重要なテーマとなった。

企業がどのような事業を運営すべきかという問題が顕著になったのは、1960年代後半のことである (Carter, 1977)。第二次世界大戦以前の合併・買収の多くは、市場シェアを増やす目的で同一業界内の企業を取得することが目的であった。しかし、独占禁止法の施行や主要事業の成熟により、主要事業でさらなる成長を期待できなくなった企業が現れ、そうした企業は他業界への進出を試みるようになった。例えば、1965年には2,000件以上の合併・買収が行われ、1969年には6,000件以上に増加した。1962年から1972年にかけて行われた合併・買収によって取得された資産のうち、4分の3は製品多角化を目的としており、そのうち半分は無関連分野への進出であった。1960年代後半にアメリカで登場したコングロマリットには、Gulf and Western、旧ITT、Textron、Kidde、Litton Industriesなどが含まれ、それらの企業は30から70もの無関連な事業を買収することで成長した。

しかし、1970年代にはこれらの企業の業績が停滞し始め、1973年には合併・買収の総数が3,000件を下回った。このコングロマリットの衰退は、企業や学術界の双方において、どのような事業が一つの企業の傘下に置かれるべきかという問いを生み出した。

コンサルティング・ファームは、事業ポートフォリオの再編に対する関心の高まりにいち早く対応し、何を残し、何を加えるべきかを判断するための手法を開発した。ボストン・コンサルティング・グループ (BCG) が開発した製品

ポートフォリオマトリックス (PPM) は、ポートフォリオをどのように編成すべきかという問いに答えるものである。PPMは、ライフサイクルの異なる事業を組み合わせることで事業を整理するツールである。PPMは、市場成長率と市場シェアを軸に事業を4つの象限にマッピングし、キャッシュフローの観点から事業ポートフォリオのバランスをとるツールとして多くの企業に採用された (Henderson, 1979)。

しかし、PPMだけでは解決できない問題も存在する。それは、将来の利益の柱となる「問題児 (Problem Child)」をどの事業に選ぶべきかという課題である。PPMの強みは、既存事業の中で撤退すべき事業や積極的に投資すべき事業、投資なしで維持すべき事業、またはポートフォリオに欠けている事業を特定できる点にある。しかし、「問題児」が不足している場合、多くの候補からどれを選ぶべきかを判断することは容易ではなく、特に成熟企業ではこのような現象が起こりがちである。

企業の業績と事業ポートフォリオの関連性に基づく分類の関係を示した一連の研究は、多数存在する潜在的な「問題児」の中からどの事業を選択すべきかについての指針を提供してきた。「問題児」を選ぶ基準として最も一般的なものは、既存事業とのシナジーを達成できるかどうかにある。シナジーという概念は、Ansoff (1965) によって経営戦略の分野に導入された。シナジーという言葉は、もともと生理学の分野で使用されていたものであり、複数の筋肉、神経、刺激、薬剤などが協調して作用することで生まれる相乗効果を指していた。Ansoff (1965) による企業戦略分野でのシナジーの定義によれば、それは複数の事業を1つの組織内で同時に運営することで得られる効果であり、異なる組織で運営された場合には得られないものであるとされている。

シナジーの概念とコングロマリットの衰退は、シナジーを得やすい高い関連性を持つ事業に多角化する企業が高収益を達成するという仮説を生み出した。1970年代半ば以降、事業間の関連性が企業の業績に何らかの影響を与えると仮定し、実証研究が行われてきた。初期の代表的な研究であるRumelt (1974) に続き、多くの研究が事業ポートフォリオを関連する事業の売上高構成比に基づいて「関連型多角化」と「非関連型多角化」に分類し、企業業績との関

係を分析した。多角化の財務上の目的としては、「成長」「収益性の向上」「リスク分散」が挙げられる。その中でも、収益性と事業間の関連性に関する実証研究は、サンプルサイズや統計手法の改善を伴い、多数実施されてきた。

これらの結果、Palichら（2000）は、82の実証研究を対象にメタ分析を行い、関連性と収益性の関係が逆U字型であることを示した。この結果は、多角化と業績の関係に関する先行研究（Amit and Livnat, 1988; Lubatkin and Rogers, 1989; Markides, 1995; Rumelt, 1974）と一致している。また、Bausch and Pils（2009）による104の研究を対象としたメタ分析でも、同様の逆U字型の結果が示されている。これらの研究結果は、関連性が高い事業に多角化することでシナジーを得ることができるため、事業同士の関連性と企業全体の収益性が相関関係を有するという説明と一致している。

これらの結果は、多角化企業によって得られるシナジーに関する理論的な説明とも一致している。シナジーとは、複数の独立した事業間で共通の投入要素を共有することで得られるコスト削減効果や、既存のブランドを活用して新しいビジネスモデルを開発する際に得られるポジティブな効果を指す。事業間の重なりがシナジーの源泉であり、さらに関連性はその重なりを示す指標であると考えられてきた。単一事業を運営する企業は、本来得られるべきシナジーを享受できない場合がある。しかし、取り扱う事業があまりに多様化しすぎている場合、シナジーを追求するコストが高くなりすぎ、業績が悪化する可能性がある。したがって、管理コストがそれほど高くなく、共有可能なリソースやノウハウが多い関連型多角化からは良好な業績を引き出すことができるとされている（Chatterjee and Wernerfelt, 1991; Grant et al., 1988; Markides, 1992; Markides and Williamson, 1994; Palich et al., 2000; Prahalad and Bettis, 1986）。

すべての研究が、関連型多角化戦略が非関連型多角化戦略よりも高い収益性を達成することを示しているわけではない（Bettis and Hall, 1982; Carter, 1977; Chang and Thomas, 1989; Christensen and Montgomery, 1981）。非関連型多角化が業績面で優位性を持つことを示す研究も多くはないものの、存在する（Lubatkin and Rogers, 1977）。Schommerら（2019）は、過去60年間に行われた多角化と業績の関係に関する267の代表的な研究を対象に、メタ回帰分析で再検証し

た。その結果、近年では非関連型多角化企業の業績が改善していることが示された。

2.2 実証研究の結果が一致しない要因に関するレビュー

2.2.1 シナジーの創出プロセスの複雑性

多角化と業績の関係に関する研究結果が一貫しない理由の一つは、シナジーを創出するプロセスの複雑性を十分に捉えられていないことにあるとされてきた。異なる事業からシナジーを創出するには、それらを調整するための管理コストが発生する。この管理コストが、非関連型多角化における収益性の低さの要因の一つであった。しかし、関連型多角化においても管理コストの増加が深刻な問題となることが明らかになっている。例えば、事業の複雑性が高い場合、管理コストの上昇によって関連型多角化の利益が失われる可能性がある (Rawley, 2010; Zhou, 2011)。

管理コストは、事業の複雑性だけでなく (Zhou, 2011)、時間的要因や多角化を管理する能力の差にも依存する (Amit and Livnat, 1988; Gomez Mejia, 1992; George and Kabir, 2012; Rawley, 2010)。このことは、事業間の関連性が直ちにシナジーの創出につながるわけではない可能性を示唆している。したがって、事業間の関連性はシナジーの潜在的な源泉の存在を示すにすぎず、企業がそこから利益を引き出せるかどうかについては、あらゆる媒介変数を考慮しなければならない。

シナジー創出のメカニズムが明確でないことは、現実のビジネスにおいて効率的な経営を妨げる要因となっている。特に問題なのは、「シナジーバイアス」によって、経営者が調整コストやシナジーを適切に評価できなくなることである。Goold and Cambell (1998) は、この現象が非常に頻繁に起こることを指摘している。シナジーは、複数の潜在的な効果を包括するように曖昧に定義されているため、その有効性が客観的に評価されず、シナジー創出のコストが過小評価される傾向がある。シナジーを過大評価し、そのコストを過小評価することを「シナジーバイアス」と呼ぶ。

経営者にとって、シナジーがもたらす価値創造の可能性を追求することは、

投資家への説明において事業領域の拡大を正当化する論拠となりやすい。コングロマリットの経営者は、シナジーを創出することで企業価値を向上させることが自らの責任であると信じる傾向がある。このような執着心は、経営者が現場に過剰に介入する原因となり、業務を複雑化させ、管理効率を低下させると考えられている(Goold and Cambell, 1998)。

経営者がシナジーの追求に過剰にこだわる理由の一つとして、「コングロマリット・ディスカウント」が挙げられる。企業が複数の事業を保有することで、経営資源の分散や経営効率の低下を招く可能性がある。そのため、投資家は企業の事業拡大行動を厳しく評価する(Ammann et al., 2012; Berger and Ofek, 1995; Comment and Jarrell, 1995; Denis et al., 2002; Servaes, 1996)。このコングロマリット・ディスカウントを解消することは、企業にとって重要な課題となっている。

例えば、キリン・ホールディングスは、大株主である英国の投資運用会社から非中核事業であるヘルスケア事業の売却を要求され、年次株主総会でこれに応じるための議論を余儀なくされた。この事例は、株主が企業の事業に対していかに厳しい評価を行うかを示している。このような背景から、企業にはシナジーを期待できることを示し、株主からの厳しい評価を回避するインセンティブが生じている。

しかし、加護野(2004)は、シナジー追求が過大評価される危険性があること、事業の将来性が合理的に評価されなくなる可能性があること、そして事業の選択が最適に行われなくなる可能性を指摘している。場合によっては、知識、ブランド、ノウハウといった模倣が困難な無形資産を活用して新規事業に進出することが、企業にとって合理的な選択となることがある。また、新規事業に進出する際、既存事業の知識を活用できるという認識がある方が、不確実性が低減され、ステークホルダーの同意を得やすいとも言える。しかし、関連事業への進出における危険性として、参入時点での利益期待が過大であるために、他の最適な選択肢やシナジー追求に伴うコストが無視される傾向にあることが指摘されている。

これらの現実的な課題に対応するため、多角化と業績の関係に関する研究

は、1970年代の研究と比較して大きく進展している。例えば、業界要因の考慮、時間的要因の考慮、能力に応じた適切な多角化レベルの検討などが挙げられる (Argyres, 1996)。これらの進展を踏まえ、どのような状況下で関連事業がシナジーを生み出すのか、またそれが企業全体の業績にどのような影響を与えるのかについて、さらに慎重に議論を進める必要がある。

2.2.2 事業間の関連性を測る尺度の課題に関するレビュー

一方で、シナジーの代理変数として扱われてきた関連性の測定手法を改善する試みは十分とは言えない。事業間の関連性は、経営資源、技術、スキル、知識、プロセスといった共通の投入要素が存在し、それらが複数の事業間で共有されることにより、シナジーの源泉となり得る。これらの共通要素はバリューチェーン全体にわたり存在し、広範囲に共有されるものである。企業業績との関係を明確にするためには、関連性は事業間に存在する重複の量または強度を測定する指標であるべきである。

しかし、多くの研究で使用されている標準産業分類 (SIC) に基づく指標は、これらの要素を十分に捉えることができていない。さらに、他の指標がSICの弱点を部分的に補う場合もあるが、多くの点で他の領域では劣っている。このため、多角化戦略と業績の関係を調査した実証研究は、事業間の関連性が適切に測定されていないため、正確な実証結果を得られていない可能性がある (Nocker et al., 2016)。

多くの研究において、事業間の関連性を測定するために使用されている指標は、SIC (Standard Industrial Classification) に基づいている。SICは1930年代にアメリカで制定されたもので、4桁のコードを用いて産業を分類するシステムである。例えば、Jacquemin and Berry (1979) やPalepu (1985) によるエントロピー指標は、SICに基づいて計算されている。非関連型多角化は、2桁のSIC産業グループが二つ以上含まれるかどうかで測定される。同様に、関連型多角化は、一つの2桁SIC産業グループに属する複数の4桁SIC産業グループを企業が保有しているかどうかで測定される (Aimit and Livnat, 1988; Bergh, 1995; Chang and Thomas, 1989; Chatterjee and Wernerfelt, 1991; Hoskisson and Johnson,

1922; Hoskisson et al., 1993; Montgomery, 1982; Varadarajan & Ramanujam, 1987)。

SICを事業間の関連性と企業業績の関係を研究する際に使用する利点の一つ目は、汎用性である。SICは時間的な汎用性、すなわち継続性を持つ点で優れている。1930年代に開発されて以来長い歴史を持ち、一貫したデータを提供できる。1997年に北米産業分類システム（NAIC）がSICの代替として導入されたが、米国証券取引委員会（SEC）は現在でもSICコードを使用している。二つ目のSICの利点は、SICは研究者の主観性を大幅に排除できるという点で優れている。Rumelt（1974）が使用したカテゴリー分類は研究者の主観を完全には避けられないが、SIC分類は他の研究者が用いる際に主観性を排除しやすい。三つ目の利点は、SICはアメリカが国内産業全体を捉えるために開発したシステムであるため、大部分の産業をカバーすることができる点である。このような理由から、SICおよび各国の対応する分類コードを使用した実証研究は数多く存在する。言い換えれば、SICに基づいて事業間の関連性を測定する研究の利点は、異なる時期や異なる研究者によって行われた実証研究の結果を比較可能にする点にある。

しかし、SICにも弱点が存在する。一つ目の弱点として、Nocker et al. (2016) は、SICコードがバリューチェーン内の事業間の類似性を部分的にしか捉えていないと主張している。実際、SICは事業間の関連性を測定するために開発された指標ではない。SICコードは主に、生産において共有されるリソースや原材料の用途の共通性に基づいて構築される傾向がある。そのため、企業活動の技術的側面しか捉えられない可能性がある（Davis and Duhamine, 1992）。一方で、研究開発や顧客および市場に関する知識やノウハウの共通性といった要素を捉えることはできない（Pehrsson, 2006; Stimpert and Duhaime, 1997; Tanriverdi and Venkatraman, 2005）。

例えば、2桁のSICコードに分類されている場合、その事業は関連していると見なされる。たとえば、メジャーグループ07（Agricultural Services）は農業サービスであり、この分類に含まれる事業は関連しているとされる。しかし、具体的には、0721（Crop Harvesting, Primarily by Machine）は機械による作物収穫、0751（Livestock Services, Except Veterinary）は獣医以外の畜産サービス、

0781 (Landscape Services) は景観サービスに該当する。これらはすべて農地や植物に関連しているが、目的は完全に異なる。0721の製品は作物そのものであり、0751の製品は食料である。一方、0781 (Landscape Counseling and Planning) の目的は、庭園などの見た目を改善することである。このように、顧客の種類や取り扱う品目が大きく異なる事業が混在している。

二つ目のSICの弱点は、分類コードの細分化の一貫性が必ずしも保たれていない点である。異なる2桁のSICコードを持つ事業であっても、ある組み合わせでは他の組み合わせよりも類似している場合がある。2桁のSICコード間の類似性が業界によって異なる可能性を考慮しなければ、これらを無関連であると誤って判断することにつながる。このような問題について、SICが前提としている階層的な産業構造が、事業間の関連性を現実的に測定する手法を反映していない可能性が高いことを指摘する研究が複数存在する (Bryce and Winter, 2009; Neffke and Henning, 2013; Nocker et al., 2016)。

この問題は、アメリカのSICシステム以外の分類コードを使用する場合にも発生する。例えば、日本標準産業分類 (Japan Standard Industrial Classification, JSIC) の3桁コードに基づいて、自動車・附属品製造業 (311) と沿岸漁業 (031) を比較してみる。311 (自動車・附属品製造業) は、さらに4桁分類に分かれており、全車両製造、車体のみの製造、部品のみ製造に分類される。しかし、同じカテゴリに含まれる企業の中には、二輪車を製造するメーカーもあれば、四輪車を製造するメーカーもある。また、このカテゴリには、乗用車だけでなく、タクシーやバスなどの商用車、特殊用途車両、さらには乗用車とは異なる仕様や設計が求められる車両も含まれている。これらの車両は、異なる販売チャネルを通じて流通する場合もある。このように、311の分類は非常に広範である。

一方、031 (沿岸漁業) は、9つの4桁分類に分かれており、そのうち6つは網の使用法の違いによって分類されている。漁法によって捕獲される魚種は異なるかもしれないが、捕獲される魚種の違いが事業の運営方法に大きな影響を及ぼすわけではない。ほとんどの場合、漁獲物は卸売業者を通じて販売される。つまり、顧客の性質には共通点があると考えられる。また、保存方法、製

品加工技術、輸送手段など、共有可能な技術が数多く存在すると考えられる。

このように比較すると、自動車産業（311）と沿岸漁業（031）が本当に同程度の詳細さで分類されているのかは疑問が残る。SICシステム以外の分類コードを使用する場合でも、同様の問題が起こるのである。

三つ目の弱点として、新しい産業の追加を分類に反映するのに時間がかかる点が挙げられる。例えば、日本標準産業分類では、コンビニエンスストアが「52 食料品・飲料卸売業」の中の「5529 その他の食料・飲料卸売業」に分類されている。同じサブカテゴリ内には、牛乳小売業に対応する3桁コード「552」が存在する。「その他」というカテゴリは、アメリカのSICにも見られる。このように、新たに発生した産業や規模の小さい産業など、他に適切な分類がないものは、事業活動の類似性に関係なく「その他」としてまとめられることがある。

SICのこれらの弱点を考慮すると、事業間の関連性を測定することは簡単な作業ではないと言える。また、これらの分類コードは、関連性を測定するために設計されていないため、関連性を測定するスケールとして改善が加えられることも考えにくい。

そのため、複数の研究では、これらの分類を使用せずに独自の方法で事業間の関連性をより適切に測定しようとしている。しかし、そのような研究に取り組んだ研究者たちも認めているように、SICを使用した場合とは異なる種類の問題が発生するのである。一部の研究では、バリューチェーンの一部における事業間の関連性に焦点を当てており、バリューチェーン全体におけるシナジーを捉えられていない（Farjourn, 1994; John and Harrison, 1999; Miller, 2004 and 2006; Silverman, 1999）。また、研究者や分類を行う研究対象者の主観に強く影響される研究もある（Capron and Hulland, 1999; Rumelt, 1974; Tanriverdi and Venkatraman, 2005; Tsai, 2000）。さらに、特定の業界内での多角化に関する研究では、ある業界の類似性をよく捉えられる場合もあるが、他の業界には一般化できないという問題がある（Barroso and Giarratana, 2013; Hasai, 2015; Kor and Leblebici, 2005; Li and Greenwood, 2004; Tanriverdi and Lee, 2008）。

3. 考察と今後の展望

本研究では、多角化と業績の関係に関する見解が一致しない要因を整理し、これらが企業戦略に与える意味を検討した。その結果、シナジー創出のプロセスに内在する複雑性、管理コストの増加、関連性測定手法の限界などが、事業ポートフォリオ形成の成否を一律に評価することを困難にしていることが明らかになった。これらの問題を乗り越えるためには、シナジーの本質や測定手法に関する理論的・実証的研究をさらに深化させる必要がある。

まず、収益性を確保するために事業ポートフォリオ形成をする場合、シナジーの存在だけではなく、シナジーを実現するための調整能力や組織の対応力に依存することが明らかとなった。例えば、事業間の共有資源やプロセスを活用することにより得られるシナジーは、企業間で大きく異なる。その差異は、企業の内部能力や外部環境の変化に対応する柔軟性によっても左右される。特に、調整コストの過大化や組織の硬直性がシナジー効果を相殺する可能性がある点は重要である (Rawley, 2010; Zhou, 2011)。これらの要素を正確に把握し、管理するための体系的なフレームワークの構築が必要不可欠である。

次に、事業間の関連性測定手法の限界についても改めて考察する必要がある。従来のSIC (Standard Industrial Classification) やそれに基づく指標では、事業間の技術的共通性や投入資源の重複を主に評価対象としているが、これでは顧客知識、市場特性、ブランド価値など、非技術的な共通要素が十分に考慮されていない。新たな測定手法として、例えば企業内外のデータを統合的に活用したネットワーク分析や、AIを活用した関連性スコアリングモデルの導入が考えられる。近年の大量データの分析手法を活用し、新たな傾向を掴むことができる可能性があるといえる。これにより、事業間の多様な関連性を定量的に測定し、業績との関係性を包括的に分析する。

さらに、これまでの研究では、短期的な業績に焦点を当てる傾向があったが、企業戦略を評価するためには、長期的な視点が欠かせない。シナジー創出には時間を要することが多く、短期的には業績の改善が見られなくとも、長期

的には持続的な競争優位を形成する可能性がある。また、短期的にはシナジーが発生するように見える事業同士もその発展過程で当初期待したシナジーが得られなくなる可能性もある。その時間経過による変化を考慮することも重要である。同様に、外部環境の変化、例えば市場構造の変化や規制緩和といった要因が多角化戦略に及ぼす影響を分析することも重要である。

さらに、事業ポートフォリオ形成の成否を検討する際には、企業の規模や業界特性、リ経営資源の基盤の強さ、組織の風通しの良さといった文化的要素も考慮する必要がある。特に、企業のリソースやケイパビリティ（能力）によっては、非関連型多角化が有効となる場合や、逆に関連型多角化が競争優位の源泉となる場合があると考えられる。このため、業界ごとや国ごとに異なる最適な多角化戦略を設計するためのフレームワークが必要となる。

今後の研究の方向性としては、以下の3点が挙げられる。一つ目に、シナジー創出に伴うコストと効果をより精緻に測定するための実証研究を進めることである。具体的には、調整コストや機会コストを含む包括的なコスト構造をモデル化し、これを基にシナジーの費用対効果を分析することが求められる。二つ目に、AIやビッグデータ解析を活用した新たな関連性測定手法の開発である。これにより、従来のSICの限界を超えた多角化戦略の評価が可能となる。しかし、このためには、事業同士の関連性がどのように変化するのか、またそれによってシナジーはどのように変化するのか、そして、業績の変化はどうかなど、事業の関連性の移り変わりと業績についての深い洞察が必要である。このためには、大量データの分析とともに、特定分野における事例分析を重ねることが有効であると考えられる。三つ目に、長期的視点からの多角化戦略の効果を分析することである。これには、時間軸を考慮した業績評価モデルの構築が必要となる。

結論として、事業ポートフォリオ形成に関する経営戦略論の発展には、シナジー創出の可能性だけでなく、コストやリスク、外部環境との適合性を慎重に評価する必要がある。本研究が示唆する課題に取り組むことで、企業はより適応的で持続的な成長を実現できると期待される。

【参考文献】

- Abell, D. F. (1980). *Defining the Business: The starting Point of Strategic Planning*. Prentice Hall.
- Ahuja, G., & Novelli, E. (2017). *Redirecting research efforts on the diversification-performance linkage: The search for synergy*. *Academy of Management Annals*, 11 (1), 342-390.
- Amit, R., & Livnat, J. (1988a). *Diversification and the Risk-Return Trade-off*. *Academy of Management Journal*, 31 (1), 154-166.
- Amit, R., & Livnat, J. (1988b). *Diversification strategies, business cycles and economic performance*. *Strategic Management Journal*, 9 (2), 99-110.
- Amit, R., & Livnat, J. (1988c). *A Concept of Conglomerate Diversification*. *Journal of Management*, 14 (4), 593-604.
- Amit, R., & Livnat, J. (1989). *Efficient Corporate Diversification: Methods and Implications*. *Management Science*, 35 (7), 879-897.
- Ammann, M., Hoechle, D., & Schmid, M. (2012). *Is there Really No Conglomerate Discount?* *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (1-2), 264-288.
- Anderson, C. R., & Paine, F. T. (1978). *PIMS: a reexamination*. *Academy of Management Review*, 3 (3), 602-612.
- Ansoff, H. I. (1965). *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*. McGraw-Hill Companies.
- Argyres, N. (1996). *Capabilities, Technological Diversification and Divisionalization*. *Strategic Management Journal*, 17 (5), 395-410.
- Barroso, A., & Giarratana, M. S. (2013). *Product proliferation strategies and firm performance: The moderating role of product space complexity*. *Strategic Management Journal*, 34 (12), 1435-1452.
- Barton, S. L. (1988). *Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look*. *The Academy of Management Journal*, 31 (1), 166-175.
- Bausch, A., & Pils, F. (2009). *Product Diversification Strategy and Financial Performance: Meta-analytic Evidence on Causality and Construct Multidimensionality*. *Review of Managerial Science*, 3 (3), 157-190.
- Beattie, D. L. (1980). *Conglomerate Diversification and Performance: A Survey and Time Series Analysis*. *Applied Economics*, 12 (3), 251-273.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). *Diversification's effect on firm value*. *Journal of Financial Economics*, 37 (1), 39-65.
- Bergh, D. D. (1995a). *Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource-based perspective*. *Strategic Management Journal*, 16 (3), 221-239.
- Bergh, D. D. (1995b). *Problems with Repeated Measures Analysis: Demonstration with a Study of the Diversification and Performance Relationship*. *Academy of Management Journal*, 38 (6), 1692-1708.
- Bergh, D. D., & Holbein, G. F. (1997). *Assessment and Redirection of Longitudinal Analysis: Demonstration with a Study of the Diversification and Divestiture Relationship*. *Strategic Management Journal*, 18 (7), 557-571.

- Bettis, R. A. (1981). *Performance differences in related and unrelated diversified firms*. Strategic Management Journal, 2(4), 379-393.
- Bettis, R. A., & Hall, W. K. (1982). *Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return*. The Academy of Management Journal, 25(2), 254-264.
- Bishara, H. I. (1981). *An Empirical Study of the Canadian Multinational Corporations and Canadian Conglomerate Firms with Regard to Performance Evaluation*. Nebraska Journal of Economics and Business, 20(4), 33-50.
- Bryce, D. J., & Winter, S. G. (2009). *A General Interindustry Relatedness Index*. Management Science, 55(9), 1570-1585.
- Bühner, R. (1987). *Assessing international diversification of West German corporations*. Strategic Management Journal, 8(1), 25-37.
- Capron, L., & Hulland, J. (1999). *Redeployment of Brands, Sales Forces, and General Marketing Management Expertise following Horizontal Acquisitions: A Resource-Based View*. Journal of Marketing, 63(2), 41-54.
- Carter, J. R. (1977). *In Search of Synergy: A Structure-Performance Test*. The Review of Economics and Statistics, 59(3), 279.
- Chandler, A. D. (1962). *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*. M.I.T. Press.
- Chandler, A. D. (1990). *Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial enterprise*. MIT press.
- Chang, S. J., & Choi, U. (1988). *Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach*. The Journal of Industrial Economics, 37(2), 141-158.
- Chang, Y., & Thomas, H. (1989). *The impact of diversification strategy on risk-return performance*. Strategic Management Journal, 10(3), 271-284.
- Chatterjee, S., & Blocher, J. D. (1992). *Measurement of Firm Diversification: Is It Robust?* The Academy of Management Journal, 35(4), 874-888.
- Chatterjee, S., & Wernerfelt, B. (1991). *The link between resources and type of diversification: Theory and evidence*. Strategic Management Journal, 12(1), 33-48.
- Chandler, A. (1962). *Strategy and structure*. Cambridge, Massachusetts.
- Christensen, H. K., & Montgomery, C. A. (1981). *Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure*. Strategic Management Journal, 2(4), 327-343.
- Ciscel, D. H., & Evans, R. D. (1984). *Returns to Corporate Diversification in the 1970s*. Managerial and Decision Economics, 5(2), 67-71.
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1995). *Corporate focus and stock returns*. Journal of Financial Economics, 37(1), 67-87.
- Davis, R., & Duhaime, I. M. (1992). *Diversification, Vertical Integration, and Industry Analysis: New Perspectives and Measurement*. Strategic Management Journal, 13(7), 511-524.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). *Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value*. The Journal of Finance, 57(5), 1951-1979.
- Dubofsky, P., & Varadarajan, P. Rajan. (1987). *Diversification and Measures of Performance: Additional Empirical Evidence*. The Academy of Management Journal, 30(3), 597-608.

- Dundas, K. N. M., & Richardson, P. R. (1982). *Implementing the unrelated product strategy*. Strategic Management Journal, 3(4), 287-301.
- Farjoun, M. (1994). *Beyond Industry Boundaries: Human Expertise, Diversification and Resource-Related Industry Groups*. Organization Science, 5(2), 185-199.
- Fort, T. C. (n.d.). *The effects of industry classification changes on us employment composition*. 24.
- George, R., & Kabir, R. (2012). *Heterogeneity in business groups and the corporate diversification-firm performance relationship*. Journal of Business Research, 65(3), 412-420.
- Gomez-Mejia, L. R. (1992). *Structure and Process of Diversification, Compensation Strategy, and Firm Performance*. Strategic Management Journal, 13(5), 381-397.
- Goold, M., & Campbell, A. (1998). *Desperately seeking synergy*. Harvard Business Review, 76(5), 131-143.
- Gort, M. (1962). *Front matter, diversification and integration in American industry*. In *Diversification and integration in American Industry* (pp. 22-0). Greenwood Press.
- Grant, R. M., & Jammine, A. P. (1988). *Performance differences between the wrigley/rumelt strategic categories*. Strategic Management Journal, 9(4), 333-346.
- Grant, R. M., Jammine, A. P., & Thomas, H. (1988). *Diversity, Diversification, and Profitability among British Manufacturing Companies, 1972-84*. The Academy of Management Journal, 31(4), 771-801.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1993). *Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion*. Academy of Management Journal, 36(4), 844-863.
- Hall, E. H., & St. John, C. H. (1994). *A Methodological Note on Diversity Measurement*. Strategic Management Journal, 15(2), 153-168.
- Hashai, N. (2015). *Within-industry diversification and firm performance—An S-shaped hypothesis*. Strategic Management Journal, 36(9), 1378-1400.
- Helfat, C. E., & Eisenhardt, K. M. (2004). *Inter-Temporal Economies of Scope, Organizational Modularity, and the Dynamics of Diversification*. Strategic Management Journal, 25(13), 1217-1232.
- Henderson, B. D. (1979). *Henderson on corporate strategy*. Abt Books.
- Hill, C. W., Hitt, M. A., & Hoskisson, R. E. (1992). *Cooperative versus competitive structures in related and unrelated diversified firms*. Organization Science, 3(4), 501-521.
- Hill, C. W., & Hoskisson, R. E. (1987). *Strategy and structure in the multiproduct firm*. Academy of Management Review, 12(2), 331-341.
- Hitt, M. A., & Ireland, R. D. (1986). *Relationships among corporate level distinctive competencies, diversification strategy, corporate structure and performance*. Journal of management studies, 23(4), 401-416.
- Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (1990). *Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: A Review and Critique of Theoretical Perspectives*. Journal of Management, 16(2), 461-509.
- Itami, H., Kagono, T., Yoshihara, H., & Sakuma, A. (1982). *Diversification strategies and economic performance*. Japanese Economic Studies, 11(1), 78-106.

- Jacquemin, A. P., & Berry, C. H. (1979). Entropy Measure of Diversification and Corporate Growth. *The Journal of Industrial Economics*, 27(4), 359-369.
- Kagano, T. (2004). Core Jigyuu wo Motsu Takakukasensyaku. *Soshiki Gakkai*, 37(3), 4-10.
- Klein, P. G., & Saldenbergh, M. R. (2010). Organizational structure and the diversification discount: Evidence from commercial banking. *The Journal of Industrial Economics*, 58(1), 127-155.
- Kor, Y. Y., & Leblebici, H. (2005). How do interdependencies among human-capital deployment, development, and diversification strategies affect firms' financial performance? *Strategic Management Journal*, 26(10), 967-985.
- Li, S. X., & Greenwood, R. (2004). The effect of within-industry diversification on firm performance: Synergy creation, multi-market contact and market structuration. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1131-1153.
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1991). The strategy-shareholder value relationship: Testing temporal stability across market cycles. *Strategic Management Journal*, 12(4), 251-270.
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply? *The Academy of Management Journal*, 37(1), 109-136.
- Lubatkin, M., & Rogers, R. C. (1989). Diversification, systematic risk, and shareholder return: A capital market extension of Rumelt's 1974 study. *Academy of Management Journal*, 32(2), 454-465.
- Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2013). Incorporating opportunity costs in strategic management research: The value of diversification and payout as opportunities forgone when reinvesting in the firm. *Strategic Organization*, 11(4), 347-363.
- Mackey, T. B., Barney, J. B., & Dotson, J. P. (2017). Corporate diversification and the value of individual firms: A Bayesian approach. *Strategic Management Journal*, 38(2), 322-341.
- Markides, C. C. (1992). Consequences of corporate refocusing: Ex ante evidence. *Academy of Management Journal*, 35(2), 398-412.
- Markides, C. C. (1995). Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic Management Journal*, 16(2), 101-118.
- Markides, C. C., & Williamson, P. J. (1994). Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 15, 149-165.
- Michel, A., & Shaked, I. (1984). Does Business Diversification Affect Performance? *Financial Management*, 13(4), 18-25.
- Miller, D. J. (2004). Firms' technological resources and the performance effects of diversification: A longitudinal study. *Strategic Management Journal*, 25(11), 1097-1119.
- Miller, D. J. (2006). Technological diversity, related diversification, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 27(7), 601-619.
- Montgomery, C. A. (1982). The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence. *The Academy of Management Journal*, 25(2), 299-307.
- Nayyar, P. R. (1992). On the measurement of corporate diversification strategy: Evidence from large U.S. service firms. *Strategic Management Journal*, 13(3), 219-235.
- Neffke, F., & Henning, M. (2013). Skill relatedness and firm diversification. *Strategic*

- Management Journal, 34(3), 297-316.
- Nocker, E., Bowen, H. P., Stadler, C., & Matzler, K. (2016). Capturing Relatedness: Comprehensive Measures based on Secondary Data. *British Journal of Management*, 27(1), 197-213.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239-255.
- Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. (2000). Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21(2), 155-174.
- Pehrsson, A. (2006). Business relatedness and performance: A study of managerial perceptions. *Strategic Management Journal*, 27(3), 265-282.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm* (pp. viii, 272 p.). Basil Blackwell.
- Penrose, E. T. (1960). The growth of the firm—A case study: The Hercules Powder Company. *Business History Review*, 34(1), 1-23.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.
- Prahalad, C. K., & Bettis, R. A. (1986). The Dominant Logic: A New Linkage between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal*, 7(6), 485-501.
- Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 16.
- Radner, R. (1996). Bounded Rationality, Indeterminacy, and the Theory of the Firm. *The Economic Journal*, 106(438), 1360-1373.
- Ramanujam, V., & Varadarajan, P. (1989). Research on corporate diversification: A synthesis. *Strategic Management Journal*, 10(6), 523-551.
- Rawley, E. (2010). Diversification, coordination costs, and organizational rigidity: Evidence from microdata. *Strategic Management Journal*, n/a-n/a.
- Robins, J., & Wiersema, M. F. (1995). A resource - based approach to the multibusiness firm: Empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 16(4), 277-299.
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Rumelt, R. P. (1982). Diversification Strategy and Profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359-369.
- Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12(3), 167-185.
- Schommer, M., Richter, A., & Karna, A. (2019). Does the Diversification-Firm Performance Relationship Change Over Time? A Meta-Analytical Review. *Journal of Management Studies*, 56(1), 270-298.
- Servaes, H. (1996). The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, 51(4), 1201-1225.

- Shayne Gary, M. (2005). Implementation strategy and performance outcomes in related diversification. *Strategic Management Journal*, 26(7), 643-664.
- Shimono, K. (1976). Chemical Industry in post war Japan (III). *Okayama Daigaku Keizaigakkaishi*, 7(3-4), 46-75.
- Silverman, B. S. (1999). Technological Resources and the Direction of Corporate Diversification: Toward an Integration of the Resource-Based View and Transaction Cost Economics. *Management Science*, 45(8), 1109-1124.
- Simmonds, P. G. (1990). The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms. *Strategic Management Journal*, 11(5), 399-410.
- St. John, C. H., & Harrison, J. S. (1999). Manufacturing-based relatedness, synergy, and coordination. *Strategic Management Journal*, 20(2), 129-145.
- Stimpert, J.L., & Duhaime, I. M. (1997). In the eyes of the beholder: Conceptualization of Relatedness held by the managers of large diversified firms. *Strategic Management Journal*, 18(2), 111-125.
- Tanriverdi, H., & Lee, C.-H. (2008). Within-Industry Diversification and Firm Performance in the Presence of Network Externalities: Evidence from the Software Industry. *The Academy of Management Journal*, 51(2), 381-397.
- Tanriverdi, H., & Venkatraman, N. (2005). Knowledge relatedness and the performance of multibusiness firms. *Strategic Management Journal*, 26(2), 97-119.
- Teece, D. J. (1980). Economies of scope and the scope of the enterprise. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(3), 223-247.
- Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 3(1), 39-63.
- Tsai, W. (2000). Social capital, strategic relatedness and the formation of intraorganizational linkages. *Strategic Management Journal*, 21(9), 925-939.
- Varadarajan, P. R. (1986). Product Diversity and Firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Marketing*, 50(3), 43-57.
- Yoshihara, H., Sakuma, A., Itami, H., & Kagono, T. (1981). *Nihon Kigyō no Takakuka Senryaku: Keiei Shigen Approach*. Nihon Business Publications.
- Zhou, Y. M. (2011). Synergy, coordination costs, and diversification choices. *Strategic Management Journal*, 32(6), 624-639.

