#### 慶應義塾大学学術情報リポジトリ

Keio Associated Repository of Academic resouces

| Title            | 企業の業種転換と市場評価  |
|------------------|---|
| Sub Title        |   |
| Author           | 毛, 文通(Mao, Wentong)   |
|                  | 高橋, 大志(Takahashi, Hiroshi)  |
| Publisher        | 慶應義塾大学大学院経営管理研究科  |
| Publication year | 2015  |
| Jtitle           |   |
| JaLC DOI         |   |
| Abstract         |   |
| Notes            | 修士学位論文. 2015年度経営学 第3101号  |
| Genre            | Thesis or Dissertation  |
| URL              | https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3101 |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって 保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

# 学位論文(2015 年度)

# 論文題名

| 企業の業種転換と市場評価 |
|--------------|
|              |
|              |

| 指導教員  | 高橋 大志 |
|-------|-------|
| 副指導教員 | 小幡 績  |
| 副指導教員 | 齋藤 卓爾 |

| 学籍番号 81431185 | 氏 名 | 毛文通 |
|---------------|-----|-----|
|---------------|-----|-----|

所属ゼミ 高橋 研究会 学籍番号 81431185 氏名 毛 文通

(論文題名)

#### 企業の業種転換と市場評価

(内容の要旨)

#### 背景及び目的

企業の業種転換は、企業経営における重要な意思決定の一つに挙げられる。本研究では、業種転換をした企業の業績は、業種転換後に良くなるのか、また、業種転換に成功する企業の成功要因について明らかにすることを目的とする。

企業が衰退する理由には多くの要因がある。その一つの大きな要因として、新しい技術イノベーションによって既存技術が陳腐化することが挙げられる。市場の競争と企業のコア事業の成熟化が進んでいる中で、業種転換の数は増えていくということが予想される。本研究では、業種転換の成功要因を解明すること試みる。業種転換の経験とノウハウをまとめることは、今後の企業経営に対し大きな貢献をもたらすことが期待される。

# データ

本分析では、日本証券コード協議会の業種関係公表資料から 2003 年から 2014 年まで業種転換した企業のリストを用い分析を行った。また、企業の財務データおよび、ガバナンスに関するデータを用い、業種転換との関連性を分析した。

#### 分析結果

本分析では、国内市場を対象とした分析を実施した。分析結果、以下の結論を見いだした。

- 1、業種転換した企業の業績はしていない企業より良好である。
- 2、業種転換後において市場評価の高い企業は、社長持株比率が高い。
- 2、業種転換後において市場評価の高い企業は、経営者交代の柔軟性が高いといった特徴を有している。

これらの結果は、業種転換などの事業転換を図る会社にとって、経営者のインセンティブと組織の安定性の重要性と早期取り組みの重要性を示すものであり、意義の大きい結果を示したものとなっている。

#### 今後の課題

本分析では、国内企業のみを対象としているが、海外企業を含めた分析は今後の課題としてあげられる。また、サンプル期間の拡大や説明変数の拡張なども今後の課題として挙げられる。

# 目次

| 第一章 問題意           | 〔識                      | 5    |
|-------------------|-------------------------|------|
| 第二章 研究の           | )意義と目的                  | 8    |
| 第三章 先行研           | F究                      | 9    |
| 3.1 業種の           | 定義:                     | 9    |
| 3.2 業種転           | 換の定義:                   | 9    |
| 3.3 業種転           | 換の動機、目的の整理              | 9    |
| 3.4 先行研           | 究の整理                    | . 10 |
| 3. 4. 1           | 経営者交代                   | . 10 |
| 3. 4. 2.          | 経営者による株式保有              | . 11 |
| 3. 4. 3           | 企業の規模(資産、従業員)           | . 12 |
| 第四章 仮説            |                         | . 13 |
| 4.1 研究の           | 手順                      | . 13 |
| 4.2 仮説の           | 設定                      | . 14 |
| 第五章 仮説の           | )検定                     | . 16 |
| 5.1 対象企           | 業のデータ                   | . 16 |
| 5.2 分析手           | 法                       | . 16 |
| 5.3 超過リ           | ターン:                    | . 17 |
| 5.4 平均の           | 差の検定:                   | . 18 |
| 第六章 定量分           | 〉析結果                    | . 20 |
| 第七章 事例分           | 〉析                      | . 22 |
| 7.1 事例分           | 析の目的                    | . 22 |
| 7.2 事例研           | 究の対象企業                  | . 22 |
| 7.3 背景            |                         | . 23 |
| 7.4 業種転           | 換の成功要因分析                | . 24 |
| 7.4.1             | 、RIZAP 事業の成功、宣伝費、会員数の増加 | . 24 |
| 7. 4. 2           | コスト削減、利益率の高さ            | . 25 |
| 7. 4. 3           | 積極的な M&A 活用、美容健康関連が好調   | . 26 |
| 7.5 これか           | らの課題                    | . 26 |
| 7.6 RIZA          | AP から導出される仮説            | . 28 |
| $7.7$ 仮説 $\sigma$ | )検証                     | . 28 |
| 7.8 事例分           | 析の結果                    | . 29 |
| 第八章 まとめ           | )                       | . 30 |
| 第九章 本論文           | この限界                    | . 31 |
| 参考文献一覧            |                         | . 32 |
| Appendix          |                         | . 34 |
|                   | プル概要                    |      |
| A2 全コン ]          | トロール組の概要                | . 42 |
| A3 コントロ           | コール組の平均リターン明細(業種別)      | . 48 |
| A4 Google         | trend より仮説検証の結果         | . 49 |

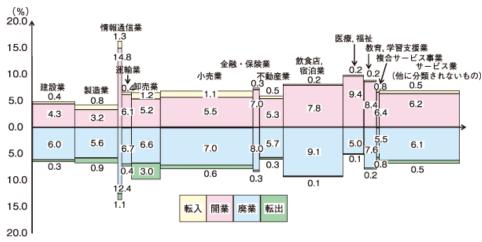
|    | A4.1 業績の上位企業(企業名 | 平均超過リターン): | 49 |
|----|------------------|------------|----|
|    | A4.2 業績の下位企業(企業名 | 平均超過リターン): | 51 |
| 謝辞 |                  |            | 56 |

## 第一章 問題意識

企業が衰退する理由には多くの要因がある。その一つの大きな要因が、新しい技術イノベーションによって既存技術が陳腐化することである。周知の通り、フィルム業界の二大メーカーであったコダックと富士フイルム(以下、富士)は、同じコア事業を有していながら、対照的な運命をたどっている。コダックは技術転換に乗り遅れて、倒産への道を突き進むことになったが、富士は見事にフィルム事業からヘルスケアや医療事業にコア事業をシフトすることで、自社を再度、成長軌道に乗せることに成功した。しかも、この成功事例で特に注目しなくてはならないのは、化粧品分野という異業種に新しいコア事業の柱を築いたことである。

激変する経営環境の中においては、企業はその生存を賭けて新たな事業への進出や、事業運営形態の転換を行わなければならない。昨日までの成功モデルが、今日では陳腐化した失敗モデルになりかねない状況である。まさに、事業転換などの経営革新が大きな課題になっている。事業転換の態様は、事業内容の変更程度によって、「新分野進出」、「事業転換」、「業種転換」に分類されている。その中で、変化度の最も大きい業種転換をした企業はどれぐらいあるだろうか。

2011年版中小企業自書の「企業経営革新活動実態調査」から、事業転換について見ていく。 日本標準産業分類の大分類で、業種別の事業所数の変動を示した第1図によると、開業や 廃業と比べて、他業種からの転出や転入による事業所数の変動幅は小さく、大分類での業 種転換による新陳代謝は、開廃業によるものと比べて小さいといえる。



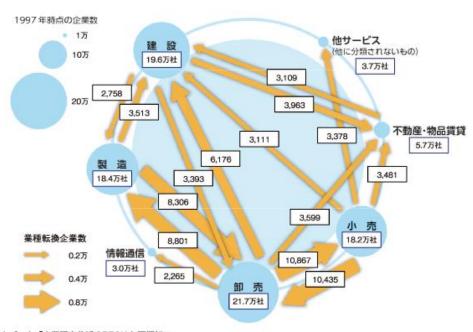
資料:総務省「事業所・企業統計調査」再編加工

- (注) 1. 横軸は、2004年の全事業所に占める各業種の事業所の割合を表している。
  - 2. 鉱業及び電気・ガス・熱供給・水道業は、事業所数が少なく、表示されていない。
  - 3. 事業所単位の開廃業は、支所や工場の開設・閉鎖及び移転による開設・閉鎖を含む。
  - 4. ここでいう事業所の転出入は、産業大分類間での収入額又は販売額の最も多い業種の転換に基づく。

図1 業種別の転出入率及び開廃業率 (2004~2006 年、事業所単位、年平均) 開廃業と比べて、他業種からの転出や転入による事業所数の変動幅は小さい

出典:中小企業庁 中小企業白書 2011 年版

また、企業単位で、どの業種からどの業種への転換が起きているのかを把握すべく、(株) 帝国データバンクのデータベースを用いて、2000 社以上の転換があった業種間について詳細に見てみると、卸売業と小売業、および卸売業と製造業の間での業種転換が多く、卸売業を中心に川上展開、川下展開が起きていることがうかがえる(第2図)。



資料:(株)帝国データバンク「産業調査分析 SPECIA」再編加工

(注) 1. ここでいう業種転換は、売上高構成比の最も高い業種の転換をいう。

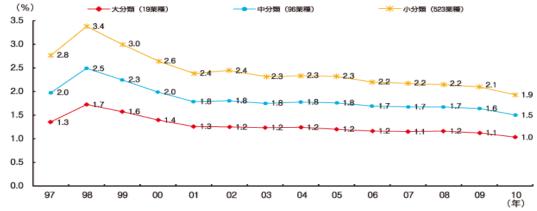
2. 2千企業以上の業種転換を矢印で示している。

図2 産業大分類間での業種転換(1997~2007年、企業単位)

産業大分類では、卸売業と小売業及び卸売業と製造業の間での業種転換が多い

出典:中小企業庁 中小企業白書 2011 年版

以上、日本標準産業分類の大分類間での業種転換について見てきたが、業種転換の単位を中分類間や小分類間にまで拡大すると、業種転換した企業の割合は、大分類間では毎年約1%、小分類間では毎年2~3%であることが分かる(第3図)。



資料:(株)帝国データバンク「COSMOS2企業概要ファイル」再編加工

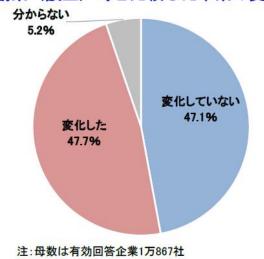
- (注) 1. 公務、分類不能の産業及び不明を除いて集計。
  - 2. 大分類の「卸売業、小売業」は「卸売業」及び「小売業」と分割して業種転換率を集計している。
  - 3. ここでいう業種転換は、売上高構成比の最も高い業種の転換をいう。
  - 4. 業種転換率=当該年の業種転換企業数/当該年の期首の企業数。

#### 図3 産業分類別の業種転換した企業の割合

産業小分類ベースでは、毎年2~3%の企業が業種転換を行っている

出典:中小企業庁 中小企業白書 2011 年版

# 創業(設立)時と比較した本業の変化



更に直近の調査である2015年7月帝国データバンクの特別企画「"本業"の現状と今後に対する企業の意識調査」によれば、創業時(設立時)と現在を比較して、回答企業の47.7%で"本業"が変化していた。また、"本業"が変化したきっかけの中で、「業種転換」は16.2%にとどまっていた。つまり、業種転換が全体に占める割合は約8%になる。2010年と2015年のデータしか取得できていないが、ここ数年で業種転換の数が増えていると言えるだろう。

#### 図4 出典:帝国データバンク「"本業"の現状と今後に対する企業の意識調査」

現状、業種転換のケースはまだ多くないが、富士フイルムのケースから導き出されるのは、市場の競争と企業のコア事業の成熟化が進んでいる中で、業種転換の数は増えていくだろうということである。この傾向が継続するとすれば、本研究が提供する事業転換に関する知見は、多くの企業にとって大いに参考になると考えられる。今日、日本でも多くの企業が事業構造の転換に取り組んでいる。そして、変革という名の下に、将来的に必要なコアの強みまでも変えているケースや、長い事業展開の中から培われた隠れた資産を見出すことができずに、安易に提携などの外部資源を活用することで、逆に以前よりも競争優位性を失ったケースも見られる。独自性のある資源にはネガティブな側面とポジティブな側面があるが、それらが持つネガティブな側面を最小限に抑え、かつポジティブな側面を最大限活用することで事業転換やコア事業の進化を行う方法はないのだろうか。

# 第二章 研究の意義と目的

業種転換と市場評価に関する先行研究はまだ十分ではなく、本研究はそれらを補完する点で、意義・貢献があると考えられる。また、現状で業種転換のケースはまだ多くないが、富士フイルムのケースから導き出されるのは、市場の競争と企業のコア事業の成熟化が進んでいる中で、業種転換の数は増えていくだろうということである。よって企業が業種転換を実施する際に、本研究から得られた知見は役に立つと考えられる。

激変する経営環境の中においては、企業はその生存を賭けて新たな事業への進出や、事業運営形態の転換を行わなければならない。昨日までの成功モデルが、今日では陳腐化した失敗モデルになりかねない状況である。まさに、事業転換などの経営革新が大きな課題になっている。本研究の目的は以下の二点である。第一に定量分析によって、事業転換の成功企業と失敗企業の特徴について考察し、事業転換に必要なマネジメント要因を特定することを狙っている。それによって、経営者が事業転換を考える際に、本研究の知見が意思決定の参考になれば幸いである。第二に、長期的な視点で、業種転換におけるマネジメントの要因を分析することである。それによって、持続的競争優位の究明に貢献したい。

# 第三章 先行研究

### 3.1 業種の定義:

業種について、日本では主に二つの基準がある。すなわち、証券市場と株価市場において用いられる証券コード協議会の業種分類と、総務省の調査において用いられる日本標準産業分類である。本研究では、証券コード協議会の業種分類を用いることとする。その中には大分類と中分類が存在しており、大分類は10業種、中分類は33業種に分類されている。

#### 3.2 業種転換の定義:

岩波書店「広辞苑(第六版)」より:

「業種転換」とは、「事業転換」のうち、売上高構成比が最も高い業種が変化することをいう。つまり、主な製品・商品・サービスが業種を超えて変化することである。

証券コード協議会の基準より:

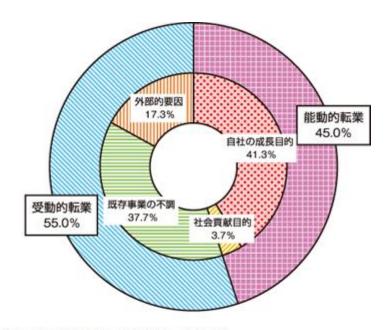
対象者の直近連結会計年度における主要業務(以下「直近主要業務」という。)に含まれる各事業の売上高が、当該対象者が現に所属している中分類項目に含まれる各事業の売上高の合計額に対して、最近2年間の各連結会計年度において、いずれも2倍以上である場合(直近主要業務の売上高の総売上高に対する割合が当該2年間のいずれかにおいて20%以下である場合を除く。次号において準用する)。

本研究では、証券コード協議会の業種分類と業種転換基準を用いることとする。

#### 3.3 業種転換の動機、目的の整理

転業をその動機・目的によって分類した場合、「自社の成長目的」や「社会貢献目的」といった「能動的転業」、および「既存事業の不調」や取引先の要望、会社再編、親会社の方針等による「外部的要因」といった「受動的転業」に分類できる。転業実態調査によると、受動的転業が能動的転業を若干上回るが、詳細な割合を見ると、成長目的からの転業が、

既存事業の不調による転業を上回っている。



資料:中小企業庁委託「転業に関する実態調査」(2010年12月、(株)帝国データバンク)

- (注) 1. ここでいう転業とは、新分野進出、事業転換及び業種転換をいう。
  - 2. 外部的要因とは、取引先の要望、会社再編、親会社の方針等をいう。

図5 転業の分類

既存事業の不調のみならず、成長目的からの転業と回答する企業も少なくない

# 3.4 先行研究の整理

業種転換と市場評価の先行研究は少ないため、企業パフォーマンスと関係が強いと考えられるコーポレート・ガバナンスの先行研究を以下で整理した。

コーポレート・ガバナンスに関する要因

#### 3.4.1 経営者交代

社長交代と企業パフォーマンスの関係は、企業統治の実証研究において中心的なテーマの一つであり、多くの研究が存在する。

日本企業については、Kaplan(1994)が日米の社長交代と企業パフォーマンスの関係を比較し、両国でほぼ同じであることを指摘した。[1]社長交代が企業パフォーマンスと強い相関があることは、その後より多くの企業およびサンプル期間を用いた Kang and Shivdasani (1995)および Abe (1997)でも確認されている。[2,3]Kaplan(1994)は fortune 誌の販売額基準による海外最大500社リストに記載の日本企業119社をサンプルとして、1980—88年の各年の経営者の交代を企業パフォーマンスに回帰し、異例の交代と投資収益率、総資産

利益率、業績の悪化との間の有意な相関を確認した。

製造業の社長交代についてSemi-ParametricのSurvival Analysisを用いた阿部修人、小 黒曜子(2003)の分析結果によると、社長交代確率は企業業績と負の相関があった。[4]

また経営者の退任前の利益マネジメントについて、経営者は在職中の企業経営にのみ関心を持ち、退任後の企業業績には直接の興味を示さないため、株主や債権者の富を犠牲にして、在職期間中に自己の便益を増加させる意思決定をする可能性がある(Jensen and Meckling, 1976)。[5]これは期間問題(horizon problem)と呼ばれており、経営者は退任直前に意思決定が近視眼的になるおそれがある(Dechow and Sloan, 1991)。[6]わが国企業において、経営者報酬契約の多くは明示的ではないが、会計利益と経営者報酬の間には強い正の関連がある(乙政・椎葉 2009 など)。[7]そのため、次年度に定年退職あるいは解任を予期している退任前経営者は意思決定が近視眼的となり、最後の報酬額を高めるために利益を増やす動機がある。[8]

以上の議論から、経営者の交代は企業パフォーマンスとマイナスの相関があると考えられる。

#### 3.4.2. 経営者による株式保有

経営者による自社株式の保有が、株主のために行動する経営者のインセンティブ(以下、努力インセンティブ)に与える影響について、先行研究ではアラインメント効果とエントレンチメント効果の2つが指摘されている。アラインメント効果とは、経営者が株式を多く保有するほど、経営者自身の富と企業価値が強く連動するため、努力インセンティブが大きくなるという効果である(Jensen and Meckling, 1976)。[5]

一方, エントレンチメント効果とは、経営者が株式を保有するほど議決権が増加するため、経営者解任や敵対的買収といった規律付けが働かなくなり、努力インセンティブが低下するという効果である。

これらの相反する 2 つの効果に関して、Morcketal (1988) は次のように考察している。 アラインメント効果は経営者持株比率のあらゆる範囲で生じるが、エントレンチメント効果は経営者の地位が強固となるような持株比率がある程度大きい範囲で生じる。ただし、解任や敵対的買収の脅威がなくなる持株比率 50 % に近づくにつれてエントレンチメント効果は逓減し、50 % に達するとエントレンチメント効果の発生は見込まれない。[9]

以上の考察を踏まえ、Morcketa1 (1988) は、Tobin'Q を努力インセンティブの代理変数として使用し、経営者持株比率が 0%—5% の範囲ではアラインメント効果が、 5%—25% の範囲ではエントレンチメント効果が、25% 超の範囲では再びアラインメント効果が支配的となることを実証している。

Teshima and Shuto (2008) は、こうした経営者の株式保有と努力インセンティブの問にある非線形の関係について理論モデルを構築した上で、わが国企業を対象とした実証分

析を行っている。具体的には、裁量的会計発生高の絶対値を努力インセンティブに反する機会主義的行動の代理変数として使用し、経営者持株比率が0%—13.6%の範囲ではアラインメント効果が、13.6%—38.8%の範囲ではエントレンチメント効果が、38.8%を超えると再びアラインメント効果が支配的となることと整合的な結果を得ている。[10] ト記の先行研究は、経営者持株比率が低い範囲と高い範囲ではアラインメント効果が支

上記の先行研究は、経営者持株比率が低い範囲と高い範囲ではアラインメント効果が支配的となり、経営者持株比率の中間範囲ではエントレンチメント効果が支配的となることを示唆している。

また、茶木正安のファミリー企業のパフォーマンスについての研究の中に、大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にあり、大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連会社または財団が名を連ねているが、会長または社長に一族の者が就いていない、大株主には創業者または創業者一族及びその関連会社または財団が名を連ねていないが、会長または社長には代々一族の者が就いている事業法人の中で、最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が20%未満であり、かつ、個人株主の中で最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が10%超の企業を同族支配の条件に満たすファミリー企業の収益性は一般企業の収益性より高いという仮説が証明された。[11]

嶋田美奈のファミリー企業の優位性についての研究の中でも、ファミリー企業の高い経営者持株比率と安定している経営陣は優位性だと考えられ、企業パフォーマンスにプラスの影響があると指摘されている。[12]

# 3.4.3 企業の規模(資産、従業員)

泉 敦子、権 赫旭 (2015) は、社長交代と企業パフォーマンスの日米比較分析において、2000 年から2007 年の社長強制交代データを使って、社長強制交代が日米で企業行動にどのような影響を与えているのか分析し、日本アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスを比較した。その結果、アメリカ企業では社長強制交代後に企業パフォーマンスが改善しているのに対し、日本企業ではそのようなパフォーマンス改善は見られなかった。またアメリカ企業では、社長強制交代後、資産の規模と従業員数が大幅に縮小し、日本企業では負債比率が減少していることが示された。その結果から規模が小さい企業が経営危機からシフトするときパフォーマンスが上がりやすいのではないかと指摘した。[13]

#### 第四章 仮説

#### 4.1 研究の手順

研究の手順として、まず「業種転換の是非」について、仮説を設定し、定量分析を行う。 定量分析では、まず対象企業である業種転換を行った企業の二年間の平均超過リターンを 求める。その後、対象企業の旧所属業種における同規模の企業のデータから同期間の二年 間の平均超過リターンを求め、対象企業の結果と比較する。

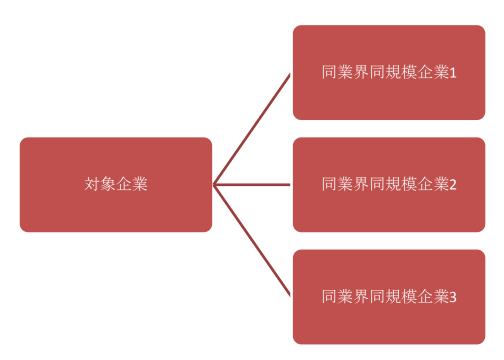
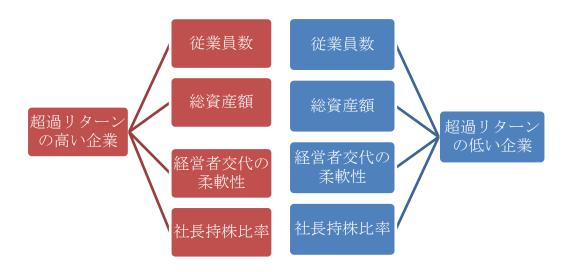


図6 研究手順の説明 筆者より作成

次に研究目的を踏まえて、業種転換を成功させる要因について、仮説を設定し、定量分析を行う。定量分析はまず超過リターンの高い順に企業を並べ、上位企業群と下位企業群を抽出する。そして、業種転換に影響を与える項目のデータを調べ、二組の項目の平均値を比較する。

もし二つの平均値に有意な差があるとすれば、この項目は業種転換に影響があると考えられる。もし二つの平均値に有意な差がないとすれば、当項目は業種転換への影響がないと考えられる。

# 平均値の比較、検定



#### 図7 研究手順の説明 筆者より作成

#### 4.2 仮説の設定

業種転換と市場評価に関する研究は少ないが、市場評価とコーポレート・ガバナンスの研究は多数ある。そこで、コーポレート・ガバナンスに関する要因を整理して、それらの要因は業種転換する時にも、重要な要因になるのではないかと推定して仮説を設定することとする。

前章の先行研究で上述の通り、泉 敦子、権 赫旭(2015)は、社長交代と企業パフォーマンスの日米比較分析において、2000年から2007年の社長強制交代データを使って、社長強制交代が日米で企業行動にどのような影響を与えているのか分析し、日本アメリカ企業のコーポレート・ガバナンスを比較した。その結果、アメリカ企業では社長強制交代後、企業パフォーマンスが改善しているのに対し、日本企業ではそのようなパフォーマンス改善は見られなかった。またアメリカ企業では、社長強制交代後、資産の規模と従業員数が大幅に縮小し、日本企業では負債比率が減少していることが示された。その結果から規模が小さい企業が経営危機からシフトするときパフォーマンスが上がりやすいのではないかと指摘した。

そこで、企業は業種転換する際、以下の二つの仮説を設定する。

- 従業員数が少ない企業は、市場評価が高い。
- 総資産が小さい企業は、市場評価が高い。

経営者は企業にとって、重要な存在である。どんな企業であっても、成功のためには、 適切なリーダーを選び、そのリーダーに適切なインセンティブを与えることが重要である。 前章のコーポレート・ガバナンスについての先行研究で、経営者インセンティブにおいて、 経営者交代と経営者持株は重要な要素であることが分かった。よって、企業が業種転換と いう変革をするときに、経営者交代と経営者の持株比率は市場評価にプラスの影響を与え るのではないかと推測される。

そこで、企業は業種転換する際、以下の二つの仮説が考えられる。

- 経営者交代の柔軟性高い企業は、市場評価が高い。
- 社長の持株比率高い企業は、市場評価が高い。

#### 仮説のまとめ:

- 1、業種転換を行った企業のリターンは、業種転換を行っていない同規模の企業より高い。
- 2、業種転換する時、従業員数が少ない企業は、市場評価が高い。
- 3、業種転換する時、総資産が小さい企業は、市場評価が高い。
- 4、業種転換する時、経営者交代の柔軟性高い企業は、市場評価が高い。
- 5、業種転換する時、社長の持株比率の高い企業は、市場評価が高い。

# 第五章 仮説の検定

# 5.1 対象企業のデータ

業種転換を行った企業の分析を行うにあたって、分析対象企業のリストは、証券コード 協議会の公表資料を使用した。

証券コード協議会(略称: SICC、証コ協、英文呼称: Securities Identification Code Committee)とは、日本の公開企業等に付番される証券コード及び業種を、公共性の観点から統一的な基準に基づいて設定することを目的に、全国 4 つの証券取引所(東京証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所)及び証券保管振替機構から組織され運営されている協議会。東京証券取引所が事務局を務め、ANNA (Association of National Numbering Agencies) に加盟し、日本における ISIN コードの付番機関に指定されています。簡単に言えば、公開株式などに対する、証券コード・業種を設定している機関である。

今回用いた公表資料の内容は、2003年から2014年までの11年間において、上場会社及び店頭登録会社の所属業種について、会社の主要な事業内容が相当程度変化し、証券コード協議会が定める基準に該当し、所属業種の見直した会社のリストとなる。(全部で83社があり、Appendixに添付)

#### 5.2 分析手法

設定した仮説を基に、平均値の検定および超過リターンの計算を行う。

仮説 1「業種転換を行った企業のリターンは、業種転換を行っていない同規模の企業より高い」

仮説 1 について、まず対象企業である業種転換した企業の二年間の平均超過リターンを 求める。その後、対象企業の旧所属業種における同規模の企業のデータを調べ、対照群企 業の同期間の二年間の平均超過リターンを求めて、対象企業の結果と比較する。

- 仮説2「従業員数が少ない企業は、業種転換に対してプラスの結果が出る」
- 仮説3「総資産が小さい企業は、業種転換に対してプラスの結果が出る」
- 仮説4「経営者交代の柔軟性は、業種転換とプラスの関係にある」
- 仮説5「社長の持株比率は、業種転換とプラスの関係にある」

仮説 2~5 について、まず超過リターンを計算し、超過リターンの高順で企業を並べて上位企業群と下位企業群を抽出する。従業員数、総資産、経営者交代の柔軟性、社長の持株比率の四つの定量化した項目を整理する。また、上位企業群と下位企業群の項目の平均値を比べ、平均値の検定を行って有意差を検証する。もし二つの平均値に有意な差があるとすれば、この項目は業種転換に影響があると考えられる。もし二つの平均値に有意な差がないとすれば、当項目は業種転換への影響がないと考えられる。

# 5.3 超過リターン:

超過リターンについては、CAPMモデルを用いて計算する。

 $Ri-Rf = \alpha + \beta (Rm-Rf)$ 

Ri:企業の終値で計算するリターン

Rf: 日経 NEDDS のデータベースの無担保コール翌日物のデータを使用

α: 超過リターン

 $\beta$ : そもそも市場との連動関係になるが、対象企業の上場する市場はそれぞれ異なるため、ここでは全ての $\beta$ を1として処理する。

Rm: TOPIX の変化率

# 5.4 平均の差の検定:

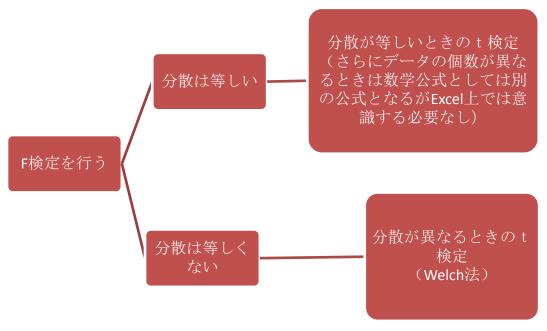


図8 平均の差の検定の流 筆者より作成

幾つかのグループの「平均の差」が偶然的な誤差の範囲にあるものかどうかを判断したいとき、データの個数が少ないときは偶然的な誤差の範囲も大きくなるが、データの個数が多くなると平均の差が大きな値となることはほとんどない。

同一の母集団からの標本と見なしたときに2つのグループの平均の差が両側 5%の確率の範囲に入るようなことはほとんどなく、このような場合は平均に有意差があるとして異なる母集団から取り出された標本であったと見なせる。ここで t 検定の手法で平均の差を検定する。

t 検定は2つのグループの平均の差が偶然誤差の範囲内にあるかどうかを調べるものである。

#### (1) データに対応があるときの t 検定

「それぞれの被験者が2つのテストA, Bを受けたときの平均点の比較」のようにグループAのデータとグループBのデータに同一被験者のデータという対応があるとき、これら2つのテストの平均点の差に有意差があるかどうかは「対応があるときのt検定」を用いる。

データに対応があるときは、単にデータの個数が等しいだけでなく、対応するデータ間 の差を求めることができるので、それらの差の平均と分散から有意差を判断できる。

#### (2) データに対応がないときの t 検定

データに対応がないときは、「データの個数が等しいとき」と「等しいとは見なせないとき」に分かれる。これらの場合は、各グループの平均と分散だけから t 検定を行うことになり、さらに分散が等しいと見なせる場合と分散が等しいとは見なせない場合に応じて、各々「分散が等しいときの t 検定」を適用する。

分散が等しいかどうかの判断はF検定によって行う。

# 第六章 定量分析結果

業種転換した企業の年間平均リターンと転換していない企業の平均リターンの分析結果は以下の通り。

表1 平均超過リターンの比較

|          | 業種転換した(社)   | 業種転換しない(社) |
|----------|-------------|------------|
|          | 医薬品、1       | 4          |
|          | 卸売業、20      | 82         |
|          | 小売、1        | 1          |
|          | 繊維製品、6      | 10         |
|          | 食品 1        | 4          |
|          | 石油石炭1       | 1          |
|          | 情報通信 4      | 2          |
|          | 陸運 1        | 1          |
| 業種、企業数   | 砿業 2        | 0          |
|          | 金属製品1       | 4          |
|          | 建設業 2       | 9          |
|          | 電気機器 7      | 28         |
|          | 倉庫運輸 2      | 6          |
|          | 不動産 2       | 2          |
|          | その他の製品3     | 10         |
|          | その他の金融 6    | 9          |
|          | サービス業 13    | 27         |
|          | ゴム製品1       | 2          |
|          | ガラス・土石 製品 1 | 4          |
| 合計       | 75 社        | 207 社      |
| 平均超過リターン | 0. 21       | -0.02      |

# 注:上記の業種は旧所属業種

従業員、総資産、経営者交代の柔軟性、社長持株比率についての分析結果は以下の表の通りである。上位企業とは年間平均超過リターンが 20%を超える企業、下位企業とは年間平均超過リターンが-20%を超える企業のことを指す。

資産合計の結果は大きく見えるが、有意義の結果は出なかった。経営者交代の柔軟性評点と社長持株比率は有意義の結果が出た。

表 2、従業員、総資産、経営者交代の柔軟性、社長持株比率の分析結果

| 項目     | 期末従業員数 (人) | 資産合計(百<br>万円) | 経営者交代柔<br>軟性(評点) | 社長持株比率 (%) |
|--------|------------|---------------|------------------|------------|
| 上位平均   | 560        | 25512.6       | 3.0              | 7. 1       |
| 下位平均   | 620. 3     | 121517.6      | -1. 1            | 1.5        |
| 平均の差の検 | 無意義        | 無意義           | 有意義              | 有意義        |
| 定      |            |               |                  |            |

## 仮説の検証

仮説 1「業種転換を行った企業のリターンは、業種転換を行っていない同規模の企業より 高い」

→支持された

仮説 2「従業員数が少ない企業は、市場評価が高い」 →支持されなかった

仮説3「総資産が小さい企業は、市場評価が高い。」 →支持されなかった

仮説 4「経営者交代の柔軟性高い企業は、市場評価が高い。」 →支持された

仮説 5「社長の持株比率高い企業は、市場評価が高い。」 →支持された

# 第七章 事例分析

#### 7.1 事例分析の目的

本章では、食品から化学へ業種転換して高業績を収めて注目されている健康コーポレーションの成功要因を分析することによって、帰納的に仮説を導出することを目的とする。

健康コーポレーションの美容・健康関連事業は、「結果にコミットする」という CM で一躍有名となった「RIZAP(ライザップ)」により予想を大きく上回る成長を見せている。積極的に広告宣伝を行うことで、顧客数の大幅増加を実現させた。よって、市場からの関心度は業種転換の成功に影響を与えるのかを考察した。

# 7.2 事例研究の対象企業



図9 ライズアップのCM 出典 会社ホームページ

社名:健康コーポレーション株式会社

所在地〒169-0074 東京都新宿区北新宿 2-21-1 新宿フロントタワー31F

設立日 2003 年 4 月 10 日

代表取締役社長 瀬戸 健

従業員数連結 1,135 名 (2015 年 3 月 31 日現在)

業種:化学(東証)

健康コーポレーションは通販事業からスタートし、「健康」を切り口に M&A を積極的に活用しながら事業領域と業容を拡大させてきた。2011年食品業種から化学業種へ転換、業績が好調。グループの事業ドメインを「自己投資産業」と設定し、美容・健康関連、アパレル関連、住関連ライフスタイル、エンターテイメントの4事業を展開している。

#### 7.3 背景

健康コーポレーションは当初、健康食品の通信販売を行う目的で、平成15年に設立された。三年後、札幌で上場する一方、調達、ネット広告、食品などの関連分野で子会社を設立した。平成19年から23年にかけて事業をさらに多様化させ、包装資材、美容機器の製造販売と輸入、乳製品の製造販売、化粧品の企画、製造販売などの分野に進出した。その後も吸収合併を進め、平成25年、グローバルメディカル研究所をRIZAPの商号に変更し、その短期間で肉体改造をうたうパーソナルトレーニングジムのビジネスが大ブレークになった。平成26年にはアパレル事業を始めた。

2015 年期、成長が最も早い美容健康事業について、グループ会社の RIZAP はプロデュースによる積極的な広告宣伝活動が奏功し、新規獲得会員数を更に伸長させ、累計 29000 人を超え、平成 27 年 2,3 月と連続して月間売上高および利用人数の過去最高を更新した。今後も積極的な出店に加えて、パーソナルトレーナーのサービスレベルの向上に取り組む予定である。株式会社ジャパンギャルズは 0EM 化粧品及び美容機器の販売が堅調に推移し、海外の販路拡大を取り組む。美容健康事業での売上高は 21851 百万円、前年度 44%プラスになった。営業利益は 2229 百万円、前年度より 68%プラスになった。

他のアパレル事業売上高は 5003 百万円、営業損失 100 百万円。住関連ライフスタイル事業の売上高は 5572 百万円、営業利益は 43 百万円となる。エンターテイメント事業の売上高は 7363 百万円で、営業利益は 325 百万円となる。

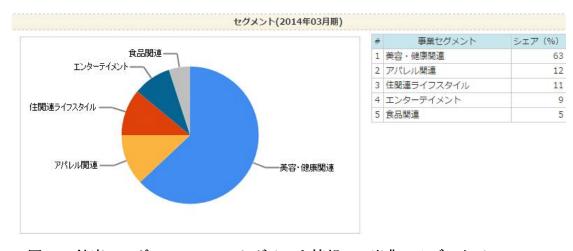


図 10 健康コーポレーションのセグメント情報 出典 eol データベース

#### 7.4 業種転換の成功要因分析

# 7.4.1、RIZAP 事業の成功、宣伝費、会員数の増加

もともと美容健康関連商品の通販会社だった健康コーポレーションの業種転換で象徴的なのは、短期間で肉体改造をうたうパーソナルトレーニングジム「RIZAP」の大ブレークである。しかも、2020年に売上3000億円、営業利益350億円を目指す「COMMIT2020」の計画において、最大のけん引役と期待されている。RIZAPは2015年の時点で、新規獲得会員数が累計29000人を超え、2,3月と連続して月間売上高および利用人数の過去最高を更新した。2か月で別人のように変わった利用者の姿をアピールするCMが客の心をつかむと言われ、ヒットになった。

RIZAP は広告宣伝費を第1 四半期と第2 四半期に大きく投下して、順次売上高の伸びで回収していくというモデルを採用している。したがって、過去、第1 四半期は広告宣伝費負担の重さが勝って営業損失を計上するパターンが続いてきた。しかし今四半期は、前年同期比 646 百万円増の 2,780 百万円の広告宣伝費を投下したが、想定以上に回収が進み、営業黒字を達成した。同社の広告費の 60% は RIZAP、20% は通販にそれぞれ投下されているとみられる(数字はいずれも推定) が、その両事業からなる「美容・健康関連セグメント」が黒字転換したことの意味は非常に大きいと考えられる。

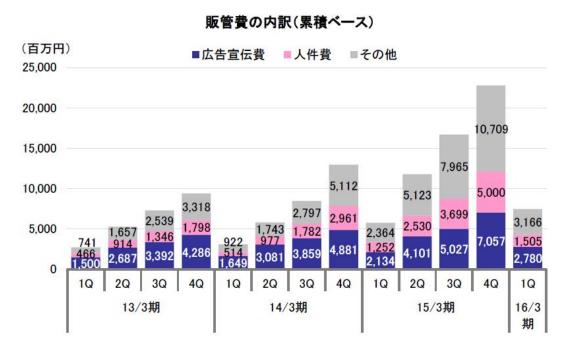


図 11 販管費の内訳 出典 FISCO 企業調査レポート

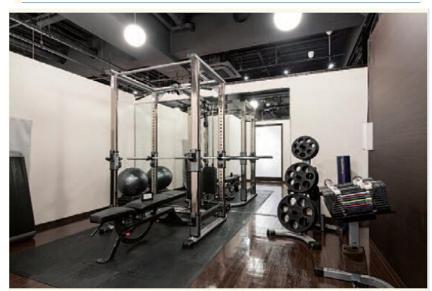
#### 7.4.2 コスト削減、利益率の高さ

こうした収益構造を可能にしている要因の一つは、2ヶ月間で約30万円という高額な会員料金である。この価格が受け入れられている理由を、健康コーポレーションの瀬戸健社長は次のような言葉で語っている。「既存の大手ジムは、場所貸しをするだけで、痩せるというゴールに到達できなかった」。つまり、痩せない程度に運動してもらい、細く長くお金を落としてもらうというのが一般的なフィットネスジムのモデルだったわけである。

また、営業黒字の背景として、宣伝効果だけでなくコスト削減を実現したことが指摘できる。プライベートジムであるため、駅前一等地である必要がない。広さは、40~50 平方メートルのマンションの一室さえあれば十分であり、マンツーマンの筋トレが基本となるため、プールも最新式の設備も必要ない。トレーニング室に設置されているのは、ベンチプレスやバランスボールのような基本的な器具ばかりであり設備の維持・メンテナンスにかかるコストも低減させることができる。

# 極めて低い運営コスト(売上高比)

|         | ライザップ       | 一般的な<br>フィットネスジム |
|---------|-------------|------------------|
| 人件費     | <b>15</b> % | 20~30%           |
| 地代家賃    | 4%          | 20%              |
| 水道光熱費   | 1%          | 10%              |
| 設備維持費   | 1%          | <b>5~8</b> %     |
| 店舗減価償却費 | 1%          | <b>7</b> ~10%    |



大掛かりな設備が要らず、好立地である必要もないなど、ライザップはコスト を抑えやすいビジネスモデル

図 12 コスト削減のイメージ 出典 日経マネー「RIZAP はまだ伸びるのか」2015.5

#### 7.4.3 積極的な M&A 活用、美容健康関連が好調

興味深いのは、親会社である健康コーポレーションのポートフォリオである。もともとは、健康食品の通販事業からスタートし、M&A を積極的に活用しながら、美容健康関連、アパレル関連・住関連ライフスタイル、エンターテイメントと事業領域を拡大させている。流行り廃りの激しい健康食品事業を乗り切ってきた社長らしく、次の収益源の下準備に入っているということであろう。



図13 健康コーポレーションの営業利益

#### 7.5 これからの課題

ここにきて、同社の"成長" に対する考え方が少し変わってきたことがうかがえる。これまでは、「成長=売上高の増大」であり、具体的なアクションとしては広告宣伝の投下と店舗展開に重点が置かれていた。しかしながら、2016 年 3 月期に入って本格化した医療機関との連携と、新たに始まった法人向けプランの事業目的においては、「広告に頼らない集客」という要素が、前面に強く打ち出されている。これは成長の定義に占める"利益" という要素の比率がこれまで以上に高くなってきていることを示唆している。今後の RIZAP 事業において、「売上高は成長したが利益がついてこない」という状況に陥るリスクは、こ

れまで以上に低下していくものと考えられる。

#### 医療機関連携

同社は有吉クリニックとの間で業務提携に基づくサービスを 2015 年 2 月に開始し、収益ポテンシャルなどをモニターしてきた。その結果が良好だったこともあって、新規に7 医療機関との事業提携を 2015 年 6 月 25 日にリリースした。内容は有吉クリニックとの提携と同様のものであり、医療機関からの送客、シニア層向けサービスについて医学的見地に基づいた助言、豊富なデータを駆使した医学的見地を活用したエビデンス開発などとなっている。この医療機関連携の狙いとして同社は、医療機関からの紹介による広告費削減を挙げている。事業提携において同社は医療機関に指導料などの対価を支払うことになるが、集客における費用対効果としては広告と比べて圧倒的に高いと期待されている。

#### 法人向けプログラム

同社が8月12日にリリースした法人向けプランもまた、広告に頼らない集客の一環である。このプランは法人がRIZAPと会員契約することで、当該法人会員の社員は20%割引でRIZAPを利用できるというものだ。一見すると大幅に利幅が圧縮される印象を受けるが、そうではない。2015年3月期を例に取ると、RIZAP事業は売上高100億円に対して広告費40億円という費用構造だった(金額はいずれも推定)。すなわち、会員獲得に占める広告費の割合が40%ということである。法人向けプログラムによって20%割引を行ったとしても、集客費用がない分採算性が高いということである。

同社は今期中に500 社との契約を目指すとしている。"今期中"という時間軸はかなり 挑戦的な目標に聞こえる。しかし顧客数については、法人としての最低費用が入会金50万円・年会費50万円と比較的安価であることを考えると、中期的には500社では到底とどまらない潜在需要があると考えられる。

#### 海外展開

現在、同社経営陣が最も手応えを感じているのは海外かもしれない。同社の海外店舗として 6 月に香港店がオープンし、上海、台北、シンガポールの 3 店と合わせて合計 4 店舗である (国内は 8 月 31 日現在 55 店)。好調な会員獲得の結果、各拠点の経営状況も好調で、上海店はすでに黒字が定着している。2014 年 12 月にオープンにした台湾とシンガポールも収益の黒字化は視野に入っている状況と思われる。香港も 1 号店出店からわずか 2 ヶ月後の 8 月に 2 号店出店計画を公表しており業績面での不安はないとみられる。同社は 8 月に海外多店舗展開決定のリリースを出し、2015 年度末までに海外を最低でも 10 拠

点体制にまで拡大する計画を公表している(国内は80 店が目標)。地域的には、今後、アジアに加えて米国も加わってくる見込みである。

#### 7.6 RIZAP から導出される仮説

徹底した商品力(専属トレーナー付きのプライベートジム)はもちろんであるが、視聴者に衝撃を与えるほどの赤井氏を起用したプロモーション、それを軸とした検索エンジンの広告戦略、それらを全てうまく噛み合わせたことがライザップの認知向上と売上貢献に繋がっていると考えられる。そこで、次の仮説を設定する。

仮説6「市場の関心度は、業種転換の結果とプラスの関係にある」

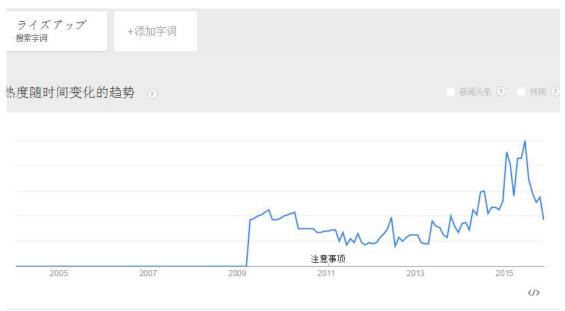


図14 ネットで検察される頻度を表すGoogle trend、RIZAPの傾向

出典: Google trend

#### 7.7 仮説の検証

検証の方法として、対象企業の Google trend の傾向と平均年間超過リターンを比較し、関連性の有無を分析する。Google trend とは Knowledge Graph の技術に依存して、Google 検索、Google ニュース、や YouTube 三つのプラットフォーム上検索の総数に対する長期的な相対傾向を示している。(Google trends help より)ここでピックアップした対象企業は、前章で定量分析する際に用いた業績上位 10 企業と、下位 10 企業を抽出した。Google trend の設定は地域を日本に限定した。その他、時間軸を業種転換した時点を含まれるように設定した。分析結果は以下の通りである。ここでは、データ数が足りずに Google trend のグラフが作成できない企業は除外している。詳しい結果は Appendix に参考。

# 7.8 事例分析の結果

RIZAP の事例の中で、積極的な宣伝は多くの客の関心を呼んだが、Google trend によって他の企業に対しての分析から、業種転換の結果と関心度は関係ないという結果が分かった。また、健康コーポレーションの事例分析から、プロモーションの他、コスト削減の意識、サービスの質、M&A を積極的に活用した事業領域の拡大という要素の重要性が導出できた。健康コーポレーションの今後の課題とそれに対する取り組みを見ると、経営層は常に危機感を持って、次の手を考えていることが分かった。よって、業種転換する時、あるいは新事業を始める際には、一つの原因よりも経営全体の整合性を取って、長期視点で戦略を考えることの重要性を示したのではないかと言える。

# 第八章 まとめ

定量分析の結果、業種転換を行った 75 社の超過リターンの平均は、業種転換を行わなかった企業より高いことが分かった。また、従業員数と資産合計は業種転換の成功と有意な関係が無かったが、経営者交代の柔軟性と社長の持株比率は業種転換に対してプラスの有意な関係が存在した。

では、以上の結果から、業種転換を検討する企業にとって、現状の課題を踏まえた上で何を優先して考えるべきであろうか。

先行研究の中の業種転換の動機を見て見ると、能動的な理由よりも受動的な理由が多かった。つまり、積極的な理由から事業転換を行うよりも、「既存事業への不安」から事業転換に至るケースが多いことが特徴的である。長引く景気低迷から、既存事業への危機感を募らせ、積極的というよりむしろ、消極的な理由から行動に移るケースが多いと言えよう。その中で、現状を打開して、変革を起こした企業は高い市場評価を得ることができたという点は、仮説1「業種転換を行った企業のリターンは、業種転換を行っていない同規模の企業より良い」の検証で支持された。そこから、困難に向かって積極的に踏み出して、前向きの経営を行うことの重要性が示唆された。

他の仮説の検証結果から(経営者の交代の柔軟性、経営者の持株、企業規模と業種転換する企業の市場評価との関係)、業種転換に成功した企業の特徴が分かった。こうした分析結果に基づき、今後業種転換などの事業転換を図る会社に対して、経営者のインセンティブと組織の安定性の重要性と早期取り組みの重要性を示した。

また、健康コーポレーションの事例分析から、同社の今後の課題とそれ対する取り組みを見てみると、経営層は常に危機感を持って次の手を考えていることが分かった。このことは、業種転換する時、あるいは新事業を始める時、一つの面より早めに現状の潜在リスクを認識し、自社のコアとなる強みを全面的に分析した上、経営全体の整合性を取って、長期視点で戦略を考えることの重要性を示しているのではないかと言える。

#### 第九章 本論文の限界

#### サンプル数による限界

定量分析において、サンプル数(有効企業数 75 社)が限られるという点が指摘できる。 また、事例研究を行ったのは1社のみであり、仮説検証にあたっては十分とは言えない水 準であると思われる。

### 超過リターン分析の限界

CAPM の式で、超過リターンの計算について、各社の上場する市場が異なるため、市場との関連性を示す $\beta$  値を修正して考察することは困難だった。そこで全部の $\beta$ =1 という前提で計算した。従って、統一基準などに修正して計算したものではない。

#### 公表データの限界

コーポレート・ガバナンスのデータは日経 NEEDS の Cges のデータベースを使ったが、ガバナンスのデータは 2011 年からしか存在せず、それ以前のデータの入手は困難であった。よって、データのない年度の事象は、データの存在する年度を参考して判断しており、議論の余地があり得る。

# 一般化、普遍化の限界

本研究では定量分析の結果を、事例分析で極力補完しようと試みた。しかしながら、事例分析におけるサンプル数の制約もあり、発見事項の一般化については限界がある。また、業種転換しない企業のコントロール組を選ぶ時、規模が対象企業と高度に一致する企業が限られるため、比較的規模が近い企業をピックアップした。その他、証券コード協議会の公表資料に掲載されているのは上場企業のみであり、非上場の企業と事業が含まれないという限界が指摘できる。

# 参考文献一覧

- [1] Steven N. Kaplan "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the US" Journal of Political Economy, 1994 vol. 102, no. 3, p 510-546
- [2] Jun-koo kang, Anil shivdasani "Firm performance, cororate governance, and top executive turnover in Japan" vol. 38, issue 1, 1995 p 29-58
- [3] Yukiko Abe "Chief Executive Turnover and Firm Performance in Japan" Elsevier, Vol. 11.1997, 1, p 2-26
- [4]阿部修人、小黒曜子 "社長交代と外部出身取締役-Semi-Parametric 推定による分析" (2004)
- [5] Jensen, M. C. and W. H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, ragency costs and ownership structure. Journal of financial economics 3 (4) 1976, p 305-360.
- [6] Dechow, P. M. and R. G. Sloan. Executive incentives and the horizon problem: An empirical increstigation. Journal of Accounting and Economics 14(1) 1991 p 51-89
- [7]乙政正太・椎葉淳「業績連動報酬と会計情報の役割」會計 176 (3) 2009 p 440-453
- [8]山口朋泰 "実体的裁量行動の要因に関する実証分析" 管理会計学 / 日本管理会計学 会 編 19 (1) 2011 p 57—76
- [9] Morck, R, A. Shleifer, and R. W. Vishny. Mnagement ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics 20 1988 p 293-351
- [10] Teshima, N. and A. Shuto. Managerial ownership and earings management: Theory and empirical evidence from Japan. Journal of International Financial Management & Accounting 19(2) 2008 p 107-132
- [11]茶木 正安 "我国ファミリー企業のパフォーマンスについて収益性と市場価値についての実証分析" JAPEOJ 3(1), 2008 p 2-16
- [12]嶋田美奈 "経営者の交代と戦略バイアス―ファミリー企業の優位性から" 商学研究科紀要、69、2009 p 11—22

[13] 泉敦子、権赫旭 "社長交代と企業パフォーマンス:日米比較分析" RIETI Discussion Paper Series 15-J-032 (2015)

# Appendix

# A1 全サンプル概要

| 企業名                                     | ž<br>I | 現所属業種     | 新所属業種      | 上場取引所   | 社長持株比率(%) | 経営者交代の柔軟性<br>(評点) | 資産合計(百万円) | 期末従業員数(人) | 年率%  |
|---|--------|-----------|------------|---------|-----------|-------------------|-----------|-----------|------|
| Ĭ<br>Į                                  | 3011   | 卸売業       | 小売業        | 東京      | 1.1       | 3                 | 4717      | 43        | 229% |
| アセット・イン<br>ベ メターメ<br>(マーチャン<br>ト・バンカーズ) | 3121   | 繊維製品      | サービス継      | 大証二部、福証 | 25.3      | 8                 | 3831      | 10        | 147% |
| 健康ホール<br>ディングス<br>(健康コーポ<br>レーツョン)      | 2928   | 魚         | <b>柒</b> 刀 | 札幌      | 54.77     | 4                 | 7624      | 178       | 136% |
| 中央ビルト工業                                 | 1971   | 建設業       | 金属製品       | 東証二部    | 0.2       | 4                 | 7803      | 84        | 106% |
| 8008<br>4                               | 4670   | サービ<br>ス業 | 機械         | JQ      |           |                   | 4200      | 75        | %26  |
| ジャグナイル                                  | 2160   | サービメ業     | 医療品        | 東京      | 3.4       | 1                 | 4751      | 123       | 94%  |

| r                                      |      |       |        |        |      |   | 1     |     |     |
|--|------|-------|--------|--------|------|---|-------|-----|-----|
| \\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\ | 2799 | 卸壳業   | 情報通信   | 大阪     | 0.13 | 5 | 10693 | 350 | %82 |
| 天 底畔 江                                 | 9229 | 電気機器  | 化学     | 東証二部   | 0.2  | 1 | 11434 | 340 | %92 |
| 新立川<br>航空機                             | 2996 | 機器    | 不動 業   | 東京     | 0.0  | 4 | 16927 | 61  | 74% |
| 天龍 大                                   | 7904 | その他製品 | 卸売業    | 名古屋    | 0.4  | 1 | 13459 | 128 | 72% |
| 昭和K<br>DE<br>2010                      | 1701 | 砒業    | 電機機器   | 東証二部   |      |   | 14081 | 480 | %89 |
| YOZAN<br>2008                          | 6830 | 電機機器  | 情報通信   | JQ     |      |   | 5034  | 108 | 63% |
| MAGねっとホ<br>ール ディング<br>ス                | 8073 | 不動産業  | その他金融業 | 大阪     | 0.0  |   | 3848  | 9   | 62% |
| - U = V = V                            | 2706 | 小売業   | その他製品  | 東京     | 0.1  | 4 |       |     | 26% |
| × × ×                                  | 4744 | 情報通信  | 不動 業   | 東証マザーズ | 0.6  | 5 | 7292  | 12  | 49% |
| ルーセード<br>1 ローセード<br>ブログーフボ             | 9845 | 卸売業   | 化学     | 東証二部   | 2.5  | 1 | 24087 | 573 | 49% |

|                                 |      |                    |            |           |        |    | 1      |      |     |
|---------------------------------|------|--------------------|------------|-----------|--------|----|--------|------|-----|
| トアイン                            | 4840 | 情報通信               | サービメ業      | 大聚        | 1.7    | Н  | 7596   | 108  | 48% |
| プラボ                             | 7502 | 卸売業                | サービス業      | JQ        | 0.8    | -  | 10736  | 170  | 47% |
| ッ H l l<br>m イ ポ ッ ソ<br>l u フ m | 9385 | 倉庫・<br>職<br>選<br>業 | 化学         | 東京        | 47.0   | 1  | 7595   | 276  | 44% |
| ダイントサイン・アンド                     | 3107 | 繊維製<br>品           | 卸売業        | 東京、大<br>阪 | 0.2    | гo | 191707 | 2806 | 43% |
| 日本コングトスメー業工                     | 3315 | 卸売業                | 石油・石炭製品    | 東京        | 0.01   | ಬ  | 137000 | 1169 | 39% |
| 小僧寿し本部                          | 8266 | 卸売業                | 小売業        | 店頭        | 0.1    | rc | 16633  | 316  | 38% |
| 女<br><del>陳</del> 業             | 9764 | サード 米              | 建設業        | 東温線       | 0.3    |    | 9048   | 250  | 38% |
| 日本マ<br>タイゼ<br>成 21              | 8042 | 卸売業                | <b>秦</b> 羽 | 東         |        |    | 46950  | 1955 | 37% |
| 総デタイン                           | 4775 | サービ<br>ス業          | 小売業        | 東京        | 7.5    | 4  | 29926  | 1704 | 37% |
| 画 祖 選                           | 5009 | 石油・石炭製品            | 卸売業        | 東京        | 0.0    | ಬ  | 16104  | 169  | 34% |
| 日本風力開発                          | 2766 | 卸売業                | 電気・ガ<br>ス業 | 東京        | 1.5    | 1  | 60714  | 127  | 33% |
| イングルイト                          | 3371 | 卸売業                | 情報通信       | 東京        | 22. 11 | 4  | 6260   | 289  | 33% |

| ゲ<br>ゲ<br>ダ                               | 7475 | 卸売業              | 小売業     | 名古屋  | 2.7     |   | 30691  | 269  | 33% |
|---|------|------------------|---------|------|---------|---|--------|------|-----|
| ボルコンボント                                   | 8876 | 人<br>題<br>業      | サード 米 米 | 東京   | 1.5     | 4 | 56723  | 1033 | 32% |
| アインスケッ                                    | 6944 | 電気機器             | 情報通信    | JQ   | 0.0     | 3 | 1774   | 383  | 31% |
| オリカ<br>キャ ピ<br>タル<br>2009                 | 3570 | サービス業            | その他金融業  | 大証一部 |         |   | 16692  | 81   | 31% |
| 7   | 8115 | 繊維製品             | 卸売業     | 大    | 1.1     | 2 | 11601  | 252  | 30% |
| 1 イング | 3587 | 繊維製品             | 卸売業     | JQ   | 0.3     | S |        |      | 30% |
| イン・カ・カ・カ・カ・カ・カ・カ・カ・カ・カ・カ・カ・ア・ア・ア・ア・ア・ア・ア・ | 6879 | 電気機器             | 情報通信    | 大阪   | 8.29    | 5 | 4989   | 217  | 25% |
| ヨシーインーガンスドボデジス                            | 8008 | 卸売業              | 小売業     | 東京   | 0.4     | 2 | 53295  | 1852 | 23% |
| 三光<br>(エーズ<br>イア株式<br>会社)                 | 8126 | 卸売業              | 医薬品     | JQ   |         |   |        |      | 22% |
| ガ 十 ツ ツ ガ H H ツ 丁 ガ I ソ I H H ツ           | 2411 | サービ米             | 情報通信    | 大阪   | 38.0    | 3 | 7614   | 331  | 21% |
| 司軍  | 5283 | ガン<br>ス・七石<br>製品 | 卸売業     | JQ   | 12.0    | Н | 14418  | 303  | 20% |
| N X K H X X X X X X X X X X X X X X X X X | 1973 | 建設業              | 情報通信    | 東京   | 0.00603 |   | 149464 | 5939 | 16% |

| 名古<br>本<br>本                                 | 7903 | か<br>製<br>品 | 卸売業         | 名古屋                                      | 2.1  | 1 | 7083   | 91   | 15% |
|--|------|-------------|-------------|--|------|---|--------|------|-----|
| ないな<br>かし ボ<br>グ ト ゲ<br>グ メ グ                | 4544 | 医薬品 出       | サード、業       | <br>                                     | 0.1  | 4 | 122034 | 4506 | 14% |
| 田<br>本<br>ボ<br>バ<br>ブ<br>ン<br>グ              | 9026 | サード 米 ※     | 人<br>響<br>業 | 東一二二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二十二 | 0.0  | 4 | 168603 | 1595 | 14% |
| エイネスジッス                                      | 9820 | 卸売業         | 大<br>剰<br>瀬 | JQ                                       | 0.0  | 3 | 1475   | 20   | 14% |
| ンンテッシャイスメ                                    | 3040 | 卸売業         | 情報通信        | 大阪                                       | 2.9  | П | 8236   | 401  | 14% |
| ど、大 ボック・ボック・イン イン・イン・イン・イン・イン・イン・イン・イン・イン・スグ | 4827 | 情報通信        | 大           | 開開                                       | 4.8  | S | 1311   | 73   | 14% |
| ジャイナイナー                                      | 7566 | 卸売業         | サービ業        | JQ                                       | 18.3 | 3 | 7419   | 512  | 13% |
| アスツテム  | 3326 | 小売業         | サービメーボ      | 東京                                       | 0.1  | 2 |        |      | 10% |
| ドログ 情報 サービス                                  | 9928 | 卸売業         | 情報通信        | 東語語                                      | 5.3  | 1 | 18021  | 984  | %6  |
| ナレントボインドグントがシ                                | 6942 | 電気機器        | 情報通信        | 大阪                                       | 0.00 | 2 | 1934   | 12   | %6  |
| 7 17   | 3405 | 繊維製品        | 化学          | 東、大証一部                                   | 0.0  | 3 | 508694 | 6812 | %8  |
| 田鍛べ  | 6493 | 機器          | 運送用機器       | 東京                                       | 0.1  | П | 51248  | 2261 | %2  |

| 大平洋 選   | 8835 | 弦業                  | 卸売業                 | 東 岩 岩  | 0.2  | Ω  | 35743  | 634  | %2              |
|---|------|---------------------|---------------------|--------|------|----|--------|------|-----------------|
| 緒 ン<br>中 フ ト<br>ツ 亅   | 9360 | 倉庫・<br>職<br>関連<br>業 | 情報通信                | 東京     | 0.0  | 2  | 8663   | 909  | %9              |
| 夢の<br>御<br>登<br>会<br>回<br>会<br>会  | 2484 | サービ<br>ス業           | 情報通信                | 大阪     | 8.9  | rc | 2120   | 53   | 6%              |
| ー ブ ×   | 2138 | サービ<br>ス業           | 情報通信                | 大阪     | 32.6 | 4  | 8389   | 202  | %0              |
| 兼<br>ろ<br>フ<br>フ<br>ス<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>と<br>ら<br>に<br>ら<br>ら<br>に<br>ら<br>ら<br>ら<br>ら | 9608 | 卸売業                 | 情報通信                | 東証—    | 0.1  | 4  | 39670  | 994  | -4%             |
| 日沙本ア資ア投   | 8128 | その他金融業              | 証券、商<br>品先 物<br>取引業 | 東京     | 0.1  | 6- | 116249 | 265  | %9 <del>-</del> |
| I P P F F F F F F F F F F F F F F F F F   | 2749 | 卸売業                 | サービス業               | JQ     | 31.0 | 4  | 4275   | 892  | %8              |
| グーデルイング   | 5187 | ゴム製品                | 精密機器                | 東京     | 0.1  | 4  | 13963  | 989  | %8              |
| ウジルンェボディア   | 2388 | サービ<br>ス業           | その他<br>金融業          | 大阪     | 0.0  |    | 19195  | 591  | -9%             |
| 7 T U   | 8906 | 秦重秦                 | 倉庫・運<br>輸 関連<br>業   | 東、名証二部 | 5.3  | 4  | 20384  | 1544 | -10%            |
| ジェクンジィンジュー  | 2423 | サービス業               | 情報通信                | 相岡     | 44.9 | വ  | 1156   | 268  | -11%            |
| 日曜日 アクトロニク ス(09)  | 6986 | 卸売業                 | 情報通信                | 東京     |      |    | 52473  | 1008 | -12%            |

|   | 1    |              |                     |       |     |    |         | 1    |      |
|---|------|--------------|---------------------|-------|-----|----|---------|------|------|
| 加<br>ト<br>ア<br>イ<br>ス<br>ス<br>ス   | 2414 | サービ<br>ス業    | 建設業                 | 大龍二部  | 2.1 | П  | 32880   | 1148 | -13% |
| Г<br>4<br>1)  | 8595 | その他離業        | 証券、商<br>品先 物<br>取引業 | 東京    | 0.0 | 6- | 178161  | 260  | -18% |
| SBI<br>インド<br>グンド<br>ベメン  | 8473 | その色融業        | 証券、商<br>品先 物<br>取引業 | 東京、大阪 | 1.8 | 6  | 1219247 | 2666 | -21% |
| ア ゲ ナ ブ ブ ブ ブ ブ グ ス ブ ブ グ グ ス   | 7595 | 卸売業          | 情報通信                | 東京    | 3.2 | 2  | 20281   | 259  | -21% |
| ジャレコ・ホー<br>ルディング<br>(EMCOM ホール<br>ディングス)  | 7954 | その他製品        | 不動産業                | JQ    | 1.3 | ro | 6514    | 23   | -22% |
| O S J<br>日  | 5912 | 金属製品         | 建設業                 | 東京    | 0.0 | က  | 39481   | 222  | -26% |
| H 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4   | 3521 | 繊維<br>品<br>品 | 人<br>題 業            | 東京、大阪 | 0.0 | 1  | 3681    | 41   | -32% |
| ネワスツンデストシス  | 7518 | 卸売業          | 情報通信                | 東     | 0.0 | 23 | 84601   | 1389 | -34% |
| オメガプロジェクト・<br>ホールディングス(ソ<br>ーシャル・エコロジ<br>ー・プロジェクト)  | 6819 | 情報通信         | サービス継               | JQ    | 0.0 | ഥ  | 3397    | 21   | -40% |
| ナーム ナー イ ナー イ ナー イ ケー ナー カ グ カ ナー カ グ ケー カ グ グ ケー カ グ グ ケー カ グ グ カ ケー カ グ グ カ ケー カ グ グ カ ケー カ グ グ ケー カ カ グ ケー カ グ ケー カ | 8462 | その他金融業       | 証券、商品<br>先 物取引<br>業 | 大阪    | 6.6 | 6- | 20230   | 29   | -54% |

| サー 1 2 1 2 1 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2         | 3207 | 繊維製<br>品 | 不動産業                | 東京、名<br>古屋                               |      |    | 16857 | 81  | -25% |
|--|------|----------|---------------------|--|------|----|-------|-----|------|
|  | 2684 | 小売業      | <b>献業</b>           | 大阪                                       | 0.63 | 3  | 3261  | 21  | -56% |
| 0ak キャピタ   | 3113 | その他会融業   | 証券、商<br>品先 物<br>取引業 | 東京、大<br>阪、 名<br>古屋                       | 4.1  | 6- | 11609 | 97  | -75% |
| 二<br>井<br>藤                                      | 2665 | 卸売業      | 情報通信                | 東証二部                                     | 0.0  | 2  | 28009 | 873 | %62- |
| ジェイ・ブリッジ<br>(アジア・アライア<br>ンス・ホールディ<br>ングス)        | 9318 | その他金融業   | 証券、商品先物取引業          | 東京                                       | 0.1  | 6- | 17900 | 811 | -84% |
| 岡 十 元 ス 六 次 ス ト イ ト ア ト ア ト ア ク 2009             | 8092 | 卸売業      | 情報通信                | 東証一<br>部                                 |      |    |       |     | 0    |
| オーエ<br>A計画<br>(OM ツー<br>ラー)                      | 2401 | サービス業    | 金属製品                | 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1. 1 |      |    |       |     | 0    |
| エヌ・アイ・エフ<br>SMBC ベンチャーズ<br>(SMB Cベンチャ<br>ーキャピタル) | 8458 | その他金融業   | 証券、商品先物取引業          | ðſ                                       |      |    |       |     | 0    |
| / k  | 3144 | 卸売業      | 情報通信                | ・ジンーリック<br>- シンシー                        |      |    |       |     | 0    |

## A2 全コントロール組の概要

| 業種  | 年分   | 企業名          | 資産合   | 売上高    | 期末従業人 |
|-----|------|--------------|-------|--------|-------|
|     |      |              | 計     |        | 数     |
| 卸売業 | 2003 | 高速           | 14740 | 29317  | 351   |
|     |      | ルネサスイーストン    | 16263 | 27193  | 221   |
|     |      | VTホールディングス   | 16856 | 28163  | 429   |
|     |      | 万世電機         | 17831 | 29439  | 251   |
|     |      | 平和紙業         | 18429 | 28904  | 390   |
|     |      | マルカキカイ       | 20870 | 27545  | 321   |
|     |      | ケーユーホールディングス | 27292 | 28375  | 365   |
|     |      | 東陽テクニカ       | 37826 | 29499  | 387   |
|     | 2005 | ミタチ産業        | 10217 | 21514  | 1056  |
|     |      | 進和           | 17013 | 20267  | 261   |
|     |      | 高千穂交易        | 17247 | 21391  | 339   |
|     |      | ハナテン         | 19992 | 18888  | 256   |
|     |      | イノテック        | 42682 | 37120  | 518   |
|     |      | 丸藤シートパイル     | 43425 | 32758  | 470   |
|     |      | オーハシテクニカ     | 22662 | 27817  | 602   |
|     |      |              | 電響社   | 23573  | 25252 |
|     |      | アルテック        | 24042 | 28809  | 292   |
|     |      | ゼット          | 24195 | 42543  | 542   |
|     |      | クリヤマホールディングス | 24231 | 35698  | 523   |
|     |      | ナガイレーベン      | 25896 | 13766  | 503   |
|     | 2007 | 泉州電業         | 28551 | 41651  | 1603  |
|     |      | イワキ          | 29696 | 40886  | 1710  |
|     |      | マックスバリュ中部    | 39947 | 51266  | 434   |
|     |      | 大和           | 39716 | 54145  | 922   |
|     |      | ヤマザワ         | 39126 | 118397 | 931   |
|     |      | 南陽           | 86079 | 110041 | 4049  |
|     |      | マルカキカイ       | 29765 | 41022  | 311   |
|     |      | スズデン         | 27126 | 40964  | 365   |
|     |      | ケーユーホールディングス | 25417 | 41439  | 381   |
|     |      | クリヤマホールディングス | 28455 | 41758  | 545   |
|     |      | ダイトエレクトロン    | 27921 | 40890  | 641   |
|     |      | クワザワ         | 32746 | 41072  | 829   |
|     |      | オーハシテクニカ     | 29676 | 76124  | 836   |

| ı        | · .          |        |        |      |
|----------|--------------|--------|--------|------|
|          | フォーバル        | 27818  | 34804  | 837  |
|          | ルック          | 27522  | 52045  | 854  |
|          | ミニストップ       | 105385 | 108880 | 1289 |
|          | エコス          | 34163  | 108591 | 1299 |
|          | シナネン         | 84582  | 243545 | 1338 |
|          | サンリオ         | 83666  | 76625  | 1354 |
|          | サンゲツ         | 136555 | 108579 | 1364 |
|          | 伯東           | 87403  | 265122 | 1365 |
|          | OUGホールディングス  | 82808  | 132619 | 1379 |
|          | 井筒屋          | 86009  | 375022 | 1407 |
|          | デサント         | 80537  | 109006 | 1465 |
|          | ミスミグループ本社    | 83830  | 109944 | 1725 |
| 2008     | 英和           | 20350  | 30446  | 285  |
|          | リックス         | 20072  | 27989  | 501  |
|          | イノテック        | 32230  | 30018  | 653  |
|          | アップルインターナショナ | 20615  | 43112  | 669  |
|          | ル            |        |        |      |
|          | 丸栄           | 52055  | 52477  | 642  |
|          | 三谷産業         | 46514  | 55607  | 960  |
|          | マックスバリュ東海    | 51665  | 127875 | 1001 |
| 2009     | テクノアルファ      | 1942   | 1790   | 33   |
|          | イメージ ワン      | 1932   | 2218   | 41   |
|          | エコグリーン       | 1616   | 1336   | 43   |
|          | ネットワークバリューコン | 1288   | 2470   | 82   |
|          | ポネン          |        |        |      |
|          | あい ホールディングス  | 35968  | 7588   | 742  |
|          | アスモ          | 3837   | 13680  | 650  |
|          | ドウシシャ        | 35906  | 74149  | 657  |
|          | マックスバリュ中部    | 31572  | 70247  | 665  |
|          | クロスプラス       | 40668  | 72708  | 687  |
|          | クワザワ         | 36645  | 75817  | 717  |
|          | フルサト工業       | 41327  | 74740  | 726  |
|          | ベルク          | 35344  | 75278  | 738  |
|          | 堀田丸正         | 5332   | 9926   | 174  |
|          | 蔵王産業         | 10127  | 5248   | 184  |
|          | アゼアス         | 7797   | 9976   | 185  |
|          | タイセイ         | 2200   | 2571   | 47   |
|          | テクノアルファ      | 2269   | 2550   | 62   |
| 2010     | カワサキ         | 5252   | 2134   | 92   |
|          | ベルク          | 70061  | 133108 | 1132 |
| <u> </u> |              |        |        |      |

|       |      | エレマテック       | 66579  | 129405 | 1138 |
|-------|------|--------------|--------|--------|------|
|       |      | ヨコレイ         | 93065  | 124051 | 1148 |
|       |      |              | 87004  | 126609 | 1163 |
|       |      | 丸文           | 131573 | 275661 | 1181 |
|       |      | 日産東京販売ホールディン | 137398 | 129056 | 2161 |
|       |      | グス           |        |        |      |
|       |      | エコグリーン       | 1543   | 1374   | 43   |
|       |      | ビューティ花壇      | 591    | 1889   | 119  |
|       | 2011 | 日本出版貿易       | 6400   | 8126   | 93   |
|       | 2012 | ビーピー・カストロール  | 8301   | 10791  | 27   |
|       | 2013 | ゴールドウイン      | 43444  | 48641  | 1942 |
|       |      | ガリバーインターナショナ | 53253  | 143417 | 1969 |
|       |      | ル            |        |        |      |
|       |      | ムーンバット       | 11579  | 13575  | 253  |
|       |      | キング          | 22103  | 13729  | 254  |
|       |      | SHO-BI       | 13727  | 13781  | 284  |
|       |      | アマガサ         | 5417   | 6149   | 109  |
|       | 2014 | 大阪工機         | 8620   | 15057  | 249  |
|       |      | タビオ          | 8105   | 15258  | 249  |
|       |      | ナガホリ         | 21370  | 14874  | 644  |
| ガラス   | 2010 | トーヨーアサノ      | 15079  | 15632  | 157  |
|       |      | ノザワ          | 21191  | 16288  | 333  |
|       |      | ジオスター        | 18327  | 16111  | 481  |
|       |      | ニッコー         | 13828  | 17063  | 1009 |
| ゴム製品  | 2006 | 桜ゴム          | 10586  | 7800   | 295  |
|       |      | イクヨ          | 15148  | 18198  | 509  |
| サービス業 | 2003 | ピー・シー・エー     | 9451   | 5027   | 249  |
|       |      | ビットアイル       | 4141   | 2531   | 31   |
|       |      | アイロムグループ     | 4263   | 2544   | 51   |
|       |      | サイボウズ        | 2753   | 2661   | 73   |
|       |      | FUJIKOH      | 1549   | 2548   | 79   |
|       |      | アイロムグループ     | 7127   | 3653   | 81   |
|       | 2005 | CEホールディングス   | 4698   | 3490   | 96   |
|       | 2007 | 夢真ホールディングス   | 9311   | 38831  | 1197 |
|       |      | ヒューマンウェブ     | 1105   | 2676   | 88   |
|       |      | キャリアバンク      | 1140   | 3616   | 262  |
|       |      | アートスパークホールディ | 4024   | 2633   | 268  |
|       |      | ングス          |        |        |      |
|       |      | ニフティ         | 29203  | 68701  | 555  |
|       |      | SCSK         | 70839  | 69324  | 1736 |

|        | ı        |               | 1  | 1      |      |
|--------|----------|---------------|--|--------|------|
|        | 2009     | 王将フードサービス     | 53914  | 67287  | 1767 |
|        |          | リスクモンスター      | 10614  | 1102   | 51   |
|        |          | システム・テクノロジー・ア | 1195   | 1015   | 53   |
|        |          | 1             |  |        |      |
|        |          | フィスコ          | 1578   | 1100   | 53   |
|        |          | CRI・ミドルウェア    | 816  | 1033   | 55   |
|        |          | モルフォ          | 1186   | 1012   | 56   |
|        |          | アドバンスト・メディア   | 10638  | 1142   | 56   |
|        |          | アドバンスクリエイト    | 7554   | 6491   | 300  |
|        | 2010     | リソー教育         | 7197   | 6689   | 322  |
|        |          | フルキャストホールディン  | 8747   | 34316  | 519  |
|        |          | グス            |  |        |      |
|        |          | 元気寿司          | 11067  | 23216  | 533  |
|        |          | 東京テアトル        | 35009  | 24228  | 611  |
|        |          | UTグループ        | 8550   | 24106  | 6272 |
|        |          | NJS           | 19277  | 14257  | 528  |
|        | 2012     | サトレストランシステムズ  | 18336  | 25368  | 579  |
|        |          | ツヴァイ          | 4975   | 4298   | 103  |
|        |          | アドバンスト・メディア   | 4987   | 1573   | 105  |
|        |          | 青山財産ネットワークス   | 4698   | 6369   | 122  |
|        |          | アクトコール        | 4567   | 2815   | 142  |
|        | 2014     | UBIC          | 4755   | 4679   | 149  |
| その他の金融 | 2008     | アプラスフィナンシャル   | 1550781  | 111414 | 1517 |
|        |          | あかつきフィナンシャルグ  | 41530  | 9482   | 541  |
|        |          | ループ           |  |        |      |
|        |          | 小林洋行          | 44152  | 9769   | 570  |
|        |          | 日本証券金融        | 5093837  | 50582  | 282  |
|        |          | 九州リースサービス     | 159889   | 27926  | 199  |
|        |          | J トラスト        | 12189  | 3202   | 81   |
|        |          | フィンテック グローバル  | 79021  | 14165  | 112  |
|        |          | アクリーティブ       | 23289  | 2213   | 41   |
|        |          | マネーパートナーズグルー  | 20783  | 2217   | 51   |
|        |          | プ             |  |        |      |
| 不動産    | 2012     | パーク24         | 108935   | 124080 | 1523 |
|        |          | 日本アセットマーケティン  | 329  | 83     | 9    |
|        |          | グ             |  |        |      |
| 倉庫     | 2013     | ムーンバット        | 11579  | 13575  | 253  |
|        |          | キング           | 22103  | 13729  | 254  |
|        |          | SHO-BI        | 13727  | 13781  | 284  |
|        | 2014     | 大阪工機          | 8620   | 15057  | 249  |
|        | <u>I</u> | 1             | <u>ı                                      </u> |        |      |

|        |      | タビオ            | 8105  | 15258 | 249  |
|--------|------|----------------|-------|-------|------|
|        |      | ナガホリ           | 23116 | 14543 | 693  |
| 機器、電気機 | 2003 | ヒラノテクシード       | 15542 | 13615 | 302  |
| 器      |      | 岡谷電機産業         | 11687 | 10258 | 324  |
|        |      | ローランド ディー. ジー. | 11654 | 11278 | 358  |
|        |      | 名機製作所          | 17943 | 12560 | 372  |
|        |      | 赤阪鉄工所          | 12758 | 9392  | 381  |
|        |      | 東亜バルブエンジニアリン   | 10478 | 10466 | 388  |
|        |      | グ              |       |       |      |
|        |      | ワコム            | 11246 | 12325 | 426  |
|        | 2005 | アドテック プラズマ テ   | 4562  | 4097  | 69   |
|        |      | クノロ            |       |       |      |
|        |      | フリージア・マクロス     | 4774  | 5283  | 94   |
|        |      | 中日本鋳工          | 3916  | 4133  | 101  |
|        |      | 石井鉄工所          | 12145 | 6550  | 121  |
|        |      | レーザーテック        | 9580  | 6156  | 122  |
|        |      | ぷらっとホーム        | 7127  | 5568  | 130  |
|        |      | 太平製作所          | 5688  | 4821  | 135  |
|        |      | ヘリオス テクノ ホール   | 5590  | 5943  | 226  |
|        |      | ディン            |       |       |      |
|        |      | サンセイ           | 5390  | 4985  | 307  |
|        |      | 森尾電機           | 6247  | 4485  | 319  |
|        | 2009 | オプテックス・エフエー    | 2823  | 3626  | 68   |
|        |      | RVH            | 4168  | 3071  | 84   |
|        |      | 中日本鋳工          | 5239  | 4833  | 95   |
|        |      | ピクセラ           | 2228  | 5073  | 206  |
|        |      | パルステック工業       | 6603  | 4703  | 314  |
|        |      | 日本抵抗器製作所       | 6565  | 4593  | 380  |
|        | 2011 | アジアグロースキャピタル   | 1510  | 391   | 29   |
|        |      | ダブル・スコープ       | 1591  | 1244  | 50   |
|        |      | パルステック工業       | 4436  | 3236  | 223  |
|        |      | オーイズミ          | 18122 | 6951  | 229  |
|        |      | 森尾電機           | 6036  | 6444  | 277  |
|        |      | TBグループ         | 5445  | 5395  | 288  |
|        | 2012 | 芝浦メカトロニクス      | 52943 | 39359 | 1496 |
|        |      | 大同工業           | 50271 | 33687 | 2054 |
|        |      | キョウデン          | 39208 | 38970 | 2054 |
|        |      | KIホールディングス     | 52976 | 51703 | 2087 |
|        |      | 北陸電気工業         | 36508 | 38719 | 2204 |
|        |      | スター精密          | 51924 | 41654 | 2291 |

|        |      | 日本ピストンリング   | 63973  | 39035  | 2431  |
|--------|------|-------------|--------|--------|-------|
| 建設     | 2005 | 大盛工業        | 6208   | 2836   | 96    |
|        |      | サイタホールディングス | 6371   | 4700   | 124   |
|        |      | ソネック        | 7841   | 9853   | 131   |
|        |      | サイタホールディングス | 7574   | 6012   | 149   |
|        |      | 技研興業        | 8311   | 8637   | 217   |
|        | 2011 | 安藤・間        | 157743 | 224276 | 2416  |
|        |      | 東急建設        | 162893 | 236655 | 2563  |
|        |      | ユアテック       | 163674 | 181984 | 5373  |
|        |      | 東建コーポレーション  | 101707 | 214250 | 5619  |
|        |      | トーエネック      | 161640 | 159280 | 5701  |
| 金属     | 2014 | タツタ電線       | 42174  | 51179  | 707   |
|        |      | CKサンエツ      | 34351  | 48111  | 741   |
|        |      | マルゼン        | 37199  | 40478  | 1171  |
|        |      | オーナンバ       | 34134  | 40556  | 4972  |
| 砿業     | 2005 | 中外鉱業        | 44310  | 14456  | 161   |
| 陸運     | 2007 | ゼロ          | 28190  | 54177  | 1436  |
| 情報通信   | 2007 | 日本通信        | 5364   | 4944   | 152   |
|        |      | フォーバルテレコム   | 5169   | 7740   | 164   |
| 石油石炭   | 2009 | MORESCO     | 10104  | 12854  | 320   |
| 食品     | 2011 | イフジ産業       | 7876   | 11742  | 132   |
|        |      | 増田製粉所       | 7583   | 8461   | 140   |
|        |      | ピエトロ        | 7478   | 10778  | 181   |
|        |      | ヒガシマル       | 8409   | 8879   | 214   |
| その他の製造 | 2008 | アジェット       | 2350   | 964    | 95    |
| 業      |      | マルマン        | 5837   | 6038   | 175   |
|        |      | セーラー万年筆     | 7127   | 6606   | 214   |
|        |      | 光陽社         | 5005   | 5351   | 251   |
|        | 2009 | ニホンフラッシュ    | 8162   | 8068   | 676   |
|        |      | ホクシン        | 10439  | 8392   | 164   |
|        |      | 前田工繊        | 13970  | 12619  | 381   |
|        |      | くろがね工作所     | 14138  | 16166  | 426   |
|        |      | SHOEI       | 11291  | 14995  | 429   |
|        | 2010 | 野崎印刷紙業      | 13527  | 18128  | 567   |
| 繊維     | 2003 | 北日本紡績       | 1987   | 397    | 60    |
|        |      | 新内外綿        | 4243   | 5262   | 75    |
|        | 2007 | 日清紡ホールディングス | 534583 | 379340 | 22304 |
|        |      | 東洋紡         | 495969 | 373066 | 9454  |
|        | 2008 | 新内外綿        | 4056   | 4385   | 78    |
|        |      | 北日本紡績       | 3863   | 1427   | 139   |

|     | 2009 | 帝国繊維       | 16412  | 20909  | 263  |
|-----|------|------------|--------|--------|------|
|     |      | ユニチカ       | 342882 | 217869 | 5025 |
|     |      | クラボウ       | 180705 | 146990 | 5056 |
|     | 2012 | サイボー       | 27326  | 10549  | 199  |
|     |      | オーベクス      | 10389  | 6301   | 244  |
|     |      | クラウディア     | 11668  | 10019  | 794  |
| 小売業 | 2011 | ジェネレーションパス | 770    | 3670   | 29   |
|     |      | ベクター       | 3069   | 3427   | 72   |
| 医療品 | 2007 | 塩野義製薬      | 396999 | 199365 | 5522 |
|     |      | 田辺三菱製薬     | 269048 | 171984 | 4517 |
|     |      | 参天製薬       | 159098 | 100485 | 2409 |
|     |      | 久光製薬       | 141143 | 109791 | 1629 |

# A3 コントロール組の平均リターン明細 (業種別)

| 業種        | 会社数 | 平均年率リタ    |
|-----------|-----|-----------|
|           |     | ーン        |
| 医薬品       | 4   | 0. 096481 |
| 卸売業       | 82  | 0. 066265 |
| 小売業       | 1   | -0. 27903 |
| 繊維製品      | 10  | -0. 27903 |
| 食品        | 4   | 0. 059154 |
| 石油・石炭製品   | 1   | 0. 168081 |
| 情報通信      | 2   | -0.00789  |
| 陸運業       | 1   | -0.04912  |
| 金属製品      | 4   | 0. 022873 |
| 建設業       | 9   | -0. 18419 |
| 電機、機器     | 28  | 0. 18442  |
| 倉庫・運輸 関連業 | 6   | -0.00469  |
| 不動産業      | 2   | 0. 076153 |
| その他製品     | 10  | -0. 23987 |
| その他金融業    | 9   | -0. 35211 |
| サービス業     | 27  | 0. 129526 |
| ゴム製品      | 2   | 0. 00708  |
| ガラス・土石 製品 | 4   | 0. 144617 |

### A4 Google trendより仮説検証の結果

### A4.1 業績の上位企業(企業名 平均超過リターン):

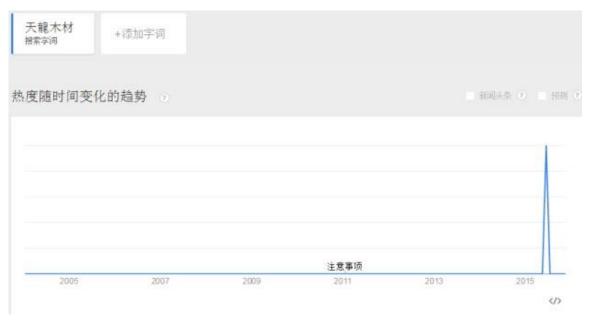


図 15 天龍木材の検査総数の傾向

天龍木材 年間平均リターン:72%

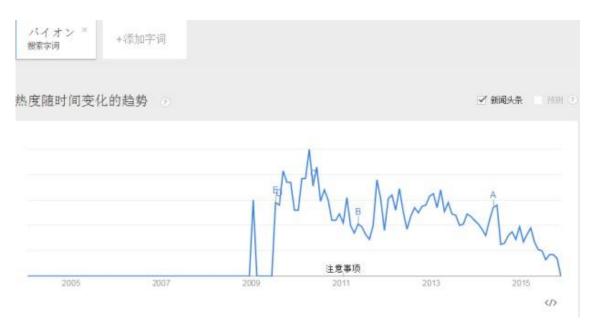


図16 パイオンの検査総数の傾向

パイオン 年間平均リターン:78%

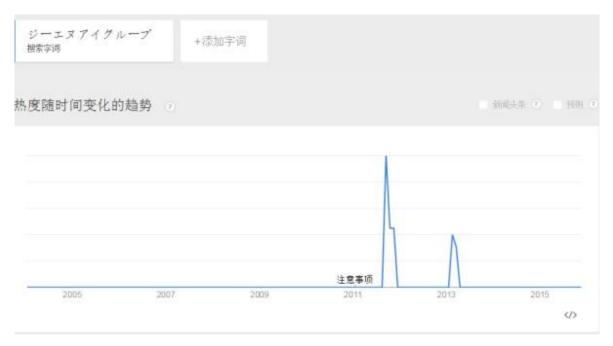


図17 GNI group の検査総数の傾向

GNI 年間平均リターン: group 94%

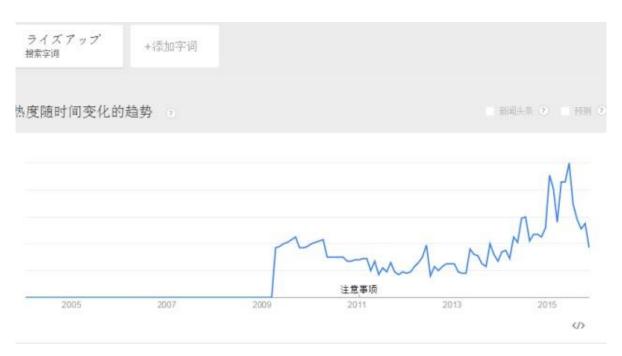


図 18 健康コーポレーションの検査総数の傾向

健康コーポレーション (RIZAP) 年間平均リターン:136%

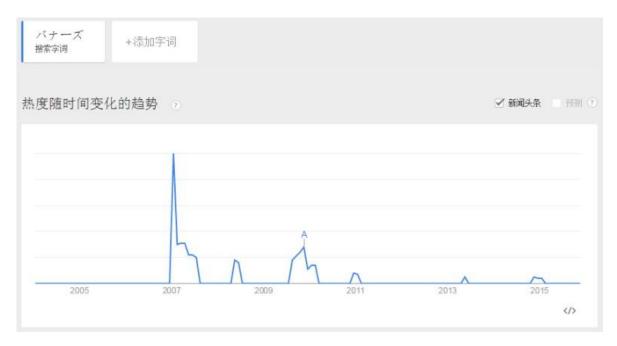


図19 パナーズの検査総数の傾向

バナーズ 年間平均リターン:229%

#### A4.2 業績の下位企業(企業名 平均超過リターン):

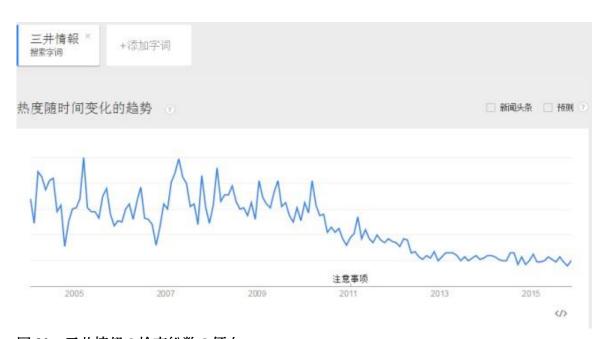


図 20 三井情報の検査総数の傾向

三井情報 年間平均リターン:-79%

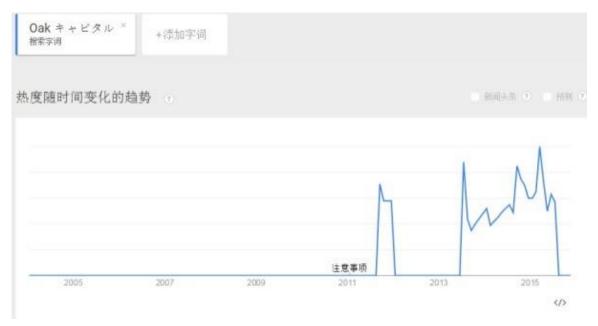


図 21 0ak キャピタルの検査総数の傾向

Oak キャピタル 年間平均リターン:-75%

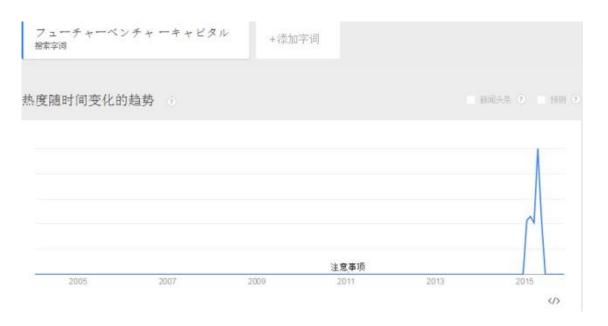


図 22 ジパングの検査総数の傾向

ジパング 年間平均リターン:-56%

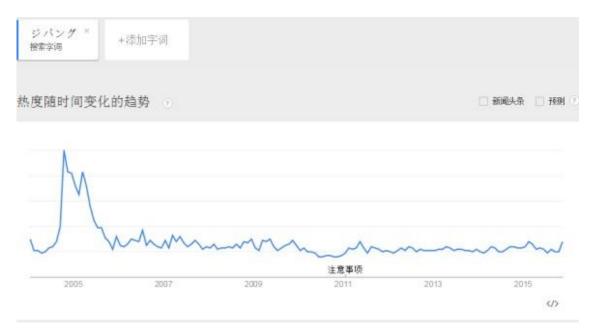


図 23 future venture capital の検査総数の傾向

future venture capital 年間平均リターン:-54%

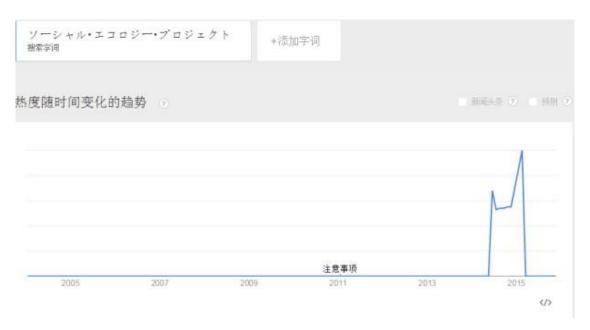


図 24 ソーシャル・エコロジーproject の検査総数の傾向

ソーシャル・エコロジーproject 年間平均リターン:-40%

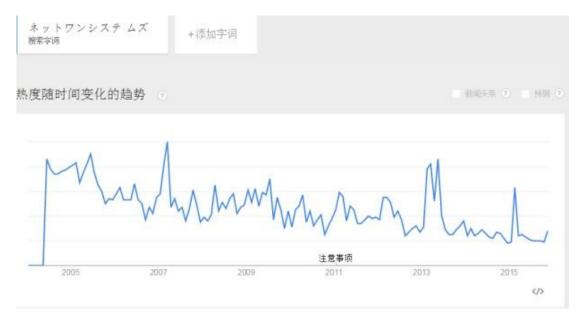


図 25 ネットワンシステンムズの検査総数の傾向

ネットワンシステムズ 年間平均リターン: -34%

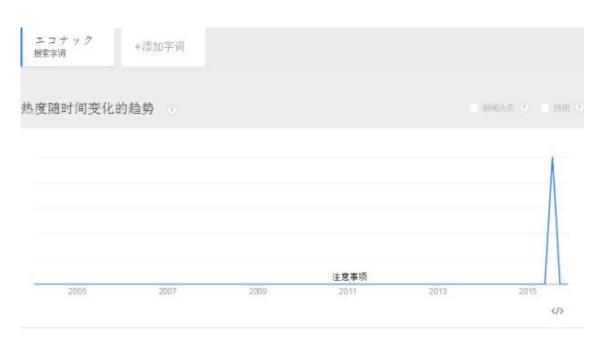


図 26 エコナックの検査総数の傾向

エコナック 年間平均リターン: -32%

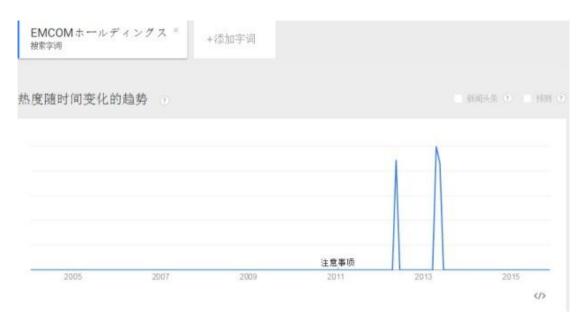


図 27 EMCOM の検査総数の傾向

EMCOM 年間平均リターン: -22%

以上は全部 Google trend を用いる結果である。

最後に本論文研究の作成に関し、お世話になった方々への感謝の意を表したい。

指導教授である高橋大志先生には、本当にお世話になりました。漠然としていた私の問題意識にヒントを下さり、当初研究の方法性に悩んでいた私は、そのお蔭で一歩を踏み出すことができ、今日無事にここに至ることができました。修士論文の指導の他にも、ゼミ中に頂いたコメントを通して、問題分析、統計的な考え方など、多くを学ばせて頂きました。また、私の論文要旨の日本語直しまでしてくれまして、留学生として、感動しました。

副査を引き受けて頂いた小幡績先生、齋藤卓爾に大変感謝しております。そこで先生からアドバイスなどを頂いたことで、挫けずに最後まで研究を進めることができたと思っています。

高橋ゼミの同期、宮内さん、叶さん、伊藤さん、諸さんにも、とても感謝しています。 たくさんの刺激やサポートを頂いて、皆さんの優しさを感じています。

2015年12月 毛 文通