

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	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3101">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3101</a>

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
------	----------	----	-----

## 論文要旨

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)					
<b>背景及び目的</b>					
<p>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。</p> <p>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。</p>					
<b>データ</b>					
<p>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。</p>					
<b>分析結果</b>					
<p>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。</p> <ol style="list-style-type: none"><li>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。</li><li>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。</li><li>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。</li></ol> <p>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。</p>					
<b>今後の課題</b>					
<p>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。</p>					

# 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	RIZAP から導出される仮説.....	28
7.7	仮説の検証.....	28
7.8	事例分析の結果.....	29
第八章	まとめ.....	30
第九章	本論文の限界.....	31
参考文献一覧	.....	32
Appendix	.....	34
A1	全サンプル概要.....	34
A2	全コントロール組の概要.....	42
A3	コントロ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

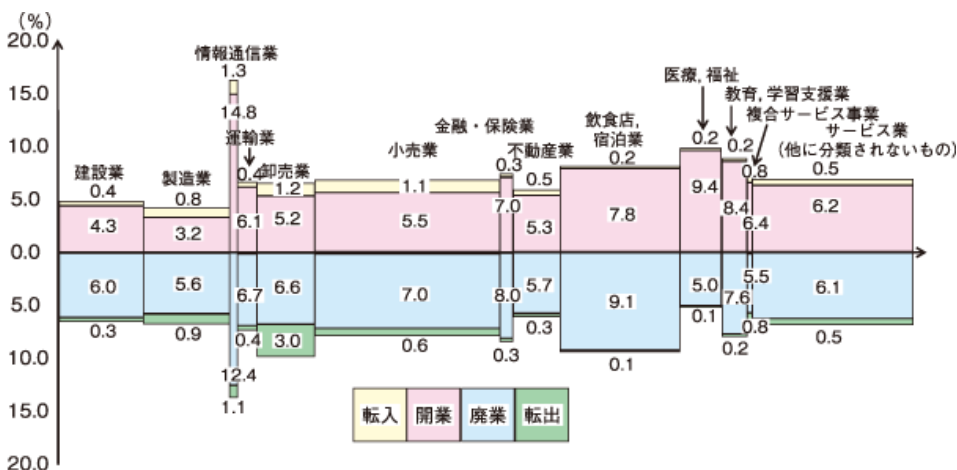
A4.1 業績の上位企業(企業名 平均超過リターン) : .....	49
A4.2 業績の下位企業 (企業名 平均超過リターン) : .....	51
謝辞.....	56

# 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年版中小企業白書の「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

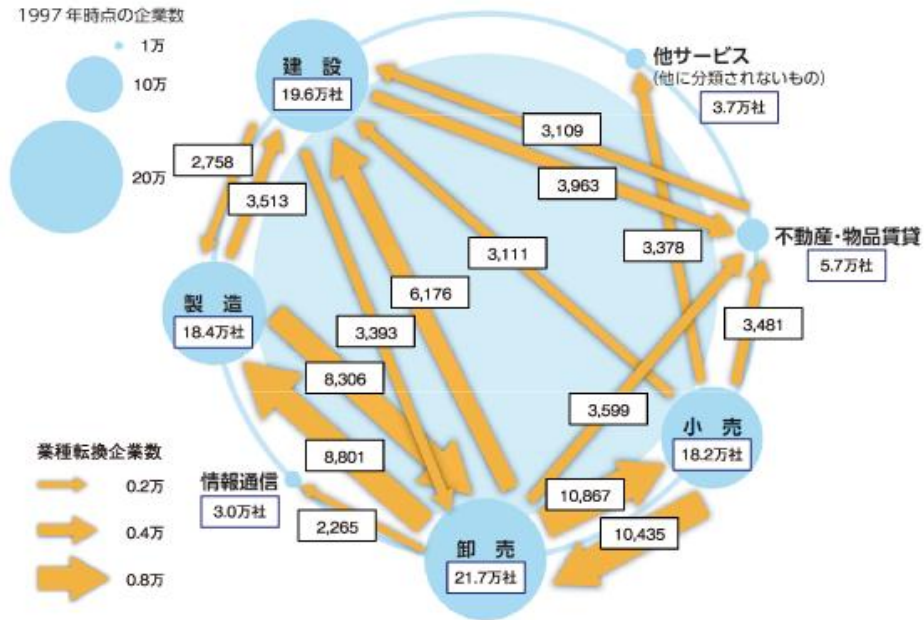
- (注) 1. 横軸は、2004年の全事業所に占める各業種の事業所の割合を表している。
- 2. 鉱業及び電気・ガス・熱供給・水道業は、事業所数が少なく、表示されていない。
- 3. 事業所単位の開廃業は、支所や工場の開設・閉鎖及び移転による開設・閉鎖を含む。
- 4. ここでいう事業所の転出入は、産業大分類間での収入額又は販売額の最も多い業種の転換に基づく。

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)。



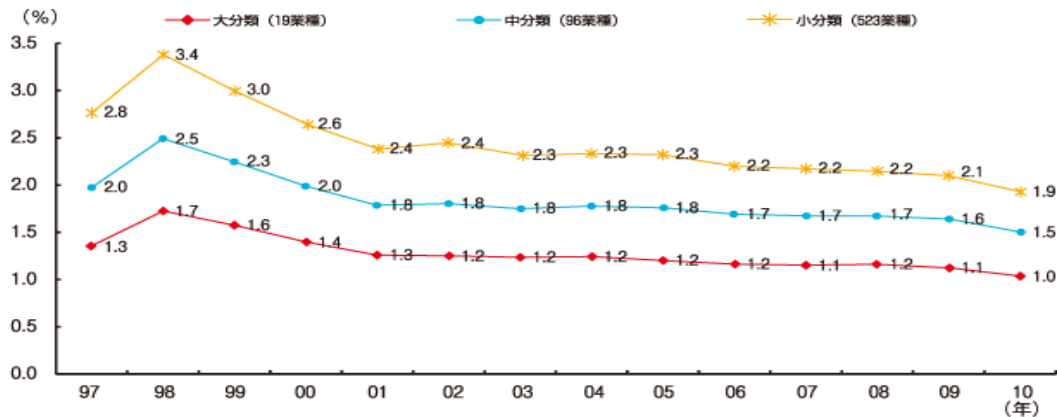
資料：(株)帝国データバンク「産業調査分析 SPECIA」再編加工  
 (注) 1. ここでいう業種転換は、売上高構成比の最も高い業種の転換をいう。  
 2. 2千企業以上の業種転換を矢印で示している。

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)。



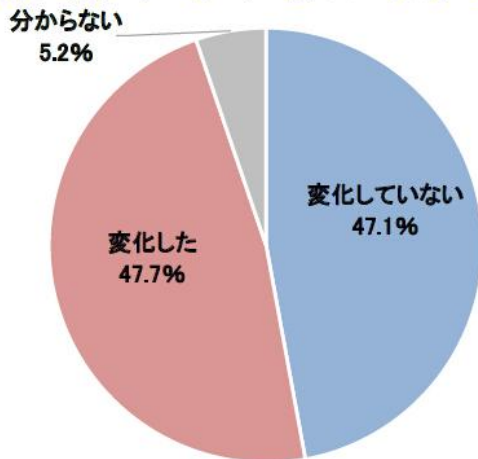
資料：(株)帝国データバンク「COSMOS2企業概要ファイル」再編加工  
 (注) 1. 公務、分類不能の産業及び不明を除いて集計。  
 2. 大分類の「卸売業、小売業」は「卸売業」及び「小売業」と分割して業種転換率を集計している。  
 3. ここでいう業種転換は、売上高構成比の最も高い業種の転換をいう。  
 4. 業種転換率=当該年の業種転換企業数/当該年の期首の企業数。

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



注：母数は有効回答企業1万867社

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、富士フィ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：

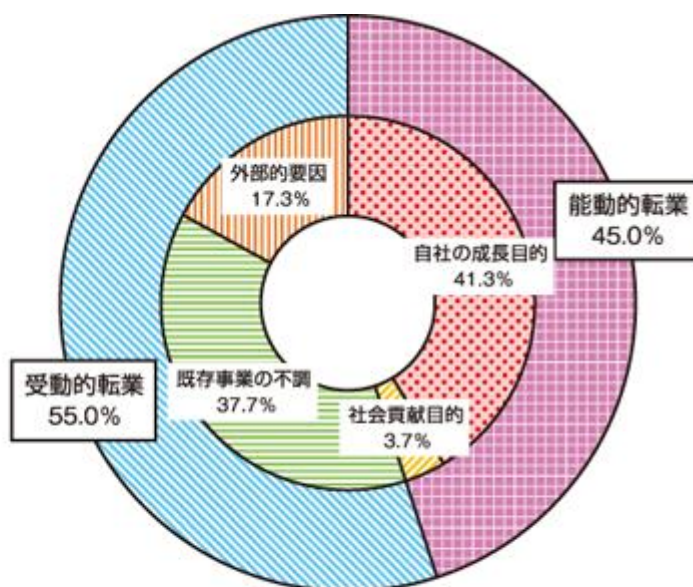
対象者の直近連結会計年度における主要業務（以下「直近主要業務」という。）に含まれる各事業の売上高が、当該対象者が現に所属している中分類項目に含まれる各事業の売上高の合計額に対して、最近2年間の各連結会計年度において、いずれも2倍以上である場合（直近主要業務の売上高の総売上高に対する割合が当該2年間のいずれかにおいて20%以下である場合を除く。次号において準用する）。

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、両国では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逡減し、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、Morcketal（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間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%の範囲ではエンタレチメント効果が、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]

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タレ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。

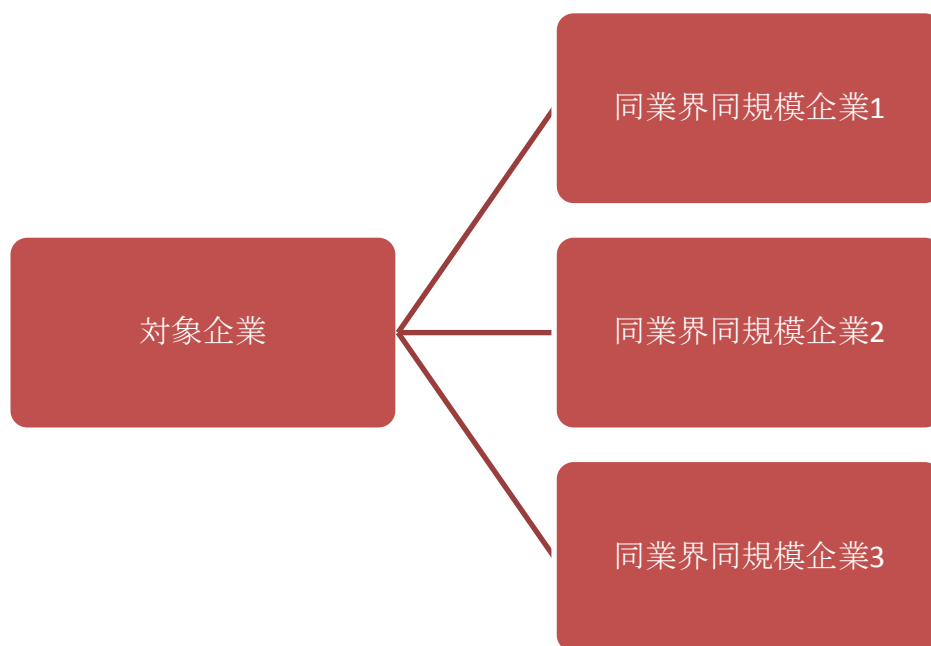


図6 研究手順の説明 筆者より作成

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

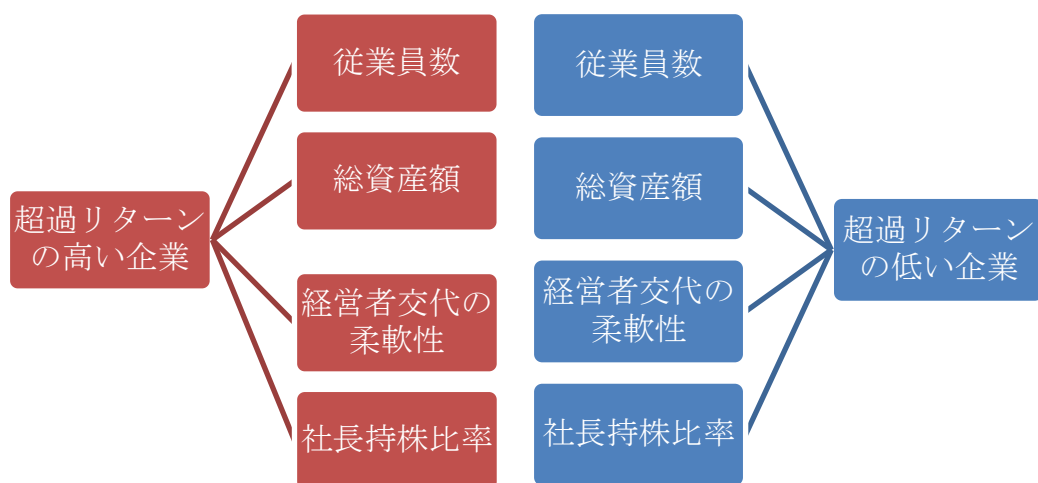


図7 研究手順の説明 筆者より作成

### 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。

$$R_i - R_f = \alpha + \beta (R_m - R_f)$$

$R_i$ : 企業の終値で計算するリターン

$R_f$ : 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

$\alpha$ : 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。

$R_m$ : TOPIX の変化率

## 5.4 平均の差の検定：

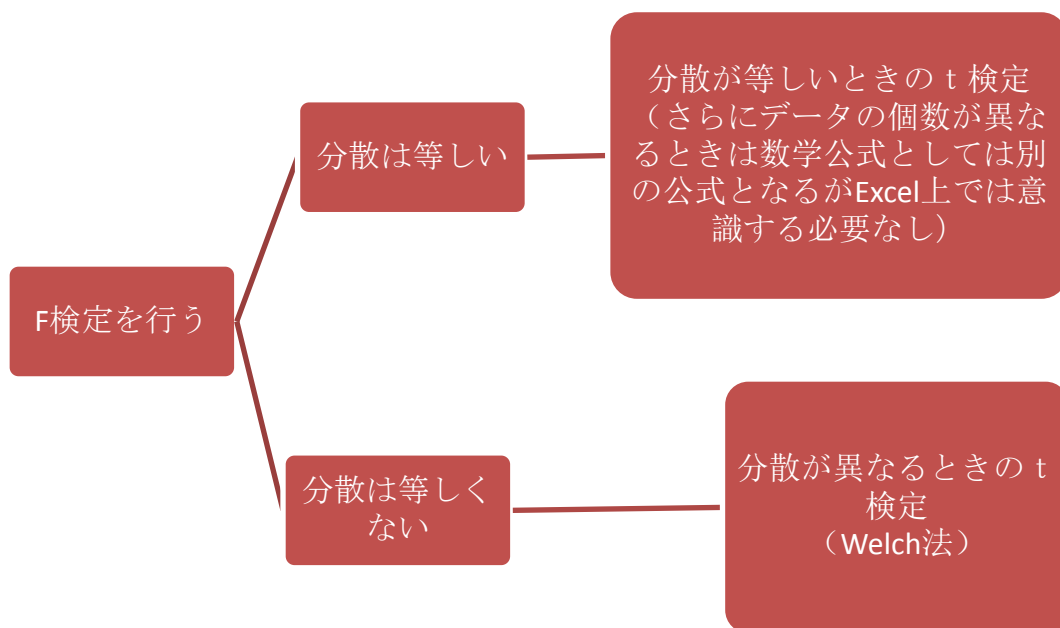


図8 平均の差の検定の流 筆者より作成

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」、「分散が等しくないときの 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)
業種、企業数	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
	鉱業 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 万円)	経営者交代柔 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 定	無意義	無意義	有意義	有意義

#### 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、エンターテインメントの 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イクになった。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。株式会社ジャパングヤルズは OEM 化粧品及び美容機器の販売が堅調に推移し、海外の販路拡大に取り組む。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。エンターテイン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。

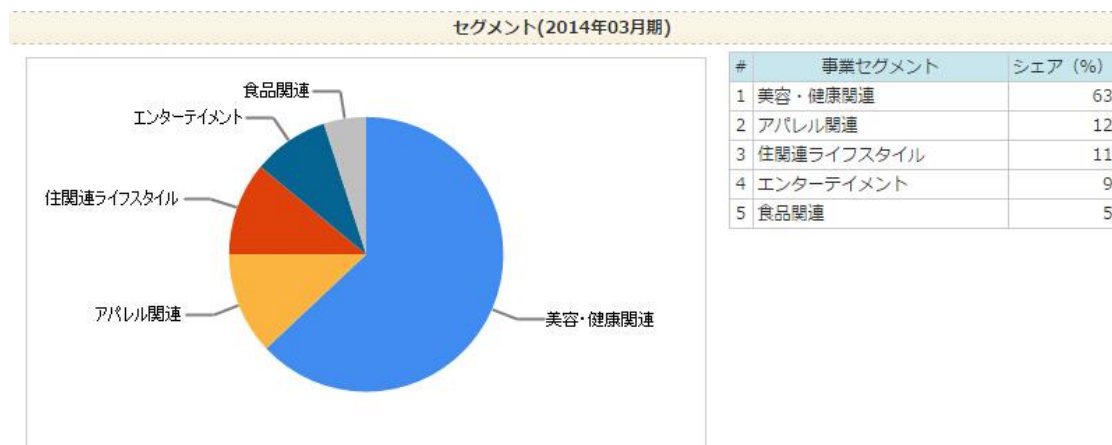


図 10 健康コーポレーションのセグメント情報 出典 eol データベース



## 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」の大ブレイクである。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。

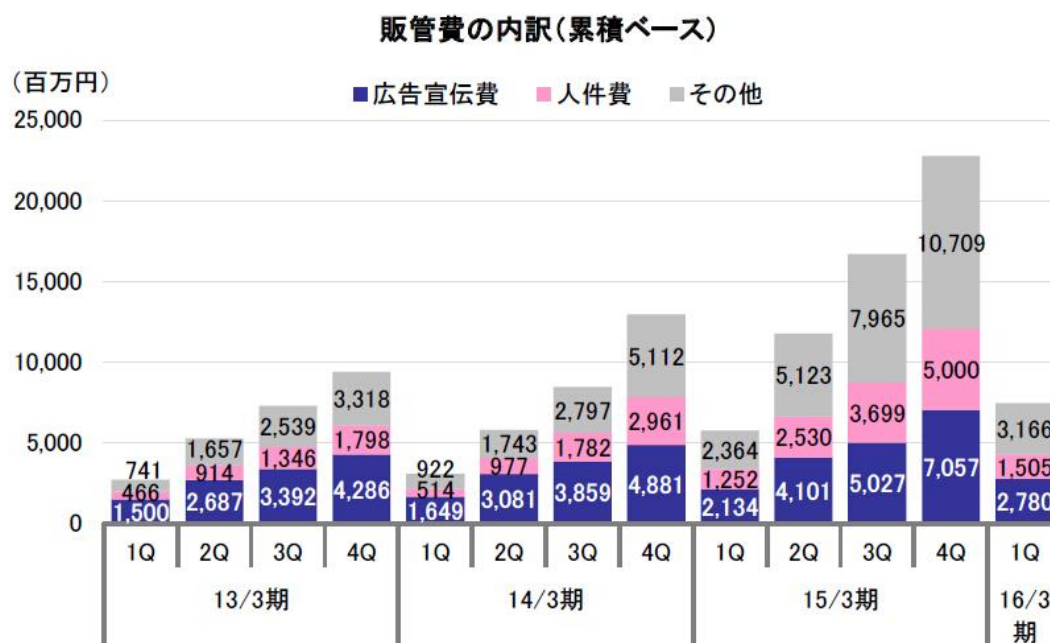


図 11 販管費の内訳 出典 FISCO 企業調査レポート

## 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 フィットネスジム
人件費	15%	20~30%
地代家賃	4%	20%
水道光熱費	1%	10%
設備維持費	1%	5~8%
店舗減価償却費	1%	7~10%

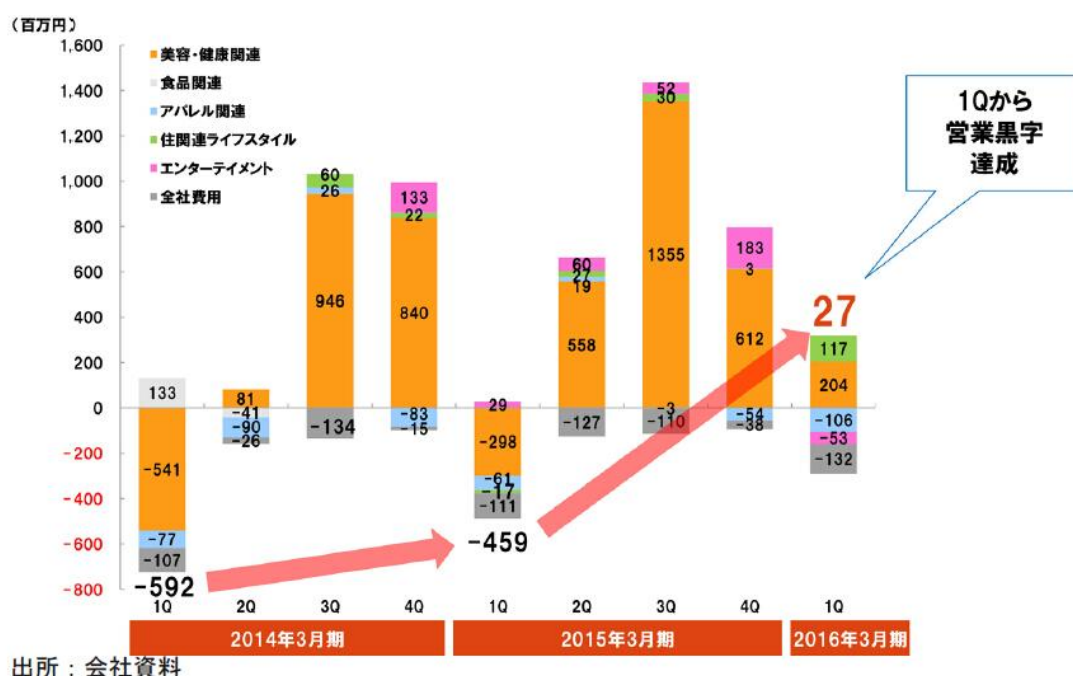


大掛かりな設備が要らず、好立地である必要もないなど、ライザップはコストを抑えやすいビジネスモデル

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、エンターテイン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。



出所：会社資料

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

ここに来て、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、「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月期を例にとると、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」

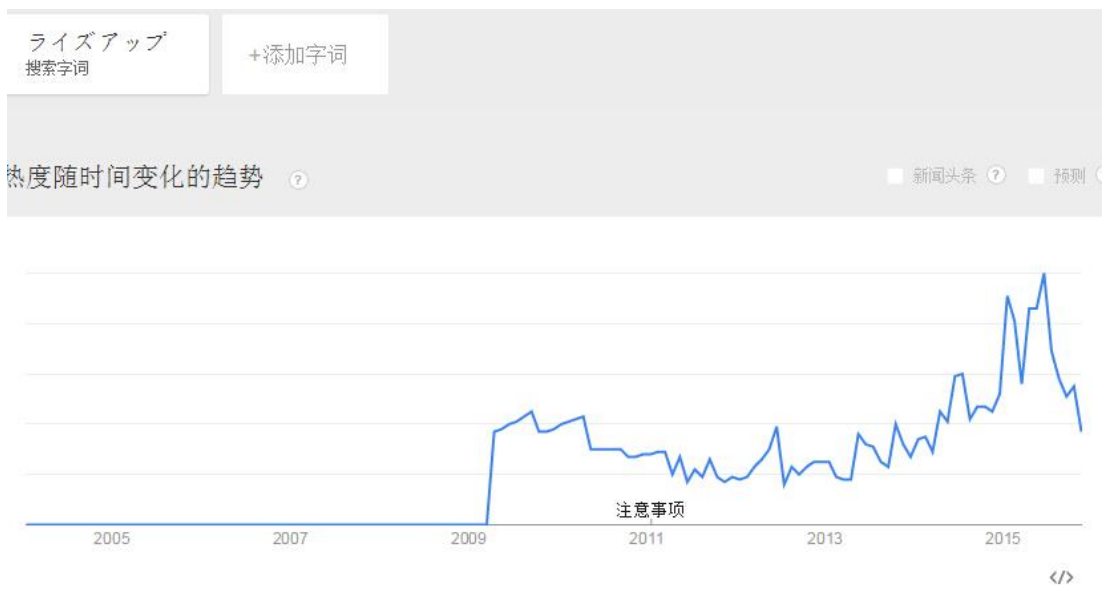


図 14 ネットで検索される頻度を表す Google trend、RIZAP の傾向  
出典：Google trend

## 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、前向きな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に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, corporate 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, agency 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 investigation. *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」 *会計* 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. Management 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 earnings 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

ジーエヌアイグループ	セタ 2008	中央ビルト工業	健康ホールディングス (健康コーポレーション)	アセット・インベスターズ (マーチャント・バンカーズ)	バナーズ	企業名
2160	4670	1971	2928	3121	3011	コード
サービス業	サービス業	建設業	食品	繊維製品	卸売業	現所属業種
医療品	機械	金属製品	化学	サービス業	小売業	新所属業種
東京	JQ	東証二部	札幌	大証二部、福証	東京	上場取引所
3.4		0.2	54.77	25.3	1.1	社長持株比率(%)
1		4	4	3	3	経営者交代の柔軟性 (評点)
4751	4200	7803	7624	3831	4717	資産合計(百万円)
123	75	84	178	10	43	期末従業員数(人)
94%	97%	106%	136%	147%	229%	年率%

パーカーコーポレーション	9845	卸売業	化学	東証二部	2.5	1	24087	573	49%
メッツ	4744	情報通信	不動産業	東証マザーズ	0.6	5	7292	12	49%
ブロッコリー	2706	小売業	その他製品	東京	0.1	4			56%
MAGねっとホールディングス	8073	不動産業	その他金融業	大阪	0.0		3848	6	62%
YOZAN 2008	6830	電機機器	情報通信	JQ			5034	108	63%
昭和KDE 2010	1701	鉱業	電機機器	東証二部			14081	480	68%
天龍木材	7904	その他製品	卸売業	名古屋	0.4	1	13459	128	72%
新立川航空機	5996	機器	不動産業	東京	0.0	4	16927	61	74%
天昇電気工業	6776	電機機器	化学	東証二部	0.2	1	11434	340	76%
パイオン	2799	卸売業	情報通信	大阪	0.13	5	10693	350	78%

ソフト クリエ イト	3371	卸売業	情報通 信	東京	22.11	4				6260	289	33%
日本風 力開発	2766	卸売業	電気・ガ ス業	東京	1.5	1				60714	127	33%
富士興 産	5009	石油・石 炭製品	卸売業	東京	0.0	5				16104	169	34%
総合メ ディカ ル	4775	サービ ス業	小売業	東京	7.5	4				29926	1704	37%
日本マ タイ平 成 21	8042	卸売業	化学	東証一 部						46950	1955	37%
技研興 業	9764	サービ ス業	建設業	東証二 部	0.3	1				9048	250	38%
小僧寿 し本部	9973	卸売業	小売業	店頭	0.1	5				16633	316	38%
日本コ クス 工業	3315	卸売業	石油・石 炭製品	東京	0.01	5				137000	1169	39%
ダイワ ボウホ ールデ イング ス	3107	繊維製 品	卸売業	東京、大 阪	0.2	5				191707	5806	43%
ショー エイコ ーポー ーショ ン	9385	倉庫・運 輸 関連 業	化学	東京	47.0	1				7595	276	44%
プラザ クリエ イト	7502	卸売業	サービ ス業	JQ	0.8	1				10736	170	47%
トライ アイズ	4840	情報通 信	サービ ス業	大阪	1.7	1				7596	108	48%

NEC ネット エスアイ	1973	高見澤	ゲンダイ エイ ジェン シー	三光純薬 (エーデ ィア株式 会社)	ヨンド シーホ ールデ ィング ス	イマジ カ・ロボ ットホ ールデ ィング ス	アイビ ーダ ワ	ムーン バット	オリカ キヤ ピ タル 2009	アイレ ックス	リロ・ホ ールデ ィング	アルビ ス
	5283	ガラ ス・土石 製品	サービス 業	卸売業	卸売業	電気機器	繊維製 品	繊維製 品	サービス 業	電気機 器	不動産 業	卸売業
	5939	卸売業	情報通 信	医薬品	小売業	情報通信	卸売業	卸売業	その他 金融業	情報通 信	サービ ス業	小売業
0.00603	12.0	JQ	大阪	JQ	東京	大阪	JQ	大阪	大証二 部	JQ	東京	名古屋
	1	1	3		0.4	8.29	0.3	1.1		0.0	1.5	2.7
149464	14418	7614	7614	53295	4989	217	5	2	11601	1774	56723	30691
	303	331	331	1852	217	252	5	252	81	383	1033	697
16%	20%	21%	22%	23%	25%	30%	30%	30%	31%	31%	32%	33%







フューチャーベンチャーキャピタル	オメガプロジェクト・ホールディングス(ソーシャル・エコロジー・プロジェクト)	ネットワンシステムズ	エコナック	OSJBホールディングス	ジャレコ・ホールディングス(EMCOMホールディングス)	アルゴグラフィックス	SBIホールディングス	ジャフコ	塩見ホールディングス
8462	6819	7518	3521	5912	7954	7595	8473	8595	2414
その他金融業	情報通信	卸売業	繊維製品	金属製品	その他製品	卸売業	その他金融業	その他金融業	サービス業
証券、商品先物取引業	サービス業	情報通信	不動産業	建設業	不動産業	情報通信	証券、商品先物取引業	証券、商品先物取引業	建設業
大阪	JQ	東証一部	東京、大阪	東京	JQ	東京	東京、大阪	東京	大証二部
6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	3.2	1.8	0.0	2.1
-9	5	2	1	3	5	2	-9	-9	1
20230	3397	84601	3681	39481	6514	20281	1219247	178161	32880
67	21	1389	41	777	23	657	2666	260	1148
-54%	-40%	-34%	-32%	-26%	-22%	-21%	-21%	-18%	-13%

インフォ オース	エヌ・アイ・エフ SMBCベンチャーズ (SMB Cベンチャー ーキャピタル)	オーエ ム計画 (OMソー ラー)	富士通 ビジネス システム 2009	ジェイ・ブリッジ (アジア・アライア ンス・ホールデー ングス)	三井情 報	Oakキ ャピタル	ジパン グ	中央コ ーポレ ーシヨ ン(06)
3144	8458	2401	8092	9318	2665	3113	2684	3207
卸売業	その他金融業	サービ ス業	卸売業	その他金融業	卸売業	その他 金融業	小売業	繊維製 品
情報通 信	証券、商品先 物取引 業	金属製 品	情報通 信	証券、商品先 物取 引業	情報通 信	証券、商 品先 物取 引業	磁業	不動産 業
グリーンジ ー ト	JQ	グリーンジ ー ト	東証一 部	東京	東証二 部	東京、大 阪、名 古屋	大阪	東京、名 古屋
				0.1	0.0	4.1	0.63	
				-9	2	-9	3	
				17900	28009	11609	3261	16857
				811	873	97	21	81
0	0	0	0	-84%	-79%	-75%	-56%	-55%

A2 全コントロール組の概要

業種	年分	企業名	資産合計	売上高	期末従業員数
卸売業	2003	高速	14740	29317	351
		ルネサスイーストン	16263	27193	221
		V T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	173
		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
	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	

		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ル	20615	43112	669
		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ポネン	1288	2470	82
		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

		エレマテック	66579	129405	1138
		ヨコレイ	93065	124051	1148
		イオン北海道	87004	126609	1163
		丸文	131573	275661	1181
		日産東京販売ホールディングス	137398	129056	2161
		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ル	53253	143417	1969
		ムーンバット	11579	13575	253
		キング	22103	13729	254
		SHO-B I	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
		F U J I K O H	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
		アトスパークホールディングス	4024	2633	268
		ニフティ	29203	68701	555
		S C S K	70839	69324	1736

	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・アイ	1195	1015	53
		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グス	8747	34316	519
		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ループ	41530	9482	541
		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プ	20783	2217	51
不動産	2012	パーク24	108935	124080	1523
		日本アセットマーケティング	329	83	9
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

		タビオ	8105	15258	249
		ナガホリ	23116	14543	693
機器、電気機器	2003	ヒラノテクシード	15542	13615	302
		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グ	10478	10466	388
		ワコム	11246	12325	426
		2005	アドテック プラズマ テクノロ	4562	4097
	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 ホールディン		5590	5943	226
	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
		R V H	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
		T B 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	
	K I 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	
鉱業	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	
その他の製造業	2008	アジェット	2350	964	95	
		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	
		前田工織	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) :

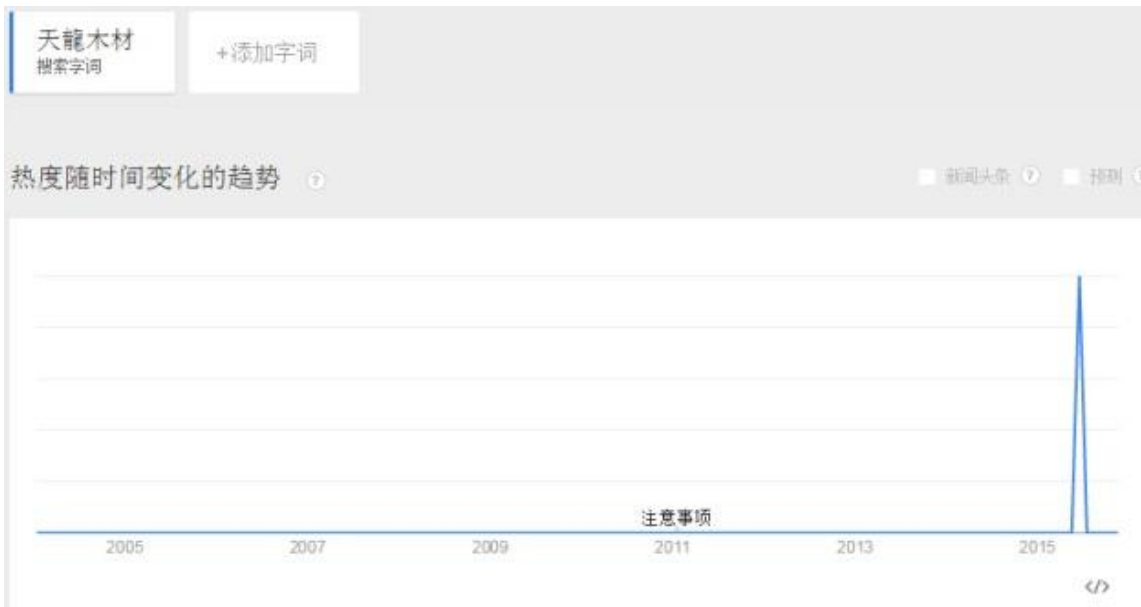


図 15 天龍木材の検査総数の傾向

天龍木材 年間平均リターン : 72%

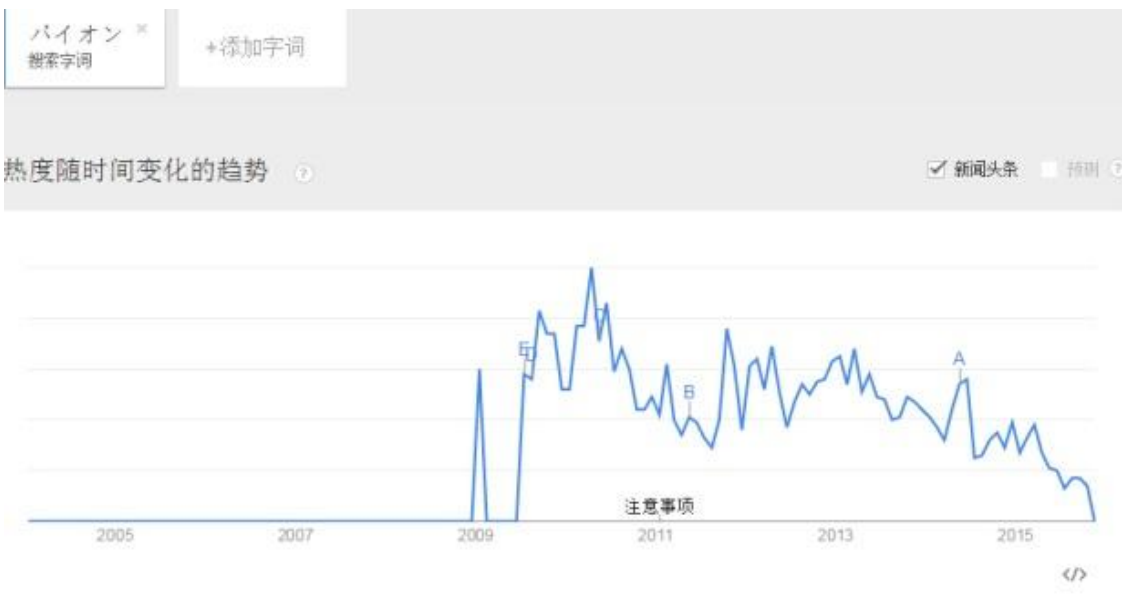


図 16 パイオンの検査総数の傾向

パイオン 年間平均リターン : 78%

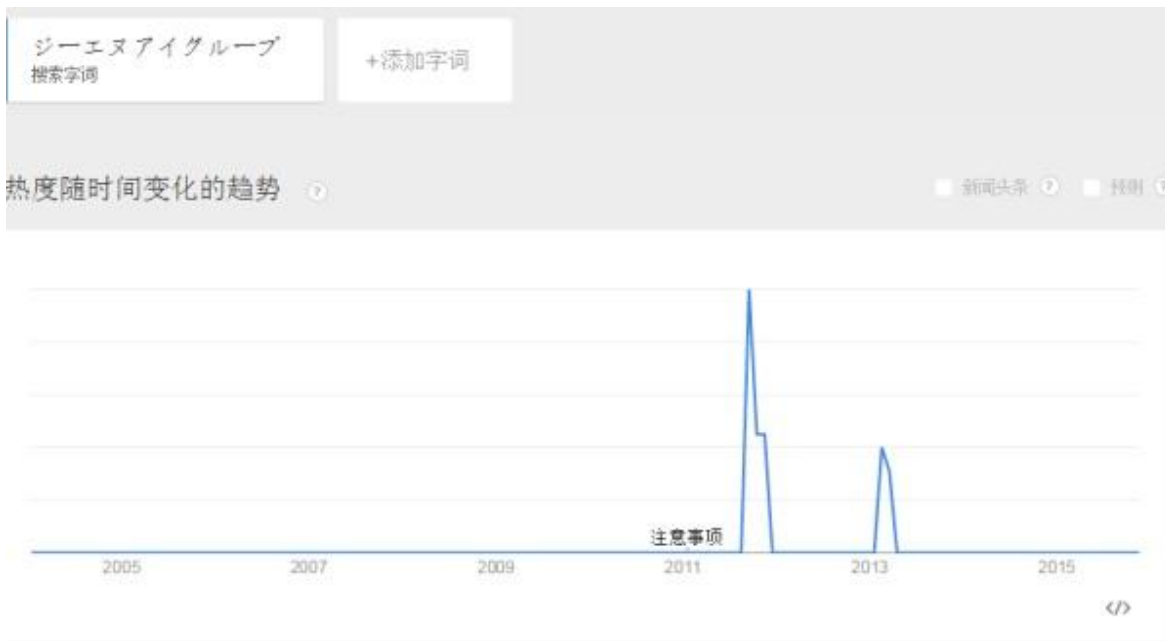


図 17 GNI group の検査総数の傾向

GNI 年間平均リターン：group 94%

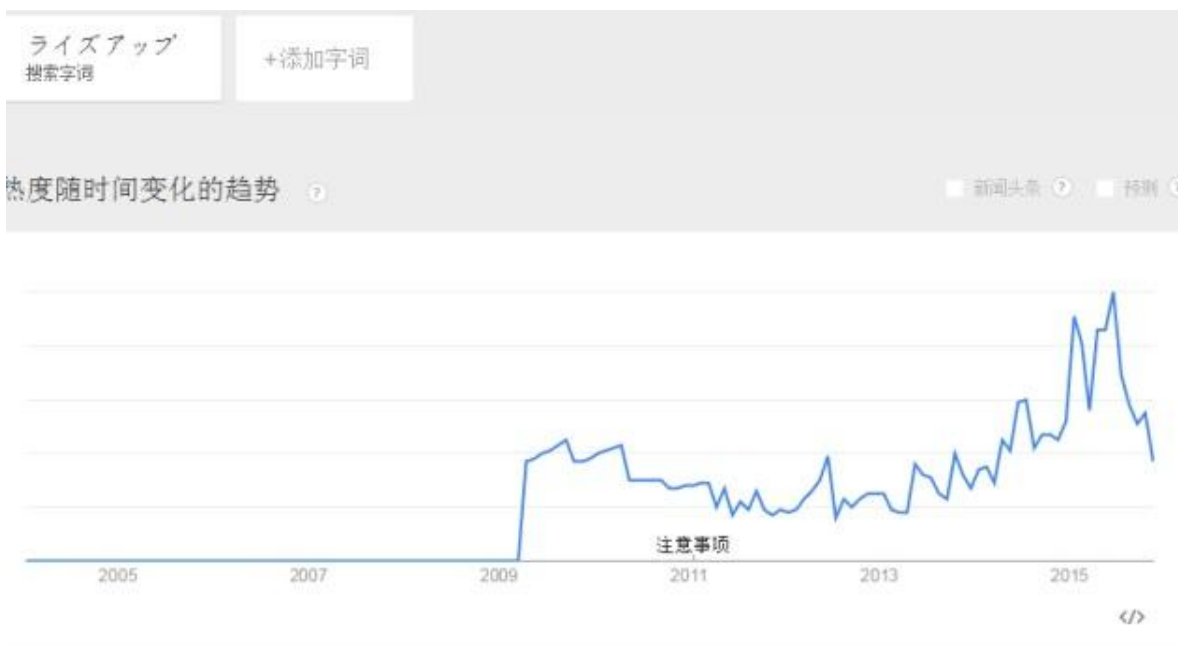


図 18 健康コーポレーションの検査総数の傾向

健康コーポレーション (RIZAP) 年間平均リターン：136%

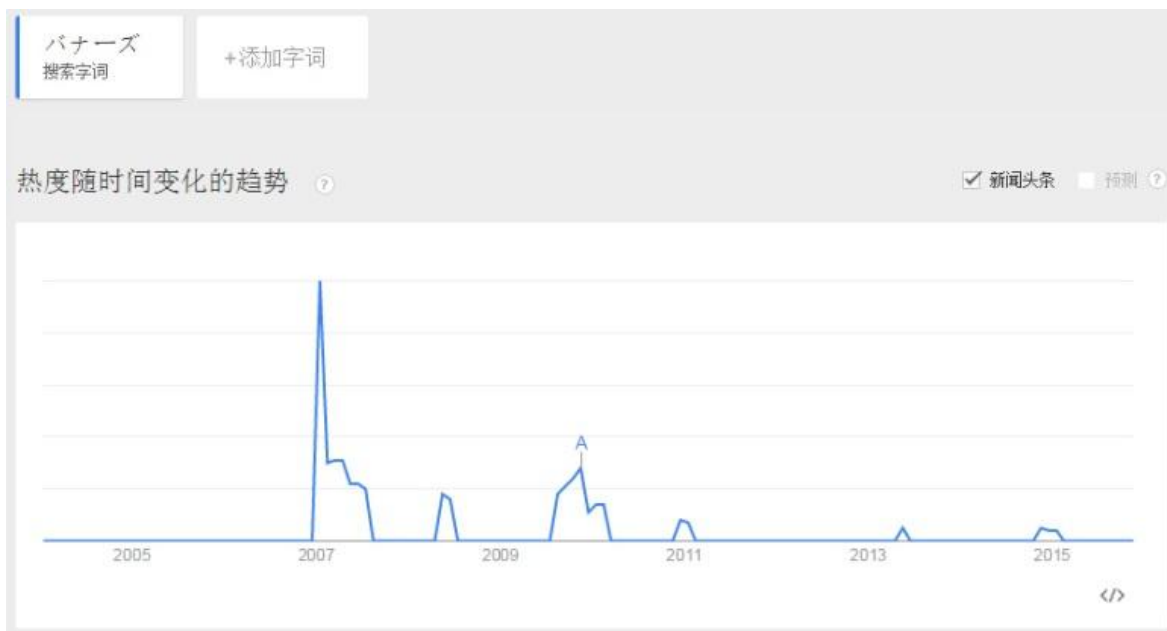


図 19 パナーズの検査総数の傾向  
 パナーズ 年間平均リターン：229%

A4.2 業績の下位企業（企業名 平均超過リターン）：

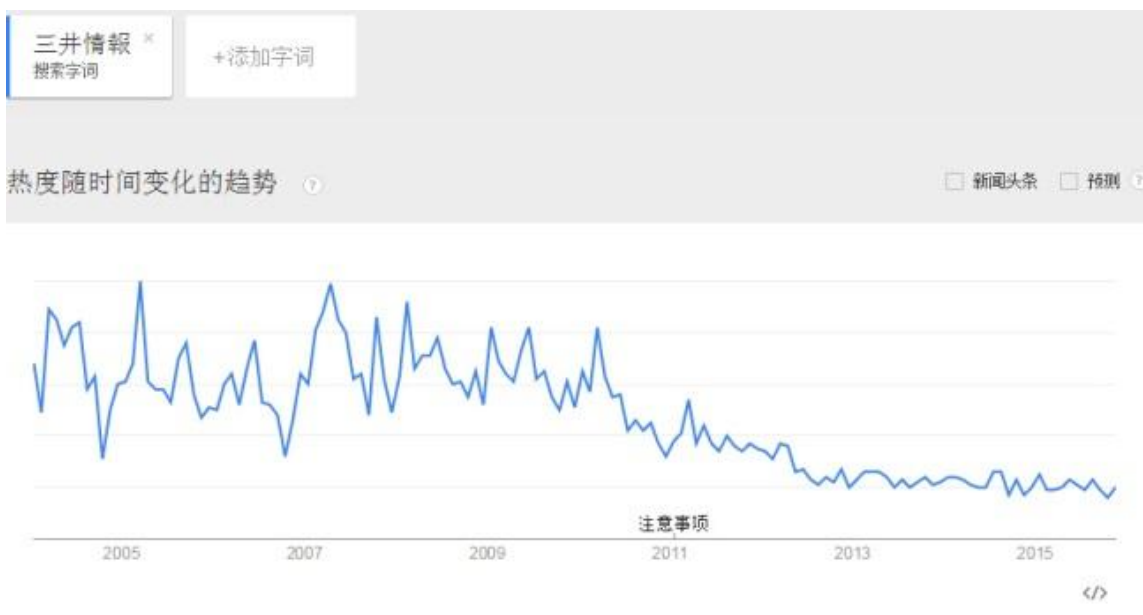


図 20 三井情報の検査総数の傾向  
 三井情報 年間平均リターン：-79%

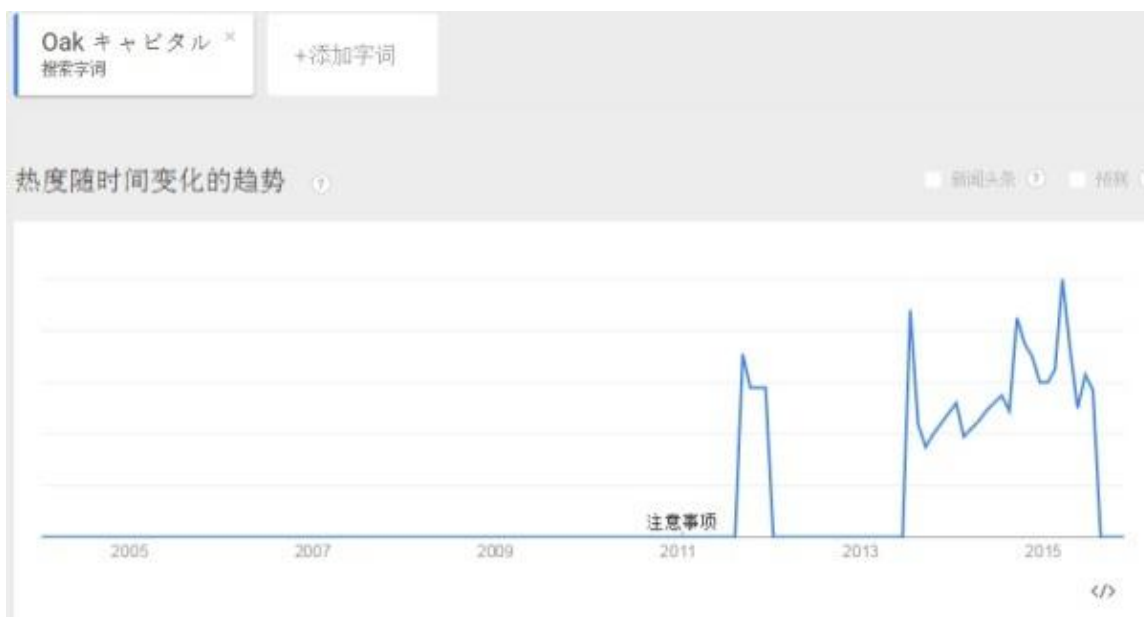


図 21 Oak キャピタルの検査総数の傾向

Oak キャピタル 年間平均リターン：-75%

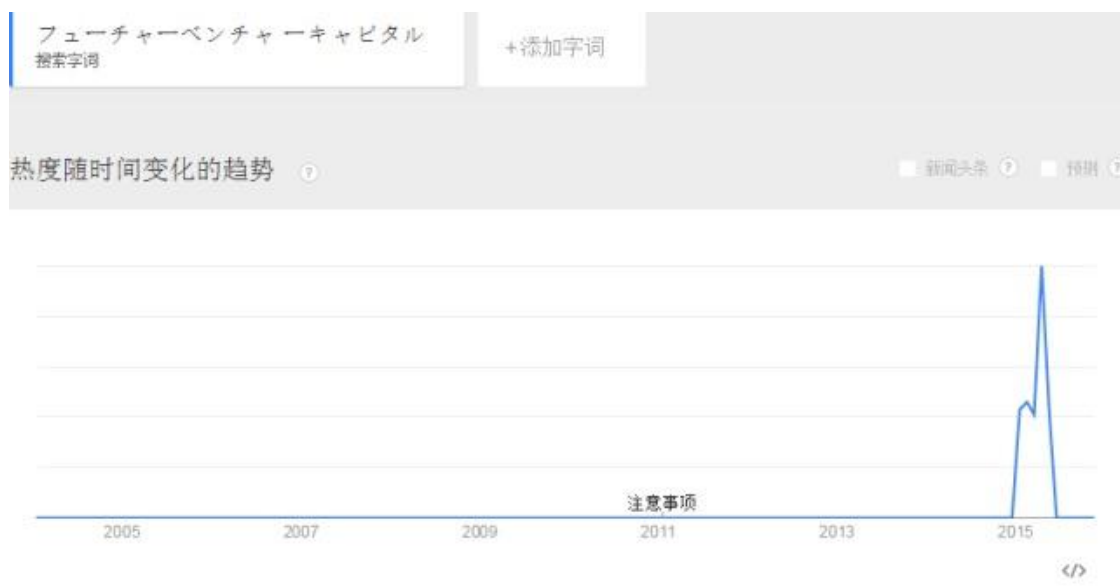


図 22 ジパングの検査総数の傾向

ジパング 年間平均リターン：-56%

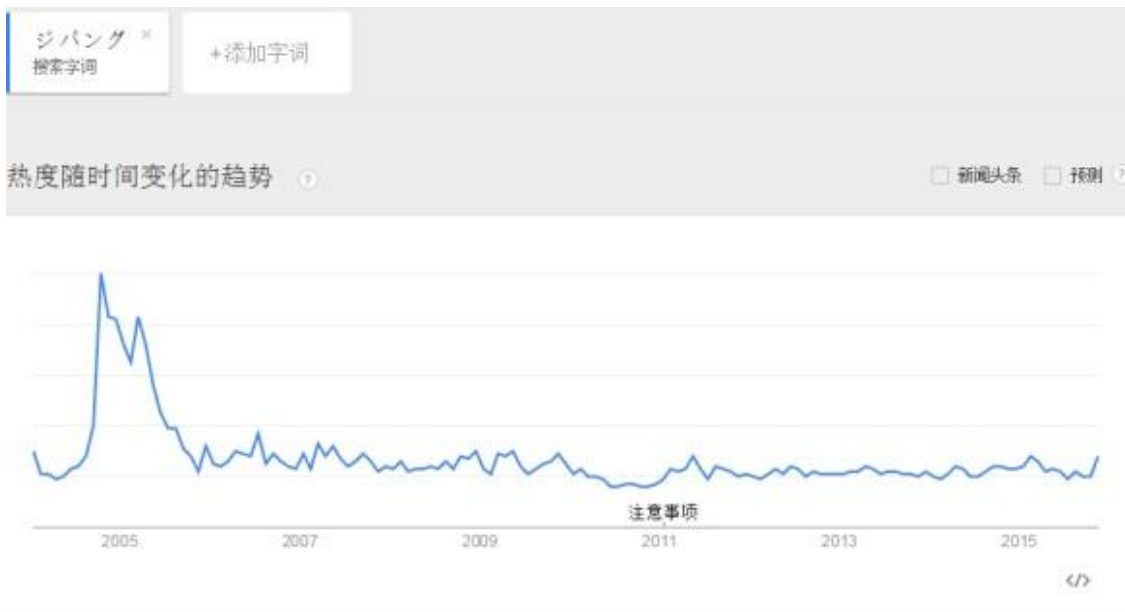


図 23 future venture capital の検査総数の傾向

future venture capital 年間平均リターン：-54%

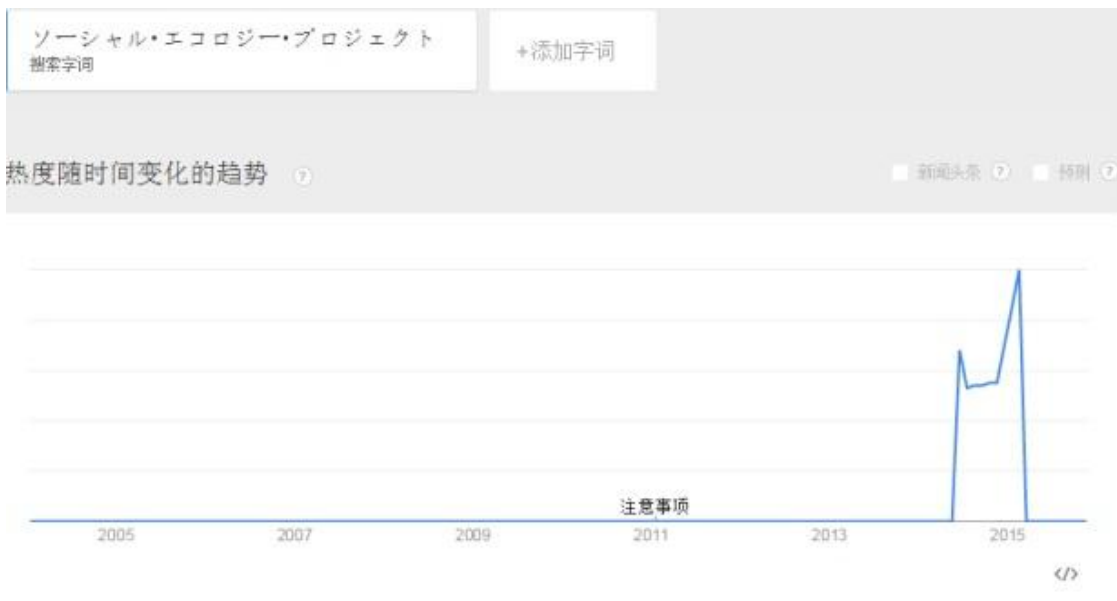


図 24 ソーシャル・エコロジーproject の検査総数の傾向

ソーシャル・エコロジーproject 年間平均リターン：-40%

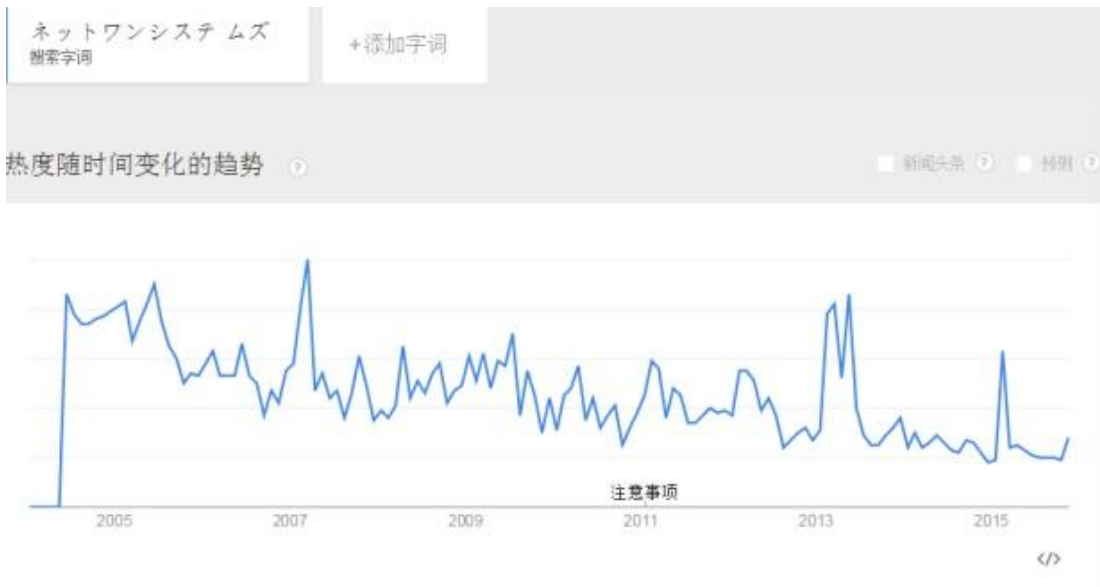


図 25 ネットワークシステムズの検査総数の傾向

ネットワークシステムズ 年間平均リターン：-34%

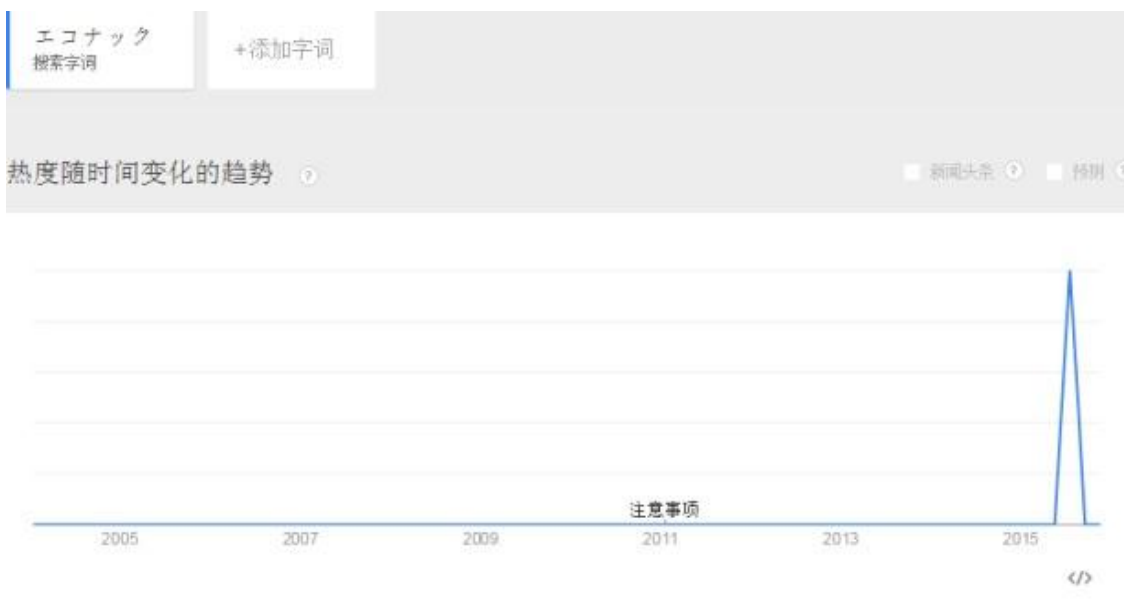


図 26 エコナックの検査総数の傾向

エコナック 年間平均リターン：-32%

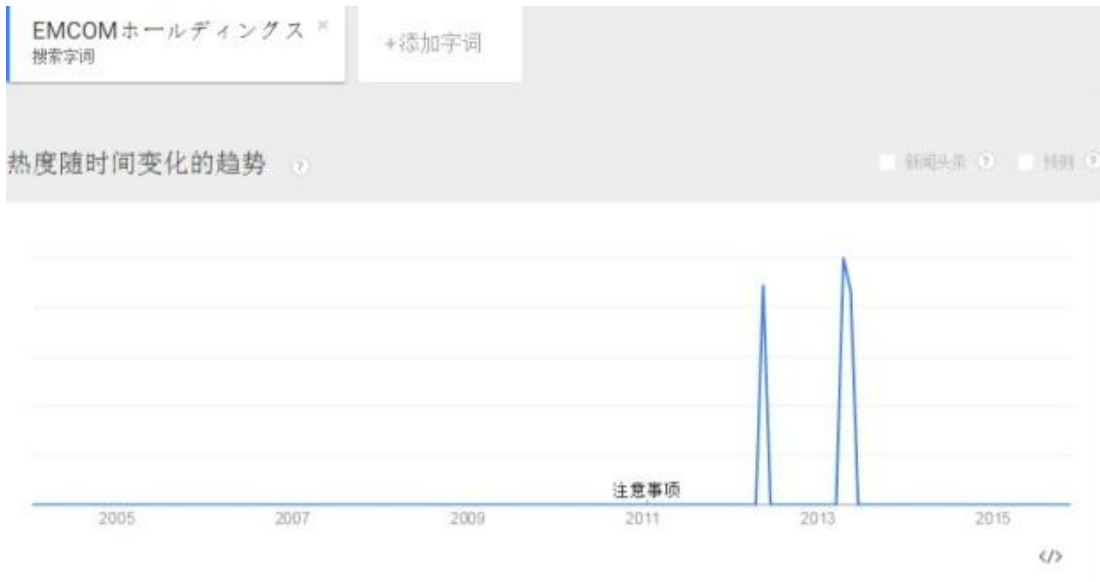


図 27 EMCOM の検査総数の傾向

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。



## 謝辞

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、そのお蔭で一步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