

# 会社事業分散化，再集中が企業価値に及ぼす影響

——アメリカにおける実証研究——

柏 木 敏

## 要 旨

アメリカの企業は60年代から70年代に事業の分散化をすすめていたが、90年代になると事業の再集中に経営方針を転換した。この企業行動の変化はエージェンシー理論によって説明される。企業が事業を拡大した理由は、外部資本市場が未発達であったためである。そこでは、本社が子会社のキャッシュフローを、一元的に管理することによって内部資本市場を形成していた。内部資本市場では、自社の事業を熟知している経営者によって資金が効率的に利用され、投資家と経営者との間の情報の非対称性からくる過小投資問題が克服されていたと考えられていた。しかし、経営者は持株が少ないために、個人的な動機によって事業を拡大しようとする誘因をもっている。外部資本市場が発達すると投資家は、自己のポートフォリオを分散化することができるため、分散化した会社に投資する魅力をもたなくなる。ここに分散化ディスカウントという現象が生じ、会社支配権の喪失を恐れた経営者は、市場の評価にしたがって事業の再集中に向かわざるをえなかった。

## 目 次

- I. はじめに
- II. 経営者の事業分散化動機
- III. 事業分散化と企業価値

- IV. 事業再集中による企業価値の回復
- V. 結 び

## I. はじめに

テークオーバーの1つの機能は、経営者に対して、株主の利益最大化を図る行動をとるよう  
に規律付けすることである。本稿は株主と経営  
者間のエージェンシー問題という側面から、

1960年代から1975年と1980年代の2つのテーク  
オーバー・ブームを考察する。テークオーバー  
の実証研究によれば、ターゲット株主に利益が  
生じる一方で、ビッドャー株主に損失が発生して  
いた。その原因は、ビッドャー側にエージェン  
シー問題が存在しており、企業価値が減じてい  
たためである。2つのテークオーバー・ブーム

の比較を通してこの点を明らかにしたい。

テークオーバーは、株主と経営者との間に生じたエージェンシー問題の1つの解決方法である。また、経営者の支配下にあるフリー・キャッシュ・フローの存在がテークオーバーのターゲットになりやすかったことから、テークオーバーを恐れる経営者がその解消手段としても利用していた。テークオーバーの株主に対する資産効果は、テークオーバー・アナウンスメント時における株式収益率の大きさによって測定される。アメリカにおけるこれまでの実証分析によれば、ターゲット会社の株主には正の収益率がみられたが、ビッダー会社の株主の利益は不安定であった。すなわち、1960年代から1970年までのビッダー会社株主は、テークオーバーによって利益を得ていたが、1980年代になると彼らに損失が生じていたことが発見されている。

経営者は自己の資産を分散化する機会を制約されているために、会社資産を分散化しようという動機をもっている。1960年代のテークオーバーは事業分散化の手段であったが、それは株主価値の極大化を目的にしたものではなく、経営者側の事情によるものであった。しかし、この時期のテークオーバーが株主価値を高めており、事業分散化が株主にとっても利益があったことが示されている。そこでは、事業分散化による内部資本市場の形成にメリットがあったことが指摘されている。しかし、1980年代になると資本市場の発達によって、内部資本市場のメリットが失われ、事業分散化から事業集中化への転機が訪れた。投資家は、事業分散化が企業の株主価値を低下させることを認識するようになった。企業価値の低下はテークオーバーを誘発し、ビッダーによる事業売却によって企業価

値が回復された。

以下では、次の順序で議論を進める。Ⅱ章で、経営者が自らの利益を拡大しようとする誘因をもっており、それが企業価値を低下させることをエージェンシー理論に沿って示す。次に、Ⅲ章で、1960年代のテークオーバー・ブームが、企業の事業分散化を目的としたものであったことを述べる。そして、Ⅳ章で、1980年代のテークオーバーが、事業再集中を目的としたものであり、そこには機関投資家による株主の復権があったことを明らかにする。

## Ⅱ. 経営者の事業分散化動機

テークオーバーがビッダー、ターゲット会社の各株主に与える影響については、数多くの研究が行われており、ある程度の共通認識が形成されている<sup>1)</sup>。それによれば、テークオーバーは株主に利益を与えており、その源泉は合併・買収によるマーケット・シェア増大による独占力から生じたものではなかった。また、債権者から株主への富の移転でもなかった<sup>2)</sup>。これまでに行われた事実発見の概要は次のようであった。

ターゲットにされた会社の株主には、テークオーバー・アナウンスメント前に負の異常収益率が生じていたが、アナウンスメント時にはかなりの正の異常収益率が発生していた。その大きさは公開買付の場合、1970年代で16～30%、1980年代には、53%にもなっていた。公開買付に比べると友好的合併・買収の場合には、異常収益率の値は小さかったが、市場平均よりもかなり高かった。一方、ビッダー会社株主の利益は不安定だった。公開買付の場合、株主の短期的な異常収益率は1960年代には5%を示してい

表1 公開買付アナウンスメント時におけるビッド、ターゲットの異常収益率：1963-1986  
(%)

|        | ビッド       |         | ターゲット     |
|--------|-----------|---------|-----------|
|        | -10日～+20日 | -2日～+1日 | -20日～+10日 |
| 1960年代 | 0.091     | 0.047   | 0.153     |
| 1970年代 | -0.022    | -0.020  | 0.143     |
| 1980年代 | -0.044    | -0.034  | 0.104     |
| 会社数    | 404       | 403     | 356       |

〔出所〕 Jarrell and Poulsen [1994], p. 291, より作成。

たが、1980年代には-1%に低下していた<sup>3)</sup>。また、表1にみられるように、1963-1986年の期間についてみるとターゲット会社株主には、テークオーバー・アナウンスメント前後の30日間に10-15%の収益が生じていた。一方、ビッド会社株主についてみると、1960年代には9.1%の利益が生じていたが、1970年代以降は2-4%の損失が生じていた。

ターゲット会社株主の利益の源泉が、テークオーバー参加者からの富の移転でないとすれば、それはテークオーバー後に会社の経営効率が改善されたことによるものであると考えられる。一方、ビッド会社株主に損失が発生しているにもかかわらず、テークオーバーが行われるのは、それが株主のためではなく経営者固有の動機によって行われているためである。

経営者の個人的動機による株主の利益から独立した裁量行動は、両者の間に存在する代理関係によって発生するエージェンシー問題として理解されている<sup>4)</sup>。会社の所有と経営が分離している現代の株式会社では、経営者は株主の代理人として行動しているが、時として経営者は自己の利益を優先させて株主の利益を損なう場合がある。特に、経営者は企業規模の拡大によって自己の利益を増加させることができる。それらの利益としては、役得、自己の地位の強

化、報酬額の増加、経営者労働市場における経営能力の誇示、あるいは企業内での政治力の強化などをあげることができる。このエージェンシー問題は、経営者の持株比率の大きさによって影響を受ける。

企業規模の拡大は、会社事業の分散化によって行われるが、それは経営者の資産リスク分散化でもある。経営者の資産はストック・オプションのような自社株と人的資本で構成されているから、自己の資産リスクを分散化させようとすれば、会社資産を分散化する以外に方法はない。したがって、会社内にさしあたって有利な投資機会を持たないフリー・キャッシュ・フローが存在していても、経営者はそれを株主に返却しようとせず、常に過大な投資を行おうとする誘引が存在している。こうして、経営者は自分が自由に支配できる経営上の資源を確保すると共に、投資を内部資金で賄うことによって、資本市場からのモニタリングをも回避することが可能になる。その結果、負の現在価値しか持たない投資であっても実行に移され、それによって企業価値の低下が生じることになる。こうした投資先は、生産物市場、要素市場が競争的でない新規事業やレントが存在している事業であって、会社のコア・コンピタンスとは必ずしも関係をもっていない<sup>5)</sup>。

表2 経営者の持株比率と分散化の平均水準：1984

| 持株比率% | 企業数 | 複数事業部をもつ会社の比率 | 事業部数 | SIC<br>コード数 | ハーフィンダール指数<br>(資産ベース) | ハーフィンダール指数<br>(収益ベース) |
|-------|-----|---------------|------|-------------|-----------------------|-----------------------|
| 0～1   | 214 | 0.79          | 3.0  | 5.3         | 0.59                  | 0.60                  |
| 1～5   | 214 | 0.60          | 2.5  | 4.3         | 0.68                  | 0.68                  |
| 5～10  | 142 | 0.59          | 2.3  | 4.0         | 0.69                  | 0.70                  |
| 10～15 | 108 | 0.57          | 2.3  | 3.7         | 0.71                  | 0.72                  |
| 15～20 | 58  | 0.60          | 2.1  | 3.6         | 0.73                  | 0.73                  |
| 20～25 | 57  | 0.46          | 1.9  | 3.2         | 0.78                  | 0.79                  |
| 25～   | 140 | 0.39          | 1.9  | 3.2         | 0.81                  | 0.81                  |

〔出所〕 Denis et al. [1997], p. 141.

経営者の持株比率が低い場合、彼らの浪費を他の株主に負担させることが出来るため、さらに過大な投資が行われることになる。投資のための資金調達が増資で賄われると、経営者の持株比率はさらに低下し、浪費が助長され会社の分散化がますます進むことになる。一方、経営者の持株の増加は、自分の浪費を自分で負担することになり、会社の分散化は抑制される。しかし、経営者の持株比率がある限度を超えて大きくなると、彼らの資産が自社に集中しすぎるため、資産の分散化を図ろうとするようになる。この資産の分散化は、会社自体を分散化することによって成し遂げられる。

経営者の持株比率と企業の事業分散との関係は表2によって知ることができる。表2から、経営者の持株比率が小さいほど会社の事業部数が多く、持株比率が増加すると事業部数が減少していくことがわかる。また、事業集中をあらわすハーフィンダール指数も、経営者の持株比率とともに増加している。更に、標準産業分類（SIC）コード数をみると、事業部数の増加が事業分散化に対応していることがわかる。持株比率の増加は、経営者からすれば分散不可能な資産の増加であるから、経営者持株比率と事業

分散との間には、非線形的な関係が存在していることが予想される<sup>6)</sup>。Denis et al. [1997]の推定によれば、持株比率が50%以上になると事業の分散化は減少から増加に転じる。しかし、彼らのデータでは経営者の持株比率の平均値は11.7%にすぎなかった。したがって、全体としてみれば、経営者の持株比率と事業分散化との間には反対方向の関係があると考えて差し支えないであろう。

表3は、1961～1970年における合併309件の会社支配形態と合併型との間の関係を示している。表3は経営者支配型企業になるほど合併回数が多く、しかも、コングロマリット型合併を行う傾向が大きいことを示しており、経営者が事業の分散化行動をとっていることがわかる。また、Amihud and Lev [1981]の分析によれば、経営者支配型企業の方が、所有者支配型企業よりもコングロマリット型合併を行っていた。

事業分散化は、経営者の金融資産だけでなく、人的資本のリスク分散化を目的としても行われている。Shleifer and Vishny [1989]によれば、経営者は、自分の地位を強化するために、テークオーバーによって事業分散化を

表3 会社支配の型と1社あたり平均合併回数：1961-1970

| 合併の型     | 会社支配の型             |                      |                    | 平均<br>合併回数 |
|----------|--------------------|----------------------|--------------------|------------|
|          | 経営者型 <sup>1)</sup> | やや所有者型 <sup>2)</sup> | 所有者型 <sup>3)</sup> |            |
| 水平       | 0.099              | 0.061                | 0.098              | 0.091      |
| 垂直       | 0.153              | 0.182                | 0.049              | 0.146      |
| コングロマリット | 1.104              | 0.773                | 0.360              | 0.935      |
| 合 計      | 1.356              | 1.016                | 0.507              | 1.172      |

(注) 1) 発行済株式を10%以上保有する大株主がいない

2) 発行済株式を10~29.9%保有する大株主がいる

3) 発行済株式を少なくとも30%保有する大株主がいる

〔出所〕Amihud and Lev [1981], p.612, table 1より作成。

行っている。そこで行われる投資は、経営者特殊なものであって、別の経営者が取って代わることができないものである。したがって、分散化を目的としたテークオーバーは、経営者の雇用リスクを減少させている<sup>7)</sup>。

事業分散化は、経営者の人的資本を含めた資産リスクを軽減させるだけでなく、彼らの経営者としての能力のシグナルでもあり、報酬増加機会を提供している。買収により企業規模を拡大させた経営者ほど、その能力が高いとみなされ、別の会社の取締役役に迎えられる傾向があることは Avery et al. [1998] によって発見されている。彼らの調査では、1986~1991年の期間で、最高経営責任者（CEO）346人のうち、買収を行わなかった CEO は215人で、そのうち58人（27%）が別の会社の取締役役に就任していた。一方、買収を行っていた CEO 131人のうち54人（41%）が他社の取締役役に就任していた。さらに、買収を行った CEO が外部取締役役に就任する確率は12.6%だったと推定されている。また、企業規模の拡大あるいは事業部数が増加するほど経営者の報酬が高くなることも実証されており、この関係が企業、産業、国、期間を超えた普遍的なものであると主張されている。

### Ⅲ. 事業分散化と企業価値

表1で示されているように、1960年代のテークオーバーに対して株式市場は積極的な評価を与えていた。それはテークオーバーが経営者の事情から行われていたのにもかかわらず、株主の利益が損なわれていなかったことを示している。この時期は第3次合併ブームと呼ばれており、その特徴は合併・買収による企業のコングロマリット化だった。表4にみられるように、1965~1975年の間に行われた合併の80%が、コングロマリット型の合併であったことがこれをあらわしている<sup>8)</sup>。新規事業に進出するためには、会社内での事業部の新設するか、あるいは、当該分野において、既に操業している会社を買収しなければならない。表5は、新規事業展開821件のうち589件、約71%が買収、あるいはそれに関係したものであった<sup>9)</sup>。

表1によれば、この時期のビッダー会社の株主に5%の異常収益率が生じており、この時期に、分散化のメリットがエージェンシー・コストを上回っていたことを示している。Williamson [1970] は、分散化のメリットを、M

表4 合併タイプ別の比率

(%)

| 合併タイプ      | 1956～63 | 1963～72 | 1973～77 |
|------------|---------|---------|---------|
| 水平合併       | 19.2    | 12.4    | 15.1    |
| 垂直合併       | 22.2    | 7.8     | 5.8     |
| コングロマリット合併 | 58.6    | 79.8    | 79.1    |
| 合 計        | 100.0   | 100.0   | 100.0   |

(注) 大規模非金融会社合併において買収された資産額の比率

〔出所〕Ravenscraft and Scherer [1987], p. 23.

表5 会社分散化の方法：1950～75

| 新規事業部展開方法 | 件 数 |
|-----------|-----|
| 内部成長      | 191 |
| 内部成長+買収   | 11  |
| 買 収       | 578 |
| そ の 他     | 41  |
| 合 計       | 821 |

〔出所〕Ravenscraft and Scherer [1987], p. 34.

型構造という多事業部制の企業組織によって説明した。この企業組織では、各事業部は総合本社によって統括されている。総合本社は各事業部の業績をモニターして、収益性の高い事業部から順に資金を割り当てている。こうして、総合本社による資金配分は、あたかも資本市場と同等の機能を果たしており、内部資本市場と呼ばれている。内部資本市場は、取引コスト、各事業部に対する経営者の情報の優位性などによって、過小投資を回避する事ができることから外部資本市場よりも効率的であると考えられている<sup>10)</sup>。

1960年代の事業分散化が株主の富に及ぼす影響は、Matsusaka [1993], Hubbard and Palia [1999] によって分析されており、表1と同様に、この時期に異常収益率が生じていたことを発見している。Matsusaka [1993] は、テークオーバーを分散化を目的とした買収67件と関連事業分野での買収132件にわけて、

それぞれのビッダー株主の収益率が1.2%, 0.3%であったことを発見した<sup>11)</sup>。一方, Hubbard and Palia [1999] は、392件のテークオーバーのうち分散化を目的としたケースについて、テークオーバー・アナウンスメント前後の11日間に平均0.2%の異常収益率を、また、関連事業分野での買収の場合には1.6%の異常収益率が発生していたことを発見しており、Matsusaka [1993] とは異なる結果となっていた。

事業の分散化の目的が内部資本市場の構成にあるのではなく、企業業績の悪化によって新規事業への参入が促されていた可能性も考えられる<sup>12)</sup>。しかし, Hubbard and Palia [1999] は、ビッダー266件とターゲット208件のテークオーバー前のq値を比較したが、それぞれ1.83, 1.35でほとんど差がなかった。テークオーバーを行わなかった会社との比較はないが、少なくとも、分散化を行った会社に業績の悪化はみられなかった。

次に、役員の留任率をみてみよう。ターゲット会社の経営非効率率がテークオーバーの原因であるならば、テークオーバー成功後にターゲット会社の役員は解雇され、新たな経営者に会社が委ねられるはずである。Matsusaka [1993], Hubbard and Palia [1999] のどちらの分析も役員留任率が87%, 86%と高い値

を示していた。これらの結果は、1960年代の  
テークオーバーの成果が、経営者の規律付けで  
はなかったことを示している。

分散化の利益の源泉が、内部資本市場のメ  
リットによるものであったのかを次に検討す  
る。内部資本市場仮説は、資金に余裕がある  
ビッダー会社が、資金が逼迫しているターゲッ  
トを買収して、擬似的な資本市場を構築してい  
ることを示している。Hubbard and Palia  
[1999] は、資金の余裕度を配当性向で表し、  
ビッダー会社の配当性向は平均よりも高く、一  
方、ターゲット会社のそれは平均よりも低いと  
き、ビッダー会社の株主の収益率が高くなる  
という仮説をたてた。

Hubbard and Palia [1999] の推定結果  
によれば、資金に余裕があるビッダーが、資  
金の逼迫しているターゲットを買収したとき、  
ビッダー株主の収益率が18.6%も増加してい  
た。また、配当性向が全ビッダーの中央値よ  
りも高いビッダーが、全ターゲットの中央値  
より配当性向が高いターゲットを買収した場  
合にも、ビッダー株主に17.6%の収益率の増  
加がみられた。ところが、配当性向が中央値  
よりも低いビッダーが行った買収は、ターゲッ  
トの配当性向が中央値より高い場合で2.7%、  
低い場合で-1.8%の収益率を示していた。こ  
うして、内部資本市場の有効性が確認されたわ  
けである。

この時期、内部資本市場のメリットがエー  
ジェンシー・コストを上回っていた理由は、外  
部資本市場が未発達であったためであると考え  
られている<sup>13)</sup>。まだ機関投資家に十分な成長が  
見られず、したがって株主の力が弱いため、経  
営者に対するモニタリングは不十分であった。

## IV. 事業再集中による 企業価値の回復

1970～1980年代は、投資の世界では機関投資  
家の時代として位置付けられている。機関投資  
家の成長が投資技術の高度化をもたらし、新し  
い投資理論が確立され、それが実際の資産運用  
に応用されるようになった。また、証券会社  
も、1975年の株式売買委託手数料の自由化に  
よって競争が激化したために、調査部門の強化  
という形で自己を差別化していった。機関投資  
家の関心は、会社の支配でなく市場で過小評価  
されている株式の発見にあった<sup>14)</sup>。

1980年代後半は企業評価の時代であり、ま  
た、会社支配権を目的とするライダーと呼ばれ  
る投資家達が出現した時代でもあった。機関投  
資家に見放された会社の株価は、低位に放置さ  
れ、ライダーのターゲットになった。経営者  
は、自社の株価に無関心でいることができな  
くなった。機関投資家の株主行動主義が、事実、会  
社支配権に影響を与えていたことが Guercio  
and Hawkins [1999] で明らかにされてい  
る。こうして、株主の立場から企業価値が評価  
されるようになり、いわゆる経営者資本主義に  
対して株主の復権とよばれるようになった。

株主の企業価値に対する評価は、1960～1970  
年代の事業分散からコア・コンピタンスへの再  
集中に移った。事業の再集中は、外部資本市場  
の成熟によって生じたものであった。機関投資  
家の成長、ディスクロージャー制度の確立、ア  
ナリストによる情報の生産・流布が市場をさら  
に効率化させ、企業に対するモニタリングを強  
化し、投資家が安心して投資を行えるように  
なった。投資の促進は、企業の側からみれば、

外部資本市場を利用するコストの低下となり、もはや内部資本市場を維持する必要がなくなったことを意味している<sup>15)</sup>。

企業財務の方にも重大な変化がみられた。企業の資金調達において、これまでの内部資金の利用に対して外部資金の重要性が高まった。これまで、アメリカの大企業は投資資金を内部留保で賄っており、外部資本市場に依存することが少なかった。ところが、1970～1980年代前半の景気後退によって、企業の収益は大きく落ち込んだことから、内部資金が減少し、外部資本市場からの資金調達をせざるをえなくなった。こうして、企業は資金調達において資本市場の影響を受けざるをえなくなった。さらに、当時の高金利の下で、財政赤字を背景に高利回りの国債発行が増加しており、企業が資金調達を円滑に進めるためには、株式の魅力を高めざるをえなくなった<sup>16)</sup>。これらの事情から、経営者は自社の株価に目を向けなければならなくなった。もし、エージェンシー問題が企業に存在しているために企業価値が低下しているのであれば、経営者は、まず第1にこの問題を解決する必要があった。

株主の地位強化は、彼らと経営者の間に、利益の不一致が存在するかもしれないということ認識させた。投資家達が、1980年代には企業の事業分散化のデメリットがメリットを上回っていたと判断していたことは、Berger and Ofek [1995], Comment and Jarrell [1995], Lang and Stulz [1994], LeBaron and Lawrence [1987], Servaes [1995], などによって実証されている。

事業分散化のメリットは、既に述べたように内部資本市場の機能にある。この機能は、経営者と株主の間に存在する情報の非対称性を克服

することによって、過小投資を回避している。一方、デメリットはStulz [1990] がいう経営者裁量行動による過大投資、あるいは、Jensen [1986] が主張しているように、浪費が行われやすいことである。

Berger and Ofek [1995], LeBaron and Speindell [1987] は、各事業部を独立した会社とみなし、その理論的価額を求め、それを株式時価総額に社債の簿価を加えた総資本で表される市場価額と比較することによって、分散化の企業価値への影響を分析した<sup>17)</sup>。もし、分散化が企業価値を高めているならば、市場価額と理論価額との比を対数で表した事業部の超過価値は正の値をとるはずである。Berger and Ofek [1995] は1986～1991年の期間の16,181社について、利子・税控除前利益を基準にして超過利益を計算し、単一事業部からなる10,948社の超過価値の平均値が0.073であることを示めた。一方、複数事業部によって構成されている5,233社のそれは-0.061であり、事業の多角化を行っている会社の方に企業価値の損失が生じていたことが発見された。次いで、超過価値を事業部数ダミー変数に回帰させ、分散化による企業価値の損失の大きさが測定された。その結果、利子・税控除前利益を基準として計算された超過価値の15.2%が事業部数ダミーによって説明された。

分散化による企業価値損失の原因は、経営者による過大投資にあると考えられる。そこで、Berger and Ofek [1995] は、過大投資が複数事業部からなる企業の超過価値をどの程度説明しているかを検討した。ここで、過大投資の尺度は、トービンqの中央値が0.76以下の産業であって、そこで操業している企業の事業部の(資本支出ー減価償却費)を売上高で除した値

で計算されている。この値が高ければ、経営者が利益の上がない投資を多く行っているということになる。資産額、売上高、利子・税控除前利益を各基準とした各超過価値に過大投資額を回帰させると、その係数推定値はそれぞれ－0.399, －0.924, －0.736であった。この推定結果は、例えば、売上高に対して資本支出が1%増加すると、利子・税控除前利益を基準とした企業の超過価値が約0.7%減少することを示している。

分散化が企業価値の損失をもたらすもう1つの原因は、事業部間での企業内相互補助であると考えられる。そこで、1つ以上の事業部に負のキャッシュ・フローが生じていることが、企業価値にどの程度の影響を及ぼしていたかが吟味された。ここで、キャッシュ・フローは、利子・税控除前利益に減価償却費を加えた値で定義される。資産を基準にして超過価値を計算したとき、複数事業部会社における負のキャッシュ・フロー計数推定値は－0.113、一方、単一事業部会社のそれは－0.013であった。Berger and Ofek [1995] は、複数事業部会社の26%が、すくなくとも1つの負のキャッシュ・フローをもつ事業部を抱えていることから、企業内相互補助によって2.9%の企業価値の損失

が生じていることになるかと推定した。

1960年代の買収による企業経営の多角化は1970年代に終焉を迎えた。買収ブームの後に、70年代の景気後退を背景に資産売却（divestiture）が急増した。この資産売却は1975年にピークに達し、これまでの全買収件数の54%がダイバーストされていた。その後、1980年代～1990年代前半を通じて、事業分割の割合は35～45%で推移していた<sup>18)</sup>。

資産売却の理由は、事業多角化による業績の悪化であった。Berger and Ofek [1999] は、1985～1993年の事業多角化会社のうち、資産売却を行った107社とそうでなかった295社の企業業績の比較を行った。表6の比較結果をみると、資産売却前年の売上成長率、企業集中度を表す売上高のハーフィンダール指数は、ほぼ同じ値を示している。しかし、資産収益率をみると、資産売却グループは、そうでなかったグループよりも、平均して3.8%ほど低かった。この業績悪化がテークオーバーと、そして、その後の資産売却につながっていった。

資産売却は事業部数を減少させる一方で、1事業部からなる専業会社を増加させた。表7によれば、上場会社のうち1979年時点での複数事業部会社の事業部数は2.5だったが、1989年に

表6 事業再集中会社と非再集中会社の比較（107社）：1985－1993

| 変数                   | 非再集中の平均 | 再集中の平均 | 格 差    | 非再集中の中央値 | 再集中の中央値 | 格 差     |
|----------------------|---------|--------|--------|----------|---------|---------|
| 総資産                  | 1849    | 1806   | 43     | 749      | 760     | －11     |
| リバレッジ                | 0.308   | 0.325  | －0.017 | 0.280    | 0.294   | －0.013  |
| 売上高成長率               | 0.084   | 0.067  | 0.017  | 0.068    | 0.048   | 0.021** |
| 資産収益率                | 0.152   | 0.114  | 0.038* | 0.149    | 0.112   | 0.037*  |
| 売上高の集中度 <sup>注</sup> | 0.492   | 0.486  | 0.005  | 0.496    | 0.466   | 0.030   |
| 事業部数                 | 3.233   | 3.514  | －0.281 | 3.000    | 3.000   | 0.000** |

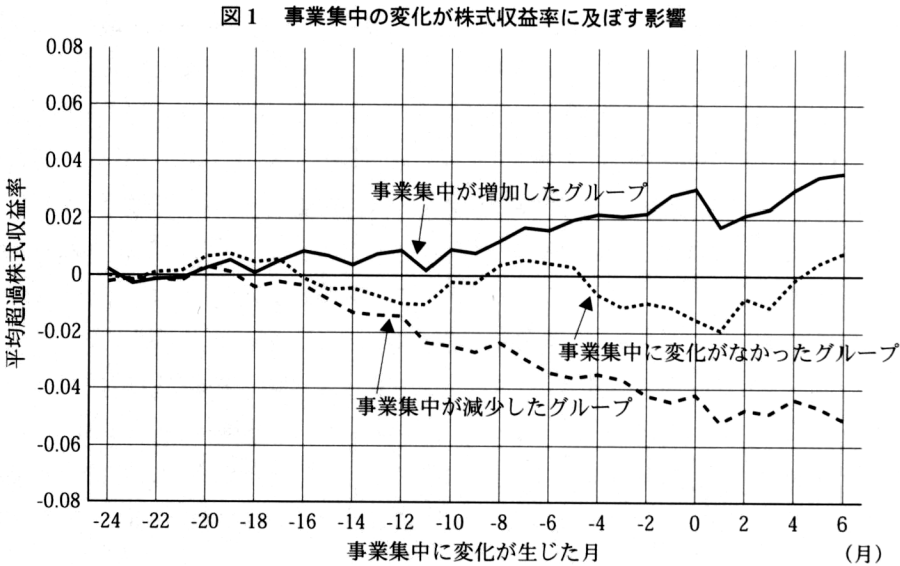
（注）売上高のハーフィンダール指数、また\*、\*\*はそれぞれ1%、5%水準で有意

〔出所〕Berger and Ofek [1999], p.318.

表 7 上場会社の事業再集中状況：1979－1988

| 年度   | 会社数   | 単独事業部会社比率 | 事業部数 | ハーフィンダール指数（資産） |
|------|-------|-----------|------|----------------|
| 1979 | 2,008 | 38.1      | 2.53 | 0.698          |
| 1980 | 2,000 | 38.8      | 2.50 | 0.703          |
| 1981 | 1,991 | 40.2      | 2.45 | 0.709          |
| 1982 | 1,959 | 40.9      | 2.42 | 0.713          |
| 1983 | 1,963 | 41.8      | 2.38 | 0.716          |
| 1984 | 1,934 | 43.4      | 2.30 | 0.730          |
| 1985 | 1,914 | 46.0      | 2.20 | 0.745          |
| 1986 | 1,938 | 50.3      | 2.08 | 0.768          |
| 1987 | 2,038 | 53.6      | 2.00 | 0.786          |
| 1988 | 2,085 | 55.7      | 1.94 | 0.797          |

〔出所〕 Comment and Jarrell [1995], p. 71.



〔出所〕 Comment and Jarrell [1995], p. 74.

は1.9に減少していた。一方、専業会社の比率は38.1%から55.7%に増加していた。

このような資産売却による専業化志向が株主価値を高めていた。図1は事業集中と株式収益率との関係を表したものである。この図は事業再集中を進めたグループの株式収益率の平均値（0.024、サンプル数5,088）が、分散化を進めたグループの平均（－0.050、サンプル数

4,469）よりも大きかったことを示している。さらに Berger and Ofek [1999] は、会社を構成する各事業部の専業会社としてみた場合の理論価額の合計が会社の市場価額よりも大きく、会社に分散化ディスカウントが存在していること、また、事業再集中が行われる原因が分散化による企業価値の低下であることを示した。事業分散化の尺度を資産、売上高、純利益

で測定すると、表8に見られるように、どの分散化尺度をとってみても、事業の再集中をしていなかったグループに12～18%の分散化による

表8 分散化と企業価値低下

| 超過企業価値 | 非再集中   | 再集中    | 格差       |
|--------|--------|--------|----------|
| 資産基準   | -0.099 | -0.273 | 0.174*** |
| 売上高基準  | -0.130 | -0.305 | 0.175**  |
| 純利益基準  | -0.120 | -0.238 | 0.119**  |

(注) \*\* \*\*\*それぞれ5%, 10%水準で有意。  
〔出所〕 Berger and Ofek [1999], p. 322.

会社事業分散化、再集中が企業価値に及ぼす影響  
企業価値の低下が存在しており、それが事業の集中化につながっていったことがわかる。

事業分散化によって市場評価が低下している企業に、強く事業再集中を促したのはテークオーバーであった。表9は事業集中実行グループと対照グループについて、事業集中前年の会社支配権の変化状況を示している。この表より、事業集中を行ったグループに役員の交代、外部株主の圧力といった会社支配権の変化が生じていることを見て取ることができる。Ber-

表9 再集中前1年間における会社支配権の変化：1985-1993

|           | 再集中グループ |       | 対照グループ |       | 頻度格差     |
|-----------|---------|-------|--------|-------|----------|
|           | 出現値     | 頻度    | 出現値    | 頻度    |          |
| 役員の交代     |         |       |        |       |          |
| 新CEO      | 23      | 0.215 | 7      | 0.065 | 0.150*   |
| 新トップマネジャー | 33      | 0.308 | 23     | 0.215 | 0.093    |
| 外部株主の圧力   |         |       |        |       |          |
| 年金基金の行動主義 | 7       | 0.117 | 2      | 0.033 | 0.083*** |
| 新規の外部大株主  | 29      | 0.271 | 8      | 0.075 | 0.196*   |
| TOBの不首尾   | 14      | 0.131 | 0      | 0.000 | 0.131*   |

(注) \*, \*\*\*, は、それぞれ1%, 10%水準で有意。  
〔出所〕 Berger and Ofek [1999], p. 320.

表10 事業再集中予測モデル

| 説明変数           | 係数推定値   | 確率変化(%) | 係数推定値     | 確率変化(%) | 係数推定値    | 確率変化(%) |
|----------------|---------|---------|-----------|---------|----------|---------|
| 超過価値(資産基準)     | -0.993  | 1.275   |           |         |          |         |
| 同(売上高基準)       |         |         | -0.570*** | 1.865   |          |         |
| 同(純利益基準)       |         |         |           |         | -1.738*  | 4.870   |
| 資産収益率          | -5.322  | 2.301   | -7.634*   | 2.161   | -15.775* | 9.481   |
| 売上高成長          | 3.000** | 2.481   | 2.359**   | 2.204   | 2.591**  | 2.493   |
| リバレッジ          | 2.000   | 2.177   | 0.528     | 0.623   | -0.363   | 0.313   |
| 新CEO           | 1.056** | 14.160  | 1.236**   | 19.692  | 0.556    | 7.254   |
| 外部株主の圧力        | 1.933*  | 33.350  | 1.814*    | 33.240  | 2.056*   | 39.700  |
| 経営危機           | 0.931   | 11.949  | 1.066     | 16.138  |          |         |
| 非再集中(会社数)      | 80      |         | 106       |         | 69       |         |
| 再集中(会社数)       | 79      |         | 105       |         | 69       |         |
| R <sup>2</sup> | 0.120   |         | 0.108     |         | 0.130    |         |

(注) \*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。  
〔出所〕 Berger and Ofek [1999], p. 326.

ger and Ofek [1999] の推定によれば、事業再集中に対する外部株主の影響は33.2%~39.7%であり、また、経営者の交代の影響は7.3%~19.7%だった。これらの結果は、テークオーバーが分散化会社の事業再集中を促していたことを示している。

Berger and Ofek [1999] は、事業再集中を促した原因が、事業分散化による企業価値の低下であることをロジット・モデルによって分析している。サンプルは、1985~1993年の期間に事業再集中した会社と、それと同規模の非再集中会社であり、ロジット・モデルの従属変数として、それぞれに0と1を割り当てている。説明変数に、事業部の資産価額、売上高、純利益で測定された理論価額に対する超過価値ごとに、経営指標、最高経営責任者（CEO）の交代、外部株主の圧力といった市場規律要因を加えてそれぞれ推定されている。表10の推定結果は、どの超過価値の尺度で測っても事業再集中と企業の超過価値が反対方向の関係を持っていることを示しており、再集中の原因が分散化による企業価値の低下であることがわかる。全ての推定値は中央値で表されており、例えば、超過額を資産で測定したとき、中央値が約-10%から25%変化すると、会社が事業を再集中する確率が1.3%増加することを示している。特に、市場規律要因の影響が大きく、CEOの交代は7~19%、外部株主の圧力が33~39%も再集中確率を高めていた。

## V. 結 び

テークオーバーにおいて、ターゲット会社の株主には利益が認められたが、経時的に見て、ビッダー会社の株主の利益は不安定だった。

ビッダー株主の利益の源泉は内部資本市場の成果に求められている。一方、損失の原因は、ビッダー間の競争によって買収コストが高くなったことや、フリー・ライダーの存在がビッダーの利益を失わせていることも考えられる。しかし、ここでは、ビッダーの損失が、経営者の動機によって過大な投資が行われ、それが会社資産の分散化につながり、エージェンシー・コストが増加したことによって、株主価値が低下していったことが明らかになった。この企業価値の低下が、分散化会社をテークオーバーのターゲットにさせた。そして、買収後に事業の再集中が図られ、企業価値が高められた。あるいは、テークオーバーを恐れる経営者は、事業の再集中により、株主価値の向上に努めざるをえなかった。

事業再集中は株主の側、特に、機関投資家から提起されたものであった。彼らにとっては、分散化会社の株式を保有することは、あたかもクローズド・エンド型の投資信託を購入することと同じであって、個別の株式を購入してポートフォリオを作成し、自らリスクを分散化する場合に比べて収益が低くなっていたからである。しかし、事業再集中は、エージェンシー・コストの節約により、会社の収益を高める一方で、リスクも高めることになり、それが債権者のリスクを高めざるをえない。したがって、株主と債権者間のエージェンシー問題の可能性についても再検討する必要があるだろう。さらに、企業業績の改善に対する機関投資家の影響についても懐疑的な見方もあり（榊原[1999]）、この点についても検討が必要であろう。

### 注

- 1) 実証研究によって発見された事実については、Ravenscraft [1987], pp. 20-28, Jensen [1987], p. 104, 参照。

- 2) ビッドターの収益は一定ではなかったが、常に損失が生じていたと言うわけでもなかった。また、ビッドター、ターゲット双方の会社の債券価値は、合併アナウンスメント時近傍で増加していた。Jensen [1987], pp. 104-105.
- 3) Ravenscraft [1987], p. 21, 参照。
- 4) Fama [1980] はエージェンシー問題の統制を経営者労働市場に求めた。しかし、この市場は不完全であり、経営者はその努力に見合った報酬を手に入れることができないために、会社資産を分散化し、給与以外の利益、すなわち、役得をえようとしていると考えた。
- 5) レントとは、産業に企業を参入させるために必要とされる最低限の収益を超過して、発生している収益であると定義されている。Milgrom, and Roberts [1992], 邦訳 p. 298.
- 6) May [1995] は、経営者の持株比率が高まるほど、会社の分散化が進むことを発見した。
- 7) May [1995] は、分散化が経営者の人的資本リスクを減少させるならば、在職年数が長い経営者ほど分散化政策を取るはずだと考えた。彼の分析は、在職年数が長いほど分散化誘因が大きいという弱い結果を示している。
- 8) Ravenscraft and Scherer [1987], pp. 30-31, 参照。
- 9) Ravenscraft and Scherer [1987], pp. 33-34, 参照。
- 10) 内部資本市場と外部資本市場の比較については、Bolton and Scharfstein [1998] を参照。投資家と経営者の間に、投資プロジェクトの質について情報の非対称性が存在する場合、企業に利益をもたらす投資が行われないこともありうる。内部資本市場では経営者が投資プロジェクトを熟知しているため、このような情報の非対称性から生じる損失を防ぐことができる。
- 11) 分散化を目的とした買収67件、関連事業分野の買収132件のターゲット会社株主の株式収益率をダミー変数にして分析している。
- 12) 買収前に業績が悪化しているビッドターほど、新規事業に参入するという証拠があった。May[1995], p. 1304, 参照。この仮説は Shleifer and Vishny [1989] によって最初に述べられた。
- 13) Comment and Jarrell [1995] は、1978～1989年の間について、内部資本市場と外部資本市場との間に代替関係はなく、経営者が内部資本市場を構成する理由は、外部資本市場への依存度を低めるためではなかったことを実証している。
- 14) LeBaron and Speidell [1987], p. 79, Bhidé [1993(1990)], pp. 533-534, Jarrell [1987], p. 57, 参照。
- 15) Khanma and Palepu [1997], p. 44, 参照。
- 16) Bhidé [1993(1990)], pp. 536-537, 参照。
- 17) 各事業部の資産、売上高、利子・税控除前利益といった会計数値を用いて、各事業部を独立した会社とみた場合の理論的な企業価値を計算する。理論価値は、事業部の各会計数値を専業会社のそれと比較して、各事業部の

会計数値がどの程度の専業会社の市場価値に対応しているかを推定することによって得られる。この事業部の市場価値を全て加えることによって分散会社の帰属価値と定義している。

- 18) Goughan [1996], p. 367, 参照。事業の分散化を目的としたテークオーバーは、投資家からみれば望ましくない買収であり、企業価値を低下させ、それがテークオーバーのターゲットの原因となった。このような会社は買収後、解体されて企業価値を回復した。Kaplan and Weisbach [1992], p. 113, 参照。

## 参考文献

- Amihud, Yakov and Baruch Lev, 1981, Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, Autumn, 605-617.
- Avery, Christopher, Judith A. Chevalier, and Scott Schaefer, 1998, Why do managers undertake acquisitions? An analysis of internal and external rewards for acquisitiveness, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 14, 24-43.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek, 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek, 1999, Causes and effects of corporate refocusing programs, *Review of Financial Studies* 12, 311-345.
- Berlin, Mitchell, 1999, Jack of all trades? Product diversification in nonfinancial firms, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, May / June, 15-20.
- Bhidé, Amar, 1993 (1990), Reversing corporate diversification, *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 70-81, reprinted in *The New Corporate Finance; Where Theory Meets Practice*, ed. by Donald H. Chew. McGraw-Hill, 526-537.

- Bolten, Patrick and David S. Scharfstein, 1998, Corporate finance, the theory of the firm, and organizations, *Journal of Economic Perspectives*, 12, 95-114.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell, 1995, Corporate focus and stock returns, *Journal of Financial Economics* 37, 67-87.
- Daley, Lane, Vikas Mehrotra, and Ranjini Sivakumar, 1997, Corporate focus and value creation; evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics* 45, 257-281.
- Denis, David J., Diane Denis, and Atula Sarin, 1997, Agency problems, equity ownership, and corporate diversification, *Journal of Finance* 52, 135-160.
- Desai, Hemang and Prem C. Jain, 1999, Firm performance and focus; longrun stock market performance following spinoffs, *Journal of Financial Economics* 54, 75-101.
- Fama, Eugene F., 1980, Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Goughan, Patrick A., 1996, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley.
- Guercio, Diane Del and Jennifer Hawkins, 1999, The motivation and impact of pension fund activism, *Journal of Financial Economics* 52, 293-340.
- Hubbard, R.Glenn and Darius Palia, 1999, A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s; an internal capital market view, *Journal of Finance* 54, 1131-1152.
- Jarrell, Gregg A. 1987, Financial innovation and corporate mergers, in *The Merger Boom*, ed. by Lynn E.Browne and Eric S.Rosenberg. Federal Reserve Bank of Boston, 52-73.
- Jarrell, Gregg A. and Annette B.Poulsen, 1994, The returns to acquiring firms in tender offers; evidence from three decades, in *Readings in Mergers and Acquisitions*, ed. by Patrick Goughan. Blackwell, 284-295.
- Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and the takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, Michael C., 1987, The free cash flow theory of takeovers; a financial perspective on mergers and acquisitions and the economy, in *The Merger Boom*, ed. by Lynn E.Browne and Eric S.Rosenberg. Federal Reserve Bank of Boston, 102-143.
- Jensen, Michael C., and W.Meckling, 1976, Theory of the firm; managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, Michael C., and Richard Ruback, 1983, The market for corporate control; the scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- Kaplan, Steven N., and Michael N.Weinsback, 1992, The success of acquisitions; evidence from divestiture, *Journal of Finance* 47, 107-138.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu, 1997, Why focused strategies may be wrong for emerging markets, *Havard Business Review* 75, 41-51.
- Lang, Larry H.P., and René M.Stulz, 1994, Tobin's q, corporate diversification and

- firm performance, *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.
- LeBaron, Dean and Lawrence S. Speidell, 1987, Why are the parts worth more than the sum? "Chop shop"; a corporate valuation model, in *The Merger Boom*, ed. by Lynn E. Browne and Eric S. Rosenberg. Federal Reserve Bank of Boston, 78-95.
- Lewellen, Wilbur G., Claudio Loderer, and Ahron Rosenfeld, 1989, Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, 459-472.
- Matsusaka, John G., 1993, Takeover motives during the conglomerate merger wave, *Rand Journal of Economics* 24, 357-37.
- May, Don O., 1995, Do managerial motives influence firm risk-reduction strategies? *Journal of Finance* 50, 1291-1308.
- Porter, Michael E., 1987, From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review* 65, May-June 1987, 43-59.
- Ravenscraft, David J., 1987, The 1980s merger wave; an industrial organization perspective, in *The Merger Boom*, ed. by Lynn E. Browne and Eric S. Rosenberg. Federal Reserve Bank of Boston, 17-37.
- Ravenscraft, David and Frederick Scherer, 1987, *Merger, Sell-offs, and Economic Efficiency*, The Brookings Institute.
- Servaes, Henri 1996, The value of diversification during the conglomerate merger wave, *Journal of Finance* 51, 1201-1225.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny, 1989, Managerial entrenchment; the case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Stulz, René M., 1990, Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
- Williamson, Oliver E., 1986, *Economic Organization; Firms, Markets and Policy Control*. Wheatsheaf Books.
- 榊原茂樹 2000, 「年金基金の株主行動主義の経済効果」『国民経済雑誌』第180巻第1号 93-108.

(当所東京研究所図書館部次長)