

多角化ディスカウントの実証分析

—事業多角化と地域多角化の影響—

中野 貴之

要 旨

本研究は、多角化ディスカウントと称される現象、すなわち多角化が進展するほど企業価値が低く評価されるという現象が、日本の証券市場において生じているかどうかを検証する。この研究の際立つ特徴は、事業多角化（商製品・サービス分野の多角化）に加えて、地域多角化（生産・販売拠点のグローバル化）も多角化戦略の一形態として捉え、それらの影響を切り分けた検証を行っている点にある。本研究の重要な成果は、日本の証券市場を対象として、以下の二点を証拠づけたことである。

第一に、日本の証券市場では、事業多角化および地域多角化の進展とも相互の影響を考慮してもなおマイナス要因として捉えられており、事業多角化および地域多角化双方によるディスカウントが実際生じていること、第二に、ただし、両者の限界効果を比較すると、地域多角化の方が負の方向に有意に大きく、事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が一層顕著に生じていること、以上二点である。

現在、日本企業において事業活動のグローバル化を図ることは不可避の課題になっているとはいえ、野放図に拡大に走るのは負の影響が大きく、企業価値を著しく毀損する恐れさえあること、したがって地域多角化を図る際には、証券市場に対して一層適切かつ積極的な情報開示を行うとともに、ガバナンス・システムの強化を図るなど、そのコストを抑制するような政策を併せて実施していく必要があることを、以上の知見は示唆している。

目 次

- | | |
|---------------------|-------------------|
| I. 研究目的 | III. リサーチデザイン |
| II. 理論、証拠および仮説 | 1. 測度 |
| 1. 多角化ディスカウントに関する理論 | 2. 検証方法 |
| 2. 証拠および仮説 | IV. サンプルおよび多角化の動向 |

1. サンプルの選択
 2. 多角化企業の財務特質
 3. 日本企業の多角化行動
- V. 検証結果
- VI. 検証結果の頑健性

1. 多角化の程度
 2. 企業価値
- VII. 発見事項とインプリケーション
1. 発見事項
 2. インプリケーション

I. 研究目的

本研究は、多角化ディスカウントと称される現象、すなわち多角化が進展するほど企業価値が低く評価されるという現象が、日本の証券市場において生じているかどうかを検証する。

本研究の際立つ特徴は、事業多角化（商製品・サービス分野の多角化）に加えて、地域多角化（生産・販売拠点のグローバル化）も多角化戦略の一形態として捉え、それらの影響を切り分けた検証を行っている点にある。先行研究の多くは事業多角化のみを対象としているが、本研究は事業多角化と地域多角化双方を検証対象に据えているのである。

近年、日本企業は、事業活動のグローバル化、すなわち地域多角化を積極的に推進している。成長著しい海外市場に内需縮小の活路を求めており、いかに地域多角化を図るかは日本経済全体の重要な課題である。一方、バブル経済崩壊後、選択と集中の名の下、事業投資分野の厳選化が進められており、事業多角化はむしろ収束の方向にある。

これまで事業多角化が企業価値に及ぼす影響については相当な研究成果が蓄積されている。それに対して、地域多角化の影響を扱った研究は非常に限られており、殊に、日本企業を対象とした研究は存在していない。日本企業において、地域多角化が重要な経営課題として位置づ

けられている以上、事業多角化同様、網羅的な検証を行う必要がある。

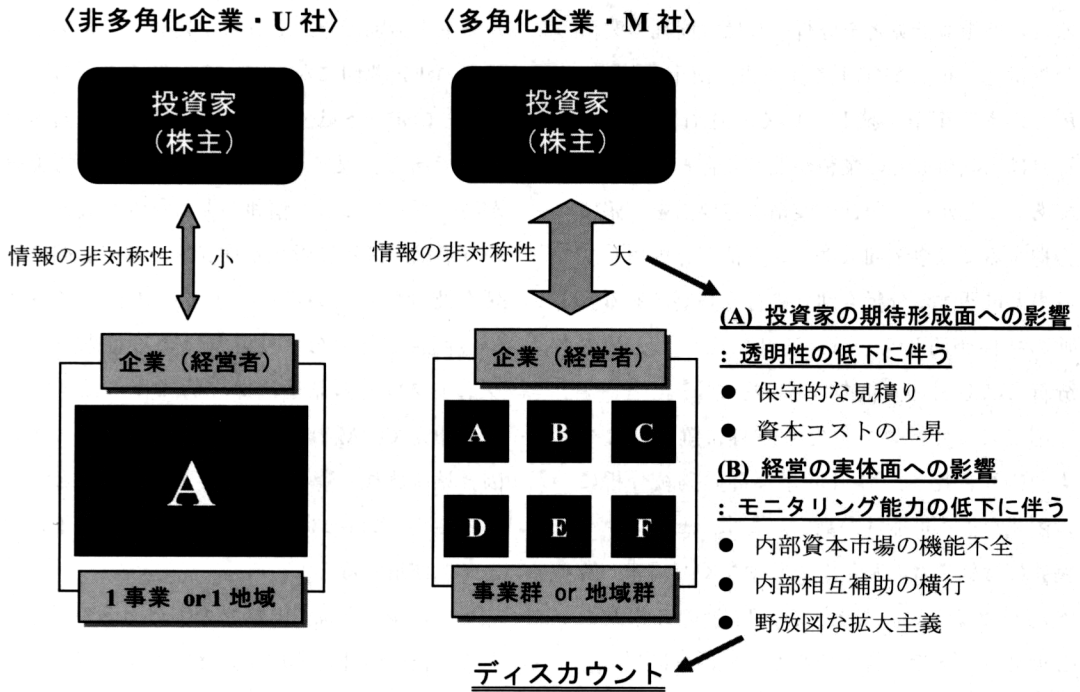
以上の問題意識に基づいて、本研究では、事業多角化および地域多角化双方について網羅的な検証を行っている。本研究の重要な成果は、日本の証券市場を対象として、以下の二点を証拠づけたことである。

第一に、日本の証券市場では、事業多角化および地域多角化の進展とも相互の影響を考慮してもなおマイナス要因として捉えられており、事業多角化および地域多角化双方によるディスカウントが実際生じていること、第二に、ただし、両者の限界効果を比較すると、地域多角化の方が負の方向に有意に大きく、事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が一層顕著に生じていること、以上二点である。

現在、日本企業において事業活動のグローバル化を図ることは不可避の課題になっているとはいえ、野放図に拡大に走るのはマイナスの影響が大きく、企業価値を著しく毀損する恐れさえあること、したがって、証券市場に対して一層適切かつ積極的な情報開示を行うとともに、ガバナンス・システムの強化を図るなど、そのコストを抑制するような政策を併せて実施していく必要があることを、以上の知見は示唆している。

これ以降の構成は以下のとおりである。まず、多角化ディスカウントに関する理論と証拠を整理し、検証すべき仮説の導出を図る。続い

図表1 非多角化企業と多角化企業



て、リサーチデザイン、サンプルおよび検証結果について述べる。最後に、本研究の発見事項を要約するとともに、それらのインプリケーションについて言及することとしたい。

II. 理論、証拠および仮説

1. 多角化ディスカウントに関する理論

アナリストをはじめとする市場関係者にとって、多角化企業は「わかりにくい企業」として認識されていることが多い。「わかりにくい企業」とは、投資家（株主）と企業（経営者）との情報の非対称性が大きい、ということである。本研究では、この「情報の非対称性」を鍵概念として、多角化ディスカウントの理論を整理する。以下、(1)事業多角化、(2)地域多角化の

順に議論する。

(1) 事業多角化

事業多角化とは、全社を単一事業のみで支えるのではなく、事業種類を拡大し、多種類の事業で支え合う体制を構築していくことをいう。事業多角化には、内部資本市場の活用等のベネフィットも期待されるが¹⁾、後述のとおり、近年の実証研究では、むしろコストの方が大きく、事業多角化によるディスカウントが生じているとする見解が支配的である。

図表1は、非多角化企業・U社と多角化企業・M社を比較している。投資家（株主）の目には、M社の方が相対的に「わかりにくい企業」として映るはずである。主な理由が二つある。

第一に、U社より、M社に対する分析コス

トの方が相対的に大きい。U社はA専業であるため、損益計算書を分析すれば、同社の業績分析は基本的に終了する。一方、M社はA～Fという6事業を擁している。M社の損益計算書は当該事業群の業績が混ざり合った集約値であることから、同社の業績決定要因を正確に把握するには事業別セグメント情報を併用し、各事業に関する分析も別々に行う必要がある。他の条件が同じならば、U社に比べ、M社の分析にはU社の6倍のコストを要す²⁾。

第二に、分析コストを考慮外に置くとしても、U社に比べ、M社の事業群の業績分析には困難を伴う可能性が高い。まず、セグメント情報には経営者の裁量が入りやすく、情報の質が均一ではない。たとえば、M社の6事業を2セグメントで報告するなど、大括りに報告されているとき、各事業を精緻に分析するのは不可能である。また、各事業の分析には業種に関する知識が物をいうが、アナリストの担当企業は一般的に業種別に分けられ、特定の業種担当者としてキャリアを積んでいくため、A～Fのうち自らが専門外とする業種については必然的に分析精度が落ちる³⁾。

以上の特質を踏まえると、多角化企業は「わかりにくい企業」である、つまり投資家(株主)と企業(経営者)との情報の非対称性は大きい、とする見方は理に適っている。こうした見方は、実証的にも支持される。アナリストが次期の利益を予想するとき、事業多角化が進展するほど誤差が大きくなることが判明しており⁴⁾、この事実は、多角化が進展するほど情報の非対称性が大きくなることを物語っている。

事業多角化によるディスカウントは、情報の非対称性が大きいという状況を出発点として、最終的に企業価値の低下に至る現象として説明

することができる。その際、大別して二つのルートを識別でき、それらが複合して企業価値低下の決定要因になっていると考えられる。

第一のルートは、(A)投資家の期待形成面への影響である。仮に、M社とU社の本源的価値が同一だとしても、情報の非対称性が大きいという点は、証券に対する投資家の期待形成に影響を及ぼすに違いない。まず、M社の各事業の透明性が低い分、投資家による将来キャッシュ・フローの見積りは保守的になるはずである。加えて、M社の透明性の低さはリスク要因と見なされ、資本コストの上昇を招くと考えられる⁵⁾。これらは、当然、企業価値低下要因として作用する。

第二のルートは、(B)経営の実体面への影響である。情報の非対称性が大きいとき、経営者の行動に対する株主のモニタリング能力が低下する。株主によるモニタリングが有効に機能しないとき、経営者は、自らの権限拡大を目指して採算を二次とする事業拡大に走る可能性がある。また、事業多角化に期待されるベネフィットは、内部資本市場を通じて事業投資の効率性を高めることにあるが、株主のモニタリングが機能しないとき、内部資本市場は機能不全に陥り、むしろ従業員の安定雇用を図るため部門間の相互補助が横行する可能性もある⁶⁾。かかる事態に至れば、経営効率の低下を招き、本源的価値そのものを毀損させるに違いない。

以上のとおり、情報の非対称性が大きいという状況を出発点として、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実体面への影響という二つのルートがつくられ、それらが複合して企業価値低下に至ると考えられる。もちろん、この理論の出発点には情報の非対称性が位置づけられているため、それが大きくなるにつ

れて、(A)および(B)も拡大し、最終的なディスカウントの割合も大きくなるという関係にある。

(2) 地域多角化

地域多角化とは、事業活動地域を国内のみならず、グローバルに分散化させ、複数の国々・地域における事業活動によって支え合う体制を構築していくことをいう。自動車および電気機器等の輸出型企業では、ずっと以前から、日本国内で生産した製品を、商社を介して海外の国々に販売してきたが、地域多角化とはこうした輸出先の拡散を指すわけではない。

近年、日本企業は海外直接投資を増やし、製造、販売、研究開発および本社機能等の海外移転を加速させている。たとえば、製造業では、国際競争力向上のため、製造、研究開発機能を併せ持つ主力工場を、海外に擁するのがごく当たり前になっている。主力工場や販売会社がグローバルに拡散し、それらが世界中に点在する企業ほど、投資家（株主）と企業（経営者）との情報の非対称性は大きくなる。このように地域多角化とは、製造、販売、研究開発および本社機能等がグローバルに拡散していくことをいう。

情報の非対称性の視点で見ると、事業多角化と地域多角化の性格は類似している。図表1のとおり、M社の下に「事業群」を配置する戦略が事業多角化だとすれば、M社の下に「地域群」を配置する戦略が地域多角化である。つまり、「事業群」が「地域群」に入れ替わるだけで、その本質は同じであるといえる。したがって、事業多角化と同様、M社の下に多様な「地域群」が配置されるほど情報の非対称性は大きくなり、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実態面への影響という

二つのルートを通じて、最終的に多角化ディスカウントに至ると考えられる。

ただし、以下に述べる理由によって、情報の非対称性は、事業多角化より、地域多角化を進める方が一層大きくなると見込まれる。

第一に、情報開示の量と質に差がある。上場企業は事業別および地域別セグメント情報を法定情報として開示してきており、これらは、多角化企業について情報の非対称性を緩和する、有力な情報源となる。両セグメント情報を比較すると、地域別の方が開示項目が少なく、地域多角化に関する情報開示の方が量的に劣っている⁷⁾。加えて、地域別情報には各地域の真の業績を掴みにくい面があり、質的にも劣る嫌いがある⁸⁾。情報開示の量と質に差がある分、地域多角化の方が、情報の非対称性を緩和するのは相対的に難しい。

第二に、リスク量に差がある。地域多角化の進展に応じて、主力工場および販売会社等が、政治経済システム、宗教・文化的背景の異なる国々・地域に置かれ、政府規制・関税等をめぐる規制リスク、現地の政治経済リスク、労使関係リスクおよび為替リスク等にさらされる。地域多角化が進展するほど当該リスクは増大するが、投資家（株主）にとって、それらを正確に見積るのは非常に難しい。日本国内において事業多角化を図る際には当該リスクはほとんど無縁であるため、当該リスクは地域多角化固有のものである⁹⁾。リスク量に差がある分、地域多角化に伴い何が起こるのが明らかではなく、事業多角化より、情報の非対称性は相対的に大きくなる。

第三に、経験量に差がある。事業多角化はかねてよりごく一般的な全社戦略であり、多くの日本企業は十分な経験を積むとともに、ベネ

フィットやコストも相当程度把握されている。それに対して、多くの日本企業が本格的に地域多角化に舵を切り始めたのは近年のことであり、事業多角化に比べ、圧倒的に経験が乏しい。かかる状況下、グローバル組織に見合う雇用システムや社内調整システムをいかに構築すべきかについて、手探りの段階にある企業が多い¹⁰⁾。経験量に差がある分、地域多角化についてはどのような影響が生じるのかが明らかではなく、事業多角化より、情報の非対称性は相対的に大きくなる。

前述のとおり、多角化ディスカウントは、情報の非対称性を出発点として、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実態面への影響という二つのルートがつくられ、それらが複合して企業価値低下に至る現象と考えられる。上記の理由によって、実際、事業多角化より、地域多角化の方が情報の非対称性が大きくなるとすれば、それに応じて、多角化ディスカウントの程度も大きくなると推測される。

2. 証拠および仮説

事業多角化および地域多角化の進展は、実際、企業価値の高・低にいかなる影響を及ぼしているか。ここでは多角化ディスカウントに関する主な証拠を概観した上で、本研究において検証すべき仮説を導出する。

まず、事業多角化によるディスカウントを肯定する証拠は数多く蓄積されている。アメリカの証券市場を対象とした先駆的研究として、Lang and Stulz [1994] および Berger and Ofek [1995]がある。前者は Tobin の q 、後者は超過企業価値 (excess value) という独自の測度¹¹⁾に基づき、専業企業に比べ、多角化企業の企業価値の方が有意に低いことを実証した。

前者はディスカウントの発生原因を検討していないが、後者は、部門間の相互補助等に起因していることを特定し、内部資本市場の機能不全等の事業多角化のコストは、ベネフィットを超過している、との見解を示した。

これらの先駆的研究が世に問われて以来、主に Berger and Ofek [1995]の方法論に倣い、事業多角化によるディスカウントを肯定する証拠が豊富に蓄積されている。Berger and Ofek [1995]は、前節の理論のとおり、多角化ディスカウントが内部資本市場の機能不全という、(B)経営の実態面への影響に起因していることを突き止めたが、他にも、前述の理論の鍵概念である、情報の非対称性との関係に踏み込んだ証拠も蓄積されている。

Bens and Monahan [2004]は、事業多角化によるディスカウントを肯定した上で、情報開示の質が高い場合にはその割合が縮小する事実を発見した。同研究は、情報開示の質が高いとき、株主のモニタリング能力が向上し、経営者を規律づける効果をもつとの見解を示した。かかる見解は、前述の理論に沿って、実際、情報の非対称性を出発点として、(B)経営の実態面への影響が生じていることを示唆する。

また、Best, Hodges, and Lin [2004]は、各アナリストの利益予想値が多様であるなど、投資家との情報の非対称性が大きいと見なされる企業は、そもそも企業価値がディスカウントされているが、その割合は事業多角化が進展するほど大きくなる事実を発見した。同研究によれば、投資家との情報の非対称性は多角化ディスカウントの一因ではあるが、原因のすべてではないとする見解を示した。かかる見解は、前述の理論に沿って、実際、多角化ディスカウントには、(A)投資家の期待形成面と(B)経営実態面へ

の影響とが複合的に作用していることを示唆しているのである。

以上はアメリカの証券市場における証拠であるが、日本の証券市場ではどうか。Lins and Servaes [1999], 平元 [2002], 中野・久保・吉村 [2002] および大坪 [2006] は、いずれも、2002年以前のサンプルに基づいて、事業多角化によるディスカウントを肯定する証拠を蓄積し、メインバンク・システムまたは内部資本市場の機能不全等に原因がある、との見解を示した。それに対して、梅内 [2009] は、2000年以降のサンプルに基づき、事業多角化によるディスカウントは見られないとする証拠を提示し、先行研究とは異なる証拠を得た理由として、近年、多角化企業の経営が変化しつつあることなどを指摘した。

ただし、アメリカおよび日本を含む、以上の研究群の視角は事業多角化のみに限定されている点に留意する必要がある。現在、アメリカおよび日本とも、事業多角化と並んで、地域多角化が進展する動向にある。事業多角化および地域多角化双方を視角に含むとき、以上の研究群は両者の影響をない交ぜに検出している可能性がある。

アメリカの証券市場を対象とし、事業多角化と地域多角化双方の影響を検証した先駆的研究として、Bodnar, Tang, and Weintrop [1997] がある。同研究は、Berger and Ofek [1995] の超過企業価値をベースとした測度に基づいて、事業多角化はマイナスに影響する一方、地域多角化はプラスに影響していることを実証した。かかる理由として、事業多角化はコストが超過しているのに対して、地域多角化はベネフィットが超過する状態にある、との見解を示した。

Denis, Denis, and Yost [2002] は、Bodnar,

Tang, and Weintrop [1997] に倣いつつ、より大規模なサンプルに基づくとともに、さまざまな頑健性チェックを行い追試した。その結果、Bodnar, Tang, and Weintrop [1997] とは異なり、事業多角化および地域多角化とも企業価値にマイナスの影響を及ぼしていることを実証した。同研究は、かかる理由について、両多角化ともコスト超過の状態にある、との見解を示した。同様に、Kim and Mathur [2008] は、Denis, Denis, and Yost [2002] と同様に両多角化によるディスカウントを追認した上で、内部所有者比率が高いなど、株主のモニタリングが機能しやすい企業では両多角化によるディスカウントとも縮小する事実を発見した。同研究では、両多角化の進展とも、経営者が株主の利益より自らの利益を重視した行動をとるといふ、エージェンシー問題を深刻化させているとの見解を示した。かかる見解は、両多角化の進展とも、上記の理論に沿って、実際、(B)経営の実態面への影響が生じていることを示唆している。

一方、日本の証券市場を対象とし、事業多角化と地域多角化双方を視角に含めた検証は行われていない。このため、以上の先行研究の成果を踏まえ、日本の証券市場を対象として、かかる検証を行う必要がある。

まず、事業多角化の影響に注目する。上述のとおり、日本の証券市場を対象として、事業多角化に関する証拠は蓄積されているものの、2002年以前のサンプルに基づく研究では事業多角化によるディスカウントが観察されているのに対して、2000年以降のサンプルに基づく研究では同ディスカウントは観察されなくなっている。ただし後者は、日本企業が地域多角化を積極的に進めてきた時期と軌を一にしており、地域多角化の影響を考慮してもなお、事業多角化

によるディスカウントが解消されているのか否かは不明である。このため、本研究では、2000年以降のサンプルに基づく検証を行うこととし、以下のとおり、仮説1（事業多角化によるディスカウントの有無に関する検証）を設定する。

仮説1：（地域多角化の影響を考慮してもなお）事業多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている。

次に、地域多角化に注目する。上述のとおり、アメリカの証券市場を対象とした先行研究では地域多角化の影響について異なる証拠が見出されている。ただし、Bodnar, Tang, and Weintrop [1997]に続き、かかる追試を行った二つの研究では、サンプル数の拡大および頑健性のチェック等を行い、双方とも地域多角化によるディスカウントを肯定する、一層頑健な証拠を見出している。また、前節の考察に基づけば、地域多角化によるコストは決して小さくはなく、日本企業において地域多角化によるディスカウントが生じていると考えるに足る十分な根拠がある。

これらのことから、以下のとおり、仮説2（地域多角化によるディスカウントの有無に関する検証）を設定する。

仮説2：（事業多角化の影響を考慮してもなお）地域多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている。

これらの仮説に加えて、本研究では、事業多角化と地域多角化の影響の程度に注目する。前節の考察のとおり、情報の非対称性は、事業多角化より、地域多角化を進める方が一層大きくなると見込まれることから、企業価値に対する限界効果も、事業多角化より、地域多角化の方が負の方向に一層大きくなると考える。

その上、本研究は2000年以降のサンプルに基づいている。同期間、日本企業は、選択と集中の下、事業投資分野の厳選化を図ったことから、事業多角化によるコストは低下し、それに応じて事業多角化によるディスカウントも多少縮小した可能性がある。これとは対照的に、同期間、日本企業は地域多角化を急速に拡大しており、グローバル経営に不慣れな企業が相次いで地域多角化に舵を切ったことから、地域多角化のコストは増大し、地域多角化によるディスカウントが拡大した可能性がある。以上の推論に基づけば、事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が相対的に大きいということになる。

Denis, Denis, and Yost [2002]は、アメリカ企業においても、近年に至るほど事業多角化が縮小し、地域多角化が拡大する傾向があることを特定している。同研究の結果によれば、事業多角化が縮小し地域多角化が拡大した、近年のサンプルに基づくとき、事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が大きくなっている。かかる証拠は、上述の推論が的外れではないことを示唆している。

これらのことから、以下のとおり、仮説3（ディスカウントの程度に関する検証）を設定する。

仮説3：事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が大きい。

Ⅲ. リサーチデザイン

1. 測 度

上記仮説では、企業価値と多角化の関連性を検証する。まず、いかなる測度を用いて、これ

らを計測するかを決める必要がある。

(1) 企業価値

本研究では、各社の企業価値の水準を相対的に計測するため、企業価値／総資産倍率 (VALUE)¹²⁾を用いる。これは、Tobinのqの推計値の一つである、いわゆるシンプルqである¹³⁾。

$$\text{企業価値/総資産倍率 (VALUE)} = \frac{\text{6月末時価総額} + \text{少数株主持分} + \text{負債総額}}{\text{総資産}} \quad (1)$$

前述のとおり、事業多角化と地域多角化双方の影響を検証した先行研究¹⁴⁾は、Berger and Ofek [1995]が開発した超過企業価値をベースとした測度を用いている。この測度では、事業・地域多角化双方を行っていない企業（国内専門企業）の業種別中位数をコントロール値とすることによって、事業および地域多角化の進展に応じて企業価値がどの程度変化するかを直感的に理解できるように設計されている。しかし、日本の上場企業の場合、国内専門企業の割合が低く、この測度を用いると誤差が大きくなると判断される¹⁵⁾。

また当該先行研究は、企業価値の水準として主に企業価値／売上高倍率に依拠しているが、総資産等のストック値ではなく、売上高等のフロー値によって企業価値をデフレートすると、誤差が大きくなると見込まれる¹⁶⁾。

このため本研究では、コントロール値を加味した測度を用いず、むしろシンプルに企業価値／総資産倍率を用いることにする。

(2) 多角化の程度

次に、事業多角化および地域多角化の程度については、公表セグメント情報に基づくハー

フィンダール指数 (HI) によって計測する。

$$\text{事業多角化に関する HI (HI}_B) = 1 - \sum \left(\frac{\text{各事業別売上高}}{\text{連結売上高}} \right)^2 \quad (2)$$

$$\text{地域多角化に関する HI (HI}_G) = 1 - \sum \left(\frac{\text{各地域別売上高}}{\text{連結売上高}} \right)^2 \quad (3)$$

HIは、最小値：0、最大値：1をとり、特定の事業や地域への依存度が低く、多様な事業や地域によって支え合う体制が構築されているほど多角化の程度が高く、1に近づいていく。

式(2)の各事業別売上高には、事業の種類別セグメント情報の「外部顧客に対する売上高」を用いる。同情報は全社の売上高の事業種類別内訳を示したものであり、先行研究と照らしても、HI_Bは事業多角化に関する最も標準的な測度の一つとして扱われている。

同様に、式(3)の各地域別売上高には、所在地別セグメント情報の「外部顧客に対する売上高」を用いる。所在地別セグメント情報は、販売元ベース、すなわち全社の売上高の出荷地別内訳を示したものである¹⁷⁾。前述のとおり、地域多角化は、輸出先の拡散ではなく、製造、販売機能等のグローバルな拡散を指すが、出荷地別売上高の拡散は製造・販売機能等がどの程度グローバルに拡散しているかを示しているため、式(3)に基づくHI_Gは地域多角化に関する測度として適しているといえる。先行研究においても、地域多角化に関する測度は、同種の情報に基づいている¹⁸⁾。

以上のHI_BおよびHI_Gについて、本研究では二種類計算した。すなわち、(a)公表セグメント情報ベースの事業別売上高および所在地別売上高を用いたもの、ならびに、(b)標準産業分類（日本標準産業分類中分類）および地域分類

(①日本, ②アジア, ③欧州, ④北米, ⑤南米, ⑥アフリカ, ⑦オセアニア地域および⑧その他)をベースに(a)を再集計した業種別売上高および地域別売上高を用いたもの, を計算した。(a)は各企業の開示方針が反映されているが, (b)では標準分類に引き直すことにより, 企業の開示方針を排除した測度も併用することにした。

2. 検証方法

これらの測度に基づいて, 上記仮説の検証を行う。その際, 各社の企業価値の高・低は, 多角化の以外の要因に影響されることから, それらをコントロールする必要がある。

このため, 以下の回帰式に基づく多変量分析によって, 上記仮説を検証する。

$$\begin{aligned} \text{VALUE}_{it} = & \alpha + \alpha_1 + \beta_1 \text{HI}_{B_{it}} + \beta_2 \text{HI}_{G_{it}} \\ & + \beta_3 \text{LOGSIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROS}_{it} \\ & + \beta_5 \text{TURNOVER}_{it} + \beta_6 \text{LEVERAGE}_{it} \\ & + \beta_7 \text{GROW}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

ここで, LOGSIZE: 企業価値 (6月末時価総額 + 少数株主持分 + 負債総額) 自然対数, ROS: 売上高利益率 (金融費用控除前経常利益 / 売上高), TURNOVER: 総資産回転率, LEVERAGE: 総負債 / 総資産比率, および GROW: 予想売上高成長率 ((経営者予想売上高 - 売上高) / 売上高) であり, 添え字 i は企業, t は年次を表している。これらは, 多くの先行研究において, 企業価値の高・低に影響を及ぼす要因として取り扱われているため, コントロール変数として含める。

まず, 仮説1 (事業多角化によるディスカウントの有無に関する検証) は HI_B の係数に注目する。すなわち, 式(4)において, HI_G およびコントロール変数の影響を取り除いた上で, HI_B

の係数が有意に負であれば, (地域多角化の影響を考慮してもなお) 事業多角化が進展するほど, 企業価値はディスカウントされているということとなり, 仮説1は支持される。

同様に, 仮説2 (地域多角化によるディスカウントの有無に関する検証) は HI_G の係数に注目する。式(4)において, HI_B およびコントロール変数の影響を取り除いた上で, HI_G の係数が有意に負であれば, (事業多角化の影響を考慮してもなお) 地域多角化が進展するほど, 企業価値はディスカウントされているということとなり, 仮説2は支持される。

最後に, 仮説3 (ディスカウントの程度に関する検証) は, HI_B と HI_G の係数の大きさに注目する。式(4)において, HI_B と HI_G の係数を比較し, 後者の方が負の方向に有意に大きいならば, 事業多角化より, 地域多角化によるディスカウントの方が大きいということとなり, 仮説3は支持される。

以上のとおり, 式(4)に従い, 本研究では企業価値 / 総資産倍率 (VALUE) を被説明変数とする回帰分析を行うが, VALUE には, 上記コントロール変数の他, 組織能力等の各企業固有の効果が及ぶ。本研究では, この個体効果も取り除き, 上記仮説に関する変数の限界的な効果をより厳密に計測するため, パネル分析を用いている。

IV. サンプルおよび多角化の動向

1. サンプルの選択

本研究では, 次の条件を満たす企業群を基本サンプルとして選択する。

① 東京, 大阪または名古屋証券取引所の第1

図表2 サブサンプル

		事業多角化	
		なし(専業)	あり(多角化)
地域多角化	なし(国内)	I. 国内専業 6,188社 (40.00%)	II. 国内多角化 4,893社 (31.63%)
	あり(多角化)	III. グローバル専業 2,529社 (16.35%)	IV. グローバル多角化 1,861社 (12.03%)

部または第2部に、2000年～2009年に上場する3月決算企業（金融業を除く）であること。上場廃止企業を含むが、上場初年度および廃止年度は異常な値をとっている可能性があるため除外する。

- ② 12ヶ月決算であり、合併等を行っておらず、かつ、債務超過に陥っていないこと。
- ③ 連結財務諸表を公表し、日経 NEEDS Financial-Quest を通じて分析に必要な財務データおよび株価が入手可能であること。

これらの条件を満たす企業群は、15,471社・年である。

加えて、事業多角化または地域多角化を図る企業の特徴を把握するため、図表2のとおり、事業多角化および地域多角化の有無¹⁹⁾に従い、4種類のサブサンプルを選択した。事業多角化・地域多角化双方を行っていない、I. 国内専業に対して、それ以外の企業群の財務指標がどのように変化するかを観察することにより、事業多角化、地域多角化を図る企業の特徴を把握する。

2. 多角化企業の財務特質

図表3は本研究で用いる各種変数の基本統計量（基本サンプル、サブサンプル別）、図表4はそれらの相関を示している。多角化企業の財務特質を把握するため、基本統計量には、後述

の多変量分析で用いる以外の指標も加えている。

図表3のPanel Bに基づいて、事業多角化、地域多角化を図る企業の財務特質に注目する。まず、企業規模（企業価値）は、I. 国内専業が最小であり、II. 国内多角化、III. グローバル専業、IV. グローバル多角化の順に単調に上昇している。サンプル数はこの順に少なくなっていくが、大規模企業ほど事業多角化・地域多角化双方を図っていることがわかる。

次に、リターン、成長性およびリスク指標（ROA、予想売上高成長率、ROA 過去10年標準偏差等）に注目すると、概ね、II. 国内多角化が最小である一方、III. グローバル専業が最大の値をとっている。このことは、事業多角化と地域多角化戦略は実は対照的であり、前者はローリスク・ローリターン経営であるのに対して、後者はハイリスク・ハイリターン経営であることを示している。

企業価値の水準（VALUE）については、I. 国内専業、II. 国内多角化、III. グローバル専業、IV. グローバル多角化、の順に高くなっていく。図表4を見ても、企業価値の水準（VALUE）と、事業多角化・地域多角化の程度（HI_B、HI_G）には、ある程度、正の相関関係がある。

しかし、ここでは企業価値の水準に影響を及ぼす、各種要因を考慮していないため、これをもって事業多角化と地域多角化が企業価値に正に影響している、と結論づけることはできない。

3. 日本企業の多角化行動

続いて、サンプル企業のデータをもとに、日本企業の多角化行動を見る。

図表3 基本統計量

Panel A: 基本サンプル

	観測数	平均値	標準偏差	パーセンタイル				
				1	25	中位数	75	99
企業価値の水準								
企業価値/総資産倍率 (VALUE)	15,471	1.114	0.537	0.537	0.874	1.007	1.190	3.093
多角化の程度 (ハーフィンゲル指数):								
(a)公表セグメントベース:								
事業の種類別 HI (HI _B)	15,471	0.284	0.264	0.000	0.000	0.250	0.511	0.799
所在地別 HI (HI _C)	15,471	0.126	0.204	0.000	0.000	0.000	0.230	0.703
(b)標準産業・地域分類ベース:								
事業の種類別 HI (HI _B)	15,471	0.211	0.233	0.000	0.000	0.112	0.421	0.741
所在地別 HI (HI _C)	15,471	0.125	0.203	0.000	0.000	0.000	0.230	0.700
主要連結財務指標								
企業価値 (百万円) (SIZE)	15,471	379,844	1,414,837	5,296	25,858	64,086	191,709	6,273,353
ROA	15,471	0.048	0.059	-0.075	0.025	0.044	0.069	0.181
ROS	15,471	0.055	0.088	-0.099	0.023	0.045	0.078	0.298
総資産回転率 (TURNOVER)	15,471	1.073	0.588	0.246	0.733	0.947	1.250	3.228
総負債/総資産比率 (LEVERAGE)	15,471	0.561	0.207	0.121	0.410	0.572	0.719	0.960
予想売上高成長率 (GROW)	15,471	0.035	0.231	-0.297	-0.005	0.027	0.065	0.457
ROA 過去10年標準偏差	12,287	0.022	0.022	0.004	0.012	0.018	0.028	0.080

(注) ROA 過去10年標準偏差は、過去の値を用いるため、観測数が少ない。

Panel B: サブサンプル別

観測数:	I. 国内専業		II. 国内多角化		III. グローバル専業		IV. グローバル多角化	
	平均値	中位数	平均値	中位数	平均値	中位数	平均値	中位数
企業価値の水準								
企業価値/総資産倍率 (VALUE)	1.062	0.970	1.064	0.998	1.180	1.053	1.222	1.113
主要連結財務指標								
企業価値 (百万円) (SIZE)	192,935	42,453	293,263	60,561	387,609	91,675	794,099	251,622
ROA	0.046	0.040	0.043	0.041	0.061	0.058	0.055	0.052
ROS	0.052	0.038	0.054	0.044	0.067	0.057	0.059	0.056
総資産回転率 (TURNOVER)	1.138	0.995	0.995	0.888	1.039	0.939	1.025	0.961
総負債/総資産比率 (LEVERAGE)	0.552	0.562	0.606	0.616	0.498	0.504	0.560	0.565
予想売上高成長率 (GROW)	0.034	0.026	0.031	0.023	0.025	0.034	0.022	0.029
ROA 過去10年標準偏差	0.022	0.018	0.020	0.016	0.026	0.022	0.023	0.019

図表4 変数間の相関

	VALUE	HI _{B,a}	HI _{G,a}	HI _{B,b}	HI _{G,b}	LOGSIZE	ROS	TURNOVER	LEVERAGE	GROW
VALUE		0.11***	0.20***	0.08***	0.20***	0.45***	0.41***	0.03***	0.14***	0.25***
HI _{B,a}	0.03***		0.05***	0.84***	0.05***	0.24***	0.05***	-0.10***	0.19***	-0.03***
HI _{G,a}	0.17***	0.03***		-0.02**	1.00***	0.30***	0.13***	0.01*	-0.12***	0.03***
HI _{B,b}	0.02**	0.82***	-0.02***		-0.02**	0.20***	0.02***	-0.11***	0.22***	-0.05***
HI _{G,b}	0.17***	0.03***	1.00***	-0.02***		0.30***	0.13***	0.01*	-0.12***	0.03***
LOGSIZE	0.20***	0.19***	0.21***	0.17***	0.21***		0.27***	-0.10***	0.15***	0.02***
ROS	0.41***	0.01	0.10***	0.00	0.10***	0.20***		-0.38***	-0.25***	0.10***
TURNOVER	-0.02**	-0.10***	-0.03***	-0.10***	-0.03***	-0.09***	-0.33***		0.14***	-0.07***
LEVERAGE	-0.06***	0.18***	-0.13***	0.20***	-0.13***	0.12***	-0.25***	0.16***		-0.11***
GROW	0.25***	-0.02*	-0.04***	-0.02*	-0.04***	-0.02**	0.05***	-0.09***	-0.06***	

(注)

- ・左下三角行列は Pearson 相関、右上三角行列は Spearman 相関である。*: p<0.1, **: p<0.05, ***: p<0.01
- ・HI_{B,a} および HI_{G,a} は(a)公表セグメントベース、HI_{B,b} および HI_{G,b} は(b)標準産業・地域分類ベースのハーフィンダール指数である。

図表5 事業多角化, 地域多角化の程度

		事業多角化				計
		多角化の程度: HI _B	多角化の程度: HI _G			
			0.25未満	0.25-0.5	0.5以上	
地域多角化	国内のみ	40.00	3.23	13.52	14.89	71.62
	多角化の程度: HI _G	I	II			
	0.25未満	2.39	0.19	0.78	1.38	4.75
	0.25-0.5	8.09	0.34	2.02	4.18	14.63
	0.5以上	5.86	0.17	1.20	1.76	8.99
計		56.34	3.93	17.52	22.21	100.00

(注)

- ・各セルの数値は、全サンプルに占める比率を示している。
- ・HI_B, HI_Gは標準産業・地域分類ベースである。

図表5は、事業多角化および地域多角化の程度 (HI_B, HI_G) を段階化し、基本サンプル企業全体を分類したものである。I~IVの枠線内の比率合計は、基本サンプルに占める各サブサンプルの比率に一致する。

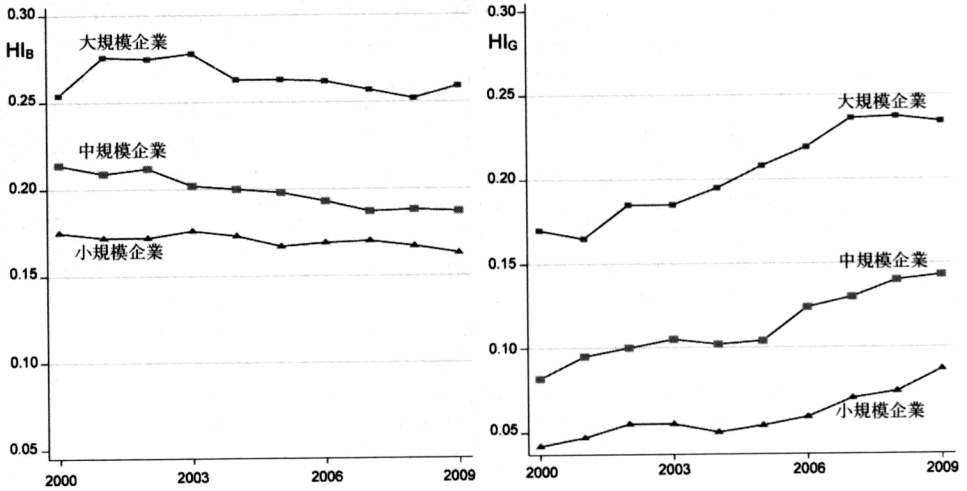
こうして見ると、個々の日本企業の事業多角化、地域多角化戦略は多岐に渡っている。両多角化とも相当進展している企業がある一方で (HI_B ≥ 0.5, HI_G ≥ 0.25), 地域多角化だけが相当進展する企業もある (専業, HI_G ≥ 0.5)。これらの現状は、事業多角化と地域多角化とを切

り分けて、その影響を検証する必要があることを物語っている。

一方、図表6は、事業多角化および地域多角化の推移を示している。HIは、連結売上高に占める、各事業または地域の平均的な比率が低いほど高い値をとり、この値が高いほど、さまざまな事業または地域に分散していることを示す。左図のHI_Bは最近10年間を通じて、企業規模に拘わらず右肩下がり傾向であり、日本企業が、選択と集中を進め、事業多角化を縮小してきていることを浮き彫りにしている。それに対して、右図のHI_Gは全般的に右肩上がり傾向にあり、とくに、2004年以降、大規模企業は急伸しており、左図のHI_Bの推移とは対照的である。

図表6の推移を見る限り、日本企業は地域多角化を重要な戦略的課題に位置づけていることが改めてよくわかる。したがって、日本の証券市場がこの現象をどのように評価しているかを解明することは喫緊の研究課題といえる。

図表6 事業多角化, 地域多角化の動向



V. 検証結果

検証結果は、図表7のとおりである。前述のとおり、パネル分析を用いており、Hausman検定によりモデルの特定化を行った結果、全推計とも固定効果 (fixed effect) モデルを採用した。

まず、推計1は、全サンプル (基本サンプル: 15,471社・年) に関する推計結果である。仮説1に関する変数は HH_B であり、前述のとおり、それらは(a)公表セグメントベース、(b)標準産業・地域分類ベースの二種類の値を計算し、推計1.1は(a)、推計1.2は(b)を含めた場合の結果を示している。推計1.1および推計1.2とも HH_B の係数は1%水準で有意に負であり、仮説1 ((地域多角化の影響を考慮してもなお) 事業多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている) は強く支持されている。

仮説2に関する変数は HH_G である。推計1.1および推計1.2とも HH_G の係数は1%水準で有

意に負であり、仮説2 ((事業多角化の影響を考慮してもなお) 地域多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている) は強く支持されている。

一方、 HH_B と HH_G の係数の比較では、推計1.1および推計1.2とも、 HH_G の方が負の方向に大きく、F検定により、その差は1%水準で有意である。したがって、仮説3 (事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が大きい) は強く支持されている。

以上のとおり、全サンプルに基づく推計では、仮説1、仮説2および仮説3とも強く支持されている。ただし、図表3 (基本統計量) に示されているとおり、当該サンプルには HH_B または HH_G がゼロの企業が多く含まれており、全サンプルに基づく推計では、それらの変数の限界効果を正確に把握できていない可能性がある。

このため、事業多角化・地域多角化双方を行っていない、I. 国内専業以外の企業群 (I. 国内専業を除くサブサンプル: 9,283社・

図表7 検証結果

被説明変数： 企業価値／総資産倍率	1. 基本サンプル		2. サブサンプル (I. 国内専業以外)	
	推計1.1	推計1.2	推計2.1	推計2.2
説明変数：				
多角化の程度				
(a)公表セグメントベース：				
HI _B	-0.109 [-4.32]***		-0.116 [-3.46]***	
HI _G	-0.313 [-9.63]***		-0.349 [-8.92]***	
(b)標準産業・地域分類ベース：				
HI _B		-0.065 [-2.67]**		-0.066 [-2.08]**
HI _G		-0.312 [-9.55]***		-0.349 [-8.83]***

コントロール変数				
LOGSIZE	0.608 [73.46]***	0.607 [73.36]***	0.648 [61.90]***	0.647 [61.86]***
ROS	0.463 [7.47]***	0.479 [7.75]***	0.692 [8.96]***	0.703 [9.10]***
TURNOVER	0.412 [34.76]***	0.412 [34.70]***	0.391 [25.28]***	0.391 [25.23]***
LEVERAGE	-0.325 [-10.43]***	-0.324 [-10.38]***	-0.245 [-6.26]***	-0.245 [-6.25]***
GROW	0.538 [26.49]***	0.539 [26.52]***	0.448 [17.54]***	0.448 [17.54]***

切片	-5.890 [-64.10]***	-5.897 [-64.20]***	-6.461 [-54.17]***	-6.482 [-54.47]***
年次ダミー	yes	yes	yes	yes
Hausman 検定	fixed	fixed	fixed	fixed
観測数	15,471	15,471	9,283	9,283
個体数	1,981	1,981	1,307	1,307
Overall R ²	0.138	0.138	0.133	0.132
HI _B =HI _G 検定 (F 値)	(25.15)***	(37.23)***	(21.55)***	(34.03)***

(注)

・[]内は t 値, ()内は F 値を示している。

* : p<0.1, ** : p<0.05, *** : p<0.01

年)にサンプルを絞り、回帰分析を行った。検証結果は、図表7の推計2のとおりである。まず HI_B は、推計2.1および推計2.2とも少なくとも5%水準で有意に負であり、仮説1は支持されている。同じく、 HI_G も、推計2.1および推計2.2とも1%水準で有意に負であり、仮説2も支持されている。ここでいずれの係数も全サンプルに基づく推計よりも負の方向に大きくなっており、I. 国内専業を取り除いたことにより、多角化の限界効果を一層精緻に検出できたことがわかる。

一方、 HI_B と HI_G の係数の比較については、推計2.1および推計2.2とも、 HI_G の方が負の方向に大きく、F検定により、その差は1%水準で有意である。したがって、仮説3についても、全サンプルに基づく推計と同様、強く支持されている。

以上のとおり、全サンプルに基づく推計1、および、I. 国内専業を除くサブサンプルに基づく推計2双方によって、仮説1、仮説2および仮説3が支持される、という結果を得た。

VI. 検証結果の頑健性

以上の検証結果は頑健かどうか。本研究で用いた測度、すなわち①多角化の程度および②企業価値の水準に関する測度を変更し、検証結果の頑健性を検討する。

1. 多角化の程度

最初に、多角化の程度に関する測度に注目する。上述のとおり、仮説3の検証では HI_B と HI_G の係数を比較し、後者の方が負の方向に有意に大きいことをもって、事業多角化より、地域多角化によるディスカウントの方が大きいと

結論づけた。ただし、 HI_B と HI_G は、各々、事業の種類別セグメント情報および所在地別セグメント情報という別の情報に基づいており、そのままの値で検証したのでは正確な比較を妨げている可能性がある。

このため、ここでは HI_B と HI_G を標準化した上で上記の回帰分析を行い、当該標準化係数に差があるかどうかの検定を行った。

検証結果は図表8のとおりである。図表7と同様、推計1は全サンプル、推計2は国内専業以外のサブサンプルに基づく推計結果である。推計1.1~推計2.2のいずれにおいても、 HI_G の標準化係数の方が負の方向に1%水準で有意に大きいという結果となっている。したがってこの標準化係数に基づく検証でも仮説3は強く支持され続けており、仮説3に関する上記検証結果は頑健であることが確認された。

2. 企業価値

次に、上記回帰分析の被説明変数に注目する。本研究は、企業価値の水準を相対的に計測するため、企業価値/総資産倍率を採用した。ただし前述のとおり、先行研究の中には、企業価値の水準として企業価値/売上高倍率を採用するケースもあることから、ここでは、分母のデフレーターを変更しても結果に変化が生じないかどうかを確認する。企業価値/売上高倍率を被説明変数とし、これまでと同様の回帰分析を行った。

紙幅の関係上、推計結果の掲載は省くが、多角化に関する測度として HI_B および HI_G を含めたケース、および、それらの標準化係数を含めたケースとも、全サンプルに基づく推計、および、国内専業以外のサブサンプルに基づく推計において、ごく一部の係数が有意ではなくなっ

図表8 検証結果の頑健性

被説明変数： 企業価値／総資産倍率	1. 基本サンプル		2. サブサンプル (I. 国内専業以外)	
	推計1.1	推計1.2	推計2.1	推計2.2
説明変数：				
<u>多角化の程度（標準化値）</u>				
(a)公表セグメントベース：				
HI _B	-0.029 [-4.32]***		-0.031 [-3.46]***	
HI _G	-0.064 [-9.63]***		-0.071 [-8.92]***	
(b)標準産業・地域分類ベース：				
HI _B		-0.015 [-2.67]***		-0.015 [-2.08]**
HI _G		-0.063 [-9.55]***		-0.071 [-8.83]***
<u>コントロール変数</u>				
LOGSIZE	0.608 [73.46]***	0.607 [73.36]***	0.648 [61.90]***	0.647 [61.86]***
ROS	0.463 [7.47]***	0.479 [7.75]***	0.692 [8.96]***	0.703 [9.10]***
TURNOVER	0.412 [34.76]***	0.412 [34.70]***	0.391 [25.28]***	0.391 [25.23]***
LEVERAGE	-0.325 [-10.43]***	-0.324 [-10.38]***	-0.245 [-6.26]***	-0.245 [-6.25]***
GROW	0.538 [26.49]***	0.539 [26.52]***	0.448 [17.54]***	0.448 [17.54]***
切片	-5.960 [-64.54]***	-5.950 [-64.45]***	-6.538 [-54.89]***	-6.540 [-54.90]***
年次ダミー	yes	yes	yes	yes
Hausman 検定	fixed	fixed	fixed	fixed
観測数	15,471	15,471	9,283	9,283
個体数	1,981	1,981	1,307	1,307
Overall R ²	0.138	0.138	0.133	0.132
HI _B =HI _G 検定 (F 値)	(14.32)***	(30.86)***	(12.25)***	(28.26)***

(注)

・[]内はt値、()内はF値を示している。

*：p<0.1，**：p<0.05，***：p<0.01

たものの、上記検証結果と概ね同様の結果を得た。したがって、企業価値/売上高倍率を被説明変数とする検証でも、すべての仮説は概ね支持され続けており、上記検証結果は基本的に頑健であることが確認された。

Ⅶ. 発見事項とインプリケーション

1. 発見事項

以上、本研究では、多角化ディスカウントと称される現象、すなわち多角化が進展するほど企業価値が低く評価されるという現象が、日本の証券市場において生じているかどうかを検証した。本研究の重要な成果は、15,471社・年という大規模なサンプルに基づいて、日本の証券市場を対象として、以下の二点の事実を発見したことである。

第一に、日本の証券市場では、事業多角化および地域多角化とも相互の影響を考慮してもなおマイナス要因として評価されていることを発見した。日本の証券市場において、これまで事業多角化に関する証拠は少なからず蓄積されてきたが、本研究では地域多角化を含めて検証し、事業多角化によるディスカウントのみならず、地域多角化によるディスカウントが実際生じていることを発見したのである。

第二に、事業多角化および地域多角化が企業価値に及ぼす限界効果を比較すると、地域多角化の方が負の方向に有意に大きいということも発見した。この点は事業多角化よりも、地域多角化の方が、企業価値に対して、一層マイナスの影響を及ぼしていることを意味しており、証券市場は、日本企業によるグローバル経営の推

進について、厳然とマイナスの評価を下していることが明らかになったのである。

2. インプリケーション

以上の発見事項に基づいて、本研究のインプリケーションについて述べることにする。

第Ⅳ節で述べたとおり、現在、日本企業は事業多角化を縮小する一方、それとは対照的に地域多角化を急速に進めている。たしかに、地域多角化の推進には、成長市場の獲得およびコスト低減等のベネフィットを期待でき、実際、地域多角化を図る企業の収益性および成長性が高いことは、本研究のデータによって裏づけられている。

ただし、地域多角化にはコストを伴う。しかも上記発見事項に基づくと、事業多角化以上に、地域多角化によるディスカウントは顕著に生じており、これは、地域多角化によるコストが大きいことを意味している。とくに、近年、グローバル経営の推進に力を注ぎ、地域多角化に舵を切り始めた企業にとってかかるコストは大きく、企業価値の著しい低下を招く恐れもある。

前述のとおり、多角化ディスカウントは、情報の非対称性を出発点として、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実態面への影響という二つのルートがつくられ、それらが複合して企業価値低下に至る現象と考えられる。かかる理論を裏づけるように、いくつかの実証研究では、情報開示の質が優れている企業、あるいは、株主によるガバナンスの有効性が高い企業において、多角化ディスカウントの規模が縮小していることが明らかにされている。

現在、日本企業において事業活動のグローバ

ル化を図ることは不可避の課題であるとはいえ、急速かつ野放図に拡大に走るのはマイナスの影響が大きく、企業価値を著しく毀損する恐れさえある。したがって、地域多角化を図る際には、そのコストを十分に見極めつつ、証券市場に対して一層適切かつ積極的な情報開示を行うとともに、ガバナンス・システムの強化を図るなど、そのコストを抑制するような政策を併せて実施していく必要がある、ということをも本研究の知見は示唆している。

本研究の特徴は、日本企業のグローバル化が急速に進展している状況を踏まえて、証券市場において、事業多角化と地域多角化によるディスカウントが生じているかどうかについて、網羅的に検証したことにある。前述の理論に基づけば、両多角化によるディスカウントには、情報開示システム、あるいは、ガバナンス・システム等の要因が根深く関係していると推測されるが、本研究ではこれらのメカニズムについて実証的に立ち入った考察を行うに至っていない。

本研究のデータが示すとおり、時価総額が大きく、証券市場に対するインパクトの大きい企業ほど、事業多角化および地域多角化が進展している。それだけに、情報開示システムおよびガバナンス・システムとの関係も含めて十分検証を積み重ね、多角化ディスカウントの発生メカニズムを体系的に解明することが求められる。

注

- 1) 多角化企業の下、経営者は、各事業の実態を外部の投資家以上に迅速かつ精緻に把握できることから、外部資本市場によるよりも、内部資本市場による資源配分の方が効率的になる可能性がある (Stulz [1990])。
- 2) 多角化企業に関する分析について、詳しくは、中野 [2009] を参照のこと。
- 3) Thomas [2002]。

- 4) Dunn and Nathan [1998], 井上・野間 [2007]。
- 5) 実際、Lamont and Polk [2002] は多角化企業に対する要求リターンが相対的に高いこと、また井上・野間 [2007] は多角化企業の資本コストが相対的に高いことを実証している。
- 6) Myers, Milgrom, and Roberts [1992]。
- 7) 地域別情報には、減価償却および資本的支出等、キャッシュ・フローの計算に必要な項目は開示されていなかった。
- 8) 中野 [2009] では、アナリストによる次の見解が示されている。すなわち、日本で製造し海外で販売するとき、日本側に高利益率の製造利益が計上され、海外の側に低利益率の販売利益が計上されることがある (この逆もある)。このような場合、地域別情報を分析しても海外展開の真の姿を捉えることはできない。
- 9) Kim and Mathur [2008]。
- 10) グローバル経営の進展に伴い、一部日本企業は大学生の新卒採用において外国人の枠を拡大する方針を打ち出しており、日本経済団体連合会 [2011] では「海外売上比率の高い電機メーカーや商社、証券会社などを中心に、本社における外国人人材の採用を拡大する動きは徐々に拡大しつつある」と指摘する。かかる動向は、地域多角化の進展に伴い、従来の雇用システムでは限界にきていることを示唆している。
- 11) 超過企業価値は、簡単にいえば、多角化企業の各事業が各業界の平均的な専業企業によって行われていると見なした場合の理論価値を求めた上で、当該理論価値に対して、実際の企業価値の水準 (企業価値/総資産または企業価値/売上高等) がどの程度の大きさになっているかを計測するものである。前者に比べ、後者が下回るほど、多角化ディスカウントは大きいと解釈される。超過企業価値について、詳しくは、Berger and Ofek [1995] を参照のこと。
- 12) 本研究では、企業価値と多角化の関連性を検証するが、後述のとおり、多角化の測度は各年3月期の会計情報をもとに算定している。当該情報が株価に反映されるには、決算日後3ヶ月程度を要すと見込まれるため、企業価値の算定には6月末時価総額を用いている。
- 13) シンプル q は、Tobin の q に沿って取替価値等を用いた場合の測定値との相関係数が非常に高いことが明らかになっている (Perfect and Wiles [1994])。Lang and Stulz [1994] および大坪 [2006] は、Tobin の q に関する推計値を用いて、事業多角化によるディスカウントの検証を行っている。
- 14) Bodnar, Tang, and Weintrop [1997], Denis, Denis, and Yost [2002], Kim and Mathur [2008]。
- 15) 実際、Berger and Ofek [1995] の超過企業価値をベースとした測度に基づいて計測してみたが、日本の上場企業の場合、国内専業企業の割合が低いため、業種分類方法によって結果が大きく変わるなど頑健ではなく、この測度を用いるメリットよりもデメリットの方が大きいと判断された。
- 16) 超過企業価値の計算にはセグメント情報を必要とするが、セグメント情報では、資産より売上高の方が入手可能性が高い。先行研究においてデフレーターに売上高が

- 用いられている理由は、データの入手可能性が高く、大量のサンプルを確保できるためと考えられる。
- 17) セグメント開示基準は、2010年4月1日以後に開始する事業年度より、新基準（企業会計基準委員会、企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」）が適用されているが、本研究の検証期間は、後述のとおり、旧基準（企業会計審議会「セグメント情報の開示基準」）の適用期間に限定されている。旧基準では、①事業の種類別セグメント情報、②所在地別セグメント情報および③海外売上高の開示が求められていた。これらのうち、②および③が地域別情報に該当し、両者とも売上高情報を含んでいるが、前者は販売元ベース、後者は販売先ベースで集計されているという違いがある。
- 18) Bodnar, Tang, and Weintrop [1997], Denis, Denis, and Yost [2002], Kim and Mathur [2008]等では、HI_Gを用いてはいないものの、本研究と同様、所在地別セグメント情報に従い、本国以外から出荷した売上高の有無、あるいは、本国以外から出荷した売上高比率等を地域多角化に関する測度としている。ただし、これらの測度は地域多角化の程度を密に計測するには適しておらず、HI_Gの方が地域多角化の程度を精緻に計測できると考える。
- 19) 具体的に、事業多角化については、事業の種類別セグメント情報を開示していない、または、1業種（日本標準産業分類中分類ベース）の売上高占有率が90%以上を占める場合には「事業多角化なし」とし、それ以外を「あり」とした。一方、地域多角化については、所在地別セグメント情報を開示していない、または、日本（所在地別セグメントベース）の売上高占有率が90%以上を占める場合には「地域多角化なし」とし、それ以外を「あり」とした。
- 中野誠・久保直也・吉村行充 [2002] 「多角化企業の財務構造とバリュエーション」, 『証券アナリストジャーナル』第40巻第12号, 76-91頁。
- 日本経済団体連合会 [2011] 「グローバル人材の育成に向けた提言」。
- 平元達也 [2002] 「事業の多角化と企業価値」, 『現代ファイナンス』第12号, 31-55頁。
- Bens, D. A. and S. J. Monahan [2004] "Disclosure Quality and the Excess Value of Diversification," *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 No. 4, pp.691-730.
- Berger, P. G. and E. Ofek [1995] "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.37 No.1, pp.39-65.
- Best, R. W., C. W. Hodges, and B.-X. Lin [2004] "Does Information Asymmetry Explain the Diversification Discount?," *Journal of Financial Research*, Vol.27 No.2, pp.235-249.
- Bodnar, G. M., C. Y. B. Tang, and J. Weintrop [1997] "Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification," Working Paper, Johns Hopkins University.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and K. Yost [2002] "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value," *Journal of Finance*, Vol.57 No.5, pp.1951-1979.
- Dunn, K. A. and S. Nathan [1998] "The Effect of Industry Diversification on Consensus and Individual Analysts' Earnings Forecasts," Working Paper, CUNY-Baruch College.
- Kim, Y. S. and I. Mathur [2008] "The Impact of Geographic Diversification on Firm Performance," *International Review of Financial Analysis*, Vol.17 No.4, pp.747-766.
- Lamont, O. A. and C. Polk [2002] "Does Diversification Destroy Value?: Evidence from the Industry Shocks," *Journal of Financial Economics*, Vol.63 No.1, pp.51-77.

参 考 文 献

- 井上剛・野間幹晴 [2007] 「多角化戦略と株主資本コスト——事業の関連性と組織構造——」, 『証券アナリストジャーナル』第45巻第10号, 84-97頁。
- 梅内俊樹 [2009] 「多角化戦略が企業の価値に及ぼす影響について」, 『ニッセイ基礎研究所報』第55号, 1-18頁。
- 大坪稔 [2006] 「日本企業における多角化の過小評価問題に関する実証研究」, 『経営財務研究』第25巻第1号, 31-46頁。
- 中野貴之 [2009] 「投資家による連結会計情報の利用メカニズム」, 『産業経理』第69巻第1号, 78-88頁。

- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz [1994] "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, Vol.102 No.6, pp.1248-1280.
- Lins, K. and H. Servaes [1999] "International Evidence on the Value of Corporate Diversification," *Journal of Finance*, Vol.54 No.6, pp. 2215-2239.
- Myers, M., P. Milgrom, and J. Roberts [1992] "Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes," *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol.1 No.1, pp.9-35.
- Perfect, S. B. and K. W. Wiles [1994] "Alternative Constructions of Tobin's Q: An Empirical Comparison," *Journal of Empirical Finance*, Vol.1 No.3-4, pp.313-341.
- Stulz, R. M. [1990] "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol.26 No.1, pp.3-27.
- Thomas, S. [2002] "Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Analysts' Forecasts and Earnings Announcements," *Journal of Financial Economics*, Vol. 64 No. 3, pp.373-396.
- * 本論文の作成過程において、匿名のレフェリーから有益かつ建設的なコメントを頂戴した。心より御礼申し上げたい。なお、本論文は、科学研究費補助金・基盤研究C（課題番号21530479）による成果の一部である。

(法政大学キャリアデザイン学部教授)