

多角化ディスカウントと企業ガバナンス^{*1}

牛島 辰男^{*2}

要 約

米国企業を対象とした研究では、多角化ディスカウント（複数の産業に多角化した企業が同じ産業の専門企業よりも市場から低く評価される傾向）の存在が広く報告されている。本研究では2004～2012年の連結事業セグメントデータに基づき、日本企業にも多角化ディスカウントは存在するか、日本企業の多角化とガバナンスはどう関係しているか検討する。分析の結果、多角化した企業は専門企業に比べ6～7%ほど市場から低く評価されており、日本企業にも多角化ディスカウントが存在することが分かった。また、ガバナンスの質が企業価値の重要な規定要因であること、多角化がガバナンスの価値向上効果を弱めること、ガバナンスの企業行動への影響が多角化の終了（多角化企業の専門化）の際に強く現れることが示された。これらの結果は、日本企業の多角化にエージェンシー問題が存在しており、それが非効率な事業継続という形をとりやすいことを示唆している。

キーワード：多角化，企業価値，エージェンシー問題，企業ガバナンス

JEL Classification：G32, G34

I. はじめに

本稿の目的は、日本企業による事業の多角化と企業価値、企業ガバナンスの関係を2004～2012年の期間について分析することである。1990年代半ばからのコーポレートファイナンスの研究では、多角化（コングロマリット）ディスカウント（diversification/conglomerate discount）と呼ばれる現象が注目を集めてきた。Berger and Ofek (1995) と Lang and Stulz (1994) は、多角化した米国企業が同じ産業で活動する代表的な専門企業のポートフォリオに比べ、株

式市場から著しく低く評価されている（ディスカウントされている）ことを見出した。この発見を契機として、多角化の企業価値への影響が多くの研究者により議論されることとなったのである。そこでの中心テーマの一つは、企業ガバナンスと多角化の関係である。次節で紹介するように、多くの研究が多角化ディスカウントを経営者による過剰な多角化の追求がもたらした株主価値の破壊の表れと捉えている。

日本においても、多角化が企業価値の向上に

* 1 本研究は科研費（独立行政法人日本学術振興会）24530421の助成を受けた。

* 2 青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授

結びついていないのではないかという問題意識は広く持たれている。多くの日本企業が「選択と集中」の掛け声のもとに、事業分野の絞り込みを行ってきたことは記憶に新しい。しかしながら、多角化した日本企業が同じ産業の専門企業に比べ、投資家からディスカウントされているのかは十分に明らかではない。多角化ディスカウントの推計に必要な連結ベースの事業セグメント情報が日本企業について体系的に取得できるようになったのは今世紀に入ってからであり、本格的な研究を可能にする規模でのデータ蓄積は、さらに最近まで待たなければならなかったためである。だが、この制約は現在ではほぼ解消されており、大規模サンプルに基づく多角化ディスカウントの推計が可能になっている。

本稿では、2004年から2012年の期間に株式公開していた日本企業（金融機関を除く）を対象として多角化の企業価値への影響を計測すると共に、その企業ガバナンスとの関係を考察する。推計サンプルは延べ数で約27,300社（firm-years）、ユニークベースで約3,900社（firms）をカバーしており、包括性の高いものとなっている。サンプル企業の多角化の状況は、日経NEEDS FinancialQUESTデータベースより取得した連結事業セグメントデータに基づいて把握し、日本標準産業分類の細分類（4桁）ベースで複数のセグメントを持つ企業を多角化企業と定義した。企業価値の計測はBerger and Ofek (1995) の手法に従い、多角化企業の各セグメント（専門企業は企業全体）を同じ産業の専門企業のうち中位の評価乗数（企業価値の売上高比）を持つ企業にマッチさせて行った。

企業のガバナンス・システムは取締役会の規模や構成、株式保有の集中度や株主構成など多様な要因から成り立っている。これら要因と多角化の関係をなるべく包括的に捉えるため、本稿ではAman and Nguyen (2008) によって考案された指数を企業ガバナンスの質の指標として用いる。この指数は日経NEEDS-Cges (Corporate Governance Evaluation System) に含まれる3カテゴリー・15変数の合成変数である。

この総合指数とは別に、カテゴリーごとのサブ指数を作成し、ガバナンス・システムを取締役会、所有構造、情報開示に分けた分析も行う。これらの指数の平均を多角化企業と専門企業で比べると、多角化企業の方が有意に低い。すなわち、経営者のエージェンシー問題は多角化を進めている企業でより深刻になる可能性が高いといえる。

多角化の企業価値への影響は、回帰分析により推計した。企業規模や、利益率、有形・無形資産への投資などをコントロールした推計結果は、日本企業にも統計的に有意な多角化ディスカウントが存在することを示した。すなわち、他の条件一定として、多角化企業は同じ産業の代表的専門企業のポートフォリオよりも低く投資家から評価されている。平均的なディスカウントの大きさは6~7%であり、米国企業について典型的に報告されている値（10~20%）よりは小さい。しかしながら、企業固定効果を含めた推計でもほぼ同じ大きさで安定的に現れるという点で、日本企業の多角化ディスカウントは統計的により頑健である。

ガバナンス・システムもまた、企業価値の重要な規定要因である。企業間のクロスセクションで見ても、同一企業内のロンジチュージナル（経年的）な変化で見ても、ガバナンスの質と企業価値の間には強い正相関がある。ガバナンス・システムを細分化した分析によると、とりわけ強い効果を持つのは取締役会の構造であり、企業とのしがらみが弱い独立的な外部取締役の比率が高い企業が高く評価される傾向が見られる。また、外国人持株比率と企業価値の間にも強い正の相関が見出され、外国機関投資家の「物言う株主」としての役割が示唆される結果となった。回帰分析はまた、ガバナンス・システムの価値向上効果が、多角化により低められる傾向があることを見出した。この結果は事業の多角化による企業の複雑化と不透明化が、株主や取締役会による経営者の規律付けを難しくすることを示唆している。

企業ガバナンスの多角化行動への影響は、多

角化の始まり（専門企業による多角化）と終わり（多角化企業による専門化）に注目して分析した。プロビット分析の結果、ガバナンス機能に優れた取締役会と所有構造を持つ多角化企業ほど、専門企業となる確率が高くなることが分かった。逆に多角化の始まりにおいては、ガバナンス・システムの強い影響は見られない。これらの結果は、株主と経営者の利害の不一致が、多角化の開始よりも継続において大きくなりがちであることを示唆している。例えば、経営者が事業の継続に執着し、不採算事業が整理されることなく企業内に蓄積されていくなれば、多角化の継続は株主価値の低下をもたらすであろう。そうした傾向が多く日本の企業に存

在するであろうことは、「選択と集中」がリストラクチャリングの大きなテーマとなってきたことから推察できる。

本稿の構成は以下の通りである。次節では多角化ディスカウントに関する研究を、特に企業ガバナンスとの関連に注目しながらレビューする。Ⅲ節では、多角化、企業価値とガバナンス・システムの計測について記述する。Ⅳ節では、日本企業の多角化ディスカウントを推計すると同時に、企業価値とガバナンスとの関連を回帰分析の枠組みで考察する。Ⅴ節ではプロビット回帰により、ガバナンス・システムの企業の多角化行動への影響を分析する。最終節は結論である。

Ⅱ. 企業多角化とガバナンス

Ⅱ-1. 多角化と企業価値

多角化の企業価値への影響は、先験的に明らかではない。多角化が企業価値を高めるとすれば、シナジー（相乗効果）が事業間で働く必要がある。シナジーはオペレーティングシナジーと財務シナジーに大別される。オペレーティングシナジーとは、広い意味での範囲の経済性である。すなわち、企業が複数の事業を同時に営むことで、個々の事業が独立した企業として活動するよりも費用が削減されるか売上が大きくなり、企業全体としての利益稼得能力が高められることである。オペレーティングシナジーが生まれる基本的メカニズムは、事業間での資源の共有である。同じ技術を複数の事業で活用することで製品の競争力を高めたり、ある事業で培ったブランドネームを別の事業の販売促進に活用したりすることが具体的な例として考えられる。

財務シナジーは、資本の調達と利用における相乗効果である。キャッシュフローの変動パターンが異なる事業を組み合わせると、企業全

体としてのキャッシュフローの変動が小さくなるため、デフォルトリスクが低減され、借入余力は向上する。コインシラランス効果と呼ばれるシナジーである。財務シナジーは内部資本市場の活用からも生まれる。内部資本市場とは、外部から調達した資本や企業内で生み出されたキャッシュフローを経営者が事業（投資機会）間に配分していく仕組みである。企業と投資家で情報の非対称性が大きいと、外部資本市場を通じた資本配分は事業の投資機会の多寡と質を反映しない非効率なものになる懸念がある。企業内にいる経営者は個々の事業の実態と展望をよく把握しているため、外部市場よりも効率的に資本の配分を行い、企業価値を向上させられる可能性があるのである（Williamson, 1975；Stein, 1997）。

シナジーの存在は、事業の成功を保証するものではない。多角化で始めた事業が不採算化し、それを企業が抱え込み続けられれば、多角化の企業価値への影響はマイナスとなる。多角化による事業ラインの増加は、経営者の情報処理と

意思決定の負荷の増大、組織構造や組織プロセスの複雑化などの問題をもたらすため、企業のコストを構造的に高める効果も持つ。こうしたコストが過大に発生する場合も、企業価値は低下する。不採算事業のために優良事業のキャッシュフローが浪費されたり、資本予算編成が硬直的であったりすると、内部資本市場ゆえに資本の利用効率が低下する企業社会主義 (corporate socialism) の問題が発生する (Scharfstein and Stein, 2000)。こうした負の財務シナジーが大きく発生する場合も、多角化の経済的価値はマイナスとなる。

多角化の企業価値への影響を推計するには、多角化企業と専門企業の市場価値を何らかの形で比較する必要がある。しかしながら、一口に多角化企業といっても事業ポートフォリオの中身は様々であり、比較されるべき専門企業は企業により異なる。事業の組み合わせや個々の事業の特性の違いが十分コントロールされないと、収益性や成長力など産業レベルの要因による企業価値の違いが、多角化の効果として捉えられてしまう懸念がある。Berger and Ofek (1995) と Lang and Stulz (1994) は、多角化企業の価値をその企業の実際の事業構成に即して組まれた代表的専門企業のポートフォリオの価値と比較することで、この問題を回避した。

Berger and Ofek (1995) の分析は、次のように定義された企業の超過価値 (excess value) に基づく。

$$Excess\ Value_{it} = \ln\left(\frac{V_{it}}{IV_{it}}\right) \quad (1)$$

$$IV_{it} = \sum_j S_{ijt} \times Median_{jt}\left(\frac{V_t}{S_t}\right) \quad (2)$$

ここで、 V は実際の企業価値 (株式の時価総

額と負債の簿価の和)、 IV はこの企業の全ての事業セグメントが産業の代表的な専門企業と同等に評価された時に見込まれる価値 (帰属価値) である。後者は、当該年におけるセグメント売上高 (S) に、そのセグメントと同じ産業で活動する専門企業の売上高の評価乗数 (V/S) の中位数を乗じて推計されるセグメント価値を、全セグメントについて足したものである¹⁾。実際の企業価値 (V) がこうして推計された帰属価値 (IV) を上回っていれば、超過価値はプラス (プレミアム) になり、下回っていればマイナス (ディスカウント) になる。

Berger and Ofek (1995) は、このように計測された米国多角化企業の超過価値が、1986年から1991年の期間について有意に負であり、多角化企業が専門企業に比べて15%ほど低く市場から評価されていることを見出した。彼らの推計によると、多角化企業に対するディスカウントは、売上高の代わりに資産やキャッシュフローを用いてセグメントの重みづけや評価乗数の定義をした場合にも安定的に現れる。Lang and Stulz (1994) は chop shop アプローチと呼ばれる方法を用い、多角化企業が専門企業に比べて市場でディスカウントされていることを見出した²⁾。

折しも米国では、解体的買収 (bust-up takeovers) や大規模な事業売却 (divestitures) の増加を受けて、コングロマリット型企業による株主価値の破壊への関心が高まっていた。このため、多角化ディスカウントの発見は、多くの後続研究を生み出すことになった。それら研究はほぼ例外なく Berger and Ofek (1995) の方法を踏襲し、統計的に有意なディスカウントをクロスセクション推計で見出している。この意

1) 専門企業は、企業全体を一つのセグメントと見なす。したがって、専門企業の帰属価値は、企業の売上高に産業の評価乗数を乗じたものとなる。セグメントの産業区分はCOMPUSTATにおいて振られているSICコード(4ケタ)に基づく。産業内に専門企業が5社以上存在する場合には、評価乗数は4ケタレベルで定義される。専門企業数が5社未満の場合には、3ケタ以上に産業の集計度を上げ、専門企業数が5社以上確保できる最も細かな産業区分での乗数を用いる。

2) Chop shop アプローチも、基本的な考え方と使用するデータはBerger and Ofek (1995) の excess value アプローチと同じである。

味で、米国における多角化ディスカウントの存在は「定型化された事実」といえる。ただし、ディスカウントが多角化そのものに由来するののかという問題をはじめ、解釈や発生メカニズムについては多くの議論がある。研究の全般的な動向については、Martin and Sayrak (2003) と Erdorf et al. (2013) が丹念なサーベイを行っている。

II-2. 多角化とエージェンシー問題

多角化ディスカウントの発生メカニズムに関する有力な説明の一つは、経営者（経営陣）のエージェンシー問題である。すなわち、経営者が私的便益を享受するため、株主利益の低下をもたらす非効率な多角化を進めている可能性がある。多角化が経営者に私的便益をもたらす理由はいくつか考えられる³⁾。第一に、報酬や特典が多角化による企業成長で増加することである。経営者報酬と企業規模の間には、一般に正の相関が存在する。経済的な利得だけでなく、より大きな企業を経営することで得られる満足感などの心理的利得や社会的名声も、多角化を通じたエンパイア・ビルディング（empire building）へと経営者を向かわせる可能性がある。

第二は、エントレンチメント（保身）である。企業の事業ポートフォリオは多様であり、ある企業の全ての事業に通じた人材を、その企業の外部で見つけることは容易ではない。このため、企業が多角化を進めるほど、投資家が企業外部から経営者の強制的な交替をはかることが難しくなるのである。この効果は、経営者が自身に固有な知識や経験が活きる分野へと企業を集中的に多角化させている場合に特に大きくなると考えられる（Shleifer and Vishny, 1989）。

第三は、人的資本の価値の保全である。株主は多くの企業に投資することで、リターンの分散を小さくできる（homemade diversification）。このため、個々の企業がリスク低減を目的とし

て事業の多角化を進めることは、株主価値に寄与しない。しかしながら、経営者は自身の資産の大きな割合を企業特殊性の強い人的資本として持っており、その価値は企業の存続に強く依存する（Amihud and Lev, 1981）。このため、株主メリットがないとしても事業の多角化を進め、事業間のコインシユランス効果を働かせることで企業の存続確率を高めていく誘因を持つのである。

米国企業が多角化とガバナンス・システムの関係性を分析した研究の多くが、多角化におけるエージェンシー問題の存在を示唆する結果を得ている。Denis et al. (1997) は、経営者の持株比率と外部大株主（ブロックホルダー）の所有比率が高い企業ほど、多角化のレベルが低いことを見出した。前者の変数が株主と経営者の利害の一致度、後者が株主によるモニタリング強度を表しているならば、これらの関係はエージェンシー仮説と整合的である。Hyland and Diltz (2002) もまた、米国企業が多角化にエージェンシー問題を示唆するパターンを多く見出した。ただし、彼らの推計においては経営者の持株比率と企業が多角化確率の関係は有意にプラスである。Anderson and Reeb (2003) は、創業者家族による株式所有比率が高い企業ほど、多角化の度合いは低く、株式市場からは高く評価される傾向があることを示した。

Berger and Ofek (1996) は会社支配権市場に注目し、ディスカウントの大きな多角化企業ほど、敵対的買収のターゲットになりやすく、買収後に解体されやすいことを見出している。Jiraporn et al. (2006) は買収防衛策により敵対的買収の脅威と株主の権利が弱められている企業ほど多角化しやすく、市場から大きくディスカウントされる傾向があることを報告している。

Jiraporn et al. (2008) は取締役会の役割に注目し、他社取締役を兼務する「多忙な」取締役の比率が高い多角化企業ほど、ディスカウント

3) Aggarwal and Samwick (2003) は、経営者のいかなる動機が非効率な多角化を生み出しているのか、理論モデルの予測に基づく実証的な識別を試みている。

が大きくなることを見出した。このことは取締役会による経営者モニタリングの実効性の低下が、非効率な多角化を助長しがちであることを示唆している。Berry et al. (2006) は專業企業では企業の業績不振がCEO交替を促す強い効果を持つのに対し、多角化企業ではそうした効果が見られないことを報告している。Nam et al. (2006) は株価連動型の経営者報酬が、特に多角化企業において企業価値の向上をもたらすことを見出している。ただし、Anderson et al. (2000) は多角化企業と專業企業ではガバナンスの仕組みが異なっており、単純な比較はできないと注意している。

Chen and Chen (2012) は取締役会、所有構造、経営者報酬など多様なガバナンス要因を総合的に分析し、有効な統治メカニズムを持つ多角化企業ほど事業間の資本配分が効率的であり、市場から高く評価される傾向があることを見出した。Hoechle et al. (2012) は、多くのガバナンス要因をコントロールした回帰分析で多角化ディスカウントを推計し、ディスカウントのある部分は多角化そのものではなく、ガバナンス・システムの効果を捉えていると結論している。

II-3. 日本企業の多角化

多角化をめぐる株主と経営者の利害の不一致は、日本企業においても生じる可能性がある。破綻したカネボウや、解体的なリストラクチャリングを余儀なくされたダイエーなどの事例は、日本企業の経営者もエンパイア・ビルディングの性向と無縁ではないことを示している。経営者の多くが内部昇進によって選別され、従業員の代理人としての性格を持つ傾向が強いことも、株主の視点からは過大な多角化につながる可能性がある。企業横断的な労働市場が小さな日本では、経営者のみならず従業員の人的資本の価値も企業の存続に強く依存しており、内部者（経営者と従業員）に「保険」としての多角化への強い需要があることが考えられるからである。

実証分析もまた、多角化が株主価値の低下をもたらしている可能性を示している。Lins and Servaes (1999) は、1992～1994年の期間について日本企業の多角化ディスカウントを計測し、10%ほどのディスカウントを見出したほか、系列が非効率な多角化を促す可能性を示唆している。平本 (2002) は1995年度における東証上場企業の超過価値を計測し、やはり10%程度の多角化ディスカウントを見出した。Fukui and Ushijima (2007) は、製造業140社の多角化を長期 (1973～1998年) に計測し、多角化企業のトービンのQが專業企業より低いこと、この傾向は事業の連関性が弱い多角化企業で顕著であることを報告している。

これら1990年代以前の時期を対象とした研究は、データの制約から親会社単体ベースで多角化を捉えている。このアプローチの明らかな問題は、子会社を通じた多角化が無視されていることである。連結中心の会計制度に移行した今世紀については、連結ベースでの分析が可能である。中野・久保・吉村 (2002) は、1999～2002年度の株式公開企業を対象に連結ベースでの多角化と超過価値の計測を行い、多角化企業に対する5%程度のディスカウントを見出している。

以上をまとめると、日本においても多角化が企業価値の低下をもたらしている可能性は高いといえる。ただし、データの制約が解消されているにもかかわらず、2000年以降の状況について十分な分析がなされていないという課題がある。多角化企業による「選択と集中」は、1990年代末からのリストラクチャリングの増加をもたらした主要な要因の一つであった (Fukui and Ushijima, 2007)。多角化と企業価値の関係は、今世紀に入って変化している可能性がある。以下では、Berger and Ofek (1995) の手法にしたがって、2004～2012年における日本企業の多角化ディスカウントを推計すると共に、企業のガバナンス・システムと多角化の関係进行分析する。

Ⅲ. サンプルとデータ

Ⅲ-1. 多角化と企業価値

本稿の分析対象は2004年から2012年の期間中に株式公開しており、データに問題のない全ての日本企業（金融機関を除く）である。企業の多角化状況は、日経NEEDS FinancialQUESTから取得した連結事業セグメントデータに基づき把握する。同データベースは企業が公表する全ての事業セグメントに、日本標準産業（JSIC）分類コードを付加している。米国の先行研究と同様に、本研究では細分類（4桁）ベースで複数のセグメントを持つ企業を多角化企業と定義することにする。日経NEEDSは1つのセグメントに、最大で3つの産業コードを振っている。セグメントが複数の産業コードを持つ場合には、最初のコード（主コード）で産業を定義した。また、企業内に同じ産業コードのセグメ

ントが複数ある場合には、それらを合わせたものを単一のセグメントとして扱った⁴⁾。

超過価値は（1）、（2）式に従い、6月末の株式時価総額と6月以前の直近本決算の負債簿価を用いて計測した。Berger and Ofek（1995）と同様に、帰属価値推計のための評価乗数は、同一産業内で専門企業が5社以上確保できる最も詳細な産業レベルで定義した⁵⁾。多角化企業セグメントの評価乗数の産業レベル構成は、細分類（4桁）27%、小分類（3桁）36%、中分類（2桁）31%、大分類（1桁）6%である。専門企業の評価乗数の産業レベル構成は、細分類（4桁）61%、小分類（3桁）22%、中分類（2桁）14%、大分類（1桁）3%である。多角化企業のセグメント売上高の合計は、企業全体の売上高に一致しない場合がある。乖離幅が

表1 サンプル企業の多角化、企業価値とガバナンス指数の推移

年	(1) 多角化の状況			(2) 超過価値			(3) ガバナンス・システム			
	企業数	多角化企業の比率	多角化企業のセグメント数	多角化企業	専門企業	差 (p値)	ガバナンス指数	サブ指数		
								取締役会	所有構造	情報開示
2004	2,878	0.512	3.15	-0.044	0.037	-0.081 (0.00)	4.820	1.102	2.073	1.645
2005	3,031	0.510	3.12	-0.060	0.030	-0.090 (0.00)	5.404	1.423	2.265	1.716
2006	3,096	0.506	3.13	-0.031	0.042	-0.073 (0.00)	5.521	1.461	2.474	1.586
2007	3,165	0.508	3.12	0.007	0.064	-0.057 (0.00)	5.543	1.510	2.512	1.522
2008	3,247	0.505	3.12	0.030	0.058	-0.028 (0.11)	5.597	1.630	2.413	1.554
2009	3,171	0.507	3.12	0.030	0.041	-0.011 (0.54)	5.717	1.743	2.206	1.768
2010	3,101	0.508	3.13	0.016	0.040	-0.024 (0.17)	6.006	1.787	2.245	1.973
2011	2,847	0.558	2.93	-0.023	0.041	-0.064 (0.00)	6.168	1.957	2.092	2.118
2012	2,771	0.579	2.88	0.025	0.042	-0.017 (0.34)	6.092	2.010	2.041	2.041
2004-2012	27,307	0.521	3.076	-0.005	0.044	-0.049 (0.00)	5.922	1.777	2.288	1.857

(資料) 日経NEEDS-FinancialQUEST, NEEDS-Cgesデータベースに基づき筆者作成。

4) すなわち、企業が複数の事業セグメントをレポートしていても、それらが皆同じ産業コードを持つ場合には、単一セグメント（専門）企業として扱う。

5) 専門企業の産業区分は、日経NEEDSの企業基本情報に含まれるJSICコード（平成16年改訂版）を、事業セグメントデータと同じ平成14年改訂版に変換したものに基づく。

5%を超える企業はサンプルから除外し、超えない企業は一致するように全てのセグメントの売上高を等倍で調整した。金融業に分類されるセグメントは専門企業（金融機関）との評価乗数のマッチングができないため、そうしたセグメントを持つ企業もサンプルから除外した。

表1のセクション（1）は、各年のサンプル企業数と多角化企業の割合、多角化企業の平均セグメント数を示している。サンプルには年当たり3,000社程度の企業が含まれている。期間全体で見ると、サンプルがカバーする企業は3,917社（延べ数は27,307社）である。多角化企業の比率は2000年代を通じて51%程度で安定していたが、2011年からは上昇している⁶⁾。多角化企業が平均的に持つセグメント数は3.1前後で安定していたが、2011年から低下した。これは同年以降に多角化した企業の多くが、多角化度の低い企業であることによる。観測期間を通じたセグメント数の最大値は11である。

セクション（2）は、多角化企業と専門企業の超過価値の平均と平均の差の検定結果を示している。専門企業の平均超過価値は一貫してプラスであるのに対し、多角化企業の平均は2004、2005、2006、2011の各年でマイナスである。また、全ての観測年で専門企業の平均が多角化企業のそれを上回っており、その差が1%水準で有意である年が5年間あった。差が最も大きくなった2005年には、多角化企業は専門企業に比べ、平均で9%ポイントほど低く評価されていた。期間全体で見た超過価値の差は5%ポイントであり、この差は1%水準で有意である。

Ⅲ-2. 企業ガバナンス

企業のガバナンス・システムは、株式所有や取締役会の構造など多くの要因から構成される。本稿ではそれら要因を包括的に捉えるために、Aman and Nguyen (2008) によって考案

されたガバナンス指数を用いた分析を行う。この指数は日経NEEDS-Cgesデータベースに含まれる以下の3カテゴリー・15変数の合成変数である。

取締役会の構造

- ① 取締役人数（-）
- ② 常務相当以上の取締役人数（-）
- ③ 独立社外取締役比率（+）
- ④ 監査役人数/取締役人数（+）
- ⑤ 経営者交替の柔軟性（+）

所有構造

- ⑥ 外国人持株比率（+）
- ⑦ 持合比率（-）
- ⑧ 安定保有比率（-）
- ⑨ 役員1人当たり自社株保有金額（+）
- ⑩ ストックオプション導入ダミー（+）

情報開示

- ⑪ 過去3年間の監査意見の回数（-）
- ⑫ 過去3年間の会計方針変更の回数（-）
- ⑬ 決算期末から単独決算発表までの日数（-）
- ⑭ 同一日に株主総会を開催した会社数（-）
- ⑮ 日興アイ・アールによるウェブサイト充実度評価（+）

変数末尾のカッコ内の+（-）符号は、その変数の値が大きい（小さい）ほど、企業ガバナンスの質が高いと考えられることを示す。ガバナンス指数は、これら変数の中で中位数よりも望ましい（カッコ内が+であれば大きく、-であれば小さい）値を持つ変数の個数である。したがって、指数は0～15の整数値をとり、ガバナンスの質が高いほど大きくなる。Aman and Nguyen (2008) は、この指数を単年のクロスセクションについて作成し、日本企業の株

6) この上昇は、2010年にセグメント会計がインダストリー・アプローチからマネジメント・アプローチに変更された影響である可能性がある。本稿では同じJSICコードを持つセグメントは統合して1つのセグメントとして扱うことで、「見せかけの多角化」を除去しているが、コントロールが十分でない可能性はある。

価値形成がガバナンスの質を反映していることを見出した。本稿では企業間のクロスセクションでの違いと同一企業のロンジチュージナル（経年的）な変化を同時に捉えるため、NEEDS-Cgesに含まれる全企業の2004年～2012年を通じた中位数を基準として、指数を作成した⁷⁾。

こうした指数は企業のガバナンス特性を包括的に捉えることを可能にする一方、個々の要因の効果を曖昧にするデメリットも持つ。そこで、集計を上記のカテゴリごとに行ったサブ指数を作成し、ガバナンス・システムを取締役会、所有構造、情報開示に分けた分析も行う。また、日本企業のガバナンス指標として用いら

れることの多い5つの個別要因（外国人持株比率、持合い比率、役員持株比率、取締役人数、独立社外取締役比率）に注目した分析も行うことにする⁸⁾。

表1のセクション（3）は、サンプル企業のガバナンス指数の平均を各年について示している。指数の値は観測期間を通じて上昇する基調にあり、日本企業のガバナンスは基本的に改善傾向にあるといえる。サブ指数の平均を見ると、この向上は主に取締役会と情報開示の2分野の変化によってもたらされていることが分かる。所有構造の指数は2008年から低下傾向にあり、他の指数とは動きが異なっている。

IV. 企業価値の分析

IV-1. 回帰モデルの定式化

典型的な多角化企業と専門企業には、事業の幅以外にも多くの違いがある。本節では多様な要因をコントロールして企業価値を比較するため、回帰分析を行う。コントロールすべき要因の一つは、ガバナンス・システムである。Hoechle et al. (2012) は、多角化ディスカウントがガバナンス要因のコントロール不足のため生じている可能性を指摘している。彼らの推計によると、多角化ディスカウントは多くのガバナンス要因をコントロールしても残るものの、大きさは小さくなる。

データは企業(i)×年(t)のアンバランスド・パネルである。回帰モデルは、フル・スペシフィケーションで次式のように特定化した。

$$EV_{it} = \alpha + \beta \cdot Div_{it} + \gamma \cdot Gov_{it} + \lambda \cdot z_{it} + \eta_i + \epsilon_{it} \quad (3)$$

ここで、従属変数(EV)は超過価値、 Div は多角化変数、 Gov はガバナンス変数、 z はコントロール変数のベクトル、 η は企業固定効果である。多角化の効果(β)の安定性をチェックするため、ガバナンス変数と企業固定効果を除いた推計も行う。多角化指標としては、多角化企業ダミーを主に用いる。この変数は企業が細分類ベースで複数のセグメントを持てば1、そうでなければ0の値をとる。ガバナンス変数はAman and Nguyen (2008)のガバナンス指数、そのサブ指数などである。コントロール変数としては、総資産の対数値、EBITDA（利払い・税金・償却前利益）／売上高、資本支出／売上

7) 上記変数の中で安定保有比率は日経NEEDS-Cgesが2005年に定義を変更しているため、2004年と同年以降でデータの連続性がない。指数の連続性を確保するために、全ての企業について2004年の安定保有比率は2005年の値で置き換えたものを用いた。

8) Aman and Nguyen (2008)の指数では役員による株式所有の度合いを1人当たり自社株保有金額(⑨)で捉えているが、より一般的な尺度は全役員による所有割合（役員持株比率）であるため、個別変数レベルの分析では後者を用いることとした。

表2 回帰変数の記述統計量の比較

	全体サンプル [27, 307]		多角化企業 平均 [14, 214]	専業企業 平均 [13, 093]	平均の差 (p値)	
	平均	標準偏差				
超過価値	0.019	0.512	-0.005	0.044	-0.049	(0.000)
多角化ダミー	0.521	0.500	1	0	—	—
セグメント数	2.081	1.321	3.076	1	—	—
ガバナンス指数	5.922	2.453	5.660	6.207	-0.548	(0.000)
取締役会指数	1.777	1.293	1.630	1.936	-0.306	(0.000)
所有構造指数	2.288	1.286	2.260	2.319	-0.059	(0.000)
情報開示指数	1.857	1.072	1.770	1.952	-0.182	(0.000)
取締役人数	8.017	3.430	8.658	7.320	1.338	(0.000)
独立社外取締役比率	0.059	0.113	0.058	0.059	-0.001	(0.623)
外国人持株比率	0.079	0.108	0.086	0.070	0.016	(0.000)
持合い比率	0.074	0.083	0.086	0.060	0.026	(0.000)
役員持株比率	0.091	0.139	0.071	0.114	-0.043	(0.000)
総資産 (対数)	10.35	1.569	10.78	9.887	0.892	(0.000)
EBITDA/売上高	0.082	0.092	0.080	0.083	-0.003	(0.000)
資本支出/売上高	0.043	0.060	0.044	0.042	0.001	(0.056)
研究開発費/売上高	0.016	0.040	0.015	0.017	-0.002	(0.000)
マーケティング費/売上高	0.015	0.036	0.013	0.017	-0.004	(0.000)
レバレッジ	0.769	1.132	0.910	0.616	0.294	(0.000)

(注) カギカッコ内は観測値数。

(資料) 日経NEEDS-FinancialQUEST, NEEDS-Cgesデータベースに基づき筆者作成。

高, 研究開発費/売上高, マーケティング費/売上高, レバレッジ (有利子負債残高/株式時価総額) を考慮する。マーケティング費は広告宣伝費と販売促進費の和として定義した。全ての従属変数は, 各年6月以前の本決算の値である。

表2は各変数の記述統計量を, 全サンプルと多角化企業, 専業企業別にまとめたものである⁹⁾。表1で見たように, 多角化企業と専業企業の超過価値は有意に異なる。表2はこの差異が, 多角化以外の多様な要因に由来する可能性を示している。多角化企業は専業企業に比べて有意に

資産規模が大きく, 利益率は低く, 技術やマーケティングなど無形資産への投資性向が低い。また, 多くの研究が見出しているように, レバレッジは多角化企業の方が有意に高い。

ガバナンス・システムにも有意な違いがある。ガバナンス指数とサブ指数の平均は, 全て多角化企業の方が専業企業よりも低くなっている。すなわち, 多角化企業のガバナンスの質は, 専業企業のそれよりも平均的に低い。個々のガバナンス変数を見ると, 外国人持株比率と持合い比率の平均は多角化企業の方が高く, 役員持株比率は専業企業の方が高い¹⁰⁾。また, 取

9) 明らかな外れ値は推計サンプルから除外している。具体的な基準はUshijima (2015) を参照のこと。

10) 役員持株比率の分布は多角化企業, 専業企業とも強い正の歪度を持つ。同比率の中位数は全体サンプルで0.023, 多角化企業で0.011, 専業企業で0.047である。

表3 多角化ディスカウントの推計

	OLS		Fama-MacBeth		固定効果	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
多角化ダミー	-0.069 *** (0.006)		-0.071 *** (0.010)		-0.058 *** (0.007)	
セグメント数		-0.016 *** (0.002)		-0.015 *** (0.004)		-0.027 *** (0.003)
総資産（対数）	0.024 *** (0.002)	0.022 *** (0.002)	0.024 *** (0.006)	0.022 *** (0.006)	-0.003 (0.009)	-0.002 (0.009)
EBITDA/売上高	1.306 *** (0.034)	1.315 *** (0.034)	1.397 *** (0.156)	1.407 *** (0.156)	0.239 *** (0.037)	0.236 *** (0.037)
資本支出/売上高	1.657 *** (0.050)	1.662 *** (0.050)	1.641 *** (0.109)	1.646 *** (0.108)	0.447 *** (0.042)	0.448 *** (0.042)
研究開発費/売上高	1.735 *** (0.072)	1.737 *** (0.073)	1.721 *** (0.080)	1.723 *** (0.078)	1.043 *** (0.146)	1.041 *** (0.146)
マーケティング費/売上高	0.919 *** (0.080)	0.939 *** (0.080)	0.916 *** (0.067)	0.936 *** (0.067)	0.028 (0.152)	0.028 (0.152)
有利子負債/株式時価総額	0.031 *** (0.003)	0.030 *** (0.003)	0.027 *** (0.005)	0.027 *** (0.005)	0.014 *** (0.003)	0.014 *** (0.003)
企業固定効果のF値	—	—	—	—	17.02***	17.09***
決定係数	0.163	0.160	0.174	0.171	0.783	0.783
観測値数	27,307	27,307	27,307	27,307	27,307	27,307

(注) カッコ内は標準誤差。***1%水準で有意。**5%水準で有意。*10%水準で有意。Fama-MacBeth推計の決定係数は、各年のクロスセクション回帰の決定係数の平均値。

締役の平均人数は多角化企業の方が大きい。独立社外取締役の比率については、多角化企業と専門企業で有意な差は見られない。

IV-2. 多角化ディスカウントの推計

表3はガバナンス要因を除いたモデルの推計結果を示している。(1)、(2)は企業固定効果を含まないプールド・クロスセクション(OLS)推計である。(1)では多角化ダミー、(2)では事業セグメント数をそれぞれ多角化変数として用いている。推計結果は多角化ディスカウントの存在を強く示唆している。多角化ダミーの係数はマイナスであり、他の条件一定として、多角化企業は同じ産業の代表的専門企業よりも低く評価される傾向にあることが分かる。推計された平均ディスカウントは6.9%である。この値は米国の多角化企業について典型的に報告されている10~20%のディスカウン

トに比べ小さいが、高い水準で統計的に有意である。

セグメント数の係数も有意に負であり、多角化が進み事業セグメントが多くなるほど、ディスカウントが大きくなることを示唆している。しなしながら、専門企業を除いたサブサンプルでこの定式化を推計すると、セグメント数の係数の有意性は失われる(結果は省略する)。すなわち、(2)の結果が主に反映しているのは、専門企業と多角化企業の違いであり、多角化企業間の違いではない可能性がある。Berger and Ofek (1995)をはじめとする米国企業の研究も、多角化の進展が単調に企業価値の低下につながるわけではないことを見出している。

次に多角化ディスカウントが観測期間を通じて安定的に表れるか、2004~2012年の各年をサブサンプルとしたクロスセクション回帰で検証した。(3)、(4)は、それらの結果をFama

and MacBeth (1973) の方法によりまとめたものである。すなわち、各変数の係数は各年の回帰係数の平均であり、標準誤差は推計された係数の分散に基づく。結果はプールド・クロスセクション推計に極めて近く、(1)、(2)に示された共変関係が単年のクロスセクションでも基本的に成り立っていることを示している。多角化ダミーの係数は9年中8年の推計において1%水準で有意であり、値は-0.110~-0.059の範囲にあった。最終年である2012年については、有意なディスカウントが見られなかった。

(5)、(6)は企業固定効果を含めた推計の結果である。事業の多角化は経営者の意思決定の結果であるため、多角化ディスカウントの推計には内生性の問題がつきまとう。観測されたディスカウントは多角化自体ではなく、意思決定に影響した別の要因に由来している可能性がある。そうした要因が期間中一定(安定的)であるならば、固定効果によりバイアスを除去できる。(5)は多角化ダミーを用いた推計結果である。多角化ディスカウントの推計値はプールド・クロスセクション推計に比べわずかに小さくなっているものの、高い水準で有意である。(6)のセグメント数を用いた定式化の場合、企業固定効果を含めることで多角化の効果はむしろ大きく推計されている。Campa and Kedia (2002)は、企業固定効果の導入で米国企業の多角化ディスカウントが大幅に小さくなることを報告している。こうした結果に対比させると、日本企業の多角化ディスカウントは統計的な頑健性が高いといえる¹¹⁾。

IV-3. 企業ガバナンスの効果

表4はガバナンス要因を考慮した推計の結果である。多角化変数としては、多角化ダミーのみを用い、(1)と(2)はガバナンス指数、(3)と(4)はサブ指数、(5)と(6)は5つの個別変数により、それぞれ企業間のガバ

ナンス・システムの違いをコントロールしている。奇数番号はプールド・クロスセクション、偶数番号は企業固定効果を含む推計である。すべての推計で多角化ダミーの係数はマイナスかつ1%水準で有意である。推計されたディスカウントの大きさは、プールド・クロスセクション推計で6.4~7.2%、固定効果推計で5.7~5.9%となっており、ガバナンス要因をコントロールしない場合と実質的に変わらない。

ガバナンス要因に目を転ずると、(1)と(2)でガバナンス指数の係数がプラスであり、高い水準で有意である。すなわち、ガバナンスの質と企業価値の間には、クロスセクションにもロンジチュージナルにも強い正の相関がある。(1)と(2)を比較すると、企業固定効果を含めた場合のガバナンス指数の係数の大きさは、プールド・クロスセクション推計値の半分以下になっており、ガバナンス・システムが企業価値にとって完全に外生的な要因ではないことを示唆している。すなわち、良いガバナンス・システムが企業価値を高めるとともに、市場で高く評価されている企業が良いガバナンス・システムを持つ傾向が存在する可能性がある。

サブ指数に注目すると、プールド・クロスセクション推計(3)、固定効果推計(4)ともに、取締役会の効果は有意にプラスである。すなわち、取締役会の監視・助言機能を高めることは、企業価値の向上をもたらす。(3)では所有構造の係数も有意にプラスであり、株主によるモニタリングや経営者インセンティブに優れた所有構造を持つ企業は、市場から高く評価されていることが分かる。ただし、企業固定効果を含めた推計では所有構造の効果は小さくなり、統計的有意性も失われる($p=0.13$)。情報開示の係数は(3)で有意にマイナスとなっている。これは直感に反する結果であるが、市場での評価の低い企業ほど情報開示に努める傾向があるのかもしれない。ただし、固定効果を含

11) Ushijima (2015) は本稿のデータで傾向スコアマッチング推計を行い、有意な多角化ディスカウントを確認している。

表4 多角化とガバナンス要因の企業価値への影響

	(1) OLS	(2) 固定効果	(3) OLS	(4) 固定効果	(5) OLS	(6) 固定効果
多角化ダミー	-0.064 *** (0.006)	-0.059 *** (0.007)	-0.072 *** (0.006)	-0.059 *** (0.007)	-0.064 *** (0.006)	-0.058 *** (0.007)
ガバナンス指数	0.021 *** (0.001)	0.008 *** (0.001)				
取締役会指数			0.045 *** (0.002)	0.014 *** (0.002)		
所有構造指数			0.037 *** (0.002)	0.005 (0.003)		
情報開示指数			-0.035 *** (0.003)	0.002 (0.002)		
取締役人数					-0.003 *** (0.001)	-0.001 (0.001)
独立社外取締役比率					0.099 *** (0.026)	0.078 *** (0.024)
外国人持株比率					0.540 *** (0.033)	0.427 *** (0.043)
持合い比率					-0.012 (0.037)	0.053 (0.063)
経営者持株比率					0.035 (0.023)	0.055 * (0.029)
総資産（対数）	0.027 *** (0.002)	-0.002 (0.009)	0.035 *** (0.002)	0.000 (0.009)	0.010 *** (0.003)	-0.015 * (0.009)
EBITDA/売上高	1.225 *** (0.034)	0.225 *** (0.037)	1.261 *** (0.034)	0.230 *** (0.037)	1.222 *** (0.034)	0.236 *** (0.037)
資本支出/売上高	1.624 *** (0.050)	0.446 *** (0.042)	1.595 *** (0.050)	0.447 *** (0.042)	1.644 *** (0.050)	0.435 *** (0.042)
研究開発費/売上高	1.578 *** (0.073)	1.032 *** (0.146)	1.586 *** (0.072)	1.046 *** (0.146)	1.593 *** (0.072)	1.065 *** (0.146)
マーケティング費/売上高	0.764 *** (0.080)	0.030 (0.151)	0.717 *** (0.079)	0.047 (0.152)	0.789 *** (0.080)	0.060 (0.151)
有利子負債/株式時価総額	0.038 *** (0.003)	0.014 *** (0.003)	0.033 *** (0.003)	0.014 *** (0.003)	0.039 *** (0.003)	0.017 *** (0.003)
決定係数	0.171	0.783	0.187	0.783	0.174	0.784
企業固定効果のF値	—	16.81 ***	—	16.41 ***	—	16.83 ***
観測値数	27,307	27,307	27,307	27,307	27,307	27,307

(注) カッコ内は標準誤差。***1%水準で有意。**5%水準で有意。*10%水準で有意。

む推計では情報開示の効果は有意ではない。

(5)、(6)は取締役人数、独立社外取締役比率、外国人持株比率、持合い比率、役員持株比率を用いた推計である。独立社外取締役比率の係数は(5)のプールド・クロスセクション推計、(6)の固定効果推計ともにプラスであり、1%水準で有意である。すなわち、経営と

のしがらみのない取締役が相対的に多い企業は、市場から高く評価される傾向がある。取締役人数の係数は(5)で有意にマイナスであり、Yermack (1996)などの国外研究で報告されているように、取締役会の規模と企業価値には負の相関関係がある。これは取締役会が大きくなるほど、議論と意思決定のスピード、柔軟

性が失われ、経営の監視が形骸化するためかもしれない。ただし、固定効果推計では、取締役人数の有意性は失われる。

所有構造の変数では、外国人持株比率の強い効果がみとめられ、プールド・クロスセクション推計、固定効果推計ともに同比率の係数はプラスかつ1%水準で有意である。この結果は、外国人（機関）投資家が「物言う株主」として日本企業の経営に規律をもたらしていることを示唆している。役員持株比率も係数はプラスであり、固定効果推計では10%水準で有意である。経営者による株式保有が経営者と株主との利害一致をもたらし、エージェンシー問題の発生を抑える効果があることが示唆される¹²⁾。持合い比率の係数は（5）、（6）ともに有意ではない。

IV-4. 多角化とガバナンスの相互作用

次に多角化とガバナンス・システムの相互作用について分析する。多角化とガバナンスが企業価値にもたらす影響には、プラスとマイナス双方の相互作用が存在する可能性が考えられる。プラスの相互作用が生まれるシナリオの1つは、ガバナンスにより経営者の意思決定が改善され、非効率な多角化が抑制されることである。こうした傾向があるならば、多角化の価値はガバナンスの質と共に向上していくと考えられる。

逆に、マイナスの相互作用が働くシナリオとしては、多角化がガバナンス・システムの働きを阻害するため、ガバナンスの価値向上効果が多角化企業で低下することが考えられる。Shleifer and Vishny (1989) が指摘するように、多角化が経営者のエンブレチメントをもたら

すならば、外部投資家によるモニタリングや発言が経営者を規律付ける力は、多角化企業で弱くなるであろう。多角化による企業活動の多様化と複雑化が、外部からの経営実態の把握を困難にするため、有効な統治が阻害されることも考えられる。また、企業組織におけるエージェンシー問題が経営者だけではなく管理職や従業員レベルでも存在しており、その傾向が多角化により強められるのであれば、ガバナンスの効果は多角化企業において低くなると予想される¹³⁾。ガバナンス・システムによる規律付けが直接的に働くのは組織ヒエラルキーの頂点にいる経営者に対してであり、管理職や一般従業員への影響は間接的だからである。

推計式は多角化ダミーと標本平均からの乖離として計測されたガバナンス指数を用いて、次式のように定式化した。

$$EV_{it} = \alpha + \beta \cdot Div_{it} + \gamma \cdot (Gov_{it} - \overline{Gov}) + \delta \cdot Div_{it} \cdot (Gov_{it} - \overline{Gov}) + \lambda \cdot z_{it} + \eta_i + \epsilon_{it} \quad (4)$$

この定式化では、多角化ダミーの係数は、平均的なガバナンス特性 (\overline{Gov}) を持つ企業にとっての多角化ディスカウントを表す。上述のように多角化とガバナンスの相互作用はプラスにもマイナスにも働く可能性があり、それら効果は同時に存在しうる。すなわち、交差効果 (δ) の符号を予測することは出来ない。また、統計的に有意な交差効果が観察されないとしても、多角化とガバナンスの間に相互作用がないことを必ずしも意味しないことに留意する必要がある。

表5は推計結果を示している。(1)と(2)はガバナンス指数、(3)と(4)はサブ指数を用いた定式化である。また、(1)と(3)

12) 経営者による株式保有レベルが高くなると、外部株主によるコントロールが困難になり、経営者のエンブレチメントを起こす可能性がある (Morck et al., 1988)。こうした効果が存在するか検討するため、役員持株比率の二乗項を含む推計を行った。固定効果推計において、二乗項の係数はエンブレチメント効果を示唆するマイナスとなったが、有意ではなかった。

13) 具体的には、個々の事業が自部門の存続・成長のために、経営者へ伝達される情報を歪めたり、インフルエンサー活動に従事したりする状況が考えられる。これらは多角化企業において資源配分の歪みが生まれると考えられる代表的なメカニズムである (Meyer et al. 1992; Scharfstein and Stein, 2000)。

表5 多角化とガバナンスの交差効果を含む推計

	(1) OLS	(2) 固定効果	(3) OLS	(4) 固定効果
多角化ダミー	-0.065 *** (0.006)	-0.058 *** (0.007)	-0.073 *** (0.006)	-0.059 *** (0.007)
ガバナンス指数	0.032 *** (0.002)	0.011 *** (0.002)		
多角化ダミー×ガバナンス指数	-0.023 *** (0.002)	-0.006 *** (0.002)		
取締役会指数			0.052 *** (0.003)	0.015 *** (0.003)
多角化ダミー×取締役会指数			-0.015 *** (0.004)	-0.002 (0.004)
所有構造指数			0.056 *** (0.003)	0.018 *** (0.004)
多角化ダミー×所有構造指数			-0.037 *** (0.005)	-0.025 *** (0.004)
情報開示指数			-0.029 *** (0.004)	-0.002 (0.003)
多角化ダミー×情報開示指数			-0.012 ** (0.005)	0.008 * (0.004)
総資産（対数）	0.028 *** (0.002)	-0.002 (0.009)	0.037 *** (0.002)	0.003 (0.009)
EBITDA/売上高	1.200 *** (0.034)	0.220 *** (0.037)	1.234 *** (0.034)	0.221 *** (0.037)
資本支出/売上高	1.617 *** (0.050)	0.444 *** (0.042)	1.586 *** (0.050)	0.443 *** (0.042)
研究開発費/売上高	1.548 *** (0.072)	1.025 *** (0.146)	1.554 *** (0.072)	1.032 *** (0.146)
マーケティング費/売上高	0.783 *** (0.080)	0.031 (0.151)	0.740 *** (0.079)	0.040 (0.151)
有利子負債/株式時価総額	0.037 *** (0.003)	0.014 *** (0.003)	0.032 *** (0.003)	0.013 *** (0.003)
決定係数	0.174	0.783	0.190	0.783
企業固定効果のF値	—	16.736 ***	—	16.347 ***
観測値数	27,307	27,307	27,307	27,307

(注) ガバナンス指数、取締役会指数、所有構造指数、情報開示指数は全て標本平均を差し引いた値。カッコ内は標準誤差。
*** 1%水準で有意。** 5%水準で有意。* 10%水準で有意。

はプールド・クロスセクション推計、(2)と(4)は固定効果推計の結果をそれぞれ示している。全ての推計で多角化ダミーの係数はマイ

ナスであり、高い水準で有意である。推計された多角化ディスカウントの値は6~7%程度の範囲にあり、交差効果を考慮することによる大

きな変化は見られない。また、(1)と(2)ではガバナンス指数の主効果がプラスで有意であり、ガバナンスが企業価値を向上させる効果が確認できる。一方、これら要因の交差効果は、(1)、(2)共に有意にマイナスである。すなわち、多角化とガバナンスの相互作用においては、前者が後者の働きを抑制するマイナス効果が支配的であると考えられる。推計された係数に基づくと、ガバナンスの改善が多角化企業の価値向上をもたらす効果の大きさは、専業企業における効果の半分以下になる¹⁴⁾。

サブ指数を用いた推計に目を転ずると、(3)では全ての交差効果が有意にマイナスとなって

いる。情報開示については先の推計と同様に主効果もマイナスとなっており、経済的な意味合いがはっきりしないが、取締役会と所有構造については、これら要因が本来持つ価値向上効果が多角化により減じられていることが明らかである。特に所有構造の効果の低下が著しい。企業固定効果を含む推計(4)ではこの傾向が一層明瞭であり、取締役会の交差効果は有意ではなくなるのに対し、所有構造の交差効果はマイナスかつ1%水準で有意である。また、交差効果が絶対値で主効果を上回っており、所有構造の効果は多角化企業については僅かながらマイナスになっている。

V. 企業ガバナンスと多角化行動

V-1. 分析の方法

前節の分析は、日本企業にも多角化ディスカウントが存在すること、経営者を企業内外から律するガバナンス・システムが企業価値の重要な規定要因であること、そして多角化した企業ではガバナンスの価値向上効果が弱められていることを示した。日本企業の多角化ディスカウントは、エージェンシー問題の発露なのだろうか。すなわち、ガバナンスの弱さが経営者を非効率な多角化へと向かわせているのだろうか。この問題について考察するため、この節ではガバナンス・システムの企業の多角化行動への影響を分析する。

表2で見たように、多角化した企業のガバナンスは平均的に専業企業のそれよりも弱い。しかしながら、このことは多角化が現在見られる経営者規律の弱さの結果であることを必ずしも意味しない。多くの企業では多角化してから長

い時間が経過している。これら企業が多角化した時の意思決定に影響したのは当時のガバナンス・システムであり、現在のものではないからである。この問題に対処する一つの方法は、サンプル内の専業企業に注目し、それら企業の多角化の意思決定と現在のガバナンスとの関係を分析することである。一方、既に多角化している企業には多角化を止め、専業企業へと回帰(refocusing)するという選択肢がある。この意思決定に影響するのは、過去ではなく多角化している現在のガバナンス・システムである。

上の考察を踏まえ、この節では二つの遷移確率の規定要因をプロビットモデルで推計する。第一の確率は専業企業の多角化確率である。すなわち、前年($t-1$)に専業企業であった企業が当該年(t)に多角化企業となる確率が、企業のガバナンス特性によりどう変化するかを分析する。

14) ただし、ガバナンス指数の主効果と交差効果の係数の和はプラスであり、(1)、(2)の推計共に1%水準で有意にゼロと異なる。したがって、多角化企業においてもガバナンス・システムが企業価値を向上させる効果は存在する。

$$\text{Prob}(Div_{it} = 1 | Div_{it-1} = 0) = f(Gov_{it-1}, z_{it-1}^d, Ind_{it-1}, \psi_t) \quad (5)$$

ここで Div は多角化ダミー、 Gov はガバナンス変数、 z は企業レベルのコントロール変数、 Ind は産業レベルの要因、 ψ は年固定効果である。ガバナンス変数とコントロール変数は、前節の分析で用いたものと同じである。産業レベルの要因をコントロールするのは、産業により範囲の経済性の強さと広がり異なっており、多角化の機会が変わると考えられるためである。具体的には、JSIC小分類ベースで同じ産業に属する企業のうち多角化している企業の割合をコントロール変数とする。

第二は多角化企業による専業回帰の確率である。すなわち、前年 ($t-1$) に多角化していた企業が当該年 (t) に多角化を止め、専業企業となる確率である。

$$\text{Prob}(Div_{it} = 0 | Div_{it-1} = 1) = g(Gov_{it-1}, z_{it-1}^r, Ind_{it-1}, \psi_t) \quad (6)$$

この推計には二つのコントロール変数を追加する。第一は企業の事業セグメント数である。多角化企業から専業企業への転換は、多角化が高度に進展し、多くの事業セグメントを持つ企業ほど起こりにくいものと考えられる。第二は純損失ダミー（純利益がマイナスである企業のダミー変数）である。専業回帰のような大掛かりなりストラクチャリングは、業績の危機的な悪化に対応して行われることが多いと考えられる。したがって、この変数の予想される効果はプラスである。

説明変数に1年のラグをとっているため、推計期間は(5)、(6)式ともに2005～2012年の8年間である。サンプル企業の期間全体をプールした遷移確率は、専業企業から多角化企業が5.2%、多角化企業から専業企業が3.5%である。

V-2. 推計結果

表6は専業企業の多角化確率のプロビット推

計の結果である。(1)はガバナンス指数を用いた推計である。ガバナンス指数の係数はマイナスであるが、有意ではない。(2)はサブ指数を用いた推計である。取締役会の指数は企業価値との強い正相関が認められたが、多角化確率に対しては有意な効果が見られない。所有構造の結果も同様である。対するに、情報開示の効果は有意にマイナスであり、情報提供への意識の高い企業ほど多角化しにくい傾向があることを示している。(3)は個別のバナンス変数を用いた推計である。取締役会に関わる2変数の効果は有意ではない。持合い比率の係数は有意にプラスであり、株式持ち合いで守られている企業ほど多角化しやすい傾向があることを示している。役員持株比率の係数はマイナス、外国人持株比率の係数はプラスであるが、共に有意ではない。

表7は多角化企業の専業回帰のプロビット推計の結果である。(1)はガバナンス指数を用いた推計である。ガバナンス指数の係数は有意にプラスである。すなわち、他の条件一定として、ガバナンス・システムにより経営者が強く律せられている企業ほど専業化する確率が高くなる。(2)のサブ指数を用いた推計では、取締役会と所有構造の係数がプラスであり、1%水準で有意である。(3)の個別ガバナンス変数を用いた推計では、取締役人数の係数が有意にマイナスであり、取締役会がコンパクトで実質的な議論が行われやすい企業ほど、専業化に踏み切りやすいことを示している。外国人持株比率の効果はプラスであり、10%水準で有意である。

コントロール変数を見てみると、表7の全ての推計で純損失ダミーの係数が有意にプラスであり、専業回帰は業績の著しく悪化した局面で行われることが多いことを示している。産業の多角化企業比率の効果は多角化確率については有意にプラス(表6)、専業化確率では有意にマイナス(表7)であり、産業により多角化の機会や経済性が大きく異なることを示している。予想されたように、表7でのセグメント数

表6 専業企業の多角化確率のプロビット推計結果

	(1)	(2)	(3)
ガバナンス指数	-0.001 (0.009)		
取締役会指数		0.019 (0.018)	
所有構造指数		0.019 (0.018)	
情報開示指数		-0.060 *** (0.022)	
取締役人数			-0.001 (0.009)
独立社外取締役比率			0.203 (0.190)
外国人持株比率			-0.264 (0.264)
持合い比率			0.784 *** (0.290)
経営者持株比率			-0.138 (0.164)
総資産(対数)	-0.018 (0.016)	-0.012 (0.018)	-0.024 (0.022)
EBITDA/売上高	-0.297 * (0.169)	-0.273 (0.171)	-0.244 (0.174)
資本支出/売上高	0.095 (0.317)	0.065 (0.321)	0.158 (0.316)
研究開発費/売上高	-1.337 ** (0.640)	-1.301 ** (0.636)	-1.270 ** (0.639)
マーケティング費/売上高	0.931 * (0.486)	0.882 * (0.489)	1.061 ** (0.485)
有利子負債/株式時価総額	0.038 ** (0.019)	0.031 (0.020)	0.036 * (0.020)
産業内の多角化企業比率	0.300 ** (0.125)	0.291 ** (0.125)	0.249 ** (0.125)
対数尤度	-1958.9	-1954.4	-1952.9
疑似決定係数	0.141	0.143	0.144
観測値数	11,234	11,234	11,234

(注) カッコ内は標準誤差。***1%水準で有意。**5%水準で有意。*10%水準で有意。全ての推計に年ダミー変数を含む。

表7 專業回帰確率のプロビット推計

	(1)	(2)	(3)
ガバナンス指数	0.037 *** (0.010)		
取締役会指数		0.063 *** (0.020)	
所有構造指数		0.043 *** (0.020)	
情報開示指数		-0.007 (0.024)	
取締役人数			-0.027 *** (0.009)
独立社外取締役比率			0.324 (0.206)
外国人持株比率			0.482 * (0.283)
持合い比率			-0.361 (0.314)
経営者持株比率			-0.125 (0.194)
事業セグメント数	-0.338 *** (0.032)	-0.339 *** (0.032)	-0.336 *** (0.032)
総資産（対数）	-0.094 *** (0.018)	-0.082 *** (0.019)	-0.085 *** (0.025)
EBITDA/売上高	-0.097 (0.257)	-0.090 (0.256)	-0.075 (0.259)
純損失ダミー	0.187 *** (0.061)	0.173 *** (0.062)	0.165 *** (0.062)
資本支出/売上高	-0.309 (0.383)	-0.332 (0.385)	-0.297 (0.379)
研究開発費/売上高	0.081 (0.648)	0.072 (0.649)	-0.012 (0.662)
マーケティング費/売上高	2.298 *** (0.549)	2.270 *** (0.552)	2.423 *** (0.552)
有利子負債/株式時価総額	0.028 (0.018)	0.024 (0.018)	0.021 (0.018)
産業内の多角化企業比率	-0.513 *** (0.134)	-0.526 *** (0.135)	-0.557 *** (0.135)
対数尤度	-1601.6	-1599.1	-1597.8
疑似決定係数	0.137	0.138	0.138
観測値数	12,320	12,320	12,320

(注) カッコ内は標準誤差。***1%水準で有意。**5%水準で有意。*10%水準で有意。全ての推計に年ダミー変数を含む。

の係数はマイナスであり、多角化の進んだ企業ほど専門化する確率は低くなる。

以上の結果を俯瞰すると、多角化の始まりと終わりで、ガバナンスの効果が大きく異なることが明らかである。多角化の始まりにおいては、ガバナンス・システムの影響は限られている。あからさまなエンパイア・ビルディングなど、株主価値の破壊が事前に強く予見される多角化は、日本企業においては一般に大きな問題ではないのかもしれない。対するに、多角化終了の意思決定におけるガバナンスの役割は大きく、取締役会や所有構造が経営者にもたらす規律の強さに応じて、企業が専門化する確率が変わる。

これらの結果は、経営者のエージェンシー問

題が多角化の開始よりも継続において深刻であることを示唆している。多角化の継続で株主と経営者に利害の不一致が起きる一つのシナリオは、継続価値がマイナスとなった事業に経営者が執着し、非効率な事業が整理されることなく企業内に蓄積されていくことである。そうした傾向が多く日本の企業に存在するであろうことは、リストラクチャリングにおいて「選択と集中」が大きなテーマとなってきたことから推察できる。日本企業の多角化におけるエージェンシー問題とは主に非効率な事業の温存であり、ガバナンス・システムの役割は必要なリストラクチャリングの実施を経営者に促すことといえるかもしれない。

VI. おわりに

本稿では日本企業による事業の多角化、企業価値とガバナンス・システムとの関係を、2004～2012年の期間に株式公開していた企業の包括的サンプルを用いて分析した。分析の結果、米国企業と同様に、日本企業にも多角化ディスカウントが存在することが示された。他の条件一定として、多角化している企業は同じ産業の代表的な専門企業のポートフォリオに比べて、6～7%ほど低く市場から評価される傾向がある。本稿の分析はまた、ガバナンス・システムが企業価値と多角化行動の重要な規定要因であることを示した。ガバナンスの多角化行動への影響は、多角化の終了（専門回帰）のタイミングに集中して表れる。このことは日本企業の多角化におけるエージェンシー問題が、経営者による非効率な事業の継続という形をとりやすことを示唆している。

これらの結果はプレリミナリーなものであり、今後の研究を通じて一層の検討が必要であることは言うまでもない。米国企業の多角化ディスカウントについては、内生性やデータ依存性など、多様な見地から頑健性が議論されている。日本企業についても、同様に幅広い見地からの検討が望まれる。多角化ディスカウントと密接に関連した研究領域として、内部資本市場の問題がある。本稿の分析が示唆するように、多角化企業において非効率な事業が温存されやすとするならば、そうした事業の継続のために優良事業のキャッシュフローが浪費される企業社会主義の問題が、多くの企業において生じている可能性がある。内部資本市場の効率性・非効率性についても、日本企業を対象とした実証研究の進展が望まれる。

参 考 文 献

- 平本達也 (2002) 「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナンス』No. 12, pp.31-55.
- 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12号, pp.76-91.
- Aggarwal, R. K. and A. A. Samwick (2003), “Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered”, *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 71-118.
- Aman, H. and P. Nguyen (2008), “Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 22, pp. 647-662.
- Amihud, Y. and B. Lev (1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp.605-617.
- Anderson, R.C., T.W. Bates, J.M. Bizjak, and M.L. Lemmon (2000) “Corporate Governance and Firm Diversification”, *Financial Management*, Vol. 29, pp.5-22.
- Anderson, R.C. and D.M. Reeb (2003) “Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 46, pp.653-683.
- Berger, P.G. and E. Ofek (1995), “Diversification’s Effect on Firm Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 39-65.
- Berger, P.G. and E. Ofek (1996), “Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 1175-1200.
- Berry, T.K., J. M. Bizjak, M. L. Lemmon, and L. Naveen (2006), “Organizational Complexity and CEO Labor Markets : Evidence from Diversified Firms”, *Journal of Corporate Finance*, Volume 12, pp.797-817.
- Campa, J. M., and S. Kedia (2002), “Explaining the Diversification Discount”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp.1731-1762.
- Chen, S.S. and Chen, I.J. (2012), “Corporate Governance and Capital Allocations of Diversified Firms”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 36, pp. 395-409.
- Denis, D.J., D. K. Denis and A. Sarin (1997), “Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 135-160.
- Erdorf, S., T. Hartmann-Wendels, N. Heinrichs, and M. Matz (2013), “Corporate Diversification and Firm Value : A Survey of Recent Literature”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 27, pp. 187-215.
- Fama, E.F., and J.D. MacBeth (1973), “Risk, Return, and Equilibrium : Empirical Tests”, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, pp. 607-636.
- Fukui, Y. and T. Ushijima (2007), “Corporate Diversification, Performance, and Restructuring in the Largest Japanese Manufacturers”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Volume 21, pp. 303-323.
- Hyland, D.C. and J.D. Diltz (2002) “Why Firms Diversify : An Empirical Examination”, *Financial Management*, Vol. 31, pp.5-35.
- Hoechle, D., M. Schmid, I. Walter, and D. Yermack (2012) “How Much of the Diversification Discount can be Explained by Poor Corporate Governance?”, *Journal of Financial Economics*, Volume 103, pp. 41-60.
- Jiraporn, P., Y. S. Kim, W. N. Davidson, and M. Singh (2006), “Corporate Governance, Shareholder Rights and Firm Diversification : An Empirical Analysis,” *Journal of Banking & Finance*, Volume 30, pp. 947-963.
- Jiraporn, P., Y. S. Kim, and W. N. Davidson III

- (2008), "Multiple directorships and corporate diversification", *Journal of Empirical Finance*, Volume 15, pp. 418-435.
- Lang, L. and R. Stulz (1994), "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp.1248-1280.
- Lins, K. and H. Servaes (1999), "International Evidence on the Value of Corporate Diversification", *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 2215-2239.
- Martin, J.D. and A.Sayrak (2003), "Corporate Diversification and Shareholder Value : A Survey of Recent Literature", *Journal of Corporate Finance*, Volume 9, pp. 37-57.
- Meyer, M., P. Milgrom and J. Roberts (1992), "Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes", *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol. 1, pp.9-35.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.293-315.
- Nam, J., C. Tang, J. H. Thornton Jr., and K. Wynne (2006) "The Effect of Agency Costs on the Value of Single-Segment and Multi-Segment Firms", *Journal of Corporate Finance*, Volume 12, pp. 761-782.
- Scharfstein, D.S. and J.C. Stein (2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets : Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2537-2564.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1989), "Management Entrenchment : The Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, Volume 25, pp. 123-139.
- Stein, J. C. (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp.111-34.
- Ushijima, T. (2015), "Diversification, Organization, and Value of the Firm", RIETI Discussion Paper Series (forthcoming).
- Williamson, O.E. (1975), *Markets and Hierarchies : Analysis and Antitrust Implications*, Free Press.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Volume 40, pp. 185-211.