

## 要 旨

企業による事業活動の多角化 (corporate diversification) は、企業が存続していくうえで必要な成長、発展プロセスを実現するための有力な手段となりうる。多角化という手段によって、企業は成長分野や将来有望な分野に進出し、新たな収益源を確保することが可能となり、旧事業と新事業を兼業することによって従来とは違った顧客層を取り込むなどの相乗効果も期待できる。

もっとも、多角化は必ずしもプラス面の効果ばかりを生み出すとは限らない。一般的に、多角的な経営を進めている企業は、そうでない企業に比べて過度な勢力拡大を目指す帝国建設 (empire building) や過大投資 (overinvestment) そして内部補助 (cross-subsidization) といった資源配分上のロスを生じさせることが多いことがアメリカなどの先行研究によって指摘されている。また、多角化企業は組織形態が複雑であり、外部投資家にとっては実態把握が難しい。換言すれば、外部投資家と企業経営者との間の情報の非対称性の問題は深刻であり、それだけ経営者が自己の利得 (private benefit) を増進させるための経営に陥りやすい。

本論では、日本の過去 20 年間の上場企業データに基づき、日本の多角化の実態を多面的に明らかにするとともに、実証分析ではコーポレート・ガバナンスと多角化の関係に焦点を当て、所有構造などのコーポレート・ガバナンスの企業別特徴が、企業の多角化行動にどのような影響を及ぼしているのか、またガバナンス変数を加味した結果としての多角化度合いが企業のパフォーマンスにどのような影響を及ぼしているのかを考察した。

多角化の実態把握に関しては、従来広く使われているセグメント数に加え、子会社形態による多角化および分社化の動向、そして近年制度面で解禁された純粋持株会社にも焦点を当て、日本企業の多角化行動が着実に進行していることを明らかにしている。

また、多角化行動がどのような企業パフォーマンスを生み出しているのかに関する実証分析では、多角化を進めている企業の収益性が多角化をしていない企業のそれに比べて劣るという事実が確認された。これは、多角化が企業価値を棄損するといういわゆる **diversification discount** の表れであると理解できるが、一方でコーポレート・ガバナンスに関する企業別属性と多角化度合いおよび多角化に伴うパフォーマンスとの間には、必ずしも安定的な関係を見出すことはできなかった。

この事実は、日本の多角化の低収益性が、必ずしもコーポレート・ガバナンスの脆弱性に起因するものではなく、長期的な経営戦略の一環として展開されていることを示唆するものであると解釈することができる。

キーワード：多角化、コーポレート・ガバナンス、過大投資、純粋持株会社

*JEL Classification* : D22, G32, G34, M21