

# コーポレート・ガバナンスと多角化行動\*

## —日本の企業データを用いた実証分析—

花崎 正晴<sup>†</sup>

(一橋大学大学院商学研究科)

松下 佳菜子<sup>‡</sup>

(日本政策投資銀行設備投資研究所)

---

\* 本稿作成に関しては、2013年10月25日の統計研究会金融班例会、2012年6月24日の日本経済学会、2012年4月26日の一橋大学金融研究会、2012年3月26日の設備投資研究所セミナー、2012年3月9日のTCERコンファランス、2011年12月8日の設備投資研究所ワークショップなどにおける報告の際に、出席者の方々から多くの建設的なコメントを頂戴した。とりわけ、長岡貞男、伊藤秀史、宮島英昭、大瀧雅之、福田慎一の各先生方に深く感謝の意を表したい。なお、本稿の内容や意見等はすべて筆者個人に属し、残された誤りは筆者個人の責任である。

Corporate Governance and Corporate Diversification  
: Empirical Analysis Based upon Corporate Financial Data in Japan

Economics Today, Vol.34, No.5, February, 2014

Masaharu HANAZAKI  
Graduate School of Commerce and Management  
Hitotsubashi University  
and  
Kanako MATSUSHITA  
Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan

## 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

## 目 次

1. はじめに	1
2. 多角化の意義と限界	2
2.1 理論面での分析	2
2.2 多角化の負の効果	4
2.3 diversification discount の再検討	5
2.4 コーポレート・ガバナンスと多角化	6
3. 日本企業の多角化行動	7
3.1 先行研究	7
3.2 多角化の実態をどう捉えるか	11
3.3 子会社形態による多角化および分社化動向	18
3.4 多角化と企業パフォーマンス	24
3.5 純粋持株会社の動向	30
4. 仮説	33
5. 実証分析：多角化実施企業における連結決算と単体決算との比較	36
6. 実証分析：連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較	47
7. セグメント情報に基づく分析	50
8. 純粋持株会社を対象とした分析	58
9. 結論	66
9.1 主な結果	66
9.2 結果の解釈	69
9.3 残された課題	70
参考文献	72

## 1. はじめに

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。さらに、社内の間接部門を有効に利用することによって、製品単位当たりのコストを引き下げることが可能となるかもしれない。

しかしながら、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**)、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。

これらの多角化のデメリットは、コーポレート・ガバナンスの問題に起因するものであると理解することができる。本稿では、コーポレート・ガバナンスと多角化の問題に焦点を当て、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、多角化の程度にどのような影響を及ぼしているのか、またさまざまな要素によって規定された多角化が、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日本の上場企業データに基づき定量的に分析する。

もっとも、各企業の多角化の程度や実態を具体的にどのように捉えることができるのかは、極めて難しい課題である。本来であれば、セグメント情報に基づく分析がなされるべきであるが、現状ではセグメント情報を開示していない企業も多く、開示していたとしても企業によって精粗区々であるという問題がある。そこで、本稿ではセグメント情報に基づく分析のみならず、子会社形態による多角化行動を分析する。このアプローチも、純粋な分社化のケースを排除できないという問題が内在しているが、連結対象子会社を有するすべての企業が、連結決算と単体決算を開

示しているという大きなメリットがある。さらに、本稿では 1997 年に解禁された純粋持株会社に関しても、一般の事業会社の分析とは切り離して、分析している。

本稿での一連の計測結果からは、日本企業の多角化は、アメリカで多くみられる研究結果とは異なり、必ずしもマイナスの影響ばかりを惹起しているわけではなく、全体的にみるとプラス面とマイナス面の効果が併存しているという結果が得られている。その背景としては、売上高や総資産の連単倍率で示されている通り、日本企業の多角化は、全体としてみると未だそれほど進んでいるとは言い難く、また経営者が単一の小規模ビジネスよりも、大規模かつ広範囲のビジネスを好んで勢力を拡大させようとするいわゆる **empire building** 的な要素が、強くみられるとはいえないという事情があげられる。

以下、第 2 節では多角化の理論と各種の先行研究をサーベイしたのち、第 3 節では、日本企業の多角化の実態を明らかにし、第 4 節ではコーポレート・ガバナンスと多角化の関係に関する仮説を提示する。第 5 節以下では、実証分析が展開される。このうち、第 5 節と第 6 節は、子会社形態による多角化および分社化の分析、第 7 節はセグメント情報に基づく分析、そして第 8 節は純粋持株会社を対象とした分析である。第 9 節で、主な結果とその解釈を示し、全体的な結論を述べる。

## 2. 多角化の意義と限界

### 2.1 理論面での分析

企業が事業を多角化することによって、収益性を高めて企業価値を向上させることができるかどうかは、伝統的に企業論の主たる関心事項の 1 つであった。Chandler, Jr. (1977, 1990) が指摘するように、理論的にはある事業のノウハウが別の事業に生かせる、あるいは複数の事業を営む上で間接部門を共有できるなどの収益面またはコスト面のメリットがある場合には、いわゆる範囲の経済 (economy of scope) が存在すると解釈され、事業の多角化が便益をもたらすことになる。

事業の多角化の効果は、コーポレート・ファイナンスの分野でも、しばしば論じられてきた。Lewellen (1971) は、企業の結合によるコングロマリット化は、リスク分散が可能であることから、負債の利用可能性が高まり結果として節税効果も大き

くなるという議論を展開している。また、Diamond (1984) は、事業会社の多角化を理論モデルで分析し、金融仲介機関にとってリスクを細分化する多角化とリスクをむしろ増幅する多角化があることを指摘している。さらに、Stein (1997) は、多角化企業においては本社が内部資本市場を通じて資金を有効に配分することによって、効率的な経営が実現することを理論モデルで示している。

次に、多角化の便益と限界がそれぞれ論じられている Tirole (2006) の Chapter 4 の主な論点を紹介する。二つのプロジェクトを一つの企業が負債を調達して実施するような多角化のケースを想定すると、一方のプロジェクトから発生する収益は、もう一方のプロジェクトに対する担保としてそれぞれ利用可能となる (cross-pledging)。そして、二つのプロジェクトが相互に独立の関係にある場合には、多角化に伴う便益が発生することになる。なぜならば、一方のプロジェクトが失敗しても、他方のプロジェクトが成功すれば、その収益で失敗したプロジェクトの損失をカバーできることから資金調達の可能性が広がるからである。

しかしながら、借り手である企業経営者がプロジェクトを選択できるとすると、事情は異なる。その場合には、企業経営者は、相互に独立ではなく連関性のある二つのプロジェクトを選択するインセンティブがある。なぜならば、企業経営者の有する請求権は、株式と同様にコール・オプションの性質を持ち、リスク・テイキングを好む性癖がある<sup>1</sup>。そして、連関性のあるプロジェクトを選択することによって、平均値は変わらないものの、分散が拡大する効果<sup>2</sup>が発揮されるため、企業経営者によって選好される。このように、企業経営者によって連関性のあるプロジェクトが選択される場合には、多角化は歪んだ形態となり、本来の便益は発揮されなくなる。

Tirole (2006) の Chapter 4 では、多角化の限界として、次の諸点も指摘されている。第一は、限られた専門性という問題である。多くの企業では、得意とするビジネスが限られている。そして、その本業に近いビジネス分野へ進出するような多角化であれば、本業と類似の産業別ショックに見舞われ、リスク分散にはならない。他方、本業から遠く離れたビジネスへの新規参入では、かなりの質および量の人的あるいは物的資源を新たに投入しなければ成功しないという意味で、非効率性とな

---

<sup>1</sup> これは、asset substitution と呼ばれ、元来危険選好度がリスク・ニュートラルでも、この性癖が発揮される。

<sup>2</sup> いわゆる mean preserving spread の効果である。

らざるをえない。このように、専門分野が限定されている以上、本業に近い分野への進出も遠い分野への参入も、問題点を伴うというジレンマがある。

第二は、プロジェクト把握力の低下である。一般に多角化は、実行プロジェクト数の増加を意味する。企業経営者にとって、多くのプロジェクトの動向を適切かつ迅速に監視、把握することは容易ではない<sup>3</sup>。また、他人にその監視を委託するのは、エージェンシー問題を惹起して、結果的にコスト高になるという側面もある。

## 2.2 多角化の負の効果

アメリカ企業を対象とする多くの実証分析では、多角化が企業価値を下げているという結果が得られている（いわゆる *diversification discount*）。初期の代表的研究である *Wernerfelt and Montgomery (1988)* は、1976 年時点のトービンの *q* をパフォーマンス指標として用い、どのような要素がパフォーマンスに寄与しているのかを実証分析している。多角化の効果に関していえば、幅広く多角化している企業は、そうでない企業に比べてパフォーマンスが劣るという結果が得られている。

このような多角化のマイナス面の背景を探る研究も多い。それらは、部門間の内部補助 (*cross-subsidization*) に伴う非効率性に着目したもの (*Berger and Ofek, 1995, Rajan, Servaes and Zingales, 2000*)、収益の期待できないプロジェクトへの投資行動の弊害を強調したもの (*Jensen, 1986*)、そして企業内の各部門の長が自らの地位を利用して、私的な利益を追求する行動 (*rent-seeking behavior*) をとる結果、内部資本市場に歪みが生じることを指摘したもの (*Scharfstein and Stein, 2000*) などがある。

実際に、主にアメリカ企業を対象にした実証研究によると、多角的に事業を営んでいる企業は、過大投資や収益部門から不採算部門への内部補助、また内部資本市場の非効率性などの問題があり、単一事業を営む企業に比べて総じて企業価値や効率性の面で劣るという結論が得られている<sup>4</sup>。これは、多角化に伴う投資が過度に拡張主義的であり、効率的にはなされていないことを示唆するものである。

---

<sup>3</sup> 企業のマネジャーが直接管理できる業務分野や部下の数を、*span of control* という。

<sup>4</sup> *Berger and Ofek (1995)*、*Lang and Stulz (1994)*、*Comment and Jarrell (1995)*、*Servaes (1996)*、*Denis, Denis and Sarin (1997)*、*Shin and Stulz (1998)*、*Denis, Denis and Yost (2002)*、*Mansi and Reeb (2002)* を参照。



1997年に深刻な通貨危機を経験した東アジア企業を対象とした実証分析においても、多角化が非効率性をもたらし、企業のパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼしていることが示されている<sup>5</sup>。このうち花崎・劉（2003）では、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5か国の企業データを対象に、ROAやROEで示されるパフォーマンス指標に関して、1994年から2000年までの推移が整理されている。そして、多角的に事業を営んでいる企業は、そうでない企業に比べて、経営が非効率であるために、アジア危機の影響をより強く受けるという仮説が立てられ、その仮説を支持する実証結果が示されている<sup>6</sup>。

### 2.3 diversification discount の再検討

このような多角化のマイナス面を指摘する研究に関しては、果たして多角化が原因でパフォーマンスの悪化が結果であるという因果関係が正しいのかどうかという疑問もある。そして、そもそも多角化がマイナスの効果を持つとすれば、なぜ株主はそれを認めるのであろうか。株主である投資家は、自己のポートフォリオを多様化させることによって、リスク分散を図ることが可能であり、自己の投資先である企業の多角化が企業価値の向上につながらないとしたら、自己の利益とならない多角化を当然拒むはずである。

このような問題意識により、diversification discountの問題を再検討しようという動きが、2000年代に入ってみられる。Campa and Kedia（2002）は、多角化した企業の価値が低いのは、必ずしも多角化が企業価値を毀損することを意味するものではないという主張を展開する。むしろ、多角化企業の自己選択（self-selection）の結果として、企業価値が下がるというのである<sup>7</sup>。多角化決定に伴うこのような内生性の問題、あるいはサンプル・セレクション・バイアスの問題をコントロールす

---

<sup>5</sup> Claessens, Djankov, Fan and Lang（2004）および Mitton（2001）を参照。

<sup>6</sup> 企業の多角化の指標としては、企業が営む事業（セグメント）数が使われている。

<sup>7</sup> その具体的なメカニズムは、次の通りである。第一に、技術進歩に乗り遅れて業績が悪化しつつある企業は、別の産業に進出するための機会費用が低いであろうから、多角化を進めようとするであろう。その場合には、低い企業価値と多角化が同時に発生しているものの、多角化によって企業価値が下がったのではなく、業績悪化が低い企業価値につながっているのである。第二に、特殊な組織能力を持ち合わせている企業が、多角化を進めてその能力にマッチするような産業を探すプロセスにあると想定すると、その企業は多角化していない企業に比べて企業価値が低いことがありえるが、それは多角化自体が原因ではないといえる。

ることによって、diversification discount は低減され、むしろ premium が発生する場合もあるというのが、彼らの主張である。

また、Graham, Lemmon and Wolf (2002) は、企業買収を通じた多角化行動に着目し、なぜそのような行動が企業価値の低下をもたらすのかを考察した。その結果、買収企業の多くは、もともと企業価値が低い事業を買収する傾向が強く、多角化が企業価値を低下させたわけではないという分析結果が導かれている。

さらに、Villalonga (2004) は diversification discount が先行研究で広く使われている COMPUSTAT の segment data の不正確性によってもたらされていると主張している。彼女は、COMPUSTAT の代わりに全米企業を対象にした新しいセンサス・データベースである Business Information Tracking Series (BITS) の企業データを用い、代表的な先行研究の一つである Lang and Stulz (1994) と共通のサンプル企業および手法を用いて再推計し、多角化企業が単一事業企業に比べてむしろプレミアムを発生していることを明らかにしている。

#### 2.4 コーポレート・ガバナンスと多角化

コーポレート・ガバナンスの問題の出発点は、株主と企業経営者とのエージェンシー問題をどのように解決して、企業経営者に株主利益に合致した経営をやらせることができるかである<sup>8</sup>。両者間のエージェンシー問題が野放しになると、企業経営者は自己の利益を増進させるような行動をとる。外部株主が把握しやすい金銭的報酬ではなく、贅沢なオフィス環境、豪華なレストランでの会食、高価なイベントの入場券といった私的便益に直結する非金銭的報酬 (non-pecuniary rewards)<sup>9</sup> を享受しようとするかもしれない。

また、企業経営者は、一般的に単一の小規模ビジネスよりも、大規模かつ広範囲のビジネスを好む傾向がある (empire building)。そして、営むビジネスの規模と範囲が拡大する過程で、収益の割引現在価値がプラスとはならないようなプロジェクトにまで手を出してしまう性癖がある (overinvestment)<sup>10</sup>。さらに、企業経営者

---

<sup>8</sup> ただし、これはコーポレート・ガバナンスの問題の出発点に過ぎず、企業は誰のものか、各種のステークホルダーの利害をいかに調整するかなど、コーポレート・ガバナンスを巡る論点は、多様かつ複雑である。詳しくは、花崎 (2008) の第 1 章および第 6 章を参照。

<sup>9</sup> これらは、一般に perks または perquisites という。

<sup>10</sup> 潤沢なフリーキャッシュフローを有している企業では、overinvestment のリスクが高まることが、Jensen (1986, 1989) によって指摘されている。

は、プロジェクト選択において、多くの経営者によって運営可能なプロジェクトよりも、自分の特殊技能や経験が生きるプロジェクトを選択する傾向がある（entrenching investment）。

株主利益を毀損しかねないこのような企業経営者の行動は、多角化を通じて具体化されることも多い。したがって、株主と企業経営者との間のエージェンシー問題が深刻である状況においては、多角化は経営の非効率性を惹起し、企業価値を減じることとなる。

コーポレート・ガバナンスの脆弱性に起因するこのような多角化のマイナス面を制御するためには、経営者の行動を有効にモニターするメカニズムが必要である。それは、第一義的には、株主とりわけ企業に対するコントロール権を有する支配株主や企業価値に関する利害が大きい大口株主のモニタリング能力にかかっていると見える。また、フリーキャッシュフロー問題を緩和するためには、Jensen（1986）は株式の代わりに負債を発行させたり、自社株買いのために負債を発行させたりするのが有効であると論じている<sup>11</sup>。

本稿では、このようなコーポレート・ガバナンスと多角化との関係を中心に仮説を設定して、実証分析を試みる。

### 3. 日本企業の多角化行動

#### 3.1 先行研究

日本企業を対象とした多角化行動の分析は、アメリカのそれに比べれば多くはないものの、有意義な知見が蓄積されつつある。

吉原・佐久間・伊丹・加護野（1981）は、企業財務データを用いて、高度成長期の日本企業の多角化戦略とその成果を分析し、採用される戦略によって収益性や成長性といった成果に違いが生じることなどを明らかにしている。清水・宮川（2003）

---

<sup>11</sup> Jensen（1986）によれば、経営者にとって配当のカットは比較的容易であるのに対して、負債の元利返済は契約によって規定されており、約定の返済が滞ると裁判所で破綻手続きをとらなくてはならない恐れがある。このような負債の性質が、経営者に対して効率的な経営に対する誘因を高め、また将来に渡って、負債の元利払いを継続することによって、資金使途に関する経営者の自由裁量の余地を減らすことが可能となる。

は、工業統計の事業所データを用いて、1990年代前半の産業別多角化の実態を明らかにするとともに、範囲の経済性が働いているか否かを分析している。その結果、類似商品に関する多角化を進めている事業所の多くで、労働投入に関して範囲の経済性が観察されるという実証結果が導かれている。

また、森川（1998a, 1998b）は、「企業活動基本調査」の企業レベルデータを用いて、1992年と1995年の2時点の企業の事業展開を分析している。その結果、企業本体での新規事業への進出および既存事業からの撤退は、ともに幅広く観察されること、子会社を通じた新規事業への進出および既存事業からの撤退も活発であり、活発度合いにおいて後者の方が相対的に激しいことから、リスクの高い事業を子会社で行う傾向があると結論している。

一方、宮島・稲垣（2003）は、1980年代後半以降の日本企業の事業・組織構造およびそれらと企業統治構造改革の関係に関する包括的な分析を試みている。その中で、同一企業内での多角化、子会社形態での多角化（グループ化）に関して、アンケート調査に基づく実態の整理と実証分析も数多くなされている。

事業戦略、すなわち多角化と集中化に関する分析では、多角化戦略の具体例、アンケート調査による企業の実感としての多角化のメリットとデメリットを紹介している他、定量分析としては、多角化の程度を示す指標としてハーフィンダル指数を被説明変数とし、90年代における多角化の決定要因と連結ROAまたはトービンの $q$ といった企業パフォーマンス指標への影響、さらに、これらパフォーマンス指標の標準偏差を代理変数として多角化のリスク分散効果を検証している。

アンケート調査結果からは、実際に企業が感じている多角化のメリットは、「売上高成長性の向上」、「リスク分散効果」が挙げられ、一方デメリットとしては「非中核事業を抱えてしまう」、「戦略の統一性欠如」が挙げられている。

多角化の決定要因の分析では、事業リスクが大きいほど、主力事業の市場成長性が低い企業（成熟企業）ほど、さらに企業規模が大きいほど、多角化する傾向があることなどが確認されている。企業パフォーマンスへの影響をみる分析では、多角化の程度を進出分野数により「低」、「中」、「高」に分類し推計した結果、高多角化企業は中・低多角化企業に比べ低位な企業パフォーマンスを導くが、リスク分散効果を有することが確認されている。また、サンプルを専門企業、関連多角化企業と非関連多角化企業に分け、これら各企業のROAを用いて企業パフォーマンスとリ

リスク分散効果をみたものでは、非関連多角化企業は専門企業や関連多角化企業に比べ、企業パフォーマンスが低いことが示唆された。リスク分散効果については、非関連多角化が最も高く、さらに関連多角化企業にはリスク低減効果があることが示唆された。

グループ化に関する分析では、売上高連単倍率の推移により、1980年代後半以降、トレンドとして、グループ経営の傾向が強まっていること、特に、製造業では、精密機械、輸送用機器、化学、繊維、非製造業では、通信と陸運でその傾向が強いことなどが示された。ただし、別な代理変数、すなわち関係会社数によりグループ化を捉えると、95年以降は買収や分社化を通じてグループ化を積極的に進める企業と、整理（集中化）を進める企業に2極分化している様子もうかがえる。また、グループ化の決定要因としては、従来からの人事処遇の差別化、事業の多様性、異質性への対応に加え、90年代では企業の海外進出、同業他社との事業統合といった要因が注目されるようになり、決定要因が多様化したことが示唆されている。

定量分析では、子会社売上高（連結売上高－単体売上高）をグループ化の水準を示す代理変数として、1990年代におけるグループ化の決定要因を検証している。さらに、売上高の連単倍率をグループ化の代理変数として、コストとリスク、子会社への権限委譲に関してグループ化への効果を検証した。その結果、企業規模が大きいほど、賃金コストが大きいほど、収益変動リスクが大きいほど、さらに多角化が進展するほど、グループ化が進むという事実が確認された。また、グループ化の効果を検証する分析では、グループ化を進めている企業ほど親会社の人件費を抑制できる、子会社への権限委譲が進展している、ということなどが明らかにされている。なお、グループ化のリスク分散効果は確認されなかった。また、グループ化が進展するほど管理経費の重複が起きていることが示唆され、間接部門をいかに集約化、効率化することができるかがグループ展開を成功させる1つの要因といえる。

また、これまでの実証分析に企業統治変数（負債比率と外国人持株比率）を加えることによって、企業統治構造の変化が多角化、グループ化に与えた効果も分析されている。推計結果により、負債は90年代前半に多角化を促進させ、外国人持株比率は90年代前半においては集中化・グループ化の縮小を促し、90年代後半では多角化・グループ化を促したことが確認されている。

さらに、伊藤（2002, 2006）は、日本企業の多角化戦略に関する定型化された事実として、70年代以降多角化が進んでいること、関連事業への進出が多いこと、M&Aではなく内部成長による多角化が多いことを指摘している。伊藤・菊谷・林田（2003）は、事業の多角化の結果として生まれる親子会社間の関係を分析対象とし、親会社の子会社に対して、外部市場を利用しつつ、子会社経営者のモニタリングを通じて多面的なガバナンス機能を発揮していることを明らかにしている。

一方、1990年代の日本企業の新規事業への参入と既存事業からの退出をリストラクチャリングの観点から考察した Kikutani, Itoh and Hayashida（2007）は、事業の多角化か選択と集中かという二者択一のアプローチが誤解を生むこと、企業グループに関する視点が重要であることを強調している。そして、「企業活動基本調査」の企業レベルデータを用いた分析により、多くの企業が参入と退出を同時に実施しており、そのような製造業企業のパフォーマンスが改善していることなどを明らかにしている。

さらに、純粋持株会社を対象として多角化度合いを分析した研究としては塘（2008）がある。純粋持株会社の多角化度合いについてエントロピー指数を用いて分析した結果、純粋持株会社の多角化度は、競合する専門メーカーよりは大きいものの、複数事業を営む競合企業よりは低い傾向にあるという結果を得ている。その理由としては、純粋持株会社では「事業の選択と集中」を目指して事業を整理統合しているからであると指摘している。

また、純粋持株会社の経営について分析した研究として、上野（2001）では、日本企業の多くは事業部制を採用しているが、資本責任の状況は欧米型の自立的事業部制とはかなり異なったものであることから、日本の純粋持株会社の解禁は、企業における組織選択の自由度の増加という観点からは評価できるが、経営成果による影響を及ぼすとは考えがたいと論じている。さらに、頼（2009）でも、欧米の理論では説明しきれない日本型の純粋持株会社の存在を指摘している。その特徴としては、分社化していても親会社の強い影響力の下に集権化されていること、経営と業務執行を分離しない場合があること、従業員や顧客などを株主と同等かそれ以上重視している場合もあり、必ずしも株主価値最大化を前提としないことなどが挙げられている。

### 3.2 多角化の実態をどう捉えるか

企業の多角化行動の実態をどのように捉えることができるかは、分析上最もエッセンシャルな課題である。そして、上述の先行研究を含めて、多くの場合には、事業セグメント情報が多角化の指標となる。事業セグメントとは、企業の構成単位のうち、企業経営者によって資源が配分され、収益および費用が発生し、当該事業の財務情報が得られるものを指す<sup>12</sup>。セグメント情報の開示は1988年9月に義務づけられ、1993年3月には開示情報が拡充されるとともに、監査の対象となるなどの進展をみた。

図1は、実際の開示情報に基づき1990年度から最近時点までのセグメント数の推移を整理したものである<sup>13</sup>。まず、各年の円グラフの下には、開示企業数が示されているが、1996年度まではその数は極めて低く、97年度からようやく千社を超え、2000年度には1,800社近くに達していることがわかる。ただし、その後は伸び悩み、2010年度になってようやく2千社を超え、2011年度には2,129社となっている。つまり、最近時点ではようやく上場企業のおよそ2/3の会社で、セグメント情報が開示されているという状況である<sup>14</sup>。

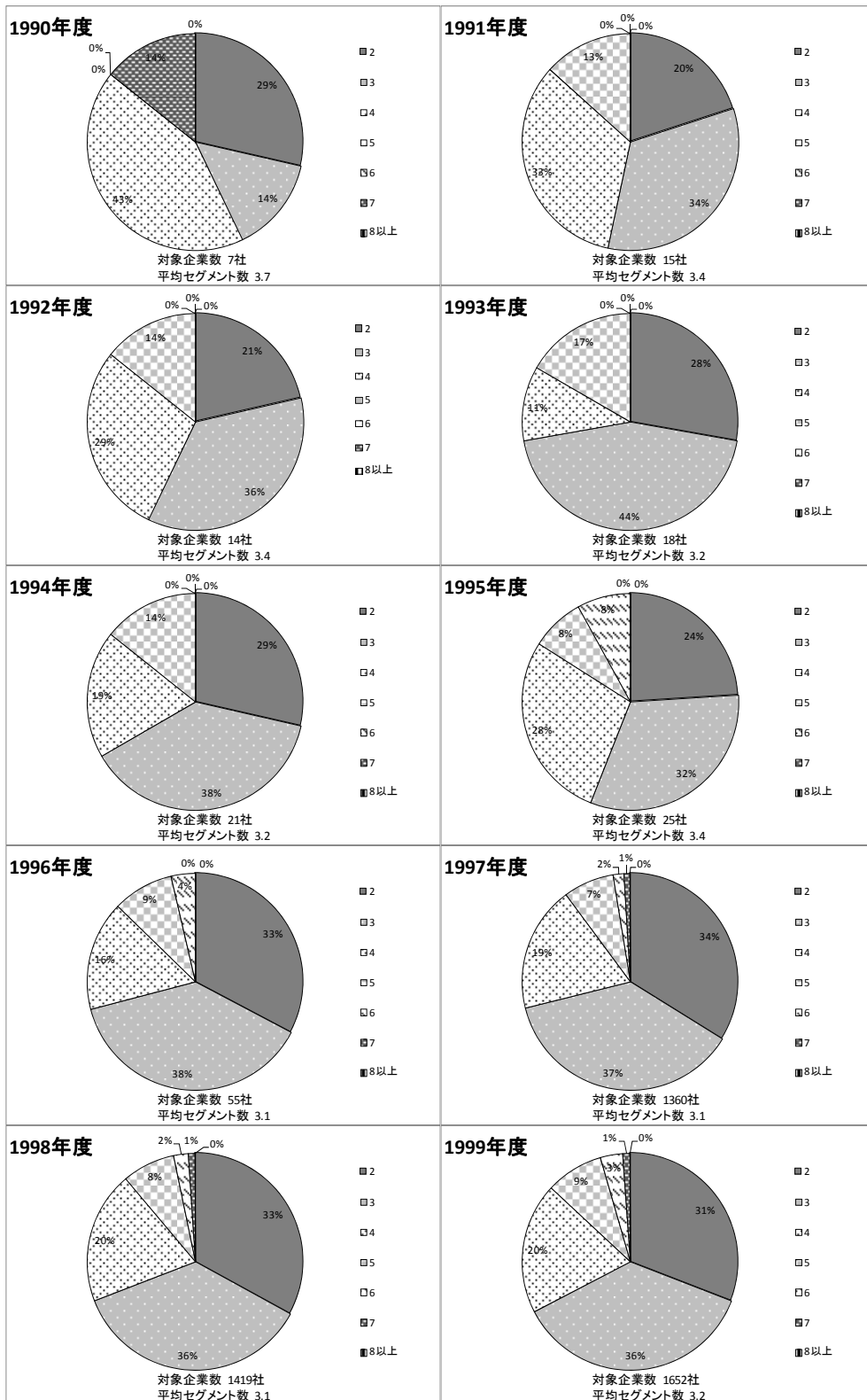
千社以上の開示情報が利用可能な1997年度以降のセグメント情報に基づいて多角化の動向をみると、最近に至るまでセグメント数2の企業と3の企業を合わせて、97年度には7割強、最近時点でも6割弱を占めていることがわかる。一方、セグメント数が5以上の積極的に多角化を進めている企業は、97年度時点では約1割にとどまっていたが、その後は徐々にそのウェイトが高まり、最近時点では2割弱にまで上昇している。開示企業全体の平均セグメント数は、97年度の3.1から、2010、11年度には3.5へ増加している。このように、セグメント情報は長期的にみればより多くの企業で開示がなされており、その結果日本企業の多角化は徐々に進みつつあることがみてとれる。

<sup>12</sup> 詳細は、企業会計基準委員会「セグメント情報等の開示に関する会計基準」（最終改正2009年3月27日）参照。

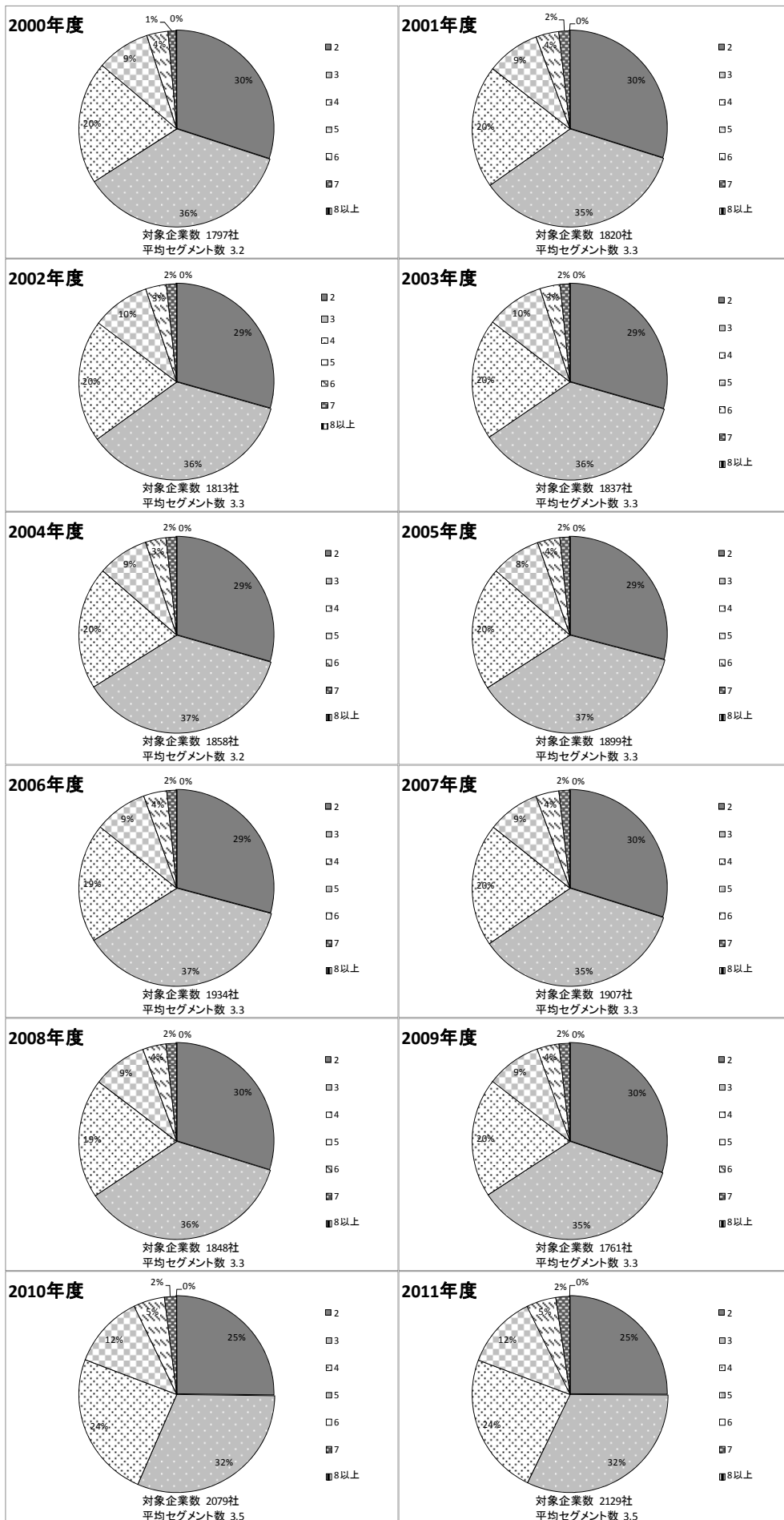
<sup>13</sup> ただし、図1では純粹持株会社については、後述するため除外されている。

<sup>14</sup> 円谷（2010）は、現行のセグメント情報開示基準があいまいで恣意性が入る余地があり、不採算部門の隠蔽に利用される可能性があることを指摘するとともに、2007年度の全上場企業を対象とする分析で、半数近い企業がセグメント情報の開示を省略していることを明らかにしている。

図1 セグメント数の推移







もっとも前述の通り、最近時点においても、多角化の情報開示は、全上場企業の2/3程度にとどまっている。このことは、多角化が成功している企業は、セグメント情報を開示しているものの、多角化がうまくいっていない企業や不都合な情報がある企業は情報開示をしていない可能性があるという意味で、一種のサンプル・セレクション・バイアスの問題が内在していると思われる<sup>15</sup>。

このような背景により、本稿では別の視点にも着目して多角化行動を分析する。それは、子会社形態による多角化という視点である。すなわち、企業が子会社を保有する背景としては、別事業への参入のために子会社を設立するケースや既存企業を買収して子会社化するようなケースがある。

子会社を利用した多角化の具体例として、図2では(株)東芝と(株)日立製作所を示している。このうち東芝は、親会社でデジタルプロダクト、電子デバイスそして社会インフラの事業を営む一方で、デジタルプロダクト、電子デバイス、社会インフラ、家庭電器、その他の5つのセグメントに590の連結子会社を有している。また、日立製作所は、情報・通信システム、電力システム、社会・産業システムを親会社の事業内容とする一方で、情報・通信システム、電力システム、社会・産業システム、電子装置・システム、建設機械、高機能材料、オートモティブシステム、デジタルメディア・民生機器、金融サービス、その他という10のセグメントに、963という多数の連結子会社を有している。子会社は、親会社の事業を分社化する目的と親会社の事業とは異なる分野へ多角化する目的の両面で利用されているのが実態である。

親会社の子会社を通じて事業の多角化を図る行動は、単体財務諸表と連結財務諸表との関係を分析することによって把握することができる。連結財務諸表は、親会社およびその会社を実質的に支配する子会社とからなる企業集団を単一の組織とみなして、財務および経営状態を示すものであり、親会社のみ単体財務諸表と連結財務諸表とを比較することによって、子会社を通じた多角化の実態を明らかにする

---

<sup>15</sup> アメリカでは、経営者が決定した事業の構成単位に基づくマネジメント・アプローチを導入して、これらの問題を改善した経験がある。日本でも、マネジメント・アプローチが2010年4月1日以降始まる会計年度から適用されており、今後はセグメント情報開示の充実が期待される。

図2 東芝と日立製作所の多角化動向

1. (株)東芝

親会社 東芝の事業内容

- 1 デジタルプロダクツ
- 2 電子デバイス
- 3 社会インフラ

主要な連結子会社の事業内容

		東芝				
		デジタルプロダクツ	電子デバイス	社会インフラ	家庭電器	その他
1	東芝テック	岩手東芝エレクトロニクス	東芝原子力エネルギーホールディングス(米国)	東芝コンシューマエレクトロニクス・ホールディングス	東芝アメリカ	
2	東芝グローバルコマースソリューション	ニューフレアテクノロジー	東芝原子力エネルギーホールディングス(英国)	東芝ホームアプライアンス	東芝国際調達台湾	
3	東芝アメリカビジネスソリューション・ホールディングス	東芝アメリカ電子部品	ティーエスピー原子力エネルギーインベストメント英国	東芝キャリア	東芝ファイナンス	
4	大連東芝テレビジョン	加賀東芝エレクトロニクス	東芝ソリューション	東芝ライテック	東芝ロジスティクス	
	他	他	他	他	他	
計	11	6	25	7	9	

連結子会社数: 590 社

出所 有価証券報告書 株式会社 東芝 2013 年 3 月期

2. (株)日立製作所

親会社 日立製作所の事業内容

- 1 情報・通信システム
- 2 電力システム
- 3 社会・産業システム

主要な連結子会社の事業内容

		日立製作所									
		情報・通信システム	電力システム	社会・産業システム	電子装置・システム	建設機械	高機能材料	オートモーティブシステム	デジタルメディア・民生機器	金融サービス	その他
1	Hitachi Information & Telecommunication Systems Global Holding Corporation	Horizon Nuclear Power Limited	日立プラントテクノロジー	日立工機	日立建機	日立金属	クラリオン	日立アプライアンス	日立キャピタル	Hitachi America	
2	Hitachi Data Systems	Hitachi Power Europe	日立産機システム	日立メディコ		日立電線	日立オートモーティブシステムズ	Hitachi Consumer Products (Thailand)		日立(中国)	
3	日立ソリューションズ	パブコック日立	日立電梯(中国)	日立国際電気		日立化成	Hitachi Automotive Systems Americas	日立コンシューマ・マーケティング		Hitachi Europe	
4	日立システムズ	日立 GE ニュークリア・エナジー	日立ビルシステムズ	日立ハイテクノロジー				日立エルジーデータストレージ		日立物流	
	他	他		他				他		他	
計	10	6	4	5	1	3	3	6	1	9	

連結子会社数:963 社

出所 有価証券報告書 株式会社日立製作所 2013年3月期

ことができる<sup>16</sup>。

もっとも、親子関係を通じて多角化行動を明らかにしようとするアプローチにも限界がある。第一に、本業や既存の事業の一部を子会社にも担当させるような企業行動は、多角化ではなく分社化である。第二に、子会社設立の目的が、多角化や事業の分社化ばかりではなく、親会社内部で使われるIT関係のシステム開発およびそのメンテナンス、自社ビル管理、社員食堂、福利厚生施設の運営など、従来社内で行われていた業務を、新たに子会社を設立して運営させるといったものが含まれる。これらは、親会社向けサービス業務といえるような性格のものであり、事業の多角化とは異質のものである。ところが、第一のケースも第二のケースも、セグメント情報開示が不十分な現状では、純粋な多角化行動と峻別することは極めて困難である。

このような限界はあるものの、第二の親会社向けサービス業務を担当する子会社に関しては、それが設立されても売上高や総資産の連単倍率には基本的に反映されないため、連単倍率を多角化指標とする分析では特に問題はないと思われること、第一の分社化の問題に関しても、上述の東芝や日立製作所の例から示唆されるように、海外生産のために現地法人が設立される事例が多いものの、現地ニーズに合致した差別化された製品を主に生産するなど、多角化的な要素も多分に含んだ分社化である場合も多いことなどから、親子関係を通じた多角化行動のアプローチに内在する問題点は軽減されると考えられる。

加えて、上述の通り、従来の研究で主に用いられているセグメント情報に基づく分析が、その開示が現状必ずしも満足のいく水準にあるとはいえず、サンプル・セレクション・バイアスの問題が懸念されるのに対して、連結決算と単体決算の比較に関しては、連結対象子会社を有するすべての企業の情報が開示されているという大きなメリットがある。このような諸事情により、本稿ではセグメント情報に基づく多角化動向分析に加えて、連結対象子会社の情報に基づき、分社化および多角化行動を考察する。

---

<sup>16</sup> 日本では伝統的に単体財務諸表が重視されてきたが、1977年4月より連結財務諸表の作成が始まり、1991年4月には連結財務諸表が有価証券報告書本体に組み込まれ、1999年4月以降に始まる事業年度からは連結決算中心の開示制度となった。

### 3.3 子会社形態による多角化および分社化動向

我々が使用するデータは、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」に収録されている日本の新興市場を含む上場企業（除、金融業）データである。データ期間は、連結決算が本格的に利用されはじめた 1990 年度から 2009 年度までの 20 年間である。なお、1997 年に解禁となった純粋持株会社および事業持株会社のなかでも純粋持株会社に近い性格を有するものに関しては、ここでの分析サンプルから除外し、純粋持株会社については別途分析している。

多角化動向を捉える指標としては、各事業分野の売上高構成比をもとに、産業組織論の分野で市場集中度の指標としてしばしば使われるハーフィンダル指数やエントロピー指数を応用したものなどがある<sup>17</sup>。しかしながら、これらは自社内あるいは事業所内での多角化動向を測る際にはある程度適切であるが、子会社形態での多角化の場合には、売上高のなかに親会社との取引が多く含まれているケースなどがあり、適当とはいえないであろう。

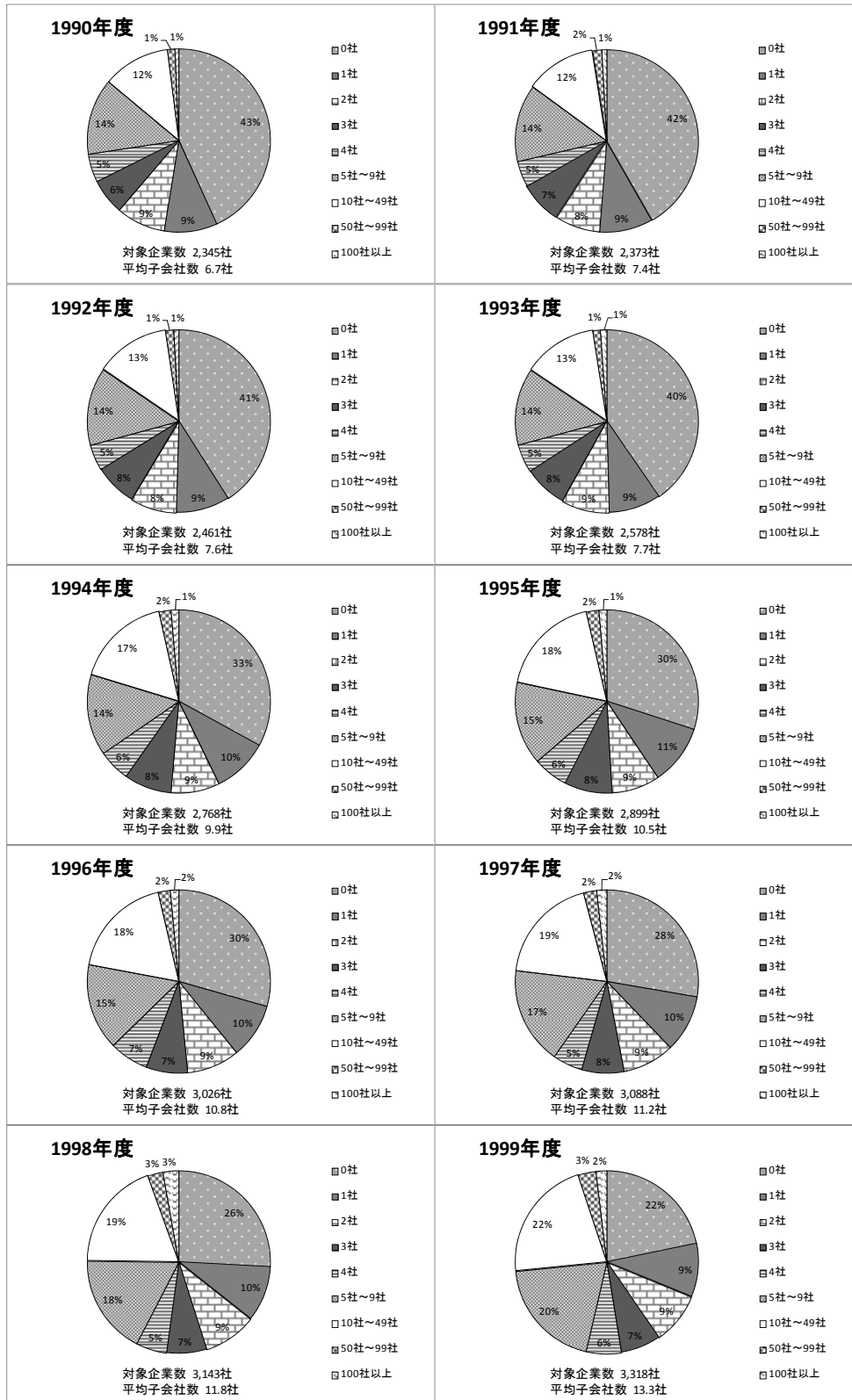
本節では、連結子会社数と売上高および総資産の連単倍率という指標で、多角化および分社化の実態を捉えることとする。なお、連結子会社数と連単倍率との間には必ずしも比例関係はない点には、留意する必要がある。それは、親会社向けサービス等を提供する 100%子会社などのケースである。例えば、従来内部でなされていた社屋の清掃業務を、別会社化したとする。その場合には、連結子会社数は 1 社増加するが、その子会社が親会社向けサービスのみを提供している場合には、売上高および総資産の連単倍率は基本的には上がらない。

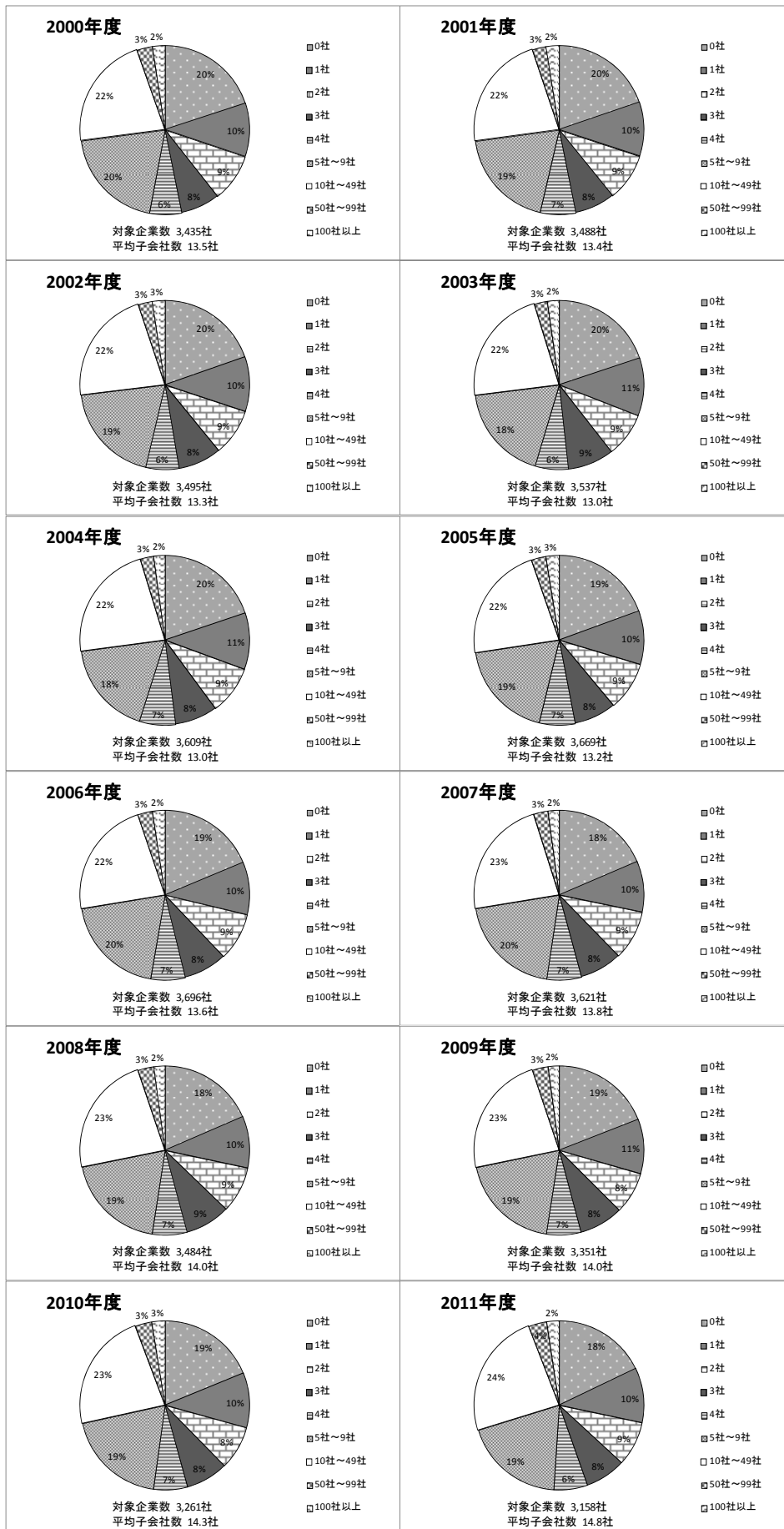
図 3 で連結子会社数の分布をみると、初年度である 1990 年度には、子会社形態での多角化および分社化を一切進めていない連結子会社数が 0 の企業は、全体の 43%に達し、子会社数 1、2、3 の企業の割合は、それぞれ 9%、9%、6%となっている。その後、次第に連結子会社数が 0 の企業の割合が低下する一方、子会社数の多い企業の割合が増加しつつある。2011 年度には、連結子会社数が 0 の企業の比率は 18%にとどまる一方、積極的に多角化を進めている 10 社から 49 社の連結子会社を有する企業は、全体の 24%を占めるに至っている。

---

<sup>17</sup> 清水・宮川（2003）第 4 章参照。

図3 連結子会社数の推移





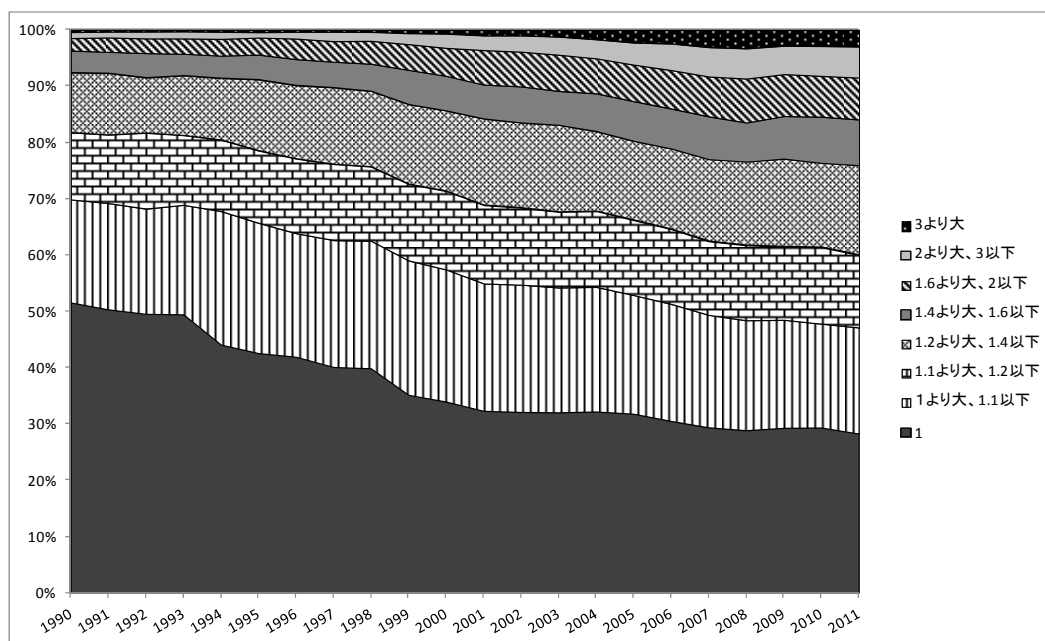
出所 日本政策投資銀行「企業財務データベース」2012年版



ちなみに、全社平均の子会社数の推移をみると、1990年度には6.7社であったが、95年度に10.5社と2桁の大台に乗り、1999年度からしばらく13社台で推移したのち、近年では14社を上回るに至っている。

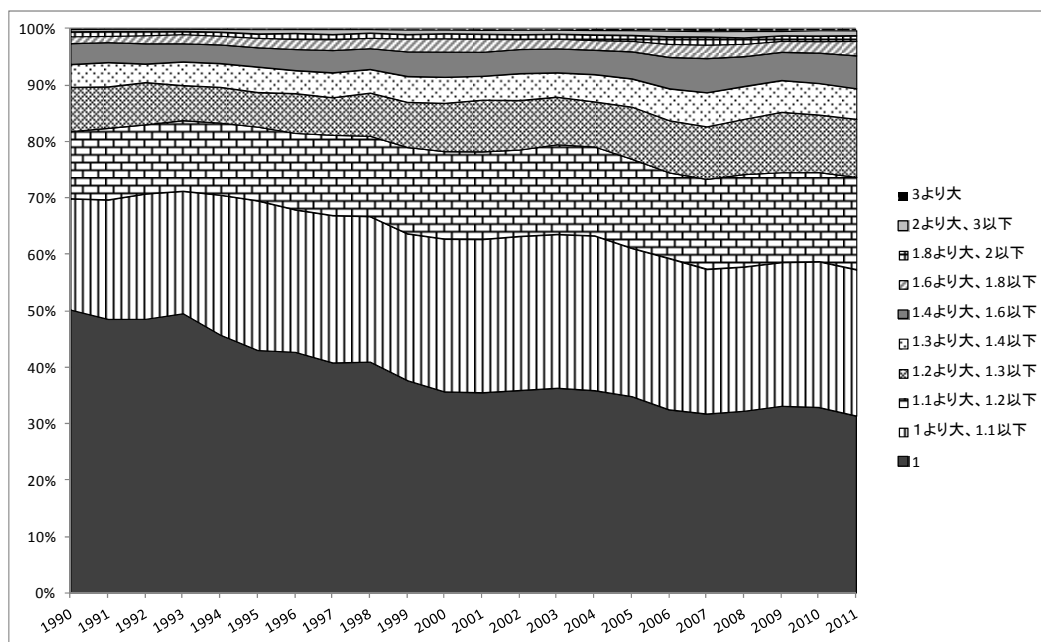
次に、多角化および分社化の実質的な側面を捉える目的で、売上高および総資産の連単倍率の動向をみてみよう(図4および図5)。まず、売上高の連単倍率の推移を帯グラフでみると、分社化を一切していない倍率1の企業の割合が総じて低下傾向を示す一方で、相対的に倍率の高い企業の割合が上昇していることがみてとれる。サンプル企業平均の連単倍率は、1990年度で1.1、また近年で1.4という水準である。この水準を高いとみるか低いとみるかは、必ずしも即断できないが、図3でみた連結子会社数の動向と比較すると、必ずしも高い水準であるとは言えないであろう。総資産の連単倍率についても、同様に倍率の上昇傾向が観察される。ただし、サンプル企業の平均値は、1.10~1.16の範囲内にあり、売上高の連単倍率に比べても、低い水準にとどまっている。

図4 売上高連単倍率の構成比推移



出所 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」2012年版

図5 総資産連単倍率の構成比推移



出所 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」2012年版

子会社数に比べて連単倍率が低めに推移しているという事実は、子会社形態による多角化が、新事業への進出ばかりではなく、上述の通り、従来社内になされていた本業のサポート業務などを、別会社として独立させて運営するようになったことなどの事情が、かなり影響していると思われる。その意味で、日本企業の多角化および分社化行動は、全体としてみると過度に拡張主義的な行動を意味するものとはいえないという解釈がありえるかもしれない。そのあたりの問題意識を踏まえて、後ほど実証分析が展開される。

2011年度のデータに基づき、連結子会社数の分布を業種別に整理したものが、表1である。何らかの連結子会社を持っているかどうかについてみると、製造業では精密機械、繊維、輸送用機械、電気機械、鉄鋼の各業種、また非製造業では不動産、運輸通信の各業種で、9割を上回る企業が連結子会社を有していることが確認された。また、各産業に属する企業の平均的な連結子会社数を算出すると、製造業では電気機械、輸送用機械、非鉄金属、また非製造業では、運輸通信、不動産の各業種で、それぞれ30社前後の多くの連結子会社を抱えていることが明らかとなった。

表1 産業別多角化動向(2011年度)

業種	0社	1社	2社	3社	4社	5社～ 9社	10社～ 49社	50社～ 99社	100社 以上	連結子会社をもつ 会社の数	平均連結 子会社数	対象 企業数
製造業	181	113	105	103	92	303	451	72	49	1,288 (87.68)	18.6	1,469
食料品	20	14	13	7	13	23	26	6	1	103 (83.74)	12.2	123
繊維	2	3	3	7	4	13	16	1	1	48 (96.00)	13.4	50
木材・木製品、紙パルプ	4	5	2	4	2	7	14	0	1	35 (89.74)	12.4	39
化学工業、ゴム製品	32	23	17	14	10	45	74	11	8	202 (86.32)	17.5	234
石油精製	1	0	1	0	0	1	2	1	0	5 (83.33)	22.2	6
窯業・土石製品	7	6	4	7	4	9	23	2	3	58 (89.23)	18.4	65
鉄鋼	4	2	6	5	7	17	8	2	2	49 (92.45)	16.7	53
非鉄金属	7	3	0	2	2	4	11	4	2	28 (80.00)	28.3	35
金属製品	21	13	6	9	6	11	15	1	0	61 (74.39)	5.3	82
一般機械	32	15	17	15	19	41	60	15	8	190 (85.59)	19.1	222
電気機械器具	19	13	15	17	10	67	89	11	11	233 (92.46)	33.1	252
輸送用機械器具	5	3	4	6	5	21	58	11	8	116 (95.87)	32.4	121
精密機械器具	2	0	4	2	4	18	15	4	1	48 (96.00)	16.9	50
その他製造業、印刷出版	25	13	13	8	6	26	40	3	3	112 (81.75)	12.4	137
非製造業	384	217	165	142	111	302	304	38	24	1303 (77.24)	13.5	1687
建設	23	16	8	19	9	43	33	5	1	134 (85.35)	10.0	157
不動産	2	0	2	1	0	5	11	4	2	25 (92.59)	30.2	27
運輸通信	12	10	5	6	8	29	46	13	9	126 (91.30)	32.1	138
卸売	45	38	28	35	20	60	71	7	7	266 (85.53)	15.7	311
小売	98	51	41	21	17	44	37	0	0	211 (68.28)	3.7	309
電気・ガス・水道	57	23	7	8	7	26	11	3	2	87 (60.42)	6.5	144
サービスほか	147	79	74	52	50	95	95	6	3	454 (75.54)	7.9	601
合計	565	330	270	245	203	605	755	110	73	2,591 (82.10)	14.8	3,156

注) 括弧内は連結子会社を持つ会社の比率(%)

出所 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」2012年版

逆に、小売、金属製品、電気・ガス・水道、サービスほかの業種では、連結子会社数は10社未満にとどまっている。

さらに、上場している市場別に整理すると(表2)、1部上場企業では、9割以上の企業が連結子会社を有し、平均的な連結子会社数も、製造業で34社、非製造業で22社となっている。一方、新興市場に属する企業では、総じて平均子会社数は3社程度と少なめである。

### 3.4 多角化と企業パフォーマンス

日本の企業財務データを用いた多角化に関する定量分析の端緒として、多角化に関連してグループ分けされた二つのグループ間で、各種のパフォーマンス指標の平均値が有意に異なるか否かの統計的な検定(univariate test)を実施する。

第1のグループ分けは、単体決算と連結決算との比較である。連結対象子会社を有する会社は、単体決算に加えて連結決算の開示が義務づけられている。そして、各種のパフォーマンス指標に関して、単体と連結とを比較することによって、子会社形態での多角化が当該企業のパフォーマンスを向上させているのか、はたまた悪化させているのかを概観することができる<sup>18</sup>。

単体決算と連結決算の両方の開示がなされている企業、すなわち何らかの多角化をしている企業をすべて対象にした比較検定(表3-1)では、連結決算の値が単体決算のそれらに比べて、高い収益性(ROA、ROE)、高い配当性向、低い平均支払金利(利子対有利子負債比率)そして高い成長性(売上高伸び率、総資産伸び率)を、それぞれ示していることがわかる。一方、財務の健全性(負債比率)については単体が連結より優れ、将来の成長を期待して実施される設備投資については、単体が連結よりも有形固定資産比率でみて上回っていることがみてとれる。なお、これらの両者の差異は、すべて統計的に有意である。

---

<sup>18</sup> 親会社の損失を子会社に移転させて、親会社の見かけ上の決算を良くするという経理操作(「飛ばし」)は、単体決算中心の時代にはしばしばみられたが、連結決算が制度化されてからは、そのような経理処理をすれば単体決算に比べて連結決算が極度に悪くなることから、有用性が薄れたものと考えられる。

表2 市場別多角化動向(2011年度)

	0社	1社	2社	3社	4社	5社～ 9社	10社～ 49社	50社～ 99社	100社 以上	連結子会社をもつ 会社数	平均連結 子会社数	対象 企業数
1部上場	83	67	64	71	81	283	604	107	72	1,349 (94.20)	28.3	1,432
製造業	27	24	23	31	36	146	383	72	49	764 (96.59)	33.8	791
非製造業	56	43	41	40	45	137	221	35	23	585 (91.26)	21.6	641
2部上場	124	86	70	74	56	139	72	1	0	498 (80.06)	4.3	622
製造業	67	42	43	36	31	85	39	0	0	276 (80.47)	4.3	343
非製造業	57	44	27	38	25	54	33	1	0	222 (79.57)	4.3	279
新興市場上場	330	170	126	96	66	176	69	2	0	705 (68.12)	3.1	1,035
製造業	80	47	35	33	25	69	24	0	0	233 (74.44)	3.6	313
非製造業	250	123	91	63	41	107	45	2	0	472 (65.37)	3.0	722
地方上場 他	28	7	10	4	0	9	10	0	4	41 (59.42)	5.5	69
製造業	7	0	4	3	0	3	5	0	2	15 (68.18)	4.6	22
非製造業	21	7	6	1	0	6	5	0	2	26 (55.32)	6.9	47
合計	565	330	270	245	203	607	755	110	76	2,593 (82.11)	14.8	3,158

注1) 括弧内は連結子会社を持つ会社の比率(%)

注2) 1部上場:東証、大証、名証

2部上場:東証、大証、名証

新興市場上場:ジャスダック、マザーズ、セントレックス、アンビシヤス、Qボード

地方上場他:福岡、札幌、2012年4月以降上場廃止企業

出所 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」2012年版

表3-1 単体決算と連結決算との比較

		平均値	標準偏差	サンプル数
ROA	単体	4.468	5.511	43,056
	連結	5.184	5.824	43,056
	t 検定	***		
ROE	単体	2.221	13.699	41,790
	連結	3.520	14.488	41,790
	t 検定	***		
負債比率	単体	54.428	21.983	47,399
	連結	57.562	21.765	47,399
	t 検定	***		
配当性向	単体	37.444	60.873	29,439
	連結	50.102	78.767	29,439
	t 検定	***		
利子対有利子負債比率	単体	3.314	5.026	44,108
	連結	3.014	4.012	44,108
	t 検定	***		
設備投資比率	単体	21.091	44.035	31,201
	連結	19.504	39.764	31,201
	t 検定	***		
売上高伸び率	単体	1.478	20.890	44,726
	連結	2.969	21.158	44,726
	t 検定	***		
総資産伸び率	単体	2.731	20.490	44,758
	連結	3.435	23.890	44,758
	t 検定	***		

注1) 各指標の算出式は次の通り。

ROA:(事業損益/((前期末の総資産+当期末の総資産)/2))×100

ROE:(税引後当期純利益/((前期末の自己資本+当期末の自己資本)/2))×100

負債比率:(負債/総資産)×100

配当性向:(配当金/税引後当期純損益)×100

利子対有利子負債比率:(支払利息+割引料等/((前期末の有利子負債+当期末の有利子負債)/2))×100

設備投資比率:(設備投資/((前期末の有形固定資産+当期末の有形固定資産)/2))×100

売上高伸び率:売上高の((当期-前期)/前期)×100

総資産伸び率:資産合計の((当期-前期)/前期)×100

注2) \*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意、\*は10%水準で有意であることを示す。

注3) 純粋持株会社および売上高連単倍率10倍以上の事業持株会社を除く。

表3-1の検定では、連結対象子会社数が1社や2社の会社もデータに含まれている。これらの会社は、必ずしも多角化を積極的に進めているとはいえないという見方もある。したがって、次には連結子会社を5社以上有する企業に限定して、単体決算と連結決算との比較を試みる。その結果を示した表3-2をみると、表3-1と全く同様に、収益性、配当、支払金利および成長性では、連結決算の値

が単体決算の値を上回り、負債比率と設備投資比率では逆の関係にあることがわかる。

表3-2 多角化が進んでいる会社での比較

		平均値	標準偏差	サンプル数
ROA	単体	4.325	4.711	24,623
	連結	5.098	5.398	24,623
	t 検定			
ROE	単体	2.010	13.140	23,954
	連結	3.457	14.421	23,954
	t 検定			
負債比率	単体	55.687	21.366	26,439
	連結	59.766	21.013	26,439
	t 検定			
配当性向	単体	38.346	61.524	17,142
	連結	50.795	80.477	17,142
	t 検定			
利子対有利子負債比率	単体	3.087	4.367	25,817
	連結	2.922	3.424	25,817
	t 検定			
設備投資比率	単体	18.814	36.256	17,632
	連結	16.628	30.767	17,632
	t 検定			
売上高伸び率	単体	1.103	20.519	25,932
	連結	3.127	21.005	25,932
	t 検定			
総資産伸び率	単体	2.442	20.449	25,959
	連結	3.382	24.765	25,959
	t 検定			

注1) 当サンプルは、連結子会社 5 社以上の会社における単体データと連結データとを比較したものである。

注2) 各指標の算出式については、表 3-1 に同じ。

注3) \*\*\*は 1%水準で有意、\*\*は 5%水準で有意、\*は 10%水準で有意であることを示す。

注4) 純粋持株会社および売上高連単倍率 10 倍以上の事業持株会社を除く。

第 2 のグループ分けは、連結子会社を持たない企業と持つ企業との比較である。連結子会社を全く持たない企業と 1 社でも有する企業との比較検定(表 4-1)では、収益性、財務の健全性、成長性、設備投資比率で前者が後者を上回り、配当と支払金利では逆に後者が前者を上回っている。また、連結子会社を全く持たない企業と 5 社以上の子会社を有する企業との比較も実施したが、結果は全く同様であった(表 4-2)。

表4-1 連結子会社の有無の比較

		平均値	標準偏差	サンプル数
ROA	連結子会社無し	5.721	7.327	14,823
	連結子会社有り	5.195	5.860	43,991
	t 検定	***		
ROE	連結子会社無し	4.186	14.312	14,616
	連結子会社有り	3.537	14.534	43,271
	t 検定	***		
負債比率	連結子会社無し	53.015	22.659	16,137
	連結子会社有り	57.567	21.764	47,361
	t 検定	***		
配当性向	連結子会社無し	36.357	65.137	12,153
	連結子会社有り	50.539	83.503	31,451
	t 検定	***		
利子対有利子負債比率	連結子会社無し	4.869	8.125	14,602
	連結子会社有り	3.048	4.241	44,276
	t 検定	***		
設備投資比率	連結子会社無し	27.437	55.161	13,926
	連結子会社有り	19.857	41.062	34,889
	t 検定	***		
売上高伸び率	連結子会社無し	4.765	26.604	14,841
	連結子会社有り	2.980	21.162	44,723
	t 検定	***		
総資産伸び率	連結子会社無し	7.277	30.436	14,843
	連結子会社有り	3.455	23.968	44,724
	t 検定	***		

注1) \*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意、\*は10%水準で有意であることを示す。

注2) 各指標の算出式については、表3-1に同じ。

注3) 純粋持株会社および売上高連単倍率10倍以上の事業持株会社を除く。



表4-2 連結子会社無しの企業と5社以上有する企業との比較

		平均値	標準偏差	サンプル数
ROA	連結子会社無し	5.721	7.327	14,823
	連結子会社有り	5.099	5.416	24,872
	t検定	***		
ROE	連結子会社無し	4.186	14.312	14,616
	連結子会社有り	3.453	14.527	24,470
	t検定	***		
負債比率	連結子会社無し	53.015	22.659	16,137
	連結子会社有り	59.770	21.027	26,440
	t検定	***		
配当性向	連結子会社無し	36.357	65.137	12,153
	連結子会社有り	52.521	87.175	18,091
	t検定	***		
利子対有利子負債比率	連結子会社無し	4.869	8.125	14,602
	連結子会社有り	2.939	3.540	25,895
	t検定	***		
設備投資比率	連結子会社無し	27.437	55.161	13,926
	連結子会社有り	16.799	31.692	19,503
	t検定	***		
売上高伸び率	連結子会社無し	4.765	26.604	14,841
	連結子会社有り	3.131	21.028	25,961
	t検定	***		
総資産伸び率	連結子会社無し	7.277	30.436	14,843
	連結子会社有り	3.379	24.770	25,961
	t検定	***		

注1) 当サンプルは、5社以上の連結子会社を持つ会社と連結子会社を持たない会社とを比較したものである。

注2) 各指標の算出式については、表3-1に同じ。

注3) \*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意、\*は10%水準で有意であることを示す。

注4) 純粋持株会社および売上高連単倍率10倍以上の事業持株会社を除く。

各種のパフォーマンス指標を用いて多角化の効果を考察した本節の結果からは、収益性や成長性などで単体決算に比べて連結決算が勝っており、その意味で多角化が効果的であるとみられなくもないが、他方で同じ収益性と成長性の指標で、多角化を進めていない企業のパフォーマンスが多角化を進めている企業のパフォーマンスを上回っており、多角化によって企業パフォーマンスが劣化したとも解釈できる。その意味で、本節の結果は、必ずしも明確ではなく二面性を有するものである。

### 3.5 純粋持株会社の動向

一般に、ほかの会社の株式を所有することにより、その会社の事業活動を支配することを事業とする会社を持株会社 (holding company) という。具体的には、総資産に占める子会社株式の比重が 50% を超える会社をいう。また、株式保有以外の何らかの事業を行わない会社を純粋持株会社、何らかの事業を行う会社を事業持株会社という。つまり、純粋持株会社とは、持株会社のなかでもグループ各社の株式を所有することにより、それらの会社の事業活動を支配することを主事業とする会社のことを指す。

伝統的に日本では、独占禁止法によって純粋持株会社の設立は禁止されていたが、1997 年に持株会社を解禁する独占禁止法の改正が実施され、事業支配力が過度に集中する場合を除いて、設立が解禁された。

純粋持株会社の設立には、3 パターンある。第 1 は、自らの事業を子会社に移し (または、会社分割し)、持株会社となる抜殻方式、第 2 は、持株会社を株式移転により新規に設立する株式移転方式、そして第 3 は、株式交換によって既存会社を持株会社とする株式交換方式である。なお、設立の目的<sup>19</sup>、企業再編のタイプ<sup>20</sup>、そして果たす機能や支配力の強さは、企業により様々である。

一般に、純粋持株会社方式への移行のメリットとしては、本来、合併であればかかるはずの人事等の管理部門の統合にかかる合併コストが発生することなく組織再編を可能にすること、事業については各子会社に権限委譲するため意思決定の迅速化を図れること、親会社は経営戦略の立案・調整、グループ会社の監督・監査に専念できるといったことがある。一方で、デメリットとしては、グループ内各社の独立性が高いため組織が変更しにくい、関連性の少ない事業が乱立することにより株式市場からの評価を得られにくくなる、いわゆるコングロマリット・ディスカウントの発生がある。

---

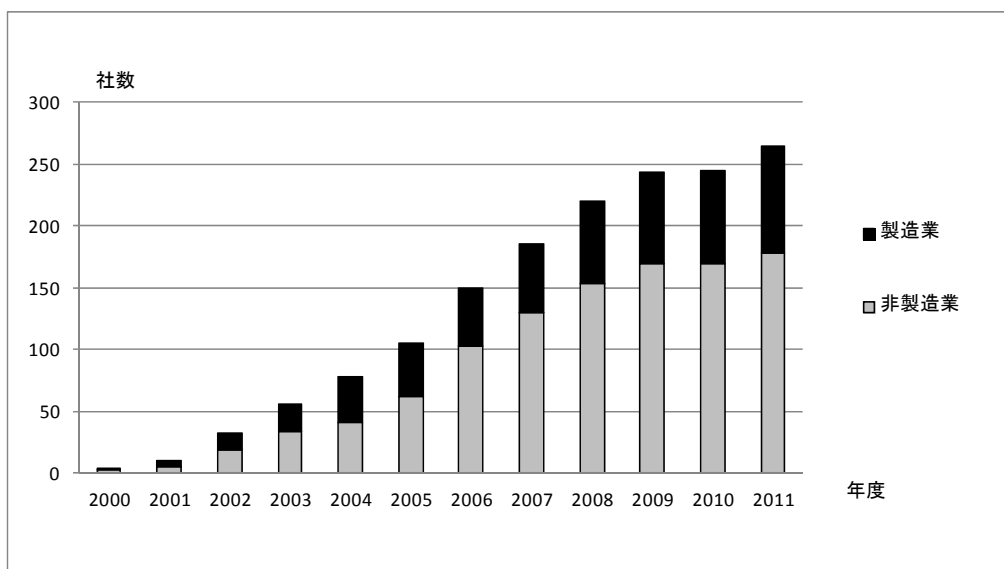
<sup>19</sup> 設立の目的には、敵対的 M&A から経営権を守るため、収益性向上を目指したリストラクチャリングのため、企業文化の違いを乗り越えて融合するため、ビジネスモデルの違う企業を傘下に置くため、顧客市場の構造的変化に対応するため、といった目的がある (頼 (2009))。

<sup>20</sup> 同一企業内の事業再編：事業部門を別法人化してその子会社を持株会社が管理する「分社子会社管理型」と、他企業間の再編：傘下企業が共同出資するなどして企業同士が統合する「合併代替型」の 2 つに分類できる (宮島・稲垣 (2003))。

本稿では、株式保有以外の事業を全く行わない会社に加えて、当該持株会社の単体売上高が連結ベースの売上高の1割以下の持株会社をも純粋持株会社の範疇に加えて、その動向を考察する。

図6、図7は、我々の定義に基づく純粋持株会社の推移を表したものである。まず、製造業、非製造業別にみると(図6)、2000年度に製造業、非製造業それぞれ2社が移行したのを始まりに、2011年度の264社まで着実に増加していることがわかる。特に非製造業においては、2006年度から2008年度にかけて急増し、2011年度には上場企業のおよそ1割に達する178社が純粋持株会社である。

図6 純粋持株会社の推移(製造業・非製造業別)



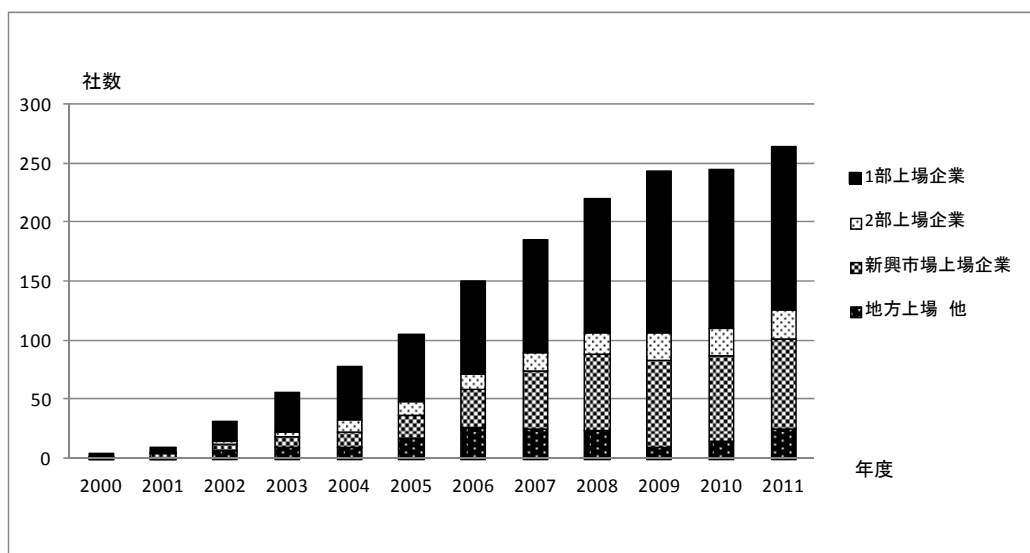
注) 純粋持株会社には、売上高連単倍率10倍以上の事業持株会社も含めてカウントしている。  
出所 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」2012年版

	製造業	非製造業	全産業
2000	2 (0.11)	2 (0.12)	4 (0.12)
2001	5 (0.29)	5 (0.28)	10 (0.28)
2002	14 (0.81)	18 (0.99)	32 (0.90)
2003	23 (1.35)	33 (1.75)	56 (1.56)
2004	37 (2.16)	41 (2.07)	78 (2.11)
2005	43 (2.51)	62 (2.99)	105 (2.77)
2006	47 (2.75)	103 (4.80)	150 (3.89)
2007	56 (3.33)	130 (6.11)	186 (4.88)
2008	67 (4.07)	153 (7.43)	220 (5.94)
2009	75 (4.63)	169 (8.57)	244 (6.79)
2010	76 (4.77)	169 (8.81)	245 (6.98)
2011	86 (5.53)	178 (9.54)	264 (7.71)

注) 括弧内は各年度における上場会社数に対する純粋持株会社の割合を示す。

次に、上場市場別の推移を概観する（図7）。その結果、1部上場企業と新興市場企業を中心に、純粋持株会社数は増加傾向にあることがわかる。また、各市場上場企業に占める純粋持株会社の割合は、2011年度には、1部上場企業で8.8%、新興市場企業では7.0%に達している。一方、2部上場企業では、その比率は3.7%と相対的に低位である。なお、地方上場他において2010年度および2011年度の割合が大きく高まった背景は、上場廃止企業に占める純粋持株会社の割合の上昇に起因するものである。

図7 純粋持株会社の推移(市場別)



注) 純粋持株会社には、売上高連単倍率10倍以上の事業持株会社も含めてカウントしている。  
出所 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」2012年版

	1部上場企業	2部上場企業	新興市場上場企業	地方上場 他	計
2000	2 (0.14)	1 (0.17)	—	1 (0.11)	4 (0.12)
2001	5 (0.35)	1 (0.17)	3 (0.46)	1 (0.12)	10 (0.28)
2002	17 (1.17)	3 (0.49)	5 (0.72)	7 (0.90)	32 (0.90)
2003	33 (2.22)	4 (0.64)	9 (1.13)	10 (1.45)	56 (1.56)
2004	45 (2.96)	10 (1.56)	13 (1.45)	10 (1.56)	78 (2.11)
2005	56 (3.61)	12 (1.83)	20 (1.97)	17 (3.00)	105 (2.77)
2006	78 (4.99)	13 (1.95)	33 (2.95)	26 (5.08)	150 (3.89)
2007	96 (6.08)	16 (2.38)	49 (4.24)	25 (6.22)	186 (4.88)
2008	113 (7.08)	19 (2.82)	64 (5.48)	24 (8.99)	220 (5.94)
2009	137 (8.53)	23 (3.40)	74 (6.30)	10 (7.41)	244 (6.79)
2010	135 (8.43)	23 (3.45)	72 (6.21)	15 (18.07)	245 (6.98)
2011	138 (8.79)	24 (3.72)	77 (6.94)	25 (25.77)	264 (7.71)

注) 括弧内は各年度における上場会社数に対する純粋持株会社の割合を示す。

#### 4. 仮説

本節では、主にコーポレート・ガバナンスと多角化行動との関係に焦点を当て、仮説を提示する。上述の通り、理論的には事業の多角化は、範囲の経済性やリスク分散などのメリットを生みだし、企業経営にプラスの効果を発揮させる余地がある。

しかしながら、株主と企業経営者との間のエージェンシー問題が深刻な状況においては、経営者が会社の資源を浪費するような過度な多角化を推進する可能性がある。その場合には、当然の帰結として、多角化によって企業業績は悪化する。したがって、そのようなエージェンシー問題を回避あるいは緩和するためには、株主が企業経営者を適切にモニターする仕組みが必要となる。そのような仕組みをどのように効果的に構築することができるかが、コーポレート・ガバナンスの問題の出発点である。

一般的に、コーポレート・ガバナンスの問題にはさまざまな要素がかかわっており<sup>21</sup>、全体像を把握してすべてを分析の俎上に載せることは容易ではない。本稿では、主に当該企業の所有構造（ownership structure）に焦点を当て、その各企業の属性と多角化度合いおよび企業パフォーマンスとの関係に関する仮説を立てて検証する。

企業の株主と経営者との間のエージェンシー問題には、情報の不完全性や非対称性の問題が大きくかかわっている。そして、株式が分散所有されている場合に比べて大株主によって集中的に所有されている場合には、エージェンシー問題は緩和されると考えられる。なぜならば、Shleifer and Vishny (1986) が指摘するように、企業に対する支配力を持った大株主は、自分と利害が衝突したり、また軋轢を起こしたりしかねない経営者を追放するとともに、自分の意に沿った経営を執り行うであろう人物を経営者に据える権力を有するからである。また、機関投資家に代表される資金力のある大口株主は、情報面でも優位性があることから、企業経営を効果的にモニターすることができると考えられる。さらに、投資金額が膨らめば膨らむほど投資家の利害は大きくなることから、企業経営をモニターするインセンティブも高まるであろうことが予想される。

---

<sup>21</sup> 花崎（2008）参照。

事実、日本に関する先行的な実証研究も、欧米に関するもの<sup>22</sup>と同様に、大株主のガバナンス面での役割を肯定的に捉えているものが多い。例えば、Kaplan and Minton (1994) および Kang and Shivdasani (1995) は、大株主を有する企業は、そうでない企業に比べて企業パフォーマンスが悪化した場合に、経営者の交代が起こりやすいことを明らかにしている。また、Yafeh and Yosha (2003) によれば、大株主は広告、R&D または交際費などの経営者の恣意性が入りやすい支出を抑制する効果があるとされている。さらに、Prowse (1992) および Berglof and Perotti (1994) のように、日本の企業ではヨーロッパ大陸や東アジアの国々に比べて、所有は集中化してはいないものの、大株主が銀行であることが多いことから、企業経営が有効にモニターされているとの議論もある。

このような先行研究の結果をふまえれば、株式の所有集中度と多角化行動の間には、次の仮説が設定できる。

仮説 1 : 「所有集中度が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、内部資本市場が効率的に機能し、多角化がプラスの成果をもたらす。」

続いて、株式の所有主体別のガバナンスを考察する。まず、伝統的なメインバンク論に基づく議論によると、長期的な取引関係を構築して取引先に対する各種の情報を蓄積している銀行等の金融機関は、企業モニタリングの面で優れた特性を有していると考えられてきた。このような考え方に立脚すると、次の仮説が導き出される。

仮説 2 : 「金融機関の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

また、近年日本では、株主利益を重視した欧米型のコーポレート・ガバナンスへの移行を進めようという動きがみられる。換言すれば、そのような議論の背景には、欧米流のガバナンスの仕組みが日本のものより勝っている、そして欧米における株

---

<sup>22</sup> アメリカに関しては、Shivdasani (1993) および Denis and Serrano (1996)、ドイツに関しては、Franks and Mayer (2001) および Gorton and Schmid (2000) などがある。

主が日本の株主に比べて効果的に企業経営をモニターしているという見方がある。このような見方が適切であるとするれば、海外法人等持株比率の高さは、企業経営の効率性にプラスの効果を及ぼす可能性がある。そのような考え方に基づく仮説は、次の通りである。

仮説 3 : 「海外法人等の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの効果をもたらす。」

このような所有構造の観点とは離れて、負債契約が企業経営に対して規律づけの効果を発揮するという考え方が、Jensen (1986, 1989) によって提示されている。すなわち、経営者が自由裁量で使うことができるフリーキャッシュフローを潤沢に有している企業では、それらの資金が経営者にとっての *perquisites* を高めるなどの効率性の乏しい用途に使われる可能性がある。そのような問題を回避するためには、当該企業にある程度の債務を負担させることによって、効率的な経営が実現する。このようなフリーキャッシュフロー問題に関連して、次のような仮説を導くことができる。

仮説 4 : 「フリーキャッシュフローが発生している企業では、負債総資産比率が高ければ高いほど、負債の規律づけが働くことから、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

株主と経営者との間のエージェンシー問題が解決されず、経営者が自己の欲求を満たすための経営を指向する場合には、多角化は次の仮説の通りのマイナス効果を惹起する。

仮説 5 : 「多角化は、過大投資をもたらし、収益を悪化させる。」

一方、多角化が適切になされているとするれば、次の仮説の通り、リスク分散効果が期待される。

仮説 6 : 「多角化は、リスク分散により、収益の変動を抑制する効果がある。」

## 5. 実証分析：多角化実施企業における連結決算と単体決算との比較

本節では、前節で提示された多角化に関する各仮説を、多角化および分社化実施企業における連結決算と単体決算とのパフォーマンスの差異に着目して検証する。3.3 で紹介した通り、データセットは、1990 年度から 2009 年度までの企業財務データをもとに作成したパネルデータである。計測手法としては、パネル分析の固定効果モデルと変量効果モデルを用いている。なお、各仮説に共通に登場する多角化および分社化度合いの代理変数としては、売上高連単倍率、総資産連単倍率そして連結子会社数を用いる。また、多角化および分社化がポジティブな効果を発揮しているか否かについては、ROA と ROE という二つの収益性指標に着目し、それぞれ連結決算での数値と単体決算での数値との差分をとることによって捉えている。なお、多角化および分社化の代理変数である連結子会社数において、連結子会社を保有していないサンプルについては ROA および ROE の連単差分が作成不可能なため計測の対象外となっている。

以下では、仮説ごとに計測結果を紹介して、仮説の妥当性を検証する。

仮説 1 : 「所有集中度が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、内部資本市場が効率的に機能し、多角化がプラスの成果をもたらす。」

当仮説で鍵となる所有集中度を表す代理変数としては、上位 10 株主持株比率 (SC10) を用いる。第一段階として、多角化および分社化度合いを示す変数 (DIV) である売上高連単倍率、総資産連単倍率および連結子会社数をそれぞれ被説明変数、また上位 10 株主持株比率を説明変数、そして企業規模、収益性、およびタイムトレンドをコントロール変数とする計測を実施する。第二段階として、ROA と ROE の連単差分をそれぞれ被説明変数 (PA)、第一段階で計測された上位 10 株主持株比率の推計されたパラメーターと多角化度合いを表す変数との交差項を説明変数、そ



して企業規模、成長性、財務の健全性およびマクロの景気要因をコントロール変数とする計測を実施する。

第一段階の基本推計式は次の通りである。

$$DIV_{it} = const. + \alpha_1 SC10_{it} + \alpha_2 ASSET_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 TT_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

*DIV*:多角化および分社化度合い

(売上高連単倍率または総資産連単倍率または連結子会社数)

*SC10*:上位 10 株主持株比率 *ASSET*:総資産 (対数) *ROA*: ROA (連結)

*TT*:タイムトレンド

*i*:企業 *t*:年度

また、第二段階の基本推計式は次の通りである。

$$PA_{it} = const. + \beta_1 DIV_{it} \times \alpha_1 + \beta_2 GSALE_{it} + \beta_3 EMP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 CI_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

*PA*:多角化パフォーマンス (ROA または ROE の連単差分)

*DIV*× $\alpha_1$ :第一段階の上位 10 株主持株比率にかかる推計されたパラメーターを加味した多角化および分社化度合い

*GSALE*:売上高伸び率 *EMP*:従業員数 (対数) *CR*:流動比率

*CI*:景気動向指数 (一致系列)

計測結果を整理した表 5 をみると、第一段階の計測では、売上高連単倍率が被説明変数のケースでは、所有集中度が高いほど多角化度合いが有意に低いという結果が観察される一方で、総資産連単倍率および連結子会社数が被説明変数であるケースでは、所有集中度が高いほど多角化および分社化度合いが高いという逆の結果が得られている。また、第二段階の計測では、売上高連単倍率と $\alpha_1$ との交差項が説明変数であるモデルでは、係数が有意にマイナスであり、多角化および分社化は収益性に負の影響を及ぼしていることがわかる。逆に、総資産連単倍率および連結子会社数を用いたケースでは、多角化および分社化度合いが上がると ROA と ROE の連単差分がそれぞれ改善するという多角化および分社化のプラスの効果が観察されている。

表5 コーポレート・ガバナンスと多角化

1. 所有集中度と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数	売上高連単倍率	総資産連単倍率	連結子会社数	売上高連単倍率	総資産連単倍率
上位10株主持株比率	-0.0008** (-2.33)	0.0002 (0.90)	0.0444*** (3.24)	-0.0007** (-2.36)	0.0003* (1.78)	0.0240* (1.86)
総資産(対数)	0.2296*** (32.76)	0.1812*** (48.37)	9.7824*** (33.00)	0.1543*** (28.79)	0.1022*** (42.10)	11.1812*** (48.43)
ROA	-0.0016*** (-4.02)	0.0000 (-0.04)	-0.0493*** (-2.92)	-0.0015*** (-3.81)	0.0001 (0.37)	-0.0474*** (-2.84)
タイムトレンド	0.0186*** (47.96)	0.0038*** (18.11)	0.9454*** (57.58)	0.0194*** (50.90)	0.0046*** (22.56)	0.9277*** (57.16)
定数項	-2.9472*** (-23.20)	-2.0970*** (-30.91)	-170.2893*** (-31.72)	-1.6381*** (-14.42)	-0.7383*** (-14.81)	-196.8517*** (-40.07)
$R^2$	0.0051	0.0475	0.2216	0.0205	0.0579	0.2500
データ数	42,357	43,125	43,125	42,357	43,125	43,125

注1) 推計期間: 1990~2009年度。  
 注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。  
 注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数	ROAの差分			ROAの差分	
売上高連単倍率 $\times \alpha_1$	-1354.73*** (-11.78)			-1224.57*** (-11.26)		
総資産連単倍率 $\times \alpha_1$		5841.95*** (5.52)			2984.38*** (5.35)	
連結子会社数 $\times \alpha_1$			0.0713* (1.77)			0.1371** (2.14)
売上高伸び率	-0.0591*** (-37.00)	-0.0596*** (-37.22)	-0.0591*** (-36.93)	-0.0595*** (-38.09)	-0.0599*** (-38.24)	-0.0594*** (-37.95)
従業員数(対数)	0.0471 (0.48)	-0.2945*** (-3.16)	-0.3487*** (-3.75)	-0.3576*** (-5.22)	-0.5387*** (-8.14)	-0.5747*** (-8.69)
流動比率	0.0005* (1.79)	0.0004 (1.39)	0.0004 (1.32)	0.0004 (1.54)	0.0003 (1.34)	0.0003 (1.22)
景気動向指数	-0.0854*** (-17.87)	-0.0826*** (-17.31)	-0.0823*** (-17.22)	-0.0876*** (-18.56)	-0.0846*** (-17.96)	-0.0843*** (-17.86)
定数項	7.1955*** (8.37)	9.4520*** (11.16)	10.7853*** (13.35)	9.9224*** (11.10)	10.9429*** (12.26)	12.0308*** (13.79)
$R^2$	0.0269	0.0404	0.0419	0.0575	0.0581	0.0587
データ数	40,923	41,602	41,602	40,923	41,602	41,602

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数	ROEの差分			ROEの差分	
売上高連単倍率 $\times \alpha_1$	-1843.91*** (-4.93)			-1753.16*** (-5.60)		
総資産連単倍率 $\times \alpha_1$		7693.77** (2.07)			3527.87** (2.01)	
連結子会社数 $\times \alpha_1$			0.3247*** (2.56)			0.5465*** (3.30)
売上高伸び率	-0.1172*** (-22.82)	-0.1165*** (-22.74)	-0.1157*** (-22.63)	-0.1182*** (-24.24)	-0.1169*** (-24.05)	-0.1162*** (-23.96)
従業員数(対数)	-0.6318** (-2.02)	-1.0558*** (-3.57)	-1.0568*** (-3.58)	-1.1826*** (-7.50)	-1.3318*** (-8.74)	-1.4325*** (-9.24)
流動比率	-0.0027*** (-3.01)	-0.0029*** (-3.27)	-0.0029*** (-3.25)	-0.0019*** (-2.57)	-0.0020*** (-2.69)	-0.0020*** (-2.73)
景気動向指数	-0.1921*** (-12.76)	-0.1859*** (-12.44)	-0.1867*** (-12.49)	-0.1969*** (-13.48)	-0.1902*** (-13.12)	-0.1919*** (-13.23)
定数項	22.5376*** (8.23)	25.1293*** (9.31)	26.3627*** (10.32)	25.8469*** (12.19)	26.3912*** (12.45)	28.1294*** (13.57)
$R^2$	0.0304	0.0337	0.0336	0.0522	0.0526	0.0537
データ数	39,742	40,395	40,395	39,742	40,395	40,395

注1) 推計期間: 1990~2009年度。  
 注2) ROAの差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROEの差分=ROE(連結)-ROE(単体)。  
 注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける上位10株主持株比率にかかる推計されたパラメーターである。  
 注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注5) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。  
 注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

仮説 2 : 「金融機関の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

計測モデルの構造は、上位 10 株主持株比率の代わりに金融機関持株比率 (FI) を用いた以外は、仮説 1 のモデルと同じである。基本推計式は次の通りである。

$$DIV_{it} = const. + \alpha_1 FI_{it} + \alpha_2 ASSET_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 TT_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$PA_{it} = const. + \beta_1 DIV_{it} \times \alpha_1 + \beta_2 GSALE_{it} + \beta_3 EMP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 CI_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

FI:金融機関持株比率

$DIV \times \alpha_1$ : 第一段階の金融機関持株比率にかかる推計されたパラメーターを加味した多角化および分社化度合い

表 6 の計測結果により、金融機関持株比率と多角化および分社化度合いを示す諸変数との関係は、すべてマイナスで有意であり、金融機関によるガバナンス機能により多角化および分社化が抑えられているという仮説は支持されている。一方、金融機関持株比率の影響を加味した多角化および分社化度合いを用いた第二段階の計測からは、多角化および分社化度合いが上がると ROA と ROE で代表される収益性が悪化するという効果が、すべてのケースで観察される。

仮説 3 : 「海外法人等の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

基本推計式は、海外法人等持株比率を用いて次式となる。

$$DIV_{it} = const. + \alpha_1 EC_{it} + \alpha_2 ASSET_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 TT_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$PA_{it} = const. + \beta_1 DIV_{it} \times \alpha_1 + \beta_2 GSALE_{it} + \beta_3 EMP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 CI_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

EC: 海外法人等持株比率

$DIV \times \alpha_1$ : 第一段階の海外法人等持株比率にかかる推計されたパラメーターを加味した多角化および分社化度合い

表6 コーポレート・ガバナンスと多角化

1. 金融機関の所有比率と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数 売上高連単倍率	総資産連単倍率	連結子会社数	売上高連単倍率	総資産連単倍率	連結子会社数
金融機関持株比率	-0.0046*** (-12.50)	-0.0016*** (-8.81)	-0.2503*** (-15.81)	-0.0045*** (-12.79)	-0.0014*** (-8.41)	-0.2306*** (-15.16)
総資産(対数)	0.2586*** (35.95)	0.1973*** (55.54)	10.9858*** (35.96)	0.1838*** (32.85)	0.1145*** (47.79)	12.3698*** (51.09)
ROA	-0.0015*** (-3.74)	0.0000 (-0.10)	-0.0480*** (-2.83)	-0.0014*** (-3.48)	0.0001 (0.45)	-0.0457*** (-2.73)
タイムトレンド	0.0157*** (34.92)	0.0026*** (11.85)	0.7851*** (41.05)	0.0166*** (37.68)	0.0036*** (16.69)	0.7811*** (41.55)
定数項	-3.3574*** (-26.92)	-2.3252*** (-37.78)	-181.4466*** (-34.28)	-2.0790*** (-18.72)	-0.8980*** (-19.89)	-209.3663*** (-43.30)
$\overline{R^2}$	0.0068	0.0613	0.2163	0.0231	0.0715	0.2474
データ数	42,272	43,035	43,035	42,272	43,035	43,035

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。  
 注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。  
 注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	ROAの差分					
売上高連単倍率 $\times \alpha_1$	-220.50*** (-11.78)			-193.24*** (-11.26)		
総資産連単倍率 $\times \alpha_1$		-560.45*** (-5.52)			-571.00*** (-5.35)	
連結子会社数 $\times \alpha_1$			-0.0127* (-1.77)			-0.0143 (-2.14)**
売上高伸び率	-0.0591*** (-37.00)	-0.0596*** (-37.22)	-0.0591*** (-36.93)	-0.0595*** (-38.09)	-0.0599*** (-38.24)	-0.0594*** (-37.95)**
従業員数(対数)	0.0471 (0.48)	-0.2945*** (-3.16)	-0.3487*** (-3.75)	-0.3576*** (-5.22)	-0.5387*** (-8.14)	-0.5747*** (-8.69)**
流動比率	0.0005* (1.79)	0.0004 (1.39)	0.0004 (1.32)	0.0004 (1.54)	0.0003 (1.34)	0.0003 (1.22)
景気動向指数	-0.0854*** (-17.87)	-0.0826*** (-17.31)	-0.0823*** (-17.22)	-0.0876*** (-18.56)	-0.0846*** (-17.96)	-0.0843*** (-17.86)**
定数項	7.1955*** (8.37)	9.4520*** (11.16)	10.7853*** (13.35)	9.9224*** (11.10)	10.9429*** (12.26)	12.0308*** (13.79)**
$\overline{R^2}$	0.0269	0.0404	0.0419	0.0575	0.0581	0.0587
データ数	40,923	41,602	41,602	40,923	41,602	41,602

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	ROEの差分					
売上高連単倍率 $\times \alpha_1$	-300.12*** (-4.93)			-276.65*** (-5.60)		
総資産連単倍率 $\times \alpha_1$		-738.11** (-2.07)			-674.99** (-2.01)	
連結子会社数 $\times \alpha_1$			-0.0576*** (-2.56)			-0.0570*** (-3.30)
売上高伸び率	-0.1172*** (-22.82)	-0.1165*** (-22.74)	-0.1157*** (-22.63)	-0.1182*** (-24.24)	-0.1169*** (-24.05)	-0.1162*** (-23.96)
従業員数(対数)	-0.6318** (-2.02)	-1.0558*** (-3.57)	-1.0568*** (-3.58)	-1.1826*** (-7.50)	-1.3318*** (-8.74)	-1.4325*** (-9.24)
流動比率	-0.0027*** (-3.01)	-0.0029*** (-3.27)	-0.0029*** (-3.25)	-0.0019*** (-2.57)	-0.0020*** (-2.69)	-0.0020*** (-2.73)
景気動向指数	-0.1921*** (-12.76)	-0.1859*** (-12.44)	-0.1867*** (-12.49)	-0.1969*** (-13.48)	-0.1902*** (-13.12)	-0.1919*** (-13.23)
定数項	22.5376*** (8.23)	25.1293*** (9.31)	26.3627*** (10.32)	25.8469*** (12.19)	26.3912*** (12.45)	28.1294*** (13.57)
$\overline{R^2}$	0.0304	0.0337	0.0336	0.0522	0.0526	0.0537
データ数	39,742	40,395	40,395	39,742	40,395	40,395

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。  
 注2) ROAの差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROEの差分=ROE(連結)-ROE(単体)。  
 注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける金融機関持株比率にかかる推計されたパラメーターである。  
 注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注5) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。  
 注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

表 7 に示されている通り、海外法人等持株比率と多角化および分社化度合いを示す諸変数とは、総資産連単倍率を用いたモデルを例外として、有意にプラスに相関しており、仮説は支持されない。一方、海外法人等持株比率の影響を加味した多角化および分社化度合いが収益性に与える効果をみると、総資産連単倍率× $\alpha_1$  が説明変数である固定効果モデルを除いて、多角化および分社化は収益性を高める効果を発揮していることがわかる。

仮説 4 : 「フリーキャッシュフローが発生している企業では、負債比率が高ければ高いほど、負債の規律づけが働くことから、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

基本推計式は、レバレッジ比率を用いて次式となる。

$$DIV_{it} = const. + \alpha_1 LEV_{it} + \alpha_2 ASSET_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 TT_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$PA_{it} = const. + \beta_1 DIV_{it} \times \alpha_1 + \beta_2 GSALE_{it} + \beta_3 EMP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 CI_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

$LEV$ : 負債総資産比率

$DIV \times \alpha_1$ : 第一段階のレバレッジ比率にかかる推計されたパラメーターを加味した多角化および分社化度合い

表 8 の結果をみると、負債比率は売上高連単倍率と総資産連単倍率に対しては、抑制効果を発揮しているものの、連結子会社数に対しては促進効果を発揮するという矛盾した結果が観察される。また、負債比率の影響を加味した多角化度合いが収益性に与える効果をみると、売上高連単倍率および総資産連単倍率に関する変数が説明変数であるケースでは有意にマイナス、連結子会社数に関する変数が説明変数の場合には有意にプラスという、真逆の結果が得られている。

表7 コーポレート・ガバナンスと多角化

1. 海外法人等の所有比率と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数 売上高連単倍率	総資産連単倍率	連結子会社数	売上高連単倍率	総資産連単倍率	連結子会社数
海外法人等持株比率	0.0007* (1.93)	-0.0005*** (-2.63)	0.3324*** (21.37)	0.0014*** (4.07)	0.0001 (0.74)	0.3236*** (21.36)
総資産(対数)	0.2246*** (30.65)	0.1844*** (46.95)	8.5928*** (27.61)	0.1474*** (26.63)	0.1001*** (40.01)	10.2746*** (42.95)
ROA	-0.0017*** (-3.96)	0.0000 (-0.18)	-0.0508*** (-2.83)	-0.0016*** (-3.74)	0.0000 (0.19)	-0.0493*** (-2.79)
タイムトレンド	0.0188*** (43.97)	0.0040*** (17.54)	0.8394*** (46.01)	0.0194*** (45.98)	0.0047*** (20.60)	0.8242*** (45.73)
定数項	-2.9128*** (-22.43)	-2.1545*** (-30.97)	-147.9160*** (-26.83)	-1.5597*** (-13.79)	-0.6915*** (-14.06)	-180.0980*** (-36.67)
$R^2$	0.0053	0.0449	0.2282	0.0223	0.0564	0.2539
データ数	40,456	41,160	41,160	40,456	41,160	41,160

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。  
 注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。  
 注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	ROA の差分					
売上高連単倍率 × $\alpha_1$	1437.14*** (11.78)			604.93*** (11.26)		
総資産連単倍率 × $\alpha_1$		-1759.84*** (-5.52)			5901.03*** (5.35)	
連結子会社数 × $\alpha_1$			0.0095* (1.77)			0.0102** (2.14)
売上高伸び率	-0.0591*** (-37.00)	-0.0596*** (-37.22)	-0.0591*** (-36.93)	-0.0595*** (-38.09)	-0.0599*** (-38.24)	-0.0594*** (-37.95)
従業員数(対数)	0.0471 (0.48)	-0.2945*** (-3.16)	-0.3487*** (-3.75)	-0.3576*** (-5.22)	-0.5387*** (-8.14)	-0.5747*** (-8.69)
流動比率	0.0005* (1.79)	0.0004 (1.39)	0.0004 (1.32)	0.0004 (1.54)	0.0003 (1.34)	0.0003 (1.22)
景気動向指数	-0.0854*** (-17.87)	-0.0826*** (-17.31)	-0.0823*** (-17.22)	-0.0876*** (-18.56)	-0.0846*** (-17.96)	-0.0843*** (-17.86)
定数項	7.1955*** (8.37)	9.4520*** (11.16)	10.7853*** (13.35)	9.9224*** (11.10)	10.9429*** (12.26)	12.0308*** (13.79)
$R^2$	0.0269	0.0404	0.0419	0.0575	0.0581	0.0587
データ数	40,923	41,602	41,602	40,923	41,602	41,602

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	ROE の差分					
売上高連単倍率 × $\alpha_1$	1956.09*** (4.93)			866.05*** (5.60)		
総資産連単倍率 × $\alpha_1$		-2317.69** (-2.07)			6975.68** (2.01)	
連結子会社数 × $\alpha_1$			0.0434*** (2.56)			0.0406***
売上高伸び率	-0.1172*** (-22.82)	-0.1165*** (-22.74)	-0.1157*** (-22.63)	-0.1182*** (-24.24)	-0.1169*** (-24.05)	-0.1162*** (-23.96)
従業員数(対数)	-0.6318** (-2.02)	-1.0558*** (-3.57)	-1.0568*** (-3.58)	-1.1826*** (-7.50)	-1.3318*** (-8.74)	-1.4325*** (-9.24)
流動比率	-0.0027*** (-3.01)	-0.0029*** (-3.27)	-0.0029*** (-3.25)	-0.0019*** (-2.57)	-0.0020*** (-2.69)	-0.0020*** (-2.73)
景気動向指数	-0.1921*** (-12.76)	-0.1859*** (-12.44)	-0.1867*** (-12.49)	-0.1969*** (-13.48)	-0.1902*** (-13.12)	-0.1919*** (-13.23)
定数項	22.5376*** (8.23)	25.1293*** (9.31)	26.3627*** (10.32)	25.8469*** (12.19)	26.3912*** (12.45)	28.1294*** (13.57)
$R^2$	0.0304	0.0337	0.0336	0.0575	0.0581	0.0587
データ数	39,742	40,395	40,395	40,923	41,602	41,602

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。  
 注2) ROA の差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROE の差分=ROE(連結)-ROE(単体)。  
 注3)  $\alpha_1$  は、第一段階の推計モデルにおける海外法人等持株比率にかかる推計されたパラメーターである。  
 注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注5) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。  
 注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

表8 コーポレート・ガバナンスと多角化

1. 負債比率と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数	売上高連単倍率	総資産連単倍率	連結子会社数	売上高連単倍率	総資産連単倍率
負債比率	-0.0009*** (-4.29)	-0.0007*** (-7.05)	0.0382*** (4.30)	-0.0014*** (-7.06)	-0.0007*** (-7.11)	0.0419*** (4.98)
総資産(対数)	0.2349*** (35.13)	0.1823*** (55.64)	8.8624*** (31.82)	0.1623*** (31.58)	0.1821*** (55.69)	10.4388*** (47.54)
ROA	-0.0016*** (-4.13)	0.0001 (0.34)	-0.0451*** (-2.75)	-0.0015*** (-3.97)	0.0001 (0.32)	-0.0435*** (-2.68)
タイムトレンド	0.0180*** (45.01)	0.0031*** (15.88)	0.9424*** (56.65)	0.0186*** (47.45)	0.0031*** (15.88)	0.9250*** (56.27)
定数項	-3.0179*** (-25.33)	-2.0509*** (-35.16)	-153.7032*** (-30.99)	-1.7354*** (-16.19)	-2.0685*** (-5.47)	-184.6166*** (-39.94)
$R^2$	0.0063	0.0009	0.221	0.0239	0.0029	0.2493
データ数	43,213	44,010	44,010	43,213	44,010	44,010

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。  
 注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。  
 注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数	ROA の差分				
売上高連単倍率 $\times \alpha_1$	-1115.11*** (-11.78)			-618.83*** (-11.26)		
総資産連単倍率 $\times \alpha_1$		-1233.93*** (-5.52)			-1100.43*** (-5.35)	
連結子会社数 $\times \alpha_1$			0.0830* (1.77)			0.0786** (2.14)
売上高伸び率	-0.0591*** (-37.00)	-0.0596*** (-37.22)	-0.0591*** (-36.93)	-0.0595*** (-38.09)	-0.0599*** (-38.24)	-0.0594*** (-37.95)
従業員数(対数)	0.0471 (0.48)	-0.2945*** (-3.16)	-0.3487*** (-3.75)	-0.3576*** (-5.22)	-0.5387*** (-8.14)	-0.5747*** (-8.69)
流動比率	0.0005* (1.79)	0.0004 (1.39)	0.0004 (1.32)	0.0004 (1.54)	0.0003 (1.34)	0.0003 (1.22)
景気動向指数	-0.0854*** (-17.87)	-0.0826*** (-17.31)	-0.0823*** (-17.22)	-0.0876*** (-18.56)	-0.0846*** (-17.96)	-0.0843*** (-17.86)
定数項	7.1955*** (8.37)	9.4520*** (11.16)	10.7853*** (13.35)	9.9224*** (11.10)	10.9429*** (12.26)	12.0308*** (13.79)
$R^2$	0.0269	0.0404	0.0419	0.0575	0.0581	0.0587
データ数	40,923	41,602	41,602	40,923	41,602	41,602

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	被説明変数	ROE の差分				
売上高連単倍率 $\times \alpha_1$	-1517.77*** (-4.93)			-885.94*** (-5.60)		
総資産連単倍率 $\times \alpha_1$		-1625.07** (-2.07)			-1300.83** (-2.01)	
連結子会社数 $\times \alpha_1$			0.3776*** (2.56)			0.3132*** (3.30)
売上高伸び率	-0.1172*** (-22.82)	-0.1165*** (-22.74)	-0.1157*** (-22.63)	-0.1182*** (-24.24)	-0.1169*** (-24.05)	-0.1162*** (-23.96)
従業員数(対数)	-0.6318** (-2.02)	-1.0558*** (-3.57)	-1.0568*** (-3.58)	-1.1826*** (-7.50)	-1.3318*** (-8.74)	-1.4325*** (-9.24)
流動比率	-0.0027*** (-3.01)	-0.0029*** (-3.27)	-0.0029*** (-3.25)	-0.0019*** (-2.57)	-0.0020*** (-2.69)	-0.0020*** (-2.73)
景気動向指数	-0.1921*** (-12.76)	-0.1859*** (-12.44)	-0.1867*** (-12.49)	-0.1969*** (-13.48)	-0.1902*** (-13.12)	-0.1919*** (-13.23)
定数項	22.5376*** (8.23)	25.1293*** (9.31)	26.3627*** (10.32)	25.8469*** (12.19)	26.3912*** (12.45)	28.1294*** (13.57)
$R^2$	0.0304	0.0337	0.0336	0.0522	0.0526	0.0537
データ数	39,742	40,395	40,395	39,742	40,395	40,395

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。  
 注2) ROA の差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROE の差分=ROE(連結)-ROE(単体)。  
 注3)  $\alpha_1$  は、第一段階の推計モデルにおける負債比率にかかる推計されたパラメーターである。  
 注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。  
 注5) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。  
 注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

仮説5：「多角化は、過大投資をもたらし、収益を悪化させる。」

第一段階の基本推計式は次の通りである。

$$I/K_{it} = const. + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 INT_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 ASSET_{it} + \alpha_6 GSALE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$I/K$ : 設備投資比率       $INT$ : 利子対有利子負債比率      (9)

上式の推計結果から、設備投資比率（I/K）の決定に多角化および分社化度合いがいかなる影響を及ぼしているのかをみると（表9-1）、売上高連単倍率を説明変数とする固定効果モデルでマイナスに有意、また総資産連単倍率を説明変数とする変量効果モデルでプラスに有意である以外は、有意な効果は観察されない。すなわち、多角化によって投資が増加するという仮説をロバストに支持する結果は得られていない。これは、3.4の univariate test の結果と、概ね整合的である。もっとも、設備投資比率が過大か否かは、その結果生み出される収益性で判断されるべきであろう。そこで、赤字企業および債務超過に陥っている企業を1、それ以外の企業を0とするロジット・モデルに基づき、多角化の効果を計測してみよう。基本推計式は次の通りである。

表9-1 設備投資と多角化

説明変数	固定効果モデル			変量効果モデル		
	設備投資比率					
売上高連単倍率	-0.8463* (-1.78)			0.2540 (0.59)		
総資産連単倍率		0.7006 (0.66)			2.1318** (2.20)	
連結子会社数			-0.0083 (-0.81)			0.0056 (0.61)
ROA	0.1459*** (3.81)	0.1574*** (4.16)	0.1566*** (4.14)	0.1001*** (2.72)	0.1102*** (3.03)	0.1101*** (3.03)
利子対有利子負債比	-0.0176 (-0.38)	-0.0249 (-0.54)	-0.0295 (-0.63)	-0.0399 (-0.88)	-0.0492 (-1.09)	-0.0521 (-1.15)
負債総資産比率	0.0188 (0.92)	0.0195 (0.96)	0.0196 (0.96)	-0.0048 (-0.27)	-0.0059 (-0.34)	-0.0030 (-0.17)
総資産(対数)	-1.6888** (-2.49)	-2.0995*** (-3.06)	-1.8650*** (-2.77)	-3.8266*** (-9.66)	-4.0219*** (-10.05)	-3.9018*** (-9.55)
売上高伸び率	-0.0145 (-1.61)	-0.0128 (-1.43)	-0.0127 (-1.42)	-0.0107 (-1.23)	-0.0097 (-1.12)	-0.0085 (-0.98)
定数項	48.5914*** (4.05)	53.8760*** (4.50)	50.6844*** (4.24)	86.8471*** (11.25)	87.9707*** (11.46)	88.0452*** (11.13)
$R^2$	0.0216	0.0324	0.0288	0.0565	0.0574	0.0567
データ数	32,066	32,598	32,598	32,066	32,598	32,598

注1) 推計期間: 1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) ROA、利子対有利子負債比率、負債比率、総資産(対数)、売上高伸び率は連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。



$$\text{Logit}[P(DPA_{it} = 1)] = \log\left(\frac{P(DPA_{it} = 1)}{1 - P(DPA_{it} = 1)}\right) = \text{const.} + \beta_1 I/K_{it} \times \alpha_1 + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$DPA$ :問題企業ダミー (ROA がマイナスの企業ダミーまたは、負債比率が 100% を超える企業ダミー)

$I/K \times \alpha_1$ : 第一段階の多角化度合いにかかる推計されたパラメーターを加味した設備投資比率

表 9-2 の ROA が赤字である企業ダミーを被説明変数とするロジット・モデルの結果をみると、多角化および分社化度合いを加味した設備投資比率は、業種ダミーを入れたケースでは有意にプラスであり、多角化および分社化の結果としての設備投資が企業の赤字を惹起しているという結果が得られている。ただし、業種ダミーを入れないケースではプラスとマイナスの効果が混在しており、また、債務超過企業に関するモデルでは、むしろ業種ダミーを入れたケースで、多角化および分社化度合いを加味した設備投資比率は、債務超過を導かないという結果が得られている。つまり、多角化の結果としての設備投資の効果は、モデルによってまちまちであり、ロバストなものとは言えない。

表 9-2 多角化と企業収益性

1. 被説明変数:ROA がマイナスの企業ダミー

説明変数	ロジット・モデル					
	業種ダミーなし			業種ダミーあり		
設備投資比率 × $\alpha_1$	-0.0056 *** (-10.46)			0.0174 *** (9.78)		
設備投資比率 × $\alpha_2$		0.0068 *** (10.46)			0.0021 *** (9.78)	
設備投資比率 × $\alpha_3$			-0.5686 *** (-10.46)			0.7833 *** (9.78)
定数項	-3.2737 *** (-68.34)	-3.2737 *** (-68.34)	-3.2737 *** (-68.34)	-3.6431 *** (-19.85)	-3.6431 *** (-19.85)	-3.6431 *** (-19.85)
データ数	34,897	34,897	34,897	34,897	34,897	34,897

2. 被説明変数:負債比率が 100%を超える企業ダミー

説明変数	ロジット・モデル					
	業種ダミーなし			業種ダミーあり		
設備投資比率 × $\alpha_1$	0.0074 (1.56)			-0.0266 * (-1.67)		
設備投資比率 × $\alpha_2$		-0.0089 (-1.56)			-0.0032 * (-1.67)	
設備投資比率 × $\alpha_3$			0.7482 (1.56)			-1.1945 * (-1.67)
定数項	-9.7546 *** (-39.22)	-9.7546 *** (-39.22)	-9.7546 *** (-39.22)	-12.2796 *** (-7.87)	-12.2796 *** (-7.87)	-12.2796 *** (-7.87)
データ数	34,903	34,903	34,903	34,903	34,903	34,903

注 1) 推計期間:1990~2009 年度。

注 2)  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$  は、それぞれ第一段階の計測モデルにおける売上高連単倍率、総資産連単倍率、連結子会社数にかかる推計されたパラメーターである。

注 3) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内は z 値。

仮説 6：「多角化は、リスク分散により、収益の変動を抑制する効果がある。」

まず、当仮説を検証するためには、リスクをどう捉えるべきかという問題がある。本稿では、サンプル企業の ROA と ROE という収益性指標の時系列で測った標準偏差をリスク指標として利用する<sup>23</sup>。すなわち、各企業の収益性が時系列でみて安定している場合を低リスク、上がったたり下がったりと変動が激しい場合を高リスクとして捉えるのである。

次に、サンプル企業の標準偏差を単体決算の場合と連結決算の場合とで、統計的に比較する。その手法は、平均値の差の有意性に関する t 検定である。その結果が、表 10-1 に示されている。ROA のケースも ROE のケースも、単体に比べて連結ベースの標準偏差が平均的にみて高く、しかも両者の差は統計的に有意である。この結果は、仮説 6 とは異なり、多角化がリスク分散や収益変動の抑制効果を、発揮してはいないことを示唆している。

表10-1 収益性変動度合いの連単比較

		平均値	会社数
ROA の標準偏差	単体	2.966	2,439
	連結	3.760	2,439
	t 検定	***	
ROE の標準偏差	単体	8.919	2,369
	連結	10.341	2,369
	t 検定	***	

注1) 各指標の算出式は次の通り。

ROA: (事業損益 / ((前期末の総資産 + 当期末の総資産) / 2)) × 100

ROE: (税引後当期純利益 / ((前期末の自己資本 + 当期末の自己資本) / 2)) × 100

注2) それぞれ ROA、ROE の単体と連結が 8 年以上そろっている会社を対象としている。

注3) \*\*\*は 1%水準で有意、\*\*は 5%水準で有意、\*は 10%水準で有意であることを示す。

注4) 純粋持株会社および売上高連単倍率 10 倍以上の事業持株会社を除く。

また、各企業の収益性の標準偏差の連結ベースと単体ベースとの差分が、多角化度合いによってどのような影響を受けているのかをクロスセクション・モデルで計測する。推計式は次の通りである。

<sup>23</sup> 収益性の時系列で標準偏差を算出するという手法を採用しているため、仮説 6 に関しては、単体と連結決算の両方が少なくとも 8 年連続で揃っている企業のみをサンプルとしている。

表10-2 多角化度合いと収益性の変動

説明変数	ROA の標準偏差の差分			ROE の標準偏差の差分		
	被説明変数					
売上高連単倍率	-0.1880 (-1.11)			-0.7934 (-1.29)		
総資産連単倍率		0.0903 (0.29)			1.6221 (1.44)	
連結子会社数			0.0015 (1.04)			0.0021 (0.42)
定数項	1.2918 *** (3.64)	0.9653 ** (2.11)	1.0494 *** (3.59)	5.0921 *** (4.02)	2.3037 (1.40)	4.1187 *** (3.97)
$\overline{R^2}$	0.0211	0.0199	0.0203	0.0196	0.0190	0.0182
会社数	2,435	2,439	2,439	2,365	2,369	2,369

注1) 各指標の算出式は次の通り。

注2) ROA の標準偏差の差分=ROA(連結)の標準偏差-ROA(単体)の標準偏差、ROE の標準偏差の差分=ROE (連結)の標準偏差-ROE(単体)の標準偏差。

注3) 業種別ダミーが加えられている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内は t 値。

$$STDPA_i = const. + \alpha_1 ADIV_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

*STDPA*: ROA または ROE の標準偏差の連単差分

*ADIV*: 多角化度合いを示す変数の平均値 (売上高連単倍率または総資産連単倍率または連結子会社数の期間平均値)

上式の推計結果を整理した表 10-2 で示されている通り、多角化度合いのいずれの指標も、収益性の標準偏差の連単差分に有意な影響を及ぼしてはいない。すなわち、多角化度合いと収益の変動度合いとは関係があるとは言いがたいという結果である。

## 6. 実証分析：連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較

多角化および分社化の実証分析の第2のアプローチは、連結子会社を持つ企業と全く持たない企業とのパフォーマンス比較である。もっとも、子会社を有する企業といっても、1社や2社有する企業と10社以上有する企業とを、多角化および分社化企業という観点から同列に論じるのは、違和感があるかもしれない。そこで、本稿では、子会社形態で多角化および分社化を進める企業を、子会社の数において1~4社の企業と5社以上の企業とにグループ分けして、それぞれ連結子会社を全く持たない企業と比較する。言うまでもなく、子会社が1~4社の企業は、慎重に多

角化および分社化に乗り出している企業であり、子会社を 5 社以上有する企業は、積極的に多角化および分社化を進めている企業である。

また、両者のパフォーマンス比較は、ROA と ROE という二つの収益性指標を用いる。推計モデルとしては、二つの収益性指標を被説明変数として、収益性に影響を及ぼす要因として、所有構造、財務構成、企業規模、成長性、マクロ環境といった変数に、連結子会社を 1~4 社有する企業を表すダミー変数 (DUMA) と連結子会社を 5 社以上有する企業を表すダミー変数 (DUMB) を加味したモデルを用いる。つまり、推計される二つのダミー変数の係数は、それぞれが示す多角化および分社化度合いが、収益性にプラスの影響を及ぼしているのか、あるいはマイナスの影響を及ぼしているのかを表すと理解することができる。推計式は、次の通りである。

$$PA_{it} = const. + \alpha_1 DUMA_{it} + \alpha_2 DUMB_{it} + \alpha_3 SC10_{it} + \alpha_4 FI_{it} + \alpha_5 EC_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 ASSET_{it} + \alpha_8 GSALE_{it} + \alpha_9 CI_t + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

表11 連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較: 定数項ダミーのケース

説明変数	被説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
		ROA	ROE	ROA	ROE
DUMA		-0.9194 *** (-10.62)	-1.5168 *** (-6.53)	-0.9036 *** (-11.19)	-1.3657 *** (-6.82)
DUMB		-0.8648 *** (-8.32)	-1.5084 *** (-5.42)	-0.8774 *** (-9.18)	-1.5873 *** (-6.81)
上位 10 株主株比率		0.0222 *** (5.79)	0.0432 *** (4.19)	0.0310 *** (9.92)	0.0492 *** (7.01)
金融機関持株比率		0.0326 *** (8.12)	0.0331 *** (3.08)	0.0316 *** (9.01)	0.0347 *** (4.22)
海外法人等持株比率		-0.0044 (-1.03)	-0.0039 (-0.34)	-0.0007 (-0.18)	-0.0015 (-0.16)
負債比率		-0.0071 *** (-2.85)	-0.0291 *** (-4.26)	-0.0175 *** (-8.44)	-0.0249 *** (-5.25)
総資産(対数)		-0.3854 *** (-4.62)	-0.4687 ** (-2.08)	-0.1274 ** (-2.50)	0.2285 ** (2.19)
売上高伸び率		0.0303 *** (28.76)	0.0526 *** (18.83)	0.0308 *** (29.95)	0.0545 *** (20.61)
景気動向一致指数(CI)		0.0191 *** (5.38)	0.0442 *** (4.65)	0.0167 *** (4.80)	0.0459 *** (5.01)
定数項		9.3960 *** (6.36)	7.3053 * (1.84)	5.2193 *** (5.29)	-5.9547 *** (-2.91)
$\bar{R}^2$		0.0593	0.0330	0.0912	0.0616
データ数		57,295	57,060	57,295	57,060

注1) DUMA: 連結子会社を 1 社から 4 社保有する企業=1、その他の企業=0 とするダミー変数。

DUMB: 連結子会社を 5 社以上保有する企業=1、その他の企業=0 とするダミー変数。

注2) 推計期間: 1990~2009 年度。

注3) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

また、所有構造と財務構成を示す変数と多角化および分社化を示す二つのダミー変数との交差項を設けて、係数がどのように変化するかを示す推計も実施している。具体的な推計式は、次の通りである<sup>24</sup>。

$$PA_{it} = const. + \alpha_1 SC10_{it} + \alpha_2 SC10DUMA_{it} + \alpha_3 SC10DUMB_{it} + \alpha_4 FI_{it} + \alpha_5 FIDUMA_{it} + \alpha_6 FIDUMB_{it} + \alpha_7 EC_{it} + \alpha_8 ECDUMA_{it} + \alpha_9 ECDUMB_{it} + \alpha_{10} LEV_{it} + \alpha_{11} LEVDUMA_{it} + \alpha_{12} LEVDUMB_{it} + \alpha_{13} ASSET_{it} + \alpha_{14} DSALE_{it} + \alpha_{15} CI_t + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

表12 連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較：係数ダミー（交差項）のケース

説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	ROA	ROE	ROA	ROE
上位10株主持株比率	0.0799*** (18.03)	0.1006*** (8.29)	0.0899*** (24.31)	0.103*** (11.92)
上位10株主持株比率×DUMA	-0.0749*** (-23.86)	-0.0694*** (-8.10)	-0.0772*** (-26.47)	-0.068*** (-9.25)
上位10株主持株比率×DUMB	-0.0712*** (-19.19)	-0.0732*** (-7.24)	-0.0759*** (-22.72)	-0.076*** (-9.29)
金融機関持株比率	0.0800*** (14.24)	0.0674*** (4.39)	0.0747*** (14.72)	0.052*** (4.14)
金融機関持株比率×DUMA	-0.0595*** (-10.78)	-0.0401*** (-2.65)	-0.0546*** (-10.41)	-0.026* (-1.88)
金融機関持株比率×DUMB	-0.0573*** (-10.13)	-0.0417*** (-2.69)	-0.0528*** (-10.08)	-0.021 (-1.58)
海外法人等持株比率	0.0580*** (6.56)	0.0545** (2.27)	0.0591** (7.72)	0.065** (3.58)
海外法人等持株比率×DUMA	-0.0797*** (-8.51)	-0.0923*** (-3.64)	-0.0772*** (-8.86)	-0.095*** (-4.34)
海外法人等持株比率×DUMB	-0.0641*** (-6.62)	-0.0546** (-2.08)	-0.0644** (-7.49)	-0.076** (-3.64)
負債比率	-0.0694*** (-20.40)	-0.0766*** (-7.90)	-0.0805*** (-27.19)	-0.068*** (-9.20)
負債比率×DUMA	0.0855*** (26.02)	0.0600*** (6.55)	0.0872*** (28.10)	0.0582*** (7.19)
負債比率×DUMB	0.0780*** (21.86)	0.0592*** (5.97)	0.0817*** (24.75)	0.0556*** (6.63)
総資産(対数)	-0.2203*** (-2.64)	-0.2828 (-1.25)	-0.0578 (-1.15)	0.2967*** (2.85)
売上高伸び率	0.0296*** (28.28)	0.0520*** (18.61)	0.0301*** (29.55)	0.0540*** (20.44)
景気動向一致指数(CI)	0.0216*** (6.13)	0.0463*** (4.87)	0.0204*** (5.90)	0.0503*** (5.49)
定数項	5.3138*** (3.56)	2.4744 (0.61)	2.7291*** (2.77)	-8.7964*** (-4.25)
$\overline{R^2}$	0.1098	0.0466	0.1312	0.0690
データ数	57,295	57,060	57,295	57,060

注1) DUMA:連結子会社を1社から4社保有する企業=1、その他の企業=0とするダミー変数。

DUMB:連結子会社を5社以上保有する企業=1、その他の企業=0とするダミー変数。

注2) 推計期間:1990~2009年度。

注3) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

<sup>24</sup> (12)式と(13)式とを合体させて、DUMAおよびDUMBの生の系列と交差項を同じ式で推計することも考えられるが、生の系列と交差項の間には、0.8~0.9という強い相関関係が観察されるために、分けて推計することとなった。

(12) 式の結果を示した表 11 から明らかなように、2 種類の多角化および分社化企業ダミーの係数は、有意にマイナスの値を示しており、多角化および分社化企業は、多角化および分社化していない企業に比べて、収益性が劣っていることがみてとれる。

また、(13) 式の結果である表 12 で示されている通り、上位 10 株主持株比率、金融機関持株比率、海外法人等持株比率といった所有構造を示す変数は、いずれも収益性に対して有意にプラスの効果を発揮している。しかしながら、それぞれの変数と DUMA および DUMB との交差項は、いずれもマイナスであり、しかも多くの場合それらの有意性は高い。これは、全く多角化および分社化していない企業では、3 つの所有構造を示す変数は収益性を高める効果を持つが、多角化および分社化している企業ではその効果が大幅に減衰することを意味している。一方、負債比率は、全く多角化および分社化していない企業では、収益性にマイナスの効果を持つが、多角化および分社化している企業では、概ねそれらのマイナス効果を相殺するほどのプラス効果が観察される。

連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較分析からは、総じて多角化および分社化が企業収益に対してプラスの効果を及ぼしているとは言い難く、むしろ多角化および分社化によって、収益性が低下しているという実証結果が得られている。ただし、多角化および分社化を控えめにしている企業と多角化および分社化を積極的にしている企業との間には、収益性の低下に関して、ほとんど差異がみられないという事実も観察されている。

## 7. 実証分析：セグメント情報に基づく分析

本節では、第 4 節で提示された仮説を、多角化の直接指標であるセグメント数を用いて実証的に分析する。前述の通り、セグメント情報の開示は未だ限定的であるという問題はあるものの、その限定的な情報に基づく分析が、連単倍率や連結子会社数を用いた第 5 節の分析と同様な結果か否かを確認するものである。

以下では、仮説ごとに計測結果を検討する。

仮説 1 : 「所有集中度が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、内部資本市場が効率的に機能し、多角化がプラスの成果をもたらす。」

第一段階の計測式は、次の通りである。

$$SEG_{it} = const. + \alpha_1 SC10_{it} + \alpha_2 ASSET_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 TT_t + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

すなわち、上位 10 株主持株比率で代理される株式所有集中度が、多角化度合いにいかなる影響を及ぼすのかを計測するものである。ここで、多角化度合いを示す変数には、セグメント数 (*SEG*) が用いられる。第二段階の計測式には、第一段階で計測された上位 10 株主持株比率の推計されたパラメーターとセグメント数との交差項が、収益性にいかなる効果を及ぼすのかを計測するもので、次式の通りである。

$$PA_{it} = const. + \beta_1 SEG_{it} \times \alpha_1 + \beta_2 GSALE_{it} + \beta_3 EMP_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 CI_t + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

*PA*: 多角化パフォーマンス (ROA または ROE)

*SEG* ×  $\alpha_1$ : 第一段階の上位 10 株主持株比率にかかる推計されたパラメーターを加味した多角化度合い

計測結果は、表 13 に示されている。第一段階の計測では、所有集中度の高まりは、多角化を抑制するという仮説に整合的な結果であるが、第二段階の計測では、そのように抑制された多角化は、収益に有意な影響を及ぼしていないという結果が得られている。

仮説 2 : 「金融機関の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

計測モデルの構造は、(14) 式の上位 10 株主持株比率の代わりに金融機関持株比率を用いた以外は、(14)、(15) 式のモデルと同じである。

表 14 の計測結果をみると、第一段階の計測では、金融機関持株比率の高まりは、多角化を抑制するという仮説に整合的な結果である。しかし、第 2 段階の計測では、そのように抑制された多角化は、収益増に有意に寄与しているわけではないという結果である。

表13 コーポレート・ガバナンスと多角化(セグメント数を被説明変数とした計測)

1. 所有集中度と多角化度合い

説明変数 \ 被説明変数	固定効果モデル	変量効果モデル
	セグメント数	
上位10株主株比率	-0.0028 *** (-4.15)	-0.0032 *** (-5.27)
総資産(対数)	0.2370 *** (15.79)	0.2095 *** (21.17)
ROA	0.0007 (0.79)	0.0005 (0.58)
タイムトレンド	0.0201 *** (18.14)	0.0199 *** (18.20)
定数項	-1.1218 *** (-4.11)	-0.8956 *** (-4.25)
$\overline{R^2}$	0.0648	0.1372
データ数	21,114	21,114

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数 \ 被説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	ROA	ROE	ROA	ROE
セグメント数 $\times \alpha_1$	9.4604 (0.42)	1.8304 (0.03)	18.10 (1.10)	23.90 (0.59)
売上高伸び率	0.0043 *** (2.79)	0.0062 (1.34)	0.0046 *** (3.07)	0.0044 (1.03)
従業員数(対数)	0.2054 ** (1.96)	0.1247 (0.39)	0.0142 (0.23)	-0.0499 (-0.39)
流動比率	0.0003 (1.25)	0.0013 (1.57)	0.0004 * (1.85)	0.0006 (0.94)
景気動向指数	-0.0142 ** (-2.50)	0.0055 (0.32)	-0.0142 *** (-2.57)	0.0075 (0.46)
定数項	5.2007 *** (5.51)	1.9434 (0.68)	6.2819 *** (7.28)	2.2776 (1.11)
$\overline{R^2}$	0.0005	0.0002	0.0059	0.0076
データ数	20,647	20,334	20,647	20,334

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける上位10株主株比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注5) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。



表14 コーポレート・ガバナンスと多角化(セグメント数を被説明変数とした計測)

1. 金融機関の所有比率と多角化度合い

	固定効果モデル	変量効果モデル
説明変数 \ 被説明変数	セグメント数	
金融機関持株比率	-0.0016 ** (-1.97)	-0.0013 * (-1.65)
総資産(対数)	0.2515 *** (16.59)	0.2263 *** (21.87)
ROA	0.0009 (1.11)	0.0007 (0.88)
タイムトレンド	0.0191 *** (15.80)	0.0192 *** (16.17)
定数項	-1.4725 *** (-5.53)	-1.3084 *** (-6.38)
$\overline{R^2}$	0.0638	0.1327
データ数	21067	21,067

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数 \ 被説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	ROA	ROE	ROA	ROE
セグメント数 $\times \alpha_1$	16.2086 (0.42)	3.1360 (0.03)	45.87 (1.10)	60.57 (0.59)
売上高伸び率	0.0043 *** (2.79)	0.0062 (1.34)	0.0046 *** (3.07)	0.0044 (1.03)
従業員数(対数)	0.2054 ** (1.96)	0.1247 (0.39)	0.0142 (0.23)	-0.0499 (-0.39)
流動比率	0.0003 (1.25)	0.0013 (1.57)	0.0004 * (1.85)	0.0006 (0.94)
景気動向指数	-0.0142 ** (-2.50)	0.0055 (0.32)	-0.0142 *** (-2.57)	0.0075 (0.46)
定数項	5.2007 *** (5.51)	1.9434 (0.68)	6.2819 *** (7.28)	2.2776 (1.11)
$\overline{R^2}$	0.0005	0.0002	0.0059	0.0076
データ数	20,647	20,334	20,647	20,334

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける金融機関持株比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注5) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

仮説3:「海外法人等の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

計測モデルの構造は、(14) 式の上位 10 株主持株比率の代わりに海外法人等持株比率を用いた以外は、(14)、(15) 式のモデルと同じである。

表15 コーポレート・ガバナンスと多角化(セグメント数を被説明変数とした計測)

1. 海外法人等の所有比率と多角化度合い

説明変数	被説明変数	
	固定効果モデル	変量効果モデル
	セグメント数	
海外法人等持株比率	-0.0002 (-0.20)	-0.0008 (-1.03)
総資産(対数)	0.2387 *** (15.35)	0.2190 *** (21.59)
ROA	0.0005 (0.57)	0.0003 (0.38)
タイムトレンド	0.0202 *** (16.51)	0.0203 *** (16.83)
定数項	-1.3005 *** (-4.69)	-1.2092 *** (-5.79)
$\bar{R}^2$	0.063	0.1333
データ数	20,195	20,195

注1) 推計期間:1990~2009 年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROA は連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	被説明変数			
	固定効果モデル	変量効果モデル		
	ROA	ROE	ROA	ROE
セグメント数 $\times \alpha_1$	176.6548 (0.42)	34.1788 (0.03)	76.50 (1.10)	101.01 (0.59)
売上高伸び率	0.0043 *** (2.79)	0.0062 (1.34)	0.0046 *** (3.07)	0.0044 (1.03)
従業員数(対数)	0.2054 ** (1.96)	0.1247 (0.39)	0.0142 (0.23)	-0.0499 (-0.39)
流動比率	0.0003 (1.25)	0.0013 (1.57)	0.0004 * (1.85)	0.0006 (0.94)
景気動向指数	-0.0142 ** (-2.50)	0.0055 (0.32)	-0.0142 *** (-2.57)	0.0075 (0.46)
定数項	5.2007 *** (5.51)	1.9434 (0.68)	6.2819 *** (7.28)	2.2776 (1.11)
$\bar{R}^2$	0.0005	0.0002	0.0059	0.0076
データ数	20,647	20,334	20,647	20,334

注1) 推計期間:1990~2009 年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3)  $\alpha_1$  は、第一段階の推計モデルにおける海外法人持株比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注5) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

表 15 の計測結果をみると、仮説とは異なり、海外法人等持株比率はセグメント数に影響を与えていないとともに、海外法人等持株比率の影響を加味したセグメント数は、収益にも影響を及ぼしていないという結果である。

仮説 4 : 「フリーキャッシュフローが発生している企業では、負債総資産比率が高ければ高いほど、負債の規律づけが働くことから、多角化を控えめにし、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

負債比率を用いた計測結果をみると（表 16）、仮説とは異なり、負債比率の高まりはセグメント数を増加させ、また負債比率を加味したセグメント数は、収益性には有意ではないが、マイナスの影響を及ぼしていることがみてとれる。

表 16 コーポレート・ガバナンスと多角化（セグメント数を被説明変数とした計測）

1. 負債比率と多角化度合い

説明変数 \ 被説明変数	固定効果モデル	変量効果モデル
	セグメント数	
負債比率	0.0029 *** (6.39)	0.0031 *** (7.73)
総資産(対数)	0.2375 *** (16.80)	0.2156 *** (22.88)
ROA	0.0009 (1.07)	0.0008 (0.96)
タイムトレンド	0.0215 *** (19.24)	0.0216 *** (19.57)
定数項	-1.4508 *** (-5.75)	-1.3464 *** (-6.85)
$R^2$	0.0699	0.1405
データ数	21,452	21,452

注 1) 推計期間: 1990~2009 年度。

注 2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注 3) 総資産(対数)、ROA は連結の値を用いている。

注 4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

## 2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	被説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
		ROA	ROE	ROA	ROE
セグメント数 × $\alpha_1$		-9.3472 (-0.42)	-1.8085 (-0.03)	-18.61 (-1.10)	-24.57 (-0.59)
売上高伸び率		0.0043 *** (2.79)	0.0062 (1.34)	0.0046 *** (3.07)	0.0044 (1.03)
従業員数(対数)		0.2054 ** (1.96)	0.1247 (0.39)	0.0142 (0.23)	-0.0499 (-0.39)
流動比率		0.0003 (1.25)	0.0013 (1.57)	0.0004 * (1.85)	0.0006 (0.94)
景気動向指数		-0.0142 ** (-2.50)	0.0055 (0.32)	-0.0142 *** (-2.57)	0.0075 (0.46)
定数項		5.2007 *** (5.51)	1.9434 (0.68)	6.2819 *** (7.28)	2.2776 (1.11)
$\overline{R^2}$		0.0005	0.0002	0.0059	0.0076
データ数		20,647	20,334	20,334	20,334

注1) 推計期間: 1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3)  $\alpha_1$  は、第一段階の推計モデルにおける負債比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) ROA、ROE、売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注5) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

仮説5: 「多角化は、過大投資をもたらし、収益を悪化させる。」

表17をみると、第一段階の計測式から、セグメント数の増加が設備投資を促進している効果がみてとれる。また、第二段階の結果から、セグメント数を加味した設備投資が、赤字を惹起するという仮説を支持する結果が得られている。ただし、債務超過に関しては、仮説とは逆の結果である。

表17-1 設備投資と多角化(セグメント数を説明変数に用いた計測)

	固定効果モデル	変量効果モデル
説明変数 \ 被説明変数	設備投資比率	
セグメント数	1.1692 ** (2.23)	1.0313 ** (2.30)
ROA	0.0441 (0.72)	-0.0397 (-0.69)
利子対有利子負債比率	-0.0840 (-0.75)	-0.1168 (-1.09)
負債総資産比率	0.0008 (0.02)	-0.0159 (-0.59)
総資産(対数)	-3.8472 *** (-3.48)	-4.5816 *** (-8.60)
売上高伸び率	-0.0289 ** (-2.40)	-0.0257 ** (-2.22)
定数項	84.4075 *** (4.31)	98.6756 *** (9.46)
$\overline{R^2}$	0.0418	0.0667
データ数	16,200	16,200

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) ROA、利子対有利子負債比率、負債比率、総資産(対数)、売上高伸び率は連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

表17-2 多角化と企業収益性(セグメント数を用いた計測)

1. 被説明変数:ROAがマイナスの企業ダミー

	ロジット・モデル	
説明変数	業種ダミーなし	業種ダミーあり
設備投資比率 $\times \alpha_{14}$	0.0041 *** (10.46)	0.0043 *** (9.78)
定数項	-3.2737 *** (-68.34)	-3.6431 *** (-19.85)
データ数	34,897	34,897

2. 被説明変数:負債比率が100%を超える企業ダミー

	ロジット・モデル	
説明変数	業種ダミーなし	業種ダミーあり
設備投資比率 $\times \alpha_{14}$	-0.0053 (-1.56)	-0.0065 * (-1.67)
定数項	-9.7546 *** (-39.22)	-12.2796 *** (-7.87)
データ数	34,903	34,903

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2)  $\alpha_{14}$  は、第一段階の推計モデルにおけるセグメント数にかかる推計されたパラメーターである。

注3) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

## 8. 実証分析：純粋持株会社を対象とした分析

本節では、第5節で展開した実証分析を、純粋持株会社を対象に実施する。データセットは、純粋持株会社が存在し始める2000年度から2009年度までの企業財務データをもとに作成したパネルデータである。計測手法としては、パネル分析の固定効果モデルと変量効果モデルを用いている。なお、各仮説に共通に登場する多角化度合いを示す代理変数としては、連結子会社数とセグメント数を用いる。また、多角化がポジティブな効果を発揮しているか否かについては、連結子会社数に関してはROAおよびROEの連単差分、またセグメント数についてはROAとROEそのものを用いる。

以下では、仮説ごとに計測結果を考察する。

仮説1：「所有集中度が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、内部資本市場が効率的に機能し、多角化がプラスの成果をもたらす。」

計測結果を示した表18によると、第一段階の計測では、セグメント数を被説明変数とした固定効果モデルで、所有集中度が高いほど多角化度合いが有意に低いという結果が観察される一方で、その他のモデルでは有意性が乏しいという結果である。また、所有集中度を加味した多角化度合いが収益性に与える効果をみる第二段階の計測からは、所有集中度を加味した連結子会社数が収益性を高める効果が観察される一方で、セグメント数に関する計測では、有意な影響は観察されていない。

表18 所有集中度と多角化(純粋持株会社)

1. 所有集中度と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	被説明変数	連結子会社数	セグメント数	連結子会社数
上位10株主株比率	-0.0278 (-0.19)	-0.0128** (-2.50)	-0.1025 (-1.03)	-0.0055 (-1.51)
総資産(対数)	11.0913*** (3.61)	0.4039*** (4.15)	14.9450*** (14.37)	0.2011*** (5.37)
ROA	-0.2266 (-1.15)	0.0113* (1.71)	-0.0928 (-0.57)	0.0078 (1.40)
タイムトレンド	2.5692*** (5.71)	0.0310** (2.05)	2.2135*** (5.16)	0.0357** (2.45)
定数項	-208.293*** (-3.66)	-3.3333* (-1.83)	-270.646*** (-12.05)	-0.1427 (-0.18)
$R^2$	0.3737	0.0770	0.3885	0.0784
データ数	963	757	963	757

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	固定効果モデル				変量効果モデル				
	被説明変数	ROAの差分	ROA	ROEの差分	ROE	ROAの差分	ROA	ROEの差分	ROE
連結子会社数 × $\alpha_1$	0.0713* (1.77)			0.3247*** (2.56)		0.1371** (2.14)		0.5465*** (3.30)	
セグメント数 × $\alpha_1$		9.4604 (0.42)		1.8304 (0.03)		18.10 (1.10)		23.90 (0.59)	
売上高伸び率	-0.0591*** (-36.93)	0.0043*** (2.79)	-0.1157*** (-22.63)	0.0062 (1.34)	-0.0594*** (-37.95)	0.0046*** (3.07)	-0.1162*** (-23.96)	0.0044 (1.03)	
従業員数(対数)	-0.3487*** (-3.75)	0.2054** (1.96)	-1.0568*** (-3.58)	0.1247 (0.39)	-0.5747*** (-8.69)	0.0142 (0.23)	-1.4325*** (-9.24)	-0.0499 (-0.39)	
流動比率	0.0004 (1.32)	0.0003 (1.25)	-0.0029*** (-3.25)	0.0013 (1.57)	0.0003 (1.22)	0.0004* (1.85)	-0.0020*** (-2.73)	0.0006 (0.94)	
景気動向指数	-0.0823*** (-17.22)	-0.0142** (-2.50)	-0.1867*** (-12.49)	0.0055 (0.32)	-0.0843*** (-17.86)	-0.0142*** (-2.57)	-0.1919*** (-13.23)	0.0075 (0.46)	
定数項	10.7853*** (13.35)	5.2007*** (5.51)	26.3627*** (10.32)	1.9434 (0.68)	12.0308*** (13.79)	6.2819*** (7.28)	28.1294*** (13.57)	2.2776 (1.11)	
$R^2$	0.0419	0.0005	0.0336	0.0002	0.0587	0.0059	0.0537	0.0076	
データ数	41,602	20,647	40,395	20,334	41,602	20,647	40,395	20,334	

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) ROAの差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROEの差分=ROE(連結)-ROE(単体)。

注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける上位10株主株比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注5) 売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

仮説2:「金融機関の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

表 19 金融機関の所有比率と多角化(純粋持株会社)

1. 金融機関の所有比率と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	被説明変数	連結子会社数	セグメント数	連結子会社数
金融機関持株比率	0.4596 ** (1.99)	0.0024 (0.31)	-0.0964 (-0.65)	-0.0001 (-0.03)
総資産(対数)	10.1954 *** (3.19)	0.4117 *** (4.11)	15.9992 *** (13.00)	0.2174 *** (5.00)
ROA	-0.2413 (-1.22)	0.0102 (1.56)	-0.0951 (-0.59)	0.0075 (1.36)
タイムトレンド	2.8352 *** (6.08)	0.0405 *** (2.57)	2.2104 *** (5.04)	0.0420 *** (2.84)
定数項	-207.2170 *** (-3.63)	-4.3275 ** (-2.40)	-293.0880 *** (-13.47)	-0.8210 (-1.08)
$R^2$	0.3389	0.0811	0.3941	0.0820
データ数	956	752	956	752

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROAは連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	固定効果モデル				変量効果モデル				
	被説明変数	ROAの差分	ROA	ROEの差分	ROE	ROAの差分	ROA	ROEの差分	ROE
連結子会社数 $\times \alpha_1$	-0.0127 * (-1.77)			-0.0576 *** (-2.56)		-0.0143 ** (-2.14)		-0.0570 *** (-3.30)	
セグメント数 $\times \alpha_1$		16.21 (0.42)		3.1360 (0.03)		45.87 (1.10)		60.57 (0.59)	
売上高伸び率	-0.0591 *** (-36.93)	0.0043 *** (2.79)	-0.1157 *** (-22.63)	0.0062 (1.34)	-0.0594 *** (-37.95)	0.0046 *** (3.07)	-0.1162 *** (-23.96)	0.0044 (1.03)	
従業員数(対数)	-0.3487 *** (-3.75)	0.2054 ** (1.96)	-1.0568 *** (-3.58)	0.1247 (0.39)	-0.5747 *** (-8.69)	0.0142 (0.23)	-1.4325 *** (-9.24)	-0.0499 (-0.39)	
流動比率	0.0004 (1.32)	0.0003 (1.25)	-0.0029 *** (-3.25)	0.0013 (1.57)	0.0003 (1.22)	0.0004 * (1.85)	-0.0020 *** (-2.73)	0.0006 (0.94)	
景気動向指数	-0.0823 *** (-17.22)	-0.0142 ** (-2.50)	-0.1867 *** (-12.49)	0.0055 (0.32)	-0.0843 *** (-17.86)	-0.0142 *** (-2.57)	-0.1919 *** (-13.23)	0.0075 (0.46)	
定数項	10.7853 *** (13.35)	5.2007 *** (5.51)	26.3627 *** (10.32)	1.9434 (0.68)	12.0308 *** (13.79)	6.2819 *** (7.28)	28.1294 *** (13.57)	2.2776 (1.11)	
$R^2$	0.0419	0.0005	0.0336	0.0002	0.0587	0.0059	0.0537	0.0076	
データ数	41,602	20,647	40,395	20,334	41,602	20,647	40,395	20,334	

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) ROAの差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROEの差分=ROE(連結)-ROE(単体)。

注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける金融機関持株比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注5) 売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

表 19 に示されている結果をみると、金融機関持株比率と各多角化度合いとの関係は、連結子会社数を被説明変数とした固定効果モデルで、仮説とは異なり有意にプラスとなっているものの、その他のモデルでは有意性が観察されない。また、第二段階の計測において、金融機関持株比率を加味した連結子会社数を説明変数とし



た全てのモデルにおいて収益性に有意にマイナスの効果がみられた。一方で、セグメント数に関する計測では、有意な効果は観察されない。

仮説3：「海外法人等の所有比率が高い場合には、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

表20 海外法人等の所有比率と多角化(純粋持株会社)

1. 海外法人等持株比率と多角化度合い

説明変数	被説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
		連結子会社数	セグメント数	連結子会社数	セグメント数
海外法人等持株比率		0.4222 ** (2.49)	-0.0146 ** (-2.42)	0.1748 (1.49)	-0.0117 *** (-2.64)
総資産(対数)		9.4856 *** (2.98)	0.4461 *** (4.41)	14.8450 *** (13.69)	0.2479 *** (6.40)
ROA		-0.2466 (-1.24)	0.0110 * (1.68)	-0.1001 (-0.61)	0.0085 (1.55)
タイムトレンド		2.5659 *** (5.67)	0.0402 *** (2.67)	2.2670 *** (5.24)	0.0415 *** (2.88)
定数項		-185.5010 *** (-3.23)	-4.7262 *** (-2.57)	-277.0856 *** (-13.30)	-1.2352 * (-1.68)
$\bar{R}^2$		0.3492	0.0866	0.3864	0.0881
データ数		948	750	948	750

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROA は連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

2. 多角化度合いとパフォーマンス

説明変数	被説明変数	固定効果モデル				変量効果モデル			
		ROA の差分	ROA	ROE の差分	ROE	ROA の差分	ROA	ROE の差分	ROE
連結子会社数 $\times \alpha_1$		0.0095 * (1.77)		0.0434 *** (2.56)		0.0102 ** (2.14)		0.0406 *** (3.30)	
セグメント数 $\times \alpha_1$			176.65 (0.42)		34.18 (0.03)		76.50 (1.10)		101.01 (0.59)
売上高伸び率		-0.0591 *** (-36.93)	0.0043 *** (2.79)	-0.1157 *** (-22.63)	0.0062 (1.34)	-0.0594 *** (-37.95)	0.0046 *** (3.07)	-0.1162 *** (-23.96)	0.0044 (1.03)
従業員数(対数)		-0.3487 *** (-3.75)	0.2054 ** (1.96)	-1.0568 *** (-3.58)	0.1247 (0.39)	-0.5747 *** (-8.69)	0.0142 (0.23)	-1.4325 *** (-9.24)	-0.0499 (-0.39)
流動比率		0.0004 (1.32)	0.0003 (1.25)	-0.0029 *** (-3.25)	0.0013 (1.57)	0.0003 (1.22)	0.0004 * (1.85)	-0.0020 *** (-2.73)	0.0006 (0.94)
景気動向指数		-0.0823 *** (-17.22)	-0.0142 ** (-2.50)	-0.1867 *** (-12.49)	0.0055 (0.32)	-0.0843 *** (-17.86)	-0.0142 *** (-2.57)	-0.1919 *** (-13.23)	0.0075 (0.46)
定数項		10.7853 *** (13.35)	5.2007 *** (5.51)	26.3627 *** (10.32)	1.9434 (0.68)	12.0308 *** (13.79)	6.2819 *** (7.28)	28.1294 *** (13.57)	2.2776 (1.11)
$\bar{R}^2$		0.0419	0.0005	0.0336	0.0002	0.0587	0.0059	0.0537	0.0076
データ数		41,602	20,647	40,395	20,334	41,602	20,647	40,395	20,334

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。

注2) ROA の差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROE の差分=ROE(連結)-ROE(単体)。

注3)  $\alpha_1$  は、第一段階の推計モデルにおける海外法人等持株比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注5) 売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

表 20 に示されている通り、海外法人等持株比率と多角化度合いとの関係は、被説明変数をセグメント数としたモデルでは、有意にマイナスの効果が得られた。ただし、第二段階の収益性への効果に関しては、セグメント数に関する計測モデルでは、有意な結果は得られていない。一方、連結子会社数に関する第二段階の結果は、収益性に対して有意にプラスの効果が観察されている。

仮説 4 : 「フリーキャッシュフローが発生している企業では、負債総資産比率が高ければ高いほど、負債の規律づけが働くことから、多角化を控えめにして、かつ、多角化がプラスの成果をもたらす。」

表 21 は、負債比率と多角化についての計測結果である。多角化度合いを示す変数としてセグメント数を用いた計測では、両モデルとも仮説とは逆に有意にプラスの効果が観察された。次に、第二段階の計測については、連結子会社数に関するモデルでは、収益性に対して全てプラスで有意、一方、セグメント数に関するモデルでは、有意性なしという結果が得られた。

仮説 5 : 「多角化は、過大投資をもたらし、収益を悪化させる。」

表21 負債比率と多角化(純粋持株会社)

1. 負債比率と多角化度合い

説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	被説明変数 連結子会社数	セグメント数	連結子会社数	セグメント数
負債比率	0.0112 (0.14)	0.0049 * (1.86)	0.0680 (1.23)	0.0058 *** (3.00)
総資産(対数)	10.1814 *** (3.33)	0.4437 *** (4.54)	15.0917 *** (15.01)	0.2165 *** (6.12)
ROA	-0.2262 (-1.16)	0.0096 (1.47)	-0.0972 (-0.60)	0.0069 (1.27)
タイムトレンド	2.5233 *** (5.32)	0.0212 (1.32)	2.0635 *** (4.72)	0.0241 (1.62)
定数項	-192.8806 *** (-3.49)	-4.6946 *** (-2.64)	-277.9463 *** (-14.07)	-0.7001 (-1.02)
$\overline{R^2}$	0.3702	0.0933	0.3899	0.1034
データ数	966	761	966	761

注1) 推計期間: 1990~2009 年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) 総資産(対数)、ROA は連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれ t 値(固定効果モデル)、z 値(変量効果モデル)。

## 2. 多角化度合いとパフォーマンス

被説明変数 説明変数	固定効果モデル				変量効果モデル			
	ROAの差分	ROA	ROEの差分	ROE	ROAの差分	ROA	ROEの差分	ROE
連結子会社数 $\times \alpha_1$	0.0830* (1.77)		0.3776*** (2.56)		0.0786** (2.14)		0.3132*** (3.30)	
セグメント数 $\times \alpha_1$		-9.3472 (-0.42)		-1.8085 (-0.03)		-18.61 (-1.10)		-24.57 (-0.59)
売上高伸び率	-0.0591*** (-36.93)	0.0043*** (2.79)	-0.1157*** (-22.63)	0.0062 (1.34)	-0.0594*** (-37.95)	0.0046*** (3.07)	-0.1162*** (-23.96)	0.0044 (1.03)
従業員数(対数)	-0.3487*** (-3.75)	0.2054** (1.96)	-1.0568*** (-3.58)	0.1247 (0.39)	-0.5747*** (-8.69)	0.0142 (0.23)	-1.4325*** (-9.24)	-0.0499 (-0.39)
流動比率	0.0004 (1.32)	0.0003 (1.25)	-0.0029*** (-3.25)	0.0013 (1.57)	0.0003 (1.22)	0.0004* (1.85)	-0.0020*** (-2.73)	0.0006 (0.94)
景気動向指数	-0.0823*** (-17.22)	-0.0142** (-2.50)	-0.1867*** (-12.49)	0.0055 (0.32)	-0.0843*** (-17.86)	-0.0142*** (-2.57)	-0.1919*** (-13.23)	0.0075 (0.46)
定数項	10.7853*** (13.35)	5.2007*** (5.51)	26.3627*** (10.32)	1.9434 (0.68)	12.0308*** (13.79)	6.2819*** (7.28)	28.1294*** (13.57)	2.2776 (1.11)
$\overline{R^2}$	0.0419	0.0005	0.0336	0.0002	0.0587	0.0059	0.0537	0.0076
データ数	41,602	20,647	40,395	20,334	41,602	20,647	40,395	20,334

注1) 推計期間: 1990~2009年度

注2) ROAの差分=ROA(連結)-ROA(単体)、ROEの差分=ROE(連結)-ROE(単体)。

注3)  $\alpha_1$ は、第一段階の推計モデルにおける負債比率にかかる推計されたパラメーターである。

注4) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注5) 売上高伸び率、流動比率は連結の値を用いている。

注6) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

表 22-1 で多角化と設備投資比率との関係を見ると、多角化度合いを示す変数は全てのモデルにおいて設備投資比率に対して有意な影響を及ぼしていないことがわかる。また、設備投資が過大かどうかを確かめる表 22-2 の計測結果では、ROAがマイナスの企業ダミーを被説明変数とした計測では、セグメント数を加味した設備投資比率が有意にプラスとなり、連結子会社数を加味した設備投資比率も、業種ダミーを加えた計測で有意にプラスとなるなど、過大投資を示唆する結果が得られている。しかしながら、負債比率が100%を超える企業ダミーを被説明変数とする計測では、むしろマイナスが多く観察され、総じてロバストな結果ではないことがわかる。

最後に、純粋持株会社と一般事業会社とをプールしたデータセットを用いて、純粋持株会社であることが、収益性に対してどのような影響を及ぼしているのかを確認する。説明変数は、純粋持株会社であることを示すダミー変数に加えて、所有構造、財務構成、企業規模、成長性、景気要因である。

表22-1 設備投資と多角化(純粋持株会社)

説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	設備投資比率			
連結子会社数	0.0424 (0.42)		0.0618 (0.81)	
セグメント数		2.9810 (0.86)		2.8057 (1.04)
ROA	0.7295 (1.50)	0.3690 (0.67)	-0.6564 * (-1.81)	-0.9758 ** (-2.33)
利子対有利子負債比率	0.4774 (0.57)	0.7179 (0.80)	0.1962 (0.24)	0.5381 (0.63)
負債総資産比率	0.3305 (1.49)	0.0947 (0.36)	0.1933 (1.24)	0.0962 (0.51)
総資産(対数)	-9.1293 (-1.30)	-14.0750 * (-1.85)	-11.4210 *** (-4.34)	-12.1831 *** (-4.18)
売上高伸び率	-0.0137 (-0.41)	-0.0099 (-0.28)	-0.0101 (-0.32)	-0.0099 (-0.30)
定数項	169.4041 (1.36)	264.7348 ** (1.97)	255.1299 *** (4.99)	271.3518 *** (4.53)
$\overline{R^2}$	0.0336	0.0713	0.1736	0.1880
データ数	839	670	839	670

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注3) ROA、利子対有利子負債比率、負債比率、総資産(対数)、売上高伸び率は連結の値を用いている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

表22-2 多角化と企業収益性(純粋持株会社)

1. 被説明変数:ROAがマイナスの企業ダミー

説明変数	ロジット・モデル			
	業種ダミーなし		業種ダミーあり	
設備投資比率 × $\alpha_{13}$	-0.5686 *** (-10.46)		0.7833 *** (9.78)	
設備投資比率 × $\alpha_{14}$		0.0041 *** (10.46)		0.0043 *** (9.78)
定数項	-3.2737 *** (-68.34)	-3.2737 *** (-68.34)	-3.6431 *** (-19.85)	-3.6431 *** (-19.85)
データ数	34,897	34,897	34,897	34,897

2. 被説明変数:負債比率が100%を超える企業ダミー

説明変数	ロジット・モデル			
	業種ダミーなし		業種ダミーあり	
設備投資比率 × $\alpha_{13}$	0.7482 (1.56)		-1.1945 * (-1.67)	
設備投資比率 × $\alpha_{14}$		-0.0053 (-1.56)		-0.0065 * (-1.67)
定数項	-9.7546 *** (-39.22)	-9.7546 *** (-39.22)	-12.2796 *** (-7.87)	-12.2796 *** (-7.87)
データ数	34,903	34,903	34,903	34,903

注1) 推計期間:1990~2009年度。

注2)  $\alpha_{13}$ 、 $\alpha_{14}$ は、それぞれ第一段階の推計モデルにおける連結子会社数、セグメント数にかかる推計されたパラメーターである。

注3) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はz値。

表23 純粋持株会社と一般事業会社との比較:定数項ダミーのケース

説明変数 \ 被説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	ROA	ROE	ROA	ROE
DHC	-0.2080 (-0.87)	-1.3956 ** (-2.05)	-0.0637 (-0.30)	-1.0672 ** (-1.96)
上位 10 株主持株比率	0.0040 (0.95)	0.0100 (0.84)	0.0063 * (1.92)	0.0057 (0.75)
金融機関持株比率	0.0203 *** (4.72)	0.0262 ** (2.15)	0.0169 *** (4.59)	0.0223 ** (2.50)
海外法人等持株比率	0.0005 (0.11)	0.0126 (0.97)	0.0015 (0.37)	0.0032 (0.32)
負債比率	-0.0003 (-0.10)	-0.0256 *** (-3.14)	-0.0056 ** (-2.49)	-0.0188 *** (-3.62)
総資産(対数)	0.0826 (0.89)	-0.0997 (-0.38)	-0.0850 * (-1.70)	0.0065 (0.06)
売上高伸び率	0.0078 *** (7.02)	0.0178 *** (5.77)	0.0087 *** (8.14)	0.0190 *** (6.56)
景気動向一致指数(CI)	-0.0015 (-0.37)	0.0069 (0.61)	-0.0011 (-0.29)	0.0140 (1.30)
定数項	3.1155 * (1.86)	4.7007 (0.99)	6.1693 *** (6.14)	1.6005 (0.74)
$\overline{R^2}$	0.0021	0.0031	0.0128	0.0100
データ数	45,032	44,959	45,032	44,959

注1) DHC:純粋持株会社=1、一般事業会社=0とするダミー変数。

注2) 推計期間:1990~2009年度。

注3) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

表 23 の計測結果をみると、純粋持株会社であることを示すダミー変数は、いずれもマイナスであり、ROE を被説明変数とするモデルでは有意となっている。また、所有構造および負債比率と純粋持株会社ダミーとの交差項を導入したモデルの計測結果をみると(表 24)、上位 10 株主持株比率と金融機関持株比率と純粋持株会社ダミーとの交差項は、いずれもマイナスの係数を示し、ROE のモデルを中心に、有意性も高い。

これらの結果は、全般的にみて純粋持株会社の収益性パフォーマンスが、一般事業会社に比べて見劣りすることを示唆するものである。

表24 純粋持株会社と一般事業会社との比較:係数ダミー(交差項)のケース

説明変数	固定効果モデル		変量効果モデル	
	ROA	ROE	ROA	ROE
上位10株主持株比率	0.0045 (1.05)	0.0111 (0.92)	0.0067 ** (2.02)	0.0068 (0.89)
上位10株主持株比率×DHC	-0.0114 (-1.16)	-0.0482 * (-1.73)	-0.0131 (-1.47)	-0.0544 ** (-2.35)
金融機関持株比率	0.0205 *** (4.77)	0.0261 ** (2.15)	0.0174 *** (4.72)	0.0236 *** (2.64)
金融機関持株比率×DHC	-0.0182 (-1.20)	-0.0822 * (-1.90)	-0.0331 ** (-2.45)	-0.0827 ** (-2.36)
海外法人等持株比率	0.0002 (0.03)	0.0083 (0.63)	0.0009 (0.22)	-0.0034 (-0.32)
海外法人等持株比率×DHC	0.0124 (0.71)	0.1327 *** (2.68)	0.0171 (1.13)	0.1360 *** (3.52)
負債比率	-0.0008 (-0.28)	-0.0270 *** (-3.28)	-0.0064 *** (-2.82)	-0.0202 *** (-3.85)
負債比率×DHC	0.0109 (1.25)	0.0121 (0.49)	0.0180 ** (2.26)	0.0248 (1.18)
総資産(対数)	0.0789 (0.85)	-0.0962 (-0.37)	-0.0833 * (-1.67)	0.0106 (0.10)
売上高伸び率	0.0078 *** (7.06)	0.0178 *** (5.78)	0.0088 *** (8.18)	0.0190 *** (6.54)
景気動向一致指数(CI)	-0.0015 (-0.37)	0.0077 (0.68)	-0.0010 (-0.26)	0.0152 (1.41)
定数項	3.1845 * (1.90)	4.6250 (0.97)	6.1498 *** (6.12)	1.4599 (0.67)
$\overline{R^2}$	0.0021	0.0041	0.0152	0.0117
データ数	45,032	44,959	45,032	44,959

注1) DHC:純粋持株会社=1、一般事業会社=0とするダミー変数。

注2) 推計期間:1990~2009年度。

注3) 変量効果モデルでは、業種別ダミーが加えられている。

注4) \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内はそれぞれt値(固定効果モデル)、z値(変量効果モデル)。

## 9. 結論

### 9.1 主な結果

コーポレート・ガバナンスが脆弱であると、企業経営者は株主価値を犠牲にして私的便益を追求するような経営に走る傾向が強まる。その典型的な行動が、多角化に伴う empire building や overinvestment などの企業行動である。

そのような問題を解決あるいは緩和する手段としては、株主によるモニタリングや負債の規律づけなどがある。本稿では、所有集中度、金融機関および海外法人等の持株比率などの所有構造や負債比率に着目し、それらの要素が子会社を通じた多角化の度合いにどのような影響を及ぼしているのか、そしてそれらの結果としての

多角化度合いが、企業の収益性にいかなる効果を与えているのかを定量的に分析した。また、多角化が収益の変動を抑制する効果を発揮しているのか否かも検証した。

四通りの実証分析から得られた結果を要約すると、次の通りである。

第一に、子会社形態での多角化および分社化実施企業における連結決算と単体決算との比較分析からは、

- 1) 所有集中度と多角化および分社化度合いとの間には、安定した関係は観察されず、所有集中度を加味した多角化および分社化度合いが収益性に及ぼす効果も、プラスとマイナスが混在している。
- 2) 金融機関持株比率は、多角化および分社化を抑制する効果を発揮しているが、金融機関持株比率を加味した多角化および分社化度合いは、収益性にマイナスの効果を発揮している。
- 3) 海外法人等持株比率は、多角化および分社化を促進する効果が観察され、その結果としての多角化および分社化度合いは、総じて収益性を高める効果を発揮している。
- 4) 負債比率が多角化および分社化度合いに及ぼす効果は、プラスとマイナスが混在している。また、負債比率を加味した多角化および分社化度合いが、ROA および ROE の連単差分に及ぼす効果も、プラスとマイナスが混在している。
- 5) 多角化および分社化によって投資が増加するという結果は得られていない。また、現状程度の多角化および分社化の結果としての設備投資によって、収益が赤字になったりバランスシートでみて債務超過に陥ったりするということに関するロバストな結果も、検出されていない。
- 6) 多角化および分社化が収益の変動を抑えるようなロバストな効果は、統計的には観察されていない。むしろ、単体決算ベースに比べて連結決算ベースでは、収益の変動が大きいという結果が得られている。

第二に、連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較では、

- 7) 収益性を被説明変数とするパネル分析で多角化および分社化の効果を分析すると、多角化および分社化企業は、多角化および分社化していない企業に比べて、収益性が劣っているという結果が得られている。
- 8) 上位 10 株主持株比率、金融機関持株比率、海外法人等持株比率といった所有構造を示す 3 変数は、全く多角化および分社化していない企業では、収益性を高め

る効果を持つが、多角化および分社化している企業ではその効果が大幅に減衰している。

- 9) 多角化および分社化を控えめにしている企業と多角化および分社化を積極的にしている企業との間には、それらのマイナス効果に関して、ほとんど差異がみられない。

第三に、セグメント数を多角化の代理変数とする分析では、

- 10) 所有集中度と金融機関持株比率は、ともに多角化を抑制する効果を発揮しているものの、その結果としてのセグメント数は、収益に有意にプラスの効果を発揮しているわけではない。また、海外法人持株比率は、セグメント数に影響を及ぼしてはいない。

- 11) 負債の規律づけ仮説とは逆に、負債比率はセグメント数とプラスに相関し、またその結果としての多角化度合いは、収益増に寄与していない。

- 12) セグメント数の増加は設備投資比率の上昇を導き、その結果としての設備投資比率は赤字を誘発している。つまり、赤字企業に関しては過大投資仮説と整合的な結果である。

第四に、純粋持株会社を対象にした分析からは、

- 13) 所有集中度が多角化に及ぼす抑制効果は限定的にしか観察されず、また金融機関が与える抑制効果は一切観察されない。さらに、それらの結果としての多角化度合いが収益に及ぼす効果は、連結子会社数を通じるチャネルにおいて、所有集中度ではプラス、金融機関持株比率ではマイナスとなっている。

- 14) 海外法人等は、多角化を抑制する効果をセグメント数に対しては発揮しているものの、その結果としての多角化度合いが収益に及ぼす効果は、連結子会社数を通じるチャネルにおいてのみ有意にプラスである。

- 15) 負債が多角化を抑制するという規律づけ効果は、観察されない。

- 16) 多角化が純粋持株会社の設備投資を押し上げている効果は検出されず、多角化度合いを加味した設備投資が経営困難を導くかどうかの計測も、モデルにより結果が異なりロバストなものとは言えない。

- 17) 純粋持株会社は、一般事業会社に比較して収益性は低く、金融機関などの規律づけ効果を減衰させる傾向を示している。



## 9.2 結果の解釈

本稿で展開された実証分析には、二面性のある微妙な結果が多く含まれており、その解釈は一筋縄ではいかないものがある。

多角化実施企業における連結決算と単体決算との比較分析からは、多角化を進めることによって、単体決算ベースに比べて連結決算ベースの収益性が向上するようなプラスの効果が観察されている計測ケースもみられる。これは、親会社の決算を良くするために子会社を利用するような、ある種の利益操作が広く行われていることを否定する結果であると解釈できる。しかしながら、この結果は、多角化そのものが収益増をもたらしていることを、必ずしも意味するものではない。なぜならば、連結決算と比較している単体決算も、多角化企業の決算の一部であり、その単体決算そのものにも多角化行動のさまざまな影響が反映されている可能性があるからである。

また、セグメント情報に基づく分析では、総じてセグメント数に関する説明変数は、収益性に対して有意にプラスの効果を及ぼす結果を示しておらず、この点も多角化のプラス効果を素直に受け入れるという見方に対して、疑念を持たざるを得ない証拠でとなる。

一方、連結子会社を持つ企業と持たない企業との比較からは、多角化の効果がより良く捉えられると考えられるかもしれない。そして、多角化は収益性に対してマイナスの効果を及ぼしているばかりではなく、所有構造に関する変数のガバナンス効果を大きく減衰させているというネガティブな効果を惹起しているという分析から得られた結果は、日本企業の多角化行動に何らかの稚拙さや問題点があることを示唆していると解釈できるかもしれない。

ただし、多角化のマイナス効果がコーポレート・ガバナンスの脆弱性に起因しているとすれば、多角化を積極的に進めている企業ほどそのマイナス効果が大きくなるはずであるが、本稿の結果では多角化を控えめにしている企業と積極的に展開している企業との間には、ほとんど差異がみられないという仮説とは異なる結果である。

これらの結果を総合的に勘案すると、本稿の実証分析からは、コーポレート・ガバナンスの問題に起因するような過度な多角化のマイナスの側面が、必ずしも顕著に表れているわけではないと言えるのではないだろうか。換言すれば、日本企業

の経営者は、全体的にみれば **empire building** や **overinvestment** などの企業価値を毀損するような行動を明示的にとっているわけではないと解釈することができる。あるいは、私的利得に関心が高い企業経営者が長期にわたり君臨するような企業は淘汰されてしまい、ゴーイング・コンサーンとして存在する企業は、多くの場合には効率的な経営に努めている企業であると解釈すべきなのかもしれない。もっとも、軽微な多角化でさえ収益性に対してマイナスの効果を生んでいるという事実は、日本の多角化や分社化が必ずしも短期的な利益を引き上げることを目的とするものではなく、長期的な企業の存続を目指したものである可能性をうかがわせるものである。

第3節での実態分析において、日本企業の多角化は、連単倍率という量的な指標からみると、決して高い水準にあるとはいえないであろうと述べた。そして、第5節と第6節の実証分析の結果は、その事実とある程度整合的であるように思われる。

さらに、第8節で展開された純粋持株会社に関する分析からは、一般事業会社を対象とした分析から得られた結果と異なる結果が、総じて得られている。例えば、連結子会社数を多角化度合いの代理変数としたモデルにおいて、次のような相違が観察される。すなわち、各ガバナンス変数の多角化の度合いへの効果を比較すると、一般事業会社を対象とした計測では、所有集中度と海外法人持株比率そして負債比率は、それぞれ連結子会社数に対して有意にプラスの効果を発揮しているが、純粋持株会社を対象とした計測では、所有集中度と負債比率においてその有意性がなくなることが観察された。一方、金融機関持株比率を説明変数とした計測においては、一般事業会社を対象とした計測では有意にマイナスの効果がみられたが、純粋持株会社を対象にした計測においては、むしろプラスで有意の結果も観察されるといった具合である。

また、純粋持株会社と一般事業会社との比較からは、純粋持株会社の低収益性が露呈しており、純粋持株会社の導入という新たなグループ戦略が、現状ではまだ良好なパフォーマンスとして結実するには至っていないことがみてとれる。

### 9.3 残された課題

最後に本稿で残された課題について述べる。

第一に、本稿では所有構造等のコーポレート・ガバナンスの要素が、多角化行動にどのような影響を及ぼし、その結果どのような成果をあげているのかを検証した。しかしながら、前者と後者は逆の因果関係にあるかもしれない。すなわち、ある企業の多角化行動の実態とその成果をみて株主になるものや逆に株を売るものがない、その結果としてその企業の所有構造が決まるという関係である。このような内生性の問題を、どのように処理するかは今後の課題としたい。

第二に、本稿では本業に隣接した分野あるいは同じ業種内の新分野への進出と業種を超えた全く新しい分野への進出とを峻別していない。両者は、その意図や効果が大きく異なる可能性があり、両者を峻別したよりきめ細かい分析が、今後必要とされよう。

第三に、企業の多角化戦略には、自社内での多角化と子会社形態での多角化とがあるが、本稿ではその決定要因には触れられていない。どのような属性を有する企業がどちらをより選択するのか、経済環境や産業特性などがその選択に影響を与えているのか否かなど、重要な観点が抜け落ちており、今後の課題としたい。

## 参 考 文 献

- Berger, Philip G. and Eli Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37:39-65.
- Berglöf, Erik and Enrico Perotti (1994), "The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu," *Journal of Financial Economics*, 36:259-284.
- Campa, Jose Manuel and Simi Kedia (2002), "Explaining the Diversification Discount," *Journal of Finance*, 57(4):1731-1762.
- Chandler, JR. and Alfred D. (1977), *The Visible Hand - The Managerial Revolution in American Business-*, Belknap Press of Harvard University Press.
- Chandler, JR. and Alfred D. (1990), *Scale and Scope - The Dynamics of Industrial Capitalism -*, Belknap Press of Harvard University Press.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan and Larry H. P. Lang (2004), "The Benefits and Costs of Internal Markets: Evidence from Asia's Financial Crisis," in Joseph P. H. Fan, Masaharu Hanazaki and Juro Teranishi (eds.), *Designing Financial Systems in East Asia and Japan*, Chapter 8, 204-224, RoutledgeCurzon.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell (1995), "Corporate Focus and Stock Returns," *Journal of Financial Economics* 37:67-87.
- Denis, David J. and Jan M. Serrano (1996), "Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests," *Journal of Financial Economics*, 40:239-266.
- Denis, David J., Diane K. Denis and Atulya Sarin (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance* 52(1):135-160.
- Denis, David J., Diane K. Denis and Keven Yost (2002), "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value," *Journal of Finance* 57(5):1951-1979.
- Diamond, Douglas W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51:393-414.
- Franks, Julian R and Colin Mayer (2001), "Ownership and Control of German Corporations," *Centre for Economic Policy Research Discussion Paper Series*, No.2898.
- Gorton, Gary and Frank A. Schmid (2000), "Universal Banking and the Performance of German Firms," *Journal of Financial Economics*, 58:29-80.
- Graham, John R., Michael L. Lemmon and Jack G. Wolf (2002), "Does Corporate Diversification Destroy Value?" *Journal of Finance*, 57(2):695-720.
- 花崎正晴(2008),『企業金融とコーポレート・ガバナンス—情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会.
- 花崎正晴・劉群(2003),「アジア危機とコーポレート・ガバナンス」花崎正晴・寺西重郎(編)『コーポレート・ガバナンスの経済分析—変革期の日本と金融危機後の東アジア—』第13章 339-368 東京大学出版会.

伊藤秀史(2002),「日本企業の組織再編：事業部制組織の経済分析」大塚啓二郎・中山幹夫・福田慎一・本多佑三(編)『現代経済学の潮流 2002』第3章 47-72 東洋経済新報社.

伊藤秀史(2006),「日本企業の組織再編 事業部制組織の経済分析」伊丹敬之・藤本隆宏・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹(編)『リーディングス日本の企業システム第2期第1巻 組織とコーディネーション』第14章 396-418 有斐閣.

伊藤秀史・菊谷達弥・林田修(2003),「親子会社間の多面的関係と子会社ガバナンス」花崎正晴・寺西重郎(編)『コーポレート・ガバナンスの経済分析—変革期の日本と金融危機後の東アジア—』第2章 51-80 東京大学出版会.

Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76:323-329.

Jensen, Michael C. (1989), "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Sept.-Oct. 61-74.

Kang, Jun-Koo and Anil Shivdasani (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38:29-58.

Kaplan, Steven N. and Bernadette A. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36:225-258.

Kikutani, Tatsuya, Hideshi Itoh and Osamu Hayashida (2007), "Business Portfolio Restructuring of Japanese Firms in the 1990s: Entry and Exit Analysis," in Masahiko AOKI, Gregory Jackson and Hideaki Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan—Institutional Change and Organizational Diversity*, Chapter 8, 227-256, Oxford University Press.

Lang, Larry H. P. and Rene M. Stulz (1994), "Tobin's  $q$ , Corporate Diversification, and Firm Performance," *Journal of Political Economy* 102 (6):1248-1280.

Lewellen, Wilbur G. (1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance* 26:521-537.

Mansi, Sattar A. and David M. Reeb (2002), "Corporate Diversification: What Gets Discounted?" *Journal of Finance* 57 (5):2167-2183.

Mitton, Todd (2001), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," unpublished manuscript.

宮島英昭・稲垣健一(2003),『日本企業の多様化と企業統治—事業戦略・グループ経営・分権化組織の分析—』財務省財務総合政策研究所.

森川正之(1998a),「新規事業への進出と既存事業からの撤退—日本企業の実証分析—」通商産業研究所ディスカッションペーパー 98-DOJ-87.

森川正之(1998b),「親会社の事業展開と子会社の事業展開—日本企業の多角化・集中化の要因と効果に関する実証分析—」『通産研究レビュー』第2号, 124-161.

Prowse, Stephen D. (1992), "The Structure of Corporate Ownership in Japan," *Journal of Finance*, 47:1121-1140.

Rajan, Raghuram, Henri Servaes and Luigi Zingales (2000), "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment," *Journal of Finance* 55 (1):35-80.

Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein (2000), "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment," *Journal of Finance* 55 (6):2537-2564.

Servaes, Henri (1996), "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave," *Journal of Finance* 51 (4):1201-1225.

Shin, Hyun-Han and Rene M. Stulz (1998), "Are Internal Capital Markets Efficient?" *Quarterly Journal of Economics* 113:531-552.

Shivdasani, Anil (1993), "Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers," *Journal of Accounting and Economics*, 16:167-198.

清水雅彦・宮川幸三 (2003), 『参入・退出と多角化の経済分析 工業統計データに基づく実証理論研究』慶應義塾大学出版会.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94 (3):461-488.

Stein, Jeremy C. (1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *Journal of Finance* 52 (1):111-133.

Tirole, Jean (2006), "The Theory of Corporate Finance," Princeton University Press.

塘誠 (2008), 「日本の純粋持株会社におけるマネジメント・コントロール上の課題」『成城大学経済研究』第 180 号,23-46.

円谷昭一 (2010), 「事業セグメント情報にみるディスクロージャー制度の展望—IRを踏まえた基準作成の必要性—」プロネクサス総合研究所レポート第 4 号, 3-12.

上野恭裕 (2001), 「純粋持株会社解禁後の日本企業の組織構造」『大阪府立大学経済研究』第 47 巻第 1 号,53-71.

Villalonga, Belén (2004), "Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series," *Journal of Finance*, 59 (2):479-506.

Wernerfelt, Birger and Cynthia A. Montgomery (1988), "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance," *American Economic Review*, 78 (1):246-250.

Yafeh, Yishay and Oved Yosha (2003), "Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How?" *Economic Journal*, 113:128-146.

吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 (1981), 『日本企業の多角化戦略 経営資源アプローチ』日本経済新聞社.

頼誠 (2009), 「純粋持株会社の実態と課題」『商大論集』第 61 巻第 1 号, 95-126 兵庫県立大学政策科学研究所.