

多角化戦略が企業の価値に及ぼす影響について



金融研究部門 主任研究員 梅内俊樹

umeuchi@nli-research.co.jp

[要旨]

- 1** 多角化戦略が企業の価値を破壊することについては、過去の研究によって数多く報告されている。その大半は米国企業を対象とするものであるが、日本企業についても、2000年以前のデータによる研究によれば、同様の結果が確認されている。そこで本稿では、多角化企業の実際の価値と、専門企業の価値から計算される理論的な価値の差によって計算される超過価値に着目し、2000年以降のデータを使って、多角化戦略自体が企業の価値にどのような影響を及ぼしているかについて検証した。
- 2** その際、企業の価値として、「企業価値」、「事業価値」、「株式リターン」の3つを採用した場合のそれぞれについて、多角化戦略の価値への影響について検証したが、そのいずれのケースにおいても、2000年以降においては、多角化企業の価値が、多角化戦略自体の影響によってディスカウントされている証拠は確認されなかった。
- 3** さらに、多角化企業の価値を左右する要因に関する検証を行ったところ、多角化戦略で価値を高めるためには、いかに収益性の低い事業を排除するか、もしくは、各事業の収益性を高めるかが重要であるとの示唆が得られた。すなわち、多角化企業についても、多角化戦略に固有の要因ではなく、結局のところ、各事業の収益性といった一般的な要因が重視されるべきであることが確認された。

目次

1—はじめに	3
2—検証データとモデル	4
1 検証データ	4
2 検証モデル	6
3—多角化企業の価値評価	7
1 会計数値の違いによるバイアス	7
2 多角化戦略の企業価値への影響	8
3 多角化戦略の事業価値への影響	11
4—多角化企業の年次リターン	12
5—多角化企業の企業価値を左右する要因	14
6—まとめ	16
[参考文献]	18

1——はじめに

企業は株主や債権者から提供される資金を、労働力や設備などの経営資源や様々な事業に効率的に配分し、付加価値を持続的に創出する役割を担っている。しかしながら、事業の多角化に関する過去の研究によれば、多角化企業は価値を創造するというよりは、むしろ、破壊するといった報告が多い。そもそも事業の多角化には、価値破壊に繋がる弊害（デメリット）だけでなく、メリットも認められる筈である。その主なものは以下の通りである。

メリット

- 1) 経営資源の効率的配分、シナジー効果
- 2) 企業収益のブレ、オペレーション・リスクの低減
- 3) 負債調達によるレバレッジ効果の最大化
- 4) 成長が見込める事業への経営領域の拡大

デメリット

- 1) 経営者の専門性の低下などによる非効率な経営判断
- 2) 拡大志向、事業間重複による非効率な投資 / 過剰な投資
- 3) 事業部間の分断などによる非効率な資源配分
- 4) 不採算部門の温存

多角化を否定的に捉える研究の多くは、シナジー効果などのメリットに比べ、専門性の低下や事業部間の分断、こうした体制に起因する経営判断や投資の非効率性などの弊害が大きいことが、特定の事業に特化した専業他社との競合に勝てない理由であると指摘する。そして、多角化企業の価値が専業企業に比べディスカウントされているという実態を捉えて、「コングロマリット・ディスカウント」なる表現が広く認識されるに至っている。

この種の研究のほとんどは米国企業を対象としたものであり、日本企業を対象とした研究は数少ない。しかし、2000年以前のデータを用いた研究によれば、日本の多角化企業も米国企業と同様、価値を破壊しているとしている。

一方、日本企業を取り巻く環境はここ10～20年の間に大きく変化している。バブル崩壊以降の長引く不況や景気低迷は、企業グループの再構築や間接金融から直接金融への移行を促し、情報通信や流通・ロジスティックスの発達などによって経済のグローバル化は急速に進展した。また制度面においても、会計情報を国際的に統一的な尺度で提供しようという機運が強まり、金融ビッグバンの3原則、「フリー」、「フェア」、「グローバル」のうちの「フェア＝透明で公正」に対応する改革の一つとして2000年度から国際会計基準が導入され始めた。これにより、単独決算から連結決算が主体となり、時価主義の原則も持ち込まれた。また、事業の種類別、製品市場別、所在地別の区分単位のセグメント情報についても、子会社を含めて集計・

開示することが求められるようになった。こうした変化により、企業はグローバルな自由競争市場での競争を余儀なくされ、事業を広域に展開する多角化企業においては、各事業の成績も含めた経営行動の結果が厳しく問われるようになった。これは、80年代までの右肩上がりの経済を前提とした規模を重視し、売上高の拡大を目標とした経営から脱却し、資本の効率性や収益性を重視する経営への転換を強く迫るものと言える。

このように経済環境や経営システム・目標が大きく転換されつつある中においても、多角化企業は2000年以前と同様に、価値のディスカウントを生じさせるような非効率な経営を継続しているのであろうか。本稿では、新会計制度のもとで開示される2000年度以降の9年分の連結セグメント情報を使い、日本企業の事業の多角化が企業の価値にどのような影響をもたらしているのか、すなわち、専門企業と比較して価値を創造しているのか、それとも、破壊しているのかについて直近の状況を検証した。具体的な検証方法は、Berger and Ofek (1995)の「超過価値アプローチ」の考え方に従った。しかし、この方法においては、財務特性が多角化企業と専門企業で異なることによって、検証結果に何らかのバイアス(誤差)が生じることも予想される。このため本稿では、財務特性の違いに伴う誤差の可能性を確認しつつ、この手の研究で一般的に利用される「企業価値」だけでなく、「事業価値」の面からも検証を行うことで、より適切な評価ができるよう努めた。また、「企業価値」や「事業価値」などの静的な評価による価値は、どの時点の株価(時価)を採用するかによって、その水準は異なる。このため、静的な価値による検証を補う目的から、動的な価値評価の代替として「株式リターン」についても多角化企業と専門企業の比較を行い、総合的な見地から「コングロマリット・ディスカウント」が今なお成立するのか否かについて検証した。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節では、検証データとモデルの説明をする。第3節では、まず、多角化企業と専門企業の財務特性の違いによって、検証結果が歪められる恐れがあることを確認し、その対応策を確認する。次に、「企業価値」、「事業価値」の面から、多角化戦略による価値への影響についての検証結果を示す。第4節では、多角化戦略の「株式リターン」への影響を確認し、第5節では、多角化を成功させる要因について、多角化企業のみを対象とした検証結果を示す。第6節は本稿のまとめである。

2—— 検証データとモデル

1 | 検証データ

本稿では、多角化戦略が企業の価値にどのような影響をもたらしているのかについて、より多くの決算期を対象とした検証を繰り返し行い、より長期の傾向として結果を捉える目的から、セグメント情報の開示が本格化した2000年3月期から2008年3月期までの各年3月末時点の情報(財務データ、市場データ)を利用して検証を行った。検証対象企業については、多角化戦略の価値への純粋な影響を検証する目的から、低流動性、新規上場、上場廃止などの事由により、株価や時価総額などの市場データが大きく歪められ、他の企業との正当な比較が困難と想定される企業を除外して、サンプリングした。具体的には、各検証時点に

において、以下の条件を満たす企業を検証対象(サンプル)とした。

- 1) 東証1部、もしくは、2部に上場する企業のうち、金融業を除く一般事業会社
- 2) 3月決算、かつ、12カ月本決算を発表する企業
- 3) 検証に有効な連結セグメント情報を開示する企業
- 4) 決算期の前後1年において、東証1部、もしくは、2部に上場する企業
- 5) 検証に利用するファクターが異常値とならない企業

事業別の財務情報に関しては、日経NEEDSのセグメント情報を利用し、事業区分についても、同データベースに収録される日本標準産業分類の中分類(97分類)に従った。事業区分については、別の分類に配賦し直すことも考えられたが、配賦に際して、定性的な判断が必要であり、それによって検証結果が歪められる可能性もある。このため、少々問題は承知の上で、東証業種分類の基礎となる日本標準産業分類の中分類を取ってそのまま利用することとした。

専業企業および多角化企業の定義については、単一の事業のみを営む企業を専業とし、複数の事業を採用する企業を多角化企業とするのが一般的である。しかし本稿では、Berger and Ofek (1995)と同様、企業の売上高合計に対する各事業の売上高シェアが90%以上となる事業を有する企業を専業とし、それ以外の複数の事業を採用する企業を多角化企業と定義した。売上高シェアが90%以上であれば、専業と同様の経営が実現できていると考えたためである。なお、売上高シェアが90%以上の事業を有する専業企業は、当該事業の専業企業として処理した。また、多角化企業のうち、専業企業が存在しない事業の売上高シェアの合計が10%以上の企業は、検証対象から除外した。

図表-1は、専業企業と多角化企業の主な指標を比較したものである。専業企業と多角化企業の事業別構成比率の違いの影響を排除していないが、参考までに特徴を確認すると以下の通りとなる。各年の平均的なサンプル数は757企業、このうち多角化企業は426企業で全企業数の56%を占める。多角化企業の平均採用事業数は3.08、最大で9つの事業を採用する企業が存在する。また、多角化企業は専業に比べ、規模(資産総額、時価総額)が大きく、総資産回転率(売上高/資産総額)が高いが、一方で、収益性(営業

図表-1 専業企業と多角化企業の主要指標の比較

	専業	多角化	差(多角化-専業)
サンプル数	331	426	95
資産総額 (百万円)	90,380	101,839	11,460
営業利益/売上高 (%)	4.5	4.4	-0.1
実績・予想2期増収率 (%)	2.7	2.7	-0.0
営業利益/資産総額 (%)	4.3	4.1	-0.2
売上高/資産総額	0.93	0.94	0.02
非営業資産/総資産 (%)	18.3	17.2	-1.0
対TOPIXベータ	0.90	1.00	0.10
時価総額 (百万円)	34,379	39,619	5,240
純資産/時価総額	0.99	0.92	-0.06

(注) 2000~2008年の3月末時点の中央値の平均。

利益 / 売上高、営業利益 / 資産総額) や成長性(実績・予想2期増収率)が低いという特性を有し、市場関連のデータからは、ハイ・ベータ、割高(低純資産 / 時価総額)といった傾向が確認できる。

2 | 検証モデル

多角化企業の価値に関する研究は、米国を中心に1960年代あたりから盛んとなったが、暫くは共通の分析方法が確立されないまま、様々な視点や分析方法による思い思いの研究が進められた。しかし、Berger and Ofek (1995)が「超過価値アプローチ」という手法に基づく研究成果を発表すると、その後はこの手法を利用した研究成果が発表されるようになり、その後の多角化企業の価値に関する研究の発展に大きく寄与することとなった。そして現在では、多角化企業の価値を分析する際の最もスタンダードな手法の一つとなっている。そこで本稿では、Berger and Ofek (1995)の「超過価値アプローチ」の考え方を採用し、多角化企業の価値を様々な側面から検証することとした。

「超過価値アプローチ」は、多角化企業の理論的な価値を、採用する各事業に属する専門企業の集合として評価し、多角化企業の実際の価値の理論的な価値に対する超過価値を計算することで、多角化戦略の有効性を評価する手法である。要するに、多角化企業の価値を専門企業と比較することで、多角化戦略が価値を創造しているのか、破壊しているのかを検証する手法である。具体的な計算方法は、以下のとおりである。

$$I(V) = \sum_{i=1}^n AI_i \times (Ind_i(V / AI)_{mf})$$

$$EXVAL = \ln(V / I(V))$$

- $I(V)$: 専門企業の実際の価値から計算される多角化企業の理論的な価値
- AI_i : 多角化企業の事業 i の会計数値(売上高、資産総額)
- $Ind_i(V / AI)_{mf}$: 事業 i に属する専門企業の乗数(実際の価値 / 会計数値)の中央値
- $EXVAL$: 多角化企業の実際の価値と理論的な価値の比の自然対数(超過価値)

まず、企業の価値 / 会計数値(以下、乗数)が事業に依存し、事業毎に固有の乗数が存在することを仮定し、その乗数を同じ事業に属する専門企業の中央値として求める。この各事業の乗数に、連結セグメント情報から取得する多角化企業の各事業の会計数値を掛け合わせることで、各事業の理論的な価値を求め、その総和によって多角化企業の理論的な価値を求める。最後に、実際の価値と理論的な価値の比の自然対数をとることで、事業別構成を調整した多角化企業の専門企業に対する超過価値を計算する。なお、各事業の乗数は、同じ事業に属する全専門企業の乗数の中央値として求めるため、この乗数×会計数値によって求められる専門企業の理論的な価値は、実際の価値と相違する。(もっとも、乗数を中央値として求めるため、専門企業の超過価値の平均は0近辺になることが想定される)このため、次節以降では、専門企業についても多角化企業と同様に超過価値を求め、専門企業と多角化企業を合わせた全サンプルに対して検証を行った。

本稿では、会計数値(AI)として、売上高と資産総額を用いた。Berger and Ofek (1995)は、売上高、資産総額、営業利益の3通りについて検証しているが、このうち営業利益については、赤字の場合の取扱い次第で、評価が左右される可能性もあるため、本稿では、売上高と資産総額に限定して検証した。また、次節で説明するように、会計数値(AI)として売上高を採用した場合の超過価値と、資産総額を採用する場合の超過価値は、それぞれ専業企業と多角化企業の総資産回転率(=売上高/資産総額)の水準の違いに影響される可能性がある。こうしたバイアスを抑える目的から、売上高、資産総額のそれぞれによって求めた理論的な価値の平均を最終的な理論的な価値として採用し、多角化戦略が価値に及ぼす影響について様々な面から検証することとした。

3—— 多角化企業の価値評価

1 | 会計数値の違いによるバイアス

「超過価値アプローチ」は、単純化すると、多角化企業の実際の乗数と専業企業の実際の乗数(中央値)の比として、超過価値を求める手法と言える。このとき、専業企業よりも総資産回転率(=売上高/資産総額)が高い多角化企業の超過価値は、会計数値として売上高を採用するケースではマイナス値となりやすく、一方、資産総額を採用するケースではプラス値となりやすい。なぜならば、仮に多角化企業と専業企業の資産総額が同水準であると仮定すると、総資産回転率が高い分、多角化企業の売上高は専業企業より高くなり、その結果、多角化企業の乗数が専業企業よりも低く計算されやすいためである。売上高を同水準と仮定した場合は、これとは逆に、多角化企業の資産総額の方が低くなるため、結果として、超過価値はプラスとなりやすい。こうした関係は、以下の式からも明らかである。(TO_m > TO_sの時、資産総額ベースの乗数の比の方が売上高ベースより大きくなる。)

$$TO = S / A = (V / A) / (V / S)$$

$$\frac{TO_m}{TO_s} = \frac{(V/A)_m / (V/A)_s}{(V/S)_m / (V/S)_s}$$

TO : 総資産回転率(売上高/資産総額)

V : 企業の価値

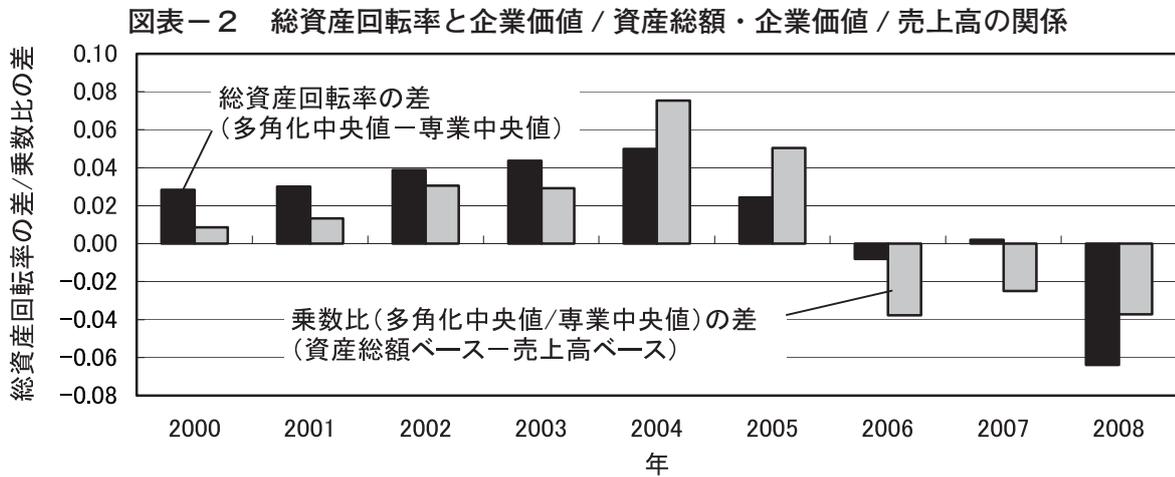
S : 売上高(会計数値)

A : 資産総額(会計数値)

m,s : それぞれ、多角化企業、専業企業を示す添字

もちろん、超過価値は、専業企業と多角化企業の実際の価値の差によって決定付けられるものであるが、こうした財務特性の違いが超過価値の評価にバイアスをかける可能性については無視すべきではない。このことを確認するために、「多角化企業と専業企業の総資産回転率(中央値)の差」と、「資産総額ベースの乗数の比(多角化企業/専業企業)と売上高ベースの乗数の比の差」の推移を見たものが、図表-2で

ある。これによると、多角化企業の総資産回転率が高い時期には、乗数比の差はプラス、すなわち、資産総額ベースの方が、売上高ベースよりも多角化企業が高く評価される可能性があることがわかる。逆に、多角化企業の総資産回転率がマイナスとなると、資産総額ベースの乗数比の方が低くなる傾向が確認できる。以上から、本稿においては、財務特性の違いによる影響を排除する目的から、売上高ベース、資産総額ベースそれぞれによって計算される理論的な価値の平均として、企業の理論的な価値を求めることとした。



2 | 多角化戦略の企業価値への影響

ここでは、企業の価値として「企業価値=時価総額+簿価負債」を採用し、多角化戦略が企業価値に与える影響を検証した。具体的には、「超過価値アプローチ」に従い各企業の超過企業価値を計算し、各企業の超過企業価値を被説明変数、多角化企業は1、専業企業は0とする多角化ダミーを説明変数とするクロスセクション回帰分析により、多角化ダミーの回帰係数の有意性や時系列的な推移から、全体的な傾向として多角化戦略自体が企業価値に及ぼす影響について検証した。回帰分析に際しては、企業価値に影響を及ぼすであろうと想定される以下のファクターをコントロール変数として採用し、多角化戦略自体による純粋な影響を確認できるようにした。

- 1) 企業規模 : 資産総額の自然対数
- 2) 収益性 : 営業利益 / 売上高
- 3) 成長性 : 実績・予想2期増収率(年率換算値)

また、ファクター毎に平均から3標準偏差以上乖離するサンプルを異常値として除外して分析した。

まず、前項で指摘した多角化企業と専業企業の財務特性の違いの影響により、多角化企業の超過企業価値にバイアスが生じている可能性があることについて確認する。図表-3、図表-4は、それぞれ売上高ベース、資産総額ベースの超過企業価値を被説明変数とした場合の回帰結果である。売上高ベース、資産総額ベースともに、多角化ダミーの回帰係数に継続的な有意性は確認できない。しかしながら、売上高ベースでは回帰係数は全期間でマイナスとなる一方、資産総額ベースでは2005年まではプラスで推移した後、2006年から2008年はマイナスに転じている。こうした傾向は、多角化企業と専業企業の総資産回転率の中央値の差の推移(図表-2)と一致するものであり、このことから会計数値として何を採用するかによって、

図表-3 売上高ベースの理論値に対する超過企業価値の回帰結果

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.69 *** (-7.05)	-0.99 *** (-8.30)	-0.90 *** (-9.38)	-0.96 *** (-9.02)	-0.74 *** (-8.06)
Ln(資産総額)	0.04 *** (5.13)	0.07 *** (6.99)	0.06 *** (7.48)	0.07 *** (7.32)	0.05 *** (6.37)
営業利益/売上高	3.48 *** (10.77)	3.85 *** (8.00)	3.75 *** (10.67)	3.45 *** (8.77)	2.80 *** (8.48)
実・予2期増収率	0.05 (0.28)	0.43 (1.64)	-0.10 (-0.52)	-0.66 *** (-2.79)	0.36 * (1.73)
多角化ダミー	-0.03 (-1.23)	-0.02 (-0.83)	-0.01 (-0.32)	-0.02 (-0.75)	-0.02 (-0.75)
サンプル数	722	636	716	609	644
修正決定係数	0.20	0.18	0.22	0.19	0.18

	2004	2005	2006	2007	2008
切片	-0.59 *** (-6.72)	-0.33 *** (-3.76)	-0.40 *** (-4.09)	-0.68 *** (-7.32)	-0.64 *** (-6.78)
Ln(資産総額)	0.03 *** (4.38)	0.01 (1.57)	0.02 * (1.78)	0.04 *** (5.28)	0.04 *** (4.97)
営業利益/売上高	3.37 *** (11.16)	3.32 *** (12.65)	3.80 *** (13.06)	3.77 *** (13.50)	3.21 *** (10.67)
実・予2期増収率	0.63 *** (3.30)	-0.00 (-0.00)	0.38 * (1.80)	-0.29 (-1.47)	-0.27 (-1.13)
多角化ダミー	-0.03 (-1.19)	-0.03 (-1.52)	-0.01 (-0.53)	-0.05 ** (-2.36)	-0.07 *** (-2.82)
サンプル数	759	777	803	789	762
修正決定係数	0.21	0.19	0.20	0.23	0.17

(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

図表-4 資産総額ベースの理論値に対する超過企業価値の回帰結果

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.45 *** (-6.66)	-0.62 *** (-6.82)	-0.47 *** (-6.99)	-0.66 *** (-8.97)	-0.55 *** (-8.56)
Ln(資産総額)	0.03 *** (4.98)	0.04 *** (5.60)	0.03 *** (5.60)	0.05 *** (7.69)	0.04 *** (7.18)
営業利益/売上高	1.84 *** (8.28)	2.39 *** (6.51)	1.57 *** (6.28)	1.76 *** (6.52)	1.20 *** (5.17)
実・予2期増収率	0.42 *** (2.95)	0.70 *** (3.58)	0.21 (1.51)	0.04 (0.27)	0.59 *** (4.05)
多角化ダミー	0.00 (0.19)	0.01 (0.38)	0.01 (0.79)	0.01 (0.82)	0.03 * (1.87)
サンプル数	722	634	712	611	645
修正決定係数	0.16	0.14	0.11	0.16	0.15

	2004	2005	2006	2007	2008
切片	-0.35 *** (-5.90)	-0.15 *** (-2.59)	-0.30 *** (-4.54)	-0.53 *** (-8.48)	-0.46 *** (-7.12)
Ln(資産総額)	0.02 *** (4.17)	0.00 (0.79)	0.01 ** (2.00)	0.03 *** (6.27)	0.03 *** (5.53)
営業利益/売上高	1.69 *** (8.21)	1.52 *** (8.70)	2.46 *** (12.54)	2.20 *** (11.86)	1.78 *** (8.70)
実・予2期増収率	0.64 *** (4.83)	0.36 *** (3.24)	0.64 *** (4.52)	0.43 *** (3.28)	0.21 (1.27)
多角化ダミー	0.02 (1.07)	0.02 (1.41)	-0.01 (-0.32)	-0.04 ** (-2.39)	-0.03 * (-1.90)
サンプル数	759	778	805	789	762
修正決定係数	0.16	0.12	0.21	0.24	0.15

(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

図表-5 平均理論値に対する超過企業価値の回帰結果

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.61 *** (-8.33)	-0.85 *** (-9.09)	-0.73 *** (-9.98)	-0.85 *** (-10.57)	-0.67 *** (-9.71)
Ln(資産総額)	0.04 *** (6.09)	0.06 *** (7.57)	0.05 *** (7.98)	0.06 *** (8.70)	0.05 *** (7.76)
営業利益/売上高	2.69 *** (11.36)	3.03 *** (7.99)	2.74 *** (10.10)	2.69 *** (9.16)	2.09 *** (8.42)
実・予2期増収率	0.24 * (1.62)	0.59 *** (2.89)	0.08 (0.56)	-0.29 (-1.63)	0.50 *** (3.20)
多角化ダミー	-0.01 (-0.84)	-0.00 (-0.22)	-0.00 (-0.08)	0.00 (0.15)	0.01 (0.49)
サンプル数	722	634	716	611	645
修正決定係数	0.23	0.20	0.22	0.23	0.21

	2004	2005	2006	2007	2008
切片	-0.49 *** (-7.75)	-0.26 *** (-4.12)	-0.39 *** (-5.48)	-0.64 *** (-9.59)	-0.60 *** (-8.68)
Ln(資産総額)	0.03 *** (5.19)	0.01 * (1.67)	0.02 ** (2.51)	0.04 *** (6.93)	0.04 *** (6.49)
営業利益/売上高	2.56 *** (11.77)	2.38 *** (12.71)	3.17 *** (15.24)	3.02 *** (15.15)	2.57 *** (11.70)
実・予2期増収率	0.56 *** (4.03)	0.21 * (1.80)	0.54 *** (3.62)	0.09 (0.61)	-0.09 (-0.51)
多角化ダミー	-0.01 (-0.36)	-0.01 (-0.62)	-0.02 (-1.02)	-0.04 *** (-2.75)	-0.05 *** (-3.12)
サンプル数	758	779	803	787	762
修正決定係数	0.24	0.20	0.27	0.30	0.22

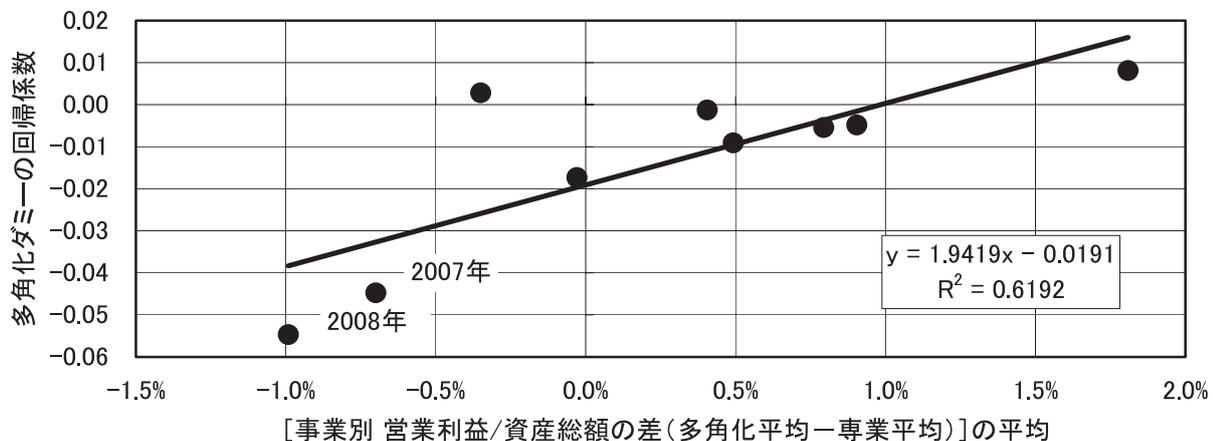
(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

評価にバイアスがかかる可能性が確認できる。

次に、多角化戦略の企業価値への影響を確認する。図表-5は、売上高ベース、資産総額ベースの理論値の平均として各企業の理論的な企業価値を求めた場合の超過企業価値による回帰結果である。当然の結果と言えるが、2006年までは多角化ダミーの回帰係数に統計的な有意性が見られない。また、図表-3、図表-4の結果に比べ、より0に近い数値として回帰係数が推定されていることを確認できる。一方、2007年、2008年については、統計的に有意に多角化ダミーの回帰係数がマイナスと推定され、多角化企業が専業企業に比べてディスカウントされている可能性が示されている。

2007年、2008年のディスカウントが純粋に多角化戦略によるディスカウントなのか、コントロール変数

図表-6 収益性格差（多角化-専業）と多角化ダミーの回帰係数の関係



では排除しきれない何らかのファクターの影響によるものなのかを確認するために、図表-6で、多角化企業と専門企業の営業利益 / 資産総額の中央値の差と、各年の多角化ダミーの回帰係数の関係を示した。これによると、両者の間に強い相関関係が認められる。そして、2007年、2008年に該当する2つのプロット（グラフ左下）から、回帰係数の大幅なマイナスが、多角化企業の営業利益 / 資産総額が専門企業に比べ相対的に悪化したことに起因している可能性を確認できる。

以上のように、多角化戦略自体が企業価値を破壊するという「コングロマリット・ディスカウント」は、コントロール変数に採用した規模、収益性、成長性の3つの要因による影響を取り除くと、長期の継続的な傾向としては観察されないことがわかる。また、2007年、2008年についても多角化戦略自体の影響によるディスカウントとは断言できないものと言える。

3 | 多角化戦略の事業価値への影響

前項では企業価値（＝時価総額＋簿価負債）により多角化戦略の価値への影響について検証した。この企業価値には、純粋な事業活動に伴う価値の他、投融資（＝非営業資産）による価値も含まれる。これを「超過価値アプローチ」に適用する場合、以下のような問題が懸念される。「超過価値アプローチ」では、専門企業の企業価値 / 会計数値（＝乗数）により事業固有の乗数を求めるが、この際に専門企業の投融資残高を含めて乗数が計算されるという問題である。投融資残高の企業価値に対する比率も各事業に固有であるとする考え方に基づけば問題とならない。しかしながら、投融資残高の企業価値に占める割合は、事業に固有というよりは、個別企業毎に固有の水準をとると考えるのが自然であろう。こう考えると、専門企業

図表-7 平均理論値に対する超過事業価値の回帰結果

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.77 *** (-7.59)	-1.15 *** (-8.59)	-0.87 *** (-8.16)	-1.05 *** (-8.66)	-0.93 *** (-8.91)
Ln(資産総額)	0.05 *** (5.72)	0.08 *** (7.37)	0.06 *** (6.67)	0.07 *** (7.26)	0.07 *** (7.75)
営業利益/売上高	2.58 *** (8.17)	2.89 *** (5.31)	2.65 *** (6.74)	2.67 *** (6.06)	1.32 *** (3.45)
実・予2期増収率	0.39 ** (1.97)	1.03 *** (3.58)	0.23 (1.08)	-0.55 ** (-2.07)	0.73 *** (3.13)
多角化ダミー	0.00 (0.04)	-0.01 (-0.41)	0.00 (0.11)	0.02 (0.57)	0.01 (0.56)
サンプル数	723	638	719	614	649
修正決定係数	0.16	0.15	0.14	0.14	0.12
	2004	2005	2006	2007	2008
切片	-0.60 *** (-7.03)	-0.30 *** (-3.91)	-0.46 *** (-5.30)	-0.79 *** (-9.55)	-0.78 *** (-8.17)
Ln(資産総額)	0.04 *** (4.99)	0.01 * (1.71)	0.02 ** (2.56)	0.05 *** (6.67)	0.05 *** (6.48)
営業利益/売上高	2.34 *** (7.95)	2.27 *** (9.71)	3.38 *** (13.17)	3.25 *** (13.15)	2.43 *** (8.02)
実・予2期増収率	0.76 *** (4.06)	0.36 ** (2.40)	0.59 *** (3.18)	0.41 ** (2.37)	-0.01 (-0.05)
多角化ダミー	0.01 (0.32)	0.02 (1.05)	0.00 (0.11)	-0.02 (-1.23)	-0.02 (-0.67)
サンプル数	756	778	803	788	763
修正決定係数	0.15	0.14	0.22	0.26	0.14

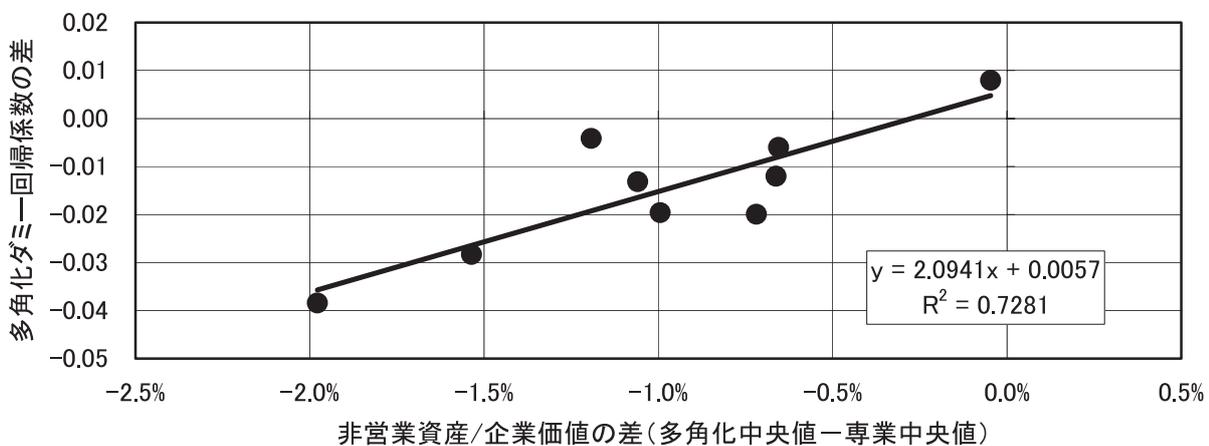
(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

と多角化企業の投融資残高の企業価値に対する比率の違いの影響により、多角化企業の理論的な価値や超過価値に誤差が生じることになる。このため本項では、「事業価値=企業価値-投融資残高(非営業資産)」で定義する事業価値を企業の価値とした場合の検証結果を確認する。検証方法は前項と同様とし、回帰分析の被説明変数として「超過価値アプローチ」によって計算される超過事業価値を適用した。

図表-7に回帰分析結果を示す。コントロール変数の統計的有意性は、前項の結果と大きく変わらないが、多角化ダミーの回帰係数に統計的に有意な結果は一切見られない。2007年、2008年においても、回帰係数はマイナスとなるものの、その水準は-0.02前後と0に近い水準となっている。以上から、事業価値に基づく検証結果は、企業価値での結果以上に、「コングロマリット・ディスカウント」を否定する結果と言える。

次に、企業価値、事業価値それぞれの検証結果の違いについて考察する。図表-8は、非営業資産/企業価値の多角化企業と専業企業の差と、企業価値ベースの回帰係数と事業価値ベースの回帰係数の差の関係を示したものである。これによると、両者の間に概ね線形的な関係が見受けられる。前項では、2007年、2008年の多角化ダミーの回帰係数が有意にマイナスとなったことについては、営業利益/資産総額の多角化企業と専業企業の差が影響している可能性について言及した。図表-8の結果は、これに加え、非営業資産/企業価値の水準の違いも、前項の2007年、2008年の結果に影響を与えている可能性を示唆するものである。こうした結果を踏まえると、やはり前節の2007年、2008年の多角化ダミーの回帰係数がマイナスとなったことについても、多角化戦略自体を原因とするディスカウントとは異なると判断するのが適当と考えられる。

図表-8 非営業資産/企業価値の差(多角化-専業)と多角化ダミー回帰係数の差(企業価値-事業価値)の関係



4—— 多角化企業の年次リターン

ここまでは、企業価値、事業価値の面から、多角化戦略の価値への影響を検証した。これらは、いずれも、ある一時点における断面情報に基づく分析であり、静的な価値評価に基づく分析と言える。企業価値の評価には、こうした静的な価値評価の他に、動的な評価も考えられる。動的な評価として最も一般的な方法

は、企業の将来のキャッシュフロー予測に基づく評価手法である。この手法で多角化企業の理論的な企業価値を評価する場合、事業単位のキャッシュフロー予測が必要となるが、予測の信頼性を確保しつつ、事業価値、ひいては、企業価値を評価することは極めて困難と言える。このため、本節では、企業価値の変動の大部分を占める株主価値（＝時価総額）の変動、すなわち、株式リターンを将来のキャッシュフローの実現値であると見做して、企業価値の動的な評価の代替とし、動的な価値評価に基づき、多角化戦略の影響を検証する。

検証にあたっては、多角化企業と専門企業の事業別構成比率の違いを調整する目的から、前節と同様、「超過価値アプローチ」の考え方を踏襲する。具体的な計算方法や回帰分析方法は以下の通りである。

$$I(R) = \sum_{i=1}^n WAI_i \times (Ind_i(R)_{mf})$$

$$EXRTN = \ln(R / I(R))$$

- $I(R)$: 専門企業の実際のリターンから計算される多角化企業の理論的なリターン
 WAI_i : 多角化企業の事業 i の会計数値(売上高、資産総額)の合計値に対するウェイト
 $Ind_i(R)_{mf}$: 事業 i に属する専門企業のリターンの中央値
 $EXRTN$: 多角化企業の実際のリターンと理論的なリターンの差(超過リターン)

「企業価値」や「事業価値」の検証では、規模の影響を取り除く必要があることも考慮して乗数(＝企業価値 / 会計数値)を計算し、これが各事業に固有の値をとることを前提とした。しかし、「株式リターン」については、乗数を求める必然性はない。このため、専門企業の年次リターンの中央値を当該事業の理論的なリターンとし、これを事業別売上高シェアで加重平均したものを、各企業の売上高ベースの理論的なリターンとした。同様に、資産総額ベースの理論的なリターンも計算し、両者の平均を理論的なリターンとした。そして、実績リターンとこの理論的なリターンの差によって、多角化企業の専門企業(中央値)に対する事業別構成調整済みの超過リターンと定義した。

回帰分析の際のコントロール変数については、リターンの説明力という点である程度の頑健性が確認される Fama and French (1993) の3ファクターモデルに準じ、以下のリスク・ファクターを採用することとした。

- 1) ヒストリカル・ベータ(過去60カ月、対TOPIX)
- 2) 時価総額の自然対数
- 3) 純資産 / 時価総額の自然対数

コントロール変数は各年の3月末時点の値とし、年次リターンは翌年3月末までの事後的なリターンとした。異常値処理は、前節と同様とした。

図表-9に回帰分析の結果を示す。多角化ダミーの回帰係数は、2005年に有意にプラスとなっているが、その他の期間では統計的に有意な傾向は見られない。2005年度は小泉景気により株式市場が大きく上昇した年である。なかでも高騰ぶりが際立った非鉄金属業、不動産業においては、銘柄間で上昇率に大き

な格差が生じた。2～4倍となる銘柄も散見されたが、こうした高騰銘柄の大半が多角化企業に属していたことが、多角化ダミーの回帰係数の大幅なプラスに多大なる影響をもたらしたものと推測される。すなわち、特定業種、銘柄の影響であり、2005年度についても、多角化戦略による影響とは言い切れない。

いずれにしても、9年に亘る回帰分析の結果からは、継続的に有意な傾向は見受けられず、「株式リターン」の面からも、多角化戦略が企業の価値にマイナスの影響を及ぼすといった従来の傾向は認められない。

図表－9 平均理論値に対する超過リターンの回帰結果

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.04 (-0.96)	-0.15 (-1.55)	-0.25 *** (-3.86)	0.17 ** (2.20)	0.50 *** (3.31)
ベータ	-0.00 (-0.71)	-0.03 (-1.12)	-0.03 ** (-2.05)	-0.04 ** (-1.98)	0.12 *** (2.98)
Ln(時価総額)	0.01 * (1.54)	0.02 ** (2.47)	0.03 *** (5.08)	-0.01 * (-1.88)	-0.05 *** (-3.92)
Ln(B/P)	0.08 *** (4.54)	0.12 *** (7.04)	0.10 *** (7.34)	0.09 *** (5.23)	0.08 ** (2.19)
多角化ダミー	0.00 (-0.05)	0.03 (1.25)	0.00 (0.00)	-0.01 (-0.63)	-0.05 (-1.20)
サンプル数	732	644	727	619	643
修正決定係数	0.08	0.09	0.09	0.10	0.07

	2004	2005	2006	2007	2008
切片	0.36 *** (5.31)	-0.47 *** (-4.56)	-0.48 *** (-9.07)	-0.04 (-0.82)	0.02 (0.39)
ベータ	0.00 (0.03)	0.05 ** (1.98)	-0.00 (-0.15)	-0.04 *** (-2.93)	-0.05 *** (-3.16)
Ln(時価総額)	-0.03 *** (-5.06)	0.04 *** (4.70)	0.05 *** (9.99)	0.01 * (1.93)	0.00 (0.58)
Ln(B/P)	0.09 *** (4.96)	0.02 (0.56)	0.08 *** (5.22)	0.03 * (1.73)	0.11 *** (6.64)
多角化ダミー	-0.03 (-1.46)	0.09 *** (3.42)	0.00 (0.20)	-0.02 (-1.60)	-0.01 (-0.42)
サンプル数	769	786	818	798	781
修正決定係数	0.11	0.04	0.11	0.02	0.08

(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

5 多角化企業の企業価値を左右する要因

ここまでは、多角化戦略自体が企業の価値にどのような影響をもたらすかについて検証してきた。その結果は、多角化戦略自体は価値に影響を与えないというものである。これを個別企業単位で見ると、多角化企業の中には、価値を毀損する企業と創造する企業がほぼ同数ずつ存在すると解釈することができる。では、多角化戦略で価値を毀損するか、それとも、創造するかは何によって決定づけられるのであろうか。多角化戦略のメリット・デメリットのうち、投資や資源配分の効率・非効率性、成長領域の拡大・不採算部門の温存は、最終的には各事業の収益性に跳ね返るものである。そこで本節では多角化企業の超過企業価値と各事業の収益性の関係に着目し、多角化戦略の成否を分ける要因について確認する。

検証対象は前節までと異なり、多角化企業のみに限定し、第3節2項の超過企業価値と各事業の収益性の関係を回帰分析により確認する。収益性としては、営業利益 / 売上高、営業利益 / 資産総額の2通り

図表－10 多角化企業の超過企業価値と事業別の営業利益/売上高との関係（回帰結果）

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.56 *** (-4.83)	-0.90 *** (-6.33)	-0.70 *** (-6.44)	-0.86 *** (-7.16)	-0.77 *** (-7.17)
Ln(資産総額)	0.04 *** (4.29)	0.06 *** (5.41)	0.05 *** (5.59)	0.06 *** (6.70)	0.06 *** (6.69)
営業利益/売上高	3.05 *** (8.57)	5.09 *** (9.50)	3.60 *** (9.48)	3.61 *** (8.91)	2.75 *** (7.37)
実・予2期増収率	0.33 ** (2.20)	0.16 (0.87)	0.26 * (1.80)	-0.31 * (-1.67)	0.75 *** (5.21)
E/Sが専業中央値 を下回る事業割合	-0.17 *** (-3.59)	-0.04 (-0.70)	-0.10 ** (-2.28)	-0.13 ** (-2.59)	-0.09 * (-1.96)
サンプル数	426	385	438	353	368
修正決定係数	0.33	0.32	0.35	0.35	0.36

	2004	2005	2006	2007	2008
切片	-0.52 *** (-5.43)	-0.13 (-1.36)	-0.13 (-1.08)	-0.56 *** (-4.79)	-0.47 *** (-3.74)
Ln(資産総額)	0.04 *** (5.38)	0.01 (0.91)	0.00 (0.33)	0.04 *** (3.86)	0.04 *** (3.70)
営業利益/売上高	2.06 *** (8.04)	2.50 *** (10.32)	2.93 *** (9.93)	3.14 *** (9.00)	1.78 *** (4.59)
実・予2期増収率	0.58 *** (3.81)	0.21 ** (2.57)	0.83 *** (4.72)	0.44 ** (2.39)	0.03 (0.13)
E/Sが専業中央値 を下回る事業割合	-0.19 *** (-4.74)	-0.21 *** (-5.19)	-0.25 *** (-5.04)	-0.25 *** (-4.92)	-0.27 *** (-4.86)
サンプル数	450	461	485	454	440
修正決定係数	0.34	0.35	0.36	0.35	0.19

(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

図表－11 多角化企業の超過企業価値と事業別の営業利益/資産総額との関係（回帰結果）

	平均	2000	2001	2002	2003
切片	-0.66 *** (-5.77)	-0.97 *** (-6.86)	-0.79 *** (-7.43)	-0.96 *** (-8.11)	-0.86 *** (-8.21)
Ln(資産総額)	0.04 *** (4.36)	0.06 *** (5.47)	0.05 *** (5.62)	0.06 *** (6.66)	0.06 *** (6.84)
営業利益/売上高	3.49 *** (10.03)	5.49 *** (10.79)	4.12 *** (11.19)	4.12 *** (10.54)	3.15 *** (8.61)
実・予2期増収率	0.33 ** (2.19)	0.15 (0.85)	0.26 * (1.77)	-0.28 (-1.50)	0.77 *** (5.33)
E/Aが専業中央値 を下回る事業割合	-0.05 (-1.01)	0.05 (0.86)	0.01 (0.29)	-0.01 (-0.19)	0.01 (0.14)
サンプル数	426	385	438	353	368
修正決定係数	0.31	0.32	0.34	0.33	0.35

	2004	2005	2006	2007	2008
切片	-0.60 *** (-6.20)	-0.25 ** (-2.45)	-0.25 ** (-2.08)	-0.69 *** (-5.88)	-0.60 *** (-4.72)
Ln(資産総額)	0.04 *** (5.45)	0.01 (0.98)	0.01 (0.64)	0.04 *** (3.84)	0.04 *** (3.78)
営業利益/売上高	2.31 *** (8.97)	2.90 *** (12.02)	3.32 *** (11.39)	3.73 *** (10.87)	2.28 *** (5.91)
実・予2期増収率	0.63 *** (4.10)	0.20 ** (2.49)	0.79 *** (4.41)	0.43 ** (2.31)	-0.01 (-0.05)
E/Aが専業中央値 を下回る事業割合	-0.10 ** (-2.44)	-0.07 (-1.60)	-0.13 *** (-2.63)	-0.07 (-1.48)	-0.11 ** (-2.00)
サンプル数	450	461	485	454	440
修正決定係数	0.32	0.31	0.34	0.31	0.16

(注) 括弧内はt値。*は10%、**は5%、***は1%の水準で有意。

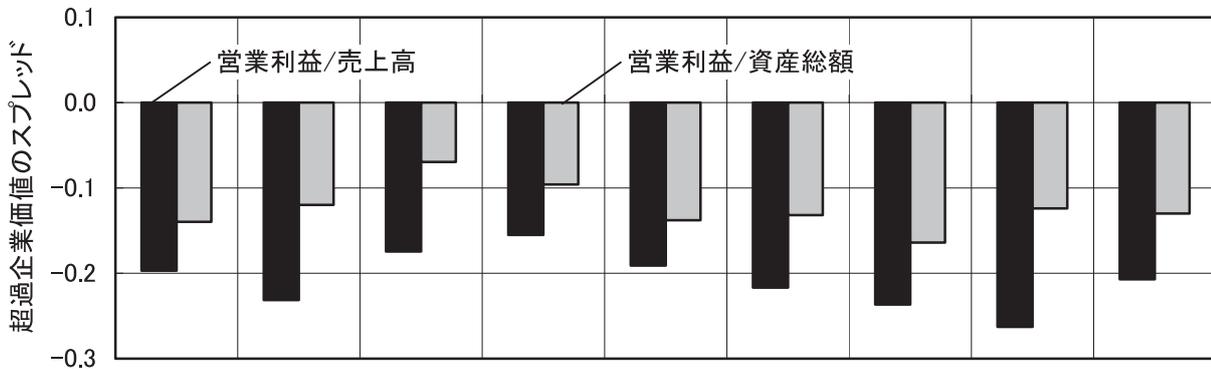
を考え、それぞれ各事業の専業の中央値を下回る事業割合(下回る事業数 / 全事業数)を説明変数として回帰分析する。この割合が高いほど低収益性の事業が多いことを意味するため、回帰係数はマイナスとなることが想定される。なお、コントロール変数、異常値処理については、第3節2項と同様とした。

図表-10に、営業利益 / 売上高の回帰結果を、図表-11に営業利益 / 資産総額の結果を示す。営業利益 / 売上高 (E / Sが専業中央値を下回る事業割合)の回帰係数は、概ね統計的に有意にマイナスとなっており、想定通り低収益性事業の割合が多い非効率な企業では、企業価値を毀損していると判断することができる。特に2004年以降で、その傾向が強くなっていることが伺える。一方、営業利益 / 資産総額 (E / Aが専業中央値を下回る事業割合)の回帰係数は、継続的に有意な結果が見られない。しかしながら、ここ数年、有意性が高まる傾向にあることは、営業利益 / 売上高の結果と合致するものと言える。

図表-12は、多角化企業の各事業の営業利益 / 売上高、営業利益 / 資産総額それぞれについて、専業企業の中央値を下回る事業割合をキーファクターとする2分位のポートフォリオを作成した時、事業割合の高いポートフォリオの平均超過企業価値から事業割合の低いポートフォリオの平均超過企業価値を差し引いたスプレッドを計算し、年別にグラフ化したものである。これによると、営業利益 / 売上高のスプレッドは各年ともマイナスとなっており、回帰結果と整合的であることがわかる。一方、営業利益 / 資産総額においても、営業利益 / 売上高ほどマイナス幅は大きくないが、回帰結果と異なり各年のスプレッドは全てマイナスとなっている。

以上から、多角化戦略で企業価値を創造するには、いかに収益性の低い事業を抑制するか、もしくは、各事業の収益性を改善するかがカギとなることを改めて確認できる。

図表-12 営業利益 / 売上高、営業利益 / 資産総額が専業中央値を下回る事業割合の水準別超過企業価値のスプレッド (高位-低位)



6 — まとめ

本稿により確認されたことをまとめると以下の通りとなる。

まず、検証方法に伴うものとしては、「企業価値」により多角化企業の専業企業に対する超過価値を計算する場合、総資産回転率(売上高 / 資産総額)や非営業資産 / 資産総額の多角化企業と専業企業の水

準の違いによって、検証結果にバイアス（誤差）が生じる可能性があることを指摘できる。コントロール変数にこれらの指標を加えることで、バイアスが抑制される可能性もある。しかしながら、超過価値すなわち多角化企業の実際の価値と理論的な価値の差についての回帰分析においては、コントロール変数に加えたとしても、十分にバイアスを排除できず、何らかの誤差が残ることが想定される。また、類似性の高い複数のファクターをコントロール変数として採用すると、多重共線性といった別の理由により、推定結果の信頼性が低下する可能性もある。このため本稿においては、総資産回転率を取ってコントロール変数に加えず、売上高、資産総額の2つの指標に基づいて計算される理論値の平均をとることで、バイアスの抑制を図った。また、非営業資産 / 資産総額については、「事業価値」による検証を合わせて実施することで、総合的な見地から多角化戦略の価値への影響を確認できるようにした。

次に、多角化戦略が価値を創造しているか、破壊しているかという点については、コントロール変数に採用した規模（資産総額の自然対数）、収益性（営業利益 / 売上高）、成長性（実績・予想2期増収率）の3つの要因による影響を取り除くと、「企業価値」、「事業価値」のいずれの観点においても、継続的な創造 / 破壊といった影響は観察されなかった。同様に、多角化戦略による「株式リターン」への影響も確認されなかった。「企業価値」での検証では、2007年、2008年に価値を破壊するとの見方もできるかもしれない。しかし上述のようなバイアスの影響や、「事業価値」、「株式リターン」での検証結果を踏まえると、なんらかの推定誤差、もしくは、一時的な現象であり、「コングロマリット・ディスカウント」と言った継続的な現象とは異なるものと判断するのが妥当と考えられる。そして、2000年以前のデータを使った過去の研究と異なる結果が得られたことは、企業経営を巡る様々な環境変化によって、多角化企業の経営が変わりつつあること、もしくは、開示内容の充実により経営者と投資家間の情報の非対称性が解消されつつあることを示す一つの証左と言えるかもしれない。もちろん、これは専業企業との比較においての変化であり、日本企業全体がより大きな価値創造を期待できる経営へと変化しているということまで言及するものではない。

最後に、多角化戦略を成功させる要因に関しては、多角化企業が価値を創造するためには、各事業の収益性を高めるといった専業企業にも当てはまるような一般的な要件が求められることを確認した。もちろん、収益性を高められるような経営システムや意思決定プロセスを整備し、多角化に伴う弊害を排除することが前提となるであろうことは想像に難くない。

「選択と集中」という言葉が、ここ十数年の間に繰り返し謳われている。しかしこれは事業を1つに絞ることを必ずしも意味するものではない。成熟しきった市場でのシェアの拡大や合理化による価値の創造には自ずと限界がある。だからこそ、多角化企業においては、自社の強みや弱みの分析と各事業の将来シナリオに基づいて、撤退・縮小すべき事業と、新規に進出・拡大すべき事業を選別し、ヒト・モノ・カネといった経営資源を成長が期待できる事業に適切に配分することが必要となる。大切なのは、収益性の高い事業ポートフォリオの構築を追求する姿勢を貫くことであり、それが企業価値の創造に繋がるものと言えよう。

【参考文献】

1. 井上剛、野間幹晴 (2007) 「多角化戦略と株主資本コスト－事業の関連性と組織構造－」、『証券アナリストジャーナル』、no.10,pp.84-97
2. 中野誠、吉村行充 (2004) 「多角化企業のバリュエーション－ファンダメンタルズと投資戦略による分析－」、『証券アナリストジャーナル』、no.1,pp.80-93
3. 平元達也 (2002) 「事業の多角化と企業価値」、『現代ファイナンス』、no.12,pp.31-55
4. Berger, P. and E. Ofek (1995) “Diversification’ s Effect on Firm Value,” *Journal of Financial Economics* vol.37,issue 1,pp.39-65
5. Comment, R. and G. A. Jarrell (1995) “Corporate Focus and Stock Returns,” *Journal of Financial Economics* vol.37,issue 1,pp.67-87
6. Easley, D, S. Hvidkjaer and M. O’ Hara (2002) “Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?,” *Journal of Finance* vol.57,no.5,,pp.2185-2221
7. Fama, E. F. and K. R. French (1992) “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance* vol.47,no.2,,pp.427-465
8. Fama, E. F. and K. R. French (1993) “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics* vol.33,issue 1,pp.3-56
9. Lamont, O. and C. Polk (2001) “The Diversification Discount: Cash Flow versus Returns,” *Journal of Finance* vol.56,no.5,pp.1693-1721
10. Lamont, O. and C. Polk (2002) “Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks,” *Journal of Financial Economics* vol.63,issue 1,pp.51-77
11. Lang, L. and R. Stulz (1994) “Tobin’ s q, Corporate Diversification, and Firm Performance,” *Journal of Political Economy* vol.102,no.6,pp.1248-1280
12. Lins, K. and H. Servaes (1999) “International Evidence on the Value of Corporate Diversification,” *Journal of Finance* vol.54,no.6,,pp.2215-2239
13. Villalonga, B. (2004) “Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series,” *Journal of Finance* vol.59,no.2,pp.479-506