

多角化ディスカウントに関する実証研究

中野 貴之

法政大学

要 旨

日本企業のグローバル化が急速に進展している。

多角化という用語は、狭義には事業多角化（商製品・サービス分野の多角化）だけを指すが、リスク・リターン構造の異なる領域に活動範囲を広げていくという点では地域多角化（生産・販売拠点のグローバル化）も多角化の一種である。

本研究の目的は、①事業多角化および②地域多角化が企業価値にいかなる影響を及ぼしているのか、またそのことに会計情報の開示はいかなる関係を有しているのかを検証することである。先行研究の多くは事業多角化のみを扱っているが、本研究の特徴は、地域多角化を含め網羅的な検証を行っている点にある。

本研究の重要な成果は、日本企業を対象として、以下の三点をはじめて発見したことである。すなわち、第一に、①事業多角化および②地域多角化とも企業価値に負の影響を及ぼしていること、第二に、これら負の影響は、事業別および地域別セグメント情報の質が高いほど緩和されうること、第三に、ただし非関連多角化など事業構造が複雑に過ぎる場合にはこの開示効果は見られなくなること、以上三点である。

これらのことは、日本企業のグローバル化が急速に進展する中、質の高い会計情報を自ら積極的に提供することは経済合理性に適う行動であるとともに一段と重要性を増していること、ただ、過度に多角化を進めることは、企業にとってこの情報開示効果を失わせるほどデメリットの大きい行動であるということを示唆している。

I. 研究目的

日本企業のグローバル化が急速に進展している。

多角化という用語は、狭義には事業多角化（商製品・サービス分野の多角化）だけを指すが、リスク・リターン構造の異なる領域に活動範囲を広げていくという点では地域多角化（生産・販売拠点のグローバル化）も多角化の一種である。

本研究は、①事業多角化および②地域多角化が企業価値にいかなる影響を及ぼしているのか、またそのことに会計情報の開示はいかなる関係を有しているのか、を検証する。

これら多角化が進展した企業は、投資家にとって「わかりにくい企業」である、換言すれば、情報の非対称性が大きい企業である。リスク・リターン構造の異なる事業・地域がない交ぜになっているため、投資家は、多角化が進展するほどその実態を見極めるのが難しくなるからである。

この点に関し、事業多角化によるディスカウントという現象が、国内外の資本市場において観察されている。これは、専業企業より、多角化企業の企業価値の方が有意に低い、という現象である。多角化企業は「わかりにくい企業」であることが、その一因と考えられている。このため、各事業部門の業績を詳しく報告するなど、わかりにくさを解消していけば、ディスカウントの一部は解消されるこ

とも明らかになっている。

しかし、これらは事業多角化に限った知見であり、地域多角化については十分な研究蓄積がなく、とくに日本企業を扱った研究は存在していない。近年、日本企業のグローバル化が急速に進展する中、地域多角化に対する市場の評価や会計情報の開示効果を系統的に検証することは重要である。以上の問題意識に基づいて、本研究では、事業多角化および地域多角化双方を含めた網羅的な検証を行っている。

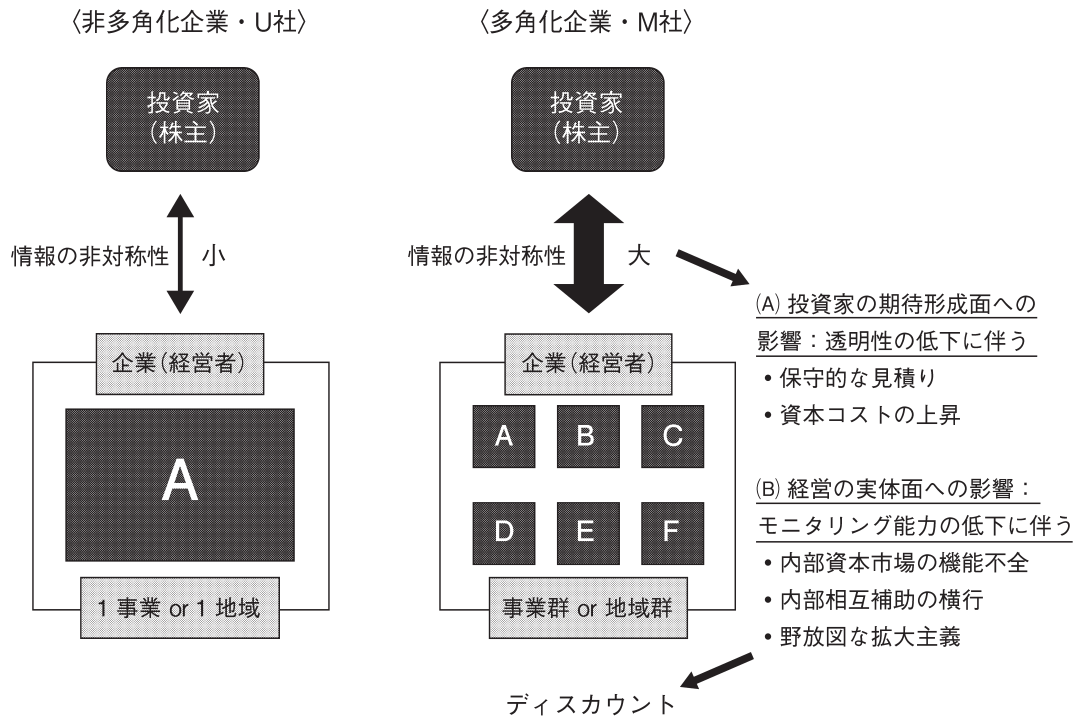
本研究の重要な成果は、日本企業を対象として、以下の三点をはじめて発見したことである。すなわち、第一に、①事業多角化および②地域多角化とも企業価値に負の影響を及ぼしていること、第二に、これら負の影響は、事業別および地域別セグメント情報の質が高いほど緩和されうること、第三に、ただし非関連多角化など事業構造が複雑に過ぎる場合にはこの開示効果は見られなくなること、以上三点である。

これらのことは、日本企業のグローバル化が急速に進展する中、質の高い会計情報を自ら積極的に提供することは経済合理性に適う行動であるとともに一段と重要性を増していること、ただ、過度に多角化を進めることは、企業にとってこの情報開示効果を失わせるほどデメリットの大きい行動であるということを示唆している。

本研究の構成は以下のとおりである。まず、多角化ディスカウントに関する理論を整理し

¹⁾ 日本旧セグメント開示基準（企業会計審議会「セグメント情報の開示基準」）は、①事業の種類別セグメント情報、②所在地別セグメント情報、③海外売上高の開示を求めていたが、新基準（企業会計基準委員会、企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」）は、いわゆるマネジメント・アプローチを採用し、画一的な開示方法を改めた。本研究では、事業別、地域別分割情報について、基本的に、事業別セグメント情報、地域別セグメント情報と呼ぶが、旧開示基準に基づく情報を具体的に指す場合には上記①～③の用語を用いることにする。

[図表 1] 非多角化企業と多角化企業



た上で、検証すべき仮説の導出を図る。続いて、リサーチデザインおよび検証結果を述べる。最後に、本研究の発見事項を要約するとともに、それらのインプリケーションについて言及することとした。

II. 多角化ディスカウントに関する理論および仮説

1. 多角化ディスカウントに関する理論

アナリストをはじめとする市場関係者は、多角化企業は「わかりにくい企業」であるとの認識をもっていることが多い。「わかりにくい企業」とは、換言すれば、投資家 (株主) と企業 (経営者) との情報の非対称性が

大きい企業、ということになる。本研究では、この「情報の非対称性」を鍵概念として、多角化ディスカウントの理論を整理する。以下、(1)事業多角化、(2)地域多角化の順に議論する。

(1) 事業多角化

事業多角化とは、全社を単一事業のみで支えるのではなく、事業種類を拡大し、多種類の事業で支え合う体制を構築していくことをいう。

図表 1 は、非多角化企業と多角化企業とを比較している。投資家が両業績を分析する際の手続は、どのように異なるか。

まず、非多角化企業・U社には A 事業という 1 事業しかないため、損益計算書を中心に分析を行えば基本的に終了する。一方、多角化企業・M社の損益計算書の数値は A

～Fの6事業群が混ざり合った総額情報であり、当該総額情報の分析だけでは業績の決定要因を正確に把握できないことから、事業別セグメント情報を併用し、各事業に関する分析も別々に行う必要がある。U社とM社の企業規模が同程度だとしても、事業数が多い分、単純に言えば、M社の分析にはU社の6倍の労力（分析コスト）を要するともいえる²⁾。

加えて、M社の分析には別の困難が伴う可能性もある。まず、事業別セグメント情報の質には差異がある。たとえば、M社が上記6事業を二つのセグメントで報告する場合などセグメント情報の質が低いとき、各事業の業績を正確に把握するのは難しい。また、各事業の分析には、業種に関する知識の蓄積が物をいうが、アナリストの担当企業は一般的に業種別に分けられ、特定の業種担当者としてキャリアを積んでいくため、A～Fのうち自らが専門外とする事業については必然的に分析精度が落ちる（Thomas, 2002）。

以上の特質を踏まえると、多角化企業は「わかりにくい企業」である、つまり情報の非対称性が大きい企業であるとする見方は、理に適っている。このような見方は、実証的にも支持される。アナリストが次期の利益を予測するとき、事業多角化が進展するほど誤差が大きくなることが判明しており（Dunn and Nathan, 1998；井上・野間, 2007）、この事実は、多角化に伴い情報の非対称性が大きくなることを物語っている。

多角化ディスカウントは、情報の非対称性が大きいという状況を出発点として、最終的に企業価値の低下に至る現象として説明することができる。その際、大別して二つのルートを識別することができ、それらが複合して企業価値低下の決定要因になっていると考えられる。

第一のルートは、(A)投資家の期待形成面への影響である。仮にU社とM社の本源的価値が同一だとしても、情報の非対称性が大きいという点は、証券に対する投資家の期待形成に影響を及ぼすに違いない。まず、M社の場合、投資家にとって各事業の透明性が低い分、それらの将来キャッシュ・フロー³⁾の見積はどうしても慎重になりがちである。加えて、M社の透明性の低さはリスク要因と見なされ、資本コストの上昇を招くと考えられる⁴⁾。

以上のとおり、U社とM社の本源的価値が同一だとしても、情報の非対称性が大きいという状況は証券に対する投資家の期待形成に影響を及ぼし、将来キャッシュ・フローに関する保守的な見積、および、資本コストの上昇を通じて、最終的に企業価値の低下を招くと考えられる。

第二のルートは、(B)経営の実体面への影響である。情報の非対称性が大きいとき、株主は経営者の行動や業績を十分に観察できず、モニタリング能力が低下する。もし、株主のモニタリングが有効に機能しなければ、株主の利益を反故にし、自らの利益を重視すると

²⁾ 多角化企業に関する分析について、詳しくは、中野（2009）を参照のこと。

³⁾ Nanda and Narayanan（1999）は、多角化企業について、市場は、企業の総額のキャッシュ・フローは観察できるが、個々の部門のキャッシュ・フローは観察できないため、証券評価を見誤るとするモデルを提示している。

⁴⁾ 実際、Lamont and Polk（2002）は多角化企業に対する要求リターンが相対的に高いこと、また井上・野間（2007）は多角化企業の資本コストが相対的に高いことを実証している。

いう経営者のインセンティブが大きくなる。

その際、経営者は、自らの権限拡大を目指して、採算を二の次とする事業拡大に走る可能性がある。また、多角化企業の長所は、本来、内部資本市場を通じて事業投資の効率性を高めることにあるが、株主のモニタリングが有効に機能しないとき、内部資本市場は機能不全に陥り、むしろ従業員の安定雇用を図るため部門間の相互補助が横行する可能性もある (Myers, Milgrom, and Roberts, 1992)。これらの事態に至れば、経営効率の低下という経営の実体面への影響が生じ、本源的価値そのものを毀損させるに違いない。

以上のとおり、情報の非対称性が大きいという状況を出発点として、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実体面への影響という二つのルートがつくられ、これらが複合して多角化ディスカウントに至ると考えられる。もちろん、この理論の出発点には情報の非対称性が位置づけられているため、それが大きくなるにつれて、(A)および(B)も拡大し、最終的なディスカウントの割合も大きくなるという関係にある。

(2) 地域多角化

地域多角化とは、事業活動地域を国内のみならず、グローバルに分散化させ、複数の国々・地域における事業活動によって支え合う体制を構築していくことをいう。端的に言えば、地域多角化とは、事業活動の地理的分散化、あるいは、多国籍化のことである。

前節と同様に、情報の非対称性の大小とい

う視点で見ると、事業多角化と地域多角化は類似している。図表1のとおり、「事業群」が「地域群」に入れ替わるだけで、その本質は同じであるといつてよい。ただし、情報の非対称性の大きさは、地域多角化の方が上回る可能性がある。

その理由として、まず、地域多角化に関する会計情報の特徴があげられる。具体的に、日本の旧セグメント開示基準の適用期間 (2010年3月31日以前に開始の事業年度) については、次の特徴がある。第一に、事業の種類別セグメント情報に比べ、所在地別セグメント情報の開示項目は少ない⁵⁾。第二に、所在地別セグメント情報は販売元ベース、海外売上高情報は販売先ベースで集計されているものの、後者には利益情報は含まれておらず、投資家がこれらの情報に基づいてグローバルなモノの流れや損益の発生を正確に跡づけるのは難しい⁶⁾。事業多角化に関する会計情報より、前者は量的に、後者は質的に劣る側面があったことを示している。

一方、新セグメント開示基準の下、いわゆるマネジメント・アプローチが導入されることによって多角化に関する会計情報が向上すると期待されている。ところが、地域多角化については必ずしもそうとは限らない。マネジメント・アプローチの下では、基本的に社内の業績評価単位を報告セグメントとするが、同単位を事業別に区分する企業については、地域別利益情報の開示を行う必要がなくなる。米国では、SFAS (Statement of Financial Accounting Standard: 財務会計基準書)

⁵⁾ 減価償却および資本的支出等、キャッシュ・フローの計算に必要な項目は所在地別セグメント情報には開示されていなかった。

⁶⁾ かかる見解は、日本のアナリストに対する聞き取り調査の知見によっている。本調査について、詳しくは、中野 (2009) を参照のこと。

131号「企業のセグメントおよび関連情報に関する開示」(1997年公表)によってマネジメント・アプローチを導入したが、同単位を事業別に区分する企業が多く、地域別利益情報の開示を取りやめる企業が多数に及んだことが判明している(Herrmann and Thomas, 2000)。つまり、新開示基準導入後、所在地別セグメント情報における利益情報がなくなり、地域多角化に関する会計情報は後退する可能性がある。

これらの会計情報に関する要因に加えて、地域多角化は、社会経済システムおよび文化的背景が異なる国々・地域で事業展開するとともに、為替リスクや政治リスクにもさらされる。地域多角化が進展するほどこれらの要因は複雑化し、投資家は、各地域における状況を正確に把握するのは困難となる。

以上のとおり、地域多角化をめぐる会計情報および諸環境を踏まえると、地域多角化の進展によって、事業多角化以上に、情報の非対称性の大きい状況がえられる可能性がある。したがって、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実体面への影響を通じ、最終的に多角化ディスカウントに至る規模も事業多角化以上に大きくなる可能性がある。

まず、(A)投資家の期待形成面への影響として、地域多角化の進展に伴い透明性が低下する分、将来キャッシュ・フローの保守的な見積、および、資本コストの上昇を通じて、企業価値の低下を招くと考えられる。

同様に、(B)経営の実体面への影響として、地域多角化の進展に伴い、各地域における事業活動の透明性が低くなるため株主によるモニタリング能力が低下し、経営者が採算を二の次とする事業地域の拡大に走る可能性もある。実際、Hope and Thomas (2008)は、

SFAS 131号適用後、地域別利益情報の開示を中止した企業において、海外売上高の規模が拡大する一方、海外利益率が低下するという現象が生じていることを特定している。これらの事実は、マネジメント・アプローチ導入後、情報の非対称性が大きくなった結果、株主のモニタリング能力が低下し、株主の利益に反する、地域多角化政策が推進されたことを示唆している。

以上のとおり、地域多角化についても、情報の非対称性が大きいという状況を出発点として、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実体面への影響という二つのルートがつくられ、これらが複合して多角化ディスカウントに至ると考えられる。しかも、情報の非対称性は、事業多角化の場合以上に大きくなる嫌いがあるため、多角化ディスカウントの規模も事業多角化以上に及ぶ可能性がある。

2. 仮説

以下、多角化ディスカウントに関する理論とそれらに関連する先行研究の成果を踏まえて、本研究において検証すべき仮説を導出していく。

まず、事業多角化については、上述の理論を裏づけるように、事業多角化によるディスカウントを肯定する先行研究が多い。海外では、Lang and Stulz (1994) および Berger and Ofek (1995) 等、数多くの研究が肯定するとともに、日本企業を対象とした研究としても、梅内 (2009) を除いて、平元 (2002)、中野・久保・吉村 (2002) および大坪 (2006) 等が事業多角化によるディスカウントを支持する証拠を蓄積している。ただし、これらの研究は、地域多角化の影響を考慮に入れておらず、かかる影響をコントロールし

てもなお、事業多角化によるディスカウントが生じているかどうかを検証する必要がある。

一方、地域多角化に関する影響を検証した先行研究はかなり限られている。その中で、Bodnar, Tang, and Weintrop (1997) は地域多角化がプレミアムを生んでいるとする証拠を提示する一方、Denis, Denis, and Yost (2002) および Kim and Mathur (2008) はディスカウントが生じているとする証拠を提示し、それらの見解は二分している。加えて、日本企業に関しては、地域多角化の影響を直接的に検証した研究は存在しておらず、⁷⁾ 上述の理論に沿って、日本企業において、実際、地域多角化によるディスカウントが生じているかどうかは不明である。

以上を踏まえ、事業多角化および地域多角化双方によるディスカウントが、実際、生じているかどうかを検証する必要がある。このため、第一に、以下の仮説（多角化ディスカウントの有無に関する検証）を設定する。

仮説 1.1：事業多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている。

仮説 1.2：地域多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている。

続いて、会計情報の開示効果に注目する。

上記の理論は、多角化企業は、投資家にとって情報の非対称性が大きい企業であるため、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実体面への影響が顕在化し、最終的に多角化ディスカウントの状態に陥る、ということ骨子としている。この理論の出発点は、

情報の非対称性であり、その程度に応じて、(A)および(B)、ひいては多角化ディスカウントの規模も変わってくるという関係にある。

したがって、もし、セグメント情報の質を高めるなど、多角化企業が質の高い会計情報を積極的に提供し、情報の非対称性を小さくする努力を払えば、(A)および(B)が縮小し、それらが複合して最終的な多角化ディスカウントが緩和されると考えられる。事実、この推論が妥当であることを証拠づける先行研究も存在する。

事業多角化によるディスカウントについて、Bens and Monahan (2004) は、事業別セグメントの分割の程度が高い場合など、会計情報の質が高まるほど同ディスカウントを緩和する効果があることを証拠づけている。

一方、地域多角化に関連する研究として、Hope, Kang, Thomas, and Vasvari (2009) は、SFAS 131 号適用後、地域別利益率を自発的に開示する場合に海外利益のプライシングに正の効果が及んでいるという証拠を提示している。同様に、浅野 (2010) も日本企業を対象として、所在地別セグメント情報の質が高いほど、海外利益のプライシングに正の効果が及んでいることを証拠づけている。これらの研究は、地域別セグメント情報の質が高い場合、市場はプラスに評価していることを証拠づけている。

ただし、日本では、多角化ディスカウントを対象として、会計情報の開示効果を直接検証した研究は存在しておらず、実際、その効果が発現しているかどうかは自明ではない。この点は、多角化企業が、質の高い会計情報

⁷⁾ 薄井 (2007) は、地域多角化の影響を直接検証した研究ではないが、海外売上高比率が高い場合には市場はプラスに評価する一方、連単倍率が高く、かつ、海外売上高比率が高い場合には市場はマイナスに評価するなどの証拠を提示している。

を提供するかどうかのインセンティブに関わってくるだけに重要な論点である。このため、第二に、以下の仮説（会計情報の開示効果に関する検証）を設定する。

仮説 2.1：事業多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ。

仮説 2.2：地域多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ。

III. リサーチデザイン

1. 測 度

上記の仮説では、(1)企業価値、(2)多角化の程度および(3)会計情報の質について検証する。検証方法の説明に入る前に、どのような測度を用いてこれらを計測するかについて決める必要がある。

(1) 企業価値

本研究では、企業価値の高・低を相対的に計測するため、企業価値/総資産倍率（VALUE）を用いる。これは、Tobin の q の推計値の一つである、いわゆるシンプル q である。⁸⁾

企業価値/総資産倍率（VALUE）

$$= \frac{\text{6月末時価総額} + \text{少数株主持分} + \text{負債総額}}{\text{総資産}} \quad (1)$$

前述の先行研究では、事業多角化と地域多角化の影響を計測する際、企業価値については、Berger and Ofek (1995) が開発した超過企業価値（excess value）をベースとする測度を用いている（Bodnar, Tang, and Weintrop, 1997；Denis, Denis, and Yost, 2002；Kim and Mathur, 2008）。この測度では、各社の企業価値/総資産倍率等に対して、「事業多角化なし、かつ、地域多角化なし」（国内専業企業）の業種別中位数をコントロール値とすることによって、事業多角化および地域多角化を図った場合に、企業価値がどの程度変化するかを直感的に把握できるよう設計されている。

ただし、日本企業については、先行研究の米国等と比べ、国内専業企業の割合が少なく、当該コントロール値を用いると誤差が大きくなると判断される。このため、本研究ではコントロール値を加味した測度を用いず、むしろシンプルに企業価値/総資産倍率を用いることにする。⁹⁾

(2) 多角化の程度

次に、事業多角化および地域多角化の程度については、公表セグメント情報に基づくハーフィンダール指数によって計測する。

事業多角化に関する HI（HI_B）

$$= 1 - \sum \left(\frac{\text{各事業別売上高}}{\text{連結売上高}} \right)^2 \quad (2)$$

⁸⁾ シンプル q は、Tobin の q に沿って取替価値等を用いた場合の推計値との相関係数が非常に高いことが明らかにになっている（Perfect and Wiles, 1994）。Lang and Stulz (1994) および大坪 (2006) は、Tobin の q に関する推計値を用いて、事業多角化によるディスカウントの検証を行っている。

⁹⁾ 本研究では、Berger and Ofek (1995) の超過企業価値をベースとした測度に基づいて計測してみたが、日本の場合、国内専業企業の割合が低いため、業種分類方法によって結果が変わるなど頑健ではなく、この測度を用いることのメリットよりもデメリットの方が大きいと判断された。

地域多角化に関する HI (HI_G)

$$= 1 - \sum \left(\frac{\text{各地域別売上高}}{\text{連結売上高}} \right)^2 \quad (3)$$

式(2)の各事業別売上高および式(3)の各地域別売上高には、事業の種類別セグメント情報および所在地別セグメント情報の「外部顧客に対する売上高」¹⁰⁾を用いる。これらの HI は、最小値：0、最大値：1 をとり、多角化の程度が高くなるにつれて、最大値：1 に向かって上昇する。1 事業（専業）または 1 地域（国内のみ）の場合には最小値：0 をとる。

これら HI_B および HI_G について、本研究では、各々、二種類計算した。すなわち、(a) 公表セグメント情報ベースの事業別売上高および所在地別売上高を用いたもの、ならびに、(b) 標準産業分類および地域分類をベースに(a)を再集計した、業種別売上高および地域別売上高を用いたもの、を計算した。

(a)は公表情報をそのまま利用しているため、企業の開示方針が含まれており、1 業種や 1 地域をいくつものセグメントに分割して報告している企業もある。このため、HI_B については、関連分野への多角化を含めて、多角化の程度を計測していることになる。

一方、(b)では、後述の財務データベースに付番されている、日本標準産業分類（中分類）および日経地域コード（①日本、②アジア、③欧州、④北米、⑤南米、⑥アフリカ、⑦オセアニア地域および⑧その他に分類）に基づいて、各業種別および地域別売上高を再集計した。この再集計により、1 業種や 1 地域をいくつものセグメントに分割して報告していたとしても、1 事業または 1 地域に見な

される。このため、HI_B については非関連多角化の程度を計測することになり、著しく多角化が進展しているかどうかを計測するのに適した測度となる。

(3) 事業多角化および地域多角化に関する会計情報の質

事業多角化および地域多角化に関する会計情報として、投資家が第一義的に用いるのはセグメント情報である。投資家は、それらの分割の程度が高いほど、各事業別および地域別の業績を深く把握でき、実際、上記の先行研究においても、事業多角化によるディスカウントに対して開示効果が発現していることが明らかになっている。これらのことから、本研究では、会計情報の質の測度としてセグメント情報の分割度 (DISSAG) を用いる。

事業別セグメント情報の分割度 (DISSAG_B)

$$= \frac{\text{事業の種類別セグメント数}}{\text{業種数}} \quad (4)$$

地域別セグメント情報の分割度 (DISSAG_G)

$$= \frac{\text{所在地別セグメント数}}{\text{地域数}} \quad (5)$$

ここで、式(4)の業種数、および、式(5)の地域数については、HI の計測と同様に、日本標準産業分類と日経地域コードに基づく。すなわち、業種数については日本標準産業分類中分類ベースに業種数をカウントする一方、地域数については、①日本、②アジア、③欧州、④北米、⑤南米、⑥アフリカ、⑦オセアニア地域および⑧その他をベースにカウント

¹⁰⁾ 後述のとおり、本研究の検証期間は旧セグメント開示基準適用期間に限られており、新開示基準に基づくデータは一切用いていない。

する。

2. 検証方法

以上の測度に基づいて、仮説1（多角化ディスカウントの有無に関する検証）および仮説2（会計情報の開示効果に関する検証）を検証する。その際、各社の企業価値の高・低は、多角化の程度および会計情報の質以外の要因の影響を受けることから、それらをコントロールしておく必要がある。

このため、まず仮説1（多角化ディスカウントの有無に関する検証）は、以下の回帰式に基づく多変量分析によって検証する。

$$\begin{aligned} \text{VALUE}_{it} &= \alpha + \alpha_1 + \beta_1 \text{HI}_{B_{it}} + \beta_2 \text{HI}_{G_{it}} + \beta_3 \text{LOGSIZE}_{it} \\ &+ \beta_4 \text{ROS}_{it} + \beta_5 \text{TURNOVER}_{it} \\ &+ \beta_6 \text{LEVERAGE}_{it} + \beta_7 \text{GROW}_{it} \\ &+ \beta_8 \text{OWN}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

ここで、LOGSIZE：企業価値（6月末時価総額＋少数株主持分＋負債総額）自然対数、ROS：売上高利益率（金融費用控除前経常利益/売上高）、TURNOVER：総資産回転率、LEVERAGE：総負債/総資産比率、GROW：予想売上高成長率（（経営者予想売上高－売上高）/売上高）およびOWN：少数特定者持株比率（（大株主上位10名および役員持株数）/発行済株式数）である（添え字*i*は企業、*t*は年次を表している）。これらは、多くの先行研究において、企業価値の高・低に影響を及ぼす要因として取り扱われているため、コントロール変数として含めている。¹¹⁾

式(6)の推計において、これらのコントロール変数による影響を取り除いた上で、HI_BおよびHI_Gの係数がゼロと有意に異なる負の値になれば、事業多角化および地域多角化が進展するほど、企業価値が低下しているということになり、仮説1は支持される。したがって、これらの係数の期待符号は負である。

続いて、仮説2（会計情報の開示効果に関する検証）の検証は、以下の回帰式に基づく多変量分析によって検証する。

$$\begin{aligned} \text{VALUE}_{it} &= \alpha + \alpha_1 + \beta_1 \text{HI}_{B_{it}} + \beta_2 \text{HI}_{G_{it}} \\ &+ \beta_3 \text{DISSAG}_{B_{it}} + \beta_4 \text{DISSAG}_{G_{it}} \\ &+ \beta_5 \text{LOGSIZE}_{it} + \beta_6 \text{ROS}_{it} \\ &+ \beta_7 \text{TURNOVER}_{it} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{it} \\ &+ \beta_9 \text{GROW}_{it} + \beta_{10} \text{OWN}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

式(7)は、式(6)に対して、仮説2に関する、事業別セグメント情報の分割度（DISSAG_B）、地域別セグメント情報の分割度（DISSAG_G）を追加している。これらの係数がゼロと有意に異なる正の値をとれば、仮説2は支持されることになる。したがって、これらの期待符号は正である。

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

¹¹⁾ これらのうち、OWNについては、内部所有者の持株比率が高いほどモニタリングが有効に機能し、事業多角化および地域多角化によるディスカウントを緩和する効果があることが証拠づけられているため（Denis, Denis, and Sarin, 1997； Kim and Mathur, 2008）、コントロール変数として含めている。

[図表 2] 基本統計量

	観測数	平均値	標準偏差	パーセンタイル				
				1	25	中位数	75	99
企業価値の水準								
企業価値/総資産倍率 (VALUE)	15,471	1.114	0.537	0.537	0.874	1.007	1.190	3.093
多角化の程度								
(a)公表セグメントベース：								
事業の種類別 HI (HI _B)	15,471	0.284	0.264	0.000	0.000	0.250	0.511	0.799
所在地別 HI (HI _G)	15,471	0.126	0.204	0.000	0.000	0.000	0.230	0.703
海外売上高 HI (HI _S)	15,471	0.193	0.256	0.000	0.000	0.000	0.467	0.665
(b)標準産業・地域分類ベース：								
事業の種類別 HI (HI _B)	15,471	0.211	0.233	0.000	0.000	0.112	0.421	0.741
所在地別 HI (HI _G)	15,471	0.125	0.203	0.000	0.000	0.00	0.230	0.700
海外売上高 HI (HI _S)	15,471	0.185	0.251	0.000	0.000	0.000	0.450	0.664
会計情報の質								
セグメント分割度：								
A. 事業の種類別 (DISSAG _B)	15,471	1.223	0.480	1.000	1.000	1.000	1.333	3.000
B. 所在地別 (DISSAG _G)	15,471	1.006	0.047	1.000	1.000	1.000	1.000	1.250
コントロール変数								
企業価値 (百万円) (SIZE)	15,471	379,844	1,414,837	5,296	25,858	64,086	191,709	6,273,353
ROS	15,471	0.055	0.088	−0.099	0.023	0.045	0.078	0.298
総資産回転率 (TURNOVER)	15,471	1.073	0.588	0.246	0.733	0.947	1.250	3.228
総負債/総資産比率 (LEVERAGE)	15,471	0.561	0.207	0.121	0.410	0.572	0.719	0.960
予想売上高成長率 (GROW)	15,471	0.035	0.231	−0.297	−0.005	0.027	0.065	0.457
少数特定者持株比率 (OWN)	15,471	0.488	0.152	0.176	0.376	0.470	0.605	0.802

IV. サンプルおよび多角化の動向

1. サンプルの選択

本研究では、次の条件を満たす企業群をサンプルとして選択する。

- ① 東京、大阪または名古屋証券取引所の第1部または第2部に、2000年～2009年に上場する3月決算企業（金融業を除く）であること。上場廃止企業を含むが、上場初年度および廃止年度は異常な値をとっている可能性があるため除外する。
- ② 12ヶ月決算であり、合併等を行っておらず、かつ、債務超過に陥っていないこと。

- ③ 連結財務諸表を公表し、日経 NEEDS Financial-Quest を通じて分析に必要な財務データおよび株価が入手可能であること。

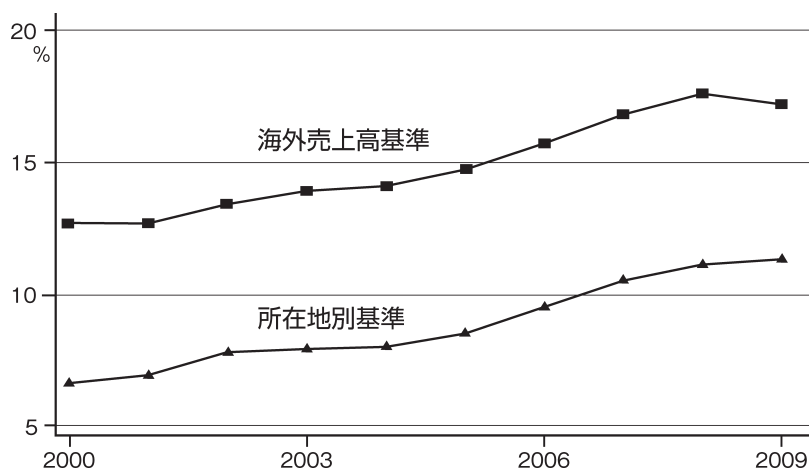
これらの条件を満たす企業群は、15,471社・年である。図表2は、本研究で用いる各種変数の基本統計量を示している。なお、外れ値に対処するため、各変数について、各年上下1%未満に属す値を各1%に読み替える処理を行っている。

2. 多角化の動向

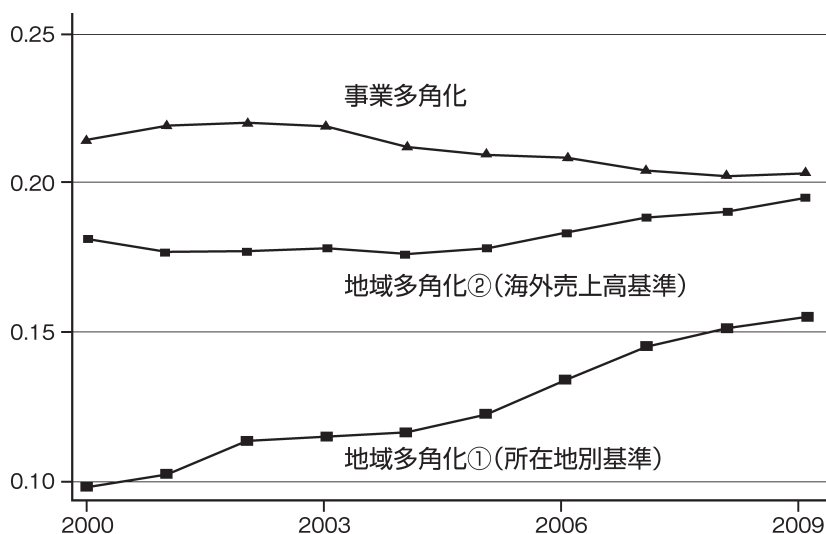
サンプル企業のデータをもとに、日本企業による多角化の動向を見ておく。

まず、図表3は日本企業の海外売上高比率の推移であり、①海外売上高基準と②所在地別基準双方の値をプロットしている。①は販

〔図表 3〕 日本企業の海外依存度



〔図表 4〕 日本企業の多角化の動向



売先ベース、②は販売元ベースの集計値であるため、簡単にいえば、①は輸出を含め日本以外の国々に販売した売上高比率、②は在外支店や在外子会社の売上高比率を示している。図表3によれば、2004年頃を境に、①海外売上高基準、②所在地別基準ともに急伸しており、日本企業の海外依存度は確実に高まっていることがわかる。

次に、図表4は、 HI_B および HI_G (標準産業・地域分類ベース) の推移である。 HI は、連結売上高に占める、各事業または地域の平均的な比率が低いほど高い値をとり、この値が高いほど、さまざまな事業または地域に分散していることを示す。まず、 HI_B は最近10年間を通じて右肩下りの傾向にあり、サンプル企業が「選択と集中」を行い、

事業投資の範囲を厳選してきていることを浮き彫りにしている。一方、 HI_G について目を引くのは、所在地別基準の推移である。海外売上高基準に対して、所在地別基準が急速な伸びを示している。この点は、輸出を含めた販売先はそう大きく変化していないのに対して、生産・販売拠点のグローバル化は2004年頃を境にして急速に進展していることを表している。

これらの推移を見るかぎり、日本企業にとって、地域多角化は重要な戦略的課題として位置づけられていることが改めてよくわかる。したがって、市場がこの現象をどのように評価し、かつ、そのことに会計情報の開示がいかなる関係を有しているかという点を解明することは喫緊の研究課題であるといえる。

V. 検証結果

1. 仮説1：多角化ディスカウントの有無に関する検証

以下、検証結果である。

図表5は、仮説1に関する検証結果を示している。前述のとおり、パネル分析を行っており、Hausman 検定によりモデルの特定化を行った結果、固定効果 (fixed effect) モデルを選択している。

仮説1に関する変数は HI_B と HI_G である。前述のとおり、それらの変数は、(a)公表セグメントベース、(b)標準産業・地域分類ベースという二種類の値を計算しており、推計1は(a)、推計2は(b)を含めた場合の結果を示している。

それらの係数は少なくとも5%水準でゼロと有意に異なる負の値をとっており、仮説1.1 (事業多角化が進展するほど、企業価値

はディスカウントされている)、および、仮説1.2 (地域多角化が進展するほど、企業価値はディスカウントされている) 双方を支持する結果となっている。また、同係数の t 値を見ると、 HI_B よりも HI_G の方が一層高い値をとっていることから、投資家は、事業多角化以上に、地域多角化の進展を負の要因として強く捉える傾向がある。

以上のとおり、事業多角化および地域多角化とも企業価値に負の影響を及ぼしているが、とくに地域多角化についてその傾向が強いといえる。前述の理論では、情報の非対称性は地域多角化について一層大きいと予想しており、この結果はそれと整合的である。

2. 仮説2：会計情報の開示効果に関する検証

続いて、図表6は、仮説2 (会計情報の開示効果に関する検証) の検証結果を示している。Hausman 検定によりモデルの特定化を行った結果、固定効果モデルを選択している。

仮説2に関する変数は $DISSAG_B$ および $DISSAG_G$ であり、図表5の回帰式にこれらの変数を追加して推計を行っている。これらの変数を加えても、仮説1に関する変数 (多角化の程度) の係数に大きな変化はなく、少なくとも5%水準でゼロと有意に異なる負の値をとり続けている。

仮説2の変数については、推計1において、 $DISSAG_B$ および $DISSAG_G$ とも少なくとも5%水準でゼロと有意に異なる正の値をとっており、仮説2.1 (事業多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ)、および、仮説2.2 (地域多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ) 双方を支持する結果となって

[図表 5] 検証結果(Ⅰ)：仮説Ⅰ

被説明変数： VALUE	推計 1	推計 2
説明変数： 多角化の程度		
(a)公表セグメントベース：		
HI _B	-0.1072 [-4.25]***	
HI _G	-0.3126 [-9.63]***	
(b)標準産業・地域分類ベース：		
HI _B		-0.062 [-2.54]**
HI _G		-0.312 [-9.55]***
コントロール変数		
LOGSIZE	0.605 [73.06]***	0.604 [72.96]***
ROS	0.464 [7.48]***	0.480 [7.76]***
TURNOVER	0.411 [34.68]***	0.411 [34.62]***
LEVERAGE	-0.319 [-10.23]***	-0.318 [-10.20]***
GROW	0.535 [26.38]***	0.536 [26.42]***
OWN	0.166 [5.68]***	0.166 [5.67]***
切片	-5.937 [-64.43]***	-5.945 [-64.52]***
年次ダミー	yes	yes
Hausman 検定	fixed	fixed
観測数	15,471	15,471
個体数	1,981	1,981
Overall R ²	0.140	0.140

(注)

・[] 内は t 値を示している。

*：p<0.1, **：p<0.05, ***：p<0.01

いる。これらの結果は、事業多角化および地域多角化に関する会計情報の質が高いほど、両多角化によるディスカウントを緩和することを証拠づけており、事業多角化または地域多角化が進展した企業が、質の高い会計情報を提供し、自ら情報の非対称性を小さくする努力を払うことは経済合理性に適う行動であ

ることを示している。

次に、推計 2 において、DISSAG_G は 10 %水準でゼロと有意に異なる正の値をとっており、推計 1 と同様に、仮説 2.2（地域多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ）については支持される。一方、推計 2 において、DISSAG_B の係数は

[図表 6] 検証結果(2)：仮説 2

被説明変数： VALUE	推計 1	推計 2
説明変数： 多角化の程度		
(a)公表セグメントベース：		
HI _B	-0.129 [-4.87]***	
HI _G	-0.324 [-9.88]***	
(b)標準産業・地域分類ベース：		
HI _B		-0.055 [-2.14]**
HI _G		-0.318 [-9.71]***
会計情報の質 セグメント分割度：		
DISSAG _B	0.026 [2.91]***	0.007 [0.76]
DISSAG _G	0.154 [2.02]**	0.144 [1.90]*
コントロール変数		
LOGSIZE	0.604 [73.01]***	0.604 [72.89]***
ROS	0.465 [7.50]***	0.483 [7.80]***
TURNOVER	0.409 [34.51]***	0.410 [34.59]***
LEVERAGE	-0.316 [-10.15]***	-0.317 [-10.18]***
GROW	0.535 [26.36]***	0.536 [26.42]***
OWN	0.163 [5.59]***	0.165 [5.65]***
切片	-6.109 [-51.16]***	-6.095 [-51.05]***
年次ダミー	yes	yes
Hausman 検定	fixed	fixed
観測数	15,471	15,471
個体数	1,981	1,981
Overall R ²	0.140	0.140

(注)

・[] 内は t 値を示している。

*：p<0.1, **：p<0.05, ***：p<0.01

ゼロと有意に異なる正の値をとっておらず、
仮説 2.1（事業多角化に関する会計情報の質
が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ）は、

推計 2 においては支持されないという結果に
なった。

以上のとおり、仮説 2 は概ね支持されたも

の、推計2においてのみ、仮説2.1（事業多角化に関する会計情報の質が高いほど、企業価値に正の効果が及ぶ）が支持されなかった。つまり、(b)標準産業・地域分類ベースのHI_Bによって事業多角化の影響を捉えたとき、会計情報の開示効果は見られなくなる。前述のとおり、(b)標準産業・地域分類ベースのHI_Bは非関連分野への多角化の程度を計測したものであり、事業多角化が著しく進展しているかどうかを計測するのに適した測度である。

この測度によって事業多角化の影響を捕捉するとき、会計情報の開示効果が見られなくなるということは、非関連多角化として企業の事業構造が著しく複雑に及ぶ場合に、事業多角化に関する情報の質を高めても、多角化ディスカウントを緩和する効果は生じないということを示している。このことは、事業構造自体が過度に複雑になっている場合に、いくら丁寧な説明をしたとしても、その効果は自ずと限られるということを示唆しているといえる。

VI. 本研究の発見事項とインプリケーション

1. 主な発見事項

本研究では、①事業多角化および②地域多角化が企業価値にいかなる影響を及ぼしているか、またそのことに会計情報の開示はいかなる関係を有しているか、を検証した。

本研究の重要な成果は、15,471社・年という大規模なサンプルに基づいて、日本企業を対象として、以下の諸点をはじめて発見したことである。

第一に、事業多角化および地域多角化とも、

企業価値に負の影響を及ぼしていることを発見した。先行研究を通じて、日本企業の事業多角化によるディスカウントは証拠づけられてきたものの、事業多角化および地域多角化双方が企業価値に負の影響を及ぼしていることを特定したのは本研究がはじめてである。

第二に、これらの負の影響は、事業別および地域別セグメント情報の質が高いほど緩和されうることを見出した。質の高いセグメント情報の提供は、情報の非対称性を小さくするため、企業価値に正の効果を及ぼすことが明らかになった。

第三に、ただし、非関連多角化が進展するなど、事業構造が複雑に過ぎる場合にはこの開示効果は見られなくなることを発見した。事業構造自体が過度に複雑であるとき、いくら丁寧な説明をしたとしても、その効果は自ずと限られることが明らかになった。

2. インプリケーション

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

前述の理論によれば、多角化ディスカウントは、情報の非対称性が大きいという状況を出発点として、(A)投資家の期待形成面への影響、および、(B)経営の実体面への影響というルートがつくられ、それらが複合して企業価値が低下するという現象として理解することができる。本研究を通じて、実際、日本企業において多角化ディスカウントが生じており、とくに地域多角化に関してその傾向が強いことが明らかになった。

その一方で、質の高い会計情報の提供によって、上記(A)および(B)が抑えられ、同ディスカウントの一部は解消できることも実証された。以上の知見を踏まえると、経営者が、質の高い会計情報をはじめ企業情報の開示に積

極的姿勢をとり、(A)や(B)を抑える努力を払うことは経済合理性に適った行動であり、日本企業のグローバル化が進展する中、一段と重要性を増している、と考える。

その際、多角化に関して質の高い会計情報を提供する必要があるが、前述のとおり、新セグメント開示基準には一定の問題点がある。すなわち、マネジメント・アプローチの下、地域別利益情報の開示が事実上任意となり、地域多角化に関する会計情報が市場全体として大幅に後退する可能性があるのである。日本企業による地域多角化が進展し、地域多角化に関する会計情報の提供が求められているだけに、開示実態や効果の検証を踏まえつつ、現行規定の妥当性について十分な検討を行う必要がある。

この他、非関連多角化が進展するなど事業構造が複雑に過ぎるとき、会計情報の開示効果は発現しないことも明らかになった。この点、過度に多角化を進めることは、情報開示効果を失わせるほどデメリットの大きい行動であるということを示唆している。

本研究の特徴は、日本企業のグローバル化が進展している状況を踏まえて、事業多角化と地域多角化によるディスカウントの有無と、それらに対する会計情報の開示効果を検証したことである。多角化ディスカウントには、情報開示効果の他、ガバナンス・システムや社内調整システムの有効性等が関係していると推測される。時価総額が大きく、日本経済に対するインパクトの大きい企業ほど、事業多角化や地域多角化が進展している。それだけに、ガバナンス・システムや社内調整システムの有効性等、本研究で注目した以外の側面も含めて十分検証を積み重ね、多角化戦略とそれに対する各種システムの効果を系統的に明らかにしていくことが重要である。

【参考文献】

- Bens, D. A. and S. J. Monahan (2004), "Disclosure Quality and the Excess Value of Diversification," *Journal of Accounting Research* 42 (4) : 691-730.
- Berger, P. G. and E. Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37 (1) : 39-65.
- Bodnar, G. M., C. Y. B. Tang, and J. Weintrop (1997), "Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification," Working Paper, Johns Hopkins University.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification," *Journal of Finance* 52 (1) : 135-160.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and K. Yost (2002), "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value," *Journal of Finance* 57 (5) : 1951-1979.
- Dunn, K. A. and S. Nathan (1998), "The Effect of Industry Diversification on Consensus and Individual Analysts' Earnings Forecasts," Working Paper, CUNY-Baruch College.
- Herrmann, D. and W. B. Thomas (2000), "An Analysis of Segment Disclosures under SFAS No. 131 and SFAS No. 14," *Accounting Horizons* 14 (3) : 287-302.
- Hope, O., T. Kang, W. B. Thomas, and F. Vasvari (2009), "The Effects of SFAS 131 Geographic Segment Disclosures by US Multinational Companies on the Valuation of Foreign Earnings," *Journal of International Business Studies* 40 (3) : 421-443.
- Hope, O. and W. B. Thomas (2008), "Managerial Empire Building and Firm Disclosure," *Journal of Accounting Research* 46 (3) : 591-626.
- Kim, Y. S. and I. Mathur (2008), "The Impact of Geographic Diversification on Firm Performance," *International Review of Financial Analysis* 17 (4) : 747-766.
- Lamont, O. A. and C. Polk (2002), "Does Diversification Destroy Value?: Evidence from the Industry Shocks," *Journal of Finan-*

- cial Economics* 63 (1) : 51-77.
- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz (1994), “Tobin’s q , Corporate Diversification, and Firm Performance,” *Journal of Political Economy* 102 (6) : 1248-1280.
- Myers, M., P. Milgrom, and J. Roberts (1992), “Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes,” *Journal of Economics and Management Strategy* 1 (1) : 9-35.
- Nanda, V. and M. Narayanan (1999), “Disentangling Needs: Financing Needs, Firm Scope and Divestitures,” *Journal of Financial Intermediation* 8 : 174-204.
- Perfect, S. B. and K. W. Wiles (1994), “Alternative Constructions of Tobin’s q : An Empirical Comparison,” *Journal of Empirical Finance* 1 (3-4) : 313-341.
- Thomas, S. (2002), “Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Analysts’ Forecasts and Earnings Announcements,” *Journal of Financial Economics* 64 (3) : 373-396.
- 浅野敬志 (2010) 「所在地別セグメント情報の質と海外利益の評価」, 『経営分析研究』 26 : 98-110.
- 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』 45 (10) : 84-97.
- 薄井彰 (2007) 「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」, 『国際会計研究学会年報2006年度』 : 61-74.
- 梅内俊樹 (2009) 「多角化戦略が企業の価値に及ぼす影響について」, 『ニッセイ基礎研究所報』 55 : 1-18.
- 大坪稔 (2006) 「日本企業における多角化の過小評価問題に関する実証研究」, 『経営財務研究』 25 (1) : 31-46.
- 中野貴之 (2009) 「投資家による連結会計情報の利用メカニズム」, 『産業経理』 69 (1) : 78-88.
- 中野誠・久保直也・吉村行充 (2002) 「多角化企業の財務構造とバリュエーション」, 『証券アナリストジャーナル』 40 (12) : 76-91.
- 平元達也 (2002) 「事業の多角化と企業価値」, 『現代ファイナンス』 12 : 31-55.
- (付記) 本論文は、国際会計研究学会第27回研究大会自由論題報告の内容をもとに加筆・修正したものである。なお、本研究は科学研究費補助金・基盤研究C(課題番号21530479)の成果の一部である。