



多角化



目次

- 多角化とは
- 多角化の目的
- 多角化の種類
- 多角化のメリット・デメリット

- 実証研究レビュー①
 - 研究の背景・先行研究・仮説・サンプルとデータ・結果
- 実証研究レビュー②
 - 研究の背景・先行研究・仮説・分析方法・結果・追加検証

- まとめ・感想

多角化とは

企業が主力事業とは異なる複数の事業に進出し、複数分野で事業を展開する戦略

アンゾフの成長戦略マトリックス

- 市場浸透戦略（既存製品→既存市場）
- 市場開拓戦略（既存製品→新市場）
- 製品開発戦略（新製品→既存市場）
- **多角化戦略（新製品→新市場）**



多角化の目的

目的	内容
リスク分散	1つの事業が不振でも他でカバー
シナジー効果	技術・ノウハウの共有による効率化
その他	内部資本市場の活用・成長機会の確保

多角化の種類

① 水平型多角化戦略

→企業が保有している技術を活用し、それまでと似た市場に対して新製品を投入する

(例) 自動車メーカーがバイクや建設車両を生産



多角化の種類

② 垂直型多角化戦略

→ サプライチェーンの川上（供給側）や川下（顧客側）に拡大する戦略

（例）飲食チェーン店が生産・流通・加工の工程まで担う



多角化の種類

③ 集中型多角化戦略

→ 既存製品と**関連のある製品**を新たな市場に売り込む戦略

(例) テレビを製造していた企業がカーナビを製造

多角化の種類

④ 集成型（コングロマリット型）多角化戦略

→ 既存製品・既存市場と全く異なる新たなビジネスを展開していく戦略

（例）コンビニエンスストアがATM手数料を得る目的で銀行へ進出

多角化のメリットとデメリット

(メリット)

- ・シナジー効果
財務シナジー・オペレーティングシナジー
- ・景気変動による企業収益のブレを軽減する分散効果

(デメリット)

- ・経営者の専門性の低下
- ・経営資源の分散
- ・企業のコストを潜在的に高める可能性

シナジーの存在は事業の成功を保証するものではない



多角化で始めた事業が不採算化し、それを企業が抱え込み続ければ
多角化の企業価値への影響はマイナスになる

実証研究レビュー①

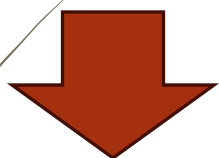
牛島辰雄

「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」 (2015)

→日本企業にも多角化ディスカウントは存在するか、日本企業の多角化とガバナンスはどう関係しているかを検討する

研究の背景

- 多角化が企業価値の向上に結びついていないのではという問題意識
→ 「選択と集中」という掛け声の元に、事業分野の絞り込みを行ってきた



多角化ディスカウントの推計に必要な連結ベースの事業セグメント情報が体系的に取得できるようになったのは今世紀から

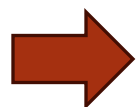
多角化した日本企業が同じ産業の専門企業に比べ、投資家からディスカウントされているかどうかは十分に明らかではない

先行研究

①1992～1994の期間について日本企業の多角化ディスカウントを計測
→10%ほどのディスカウントを発見、系列が非効率な多角化を生み出す可能性（Lins and Servaes, 1999）

②1995年度における東証上場企業の釣果価値を計測し、10%程度の多角化ディスカウントを見出した（平元, 2002）

③製造業140社の多角化を長期(1973～1998)に計測し、多角化企業のトービンのQが専業企業より低いこと、関連性が弱い多角化企業で顕著（Fukui and Ushijima, 2007）



- ・ 2000年以降の状況について十分な分析がなされていない
- ・ 多角化と企業価値の関係は、今世紀に入ってから変化している可能性

本研究の仮説①

日本企業にも多角化ディスカウントが存在する

多角化した米国企業が同じ産業で活動する代表的な専業企業のポートフォリオに
比べて株式市場から著しく低く評価されている



日本においても投資家からディスカウントされているかどうかは明らかではない

本研究の仮説②

ガバナンス・システムは企業の多角化行動に影響がある

多角化した時の意思決定に影響したのは当時のガバナンス・システムであり、現在のものではない

→ 専業企業であった企業が多角化企業となる確率が企業のガバナンス特性によりどう変化するかを分析

→ 多角化していた企業が多角化をやめ、専業企業となる確率を求める

サンプルとデータ

- ・ 期間...2004年～2012年
- ・ 企業...株式公開しており、データに問題のないすべての日本企業〈金融機関除く〉
- ・ 多角化企業の定義...日本標準産業分類コードの細分類ベースで複数のセグメントを持つ企業
- ・ 超過価値...6月末の株式時価総額と6月以前の直近本決算の負債簿価を用いて計測
 - 実際の企業価値（時価総額と負債簿価の和）＞帰属価値（全事業セグメントの評価値）
...超過価値プラス
 - 実際の企業価値（時価総額と負債簿価の和）＜帰属価値（全事業セグメントの評価値）
...超過価値マイナス
- ・ 評価乗数...専業企業が5社以上確保できる最も詳細な産業レベルで定義

多角化と企業価値

表1 サンプル企業の多角化、企業価値とガバナンス指数の推移

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

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

(読み取れること)

・2011年以降に多角化した企業の多くが、多角化度の程度の低い企業である

・多角化企業は専門企業に比べて超過価値が低い

・指数の値は観測期間を通じて上昇する基調にあり、日本のガバナンスは改善傾向にあるといえる

回帰変数の記述統計量の比較

表2 回帰変数の記述統計量の比較

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

多角化企業と専門企業の企業価値は有意に異なる
→多角化以外の要因に由来する可能性を示す



ガバナンス指数とサブ指数の平均は、全
て多角化企業の方が専門企業よりも低く
なっている→**多角化企業は専門企業より
もガバナンスの質が低い**

(注) カギカッコ内は観測値数。

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

多角化ディスカウントの推計

表3 多角化ディスカウントの推計

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

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

表3→ガバナンス要因を除いたモデルの推計結果

・多角化ダミーの係数はマイナスであり、他の条件一定として、**多角化企業は同じ産業の代表的専門企業よりも低く**評価される傾向〈平均ディスカウントは約6.9%〉

・セグメント係数は**有意に負**であり、**事業セグメントが大きくなるほどディスカウントが大きくなる**

△（2）の結果は専門企業と多角化企業の違いであり、多角化企業間の違いではない

表6 専業企業の多角化確率のプロビット推計結果

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

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

(1) ガバナンスの指数を用いた推計結果
ガバナンス指数の係数はマイナスであるが
有意でない

(2) サブ指数をも言いた推計結果
取締役会の指数は企業価値との強い相関
多角化確率に対しては有意な効果なし
情報開示の効果は有意にマイナスであり、
→**情報提供の意識の高い企業ほど多角化し
にくい傾向**

(3) 取締役会に関わる2変数の効果は有
意でない
持ち合い比率の計数は有意にプラス
**持ち合いで守られている企業ほど多角化し
やすい傾向**

表7 專業回帰確率のプロビット推計

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

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

多角化企業の專業回帰のプロビット推計の結果

(1) ガバナンス指数を用いた推計
 ガバナンス指数の計数は有意にプラス
 →ガバナンス・システムにより経営者が強く律せられている企業ほど專業化する確率が**高い**

(2) サブ指数を用いた推計
 取締役会と所有構造の係数がプラス、1%水準で有意

(3) 個別ガバナンス変数を用いた推計
 取締役人数の係数が有意にマイナス
 →取締役会がコンパクトで有質的な議論が行われやすい企業ほど、專業化に踏み切りやすい

表6 専業企業の多角化確率のプロビット推計結果

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

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

表7 専業回帰確率のプロビット推計

	(1)	(2)	(3)
ガバナンス指数	0.037 *** (0.010)		
取締役会指数		0.063 *** (0.020)	
所有構造指数		0.043 *** (0.020)	
情報開示指数		-0.007 (0.024)	
取締役人数			-0.027 *** (0.009)
独立社外取締役比率			0.324 (0.206)
外国人持株比率			0.482 * (0.283)
持合い比率			-0.361 (0.314)
経営者持株比率			-0.125 (0.194)
事業セグメント数	-0.338 *** (0.032)	-0.339 *** (0.032)	-0.336 *** (0.032)
総資産（対数）	-0.094 *** (0.018)	-0.082 *** (0.019)	-0.085 *** (0.025)
EBITDA/売上高	-0.097 (0.257)	-0.090 (0.256)	-0.075 (0.259)
純損失ダミー	0.187 *** (0.061)	0.173 *** (0.062)	0.165 *** (0.062)
資本支出/売上高	-0.309 (0.383)	-0.332 (0.385)	-0.297 (0.379)
研究開発費/売上高	0.081 (0.648)	0.072 (0.649)	-0.012 (0.662)
マーケティング費/売上高	2.298 *** (0.549)	2.270 *** (0.552)	2.423 *** (0.552)
有利子負債/株式時価総額	0.028 (0.018)	0.024 (0.018)	0.021 (0.018)
産業内の多角化企業比率	-0.513 *** (0.124)	-0.526 *** (0.135)	-0.557 *** (0.135)
対数尤度	-1601.6	-1599.1	-1597.8
疑似決定係数	0.137	0.138	0.138
観測値数	12,320	12,320	12,320

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

純損失ダミーの係数が有意にプラス
→**専業回帰は業績の悪化した局面で**
行われる

多角化企業比率の効果
多角化率については有意にプラス
専業化率については有意にマイナス
→**産業により多角化の機会や経済性**
が大きく異なる

セグメントの係数はマイナス
→**多角化の進んだ企業ほど専業化する確率は低くなる**

本研究の結果

仮説① 日本企業にも多角化ディスカウントが存在する

→支持された（多角化企業は同じ産業の代表的専業企業よりも低く評価される傾向
平均ディスカウント 6.9%）

仮説② ガバナンス・システムは企業の多角化行動に影響がある

→支持された

（・ガバナンスは企業の多角化行動に影響し、多角化の始まりと終わりでガバナンスの効果が大きく異なる、

・多角化終了の意思決定における**ガバナンスの役割は大きく、規律の強さに応じて企業が**専業化する確率**が変わる）**

実証研究レビュー②

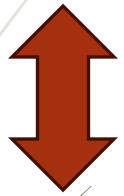
川崎博久

「日本企業の多角化ディスカウントに関する実証研究 ― 多角化度の判定とその影響―」（2023）

→多角化度と企業価値の関係を分析し、関連多角化企業と非関連多角化企業それぞれに生じているディスカウントの比較も行う

研究の背景

多角化は、シナジー効果や「範囲の経済」で企業に競争優位をもたらす



一方で

外部投資家は自身で分散投資を行うことで、低コストで同様の効果を得られるため、**企業に多角化を求めるインセンティブが乏しい**

多角化ディスカウント
の発生

→多角化企業の企業価値は過小評価される傾向がある

先行研究

① 多角化には「適度なバランス」が重要である

- ・ **過度な多角化は逆効果**（吉原ら（1981）・池田（2013））
- ・ 関連多角化の方が、利益率や企業価値の面で有利の傾向

② 多角化企業は、専業企業に比べて企業価値が低い傾向がある（＝多角化ディスカウント）

- ・ 特に**非関連多角化の方が悪影響が大きい**という傾向が見られる（牛島（2015））

③ 関連多角化 vs 非関連多角化 の効果には研究間で差異がある

- ・ 平元（2002）「関連でも非関連でもディスカウントがある」
- ・ 中野・久保・吉村（2002）「関連多角化にはディスカウントは見られない」

→研究ごとに結果が一致していない

（**多角化の定義や多角化度の測定方法によって評価が異なる**ことを示している）

仮説①

現代の日本企業において、多角化度が高いと企業価値が低くなる
多角化ディスカウントが生じている

- ・ 経営が複雑になり、企業の中身がわかりにくくなるため、投資家が企業のコンセプトや戦略を把握することが出来ず、株を買わなくなってしまう

→ 企業価値の低下

仮説②

非関連多角化企業は関連多角化企業よりも多角化によるディスカウントが大きい

- ・無関係な分野に多角化することで、シナジー効果も出づらく、より企業の魅力が見えにくくなる

分析方法の概要

- 期間：2000～2020年
- 分類方法：企業の事業セグメントを、日本標準産業分類（JSIC）を用いて再分類
- 企業を以下の3つに分類
 - 専門企業
 - 関連多角化企業
 - 非関連多角化企業
- 企業価値の指標：「シンプルQ（Tobin's Qの簡易版）」を使用

具体的な分析手法

多角化度の測定方法

→各事業の売上構成比を元にHHI（ハーフィンダール・ハーシュマン指数）を計算。



- これをもとに多角化度を数値化
- 企業価値との影響を回帰分析を用いて検証

回帰分析の結果

表4 推定結果（全期間）
（多角化程度：DivHfの場合）

	固定効果（多角化程度：DivHf）					
	報告値	4桁	3桁	2桁	大分類	組合せ
ROS	2.439*** (0.152)	2.439*** (0.152)	2.440*** (0.152)	2.441*** (0.152)	2.467*** (0.15)	2.439*** (0.151)
財務レバレッジ	0.385*** (0.064)	0.386*** (0.064)	0.383*** (0.064)	0.391*** (0.064)	0.391*** (0.064)	0.392*** (0.063)
総資産回転率	0.223*** (0.024)	0.223*** (0.024)	0.223*** (0.024)	0.223*** (0.024)	0.219*** (0.024)	0.221*** (0.024)
M.share	-0.280** (0.093)	-0.285** (0.093)	-0.283** (0.093)	-0.286** (0.093)	-0.294** (0.094)	-0.288** (0.093)
Grow	0.426*** (0.033)	0.426*** (0.033)	0.427*** (0.033)	0.427*** (0.034)	0.422*** (0.033)	0.427*** (0.033)
従業員数	-0.198*** (0.021)	-0.198*** (0.021)	-0.198*** (0.021)	-0.197*** (0.021)	-0.197*** (0.021)	-0.196*** (0.021)
DivHf（報告値）	-0.090* (0.037)					
DivHf4		-0.116*** (0.033)				-0.240*** (0.054)
DivHf3			-0.123*** (0.033)			
DivHf2				-0.153*** (0.037)		
DivHf1					-0.202*** (0.053)	
DivHf4-DivHf3						0.229* (0.099)
DivHf3-DivHf2						0.234** (0.073)
DivHf2-DivHf1						0.178** (0.068)
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数(within)	0.084	0.084	0.084	0.084	0.084	0.085
観測数	56,413	56,413	56,413	56,413	56,413	56,413
個体数	4,111社	4,111社	4,111社	4,111社	4,111社	4,111社

表5 サンプル全体ならびに関連多角化企業と非関連多角化企業の多角化ディスカウント
（多角化程度：DivHfの場合）

	サンプル数	平均値					多角化 ディスカウント	多角化 ディスカウント(%)
		Value	DivHf4	DivHf4- DivHf3	DivHf3- DivHf2	DivHf2- DivHf1		
サンプル全体	56,413	1.225	0.198	0.012	0.031	0.068	-0.025	-2.02%
専業企業	25,548	1.298	0.000	0.000	0.000	0.000	0	0
関連多角化企業	10,417	1.158	0.377	0.046	0.099	0.232	-0.015	-1.32%
非関連多角化企業	20,448	1.169	0.355	0.010	0.036	0.070	-0.062	-5.03%

（注）専業企業は、DivHf4=0となる企業。関連多角化企業はDivHf4が0でなく、かつDivHf1が0となる企業。その他の企業を非関連多角化企業と定義する。専業企業はサンプル全体の45.3%、関連多角化企業は18.5%、非関連多角化企業は36.2%を占める。多角化ディスカウントは、表5に示す記述統計と表4に示す「組合せ」の推定結果であるDivHf4の係数：-0.24、DivHf4-DivHf3の係数：0.229、DivHf3-DivHf2の係数：0.234、DivHf2-DivHf1の係数：0.178を式（1）に代入して試算した。例えば、サンプル全体の多角化ディスカウント = $-0.24 \times 0.198 + 0.229 \times 0.012 + 0.234 \times 0.031 + 0.178 \times 0.068 = -0.0252$ となる。また、多角化ディスカウント(%)は、多角化ディスカウントをValueで除したものであり、 $-0.0252 \div (1.225 + |-0.0252|) = -0.0202$ と計算される。関連多角化企業、非関連多角化企業についても同様に計算される。

DivHf（報告値）の係数はいずれも負で有意（0.1～5%で有意）

「組合せ」モデル（4段階の分析すべて含む）では
最も詳細な分類であるDivHf4の係数が -0.240（0.1%で有意）
→**企業価値との明確な負の関係**を示した

細かく分析するほど、多角化企業は企業価値
が低くなっていることがわかる

具体的な回帰分析の結果

分類	ディスカウント率	説明
全サンプル	約2.0%	多角化企業は平均で専業企業より企業価値が2.0%低い
関連多角化企業	約1.3%	ディスカウントは他より小さめ
非関連多角化企業	約5.0%	異なる業種への進出が、企業価値の低下幅が最も大きい

本研究の結果

仮説① 多角化度が高い企業は、企業価値が低くなる多角化ディスカウントが生じる

→支持された（約2.0%ディスカウント）

仮説② 非関連多角化企業は関連多角化企業よりも多角化によるディスカウントが大きい

→支持された（非関連多角化企業 約5.0% ： 関連多角化企業 約1.3%）

追加検証① 事業セグメント数別に分析

表6 推定結果（全期間）
（多角化程度：セグメント数の場合）

	固定効果（多角化程度：セグメント数）					
	報告値	4桁	3桁	2桁	大分類	組合せ
ROS	2.440*** (0.152)	2.442*** (0.152)	2.442*** (0.152)	2.441*** (0.152)	2.440*** (0.152)	2.440*** (0.152)
財務レバレッジ	0.389*** (0.064)	0.391*** (0.064)	0.391*** (0.064)	0.394*** (0.064)	0.393*** (0.063)	0.395*** (0.064)
総資産回転率	0.222*** (0.024)	0.221*** (0.024)	0.221*** (0.024)	0.221*** (0.024)	0.221*** (0.024)	0.221*** (0.024)
M.share	-0.282** (0.093)	-0.287** (0.093)	-0.287** (0.093)	-0.289** (0.093)	-0.288** (0.093)	-0.289** (0.093)
Grow	0.426*** (0.033)	0.426*** (0.033)	0.426*** (0.033)	0.426*** (0.033)	0.425*** (0.033)	0.426*** (0.033)
従業員数	-0.197*** (0.021)	-0.198*** (0.021)	-0.198*** (0.021)	-0.198*** (0.021)	-0.197*** (0.021)	-0.197*** (0.021)
セグメント数（報告値）	-0.017** (0.006)					
Seg4		-0.022*** (0.006)				-0.040*** (0.009)
Seg3			-0.022*** (0.006)			
Seg2				-0.028*** (0.007)		
Seg1					-0.040*** (0.009)	
Seg4-Seg3						0.037† (0.019)
Seg3-Seg2						0.044** (0.015)
Seg2-Seg1						0.032* (0.013)
年固定効果	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数(within)	0.084	0.084	0.084	0.084	0.084	0.084
観測数	56,413	56,413	56,413	56,413	56,413	56,413
個体数	4,111社	4,111社	4,111社	4,111社	4,111社	4,111社

結果：セグメント数が1つ増えるごとに、企業価値が0.017低下



企業価値の平均値は1.225

→セグメント数が1つ増えるごとに約1.4%のディスカウント

追加検証② 時期別に分けて分析

ここまでの結果は、2000年4月から2021年3月の21年間を対象としているが、

- 2000年度 から2009年度までを対象とした「前半」
- 2010 年度から2020年度までを対象とした「後半」

に分けた追加検証の結果を示す

追加検証② 時期別に分析

表9 前半・後半と分けて推定した際の関連多角化企業と非関連多角化企業の多角化ディスカウント
(多角化程度: DivHf の場合)

	サンプル数	平均値					多角化 ディスカウント	多角化 ディスカウント(%)
		Value	DivHf4	DivHf4- DivHf3	DivHf3- DivHf2	DivHf2- DivHf1		
サンプル全体	27,515	1.170	0.191	0.010	0.029	0.068	-0.040	-3.31%
専門企業	13,008	1.221	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.00%
関連多角化企業	4,544	1.137	0.376	0.042	0.096	0.239	-0.043	-3.68%
非関連多角化企業	9,963	1.118	0.355	0.010	0.036	0.080	-0.091	-7.52%

	サンプル数	平均値					多角化 ディスカウント	多角化 ディスカウント(%)
		Value	DivHf4	DivHf4- DivHf3	DivHf3- DivHf2	DivHf2- DivHf1		
サンプル全体	28,898	1.278	0.206	0.014	0.034	0.068	-0.032	-2.41%
専門企業	12,540	1.379	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.00%
関連多角化企業	5,873	1.175	0.378	0.050	0.102	0.226	-0.019	-1.59%
非関連多角化企業	10,485	1.216	0.356	0.011	0.037	0.061	-0.077	-5.92%

(注1) 上段は MA 導入前, 下段は MA 導入後の結果

結果

前半は多角化ディスカウントの程度は大きく、
後半はやや緩和された傾向がみられた

背景には

- ・ コーポレートガバナンスの向上
- ・ マネジメント・アプローチの導入

があげられる？



考察

- 事業間の関連性が低い場合に企業の価値を大きく下げる可能性が高いので、**関連多角化を行い、既存事業との関連性を明確に示す必要性がある。**
- 非関連多角化を行う場合でも、**根底のビジネスモデルやケイパビリティで既存事業との共通点を示すことが出来れば**、多角化ディスカウントは発生しない可能性がある。
- 同時に、シナジー効果が見えるようになればより多角化ディスカウントは生じにくくなるだろう。
- 多角化企業において非効率な事業が温存されやすく、有料事業のキャッシュフローが浪費されている可能性がある。
- 内部資本市場の効率性や非効率性についても実証研究を行っていく必要がある。



まとめ・感想

- 多角化についての理解が深まった
- 多角化はメリットだけではなく、多角化ディスカウントというデメリットがあるということを論文を通して学べた
- 実際の分析方法を読む難しさを知った
- 論文を批判的に読むのがとても難しかった
- 多角化しやすい局面、専門回帰しやすい局面などについて学ぶことができた
- 論文から必要な情報を取捨選択する重要性を知った

参考文献

- 牛島辰雄(2015) 「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」
- 川崎博久(2023)「日本企業の多角化ディスカウントに関する実証研究——多角化度の判定とその影響——」
- 平元達也(2002)「事業の多角化と企業価値」
- 山口智弘(2009)「研究開発投資の多角化と収益性」
- 小坂将吾(2024)「銀行グループの多角化戦略に関する実証分析」
- 池田雄哉(2013)「日本企業の多角化と事業価値 に関するパネルデータ分析」
- 岩城康史(2017)「特許戦略と企業価値 技術の多角化と企業パフォーマンスの関係性に関する実証分析」