

# 企業のガバナンス要因が産業内多角化に与える影響

— エージェンシー理論と取引コスト理論の観点から —

伊藤 泰生

## 要 旨

産業内多角化に関する先行研究は資源ベース論を根拠にしたものが大半であり、ガバナンスの産業内多角化への影響についてはほとんど触れられてこなかった。先行研究では産業間関連多角化と産業内多角化をほとんど区別してこなかったのもその原因の一つである。本研究は産業内多角化と産業間関連多角化の違いを述べたうえで、エージェンシー理論と取引コスト理論の観点からガバナンス要因が産業間関連多角化と産業内多角化に与える影響の違いを比較することで、産業内多角化とガバナンス要因の関係性について議論した。既存の産業間関連多角化研究ではオーナーの存在と負債の割合は産業間関連多角化と負の関係があることが実証されてきた。それに対し本研究の考察から、オーナーの存在と負債の割合は産業内多角化と正の関係があることを推測した。

## 1. はじめに

産業内多角化 (intra-industry diversification) と業績に関する実証研究はいくつか行われているが、それらの研究結果は混在しており明確な結論は出ていない (Hashai, 2014; Li & Greenwood, 2004; Tanriverdi & Lee, 2008, Zahavi & Lavie, 2013)。ただし、こうした産業内多角化の先行研究は資源ベース論の視点に基づく研究が大半であり (Han et al., 2013)、産業内多角化の決定要因に関しても資源ベース論に基づく説明が大半であった。それに対して、エージェンシー理論やオーナーシップ構造などガバナンスの視点による産業内多角化の決定要因に関する研究はほとんど行われてこなかった。産業間多角化研究では、エージェンシー理論や内部／外部のガバナンス要因は企業の産業間多角化と業績に影響を与えることが言われている (Hoskisson & Hitt, 1990)。発達した経済の下では経営者と株主の間ではリスクに関する考え方の違いなどから、コンフリクトが生じやすくそれが多角化の実行にも何らかの影響を及ぼすとされており (Amihud & Lev, 1981)、産業内多角化においてもガバナンス要因は決して無視できないものである。

また、先行研究では産業間関連多角化 (inter-industry related diversification) と産業内

多角化の明確な区別がされてこなかった (Siggelkow, 2003)。しかし産業間関連多角化と産业内多角化ではガバナンス要因が多角化と業績の関係性に与える影響が異なると予想される。そのため、産業間関連多角化研究におけるガバナンス要因の影響をそのまま適応させることは困難であると推測されることも、産业内多角化におけるガバナンス要因の影響の分析が求められる理由である。そのため、本研究は産業間関連多角化と産业内多角化を比較したうえで、産业内多角化に企業のガバナンス要因がどのような影響を与えるのかを考察することを目的とする。

本研究の考察から、企業のオーナーの存在、外部負債の割合は産业内多角化と産業間関連多角化に与える影響がそれぞれ異なることを推測した。

## 2. 先行研究と命題

### 2.1 産业内多角化の先行研究

産业内多角化とは、単一産业内で一つ以上の製品ラインを所持することあるいは市場ニッチへの多角化と定義される (Li & Greenwood, 2004; Stern & Henderson, 2004; Tanriverdi & Lee, 2008)。

先行研究では長らく産业内多角化と産業間関連多角化について区別されてこなかった (Park & Jang, 2013; Siggelkow, 2003)。それは産业内多角化と産業間関連多角化が同じ資源ベース論を中心に議論されており、両者の違いがあまり認識されていなかったためである。資源ベース論では企業は価値があり、希少で、模倣困難性が高く、代替不能な資源を蓄積し、その資源を利用することで競争優位を得ようとする (Eisenhardt & Martin, 2000; Montgomery & Wernerfelt, 1988)。産业内多角化により複数の製品やサービスを単一産業で製造する場合、その製造に利用する資源や能力などは非常に関連性が高い (Chen, 1996)。また、産業間関連多角化においても企業が有する資源や既存の顧客と関連性の高い産業に進出しやすい。このようにどちらの多角化も自社の資源と関連性の高い産業や市場に進出し、資源の効果的な利用をすることで競争優位を獲得しようとしている。実際に産业内多角化と産業間関連多角化研究のどちらの研究においても資源のシナジーや波及効果が実証されている (Barney, 1997; Davis & Thomas, 1993; Li & Greenwood, 2004)。そのため、単一産业内の複数市場に産业内多角化した企業でも、産业内と産業間の区別がされずに産業間関連多角化の戦略がそのまま適応されてきた。

しかし、産业内多角化と産業間関連多角化ではいくつか異なる点が存在する。第一に、産业内多角化は産業間関連多角化に比べて資源利用による混乱が起りにくいとされている (Li & Greenwood, 2004)。何故なら、単一産業の市場ニッチはコア市場と類似する資源や顧客によって成り立っている。そして単一産業の複数の市場ニッチで製品を製造・販売する

場合、複数産業でそれぞれの市場ニッチに対応する企業に比べて不確実性が低くなり潜在的な利益も増加する。また、産業間関連多角化研究では企業は多角化によって徐々にコアビジネスから離れてしまうため、コア能力を発展させる能力を徐々に失ってしまうとされている (Markides, 1992)。逆に産业内多角化ではコア能力を活かした多角化をしているため、多角化することで企業のコア能力をより向上させることができると推測される。そのため産业内多角化の方が産業間関連多角化よりも資源の効果的な利用がしやすいとされている (Chen, 1996)。

産業間非関連多角化 (inter-industry unrelated diversification) は産业内多角化や産業間関連多角化と比較して、コア事業とかけ離れている場合が多く既存産業との資源の関連性も低いいため資源の効果的な利用を実践しにくい。産業間非関連多角化を実行するメリットとして企業リスクの低下が挙げられる。何故なら、産業間非関連多角化は関連性の低い複数産業のビジネスを巻き込むため、産業特有のリスクを低下させることができるからである (Amit & livnat, 1988)。

これらの産业内多角化と産業間関連／非関連多角化の関係性についてまとめたものが表 1 となる。

表 1：産业内／産業間多角化の比較

	産业内多角化	産業間多角化	
		産業間関連多角化	産業間非関連多角化
分析対象	単一産業／市場ニッチ	複数産業／複数市場	複数産業／複数市場
多角化レベル	製品レベル	事業レベル	事業レベル
資源との関連性	高	高	低
資源利用の困難さ	低	中	高
コア事業との関連性	高	中	低
主要な説明理論	資源ベース論	資源ベース論、取引コスト理論、エージェンシー理論	

産业内多角化と産業間多角化を実際の研究で測定する際には、産業間多角化は米国 SIC コードや NAICS の大分類 (2 桁コード) を基準に測定しているのに対し、産业内多角化は小分類 (4 桁コード) を基準に分類することで区別されている (Tanriverdi & Lee, 2008)。また、多くの研究では産业内の細かいセグメントやニッチ市場の分類は International Data Corporation (IDC) の製品カテゴリーをもとにされている (Cottrell & Nault, 2004; Stern & Henderson, 2004; Tanriverdi & Lee, 2008)。さらに日本国内のデータの場合には SIC コードとほぼ同様のものとして日本標準産業分類コードを用いて産業間と産业内を区別されている。

ただしこうした産業分類をもとに産业内多角化研究に実証研究は行われているが、それら

の大半は資源ベース論に根差したものである (Park & Jang, 2013)。資源ベース論の観点から産业内多角化への影響が研究されている一方で、組織のガバナンス要因が産业内多角化にどのような影響を与えるのかについてはほとんど議論されてこなかった。しかし、産業間多角化研究においてガバナンス要因は多角化の実行に影響を及ぼすことが実証されている (Amihud & Lev, 1981; Denis et al., 1999)。企業のガバナンス要因は産业内多角化の決断においても決して無視できないものであり、これらが産业内多角化の決定にどのような影響を与えているのかを分析することで、既存のガバナンス研究では不明瞭な産业内多角化との関係性を分析することができると推測される。

本研究ではエージェンシー理論と取引コスト理論の観点から、先行研究ではほとんど区別されてこなかった産业内多角化と産業間関連多角化を比較することで、ガバナンス要因がこれらの多角化の決定にどのような影響を与えるのかについて探求する。

## 2.2 産業間関連多角化に影響を及ぼすガバナンス要因に関する先行研究

エージェンシー理論では、個人の経済人であるエージェントは自己の効用を最大にするための行動を選択するとしている (Denis et al., 1999)。すなわち経営者は自己の関心を満たすための行動を取りやすくなる (Lane et al., 1998; Walsh & Seward, 1990)。経営者は産業間関連多角化をすることによっていくつかの個人的なメリットを享受することができるため、経営者が産業間関連多角化によって得られる個人的な利益が個人的なコストを上回る場合、それが企業価値の減少などシェアホルダーの不利益につながることもなってもその実行に固執するとしている (Aggarwal & Samwick, 2003; Amihud & Lev, 1981)。

経営者が産業間関連多角化を実行するメリットは大きく分けて二つ存在する。産業間関連多角化の第一のメリットは、経営者は産業間関連多角化することによって企業の倒産などによる解雇リスクを減らすことができることである (Amihud & Lev, 1981)。さらに産業間関連多角化を中心的に実行することで経営者を企業にとって不可欠な存在にすることを手助けすることにもつながる (Shleifer & Vishny, 1989)。第二のメリットは、大企業を運営することで権力と名声という個人的な利益を享受することができることである (Jensen, 1986; Stulz, 1990)。何故なら、経営者の評価は企業規模とも強く関係しているためである (Jensen & Murphy, 1990)。

解雇リスクとは別にキャッシュフローも経営者の多角化の動機付けとなる。外部資源を用いることは資源が経営者のコントロール下を離れるため、経営者はこれを忌避する。また外部資本市場からの借入れは企業の外部からの監視を増加させることも忌避する一因である。そのため、経営者は過剰なキャッシュフローを価値縮小活動 (value reduction activity) である多角化と買収に充てるのである (Jensen, 1986)。

ただしこれらの行動は一般的にシェアホルダーの利益と対立しやすい。経営者とシェアホ

ルダーの利益が異なる理由は、どちらもより高いリターンを好むが、プロジェクトによって発生する不確実性やリスクへの関心は異なる場所にあるためである。経営者にとって産業間関連多角化の主要な動機は経営者の解雇リスクを減らすことであるが、シェアホルダーはそうした特定の投資リスク (i.e., ビジネス特長的、アンシステマチックリスク<sup>(1)</sup>) には無関心である。何故なら、彼らは自分自身で多様なポートフォリオを持つことでそのリスクを限りなくゼロまで減らすことができるからである。そのため、シェアホルダーは産業間関連多角化によるリスク軽減の恩恵は少なく (Levy & Sarnat, 1970)、投資のシステマチックリスクやリターンの分散のみに関心を示すのである (Lane et al., 1998)。それに対して、経営者は多様なポートフォリオをほとんど持たない。彼らはその富やステータスが自身の所属する企業の生存や業績と直接的に結びついているからである (Bettis, 1983; Coffee, 1988)。そのため、経営者はアンシステマチックなリスクを特に考慮し、その収益の分散を可能な限り抑えようとする。ここから伝統的なエージェンシー問題が発生するのである。非関連の買収や産業間関連多角化はアンシステマチックなリスクを低下させるために適した二つの戦略であるため、経営者は好んで実行しようとするがシェアホルダーはそれらの活動に関心がないため、両者の間にコンフリクトが生じるのである (Lane et al., 1998)。

このコンフリクトを解消する手段として、二つの方法が存在する。

### 2.2.1 オーナーの存在

第一の方法は、経営者がシェアホルダーの関心がある行動を取るインセンティブが存在する場合である。すなわち経営者が所有する株式が多くなり自分自身が最大株主である (i.e., 企業のオーナーである) 場合、経営者にとってシェアホルダーの利益が最大の関心となるためシェアホルダーの利益に沿った行動を取るようになる。経営者が所有する株式が少なく経営者以外のシェアホルダーが最大のシェアホルダーである (i.e., 所有と経営が一致していない) 場合は、経営者の関心とシェアホルダーの関心が異なるため、両者の間にコンフリクトが生じやすい。そのためエージェンシー理論では経営者がどの程度企業の株式を所有しているのかという、経営所有者構造 (managerial ownership structure) が産業間関連多角化戦略に強い影響を与えるとされている (Denis et al., 1999; Lane et al., 1998; 1999)。所有者構造は株式の所有割合によって3つのカテゴリーに分類されている (Palmer, 1973)。単独で10%以上の株式の所有者が存在する場合には、強いオーナーシップを持つ存在がいることからオーナー所有企業と定義される。特に単独で30%以上の株式の所有者が存在する場合に強いオーナー所有企業と定義され、単独で10%以上30%未満の株式の所有者が存在する

(1) アンシステマチックリスクとは企業の株価に影響を与えるイベントのうち、特定の企業にのみ効果を及ぼすものを指す。これとは逆に、システマチックリスクは企業の株価に影響を与えるイベントのうちよりマクロ経済の特徴を持つもの (為替レートなど) を指す。

場合に弱いオーナー所有企業と定義される。これに対して単独で10%以上の株式の所有者がいない場合には経営者所有企業と定義される。本研究では単独で10%以上の株式の所有者がいる場合にオーナーが存在、単独で10%以上の株式の所有者がいない場合にオーナーが不在と定義している。

経営者以外に10%以上の株式を所有するオーナーが存在するオーナー所有企業は、企業価値を減じる戦略すなわち企業の産業間関連多角化と負の相関があるとされてきた (Lang & Stulz, 1994; Loderer & Martin, 1997)。Denis et al. (1997) はオーナー所有企業と企業の産業間関連多角化には負の関係性があることを実証している。また経営者自身が10%以上の株式を所有しオーナーである場合にも、経営者自身がシェアホルダーであるため産業間関連多角化を低下させることにつながる。

しかし10%以上の株式の所有者がいない、すなわちオーナーが不在の経営者所有企業の場合には、経営者はフリーキャッシュフローを活用し産業間関連多角化を増加させる (Amihud & Lev, 1981)。何故なら経営者はリスク回避型の思考であり、シェアホルダーよりも高い解雇リスクに直面している。エージェンシー行動論の観点から、産業間関連多角化がリスクを減少させる戦略である以上、経営者はオファーを受けた企業の倒産リスクを低下させるために産業間関連多角化の増加とオーナーシップのポジションを望み (Wiseman & Gomez-Mejia, 1998)、それを阻害する強力なオーナーも存在しないため、産業間関連多角化が実行されるのである。

## 2.2.2 外部ブロックホルダーの存在

コンフリクトを解消する第二の方法は、経営者が企業の役員やシェアホルダーに監視されている場合である。経営者が自己の関心を追求できない場合として、経営者が企業の役員やシェアホルダーに監視されている場合がある。

外部の監視メカニズムは利己的な行動を低下させる手段であることが支持されている (Mallette & Fowler, 1992)。特に役員会に一人以上のブロックホルダー (最低でも5%の株式シェアを持つ外部のシェアホルダー) がいるときにはその監視の役割を十全に果たす。何故なら、これらのブロックホルダーは監視する強いインセンティブを持っているからである (Shleifer & Vishny, 1991)。そしてブロックホルダーは経営者の行動を監視する強いインセンティブを持つため、ブロックホルダーの存在は多角化の減少と強く結びついていることが実証されている (Bethel & Liebeskind, 1993; Goranova et al., 2007)。このようなブロックホルダーのいない企業ではより産業間関連多角化の程度も高くなりやすいとされている (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976)。

しかしながら実際には、外部シェアホルダーは業績不振の原因や問題の予測、企業と事業レベルでの経営者の決断の評価、正しい行動の提案などは日々変化していく企業の複雑さか

らほとんど不可能である。そのため、外部シェアホルダーは戦略的な部分よりも財務的な基準を監視するという選択肢しか持たないのが実情である。そして、財務的な基準は企業の戦略の健全さを評価する指標としてはミスリードしやすい (Hoskisson et al., 1991)。そのため、実際には外部の監視メカニズムが正常に機能していないとの批判も存在する。Amihud & Lev (1981) の研究の限界としては彼らの研究が金融経済の視点に根差したものであり、こうしたマネジメントの視点が欠落していることがあげられている (Lane et al., 1998)。マネジメントの視点では、エージェンシー理論がすべての経営の行動を網羅していることを疑問視しており、特に経営者の関心がシェアホルダーの関心と完全にコンフリクトしていない場合が存在するとも言われている (Donaldson, 1995; Donaldson & Davis, 1991)。実際に先行研究では CEO と外部シェアホルダーの関心は必ずしもずれているわけではないとされている (Finkelstein & D'Aveni, 1994)。しかしそれでも経営者と外部シェアホルダーの間にコンフリクトが生じる最大の理由は実際に企業を経営している経営者と外部シェアホルダーに情報の非対称性 (information asymmetry) が存在しているからだと考えられている。

先行研究では企業の産業間関連多角化と情報の非対称性には正の関係があることが実証されている (Duru & Reeb, 2002; Krishnaswami & Subramaniam, 1999)。例えば外部投資家は企業が複雑になるほど、その情報収集や価値分析にかかるコストは大きくなり、投資判断のリスクも上昇する。そのため企業の産業間関連多角化が進むほど、アナリストの来期の予想収益の誤差が大きくなることが実証されている (Dunn & Nathan, 1998)。特に産業間非関連多角化やグループの拡張を伴う多角化が企業のコストの上昇をもたらすという分析結果も存在する (井上・野間, 2007)。また仮に、シェアホルダーは経営者が最も効果的な投資をしていないという情報を得た場合でも企業へのアクションは制限されるため、高い取引コストを支払うことになる (Purkayastha, 2012)。そのため、外部投資家は投資リスクを低下させるためにより高いリスクプレミアムを要求するようになるのである (Villalonga, 2004)。こうした情報の非対称性から産業間多角化をした企業のセグメントごとの価値の総計と全体の企業価値を比較した場合、産業間多角化によって企業価値が 13-15% 程度減少する多角化ディスカウントが生じることが実証されている (Berger & Ofek, 1995)。これはアナリストによる専門カバレッジのミスマッチの程度という情報の非対称性によって説明できることも実証されている (Zuckerman, 1999)。さらに多角化せずに専門化することによって企業価値が高まることを実証している研究も存在する (Comment & Jarrell, 1995)。

このような情報の非対称性による企業価値の減少という問題から、外部ブロックホルダーの存在は企業の産業間多角化を消極的にするのである。ただし、企業は適切な統治メカニズムを配置することによって企業価値を高める戦略を取ることもできるとされている (Shleifer & Vishny, 1997)。不備を抱えた統治メカニズムはコンフリクトが生じやすく、不適格な監視や不完全なインセンティブを助長することで、不適切な多角化と業企業価値の減

少に結びつくことになるが (Hitt et al., 2006; Hoskisson & Hitt, 1990; Wan et al., 2011)、適切な統治メカニズムを配置することによってそれらの問題を解消することができるからである。

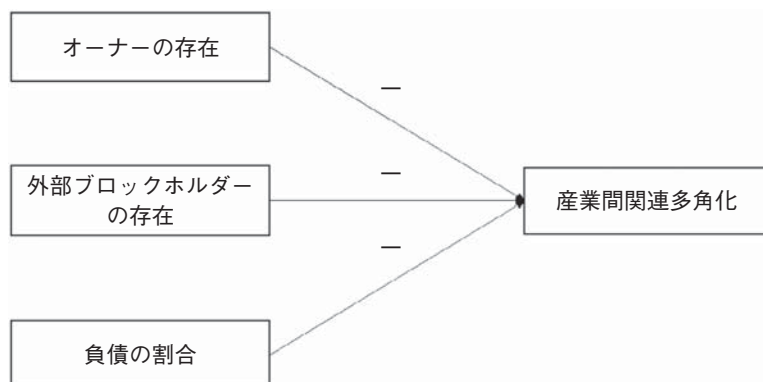
### 2.2.3 負債の割合

先行研究では資本構造（自己資本と負債の割合）が企業の監視とインセンティブ (Jensen & Meckling, 1976; Williamson, 1988)、多角化戦略のインパクト (Kochhar, 1996) を形作る重要な統治メカニズムであるとしている (O' Brien et al., 2014)。また資本構造は経営者が裁量できる投資に直接影響を及ぼすため、経営者によって下されるもっとも重要な決断の一つと言える (Jensen, 1986; Mizruchi & Stearns, 1994)。そのため、企業の資本構造も産業間関連多角化の重要な決定要因となる。

Williamson (1975; 1988) は自己資本 (equity capital) が産業間関連多角化の理論的根拠につながるとした。何故なら自己資本の増加は経営者が自由に裁量できる資本の増加を意味するからである。フリーキャッシュフロー理論 (Jensen, 1986) は、十分なキャッシュフローが存在する場合、経営者は新しい市場に参入することによって、「自分の帝国の建設」を行うことを示した (Brush et al., 2000)。また経営者が自由裁量できる内部資本が存在する場合、彼らは自分の解雇リスクを低下させるためにそれらの資本をリターンが期待される市場へと投資することが実証されている (Amihud & Lev, 1999)。そのため、経営者が自由裁量できる内部資本割合の増加は産業間関連多角化を増加させる。

逆に負債は一般的に企業の産業間関連多角化を制限すると言われている。何故なら負債は経営者に支払スケジュールの義務をもたらし、不履行の場合には債権者は破産によってその資本を差し押さえる権利が生じる (Jensen & Meckling, 1976)。また、外部負債を用いることは資源が経営者のコントロール下から離れ、債権者の監視下に置かれるため経営者はこれ

図1：産業間関連多角化にガバナンス要因が及ぼす影響





を忌避する (Jensen, 1986)。さらに外部負債割合の増加は債権者からの監視を増加させ、シェアホルダーによる監視メカニズムと同じ作用を引き起こす (Denis et al., 1999)。そのため、いくつかの先行研究では負債と多角化の関係に関して分析しており、負債が産業間関連多角化を抑制すること (Chatterjee & Wernerfelt, 1991) や、多角化を減少させリストラを促進することを実証している (Gibbs, 1993)。

以上の先行研究から産業間関連多角化とガバナンス要因の関係性についてまとめたものが図1である。

### 2.3 産業内多角化に影響を及ぼすガバナンス要因

産業内多角化では産業間関連多角化と比較した場合、産業間関連多角化とは異なる現象が生じると推測される。すなわち、企業が経営者所有企業である場合産業内多角化は実行されにくい。何故なら産業内多角化と業績の間には明確な関係性が見出されておらず (Zahavi & Lavie, Hashai, 2014)、むしろ短期的には産業内多角化は業績を低下させる傾向にあることが実証されている (Park & Jang, 2013)。また、産業内多角化は同一の産業内での多角化であるため産業間関連多角化と比べてアンシステマチックリスクの低下にほとんど貢献せず、経営者のリスクの低下にもつながらないため実行されにくいのである。そのため、経営者は産業内多角化よりも産業間関連多角化を選択する傾向にあると推測される。

同じ産業内の別セグメントへの多角化は産業間関連多角化に比べて企業価値の減少が少ないことが実証されている (Berger & Ofek, 1995)。さらに多角化は短期的な視点で見た場合には企業価値を減少させるが、長期的な視点で見た場合には、むしろ企業価値を高めることが実証されている (Bergh, 1995; Bergh & Holbein, 1997; Park & Jang, 2013)。しかし、経営者所有企業である場合、経営者は短期的に業績を出さなければならないため長期的な視点での戦略を実行しにくい。それに対してオーナー所有企業の場合、オーナーは外部経営者に比べて産業間関連多角化よりも産業内多角化を実行しやすいと推測される。何故ならオーナーは経営者に比べて解雇リスクが低くより長期的な視点で企業の業績を評価するため、短期的には損をしてでも企業価値を向上させる可能性が高い。そのため産業内多角化を実行する可能性が高いと推測することができる。

#### 命題1：オーナーの存在と企業の産業内多角化には正の関係がある

産業内多角化は外部のブロックホルダーにとっては産業間関連多角化と同じくシステマチックリスクの低下にはつながらない。また、産業内多角化によって複雑性が上昇すると内部の経営者と外部のブロックホルダーの間の情報の非対称性はより顕著になり、外部のブロックホルダーは産業内多角化が行われた場合に新市場で経営資源の多重利用が実際に行わ

れているのかどうかや投資が適切なものであるかを判断することが困難になる (Huson & Mackinnon, 2003; Nayyar, 1992; Aoki, 2010)。そのため、外部のブロックホルダーにとっては産業内多角化も産業間関連多角化と同様に高い投資リスクを伴うため、産業内多角化に消極的であると推測される。

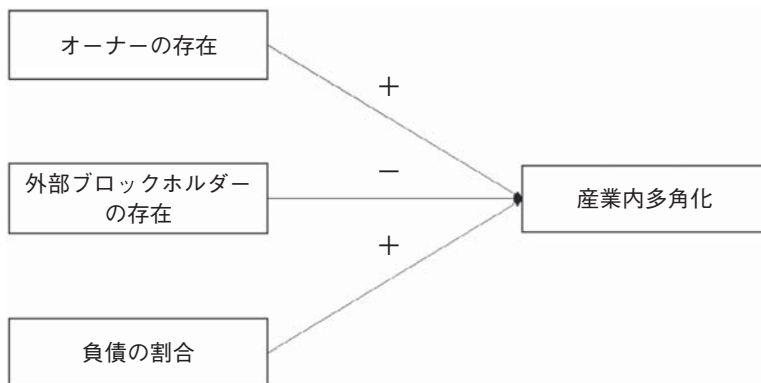
命題2：外部のブロックホルダーの存在は、企業の産業内多角化と負の関係がある

負債は企業に対していくつかのデメリットを生じさせるが、同時に企業に対していくつかの利益ももたらすとされている。すなわち、資本に対する原価比率の低下やリスクの想起である。企業の定期的なリスクへの関心やローンの支払いの欠如は経済的困窮や破産に結びつきやすいのである (Kochhar, 1996)。そのため、負債による破産の脅威は経営者に極端な多角化を控えさせ、企業価値を高めるような多角化のみを選択させる強いインセンティブとなる (Jensen, 1986; Gilson, 1989)。同様に破産は経営者の個人的な富の破壊とキャリアの破滅に結びつくこともまた経営者に慎重な行動を取らせるインセンティブとなる (Sutton & Callahan, 1987)。その場合、関連性の高い市場への参入は企業の経営資源の適応を高めるためコストの削減や富につながる (Chatterjee, 1990)。そのため、負債などの外部資本の増加は経営者に産業間関連多角化を減少させ、産業内多角化を増加させると推測される。

命題3：外部負債割合の増加は産業内多角化と正の関係がある

以上の考察から産業内多角化とガバナンス要因の関係性についてまとめたものが図2である。

図2：産業内多角化にガバナンス要因が及ぼす影響



る。

### 3. 終わりに

既存の産業間関連多角化に関する先行研究では、ガバナンス要因が産業間関連多角化に与える影響に関して分析が行われてきていた。先行研究では企業のオーナーの存在、外部ブロックホルダーの存在、負債の割合は産業間関連多角化と負の関係があることが実証されてきた。本研究では産業間関連多角化と産業内多角化の違いから、オーナーの存在と負債の割合は産業間関連多角化と異なる正の関係が存在することを示唆した。

本研究では産業間関連多角化と産業内多角化を比較し、企業のガバナンス要因が産業内多角化に与える影響について議論し、以下の二点の貢献を果たした。

第一に、本研究は産業内多角化の先行研究に欠けていたガバナンスの視点を加えることで産業内多角化とガバナンス要因の関係性を提示した。産業内多角化に関する先行研究は資源ベース論に根差したものがほとんどであったが、産業間関連多角化と同様に産業内多角化の意思決定にもガバナンス要因が何らかの影響を与えていると推測される。本研究ではエージェンシー理論と取引コスト理論の観点から、産業内多角化の決定に影響を与えうる三つの変数に関してその関係性を論じた。

第二に、既存の産業間関連多角化研究におけるそれらの要因と比較することで、ガバナンス要因の産業間関連多角化と産業内多角化への影響の違いを明らかにした。産業間関連多角化研究ではオーナーの存在は企業の価値を低下させる戦略を避けるため産業間関連多角化と負の関係があると主張されてきた。それに対し、産業内多角化は産業間関連多角化に比べての企業価値の減少が少なく、長期的には企業価値を向上させることから正の関係があることを推測した。また企業の負債の増加は経営者が自由にコントロールできる資産を減少させ、外部からの監視を増加させるため、産業間関連多角化を減少させるとしてきた。しかし、負債による脅威は経営者に慎重な行動を取らせるインセンティブとなり、企業価値を高めるような多角化への投資を増加させるため、産業内多角化を増加させると推測した。

本研究の限界と今後の研究会機会として以下の五点が挙げられる。

第一に、本研究ではガバナンス要因をエージェンシー理論と取引コスト理論の観点から述べているが不十分である可能性が高い。本研究ではガバナンス要因の中で特に企業のトップである経営者に焦点を当てているが、それ以外にTMTや従業員なども企業の多角化に影響を及ぼしていると推測される。そのため、将来的に経営者だけでなくこれらのガバナンス要因を複合したモデルを検討する必要がある。

第二に、経営者所有企業と産業内多角化の関係性は長期的な視点で見た場合に異なる可能性が存在する。既存の経営者所有企業と多角化に関する先行研究の欠点として、多くの研究はクロスセクショナルなデータに基づいている (e.g., Denis et al., 1997; Lubatkin et al.,

2001) が、一時点での経営者所有企業が即座に多角化戦略に反映されるかについては疑問視されている (Goranova et al., 2007)。

いくつかのクロスセクショナルデータの分析において企業の多角化は多角化企業の価値を独立起業に比べて減ずることになることが言われている (Amihud & Lev, 1981; Berger & Ofek, 1995; Denis et al., 1997; Hoskisson et al., 1993)。そのためオーナー所有構造の企業は経営者のインセンティブを調整し、低いレベルの企業多角化に結びつくとされてきた (Agrawal & Mandelker, 1987; Amihud & Lev, 1999; Denis et al., 1999)。逆に強力なオーナーがいない場合には、エージェンシー理論の観点から経営者は過剰な多角化を実行し業績を低下させるとした (Bethel & Liebeskind, 1993)。また経営者への所有権の集中も過剰な多角化をもたらしやすいとしている (Johnson, 1996)。しかし Bergh (1995) は、経営者所有構造と多角化戦略の関係はデータがクロスセクショナルか時系列かで異なることを示している。すなわち、クロスセクショナルなデータではオーナー所有と多角化戦略には明確な関係性が見いだせなかったが、時系列による長期的な観点でみた場合オーナー所有構造によって多角化戦略はむしろ増加していることを実証した。そのため、産业内多角化においても長期的な視点で見た際に、経営者所有構造と産业内多角化の関係性が変化する可能性も考慮しなければならない。

第三に、本研究の結果は企業の現時点での産业内多角化の程度によって異なる結果が生じる可能性がある。すなわち、すでにある程度産业内多角化を実行している企業ではすでに利ざやの多い市場や関連性の高い市場は抑えてしまっており、産业内多角化を行っていない企業と比較して産业内多角化のリスクが異なる可能性が高い。そのため、本調査結果の実証分析を行う場合には企業の産业内・産業間多角化の程度を考慮した上で分析を行う必要がある。

第四に、市場環境や組織構造の違いによって得られる結果が異なる可能性も存在するため、それらの要因を加えた分析を行う必要がある。

Brouthers & Brouthers (2000) は、成長市場では新たなグリーンフィールドベンチャー (海外進出する際に既存の設備の買収ではなく、自分たちで全く新しい設備を作る) が入り込む余地が大きいと、高い市場成長率の国への投資においてグリーンフィールド投資が選択されやすいことを実証している。またこれまで説明してきた先行研究の多くは米国企業を対象としている。日本国内の研究では、吉原ら (1981) が日本企業の多角化戦略とその成果について分析を行い、その戦略によって得られる収益や成長性が異なることを実証している。また日本企業では金融機関や事業法人が大口の株式を所有しているため、株主の攪乱的な影響が少なく、エージェンシー問題も生じにくいと考えられている (Prowse, 1992)。そのため、日本企業と米国企業を比較した場合、多角化ディスカウントの値が小さくなることが実証されている。日本企業の多角化ディスカウントについて分析を行った研究では、金融機関や事業法人による株式所有と多角化ディスカウントには関係が存在せず、ま

たディスカウントも10%程度となっていた (Lins & Servaes, 1999)。花崎・松下 (2014) は日本企業で多角化している企業が多角化していない企業に比べて低収益であることを実証したが、その収益性とコーポレート・ガバナンスの間には必ずしも安定的な関係性は見いだせなかったとしている。

宮島・稲垣 (2003) は日本企業の事業構造と統治構造改革において様々な視点から分析をしており、モニタリングやストックオプションが限定的ながら有効である一方で、執行役員制度などの取締役会の改革が必ずしも企業に貢献していないことを指摘している。青木・宮島 (2010) は、日本企業において株主と経営者間の伝統的なエージェンシー問題だけでなく、経営陣と事業単位間の情報の非対称性から経営者と事業部長、親会社と子会社間の二層のエージェンシー問題が存在するため、それらの問題を考慮する必要があることを明らかにしている。

最後に、株式形態の違いが経営者の産业内多角化の決定に何らかの影響を及ぼす可能性が存在するため、これらの影響も考慮する必要がある。株式形態 (ジョイントベンチャーや完全子会社) などは企業トップの高い統治形態を必要とし、大規模な投資が必要となる (Pan & Tse, 2000)。それに対し、非株式形態 (ライセンスやアライアンス) での参入は投資のインセンティブも少ないため低い統治形態で問題ないとされている (Anderson & Gatignon, 1986)。強い統治形態は経営者のコントロール下に置かれ、親会社の資産を子会社へと反映させやすい。何故なら株式所有権の割合は企業の子会社をコントロールできる量に等しいとされている。そしてコントロールは子会社に親会社のシステムや方法、決定を浸透させるのに重要な役割を果たす (Anderson & Gatignon, 1986)。そのため、強い統治形態は産業間関連多角化と結びつきやすく、親会社の資産である現物出資資産 (Contributed asset) を保護する場合に適している (Gatignon & Anderson, 1988; Hennart & Park, 1993)。逆に弱い統治形態 (ジョイントベンチャーやアライアンス) は親会社のコントロール下から離れ新しい資源やシステムを獲得できるため、企業が拡張するための補完的資産を獲得するために適している (Beamish & Banks, 1987; Hennart, 1988)。そのため、弱い統治形態は産業間非関連多角化と結びつきやすく、産业内多角化では採用されにくいと推測される。

## 【参考文献】

- Aggarwal, R.K., Samwick, A.A. (2003). Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered. *Journal of Finance*, 58, pp.71-118.
- Agrawal, A., Mandelker, G.N. (1987). Managerial incentives and corporate investment and financing decisions. *Journal of Finance*, 42(4), pp.823-837.
- Amihud, Y., Lev, B. (1981). Risk reduction as a conglomerate motive for managerial mergers. *Bell Journal of Economics*, 12, pp.605-616.
- Amihud, Y., Lev, B. (1999). Does corporate ownership structure affect its strategy toward diversification?

- Strategic Management Journal*, 20(11), pp.1063-1069.
- Amit, R., Livnat, J. (1988). Diversification and the risk-return trade-off, *Academy of Management Journal*, 31, pp.154-166.
- Anderson, E., Gatignon, H. (1986). Modes of foreign entry: A transaction cost-analysis and propositions. *Journal of International Business Studies*, 17(3), pp.1-26.
- Aoki, M. (2010). *Corporations in Evolving Diversity*. Oxford: Oxford University Press.
- Barney, J.B. (1997). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Addison-Wesley, Reading, MA.
- Beamish, P.W., Banks, J.C. (1987). Equity joint ventures and the theory of the multinational-enterprise. *Journal of International Business Studies*, 18(2), pp.1-16.
- Berger, P.G., Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), pp.39-65.
- Bergh, D.D. (1995). Problems with repeated measures analysis: demonstration with a study of the diversification strategy and performance relationship. *Academy of Management Journal*, 38, pp.1692-1708.
- Bergh, D.D., Holbein, G.F. (1997). Assessment and redirection of longitudinal analysis: demonstration with a study of the diversification and divestiture relationship. *Strategic Management Journal*, 18(7), pp.557-571.
- Bethel, J.E., Liebeskind, J. (1993). The effects of ownership structure on corporate restructuring. *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, 14, pp.15-31.
- Bettis, R.A. (1983). Modern financial theory, corporate strategy and public policy: Three conundrums. *Academy of Management Review*, 8, pp.406-415.
- Brouthers, K.D., Brouthers, L.E. (2000). Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. *Strategic Management Journal*, 21(1), pp.89-97.
- Brush, T.H., Bromiley, P., Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21, pp.455-472.
- Chatterjee, S. (1990). Excess resources, utilization costs, and mode of entry. *Academy of management Journal*, 33(4), pp.780-800.
- Chatterjee, S., Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: theory and evidence. *Strategic Management Journal*, 12(1), pp.33-48.
- Chen, R. (1996). Technological expansion: the interaction between diversification strategy and organizational capability. *Journal of Management Studies*, 33, pp.649-666.
- Coffee, J.C. (1988). The uncertain case for takeover reform: an essay on stockholders, stakeholders and bust-ups. *Wisconsin Law Review*, 3, pp.435-465.
- Comment, R., Jarrell, G. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 37, pp.67-87.
- Cottrell, T., Nault, Barrie R. (2004). Product variety and firm survival in the microcomputer software industry. *Strategic Management Journal*, 25, pp.1005-1025.
- Davis, R., Thomas, L.G. (1993). Direct estimation of synergy: a new approach to the diversity-performance debate. *Management Science*, 39(11), pp.1334-1346.
- Denis, J.D., Denis, K.D., Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52, pp.135-160.
- Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A. (1999). Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies. *Strategic Management Journal*, 20, pp.1071-1076.
- Donaldson, G. (1995). A new tool for boards: the strategic audit. *Harvard Business Review*, 73(4), pp.99-107.

- Donaldson, L., Davis, J.H. (1991) Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, pp.49-65.
- Dunn, K.A., Nathan, S. (1998). The effect of industry diversification on consensus and individual analysts' earnings forecasts. Working Paper, SSRN 102908.
- Duru, A., Reeb, D.M. (2002). International diversification and analysts' forecast accuracy and bias. *Accounting Review*, 77, pp.415-433.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), pp.57-74.
- Eisenhardt, K.M., Martin, J.A. (2000). Dynamic capabilities: what are they? *Strategic Management Journal*, 21(10-11), pp.1105-1121.
- Finkelstein, S., D'Aveni R.A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), pp.1079-1108.
- Gatignon, H., Anderson, E. (1988). The multinational corporation's degree of control over foreign subsidiaries: An empirical tests of a transaction cost explanation. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4, pp.305-336.
- Gibbs, P.A. (1993). Determinants of corporate restructuring: the relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow. *Strategic Management Journal*, 14, pp.51-68.
- Gilson, S.C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25(2), pp.241-262.
- Goranova, M., Alessandri, T.M., Brandes, P., Dharwadkar, R. (2007). Managerial ownership and corporate diversification: A longitudinal view. *Strategic Management Journal*, 28, pp.211-225.
- Han, S., Kuruzovich, J., Ravichandran, T. (2013). Service expansion of product firms in the information technology industry: An empirical study. *Journal of Information Systems*, 29(4), pp.127-158.
- Hashai, N. (2014). Within-industry diversification and firm performance: An s-shaped hypothesis. *Strategic Management Journal*, DOI: 10, 1002
- Hennart, J.F. (1988). A transaction costs of equity joint ventures. *Strategic management Journal*, 9(4), pp.361-374.
- Hennart, J.F., Park, Y.R. (1993). Greenfield vs acquisition: The strategy of Japanese investors in the united-states. *Management Science*, 39(9), pp.1054-1070.
- Hitt, M.A., Tihanyi, L., Miller, T., Connelly, B. (2006). International diversification: antecedents, outcomes, and moderators. *Journal of Management*, 32, pp.831-867.
- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A. (1990). Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, 16(2), pp.215-235.
- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Hill, C.W. (1991). Managerial risk taking in diversified firms: an evolutionary perspective. *Organization Science*, 2(3), pp.296-314.
- Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Johnson, R.A., Moesel, D.D. (1993). Construct validity on an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy. *Strategic Management Journal*, 14(3), pp.215-235.
- Huson, M.R., Mackinnon, G. (2003). Corporate spinoffs and information asymmetry between investors. *Journal of Corporate Finance*, 9, pp.481-503.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership

- structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, pp.225-264.
- Johnson, R.A. (1996). Antecedents and outcomes of corporate refocusing. *Journal of Management*, 22, pp.439-483.
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: the role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17, pp.713-728.
- Krishnaswami, S., Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53, pp.73-112.
- Lane, P.J., Cannella, A.A., Lubatkin, M.H. (1998). Agency problems as antecedents to unrelated diversification: Amihud and Lev reconsidered. *Strategic Management Journal*, 19(6), pp.555-578.
- Lane, P.J., Cannella, A.A., Lubatkin, M.H. (1999). Ownership structure and corporate strategy: one question viewed from two different worlds. *Strategic Management Journal*, 20, pp.1077-1086.
- Lang, L., Stulz, R., (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102, pp.1248-1280.
- Levy, H., Sarnat, M. (1970). Diversification, portfolio analysis and the uneasy case of conglomerate mergers. *Journal of Finance*, 25, pp.795-802.
- Li, Stan X., Greenwood, R. (2004). The effect of within-industry diversification on firm performance: synergy creation, multi-market contact and market structuration. *Strategic Management Journal*, 25, pp.1131-1153.
- Lins, K., Henri, S. (1999) International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance*, 54, pp.2215-2239.
- Loderer, C., Martin, K. (1997). Executive stock ownership and performance: tracking faint traces. *Journal of Financial Economics*, 45(2), pp.223-255.
- Lubatkin, M.H., Lane, P.J., Schulze, W.S. (2001). *A strategic management model of agency relationships in firm governance*. In Handbook of Strategic Management, Hitt MA, Freeman RE, Harrison JS (eds). Blackwell: Oxford, pp.229-258.
- Mallette, P., Fowler, K.L. (1992). Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *Academy of Management Journals*, 35(5), pp.1010-1035.
- Markides, C.C. (1992). Consequences of corporate refocusing: ex ante evidence. *Academy of Management Journal*, 35(2), pp.398-412.
- Mizruchi, M.S., Stearns, L. B. (1994). A longitudinal study of borrowing by large American corporations. *Administrative Science Quarterly*, 39, pp.118-140.
- Montgomery, C., Wernerfelt, B. (1988). Diversification, ricardian rents, and tobin's q. *Rand Journal of Economics*, 19(4), pp.623-632.
- Nayyar, P.R. (1992). On the measurement of corporate diversification strategy: evidence from large U.S. service firms. *Strategic Management Journal*, 25(2), pp.219-235.
- O'Brien, J.P., David, P., Yoshikawa, T., Delios, A. (2014). How capital structure influences diversification performance: a transaction cost perspective. *Strategic Management Journal*, 35, pp.1013-1031.
- Palmer, J.P. (1973). The profit performance effect on the separation of ownership from control in large U.S. industrial corporations. *Bell Journal of Economics*, 4, pp.293-303.
- Pan, Y.G., Tse, D.K. (2000). The hierarchical model of market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 31(4), pp.535-554.



- Park, K., Jang, S. (2013). Effects of within-industry diversification and related diversification strategies on firm performance. *International Journal of Hospitality Management*, 34, pp.51-60.
- Prowse, S. (1992). The structure of corporate ownership in Japan. *Journal of Finance*, 47, pp.1121-1140.
- Purkayastha, S., Manolova, T.S., Edelman, L.F. (2012). Diversification and performance in developed and emerging market contexts: A review of the literature. *International Journal of management Reviews*, 14, pp.18-38.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1989). Managerial entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 123-139.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1991). The takeover wave of the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, pp.49-56.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, pp.737-783.
- Siggelkow, N. (2003). Why focus? A study of intra-industry focus effects. *The Journal of Industrial Economics*, LI(2), pp.121-150.
- Stern, I., Henderson, A.D. (2004). Within-business diversification in technology-intensive industries. *Strategic Management Journal*, 25, pp.487-505.
- Stulz, R.M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, pp.3-27.
- Sutton, R.I., Callahan, A.L. (1987). The stigma of bankruptcy: spoiled organizational image and its management. *Academy of Management Journal*, 30(3), pp.405-436.
- Tanriverdi, H., Lee, C. (2008). Within-industry diversification and firm performance in the presence of network externalities: evidence from the software industry. *Academy of Management Journal*, 51(2), pp.381-397.
- Villalonga, B. (2004). Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series. *The Journal of Finance*, 59(2), pp.479-506.
- Walsh, J.P., Seward, J.K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate-control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), pp.421-458.
- Wan, W.P., Hoskisson, R.E., Yiu, D., Short, J. (2011). Resource-based theory and corporate diversification: accomplishments and opportunities. *Journal of Management*, 37, pp.1335-1368.
- Williamson, O.E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-Trust Implications*. New York: Free Press.
- Williamson, O.E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43, pp.567-591.
- Wiseman, R.M., Gomez-Mejia, L.R. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 23(1), pp.133-153.
- Zahavi, T., Lavie, D. (2013). Intra-industry diversification and firm performance. *Strategic Management Journal*, 34, pp.978-998.
- Zuckerman, E.W. (1999). The categorical imperative: securities analysts and the illegitimacy discount. *The American Journal of Sociology*, 104(5), pp.1398-1438.
- 青木英孝・宮島英昭 (2010) 「日本企業における事業組織のガバナンス—企業の境界と二層のエージェンシー問題の視角から—」 経済産業研究所ディスカッション・ペーパー、10-J-057.
- 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), pp.84-97.
- 花崎正晴・松下佳菜子 (2014) 「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—」『経済経営研究』 34(5)、日本政策投資銀行設備投資研究所。

## 企業のガバナンス要因が産業内多角化に与える影響

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。

吉原英樹・佐久間照光・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—』  
日本経済出版社。