

多角化ディスカウントの実証研究—日本の大規模企業の財務報告とガバナンスのあり方

中野, 貴之 / NAKANO, Takayuki

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

科学研究費助成事業 (科学研究費補助金) 研究成果報告書

(開始ページ / Start Page)

1

(終了ページ / End Page)

5

(発行年 / Year)

2013-05

様式 C-19

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 5 月 20 日現在

機関番号：32675

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2012

課題番号：21530479

研究課題名（和文） 多角化ディスカウントの実証研究—日本の大規模企業の財務報告とガバナンスのあり方

研究課題名（英文） An Empirical study on Diversity Discount: Evidence from Japanese Company

研究代表者

中野 貴之（NAKANO TAKAYUKI）

法政大学・キャリアデザイン学部・教授

研究者番号：70287952

研究成果の概要（和文）：

国内外の資本市場において、(A)事業多角化（製商品・サービス分野の多角化）および(B)地域多角化（生産・販売拠点のグローバル化）が進展しているほど、株価が安値に陥っている、という現象が観察されている。本研究の目的は、(a)多角化ディスカウントは、実際、生じているかどうか、(b)いかなることが原因となっているかどうか、(c)多角化ディスカウントに陥っている企業群は、どのような会計情報開示行動あるいは経営行動をとるべきかどうかという三つの課題を実証的に明らかにすることである。本研究の結果、第一に(a)については、両多角化ともディスカウント評価されていること、第二に(b)については、多角化企業は、情報の非対称性が大きいためにディスカウントされていること、さらに第三に(c)については、質の高い会計情報を提供することによってディスカウント評価は緩和されるものの、非関連多角化など過度に多角化が進展している場合には情報開示効果は見られないことなどを発見した。

研究成果の概要（英文）：

In the capital market around the world, in the company to which (A)business diversification (industry diversification) and (B)geographic diversification (globalization of business) are progressing, the phenomenon in which a stock price is lowed is observed. The purpose of this research is empirically to clarify three themes: Does the diversification discount really occur? Why does a diversification discount occur?, what kind of accounting information disclosure action or administrative behavior should the company group which has fallen into the diversification discount take or not? As result of this research, I found the following facts. First, it is discounted both business and geographic diversification. Second, since the information between managers and investors is asymmetric, the diversified firm is discounted. Third, diversification discount is reduced as be alike by high quality accounting information. However, when diversification is progressing very much such as unrelated diversify, the effect of information disclosure does not happen.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2010年度	900,000	270,000	1,170,000
2011年度	900,000	270,000	1,170,000
2012年度	500,000	150,000	650,000
年度			
総計	3,400,000	1,020,000	4,420,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：コングロマリットディスカウント、セグメント情報、多国籍企業、多角化ディスカウント、多角化企業

1. 研究開始当初の背景

国内外の資本市場において、(A)多角化企業（事業の多角化が進展している企業群）および(B)国際化企業（事業の国際化が進展している企業群）ほど、株価が安値に陥っている、という現象が観察されている。かかる現象は、多角化ディスカウント（またはコングロマリットディスカウント）と称され、機関投資家およびアナリスト等、投資専門家の間で共有されている一つの見方である。

日本の上場企業のうち、企業規模が大きいところほど、事業の(A)多角化および(B)国際化が進展している。すなわち、多角化ディスカウントは上場企業全般において生じているのではなく、とくに日本市場を支える立場にある、大規模企業群において顕著に生じている可能性が高い。事実、時価総額が大きい、大規模上場企業の中には、多数の事業分野を擁している、または多数の国々・地域を販売市場としていることを理由として、自社の株価が安値に陥っているという認識をもっているところが増えており、いかなる方策をとれば、多角化ディスカウントを解消できるかということに、苦慮しているところが少なくない。株価が安値に陥っていると、その分、買取リスクが高まることになる。事業の多角化や国際化を理由として買取リスクが高まっているとすれば、企業が、この現象を問題視するのは当然のことである。加えて、一企業としてだけでなく、マクロ的に見ても、日本市場を支える立場にある大規模企業群において、海外競合企業による買取リスクが高まっているとすれば、それこそ、一国の経済基盤を揺るがしかねない問題である。

企業自身がこの問題の解消に苦慮し、かつ、マクロ的に見ても、日本経済の基盤を揺るがしかねない問題であるだけに、上記研究課題を大量の観察データに基づいて実証的に明らかにしていくことは重要な研究課題である。

2. 研究の目的

多角化ディスカウントとは、(A)多角化企業および(B)国際化企業の株価が、安値に陥っている現象をいう。ここで、(A)は事業の多角化、(B)は地域の多角化と捉えられることから、多角化ディスカウントには広義の多角化概念、

すなわち(A)事業の多角化（多角化企業）および(B)地域の多角化（国際化企業）双方が含まれる。

多角化ディスカウントに関する実証研究は、【a.有無の特定】（多角化ディスカウントが生じているかどうか）、【b.メカニズムの特定】（どのようなメカニズムに従いディスカウントされるのかどうか）の二つに大別できる。これらは(A)事業の多角化（多角化企業）および(B)地域の多角化（国際化企業）について研究が行われることから、(1)～(4)の論点を識別することができる。

(A)事業の多角化（多角化企業）

(a) 有無の特定: 論点(1)

(b) メカニズムの特定: 論点(2)

(B)地域の多角化（国際化企業）

(a)有無の特定: 論点(3)

(b)メカニズムの特定: 論点(4)

これらのうち、最も多くの研究が蓄積されているのは論点(1)である。すなわち、Berger and Ofek (1995)以来、(A)多角化企業の株価がディスカウントされていることを支持する証拠が蓄積されており、日本でも平元 (2002) および大坪 (2005) 他、肯定的な研究成果がいくつか存在する。

それに対して、(A)多角化企業の株価がディスカウントされるメカニズム（論点(2)）については、主に、(b-1)情報の非対称性（多角化し、複雑化した企業の実態を投資家は把握し難く、その分をディスカウントしている）、(b-2)ガバナンス能力の低下（多角化した企業は各部門を統制し難く、経営効率自体が低下している）の二つの可能性が指摘され、実証研究が進められている。

一方、(A)の研究（論点(1)、(2)）に比べ、(B)地域の多角化（国際化企業）に関する研究（論点(3)、(4)）は少ない。これは(B)地域の多角化は、(A)事業の多角化に比べ最近の経営課題であるという点に関係しており、とくに日本では(B)に関する先行研究は存在していない。

これらの未解明の課題を、大量データに基づく定量的研究と、聞き取り調査に基づく定性的研究によって、実証的に明らかにすることが本研究の目的である。

3. 研究の方法

日本企業を対象として、上記(1)～(4)の論点および関連する論点について網羅的に検証した。

まず、先行研究のサーベイおよび日本企業の実態を踏まえて、次の仮説を設定した。

- (A)多角化企業および(B)国際化企業ともに、ディスカウントが生じている【a.有無の特定】
- その原因は、情報の非対称性およびガバナンス能力の低下双方が作用している【b.メカニズムの特定】

その結果として、次のインプリケーションを得ることを予想していた【c.とるべき方策】。

- 経営者が、セグメント情報等、(A)事業の多角化および(B)地域の多角化に関する財務会計情報を積極的に開示する姿勢をとることで、多角化ディスカウントは一定程度解消することができる。
- ただしその効果は限定的であり、事業分離等を行い、経営組織のスリム化を図る必要がある。

以上の仮説、論点を検証するために、日本企業を対象として、日本企業の財務データ(セグメントデータを含む)のデータベースを構築した。その上で、次の研究を実施した。

- 多角化ディスカウントは本当に生じているかどうか【a.有無の特定】
- 多角化ディスカウントはどのようなメカニズムに従い生じるものかどうか【b.メカニズムの特定】
- インプリケーション【c.とるべき方策】

また、こうした仮説、論点の検証に際しては、財務諸表利用者(証券アナリスト)に対する聞き取り調査を実施し、財務諸表利用者の認識および日本企業の実態等について定性的に深く把握した。本研究では、こうした聞き取り調査を通じて、問題の所在や実態を定性的に深く把握した上で、次に仮説、論点が大量データによって計量的に裏づけられるものであるかどうかを検証したのである。

さらに上記の研究課題では、日本企業がどのような財務報告を行っているのか、とくに事業多角化や地域多角化が進展している企業のセグメント情報開示や、連結財務報告が多角化ディスカウントにどのような効果を及ぼしているのかが焦点となることから、本研究では、多角化ディスカウントの有無の検証と並んで、セグメント情報開示や連結財務報告の効果や課題についての検証も行った。

4. 研究成果

研究成果は、上記多角化ディスカウントに関するものと、それに関連して行ったものに大別できる。それらの研究について、以下に述べる研究成果を得た。

(1) 多角化ディスカウントの有無と情報開示効果に関する検証: [雑誌論文] 中野 (2011b)、中野 (2012c)、[学会発表] 中野 (2010)

事業多角化および地域多角化が進展するほど、企業価値に負の影響が及んでいるのかどうかを検証した。その結果、企業価値に影響を及ぼす要因をコントロールしてもなお、事業多角化および地域多角化が進展するほど、企業価値に負の影響が及んでいる事実が明らかになった。事業多角化により地域多角化の方が、企業価値に対してより負の影響を及ぼしていることも明らかになった。この点は、企業価値の指標を変更しても、頑健であった。

さらに、こうした多角化ディスカウントに対して、会計情報の開示がどのような効果をもっているかを検証した。その結果、セグメント情報の分割度が高まるほど、当該ディスカウントが緩和される事実を特定した。つまり、質の高い会計情報の開示は、当該ディスカウントを緩和することかをもつ。ただし、非関連多角化等、多角化の程度が著しく高まる場合にはこうした効果は生じないことも特定した。

セグメント情報の拡充等、質の高い会計情報開示は多角化ディスカウントを緩和する効果をもつが、多角化の程度が非常に大きい場合にはかかる効果は生じないことが明らかとなった。

(2) セグメント情報の効果に関する検証: [雑誌論文] 中野 (2010a)、中野 (2010b)、中野 (2010c)、中野 (2012d)、[学会発表] 中野 (2009)、Nakano and Kobayashi (2012)

上記(1)によって質の高い会計情報開示は、多角化ディスカウントを緩和する効果をもつことが明らかになった。そこで本研究では、日本企業のセグメント情報の質や特徴について検証を行った。

まず、セグメント情報の旧基準(2010年3月期まで適用)のデータを用い、全社集約値である、連結財務諸表を超える有用性をもっているかどうかを検証した。セグメント情報を用いた場合の予想利益と、連結財務諸表を用いた場合の予想利益を比較したところ、全社の方が正確であるという結果を得た。このことは、旧セグメント開示基準の下、日本企業は連結財務諸表を超える有用性をもった情報を提供していたことを意味する。

セグメント情報の開示基準は2011年3月期以降改訂されている。このため、新基準に基づく情報は旧基準に比べ改善したのかど

うかを検証した。その結果、セグメント区分の分割度が高まるなど改善が見られる一方で、所在地別セグメントを開示する企業が少なくなった事実も特定した。新基準に基づくセグメント情報の開示の効果と課題については引き続き研究を行っていく必要がある。

(3) 連結財務報告の効果に関する検証: [雑誌論文]中野(2010d)、中野(2011a)、中野(2012a)、中野(2012b)、[学会発表]中野(2011)

日本では、親会社単独中心の財務報告制度が採用されてきたが、2000年以降、企業グループ中心の財務報告制度に移行した。日本の大規模企業は、傘下に多数の子会社や関連会社を有しており、連結財務報告の効果と課題について考察した。

まず、親会社単独中心の財務報告制度の期間では、情報不足を原因として、子会社利益が過小に評価されていた事実を特定した。しかし、グループ中心の財務報告に移行後、かかる過小評価は解消されており、日本企業の連結財務報告は改善されている事実を特定した。ただし、持分法利益については、グループ中心の財務報告に移行後もなお過小評価が続いており、現行の連結財務報告には一定の課題も含まれていることが明らかになった。

また、近年の連結財務報告問題の一つとしてSPE(特別目的事業体)の連結問題や、関連会社の評価問題に注目し、IFRS(国際財務報告基準)等の制度上の動向を整理し、先行研究のサーベイを行うとともに、財務諸表利用者(証券アナリスト)に対する聞き取り調査を実施し、問題の所在を明らかにした。その結果、SPEおよび関連会社については、連結および持分法による損益の合算のみならず、重要な事業体に関する情報を個別に開示することが重要であるとの知見を得た。

本研究の成果は以上のとおりであり、多角化ディスカウントに関して設定した当初の研究課題はほぼ明らかにできたと考える。ただし、研究開始当初と比較し、会計制度をはじめ日本企業をめぐる状況は変化しており、引き続き検証を重ねていく必要があるといえる。

とくに、2011年3月期以降、セグメント情報に関する新しい会計基準が適用されており、同決算期以降、日本企業は世界標準といえる、マネジメント・アプローチに従ってセグメント情報の開示を行い始めている。マネジメント・アプローチ移行後、多角化企業の情報開示は改善することが期待されており、実際、中野(2012d)では、セグメントの分割の程度等が改善された事実を特定している。その一方で、多くの企業が所在地別の利益情報の開示を取り止めるなど、以前よりも

後退した面もある。これらの結果は、多角化ディスカウントおよび日本企業の経営行動に対して一定の影響を及ぼしている可能性が大きい。この点について引き続き、検証を重ねていく必要があるといえる。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計10件)

- ① 中野貴之(2012d)「セグメント情報開示の実態——マネジメント・アプローチ導入前と導入後の比較検証」『企業会計』64(11): 88-96. (査読あり)
- ② 中野貴之(2012c)「多角化ディスカウントの実証分析——事業多角化と地域多角化の影響——」『証券経済研究』78: 81-101. (査読あり)
- ③ 中野貴之(2012b)「連結利益に対する市場評価」『年報 経営分析研究』28: 49-59. (査読あり)
- ④ 中野貴之(2012a)「非連結企業の会計と開示」『法政大学キャリアデザイン学部紀要』9: 161-177. (査読なし)
- ⑤ 中野貴之(2011b)「多角化ディスカウントに関する実証研究」『国際会計研究学会年報—2010年度—』: 117-134. (査読なし)
- ⑥ 中野貴之(2011a)「SPEの連結と開示」『法政大学キャリアデザイン学部紀要』8: 117-139. (査読なし)
- ⑦ 中野貴之(2010d)「SPE(特別目的事業体)の連結拡大が利用企業に与える影響」『会計・監査ジャーナル』22(8): 90-96. (査読なし)
- ⑧ 中野貴之(2010c)「セグメント情報をめぐる実証研究(2)」『企業会計』62(8): 92-93. (査読なし)
- ⑨ 中野貴之(2010b)「セグメント情報をめぐる実証研究(1)」『企業会計』62(7): 108-109. (査読なし)
- ⑩ 中野貴之(2010a)「セグメント情報に関する実証研究——予測能力の検証——」『會計』177(5): 76-91. (査読なし)

[学会発表](計4件)

- ① Nakano, Takayuki and Naoki Kobayashi, “Empirical Analysis on Segment Information: Evidence from Japan,” The 24th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, October 23th 2012, Kapalua Maui, Hawaii United State.
- ② 中野貴之(2011)「連結利益に対する市場評価」、日本経営分析学会第27回秋季大会、2011年10月29日、帝塚山大

学学園前キャンパス。

- ③ 中野貴之（2010）「多角化ディスカウントに関する実証研究」、国際会計研究学会第27回研究大会、2010年9月12日、大阪学院大学。
- ④ 中野貴之（2009）「セグメント情報に関する実証研究」、日本会計研究学会第68回全国大会、2009年9月4日、関西学院大学。

〔図書〕（計0件）

〔産業財産権〕

- 出願状況（計0件）
- 取得状況（計0件）

〔その他〕

なし

6. 研究組織

(1)研究代表者

中野 貴之 (NAKANO TAKAYUKI)
法政大学・キャリアデザイン学部・教授
研究者番号：70287952