

多角化と経営キャパシティ ～一般化された取引コスト理論の観点から～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授
みずほ証券市場情報戦略部 客員上級研究員
田村 俊夫¹

Summary

要約

- 近年、欧米多角化企業は、大胆なスピンオフや事業売却を織り交ぜながら事業ポートフォリオの変革を推進しているが、日本企業の事業ポートフォリオ見直しは概して未だ大胆さに欠けているように思われる。しかし、なぜ多角化企業の事業ポートフォリオの見直しが必要なのだろうか。その根本的な要因の解明は、どのように事業ポートフォリオを見直すかの指針を提供してくれるであろう。
- 本稿の目的は、「一般化された取引コスト理論」のフレームワークに基づき、多角化のもたらす複雑さの増大が経営キャパシティの処理能力を超えると企業内取引コストが増大して、多角化の非効率性が業績や株価を引き下げるといふ分析的な視座を提示することである。
- 多角化によるシナジーは見えやすいが、多角化が増大させる企業内取引コスト中の組織管理コストは目に見えにくい。組織管理コストの増大は、本社費・間接費の肥大化、ROIC の低迷、成長の鈍化、株価のディスカウントといった目に見えるコストの原因となっているが、それが特定事業部門だけでなく全社的に広がっていることを見落とすと、事業分離のコスト・ベネフィット分析が歪んでしまう。
- 本稿では、このような見えにくい組織管理コストを可視化する分析フレームワークとして、経営課題の「複雑さ (Complexity)」を「経営キャパシティ (Capacity)」で割った「CC レシオ」の概念を提示するとともに、複雑さと経営キャパシティの各々に影響を与える要因を考察した。複雑さは、事業管理スパンが増えるほど、事業の異質性が高いほど、環境変化が大きいほど、競合の強度が強いほど増大する。経営キャパシティは経営者の能力と経営インフラに大きく左右される。
- 経営キャパシティへの負荷が過大になるような買収や多角化は、当該事業のみならず他の事業の競争力まで削いでしまいかねない。社会から負託された経営資源を最大限に活用する「事業本位制」の観点からは、企業は経営キャパシティの増大に努めるとともに、CC レシオの観点から事業ポートフォリオの見直しを常に行っていくべきである。現代の発達した資本市場では、そのような自主的な見直しを怠ると、アクティビストを含む株主からの圧力を招くことになるであろう。

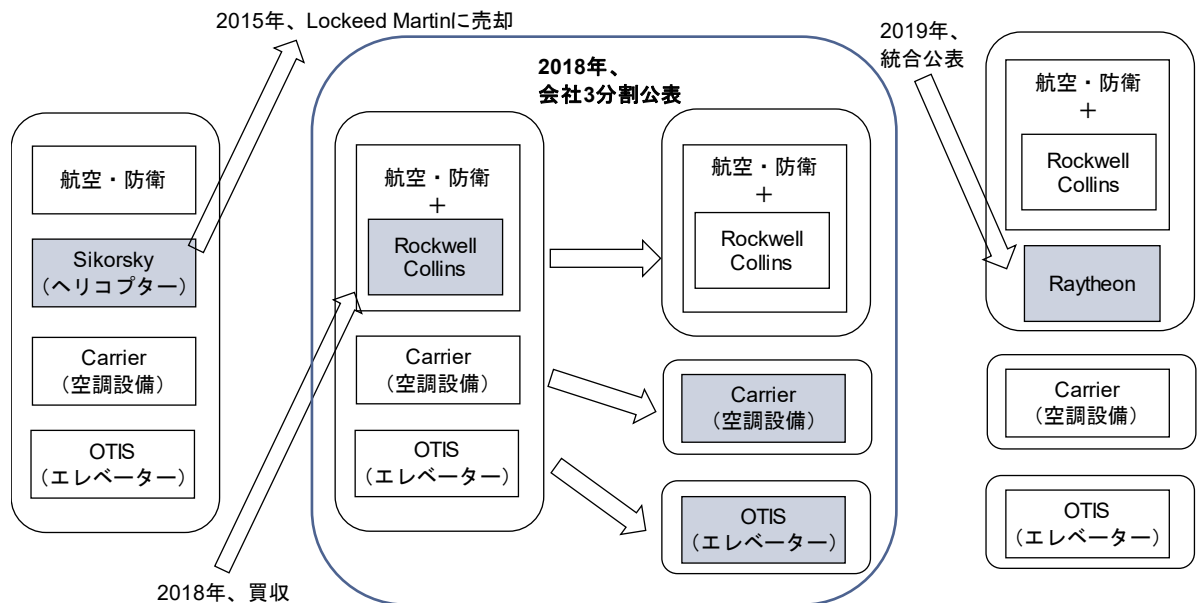
¹ 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

I. はじめに

ユナイテッドテクノロジーズのスピノフ

2018 年 11 月 26 日、ユナイテッドテクノロジーズは大胆な会社の 3 分割方針を公表した²。具体的には、空調設備部門である Carrier（2017 年売上高 180 億ドル）、エレベーター部門である OTIS（同 120 億ドル）をスピノフにより分離し、本体は航空・防衛事業（同 390 億ドル）に専念する計画である。分離される 2 事業部門は、いずれも営業利益率 15%程度の優良部門である。

図表 1：ユナイテッドテクノロジーズの事業ポートフォリオ改革



出所：諸種資料より筆者作成

米国の事例

米国を代表する優良多角化企業であるユナイテッドテクノロジーズの会社 3 分割は、近年、欧米で急速に進展している多角化企業の事業ポートフォリオ見直しの一環である。米国では巨大コングロマリットであった GE が解体過程に入っており、また、2 大名門化学メーカーであったデュポンとダウケミカルは、いったん合併した上、2019 年にスピノフにより新デュポン（特殊化学品事業）、新ダウケミカル（素材科学事業）、Corteva（農薬事業）の独立上場 3 社に分離されている。ハネウェルも、2018 年、輸送システム部門（新会社名 Garrett Motion）と住宅関連製品部門（新会社名 Resideo Technologies）をスピノフにより分離独立させた。

欧州の事例

欧州でも、フィリップスは祖業の照明事業を Philips Lighting（現 Signify）として IPO し、その後持ち株の売却を進めて、2019 年までに持分すべての売却を完了している³。シーメンスは 2019 年 5 月、ガス・電力部門の IPO を発表し⁴、持株比率を約 25%まで落とす意向を表明している⁵。ティッセングループは、株主の圧力により 2018 年 9 月、産業部門（エレベーター事業、自動車部品事業、プラント建設

² United Technologies Press Release, “United Technologies Announces Intention to Separate Into Three Independent Companies; Completes Acquisition of Rockwell Collins.” (November 26, 2018).

³ “Philips to sell remaining 10.7% stake in Signify for 357 million euros,” Reuters (September 20, 2019).

⁴ Siemens Press Release, “Siemens to build focused energy powerhouse and further boost performance.” (May 7, 2019).

⁵ Oliver Sachugau and Eyk Henning, “Siemens CEO Seeks to Shake Up Company With Energy Spinoff,” Bloomberg (November 20, 2019).

事業）と素材部門（鉄鋼事業等）の独立した 2 社に分離することを公表していたが⁶、2019 年 5 月、分離の前提となっていたタタ製鉄との鉄鋼事業統合が欧州独禁当局に認められなかったため会社 2 分割案を撤回し、代わりに収益の柱であるエレベーター事業の IPO を表明した⁷。

CGS 研究会（第 2 期）報告書

このように、欧米多角化企業が事業ポートフォリオの見直しを大胆に進めている一方、日本企業の事業ポートフォリオ見直しは概して未だ大胆さに欠けているように思われる。2019 年 6 月に公表された経済産業省・CGS（コーポレート・ガバナンス・システム）研究会（第 2 期）の報告書は、事業ポートフォリオの在り方について、以下のように指摘している⁸。

現状では、大規模な多角化企業の収益性を比較すると、日本企業は欧米企業に比べて大きく溝を開けられているが、その要因の一つとして、資本コストに見合わない低収益事業を抱え続けているために、コア事業に十分なリソースを集中できていないのではないかと指摘されている。こうした点からも、グループ全体として中長期的な企業価値向上を見据えながら、資本コストを意識し、ノンコア事業からの撤退を含めた事業ポートフォリオの最適化を図ることが大きな課題となっている。

本稿の目的

しかし、なぜ多角化企業の事業ポートフォリオの見直しが必要なのであろうか。その根本的な要因の解明は、どのように事業ポートフォリオを見直すかの指針を提供してくれるであろう。本稿の目的は、田村（2019）で提示された「一般化された取引コスト理論」のフレームワークに基づき、多角化のもたらす複雑さの増大が経営キャパシティの処理能力を超えると、企業内取引コストが増大して多角化の非効率性が業績や株価を引き下げる（「多角化ディスカウント」）という分析的な視座を提示することである。

本稿の構成

以下、第Ⅱ章では、多角化ディスカウントの測定方法と一般的な多角化ディスカウントの有無に関する学術的な議論を紹介する。第Ⅲ章では、引き続き多角化のメリットとデメリットについて、学術的な知見の蓄積を紹介する。第Ⅳ章では、一般化された取引コスト理論の概要を説明し、多角化の効率性において、企業内取引コストの一部である組織管理コストが重要な役割を果たすことを示す。第Ⅴ章では、組織管理コストの抑制要因である経営キャパシティについて説明し、組織管理コストの大小が複雑さ（Complexity）と経営キャパシティ（Capacity）の比である「CC レシオ」に左右されるという分析枠組みを提示する。第Ⅵ章は、以上の議論を踏まえて、事業ポートフォリオ再構築にどのようにアプローチすべきかを考察する。第Ⅶ章は結語である。

Ⅱ．多角化ディスカウント

1. 多角化ディスカウントとはなにか

多角化ディスカウント

多角化した企業の市場株価から計算される企業価値が、個別事業の価値の和より

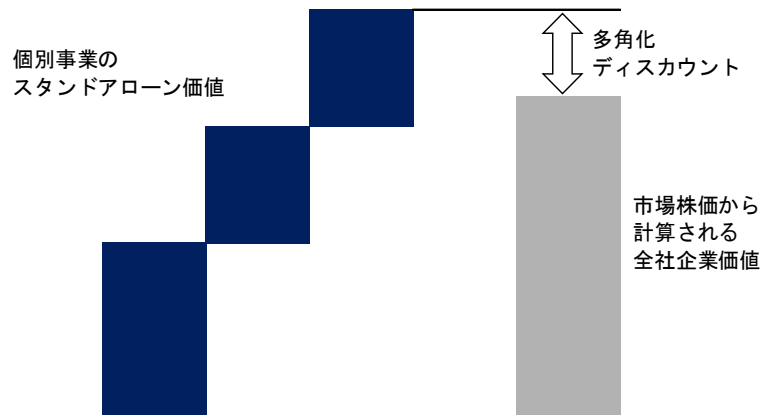
⁶ ThyssenKrupp Press Release, “thyssenkrupp plans to split the group into two independent, listed companies” (September 28, 2019).

⁷ ThyssenKrupp, “Disclosure of an inside information according to Article 17 MAR” (May 10, 2019). もっとも IPO の代わりに売却される可能性も取り沙汰されている。“ThyssenKrupp Narrows Bids for \$17 Billion Elevator Unit,” Bloomberg News (January 21, 2020).

⁸ 「CGS 研究会（第 2 期）報告書」（2019 年 6 月 28 日）, p. 45.

も低く評価されることを「多角化ディスカウント (Diversification Discount)」という。一般には「コングロメリットディスカウント (Conglomerate Discount)」と呼ばれることも多いが、関連多角化の場合も含めて考察する場合には多角化ディスカウントと呼ぶ方が適切であろう。

図表 2：多角化ディスカウント



出所：田村（2009）〔一部改〕

SOTP 法

多角化企業の企業価値は一般に、時価総額＋有利子負債の時価（簡便には簿価）で計算されるが、「個別事業の価値の和」は、実務的には Sum-of-the-Parts 法（SOTP）法⁹で算出することが多い。SOTP 法では、典型的には各事業の利益（EBITDA 等）に、各々の事業の所属する業種の専門同業他社のマルチプルを乗じて合計する¹⁰。

図表 3：Sum-of-the-Parts 法イメージ

(金額単位：億円、円／株)			
事業価値			
	EBITDA	倍率	事業価値
A事業部門	230	7.8	1,794
B事業部門	120	6.5	780
C事業部門	50	10.6	530
計	400		3,104
非事業資産・負債			485
企業価値			3,589
純有利子負債・非支配株主持分			1,195
株主価値			2,394
理論株価			958
(発行済株式数：億株)			2.5
実際の株価			876
プレミアム／(ディスカウント)			-8.5%

出所：田村（2009）〔一部改〕

⁹ LeBaron and Speidell (1987)では、“Chop-Shop approach”と呼ばれている。

¹⁰ ある事業部門が上場している場合には、株価ベースで評価することもある。また、事業によってはDCF法等で評価する場合もある。なお、本社費を各事業に配賦していない場合には、各事業の価値の合計から本社費の現在価値を控除する。

多角化ディスカウントをもたらし要因

ここで、多角化ディスカウントは、多角化企業の全社マルチプルが各事業の専門同業他社のマルチプルを各事業の利益でウェイト付けした加重平均マルチプルよりも下回っていることを意味している。この場合、マルチプルの格差が市場パーセプションの問題なのか、多角化企業の事業部門の方が同業他社と比べて成長性が低いといった実態に起因するものかについて検討する必要がある。また、成長性が同業他社よりも低いという場合、それは本来の事業特性の問題なのか、多角化により成長が抑圧されているのかについても慎重な見極めが必要である。

多角化による価値の毀損はこのような狭義の多角化ディスカウントに限られない。多角化による弊害で利益水準自体が低下している場合には、利益マルチプルによる SOTP 法では多角化ディスカウントが観測されなくても、多角化による企業価値の低下が生じている。

以上をまとめると、多角化による企業価値の低下には、利益水準が低下する場合と利益マルチプルが低下する場合があり、後者の利益マルチプルの低下については、多角化により成長性の見通しが低下する場合と、単なる市場パーセプションの問題である場合がある。利益倍率ベースの SOTP 法では利益マルチプルの低下は把握できるが、利益水準自体の低下は把握できない。また利益マルチプルの低下について、事業部門の成長性が（多角化の有無に関係なく）本来同業他社より低いという場合には、一見多角化ディスカウントが生じているように見えても、実際には多角化による企業価値の毀損は生じていないことにも留意する必要がある。

トービンの q

このように実務では主に EBITDA 倍率等の利益マルチプルベースの SOTP 法を用いて多角化ディスカウントの有無を議論することが多いが、学術的な実証研究ではトービンの q (Tobin's q) ベースの SOTP 的な手法を用いた多角化ディスカウントの計測法がしばしば用いられている。

トービンの q はもともとは、後にノーベル経済学賞を受賞したジェームズ・トービンが 1969 年の論文 (Tobin, 1969) で導入した概念であり、資本財の市場価格と再調達価格の比として定義されている。もしトービンの q が 1 より大きければ、企業は資本財に投資することにより投資額以上の価値が得られる。したがって、トービンの q が高いほど投資することが有利になる。逆にトービンの q が 1 を下回れば、投資は価値損失につながる¹¹。したがって、企業が価値最大化的に行動すれば投資はトービンの q の増加関数と考えられる。このことから、コーポレートファイナンス領域の実証研究では、トービンの q は企業の投資機会を表す代理変数として一般的に用いられている。

限界的な q と平均の q

トービンの q が投資の決定要因となるためには、 q は限界的な q (marginal q) でなければならない¹²。すなわち、新規投資を 1 単位行う場合の市場価格（新規投資の価値の市場評価額）と再調達価格（投資額）の比である。市場価格が内在価値 (DCF 価値) を反映していれば、これは新規投資が生み出す将来キャッシュフローの現在価値が投資額を上回っていること、すなわち $NPV > 0$ を意味している¹³。

この限界的な q は直接観察することができないので、実証研究では、トービンの

¹¹ Hayashi (1982)はトービンの q から導かれる投資理論が、調整コストを勘案した新古典派的投資理論と同値であることを示した。

¹² Hayashi (1982), p. 214 (“Remember that q , which we call marginal q , is the ratio of the market value of an additional unit of capital to its replacement cost.”).

¹³ Whited (2001), p. 1668 (“[Marginal q] is usually defined as the firm manager’s expectation of the present discounted value of the future marginal product of capital.”).

q は以下のように「平均の q」として定義されることが多い¹⁴。

$$\text{トービンの } q = \frac{\text{既存の資本ストックの市場価格}}{\text{既存の資本ストックの再調達価格}}$$

平均の q は限界的な q と一致するとは限らないので¹⁵、平均の q を投資機会の代理変数として用いる場合には注意が必要である¹⁶。

簡便法によるトービンの q

なお、実証研究においては、会計データや株価データからトービンの q を計算しなければならない。分母の再調達価格は個別企業についてさえ算出することは非常に難しいので、便法として総資産の簿価（＝純資産と負債の簿価合計）を用いることが多い。これに対して、分子の市場価格については、純資産の時価（＝株式時価総額）と負債の簿価の合計¹⁷を用いることが多い¹⁸。すなわち、

$$\text{トービンの } q = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債簿価} + \text{営業負債簿価}}{\text{総資産（簿価純資産} + \text{有利子負債簿価} + \text{営業負債簿価）}}$$

である。このようにして計算されたトービンの q（以下、「簡便法によるトービンの q」と呼ぶ）は、平均の q であることに加えて、(1) 分母の総資産簿価は（買収に伴うのれん等の影響なども含め）必ずしも再調達価格と一致しないこと、(2) 分子の負債簿価、特に有利子負債簿価は本来は時価を使うべきであることから、さらに歪みが大きくなっている可能性があることに留意が必要である。

以上述べたように、投資機会の代理変数としてのトービンの q は本来「限界的な q」であるべきであるが、多角化ディスカウントの有無の代理変数としてのトービンの q は、むしろ「平均の q」の方が適切であると考えられる。すなわち、多角化企業の平均の q が、各々の事業の専門同業他社の平均の q を各々の事業の再調達価格でウェイト付けした加重平均 q を下回っていれば、多角化ディスカウントが生じているとの解釈である¹⁹。

簡便法によるトービンの q は総資産ベースで計算されているが、実務的には投下資本（＝簿価純資産＋有利子負債）ベースないし簿価純資産ベースで考えた方がわかりやすい。

¹⁴ Hayashi (1982), p. 214 (“What we can observe is average q, namely the ratio of the market value of existing capital to its replacement cost. Empirical work based on the “q” theory has utilized average q as a proxy for marginal q ...”).

¹⁵ Hayashi (1982)は平均の q が限界的な q と一致する厳密な条件を導出している。

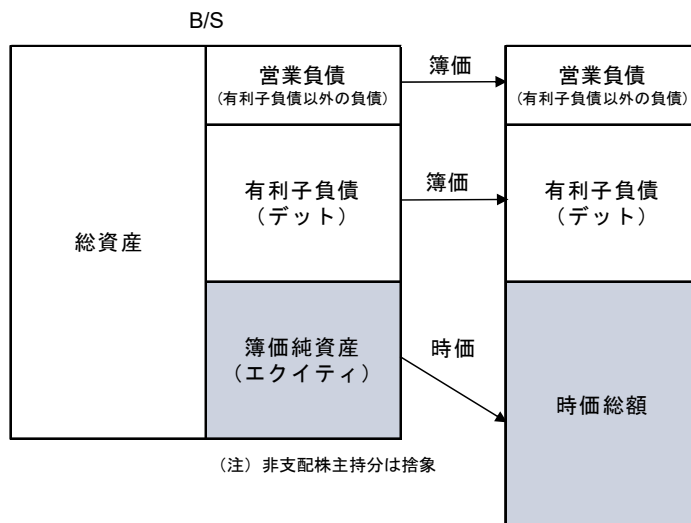
¹⁶ Whited (2001), p. 1668 (“Tobin’s q is unlikely to be an adequate control for investment opportunities. Most standard intertemporal models of investment imply that investment opportunities should be measured by an unobservable quantity: marginal q. ... As has been widely discussed in the corporate finance and macroeconomics literatures, observable measures of Tobin’s q may diverge substantially from unobservable marginal q.”).

¹⁷ 分子については、繰延税金資産・負債を除くことが多い。

¹⁸ Whited (2001), p.1671 (“Following the literature on corporate diversification, I construct Tobin’s q as the market value of assets divided by the book value of assets, I construct the market value of assets by adding to the book value of assets the market value of common equity and subtracting the book value of common equity and balance-sheet deferred taxes.”).

¹⁹ Lang and Stulz (1994), p. 1254 (“If the value of a portfolio of unrelated businesses is simply the sum of the values of the unrelated businesses, then the q ratio of diversified firms should not differ from the q ratio of comparable portfolio of specialized firms. ... However, if diversification creates or destroys value, then the q ratio of diversified firms should be greater or less than the q ratio of comparable portfolio of specialized firms”).

図表 4：総資産、投下資本、簿価純資産の関係



出所：筆者作成

EV/IC 倍率と PBR

投下資本ベースで（簡便法による）トービンの q に対応するのは、企業価値（EV：Enterprise Value＝時価総額＋有利子負債簿価）を投下資本（IC：Invested Capital）で割った EV/IC 倍率である²⁰。簿価純資産ベースで（簡便法による）トービンの q に対応するのは、時価総額を簿価純資産で割った PBR である²¹。

$$EV/IC = \frac{\text{企業価値（時価総額} + \text{有利子負債簿価）}}{\text{投下資本（簿価純資産} + \text{有利子負債簿価）}}$$

$$PBR = \frac{\text{時価総額}}{\text{簿価純資産}}$$

各々の式を見比べてみればわかるように、簡便法によるトービンの q が 1 を超えていれば EV/IC 倍率、PBR も 1 を上回り、簡便法によるトービンの q が 1 を下回れば EV/IC 倍率、PBR も 1 を下回る。さらに資本構成（純資産、有利子負債、営業負債の比率）が一定であれば、簡便法によるトービンの q の大小は EV/IC 倍率や PBR の大小と一致する。そこで、以下、簡便法によるトービンの q の代わりに PBR を用いて、トービンの q が低いことが多角化ディスカウントを意味するか否かを検証してみよう²²。

低 PBR の原因

いま、発行済株数が一定であれば、PBR は以下のように分解できる²³。

$$PBR \left(\frac{\text{時価総額}}{\text{簿価純資産}} \right) = ROE \left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{簿価純資産}} \right) \times PER \left(\frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}} \right)$$

²⁰ 田村（2007）では、「企業価値創造率」と呼ばれている。

²¹ ここでは簡便化のために、発行済株数を不変とし、非支配株主持分を捨象している。

²² 各事業部門に簿価純資産を割り振ることは難しいので、本来は EV/IC 倍率ベースで分析するのが適切であるが、ここでは例示的に PBR ベースで議論を行う。

²³ 当期純利益のベースはそろっていないわけではない。なお、非支配株主持分は捨象している。

すなわち、各事業の専業同業他社の PBR から合成される PBR に比べて全社 PBR が低いということは、足元の ROE が低いか、PER が低いかということである。もし多角化企業の各事業部門が各々の同業種の専業企業と同じ事業機会に直面しているのであれば、ROE が低いということは多角化による利益水準の低下を示している可能性がある。

それでは、PER が低い場合はどうであろうか。PER の低さは多角化企業に対する市場の評価の低さを反映している場合（市場パーセプションの問題）もあるが、多角化による成長性の制約を反映している可能性もある。一般に、ROE が株主資本コストを上回る投資機会が豊富で成長期待が高いほど、PER は高くなる²⁴。PER が低いということは、市場から見て将来の成長期待が乏しいということである。

以上をまとめると、実際の PBR が専業同業他社の PBR からの合成 PBR を下回っている場合には、足元の ROE の低さや成長性の乏しさ、ないし市場評価の低さを意味しており、多角化ディスカウントが生じている可能性がある²⁵。

2. 学術研究

多角化に関する学術論文の系譜

前節では、多角化ディスカウントを「多角化した企業の市場株価から計算される企業価値が、個別事業の価値の和よりも低く評価されること」と定義し、多角化ディスカウントを測定する指標として、実務で多く用いられている EBITDA 等の利益倍率法と、学術論文で一般的に用いられるトービンの q について説明した。

多角化に関する学術論文は枚挙にいとまがないが、大別してコーポレートファイナンス領域の論文と経営戦略領域の論文に分けられる。本節では、主にコーポレートファイナンス領域で得られた知見につき、ごく簡単に述べる²⁶。

エージェンシー仮説

理論面では、価値破壊的な多角化ディスカウントが生じると予測する理論と、生じないと予測する理論がある²⁷。前者の代表格は、エージェンシー仮説である。Jensen and Meckling (1976) は、「エージェンシーコスト」を経営者（エージェント）が必ずしも株主（プリンシパル）の最善の利益に沿って行動しないことから生じる経済的コストと定義している。このエージェンシーコストは、経営者がエージェンシー問題なしに株主の最善の利益のために自発的・自動的に行動する場合（理想条件下のファーストベスト）と現実の企業価値との「差額」である（図表 5）²⁸。

多角化に関するエージェンシー仮説は、多角化ディスカウントの本質をエージェンシーコストの増大として捉えている。経営者はより大きな企業の支配者となりたいため（「帝国の建設」）、余剰キャッシュフローを株主に還元するよりも価値破壊的な多角化買収等を行う誘因がある²⁹。エージェンシーコストは必ずしも経営者の私利私欲から発生するものとは限らず、たとえば経営者が従業員や他のステー

²⁴ 田村(2009), pp. 98-99.

²⁵ 但し、専業同業他社が本当に適切な比較対象であるかには注意が必要である。多角化企業の事業部門が、そもそも（多角化とは無関係に）専業同業他社と収益性や成長性の異なる事業を営んでいる可能性も考慮する必要がある。

²⁶ コーポレートファイナンス分野の最近のレビュー論文として、Erdorf et al. (2013)、Maksimovic and Phillips (2013)参照。

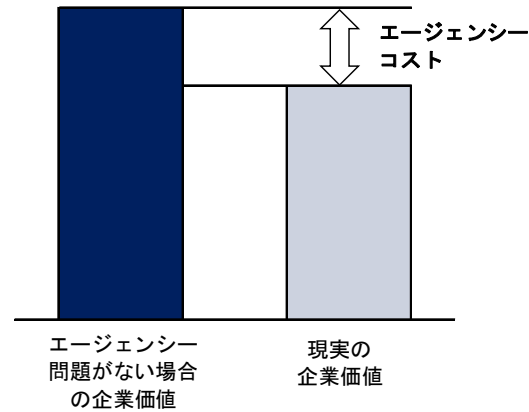
²⁷ Erdorf et al. (2013), p. 4, p. 6; Arkan and Stulz (2016), p. 139 参照。

²⁸ Jensen and Meckling (1976)によれば、エージェンシーコストには経営者をモニタリングするコスト（monitoring costs）、適切な行動を誘導するコスト（bonding costs）、経営者が株主利益に必ずしも適合しない行動を取ることで残余利益請求権者である株主が被る経済的損失である「残余損失」（residual loss）が含まれる（p. 308）が、これらはすべて理想状態との「差額」に包含される。

²⁹ Jensen (1986).

クホルダーに配慮しすぎる余り、必要な施策を行わないといった場合にも発生する。また、エージェンシー問題は必ずしも経営者レベルのみで発生するものではなく、事業部門長などのレベルでも発生する（後述の内部資本市場の議論を参照）。

図表 5：エージェンシーコスト



出所：田村（2019）〔Jensen & Meckling（1976）を基に作成〕

企業価値最大化仮説

これに対して、多角化は企業価値向上を目指す企業の合理的な判断の結果だと捉えるのが、多角化に関する新古典派仮説である。たとえば、Maksimovic and Phillips (2002)は、経営者のタレント（managerial talent）の有効活用の観点から、同一産業内での収穫逨減を前提とすると、多角化が経済合理的な行動であり得るモデルを示した。また、Gomes and Livdan (2004)は、同様に同一産業内の収穫逨減を前提に、合理的な価値最大化行動と多角化ディスカウントの存在は矛盾しないという数理モデルを構築した。ここで注意すべきなのは、多角化に関するエージェンシー理論と新古典派理論は必ずしも排他的なものではなく、個別企業の状況によってその一方、ないし双方が現れる可能性があることである³⁰。

「一般的な」多角化ディスカウントは存在するか

それでは、実証研究の結果は、多角化ディスカウントの存在を支持するだろうか。1990年代の一連の研究が提起したのは、多角化という行為そのものが企業価値を毀損するものであるのか、すなわち「一般的な」多角化ディスカウントが存在するのかという問題であった。特に有名な実証論文としては、Lang and Stulz (1994)とBerger and Ofek (1995)などが挙げられる。

Lang and Stulz (1994)は、多角化企業のトービンの q^1 と専業企業のトービンの q を比較することによって、多角化企業のトービンの q が有意に低いことを発見した。Berger and Ofek (1995)は、再調達価格計算の困難さ等を理由に、トービンの q ではなく、資産倍率、売上倍率、利益倍率の3つの指標を使った「Excess Value」を用いて多角化ディスカウントの有無を検証し、平均して13%～15%の多角化ディスカウントを見出した³²。このような研究が相次いだことから、一般的な多角化ディ

³⁰ Arkan and Stulz (2016)は、上場企業のライフサイクルにおける買収の態様を実証的に研究しており、おおむね新古典派仮説と整合的な結果を得ているが、成熟企業による他の上場企業の買収については、エージェンシー仮説と整合的な結果を報告している。

³¹ Lang and Stulz (1994)は、トービンの q の分母を「再調達価格」としているが、その計算方法を見ると、有形固定資産のインフレ調整等を行ったのみで他の資産は簿価で評価しているため、低インフレ下では実質的には総資産を簿価評価した場合と大差はないものと思われる。

³² Berger and Ofek (1995)では、各事業部門の専業同業他社のマルチプルを用いて計算された多角化企業の想定価値を“Imputed Value”、多角化企業の実際の企業価値と Imputed Value の比の対数を“Excess

一般的な多角化ディスカウントへの疑義

スカウントの存在は、学会のみならず実務でもコンセンサスと化した。その影響は、実務では現在に至るまで続いている。

しかし、2000年代に入って、一般的な多角化ディスカウントの存在に疑義を呈する実証研究が相次いで発表された。Graham et al. (2002)は、多角化買収が一見「Excess Value」を低下させているように見えるのは、もともと評価の低い企業を買収しているからだと主張した。これは、多角化ディスカウントを専門同業他社のトービンの q や倍率をベースに計測することに、重大な疑義を投げかける結果である。なぜなら、もし多角化企業の事業部門が業種コード³³を用いて選定した専門同業他社とシステムチェックに異なるのであれば、多角化ディスカウントの正体は多角化によるディスカウントではなく、そもそもディスカウントされた事業を保有しているからということになるからである³⁴。また、Campa & Kedia (2002)は、多角化を決断する企業はもともとディスカウントされている企業が多いという内生性 (self-selection bias) の問題を提起している。

このような「多角化企業 (の各事業) は、比較対象としている専門同業他社とそもそも事業属性が異なるので、専門同業他社のバリュエーションを使った多角化ディスカウントの測定はバイアスがある」という主張に加えて、従来の多角化ディスカウントの存在を示す研究には様々な批判が行われている。たとえば、Villalonga (2004)は使用するデータベースの問題を提起している³⁵。

さらに興味深いのは Custodio (2014)の研究結果である。同論文は (簡便法による) トービンの q について考察し、買収による多角化がトービンの q を歪めることに注目した。一般に、簿価以上の対価で買収を行うとのれんが発生し³⁶、それが簿価総資産のかさ上げを通じてトービンの q を見かけ上低下させる。これはトービンの q を再調達価格で評価している場合には発生しない歪みであるが、多くの実証研究がトービンの q を簡便法で評価しているために重大な問題となる。Custodio (2014)は簡便法によるトービンの q の測定に際し、のれんを取り除いたところ、多角化ディスカウントが大幅に減少したことを報告している。

一般論から多角化ディスカウントの個別要因究明へ

現在では、学術的には、「一般的な」多角化ディスカウントが存在するか否かについて明確なコンセンサスは存在しない。最近の研究は、多角化が企業価値に与える影響は個別企業ごとに違うとして、一般的な多角化ディスカウントの有無よりも、多角化が企業価値にプラスやマイナスの影響を与える要因の研究に焦点が移りつつある³⁷。個別企業の事業ポートフォリオ検討においても、そのような研究の方が示唆深いであろう³⁸。

Value”と定義した。この定義のもとでは多角化ディスカウント／プレミアムが全く生じていなければ Excess Value はゼロになり、多角化ディスカウントが生じていれば Excess Value はマイナスになる。

³³ 米国企業については、通常、SIC コードが用いられる。

³⁴ これは Lang and Stulz (1994)でも認識されていた問題である (“Our evidence is supportive of the view that diversification is not a successful path to higher performance, but it is less definitive on the question of the extent to which diversification hurts performance. The reason is that in our sample, the firms that become more diversified appear to perform poorly before becoming more diversified, indicating that firms that diversify do not become poor performers only or mainly because they diversify. A plausible explanation for our results is that diversifying firms seek growth through diversification because they have exhausted growth opportunities in their existing activities.” p. 1278)。

³⁵ 従来の多くの実証研究が立脚していた COMPUSTAT データベースに代えて、Business Information Tracking Series (BITS)データベースを用いると、多角化ディスカウントは消滅したと報告している。

³⁶ 買収価格と簿価の差額は、のれんだけでなく、資産の時価評価による簿価上げ、特に無形固定資産の簿価上げにも配賦される。

³⁷ Erdorf et al. (2013)。

³⁸ Stein (2003), p. 147, p. 149 参照。

Ⅲ. 多角化のメリットとデメリット

1. 多角化のメリット

事業面のメリット

多角化のメリットとしては、事業面のメリット（Operating Synergies）と財務面のメリットがある。事業面のメリットは、特に関連多角化で発生するが、基本的には経営資源の共有による範囲の経済（Economies of Scope）が重要である³⁹。範囲の経済によるシナジーがあれば、他のコストが発生しない限り、多角化は価値を生み出すことになる。これについては次章で「リンクの便益」として検討する。

財務面のメリット

財務面のメリットとしては、財務安定性の強化と、内部資本市場による効率的な資本配分が挙げられる⁴⁰。まず、財務安定性の強化について見てみよう。コングロマリット全盛期に、Lewellen (1971)は、コングロマリット化の純粋に財務的なメリットについて考察した。多角化事業同士のキャッシュフローが完全に相関していなければ、多角化によりキャッシュフローのボラティリティが低下し、リスクが低下する。このリスク分散効果は株主には評価されない（株主資本コストは低下しない）。なぜなら、株主は自ら分散投資を行うことができるからである⁴¹。

多角化の相互保証効果

しかし、破綻リスクを気にする債権者にとっては、リスク分散効果は価値がある。各々の事業が独立企業として組織されている場合、ある事業のキャッシュフローが債務返済に不十分であれば倒産リスクが発生するが、複数の事業を有する多角化企業の場合、他の事業のキャッシュフローを流用して返済を受けることができる。この効果を Lewellen (1971)は「相互保証（co-insurance）」と呼んだ⁴²。この結果、多角化企業の借入能力は、個別事業の借入能力の合計よりも高まる⁴³。

それでは、このような相互保証効果は、株主価値にはどのような影響を与えるだろうか。Modigliani and Miller (1958)は、有名なMM第1命題を提示した。すなわち、将来利益（キャッシュフロー）の流列を所与とすると、税金や財務的困窮コスト（破綻リスクに伴うコスト）のない完全市場のもとでは、デットとエクイティの資本構成の違いによらず企業価値は一定であるという命題である⁴⁴。

Black and Scholes (1973)は、このMM第1命題を前提として⁴⁵、オプション価格を算出するブラック＝ショールズ方程式を導出したが、同論文の中で、株主有限責任を前提にすると、株主価値は、企業価値を原資産、有利子負債価値を行使価格とするコールオプションと捉えられることを明らかにしている⁴⁶。

³⁹ コングロマリット的な多角化では、通常、事業面でのオペレーショナルなシナジーはほとんど発生しないが、経営者の能力や企業プラットフォーム（財務、HR、IT等）といった間接部門的な経営資源の共有のメリットが発生することはある。

⁴⁰ Stein (2003), p. 140 (“Absent any direct operating synergies, there are two basic financing-related ways that value can be created by bringing together multiple business under the roof of a single parent company. First, integration of this sort may allow more total external financing to be raised than could be raised by the individual businesses operating as stand-alones: this “more money” effect is beneficial if there is an underinvestment problem on average. Second, an internal capital market may do a better job of allocating a given amount of funding across projects, which one might call a “smarter-money” effect.”).

⁴¹ Lewellen (1971), p. 523, p. 525.

⁴² Lewellen (1971), p. 530.

⁴³ Lewellen (1971), p. 533. なお、Fluck and Lynch (1999)は、エージェンシー問題と不完備契約によってNPVがかるうじて正のプロジェクトがファイナンスを得られない場合、多角化によって問題が解決する可能性を理論モデルで示している。

⁴⁴ これは多角化買収により合算ベースの企業価値の変動がないことを意味しない。なぜなら事業面でのシナジーがあれば、合算ベースで将来の利益（キャッシュフロー）の流列が増加するからである。

⁴⁵ Black and Scholes (1973), p. 650, FN12 参照。

⁴⁶ Black & Scholes (1973), pp. 649-650.

事業面でのシナジーのない多角化買収で、合算ベースの企業価値が一定とすると、多角化によるキャッシュフローのボラティリティ低下はデットの価値を高め、エクイティの価値を低下させる。Mansi and Reeb (2002)は、このような多角化のリスク低減効果による価値移転が多角化ディスカウントの要因になっていると主張した⁴⁷。しかし、Grass (2010)は、オプションモデルに基づく実証研究により、そのような価値移転効果は非常に小さい（平均 0.7%）ことを示している⁴⁸。しかも、Grass (2010)は、デットへの価値移転効果は一時的なものであり、デットが満期を迎えてリスクに見合った金利で再調達されれば消えてしまうものだと言った⁴⁹。

以上の議論は、多角化の相互保証効果を一律に捉えているが、La Rocca et al. (2009)は、関連多角化と非関連多角化（コングロマリット型）に分けて、多角化の借入水準に与える影響を検証している。関連多角化の場合、キャッシュフローの相関は非関連多角化よりも高いので、借入キャパシティの増大効果は弱いものと考えられるが、La Rocca et al. (2009)の報告では、非関連多角化企業は専門企業よりも借入レベルが高いのに対し、関連多角化企業は非関連多角化企業と比べてのみならず、専門企業と比べても借入レベルが低いことが示されている。また、Duchin (2010)は、多角化の度合いの高い企業ほど現金保有比率が低いことを示している⁵⁰。これも多角化の相互保証効果のひとつの表れであろう。

多角化の資本コストへの影響

Hann et al. (2013)は、多角化の資本コストに与える影響を論じている。一般的には企業による多角化は（投資家自身でも多角化＝分散投資ができるので）投資家の要求するリターンである資本コストには影響しないものと考えられている。しかし、Hann et al. (2013)は、多角化企業は平均的には対応する専門企業のポートフォリオよりも資本コストが低く、多角化企業のセグメント間のキャッシュフロー相関性が低いほど資本コストが低いことを報告している。これは相互保証効果と整合的であり、財務的困窮コスト⁵¹の低減が、多角化企業のシステムティックリスクの低減に寄与しているものと考えられる。

資本市場の機能不全と多角化

多角化の相互保証効果は、とりわけ資本市場が不完全で、資金制約が存在する場合に威力を発揮する。本来、完全な資本市場の下では、企業の投資レベルは $NPV > 0$ （トービンの限界 $q > 1$ ）の投資機会にのみ依存し、 $NPV > 0$ のプロジェクトは資金がついて実行されるが、資本市場が不完全な場合には、投資レベルは投資機会だけではなく、その企業が生み出す既存事業のキャッシュフローにも依存する⁵²。

資本市場が不完全な場合の 1 つは発展途上国である。資本市場が未発達な発展途上国では、有力企業はコングロマリット形態を取ることが一般的である⁵³。Ugurlu et al. (2017)は、新興国市場において、ビジネスグループに所属する企業は独立系企

⁴⁷ Leland (2007)は、株主有限責任に伴う効果と借入キャパシティ増大に伴う効果を勘案した理論モデルを構築している。

⁴⁸ Sarkar (2014)も相互保証の効果は非常に小さいと報告している。

⁴⁹ 古くは Kim and McConnell (1977)が、相互保証効果による債権者への価値移転効果は、借入キャパシティの増大に伴う借入金の増大により相殺されると論じている。すなわち、債務が固定利付債である場合、相互保証効果により同じ金利水準でもリスクが低下するので社債価値は増大するが、借入が増大すると、金利水準は一定のままリスクが再び増加するので、社債価値は元の水準に戻る。

⁵⁰ 但し、時系列で見ると、1990 年から 2006 年の期間で、多角化企業自体の現金保有比率は高まっている。

⁵¹ Hann et al. (2013), p. 1962 (“countercyclical deadweight costs of financial distress”).

⁵² Maksimovic and Phillips (2013), p. 229.

⁵³ 田村(2015a), p. 140 (“... 倒産法制が未成熟な国ほど財務的困窮コスト（いわゆる Bankruptcy Cost）が高いので、一般に資本コストが高くなると思われる。これに対して多角化は、財務的困窮コストの低下により資本コストを引き下げる効果があるものと考えられ、この点からは、倒産法制が未成熟な国ほど多角化のメリットが高いと考えられる。”）。

金融危機の影響

業と比較して資金制約が厳しくないことを示している。

資本市場の発達した先進国においても、金融危機の時には、相互保証効果による資金制約の緩和が効力を発揮する。Dimitrov & Tice (2006)は、企業を銀行依存型（格付未取得）と非銀行依存型（格付取得）に分け、景気後退時の売上伸び率を検証した。その結果、銀行依存型企业については専業企業の方が多角化企業よりも売上伸び率の落ち込みが大きかった⁵⁴。これは、景気後退時に多角化企業の方が資金制約が緩和されていることを示唆している。Yan et al. (2010)は、1985-1997年の期間について、資本市場の調達コストが高い時に専業企業の投資は減少するが、多角化企業の投資は変化がなかったことを報告している。

2007-2009年の金融危機は、とりわけ興味深い状況を提示している。Kuppuswamy & Villalonga (2016)は、金融危機時に多角化企業は専業企業よりも銀行のクレジットを受けやすかったことを報告している。これは多角化の相互保証効果の価値が金融危機時に高まったことを示唆している⁵⁵。

内部資本市場

多角化の財務メリットとして、学術的な注目度が極めて高いのが、内部資本市場（Internal Capital Markets）である。内部資本市場とは、多角化企業内の事業部門間で資金を融通し合う市場である。ボストン コンサルティング グループ（BCG）が1970年代に提唱したプロダクト・ポートフォリオ・マネジメント（金のなる木のキャッシュフローを問題児に投下）も内部資本市場の一例と言えよう。

多角化企業の大きなメリットは、内部資本市場により効率的な資本配分ができる可能性である。市場と企業の間には情報の非対称性があるが、経営者は市場よりも社内の情報をより詳細に把握することができる。Stein (1997)は、理論モデルによって、たとえ経営者と投資家の間にエージェンシー問題があり、その結果、資金制約が緩和されなくても、経営者は与えられた資金の枠内でより有望な投資に資金を振り向ける（“Winner-Picking”）インセンティブがあることを示した⁵⁶。

内部労働市場

内部市場としては（財務メリットではないが）内部労働市場の機能も重要である。先行研究は内部資本市場に比べると乏しいが、Tate & Young (2015)は、多角化企業が従業員にさまざまな事業を経験させることによってスキル形成を促進している可能性を示唆した。また、相互保証という観点から、Berk et al. (2010)は企業が破綻した時の従業員の被るコストを勘案した最適資本構成のモデルを提示した。これらの結果は、多角化企業が従業員にとってより好ましい環境を提供できる可能性を示唆しているが、他方で次節で見るような負の側面にも留意する必要がある。

2. 多角化のデメリット

企業内部のエージェンシー問題と情報の非対称性

先行研究では、多角化のデメリットは、主にエージェンシー問題と情報の非対称性から発生すると考えられている⁵⁷。このうち経営者のエージェンシー問題については前章第2節で触れたので、本節では主に経営者が企業価値向上を追求している場合について検討することとしたい。経営者のエージェンシー問題がない場合の最大の問題は、事業部門長や他の従業員のエージェンシー問題と、経営者と彼

⁵⁴ 非銀行依存型企业については、専業企業と多角化企業で有意な差はなかった。

⁵⁵ Boston Consulting Group (2012)も多角化企業が金融危機時に株価パフォーマンスや資金へのアクセスが相対的に安定していたことを示している。

⁵⁶ Khanna and Tice (2001)は、この Winner-Picking 機能は、多角化事業間の関連性が高いほどよく働くと論じている。

⁵⁷ Stein (2003), p. 114 参照。

政治的駆け引きによる内部資本市場の歪み

内部資本市場が効率的・非効率的になる要因

米国コングロマリット盛衰と内部資本市場

内部資本市場の規律

らの間の情報の非対称性である。特に、それらの問題に起因する内部資本市場の歪み（非効率な資源配分）が研究上の大きな関心事となっている。

Rajan et al. (2000)は、事業部門長のエージェンシー問題と不完備契約を前提に、事業部門間の果実配分をめぐる政治的な駆け引きが非効率な投資を引き起こすメカニズムを数理モデルで明らかにし、実証データで検証した。この投資の非効率性は、投資機会等の違いが増すほど大きくなる。Scharfstein & Stein (2000)は、経営者と事業部門長の双方にエージェンシー問題がある場合に、事業部門長のレントシーキング活動により内部資本市場の資源配分が歪むことを、数理モデルによって説明した。特に、弱い部門が強い部門から資金配分を受ける現象を、「社会主義 (Socialism)」と呼んで、そのメカニズムを解明している。

Stein (2003)は、内部資本市場関連の文献をレビューした上で、内部資本市場が一般的に効率的か非効率的かを問うよりも、どのような場合に内部資本市場が外部資本市場よりも効率的になり、どのような場合に非効率的になるかを問う方が実り多いと述べている。具体的には、①内部資本市場は外部資本市場が未発達な場合に付加価値が大きくなる、②内部資本市場は各事業部門の投資機会の違いが大きいほど非効率的になる可能性が高い、③内部資本市場の非効率性は、事業部門長が利益よりも投資を最大化する誘因を持ち、CEO に対するバーゲニングパワーが大きいほど深刻になる、と総括している⁵⁸。Stein (2003)はまた、「社会主義」の問題は、事業間の関連性がなく、投資機会の違いが大きいほど深刻になるように思われるとも述べている⁵⁹。

Hubbard & Palia (1999)は、米国で 1960 年代から 1970 年代にかけてコングロマリット M&A が多かったのは、外部資本市場が比較的未発達だったため、内部資本市場の方が情報の非対称性を克服する点で優位性があったからだと論じている。逆に、その後コングロマリットが解体されたのは、米国資本市場の発展で、内部資本市場の非効率性のデメリットの方が大きくなったからと考えることができよう。

外部資本市場のメリットは資源配分における厳しい規律付けである⁶⁰。内部資本市場の非効率性が事業部門の私的便益追求の結果生じる「社会主義」など規律の欠如に起因するならば、内部市場の効率性を向上させるには規律の強化が不可欠である。この内部資本市場の規律は、外部資本市場の環境が厳しく資金調達に制約がある時の方が高まるようである⁶¹。Hovakimian (2011)は、景気後退期にはコングロマリットの内部資本市場の効率性が高まり、トービンの q が高い（＝投資機会の豊富な）事業部門への資金配分が増えることを報告している。Yan et al. (2010)も同様に、外部資本市場の状況が厳しい時の方がコングロマリットの内部資本市場はより効率的に機能していることを見出している。Kuppuswamy & Villalonga (2016)もまた、2007-2009 年の金融危機時に、多角化企業の内部資本市場の効率性が高まっていると分析している。外部環境が厳しければ規律が高まるということは、平時には内部資本市場の規律は緩んでいるということになるろう。

⁵⁸ Stein (2003), pp. 143-144.

⁵⁹ Stein (2003), p. 152.

⁶⁰ LeBaron and Speidell (1987)に対する Discussion の中で、当時米国 SEC コミッショナーであった Joseph Grundfest は以下のようにコメントしている：“Such breakups [of conglomerates] will permit some subsidiaries to operate as free-standing entities subject to independent capital market discipline instead of the bureaucratic internal budgeting discipline employed in most conglomerate organizations.”

⁶¹ Billett and Mauer (2003)は、外部資金調達の制約が大きい事業部門への内部資本市場による資金供給は Berger and Ofek (1995)的な Excess Value を増加させる一方、外部資金調達の制約が小さい事業部門への内部資本市場による資金供給は Excess Value に影響がないことを示した。

メリットとデメリットを総合的に勘案

内部資本市場が企業価値に与える影響は、内部資本市場のメリットとデメリットを合わせて考える必要がある。たとえば、Matsusaka & Nanda (2002)は、内部資本市場による資金制約の緩和について、過剰投資につながるリスクと金融緊縮時に投資制約が緩和されるオプション価値とを比較考量すべきだと指摘している。

内部労働市場重視の問題点

内部労働市場についても、前節で説明したメリットと、非効率性をもたらす可能性を比較考量しなければならない。たとえば、牛島 (2015) は、日本の内部労働市場について、以下のようにコメントしている⁶²。

経営者の多くが内部昇進によって選別され、従業員の代理人としての性格を持つ傾向が強いことも、株主の視点からは過大な多角化につながる可能性がある。企業横断的な労働市場が小さな日本では、経営者のみならず従業員の人的資本の価値も企業の存続に強く依存しており、内部者(経営者と従業員)に「保険」としての多角化への強い需要があることが考えられるからである。

すなわち、前節で述べた内部労働市場のメリットを重視するあまり、むしろ非効率な多角化を温存・促進して企業価値を低下させる可能性が存在するのである。

3. スピンオフからの考察⁶³

スピンオフの価値創造効果

多角化のデメリットは、裏を返せばスピンオフのメリットである。スピンオフの価値創造効果については、欧米において非常に多くの実証研究がなされており、平均的に株価で測定した価値創造効果が有意にポジティブであることは繰り返し確認されている⁶⁴。このようにスピンオフは平均的には価値創造的な戦略であるが、分散は比較的大きく、個別には上手くいくものもいかないものもある⁶⁵。また、多くの研究はスピンオフを行った企業のみを検証しているため、サンプル・バイアスが存在することにも留意が必要である⁶⁶。すなわち、スピンオフを行っていない多角化企業がスピンオフにより価値が向上するか否かは検証されていない。それではなぜスピンオフは価値を創造するのだろうか。実証研究では、主に以下のような要因が検証されている⁶⁷。

フォーカス

スピンオフは事業のフォーカスを強めることにより価値を創造すると考えられる。実証研究によれば、スピンオフ会社が親元会社と異業種の場合(＝フォーカス強化)には価値創造が見られるが、同業種の場合には平均的には有意な価値創造が見られない⁶⁸。垂直統合企業によるスピンオフについても、スピンオフ後の親元会社の事業フォーカス度が高いほど価値創造効果が高いことが確認されている⁶⁹。

⁶² 牛島(2015), p. 74.

⁶³ 本節の内容は主に田村 (2015a) をもとに加筆修正したものである。

⁶⁴ たとえば Eckbo and Thorburn (2008), pp. 447-448 は、過去の 19 件の実証研究 (1962 年から 2000 年に実施された 2052 件の事例をカバー) の結果として平均 3.3%の CAR (累積超過リターン) を報告している。Veld and Veld-Merkoulova (2009)も、過去 26 件の実証研究の結果として平均 3.02%の CAR を報告している。以上の実証研究はいずれもスピンオフ公表前後の株価の動きに基づくものである。

⁶⁵ たとえば Veld and Veld-Merkoulova (2009)の事例では、CAR の平均 3.02%に対し標準偏差は 1.9%である。

⁶⁶ Gertner et al. (2002), p. 2504.

⁶⁷ これらの要因は、実際のスピンオフ事例で会社が述べているスピンオフの理由とかなりの整合性がある Veld and Veld-Merkoulova (2009), p. 4 参照 (「学術論文で言及されている要因は、実務家が言及している要因に近い」)

⁶⁸ Eckbo and Thorburn (2008), pp. 448-449 (Daley, Mehrotra and Sivakumar, 1997. Corporate focus and value creation: evidence of spinoffs. Journal of Financial Economics 45 の結論を要約); Jongbloed (2004), pp. 574-575 参照。

⁶⁹ Jain et al. (2011).

非効率な資本配分の是正

管理スパン、情報、インフルエンス活動等の要因で内部資本市場が効率的に機能しないと、非効率な資本配分が行われる。スピノフは内部資本市場の外部化により非効率な資本配分を是正すると考えられる。実証研究によれば、多角化企業によるスピノフは、各事業部門の投資の効率性を高める効果がある。具体的には、スピノフ後に事業の投資環境と投資額の整合性が増し、特にトービンの q が高い事業（≒有望な投資機会が多い事業）の投資が増加することが確認された⁷⁰。一般に、さまざまな実証研究の結果は、スピノフは多角化企業における投資判断の質を改善することにより価値を創造することを示している⁷¹。

スピノフはまた失敗した M&A の巻き戻しにも用いられる。以前に買収された事業のスピノフ事例に関する実証研究では、もともとの買収が価値破壊的であったことが示されている⁷²。

情報の非対称性の低減

スピノフは、内部の経営者と外部の投資家間の情報の非対称性を低減する。実証研究によれば、スピノフを行う会社は、同業他社と比べて情報の非対称性が高い傾向があり、スピノフ後は情報の非対称性は低減する。また、もともと情報の非対称性の高い会社の方が、スピノフ公表時の価値創造効果が高い⁷³。

M&A の促進

スピノフにより事業のフォーカスを増した親元会社およびスピノフ会社は、各々が M&A の対象となりやすくなる。これは実証研究でも確認されている⁷⁴。多くの M&A はスピノフ完了の 2-3 年後以降に起こっているが、これはスピノフのタックスフリー適格性を維持するためと考えられる⁷⁵。

IV. 多角化と組織管理コスト

1. 組織管理コストとフォーカス

経営者が事業分離を行った理由

前章では主に学術面から多角化のメリットとデメリットについて論じてきた。多角化のメリットについては、範囲の経済等による事業面でのシナジーに加え、相互保証効果による財務的安定性の強化が、特に外部金融環境の厳しい時に効果を発揮する。それに対してデメリットについては、議論が内部資本市場の非効率性に集中しているくらいがある。これまでの議論だけでは、具体的に特定の多角化企業の経営者が、事業分離（売却やスピノフ）により事業ポートフォリオを再編すべきかどうかの指針としては十分ではない。

それでは実際の経営者は何を重視して事業分離を行うべきか否かを決定しているのだろうか。Mukherjee et al. (2004)は、1990-2001 年の間に大型 M&A を行った米国企業の CFO へのアンケート調査に基づくものであるが、事業分離を行った理由として最も多かったのは、「フォーカスの強化」と「不採算部門の切り離し」（いず

⁷⁰ Gertner et al. (2002); Ahn and Denis (2004).

⁷¹ Eckbo and Thorburn (2008), p. 449; Jongbloed (2004), pp. 575-576 参照。

⁷² Eckbo and Thorburn (2008), p. 449 (Allen, Lummer, McConnell and Reed, 1995. Can takeover losses explain spin-off gains? Journal of Financial and Quantitative Analysis 30 の結論を要約)。

⁷³ Krishnaswami and Subramanian (1999). なお、情報の非対称性の尺度としては、アナリストの予測の分散と予測エラーを使用している。Eckbo and Thorburn (2008), p. 450 も参照。

⁷⁴ Eckbo and Thorburn (2008), p. 451 (Cusatis, Miles and Woolridge, 1993. Restructuring through spinoffs: the stock market evidence. Journal of Financial Economics 33 の結論を要約)。

⁷⁵ Eckbo and Thorburn (2008), p. 451. ただし、法定の厳格な要件ではない。

れも 35.9%) であった⁷⁶。特にスピノフについては、不採算部門を独立上場させることは困難であるので、フォーカスの強化が重要な要因であるものと思われる。田村 (2015a) では、2013 年以降に公表されたスピノフ事例を中心に、各社の説明会資料等を分析し、スピノフの主な理由が「経営の独立」、「資本の独立」、「上場の独立」による企業価値の向上と要約している。

図表 6 : スピノフの理由 (まとめ)

経営の独立	■ フォーカス (Focus) ■ 簡素、俊敏、柔軟性 (Simple, Agile, Flexible) ■ 資本配分の効率性 (Capital Allocation Efficiency)
資本の独立	■ 最適資本構成 (Optimal Capital Structure) ■ 独立資本調達 (Independent Access to Capital) ■ 独禁、系列等の制約からの解放 (Fewer Regulatory/Other Constraints)
上場の独立	■ 独立投資対象 (Distinct Investment Identity) → 最適投資家ベース ■ エクイティ・インセンティブ (Aligned Equity-based Compensation) ■ 買収通貨 (Acquisition Currency)

出所 : 田村 (2015a, 2015d)

フォーカスの重要性

なかでも最も重要なのは「フォーカス」である。冒頭に触れたユナイテッドテクノロジーズの会社 3 分割公表に際して、同社 CEO のヘイズは CNBC のインタビューで、スピノフのメリットとして、資本構成、資本配分、最適投資家ベース等の要因を挙げながらも、最も重要なのは「フォーカス」であると述べている⁷⁷。

しかし、なぜ「フォーカス」が、範囲の経済のような事業間のシナジーや、相互保証効果を上回るメリットを生むことがあるのだろうか。多角化戦略論の嚆矢であるイゴール・アンゾフは、有名な「アンゾフ・マトリクス」を提示した 1957 年の論文⁷⁸の最後に、本論文は多角化戦略の外的な側面、すなわち多角化戦略が利益を生み出す「ポテンシャル」を扱ったが、多角化企業が事業のポテンシャルを実現できる能力を決定づける「内的要因」には触れていないと述べている⁷⁹。「フォーカス」はこの内的要因に関するものである。

企業の境界の理論

この内的要因を理解し、「フォーカス」の経済的作用を明らかにする上で最も強力なツールが企業の境界の理論である。拙稿「M&A と企業の境界の理論 : 一般化された取引コストの理論に向けて」(田村, 2019) では、ロナルド・コースが 1937 年に著した記念碑的論文「企業の本質」(The Nature of the Firm; Coase, 1937) に始まる企業の境界の理論、特に取引コスト理論の発展をレビューした上で、その延長

⁷⁶ ちなみに、多角化のメリットについては、経済環境が悪化したときのプロテクションという回答が多かった。Mukherjee et al. (2004), p. 13.

⁷⁷ CNBC, “Watch CNBC’s full interview with United Technologies’ Greg Hayes.” (November 27, 2018). Available at: <https://www.cnbc.com/video/2018/11/27/watch-cnbc-full-interview-with-united-technologies-hayes.html>.

⁷⁸ Ansoff (1957). この論文で、アンゾフは、成長戦略を製品軸と市場軸で 4 象限に分け、新製品×新市場への展開を「多角化」と定義した。アンゾフの「多角化」は純粋な「多角化」だけでなく、垂直統合、水平統合を含む概念である。

⁷⁹ Ansoff (1957), p. 124 (“This discussion has been devoted primarily to selection of a diversification strategy. We have dealt with what may be called external aspects of diversification – the relation between a company and its environment. To put it another way, we have derived a method for measuring the profit potential of a diversification strategy, but we have not inquired into the internal factors which determine the ability of a diversifying company to make good this potential.”).

線上で買収・統合（事業部門の結合）とスピノフ（事業部門の分離）を統一的に説明できるような「一般化された取引コスト理論」の方向性を考察した。次節では、田村（2019）によりつつ、一般化された取引コスト理論の概要を述べる。

2. 一般化された取引コスト理論⁸⁰

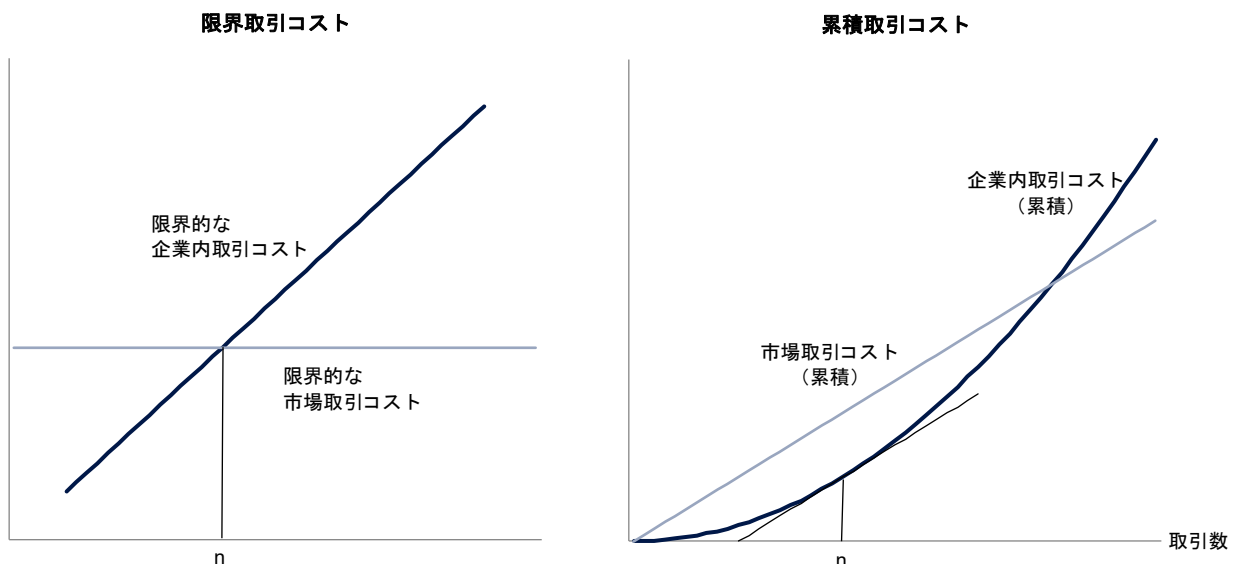
「そもそもなぜ企業は存在するのか」

コースは、Coase (1937)において、「そもそもなぜ企業は存在するのか」という巨大な問いを立てた。当時の正統的な経済学では資源配分は市場（価格メカニズム）によって調整されるのが最も効率的と考えられており、それでは企業の存在を正当化できない。コースは、企業が存在する理由を市場取引コスト（「価格メカニズムを使うコスト」）の存在に求めた。これは、価格情報を収集し、交渉を行い、契約を締結するコスト等（コーディネーション費用）を含んでいる。特に、関係が長期的で将来の不確実性が大きい場合には、将来に起こりうる様々な状況を予め想定して長期契約に落とし込むコストは甚大である。このように市場取引コストが大きい場合には、企業内部の指揮命令系統によって取引を調整した方がコストが削減されるとコースは考えた。

経営者の限界生産力逓減

しかし、企業が市場取引コストを削減できるのであれば、なぜ、企業はどこまでも大きくならないのだろうか。それは、「経営者の限界生産力逓減（“diminishing returns to management”）」が原因である。経営者の能力には限界があるため、より多くの取引を企業内で組織するにつれて、企業内で追加的な取引を処理するコスト、すなわち企業内取引コストが増大し、資源配分の誤りも増大する。以上の考察を踏まえて、コースは企業の境界（最適規模）は、限界的な企業内取引コストが、その取引の市場取引コストと等しくなるところで決まると考えた。

図表 7：企業の境界の決定：市場取引コストと企業内取引コストの比較



出所：田村（2019）〔Coase (1937)を基に筆者作成〕

取引コスト理論

コースの洞察に始まった企業の境界の理論は、1970年代以降、多彩な発展を遂げてきた。なかでも、ウィリアムソンの取引コスト理論、グロスマン、ハート、ムー

⁸⁰ 本節の内容は、主に田村(2019), IV章の内容を要約したものである。

組織ケイパビリティ系の
企業理論

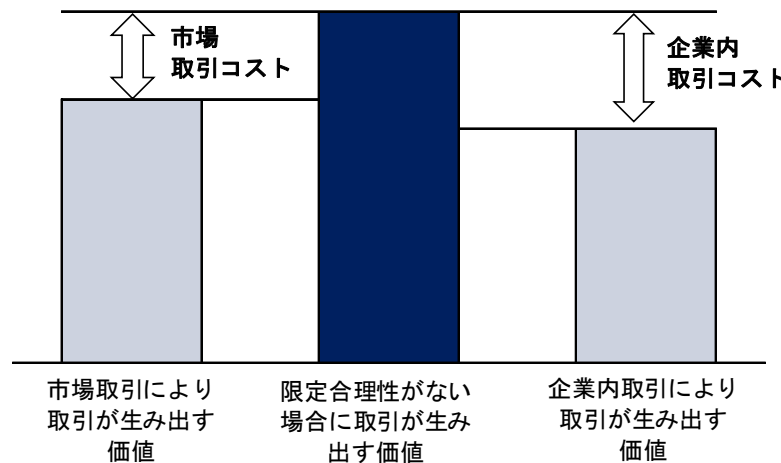
一般化された取引コスト
理論

アによる所有権理論、ホルムストロームらによるエージェンシー理論は企業の境界の理論を豊かなものにした。しかし、これらの理論は、必ずしも「買収・統合が価値を創造する場合があるのであれば、なぜその反対の取引であるスピノフも価値創造的であり得るのか」という疑問に対するシメトリカルな説明を与えるものではなかった。それは、ウィリアムソンの理論や所有権理論は主に個別取引や個別資産に焦点を当てており、その累積的な効果、すなわちコースの「経営者の限界生産力逓減」効果の側面が十分に発展させられていなかったためである⁸¹。

これらの新制度派経済学系の企業の境界の理論（取引コスト経済学）は、経営者の経営能力が果たす役割についてほとんど触れることがなかったが、ペンローズを淵源としてダイナミック・ケイパビリティ理論に至る組織ケイパビリティ系の企業理論は、企業を経営資源ないしケイパビリティの束と捉え、それをコーディネートして企業を成長させる経営者の役割を重視した。しかし、組織ケイパビリティ系の理論は、ペンローズをはじめとして経営者の役割を重視するものの、経営キャパシティは最終的には制約にならないとしており、これも企業の境界に直接答えを与える理論ではない⁸²。

田村（2019）で試みたのは、市場取引と企業内取引のコストとベネフィットを統一的・対称的に説明でき、買収・統合とスピノフを統一的・対称的に説明できる一般化された取引コスト理論の方向性を探ることである。そのために、取引コスト経済学と、企業を経営資源の束として捉え経営者のコーディネーション機能を重視する組織ケイパビリティ理論を相補的なものとして捉え、経営キャパシティの役割を取引コストの説明に取り込んだ。

図表 8：市場取引コストと企業内取引コストの概念



出所：田村（2019）

取引コストの定義

一般化された取引コスト理論の出発点は、「取引コスト」の厳密な定義である。田村（2019）では、Jensen & Meckling (1976)によるエージェンシーコストの定義に倣い、「取引コスト」（市場取引コスト、企業内取引コスト）を、「理想条件下で当該

⁸¹ 他方で、エージェンシー理論は、企業内取引コストの理解には極めて有用であるが、それ自体では企業規模の問題に直結するものではない。

⁸² 以上、田村(2019)、第Ⅲ章参照。

取引が生み出す価値（ファーストベストの価値）と、現実条件下で当該取引が生み出す価値の「差額」と定義した（図表 8）。ここで「理想条件」とは、限定合理性の制約がないこと（契約は完備、情報は完全、情報の非対称性なし、情報処理能力は無限大、契約の履行は完全保証、契約履行コストはゼロ）である⁸³。そして、この理想的なファーストベストの価値と市場取引により取引が生み出す価値の差額を「市場取引コスト」、理想的なファーストベストの価値と企業内取引により取引が生み出す価値の差額を「企業内取引コスト」と定義した。

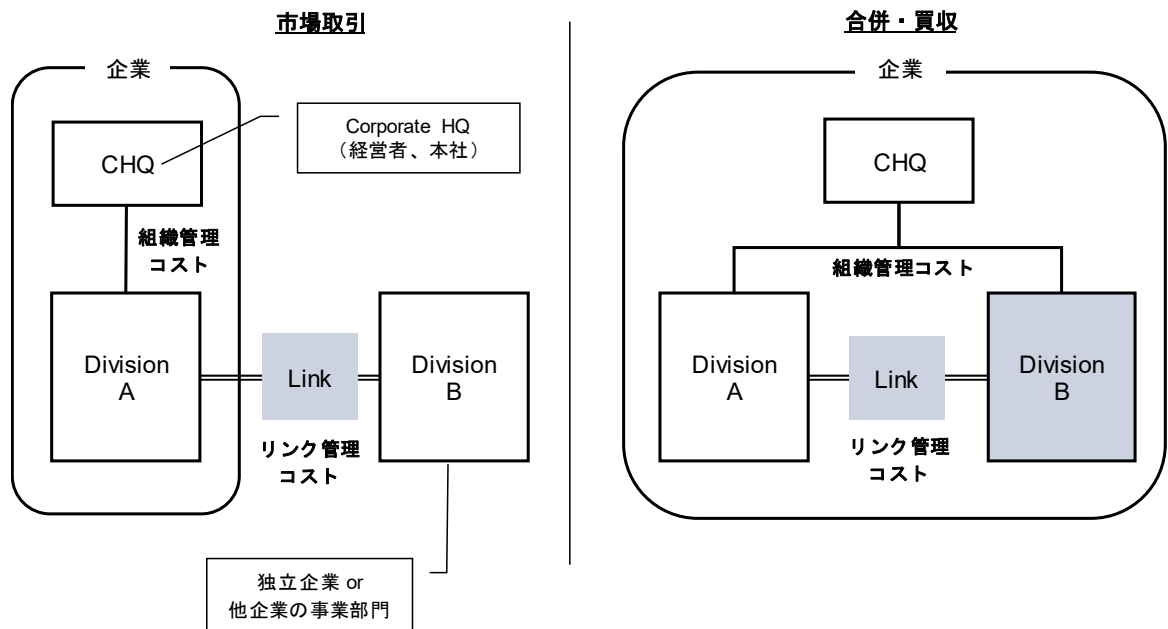
事業部門とリンク

次に、取引コストの分析単位として、「事業部門」（Division）と「リンク」（Link）を設定した⁸⁴。ここで、「事業部門」とは、経営資源の束が有機的に結合したものであり、「リンク」とは、事業部門間の相互作用（取引）である。リンクにはベネフィット（便益）とコスト（市場取引コスト、企業内取引コスト）が存在する。しかし、同じリンクの便益を受ける場合でも、市場取引と企業内取引では重要な違いがある。それは管理すべき対象の違いである。

リンク管理コストと組織管理コスト

ある取引（リンク）に関する取引コストとは、「新たにそのリンクを張ることによって発生する追加的なコストの総称」である。市場取引の場合、そのコストはリンクを管理する直接的なコスト（これを「リンク管理コスト」と呼ぶ）だけであるが、企業内取引の場合、リンク管理コストに加えて、リンクとともに社内に取り込まれる相手方事業部門（Division B）を管理する間接的なコスト（これを「組織管理コスト」と呼ぶ）も考慮に入れる必要がある。

図表 9：市場取引と企業内取引の違い



出所：田村（2019）より筆者作成

⁸³ このような、理想的なファーストベストの価値はもちろん直接測定することはできないが、それは問題ない。なぜなら、問題になるのはそうしたファーストベストの価値（理論的な参照点）と現実に実現される価値の「差額」だけだからである。

⁸⁴ ウィリアムソンの分析単位は個別の「取引」、所有権理論の分析単位は個別の「資産」である。

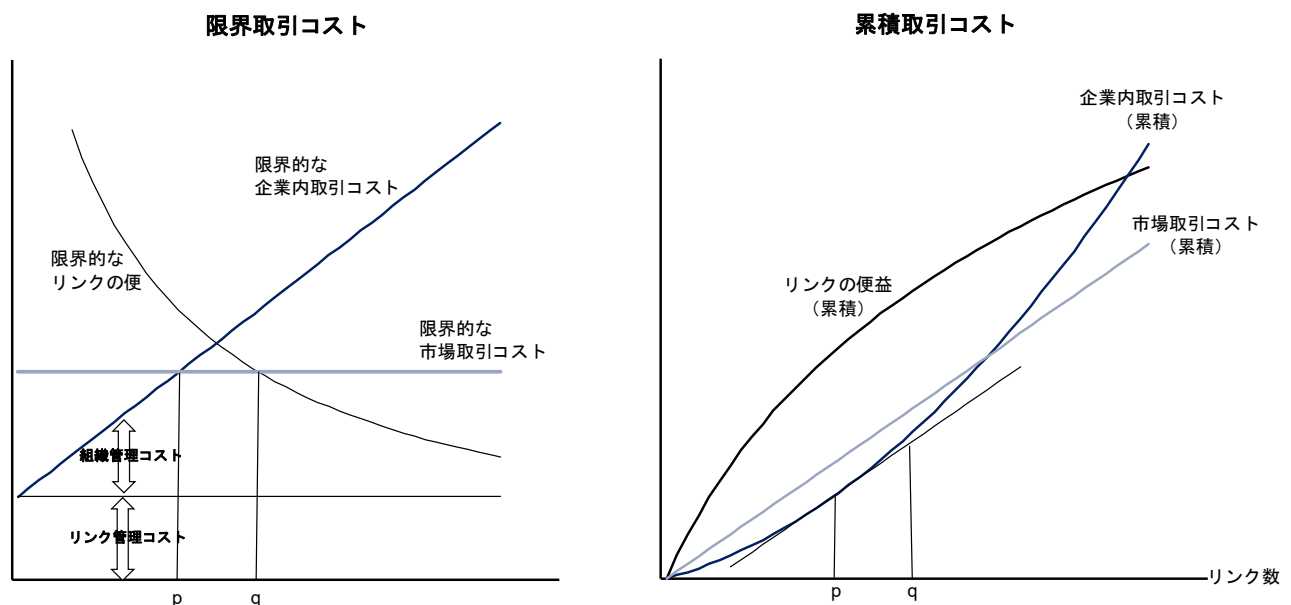
経営キャパシティ

市場取引でも企業内取引でも、リンク管理のために「経営キャパシティ」を消費するが、リンク管理のための経営キャパシティは、経営幹部の増員や取引習熟等により拡張可能なので、結局はボトルネックとはならない。すなわち、リンク管理の特徴は「分散処理」(delegation)が可能ということである。これに対して、組織管理コストについては、たとえ分社化等を行ったとしても経営陣(CEO、取締役会)は受託者責任から逃れられないので、経営陣の経営キャパシティが制約要因になり、組織管理コストは累積的・累増的な性質を持つ⁸⁵。すなわち、組織管理コストはトップマネジメントにおいて累積的に負担となるので、既存の事業部門の管理負荷が増分コストに影響し、限界的な組織管理コストは傘下の事業部門数の増大につれて逡増する⁸⁶。

最適な企業規模

図表 10 は、このような市場取引コストと企業内取引コストの性質の違いを直観的に理解するために、各取引を「標準化」した模式グラフである。図表 10 では、最適な企業規模は、リンク数 p まで(限界的な企業内取引コスト > 市場取引コスト)は企業内に取り込み、さらにリンク数 q まで(市場取引コスト > 限界的なリンクの便益)市場取引を行うことにより達成される。

図表 10：企業の境界を示す標準化された模式グラフ



出所：田村（2019）

シンメトリカルな説明

以上で概説した一般化された取引コスト理論は、「買収・統合が価値を創造する場合があるのであれば、なぜその反対の取引であるスピノフも価値創造的であり得るのか」という疑問に対するシンメトリカルな説明を与えるであろうか。まず、買収・統合は、企業内取引の純ベネフィットである「シナジー」(=「リンクの便益－企業内取引コスト」)を求めて行われる取引である。しかし、市場取引の場合の純ベネフィット(=リンクの便益－市場取引コスト)の方が大きければ、買収・

⁸⁵ Masten et al. (1991), p. 7 (“Notice the acquisition of expertise through hiring of a manager familiar with the relevant processes does not eliminate the added administrative burden incurred when unrelated activities are integrated within the firm; top management’s ability to assess the performance of that manager ... will depend on their comprehension of the operations he oversees.”).

⁸⁶ Zhou (2011), p. 627 (“The answer lies in a firm’s prevailing coordination demand: the greater it is, the less coordination capacity will be spared for a new activity, and the greater will be the marginal coordination cost if the new activity is integrated.”).

統合ではなく、長期契約や提携等の市場取引にとどめるべきである⁸⁷。なお企業内取引のシナジーを考える場合、組織管理コスト（PMI コストやその後の継続的な経営キャパシティへの負担）の増大にも注意を払う必要がある。これに対してスピノフは、企業内取引コストがリンクの便益を上回る時に行われる取引であり、「削減される企業内取引コストーリンクの便益」分のメリットが発生する。ここで削減される企業内取引コストとしては、特に組織管理コストが重要である。「フォーカス」の価値は、経営キャパシティの制約を緩和して組織管理コストを低減することにその本質がある。

組織管理コストの累積的性質

以上議論したように、企業内取引コストが市場取引コストと大きく異なるのは組織管理コストの存在であり、かつ組織管理コストが既存の事業部門のセットに影響されることである⁸⁸。同じリンク（およびそれに紐づいた事業部門）を企業内に取り込む場合であっても、既存事業部門群の多寡や性質により追加的な組織管理コストは異なる。逆に言えば、現状の事業ポートフォリオを前提としたときに、あるリンクを取り込む企業内取引コストが大きいとしても、既存事業の一部を手放せば、そのリンクを取り込む企業内取引コストは小さくなるということである。したがって、事業ポートフォリオを考える際には、新たに事業部門（リンク）を加えるかという限界的な判断だけでは不十分であり、既存の事業部門の分離も含めた事業ポートフォリオの入れ替えの視点が重要になってくる。

従来、シナジーの議論では、企業内取引コストのうち組織管理コストの増加が十分に意識に上がっていない場合が多かった。しかし、特に経営キャパシティに余裕のない状況では、買収・統合を検討する企業は、組織管理コストの増大を吸収できるだけのシナジーがあるか、十分に検討する必要がある。スピノフのメリットを買収・統合とシメトリカルに理解できなかったのも、組織管理コストが十分に意識されていなかったためである。スピノフを検討するような状況で、リンクのシナジーが純粋な企業内リンク管理コストを下回る場合はあまりないであろうから、「シナジーがあるのでスピノフは得策でない」と考えがちになる。リンクに紐づいた事業部門の存在が組織全体に及ぼす組織管理コストまで考慮に入れて初めて、スピノフの経済計算が包括的に行えるようになるのである。

3. 組織管理コスト

組織管理コストとはなにか

それでは、組織管理コストとは具体的にはどのようなものであろうか。組織管理コストは企業内取引コストの一部である。田村（2019）における企業内取引コストの定義は、ファーストベストからの企業価値の低下額であるから、たとえば、多角化により経営者の業務負担が増加すること自体は組織管理コストではない。経営者の業務負担の増加により、各事業部門に関する経営判断が、当該事業部門に経営者が全身全霊で専念した場合に比べて劣化することによる価値の低下が組織管理コストである。スピノフによる「フォーカス」の価値は、経営キャパシティの制約を緩和して各事業部門に関する経営判断の質を高めることにより組織管理コストを低減（企業価値は上昇）させることにある。

⁸⁷ 合併企業やアライアンスは企業内取引と市場取引の中間的な形態である。

⁸⁸ Rajan et al. (2000)は、事業部門間の果実配分をめぐる政治的な駆け引きの観点から、事業部門の追加がもたらす累積的な影響を指摘している（p. 77）（“A practical implication of our research is that the introduction of a new subunit in a hierarchy can have ramifications for other subunits because it alters the power structure in the hierarchy, and affects the decision making process even if there is no operational link between the new subunit and other subunits. The notion that larger is better – because it expands the realm of possible decisions and loosens constraints – is clearly wrong.”）。

間接コストの肥大化： デュポンの事例

組織管理コストの代表例は内部資本市場の非効率性であるが、いわゆる「大企業病」による間接コストの肥大化もまた、組織管理コストの表れである。田村（2015c）は、アクティビスト・ファンドのトライアン（代表ネルソン・ペルツ）がデュポンの会社2分割を主張して仕掛けた委任状争奪戦について、以下のように紹介する。

トライアンの主張の根底にあるのは、デュポンの事業ポートフォリオは巨大かつ複雑になりすぎてはや単一経営陣では経営困難であり、そのため本社コスト等の間接費が肥大化し、経営効率、資本配分に歪みが生じているということである。間接費肥大の象徴が、2013年に売却した塗料事業である。塗料事業は2015年に「アクサルタ」として上場したが、そのディスクロージャー書類によりデュボン傘下の時代の本社コストが肥大化していたことが明らかになった。会社2分割提案は、このような根源的問題に対処するための手段にすぎず、トライアン側候補が取締役に選任された場合には、他の取締役と共同して内部情報と照らして会社分割がよいのか、現状の事業ポートフォリオが良いのか改めて検討すると表明している。

委任状争奪戦はトライアンが僅差で敗れたが、その5カ月後、2015年10月にCEOのクルマンは辞任に追い込まれ、後任となったグリーンは2015年12月にダウケミカルと合併し、スピンオフにより会社を3分割することを表明した。しかし、なぜ大企業は間接費が肥大しがちになるのだろうか。田村（2015c）は成熟した大企業への投資に収益機会を見出すペルツの考え方を紹介している⁸⁹。

成熟した大企業は、毎年の着実なキャッシュフローに安住して、いつの間にか企業化精神が鈍り、業界最高の利益率と売上成長を目指そうという気概がなくなる。経営階層が肥大化し、官僚組織が何層にも積み重なって、自己の存在を正当化するために余計な仕事を作り出す。研究開発、設備投資、マーケティング、広告宣伝などの重要な支出に関する意思決定権限が事業部門から本社に移行して、アカンウタビリティが弱体化した無責任体制になる。社内に派閥や利益グループが跋扈して、全ての支出が収益性と成長の観点から正当化されなければならないという「ゼロベース予算」を困難にする。

間接コストの肥大化： コマツの事例

大企業の間接費肥大化傾向は、多角化企業に限ったものではない。コマツの野路國夫会長（当時）は2014年の講演で以下のように述べている⁹⁰。

最後に一つだけ、成長とコストの分離のお話をしておきます。さっき言ったように2001年から2007年で売上が倍になっています。・・・もちろん生産量は倍ですからもちろん固定費は増えます。だけれども全体では増えない、増やさなかった。ここが欧米の会社はかなり厳しくやっている。ですからみんな利益率がいいのです。だからROEもいいのです。ここら辺をやはり欧米の経営から学ばなければいけないということです。ここに式が書いてありますけれども、売上から裸原価を引いたもの、販売の物流コストを引いたものがSVM、Standard Variable Margin というのですけれども、これを管理しているのです。これは全世界どうなっているか、商品ごとにどうなっているか、地域ごとにどうなっているかということを管理している。Capacity Costというのは本社費みたいなものと工場の間接費です。我々は、利益率管理はしていない〔筆者注。間接費配賦後の利益率では管理していない〕のです。このモデ

⁸⁹ Jonathan Laing, "How Nelson Peltz Gets Results," Barron's Asia (July 4, 2015).

⁹⁰ 野路國夫「コマツのモノづくり」（2014/5/26）りそなアジア・オセアニア財団セミナー「変貌するアジアのビジネス環境」。

ルはどれだけでもうかっているかと、それはある配賦をすれば出ますけれども、その管理はしていません。・・・利益率が高いから固定費は増やしていいですよということをついやるのです。これが利益率管理という日本的な経営です。

図表 11：コマツの SVM 管理

売上高	
変動費	
SVC (Standard Variable Cost)	直接材料費、補助材料費、社内加工費
販売直接費	
SVM (Standard Variable Margin)	限界利益
固定費等	
Capacity Cost	工場間接費、本社費等
OVC (Other Variable Cost)	品質保証費用、原価改善額等
営業利益	

出所：浅田＝吉川＝上總（2016）「コマツの経営改革と管理会計」原価計算研究 Vol.40 No.2 を基に筆者作成

多角化企業で本社が肥大化する本質的な理由

まして、多角化企業では、内部の財務的規律をよほど強力に保たないと、本社費や間接費は知らず知らずのうちに増大してしまう。しかも、多角化企業には本社が肥大化する本質的な理由がある。多角化企業では、経営者がすべての主要事業の実態と投資判断について自らの確な判断を下すことは極めて困難である。経営者はたとえばある主要事業部門の出身で、その事業については熟知しているが、他の事業にはそれほど詳しくないかもしれない。それでは、自らが詳しくない事業部門の投資判断をどのように処理すべきであろうか。

ひとつの方策は、独立性の高い事業部制やカンパニー制の導入、さらには（子会社としての）分社化である。しかし、経営トップ（および取締役会）は、事業部やカンパニー、連結子会社の経営判断についても株主に対して受託者責任を負っているため、重要な経営判断については自ら最終判断を下さざるを得ない。そうすると、本社機構の中に官僚機構を設置して、事業部、カンパニー、連結子会社の経営判断について second guess を行わざるを得なくなる。ここで特に問題になるのが、企業内部のエージェンシー問題と情報の非対称性である。田村（2015a）は以下のように説明している（一部注釈略）。

企業内部の情報の非対称性とエージェンシー問題

取引コストを削減できるにもかかわらず統合よりも分離が価値を生む理由を考察する際に、特に重要なのは、情報の非対称性問題とエージェンシー問題である。これらの問題については、従来は、経営者と株主の関係で論じられることが多かったが、多角化企業の経営者と事業部門の間にも情報の非対称性とエージェンシー問題が存在することに留意することが非常に重要である。この企業内部構造への着目が、組織化コストの理解を促進した。

まず、情報の非対称性については、経営者と株主・投資家の間に情報格差（外部の情報の非対称性）があるように、多角化企業の経営者と事業部門の間にも情報格差（内部の情報の非対称性）がある。エージェンシー問題についても、経営者が必ずしも株主価値・企業価値の最大化を行わずに「私的便益」（private benefits）を考慮するのと同様に、事業部門も企業価値の最大化では

なく私的便益を追求する可能性がある。ここで「私的便益」とは、必ずしも直接の金銭的便益にとどまらず、より大きな企業・事業部門を経営する心理的・付随的報酬、最大限の革新的な努力を行わずに惰性的な経営を行うこと、リスクを取らない損失回避的な過度の安全志向、厳しい経営判断を行う心理的コストの回避等も含まれる。

インフルエンス活動

事業部門は経営者に対してはエージェントの関係にあり、しばしば企業価値の最大化よりも、社内政治的インフルエンス活動により事業部門の私的便益の最大化を図る潜在的なインセンティブがある。ここで内部の情報の非対称性が大きいと、経営者には不正確な情報が伝わり、特に経営者とその事業部門の専門家でない場合には、一層、資源配分の判断が歪む可能性がある。

コーポレートガバナンスの影響

特に、エージェンシー問題を抑制するコーポレートガバナンス機能が弱い場合には企業内部の資源配分の歪みが大きくなる。最近の実証研究によれば、経営トップとの属人的関係の強い事業部門ほど投資面で優遇され、それがコーポレートガバナンスの弱さと結びつくと、投資効率や企業価値にマイナスの影響を与えることが確認されている⁹¹。また、経営者と事業部門との情報の非対称性が高いほど、投資効率や企業価値が低下し、その低下効果はコーポレートガバナンスが弱いほど大きくなるという実証結果も報告されている⁹²。

内部の情報の非対称性が投資判断の歪みをもたらすメカニズム

4. 内部の情報の非対称性と投資判断の歪み

エージェンシー問題と情報の非対称性の結合は、事業部門の投資案件を精査し経営トップに助言する本社官僚機構を肥大化させるのみならず、事業部門の投資判断自体に歪みや遅れといった非効率性をもたらす⁹³。このような組織管理コストは1事業部門のみを有する企業であっても発生し得るが、多角化企業では組織管理コストは累進的に増加するであろう。以下、1事業部門についての簡単なモデルでその影響を例示する（詳細は補論参照）⁹⁴。

いま、事業部門があるプロジェクトの実施を提案している。プロジェクトの成功確率は p_H 、失敗確率は p_L とする（ $p_H + p_L = 1$ ）。事業部門長は p_H と p_L の値を正確に知っているが、本社（経営トップ）は知らないものとする。すなわち事業部門長は私的情報を有しており、事業部門長と本社の間には情報の非対称性が存在する。

投資実行後のプロジェクトの価値 y は投資額 i の関数であり、成功時は $y=f(i)$ 、失敗時は $y=g(i)=\alpha f(i)$ で表されるものとする⁹⁵。この関数形は本社も知っている。ここで α は $0 < \alpha < 1$ を満たす定数であり、 α が小さいほど、プロジェクトのボラティリティー（成功した場合と失敗した場合の差）が大きい。この時、プロジェクトを

⁹¹ Duchin & Sosyura (2013). なお同論文では、コーポレートガバナンスの指標として、Gompers 指数（取締役の期差選任など株主の権利を弱めるファクターを点数化したもの）、経営者による株式保有度、機関投資家による株式保有比率を採用している。

⁹² Billett et al. (2014). 同論文は、経営者と事業部門幹部の（合法的な）自社株売買のデータを基に内部の情報の非対称性を計測するという斬新な手法を用いている。興味深いのは、「悪い」情報ほど、情報の非対称性が高いことであり、事業部門幹部の知る悪い情報が必ずしも正確に経営トップに伝達されていないことを示唆している。

⁹³ Graham et al. (2015)は、経営者の業務負担が重く、経営者の知識の価値が高くない場合ほど意思決定を権限委譲する傾向があると述べているが、多角化企業ではとりわけその傾向が強いものと思われる。最終的な受託者責任まで考慮すると、組織管理コストの増大につながるものと思われる。

⁹⁴ Stein (2003), p. 145 では、内部の情報の非対称性とエージェンシー問題が資本予算に歪みをもたらすことを指摘し、それらの条件に基づくモデルの先行研究を紹介している。

⁹⁵ $y=f(i)$ は凹関数（concave function）である。これは投資額に関する収穫逨減を表している。

実行した場合の企業の期待利益（NPV）： $\pi_F(i)$ は、

$$\pi_F(i) = p_H\{f(i) - i\} + p_L\{g(i) - i\} = (p_H + \alpha p_L)f(i) - i$$

である（ $p_H + p_L = 1$ 、 $g(i) = \alpha f(i)$ ）。

これに対して、事業部門長の期待報酬 π_{DM} を以下のように定式化する。

$$\begin{aligned}\pi_{DM}(i) &= k[p_H\{f(i) - i\} + \beta p_L\{g(i) - i\}] \\ &= k[(p_H + \alpha\beta p_L)f(i) - (p_H + \beta p_L)i]\end{aligned}$$

ここで k 、 β は定数とする。 k はプロジェクトの利益の報酬への反映度合いを表す係数である。 β は、成功の場合と失敗の場合の報酬の非対称性度を表しており、 $0 < \beta < 1$ ならば事業部門長は成功時に比べて失敗時のペナルティーが小さく⁹⁶、 $\beta > 1$ ならば事業部門長は成功時に比べて失敗時のペナルティーが大きい⁹⁷ことを示している。

報酬体系と過大・過小投資

このモデルでは、 $0 < \beta < 1$ の場合は事業部門長には過大投資のインセンティブが働き、 $\beta > 1$ の場合は事業部門長には過小投資のインセンティブが働く。本社は p_H と p_L の真の値は知らないの、事業部門長は p_H および p_L を歪めて報告して、私的利益を最大化する投資水準に誘導しようとするインセンティブがある。本社がそれを信じると、過大投資ないし過小投資が発生する。他方で、本社が事業部門長の報告する p_H および p_L を信用せず、たとえば $p_H = p_L = 1/2$ としてプロジェクト評価を行うと、真の $p_H > 1/2$ の場合には過小投資となり、真の $p_H < 1/2$ の場合には過大投資となる。

投資のボラティリティーと歪みの拡大

このモデルでは、 $0 < \beta < 1$ の場合、 α が小さくなると過大投資幅が拡大し、 $\beta > 1$ の場合、 α が小さくなると過小投資幅が拡大する。すなわち、 α が小さい（ボラティリティーの高い）プロジェクトほど、投資の歪みが拡大する。たとえば、官僚的でリスク回避的な（ $\beta > 1$ ）大企業がボラティリティーの高い事業に多角化した場合、大胆な投資を機動的に行うことが難しくなり、事業の成長性を阻害する。

5. 組織管理コストを増大させる要因

事業特性の相違と環境変化の影響

本章第1節では、スピノフの主な理由が「経営の独立」、「資本の独立」、「上場の独立」と考えられていることを示し（図表6）、とりわけ「フォーカス」が重要視されていることを述べた。しかし、このような理由は多角化企業一般に当てはまるものであり、なぜその企業が、なぜそのタイミングでスピノフを行うのかを説明していない。田村（2015a）では、スピノフ事例の検討に基づき、各々の事業特性の相違が大きく、かつ事業をとりまく環境変化が大きいときに、スピノフが真剣に検討されると推論している。環境変化の大きさは事業の直面する課題の複雑さを増大させ、それが事業特性の相違と相乗的に作用すると、経営者のタスクの複雑性、ひいては組織管理コストを急激に増大させるものと考えられる。

競合の激しさ

さらに、競合の激しさも組織管理コストを増大させる。Santalo & Becerra (2008)は、多角化ディスカウントが観察されるのは、競合する専門企業の市場シェアが高い

⁹⁶ かつての投資銀行のトレーダーの報酬体系などがその例である。

⁹⁷ 減点主義の人事などがその例である。

場合であることを見出した。競合企業の経営者が全精力を挙げて競争に挑んでいるときには、多角化企業の一人の経営者が能力・適性や時間配分の問題を抱えながら対処することは難しいであろう。とりわけ、多角化企業の経営者が事業特性の異なる事業を抱え、かつ業界環境の変化が激しい場合には、各戦線で経営キャパシティの投入が不十分になり、競合企業に劣後するリスクが高まるであろう。これは組織管理コストが非常に増大した状況と見ることができる。

V. 多角化と経営キャパシティ

1. 組織管理コストの抑制要因としての経営キャパシティ

複雑さ (Complexity)

組織管理コストは複雑さ (Complexity) の増大に伴って累積的に増加する。組織管理の面から見た複雑さは、(事業部門数や国際化等に影響される) 事業管理スパンの大きさ、事業の異質性、環境変化の激しさ、競合の強度等に伴って増大する。すなわち、複雑さは、

Complexity (事業管理スパン、事業の異質性、環境変化、競合の強度・・・)

と表すことができるであろう⁹⁸。経営キャパシティを所与(一定)とすると、複雑さの増大に伴い単位当たりの組織管理コストが増大するので、リンク管理コストと合わせた企業内取引コストが増大する。しかし、経営キャパシティが増大すると、複雑さの処理能力が向上し、事業管理スパンの増大等に伴う組織管理コスト、ひいては企業内取引コストの増加を抑制することができる。すなわち、経営キャパシティは企業内取引コストの抑制要因である。

取引コストの「抑制要因」としての経営キャパシティ

もともとコースは、企業規模の拡大を制約する要因を「経営者の限界生産力逓減」に求めており⁹⁹、経営キャパシティの問題を重視していた。しかし、その後のコーポレートファイナンス系の研究は、取引コストの「発生原因」(たとえば、資産特殊性やエージェンシー問題)に関心が集中しており、取引コストの「抑制要因」である経営キャパシティはブラックボックスになっていた。

他方で、ペンローズに始まりティースらが発展させた組織ケイパビリティ系の研究では、企業を経営資源の集まりと見て、それをマネージする経営能力の重要性を早くから指摘していたが、ペンローズ自身が経営キャパシティは拡張可能であり、短期的には拡張ペースの制約要因となるものの、長期的には企業の成長を制約するものではないと考えていたこともあり、経営キャパシティの制約が企業の境界に影響するという観点は必ずしも強くなかった¹⁰⁰。

近年、経営キャパシティの制約に注目した研究として、Maksimovic and Phillips (2002)は、経営タレント (Managerial Talent) を希少資源として捉え、経営者の能力が一般的なもの(どの業種でも通用するもの)である場合には、一定条件下で多角

⁹⁸ ちなみにコースは企業内取引コストを増大させる要因として、組織された取引の地理的拡大 (“the spacial distribution of the transactions organized”)、取引の異質性 (“the dissimilarity of the transactions”)、価格変化の可能性 (“the probability of changes in the relevant prices”) を挙げているが (Coase, 1937, p. 397)、これらは事業管理スパンの増大、事業の異質性、環境変化と相通じる要因であろう。

⁹⁹ Coase (1937), pp. 394-395.

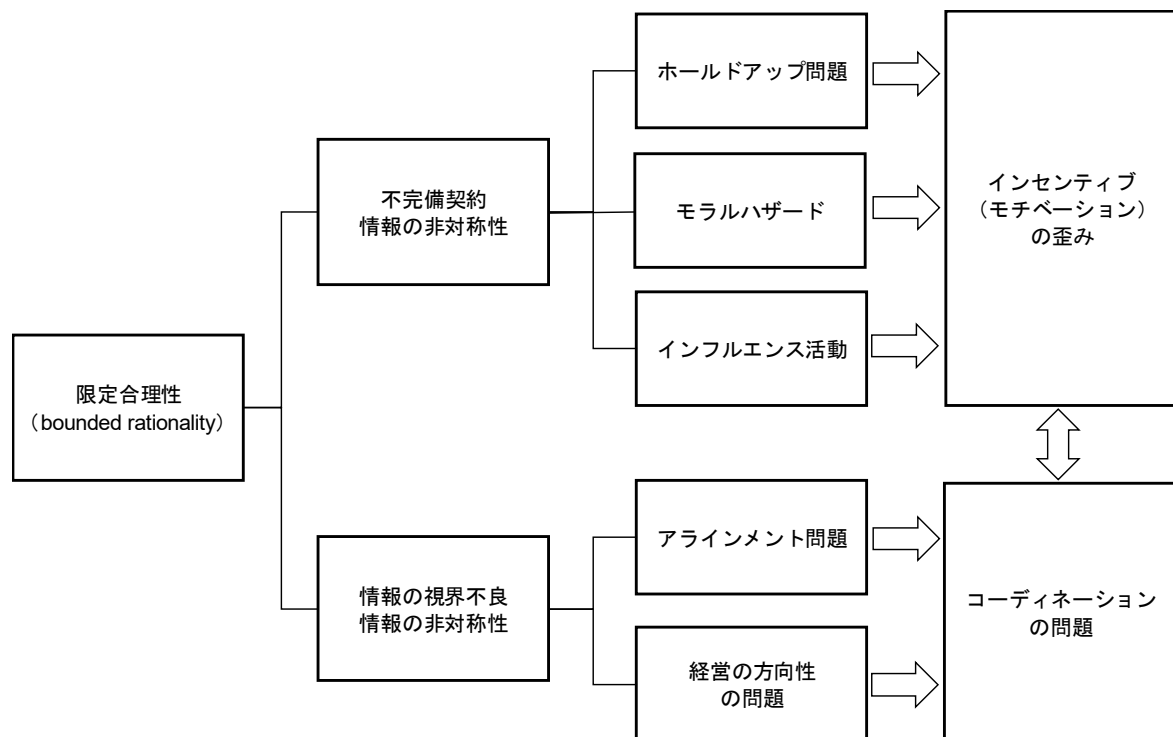
¹⁰⁰ 田村(2019), pp. 136-138 参照。近年の研究としては、Matsusaka (2001)が挙げられる。同論文は、多角化を組織的ケイパビリティの新用途を探索するサーチプロセスと捉え、新古典派的なモデルを構築した。

コーディネーション問題と
インセンティブ問題

化が価値最大化的な戦略となり得ることを示した。しかし、同論文においても、経営タレントの決定要因自体はブラックボックスとなっている。

本稿では以下、企業内取引コスト、特に組織管理コストを低減させるファクターとしての経営キャパシティを分析する。取引コストを考えるうえで重要なのは、コーディネーション（調整）問題と、インセンティブ（モチベーション）問題である。コースは取引コストの発生要因としてコーディネーション問題を重視したが、その後のコーポレートファイナンス系の理論ではむしろインセンティブ問題がクローズアップされた。他方で組織ケイパビリティ系の理論ではコーディネーション問題が一貫して重視されている。しかし、実際にはコーディネーション問題とインセンティブ問題の双方が相まって取引コストを生み出していると考えられる。そして、この両者は、究極的には限定合理性、特に情報収集力、情報処理力の限界という共通の淵源から発生している（図表 12）。

図表 12：限定合理性と取引コスト



出所：田村（2019）

経営キャパシティの定義

このような認識から、田村（2019）では、経営キャパシティを「経営陣の情報収集力および情報処理力」と定義している¹⁰¹。経営キャパシティが高まる効果について、田村（2019）は以下のように説明する¹⁰²。

情報収集力・情報処理力（経営リテラシーを含む）が高まれば、社内外の情報の非対称性が削減され、ホールドアップ問題やインフルエンス活動を抑制し、適切なインセンティブを設計しモニタリングすることが可能になる。そして企業の従業員を含む経営資源を、企業価値創造の方向に向けて効率よく

¹⁰¹ 田村(2019), p. 151.

¹⁰² 同上（注釈略）。

動員することができる。すなわち、経営キャパシティが高いと、コーディネーションとモチベーションの問題を高い水準で両立させて解決することができるのである。

法制度・市場制度の影響

なお、取引コストの大きさに影響を与える要因としては、経営キャパシティだけではなく、外部環境に属する制度や技術水準等も重要である。たとえば、発展途上国等で法制度や市場制度の信頼性が低いと市場取引コストは高く、市場に対する企業の優位性が高まるため、コングロマリット形態が合理性を持つ。しかし、それらの法的・市場的インフラが整備されるにつれて市場取引コストは低下し、企業に対する市場の優位性が高まるため、コングロマリットは解体に向かう。

ICT 技術の影響

ICT 技術、インターネット、AI 等の技術水準の向上は市場取引コストと企業内取引コストの双方を低下させるので、企業がより大きくなるか小さくなるかは、双方のコスト低下の度合いの差によって決まる。一般には市場取引コストの低下が劇的であるため、よほど社内で ICT 技術を活用して企業内取引コストを引き下げない限り、市場取引の優位性が際立ってくるであろう。これは、多角化企業の解体圧力として作用する。

2. 経営キャパシティと企業内取引コストの関係

経営キャパシティと CC レシオ

経営キャパシティ (Capacity) は、「経営者の能力」が高いほど、また経営基盤としての「経営インフラ」が強固であるほど高まると考えられる。すなわち、経営キャパシティは、

Capacity (経営者の能力、経営インフラ・・・)

と表すことができる。企業内取引の非効率性を表す企業内取引コスト、特に組織管理コストは、複雑さ (Complexity) が増大するほど増加し、経営キャパシティが増大するほど低下すると考えられるので、以下のような企業内取引の非効率性の指標を考えることができる¹⁰³。

$$\frac{\text{Complexity (事業管理スパン、事業の異質性、環境変化、競合の強度・・・)}}{\text{Capacity (経営者の能力、経営インフラ・・・)}}$$

この企業内取引の非効率性指標を「CC レシオ」と呼ぶことにしよう。そうすると、CC レシオが高いほど企業内取引コストは高くなり (企業内取引が不利になり)、CC レシオが低いほど企業内取引コストは低くなる (企業内取引が有利になる)。この「複雑さ (Complexity)」や「経営キャパシティ (Capacity)」を現実的に測定することは困難であるが¹⁰⁴、CC レシオのコンセプトは経営者が多角化買収や事業分離 (スピノフ、事業売却) を決断するに際しての、有用な分析フレームワークを提供するであろう¹⁰⁵。

¹⁰³ 正確には、このような単なる比ではなく、企業内取引の非効率性=f (Complexity, Capacity) という関数として考えるべきであろう。

¹⁰⁴ 経営者の能力測定を試みた実証分析論文として、Demerjian et al. (2012)がある。同論文は、データエンベロップ分析を用いて企業の相対的効率性を測定し、そこから必ずしも経営者能力に帰することができない企業規模、市場シェア、業歴、業種等や、経営者の負担を増大させる事業部門の多さや国際事業等の影響を取り除いた統計的な残余部分を経営者能力とみなした。この手法は経営キャパシティを測定する一つの有力なやり方ではあるが、経営キャパシティを規定する要因は引き続きブラックボックスのままである。

¹⁰⁵ 実証研究的にも、CC レシオのコンセプトから適切な代理変数と testable な仮説を導出することが

多角化による CC レシオの上昇

多角化は分子の Complexity を増大させて、企業内取引コストを増加させる。特に、事業管理スパンの大きさや事業の異質性、各々の事業をとりまく環境変化の速さや競合の強度が増大するほど、Complexity は増大し、組織管理コストが増加する。しかも、CC レシオの上昇は Complexity 増大への寄与が大きい部門にとどまらず全事業部門の企業内取引コストを上昇させる。なぜなら、経営キャパシティが Complexity の大きい部門への対処に割かれると、他の部門への経営キャパシティ投入が減少するからである。

CC レシオの観点から見たフォーカスの価値

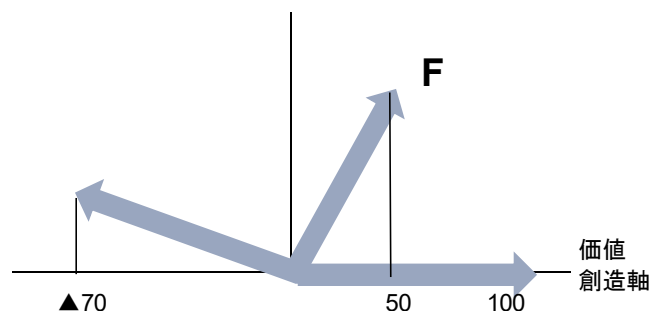
スピノフや事業売却のような事業分離の重要な意義は、Complexity を減少させることにより CC レシオを低下させて、スピノフや売却で事業分離した事業のみならず、残った事業の効率性も高めることにある。これが「フォーカス」の価値である。経営者が挙げる事業分離の理由として代表的なものは、「フォーカスの強化」と「不採算部門の切り離し」であるが¹⁰⁶、不採算部門の切り離しも、問題事業に対処せざるを得ない経営者のキャパシティを解放するという意味ではフォーカスの強化と同じ文脈で考えることができる。逆に言えば、多角化にもかかわらず企業内取引の優位性を保つためには、単に「シナジー」が存在するだけでは足りず、CC レシオの上昇を防ぐような大きな経営キャパシティを保有することが必要である。次節以降では、経営キャパシティの性質についてさらに分析を深め、どうやれば経営キャパシティを高められるかについて考えてみたい。

3. 経営キャパシティの性質：力学のアナロジー

ベクトルとしての経営キャパシティ

田村 (2019) では、経営キャパシティの「大きさ」に影響を与える重要な要因と考えられる「社内の力を結集して価値創造の方向に向ける力」について、力学（ベクトル）のアナロジーモデルで説明している¹⁰⁷。このモデルでは、経営キャパシティ（ F ）は、「大きさ」と「向き」を持つベクトル量である。ここで企業の価値創造上重要なのは、経営キャパシティベクトル F の価値創造軸への正射影である。

図表 13：経営キャパシティの有効成分



出所：田村 (2019)

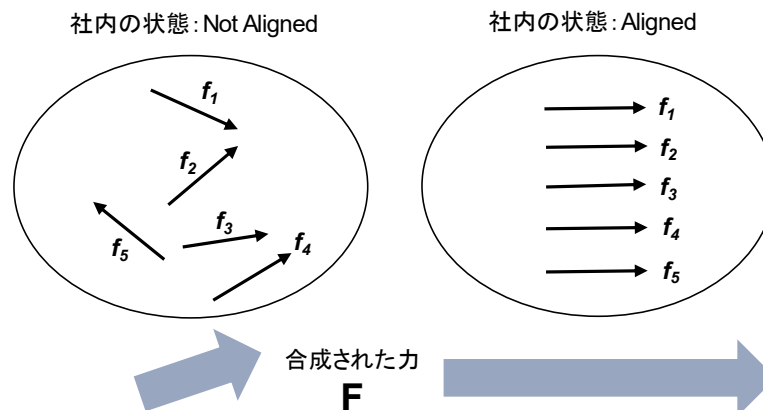
この企業全体の経営キャパシティ F の大きさと方向は、社員個々人の労力ベクトル f の合成で決まる。経営キャパシティ F の大きさを最大化するだけであれば、個々のベクトル f の長さを長くし、その方向性をそろえることが重要である。

一定程度可能であろう。

¹⁰⁶ Mukherjee et al. (2004), p. 13. [本稿第IV章第1節参照。]

¹⁰⁷ 田村(2019), p. 151.

図表 14：経営キャパシティベクトルの合成



出所：田村（2019）

個々のベクトル $\mathbf{f}$ の長さを長くするには、個々人の現在のポテンシャルを最大限発揮させるというモチベーション（報酬体系等）の問題と、個々人のポテンシャルを伸ばすという学習・能力開発の問題が共に重要である。また、個々のベクトル $\mathbf{f}$ の向きをそろえる（アラインメント）には、経営方針の明確性や報酬体系等の問題が重要である。そしてこれらに共通して重要なのは経営者の「求心力」である。従来、日本企業では、このような企業全体の経営キャパシティ $\mathbf{F}$ の「大きさ（絶対値）」を大きくできる経営者を大物経営者と称する傾向があったように思われる。

経営キャパシティベクトルの方向性

しかし、いかに $\mathbf{F}$ の絶対値を大きくしても、その方向が価値創造軸からずれると経営キャパシティの有効成分（価値創造への寄与値）は小さくなる。まして、その方向が価値創造軸に関してマイナスの方向に向いていれば、求心力が強く $\mathbf{F}$ の絶対値が大きいくほど、企業価値を破壊してしまう。したがって、経営者にとって価値創造軸の方向がどちらかを知る能力、すなわち財務リテラシーが必須になる¹⁰⁸。

4. 経営キャパシティの性質：情報の観点からの分析

インセンティブの歪みとコーディネーションの不調にどう対処するか

企業内取引コストを下げるには、インセンティブの歪みとコーディネーションの不調の問題に対処する必要がある。インセンティブはベクトルの向き（どの方向に向かって努力するか）と大きさ（どれだけ努力するか）に影響を及ぼし、コーディネーションもまたベクトルの向き（どの方向に向かうべきか）と大きさ（他者とのスムーズな協力の促進）に影響を与える。企業内取引コスト（すなわち企業内取引の非効率性）、とりわけ組織管理コストの大部分は、社内の情報の非対称性とエージェンシー問題に起因している。なぜなら、これらはインセンティブの歪みやコーディネーションの不調を是正することを困難にするからである。

社内の情報の非対称性の 3 類型

社内の情報の非対称性には、(1) 事業部門が知っていることを経営者が知らない、(2) 経営者が知っていることを事業部門が知らない、(3) 事業部門同士がお互いに相手の知っていることを知らないという 3 類型が考えられる。このうち、特に企業内取引コストを増大させるのは (1) と (2) という縦方向の情報の非対称性である。情報の非対称性が軽減されれば、コーディネーションが促進される。経営者が現場の状況を熟知し、現場が経営の状況と方針をよく理解していれば、ベクトル

¹⁰⁸ 価値創造軸の方向性は、コーポレートファイナンス理論的に述べれば、ROIC が加重平均資本コストを上回る有利な投資機会を創出しながら成長していくような方向性である。田村(2017), pp. 144-145.

情報の非対称性の軽減はエージェンシー問題を緩和

ルの方向性をそろえるのが容易になる。

さらに、情報の非対称性が軽減されれば、エージェンシー問題の弊害も大幅に軽減できる。企業内部のエージェンシー問題は、単に事業部門長などの私的利益追求が問題であるのではなく、情報の非対称性（事業部門長が知っていることを経営者は知らないし観察できない）と結合して非効率をもたらす。経営者としては、現場の実態をよく観察できない場合、事業部門を客観的に測定できる「利益」だけで評価して報酬を決定すると、将来への投資を削減したり、他部門との協力をサボタージュしたりするような、真の全社企業価値向上にとってマイナスの行動を誘発しかねない。そこで経営者は、報酬の固定的部分を増やしたり、事業部門の利益だけでなく全社利益にも連動させたりする。しかし、このような「弱いインセンティブ」はその事業部門のポテンシャルを最大限発揮させるオプティマルな仕掛けではない。観察できないファクターが重要であるため、仕方なくサブオプティマルな結果をもたらす弱いインセンティブを採用せざるを得ないのである¹⁰⁹。

情報のフロー促進

スピノフが価値を生み出す大きな理由のひとつは、事業部門自体を独立した上場企業として外部の資本市場の厳しい目にさらし、事業部門長自身を経営者とすることによって、真の企業価値向上につながる行動がそのまま報酬に直結するような「強いインセンティブ」の採用を可能にすることである。しかし、多角化企業であっても、社内の情報の流れを強力に推進して情報の非対称性を軽減すれば、スピノフの場合ほどではなくてもコーディネーション問題とエージェンシー問題を軽減でき、範囲の経済や財務面でのメリット等の多角化の他の便益も勘案すれば、多角化の維持が合理的な選択肢となり得るかもしれない。本稿では、経営キャパシティを「経営陣の情報収集力および情報処理力」と定義したが、それは換言すれば、「情報のフローを促進し社内の情報の非対称性を軽減する能力」ということもできる。このような経営キャパシティの大きさは、特に属人的な能力である「経営者の能力」と、組織的な能力である「経営インフラ」に左右される。

5. 経営キャパシティとしての経営者の能力

経営者の現場感覚の重要性

多角化企業であっても、経営者が直接現場の実態を観察できれば（すなわち情報の非対称性を削減できれば）オプティマルな強いインセンティブを与えることができる。かつて GE でジャック・ウェルチの右腕と呼ばれ、その後アライド・シグナル、ハネウェルの CEO として活躍したラリー・ボシディは、大企業 CEO のコーチとして名高いラム・チャランとの共著で、機械的な人事評価を戒め、「どのような方法で目標を達成したかは、目標を達成したかどうかと同じくらい重要であり、それ以上に重要な場合も少なくない。いくら目標を達成しても、方法が間違っていれば組織に大きな打撃を与えかねない」と述べている。ボシディらによれば、順風の中で本当はもっとうまくやれたのにそこそこの目標達成をした人物、逆風下で将来を犠牲にして目標を達成した人物、同じく逆風下で意欲的に工夫をして、目標は未達だったものの同業他社を上回る実績を残した人物の 3 人の中で、ボーナスを受け取るべきは最後の人物である¹¹⁰。

このように情報の非対称性を克服するには、経営者はハンズオンで直接現場の状況を肌感覚を持って理解しなければならない。しかも、単に現場の情報に触れるだけではなく、その意味を十分に理解しなければならない。日本語の「情報」は英

¹⁰⁹ 田村(2019) pp. 135-136 で説明したホルムストロームの議論を参照。

¹¹⁰ ボシディ＝チャラン＝パーク(2003), pp. 150-152.

語で言う Information と Intelligence を含むが、情報素材である Information に分析を加えて判断のベースとなる Intelligence に転換できなければ、真の意味で情報の非対称性を克服することはできない。そのためには経営者自身が財務リテラシーを含む経営リテラシーを備えていることが必須である。この経営者自身の経営リテラシーとビジネス感覚／現場感覚は、経営キャパシティの重要な要素である。2000 年代初頭に日本の優秀企業の共通する特性を広範なインタビューを踏まえて抽出した新原（2006）では、優秀企業の第一の条件として、「取り組む事業をトップが十分理解している範囲に絞り込む（分からないことは分ける）」ことを挙げ¹¹¹、社内のスタッフにまとめさせた二次情報ではなく、経営者自ら現場に出かけて得た一次情報に基づき、現場感覚のある判断を行うことの重要性を見出している。

ジェニーソンとウェルチ

このような経営者に要求される経営キャパシティは、多角化が進むほど増大するが、とりわけ巨大コングロマリットでは頂点に達する。GE を率いたジャック・ウェルチの自伝¹¹²や、1960 年代を代表するコングロマリットとしての ITT を築き上げたハロルド・ジェニーソンの著書¹¹³を読めば、彼らがどれだけ超人的な精力でコングロマリットの各事業の実態を把握していたかを感じ取ることができるだろう。

たとえばジェニーソンのオフィスには各傘下事業に関する情報の詰まった 15～20 の特大のアタッシュケースが並べあり、退社するときや出張に出かける時にはそのうちの 3～4 個、時にはそれ以上のアタッシュケースを持ち出していたという¹¹⁴。またウェルチは、現場に直接足を運んで議論するのみならず、ボシディによれば、足掛け 21 年に及んだ CEO 在任期間の最後の年も、1 日 10 時間、1 週間をかけて各部門の事業計画を検討していたそうである¹¹⁵。ウェルチは、Boundarylessness（境界の無いこと）というイニシアティブを提唱して社内外の情報の流れを促進し、有名な社内教育機関クロトンヴィルを強化、自ら教壇に立って次世代経営者を育成し、シックスシグマのようなベストプラクティスを強力に共有させ、ICT 革命を踏まえて一層スピードが重要であることを強調した¹¹⁶。彼らは、CC レシオで見ると、分母の経営キャパシティを極めて大きくできたために、コングロマリット経営に伴う分子の複雑さの増大に対処できたのである。

権限委譲の限界

経営者は分社化や権限委譲によって能力の限界を補うことができるであろうか。確かにそのような組織的工夫は、次節で検討する組織能力としての「経営インフラ」として経営キャパシティ全体の向上に寄与するかもしれないが、第 IV 章第 2 節で述べたように、分社化等を行ったとしても経営陣（CEO、取締役会）は受託者責任から逃れられないため、経営キャパシティの制約要因としての経営者の能力を完全に代替することはできない。ジェニーソンは以下のように述べている¹¹⁷。

断っておくが、どんな最高経営者でも、ある程度の責任委譲をしなくてはならないことはいうまでもない。私とて、ITT の 250 になんなんとするライン・オペレーションを一人で経営できる道理がない。各子会社のマネジャーは実質上の自治権と、それに伴う責任を付与されていた。ただ、そうした責任を委譲するにあたって、私は自分の当然なすべきこととして、その責任に含まれる事業のことを十分に知っていなくてはならなかった。なぜなら私は最高

¹¹¹ ウォーレン・バフェットも、自分でわかる企業の株しか買わないことで有名である。

¹¹² Welch and Byrne (2001).

¹¹³ ジェニーソン(2004).

¹¹⁴ 同上, p. 168.

¹¹⁵ ボシディ＝チャラン＝パーク(2003), p. 36.

¹¹⁶ 田村(2016), p. 59.

¹¹⁷ ジェニーソン(2004), p. 171.

経営者として、ITT の子会社の全部の総和に関して、取締役会に対して責任を負っていたからだ。さまざまな報告書も予算の検討も、すべてそのためのものだった。自分の職責を果たすために、私は電話交換装置の最新技術からこみ入った保険数理の仕組みまで、われわれの事業活動のあらゆる面の概要を心得ていなければならなかった。

経営者能力とフォーカスの関係

ジェニーンやウェルチのような超人的な異能は後継者に引き継げるものではなく、ITT はジェニーン退任後、コングロマリットとしては解体され、GE もコングロマリット解体の途上にある¹¹⁸。すなわち、経営キャパシティの極めて高い経営者の退任後は必然的に経営キャパシティが低下するので、増大した複雑さを十分にマネージできなくなるのである¹¹⁹。「フォーカス」の価値は、経営者が対処すべき複雑さを大幅に低減することによって、CC レシオを向上させることにある。複雑さの減少により、コーディネーション問題とインセンティブ問題への対処がよりの確になり、経営判断の質が向上するのである。

取締役会の構成

なお、経営キャパシティの決定要因としての「経営者」は、必ずしも CEO 個人のみを指すものではなく、取締役会メンバーや CFO 等を含む本社の最上級経営幹部を含む。とりわけ独立取締役主導の取締役会の（CEO 選解任を含む）最終決定権が実質的にも強化されるにつれ、取締役会メンバーの構成（Board Composition）は投資家から見ても非常に重要な論点となってきた。アクティビスト・キャンペーンでも、しばしば「取締役会の構成が事業内容とマッチしていないこと」が攻撃材料になっている。

6. 経営キャパシティとしての経営インフラ

経営インフラ

経営キャパシティの決定要因としての「経営インフラ」には、財務・経理（カネ）のシステムや人材（ヒト）のシステムなどが挙げられる。特に、現代では、それらを支える ICT システムの重要性が増している。ICT 革命の進展は、事業環境の変化を促進して「複雑さ」、ひいては CC レシオを増加させるとともに、市場取引コストを低下させて、二重の意味で企業に事業分野の絞り込み（フォーカスの強化）を迫っている。このような状況下、米国企業は 1990 年代以降、ICT 革命を活用した経営キャパシティの強化を図ってきた。拙稿「IT 革命を「稼ぐ力」に転化する：米国企業の組織イノベーションに学ぶ」（田村、2016）では、以下のようにその組織変革の進展を分析している。

・・・第Ⅱ章「IT 革命とスピード経営」では、IT 革命に対応した米国企業の組織改革（組織のフラット化等）の本質が意思決定のスピードと質を上げる

¹¹⁸ GE でウェルチの後を継いだイメルトはセールスに強みのあるビジョナリーであり、ウェルチ傘下の GE で優れた実績をあげていた。しかし、イメルトが CEO に就任した後の 16 年間で、GE の実行の文化は徐々に失われていった。ウェルチは事業幹部を細部にわたり質問攻めにしたが、イメルト時代には会議はビジョンに沿った「ストーリー」を語るプレゼン大会と化し（プレゼン資料は“pitch”と呼ばれた）、楽天的なイメルトの下で悪いニュースは徐々に抑圧され、利益計上のための疑わしい会計処理が増大した。2017 年、イメルトが退任を余儀なくされて CEO に就任した GE 生え抜きのフラナリーは、GE のカルチャーを再びオープンな議論とフォーカスを重視するように変える必要を痛感したほどである。翌 2018 年、フラナリーも退任に追い込まれ、GE 史上初めて外部出身のカルブが CEO に就任した。カルブは 2000 年から 2014 年まで多角化企業ダナハーを CEO として率い、業績を飛躍的に向上させた。ダナハーではカルブは傘下企業のオフィスや工場に頻繁に足を運び、傘下事業を熟知していることで知られていた。ダナハーより複雑性の度合いが格段に大きい現在の GE をカルブがターンアラウンドできるか、市場は注目している。イメルトの CEO 就任からカルブの CEO 就任までの経緯については、Thomas Gryta and Ted Mann, “GE: Burned Out,” Wall Street Journal (December 15, 2018) に詳述されている。

¹¹⁹ GE の場合は、さらに、環境変化により複雑さ自体が増大したという要因も寄与している。

ことにあったことを、デュポン等の事例を紹介しつつ論じる。第Ⅲ章「組織文化の変革」では、フラット化された組織で意思決定の質を高めイノベーションを促進するための組織文化の変革について、P&G等の事例を交えて論じる。第Ⅳ章「CFO機能と財務リテラシー」では、迅速化された意思決定を企業価値向上に方向付けるCFO機能の重要性と、羅針盤としての「株主価値基準」について論じる。・・・

スピード経営とアカウント ビリティ

スピノフ等の事業分離が「横」のフォーカス強化とすれば、組織のフラット化は「縦」のフォーカス強化と言える。どちらも **Intelligence** としての情報の流れを促進することにより、意思決定のスピードと質を上げるのである。他方で、スピード経営が全社的企業価値の向上に寄与するためには、アカウントビリティと情報共有が重要である。田村（2016）は、これらの点に関し元デュポンのCEOであるクロールの言葉を紹介している¹²⁰。

クロールも、スピードの重要性を強調し、「コミュニケーションが瞬時にとれそうなグローバル経済においては、迅速な意思決定と実行と伝達が不可欠である。・・・スピードこそが、主な競合他社に差をつける要因なのである。もちろん、すばやく結果を伝えるためには、組織がスリムでなければならない」と述べる。

このような分散処理型の組織を機能させ、業績へのコミットを強めるためには、アカウントビリティの確立が必須である。クロールは、「アカウントビリティによって、スピードと効率性が実現する」とその重要性を強調し、アカウントビリティを意識づけ機能させるには報酬制度とともに「正しい情報を入手できる」ことが必要であると述べる。・・・

この情報共有のために、デュポンは、事業部門ごとに、業績と今後の予測を評価する主要な指標がすべて載った「ブルーブック」と呼ばれるシステムを導入した。ブルーブックにより、マネジメントは、責任者の報告に頼らずに最低でも月次で各部門の現況を見ることができ、リアルタイムで業績が評価できるようになる。したがって、意思決定権限を分散化しても、マネジメントは報酬評価を通じてアカウントビリティを強く持たせることができるだけでなく、アーリーウォーニングシステムとして、必要があれば適宜介入することができる。

情報フローにおける ICT 技 術の重要性

重要なのは、**Intelligence** としての情報が経営者と事業部門の間で双方向で共有されていることであり、それを ICT 技術がサポートしていることである。ここで肝心なのは、ICT 技術を単なる既存業務の合理化（コスト削減）手段として捉えるのではなく、双方向の情報の流れを促進し、経営キャパシティを拡大する手段として捉えることである。そしてそのような ICT 技術の可能性を最大限に発揮させるためには、既存の業務を ICT 技術で補完するのではなく、ICT 技術の可能性に合わせて組織や仕事のやり方自体を変革していかなければならない¹²¹。

内部情報市場の効率性

ICT や財務・経理等の経営インフラの具体的内容については田村（2016）等に譲り本稿では詳述しないが、経営キャパシティの観点から重要なのは、経営インフラ

¹²⁰ 田村(2016), p. 62 [注釈略]。

¹²¹ ICT 技術は産業全体に広範かつ巨大な影響を与える「汎用技術 (General Purpose Technology)」であるが、汎用技術が生産性上昇効果を発揮するには、補完的な組織構造や働き方の変革などが必要になる (田村, 2016, p. 55)。日本企業は従来の仕事のやり方に ICT を合わせる傾向があるのに対し、欧米企業、特に米国企業は ICT に合わせて自らの仕事のやり方を変革してきた (同, p. 68)。

が如何に社内の情報フローの質と量の改善に寄与するかである。内部資本市場や内部労働市場も内部情報市場の一環と捉えることができ¹²²、内部情報市場の効率性は経営キャパシティの本質的な尺度と考えることもできる。

経営インフラと PMI

経営インフラが整備されていれば、買収企業のポスト・マージャー・インテグレーション (PMI) もより効率的になる。特にグローバルに買収活動を進めるには、グローバルに通用するプラットフォームが整備されていることが重要である。たとえば、BASF では、買収した企業の機能部門はすべて BASF のグローバルプラットフォームに統合される。BASF の CEO を務めたボック (当時 CFO) は米企業エンゲルハルドの買収に関して、以下のように述べている¹²³。

企業を買収したら、「これが我々のビジネスのやり方」だといわなければ駄目です。我々はエンゲルハルドでこれを実行しました。最初から、エンゲルハルドから BASF のサービス・プラットフォームへ移行することを決めていました。買収が発生した以上は、別々の企業体は必要ありません。

逆に言えば、グローバルプラットフォームが整備されていないと、経営キャパシティの小ささから海外買収をインテグレーションする場合の CC レシオは高くなり、統合コストが上昇する。分母の経営キャパシティの小ささに制約されて、分子の複雑さの増大を抑制するために、買収した海外企業のインテグレーションの度合いを低下させると、今度は買収の目的である事業面のシナジーを発揮できなくなる。このように、紙の上では同じような事業面のシナジーを期待できる買収であっても、経営キャパシティが低いと実際に実現できる純便益 (シナジーのメリットー企業内取引コスト) は小さくなってしまう。

カルチャーと経営キャパシティ

なお、経営インフラの一部であるカルチャーと経営キャパシティの関係について付言する。この問題について、田村 (2019) は以下のように説明している¹²⁴。

経営キャパシティを増強する (時には阻害する) 要因として、「企業文化」 (culture) の存在が挙げられる。企業文化とは、「期待される (= 評価される) 行動様式、意思決定やコミュニケーションのプロセスなどの集合体」であり、「経営陣や従業員の行動を律するインセンティブ・システムが内面化されたもの」と考えられる。例えば、企業への忠誠心やチーム精神も企業文化の一部であり、経営方針や報酬体系などの明示的なコーディネーション機能、インセンティブ (モチベーション) 機能を補完して、フリーライダー的な行動を抑制し、個々のベクトルの長さを伸ばし、ベクトルの向きをそろえることに貢献する。

但し、事業環境が変化して価値創造軸の方向性が変わった場合、企業文化はベクトルの向きを変えようとする経営者の努力に対する抵抗力として働く場合もある。買収後の PMI で相手方企業の「やり方」を買い手企業にそろえようとする場合に遭遇する抵抗にも「内面化されたインセンティブ・システム」としての企業文化が深く関係している。このように、企業文化が経営キャパシティに与える影響はプラスにもマイナスにもなるため、経営者は自社や買収対象企業の企業文化に深い注意を払う必要がある。

¹²² Anjos and Fracassi (2015) は内部情報市場の効率性が多角化企業の強みの源泉であると主張しており、内部資本市場や内部労働市場の効率も情報フローに起因すると考えている (p. 161)。

¹²³ ブーズ・アンド・カンパニー (2010), p. 65.

¹²⁴ 田村 (2019), p. 153. 注釈は省略。

自動操縦装置としてのカルチャー

カルチャーはインセンティブ・システムが内面化された、いわば「自動操縦装置」であり、その妥当する前提条件は自覚されていないヒューリスティック的、暗黙知的性格を有している。どのようなカルチャーが企業価値向上に資するかは事業特性によって異なるので、ある事業に適したカルチャーが他の事業にも適しているとは限らない。経営者はグループ全体に統一したカルチャー的メッセージを発する必要があるので、多角化企業の傘下事業は同一のカルチャーで方向性がそろっていないければ、経営キャパシティへの負担が大きくなるであろう。

経営者能力と経営インフラの相乗効果

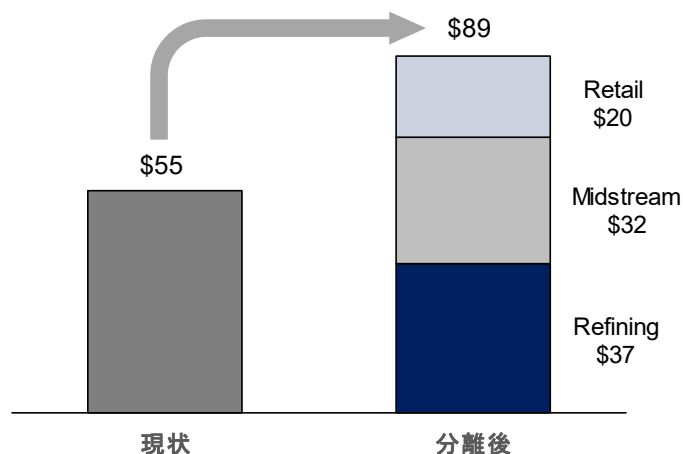
以上見てきたように、経営キャパシティは経営者の能力と経営インフラの相乗効果で決まる。経営インフラが如何に優れていても経営者の能力不足は補えないが、他方で経営者の能力が如何に優れていても、経営インフラが劣後していると、情報を得て質の高い判断を下す経営者の能力が制約されてしまう。経営インフラはどの企業でもベストプラクティスに向かって高めていくことができるが、それに加えて、経営者・取締役会の能力を向上させるための後継者育成計画や取締役会の構成への配慮および評価が重要である。

VI. 事業ポートフォリオ再構築へのアプローチ

1. 投資家（アクティビスト）の目で自社を評価する

本章では第V章で考察した CC レシオのフレームワークに基づき、事業ポートフォリオ再構築へのアプローチを検討する。

図表 15：エリオットによるマラソン石油の SOTP 分析



(単位: 百万ドル、百万株、ドル/株)

		EBITDA (2020E)	EBITDA 倍率	企業価値 (事業価値)	純有利子 負債	非支配株主 持分等	株主価値	発行済株数	株価
分離後 (試算)	Refining	6,382	4.6	29,365	3,313	1,243	24,809	664	37.4
	Midstream	5,642	9.6	54,046	19,265	1,858	32,923	1,099	31.9
	Retail	1,804	10.3	18,516	5,250	-	13,266	664	20.0
	合計	13,828	-	101,927	27,828	-	70,998	-	89.2
現状	全社	13,828	5.7	78,882	27,192	14,851	36,839	664	55.5

(注) Midstream発行済株数は非支配株主持分の株式転換分を含む。Midstream株価は約2ドル弱の改善効果を含む。株価アップサイド **60.8%**

出所：Elliott, "Remaking Marathon: Unlocking the Full Value of Marathon Petroleum" (2019)を基に筆者作成

エリオットによるマラソン
石油の分析

事業ポートフォリオの検討に際して、外部の投資家、特にアクティビストの視点から自社の事業ポートフォリオを見直してみることは、投資家の不満やアクティビストの脅威を事前に察知するうえで極めて重要である。投資家が多角化ディスカウントの有無を検討する出発点は、通常は EBITDA 倍率等の利益倍率により算出される SOTP 法価値との比較である。2019 年 9 月、大手アクティビスト・ヘッジファンドのエリオットは米石油企業であるマラソン石油に対して、スピンオフによる会社 3 分割を提案した¹²⁵。具体的には、石油・ガスの輸送部門（Midstream）とリテール部門（ガソリンスタンド、併設のコンビニ）をスピンオフにより独立企業化し、本体は石油精製（Refining）にフォーカスすべしという提案である。エリオットの分析では、現状の株価 55 ドル／株に対して、分離すれば多角化ディスカウントの解消により 89 ドル／株の価値が見込まれると試算しているが、この分析は EBITDA ベースの SOTP 法に基づいている（図表 15）。

しかし、EBITDA 倍率ベースの SOTP 法は、EBITDA 自体の改善余地をあぶり出すことができない。エリオットは、マラソン石油が同業のベンチマーク企業と比較して EBITDA マージンや資本効率が劣っていることから、EBITDA 自体にも改善の余地があり、分離後のフルポテンシャルバリューは 115 ドル／株にまで達するとして、分離を強く主張している。

EV/IC 倍率ベースの SOTP
分析

このような EBITDA 自体の改善余地まで含めて分析するためには、EBITDA 倍率ベースの分析に加えて、投下資本ベースのトービンの q に相当する EV/IC 倍率を用いた SOTP 分析を行うことが有効である。

図表 16：EV/IC 倍率に基づく Sum-of-the-Parts 法イメージ

	投下資本 (簿価)	専門企業の EV/IC	企業価値 (事業価値)
A事業部門	200	1.50	300
B事業部門	150	2.00	300
C事業部門	100	1.20	120
計	450		720
加重平均されたEV/IC		1.60	
純資産	200		350
有利子負債簿価	250		250
計	450		600
全社ベースのEV/IC		1.33	

出所：筆者作成

EV/IC ベースの SOTP 分析においては、各々の事業で専門的な同業他社およびベンチマーク企業の各々の倍率を使用した場合の想定 EV/IC 倍率（加重平均 EV/IC 倍率）と、自社の実際の EV/IC 倍率を比較する¹²⁶。もし自社の実際の EV/IC が想

¹²⁵ Elliott Management Press Release, “Elliott Management Sends Letter to the Board of Marathon Petroleum Corporation” (September 25, 2019). 同日、Elliott は専用のウェブサイトを開設し、詳細なプレゼンテーション資料を公表した（Elliott, “Remaking Marathon: Unlocking the Full Value of Marathon Petroleum”）。

¹²⁶ この場合、各々の事業部門の投下資本には、専門同業他社との比較可能性を担保するとともに本社部門肥大化の可能性をあぶり出すために、全社共通部門の投下資本もなんらかの形で配賦しておく。また、投下資本の算出においては、M&A に伴うのれんや資産の簿価上げ額（特に無形固定資産）を控除する。なぜなら、ここで見たいのは各々の事業の事業素質だからである。のれん等に相当する資金は現実には事業自体には投下されておらず、もともとの持ち主にプレミアムとして支払われたものである。経営者の評価指標としてはのれん等込みの投下資本に対するリターン（ROIC）を使

定 EV/IC よりも低ければ、少なくともいずれかの部門の EV/IC 倍率が専門的な同業他社やベンチマーク企業よりも下回っていることを意味する。

EV/IC 倍率が低いことの意味

それでは EV/IC 倍率が低いことは何を意味しているのでしょうか。EV/IC 倍率は以下のように分解できる。

$$\text{EV/IC} \left(\frac{\text{企業価値}}{\text{投下資本}} \right) = \text{ROIC} \left(\frac{\text{税引後営業利益}}{\text{投下資本}} \right) \times \frac{\text{企業価値}}{\text{税引後営業利益}}$$

ここで、EBITDA に対する減価償却費の比率を d 、税率を t とすると、「税引後営業利益 = EBITDA × (1 - d) (1 - t)」であるから、

$$\text{EV/IC} = \frac{1}{(1 - d)(1 - t)} \times \text{ROIC} \times \text{EBITDA 倍率}$$

である。すなわち、EV/IC 倍率が低いということは、減価償却費や税金の状況に大差がなければ、足元の ROIC が低いか、EBITDA 倍率が低いということである。もし多角化企業の各事業部門が各々の競合企業と同じ事業機会に直面しているのであれば、ROIC が低いということは多角化による利益水準の低下を示している可能性がある。ROIC は、さらにマージン（売上高利益率）と投下資本回転率（資本効率）に分解できるので、低収益性がマージンの低さによるものか、資本効率の低さによるものか、さらにその原因はなにかと追求していく必要がある。

EBITDA 倍率の本質

EBITDA 倍率が低い場合は、多角化企業に対する市場の評価の低さを反映している場合（市場パーセプションの問題）もあるが、多角化による成長性の制約を反映している可能性もある。市場が効率的で株価が内在価値を反映していれば、一定の簡便化の仮定下で、

$$\text{EBITDA 倍率} = (1 - d)(1 - t) \times \frac{1 - \frac{g}{\text{ROIC}^*}}{\text{WACC} - g}$$

の関係が成り立つ¹²⁷。ここで g は予測成長率、ROIC*は将来の ROIC 見通し、WACC は加重平均資本コストである。この場合、ROIC*が WACC を上回っていれば、成長率 g が高いほど EBITDA 倍率は高くなる¹²⁸。逆に EBITDA 倍率が低いということは、ROIC*が WACC を上回るような将来の投資機会が少ないことを示している。

以上をまとめると、実際の自社の EV/IC 倍率が専門的同業他社ないしベンチマーク企業の EV/IC 倍率からの合成 EV/IC 倍率を下回っている場合には、少なくともいずれかの事業部門の足元の ROIC の低さや成長性の乏しさ、ないし市場評価の低さを意味しており、対処すべき経営上の問題が生じている可能性がある。

2. CC レシオの観点からの多角化ディスカウントの検討

Invisible な組織管理コスト

これまでの議論を踏まえると、事業ポートフォリオの最適化を図るためには、追加的な事業をポートフォリオに加える純便益が（市場取引と比べても）プラスになるか、逆に既存の事業を分離した方が純便益がプラスになるかを考える必要が

用すべきであるが、事業素質の評価指標としてはのれん等を除いた、実際に事業に投下された投下資本に対するリターン（ROIC）を使用すべきである。田村(2015b), pp. 82-85 参照。

¹²⁷ 田村(2009), pp. 97-98; 田村(2017), pp. 139-140.

¹²⁸ 同上（EBITDA 倍率の構造式を g で偏微分するとこの関係が導き出される）。

ある¹²⁹。それは言い換えれば、市場取引コストと企業内取引コストの大小比較である。この場合、特に重要なのは企業内取引コストのうちの組織管理コストである。組織管理コストは目に見えにくいコストであるため、従来は買収のシナジーやスピノフ・売却のメリットとして見落とされがちであったが、企業経営上非常に大きなインパクトを及ぼす実態的なコストである。

重要なのは、(1) 事業上のシナジーがあるだけでは必ずしも多角化は正当化できない（なぜなら他事業部門への悪影響を含めた組織管理コストがシナジーを上回る可能性があるから）、(2) 多角化を行った時に経済合理的であったとしても現在でも多角化を維持することが合理的とは限らない（なぜなら組織管理コストが知らず知らずのうちに肥大化している可能性があるから）¹³⁰ということである。

CC レシオによる自社事業 ポートフォリオの評価

組織管理コストは、第V章第2節で見たように、

$$\frac{\text{Complexity(事業管理スパン、事業の異質性、環境変化、競合の強度・・・)}}{\text{Capacity(経営者の能力、経営インフラ・・・)}}$$

として定式化できる「CC レシオ」に大きく左右される。多角化ディスカウントは、組織管理コストの肥大化、すなわち CC レシオの肥大化の兆候を示唆している。したがって、自社の事業ポートフォリオを評価する上では、複雑さ（Complexity）と経営キャパシティ（Capacity）の双方を関連付けて評価することが重要である。

複雑さ（Complexity）については、事業管理スパン、事業の異質性、環境変化、競合の強度等を検討し、特に複雑性を増大させている事業部門を特定する。たとえば、事業の異質性には、ビジネスモデルや対処すべき課題の違いのみならず、成功するために適合するカルチャーの違いも含まれる¹³¹。そのような事業部門は、よほど事業面でのシナジーが大きい限り、事業分離の候補となり得る。

経営キャパシティについては、まず経営インフラの検討から始めるべきであろう。自社の財務・経理システムは親会社単体のみならずグローバル連結ベースで財務状況、特に数量情報と紐づいた形で P/L や B/S が把握できるかを自問してみる必要がある。たとえば、グローバル連結ベースで事業部門別の B/S（運転資本や固定資産等）が把握できなければ、事業部門別の ROIC やキャッシュフローを把握できず、DCF 法評価のベースとなるフリーキャッシュフローも算出できない。

経済産業省によるアンケート 調査

この点、経済産業省が東証1部・2部上場企業を対象に実施した企業アンケート結果（2018年度）によると、事業部門／セグメント毎に B/S を作成している企業は38%にとどまる¹³²。また、CGS 研究会（第2期）の報告書に記載された企業ヒアリングに基づく現状と課題では、「経営レベルの意思決定」上の課題として「PL ベースの短期収益に寄っており、BS ベースのリスク・リターンを織り込んだ評価基準

¹²⁹ それに加えて、他の企業の傘下にあった方がより大きなシナジーを発揮できる事業（すなわち他の企業が「ベストオーナー」である事業については、売却を検討すべきである。「CGS 研究会（第2期）報告書」（2019年6月28日）、p. 52；田村(2019)、pp. 117-118 参照。

¹³⁰ ちなみに牛島（2015）は、多角化の始まりと終わりで、ガバナンス効果が大きく異なることを示し、経営者のエージェンシー問題が多角化の開始よりも継続において深刻であることを示唆している。これは、最初は合理的であった多角化が、その後非効率となる可能性を暗示している。

¹³¹ ジャック・ウェルチが行った M&A の数少ない失敗事例のひとつが、カルチャーの適合しない投資銀行キダーピーボディーの買収であった。

¹³² 「CGS 研究会（第2期）報告書」（2019年6月28日）、p. 49。「企業アンケート結果」は、経済産業省において、2018年11月から12月にかけて、東証1部・2部の上場企業を対象に実施した「平成30年度コーポレートガバナンスに関するアンケート調査（企業向け）」の結果に基づくもの。

が設定されていない」などが、また、適切な意思決定のための基盤（インフラ）整備上の課題として、「子会社におけるデータ（財務会計、人事、決裁等）が本社において一元的に把握されていない」、「事業セグメント別の管理会計（BS）が整備されておらず、事業部門別の資本コストが把握できていない」ことが挙げられている¹³³。これらの点から見ると、多くの日本企業では、経営キャパシティに密接に関係する財務・経理システムに問題を抱えているようである。

B/S 管理能力のデモンストレーション

逆に、財務・経理システムがしっかりしている企業は、きちんと B/S も含め管理していることを投資家に示すことが重要である。具体的には、たとえば部門別 ROIC やエコノミックプロフィット、キャッシュフロー等の、連結 B/S を把握していなければ算出できない指標を開示ないし目標値を示すことなどである。

HR システムの検証

同様に、経営インフラとしての HR システム等についても、グローバルな同業他社と比較してのレベル感を把握し、もし劣後していれば、どのようにキャッチアップしていくかを明確に方針として示す必要がある。グローバルに展開する企業のひとつのメルクマールとしては、海外事業を買収した場合に、自社の HR 等のプラットフォームをそのまま買収事業に適用しても、優秀な人材が流出しないで自社内で（経営トップ層までの昇進可能性を持ちつつ）活躍できるかである。

経営者能力を測るウェルチ流 5 つの問い

以上は経営インフラの問題であるが、経営者（マネジメントチーム）の能力としては、たとえば、自社傘下の主要事業部門のすべてについて、（事業部門長ではなく）経営者自身が、ジャック・ウェルチが提示した以下の 5 つの問い¹³⁴に答えられるかを考えてみるのも有用であろう。

1. 自社事業部門の競合他社と比較した具体的なグローバルポジション（市場シェア、プロダクトラインや地域別の強み）は何か。
2. 過去 2 年で競合他社が取ったアクションで、競合状況（competitive landscape）を変えたものは何か。
3. 過去 2 年で自社事業部門は競合状況（competitive landscape）を変えるためにどのようなアクションを取ったか。
4. 今後 2 年間で、自社に最も脅威を与える競合他社の取り得るアクションは何か。
5. 今後 2 年間で、競合の取り得るそのようなアクションを出し抜くために自社事業部門は何をすべきか。

MD&A の重要性

欧米の優れた企業は、アニュアルレポート／有価証券報告書における「経営者からのレター」や、特に「経営者による財務・経営成績の分析（Management Discussion & Analysis：「MD&A」）」（有価証券報告書における「事業の状況」に相当）において、経営者の自社事業に対する認識を詳細に開示している。その開示内容の深さは、投資家が経営者の能力と開示姿勢を判断するうえで重要な材料となっている。

優良な多角化企業の特徴

Boston Consulting Group (2006)は、優良な多角化企業の特徴として、(1) 資本配分が効率的であること、(2) 事業ポートフォリオ戦略が明確で一貫性があること、(3) 組織構造がスリムであること、(4) CEO 主導の経営イニシアティブが取られていること、(5) 次世代経営者の育成と社員のスキル開発が積極的に行われていることの 5 つを挙げている。また、同じく Boston Consulting Group の Shulman (2017) は高業績を継続する多角化企業の特徴として、(1) ビジネスモデルの一貫性があ

¹³³ 「CGS 研究会（第 2 期）報告書」（2019 年 6 月 28 日）、p. 50.

¹³⁴ Welch and Byrne (2001), p. 390. [筆者訳。]

ること、(2) 言い訳を許容しないアカウンタビリティ重視のカルチャーがあることを挙げている。これらの特徴は、CC レシオにおける複雑さ（Complexity）を低下させ、経営キャパシティ（Capacity）を向上させる要因、ないしその結果として統一的に理解することができるであろう。

3. 事業分離の検討

どの事業部門を分離すべきか

前節の自社分析に基づき事業分離を検討する場合、まず、どの事業部門を分離するかを検討する必要がある。その判断基準は、自社の最重要の中核事業以外でどの事業部門が複雑さ（Complexity）を大きく増大させ、経営キャパシティの負担になっているかである。これは不採算部門に限らない¹³⁵。不採算部門は問題事業として経営キャパシティを大きく消費するが、優良事業や時には準中核事業であっても、中核事業との異質性が高く、環境変化が大きく、競合の強度が強いと、経営キャパシティの大きな負担となる。それは当該事業の競争力やポテンシャルを制約するのみならず、中核事業に割ける経営キャパシティも低下させてしまう。

スピノフか売却か

次に、分離すべき事業を見極めたとして、事業分離の手段としてスピノフと売却のどちらを選択すべきであろうか。スピノフは独立上場企業としてやっていける収益性と財務体質が必要なので、不採算部門の切り離しの場合は、基本的には売却（ないし部門閉鎖）が検討される。これに対して、収益部門の事業分離については、スピノフと売却の双方が検討されるべきである。スピノフを行った場合、親元企業と分離企業で各々フォーカスが強化されるメリットがあるが、他方でコーポレート管理コストが二重にかかることになる。そのようなコスト負担を吸収するためには、スピノフ企業はそれなりの企業規模を有している必要がある。そうでなければ売却が選好される。

考慮すべきファクター

それではそれなりの企業規模の収益部門を分離する場合、スピノフと売却のどちらを選ぶべきであろうか。その決定要因としては、第1に税務面の考慮がある。分離事業の税務簿価が低ければ売却によって多額の税務負担が発生するので、スピノフの方が好ましい。他方で、税務簿価が想定売却価格と近いか上回っているれば、売却は有力な選択肢である。第2に買い手の問題である。ストラテジックな買い手候補に独禁法等の問題がある場合は、スピノフないし投資ファンドへの売却が優先的に検討される。第3に対価の問題である。売却した場合には対価が入りスピノフの場合には対価が入らない。

対価の問題

しかし、財務体質を改善する必要がある企業を除けば、対価の有無は本質的な問題ではない。いま、2事業部門を有する企業があり、資本構成は各々の事業部門の最適資本構成の加重平均になっていたとする。スピノフの場合には分離された各々の事業部門が最適資本構成をキープすることが可能である、これに対し売却の場合には、売却対価が入ることにより、残った事業部門の資本構成が最適資本構成から歪む。それを是正するためには、売却して得た対価を株主に還元する必要がある。実際に、スピノフを公表した後でも、より有利な買収提案があれば、売却に切り替えることはしばしば行われている。たとえば、ユナイテッドテクノロジーは2015年3月11日、ヘリコプター事業部門であるシコルスキーについ

¹³⁵ コーポレートファイナンス理論的には、不採算部門であっても（優良事業部門と同様に）、シナジーのある相手に自社にとっての価値以上で売却できれば企業価値を向上させ、価値以下で売却すれば企業価値を毀損する。したがって、単に不採算部門を売却すること自体は、純粋な単独取引の観点からは企業価値を向上させるかどうか不明である。不採算部門切り離しの真の価値は、複雑さを減少させて、残った事業に振り向けられる経営キャパシティを増加させることにある。

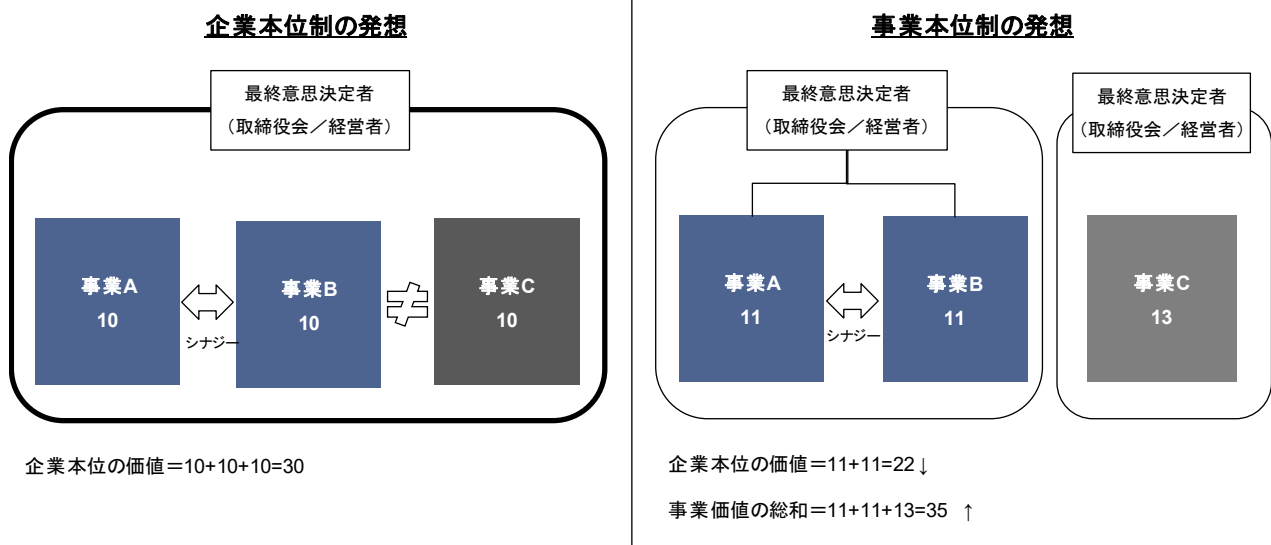
てスピノフを含む戦略的選択肢の検討を公表したが¹³⁶、最終的にはロッキードマーチンに 90 億ドルで売却し、同時に 83 億ドルの自社株買いを公表した¹³⁷。

事業本位制の発想

それでも、スピノフによって「対価もないのに」売上、利益規模が減少することに抵抗感を抱く経営者も多いであろう。欧米企業経営者は株主価値創造の観点からスピノフの理由を説明することが多いが、その根底には社会的価値最大化の問題が潜んでいる。これについて田村（2015d）は以下のように説明する。

価値創造的なスピノフを実施すると、経営フォーカスの強化により、分離された事業の価値が増すのみならず、残存事業の価値も高まる。これは株主にとっても、社会全体にとっても価値創造的である。・・・重要なのは、経営者は社会から経営資源を負託されている以上、自らが他者よりも価値を高めていける事業に全精力を集中すべきという「事業本位」の理念であり、それは株主に対する受託者責任の実践とベクトルが一致する。しかし、「企業本位」でものを考えると、スピノフは（対価も入らないのに）会社規模が縮小して損をした気になる。それを乗り越えて株主価値創造のためにスピノフを決断するには、強固なコーポレートガバナンスの後押しが必要である。

図表 17：企業本位制と事業本位制



出所：田村俊夫「M&Aの法的・公共政策的な課題と論点」神作裕之・小野傑・湯山智教編著『金融資本市場のフロンティア：東京大学で学ぶFinTech、金融規制、資本市場』中央経済社(2019)。「田村(2015a)に基づく」

「メガロマニア」の克服

どの経営者も自らが経営する企業規模が縮小することは嬉しいことではない。会社3分割を決断したユナイテッドテクノロジーズのCEO、Hayes自身、「自分にとって、2019年予測ベースで売上高750億ドルのビジネスから売上高500億ドルの航空事業専門メーカーに移行するのは、感情的には辛い」と述べている¹³⁸。エコノミスト誌のコラムニスト、シュンペーターは、事業分離への抵抗感として、経営者

¹³⁶ United Technologies Press Release, “United Technologies To Explore Strategic Alternatives For Its Sikorsky Aircraft Business.” (March 11, 2015).

¹³⁷ United Technologies Press Release, “United Technologies Announces Agreement To Sell Sikorsky Aircraft.” (July 20, 2015).

¹³⁸ Schumpeter, “Conglomerates will never die out, but their form is evolving,” The Economist (February 21, 2019).

コーポレートガバナンスの重要性

が自らの大企業経営能力を過信していること（これを同氏は「メガロマニア（megalomania）」と呼ぶ）、また、歴史的経緯や多角化のメリットに関する（検証されていない）通念、感情的な結びつきなどが障害となっていると述べる¹³⁹。

これらの障害を乗り越えて価値創造のためにスピンオフを決断するには、強固なコーポレートガバナンスの後押しが必要である。実証研究では、スピンオフを実施した企業は実効的なコーポレートガバナンスが強かったことが示されている¹⁴⁰。そして、現代の資本市場では、経営者が決断をためらうと、機関投資家やアクティビストの圧力が高まることになる。ユニテッドテクノロジーズについても、同社がポートフォリオの見直し作業を開始したのと相前後して、有力アクティビストのサードポイントが株式取得を開始し、2018年5月には会社を3分割すべきだとの考えを出資者向けレターで明らかにしていた¹⁴¹。

VII. 結語

見えざるコストの重要性

アインシュタインのプリンストン高等研究所のオフィスには、以下のような言葉が掲げられていたと言われる。

“Everything that can be counted does not necessarily count; everything that counts cannot necessarily be counted.”（「重要なものが全て定量化できるとはかぎらないし、定量化できるものが全て重要であるとはかぎらない」）

多角化を維持すべきかスピンオフや売却により事業分離をすべきかの検討で、多角化によるシナジーは見えやすいが、多角化が増大させる企業内取引コスト中の組織管理コストは目に見えにくい。組織管理コストの増大は、本社費・間接費の肥大化、ROICの低迷、成長の鈍化、株価のディスカウントといった目に見えるコストの原因となっているが、それが特定事業部門だけでなく全社的に広がっていることを見落とすと、事業分離のコスト・ベネフィット分析が歪んでしまう。

本稿の結論

本稿では、このような見えにくい組織管理コストを可視化する分析フレームワークとして、経営課題の「複雑さ（Complexity）」を「経営キャパシティ（Capacity）」で割った「CCレシオ」の概念を提示するとともに、複雑さと経営キャパシティの各々に影響を与える要因を考察した。複雑さは、事業管理スパンが増えるほど、事業の異質性が高いほど、環境変化が大きいほど、競合の強度が強いほど増大する。経営キャパシティは経営者の能力と経営インフラに大きく左右される。

経営キャパシティへの負荷が過大になるような買収や多角化は、当該事業のみならず他の事業の競争力まで削いでしまいかねない。社会から負託された経営資源を最大限に活用する「事業本位制」の観点からは、企業は経営キャパシティの増大に努めるとともに、CCレシオの観点から事業ポートフォリオの見直しを常に行っていくべきである。現代の発達した資本市場では、そのような自主的な見直しを怠ると、アクティビストを含む株主からの圧力を招くことになるであろう。

以上

¹³⁹ 同上。

¹⁴⁰ Ahn and Walker (2004).

¹⁴¹ Third Point, “First Quarter Investor Letter” (May 4, 2018).

モデルの設定

補論. 内部の情報の非対称性と投資判断の歪み

いま、事業部門があるプロジェクトの実施を提案している。プロジェクトの成功確率は p_H 、失敗確率は p_L とする ($p_H + p_L = 1$)。事業部門長は p_H と p_L の値を正確に知っているが、本社（経営トップ）は知らないものとする。すなわち、事業部門長は私的情報を有しており、事業部門長と本社の間には情報の非対称性が存在する。

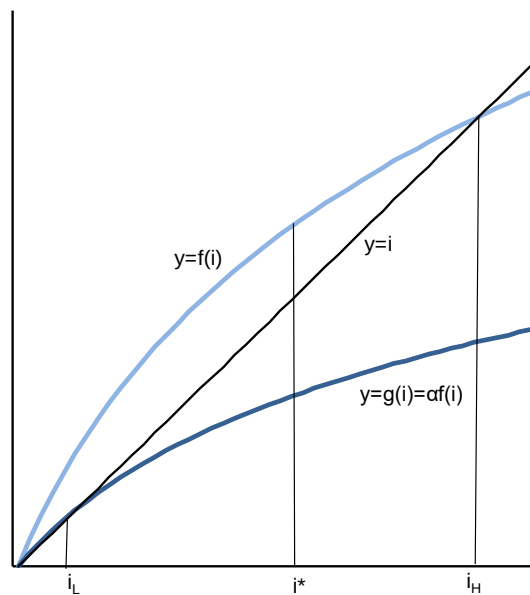
投資実行後のプロジェクトの価値 y は投資額 i の関数であり、成功時は $y=f(i)$ 、失敗時は $y=g(i)=\alpha f(i)$ で表されるものとする。この関数形は本社も知っている。ここで、 α は $0 < \alpha < 1$ を満たす定数であり、 α が小さいほど、成功した場合と失敗した場合の差) が大きい。

$y=f(i)$ は凹関数 (concave function) である¹⁴²。すなわち、

$$f'(i) > 0, f''(i) < 0$$

これは投資額に関する収穫逨減を表している。 $y=g(i)$ も同様に凹関数となる (図表 18)。

図表 18 : 企業の立場からの最適投資水準



出所：筆者作成

企業の利益最大化

この時、プロジェクトを実行した場合の企業の期待利益 (NPV) : $\pi_F(i)$ は、

$$\pi_F(i) = p_H\{f(i) - i\} + p_L\{g(i) - i\} = (p_H + \alpha p_L)f(i) - i \cdots (1)$$

である ($p_H + p_L = 1$, $g(i) = \alpha f(i)$)。この場合、最適投資水準 i_F^* は、(1) 式の一階の条件 (FOC) を取って、

¹⁴² [関連箇所を含め印刷版の誤植 (凸関数) を訂正。]

$$(p_H + \alpha p_L)f'(i_F^*) - 1 = 0$$

すなわち、

$$f'(i_F^*) = \frac{1}{p_H + \alpha p_L} \dots (2)$$

を満たす。 $p_H + \alpha p_L < p_H + p_L = 1$ であるから $f'(i_F^*) > 1$ であり、確実に成功が見込まれる場合の投資額 ($f'(i) = 1$ を満たす) よりも投資額は少なくなる (図表 18)。

事業部門長の利益最大化

これに対して、事業部門長の期待報酬 π_{DM} を以下のように定式化する。

$$\begin{aligned} \pi_{DM}(i) &= k[p_H\{f(i) - i\} + \beta p_L\{g(i) - i\}] \\ &= k[(p_H + \alpha\beta p_L)f(i) - (p_H + \beta p_L)i] \dots (3) \end{aligned}$$

ここで k 、 β は定数とする。 k はプロジェクトの利益の報酬への反映度合いを表す係数である。 β は、成功の場合と失敗の場合の報酬の非対称性度を表しており、 $0 < \beta < 1$ ならば事業部門長は成功時に比べて失敗時のペナルティーが小さく、 $\beta > 1$ ならば事業部門長は成功時に比べて失敗時のペナルティーが大きいことを示している。

この場合、最適投資水準 i_{DM}^* は、(3) 式の一階の条件 (FOC) を取って、

$$k[(p_H + \alpha\beta p_L)f'(i_{DM}^*) - (p_H + \beta p_L)] = 0$$

すなわち、

$$f'(i_{DM}^*) = \frac{p_H + \beta p_L}{p_H + \alpha\beta p_L} \dots (4)$$

を満たす。

過大投資・過小投資のインセンティブ

事業部門長にとっての最適投資水準である i_{DM}^* と、企業にとっての最適投資水準である i_F^* のどちらが大きいかは、 $f'(i_{DM}^*)$ と $f'(i_F^*)$ の大小によって決定される。 $f'(i_{DM}^*) > f'(i_F^*)$ ならば $i_{DM}^* < i_F^*$ となり、事業部門長に過小投資のインセンティブが発生する。逆)、 $f'(i_{DM}^*) < f'(i_F^*)$ ならば $i_{DM}^* > i_F^*$ となり、事業部門長に過大投資のインセンティブが発生する。

$f'(i_{DM}^*)$ と $f'(i_F^*)$ の大小を調べるために、前者を後者で割ってみると、

$$\frac{f'(i_{DM}^*)}{f'(i_F^*)} = \frac{p_H + \beta p_L}{p_H + \alpha\beta p_L} \div \frac{1}{p_H + \alpha p_L} = \frac{(p_H + \beta p_L)(p_H + \alpha p_L)}{p_H + \alpha\beta p_L} \dots (5)$$

ここで分母に $p_H + p_L (=1)$ を掛けると、

$$\frac{f'(i_{DM}^*)}{f'(i_F^*)} = \frac{(p_H + \beta p_L)(p_H + \alpha p_L)}{(p_H + \alpha\beta p_L)(p_H + p_L)} = \frac{p_H^2 + (\alpha + \beta)p_H p_L + \alpha\beta p_L^2}{p_H^2 + (1 + \alpha\beta)p_H p_L + \alpha\beta p_L^2}$$

これが 1 より大きい小さいかは、 $1 + \alpha\beta$ と $\alpha + \beta$ の大小でさまる。

$$(1 + \alpha\beta) - (\alpha + \beta) = (1 - \alpha)(1 - \beta)$$

ここで、 $1 - \alpha > 0$ であるから、 $0 < \beta < 1$ の場合は $f'(i_{DM}^*)/f'(i_F^*) < 1$ 、 $i_{DM}^* > i_F^*$ で事業部門長には過大投資のインセンティブが働き、 $\beta > 1$ の場合は $f'(i_{DM}^*)/f'(i_F^*) > 1$ 、 $i_{DM}^* < i_F^*$ で事業部門長には過小投資のインセンティブが働く。

事業部門長による情報の歪曲と本社の対応

本社は (1) 式および (2) 式は認識しているが、 p_H と p_L の真の値は知らないので、事業部門長は p_H および p_L を歪めて報告して、(4) 式を満たす投資水準に誘導しようとするインセンティブがある。本社がそれを信じると、過大投資ないし過小投資が発生する。他方で、本社が事業部門長の報告する p_H および p_L を信用せず、たとえば $p_H = p_L = 1/2$ としてプロジェクト評価を行うと、真の $p_H > 1/2$ の場合には過小投資となり、真の $p_H < 1/2$ の場合には過大投資となる。

(5) 式を α で偏微分すると、

$$\begin{aligned} & \frac{\partial}{\partial \alpha} \left[\frac{(p_H + \beta p_L)(p_H + \alpha p_L)}{p_H + \alpha \beta p_L} \right] \\ &= \frac{p_H + \beta p_L}{(p_H + \alpha \beta p_L)^2} [p_L(p_H + \alpha \beta p_L) - \beta p_L(p_H + \alpha p_L)] \\ &= \frac{p_H + \beta p_L}{(p_H + \alpha \beta p_L)^2} \times (1 - \beta)p_H p_L \cdots (6) \end{aligned}$$

これは $0 < \beta < 1$ の場合には正の値、 $\beta > 1$ の場合には負の値をとる。 $0 < \beta < 1$ の場合、(5) 式の値は 1 を下回り過大投資になっているが、 α が小さくなると (5) 式の値はますます小さくなり、過大投資幅が拡大する。 $\beta > 1$ の場合、(5) 式の値は 1 を上回り過小投資になっているが、 α が小さくなると (5) 式の値はますます大きくなり、過小投資幅が拡大する。すなわち、 α が小さい（ボラティリティーの高い）プロジェクトほど、投資の歪みが拡大する。

以上

【参考資料・文献】

1. Ahn, S., Denis, D., 2004. Internal capital markets and investment policy: evidence from corporate spinoffs. *Journal of Financial Economics* 71, 489-516.
2. Ahn, S., Walker, M., 2007. Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance* 13(1), 76-93.
3. Anjos, F., Fracassi, C., 2015. Shopping for information?: diversification and the network of industries. *Management Science* 61(1), 161-183.
4. Ansoff, I., 1957. Strategies for diversification. *Harvard Business Review* 35(5), 113-124.
5. Arian, A., Stulz, R., 2016. Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *Journal of Finance* 71(1), 139-193.
6. Berger, P.G., Ofek, E., 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
7. Berk, J., Stanton, R., Zechner, J., 2010. Human capital, bankruptcy, and capital structure. *Journal of Finance* 65(3), 891-926.
8. Billett, M., Chen, C., Martin, X., Wang, X., 2014. Internal information asymmetry, internal capital markets, and firm value. Working paper (December 2014).
9. Billet, M., Mauer, D., 2003. Cross-subsidies, external financing constraints, and the contribution of internal capital market to firm value. *Review of Financial Studies* 16(4), 1167-1201.
10. Black, F., Scholes, M., 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy* 81(3), 637-654.
11. Boston Consulting Group, 2006. Managing for value: how the world's top diversified companies produce superior shareholder returns (December 2006).
12. Boston Consulting Group, 2012. The power of diversified companies during crises (January 2012).
13. Campa, J.M., Kedia, S., 2002. Explaining the diversification discount. *Journal of Finance* 57(4), 1731-62.
14. Coase, R., 1937. The nature of the firm. *Economica* 4, 386-405.
15. Custodio, C., 2014. Mergers and acquisitions accounting and the diversification discount. *Journal of Finance* 69(1), 219-240.
16. Demerjian, P., Lev, B., McVay, S., 2012. Quantifying managerial ability: a new measure and validity tests. *Management Science* 58(7), 1229-1248.
17. Dimitrov, V., Tice, S., 2006. Corporate diversification and credit constraints: real effects across the business cycle. *Review of Financial Studies* 19(4), 1465-1498.
18. Duchin, R., 2010. Cash holdings and corporate diversification. *Journal of Finance* 65(3), 955-992.
19. Duchin, R., Sosyura, D., 2013. Divisional managers and internal capital markets. *Journal of Finance* 68(2), 387-429.
20. Eckbo, B.E., Thorburn, K., 2008. Corporate restructuring: breakups and LBOs. Chapter 16, B. Espen Eckbo, B.E., ed. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2 (2008).
21. Erdorf, S., Hartmann-Wendels, T., Heinrichs, N., Matz, M., 2013. Corporate

- diversification and firm value: a survey of recent literature. *Financial Markets and Portfolio Management* 27, 187-215.
22. Fluck, Z., Lynch, A., 1999. Why do firms merge and then divest?: a theory of financial synergy. *Journal of Business* 72(3), 319-346.
 23. Gertner, R., Powers, E., Scharfstein, D., 2002. Learning about internal capital markets from corporate spin-offs. *Journal of Finance* 62(6), 2479-2506.
 24. Gomes, J., Livdan, D., 2004. Optimal diversification: reconciling theory and evidence. *Journal of Finance* 59(2), 507-535.
 25. Graham, J., Harvey, C., Puri, M., 2015. Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *Journal of Financial Economics* 115(3), 449-470.
 26. Graham, J., Lemmon, M., Wolf, J., 2002. Does corporate diversification destroy value? *Journal of Finance* 57, 695-720.
 27. Grass, G., 2010. The impact of conglomeration on the option value of equity. *Journal of Banking & Finance* 34(12), 3010-3024.
 28. Hann, R., Ogneva, M., Ozbas, O., 2013. Corporate diversification and the cost of capital. *Journal of Finance* 68(5), 1961-1999.
 29. Hayashi, F., 1982. Tobin's marginal q and average q: a neoclassical interpretation. *Econometrica* 50(1), 213-224.
 30. Hovakimian, G., 2011. Financial constraints and investment efficiency: internal capital allocation across the business cycle. *Journal of Financial Intermediation* 20, 264-283.
 31. Hubbard, R.G., Palia, D., 1998. A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s: an internal capital markets view. National Bureau of Economic Research, Working Paper 6539.
 32. Jain, B., Kini, O., Shenoy, J., 2011. Vertical divestitures through equity carve-outs and spin-offs: a product markets perspective. *Journal of Financial Economics* 100(3), 594-615.
 33. Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(2), 323-29.
 34. Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
 35. Jongbloed, A., 2004. Spin-offs: implications for corporate policies. *Tijdschrift voor Economie en Management* 49, 569-588.
 36. Khanna, N., Tice, S., 2001. The bright side of internal capital markets. *Journal of Finance* 56(4), 1489-1528.
 37. Kim, E.H., McConnell, J., 1977. Corporate mergers and the co-insurance of corporate debt. *Journal of Finance* 32(2), 349-365.
 38. Krishnaswami, S., Subramaniam, V., 1999. Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics* 53, 73-112.
 39. Kuppuswamy, V., Villalonga, B., 2016. Does diversification create value in the presence of external financing constraints?: evidence from the 2007-2009 financial crisis. *Management Science* 62(4), 905-923.
 40. La Rocca, M., La Rocca, T., Gerace, D., Smark, C., 2009. Effect of diversification on capital structure. *Accounting and Finance* 49, 799-826.
 41. Lang, L., Stulz, R., 1994. Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *J.*

- Polit. Econ. 102(6), 1248-80.
42. LeBaron, D., Speidell, L., 1987. Why are the parts worth more than the sum?: “Chop Shop,” a corporate valuation model. Conference Series [Proceedings], 78-101
 43. Leland, H., 2007. Financial synergies and the optimal scope of the firm: implications for mergers, spinoffs, and structured finance. *Journal of Finance* 62(2), 765-807.
 44. Lewellen, W., 1971. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance* 26(2), 521-537.
 45. Maksimovic, V., Phillips, G., 2002. Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries?: theory and evidence. *Journal of Finance* 57, 721-67.
 46. Maksimovic, V., Phillips, G., 2013. Conglomerate firms, internal capital markets, and the theory of the firm. *The Annual Review of Financial Economics* 5, 225-44.
 47. Mansi, S., Reeb, D., 2002. Corporate diversification: what gets discounted? *Journal of Finance* 57(5), 2167-2183.
 48. Masten, E., Meehan, J., Snyder, E., 1991. The costs of organization. *Journal of Law, Economics, & Organization* 7(1), 1-25.
 49. Matsusaka, J., 2001. Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities. *Journal of Business* 74(3), 409-431.
 50. Matsusaka, J., Nanda, V., 2002. Internal capital markets and corporate refocusing. *Journal of Financial Intermediation* 11(2), 176-211.
 51. Modigliani, F., Miller, M., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* 48(3), 261-297.
 52. Mukherjee, T., Kiymaz, H., Baker, K., 2004. Merger motives and target valuation: a survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance* 14(2), 7-24.
 53. Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L., 2000. The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment. *Journal of Finance* 60, 35-80.
 54. Santalo, J., Becerra, M., 2008. Competition from specialized firms and the diversification-performance linkage. *Journal of Finance* 63(2), 851-883.
 55. Sarkar, S., 2014. How large are the coinsurance benefits of mergers? Working Paper (November 2014). Available at: <https://pdfs.semanticscholar.org/7833/a4cd5740ab5b07a89ce86994540b7306f7ea.pdf>.
 56. Scharfstein, D., Stein, J., 2000. The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment. *Journal of Finance* 55, 2537-2564.
 57. Shulman, L., 2017. How premium conglomerates sustain success. The Boston Consulting Group.
 58. Stein, J., 1997. Internal capital markets and the competition for corporate resources. *Journal of Finance* 52, 111-133.
 59. Stein, J., 2003. Agency, information and corporate investment. In Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. ed., *Handbook of the Economics of Finance*, volume 1, chapter 2, 111-165. Elsevier, Amsterdam.
 60. Tate, G., Yang, L., 2015. The bright side of corporate diversification: evidence from internal labor markets. *Review of Financial Studies* 28(8), 2203-2249.
 61. Tobin, J., 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 1(1), 15-29.
 62. Ugurlu, M., Altioek-Yilmaz, A., Akben-Selcuk, E., 2017. Corporate financial

- constraints and internal capital markets: evidence from emerging countries. *Accounting and Finance Research* 6(1), 25-42.
63. Veld, C., Veld-Merkoulova, Y., 2009. Value creation through spin-offs: a review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews* 11(4), 407-420.
 64. Villalonga, B., 2004. Diversification discount or premium?: new evidence from the business information tracking series. *Journal of Finance* 59, 479-506.
 65. Welch, J., Byrne, J., 2001. Jack: Straight from the Gut. *Business Plus*.
 66. Whited, T., 2001. Is it inefficient investment that causes the diversification discount? *Journal of Finance* 56(5), 1667-1691.
 67. Yan, A., Yang, Z., Jiao, J., 2010. Conglomerate investment under various capital market conditions. *Journal of Banking & Finance* 34, 103-115.
 68. Zhou, Y., 2011. Synergy, coordination costs, and diversification choices. *Strategic Management Journal* 32, 624-639.
 69. 牛島辰男, 2015. 「多角化ディスカウントと企業ガバナンス」 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』平成 27 年第 1 号, 69-90.
 70. ジェニーン, H., 2004. 『プロフェッショナルマネジャー』プレジデント社.
 71. 田村俊夫, 2007. 「企業価値創造式—事業経営と資本市場の対話」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2007 年冬季 vol.2.
 72. 田村俊夫, 2009. 『MBA のための M&A』有斐閣.
 73. 田村俊夫, 2015a. 「成長戦略としてのスピンオフ税制改革～コーポレートガバナンスの試金石～」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015 年冬季 vol.34.
 74. 田村俊夫, 2015b. 「『稼ぐ力』をどう測定するか～コーポレートガバナンスと経営指標～」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015 年夏季 vol.36.
 75. 田村俊夫, 2015c. 「アクティビストと企業統治のパラダイムシフト～機関投資家、取締役会との共進化～」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015 年秋季 vol.37.
 76. 田村俊夫, 2015d. 「スピンオフによる価値創造とコーポレートガバナンス～欧米最新事例の分析から見えてくるもの～」 証券アナリストジャーナル 2015 年 10 月号.
 77. 田村俊夫, 2016. 「IT 革命を『稼ぐ力』に転化する～米国企業の組織イノベーションに学ぶ～」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2016 年春季 vol.39.
 78. 田村俊夫, 2017. 「企業経営とバリュエーション～企業価値創造の羅針盤～」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2017 年秋季 vol.45.
 79. 田村俊夫, 2019. 「M&A と企業の境界の理論～一般化された取引コスト理論に向けて～」 みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2019 年冬季 vol.50.
 80. 新原浩朗, 2006. 『日本の優秀企業研究：企業経営の原点—6 つの条件』日本経済新聞出版社〔日経ビジネス文庫。原著は 2003 年刊行〕.
 81. ブーズ・アンド・カンパニー編著, 2010. 『成功するグローバル M&A：トップが考えるべき 6 つのステップと CFO の役割』中央経済社.
 82. ボンディ＝チャラン＝バーク, 2003. 『経営は実行』日本経済新聞社.

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはいません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>