

日本企業の事業多角化と内部資本市場の役割

横浜国立大学大学院 土村 宜明

日興フィナンシャル・インテリジェンス 杉浦 康之

多角化企業の低生産性問題、いわゆるコングロマリット不経済 (conglomerate discount) 問題の要因は何かという問題に対して、米国ではここ10年余り、学術、実務を問わず多くの関心が寄せられてきた。その研究過程でマイナス要因が企業内の内部資本市場の非効率性にあるのではないかとの方向に進んでいる。日本でもこのテーマに関する研究はいくつか行われ始め、総じて米国と同じコングロマリット不経済が報告されている。しかし、計測方法には問題も含まれているので、本稿はその問題点を改善した上で再検討することを目的とする。これまで内部資本市場の非効率性の検証は、資本利潤率 (ROAなど) やトービンの q を指標として行われることが多かった。しかし同じ規模、効率性の資本ストックを用いてもより多くの労働量を用いればそれら指標は高くなり、効率的に見える。また労働力は同じでも何らかの理由によって賃金が低い場合にも同様に利潤率、トービンの q は高くなる。しかしこれらの要因による高利潤率、高 q は当然ながら資本ストックの効率的な利用のされ方を表すものではない。そこでこれら困難性を克服するため、資本配分が生産関数を通して企業の付加価値に与える効果を検証し、その内部資本市場の効率性を評価することにした。

最初に、事業多角化の形態が付加価値に与える効果、次に内部資本市場による資本配分の効果を推計した。多角化の形態自体の効果としては、セグメント q の分散度とセグメント数が企業の付加価値に与える効果によって検証した。前者だけに有意に負の効果を検出され、事業の多角化は、セグメント間の投資機会の収益性に差があるほど大きなマイナス効果を持つことが明らかになった。この結果は、日本企業にとって収益力に差のある業種にまたがりすぎる多角化は非効率であるが、セグメント数の多少は効率性に影響しないことを示している。次に、資本配分の代理変数として、売上高を加重した各セグメント q の分散度を説明変数とした推計によって、日本企業の内部資本市場が効率的かどうかを検証した。この結果、内部資本市場によるセグメント間の配分格差が大きいほど、付加価値が高まることが明らかになった。以上のふたつの推計結果から示唆されることは、投資機会のバラツキ度に比して、相対的にセグメント間の資本配分格差が大きい企業ほど効率的だということである。