

## 多角化企業における人的資本配分の効率性\*

—日本の電気機械産業の企業について—

土 村 宜 明

### The Efficiency of Labor Allocation in Diversified Firms: an Empirical Analysis of the Electrical Machinery Industry in Japan

Yoshiaki TSUCHIMURA

#### 要 旨

米国企業を対象とした実証研究において、企業の事業多角化の利点は、企業内で物的な資本の配分だけでなく、人的資本の配分（内部労働市場）もできることにある、という研究結果が報告されるようになった。本稿は、日本の電気機械産業に属する企業を対象として、内部労働市場における人的資本の配分の効率性を実証的に分析した。

その結果、生産額が増えている事業部門ほど利潤率に関わりなく従業員を増やしていることがわかった。ここからは、電気機械産業に属する企業において、内部労働市場は効率的に機能していないことが示唆される。さらに、人的資本の配分が効率的に行われない企業ほど、物的な資本の配分が効率的に行われていることがわかった。

**キーワード：**多角化企業、内部労働市場、内部資本市場、電気機械産業、人的資本

#### Abstract

Recent empirical researches in the U.S. report that the advantage of business diversification is that it is not only possible to allocate physical capital within a firm but also to allocate human capital. This paper empirically analyzes the efficiency of allocation of human capital in the internal labor market for firms belonging to the electrical machinery industry in Japan.

As a result, I find that in the business divisions where production value is increasing, employees are increasing regardless of the profit level, and that the smaller the profit level is, the greater the allocation of labor. These results suggest that internal labor markets are not functioning efficiently in firms in the electrical machinery industry. Furthermore, I find that the more inefficient the allocation of human capital, the more efficient the allocation of capital is.

**Key Words:** Diversified Firm, Internal Labor Market, Internal Capital Market, Electrical Machinery Industry, Human Capital

## 1. はじめに

企業が事業を多角化する利点は何か。この問題に対して、多角化企業における事業部門間の資源配分機能が注目され、20年ほど前から米国を中心に議論が活発化している。伝統的なファイナンス理論では、多角化企業は事業部門間の資本配分が可能のため（内部資本市場が働くため）、外部の資本市場を用いる場合の様々な摩擦を解消できることが指摘されている。しかし、実証研究の面からは、内部資本市場の効率性については否定的な評価が多い。

他方で、事業多角化の利点は、企業内部の人的資本の配分（内部労働市場）にもあるのではないかという視点から、米国企業を対象とした実証研究の結果が報告され始めている。Tate and Yang (2015) は、多角化企業の労働生産性が単一事業企業よりも高いこと、その理由として、内部労働市場がビジネス機会に対応して人的資本の配分を行っていることを示している。本稿は、日本企業を対象として、事業部門間の人的資本配分の動きや効果を考察することを目的とする。

終身雇用と年功賃金は、日本企業の雇用システムの重要な特徴として近年まで挙げられてきたものである。余剰人員の解雇が非常に難しく、転職のための労働市場が発達していない日本においては、企業内部で人員をどう配分していくかが企業の業績や成長に大きく影響してきた。こうした人的決定については、伝統的に、日本企業は本社の人事部門の権限が非常に大きく、事業部門に対して権限の委譲が進んでいないと言われている（伊藤他(1997)）。本稿は、日本型の古い雇用慣行が残っており、シャープや東芝など日本を代表する大企業が経営危機に陥った電気機械産業を対象に、事業部門間の人的資本が適切に配置されているかを財務データによって実証的に分析する<sup>1)</sup>。さらに、企業内において人的資本の配分効率性が資本配分の効率性にどのような効果を持つか、つまり、内部労働市場の働きが内部資本市場にどのような効果を与えるかを考察する。

これまでの米国企業を対象とした関連研究の流れをみると、事業多角化に対する評価は混在している。Berger and Ofek (1995) によって多角化企業に対する市場のディスカウント評価が指摘されてから、そのマイナス要因として企業内の内部資本市場の非効率性が注目されてきた(Rajan. et al. (2000) 他)。日本でもこの問題に関する研究はいくつか行われており、総じて米国と同じ多角化ディスカウント (diversification discount) が報告されている<sup>2)</sup>。

その一方で、人的資本の役割までを考慮した場合には、事業の多角化を肯定的に捉える研究結果が報告されてい

る。Scholar (2002) は、付加価値（の生産性）を基準とした場合に、多角化企業のプラントは、比較可能な単一セグメント企業のプラントよりも生産性が高いことを示している。日本企業を対象としたものとして、土村他(2010) は、日本企業の多角化の効率性を既存研究のように株価など市場による評価ではなく、従業員も含めた成果である付加価値によって評価することにより、内部資本市場による配分効果は有効であることを示した。また、花枝・芹田(2012) は、企業に直接問う形のサーベイ調査によって、事業部門間の投資資金の配分に際して日本企業が重視する要因を調査し、実際の経営部門が必ずしも事業の効率性だけではなく、その他の要因も考慮していることを明らかにした。

以下、次節は分析方法を説明し、サンプルデータと推計式を提示する。3節は、多角化企業の事業部門における人的資本の変動要因を検証する。4節は、事業部門間の人的資本の配分効率性が事業部門間の資本配分の効率性に与える効果を分析する。最後に、5節において、本稿の分析結果を要約する。

## 2. 分析方法とサンプルデータ

本節は、事業部門に投入される労働量がどう決まるかを、簡単な企業モデルを用いて整理した上で、本研究の実証仮説を考察する。

### 2.1 分析の考え方

ここでは資本ストック量を所与として、どれだけの生産物を生産するのか、そのためにどれだけの労働サービスを雇用しようとするのか、という問題に焦点を絞る<sup>3)</sup>。この意思決定に対し、各企業は、獲得できる利潤を最大化するように生産量を決定する。

企業の利潤を収入と費用の差として、

$$\Pi = PF(K, N) - WN$$

と表そう。ここで、 $P$ 、 $W$ 、 $N$ 、 $K$  はそれぞれ、生産物の価格（物価水準）、名目賃金率、労働雇用量、資本ストック量を表す。 $Y = F(K, N)$  は、生産関数であり、 $K$ 、 $N$  の増加関数である。ここで、ある労働雇用の水準  $N$  から、労働雇用量を  $\Delta N$  だけ増加させたとしよう。労働雇用量の変化にともなう生産量の変化を  $\Delta F(K, N)$ 、利潤の変化を  $\Delta \Pi$  としよう。このとき、 $\Delta \Pi$  は、

$$\Delta \Pi = P \cdot \Delta F(K, N) - W \cdot \Delta N$$

で表される。右辺の第1項は生産量の変化にともなう収入の変化分、第2項は雇用量の変化にともなう賃金費用の変化分である。仮に、 $\Delta \Pi > 0$  であれば、労働雇用量  $N$  は、利潤を最大にする労働投入量ではない。少なくとも  $\Delta N$  だけ労働雇用量を増やせば、利潤は増加する。

同様に、 $\Delta\pi < 0$ のときも利潤は最大ではない。労働雇用量  $N$  が利潤を最大にしているときには、

$$\Delta\pi = P \cdot \Delta F(K, N) - W \cdot \Delta N = 0$$

が成立しなければならない。

このような非常にシンプルな分析を踏まえると、企業の事業部門の利潤と雇用量の関係について次のように言える。ある雇用水準において追加的な雇用から追加的な利潤が期待できるならば雇用量を増やし、そうでないならば雇用量を減らすことが最適となる。第3節においては、日本の電気産業に属する企業において、このような関係がみられるかどうかを財務データを用いた実証分析によって確認する。

## 2.2 推計式の導出

企業の事業部門ごとの労働雇用量の変動要因を実証的に分析するため、被説明変数は事業部門の労働雇用量の変化分とする。前節の議論から、事業部門の労働雇用量を増加させたときに利潤が増加するならば、事前の意思決定は、事業部門は労働雇用量を増やすのが最適となる。逆に、労働雇用量を増加させたときに利潤が減少するならば、事前の意思決定は、労働雇用量を減らすことが最適となる。本稿では、前期の利潤率の水準が今期の利潤率の指標となっていることを仮定し、その高低が今期の雇用量に与える効果を分析する。

ところが、実際の日本企業においては、かつては売上高や事業規模の拡大が経営目標として重視されてきた経緯があるため、近年になってもそれが影響しているかもしれない。そこで、売上高の変化が労働雇用量に与える効果も分析する。

以上の議論から、実証分析のための推計式を次式とする。

$$\begin{aligned} \text{事業部門の労働雇用量の変化分}_{i,t} \\ &= \beta_1 \cdot (\text{利潤率}_{i,t}, \text{売上高の変化分}_{i,t}) \\ &\quad + \beta_2 \cdot \text{コントロール変数}_{i,t} \\ &\quad + c + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

ここで、 $i$ は事業部門、 $t$ は時間を表す。 $c$ は定数項、 $\varepsilon_{i,t}$ は誤差項である。また事業部門に関するコントロール変数は、資産、雇用量、資本的支出とする。以上は、いずれも企業の事業部門の指標である。さらに、企業に関するコントロール変数として、企業資産、企業の従業員増加率を追加する。

### ・事業部門の変数

労働雇用量の変化分：今期従業員数の対数値－前期従業員数の対数値  $\Delta LABOR$

利潤率：前期の売上高営業利益率  $ROA(-1)$

売上高の変化分：今期売上高の対数値－前期売上高の対数値  $\Delta SALES$

売上高：売上高の対数値  $SALES$

合理的な企業であれば、一般に、利潤率が高い事業部門に対しては労働雇用量を増加させる場合が多いと考えられるため、目的変数の利潤率の係数  $\beta_1$  はプラスと予測される。また、現実の日本企業が生産額や事業規模の拡大を目指すならば、売上高の増加に伴って労働雇用量を増やすため、売上高増加率を説明変数とする場合も、 $\beta_1$  はプラスと予測される。事業部門に関するコントロール変数については、事業の資本的支出は資本投入の増加、売上は市場等外部環境、資産は資本ストックを表し、これらは事業部門の生産活動に関わっており労働雇用量の増減に影響すると考えられるため、これらの違いをコントロールする。企業に関するコントロール変数のうち、企業資産は企業規模の違いをコントロールする。企業従業員の増加率は外部の労働市場からの労働力の調達をコントロールし、企業内部の人的資本配分の効率性を分析するものである。

## 2.3 サンプルの抽出と各変数の定義、基本統計量

データは株式会社日本経済研究所による『企業財務データバンク』から取得した。このデータベースは、業種セグメント項目が有価証券報告書から取得可能なすべての企業を対象としている。セグメント情報はその数、および業種内容においては有価証券報告書に記されたそのものを用いている。参考までに記載されている業種分類は、「政策投資銀業種コード」であり、大科目、中科目、小科目、細科目の4分類である。

サンプルの抽出方法は、上記コードの中科目「電気機械」に属する企業について、以下のように行った。2010年3月存続企業201社より、単一セグメント企業、2011～2014の4年分のデータがない企業、途中で決算月を変更した企業、全セグメントの従業員データ不備の企業を削除し、75社となった。さらに、採用した各変数において、異常値処理として5標準偏差を超えるものが含まれる事業部門を取り除いた。その結果、分析に用いるサンプルは73社、203部門について4期分の812サンプルとなった。分析対象とする事業部門は、間接部門や「その他」と表された不特定の事業部門を除いたものである。

次に、実証分析にあたり、推計に用いる各変数を以下のとおり定義する。なお、英数字表記の(-1)は、1期前の指標を変数としていることを表す。

資産：資産の対数値  $ASSET$

雇用量：従業員数の対数値  $LABOR$

資本的支出：資本的支出の対数値  $CAPITALEX$

・企業の変数

企業資産：企業資産の対数値  $F\_ASSET$

企業従業員増加率：企業における事業部門従業員の合計の前期比  $F\Delta LABOR$

被説明変数  $\Delta LABOR$  と説明変数  $\Delta SALES$  は、今期と前期の対数値差である。説明変数  $ROA(-1)$  は前期の売上高営業利益率とする。 $ROA$  については先決変数とし、前期の利益指標を参照することにより今期の労働雇用量を決めることを想定している。

以上の推計に用いる各変数の基本統計量は、表1のとおりである。前述のとおり、サンプリングの最終段階で、各変数の平均より5標準偏差を超えるものが含まれる部門を異常値として除いており、表1は異常値処理後に作成したサンプルを対象としている<sup>4)</sup>。サンプル数が変数ごとに異なっているのは、欠損値によるもの、ラグ変数、前期との変分をとったことによる期間短縮化の結果として、サンプル数が減っているためである。

推計方法は、パネル分析を用いる。パネルデータの横断面は企業の事業部門、時系列は2011年から2014年とする。固定効果に関する除外変数の検定 (Redundant Fixed Effect Test)、ハウスマン検定の結果によってモデルを選択する<sup>5)</sup>。

### 3. 事業部門における人的資本の変動要因

本節は、2011年から2014年の期間において、事業部門の人的資本の変動がどのような要因に影響を受けているかを考察する。事前の仮説は、利潤率が高ければ労働雇用量を増加させるというもの、その代替的な仮説は、売上が増加に伴って労働雇用量を増やすというものであった。

表2は、以上の仮説をパネル分析によって実証的に分析した結果である。ハウスマン検定等によって選択された分析モデルは、横断面のみの1変数固定効果モデルであった。時系列の固定効果は観察されず、事業部門の固定効果があることが明らかになった。表2の推計結果(I)は労働雇用量の変化に対する利潤率の効果、推計結果(II)は労働雇用量の変化に対する売上高の変化の効果である。推計結果(I)によると、 $ROA(-1)$ の係数は-0.027であり統計的に有意ではない。推計結果(II)に注目すると、 $\Delta SALES$ の係数は0.103であり統計的

表1. 基本統計量(事業部門)

	平均	標準偏差	最大	最小	サンプル数
$\Delta LABOR$	0.0035	0.1638	0.9688	-0.7558	597
$\Delta SALES$	0.0325	0.1691	1.0861	-0.7175	597
$ROA$	0.0827	0.1387	0.8975	-0.5675	762
$SALES$	17.0875	1.7674	21.8998	11.5907	800
$CAPITALEX$	13.5140	2.3098	18.6006	4.7095	773
$ASSET$	16.7984	1.8480	21.1539	11.8840	762
$LABOR$	6.9340	1.8389	11.7083	0.0000	800
$F\_ASSET$	18.5032	1.7046	23.1227	15.9730	800
$F\Delta LABOR$	0.0084	0.1097	0.5494	-0.2855	609

注) 各変数の定義は次である。 $\Delta LABOR$ : 今期従業員数の対数値-前期従業員数の対数値、 $\Delta SALES$ : 今期売上高の対数値-前期売上高の対数値、 $ROA$ : 今期営業利益/今期資産。 $SALES$ 、 $CAPITALEX$ 、 $ASSET$ 、 $LABOR$ はそれぞれの実数の対数値。以上の全変数は事業部門についての変数。 $F\_ASSET$ は実数の対数値、 $F\Delta LABOR$ は(今期従業員数-前期従業員)/(前期従業員)であり、企業全体についての変数。

表 2. 事業部門の労働雇用量（固定効果モデル）

	(I)			(II)		
	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<i>ROA(-1)</i>	-0.027	(0.091)	0.764			
$\Delta SALES$				0.108	(0.039)	0.007 ***
<i>CAPITALEX</i>	0.001	(0.011)	0.916	0.004	(0.011)	0.686
<i>LABOR(-1)</i>	0.673	(0.050)	0.000 ***	0.694	(0.050)	0.000 ***
<i>ASSET(-1)</i>	0.002	(0.060)	0.967	-0.032	(0.061)	0.598
<i>F_ASSET(-1)</i>	-0.144	(0.087)	0.100 *	-0.176	(0.087)	0.045 **
$F\Delta LABOR$	0.521	(0.057)	0.000 ***	0.502	(0.057)	0.000 ***
C	-2.084	(1.386)	0.134	-1.106	(1.418)	0.436
RSQ	0.496			0.506		
サンプル数	557			557		

注)\*、\*\*、\*\*\*は、それぞれ有意水準0.1、0.05、0.01を表す。

に1%の水準で有意であった。したがって、企業の事業部門における労働投入量に対して、売上はプラスの効果がある一方で、利潤率の水準からは影響を受けていないことがわかる。

これらの結果から、日本の電気機械産業に属する企業は、利潤率に関わりなく生産額が増えている事業部門の人員を増やしており、人的資本の配分が効率的ではない可能性があることが示唆される。電気機械産業に属する企業は、高度成長期以来みられた生産額や事業規模の拡大という経営目標を維持した上で、その延長線上に事業部門間の資源配分を行っていた可能性も考えられる。また、 $F\Delta LABOR$ によって、外部からの人員調達をコントロールしているため、以上の結果は企業の内部労働市場の機能として解釈することができるだろう。

#### 4. 人的資本配分が物的な資本配分に与える効果

本節は、企業の事業部門間の人的資本配分がその物的な資本配分（以下、単に「資本」と呼ぶ）に与える効果を考察する。企業が生み出す付加価値は、主に資本ストック、人的資本、それらをどれだけ効率的に使うかという技術の3つの要素が影響する。このため、前節までみてきた事業部門間の人的資本配分は、事業部門間の資本配分に影響を与え、それが企業の付加価値に影響することも考えられる。ここでは、事業部門間の資本配分の効率性を示す指標と人的資本配分の効率性を示す指標を企業ベースで作成し、これらの関係性を実証的に分析する。本節の分析の目的は、前節の分析により確認された効率的とは言えない内部労働市場が、資本配分にどう影響しているかをみることである。これによって、企業内部の人的資本配分の評価をより多角的に行う。

分析の枠組みは山田・蜂谷（2012）をベースとする<sup>6)</sup>。そこで、用いている資本の配分効率指標は以下で定義されるが、本稿でもこの指標を用いることにする。

$$AL\_CAPITALEX = \sum_i \left\{ (ROA_i - ROA) \times \frac{CAPITALEX_i}{CAPITALEX} \right\}$$

添え字*i*は、事業部門の指標であることを意味する。*ROA*は連結財務データより作成した企業の指標であるが、*CAPITALEX*は事業部門の資本的支出 *CAPITALEX<sub>i</sub>*の合計である。

次に、人的資本の配分は、山田・蜂谷（2012）では分析されていないため、本稿において以下のように配分効率指標を定義する。趣旨が少し異なる2種類の指標を用意する。

$$AL\Delta LABOR = \sum_i \left\{ (ROA_i - ROA) \times (\Delta LABOR_i - \Delta LABOR) \right\}$$

$$AL\_LABOR = \sum_i \left\{ (ROA_i - ROA) \times \frac{LABOR_i}{LABOR} \right\}$$

ここでも添え字*i*は、事業部門の指標であることを意味する。前者は決算期間における動的な配分効率性を示す一方で、後者は期末の配分状態の効率性を示している。両方とも数値が大きいほど、収益性という観点からの効率性が高いことを意味する。

実証分析のための推計式を次式とする。

$$AL\_CAPITALEX_{i,t} = \beta_1 \cdot AL\Delta LABOR_{i,t} + \beta_2 \cdot \text{コントロール変数}_{i,t} + c + \varepsilon_{i,t}$$

この推計式については、添え字  $i$  は企業を表し、事業部門ではない。 $t$  は時間を表す。目的変数については、 $AL\Delta LABOR$  だけではなく、それだけを  $AL\_LABOR$  に代えた推計も行う。またコントロール変数は山田・蜂谷 (2012) を参考に、規模 (企業資産:  $F\_ASSET$ )、追加資金調達可能性 (負債比率:  $F\_DEBTRATE$ )、投資機会 (売上高増加率:  $F\Delta SALES$ ) の指標を採用する。状態を表す変数については、先決変数として前期末の数値を使用する。

本分析に用いるサンプルは、3節で使用したものを基本としている。ここから、新たに作成した資本や人的資本の配分効率指標の3変数に関する異常値処理を施し、5標準偏差を超えるものが含まれる企業を取り除いた。その結果、分析に用いる基本サンプル数は64社について4期分の256となった。基本統計量は、表3のとおりである。変数ごとに、欠損値があるためサンプル数は異なっている。

分析方法については、本節もパネル分析を行った。ハウスマン検定等によって選択されたモデルは、期間については強い支持が得られず事業部門の強い固定効果が確認されたため、横断面のみの1変数固定効果モデルである。

表4が推計結果である。推計結果 (I) をみると、人的資本配分の効率性指標  $AL\Delta LABOR$  の係数の推定値は -0.141 であり、1% の水準で有意にマイナスである。すなわち、事業期間ごとに効率的な従業員の配分をしている企業ほど、資本配分の効率性は低くなっている。この結果を逆の文脈でみると、人的資本の配分が非効率であるほど、資本の配分が効率的に行われていることを示している。ここからは、内部資本市場で労働力をうまく配分できないという問題に対して、企業内部の資本配分をより効率的に行うことで対応していることが示唆される。 $AL\Delta LABOR$  の代わりに、売上高営業利益率  $AL\_LABOR(-1)$  の係数を説明変数に用いた推計結果 (II) をみると、こちらは有意な結果が得られなかった。

コントロール変数については、山田・蜂谷 (2012) と整合的な結果もみられた。投資機会を示す  $F\Delta SALES$  が有意にプラスであった。負債比率  $F\_DEBTRATE(-1)$  の係数が有意ではないがマイナスであった。企業規模  $F\_ASSET(-1)$  はほとんどゼロであり、異なる結果となった。本分析のサンプル数174が山田・蜂谷 (2012) のサンプル数14,013よりも非常に小さいことが結果の違いに影響していると考えられる。

表3. 基本統計量(企業)

	平均	標準偏差	最大	最小	サンプル数
$AL\_CAPITALEX$	0.0427	0.0775	0.5475	-0.1638	243
$AL\Delta LABOR$	0.0040	0.0391	0.2833	-0.2239	180
$AL\_LABOR$	0.0491	0.0844	0.5456	-0.2613	239
$F\_ASSET$	18.4039	1.5436	23.1227	15.9730	256
$F\_DEBTRATE$	0.5086	0.1987	0.9445	0.0837	252
$F\Delta SALES$	0.0452	0.1170	0.4834	-0.2663	192

注)  $AL\_CAPITALEX$ 、 $AL\Delta LABOR$ 、 $AL\_LABOR$ の定義は本文参照。その他の各変数の定義は次である。全変数は企業全体についての変数。 $F\_ASSET$ : 企業資産額の実数の対数値、 $F\_DEBTRATE$ : 負債/企業資産、 $F\Delta SALES$ : 今期売上高の対数値-前期売上高の対数値。

表4. 人的資本配分が物的な資本配分に与える効果(固定効果モデル)

	(I)			(II)		
	係数	標準誤差	p値	係数	標準誤差	p値
<i>AL</i> / <i>LABOR</i>	-0.141	(0.052)	0.008 ***			
<i>AL</i> / <i>LABOR</i> (-1)				0.039	(0.0572)	0.499
<i>F</i> / <i>ASSET</i> (-1)	0.002	(0.026)	0.951	0.005	(0.027)	0.844
<i>F</i> / <i>DEBTRATE</i> (-1)	-0.079	(0.060)	0.186	-0.070	(0.062)	0.264
<i>F</i> / <i>SALES</i>	0.076	(0.017)	0.000 ***	0.081	(0.017)	0.000 ***
C	0.050	(0.485)	0.918	-0.026	(0.504)	0.959
RSQ	0.908			0.903		
サンプル数	174			173		

注)\*、\*\*、\*\*\*は、それぞれ有意水準0.1、0.05、0.01を表す。

## 5. まとめ

本稿は、日本の電気機械産業に属する企業を対象として、内部労働市場における人的資本配分が効率的に行われているか否かについて、財務データを用いた実証分析によって考察した。

最初に、2011年から2014年の期間において、事業部門の人的資本の変化がどのような要因に影響を受けているかをパネル分析によって分析した結果、日本の電気機械産業に属する企業は、利潤率と関係なく生産額が増えている事業部門の人員を増やしていることが示された。この結果からは、内部労働市場における人的資本の配分が効率的ではないことが示唆される。

次に、企業の事業部門間の人的資本配分がその物的な資本配分にどのような効果を与えるかを分析した結果、人的資本の配分が非効率であるほど、物的資本の配分が効率的に行われていることがわかった。ここからは、内部資本市場で労働力をうまく配分できないという問題に対して、企業内部の資本配分をより効率的に行うことで対応していることが示唆される。

以上の諸結果は、電気機械というひとつの産業に関するものであり、製造業全体を対象とする検証は今後の課題としたい。結果が全く異なることも考えられる。また、内部労働市場と内部資本市場はお互いに補完しあって多角化の効果をもたらしている可能性も考えられる。この点の考察も今後の課題としたい。

### 注

\* 本研究は、日本学術振興会科学研究費補助金(基盤(C)、課題番号70708495、研究代表者:土村宜明)の研究成果の一部である。作成過程において、米澤康博氏(早稲田大学)、杉浦康之氏(日興フィナンシャル・

インテリジェンス)から、大変有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝する。いうまでもなく、本論文に含まれるすべての誤りは、筆者の責任である。

- 1) 近年、企業の経営危機や破たんが相次いで起こっているこの電気機械産業の雇用に関しては、雨宮(2009)が、その雇用調整を企業統治の観点から実証的に分析している。連結子会社数が雇用調整に与える影響を分析した結果として、事業部門ごとに子会社化されると、本社内に複数の事業部門を抱えている場合よりも、雇用調整がスムーズに行われることを示している。
- 2) 例えば、中野・吉村(2004)、中野他(2002)などが内部資本市場の効率性を検証し、多角化ディスカウントの存在を確認している。
- 3) 企業は投資によって資本ストックを増加させるが、それには少なからぬ時間が必要であると仮定する。
- 4) 異常値処理後のサンプルにおいて計算した基本統計量なので、この段階における5標準偏差を超えるサンプルも含まれることになる。
- 5) 固定効果モデルは、2変数固定効果モデルまたは1変数固定効果モデルの2種類が選択可能である。2変数とは、OLSにおける事業部門と期間のダミー変数を導入した場合に対応する。
- 6) 山田・蜂谷(2012)は、財務的視点から個別事業部門および多角化企業全体の投資決定に注目して、内部資本市場の機能を検証している。

### 参考文献

雨宮愛知「外国人株主は雇用調整を促進させるのか?—連結決算データを用いたパネル分析」『証券アナリストジャーナル』47(4)、2009年、pp. 86-99。  
Berger, P. G., and E. Ofek., "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, 37(1),

- 1995, pp. 39-65.
- 伊藤秀史・菊谷達弥・林田修「日本企業の分社化戦略と権限委譲—アンケート調査による分析—」『通産研究レビュー』10、1997年、pp. 24-63。
- 中野誠・久保直也・吉村行充「多角化企業の財務構造とバリエーション」『証券アナリストジャーナル』40(12)、2002年、pp.76-91。
- 中野誠・吉村行充「多角化企業のバリエーション—ファンダメンタルズと投資戦略による分析—」『証券アナリストジャーナル』42(1)、2004年、pp. 80-93。
- Rajan, R., H. Servaes and L. Zingales., “The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment”, *Journal of Finance*, 55(1), 2000, pp. 35-80.
- Schoar, A., “Effect of Corporate Diversification on Productivity”, *Journal of Finance*, 57(6), 2002, pp. 2379-2403.
- 芹田敏夫・花枝英樹「財務意思決定の権限委譲と投資資金配分:サーベイ調査による分析」『現代ファイナンス』34、2013年、pp. 53-82。
- Tate, G., and L. Yang., “The Bright Side of Corporate Diversification: Evidence from Internal Labor Markets”, *Review of Financial Studies*, 28, 2015, pp. 2203-2247.
- 土村宜明・杉浦康之・佐々木隆文・米澤康博「日本企業の事業多角化と内部資本市場の役割」『現代ファイナンス』27、2010年、pp. 41-57。
- 山田方敏・蜂谷豊彦「多角化企業の投資決定と内部資本市場の効率性」『管理会計学：日本管理会計学会誌：経営管理のための総合雑誌』20(2)、2012年、pp. 43-61。