SBJ
vol.40
2019年3月29日発行
碩学舎ビジネス・ジャーナル
Sekigakusha Business Journal

第5回碩学舎賞 二席

「企業取得の動機がのれん減損損失の計上に与える影響」

石井 孝和（佐賀大学 経済学部 准教授）

碩学舎

第５回 碩学舎賞 二席

企業取得の動機がのれん減損損失の計上に与える影響

佐賀大学 経済学部 准教授

石井 孝和

要旨

近年、東芝や日本郵政をはじめとして、過去に行ったM&A（企業取得）によって発生したのれんの減損処理を行うことにより、業績に深刻な悪影響を及ぼす事例が増加している。のれんの減損処理が行われるということは、その企業取得取引から得られると事前に経営者が期待していた収益を実際には得ることができなかったということを意味しており、過去に行われた企業取得取引の失敗を経営者自身が認めたことを意味する。

本稿では、このようなのれんの減損処理を行わざるをえなくなった背景を明らかにするために、経営者による企業取得を行う動機の違いがその後ののれん減損損失の計上に影響を与えるか否かについて実証的な分析を行った。その結果、取得企業の経営者が自信過剰であった場合や過大評価された自社株式を用いることによる企業取得の場合、取得企業のキャッシュ保有高が多い場合には、その後にのれん減損損失が計上される可能性が高くなることを明らかにした。

キーワード

のれん、減損会計、M&A

1. はじめに

本稿の目的は、企業取得の行われる動機がその後ののれん減損損失の計上にどのような影響を与えているのかについて実証的に分析することである。

現在、のれんの会計処理方法について、日本基準と米国基準及び国際基準との間で大きな差異が存在する。それは、日本基準が規則的償却と減損処理を併用した会計処理を要求しているのに対し、米国基準及び国際基準では規則的な償却を行わずに減損処理のみによる会計処理を要求しているという点である。米国基準や国際基準のように規則的償却が行われない場合、規則的償却が行われている場合と比べて減損が生じたときに計上される減損損失額が相対的に大きくなる。そのため、のれんの減損が財務諸表に与えるインパクトは大きくなることから、欧米ではのれんの減損を扱った実証研究が多く行われている[1]。一方、日本基準では、減損発生時にはすでに規則的償却が行われた分だけのれんの帳簿価額が切り下げられているため、財務諸表に与えるインパクトは米国基準や国際基準を適用したときほどには大きくない。とはいえ、のれんの計上額自体が大きくなりやすいということや、のれんそれ自体の価値を客観的に算定することができないという理由により、いったん減損が発生すると、計上される減損損失額は他の資産に比べて大きくなる傾向にある[2]。また、日本基準においても企業結合基準において持分プーリング法が廃止されたことにより、のれん自体の重要性は増したものと思われる。しかし、日本企業を対象にのれんの減損を扱った実証研究はまだ数少ない。

そこで本稿では、Hayn and Hughes(2006)などで行われているのれん減損の要因を探る研究を日本企業にも応用し、規則的償却が行われている環境下においても同様に、のれんの減損をのれん発生時の情報から予測することが可能かどうかを実証的に分析する。検証する要因については、主にファイナンス分野で行われている企業取得の動機に関する研究を参考にしている。イベント・スタディによりのれん減損の公表が株価に与える影響を調査した研究では、欧米企業を対象とした研究だけでなく、日本企業を対象とした研究においても、のれん減損の公表が株価に負の影響を与えることが報告されている。そのため、のれんの減損が生じる要因をのれん発生時の情報から探ることは、投資者にとって有用なことであると考えられる[3]。

本稿では、企業取得の動機として考えられる要因から、その後ののれん減損損失の計上に対する影響に関して仮説を設定することにより検証を行う。具体的な企業取得の動機としては、次の4つを取り上げる。まず、1つ目は、自信過剰な経営者によって大きな買収プレミアム[4]を伴った企業取得が行われているとしたものであり、自信過剰仮説と呼ばれる。2つ目は、過大評価された自社の株式を用いて企業取得が行われるとしたものであり、過大評価仮説と呼ばれる。3つ目は、経営者の私的な便益の追及による投資として企業取得にフリーキャッシュフローが用いられているとしたものであり、フリーキャッシュフロー仮説と呼ばれる。最後に、4つ目は、効率的な経営を行っている企業による非効率な経営を行っている企業の経営改善を目的として企業取得が行われるとしたものであり、経営改善仮説と呼ばれる。なお、これら4つの仮説は独立・排他的というわけではなく、相互に関連し合いながら、企業取得を行う経営者の意思決定に対して影響を与えるものである。

本稿の構成は次のとおりである。第2節では、のれん減損の事前予測について調査された先行研究のレビューを行う。第3節では、仮説の設定とリサーチ・デザインを提示している。第4節では、分析結果を示す。第5節では、追加検証を行い、その結果を示す。第6節では、結論と今後の課題について述べる。

2. 先行研究のレビュー

のれん減損の事前予測について研究している論文としては、Hayn and Hughes(2006)、Li et al.(2011)、Gu and Lev(2011)がある。

Hayn and Hughes(2006)では、のれん発生時において入手可能な情報からのれん価値を評価することができるかどうかについて調査している。彼女らは、のれんが配分されたセグメントの業績指標と取得の特性に分けて、将来ののれん減損との関連性を検証した。ここで、業績指標として用いられた変数は、のれんが配分されたセグメントのROA、前年からのROA変化率、営業利益がマイナスのときを1とするダミー変数、前年からの売上高変化率、産業競争水準を示すハーフィンダール・ハーシュマン指数の変化、そして、取得企業のROA及び前年からの年次累積異常リターンである。また、取得の特性として用いられた変数は、被取得企業の時価総額を超える取得価額（プレミアム）、取得企業が複数のときを1とするダミー変数、取得価額に占めるのれんの割合、取得価額のうち株式を用いて支払われた割合、被取得企業に対する過剰な支払いを表す代理変数[5]である。検証の結果、取得の特性に関する変数では、プレミアム、取得価額に占めるのれんの割合、取得価額のうち株式を用いて支払われた割合がのれん減損と有意にプラスに関連しているに対し、業績指標に関する変数についてのれん減損と有意に関連していたのは、セグメントのROA及びROA変化率がマイナスの関連を持っていたのみであった。このことについて彼女らは、のれんが配分されたセグメントに関するディスクロージャーが不足しているためであるとしている。

Li et al. (2011)では、のれん減損の原因を被取得企業に対する過剰な支払いであると考え、検証を行っている。彼女らは、のれん減損額を被説明変数とし、過剰な支払いの代理変数として、被取得企業の1株純資産を超える取得価格及び取得発表4週間前の被取得企業の株価を超える取得価格を説明変数として回帰させている。説明変数としては、他にも取得時のプレミアムと関連する特性として先行研究で挙げられているものも含められている。具体的には、取得企業及び被取得企業の規模、取得価格のうち株式を用いて支払われた割合及び取得企業の過大評価に関する代理変数[6]との交差項、取得に際して複数の企業が競合していたかどうか、被取得企業が取得企業と同じ業種であるかどうか、取得に先立って被取得企業株式を5%以上保有していたかどうか[7]、契約の中にtermination fee条項と呼ばれる契約解除に関する規定[8]が入っているかどうかである。検証の結果、のれんの減損損失が過剰な支払いの代理変数とプラスに関連していることが明らかとなった。また、取得企業が過大評価されている場合、株式による取得割合が高いほど減損損失額とプラスに関連していることも明らかとなった。そのほか、被取得企業が取得企業と同じ業種であれば減損損失とマイナスに関連し、termination fee条項が契約に入っていれば減損損失とプラスに関連していることも示された。

Gu and Lev(2011)では、のれん減損の要因を取得時における取得企業株式の過大評価であると考え検証を行っている。彼らは、株式のミスプライシングに関する3つの代理変数から主成分分析[9]によってミスプライシングに関する2つの統合的指標を作り出し、のれん減損との関連性を調査している。ここで用いられている3つの代理変数とは、産業調整済P/E比率、裁量的発生高、過去の株式発行である。検証の結果、取得企業株式の過大評価がのれん減損とプラスに関連しており、さらに、取得企業のガバナンスが弱かったり、外国企業に対する取得であったりした場合には、その関連性がより強まることが示された。

これらの先行研究より、(1) 被取得企業に対する過剰な支払いや、(2) 株式を対価とした企業取得における取得企業株式の過大評価がのれん減損の重要な要因であり、のれん発生時においてその後ののれん減損を予測するのに有用な情報となり得ることが示唆されている。本稿では、先行研究で示されたのれん減損を予測するのに有用な情報となり得る要因を経営者による企業取得の動機と関連付けることにより、分析を行うこととする。

3. 仮説設定とリサーチ・デザイン

3.1 仮説設定

・自信過剰仮説

Roll(1986)は、自信過剰な経営者によって買収が行われることにより、多額の買収プレミアムが対価として支払われることになると指摘している。買収プレミアムは、企業取得により得られるシナジー効果を期待して支払われるものであるが、被取得企業の企業価値を過大に見積ったり、思ったほどのシナジーが得られなかったりした場合には、過剰な対価ということになってしまう。買収プレミアムが取得企業の経営者による自信過剰が原因であるとするならば、その投資は負の投資となる可能性が高いということになる。また、Hayn and Hughes(2006)やLi et al.(2011)の研究でも、買収プレミアムが大きいほど、その後にのれん減損損失の計上される可能性が高くなることが示唆されている。そこで、以下の仮説を設定する。

H_1：買収プレミアムが大きいほど、その後にのれん減損損失が生じる可能性は高くなる。

・過大評価仮説

Gu and Lev(2011)は、経営者が合理的であり取得企業と被取得企業の両方のミスプライシングに気付いていると仮定すると、過大評価された株式を持つ企業の経営者は、その株式を使って企業を買収しようとするということを示している。経営者が設備投資や現金保有ではなく、企業の取得へ向かう理由は、企業の売上高と利益の両方を即座に増加させることができるためである。自社の株式が過大評価されていることに気付いている経営者は、将来的に株式が正当な評価額まで下落することにより被るネガティブリターンをできるだけ小さくしようとする。そこで、過大評価された株式を用いて企業を取得して売上高と利益の両方を増加させることによって株価の下落を抑えようとする経営者のインセンティブが働く。つまり、短期的な株価の下落を抑えるために、長期的なリターンを軽視してしまうことがあり得るのである。このように軽率に企業を取得してしまった場合、その投資が長期的には負の投資となり、発生したのれんを結果的には減損せざるを得ない状況となってしまうのである。そこで、以下の仮説を設定する。

H_2：取得に際して、株式を対価として企業取得が行われ、かつ取得企業の株式が過大評価であるほど、その後にのれん減損が生じる可能性が高くなる。

・フリーキャッシュフロー仮説

Jensen(1986)は、フリーキャッシュフローの多い企業ほど、

企業価値を毀損するような投資を行う危険性が高いと指摘している。ここで、フリーキャッシュフローとは、資本コストで割り引かれた正の正味現在価値を持つすべてのプロジェクトに対して資金を拠出するために必要なキャッシュ・フローを超えるキャッシュ・フローのことをいう。つまり、正当な投資を行ってもなお企業に残るキャッシュ・フローのことである。Jensen(1986)によると、フリーキャッシュフローの使用方法には経営者による裁量の余地が大きいため、経営者と投資家との間にエージェンシー問題が生じ、必ずしも企業価値を向上させるような投資に資金が使われるとは限らないと主張している。また、Harford(1999)及びOler(2008)は、このようなエージェンシー問題がキャッシュの豊富な企業でも生じると指摘し、実際にキャッシュの豊富な企業のほうがキャッシュの乏しい企業に比べて、企業取得後の企業業績が悪化しているということを示唆する証拠を示している。そこで、以下の仮説を設定する。

H_3：フリーキャッシュフローやキャッシュ保有高が多額であるほど、その後にのれん減損損失が生じる可能性は高くなる。

・経営改善仮説

Lang et al.(1989)は、トービンのqを経営効率を表す指標としたうえで、経営効率の良い企業による企業取得ほど株主価値を増加させることを示している。トービンのqは、企業が保有する資産の再取得価格に対する企業の市場価値の割合として表される。トービンのqが1以上のとき、その企業は、保有している資産を再取得するために必要なコスト以上の価値を生み出しているということになる。つまり、保有している資産を効率的に利用しているということである[10]。このように効率的な経営を行っている企業は、被取得企業の非効率な経営を改善させることによって収益性を伴った投資を実現させる可能性が高くなるものと思われる[11]。そこで、以下の仮説を設定する。

H_4：経営効率の良い企業ほど、その後にのれん減損損失が生じる可能性は低くなる。

3.2 リサーチ・デザイン

3.2.1 回帰モデル

仮説1から仮説4を検証するために、以下の回帰モデルを推定する。

$$GWI=\beta_0+\beta_1GW+\beta_2\Delta EP+\beta_3\Delta EP*STOCK+\beta_4STOCK+\beta_5FCF+\beta_6CASH+\beta_7TOBIN+\beta_8LEV+\beta_9SIZE+\beta_{10}GROWTH+\beta_{11}HHI+\varepsilon$$

GWI：減損損失計上企業であれば1、それ以外は0

GW：（企業取得時に発生したのれんの金額／取得対価）の自然対数

ΔEP：{取得前期末のE/P比率（一株当たり当期純利益／株価）－同業種・同会計年度企業のE/P比率中央値} の前年度変化

STOCK：株式を対価として企業取得が行われていれば1、それ以外は0

FCF：取得前期末における（営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額）／総資産

CASH：取得前期末における（現金・預金と有価証券との合計額／総資産）

TOBIN：取得前期末における（株式時価総額と総負債との合計額）／総資産

LEV：取得前期末における（総負債／総負債と株式時価総額との合計額）

SIZE：取得前期末における総資産の自然対数

GROWTH：取得前期の売上高／取得2期前の売上高

HHI：取得前期末における（各事業セグメントの売上高／総売上高）の二乗の総和

本稿では、のれんの減損へ与える影響を調査するために、被説明変数（GWI）をのれん減損損失計上企業であれば1、それ以外は0としたロジスティック回帰によって分析を行うこととする。

分析に用いられる説明変数について、まず、GWは仮説1を検証するために用いられる買収プレミアムの代理変数である。本分析のサンプルにおける被取得企業には非上場企業が多く含まれているため、被取得企業の株価を用いて買収プレミアムを算定することができない。そこで、取得対価に占めるのれんの割合を買収プレミアムとして用いることとする。GWの係数の期待符号は正である。

次に、ΔEPは取得企業株式の過大評価を表す代理変数である。E/P比率（一株当たり当期純利益／株価）は株価が割高であるか割安であるかを判断するために用いられる代表的な投資指標であり、数値が小さいほど現在の株価が過大に評価されているということになる。しかし、単にE/P比率が低いからといってその株式が過大評価されているとも限らない。ここでは、このE/P比率に2段階の調整を加える。まず、業種間の影響を取り除くために同業種・同会計年度企業の中央値を差し引くことにより産業調整を行ったE/P比率を算出する。これは、今後の成長が期待される業種ほどE/P比率が低くなる傾向にあるためである。次に、この産業調整済E/P比率から前期の産業調

整済E/P比率を差し引く。これは、当該企業のE/P比率水準の変化を反映させるために行われる。このようにして求められたΔEPと、株式交換のように株式を対価として企業取得が行われた場合を1、それ以外を0とするダミー変数（STOCK）との交差項の係数により仮説2を検証する。この係数は、負となることが期待される。

さらに、FCFとCASHは、仮説3を検証するために用いられる。本稿では、キャッシュ・フロー計算書における営業活動によるキャッシュ・フローと投資活動によるキャッシュ・フローとの合計額をフリーキャッシュフローとして分析を行う。また、CASHについては、現金・預金と流動資産に計上されている有価証券との合計額をキャッシュと定義している。FCFとCASHの係数はともに正となることが予測される。

最後に、TOBINは、仮説4を検証するために用いられる。本稿では、トービンのqとして、企業の市場価値を株式時価総額と総負債簿価の合計額、資産の再取得価格を総資産簿価とみなした「シンプルq」によって算定する。qにはさまざまな算定方法があるが、正確なqを計算するのには限界があることや、シンプルqとより洗練された方法によって計算されたqとの間には高い相関が示されているということから、ここでは、簡易な方法で算出されたqを分析に用いる[12]。

また、先行研究において企業取得行動に影響を与えるとされた要因をコントロールするために、以下の変数をモデルに加える。まず、LEVは、負債の存在が債権者による経営者の投資行動へのモニタリングを強め、経営者による無駄な投資を抑制させる効果を持つというJensen(1986)の主張をコントロールするためにモデルに加える。Maloney et al.(1993)は、レバレッジの低い企業ほど企業取得による異常株式リターンが低いという実証結果から、この主張を支持している。本稿では、Maloney et al.(1993)に従い、レバレッジを、総負債／（総負債＋株式時価総額）とする。期待符号は負である。次に、取得企業の企業規模をコントロールするためにSIZEを用いる。企業取得に際して、被取得企業の規模とともに取得に必要なコストが大きくなるため、結果的に大企業ほど企業取得が行われやすいとしている(Palepu 1986)。さらに、取得企業の成長性をコントロールするためにGROWTHを用いる。成長性の低い企業ほど、成長機会を求めて買収を行う傾向にあるとされている(Morck et al. 1990)。最後に、HHIは、企業内における事業の集中度を示すハーフィンダール・ハーシュマン指数である。もし取得企業が単一の事業セグメントで構成されていればHHIは1であり、セグメント数が増えたり、同規模のセグメントが複数存在したりするとHHIは0に近づく。セグメント数が多く、また同規模のセグメントが多く存在しているほど、経営者には柔軟にのれんを配分する余地ができ、業績の悪い事業にのれんを配分することによってビッグ・バスにのれんの減損を使用したり、逆に業績の良い事業にのれんを配分することによってのれんの減損を遅らせたりすることが考えられる(Ramanna and Watts 2012)。また、事業集中度が高いほど、収益性の高い事業によって損失が相殺されることにより、のれん減損が発生しにくくなるとも考えられる。

3.2.2　サンプル選択

本稿では、日本における減損会計基準の早期適用が開始された2004年3月期決算から2008年12月期決算までの間に行われた企業取得を対象として分析を行う。2008年12月期までに行われた企業取得にサンプルを限定した理由としては、今後、のれん減損損失が計上される可能性のあるサンプルが含まれるリスクを軽減するためである。

サンプルとして用いる企業取得を特定するにあたっては、まず、貸借対照表に計上されているのれん額の増減額がプラスの企業を対象として、有価証券報告書の注記から必要なデータが入手可能な企業取得を抽出した。我が国の会計基準のもとでは、のれんを規則的に償却するよう規定されているため、新たなのれんの発生がない限りのれん計上額は前期に比べて減少することになる。そのため、のれん計上額がプラスの企業は、毎期の償却額以上ののれんが当期に発生していることになり、重要性の高い企業取得が行われた企業が特定されることになる。

上記の基準によって識別された企業のうち、以下の要件を満たしたサンプルを分析対象とする。①取得企業が銀行・証券・保険・その他金融以外の業種に属する日本基準を適用した上場企業である。②取得前年度における取得企業の決算月数が12ヵ月である。③分析に必要な財務データ及び株価データが日本経済新聞デジタルメディアの『NEEDS-Financial QUEST』から入手できる。④のれん減損損失計上の対象となる被取得企業及びその被取得企業を取得した際に発生したのれんの額が有価証券報告書から確認できる[13]。⑤取得企業の取得前期末における一株当たり純資産、被取得企業の取得対価及び発生したのれんの金額が正である。

なお、のれん減損損失計上サンプルについては、2012年12月期決算までにのれん減損損失を計上している企業取得を対象としている[14]。また、のれん残高が計上されたまま上場廃止となった企業による企業取得がサンプルに含まれることを避けるため、のれん減損損失非計上のサンプルについては、取得期後最低4年間上場している企業によって行われた企業取得に限定している。さらに、減損損失を計上しないまま被取得企業株式の売却または被取得事業からの撤退が行われた場合もサンプルから除いている。これら

の要件を満たした企業取得は811件であり、その内のれん減損損失計上サンプル209件、のれん減損損失非計上サンプル602件である。

3.2.3　記述統計量と各変数間の相関関係

表1は各変数の記述統計量である[15]。ΔEPより、平均値及び中央値が0に近い値となっていることから、サンプル企業における産業調整済E/P比率の変化はほぼ0を中心として分布していることが見て取れる。また、STOCKより、株式を対価とした企業取得の割合は12.2%であり、CASHからはサンプル企業のキャッシュ保有比率が平均して2割強であることがわかる。さらに、GROWTHより、サンプル企業の売上高は平均して約16%増加している。また、紙幅の関係で表は省略したが、各変数間の相関係数においてLEVとCASH及びTOBINとの間に0.5を超える相関関係が存在している。そこで、多重共線性の有無を確認するために、各説明変数の分散拡大要因（VIF）の検証を行った。VIFの値が10を超える場合には多重共線性の存在が疑われるが、各説明変数のVIFの値は最大でも1.95であったため、本稿の回帰モデルには多重共線性の問題は存在しないものと判断した。

4.　分析結果

分析の結果が表2で示されている。まず、GWの係数は事前の期待通り有意に正の値が示され、取得対価に占めるのれんの割合が大きいほど、その後にのれん減損が計上される可能性が高いということを示唆する証拠が得られた。この結果は、仮説1を支持するものである。

次に、ΔEPとSTOCKとの交差項の係数も期待通り負の値が示された。この結果は、取得対価に占める株式の割合が高くかつ取得企業の株式が過大評価であるほど、その後にのれん減損が生じる可能性が高くなるということを示唆しており、仮説2を支持するものである。なお、ΔEPの係数は逆に有意に正の値が示されており、現金を対価とした企業取得の場合には、取得企業の株式が過大評価であるほど、のれん減損が生じる可能性が低いということを示唆している。

仮説3については、CASHの係数は期待通り有意に正の値が示されたものの、FCFの係数は期待とは逆に有意に負の値が示された。この結果は、Jensen(1986)によるフリーキャッシュフロー仮説に反するものである。むしろ、フローベースであるフリーキャッシュフローの多い企業は、事業活動が良好に進んでいることを意味するため、そこで得られたキャッシュを即座に効率的な投資機会に回しているものと考えることができる。一方、ストックベースであるキャッシュ保有高の多い企業は、それまでに得てきたフリーキャッシュフローを投資などへ回さずに企業内部に蓄積させてきたということである。このことは、結果的に経営者により大きな裁量を与えていることとなり、事業拡大のみを意図した非効率な企業取得にそのキャッシュが使われているものと思われる。つまり、本分析の結果は、得られたフリーキャッシュフローを即座に企業取得に使用するよりも、蓄積されたキャッシュの使用によって企業取得が行われた場合においてそれが負の投資となる可能性が高いということを示す証拠であると解釈できる[17]。

また、TOBINの係数は、期待通り負の符号が示されたものの有意な値とはなっていないことから、仮説4を支持する結果を得ることはできなかった。

最後に、コントロール変数について見てみると、SIZE及びHHIの係数は有意に負の値が、GROWTHの係数は有意に正の値がそれぞれ示された。この結果から、取得企業の企業規模と事業の集中度は、のれん減損損失の計上とマイナスの関連があり、成長性はプラスの関連があることが示唆されている。LEVについては、期待通り負の符号とはなっているものの、有意な値とはなっていない。

表1 記述統計量

	サンプル数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値
GWI	811	0.258	0.438	0.000	0.000	1.000
GW	811	-0.446	1.181	-3.625	-0.433	3.428
ΔEP	811	0.000	0.111	-0.634	-0.002	0.439
STOCK	811	0.122	0.328	0.000	0.000	1.000
FCF	811	-0.019	0.127	-0.509	0.010	0.223
CASH	811	0.217	0.164	0.018	0.167	0.744
TOBIN	811	2.005	2.212	0.580	1.270	14.809
LEV	811	0.376	0.228	0.011	0.374	0.839
SIZE	811	10.380	1.615	7.099	10.227	14.659
GROWTH	811	1.165	0.279	0.692	1.085	2.637
HHI	811	0.733	0.263	0.209	0.787	1.000

表2 分析結果[16]

説明変数	期待符号	係数		z値	限界効果
定数項		0.815		0.68	
GW	(+)	0.308	***	3.98	0.053
ΔEP	(?)	2.458	***	2.79	0.427
ΔEP*STOCK	(−)	-4.161	***	-3.07	-0.722
STOCK	(?)	-0.208		-1.16	-0.036
FCF	(+)	-0.800	*	-1.86	-0.139
CASH	(+)	2.123	***	3.50	0.369
TOBIN	(−)	-0.082		-1.28	-0.014
LEV	(−)	-0.462		-0.49	-0.080
SIZE	(?)	-0.275	***	-3.42	-0.048
GROWTH	(?)	1.108	***	3.70	0.192
HHI	(?)	-0.647	*	-1.78	-0.112
対数尤度		-402.48			
Wald統計量		88.11***			
疑似R^2		0.1303			

5. 追加検証

前節の分析結果では、株式の過大評価を表す代理変数であるΔEPが、その後ののれん減損損失の計上に有意な影響を与えることが示された。さらに、ここでは、ΔEPをその大きさごとに10個のポートフォリオに分けることによって、のれん減損損失の計上との間の関係性をより詳しく検証する。まず、同業種・同会計年度に属する企業全体よりΔEPを10分位ポートフォリオに分割することによって新たに作り出された株式の過大評価を表す代理変数Rank(ΔEP)をモデルに加え、以下の回帰モデルを推定する。なお、Rank(ΔEP)は、ΔEPが最も小さい企業群（過大評価企業群）を0、ΔEPが最も大きい企業群（過小評価企業群）を1に割り当てられるように変換した値を用いている[18]。

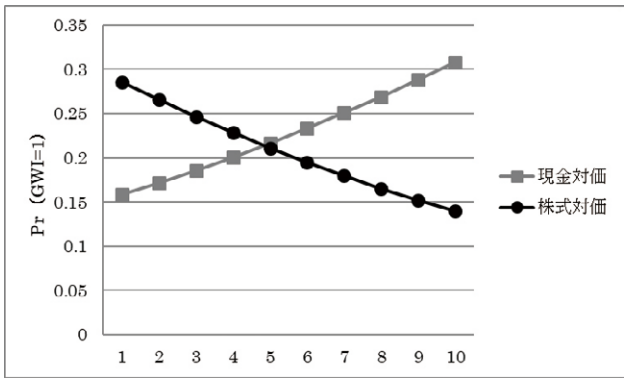
$$GWI=\beta_0+\beta_1 GW+\beta_2 Rank(\Delta EP)+\beta_3 Rank(\Delta EP)*STOCK+\beta_4 STOCK+\beta_5 FCF+\beta_6 CASH+\beta_7 TOBIN+\beta_8 LEV+\beta_9 SIZE+\beta_{10} GROWTH+\beta_{11} HHI+\varepsilon$$

表3は、上記回帰モデルの推定結果である。Rank(ΔEP)*STOCKの係数は、期待通り負の符号が示され、そのほかの係数についても前節の分析結果と大きな相違はない。さらに、図1は、取得対価の種類別にのれん減損損失計上の確率予測値の平均値について、ΔEPのランクによる変化をグラフで表したものである。現金を対価として企業取得が行われた場合、取得企業の株式が過大評価されるにつれてのれん減損損失が計上される確率が減少する一方、株式を対価として企業取得が行われた場合には、逆に取得企業の株式が過大評価されるにつれてのれん減損損失が計上される確率が増加していることが見て取れる。この結果から、取得対価を現金で支払うのか株式で支払うのかによって、取得企業株式の評価とのれん減損損失の計上確率との間の関係性が全く逆になっていることが明らかとなった。

表3 Rank(ΔEP)を用いた場合の分析結果[19]

説明変数	期待符号	係数	z値	限界効果
定数項		0.443	0.37	
GW	(+)	0.308 ***	4.34	0.053
Rank(ΔEP)	(?)	0.860 **	3.12	0.149
Rank(ΔEP)*STOCK	(−)	-1.763 ***	-4.64	-0.306
STOCK	(?)	0.752 **	2.34	0.130
FCF	(+)	-0.736	-1.63	-0.128
CASH	(+)	1.994 ***	3.34	0.346
TOBIN	(−)	-0.085	-1.30	-0.015
LEV	(−)	-0.581	-0.60	-0.101
SIZE	(?)	-0.279 ***	-3.73	-0.048
GROWTH	(?)	1.140 ***	4.77	0.198
HHI	(?)	-0.640 **	-2.12	-0.111
対数尤度			-402.83	
Wald統計量			85.01***	

図1 取得対価の種類別Rank(ΔEP)の平均確率予測値[20]



6. 結論と今後の課題

本稿では、企業取得の行われる動機がその後ののれん減損損失の計上にどのような影響を与えているのかについて検証を行った。具体的には、自信過剰な経営者によって大きな買収プレミアムを伴った企業取得が行われているとした自信過剰仮説、過大評価された自社の株式を用いて企業取得が行われるとした過大評価仮説、経営者の私的な便益の追及による投資として企業取得にフリーキャッシュフローが用いられているとしたフリーキャッシュフロー仮説、効率的な経営を行っている企業による非効率な経営を行っている企業の経営改善を目的として企業取得が行われるとした経営改善仮説の4つである。

分析の結果、買収プレミアムが大きく、また株式を対価とした企業取得における取得企業株式が過大評価であるほど、のれん減損損失の計上される可能性が高くなることが示され、自信過剰仮説及び過大評価仮説がそれぞれのれん減損損失の計上に影響を与えていることを示唆する証拠が得られた。また、フリーキャッシュフロー仮説に関しては、ストックベースであるキャッシュ保有高が期待通りのれん減損損失の計上と正の関係を有することが示されたが、フローベースであるフリーキャッシュフローに関しては反対にのれん減損損失の計上との間に負の関係を持つことが示された。このことは、フリーキャッシュフローの多い企業は経営状態が良好なので良い投資機会に恵まれているが、キャッシュ保有高の多い企業は効率的な投資機会を有していないために収益性の低い企業取得へ投資を行うことになると考えられる。なお、経営改善仮説については、のれん減損損失の計上との関係性を示す証拠を得ることが出来なかった。

本稿の結果は、のれんの規則的償却が行われていることによりのれん減損の影響が米国基準や国際基準に比べ相対的に小さいと思われる日本基準下においても、のれん減損損失の計上に影響を与える要因をのれん発生時の会計情報から得ることができるということを示している。また、のれん減損損失の計上に影響を与える要因として、新たに企業取得の動機という視点を用いて分析を行った点も特徴と

して挙げられる。

最後に、本稿には、次のような課題も残されている。まず、使用する代理変数についてである。先行研究においても、仮説を検証するために用いられる代理変数には違いがあった。特に、Hayn and Hughes(2006)で用いられた被取得企業に対する過剰な支払いに関する代理変数は有意な値を示さなかったのに対し、Li et al. (2011)では別の代理変数を用いて有意な値が示された。そのため、どの代理変数を用いて分析することが最も合理的であるのかをさらに検討する必要があるものと思われる。さらに、セグメント業績が有用な情報となり得るという結果も先行研究では示されており、のれん減損損失の計上に影響を与える他の要因を探ることも今後の重要な課題となるだろう。

注

1. 主に、利益マネジメントの観点から行われた研究（Jarva(2009)、Ramanna and Watts(2012)など）と、証券市場への影響を分析した研究（Liberatore and Mazzi(2010)、Bens et al.(2011)など）が行われている。

2. Francis et al.(1996)は、米国でのれんの償却期間が40年以内と規定されていた1989年から1992年のサンプルから、資産の種類別の評価切り下げ額を示している。そこでは、他の資産に比べてのれんの評価切り下げ額が最も大きく、総資産に占める割合としては有形固定資産や棚卸資産の倍以上であるということを報告している。

3. 例えば、Hirschey and Richardson(2002)、Bens et al.(2011)、島田(2011)。

4. ここで買収プレミアムとは、企業取得を成功させるために取得企業が支払う被取得企業の企業価値を上回る対価を意味する。

5. ここでは、取得公表日の15日前から5日後まで21日間の累積異常リターン及び、取得公表年とその前年、前々年の3年間に取得企業が行った取得の数という2つの代理変数が用いられている。

6. 彼女らは、企業の時価簿価比率がサンプルの上位4分の1に入っていれば株式が過大評価されているものとしている。

7. Betton and Eckbo(2000)によると、取得前の被取得企業株式の保有割合が大きいほど、競争企業や被取得企業による抵抗が減り、取得の際に支払われるプレミアムが低くなるということが示されている。

8. 具体的には、取引に関して対象企業の株主の承認が得られなかった場合や、対象企業が他の買主との取引実行を決定した場合など、一定の事由に基づき契約が解除された場合に、買主が一定の金銭を受領できる規定のことである（伊藤・Braun(2009) pp.170-171）。

9. 主成分分析とは、複数の説明変数から主成分と呼ばれるいくつかの総合的な指標を作り出す手法である。詳しくは、Maddala(2001)参照。

10. トービンのqについては、Damodaran(2002)、Barney(2002)、伊藤(2007)参照。

11. 薄井(2001)においても、取得企業のトービンのqは、企業取得公表時のイベント・リターンと有意にプラスの関係性があるということが示されている。

12. シンプルqと他の方法によって算出されたqとの比較については、Chung and Pruitt (1994) 及びPerfect and Wiles(1994)を参照のこと。

13. 本稿に必要な企業取得に関するデータは、主に企業結合等関係注記及び連結キャッシュ・フロー計算書関係注記から手作業で入手した。企業結合等関係注記では、取得とされた個々の企業結合に関する詳細な情報が記載されているが、注記が開始されたのは2006年4月1日以後実施された企業取得に限られる。連結キャッシュ・フロー計算書関係注記においても、新たに連結子会社となった会社の資産・負債に重要性がある場合には、その内訳を注記することとされているため、取得原価や発生したのれんの金額を把握することは可能である。

14. 日本企業の実務においては、のれんの償却期間を5年として設定している企業が多く、企業会計基準委員会（2015）や石井（2017）でも半数前後の企業がのれんの償却期間を5年としていることが示されている。本稿ではサンプル数も限られていることから、分析対象サンプルの最新サンプルにおいて、5年の償却期間の残存期間が12ヶ月以下となる2012年12月期までにのれん減損損失を計上しているか否かでのれん減損損失の計上・非計上を判断することとした。

15. なお、本稿では、異常値の影響を避けるために、ダミー変数以外の各変数について、上下各1%をそれぞれ1パーセントタイル値及び99パーセントタイル値に置換処理している。

16. ***、**、*は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意（両側検定）であることを 表してい

る。z値はPetersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGWI=1となる確率の差として計算されている。

17. Harford(1999)においても、経営者がフリーキャッシュフローを即座に使うよりも蓄えるときにより豊富な資金力となり、結局は投資意思決定において十分大きな裁量を経営者に与えることになるとしている。また、企業取得の公表と取得企業の株式リターンとの関係に関するイベント・スタディを行った薄井（2001）でも、有意ではないがフリーキャッシュフローは株式リターンと負の関係が、キャッシュ保有高は正の関係が示されている。

18. 具体的には、(1～10までの十分位ランク−1)÷9とすることによって算定される。

19. ***、**、*は、それぞれ1％水準、5％水準、10％水準で統計的に有意（両側検定）であることを表している。z値はPetersen(2009)の方法によって企業・年の両方についてクラスター補正した標準誤差によって算定している。限界効果は、各説明変数の平均値で評価している。ただし、STOCKについては、STOCKが1の場合と0の場合におけるGWI=1となる確率の差として計算されている。

20. 確率予測値は、GW、FCF、CASH、TOBIN、LEV、SIZE、GROWTH、HHIの各変数が平均値をとったときの値によって算出している。

【参考文献】

石井孝和（2017）「のれん償却期間の設定における将来業績予測の影響」『佐賀大学経済論集』第50巻第3号，23-38頁．

伊藤邦雄（2007）『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社．

伊藤廸子・Michael O.Braun監修、モリソン・フォースターLLP・伊藤 見富法律事務所編（2001）『アメリカのM&A取引の実務』有斐閣．

薄井彰（2001）『バリュー経営のM&A投資』中央経済社．

企業会計基準委員会（2008）企業会計基準第21号『企業結合に関する会計基準』．

企業会計基準委員会（2015）リサーチ・ペーパー第1号『のれんの償却に関するリサーチ』

企業会計審議会（2002）『固定資産の減損に係る会計基準』．

島田奈美（2011）「のれん減損情報に対する証券市場の反応」『現代社会と会計』第5巻，37-49頁．

Barney, J. B.（2002）*Gaining and sustaining competitive advantage*, 2nd ed. Prentice Hall:（岡田正大訳（2003）『企業戦略論 上』ダイヤモンド社）．

Bens, D. A., W. Heltzer, and B. Segal（2011）The Information Content of Goodwill Impairments and SFAS 142. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 26（3）, 527-555.

Betton, S., and B. E. Eckbo（2000）Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers. *The Review of Financial Studies* 13（4）, 841-882.

Chung, K. H., and S. W. Pruitt（1994）A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23（3）, 70-74.

Damodaran, A.（2002）*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd ed. Jhon Wiley & Sons:（山下恵美子訳（2008）『資産価値測定総論 2』パンローリング）．

Francis, J., J. D. Hanna, and L. Vincent（1996）Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Off. *Journal of Accounting Research* 34（Supplement）, 117-134.

Gu, F., and B. Lev（2011）Overpriced Shares, Ill-Advised Acquisitions, and Goodwill Impairment. *The Accounting Review* 86（6）, 1995-2022.

Harford, J.（1999）Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance* 54（6）, 1969-1997.

Hayn, C., and P. J. Hughes（2006）Leading Indicators of Goodwill Impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 21（3）, 223-265.

Hirschey, M., and V. J. Richardson（2002）Information Content of Accounting Goodwill Numbers. *Journal of Accounting and Public Policy* 21, 173-191.

International Accounting Standards Committee(IASC)（1998）International Accounting Standards No.36. *Impairment of Assets*:（企業会計基準委員会　財団法人　財務会計基準機構監訳、国際会計基準委員会財団編（2009）『国際財務報告基準（IFRS）2009』中央経済社）．

Jarva, H. (2009) Do Firms Manage Fair Value Estimates? An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Business Finance and Accounting* 36 (9), 1059-1086.

Jensen, M. C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Cororate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2), 323-329.

Lang, L. H. P., R.M. Stulz, and R. A. Walkling (1989) Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics* 24, 137-154.

Li, Z., P. K. Shroff, R. Venkataraman and I. X. Zhang (2011) Causes and Consequences of Goodwill Impairment Losses. *Review of Accounting Studies* 16 (4), 745-778.

Liberatore, G., and F. Mazzi (2010) Goodwill Write-Off and Financial Market Behaviour: An Analysis of Possible Relationships. *Advances in Accounting* 26 (2), 333-339.

Maddala, G. S. (2001) *Introduction to Econometrics*, 3rd ed. John Wiley and Sons:(佐伯親良訳 (2004)『マダラ　計量経済分析の方法　改訂3版』エコノミスト社).

Maloney, M. T., R. E. McCormick, and M. L. Mitchell (1993) Managerial Decision Making and Capital Structure. *Journal of Business* 66 (2), 189-217.

Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1990) Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisition? *The Journal of Finance* 45 (1), 31-48.

Oler, D. K. (2008) Does acquirer cash level predict post-acquisition returns? *Review of Accounting Studies* 13 (4), 479-511.

Palepu, K. G. (1986) Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8 (1), 3-35.

Perfect, S. B., and K. W. Wiles (1994) Alternative Construction of Tobin's q: An Empirical Comparison. *Journal of Empirical Finance* 1 (3-4), 313-341.

Petersen, M. A. (2009) Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches. *Review of Financial Studies* 22 (1), 435-480.

Ramanna, K., and R. L. Watts (2012) Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment. *Review of Accounting Studies* 17 (4), 749-780.

Roll, R. (1986) The Hubris Hypothesis of Corporate Takeoers. *The Journal of Business* 59 (2), 197-216.

SBJ-碩学舎ビジネス・ジャーナル- vol.40（2019年3月29日発行）

第5回 碩学舎賞 二席

「企業取得の動機がのれん減損損失の計上に与える影響」

石井孝和（佐賀大学 経済学部 准教授）

Online edition : ISSN 2187-0845

碩学舎の会員になりませんか？

碩学舎の教員会員ページでは、大学・専門学校の教員の方へ向けて「1からシリーズテキスト」を使った講義に役立つ資料や情報をお届けしています。

※教員会員ページにはログインが必要です。教員会員資格は、大学・専門学校の教員および博士課程の大学院生の方に限ります。

碩学舎
SEKIGAKUSHA

〒101-0052
東京都千代田区神田小川町2-1 木村ビル10F
フリーダイヤル 0120-778-079

碩学舎公式サイト
http://www.sekigakusha.com
Facebook
https://www.facebook.com/sekigakusha