



会計基準のコンバージェンスと日本のM&A市場：のれんの認識・測定上の差異が資本市場へ与える影響分析

與三野，禎倫
島田，佳憲

(Citation)

神戸大学経営学研究科 Discussion paper, 2008・25

(Issue Date)

2008-04

(Resource Type)

technical report

(Version)

Version of Record

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81000051>



Graduate School of
Business Administration

KOBE
UNIVERSITY



ROKKO KOBE JAPAN

2008-25

会計基準のコンバージェンスと日本のM&A市場
—のれんの認識・測定上の差異が資本市場へ
与える影響分析—

與三野 禎倫
島田 佳憲

Discussion Paper Series

会計基準のコンバージェンスと日本の M&A 市場 —のれんの認識・測定上の差異が資本市場へ与える影響分析—

神戸大学大学院経営学研究科 與三野禎倫

島田 佳憲

第1節 はじめに

(1) 目的

本稿の目的は、わが国の企業結合会計基準と国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards, IFRS)・米国会計基準 (Statements of Financial Accounting Standards, SFAS) の認識・測定上の差異が資本市場に与える影響を分析することである。従来、わが国には連結や合併を含めて企業の M&A を包括的に扱う会計基準は存在しなかった。子会社の取得と支配に関する連結会計の基準は整備されながら (連結財務諸表原則・連結財務諸表原則注解)、その子会社の法人格を合併のケースには適用すべき会計基準がなく、たとえば他社の株式を 100% 保有するときの連結財務諸表と、その株式を償却して法的に合併したときの個別財務諸表とが、必ずしも整合していないという不透明な情報開示が長年にわたって解決すべき課題として指摘されていた (斎藤編, 2004)。このような背景をもとに、1990 年代後半から推進されてきた会計ビックバンと呼ばれる一連の制度改革の総仕上げとして、企業会計審議会は、3 年を超える審議を経て、2003 年 10 月末に「企業結合に係る会計基準」を公表した。本会計基準は 2006 年 4 月 1 日以降開始する事業年度から実施されているが、ここでは IFRS・SFAS で禁止されている持分プーリング法の適用が一定の条件の下で許容されるとともに、パーチェス法適用時に認識されたのれんについても IFRS・FAS と異なり 20 年以内の規則的償却が規定されている。とくに持分プーリング法については、日本基準と IFRS との間の同等性を評価する欧州証券規制当局委員会 (Committee of European Securities Regulators, CESR) が、補完計算書の作成を求めている。補完計算書とは、測定・認識上の差異が複雑・多岐にわたるため、仮定計算ベースの要約財務諸表の作成を求めるものである。

そこで本稿では、まず企業結合会計基準においてとくに重要な差異と考えられるつぎの 2 点に着目して、資本市場に与える影響を分析する。第 1 は、持分プーリング法 vs. パーチェス法、第 2 は、のれんの規則的償却 vs. 即時償却である。第 2 について、現行の IFRS・SFAS は、のれんを規則的に償却せずに減損処理することが規定されている。従来、わが国においては、とくに新興市場を中心として、のれんを即時償却して次年度以降の利益数値にのれん償却額の影響を及ぼさない会計実務がみられた。このとき、将来利益の予測値はのれんの非償却処理と同一のものとなるであろう。したがって本研究では、わが国ではのれんの非償却処理が基準化されていないことから、代替的にのれんの規則的償却 vs. 即時償却を検証する。ここでは、われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した

情報を基礎として企業価値を推定すると考えているのである。

さらに資本市場の参加者が会計数値を基礎として企業の内在価値を推定するとき、当期純利益にのれん償却費を戻し入れて算定するという主張がある。このとき企業結合実施後の経過年数が少なからず資本市場の評価に影響を与えるであろう。すなわち、直近の案件については投資家も記憶に新しいのでのれん償却費を戻し入れて推定するかもしれないが、相当期間経過後の案件については戻し入れをせずに会計数値そのものを利用している可能性がある。よって第3に、過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費を検証する。

わが国の現在の会計基準設定団体である企業会計基準委員会は、同等性評価が求める補完措置 (remedies) を 2008 年までに解消して、日本基準と IFRS とのコンバージェンスを加速することに合意している (東京合意)。本稿の検証結果が、企業結合会計基準の IFRS へのコンバージェンスという会計制度の整備に関する議論に対して一定の貢献を行うことが期待される。

(2) 構成

本稿の構成はつぎの通りである。第2節では、わが国の企業合併・買収に関する制度整備と資本市場の評価を概観するとともに、わが国の会計基準と IFRS・FAS との差異を議論する。第3節では、先行研究をレビューすることによって、持分プーリング法とパーチェス法の差異が資本市場にどのように影響を与えるかについて仮説を構築する。第4節では、検証方法と分析結果について考察することを通して、企業結合会計基準の IFRS へのコンバージェンスを行うときの分析視点を提供する。第5節では、本稿の結論と残された課題について展望する。

第2節 わが国の企業合併・買収に関する制度整備と企業結合会計基準

(1) わが国の企業合併・買収に関する制度整備と M&A 市場

純粋持株会社の解禁や相次ぐ商法改正等を契機として、わが国において M&A に代表される企業の組織再編が活発に行われるようになってきている。解消持株会社の解禁 (1997 年改正商法)、株式交換・移転制度の創設 (1999 年改正商法)、会社分割制度の創設 (2000 年改正商法)、および企業再編に関する適格税制の導入 (2001 年) と、わが国の法律・税制度が欧米並みに整備されるに伴い、わが国の合併・買収件数は、1996 年の 987 件から 2005 年には 3,734 件と急増している (図表 1 および図表 2 を参照)。さらには 2006 年 4 月 1 日以降開始する事業年度から企業結合会計基準が適用されるという会計制度の整備に伴い、2006 年には前年比で約 1% 増しの 3,755 件 (公表金額 11 兆 7,435 億円)、2007 年には 11 月までに 3,445 件 (公表金額 8 兆 231 億円) と、わが国の直近 2~3 年の合併・買収件数は暦年ベースで 3,500 件を超える高水準を記録している (出所: (株) レコフ・マール M&A データ CD-ROM)。

【図表 1】

【図表 2】

この急増の背景は、法律・税制・会計制度の整備とともにデフレ経済下における金融ビッグバン以降の金融機関の不良債権処理と企業の財務状況の悪化という厳しい環境のもとで、連結業績を立て直すために、グループの再編を行って事業の「選択と集中」により国際競争力を強化することが急務であるとの認識が経営者に醸成された結果であると言えよう。すぐには大胆な再編が進まなかったのは、法律・税制度の不備も原因の一つであったようである。従来は、企業再編を行うには、商法上の手続きが煩雑であったりコストがかさむ仕組みとなっていた。たとえば株式交換・移転制度の創設前の持株会社形態への移行の従来の手続きは、営業譲渡と現物出資による必要があったが、ここでは資産や債権債務の移転手続きの煩雑さや債権者の個別同意の必要性に加えて、現物出資または財産引受けに伴う検査役の調査によるスケジュール確定の困難さ等があったとされる（松古，2003a）。そこで株式交換・移転制度は、持株会社形態への移行をスムーズに実現することを目的として、また完全親子会社関係を創設することを目的として導入された。

株式交換・移転制度は、合併の簡素化、会社分割等と相まって、株式を対価とする企業再編手法を確実に定着させたと言えるであろう。ただし、わが国の経営者は、米国の先行研究（Rau and Vermaelen, 1998; Louis, 2004）が示唆するつぎの合併・買収アービトラージの視点で株式対価の M&A を指向していないようである。すなわち経営者は、資本市場で自社株が割高に評価されているときには、自社株を対価とした合併・買収を行うインセンティブを持つので、株式対価による合併・買収の事後的な株価パフォーマンスはマイナスとなるという視点である（Shleifer and Vishny, 2003）。

図表 3 は、株式交換・移転制度創設前後について、レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2004 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の公表日が到来したつぎの 3 要件を満たす合併・買収会社を買い持ち（long）し、Topix を売り持ち（short）するというヘッジ投資戦略のパフォーマンスを現金対価と株式対価それぞれについてプロットしたものである。

- (a) 合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- (b) 被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- (c) (株) 日本経済新聞デジタルメディア・日経テレコン 21 または (株) レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって現金対価 M&A または株式対価 M&A が特定化できる。

ここでは、市場全体（Topix）の収益率をベンチマークとしたときの各グループの月次リターン（equal-weighted）を 36 ヶ月間累積した結果が示されている。したがって、検証期間は 1996 年 1 月から 2007 年 8 月までの 140 ヶ月である。株式交換・移転制度創設前の現金対価 M&A は 11 件と少ないためか累積収益率は 7.70% と他の収益率より低いが、株式交換・移転制度創設後の現金対価 M&A は 24.10%、株式交換・移転制度創設前の株式対価 M&A

は 21.85%，株式交換・移転制度創設後の株式対価 M&A は 45.38%といずれも大きくベンチマークを上回る累積平均異常リターンが獲得されている。ここでは、米国の先行研究と異なり現金対価 M&A よりも株式対価 M&A の方が高いリターンが確認されるとともに、交換・移転制度創設後の M&A の方が創設前の M&A よりも高いリターンが確認される。前者は、わが国の 1990 年から 2002 年を検証期間とした井上・加藤（2004）の市場調整モデルの検証結果と整合的である。後者は、わが国の法律・税制度の整備が M&A による国際競争力の強化に対してポジティブな影響を及ぼした証左と言えるであろう。

図表 4 には、Topix ではなく企業規模（株式時価総額）と純資産簿価・時価比率でリスク調整を行った累積平均異常リターンを報告している。株式交換・移転制度創設前の累積収益率は 12.95%（5%水準有意）、株式交換・移転制度創設後の累積収益率は 16.30%（5%水準有意）であり、創設後の高い株価リターンが確認できる（ただし両者に有意な差は検出されなかった（Panel (b)））。また現金対価 M&A の累積収益率は 16.73%（サンプル数が 43 と少ないためか有意ではない）、株式対価 M&A の累積収益率は 15.20%（5%水準有意）であり、ここでは Topix をベンチマークとした累積収益率と符号が逆転しているが、両者に有意な差は検出されなかった。本結果は、わが国の経営者が、合併・買収アービトラージの視点ではなく、むしろスキームの利便性から株式 M&A を利用していることを示唆している。

【図表 3】

【図表 4】

(2) 企業結合会計基準と IFRS・FAS の差異

企業結合の会計基準は、欧米においても長年にわたって制度改革の論争が繰り返られていた。従来の企業結合の米国会計基準であった APB16（1970）では、持分プーリング法の適用要件として 12 規準を設定し、すべてを満たした場合には、経営者はパーチェス法ではなく持分プーリング法を選択することが可能であった。従来の企業結合の国際会計基準であった IAS22（1983）においても、持分の結合にパーチェス法と持分プーリング法の選択適用が認められていた。その後、比較可能性／改善プロジェクトの一環として 1993 年に、(a)取得の範囲を拡大、持分の結合の範囲を狭く限定し、(b)持分の結合にパーチェス法の適用を禁止する等の改訂が実施された。しかしながら、改訂 IAS22（1993）では依然として持分プーリング法の適用が許容されていた。

パーチェス法の下では、取得企業は現金対価または株式対価の公正価値と被取得企業の純資産簿価の公正価値の差額をのれんとして計上する¹。のれん価値の減耗は、APB16・IAS22

¹ 現金対価または株式対価の公正価値と被取得企業の純資産簿価との差額は買収プレミアムと呼ばれる。パーチェス法の下では、買収プレミアムはつぎの 2 つから構成される。(1) 被取得企業の純資産の公正価値と簿価との差額。(2) 現金対価または株式対価の公正価値と、被取得企業の純資産の公正価値との差額であるのれん。本研究はとくにのれんに焦点を当

いずれにおいても、有効期間にわたって規則的償却して償却額を費用処理することが規定されていた。

一方、持分プーリング法の下では、取得企業は被取得企業の純資産を簿価のまま引き継ぐため、のれんは計上されない。(a)会計方針の選択がその後の経済活動に影響を与えないとすれば、また(b)税への影響を考慮しなければ、持分プーリング法採用企業の将来期間の当期純利益は、パーチェス法採用企業よりも顕著に高い。

このため経営者は、のれんの資産計上の回避を選好する傾向がある。ここでは、経営者は持分プーリング法の 12 要件を満足するように取得のスキームを構築したり (Lys and Vincent, 1995)、買収プレミアムの大半を研究開発費に配分することによって即時に償却する (Deng and Lev, 1998) ことが報告されている。これは経営者が、たとえ洗練された財務諸表の利用者である証券アナリストでさえ、企業価値の評価に際しては、(1)のれん償却後の当期純利益を十分に修正することができず、(2)この傾向は企業結合後の経過年数が経つほど強くなる、と考えるからである (Palepu, 1987; Lys and Vincent, 1995)。

FASB (Financial Accounting Standards Board)・IASB (International Accounting Standards Board) は、持分プーリング法の濫用という事実を考慮して、また企業結合という 1 つの経済的事実において、異なる会計方針が異なる財務諸表を算出することは、財務諸表の表現の忠実性と比較可能性を損なうことを重視して、持分プーリング法の適用を禁止するとともに、のれんを非償却として減損処理を規定した SFAS141 (1999)・IFRS3 (2003) を公表した。ここでは、裁量的なのれん価値の償却は価値関連性を有する情報を提供しないと考えられるとともに、のれんの減損処理を適切に行うことができるという確信がある。

一方、わが国においては、長年にわたって企業結合の包括的な会計基準がない状態が続いていた。すなわち、合併については商法と法人税法が、また子会社取得については連結財務諸表原則が、それぞれ別個に規定を設けていただけであったが (鈴木, 2005)、いわゆる会計ビックバンの一環として、2003 年 10 月末に「企業結合に係る会計基準」が公表された。しかしながら、ここでは依然として、IFRS・SFAS で禁止された持分プーリング法の適用が一定の条件の下で許容されるとともに、のれんの 20 年以内の規則的償却が規定されている。企業結合会計基準では、(a)投資原価の回収計算に当たって、固定資産の規則的償却とのれんの規則的償却が首尾一貫すること、(b)規則的償却を行わずにのれん価値が減耗したときのみ減損処理を行う方法では自己創設のれんを計上するおそれがあること、が重視されたのである。

そこで本研究では、企業結合の会計処理について、とくに顕著な相違である持分プーリング法 vs. パーチェス法、のれんの規則的償却 vs. 即時償却を資本市場がどのように評価しているかを分析するとともに、過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費についても

てて議論する。よって買収プレミアムとのれんは代替的に使用される。

併せて検証する。

第3節 会計方針の選択と資本市場の評価

投資者が合理的経済人 (homo economicus) と仮定するならば、(a)会計方針の選択がその後の経済活動に影響を与えない限り、また(b)税コストが同一である限り、会計方針の選択は取得企業の経済的利益に影響をあたえないため、企業がいずれの会計方針を採用しようとも企業価値の推定は同一になると考えられる。しかしながら近年、心理学などの成果を取り入れた行動経済学や実験経済学によって、このような想定に対する反証 (anomaly) が繰り返し報告されている。たとえば企業価値の推定といった問題を考えるとき、Lewis (1969) の言うように 1 つの「突出」 (salient) した解があり得る。たとえばさまざまな企業価値評価モデルの中で、将来利益の予測値を基礎とした推定が「突出」した解となる場合がある。すなわち投資者が、(a)これまでに将来利益の予測値を基礎とした推定によって何度も解決されてきたことを知っているならば、(b)さらにまた投資者の間で他の投資者がそのことを知っているということを知っているならば、投資者は将来利益の予測値を基礎とすることによって容易にこの問題を解決することができる。よって、将来利益の予測値を基礎とした推定が「突出」した解となる。Hopkins et al. (2000) は、証券アナリストへの実験調査によって、企業結合の会計方針の選択についてつぎの結果を報告している。(a)パーチェス法—規則的償却の採用企業の企業価値の推定値は、持分プーリング法採用企業よりも低い。(b)同じパーチェス法の採用企業でも、規則的償却を選択した企業の企業価値の推定値は、買収プレミアムの大半を研究開発費に配分して即時償却した企業の内在価値よりも低い。(c)同じパーチェス法—規則的償却の採用企業でも、過去に企業結合を実施した企業の企業価値の推定値は、直近に実施した企業よりも低い。われわれは、彼らの実験調査結果が、実際のわが国の資本市場の株価パフォーマンスと整合的であるかどうかを検証する。ここでは、われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えている。

(1) 持分プーリング法 vs. パーチェス法

Payne et al. (1993) によると、さまざまな情報が入手可能な状況下で意思決定を行う際には、最も重要だと考えられる情報に最初に焦点が当てられるとともに、簡略化された戦略が採用されるという。同様に、先行研究 (Hopkins, 1996; Hirst and Hopkins, 1998, Maines et al., 2000; Hopkins et al., 2000) は、証券アナリストが、たとえ注記情報で容易に修正可能だとしても、損益計算書および貸借対照表の数字に焦点が当てられていることを示唆する。そこでわれわれは、たとえ有価証券報告書の注記情報によって持分プーリング法とパーチェス法の相違が調整できる場合でも、投資者はこれらの調整を行って企業価値を評価していな

いと考える。ここでは、会計方針の相違によって企業価値の推定値は異なると思うのである。このとき、当期純利益の数字が低い企業の方が将来利益の予測値も低いと考えられるので、つぎの仮説が提案される。

仮説 1：パーチェス法—規則的償却の採用企業の長期株価パフォーマンスは、持分プーリング法採用企業よりも低い。

(2) のれんの規則的償却 vs. 即時償却

米国においては、とくに 1990 年代後半の IT 企業の合併・買収が盛んな時期に、取得企業が買収プレミアムの大半を研究開発費に配分して即時に償却する会計実務が多くみられたようである (Deng and Lev, 1998)。一方、わが国では、とくに新興企業を中心としてのれんを即時償却する会計実務がみられた。これらの会計実務においては、即時の償却費用が一時的な損益項目であると強調される。このとき、一時的な損益項目は経常的な損益項目よりも将来の利益数値の予測するときあまり重視されないことが知られているので (Easton, 1998; Schrand and Walther, 2000), われわれはつぎのように推論することができる。すなわち、投資者は即時償却費を一時的な項目と考え、即時償却費を戻し入れた当期純利益の数値を基礎として企業価値を推定するというものである。ここでは、規則的償却採用企業の将来利益は、即時償却採用企業の将来利益よりも低いことを重視するのである。このとき、つぎの仮説が提案される。

仮説 2：同じパーチェス法採用企業であっても、規則的償却を採用した企業の長期株価パフォーマンスは、即時償却を採用した企業よりも低い。

(3) 過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費

われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えている。ここでは会計方針の相違によって企業価値の推定値は異なると思う。このとき、過去に企業結合しようとも、直近に企業結合しようとも、のれんを規則的償却している限り将来利益の予測値は同一であると考えられるから、企業価値の推定値には影響しないであろう。しかしながら、投資者が会計数値を基礎として企業の内在価値を推定するとき、当期純利益にのれん償却費を戻し入れて算定するという主張がある²。また実際に、FASB の field visit では、投融資の意思決定に当たってのれん償却費は考慮されていないのみならず、企業の経営成績の評価にも考慮されていないことが発見されたとされる (FASB(1999), par. B79)。このとき、Hopkins et al. (2000) の実験調査が示唆するよう

² たとえば White et al. (1997) は、会計数値を基礎として企業評価を行うときには、当期純利益からパーチェス法が適用された場合ののれんの償却費を取り除くことを推奨している。

に、直近の企業結合によるのれん償却費は、投資者の記憶に新しいので当期純利益に戻し入れることによって将来利益が予測されるが、過去の企業結合によるのれん償却費については、当期純利益に戻し入れずに将来利益が予測される可能性がある。ここでは、過去の企業結合によるのれん償却費が繰り返し損益計算書に計上されるために、これが経常的な項目とみなされる可能性も考慮されている。実際にのれん償却費を計上している企業の株価パフォーマンスは低いことが報告されている (Vincent, 1997)。このとき、つぎの仮説を提案することができるであろう。

仮説 3：同じパーチェス法—規則的償却の採用企業であっても、過去に企業結合した企業の長期株価パフォーマンスは、直近に企業結合した企業よりも低い。

第 4 節 検定方法と分析結果

(1) データおよび標本の特徴

本研究では、(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2004 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の有効日が到来したつぎの 4 要件を満たす合併・買収企業の長期異常パフォーマンスを検証する。

- (a) 合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- (b) 被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- (c) 有価証券報告書によって、企業結合の会計処理がパーチェス法または持分プーリング法と特定化できる。
- (d) パーチェス法の採用企業については合併財務諸表または連結財務諸表において³、買収実施企業については連結財務諸表において、のれんの規則的償却または即時償却 (2~3 年の短期の償却期間を含む) を特定化できる。

標本の特徴は、図表 5 のとおりである。企業規模は毎年 8 月末における株式時価総額として、純資産簿価・時価比率は毎年 8 月末に入手した自己資本を 8 月末時点における株式時価総額で割った値として測定されている。各 Group の特徴を概観すると、企業規模については、パーチェス法—即時償却 group が一番小さく、つぎにパーチェス法—規則的償却 group、持分プーリング法 group の順となっている。ただし標本は合併・買収企業から構成されているため、上場全銘柄と比較すると、いずれの Group も相当に大型株となっている。

³ 株式交換・移転制度を利用すると、株式を対価として他社を 100% 支配することができる。ここで株式交換・移転が取得に該当する場合、株式交換・移転完全親会社となる取得企業の個別財務諸表においては、株式交換・移転完全子会社となる被取得企業の取得価額は時価で算定される。このとき取得時ののれんは、取得企業の連結財務諸表に計上される。

また成長機会の代理変数として使用される純資産簿価・時価比率については、持分プーリング法に比べてパーチェス法の方が低い。上場全銘柄と比較すると、いずれの Group もグロース（純資産簿価・時価比率が低い）の傾向をもつ。

本研究の株価データおよび財務データについては、日本経済新聞デジタルメディアが提供している日経 NEEDS から入手したデータを使用している。ただし、日経 NEEDS からは上場廃止企業の株価データが入手できないため、これについては野村総合研究所が提供している AURORA DataLine から入手したデータを使用している。なお、用いている財務データはすべて単独ベースの数値である⁴。最後に本研究の検定期間は、1年～3年の長期異常パフォーマンスを検証するため、1996年1月から2007年8月の140ヶ月となっている。

【図表 5】

(2) 会計方針の選択と長期の株価パフォーマンス

図表 6 は、(i)持分プーリング法を選択した場合、(ii)パーチェス法を選択したうえで、のれんの規則的償却を行っている場合、および(iii)パーチェス法を選択したうえで、のれんの即時償却（2～3年の短期の償却期間を含む）を行っている場合のそれぞれについて、合併・買収会社を買い持ち（long）し、Topix を売り持ち（short）するというヘッジ投資戦略のパフォーマンスをプロットしたものである。ここでは図表 3 と同様に、市場全体（Topix）の収益率をベンチマークとしたときの各グループの月次リターン（equal-weighted）を 36ヶ月間累積した結果が示されている。

第 1 に、持分プーリング法を選択した group の 3 年の累積収益率は 42.48%と、パーチェス法を選択し、のれんの規則的償却を行っている group の 3 年の累積収益率 31.42%を大きく上回ることが確認される。第 2 に、同じパーチェス法を選択した企業群であっても、のれんの即時償却（2～3年の比較的短期の償却期間も含める）を行っている group の 3 年の累積収益率は 48.65%と、規則的償却を行っている group の 3 年の累積収益率 31.42%を大きく上回ることが確認される。第 3 に、パーチェス法を選択し、のれんの規則的償却を行っている group の有効日以降 1ヶ月から 12ヶ月までの累積収益率は 10.69%と、25ヶ月から 36ヶ月の累積収益率 4.29%を上回る。このように Topix をベンチマークとした簡便的なリスク調整方法では、第 3 節でわれわれが構築した仮説と同一の符号が確認される。しかしながら、この簡便的な方法では上方バイアスがかかることが報告されている（山崎，2005）。

そこで(4)・(5)では、ベンチマークを Topix とする簡便的なリスク調整方法ではなく、Fama

⁴ わが国では、連結情報を中心とするディスクロージャーへ転換を図るために、連結財務諸表原則・同注解が 1997 年に改正された。しかしながら本原則は、1998 年 4 月 1 日以降開始する事業年度から段階的に適用されている。本研究では、標本が 1996 年・1997 年のデータを含んでいるため、データ特性の連続性の観点から、財務データはすべて単独ベースの数値を使用している。

and French (1992, 1993) にしたがって⁵, 企業規模 (株式時価総額) と純資産簿価・時価比率でリスク調整を行うことによって, 企業合併・買収における会計方針の相違によって累積収益率に差が検出されるかを確認することとする.

【図表 6】

(4) 分析方法

長期異常リターンの検定については, Barber and Lyon (1997) および Kothari and Warner (1997) が, 統計的な棄却率が理論値を大幅に上回るという検定統計量の特定化の誤り (misspecification) を指摘している. これについては, わが国において山崎 (2005) が, (a) マーケット・インデックスである Topix をベンチマークとした CAR に関しては, その検定統計量は上方へのバイアスがかかることを報告するとともに, (b) 企業規模と純資産簿価・時価比率の 2 つの指標を使って構築した Reference Portfolio (5×5) をベンチマークとした CAR に関しては, 一般的な t 検定によると若干の下方へのバイアスがかかるが, ブートストラップ検定によると, その検定統計量の misspecification は生じないことを報告している.

そこで本研究では, 上述の(a)に対処するために, Fama and French (1992, 1993) にしたがって, 企業規模と純資産簿価・時価比率の 2 つの指標によってリスク調整を行う. ここでは 2 つの指標を使って構築した Reference Portfolio (5×5)⁶ をベンチマークとすることによって, 各 Group の累積平均異常リターンをつぎのように算定する. 第 1 に, 次式で表現される累積異常リターン (Cumulative Abnormal Return, CAR) を算定する.

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$$

⁵ Fama and French (1992, 1993) は, マーケット・リスク, 企業規模に関するリスク, おおび純資産簿価・時価比率に関するリスクの 3 ファクターによってリスクとリターンの関係が正確に表すことができることを報告している.

⁶ 企業規模 5 分位と純資産簿価・時価比率 5 分位の 2 段階ソーティングによる 25 個のポートフォリオである. 25 個のポートフォリオはつぎのように構築される.

- (a) 毎年 9 月に東証 1 部市場銘柄を, その年の 8 月末の時価総額を基準として 5 分位に振り分け, 各分位点を計算する.
- (b) 各分位ごとに, 8 月末の純資産簿価・時価比率を基準として, さらに 5 分位に分割して, 各分位点を計算する.
- (c) この企業規模と純資産簿価・時価比率の各分位点を基に, 東証 2 部, JASDAQ 市場等の上場全銘柄を振り分けることによって, 企業規模と純資産簿価・時価比率を基準とした 5×5 の 25 個のポートフォリオ (equal weighted) を構築する.
- (d) ポートフォリオのリバランスは毎年 1 回である. すなわち, 25 個のポートフォリオは, その年の 9 月から翌年の 8 月までの 1 年間適用され, 翌年 9 月に再構築される.

$$= \sum_{t=1}^{\tau} (R_{it} - \text{Reference portfolio}_t)$$

R_{it} はサンプル企業 i の t 月の月次リターン、*Reference portfolio* は、サンプル企業 i と同一のリスク属性である *Reference Portfolio* の t 月の月次リターン、そして $AR_{it} = R_{it} - \text{Reference portfolio}_t$ は企業 i の t 月の異常リターンである。第 2 に、この異常リターンを τ 期間足し合わせることによって、 τ 期間の CAR を算定する。最後に、CAR の Group 平均値として累積平均異常リターンを算出する。

さらに上述の(b)に対処するために、本研究の統計的有意性の検定は、ブートストラップ法によって異常リターンの擬似的な経験分布を作成し⁷、その分布からサンプルの p 値を測定することにより統計的有意性を判断する⁸。

(5) 分析結果

図表 7 の Panel (a) および Panel (b) には、分析結果の統計量が報告されている。Panel (a) では、合併・買収の有効日以降の期間別・会計方針別 3×3 の Group について、累積平均異常リターン、括弧内の p 値、および Group 内のサンプル数 n が報告されている。期間については、イベント発生日以降の経過期間が投資者の会計数値の判断に影響を与えるかを分析するために、とくに 1 ヶ月～12 ヶ月 (RECENT (1 年)) と 25 ヶ月～36 ヶ月 (PAST (3 年)) に区分した結果を、1 ヶ月～36 ヶ月 (TOTAL (1～3 年)) の結果と併せて報告している。会計方針については、持分プーリング法、パーチェス法—規則的償却、およびパーチェス法—即時償却それぞれについて報告している。持分プーリング法 group の 3 年の累積収益率は 16.49% (p 値 < 0.05 , 両側検定)、パーチェス法—規則的償却 group の 3 年の累積収益率は 3.85% (p 値 < 0.1 , 両側検定)、パーチェス法—即時償却 group の 3 年の累積収益率は 36.99% (p 値 < 0.1 , 両側検定) であり、すべての Group で統計的に有意にプラスの累積平均異常リターンを獲得できることが確認された。さらに本結果より、(3) で報告した Topix をベンチ

⁷ サンプル企業 i の合併・買収の有効日をイベント発生月として、

- (a) 各イベント発生月において、サンプル企業 i と同一のリスク属性を表すレファレンス・ポートフォリオの中からランダムに企業 j を抽出する。ここでは、各イベント発生月において、合併・買収案件と同数の企業が抽出される。
- (b) ランダムに抽出したすべての企業 j について、各企業の月次リターンとレファレンス・ポートフォリオの月次リターンの差として異常リターンを算定し、 τ 期間足し合わせることによって CAR を算定する。
- (c) ランダムに抽出した企業 j の足し合わせることによって構築される 1 つの Group (Group の企業数はサンプル数と同一となる) について、CAR の Group 平均値を求める。これが 1 個の累積異常平均リターンである。
- (d) (a)～(c)のプロセスを 1000 回繰り返して得られる 1000 個の累積異常平均リターンを並べることによって、経験的分布が作成される。

⁸ われわれは、ブートストラップ検定とともに、一般的な t 検定も実施した。検定結果は同様と推断されるため、本稿では報告していない。

マークとした累積収益率には、大きく上方のバイアスがかかっていることも確認された。

Levene の等分散の検定によると、Panel (a)の6つ (=期間(2)×会計方針(3)) の状態の分散は有意に異なる (F 値=4.170, p 値=0.000)。したがって仮説 1～仮説 3 の差の検定については、Panel (b)で Wilcoxon の符号順位和検定の結果として Z 統計量と p 値が報告されている。

仮説 1 では、パーチェス法—規則的償却を採用した企業の株価パフォーマンスは、持分プーリング法採用企業の株価パフォーマンスを下回ると予測された。図表 7 の Panel (a)・(b) の分析結果は、仮説 1 と整合的である。パーチェス法—規則的償却 group の 3 年間の累積平均異常リターン 3.85%は、持分プーリング法 group の 3 年間の累積平均異常リターン 16.49%を有意ではないが下回る (Z 量=-0.785, p 値=0.217, 片側検定)。この符号の予測は、区分した時点においても当てはまる。パーチェス法—規則的償却 group の 1 年目の累積平均異常リターン 0.98%は、持分プーリング法 group の 1 年目の累積平均異常リターン 8.11%を有意ではないが下回る (Z 量=-0.028, p 値=0.489, 片側検定)。また、パーチェス法—規則的償却 group の 3 年目の累積平均異常リターン-0.21%は、持分プーリング法 group の 3 年目の累積平均異常リターン 3.87%を有意ではないが下回る (Z 量=-0.365, p 値=0.358, 片側検定)。

仮説 2 では、パーチェス法—規則的償却を採用した企業の株価パフォーマンスは、パーチェス法—即時償却を採用した企業の株価パフォーマンスを下回ると予測された。図表 7 の Panel (a)・(b)の分析結果は、仮説 2 と整合的である。パーチェス法—規則的償却 group の 3 年間の累積平均異常リターン 3.85%は、パーチェス法—即時償却 group の 3 年間の累積平均異常リターン 36.99%を有意に下回る (Z 量=-2.308, p 値=0.011, 片側検定)。この符号の予測は、区分した時点においても当てはまる。パーチェス法—規則的償却 group の 1 年目の累積平均異常リターン 0.98%は、パーチェス法—即時償却 group の 1 年目の累積平均異常リターン 7.69%を有意ではないが下回る (Z 量=0.731, p 値=0.233, 片側検定)。また、パーチェス法—規則的償却 group の 3 年目の累積平均異常リターン-0.21%は、パーチェス法—即時償却 group の 3 年目の累積平均異常リターン 19.59%を有意に下回る (Z 量=-2.043, p 値=0.021, 片側検定)。

また本分析では、後年にのれん償却費が計上されない点に着目し、パーチェス法—規則的償却 group vs. 持分プーリング法 group+パーチェス法—即時償却 group についても追加的に検証した。前者の 3 年間の累積平均異常リターン 3.85%は、後者の 3 年間の累積平均異常リターン 19.46%を有意に下回り (Z 量=-1.435, p 値=0.076, 片側検定)、投資者が企業価値の推定の際に、将来利益数値に焦点を当てていることが示唆された。

仮説 3 では、パーチェス法—規則的償却を採用した企業の 3 年目の株価パフォーマンスは、1 年目の株価パフォーマンスを下回ると予測された。図表 7 の Panel (a)・(b)の分析結果は、期待符号と同じであるものの、やや複合的な影響を受けていると解釈される。すなわち、パーチェス法—規則的償却 group の 3 年目の累積平均異常リターン-0.21%は、1 年目の累積平均異常リターン 0.98%を有意ではないが下回る (Z 量=-0.137, p 値=0.446, 片側検定)。

この点では、予測した符号と首尾一貫している。しかしながら、分析結果によると、持分プーリング法 group においても、3年目の累積平均異常リターン 3.87%は、1年目の累積平均異常リターン 8.11%を有意ではないが下回る (Z 量=-0.326, p 値=0.373, 片側検定)。したがって本標本では、会計方針によってその絶対値に大きな相違があるものの、合併・買収の効果が1年目に大きな累積平均異常リターンとして表れていることが示唆される。仮説3については、本分析結果によって支持されたとは言えないであろう。

【図表 7】

第5節 結論と残された課題

(1) 結論

わが国においては、近年、M&A に代表される企業の組織再編が活発に行われるようになってきている。これは、グループの再編を行って事業の「選択と集中」により国際競争力を強化することが急務であるとの認識が経営者に醸成された結果であるとともに、持株会社の解禁や株式交換・移転制度の創設等によりわが国の法律・税制度が欧米並みに整備されたことが大きな契機となっている。本研究の分析結果によると、わが国の経営者は、米国の先行研究が示唆する合併・買収アービトラージの視点で株式対価の M&A を指向するというよりは、むしろスキームの利便性から積極的に株式を対価とする企業再編手法を利用していると考えられる。

本研究では、CESR が日本基準と IFRS との間に重要な差異があるとして補完措置を要求している企業結合会計基準について、第1に持分プーリング法 vs. パーチェス法、第2にのれんの規則的償却 vs. 即時償却、第3に過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費を検証した。

日本基準の同等性評価や、日本基準と IFRS とのコンバージェンスは、市場の健全性と効率性の維持・改善を目的としている。よって、これらの制度整備については、市場のパフォーマンスによって評価されることになろう (藤井, 2006)。企業結合時に持分プーリング法・パーチェス法いずれの会計方針を採用しても、(a)会計方針の選択がその後の経済活動に影響を与えないとすれば、また(b)税への影響を考慮しなければ、その後の経済的利益は同一である。しかしながら、本研究の第1の分析結果によると、後年にのれん償却費が計上されて利益数値が圧縮されるパーチェス法—規則的償却採用 group よりも、のれん償却費が計上されない持分プーリング法採用 group の方が高い株価パフォーマンスが報告された。

さらに本標本には、サンプル数が10と少ないが、のれんを即時償却した企業が含まれている。これはわれわれが、のれんの即時償却は、将来利益の予測に対してのれんの非償却処理と代替的な効果が期待されると考えたからである。すなわち現行の IFRS・FAS は、のれんを規則的に償却せずに減損処理することが規定されている。このとき、のれんを即時

償却するというわが国の新興市場で顕著にみられた会計実務については、将来利益の予測数値がのれんの非償却処理と同一のものとなることに着目したのである。本研究の第 2 の分析結果によると、同じパーチェス法を採用しても、後年にのれん償却費が計上されて利益数値が圧縮される規則的償却 group よりも、後年にのれん償却費が計上されない即時償却 group の方が有意に高い株価パフォーマンスが検出された。ここでは投資者は、将来の利益数値にマイナスの影響を与えるパーチェス法—規則的償却の採用企業よりも、将来の利益数値に影響を与えないパーチェス法—即時償却の採用企業に高い評価を与えているのである。この第 1・第 2 の分析結果は、投資者が企業価値の推定の際に、「突出」して特徴的な将来利益数値に焦点を当てていることが示唆される。

さらに本研究の第 3 の分析結果では、パーチェス法—規則的償却の採用企業の 1 年目と 3 年目の株価パフォーマンスには有意な差が検出されなかった。ここでは、資本市場の参加者が企業の内在価値を推定するとき、当期純利益にのれん償却費を戻し入れて算定するという有力な主張を考慮しても、当初は当期純利益にのれん償却費を戻し入れて企業価値を推定する投資者も、3 年目には戻し入れて推定せずに控除後の利益数値をそのまま将来の利益予測に使用する可能性が高くなると考えたのである。ここでは、過去の企業結合によるのれん償却費は繰り返し損益計算書に計上されるために、投資者はこれを経常的な項目とみなす可能性も考慮したのである。ただし本研究では、この考え方を支持する結果は得られなかった。われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えた。このとき、過去に企業結合しようとも、直近に企業結合しようとも、のれんを規則的償却している限り将来利益の予測値には影響を与えないので、株価パフォーマンスには差が検出できないのかもしれない。

われわれは、少なくとも営業利益は、企業価値との関連性の高い要素で構成されることが望ましいと考えている。企業結合会計基準の原則規定であるパーチェス法—規則的償却を採用した場合、企業結合を繰り返し行うことによって成長機会を獲得する企業の営業利益には、いつもののれん償却費が計上されることとなる⁹。のれん償却額が多額にのぼるときには、これらの企業の営業利益は常態的に赤字ということにもなりかねない。このような営業利益が価値関連性をもつとはとても言えないであろう。FASB は、1999 年に公表した公開草案に対する「裁量的な期間におけるのれんの規則的償却は、経済的実態を表さず、有用な情報を提供しない」という見解に賛同し、公開草案で提案した 20 年を上限とする規則的償却を再検討した。しかしながら即時償却は適切とは考えず、のれんを非償却処理とした (FASB(2001), par. B79)。すなわち取得したのれん価値が即時に減耗するとは考えなかったのである。本研究の分析結果は、のれんの償却 vs. 非償却、およびのれんの規則的償却 vs.

⁹ 企業結合会計基準では、企業結合後の収益が営業収益に計上される限り、のれん償却費も営業費用に計上して投資原価の回収状況を営業損益として表示することが望ましいとして、のれん償却費は販売費および一般管理費に計上される (企業結合会計基準・第 38 項)。

即時償却というのれんの償却方法の選択が、資本市場の評価に影響を与えることを示唆する。企業価値との関連性が低い要素を除外した Pro Forma 利益を会計基準がどこまで考慮するかといったことも含めて、企業結合会計基準の国際的なコンバージェンスに向けたのれん償却 vs. 非償却の議論はきわめて興味深い。

(2) 残された課題

本研究では、資本市場の参加者が会計方針の相違をどのように評価しているかを検証した。ここでは、将来の利益数値に影響を与えるパーチェス法—規則的償却の採用企業は、持分プーリング法およびパーチェス法—即時償却の採用企業よりも、低く評価されることを報告した。報告結果は、将来の利益数値に影響を与える会計方針の選択が企業価値評価に決定的に影響を与えることを示唆する。しかしながらここでは、企業の属性が会計方針の選択に影響を与えている可能性が指摘されるかもしれない。Self-selection Bias の問題である。しかしながらわれわれが追加的に実施した検証によると、合併・買収前の1年間のCAR、負債比率、直近の株価収益率、および営業利益の成長率（3年間）等と長期株価パフォーマンスとの間に首尾一貫した関係を見出すことは出来なかった。この Self-selection Bias に関するさらなる検証については、今後の課題としたい。

われわれは報告結果から、将来の利益数値に影響を与える会計方針の選択が企業価値評価に決定的に影響を与えると推論しているが、われわれにとっては、実際に投資者がどのように会計数値を利用して企業価値評価を行っているかは Black Box である。これについて、昨今は、洗練された会計情報の利用者である証券アナリスト等に対する実験調査が行われている。これらの調査の併用は、本研究の分析結果の解釈に大いに貢献するであろう。さらに本研究では、標本に被合併・買収会社が上場企業であるという制約を課している。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと、合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。しかしながら、大企業やファンド等が保有する企業を合併・買収する場合には、被合併・買収会社が非上場企業の場合でも相当の規模ののれんが計上される場合がある。本研究では、これらの企業規模が大きい非上場企業については、標本に含めていない。ある一定の規準を満たした場合にこれらの案件を標本に含めることは、本研究の分析結果の補強に大いに貢献するであろう。本研究が企業結合会計基準のコンバージェンスに向けた制度整備に一定の貢献を行うことを期待する。

[2008.4.1 870]

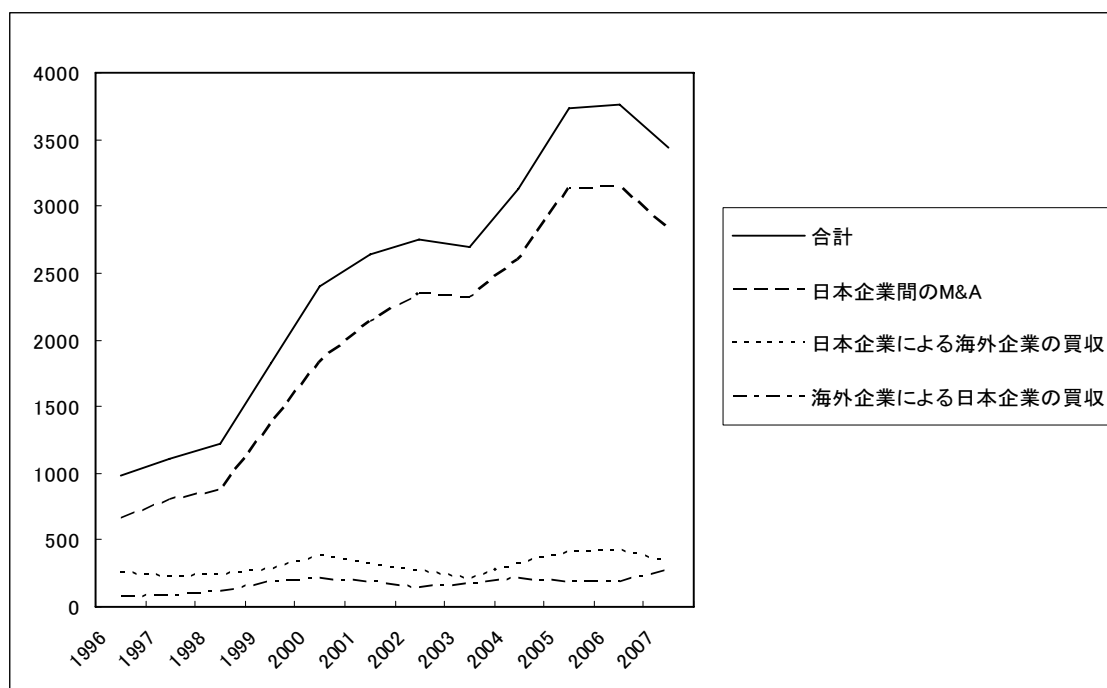
[参考・引用文献]

- Abelson, R. P., and A. Levi, Decision making and decision theory, in *Handbook of social Psychology, Vol. I: Theory and Method*, edited by G. Lindzey, and E. Aronson. New York, NY: Random House, 1985.
- Accounting Principles Board, APB Opinion No. 16, *Business Combinations*, New York, NY: AICPA, 1970.
- Akerlof, G. A., "Procrastination and Obedience," *American Economic Review*, Vol.81 No.2, 1991, 1-19.
- Andreassen, P. B., "Judgmental extrapolation and market overreaction: On the use and disuse of News," *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol.3 (July-September), 1990, 153-174.
- Barber, B. M., and J. D. Lyon, "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, 341-372.
- Davis, M. L., "Differential market reaction to pooling and purchase methods," *The Accounting Review* Vol.65 (July), 1990, 696-709.
- , "The purchase vs. pooling controversy: How the stock market responds to goodwill," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9 (Spring), 1996, 50-59.
- Deng, Z., and B. Lev., "The valuation of acquired R&D," *Working paper*, New York University, 1998.
- Easton, P., "Discussion :Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.13 (Summer), 1998, 337-349.
- Fama, E. F. and K. R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, June 1992, 427-465.
- , "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, February 1993, 3-56.
- Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards No.141, *Business Combinations*, Norwalk, FASB, 1999.
- , Statement of Financial Accounting Standards No.142, *Goodwill and Other Intangible Assets*, Norwalk, FASB, 2001.
- Hirst, D. E., and P. E. Hopkins., "Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments," *Journal of Accounting Research*, Vol.36 (Supplement), 1998, 47-75.
- Hong, H., R. S. Kaplan, and G. Mandelker, "Pooling vs. purchase: The effects of accounting for mergers on stock prices," *The Accounting Review*, Vol.53 (January), 1978, 31-47.
- Hopkins, P. E., "The effect of financial statement classification of hybrid financial instruments on financial analysts' stock price judgments," *Journal of Accounting Research*, Vol.34

- (Supplement), 1996, 33-50.
- Hopkins, P. E., R.W. Houtons, and M. F. Peters, "Purchase, Pooling, and Equity Analysts' Valuation Judgments," *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 3, July 2000, 257-281.
- International Accounting Standards Committee, IAS No.22, *Business Combinations*, London, IASC, 1983.
- International Accounting Standards Committee, IAS No.22, *Business Combinations* (revised 1993), 1993.
- International Accounting Standards Board, *Business Combinations*, IFRS No. 3, London, IASB, 2003.
- Jennings, R., J. Robinson, R. B. Thompson 11, and L. Duvall., "The relation between accounting goodwill numbers and equity values," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.23 (June), 1996, 513-533.
- Kothari, S.P., and J. B. Warner, "Measuring Long-horizon Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, 301-340.
- Lewis, D., *Convention: A Philosophical Study*. Harvard University Press, 1969.
- Louis, H., "Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 1, October 2004, 121-148.
- Lyon, J. D., B. M. Barber and C. L. Thai, "Improved Methods for Tests of Long-run Abnormal Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol.54, 1999,165-201.
- Lys, T., and L. Vincent., "An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR," *Journal of Financial Economics*, Vol.39 (October / November), 1995, 353-378.
- Maines, L. A., R. D. Mautz, Jr., G. B. Wright, J. A. Yardley, A. J. Rosman, and L. E. Graham., "Implications of international diversity in joint venture financial-reporting standards for financial analysts' stock values," *Working paper, Indiana University*, 2000.
- Palepu, K., The anatomy of an accounting change, in *Accounting and Management: Field Study Perspectives*, edited by W. J. Bruns, and R. S. Kaplan. Boston, MA: Harvard University Press, 1987.
- , P. M. Healy, and V. L. Bernard., *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*, 2nd edition. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing, 2000.
- Payne, J. W., J. R. Bettman, and E. J. Johnson, *The Adaptive Decision Maker*, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1993.
- Rau, P. R. and T. Vermaelen, "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 2, August 1998, 223-253.
- Schrand, C. M., and B. R. Walther, "Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components," *The Accounting Review*, Vol.75

- (April), 2000, 151-177.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Stock market driven acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No. 3, December 2003, 295-311.
- Slovic, P., "From Shakespeare to Simon: Speculation-and some evidence-about man's ability to process information," *Oregon Research Institute Bulletin*, Vol.12, No.3, 1972.
- Stephan, W. G., Intergroup relations. in *Handbook of Social Psychology, Vol. II: Special Fields and Applications*, edited by G. Lindzey, and E. Aronson. New York, NY: Random House, 1985.
- Vincent, L., "Equity valuation implications of purchase vs. pooling accounting," *The Journal of Financial Statement Analysis*, Vol.2 (Summer), 1997, 5-19.
- White, G. I., A. C. Sondhi, and D. Fried., *The Analysis and Use of Financial Statements*. 2nd edition. New York, NY: John Wiley & Sons, 1997.
- 井上光太郎・加藤英明, 「合併比率と株価：アービトラージ・スプレッドの分析」『現代ファイナンス』, No. 16, 2004年9月, 3-21.
- 斎藤静樹編著, 『逐条解説 企業結合会計基準』中央経済社, 2006.
- 鈴木一水, 「第20章 企業結合 §1, §2」神戸大学 IFRS プロジェクト・あずさ監査法人 IFRS プロジェクト編著『新版 国際会計基準と日本の会計実務』同文館, 2005
- 橋本尚, 『2009年 国際会計基準の衝撃』日本経済新聞出版社, 2007.
- 晝間文彦, 「時間選好率のアノマリーと消費者信用への含意」『クレジット研究』, 2001・26、6-24.
- 藤井秀樹, 『会計基準のコンバージェンスとわが国の制度的対応—EU の同等性評価を中心として—』国際会計研究学会年報, 2006.
- 松古樹美, 「最近の組織再編の潮流にみる M&A 関連法制の現状と課題 [上]」『商事法務』, No. 1652, 2003年1月25日, 19-28.
- , 「最近の組織再編の潮流にみる M&A 関連法制の現状と課題 [下]」『商事法務』, No. 1653, 2003年2月5日, 15-24.
- 山崎尚志, 「わが国株式市場における長期の異常収益率の分析」『神戸大学大学院経営学研究科 Discussion Paper Series』, No. 2005・29, 2005年8月, 1-29.

[図表 1] 日本企業に関連する M&A 件数の推移



出所: (株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM

[図表 2] 形態別にみた M&A 件数の推移

| 年度 | 合 併 | | | | 小計 |
|------|---------------|---------------|------|------|------|
| | 株式移転 ・持株会社 | 株式交換 ・持株会社 | 会社分割 | その他 | |
| 1996 | 0 | 0 | 0 | 317 | 317 |
| 1997 | 0 | 0 | 0 | 356 | 356 |
| 1998 | 0 | 0 | 0 | 358 | 358 |
| 1999 | 5 | 0 | 0 | 564 | 569 |
| 2000 | 14 | 0 | 1 | 581 | 596 |
| 2001 | 22 | 1 | 0 | 605 | 628 |
| 2002 | 12 | 1 | 0 | 639 | 652 |
| 2003 | 15 | 2 | 0 | 606 | 623 |
| 2004 | 10 | 2 | 0 | 599 | 611 |
| 2005 | 14 | 3 | 1 | 649 | 667 |
| 2006 | 18 | 3 | 7 | 623 | 651 |
| 2007 | 14 | 1 | 2 | 631 | 648 |
| 合計 | 124 | 13 | 11 | 6528 | 6676 |

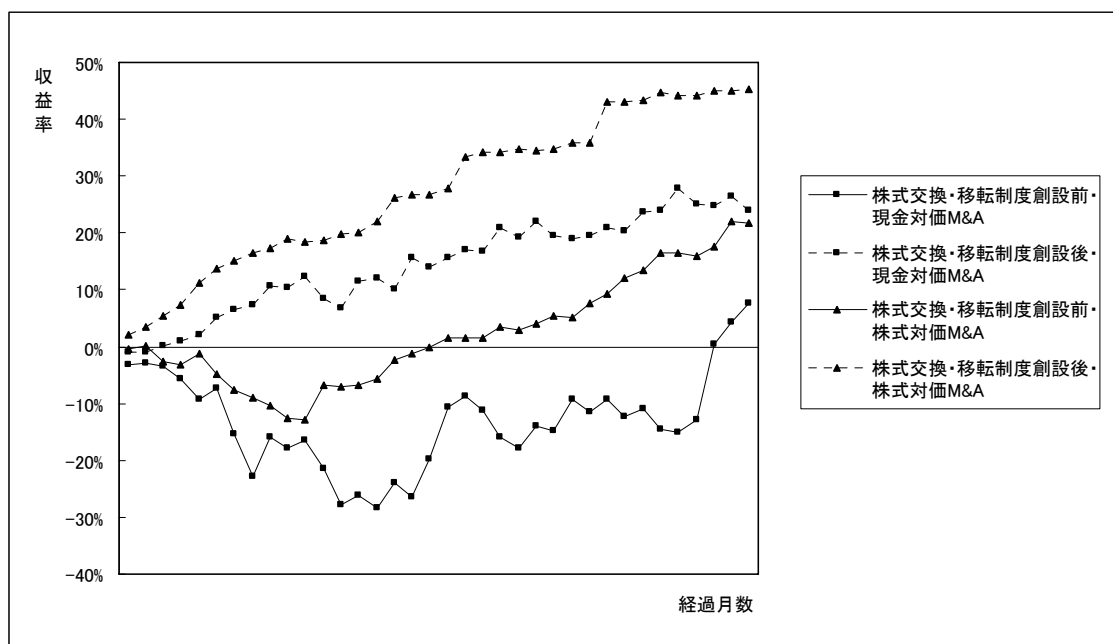
(注) 株式移転と株式交換、株式移転と会社分割を併用している場合には株式移転、株式交換と会社分割を併用している場合には株式交換に分類している。

| 年度 | 買 収 | | | | | | | | |
|------|-----|----------|-----|----------|------------|----------|----------|------|------|
| | TOB | 株式 交換 | MBO | 合併 解消 | 共同出資 解消 | 会社 分割 | 三角 合併 | その他 | 小計 |
| 1996 | 4 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 267 | 272 |
| 1997 | 3 | 0 | 3 | 0 | 1 | 0 | 0 | 240 | 247 |
| 1998 | 9 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 299 | 311 |
| 1999 | 12 | 18 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 | 398 | 440 |
| 2000 | 14 | 33 | 9 | 22 | 5 | 1 | 0 | 455 | 539 |
| 2001 | 22 | 34 | 24 | 26 | 3 | 1 | 0 | 513 | 623 |
| 2002 | 13 | 51 | 29 | 19 | 8 | 3 | 0 | 589 | 712 |
| 2003 | 26 | 34 | 19 | 17 | 6 | 13 | 0 | 614 | 729 |
| 2004 | 25 | 86 | 30 | 7 | 2 | 24 | 3 | 742 | 919 |
| 2005 | 39 | 85 | 54 | 20 | 5 | 39 | 3 | 965 | 1210 |
| 2006 | 62 | 65 | 54 | 17 | 9 | 39 | 6 | 994 | 1246 |
| 2007 | 72 | 34 | 61 | 14 | 12 | 8 | 1 | 928 | 1130 |
| 合計 | 301 | 440 | 299 | 142 | 51 | 128 | 13 | 7004 | 8378 |

(注)TOBとLBO, TOBとMBO, TOBと事業統合, TOBと連結子会社化, TOBと株式交換を併用している場合にはTOB, 株式交換と会社分割を併用している場合には株式交換, 会社分割とMBO, 会社分割と事業統合を併用している場合には会社分割に分類している。

出所:(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM を加工・修正して作成

[図表 3] 合併・買収の累積平均異常リターン(対 Topix)^a



^a 図表 3 は、市場全体 (Topix) の収益率をベンチマークとしたときの、(i) 株式交換・移転制度創設前・現金対価 M&A、(ii) 株式交換・移転制度創設後・現金対価 M&A、(iii) 株式交換・移転制度創設前・株式対価 M&A、(iv) 株式交換・移転制度創設後・株式対価 M&A の各グループの月次リターン (equal-weighted) を 36 ヶ月間累積した結果を示している。

標本は、レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2005 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の公表日が到来したつぎの 3 要件を満たす合併・買収会社である。

- ・合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- ・被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- ・(株) 日本経済新聞デジタルメディア・日経テレコン 21 または (株) レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって現金対価 M&A または株式対価 M&A が特定化できる。

[図表 4] 合併・買収会社の累積平均異常リターン (対 Reference Portfolio)^a

Panel(a)

株式交換・移転制度創設前後および現金対価 vs. 株式対価別の累積平均異常リターン

| | 現金対価 M&A | 株式対価 M&A | 合計 |
|--------------|---|------------------------------------|------------------------------------|
| 株式交換・移転制度創設前 | 6.29% (p 値 = 0.504) ^b n = 11 | 13.98% (p 値 = 0.007) n = 71 | 12.95% (p 値 = 0.035) n = 82 |
| 株式交換・移転制度創設後 | 20.32% (p 値 = 0.094) n = 32 | 15.64% (p 値 = 0.025) n = 195 | 16.30% (p 値 = 0.048) n = 227 |
| 合計 | 16.73% (p 値 = 0.116) n = 43 | 15.20% (p 値 = 0.039) n = 266 | 15.41% (p 値 = 0.048) n = 309 |

^a 企業規模と純資産簿価・時価比率の 2 つの指標を使って構築した Reference Portfolio (5 × 5) をベンチマークとしたリスク調整を行うことによって、株式交換・移転制度創設前後および現金対価 vs. 株式対価別の各 Group の月次リターン (equal-weighted) を 36 ヶ月間累積した結果を示している。

^b 統計的有意性の検定は、ブートストラップ法によって異常リターンの擬似的な経験分布を作成し、その分布からサンプルの p 値を測定することにより統計的有意性を判断している。

Panel(b)

差の検定^c

| | t 値 | p 値 ^d |
|----------------------|--------|------------------|
| 株式交換・移転制度創設前 vs. 創設後 | -0.249 | 0.804 |
| 現金対価 vs. 株式対価別 | 0.089 | 0.929 |

^c Levene の等分散の検定によると 4 つの状態の分散は有意に異ならない (F=0.374, p=0.772)。よって本分析では分散均一を仮定するパラメトリックな差の検定を実施している。

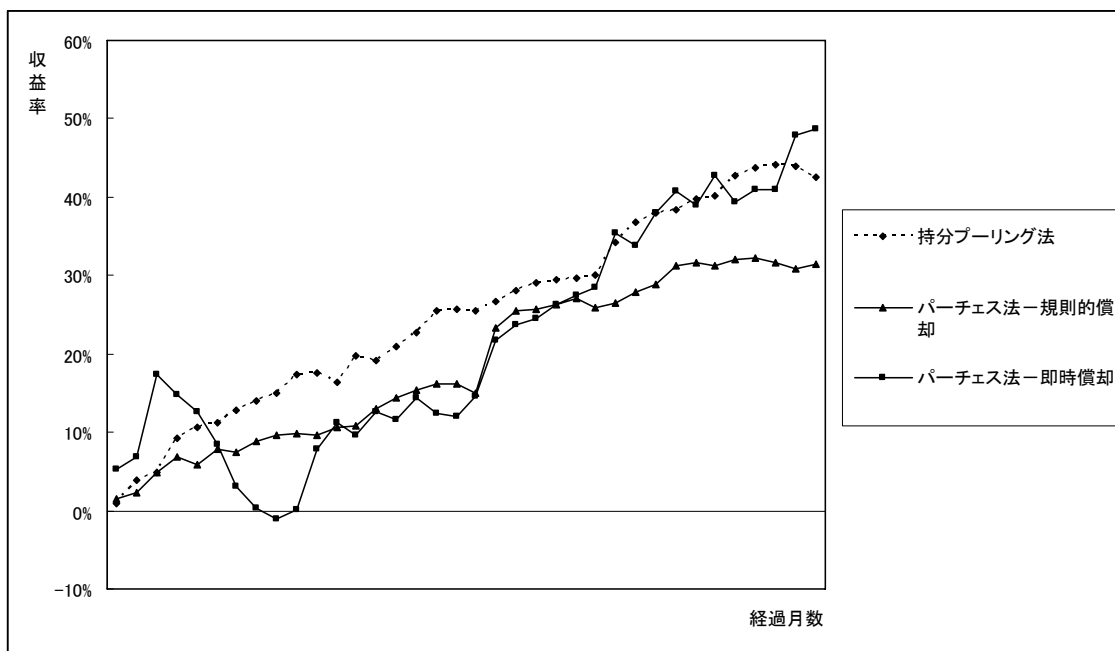
^d 両側検定による p 値を表示している。

[図表 5] 標本の特徴

| Group | 規模(株式時価総額)単位:百万円 | | | サンプル数 |
|--------------|------------------|---------|---------|-------|
| | 第1四分位 | 平均値 | 第3四分位 | |
| 持分プーリング法 | 15,195 | 42,411 | 194,334 | 59 |
| パーチェス法ー規則的償却 | 35,802 | 130,567 | 329,829 | 119 |
| パーチェス法ー即時償却 | 19,914 | 32,144 | 91,143 | 10 |
| 合併・買収企業合計 | 22,563 | 90,573 | 260,649 | 188 |
| 上場企業全銘柄 | 5,484 | 13,631 | 42,658 | 3,331 |

| Group | 純資産簿価・時価比率 | | | サンプル数 |
|--------------|------------|-------|-------|-------|
| | 第1四分位 | 平均値 | 第3四分位 | |
| 持分プーリング法 | 0.732 | 1.077 | 2.854 | 59 |
| パーチェス法ー規則的償却 | 0.540 | 0.735 | 1.185 | 119 |
| パーチェス法ー即時償却 | 0.279 | 0.749 | 1.185 | 10 |
| 合併・買収企業合計 | 0.559 | 0.865 | 1.419 | 188 |
| 上場企業全銘柄 | 0.573 | 0.989 | 1.615 | 3,331 |

[図表 6] 合併・買収会社の累積平均異常リターン(対 Topix)^a



^a 図表 3, 市場全体(Topix)の収益率をベンチマークとしたときの, (i)持分プーリング法, (ii) パーチェス法ー規則的償却, (iii) パーチェス法ー即時償却, (iv) の各グループの月次リターン(equal-weighted)を36ヶ月間累積した結果を示している。

標本は, レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2005 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の有効日が到来したつぎの 4 要件を満たす合併・買収会社である。

- ・合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- ・被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- ・有価証券報告書によって, 企業結合の会計処理がパーチェス法または持分プーリング法と特定化できる。
- ・パーチェス法の採用企業については合併財務諸表または連結財務諸表において, 買収実施企業については連結財務諸表において, のれんの規則的償却または即時償却(2~3 年の短期の償却期間を含む)を特定化できる。

[図表 7] 合併・買収会社の累積平均異常リターン(対 Reference Portfolio)^a

Panel(a)

会計方針の差異別の累積平均異常リターン

| 期間 | 会計方針 | | |
|-------------|---|------------------------------------|-----------------------------------|
| | 1. 持分プーリング法 | 2. パーチェス法－ 規則的償却 | 3. パーチェス法－ 即時償却(2～3年含む) |
| PAST(3年) | 3.87% (p 値 = 0.159) ^b n = 59 | -0.21% (p 値 = 0.195) n = 119 | 19.59% (p 値 = 0.066) n = 10 |
| RECENT(1年) | 8.11% (p 値 = 0.057) n = 59 | 0.98% (p 値 = 0.192) n = 119 | 7.69% (p 値 = 0.333) n = 10 |
| TOTAL(1～3年) | 16.49% (p 値 = 0.050) n = 59 | 3.85% (p 値 = 0.083) n = 119 | 36.99% (p 値 = 0.074) n = 10 |

^a 企業規模と純資産簿価・時価比率の 2 つの指標を使って構築した Reference Portfolio(5×5)をベンチマークとしたリスク調整を行うことによって、株式交換・移転制度創設前後および現金対価 vs. 株式対価別の各 Group の月次リターン(equal-weighted)を 36 ヶ月間累積した結果を示している。

^b 統計的有意性の検定は、ブートストラップ法によって異常リターンの擬似的な経験分布を作成し、その分布からサンプルの p 値を測定することにより統計的有意性を判断している。

Panel (b)

差の検定:片側検定^c

| | Z 値 | p 値 ^d |
|--|--------|------------------|
| H1. パーチェス法－規則的償却(TOTAL(1～3年)) < 1. 持分プーリング法(TOTAL(1～3年)) | -0.785 | 0.217 |
| H2. パーチェス法－規則的償却(TOTAL(1～3年)) < 3. パーチェス法－即時償却(TOTAL(1～3年)) | -2.308 | 0.011 |
| H3. パーチェス法－規則的償却(PAST(3年)) < 2. パーチェス法－規則的償却(RECENT(1年)) | -0.137 | 0.446 |

^c Levene の等分散の検定によると 6 つ(=期間(2)×会計方針(3))の状態の分散は有意に異なる(F=4.170, p=0.000)。よって本分析では分散均一を仮定しない Wilcoxon の符号付順位和検定を実施している。

^d 仮説 1～仮説 3 は、期待符号が定まっているため、片側検定による p 値を表示している。